
論 説

株式等売渡請求, キャッシュ・アウト, 取締役の義務 (1)

玉 井 利 幸

- I. はじめに
- II. 株式等売渡請求と取締役の義務に関する従来の議論
 1. 会社利益向上義務との関係
 2. 法令遵守義務との関係
- III. 株式等売渡請求とキャッシュ・アウト法制
 1. 株主の地位を失う M&A 取引の類型
 2. M&A 取引間の取締役の義務の調和
 3. 継続的支配株主と一時的支配株主の区別 (以上本号)
- IV. 支配株主による少数株主の縮出取引における取締役の義務
- V. 義務違反の審査方法
- VI. 終わりに

I. はじめに

2012 年 9 月に公表された「会社法制の見直しに関する要綱」¹⁾では、特別支配株主の株式等売渡請求という支配株主による少数株主の縮出し（キャッシュ・アウト）のための新たな制度の創設が提案されている²⁾(この制度のことを以下では単に「売渡請求」とする)。この制度の骨子は、キャッシュ・アウトの対象となる対象会社³⁾の議決権を 90% 以上保有する株主（特別支配株主⁴⁾）は対

象会社のその他の株主⁵⁾に対し株式の売渡⁶⁾を請求できるというものである。売渡請求をするには対象会社の承認が必要であり、対象会社が取締役会設置会社の場合はこの承認は取締役会の決議によらねばならない⁷⁾。取引の形式は支配株主と少数株主の間の株式の売買であるのに対象会社の承認を必要としたのは、対象会社の取締役に少数株主の利益を保護する役割を担わせるためであり、売渡請求を承認する対象会社の取締役に、売渡請求により締出される少数株主の利益に配慮することが求められている⁸⁾。そのため、売渡請求の承認を行う対象会社の取締役は、少数株主の利益を守る義務を負うとされる⁹⁾。

この売渡請求における取締役の義務にはよく分からない点がいくつかある。対象会社の取締役に、少数株主の利益を守る義務があるとしても、どこまでのことを求められているのか。締出取引の核心的な問題は少数株主に支払われる対価の額であるので、価格に関する義務が取締役の義務の中核をなすことになる¹⁰⁾。取締役は価格について何を根拠にどこまでのことをしなければならないのか。少数株主の締出しが行われる前の少数株主の従前の利益状態を守ればよいのか、それとも従前の利益状態よりも向上させることが必要なのか。向上させることが必要であるとすると、どこまで向上させる必要があるのか。締出し前の従前の状態より少しでも向上させていればよいのか。それとも、「最高価格」や「公正な価格」、「適正な価格」の獲得など、何らかのあるべき状態を想定し、それを実現するようにする必要があるのか。もしそうだとすると、どのような状態があるべき状態になるのだろうか。

伝統的な取締役の義務の概念との関係もはつきりしないところがある。従来は、取締役は会社に対して義務を負い、会社の長期的な利益を向上させることが求められていると考えられてきた。売渡請求における取締役の少数株主の利益を守る義務は、会社の利益ではなく、締出される株主というある一時点における一部の株主の利益を守ることを求めているように思える。このような義務は、取締役の義務に関する伝統的な考え方と整合するのか。それとも、従来の伝統的な概念や現行の会社法の考えとは整合しない新たな義務

を創造したと考えるべきか。

対象会社の取締役役に課せられた少数株主の利益を守る義務は、誰に対する義務か。会社に対する義務なのか。少数株主の利益を守ることが求められているので、会社ではなく少数株主に対する義務のようにも思える。誰に対する義務であるかは、理論的な観点からだけでなく、少数株主の救済の観点からも重要である。会社に対する義務であるということができなければ、現在の判例法理¹¹⁾を前提にすると、対象会社の取締役がこの義務に違反した場合、売渡請求で締出される少数株主は取締役役に会社法429条の責任を追及できないことになってしまうからである。少数株主の利益を守ることは取締役の会社に対する義務といえるか。

他の少数株主の締出しの手法との関係はどうなるのか。少数株主の利益を守る義務は特別支配株主による売渡請求の場面に限られる特別の義務なのか。要綱によれば、売渡請求が創設された後も、全部取得条項付種類株式など他の制度を用いた締出しも許容されることになっている¹²⁾。支配株主が売渡請求を用いて少数株主を締出す場合と、全部取得条項付種類株式を用いて締出す場合とで、取締役の義務は異なるべきなのか。それとも、締出しのために用いる手法にかかわらず、同じ内容の義務を負うべきなのか。支配株主が少数株主の締出しを一回の取引で行う場合と二段階に分けて行う場合とで、取締役の義務は異なるべきなのか¹³⁾。

特別支配株主が存在しているのであれば、常に対象会社の取締役役に少数株主の利益を守る義務が生じるのか。例えば、独立した当事者同士の間で、公開買付けと売渡請求を組み合わせた二段階買収が行われた場合も、その過程で一時的に特別支配株主が形成されうるが、この場合も対象会社の取締役は少数株主を守る義務を負うべきか。継続的に会社を支配している特別支配株主が売渡請求制度を用いて少数株主を締出す場合と、二段階買収の過程で一時的に出現した特別支配株主が売渡請求制度を用いて残存株主を締出す場合とを、同じように考えるべきか。

裁判所は義務違反かどうかをどのように審査すべきなのか。当事者の判断

はどの程度尊重されるべきか。裁判所の介入の程度はどの程度であるべきか。常に実体的な側面（特に価格）を直接審査していくべきなのか。それとも、手続的な側面に重点を置いた審査方法を用いるべきか。取締役にどのような義務を課すかによって取締役の裁量やインセンティブは変わりうるし、審査方法によって裁判所の介入度や審査のポイントも変わる。義務内容や審査方法・審査基準は、審査の対象となる問題の性質をどのように捉えるかで決せられるべきであるが、少数株主の締出しは、取締役にどの程度の裁量が与えられるべき問題か。

本稿では、締出取引や売渡請求における取締役の少数株主の利益を守る義務に関する上述の問題を考えていくことにする。IIでは、売渡請求制度において少数株主の利益を守る義務は、伝統的な取締役の義務の概念と整合的かどうかを考える。IIIでは、少数株主の締出しを実現する方法には様々なものがあるが、少数株主の利益を守る義務は売渡請求制度を用いた場合に限定される特別の義務なのか、それとも締出しの手法によらない一般的な義務であるべきかを考える。VIでは支配株主による少数株主の締出取引一般において対象会社の取締役が負うべき義務の内容を検討する。Vでは、少数株主の締出取引において取締役が義務に違反したかどうかを裁判所がどのように審査すべきかについて述べる。VIは結論である。

なお、本稿では、特に断らない限り、上場会社の締出取引を念頭に置いて考えている。売渡請求の制度は上場会社と非上場会社の区別なく利用できるが、上場会社と非上場会社とでは、会社、株主、紛争の性質が大きく異なるからである¹⁴⁾。また、特に断らない限り、監査役会設置会社を念頭において考えることにする。これは、上場会社で圧倒的多数を占めるのが従来型の取締役会がある監査役会設置会社であるからであり、さらに、委員会設置会社には社外取締役が会社法上要求されているのに対し、監査役会設置会社の場合はそうではなく、取締役・取締役会の独立性は制度上は弱いと思われるからである。

II. 株式等売渡請求と取締役の義務に関する従来の議論

売渡請求制度では，縮出される少数株主の利益を守る義務が対象会社の取締役課される予定である。会社の利益ではなく，縮出される少数株主というある一時点の一部の株主の利益を守るという義務は，取締役は会社利益の向上を図る義務を会社に対して負っているという伝統的な考えと整合的でないようにも思える¹⁵⁾¹⁶⁾。しかし，以下で述べるように，少数株主の利益を守る義務は取締役の会社に対する義務であると考えられ，従来の取締役の義務に関する議論や会社法の考え方とは必ずしも矛盾しないだろう。

取締役の会社に対する義務は，会社の営利性から導き出される企業価値向上義務と，法令遵守義務に分けることができる。そのため，売渡請求における対象会社の取締役の義務のように，支配株主による少数株主の縮出しの場面において，対象会社の取締役が少数株主から支配株主への富の移転を防止し，少数株主の利益を保護することは会社に対する義務であるというためには，二つの方法がありうる¹⁷⁾。一つは，企業価値向上義務と直接結びつける方法である。少数株主を保護することが企業価値向上に資するので，取締役の会社に対する義務になるとするのである。

もう一つは，法令遵守義務を介在させる方法である。少数株主の保護を求める法令があれば，少数株主を保護することが企業価値の向上に資するかどうかに関係なく，法令遵守義務を負う取締役は少数株主の利益を守らねばならないことになる。法令遵守義務は会社に対する義務なので，少数株主を保護することは取締役の会社に対する義務となる。以下で述べるように，現時点で既に会社法の規定の中には，一定の場合には，会社の利益の向上よりも，株主間の富の移転の防止を優先させなければならないことを求める規定が存在している。そのため，会社法改正により売渡請求制度が導入され，支

配株主による少数株主の締出しの場面で、対象会社の取締役が株主間の富の移転を防止し少数株主の利益を守る義務が規定された場合、それはこれまで会社法に存在していなかった新しい概念を導入するものではなく、現時点で既に存在している会社法の考えを締出取引の場面で具体化したにすぎないというべきである。

1. 会社利益向上義務との関係

取締役は、以下で述べるように、会社の営利性から、会社の価値を向上させる義務を会社に対して負うと考えられる。株式会社は、外部から資金を集め、それをもとに営利を目的として事業活動を行っている。営利性は、対外的活動で利益をあげ、それを構成員に分配することを意味する¹⁸⁾。株式会社の場合は、出資者である株主に利益を分配することになる。取締役は、営利追求という会社の目的を実現するために取締役の地位に就いているのであるから、会社の利益が損なわれないようにするだけでなく、できるだけ多くの利益をあげて、会社の利益を向上させることが求められていると考えられる。そのため、支配株主による少数株主の締出しの場面において少数株主から支配株主への富の移転を防止し少数株主の利益を守ることが会社の利益の維持・向上に資するのであれば、少数株主の利益を守ることは、取締役の会社に対する義務であるということになる。少数株主の利益を守ることは、会社の利益に資するといえるのか。以下で述べる理由から、会社の利益に資するということができるだろう。

一つの理由は、会社の資金調達コストの低下である。会社に資金を拠出する投資家の観点からすると、投資の価値の毀損が、投資した事業の失敗によるものであれば許容できて、それ以外の経営者の不正・不祥事や、取締役・支配株主など会社内部者への不当な富の移転によるものであれば許容し難い。事業のリスクを法で除去したり緩和したりすることはできないが、経営者の不正・不祥事や富の移転は、法やガバナンスの仕組みを工夫すれば相

当程度防止可能である。投資家は、そのような法や仕組みが十分になければ、会社内部者の不正・不祥事や富の移転の生じる危険が高まるので、その分だけ割り引いて投資をするか、極端な場合は投資自体を差し控えるようになってしまい、会社の資金調達コストは上昇してしまうだろう。資金調達のコストが上昇すれば、その分会社の利益も減るので、会社の価値が低下してしまう。法で支配株主など会社内部者への不当な富の移転を防止することができれば、資金調達のコストを下げ、会社の価値の向上に資するだろう。そのため、取締役や支配株主への富の移転を防止することは、会社の利益の向上に資するので、取締役の会社に対する義務の一内容と考えることができると思われる。

もう一つの理由は、価値下落的な締出取引の実行を抑制するというものである。支配株主は、会社の価値は向上しない、あるいは会社の価値を低下させるような締出取引からでも、少数株主から支配株主への富の移転により簡単に利益を得ることができる（IV.1.の【表2】の状態1と状態2を参照）。締出取引において、富の移転を防止し、最低でも少数株主の従前の利益状態が保護されるのであれば、【表2】の状態1のような価値下落的な締出取引を行えば支配株主は損害を被り、【表2】の状態2のような価値不変の締出取引を行っても利益を得られない¹⁹⁾。少数株主から支配株主への富の移転を防止することで、支配株主が会社の価値を向上させない締出取引²⁰⁾を行おうとするインセンティブを低下させることができ、会社の価値の毀損防止に資するので、少数株主から支配株主への富の移転を防止することは、取締役の会社に対する義務と考えることができる。

2. 法令遵守義務との関係

少数株主の利益を守ることは取締役の会社に対する義務であるとするための、もう一つの方法は、会社法 355 条の取締役の法令遵守義務から説明する方法である。法令遵守義務を媒介に、取締役の会社に対する義務であるとす

るのである。

伝統的な理解では、会社法 355 条の規定は取締役の善管注意義務を敷衍したものであり、別個の義務を規定したものではないとされている²¹⁾。善管注意義務は取締役と会社の委任関係から生じる義務であり（会社法 330 条・民法 644 条）、取締役の会社に対する義務であるので、会社法 355 条の規定する義務は会社に対する義務であるということになる。会社法 355 条は、「取締役は、法令……を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない」と規定し、法令遵守義務を定めている²²⁾。会社法 355 条の規定する義務は取締役の会社に対する義務であるので、取締役の法令遵守義務は、取締役の会社に対する義務であると考えられる。法令の中に株主間の富の移転の防止を求める規定があれば、それを守ることは取締役の会社に対する義務であるということになる。このような、法令遵守義務を媒介とする方法であれば、株主間の富の移転の防止を求める規定があれば、株主間の富の移転の防止が会社の利益向上に資するかどうかに関係なく²³⁾、株主間の富の移転を防止することは取締役の会社に対する義務であるということになる。

以下で述べるように、株主間の富の移転の防止を求める規定²⁴⁾は会社法の中に既に存在している²⁵⁾。会社法改正により導入される予定の売渡請求制度における取締役の義務は、会社法の中に従来から存在していた考えを、支配株主による少数株主の締出しという場面に適用したものであると理解すべきである。

会社法 210 条の柱書と 1 号²⁶⁾は、一定の場合には株主間の富の移転を防止することを会社の利益を向上させることよりも優先している規定²⁷⁾であると考えられる²⁸⁾。会社法 210 条は、一定の場合に、募集株式の発行（以下では単に株式発行または新株発行とする）により既存株主に不利益が生じる場合は、株主はその発行を差止めることができるということを決めた規定である。会社法 210 条 1 号の典型的な場合は、公開会社における株主総会の特別決議を欠く新株の有利発行である。株主割当てによらずに新株の有利発行を行う場合は、既存株主と新株主の間に利害の対立が生じ、既存株主から新株

主に富の移転が生じる。有利発行により新旧株主間で富の移転が生じたとしても、有利発行によって調達した資金を用いて事業活動を行えば、会社の価値が新株発行前よりも高まる可能性があるため、有利発行は会社の利益を向上させうる。しかし、会社の利益を向上させるような有利発行であったとしても、株主の同意（株主総会の特別決議）がなければ、そのような会社利益に資する有利発行は株主により差止められてしまうことがある。会社法は、この場合、会社利益の向上よりも、株主間の富の移転の防止の方を優先しているのである²⁹⁾。富の移転により不利益を受ける株主の同意がなければ、株主間の富の移転は許さない、というのが会社法の考えである³⁰⁾。

支配株主による少数株主の縮出しは、縮出される少数株主の同意なしに、少数株主から支配株主への富の移転が生じうる場合である。株主の同意なく有利発行が行われた場合は、富の移転が生じて不利益を被る既存株主は会社にとどまり続けるので、有利発行によって集めた資金を用いて会社が事業活動を行い会社の利益が向上すれば、新株主への富の移転で既存株主の被った不利益の分を補うことは不可能ではない。しかし、支配株主による少数株主の縮出しの場合は、少数株主は会社から離脱し、後で不利益を補うということとはできないので、縮出しがなされる時点で富の移転を防止する必要性は高い。

会社法は既に、会社の利益が向上するかどうかにかかわらず（向上する場合であってさえも）、同意なき株主間の富の移転を防止すべき場合があることを認めている³¹⁾。会社法が改正され売渡請求において少数株主の利益を守ることが取締役求められるようになったとしても、それはこれまでになかった新しい要求をしているのではなく、既に会社法に存在していた考えを、株主間の富の移転の防止が特に必要な少数株主の縮出しの場面に適用したにすぎないと考えるべきである³²⁾。さらに、少数株主が縮出される際に株主間の富の移転が生じるおそれは特別支配株主が売渡請求をした場合に限られないので、取締役は少数株主の縮出取引全般において株主間の富の移転を防止し少数株主の利益を守る必要があると考えるべきである。売渡請求における

取締役の少数株主の利益を守る義務は、その場面に限定される特別の義務ではなく、そのような義務を負う場面を単に例示したにすぎないと考えるべきである。

以上述べたように、支配株主による少数株主の締出しの場面で、取締役が少数株主から支配株主への富の移転を防止し、少数株主の利益を守る必要があるという考えは、会社法改正で新たに創造される考えではなく、従来から存在していたと考えるべきである。そのため、売渡請求制度において少数株主の利益を守るという取締役の義務は、会社法改正で新たに創設される義務ではなく、従来から存在していた会社法の考えを特定の場面で明示したにすぎないと考えるべきである。少数株主の締出しにおいて、少数株主から支配株主への富の移転により少数株主が害されるおそれがあるのは、特別支配株主が売渡請求を用いて少数株主を締出した場合に限られないので、取締役の少数株主の利益を守る義務は売渡請求を用いた締出しの場合に限定される特別の義務と考えるべきではない。単に典型的な場面を例示したにすぎないと考えるべきである。締出取引において取締役が少数株主の利益を守るという義務は、取締役の義務に関する伝統的な考え方と矛盾するものではなく、取締役が会社に対して負っている会社利益向上義務にも、法令遵守義務にも、どちらにも適合するものである。どちらの場合も取締役の会社に対する義務ということになるので、現在の判例法理の下でも、少数株主が対象会社の取締役の会社法 429 条の責任を追及する際の障害とはならない。

III. 株式等売渡請求とキャッシュ・アウト法制

支配株主が少数株主の締出しを実現する方法には様々な方法がある。II で述べたように、支配株主による少数株主の締出取引においては、対象会社の取締役は、締出しのために用いられる手法が異なっても、同じように少数株主の利益を守る義務を負っていると考えるべきである。

現金を対価とし、既存株主が会社から離脱する結果になる M&A 取引にも様々なタイプのものである。継続的に会社を支配していた支配株主（継続的支配株主）が少数株主を締出す場合以外にも、現金を対価とする M&A 取引の過程で、一時的に支配株主（一時的支配株主）が形成される場合もある。取締役の義務を考える際は、取引開始の時点に着目し、継続的支配株主と一時的支配株主を区別して考えるべきである。

1. 株主の地位を失う M&A 取引の類型

支配株主が少数株主の締出しを実現する方法には様々な方法がある。継続的支配株主による少数株主の締出し（【表 1】の(1)から(4)の場合）以外にも、現金を対価とした M&A 取引によって、既存株主が会社から離脱する結果を生じさせる取引もある。そのような取引の過程で一時的支配株主が出現する場合（【表 1】の(5)と(6)の場合）もある。このような、株主が会社から離脱する結果を生じさせる M&A 取引は、取引前の株式の保有状況とそのために行っている手法に応じて、【表 1】のように分類できる³³⁾。なお、【表 1】は株式等売渡請求制度が導入されたことを前提としている。

【表 1】の(1)と(2)は、継続的に会社を支配している支配株主が、一回の取引で少数株主の締出しを実現する場合の取引である。(1)は、議決権の 90% 以上を継続して保有している支配株主が、全部取得条項付種類株式、株式併合、現金を対価とする(略式)組織再編、株式等売渡請求のうちのどれか一つを用いて一回の取引で締出す取引である³⁴⁾。(2)は、議決権の 3 分の 2 以上 90% 未満を継続して保有する支配株主³⁵⁾が、現金を対価とする組織再編、全部取得条項付種類株式、株式併合のうちのどれか一つを用いて一回の取引で締出す取引である。

【表 1】の(3)と(4)は、二つの取引を組み合わせる少数株主を締出す取引である。(3)は、議決権の 3 分の 2 以上 90% 未満を継続して保有する支配株主が取引の第一段階として公開買付けを行い、公開買付け成功後、第二段階と

【表1】 株主の地位を失う M&A 取引の類型

	取引開始前の対象会社の株式保有状況	買 取 者	取引の構成	用 いる 制 度	利害対立の状況
(1)	90% 以上保有の継続的支配株主	←左に同じ	1 回	全部取得条項付種類株式、株式併合、現金対価の(略式)組織再編、株主等売渡請求	継続的支配株主と少数株主
(2)	2/3 以上 90% 未満保有の継続的支配株主	←左に同じ	1 回	全部取得条項付種類株式、株式併合、現金対価の組織再編	継続的支配株主と少数株主
(3)	2/3 以上 90% 未満保有の継続的支配株主	←左に同じ	2 段階	公開買付け + 残存株主縮出し*1	継続的支配株主と少数株主
(4)	過半数以上 2/3 未満保有の継続的支配株主	←左に同じ	2 段階	公開買付け + 残存株主縮出し*1	継続的支配株主と少数株主
(5)	分散保有	対象会社の取締役が参加 (MBO)	2 段階	公開買付け + 残存株主縮出し*1	取締役と株主
(6)	分散保有	独立の第三者	2 段階	公開買付け + 残存株主縮出し*1	(取締役と会社*2)
(7)	分散保有	対象会社の取締役が参加 (MBO)	1 回	現金対価の組織再編	取締役と株主
(8)	分散保有	独立の第三者	1 回	現金対価の組織再編	(取締役と会社*2)

*1 全部取得条項付種類株式、株式併合、現金対価の(略式)組織再編、株式等売渡請求のうちのいずれか一つを用いる (但し略式組織再編と株式等売渡請求は公開買付けで議決権の90%以上を取得できた場合のみ利用可能)。

*2 敵対的買取の場合や、友好的買取でも、買取者が競合する場合は顕著に、競合しない場合でも取引保護条項を用いていけば潜在的に、取締役と会社との間に利害対立が生じうる。

して全部取得条項付種類株式、株式併合、現金を対価とする(略式)組織再編、株式等売渡請求のうちのどれか一つを用いて残存株主を縮出す取引である (但し、略式組織再編と株式等売渡請求は公開買付けで議決権の90%以上を取得した場合にのみ利用可能である)。(3)の場合、支配株主は既に議決権の3分の2以上を保有しているので、公開買付けを行わなくてもすぐに少数株主を縮出すことも可能であるが、公正な手続であると評価される可能性を高めるために、

公開買付けを前置しているのである³⁶⁾。(4)は、議決権の過半数以上3分の2未満を継続して保有する支配株主が取引の第一段階として公開買付けを行い、公開買付け成功後、第二段階として、上述の(3)の取引のところで列挙した残存株主締出しのための手段のうちの一つを用いて、残存株主を締出す取引である³⁷⁾。

【表1】の(5)から(8)のように、支配株主による締出しではない場合も、現金を対価とするM&A取引により、株主が会社から離脱する結果が生じる場合がある。そのうち、(5)と(6)は、取引を二つの手法を組み合わせる二段階で行う場合である。(5)は、株式が分散して保有されている会社において、買取者がまず公開買付けを行い、公開買付け成功後、上述の(3)の取引のところで列挙した手法のうちどれか一つを用いて、残存株主を締出す取引である。(5)は買取者側に対象会社の取締役が参加している場合であり、MBO (Management Buyout) の場合である³⁸⁾。(6)は、株式が分散して保有されている会社において、買取者がまず公開買付けを行い、公開買付け成功後、上述の(3)の取引のところで列挙した手法のうちどれか一つを用いて、残存株主を締出す取引である。(5)と異なり、(6)は買取者側に対象会社の取締役が参加しておらず、独立した第三者同士の取引と考えることができる場合である。

【表1】の(7)と(8)は、(5)と(6)と同じ結果を生じさせる取引を一回で行うものである。(7)は、株式が分散して保有されている会社において、現金を対価とする組織再編が行われ既存の株主は会社から離脱することになる取引である。(7)は買取者側に対象会社の取締役が参加している場合であり、MBOの場合である。(8)は、株式が分散して保有されている会社において、現金を対価とする組織再編が行われ既存の株主は会社から離脱することになる取引である。(8)は、買取者側に対象会社の取締役が参加しておらず、独立した第三者同士の取引と考えることができる場合である。

2. M&A 取引間の取締役の義務の調和

【表1】の(1)から(4)の四つの場合は、継続的に会社を支配する支配株主が少数株主を締出している。締出取引が開始される時点で、継続的支配株主と少数株主の間に利害対立が生じている。少数株主の締出しを実現するための手法は様々なものがあるが、以下で述べるように、締出取引における対象会社の取締役の義務の内容は、どのような手法を用いるかにかかわらず、同じように考えるべきである³⁹⁾。

締出される少数株主は締出しの手法を選択できるわけではない。もし手法が異なれば取締役の義務も異なるとすると、支配株主側の一方的な選択で少数株主の保護のレベルが変わりうることになるが、少数株主の締出しという同じ結果をもたらす取引の間で保護のレベルが変わるのは正当化し難い⁴⁰⁾。締出される少数株主にとって決定的に重要なのは対価の額である。対価がいくらになるかは、様々な要因が関係するものの、取締役の交渉に依存する部分が大きいので、価格に関する義務が取締役の義務の中核であるといえる。締出しの手法が異なれば取締役の義務も異なるとすると、少数株主の得られる対価の水準も異なりうることになる。少数株主は、事実上、価格については取締役しか頼るものがないのであるから、取締役の中核的な義務は締出しの手法が異なっても同じように考えるべきである。

様々な締出しの手法の間の調和を図るのは、今回の会社法改正の趣旨にも適う。今回の改正では、全部取得条項付種類株式に関する開示を充実させ組織再編の場合とそろえるようにしたり、株式併合に新たに株式買取請求権を設けたりするなど、少数株主の締出しのために用いられる制度の間の調和を図り、株主保護のレベルを同じにしようとしている⁴¹⁾。制度間の調和を図るのが改正の目的であるのだから、取締役の義務も同じように調和を図るべきである。

3. 継続的支配株主と一時的支配株主の区別

二つの制度を組み合わせている【表1】の(4)から(6)の三つの取引の場合は、公開買付けが成功すれば、第二段階の取引を行う時点で残存株主を締出すことができる支配株主が一時的に出現することになる。しかし、この場合の支配株主は一連の一体として構成される取引の過程で生じた一時的な支配株主なので、第一段階で公表された計画通りに取引が進んでいるのであれば、特別視すべきではない。M&A取引が開始された時点で対象会社の株式保有状況と買取者の特性に応じて、対象会社の取締役の義務を考えるべきである。

まず、取引開始の時点で支配株主がいて、その支配株主が買取者である場合から考える。【表1】の(3)と(4)の場合は、支配株主が少数株主を締出す取引の端緒となる、第一段階の公開買付けの時点で既に支配株主と少数株主の間に利害対立が生じているので、取締役はこの時点から少数株主の利益を守る義務を負うべきである。第二段階における義務は、第一段階の取引が開始される時点で前倒しされていると考え、第一段階の時点で義務を果たしていれば、第二段階では、第一段階で公表された計画通りに取引が進んでいる限り、追加的な義務は負わないと考えるべきである⁴²⁾。

現行の法制度の下では第一段階から対象会社の取締役に義務を課す必要性は非常に高い。株主が第二段階の取引を差止めたり事後的に効力を争ったりする方法はある⁴³⁾。しかし、第一段階の公開買付けが成功してしまうと、第二段階の取引が差止められたり効力が否定されたりしても、残存株主はより小規模な少数派の株主となって会社にとどまることになるだけであり、それらの救済の実効性は乏しい⁴⁴⁾。現行の公開買付制度は強圧性を十分に除去できているかどうか疑問な点もあるので⁴⁵⁾、公正な価格でなくても公開買付けが成功する可能性も低くはないと思われる。第一段階の公開買付け自体を差止めたり効力を否定したりすることができないと株主の救済の実効性

は乏しいが⁴⁶⁾、現在のところは株主が公開買付けを差止めたり効力を否定したりする方法はない⁴⁷⁾。株主による公開買付けの差止めの制度を導入すべきであるが、それが立法化されるまでは（立法化された後も）、第一段階から取締役が義務を課すことによって、締出される株主の保護を図るべきである。

二段階の締出取引で残存株主の締出しに売渡請求制度が用いられる場合も、第一段階に着目し、同様に考えるべきである。要綱は、どのような過程で議決権の90%以上を保有する特別支配株主が出現したかによって取締役の義務を区別していない。独立した第三者である買取者が公開買付けにより議決権の90%以上を取得した場合と、議決権の90%未満を保有していた支配株主が公開買付け等により議決権の90%以上を獲得した場合とを区別していないため、いずれの場合も議決権の90%以上を取得して売渡請求をする時点で初めて対象会社の取締役が少数株主の利益を保護する義務が生じるようにも思える。しかし、上述のように、取引を開始した時点で対象会社に支配株主が存在していたかどうか、買取者が支配株主かどうかによって、取締役の義務を分けて考えるべきである⁴⁸⁾。

次に、取引開始の時点で支配株主がおらず、株式が分散して保有されている場合を考える。【表1】の(5)と(6)の場合は、取引に着手した時点では支配株主はいないので、公開買付け後に一時的に支配株主や特別支配株主が形成されたとしても、第一段階で公表された計画通りに取引が進んでいるのであれば、取締役は第二段階の取引の時点で特別の義務を負わないと考えるべきである。しかし、(5)の場合は、取締役が買取側に参加しているMBOであるので、取締役は第一段階の取引を行う時点で、MBOを行う会社の取締役が負うべき義務を負うことになる⁴⁹⁾⁵⁰⁾。裁判所も、MBOの場合の取締役の義務は、第一段階の取引における義務、第二段階の取引における義務、というように分けて考えるのではなく、一連の取引を一体として扱い、取引全体をMBO取引として見て、第一段階の時点から取締役の義務を考えている⁵¹⁾。

【表1】の(6)の場合は、M&A取引を開始する時点で、支配株主はおらず、対象会社の株式は分散して保有されており、買収者は独立した第三者であるので、独立当事者間のM&A取引である。しかし、対価が現金なので、対象会社の既存株主は全員会社から離脱する。現金が対価であることを特別視すべきか。(6)の取引は米国デラウェア州会社法ではレブロン義務⁵²⁾が適用されうる取引であるので、日本でも同じような義務を課すべきかが問題になりうるが、この問題は本稿の射程外である⁵³⁾。

【表1】の(7)の場合もMBOなので、対象会社の取締役はMBOを行う会社の取締役が負うべき義務を負うことになる。(8)の場合は独立した当事者間のM&A取引であるが、対価が現金であるので、(6)と同様、レブロン義務類似の義務を課すべきかが問題になりうる⁵⁴⁾。

以上述べたように、売渡請求制度における取締役の義務を考える際は、特別支配株主の存在それ自体に着目するのではなく、特別支配株主が形成されるに至った過程に着目すべきであるし、他の締出実現のための手段・手段の組合せとの調和を図るようにつきべきである。M&A取引を開始した時点で支配株主が存在していたかどうかで、取締役の義務は区別して考えるべきである。同一の結果を生じさせる取引であれば、用いる手法が異なっても、取締役の義務は可能な限り同じ内容となるべきである。そのため、売渡請求制度における取締役の義務の内容を考えるためには、支配株主による少数株主の締出取引一般において取締役に求められるべき義務の内容（なすべきこと）は何かを考えることが必要である。次の節では、支配株主による少数株主の締出取引一般において、対象会社の取締役の義務の内容はどのようなものであるべきかを考えることにする。

注

- 1) 「会社法制の見直しに関する要綱」（2012年9月7日）。以下では、単に「要綱」とする。
- 2) 特別支配株主の株式等売渡請求の制度の正確な内容は、要綱第二1を参照。
- 3) 本稿では、単に会社という場合は株式会社を意味するものとする。
- 4) 正確には、特別支配株主とは、ある株式会社の総株主の議決権の10分の9（これ

を上回る割合を当該株式会社の定款で定めた場合にあっては、その割合)以上をある者及び当該者が発行済株式の全部を有する株式会社その他これに準ずるものとして法務省令で定める法人(「特別支配株主完全子法人」という)が有している場合における当該者をいうと定義されている。要綱第二1(1)①(注)。

- 5) 正確には、売渡請求の対象となる会社及び売渡請求を行う特別支配株主を除く株主である。要綱第二1(1)①括弧書参照。
- 6) 要綱第二1(1)①(注)を参照。対象会社が新株予約権を発行している場合は、新株予約権も売り渡すことを請求できる。要綱第二1(1)②。
- 7) 要綱第二1(2)②(注2)。
- 8) その理由は、以下のように説明されている。法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」商事法務1952号(2011年)48頁補足説明第三1(3)(「対象会社の承認を株式売渡請求の要件としているのは、キャッシュ・アウトの対価その他のキャッシュ・アウトの条件は、……特別支配株主が定めるものとされているところ、売渡株主の利益への配慮という観点からは、特別支配株主による一方的な条件提示のみによって無条件にキャッシュ・アウトを認めることは適切ではなく、キャッシュ・アウトの条件について、一定の制約が必要であると考えられることによるものである。このような趣旨からすれば、対象会社の取締役(対象会社が取締役会設置会社である場合には、取締役会)は、株式売渡請求をすることについて承認をする際には、売渡株主の利益に配慮し、キャッシュ・アウトの条件が適正なものといえるかどうかを検討すべきであると考えられる。また、当該承認をした場合には、キャッシュ・アウトの対価の相当性についての判断やその理由等を含め、その検討内容に関する情報を開示するものとするのが考えられる」)。
- 9) 岩原伸作『「会社法制の見直しに関する要綱案」の解説[IV]』商事法務1978号(2012年)43頁(「取締役・取締役会が会社の利益というよりは少数株主の利益を守る職務を負うことは、従来は必ずしも正面からは論じられてこなかったが、この定めは、キャッシュ・アウトの場面におけるそのような取締役の義務内容を示すことになろう」)。法制審議会の部会でも、このような考えが多数を占めたようである。座談会『「会社法制の見直しに関する要綱」の考え方と今後の実務対応』商事法務1978号(2012年)34頁(前田雅弘発言)(当初は、特別支配株主による少数株主の締出しの場面においては、「取締役としては、もっぱらそのような株主構成の変更が会社にとって利益になるかどうかだけを考えればいいのであって、少数株主の利益のために対価が適正かどうかを考慮する義務まではないと考えていました。」「しかし、部会において、藤田友敬先生が、このようにごく限られた場面では、取締役が少数株主のために価格の適性を確保する義務を負うことまで認めてよいという趣旨の発言をされ、このような考え方が部会で多数となったように思います。私自身も、無理矢理株式を手放さなければならない少数株主が受けるおそれのある不利益

株式等売渡請求、キャッシュ・アウト、取締役の義務（1）

を考えますと、その救済は、差止め、価格決定の申立て、無効の訴えの制度だけではやや弱いのではないかと感じていましたので、取締役にこのような義務を負わせるのが望ましいと考えるに至りました。藤田友敬教授の考えについては、中東正文「キャッシュ・アウト法制」金融商品取引法研究会研究記録第38号（2012年）（<http://www.jsri.or.jp/web/publish/record/pdf/038.pdf>）34-35頁（藤田友敬発言）参照（「提案の中身としては、取締役は少数株主が不当な値段で追い出されないように配慮する義務を負っているという前提であることは明らかだと思います。」「会社法制部会の議論では、取締役は少数株主の利益も配慮する義務だと理解した上で、特別支配株主が株式等の売渡請求に対して会社の承諾——取締役会設置会社では取締役会決議——を要求し、取締役会決議では少数株主の利益を配慮して判断させよう、それをしなかった場合には、取締役に對する損害賠償請求にもつながり得る、そういう前提で提案はつくられているとは思いますが。……この点は、補足説明でも明示的に述べられているところです……」）。

- 10) 価格に関する義務のほかにも、特別支配株主が少数株主に株式の売買を強制する形になるという売渡請求制度の特殊性から、対象会社の取締役は特別支配株主の資金の準備状況等、対価の交付の見込みについて確認する義務を負うとされる。法制審議会会社法制部会第18回会議議事録19-20頁（内田修平関係官説明）。履行の確保に関する義務については、柴田寛子「キャッシュ・アウトの新技术——株式等売渡請求の検討——」商事法務1981号（2012年）22-23頁も参照。
- 11) 最大判昭和44年11月26日民集23巻11号2150頁。判例は、取締役の第三者に対する責任は取締役が会社に対する義務に違反した場合に生じるとするので、少数株主の利益を守らないことは会社に対する義務に反したことになる、ということができれば、会社法429条の要件を満たさないことになってしまう。もちろん、会社法429条によらなくても、対象会社の取締役に對し民法709条により不法行為責任を追及することは可能である。
- 12) 岩原・前掲注9・49頁。要綱第二部第二2，同3。
- 13) 買取対象会社の株主が株式と引換えに現金の交付を受けて会社から離脱する結果を生じさせるM&A取引は、二つの制度を組み合わせて二段階で構成される場合と、一つの制度を用いて一回の取引として構成される場合とがある。例えば、公開買付けと全部取得条項付種類株式を組み合わせて二段階で構成することもできるし、現金を対価とする合併で一回の取引として構成することも可能である。用いる手法が異なれば、取締役の義務の内容も異なるべきか。
- 14) 江頭憲治郎「会社法制定の理念と会社法制見直しの行方」ジュリスト1414号（2011年）97-98頁。上場会社の場合、支配権を持たない、あるいは支配権の獲得を目指さない株主は単なる投資家にすぎないと考えてもかまわないのに対し、非上場会社の場合、特に閉鎖的な会社の場合、株主は会社と一体的であり、株主の

地位を失うことは生活の糧を得る術が閉ざされてしまうことにつながることも少なくないと思われるからである。

- 15) 例えば、篠原倫太郎＝藤田知也「キャッシュ・アウトおよび組織再編における株式買取請求等」商事法務1959号(2012年)25-26頁、齋藤真紀「キャッシュ・アウト」ジュリスト1439号(2012年)52頁(「会社には、単なる手続の監視役にとどまらず、より実質的に少数株主の利益を保護する機能が期待されているといえる。このように、取締役は、会社の長期的な利益ではなく、将来的には会社の株主でなくなる少数株主の利益のために行動させることは、取締役の義務として従来理解されていたものとは性格の異なる行為規範を取締役に課すことにもつながる。』)。伝統的な学説や近時有力な学説については、太田洋＝矢野正紘「対抗的買取提案を受けた対象会社取締役はいかに行動すべきか」岩倉正和＝太田洋編『M&A法務の最先端』(商事法務・2010年)42-65頁も参照。
- 16) 少数株主の利益を守る義務はこれまでの取締役の義務の概念とは整合しない義務であるという理解は、取締役の義務として企業価値向上義務だけを念頭に置いているように思う。仮に少数株主の利益を守ることは会社の利益にはならないとしたとしても、そうすることを求める規定があれば、法令遵守義務を経由して会社に対する義務になりうる。そのため、誰に対する義務かという問題はあまり重要でなく、少数株主の利益を守る規定が存在するかどうかを探究することの方が重要であると思う。
- 17) 筆者はかつて、この二つの方法を用いて、支配株主による少数株主の縮出しの場面において、少数株主の利益を保護することは取締役の会社に対する義務であるという主張をした。玉井利幸「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任」川村正幸先生退職記念『会社法・金融法の新展開』(中央経済社・2009年)310頁注28、307頁。
- 18) 株式会社の営利性については、落合誠一「会社の営利性について」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論(上巻)』(商事法務・2007年)5頁を参照。株式会社は会社法105条により営利性が認められる。落合・前掲20-21、23頁。営利の目的については、さらに、江頭憲治郎『株式会社法第4版』(有斐閣・2011年)19頁も参照。
- 19) ここでは、会社の価値を偽ることができず、IV.1.の【表3】の状態0'のようなことはできないということを想定している。【表3】の状態0'のように会社の価値を偽ることができれば、本当は価値下落的で富の移転を生じさせる縮出取引であるにもかかわらず、価値創造的で富の移転がない縮出取引であると偽ることができる。虚偽の開示や株価操作を抑制し、縮出取引における単なる富の移転を防止すべきである。
- 20) IV.1.の数値例の【表3】の状態0'のように、会社の価値を偽ることができるのであ

株式等売渡請求、キャッシュ・アウト、取締役の義務（1）

れば、富の移転のない価値創造的な縮出取引であるかのように見せかけることはできるので（実際は価値下落的で少数株主から支配株主へ富の移転が生じている）、【表3】のような縮出取引が実現してしまうかもしれない。そのような縮出取引が実現すれば、支配株主は企業価値を高める努力をしなくても縮出取引から簡単に利益を得ることができるので、富の移転の誘惑を完全に取り除けるわけではない。会社の価値を偽ることができないようにするためには、取締役が富の移転防止の義務を課すだけでは十分でなく、開示の充実とその真実性の確保が重要である。

- 21) 最大判昭和45年6月24日民集24巻6号625頁。
- 22) ここにいう「法令」は、判例によれば、善管注意義務・忠実義務等の一般規定のほか、商法その他の法令中の会社を名宛人とし、会社がその業務を行うに際して遵守すべき全ての規定が含まれるとされる。最判平成12年7月7日民集54巻6号1767頁。
- 23) 「法令」の中には、会社の利益向上に直接資する規定もある。このような規定は、取締役の負う、会社の利益を向上させるといふ企業価値向上義務と整合的な規定である。会社の利益向上とは直接的な関係はないが、法律上、会社と取締役が遵守すべき規定もある。例えば、私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律（以下では独禁法とする）の規定である。会社が独占したり価格協定を結んだりした方が会社の利益向上に資するかもしれないが、独占を禁止する規定（独禁法3条）は市場の競争を阻害しないようにして社会厚生の上をを図るといふ、より高次元の目的から、会社と取締役が守ることを要求している（但し、現在では、価格協定を結んでいることが明るみに出ると会社の評判が低下し、かえって企業価値を損ねる可能性もあるので、独占禁止法の規定を守ることは会社の利益に資するということも可能であろう）。
- 24) 会社法109条1項を用いた説明もありうる。玉井・前掲注17・297頁。
- 25) 取締役が遵守すべき義務を負う「法令」は、会社法中の規定である必要はない。以下で述べるように、金融商品取引法の規定を用いて、少数株主の利益を保護することは取締役の会社に対する義務であるとすることも不可能ではないと思う。

少数株主が支配株主により不当な価格で縮出されるおそれがあるなら、その危険の分、投資家は割り引いた額しか出資しなかったり、出資自体を差し控えるようになっていたりするかもしれない。もしそうなれば、会社の資金調達も、そうでない場合よりも、阻害され、資本市場に供給される資金量も減り、資本市場の発展を損なうかもしれない。少数株主の保護の強い法を持つ国ほど、資本市場が発展しているということを示す実証研究もある。例えば、La Portaらによる一連の研究を参照。Rafael La Porta et al., *Legal Determinants of External Finance*, 52 J. FIN. 1131 (1997); Rafael La Porta et al., *Law and Finance*, 106 J. POL. ECON. 1113 (1998); RAFAEL LA PORTA ET AL., INVESTOR PROTECTION AND CORPORATE VALUATION (Nat'l Bureau

of Econ. Research, Working Paper No.7403, 1999); Rafael La Porta et al., *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 J. FIN. ECON. 3 (2000); Rafael La Porta et al., *Agency Problems and Dividend Policies Around the World*, 55 J. FIN. 1 (2000); Rafael La Porta et al., *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1999).

金融商品取引法1条は、株式などの金融商品の取引が公正に行われることや、公正な価格形成を図ること、国民経済の健全な発展や投資者の保護を目的としている。支配株主による少数株主の締め出しは、実質的には、支配株主と少数株主の間の株式の取引と見ることができるので、その取引を公正にすることは、金融商品取引法1条の目的に適う。少数株主が不当な対価で締め出されないようにすることは、公正な価格形成を図り取引を公正にすること、という金融商品取引法1条の目的に適う。会社への投資意欲が損なわれず、資本市場への資金供給が阻害されないことは、国民経済の発展に資するといえる。少数株主の締め出しの場面において、少数株主が害されないようにすることは、金融商品取引法1条により求められていると考えることもできないわけではないだろう。金融商品取引法1条は、会社の利益というよりも資本市場というシステムの利益を守るという側面がある。資本市場システムの利益という、より高次元の目的の達成のために、取締役は少数株主の利益を保護する必要がある、という説明である。

金融商品取引法1条は取締役が遵守すべき会社法355条の「法令」と考えれば、少数株主が害されないようにすることは、取締役の義務であると考えることができる。しかし、金融商品取引法1条の規定は目的規定であり、内容も抽象的であるから、取締役が遵守すべき会社法355条の「法令」には入らないようにも思えるし、目的規定から具体的な義務を抽出するのが適切であるかについても疑問がないわけではない。ただ、善管注意義務・忠実義務のような一般規定であっても「法令」に含まれると考えられるので、規定の抽象性は取締役の遵守すべき「法令」から排除すべき決定的な理由にはならないようにも思う。

- 26) 新株予約権の発行の差止めを規定する会社法247条の柱書と1号も、会社法210条と同じように考えられる。
- 27) 会社法355条にいう「法令」は会社を名宛人とする法令であり、会社がその業務を行うに際して遵守すべき全ての規定をいう。前掲注22参照。会社法210条は株式会社を名宛人とし、会社法210条の要件を満たした場合は会社は募集株式の発行を止めなければならないので、取締役が遵守すべき法令である。取締役が遵守すべき会社法210条という規定は、会社の利益が向上するかどうかに関係なく、一定の場合には、株主間の富の移転を防止することを求めているので、株主間の富の移転を防止することは取締役の会社に対する義務ということになる。
- 28) 会社法210条および新株発行時の取締役の義務については、松尾順介＝大杉謙一＝岡村秀夫「新しいファイナンスをめぐる問題について——MSCBおよび新株予約権

をめぐって」証券経済研究 64 号 (2008 年) 80 頁, 85 頁注 25 も参照 (「現行法には明文規定はないが, 新株 (予約権) の発行にあたって, 取締役は既存株主の有する利益・期待を侵害しないという善管注意義務 (忠実義務) を負うと考えるべきである (会社法 330 条・355 条はこのような義務を含意していると解される)」(同 80 頁)。「現行法 (会社法 210 条柱書・247 条柱書) は, 取締役が株主に対する義務を負っていることを前提としているものと解される。よって, 解釈論として, 新株 (予約権) の発行にあたって, 取締役は既存株主の有する利益・期待を侵害しないという義務を負うことが肯定される」(同 85 頁注 25))。

- 29) 現行会社法はなぜこのような場合に既存株主を保護するのか。以下で述べるように, 投資家の会社への出資のインセンティブを阻害しないという点に求められると思われる。新株発行の場合, 株主割当ての方法で発行し既存株主が出資に応じるのでない限り, 時価で発行したのでなければ, 既存株主と新株主の間で富の移転が生じることになる。公開会社の場合, 新株を株主割当てで発行するかどうかは既存株主のあずかり知らぬところで決まるので, 有利発行であるのに総会決議がないとすると, 既存株主の同意がないにもかかわらず大きな富の移転が生じてしまう可能性がある。会社に投資をすれば, 自分の手の届かないところで大きな富の移転が生じ, 自分の投資の価値が守られない可能性があるとする, 会社に出資をする意欲は減退するだろう。そのため, 構造的に株主間の富の移転が生じる可能性が高い場面においては, 富の移転が生じて損害を被る株主の同意がない場合は, たとえ新株発行を行うことで会社の価値が高まるとしても, 富の移転を防止するために新株発行をやめなければならない場合があると会社法は考えたのだと思われる。

同様のことは, 少数株主の締出しにもあてはまる。少数株主の締出しは, 支配株主と少数株主の利害が対立し, 少数株主から支配株主へ富の移転が生じる可能性が構造的に高い場面である。少数株主の意思にかかわらず締出しが行われ, 富の移転が生じてしまう可能性が高いのであれば, 会社への出資の意欲は減退するだろう。そのため, 現在の会社法の考え方を前提にすると, 富の移転を生じさせるような少数株主の締出しは, たとえ会社の価値を高める場合であっても, 締出される少数株主の同意がなければ行われないようにする必要があるだろう。

- 30) このような会社法の考えがよいか悪いかは別問題である。会社の目的は新たな富を創造することであり, 会社法は企業価値の向上 (効率性の改善) を目的とすべきであるとするなら, 取引により会社の価値が向上するのであれば株主間の富の移転を防止する必要はないように思う。しかし, 富の移転を防止しないと投資家の会社への出資の意欲を阻害し資金調達コストが高くなるので会社の利益にならない (効率性を阻害する) と考えることもできる。富の移転を防止することで生じうる, 効率性を改善する取引が実現しない不利益 (コスト) と, 会社の資金調達コストを低くする利益 (ベネフィット) と, どちらが大きいのか。実証できるのであれば,

実証結果で決すべき問題であるが、現在の会社法は後者の利益の方が大きいと考えて、このようなポリシーを採っているのだろう。

- 31) 現在の会社法の下でも株主間の富の移転を防止する義務を取締役は負っているという見解は有力に主張されている。座談会「MBO 取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考える(上)」ビジネス法務 2011 年 6 月号 33 頁(江頭憲治郎発言) (「株主間の価値移転がありうる場合には株主間の公正を図らなければならない義務を、取締役は、会社法上の義務、具体的には善管注意義務の一環として負っているのだろうと思います。つまり、会社法 355 条が規定する取締役の会社に対する任務のなかに、株主間の価値移転が予想されるようなケースについては、株主間の公正を図らなければならないという内容が入っているのだと思います。／したがって、MBO のような状況で取締役が一方の株主の利益を非常に害する行為をすれば会社に対する任務懈怠が生じ、会社法 429 条 1 項に基づく損害賠償責任が発生するということになるのではないかと思います。』)。藤田友敬教授も、現行法の下でも、種類株主間で利益が移転するような種類の措置をとった場合には、取締役に任務懈怠があるとして会社法 429 条で訴えられる潜在的な危険はあったとしているので、株主間の富の移転を防止することは取締役の会社に対する義務であると理解しているものと思われる。中東正文「キャッシュ・アウト法制」金融商品取引法研究会研究記録 第 38 号(2012 年)(<http://www.jsri.or.jp/web/publish/record/pdf/038.pdf>) 35 頁(藤田友敬発言)。これらの見解からも、特別支配株主による売渡請求において取締役が少数株主の利益を守る義務というのは、会社法に既に存在している義務を明示したにすぎないことになるものと思われる。但し、これらの見解は、株主間の富の移転を防止する義務は取締役の会社に対する義務であるとするが、そうすることが会社の利益に資するから会社の義務であるとするのか、そうすることが法令で要求されているから会社に対する義務になるのか、これら両方を含む趣旨なのかは、はっきりしない。
- 32) 但し、注意すべき点もある。会社法 210 条は、一定の場合に、株主が不利益を被ることを防止しようとしている。会社法 210 条の規定ぶりからすると、株主間の富の移転を防止し既存株主に不利益を生じさせない(既存株主の利益状態を従前よりも悪化させない)ようにすることが求められており、積極的に株主の利益状態を向上させることが求められているわけではない。従って、会社法 210 条の規定の趣旨を少数株主の縮出しの場面に適用することによって、少数株主から支配株主への富の移転を防止し、少数株主に不利益を生じさせない(従前の状態よりも悪化させない)ようにする義務は導けても、縮出される少数株主の利益を積極的に向上させる義務までは導けないように思える。そのため、有利発行の場合と少数株主の縮出取引の場合の違いを考慮し、少数株主の縮出しに特有の事情から、取締役には縮出される少数株主の利益を積極的に向上させる義務があると考えらるべきである。

株式等売渡請求、キャッシュ・アウト、取締役の義務（1）

有利発行の場合と少数株主の縮出取引の場合の違いは、不利益を受ける株主の差止め権の有無と会社からの離脱の有無である。有利発行の場合は、それにより不利益を被る既存株主の同意（株主総会決議）がなければ、株主は有利発行を差止めて、富の移転自体が生じないようにすることができる。株主には自ら不利益の発生を防止する術があるのである。株主の同意を得ることなく有利発行が行われてしまった場合でも、有利発行により不利益を被った既存株主は会社にとどまり続ける。その後、富の移転を生じさせた新株の有利発行により調達した資金で事業活動を行い会社の価値が増加すれば、その価値の増加から有利発行で移転した分の富の填補を受けうる。会社にとどまり続けられれば、移転した富の填補分を超えて、会社の価値の増加分に与えることも可能である。このように、有利発行の場合は、株主自身が自らの利益を守るために積極的に行動することができるし、株主の意思に反する会社からの離脱が生じないので、取締役にはそれほど積極的な役割を担わせる必要性は高くなく、取締役の義務は既存株主に不利益を生じさせないという消極的なものでも不都合はない。

それに対し、少数株主の縮出しは、不利益を被る少数株主の同意がなくても実行することが可能である。実務上は少数派株主の過半数の賛成（majority of minority; MOM）を縮出取引の条件にしている場合もあるが、MOMは法律上要求されているわけではない。現行法上は、略式組織再編を除き明文の株主による差止めの規定もない。そのため、理論上は、少数株主から支配株主への富の移転を生じさせるような縮出取引も実現可能である。さらに、縮出取引の場合は、少数株主は会社から離脱するので、少数株主から支配株主へ富の移転が生じていれば、株主の同意のない有利発行の場合とは異なり、将来的な会社の価値の増加により富の移転分を補うことはできない。そのため、縮出しの時点で富の移転を防止する必要性は高い。それだけでなく、縮出取引により少数株主は意に反して会社からの離脱を強制され、将来的な会社の価値の増加に与ることができなくなるので、その分の補償も考慮する必要がある。確かに、株式買取請求権の行使や会社法172条の価格決定の申立てにより、このような富の移転分の填補や将来の価値の増加分の分配がなされる可能性はある。しかし、これらの救済は申立てをした株主にしか与えられないし、そのための費用を考えると、少数株主の多くは費用倒れとなる可能性も高い。これらの価格を争う裁判が縮出される株主にとって十分な救済となるかは疑問である（この点について述べた文献はたくさんある。例えば、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号（2006年）80頁、中東正文「企業買収・組織再編と親会社・関係会社の法的責任」法律時報79巻5号（2007年）36頁、笠原武朗「全部取得条項付種類株式制度の利用の限界」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（上巻）』（2007年・商事法務）252-253頁、清原健・田中亘「対談 MBO・非公開化取引の法律問題 [後]」ビジネス法務2007年7月号（2007年）74頁（清原発言）を参照）。その

ため、取締役は、富の移転を防止し不利益を生じさせないようにするだけでは足りず、縮出された後の将来の会社の価値増加分の一部を縮出される時点で少数株主に享受させるようにする義務があると考えらるべきである。このように、縮出取引の場合は、縮出される株主自らが自己の利益を守るために採ることのできる手段が限られており、会社からの離脱をその意思に反し強制されるので、有利発行の場合よりも、取締役には能動的な役割が求められており、積極的な義務を負うと考えらるべきである。取締役の義務の具体的な内容については、IVを参照。

- 33) 税制上の理由で、現在の日本で現実にはほとんど利用されていない手法もある。
- 34) 上場会社であっても、東京証券取引所の上場規程が変わったため、株式が90%集中保有されても上場廃止となるわけではない。東証一部・二部の上場廃止基準の概要については、東証のサイト (<http://www.tse.or.jp/rules/listing/stdelisting.html>) (流通株式比率 5% 未満) を、マザーズの上場廃止基準の概要については、東証のサイト (http://www.tse.or.jp/rules/listing/stdelisting_mo.html) (流通株式比率 5% 未満) を参照。
- 35) 議決権の過半数を保有する支配株主であれば、取締役の選任・解任を通じて取締役会を支配できる。公開会社の場合は取締役会限りで第三者割当増資ができるので、支配株主は取締役会を通じて自らが議決権の3分の2を保有するようになるのに必要な数の株式を自らに発行させることが可能である。そのため、(2)の場合のバリエーションとして、支配株主が議決権の過半数以上3分の2未満を保有している場合も含めて考えるべきである。このように考えると、支配株主であるかどうかは実質的に考えて、議決権の過半数を保有していなくても取締役会を支配していれば支配株主に当たりうる場合もあると考えらるべきであるが、本稿では単純化のため支配株主かどうかは形式的に議決権の過半数を保有するかどうかで考えている。実際に、約40%の株式を保有していた株主が、第三者割当増資を受けて約74%に持株比率を上げた上で、金銭を対価とする株式交換で少数株主を縮出した事例もある。三苦裕＝殿村桂司＝遠藤努「ゴーイング・プライベート取引におけるキャッシュ・アウトに関する一試論(上)」金融・商事判例1405号(2012年)8頁注7を参照。
- 36) 具体的な事例については、三苦ほか・前掲注35・8頁注8を参照。約78%保有していた支配株主が公開買付けを行い、約99%取得した後に株式交換を行った事例が紹介されている。
- 37) 東宝による東宝不動産の買収計画がこのパターンである。親会社の東宝は子会社の東宝不動産の株式を約59%保有していた。東宝は子会社の東宝不動産に公開買付けを開始し、完全子会社化しようとした。詳細については東宝の開示情報を参照 ([http://www.toho.co.jp/4less/cgi-bin/cs4view_obj.php/ir_disclosure/317/\[%E6%9D%B1%E5%AE%9D\]%E5%85%AC%E9%96%8B%E8%B2%B7%E4%BB%98%E3%81%91%E9%96%8B%E5%A7%8B%E3%81%AE%E3%81%8A%E7%9F%A5%E3](http://www.toho.co.jp/4less/cgi-bin/cs4view_obj.php/ir_disclosure/317/[%E6%9D%B1%E5%AE%9D]%E5%85%AC%E9%96%8B%E8%B2%B7%E4%BB%98%E3%81%91%E9%96%8B%E5%A7%8B%E3%81%AE%E3%81%8A%E7%9F%A5%E3)

82%89%E3%81%9B_TDnet%E7%99%BB%E9%8C%B2%E7%89%88_130107.pdf)。

- 38) 創業者一族が所有する会社がMBOを行う場合のように、MBOに参加する取締役が支配株主の場合もありうる。この場合は、(1)から(4)の支配株主による少数株主の締出取引の場合と同じである。
- 39) IVで述べるように、本稿では、締出取引の対象会社の取締役は支配株主と少数株主との双方代理的な立場に立つので、締出取引から生じる会社の価値の増加分を1:1に分配するような価格(公正な価格)を獲得するようにする義務があると考えている。しかし、裁判所は、常に、実際の締出取引で支払われた価格がそのような価格であるかを直接審査する必要があるわけではない。問題となった締出取引が、取締役の交渉力と少数株主の同意という二つの要素を満たして、独立した当事者の間の取引に相当するといえるのであれば、裁判所の実体的介入の根拠となる双方代理性を欠くことになるので、独立当事者間のM&A取引を審査するのと同じように審査すべきである。問題となった締出取引が独立した当事者の取引に相当するとはいえない場合に限り、公正な価格かどうかという取引の実体的な内容を審査すべきである。このように、裁判所は、価値の増加分の分配という難問に取り組まなければならない場合を限定し、支配株主に公正な取引を自ら行うようにするインセンティブを付与するために、手続的な審査と実体的な審査からなる段階的な審査をすべきである。このように考えると、取締役の義務は、公正な価格を獲得することから、独立した当事者の間の取引に相当する取引をすることへと、実質的には、変換されることになる。そのため、どのようなことをすれば独立当事者性を備えた締出取引になるのか、ということが重要になる。この点については、異なる手法の締出取引の間で、完全に同じにすることはできない。締出しに用いる取引の手法によって、法律上は取締役(会)や株主に求められること(できること)は異なっているからである。それでも、例えば、取締役の交渉力については締出しの手法が異なっても同じような交渉力を持たせることは可能であり、またそうすべきである。用いる手法により実質的な交渉力にばらつきがでないように(ばらつきがあると少数株主の保護の水準に差がでてしまうので)、締出取引の手法上の違いを吸収する形で、取締役の交渉力の要素や株主の同意の要素を考えるべきである。このように、本稿の考え方では、取締役の義務は、締出取引の手法が異なっても、公正な価格を獲得するようにする義務があるという実体的なレベルでは同じであるが、審査の分かれ道になる独立当事者性を判断するレベルにおいては、実質的に同一となるように工夫をする必要がある。
- 40) 締出取引に用いる手法に応じて、株主総会の決議の有無、締出取引の効力を争う方法や差止めなど、救済手段に違いがあるのであるから、取締役の義務も締出取引の手法ごとに異なってもよいという考えもあるかもしれない。しかし、本文で述べたように、締出される少数株主にとって最も重要なのは対価の額であるので、対価

の額に一番影響を与えうる取締役の義務は用いる手法が異なっても同じように考えるべきである。

- 41) 例えば、岩原・前掲注9・49頁、51-52頁を参照。
- 42) 米国デラウェア州の判例法理も一体的に考えており、第一段階開始時点における義務が議論の焦点である。In re CNX Gas Corp. S'holders Litig., 4 A.3d 397 (2010)。CNX事件については、寺前慎太郎「上場子会社の完全子会社化の場面における支配株主・少数株主間の利害調整——デラウェア州における判例法理の把握とその分析を中心に——」同志社法学64巻4号(2012年)165-172頁も参照。
- 43) 例えば、第二段階の取引が全部取得条項付種類株式を用いて行われる場合は株主総会の決議取消しの訴え(会社法831条1項3号)や無効確認の訴え(会社法830条1項)で効力を否定することは制度上は可能である。売渡請求には無効の訴えと差止めの規定が設けられる予定である。要綱第二1(3)①参照。
- 44) 玉井利幸「全部取得条項付種類株式を用いた少数株主の締出の効力を争う訴訟——公正な価格と株主平等の原則——」南山法学34巻3・4号(2011年)108頁注2, 109頁注4を参照。
- 45) 井上光太郎「TOB(公開買付け)と少数株主利益」商事法務1874号(2009年)43頁(「現状ではTOBにおける少数株主保護が十分でないため、……日本のTOBが全体として強圧性をもつ」。「日本のTOBにおいて、敵対的買取を除き、ほとんどのケースでTOBが成立した理由も、日本のTOBの強圧性にあると解釈可能である」)。
- 46) 現在のところ、締出される株主の救済は、株式買取請求権や会社法172条の価格決定の申立てなど価格を争う裁判に過度に依存している状況にある。玉井利幸「MBOにおける裁判所の役割」南山法学33巻3・4号(2010年)312頁、北川徹「現金対価による少数株主の締出し(キャッシュ・アウト)をめぐる諸問題」商事法務1948号(2011年)4頁、9頁。しかし、訴えた株主だけしか救済を得られず、得られる利益と費用を比べると費用倒れになる可能性も高く、手続的な煩雑さを考えると、価格を争う裁判は締出される少数株主にとって十分な救済であるとは言い難い。前掲注32の引用文献参照。公正な取引が行われ公正な価格が支払われることが少数株主にとって最上の保護となるので、締出取引が構築される第一段階の時点から取締役に締出取引がそのようになるようにする義務を負わせるべきである。
- 47) 現行法の下でも、公開買付けを差止めることができるとする見解もある。得津晶「民事保全法出でて会社法亡ぶ?——会社法に明文なき組織再編差止制度の可能性」法律時報82巻12号(2010年)31-32頁(現行法の下で公開買付けの差止めを肯定する)。立法論として、株主による公開買付けの差止め制度の導入を主張する見解もある。三苫・前掲注35・3頁。
- 48) 第一段階の取引の前から支配株主が存在していてその支配株主が買取者となる場

株式等売渡請求、キャッシュ・アウト、取締役の義務（1）

合は、対象会社の取締役は第一段階から少数株主の利益を守る義務を負うべきであり、第二段階の売渡請求が行われる時点では、当初公表された計画に従って取引が進行しているのであれば、取締役は追加的な義務を負わないと考えるべきである。

第一段階の取引の時点で対象会社に支配株主がおらず株式が分散保有されており、独立した第三者が公開買付けを行い議決権の90%以上を取得した後、第二段階として売渡請求を行った場合は、それが当初公表された計画通りに行われているのであれば、第一段階と第二段階の取引を一体として捉え、当該取引全体は独立した当事者の間のM&A取引であると考えて、対象会社の取締役は独立した当事者の間のM&A取引において取締役が負うべき義務と同じ義務を負い、第二段階の時点で特別の義務を負わないと考えるべきである。

49) MBOを行う会社の取締役の義務については、例えば、清原健＝田中亘「対談 MBO・非公開化取引の法律問題 [前][後]」ビジネス法務2007年6月号10頁・2007年7月号13頁、石綿学「MBOに関する指針の意義と実務対応」商事法務1813号(2007年)4頁、十市崇「MBO(マネージメント・バイアウト)における利益相反性の回避又は軽減措置」判例タイムズ1259号(2008年)107頁、水野信次＝西本強『ゴースト・プライベート(非公開化)のすべて』(商事法務・2010年)162-165頁、江頭憲治郎ほか「座談会 MBO取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考える(上)(下)」ビジネス法務2011年6月号28頁・同2011年7月号70頁、十市崇「レックス損害賠償請求事件東京地裁判決の検討」商事法務1937号(2011年)4頁、飯田秀総「MBOを行う取締役の義務と第三者に対する責任」ジュリスト1437号(2012年)96頁、玉井利幸「MBOにおける取締役の『株主の共同利益に配慮する義務』の検討」南山法学35巻3・4号(2012年)147頁、清水建成「レックス・ホールディングス損害賠償請求訴訟東京地裁判決」判例タイムズ1370号(2012年)26頁を参照。さらに、経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」(2007年)も参照。

50) 以下で述べるように、MBOを行う会社の取締役の義務と、支配株主による少数株主の締出取引における対象会社の取締役の義務は、可能な限り同じように考えるべきである。

支配株主による少数株主の締出しの場合は、支配株主と少数株主の間で利害が直接的に対立する。支配株主は取締役の選任・解任を通じて取締役・取締役会を支配できるので、対象会社の取締役は締出取引において支配株主の側に立っていると見ることができる。その一方で、対象会社の取締役は締出取引において少数株主の利益を守ることも求められているので、対象会社の取締役は少数株主の側に立っていると見こともできる。このように考えると、対象会社の取締役は締出取引において支配株主の側と少数株主の側の双方の立場に立つ、双方代理的な立場に立つことになる。

MBO の場合は、買取に参加する取締役と対象会社の株主の間に直接的な利害対立の構造が生じている。MBO を行う会社の取締役が全員 MBO に参加するのでなければ、MBO に参加し買取側に立つ取締役とそうでない取締役に分かれることになる。この場合、支配株主による少数株主の締出取引における支配株主に相当するのが MBO に参加する取締役であり、対象会社の取締役に相当するのが MBO に参加しない取締役ということになる。MBO を行う会社の取締役の義務と、支配株主による少数株主の締出しにおける対象会社の取締役の義務は、取引の構造の相似性から、実質的に重なりあう部分があるため、可能な限り同じように考えるべきである。これらの取引において同じような立場に立つ者は、同じような義務を負うべきである。デラウェア州法では、支配株主による少数株主の締出しにおける支配株主・取締役の義務違反の有無と、MBO における対象会社の取締役の義務違反の有無は、利益相反関係が十分に回避されているといえない限り、ともに完全な公正の基準によって審査されることになっている。John C. Coates IV, *An Empirical Reassessment of MBO Bids: Techniques, Outcomes and Delaware Corporate Law* (2005) (Working Paper) at 5-6.

- 51) 東京地判平成 23 年 2 月 18 日金融・商事判例 1363 号 48 頁。
- 52) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (1986). レブロン義務については、白井正和『友好的買取の場面における取締役に對する規律』(商事法務・2013 年) 236-345 頁も参照。
- 53) 【表 1】の(6)の場合、買取者が対象会社の取締役会の賛同を得ていない場合は(敵対的買取の場合である)、対象会社の取締役の自己保身により、会社・株主と取締役の間に利害の対立が生じうるので、別の考慮が必要である。友好的買取の場合であっても、買取者が複数出現している場合は、やはり取締役の自己保身の危険があるし、複数の買取者が出現していなくても、強力な取引保護条項を用いている場合は、会社・株主と取締役の間に潜在的な利益相反が生じうるので、別の考慮が必要である。この点については、例えば、玉井利幸『会社法の規制緩和における司法の役割』(中央経済社・2009 年) 194-229 頁、白井・前掲注 52・479-505 頁を参照。
- 54) 【表 1】の(8)の取引は、対象会社の取締役・取締役会が賛成しなければ実行できないので、敵対的買取ではなく、友好的買取となる。友好的買取であっても、注 53 で述べたように、取締役の自己保身や潜在的利益相反のおそれがあるので、(8)の場合も、別の考慮が必要となる場合がある。

【付記】 本稿は、2012 年度南山大学パッヘ研究奨励金 I-A-2 と民事紛争処理研究基金の研究助成金による研究成果の一部である。記して御礼申し上げる。