
論 説

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

玉 井 利 幸

- I. はじめに
- II. レックス・ホールディングス損害賠償請求事件の概要
 1. 事案の概要
 2. 判 旨
- III. 「株主の共同利益に配慮する義務」の検討
 1. 「株主の共同利益に配慮する義務」の意義
 2. 義務違反の有無の判断方法
- IV. 終わりに

I. はじめに

MBO や親会社による子会社の完全子会社化のように、構造的な利益相反状況のある M&A 取引を巡る紛争が増加している¹⁾。利益相反 M&A 取引に不満のある株主の救済方法としては、株式の取得価格を争う方法、取締役や支配株主の責任を追及する方法²⁾、利益相反 M&A 取引の効力を争う方法などが考えられる³⁾。これまでは、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、価格を争う事件が多かった。現在のところ、株主の救済はこのような価格を争う裁判に過度に依存している状態にある⁴⁾。しかし、その救済は、費用や手続的な負担、救済される株主の範囲を考えると、

十分な救済とはいえない⁵⁾。取締役や支配株主の責任を事後的に追及したり、利益相反 M&A 取引自体の効力を事後的に否定したりするのは困難であるため⁶⁾、利益相反 M&A 取引を行う取締役に一定の義務を課すことにより、行為義務を通じた取締役の規律づけを考えるべきである⁷⁾。

裁判所は、レックス・ホールディングス損害賠償請求事件⁸⁾（以下ではレックス事件とする）において、MBO を行う会社の取締役の義務についてはじめて判断を下した。レックス事件の裁判所は、MBO を行う会社の取締役に「株主の共同利益に配慮する義務」があるとしたが、裁判所の設定する義務は取締役の規律づけとしては十分とはいえない。以下で述べるように、MBO で締め出される既存株主の利益を積極的に向上させる義務ではなく、害さないようにすれば足りるという消極的な義務であるように思われるからである⁹⁾。本稿では、MBO を行う会社の取締役の義務について考える手がかりを得るために、レックス事件の東京地裁判決を批判的に検討する。

MBO を行う会社の取締役はどのような義務を負うべきかを考えるためには、いくつかの問題を考える必要がある。まず、MBO にはどのような問題があり¹⁰⁾、望ましい MBO とはどのような MBO か¹¹⁾を考える必要がある。取締役に義務を課すのは、MBO の問題点を克服ないしは緩和して、望ましい MBO が行われるようにするためであるからである。

次に、具体的な義務内容である。MBO の問題点を克服ないし緩和し、望ましい MBO が行われるようにするために、取締役にどのような義務を課すべきかを考える必要がある。その際は、取締役の役割や属性に応じて義務を考える必要がある。取締役といっても様々であり、MBO に参加する取締役（買収側取締役）もいれば、そうでない取締役もいる。MBO 取引において果たす取締役の役割、関与の度合い、利害関係の強さも様々である。社内取締役もいれば社外（独立）取締役もいる。取締役一般に共通する義務だけでなく、取締役の役割や属性などに応じて、取締役ごとにどのような義務が設定されるべきかも問題になる。

さらに、義務の導出方法である。あるべき義務内容が定まったとしても、

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

その義務を現行法からどのように導くかが問題である¹²⁾(そもそも現行法の枠組みのなかで導くことができるかどうかとも問題である)。

最後に、義務違反の有無の判断方法である。義務違反の有無はどのように判断されるべきか。MBO取引の実体的な側面(特に価格)にまで判断を及ぼし介入的な審査を行うべきか、それとも取引の手続的な側面に重点を置いた間接的・代替的な審査方法を採用すべきか¹³⁾。

このように、MBOにおける取締役の義務を考えるためには、MBOはどうあるべきかというポリシーのレベルから、それを具体化する義務内容、義務違反の有無を判断する審査方法まで、レベルの異なる様々な問題を考える必要がある。これらの問題を包括的に検討するのは別の機会に行うことにして、本稿では、上述の問題のうち、レックス事件の判旨と関連する問題に言及しつつ、レックス事件の裁判所の設定する取締役の義務を批判的に検討することにする。

II. レックス・ホールディングス 損害賠償請求事件の概要

1. 事案の概要

A株式会社(旧レックス)は、フランチャイズシステムによる飲食店、コンビニエンスストア及びスーパーマーケットの経営等を営む会社の株式を所有することにより、当該会社の事業活動を支配・管理することを目的とする株式会社であった。A社は被告Y₂が創業した会社であり、A社の発行する株式はジャスダック証券取引所に上場されていた。

A社の収益性が鈍化するなどの問題が生じたため、Y₂はファンドと組み、経営改善のためMBOを実施することを決定した。MBO実施のための受皿会社として設立されたY₁株式会社(AP8)(被告)は、A社に対し1株あたり23万円を買付価格とする本件公開買付けを行い、その後A社において

全部取得条項付種類株式制度を用いて残存株主の締め出しが行われ、最終的に A 社は Y₁ 社に吸収合併された。A 社の株式を保有していた X₁ ら（原告）は、本件 MBO が実施されたことにより、その所有する A 社の株式を 1 株あたり 23 万円という低廉な価格で手放すことを余儀なくされ、適正な価格である 33 万 6966 円（会社法 172 条の価格決定の申立てにより決定された価格である。東京高決平成 20 年 9 月 12 日金融・商事判例 1301 号 28 頁）との差額である 1 株当たり 10 万 6966 円等の損害を被ったと主張して、A 社を承継した Y₁ 社に対し会社法 350 条又は民法 709 条に基づき、A 社の代表取締役であった Y₂ に対し会社法 429 条 1 項又は民法 709 条に基づき、A 社の取締役あるいは監査役であった Y₃ ないし Y₇ に対し会社法 429 条 1 項に基づき、連帯して上記損害賠償金等の支払を求めて、訴えを提起した。

2. 判 旨

「取締役は、会社に対し、善良な管理者としての注意をもって職務を執行する義務を負うとともに（会社法 330 条、民法 644 条）、法令・定款及び株主総会の決議を遵守し、会社のために忠実に職務を行う義務を負っている（会社法 355 条）が、営利企業である株式会社にあつては、企業価値の向上を通じて、株主の共同利益を図ることが一般的な目的となるから、株式会社の取締役は、上記義務の一環として、株主の共同利益に配慮する義務を負っているものというべきである。

ところで、MBO においては、本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、自ら株主から対象会社の株式を取得することになり、必然的に取締役についての利益相反的構造が生じる上、取締役は、対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有しており、株式の買付者側である取締役と売却者側である株主の間には、大きな情報の非対称性が存在していることから、対象会社の取締役が、このような状況の下で、自己の利益のみを図り、株主の共同利益を損なうような MBO を実施した場合には、上記の株

主の共同利益に配慮する義務に反し、ひいては善管注意義務又は忠実義務に違反することになるものと考えられる。

そして、MBO が、取締役の株主の共同利益に配慮する義務に違反するかどうかは、当該 MBO が企業価値の向上を目的とするものであったこと及びその当時の法令等に違反するものではないことはもとより、当該 MBO の交渉における当該取締役の果たした役割の程度、利益相反関係の有無又はその程度、その利益相反関係を回避あるいは解消するためにどのような措置がとられているかなどを総合して判断するのが相当である。」

「本件 MBO は、A 社が M&A 等により急成長してきたものの、グループの拡大に伴う経営上の試練に直面し、営業・管理両面での組織体制整備の遅れ、既存業態の継続的な進化とプランニングの遅れ、新業態開発において起業の成長スピードに対応した展開が計画どおりに進捗していないなどの問題が生じ、その結果、利益成長の大幅な鈍化を招いていたことから、中長期的視野に立った経営の再建築として実施されたものであり、企業価値の向上を目的とするものであったとともに、本件公開買付けにおいてとられた手続も、当時の証券取引法等の関係法令に違反するものではなかったものと認められる。」

「被告 Y₂ も、一般の株主と同様に A 社株式を売却する立場にもあったとはいえるものの、被告 Y₂ がいわゆるバイアウトファンド……との間で本件基本合意書を取り交わして MBO 及び株式非公開化に関する交渉を進めていたものであり、被告 Y₂ の Y₁ 社に対する出資割合は株主総会において特別決議事項に反対し得る 33.40 パーセントにも及び、代表取締役にはならないものの、取締役会長になることが予定されていたことなどからすれば、被告 Y₂ の利益相反の程度は相当強いものであったことは否定できない。他方、A 社の取締役会においては、外部……からの『株主価値評価算定書』及び『意見書』、法律事務所の意見等を徴した上、出席した取締役全員が本件公開買付けに賛成し、社外監査役を含む監査役全員が取締役会が本件公開買付けに賛同を表明することに賛成の意見を述べ、被告 Y₂ は特別利害関係人として

決議には加わらず、かつ、これらの事実、本件賛同意見表明において公表していたのであるから、上記の利益相反を解消するための措置も一応はとられていたものといえる。

これらの利益相反を解消するための措置は、MBO 報告書や MBO 指針が提案する実務上の対応策や工夫と比べると、必ずしも十分なものであったとは言いがたいが、MBO 報告書や MBO 指針は、本件 MBO の実施後に策定されたものである上、実務上の対応策や工夫を提案するものであって新たに規制を課すものではないから、直ちに取締役の善管注意義務ないし忠実義務の具体的内容となるものではないと考えられる。そして、上記のように利益相反の解消を図る措置も一応されていたことにも照らすと、本件 MBO 当時において、被告 Y₂ が、取締役としての株主の共同利益に配慮する義務に違反して、本件 MBO を強行したものとまではいえないというべきである。」

「原告らは、取締役が信義則上株主の利益を最大化する義務を負うとして、MBO においては、取締役は、合理的に得られる最高の価格になるように公開買付先と価格交渉をする義務があると主張する。しかしながら、公開買付けにおける買付価格は、対象会社の企業価値の評価はもとより、買付側の資金調達の方法等の諸事情を踏まえて決定されるものであるから、対象会社の取締役に原告らが主張するような価格交渉義務があるといえるのかどうかは疑問があるが、この点を措くとしても、……『株主価値評価算定書』によれば、A 社の株主価値は、市場評価法によると 19 万 3000 円から 20 万 7000 円、類似会社比準法によると 16 万 3000 円から 18 万 9000 円、DCF 法によると 19 万 3000 円であり、『意見書』においても、23 万円という TOB 価格は本件 MBO と類似する株式非公開化取引における TOB 価格の普通株式の市場価格に対して観測されたプレミアムの分析にかんがみると、積極的に妥当であると判断するまでの水準には至らないものの、その他の算定方式によって得られた算定結果等を総合的に勘案し、かつ業績予想追加修正の不可避性を必須の要件として A 社の株主にとって財務的見地から妥当であると判断されているのであるから、公開買付価格を 23 万円としたことが、

取締役としての株主の共同利益に配慮する義務に違反したものとはいえない。」

III. 「株主の共同利益に配慮する義務」の検討

1. 「株主の共同利益に配慮する義務」の意義

裁判所のいう MBO 実施会社の取締役の「株主の共同利益に配慮する義務」¹⁴⁾がどのような義務かは判然としないところがあるが、以下で述べるように、会社の営利性から当該義務を導いていることからすると、「株主の共同利益」¹⁵⁾は株主に帰属すべき剰余部分を意味し、「株主の共同利益に配慮する義務」は、企業価値を損ない株主に帰属すべき剰余部分が減少することがないようにする義務を意味しているものと思われる。

裁判所は、まず、「取締役は、会社に対し、善良な管理者としての注意をもって職務を執行する義務を負うとともに（会社法 330 条、民法 644 条）、法令・定款及び株主総会の決議を遵守し、会社のために忠実に職務を行う義務を負っている（会社法 355 条）」と述べ、取締役は会社に対して善管注意義務・忠実義務を負うという伝統的な考え¹⁶⁾を確認している。

次に、「営利企業である株式会社にあつては、企業価値の向上を通じて、株主の共同利益を図ることが一般的な目的となるから、株式会社の取締役は、上記義務の一環として、株主の共同利益に配慮する義務を負っているものというべきである」とし¹⁷⁾、会社の営利性から「株主の共同利益に配慮する義務」を導いている¹⁸⁾。営利性は、対外的活動により利益をあげて、それを構成員に分配するということを意味する¹⁹⁾。営利企業である株式会社はこの意味での営利を目的としているので、会社のために職務を行う取締役は、対外的活動により利益をあげて、企業価値を向上させる義務を会社に対して負うことになる。会社のあげた利益のうち、債権者への支払い（固定請求部分）を差し引いた剰余部分が会社の構成員である株主へ分配され、株

主の利益の向上が図られる。そのため、「企業価値の向上を通じて、株主の共同利益を図る」というのは、企業価値を向上させ株主に帰属すべき剰余部分を拡大することによって「株主の共同利益」の向上を図るということになるので、「株主の共同利益」は、株主の利益向上の源となる剰余部分を意味する²⁰⁾と解される²¹⁾。固定請求部分が一定であるとする²²⁾、企業価値の増減に伴い、付随的に剰余部分も増減するので、企業価値を向上させることによって、株主に帰属すべき剰余部分（「株主の共同利益」）を付随的に増加させることが取締役の会社に対する義務ということになる。

このように考えると、「株主の共同利益に配慮する義務」というのは、株主に帰属すべき剰余部分に配慮する義務ということになる²³⁾。「配慮する」の意味は判然としないが²⁴⁾、二つの可能性が考えられる。一つは、従前の状態を改善し、利益の向上を図るようにする、という積極的な意味である。このように解すると、「株主の共同利益に配慮する義務」は、企業価値を高めて剰余部分を拡大する義務ということになる。もう一つは、従前の利益を害さないようにする（少なくとも従前の状態は維持する）という消極的な意味である。このように解すると、「株主の共同利益に配慮する義務」は、企業価値を損なって剰余部分が減少することがないようにする義務ということになる。どちらを意味するかは判然としないが、以下で述べるように、判旨の他の部分と合わせて読むと、後者の、害さないようにするという意味であると思われる。

仮に、「配慮する」の意味を積極的な意味に解し、MBOを行う取締役の「株主の共同利益に配慮する義務」は、MBO実施により企業価値を高めて剰余部分を拡大する義務を意味するとしよう。この場合、MBOによって企業価値が増加するなら、その価値の増加分はMBOによって会社から締め出される既存株主と新株主（MBOに参加する取締役を含む買収側）の間でどのように分配されるべきかも問題となりうる。既存株主からの取得価格を高くすればするほど、既存株主にMBOによる価値の増加分が多く分配されることになる。MBOを行う会社の取締役は、既存株主にできるだけ多くの分配（で

きるだけ高い価格)²⁵⁾がもたらされるようにする義務はあるか。

このような義務の存在に肯定的な見解もある。例えば、MBO対象会社の株主が保有する株式の価値がより高く評価される機会を求める義務²⁶⁾、よりよい価格を提示するように買取側と交渉する義務²⁷⁾、公正な取引（合理的に入手可能な最善な取引）をする義務²⁸⁾など、既存株主にできるだけ多くの分配がなされるよう努力し、積極的に既存株主の利益状況を向上させるようにする義務があるとする見解もある。このような主張がされるのは、MBOを巡る紛争の中核的な問題は、MBOによる企業価値の増加分を既存株主にどれだけ分配するか（価格をいくらにするか）、すなわち既存株主の状態を従前よりも悪化させないのもちろんのこと、従前の状態にどれだけ上乘せすべきかという問題であるからである。

レックス事件の裁判所は、既存株主にできるだけ多くの分配がもたらされるようにするという積極的な義務の存在に否定的であると思われる²⁹⁾。裁判所は、合理的に得られる最高の価格を求めて（最大の分配を求めて）買取側と交渉する義務（価格交渉義務）の存在に否定的であるからである。裁判所は、取締役はMBOによって生じる価値の増加分を既存株主と新株主（買取側）との間でどのように分け合うかについては関知しなくてもよいと考えていると思われる。価値の増加分の分配という問題（価格の問題）に積極的に取り組まなくても、取締役に義務違反はないことになる。さらに、裁判所は、取締役が「株主の共同利益に配慮する義務」に反し、善管注意義務・忠実義務に違反することになるのは、取締役が自己の利益のみを追求して³⁰⁾、「株主の共同利益」を損なうようなMBOを行った場合³¹⁾であるとしている。「株主の共同利益」は剰余部分を意味すると考えられるので、取締役が自己利益のみを追求し企業価値を低下させるMBOを行い、剰余部分の減少を招けば義務に違反したことになる³²⁾。逆にいうと、取締役は、企業価値を向上させるようなMBOを行い、付随的に剰余部分も拡大するようにしていれば、義務違反はないことになる。そのため、取締役は、企業価値を高めるMBOを行い剰余部分を拡大していればよく、積極的に多くの分配（高い価

格)が既存株主にもたらされるようにしなくても³³⁾、取締役は「株主の共同利益に配慮する義務」を尽くしたことになる³⁴⁾。既存株主への分配の大小は取締役の義務違反の有無とは関係ないことになる。

このように、裁判所のいう「配慮する」の意味は、害さないようにするという消極的な意味であると考えられる。MBOにおける取締役の「株主の共同利益に配慮する義務」は、企業価値を低下させて「株主共同の利益」(剰余部分)を損なうことがないようにするという意味であり、従前の状態よりも悪化させないという消極的な義務にすぎないことになる³⁵⁾。MBOによる企業価値増加分の分配という問題(締め出される既存株主にいくら払われるか)は取締役の責任の有無からは切り離し、会社法172条の価格決定の申立てに委ねる趣旨なのであろう。MBOによる価値増加分の分配というMBOを巡る紛争の最も重要な問題を放置しており、MBO取引の利益相反的要素への考慮が乏しい義務内容となっている。

2. 義務違反の有無の判断方法

レックス事件の裁判所は、MBO実施会社の取締役が「株主の共同利益に配慮する義務」に違反したことになるのは、「自己の利益のみを図り、株主の共同利益を損なうようなMBOを実施した場合」であるとす。取締役の自己利益の追求という主観的な意図があるかどうかや、MBO実施により「株主の共同利益」(すなわち株主に帰属すべき剰余部分)が損なわれたかどうかを裁判所が直接判断するのは困難である。そのため、MBOの交渉において取締役の果たした役割の程度、利益相反性の有無や程度、利益相反性を回避または緩和する措置の内容などの、取引の構造やプロセス(手続の公正性)を審査することによって、代替的・間接的に判断しようとしている。いくつかの判断要素が挙げられているが、企業価値の下落を意図したMBOを行ったり、法令違反のMBOを行ったりすることは想定し難いので、どのような利益相反回避措置が採られているかが最も重要な判断要素となるものと思わ

れる³⁶⁾。

レックス事件では利益相反回避措置について緩やかに審査されている。会社法 172 条の価格決定申立ての事件で利益相反回避措置について厳しく審査されている（高度な利益相反回避措置が要求されている）のとは対照的である。このような違いがあるのは、訴訟事件と非訟事件という事件の性質の相異もあろうが、それよりも利益相反回避措置のもつ意味合いが異なるからであると思われる³⁷⁾。価格決定申立ての事件では、MBO で締め出される既存株主に価値の増加分の公正な分配がなされているかという分配の問題に対処するために利益相反回避措置が用いられているのに対し、レックス事件では、MBO により企業価値が向上し剰余部分が拡大したかを判断するために利益相反回避措置が用いられている。

価格決定申立ての事件では、MBO による企業価値の増加分の公正な分配を含んだ「公正な価格」を決定する必要がある。公正な価格を直接算定するのは困難であるので、利益相反回避措置が十分に採られ独立当事者間取引と同視できるような取引プロセスから生じた価格は公正な価格であると想定し、裁判所はそのような価格を尊重する傾向が見られる³⁸⁾。厳格な利益相反回避措置が採られていることが独立した当事者の間の取引といえるために必要である。独立当事者性（それを担保するための利益相反回避措置）は、裁判所が当事者の算定した価格を尊重し介入しないための前提条件となっているので、厳しく審査される必要がある。

取締役の責任について判断したレックス事件の裁判所は、取締役は MBO 実施によって少しでも企業価値を向上させ剰余部分を拡大させていればよく、分配の問題に取り組まなくてもかまわない（価格の公正性は必要ない）と考えていると思われる。価格の公正性が問題とならないのであれば、厳格な利益相反回避措置を要求する必要性は乏しい。義務違反の有無の判断のためには、取締役が自己利益のみを追求して価値下落的な MBO を行っているかどうかを判断できればよいのであるから、要求される利益相反回避措置のレベルは低いものでかまわないことになろう。現にレックス事件では、 Y_2 に強

い利益相反性を認めながら、利益相反回避措置について緩やかな判断がされている。裁判所の立場では、MBOの指針³⁹⁾で示されている様々な措置やベストプラクティスとして奨励されている措置⁴⁰⁾を相当程度欠いていても、よほど取締役の利益相反性が強い場合など非常に例外的な場合を除き、義務違反ありとされることはないであろう⁴¹⁾。

IV. 終わりに

本稿では、MBO実施会社の取締役の義務について初めて判断を下したレックス事件の東京地裁判決を検討してきた。レックス事件の裁判所は、MBOを行う会社の取締役は「株主の共同利益に配慮する義務」があるとした。その義務の内容は判然としないところもあるが、義務の導出過程から推測すると、以下のように考えられる。「株主の共同利益」は会社の利益から債権者へ支払う固定請求部分を差し引いた株主に帰属すべき剰余部分を意味していると思われる。「配慮する」の意味は、従前よりも状態を改善するという積極的な意味ではなくて、害さない（従前の状態よりも悪化させない）という消極的な意味で用いられていると考えられる。そのため、MBOを行う会社の取締役の「株主の共同利益に配慮する義務」は、企業価値を低下させて株主に帰属すべき剰余部分を減少させることがないようにする義務を意味するものと考えられる。MBOによって企業価値が高まり、剰余部分も拡大していれば、取締役は義務を果たしたことになり、MBOによって生じる企業価値の増加分を既存株主にどの程度分配するか（株式の取得価格をいくらにするか）というMBOを巡る紛争の中核的な問題に取り組まなくても、取締役は義務違反となることはないと思われる。分配の問題は取締役の責任と切り離されてしまい、価格決定の申立てにはほぼ全面的に委ねられることになる。しかし、価格決定の申立ては救済方法としては不十分な点があるので、株主救済の実効性には疑問がある。取締役の義務を通じた規律づけが重要である

が、レックス事件の判断が維持されるのであれば、MBOを行う会社の取締役に対する規律は非常に弱いものとならざるを得ない。取締役の義務の再構築が必要である。

注

- 1) 問題の状況や実務対応、これまでの議論の概要については、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頁以下・同 2011年7月号 70頁以下を参照。
- 2) 取締役の責任とともに、会社の責任(350条)も追及されることがある。
- 3) このほか、M&A取引を差止めるという方法も考えられる。現行法の下では、略式組織再編以外のM&A取引を差止めることができるかについては、否定的な見解が強い。MBO取引の第一段階にあたる公開買付けを差止めることができるかどうかについても、否定的な見解が強い。なお、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頁も参照(公開買付けの差止めを肯定する)。
- 4) 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。
- 5) 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」黒沼悦郎・藤田友敬編著『江頭憲治郎先生遷暦記念 企業法の理論(上巻)』(2007年・商事法務) 252-53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。
- 6) 東京地判平成 22年9月6日金融・商事判例 1352号 43頁。この事件はMBOの事案ではなく、全部取得条項付種類株式制度を用いて支配株主が少数株主を締出した事案である。全部取得条項付種類株式制度を導入する株主総会決議と、その取得を決議した株主総会決議の効力が争われた。裁判所は、取得価格が「著しく低廉な価格」でなければ会社法 831条 1項 3号にいう「著しく不当な決議」とはならないし、支配株主を含む株主全員に同じ取得対価を支払っているのであれば株主平等原則にも反せず決議は無効とならないとし、株主総会決議の効力を争う道を非常に狭める判断を行った。詳しくは、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しの効力を争う訴訟——公正な価格と株主平等の原則——」南山法学 34巻 3・4号(2011年) 87-124頁を参照。インターネットナンバー事件については、弥永真生「全部取得条項付種類株式を用いたスクイーズアウトと株主総会決議取消し

の訴え」ジュリスト1410号(2010年)36頁, 鳥山恭一「少数派株主を締め出す総会決議の取消しの可否——インターネットナンバー株式会社事件」法学セミナー673号(2011年)117頁, 福島洋尚「全部取得条項付種類株式を用いた少数株主の締め出しと株主総会決議の瑕疵——インターネットナンバー株主総会決議取消請求事件——」金融・商事判例1359号(2011年)16頁も参照。

- 7) 白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律(1)」法学協会雑誌127巻12号(2010年)1936-1938頁(友好的買収の場面における取締役の義務を通じた規律づけの必要性を主張する)。なお, 北川・前掲注4・9-10頁も参照。
- 8) 東京地判平成23年2月18日金融・商事判例1363号48頁。
- 9) レックス事件の判決が出たことで, 価格を争う裁判, 取引の効力を争う訴訟(東京地判平成22年9月6日金融・商事判例1352号43頁(インターネットナンバー事件)), 取締役の責任を及ぼす訴訟(東京地判平成23年2月18日金融・商事判例1363号48頁(レックス事件))についての東京地裁の判断が出揃ったことになる(利益相反M&A取引の差止めについての判断はまだ出ていない)。

価格を争う裁判以外は数が少ないが, 裁判所の考えを推測すると, 今の時点で言えるのは, 裁判所は分配の問題よりも, 効率性の改善を重視しているように思われるということである。裁判所が監視し審査するのは, 主に, M&A取引の前後で会社の価値が増加したかどうか(合併のように, M&A取引により複数の企業が一つになる場合はそれぞれが単体でいる場合の和を上回る価値の増加があったかどうか, MBOのように単体のままの場合は取引の前後で単体の価値の増加があったかどうか), すなわち効率性が改善しているかどうかである。効率性が改善しているのであれば, 増加分の分配の割合が一方当事者に偏っていたとしても, 取引の効力を否定したり, 取締役に責任を課したりするのに消極的である。取引の効力について判断したインターネットナンバー事件の裁判所は, カルドア=ヒックス基準の意味での効率性を改善していれば, 締出取引の効力を否定しないと考えているようであり, 効率性を重視している。玉井・前掲注6・98-100頁。取締役の責任については, 本文のIII.1.で述べるように, レックス事件の裁判所は少なくともパレート改善となるようなMBO取引を行えば取締役は義務を果たしたことになると考えているようである。取引の効力や取締役の責任と分配の問題(価格の問題)は原則として切り離し, 分配の問題は価格決定の裁判にはほぼ全面的に委ねる形になっている。

価格決定の裁判においても, M&A取引が独立当事者の間の取引といえる場合には, 分配の問題に介入するのを差し控える(介入しないという形で裁判所の裁量を行使している)こととして, 分配の問題に取り組む場面をできるだけ限定しようとする姿勢が見て取れる。このような姿勢はデラウェア州の裁判所にも見られる傾向である。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)102-105頁参照。どれだけ分配すべきかは裁判所の判断能力を超える難問であるか

らであろう。

- 10) MBO の問題点は、買収側の取締役と締め出される既存株主の間の利害対立（利益相反的状况）があり、両者の間に情報の非対称性があることである。この問題を解決するために、取締役に対等な取引をする義務や、開示の義務を課すことが考えられる。

買収側の取締役は、MBO 対象会社の既存株主から株式を取得するという買主の立場と、MBO 対象会社の取締役であるために、売主である MBO 対象会社の既存株主の利益を擁護すべき代理人的立場にあるので、いわば双方代理類似の状況が生じている。このような双方代理類似状況を克服する方法は二つ考えられる。一つは、どちらかの立場を脱することである。端的に、MBO 対象会社の取締役を辞任すれば、買主側の立場だけになるので、双方代理的な状況を克服できる。もう一つは、売主の立場と買主の立場の両方を同時に満足させることである。そのためには、取引により双方の利益が向上し、取引から生じる価値の増加分（余剰）を双方で平等に分けることが必要である。相互に対等・平等な立場で、双方が同じだけ利益を得るようにすることで、双方を同じように満足させるのである。従って、買収側の取締役は、売主の代理人的立場を降りる（MBO 対象会社の取締役を辞任する）か、辞任しないのであれば、完全平等・完全対等な取引をする義務があると考えべきである。MBO に参加しない取締役は、MBO 取引が完全に対等な取引となるようにする義務があると考えべきである。

以前筆者は支配株主による少数株主の締出の場面における支配株主と被支配会社の取締役の義務について論じたことがある。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）297頁。そこでは、支配株主には相互に対等な当事者間の取引に相当するような取引（公正な取引）をする義務があり、被支配会社の取締役には公正な取引になるようにする義務があるとした。上述の MBO における取締役の義務に関する議論は、以前論じた支配株主と被支配会社の取締役の義務に関する議論とパラレルになっている。買収側取締役が支配株主に相当し、MBO に参加しない取締役が被支配会社の取締役に相当している。なお、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）99-100 頁も参照。

- 11) 望ましい MBO とはどのようなものかを考える際は、二つのことが問題になりうる。一つは、(i) 企業価値の向上である。MBO を行うことで会社の価値（企業価値）を増加させるような MBO であるべきである（効率性の改善）。会社の存在意義は社会に新たな富を創造することであるので、価値を増加させるような MBO は望ましい MBO であることは問題ない。経済産業省が 2007 年に公表した「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」（以下では「MBO の指針」とする）も、その第一原則で企業価値を高めるような MBO

が望ましい MBO であるとしている (MBO の指針 9 頁)。

もう一つは、(ii) 分配である。MBO により企業価値が増加する場合、増加した価値を MBO によって締め出される既存株主にどれだけ分配すべきか (すなわち価格をいくらにするか) という問題である。(a) 少しでも分配されていて、MBO 実施前よりも既存株主の状態が改善されていればよいのか (パレート改善であればよいのか) (なお、効率性の重視を徹底するなら、必ずしもパレート改善である必要はない)。それとも、(b) 従前より状態が改善するだけでは足りず、何らかの公正な分配がなされること (公正な価格) が望ましい MBO といえるためには必要か。多く分配されれば MBO の際に締め出される既存株主に払われる価格も高くなるので、分配に関する問題は MBO を巡る紛争における中核的な問題である。

分配の問題をどのように考えるかで、義務内容は変わりうる。何らかの公正な分配を与えるべきであると考えるのであれば、株主の状態を向上させるような積極的な義務 (例えば、価格交渉義務や、公正取引義務といったもの) を肯定することになろう。そうではなく、従前よりも少しでも状態を改善していればよい (MBO を行うことで状態が悪化しなければよい) と考えるのであれば、そのような義務を設ける必要はなく、既存株主を害さない、という消極的な義務で十分ということになる。

MBO の指針は第二原則でこの問題を取り扱っている。MBO の指針は分配の問題については及び腰であり、明言を避けている (MBO の指針 9-10 頁)。ある程度の分配は必要だが、積極的に多くの分配を求める必要があるとは考えていないようである。

仮に、(b) の立場をとった場合、どこまで多くの分配をすれば義務を果たしたことになるのかの判断は難しい。何らかの分配が必要とすると、義務違反の有無を判断するためには、分配の大きさ (価格の高さ) を審査する必要がある。その判断のためには、MBO によってどれだけ企業価値が高まるか (これは将来予想でしかない) を判断した上で、さらにその増加分からどれだけ分配するのが妥当かを決定し、そこまでの分配が実際になされているかを判断しなければならないので、裁判所が判断するのは困難である。MBO の指針が逃げ腰になるのも当然である。

さらに、(b) の考え方をとった場合は、難しい問題が生じる場合がある。買収者が複数登場した時のように、企業価値の増加 (効率性の改善) と分配の大きさ (価格の高さ) のどちらを優先させるべきかが問題になりうる場面があるからである。

価値の増加 (効率性の改善) と分配は、買収者が誰かによって変わりうる。企業価値を高めるが、株主への分配に渋い買収者 A と、企業価値はそれほど高めないが、気前よく株主に分配してくれる買収者 B がいる場合は、どちらを選ぶべきか。例えば、買収対象会社甲の価値が 100 のとき (100 株発行していて 100 人の株主がいるとする。1 株の価値は 1 である。負債はないとする)、買収者 A が甲会社の株主

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

100人から1.05で株式を買い取り、甲会社を買収すれば甲会社の価値は130に増加するとする。株主への価値の増加分の分配は全部で5(105-100)である。買収者Bが1株あたり1.07で買収すれば甲会社の価値は120になるとする。この場合、株主への分配は全部で7(107-100)である。どちらを選ぶべきか。

(a)の立場をとるなら、買収者Aを選べばよいことになり、話は簡単である。(b)の立場をとると、企業価値を優先すれば買収者Aを選択することとなるが、株主への分配(価格)を優先すると買収者Bとなる。どちらを優先すべきか。

- 12) 現行の会社法は、条文上は、取締役は会社に対して善管注意義務・忠実義務を負うとしており、株主に対しては義務を負わないように読める。会社法は、主に取締役と会社の利害対立(利益相反)を想定しており、取締役と会社の利益相反を規制する条文は設けられているものの、取締役と株主の間の利害対立や株主間の利害対立に対する考慮は乏しい。

企業価値を向上させる義務は伝統的な取締役の善管注意義務・忠実義務の内容として、簡単に導くことができる(取締役の会社に対する義務そのものである)のに対し、MBOによって締め出される既存株主に対する義務は、伝統的な会社に対する取締役の義務からは導くのは困難であると思われる。

会社は永続する企業体であるが、その構成員である株主は日々入れ替わることが想定されている。企業価値から債権者への支払い(固定請求部分)を引いた剰余部分が株主に帰属する部分であるので、企業価値を媒介に取締役は株主に対して義務を負うと考える場合も、取締役は変動する株主集団全体(時間的連続性のある、抽象的に観念される集合体)に対して責任を負っているということになるはずである。そのような抽象的集合体としての株主に対する義務から、MBO実施という一時点における、MBOによって締め出されるという一部の株主の具体的な個別の利益を保護する義務を導くことはできるのかは疑問である。

裁判例のなかには、株主に対する取締役の直接的な義務の存在を認めるものもある(大阪高決平成21年9月1日金融・商事判例1326号20頁(サンスター事件))。「MBOを計画する経営者は、株主に対してはその利益を図るべき善管注意義務がある」(東京高決平成17年6月15日判例時報1900号156頁(ニレコ事件))。「取締役は会社の所有者である株主と信認関係にあるから、上記権限の行使にあっても、株主にいわれない不利益を与えないようにすべき責務を負う」。しかし、現行法の規定からは取締役の株主に対する直接的な義務を導くのは困難であるという指摘も根強い(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)8頁。なお、岩倉正和=石川智也「補論 取締役の責任・行動準則」岩倉正和=太田洋編『M&A法務の最先端』(商事法務・2010年)29-33頁も参照)。

- 13) MBO取引により企業価値が増加するかどうか、増加するならどの程度増加する

か、増加した分をどのように分配すべきか、などを裁判所が直接判断するのは困難であるので、取引の構造やプロセスを審査することで、実体面についての審査を代替することになろう。裁判所の能力的・資質的な限界から、間接的・代替的な審査方法とならざるを得ない。問題は、どのような要素を代理指標として用いるかである。利益相反回避措置が重要な代理指標となるだろうが、想定される様々な措置のうち、取引の実体面（取引の公正性）などを適切に推認させる代理指標はどのようなものか。

- 14) レックス事件の裁判所のいう「株主の共同利益に配慮する義務」は、MBOを行う買収側の取締役（買収側取締役）の義務か、MBOに参加しない取締役（非買収側取締役）の義務か、両方に共通する一般的な義務か、どの取締役の義務であるかははっきりとしないところがある。裁判所は、MBO「対象会社の取締役が、……自己の利益のみを図り、株主の共同利益を損なうようなMBOを実施した場合には、……株主の共同利益に配慮する義務に反し」としているので、買収側取締役の義務であるようにも読める。確かに、MBOの第一段階の公開買付けも第二段階の全部取得条項付種類株式を用いた残存株主の縮出も（公開買付けにより3分の2以上の株式を取得できていれば）非買収側取締役の協力がなくても、買収側のみで行うことができるので、買収側取締役のことを述べているようにも思う。しかし、MBO実施のためには、事実上、非買収側取締役の協力が必要であることからすると（スポンサーとの関係でMBO対象会社から公開買付けへの賛同意見をもらうことが事実上要求されるし、買収側取締役がMBOを強行しようとしても、非買収側取締役が取締役会の過半数を占めていれば、公開買付けに対抗して買収防衛策を用いてMBOを阻止することも理論的には可能である）、判旨の言うMBOを実施した場合の「対象会社の取締役」には、買収側の取締役と非買収側取締役の両方が含まれると考えるべきである。レックス事件の裁判所のいう「株主の共同利益に配慮する義務」はMBO実施会社の取締役一般に共通する義務であると考えられるべきである。

義務の内容からもそのように考えられる。レックス事件の裁判所がいう「株主の共同利益に配慮する義務」は、企業価値を損ない株主に帰属すべき剰余部分が減少することがないようにする義務であると考えられ、それは取締役一般が負う義務である（さらに言えばMBOの場面に限られる義務でもなく、あらゆる場面で負う一般的な義務である）。

- 15) 会社法の条文や、これまでの判例、行政の指針や報告書のなかには、「株主の共同利益」と類似した「株主の共同の利益」や「株主共同の利益」という言葉が出てくる。例えば、会社法78条（発起人の説明義務）、125条3項2号（株主名簿の備置き及び閲覧等）、314条（取締役等の説明義務）、433条2項2号（会計帳簿の閲覧等の請求）などに「株主の共同の利益」という文言が登場するが、それらは株主の変動を捨象した抽象的な株主集団の利益というべき抽象的な利益を指しているの

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

あって、ある一時点のある特定の株主の具体的な利益を指しているとは考えられない。

ブルドックソース事件の東京高裁決定（東京高決平成 19 年 7 月 9 日民集 61 巻 5 号 2306 頁）は「株式会社の企業価値を損ない、ひいては株主共同の利益を害する」とし、「株主共同の利益」という文言が出てくる。同事件の最高裁決定（最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 巻 5 号 2215 頁）は「会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害される」とし、「株主の共同の利益」という文言が登場する。これらの文言も抽象的な株主集団の利益を意味しているものと思われる。敵対的買取者に買取られると企業価値が低下し、抽象的な株主集団の利益（株主に帰属すべき剰余部分）も減少するので、それを防止するために買取防衛策を用いることができるということであると思われるからである。

経産省と法務省が連名で出した「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買取防衛策に関する指針」（2004 年 5 月 27 日）は、「株主共同の利益」を「株主全体に共通する利益の総体をいう」と定義し（同 2 頁）、「買取防衛策の導入、発動及び廃止は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、又は向上させる目的をもって行うべきである」としている（同 3 頁）。企業価値研究会が 2008 年に公表した「近時の諸環境の変化をふまえた買取防衛策の在り方」（2008 年 6 月 30 日）では、「取締役は株主共同の利益を最大化する義務を負っている」とされている（同 5 頁）。これらの行政の指針や報告書においても、「株主共同の利益」は、抽象的な集合体としての株主の利益という意味であり、ある一時点のある特定の株主の具体的な利益を指しているのではない。

会社法の条文や判例、行政の指針等で従来から用いられてきた「株主の共同の利益」や「株主共同の利益」とレックス事件の裁判所のいう「株主の共同利益」とが同じ概念を指しているかどうかは分からない。レックス事件の裁判所が会社法の条文の文言や従来判例等に出てくる文言と異なる文言をわざわざ用いているということは、違う意味を持たせるためかもしれない。例えば、「株主の共同利益」は、MBO 実施時というある一時点における、MBO で締め出される株主という特定の株主の具体的な利益を意味すると考えることもできるかもしれない。しかし、以下で述べるように、取締役の会社に対する義務からすると、従来の用法とは異なった意味で用いていると考えるのは困難であるように思う。

会社は永續する企業体であり、その構成員である株主は日々入れ替わることが予定されている。一時点における特定の株主の具体的な利益を向上させるのではなく、変動する株主集団に帰属すべき剰余部分という連続的に抽象的な価値が損なわれないようにし、その剰余部分が増加するようにする、というのが取締役の会社に対する義務であるはずである。後述のように、レックス事件の裁判所が依拠する落合教授の見解はこのような義務を想定している。このような義務を前提としな

から、MBO実施時というある一時点の、MBOによって会社から締め出される株主という一部の株主の具体的な利益を向上させる義務が取締役にあり、それは取締役の会社に対する義務の一内容であるとするためには、さらにもう一段、別の理由が必要であると思われる。レックス事件の裁判所は特に理由を示していないので、ある一時点の特定の株主の利益を示すために「株主の共同利益」という言葉を用いていると考えるべきではないように思う。詳しくは注21を参照。

- 16) 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「対抗的買収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。
- 17) この部分は、取締役は株主利益最大化原則につき株主に対して善管注意義務・忠実義務を負うとする落合教授の考えと同じ趣旨であると思われる。弥永真生「取締役の価格交渉義務」ジュリスト1422号（2011年）103頁。落合教授は次のようにして、取締役の株主に対する義務を導出している。若干長くなるが、レックス事件の判旨とそれが依拠している石綿弁護士・十市弁護士の見解は、落合教授の見解を出発点としているので、落合教授の議論を引用しておく。「会社は営利を目的とする（商法52条〔会社法での根拠は会社法105条〕）から、株式会社の場合には利益をあげて構成員である株主に分配することが会社の目的になる。このことは、まさに会社の目的が株主利益最大化にあること、すなわち株主利益最大化原則を示すものと解することができる。」「会社の目的は株主利益の最大化であるから、商法254条3項・254条ノ3〔会社法330条・355条〕に言う「会社」は株主を意味すると解釈できる。そして取締役は会社の目的実現につき善管注意義務・忠実義務を負うから、したがって取締役は株主利益最大化原則につき株主に対して善管注意義務・忠実義務を負うと解することができる。」落合誠一「企業法の目的」岩村正彦ほか編『岩波講座 現代の法7 企業と法』（岩波書店・1998年）23頁。
- 18) このような形でMBOを行う会社の取締役の義務を導出する方法は以前から主張されていた。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）6頁（「営利を目的とする株式会社にあつては、株主の利益最大化の原則が会社関係者の利害調整の原則となる以上、会社法が、既存の株主の利益が取締役により害される場合を規律していないと解するのは適当ではない。したがって、取締役が負う善管注意義務（忠実義務）には、① 会社の利益のほか、② 株主共同の利益を配慮する義務が含まれると解し、MBOの対象会社の取締役は、善管注意義務（および忠実義務）に基づき、株主共同の利益を配慮する義務を負うと解する）、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）111頁（「取締役が会社に対して負う善管注意義務の内容は、株主の利益最大化を図る義務であると解されていることからすれば、取締役は会社の利益を図るのみならず、株主共同の利益に配慮する義務をも負

うと解するべきであろう)。レックス事件の裁判所は、これらの主張に倣ったものと思われる。

- 19) 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」黒沼悦郎＝藤田友敬編著 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。
- 20) レックス事件の判旨や、それが依拠する石綿弁護士・十市弁護士の主張の出発点は、落合教授の見解（株主利益最大化原則を守ることが取締役の会社に対する善管注意義務・忠実義務の内容であるとする見解）である。落合教授は、株主利益最大化原則にいう株主利益は会社の利益から債権者への固定請求を差し引いた剰余部分であるとしている（「株主の利益は、剰余権者としての株主の利益であるから、債権者、従業員等の株主以外のステークホルダーの利益をまずは満足させた上での株主利益を意味することである」〔落合誠一『会社法要説』（有斐閣・2010年）55頁〕、「株主は、会社があげた利益から債権者の取り分を控除した残余部分、すなわち剰余部分についてのみ取り分を有する」〔同57頁〕、「剰余部分とは、まさに株主以外の債権者等のステークホルダーの利益を満足させた後の残余部分を意味する」〔同頁〕）。そのため、レックス事件の裁判所がいう「株主の共同利益」も株主に帰属すべき剰余部分と考えるのが素直である。
- 21) 「株主の共同利益」はMBOによって締め出される既存株主の利益のことを意味し、「株主の共同利益に配慮する義務」は、MBOによって締め出される既存株主の利益を向上させる義務であると考えられることもできるかもしれない。しかし、以下で述べるように、語義、株主間の利害状況、取締役の義務の導出過程からすると、レックス事件の裁判所はそのような意味で「株主の共同利益」や「株主の共同利益に配慮する義務」という言葉を用いていると考えるのは困難であると思う。

まず、株主間の利害状況について簡単な数値例を用いて考えてみる。甲会社は100の価値があり、100発行しているとする（単純化のため、負債はないものとする。企業価値イコール剰余部分の価値となり、この事例では100である）。甲会社にはA、B、C、Dの株主がおり、それぞれ70株、10株、10株、10株を保有しているものとする。ある取引をすることにより、甲会社の価値が100から120に上がるとする（この取引をする前の状態を状態1、取引後の状態を状態2とする）。20の価値の増加分は、株主の持株比率に変更がなければ、持株割合に応じて自動的に分配され、A、B、C、Dの状態は状態1から比例的に改善し、状態2ではAは84、B、C、Dはそれぞれ12となる。このように、株主の持株比率に変更がない場合は、剰余部分が拡大すればその増加分は比例的に分配されることになり、分配の問題は生じない。企業価値の向上（剰余部分の拡大）という全株主に共通する利益と、個々

の株主の利益は比例的に一致する。

しかし、状態1から状態2に移行する際に持株比率や株主構成の変更があった場合は、必ずしも比例的に状態が改善するとは限らない。例えば、Aが全部取得条項付種類株式を用いてB、C、Dから1株あたり1で株式を取得したら、Aが価値の増加分20を独占することになる。この場合、B、C、Dは従前の状態からの改善はなされていない。B、C、Dの状態が改善するかどうか（どれだけ改善するか）は、価値の増加分の分配方法によって変化しうる。取引の前後で持株比率や株主構成が変化する場合、価値の増加分をどのように分けるかという分配の問題が生じることになる。MBOはまさにこのような取引である。

「株主の共同利益」をMBOで締め出される既存株主の利益と考えることはできる。上の例だと、締め出される株主B、C、Dの利益のことを意味することになるが、以下で述べるように、そのように考えるのは困難である。「共同」利益といいながら、株主全体の利益ではなく、Aを除く一部の株主の利益だけを指すというのは不自然な（矛盾した）用語法である。語義にそぐわない不自然な用語法というだけではない。A、B、C、Dに共通している利益は、株主に帰属すべき剰余部分が拡大するということだけである。増加分をどう分けるかという場面では、支配株主Aと締め出されるB、C、Dとの間で利害が対立する。B、C、Dに多く分配するようにすると甲会社にとどまるAの利益は害されるし、Aに多く分配すればB、C、Dの利益は損なわれるのであり、AとB、C、Dらとの間に共通する利益はない。企業価値の向上（効率性の改善）という場面では全株主に共通する利益というものは想定できるが、増加した価値の分配という場面では、上の例が示すように、全株主に共通する利益を想定できない場合がありうる。

レックス事件の裁判所のいう「株主の共同利益に配慮する義務」は、MBOによって締め出される既存株主の利益を向上させる義務であると考えられることも困難であると思う。レックス事件の裁判所のいう「株主の共同利益」は、義務の導出過程からすると、株主に帰属すべき剰余部分であると考えられるのが素直である。レックス事件が做ったと思われる石綿弁護士・十市弁護士の見解は落合教授の株主利益最大化原則を前提にしている。落合教授のいう取締役が株主利益最大化をする義務は、企業価値（と株主に帰属すべき剰余部分）を増大させるようにする義務であり、上の例だと、甲会社の価値を100から120に高めるようにするという義務である。そのような、剰余部分を増大させるようにするという義務からは、増大した価値の増加分を株主の間でどのように分配するべきかという問に対する答えは直接的には出てこないはずである。分配の問題に対する答えが出てこないのであれば、分配の問題にどう対処すべきかという取締役の義務も定まらないはずである。

企業価値を向上させる義務（剰余部分を拡大する義務）から価値の増加分の分配に関する義務を導こうとするのであれば、両者を関連づける、媒介となるロジック

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

が必要であると思われる。例えば、価値の増加分を締め出す側の株主が独占できるようにした方が締め出す側に企業価値を高めるインセンティブを与えることができ企業価値を高めることに資するので、取締役は分配の問題に積極的に取り組む必要はない、とか、あるいは逆に、価値の増加分を公正に分配しないと少数株主の投資を促すことはできず資金調達のコストが高くなるので、企業価値を向上させるには締め出される株主（少数株主）の保護が必要であり、企業価値を高める義務を負っている取締役は締め出される少数株主に価値の増加分の公正な分配がなされるようにする義務がある、というように、企業価値の増加と分配の問題とを関連づけるもう一段の理由付けが必要であると思う（なお、企業価値の増加と分配の問題をつなぐロジックについては、玉井・前掲注10・302-304頁も参照〔株主間の富の移転を防止することが企業価値の向上に資するという議論を行っている〕）。

レックス事件の裁判所はこのような媒介となるロジックを明示していないので、レックス事件の裁判所は、分配の問題にどのように取り組むべきかという取締役の義務については、オープンなままであると考えるのが素直であるようにも思う。ただ、レックス事件の裁判所は、価格交渉義務の存在に否定的であり、取締役が義務違反となる場合は「株主の共同利益」（株主に帰属すべき剰余部分を意味すると考えるべきである）を損ねた場合であるとしているので、剰余部分が大きくなったかどうかは問題とするが、剰余部分が大きくなっていれば分配の問題はいつでもよいと考えていると理解することもできるように思う。分配の問題に取り組まないのであれば、価値の増加分を誰がどれだけ享受するかを問題とする必要はないので、取締役は既存株主の利益状態を積極的に向上させる必要はないと考えるのが自然なように思う。そのように考えると、「株主の共同利益に配慮する義務」は、MBOによって締め出される既存株主の利益を向上させる義務ではなくて、害さなければよいという消極的な義務であると解することができる。本文では、そのような理解で述べている。

- 22) 議論を単純化し問題の本質に焦点を絞るために、以下では特に断らない限り、非現実的な仮定ではあるが、固定請求部分はゼロで、負債を用いずに買収していると仮定して議論をしている。
- 23) 「株主の共同利益に配慮する義務」は、「上記義務の一環として」、すなわち会社に対する善管注意義務・忠実義務の一環として負う義務であるので、会社に対する義務であり、株主に対する義務ではないということになる。これは、会社法の条文の文言との整合性を図り、取締役の第三者に対する責任に関する判例（最大判昭和44年11月26日民集23巻11号2150頁）の枠組みに収まるようにしようとしたためであると思われる。レックス事件の株主は会社法429条の取締役の第三者に対する責任を追及している。判例の立場では、会社法429条の責任が認められるためには、取締役が会社に対する義務に違反していることが要求されるので、株主を害するこ

とが取締役の会社に対する義務違反であると構成する必要がある。

レックス事件の裁判所は企業価値を媒介に取締役の会社に対する義務の内容として株主利益への義務を導こうとしている。企業価値が高くなり剰余部分が増えれば増えるほど株主の利益になるので、企業価値を高めることで会社に対する義務を果たすとともに株主への義務も果たせたことになるというのである。しかし、このような企業価値を媒介とした義務は、MBOにおける取締役の義務としてどれだけの意味があるかは疑問である。MBOの場合は、MBOで締め出される既存株主と、既存株主から株式を取得する新規株主（買取側の取締役）との間の、株主間の利害対立が問題になっているのであり、取締役に株主間の利害対立の解決が求められているはずである。パイの切り方が問題であるのに、パイを大きくする義務があるといっても意味がない。MBOで締め出される既存株主という一部の株主の利益を擁護する義務を観念しなければ取締役の義務を論じる意味は乏しいように思う。端的に、一定の場合には、特定の株主に対して取締役は義務を負う場合がある、として、取締役の株主に対する直接の義務を観念すべき時に来ているのではないか。取締役の第三者に対する責任についての最高裁判決が出たのは昭和44年であり、今から40年以上も前である。当時は利益相反といえば会社と取締役の利益相反であり、株主間の利害対立を解決する必要性についての認識は乏しかったと思われる。会社法の規制緩和がなされるよりも遙か昔なので、株主の多数決で株式の権利内容が変わる（極端な場合は株主資格自体がなくなる）ということも想定する必要が乏しかった。新しい時代の新たな義務を構築すべき時が来ていると思う。

- 24) 本文で述べた以外にも、会社の利益（企業価値）の向上（効率性の改善）が取締役の第一次的な義務であり、株主の利益はそれに付随する二次的な義務であるという意味合いがあると思われる。
- 25) 公正な分配（公正な価格）を求める義務としても同じように考えることができる。
- 26) 高原達広「経営陣主導での上場会社の非公開化における取締役の行動規範」商事法務1805号（2007年）14頁（「MBOの局面では、取締役は会社の利益を図ることはもちろん、株主の直接的な利益にも配慮し、株式の価値がより高く評価される機会を求めて行動する義務がある」）。
- 27) 神谷弘弘＝熊木明「利益相反および忠実義務の再検証」商事法務1944号（2011年）53頁（「取締役としては株主が低廉価格での提案に応じてしまわないよう積極的に買取者と交渉すべきであるし、これには、当然によりよい価格を提示するよう交渉する義務も含まれるというべきである」）。
- 28) 買取側の取締役に公正な取引をする義務があるとする。飯田・前掲注10・99頁（「MBOにおいて買取者に参加する取締役は、公正な取引を行う義務（結果債務）を負っていると解する……。そして、損害の発生を推定しながら会社法423条3項も類推適用し、公正な取引だったことを取締役が立証する責任を負うと解する」）。

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

「公正な取引とは、株式の市場価格を上回る価格であればよいのではなく、合理的に入手可能な最善な取引を意味すると解する」。MBO に参加しない取締役の義務については、「当該 MBO が公正な取引であると十分な情報を得て合理的に判断する義務を負い、会社法 423 条 3 項を類推適用し、任務懈怠がなかったことを取締役が証明する責任を負う」とする。飯田・前掲・100 頁。

- 29) 十市・前掲注 12・9-11 頁は様々な理由を挙げて価格交渉義務の存在を否定する。
- 30) 「自己利益のみを図り」という取締役の主観的な要件が入っているのは、一つには、結果責任は課さないためであると思われる。企業価値を向上させられると思われる MBO を計画し実行したものの、当初計画していた事業計画が上手くいかずに、会社の業績が悪化した（当初予定していたキャッシュフローが稼げなかった）ような場合は、企業価値は MBO を行った結果下がってしまっているが、自己利益のみを追求したのでないで義務違反はないということになる。
- 31) 「自己利益のみを図」ることと、「株主の共同利益を損なう」ことは、「かつ（and）」で結びついていると思われるので、その点からも、義務違反となることは非常に限定的であると思われる（自己利益「のみ」追求しているという要件を満たす場合は稀であろう）。
- 32) 固定請求部分が一定（ゼロ）であると仮定している。
- 33) 理論的には、既存株主に分配がなされていなくても（従前の状態と変わらなくても）、MBO により企業価値が増加し剰余部分が拡大しているのであれば、価値の増加分を買収側が独占していてもよいことになる（パレート改善はなされている）。
- 34) 「株主の共同利益」を MBO によって締め出される既存株主という一時点の特定の株主の具体的な利益を意味すると考えた場合はどうか。価格交渉義務の存在に否定的なことから、分配の問題に取り組まなくても取締役に義務違反はないというのは同じである。取締役が義務違反となるのは、取締役が自己利益のみを図り株主の共同利益を損なうような MBO をした場合なので、取締役が自己利益追求のために MBO を行い、締め出される既存株主の利益状況を悪化させた場合のみ義務違反となる。締め出される既存株主の状態を少しでも改善していれば（理論的には従前の状態を維持さえしていれば）義務を尽くしたことになる。パレート改善となるような MBO であればよい、ということである。
- 35) 「株主の共同利益に配慮する義務」をこのように消極的に理解することは、会社法 210 条の規定と整合的である。会社法 210 条は、既存株主の利益状況が従前の状態から悪化するのを一定限度に止めようとする消極的な保護の規定であって、従前の状態を改善させようという積極的に利益向上を図ることを目的とした規定ではないからである。

会社法の中には、会社法 210 条の募集株式の発行の差止めの規定のように、既存株主の利益保護を目的とする規定もある。会社法 210 条 1 号の有利発行規制は、既

存株主の経済的な利益状況が従前よりも悪化するのを一定程度までに止める（一定程度の悪化は許容する）という下限を定める規定である。会社法 210 条 2 号の不正発行は、現在の判例法理を前提にすると、既存株主の経済的な価値の下落だけでなく持分割合の減少を一定の場合に防止するという規定である。どちらの規定も、従前の状態よりも悪化しないようにする（許容される悪化の限度を定める）という、消極的な保護の規定である。会社法 210 条は、取締役が既存株主の利益を保護することを求めている規定といえるが、それは従前の状態よりも悪化させないようにするという（マイナスをどれだけ小さくするかという）消極的な保護の規定であり、既存株主の利益を従前よりも向上させようという（プラスをどれだけ大きくするかという）積極的な保護の規定ではない。何度も繰り返し述べているように、MBO では従前の状態にどれだけ上乘せべきかが問題となる。会社法 210 条からは、既存株主を害さないようにするという消極的な義務の存在を導くことはできても、既存株主の利益を向上させるという積極的な義務を導くのは困難である。

36) 十市・前掲注 12・8 頁。

37) 利益相反回避措置は、問題となっている MBO 取引が独立した当事者の間の取引といえるかどうかを判断するために要求される。裁判所の介入が必要なのは、取締役が自己利益を追求して企業価値を下落させるような MBO がなされるおそれや、取締役が MBO による価値の増加分を独占してしまうおそれがあるからである。独立した当事者が取引をするのであれば、詐欺や強迫に相当するような事情のない限り、(1) 自分の利益にならない取引はしないはずである（取引前の従前の状態より、状態が悪化するような取引はしないはずである）し、(2) 取引をするのであれば、取引から生じる余剰が（自分にとって公正であると思えるように）分配されるような取引をするはずである。そのため、MBO が独立した当事者の間の取引といえるのであれば、MBO で問題となる二つの問題、すなわち企業価値の向上と、分配の公正性という問題が相当程度解消されることになり、裁判所の介入の必要性は乏しくなる。

独立性が弱ければ一方の当事者に一方的に有利な取引がなされる可能性が高いかもしれないが、対等な当事者といえるほど独立性が高まれば双方にとって公正な取引となる可能性が高いと思われる。独立当事者性の程度と取引の公正性の程度は相関していると考えられる。MBO において独立当事者性を担保する前提となるのが利益相反回避措置であるから、利益相反回避措置の厳格さと MBO 取引の公正性もまた相関していると考えられる。

価格決定の申立ての事件では、公正な分配がされている公正な価格を定める必要があるため、問題となった MBO が上記(1)、(2)の二つの要素を満たした公正性の高い取引であるといえる必要がある。(2)の公正な分配の要素を満たした公正性の高い MBO 取引だといえるためには、厳格な独立当事者性（その前提として厳格な利

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

益相反回避措置)が求められる。それに対し、取締役の責任追及の事件では、レックス事件の判断に従うと、取締役は分配の問題に取り組まなくても義務違反となることはないので、高い公正性は求められず、(2)の要素は必要ない。上記の(1)の要素が満たされていれば十分なので、ある程度の独立当事者性があればよい(厳格な利益相反回避措置は必要ない)。

- 38) 中東正文「サイバード事件東京地裁決定から学ぶべきこと」金融・商事判例 1329号(2009年)2-3頁、北川徹「MBOにおける価格決定申立事件再考〔下〕——サイバードホールディングス事件東京地裁決定を手掛かりに——」商事法務 1890号(2010年)4頁。
- 39) 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9月4日)。
- 40) 具体的な措置については、例えば、前掲注1の文献を参照。
- 41) 十市・前掲注12・9頁。

【付記】 本稿は、2011年度南山大学パッセ研究奨励金 I-A-2 と公益信託山田学術研究奨励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ます。