



## 論説 友好的企業買収における被買収会社の取締役の責任

|     |   |
|-----|---|
| 著者  | 山本 到  |
| 雑誌名 | 筑波法政  |
| 巻   | 81  |
| ページ | 59-73   |
| 発行年 | 2020-02-21  |
| URL | <a href="http://hdl.handle.net/2241/00159674">http://hdl.handle.net/2241/00159674</a> |

# 友好的企業買収における被買収会社の取締役の責任

山本 到

## 1. はじめに

企業買収に際しては、被買収会社の取締役会の同意の有無により、友好的買収か敵対的買収かに区分される。被買収会社の取締役会が同意していない場合には、敵対的企業買収として被買収会社の取締役会は、買収防衛策を発動するかどうかを判断することになる。敵対的企業買収における被買収会社の取締役会による買収防衛策発動の判断プロセス及び買収防衛策の内容に関しては、既に多数の研究の蓄積があり本稿では取り上げない。本稿では、被買収会社の取締役会が買収会社による買収提案に同意することにより友好的企業買収となる場合について検討する。

友好的企業買収を実現する手段としては、被買収会社に通知を行い被買収会社の取締役会の同意を得たうえで、株式の取得による方法、事業譲渡による方法ならびに合併、株式交換および株式移転といった組織再編により行う方法の三つが考えられる。このうち、事業譲渡による方法および組織再編による方法は、会社法第2編第7章「事業譲渡」および第5編に「組織変更、合併、会社分割、株式交換および株式移転」（以下、これらを一括して「組織再編等」という。）としてそれぞれ定められている。これらは、いずれの場合にも契約書を交わしたうえで株主総会に付議され、株主の総意としての意見が示されることで、株主の権利が一定程度保護されていると言える<sup>1</sup>。また、これらの組織再編等では、交付金合併の場合のように金銭により対価が支払われる場合もあるが、多くの場合、被買収会社の株主は存続会社あるいは新設会社の株主となり、その後の企業価値の上昇（場合によっては企業価値が下がる可能性もあるが）の恩恵を享受することが可能になる。他方、株式の取得による方法が採られるときには、手続きとして株主総会決議が不要であるだけでなく、株主は被買収会社の株主としての地位も無くなることから、株主利益にとって直接かつ重大な影響が生じることになる。しかし、このような場合に株主を保護する制度は現行法制では存在しない<sup>2</sup>。

本稿は、株式取得による企業買収のうち、友好的企業買収に焦点をあて、被買収会社の取締役および取締役会（以下、併せて「取締役会」という。）が一般株主保護のために何ができるかを検討する。敵対的買収は、買収者と被買収会社の経営者との間での支配権争いであるが、友好的買収では、買収者に被買収会社の取締役会が加わっての連合チームとなって、被買収会社の株主との間での争いという構図となる。

## 2. 株式取得による企業買収の問題点

株式の取得による企業買収においては、被買収会社の株主が所有する株式を買収者に売却することにより成立する。この取引の中では、被買収会社自体は当事者ではないため、会社としての意思決定である株主総会決議は不要と考えられていることから、会社法では何ら規定は置かれていない。しかし、現実には、

1 吸収合併、吸収分割および株式交換では、会社法第783条第1項、新設合併では、会社法第804条第1項を参照。

2 株式の取得による企業買収の方法としては、株式の第三者割当による方法も考えられ、実際にこの方法により企業買収が行われることが少なくないとされる（田中亘『会社法第2版』（東京大学出版会、2018年）611頁）。但し、募集株式引受人の議決権割合が2分の1を超える場合には、10分の1以上の議決権を有する株主の請求により株主総会の決議が求められていることから（会社法第206条の2）、株主の意見が反映できる制度になっているといえるため、本稿での議論の対象とはしない。

買取者による株式の取得に際して、被買収会社の取締役会が同意するかどうか、すなわち友好的買収とするか敵対的買収とするかの判断を被買収会社の取締役会が行っている<sup>3</sup>。

株式取得による企業買収では、数年をかけて市場において株式を購入する方法もある。しかし、迅速な経営が求められる中では、株式公開買付（以下、「TOB」という。）により行われる場合がほとんどである<sup>4</sup>。金融商品取引法（以下、「金商法」という。）は、買取者により TOB の公告がなされた場合には、TOB 対象会社の取締役会は公告から10日以内に意見表明報告書を提出しなければならないとする（金商法第27条の10、金融商品取引法施行令第13条の2第1項）。このため、TOB 対象会社の取締役会は、株式の取得による企業買収に際して、株式売買の当事者ではないが、当該 TOB に対する意見を表明するという義務がある。

株式取得による企業買収は、株主以外の外部者による場合<sup>5</sup>もあるが、親会社株主又は支配株主による完全子会社化のために使われる例が多い<sup>6</sup>。合併又は株式交換により買収会社の株式を取得することもできるが、本稿では TOB による現金での株式取得を取り上げる。

現金による株式取得の特性としては、被買収会社の株主は所有する株式を売却してしまう<sup>7</sup>ため、売却後の被買収会社の企業価値がどのように変動しようとの関係がないことになる。関係があるとすれば、企業価値の変動がどのように買収対価としての株価に反映されるかということにすぎない。被買収会社の取締役会は、この株価をできる限り高くすることが重要な役割と考えられるが、会社法はそのことを明確にはしていない。

それでは、取締役会が TOB に際して行う意見表明では、何を基準に意見を述べることになるのであろうか。敵対的企業買収では、被買収会社の取締役会は、買収後の被買収会社の経営方針および企業価値向上に関する施策などを評価して買収防衛策の発動を判断するとされる<sup>8</sup>。友好的買収では、買取者に支配権限が移転することにより現在の経営よりも更に株主価値を高めることになると判断していることが理由としてあげられる<sup>9</sup>。しかし、株式売却により被買収会社の株主はその地位を喪失するため、その後の被買収会社の企業価値が向上することに対して関心があるとは思えないのである。むしろ、今後上昇が期待される企業価値を買収価格にどのように反映されているのかが、合理的な株主の判断ポイントになりそうである。

敵対的企業買収では、企業価値が毀損されること、株主の利益が損なわれるなどの観点から取締役会の経営判断が肯定されると思われる。友好的企業買収は、敵対的企業買収と対をなすあるいは裏返しとして考えられることから、敵対的企業買収に対するものと同様に友好的企業買収も取締役会の経営判断として行われることが肯定されているように思われる。企業買収は、敵対的であっても友好的であっても取締役会の経営判断として行われることが十分に認識されている一方で、友好的企業買収での株主保護についてわが国法制度では十分には認識されていないのではないかと考える。従来の議論では、株主保護よりも取

3 もちろん、このような事前の通知なしにいきなり株式公開買付が行われる場合もある。例えば、2007年のスチール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド・エス・ピー・ヴィ II LLC. によるブルドックソースへの公開買付がこれにあたる。これらはいずれも敵対的企業買収と位置づけられる。

4 TOB は、第三者により行われる場合もあれば、会社の経営陣が当該会社を買収する MBO（マネジメント・バイアウト）として行われる場合もある。

5 最近では、さが美グループホールディングス株式会社（東証第一部上場）に対する株式会社ベルーナによる完全子会社の例（2018年5月7日公表）、および朝日火災海上保険株式会社（未上場）に対する楽天株式会社による完全子会社化（2018年1月29日公表）の例がある。

6 最近では、東洋鋼鋳株式会社（東証第一部上場）に対する支配株主である東洋製罐グループホールディングス株式会社による完全子会社化の例（2018年5月10日公表）がある。

7 完全子会社化の過程では、株主から同意なく株式を奪うことになる（森本滋編『企業結合法の総合的研究』（商事法務、2009年）18頁（北村雅史執筆）。）

8 三苦裕「企業買収におけるコーポレート・ガバナンスについての一試論」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の理論（下巻）』（江頭憲治郎先生還暦記念）（商事法務、2007年）125頁。敵対的買収への防衛策の発動の理由として、企業価値ひいては株主の共同の利益を損なうことがあげられる。

9 三苦裕「公開買付けにおける対象会社による意見表明」新堂幸司＝山下友信編『会社法と商事法務』（商事法務、2008年）351頁。

締役会による経営権が重要視されてきたのではないかとと思われる。このため、取締役又は取締役会の経営権が株主の利益よりも上回るのかを検討したうえで、株式取得による企業買収に際して、被買収会社の株主保護という観点から、取締役会の責任について考えることとする<sup>10</sup>。

検討の方法としては、敵対的企業買収と友好的企業買収における被買収会社の取締役会の判断権限について検討を行う（3.）。次に、被買収会社の取締役または取締役会が負う義務について考察し（4.）、その後、被買収会社の取締役会が提出する意見表明報告書について検討する（5.）。そして、TOBに際して被買収会社の取締役および取締役会の役割について整理する（6.）。最後に、友好的企業買収に際しての取締役会の権限または役割についてどうあるべきかを整理する（7.）。

### 3. 敵対的企業買収と友好的企業買収

#### （1）友好的企業買収での取締役の権限

敵対的買収か友好的買収かは、被買収会社の取締役会が当該買収に対して賛成するか反対するかというだけの違いである。取締役会が反対をしたからといっても株主は賛成かもしれず、また取締役会が賛成したからといっても株主は反対かもしれない。ただ、取締役会が反対する敵対的買収では、買収会社によるTOBが公告され、被買収会社による買収防衛策の発動のような積極的な行動が無い限り、取締役会の意見表明報告書に基づいてTOBに応じるか応じないかという判断を株主は行うことになる<sup>11</sup>。これに対して友好的買収では、取締役会は賛成の意見を表明するだけでなく、買収者からのデュー・デリジェンスの求めに応じるのが一般的な対応であると考えられる。被買収会社の取締役会が買収会社による買収に同意した場合には、秘密保持契約を結んだうえで、買収価格算定のために通常公開されていない情報を含む会社情報を提供するデュー・デリジェンスが実施される。取締役会の意見表明報告書の提出が法令により求められているとしても、このようなデュー・デリジェンスに応じる権限が被買収会社の取締役会にあるのかという事については疑問がある。

会社法第433条は、総議決権の100分の3以上の議決権を有するか発行済株式の100分の3以上を有する株主が具体的な理由を示して、また親会社社員の場合であっても裁判所の許可を得た上でなければ会計帳簿の閲覧謄写ができないとしている。このような規制がある一方で、取締役会の判断だけで買収会社に経営全般についてのデュー・デリジェンスを許可することは可能であるのか。仮に、買収者が株式の100分の3以上を保有する株主または親会社であったとしても、取締役会は当該買収に同意できなければ会社法第433条による閲覧謄写請求を拒むことになる。しかし、取締役会が同意する場合には、会計帳簿の閲覧謄写請求よりも幅広い内容の開示を被買収会社に認めることになる。通常、デュー・デリジェンスは、会計帳簿の範囲を超えて法務的事項から財務的事項まで幅広く行われる。会計帳簿の閲覧請求の範囲であれば、経営判断として許可するかしないかということはあり得ることかもしれない。しかし、買収会社が株主でない場合もあるであろうし、まして株式の売買当事者でない取締役会が買収会社によるデュー・デリジェンスの実施を決定することについては、会社法の定める会計帳簿の閲覧と同一に考えることは適当ではない<sup>12</sup>のではないかと考える。

TOBによる企業買収は、株式を売却することを前提とすると被買収会社の株主にとっては一度限りのことであり、そのことに取締役会が賛成をすることは、反対をして敵対的買収とする判断よりも株主に対して大きな影響を与える判断ではないかと考えられる。買収に際して取引の目的となるのは、株主が保有する株式であるにも関わらず、株取引においては当事者ではなく第三者である被買収会社の取締役

10 公開買付において少数株主の保護を図る手段として退出権について研究したものとして、飯田秀総『公開買付規制の基礎理論』（商事法務、2015年）がある。

11 買収防衛策の発動に関しては非常に多くの研究が公表されている。例えば、徳本讓『敵対的企業買収の法理』（九州大学出版会、2000年）、田中亘『企業買収と防衛論』（商事法務、2012年）、大杉謙一「敵対的買収と防衛措置の法的効力に関する一試論」『商事法への提言』（落合誠一先生還暦記念）（商事法務、2004年）、岩倉正和＝太田洋『M&A法務の最先端』（商事法務、2010年）などがある。

12 現実にそのような考え方をしている学説は存在しないと思われる。

会はどのような法的権限により株式売却による企業買収に応じるとい判断ができるのか。この重要な判断を行う必要のある友好的企業買収について、被買収会社の取締役会はどのような理由でデュー・デリジェンスの実施についての判断をするのか<sup>13</sup>。取締役会が企業買収に反対の立場をとったときには、買収を阻止するために買収防衛策が発動される。この買収防衛策の発動は、経営判断原則に基づくものと考えられている。しかし、友好的企業買収として被買収会社の取締役会が買収会社によるデュー・デリジェンスの実施を認めることは、会社法第433条の規定から経営判断の範囲内と考えることはできないと思われる。これは、買収者が100分の3以上の株式を有する大株主であっても同様である<sup>14</sup>。

## (2) MBO (マネジメント・バイアウト) における取締役の立場

TOB による企業買収は、第三者により行われる場合もあれば、経営陣が当該会社を買収する目的で利用される場合 (MBO) <sup>15</sup>もある。MBO では、取締役会として当該 TOB に賛成しているために形式的な区分では友好的買収となるが、この場合には株主と取締役との間には利益相反のあることが広く認識されている<sup>16</sup>。このため、MBO の実施に際しては、第三者機関による企業価値評価が行われ、また社外取締役および社外有識者からなる第三者委員会や特別委員会が設置され、公正な取引が行われるよう対応が求められている<sup>17</sup>。MBO においては、その目的自体が重要な要素ではあるが、企業の内実を習熟している取締役による株式買収であることから、買収価格の公正性および買収時期なども含めて問題となる。そして、利益相反の態様としては株主対取締役・監査役だけではなく、経営陣も株主であることがほとんどであることからすれば株主対株主の利益相反という要素を含んでいる。

友好的企業買収では、買収者は被買収会社の取締役会の賛成を得てデュー・デリジェンスを行い、会社の内実を知ったうえで買収価格の算定を行うことからすれば MBO とほぼ同じ状況にある。さらに、被買収会社の取締役が買収後の会社に残ることが約束されているのであれば、その形態は MBO と何ら変わる場所がないといえる。また、友好的企業買収における買収者の多くは株主であると思われることから、この点からも友好的企業買収の取締役には買収者以外の株主との間に利益相反があることが推測される。

## (3) 親会社等に係わる企業買収

TOB を利用する友好的企業買収では、買収会社が被買収会社の親会社または支配株主 (以下、「親会社等」という。) による場合も多く、利益相反という観点からは MBO と同じ状況にあると考えられる。

特に親会社等による友好的買収においては、被買収会社の取締役会は親会社等の意向を受けて選任されている場合が多いことから、当該会社の経営陣による株式の取得である MBO の場合と同様に取締役会と株主の間は利益相反の関係にあるといえる<sup>18</sup>。MBO の目的としては、長期的な展望に立った経営の実現、株主構成を変更することによる柔軟な経営戦略の実現などがあげられる<sup>19</sup>。友好的企業買収においては、買収に同意する取締役会自身が長期的な展望にたった経営などの目的を実現するのではないとしても、買収提案に取締役会が同意したことで買収者に対してデュー・デリジェンスの実施を承諾することになる。

13 経営危機にある会社では、この危機を乗り切る手段のひとつとして救済的な企業買収は経営の選択肢のひとつであり、当然経営判断原則の適用があると考えられる。このため、本稿の検討対象とはしない。

14 取締役会は、自社の買収を目的とする株主権限による閲覧謄写請求権を認めることは不適切であると考え、その詳細な理由については別稿において更に検討する予定である。

15 MBO は、公開買付者が対象会社の役員である場合が典型であるが、当該役員の依頼により公開買付を行う者でかつ当該役員と利益を共通にする者による場合も含まれる (発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令第25条第2項に定める第四号様式 (記載上の注意) (3) d 参照)。

16 経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」(2019年6月28日) 7-8頁、前掲注2、610-611頁。

17 経済産業省、前掲注16、19頁以下参照。

18 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』(商事法務、2013年) 53頁。親会社から派遣されている取締役はもちろんであるが、それ以外の取締役についても親会社の意向を無視することは難しいと考えられる。なお、2019年1月31日に開始した伊藤忠商事による株式会社デサントによる公開買付は、被買収会社の取締役会の反対により敵対的買収となったが、公開買付前の持株比率が30.44%の大株主による公開買付としては珍しい例ではないと思われる。この取締役の利益相反に関しては、6. (2) において検討を加えることとする。

19 経済産業省、前掲注16、6-7頁。

更に、親会社等による友好的買収がなされる場合には、買収が提案された時点で被買収会社の取締役会は株式の売却条件に関係なく、売却対象株主に対して株式を売却させることが目的となっているのではないかと考えられる。

他方で、MBO と異なる点として、被買収会社の取締役会が売却対象株主に株式を売却させることが目的になると考えるならば、親会社等との売却交渉という観点からは必ずしも利益相反であるという必要はないかもしれない。但し、親会社等の利益になるような買収条件で株式売却を行わせることで取締役としての能力評価がなされる可能性があり、買収後に身分保障などの条件がある場合には MBO と同様の利益相反関係にあることになる。

親会社等が株式を売却する場合には、MBO とはまったく異なり被買収会社の取締役が株式の売却条件を交渉するというのではなく、親会社等が自ら買収会社との間で交渉し決定された条件で株式の売却が行われることになる。親会社等との間で決定された内容で TOB が実施される場合には、親会社等が保有する株式は買収者に売却されることが明らかであることから、その他の株主が当該 TOB に応じるか応じないかは当該株主自身による判断となる要素が強いものとする<sup>20</sup>。親会社等が買収者に株式を売却する場合には、取締役会は、親会社等が売却条件を交渉したうえで株式の売却を決定していることから、客観的かつ中立の立場で意見表明ができると考えられる。被買収会社の取締役会は、親会社等以外の一般株主のために、親会社等が決めた売却価格が客観的に正当なものであるかどうかを積極的に判断する責任があるのではないかとと思われる。

このように友好的企業買収では、親会社等が買収者となる場合もあれば、株式の売却者となる場合も存在する。また、被買収会社および取締役との関係においてもまったく利害関係を有していない会社による買収もあり得る。親会社等が売却者となる場合を除いては、被買収会社の株主が売却条件を買収者と直接交渉することはなく、被買収会社の取締役会が買収者と交渉することになる。株式取得による企業買収では、会社法上では買収者と被買収会社との合意は必要ではないが、友好的企業買収の場合には被買収会社の取締役会と買収者との間で合意形成がなされている<sup>21</sup>。以下では、親会社等以外の第三者による TOB を検討対象とするが、親会社等による TOB 及び経営者による企業買収も友好的企業買収のひとつの形態であると考えられるため、必要に応じて親会社等による場合及び MBO を参照することにする。

#### 4. 取締役および取締役会の義務（法律からの要請）

株式取得による友好的企業買収の場合に、取締役会はどのような義務を負うのか、法律規定からの要請について考察する。

##### （1）善管注意義務と忠実義務からのアプローチ

取締役は、会社との関係では委任関係にある（会社法第330条）ことから善管注意義務を負う（民法第644条）。また、取締役は忠実義務を負う（会社法第355条）。取締役の善管注意義務および忠実義務は、どちらも会社との関係で負う義務とされる<sup>22</sup>。

友好的企業買収では、取締役会による企業買収の交渉と判断の過程（第一段階）と、この取締役会により交渉された結果である買収条件について株主が応じるかどうかの判断を行う過程（第二段階）という、二つの段階を経ると考えられている<sup>23</sup>。この第一段階である取締役会による買収者との交渉義務は、法律的に存在するのであろうか。株式取得による企業買収では、その交渉の中心となるのは株式の対価の問題

20 この場合には、一般株主は親会社等が取り決めた売却条件と同じ条件で株式売却に応じるかどうかの判断をすることになるであろう。

21 伊藤靖史＝大杉謙一＝田中亘＝松井秀征『会社法（第4版）』（有斐閣、2018年）372頁（田中亘執筆）。

22 岩原紳作編『会社法コンメンタール7—機関（1）』（商事法務、2013年）423頁（近藤光男執筆）、落合誠一編『会社法コンメンタール8—機関（2）』（商事法務、2009年）52頁（近藤光男執筆）、酒巻俊雄＝龍田節編『逐条解説会社法第4巻機関1』（中央経済社、2008年）247頁（藤原俊雄執筆）、423頁（石山卓磨執筆）。

23 前掲注18、20頁。

である。しかし、取締役が善管注意義務および忠実義務を負うのは対会社との関係であるのであれば、取締役会は買収価格の決定にあたり株主の最善の利益を追求する義務はないと考えられることになる<sup>24</sup>。このような責任を伴わない取締役会による買収交渉によって提示される買収条件に、株主が「はいそうですか」と従うことは考えられない。

このため、取締役は、会社全体の利益のために忠実に善良な管理者の注意をもって職務を行う義務があり、会社全体の利益を図ることは結果的に株主の利益につながると考えられている。このことから、企業買収局面においては、株主共同の利益が図られるように取締役会は忠実義務及び善管注意義務を尽くして、買収者との間で買収条件について交渉しなければならないと考えることもできる<sup>25</sup>。

この考え方による判決としては、レックスホールディングス事件東京高裁判決<sup>26</sup>が挙げられる。判決では、「取締役が企業価値を適正に反映しない安価な買収価格でMBOを行い、旧株主に帰属すべき企業価値を取得することは、善管注意義務に反するというべきである」、「取締役及び監査役は、善管注意義務の一環として、MBOに際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務（以下、便宜上「公正な価値移転義務」という。）を負うと解するのが相当であり」と述べて、将来の企業価値を適正に反映しない買収価格により新旧株主間の公正な企業価値の移転が損なわれる場合には、取締役の善管注意義務の違反になると判示する。この判決の考え方は、友好的企業買収に際しても当てはまると考えることができる。すなわち、友好的企業買収が、買収者と被買収会社の取締役会との連合チームに対して株主が対峙していると考えられるため、友好的企業買収はMBOと同じ構図で考えられるのである。しかし、判決が指摘する取締役の善管注意義務としての公正な価値移転義務は、同一の会社内の経営者と株主という特殊な関係の中での利害対立において認められるものと考えられることから、経営者以外の者によるTOBでは適用されないと考える。したがって、本判決はMBOに限定した判決であり、取締役が買収者となるMBOの事案だけを射程としていると考えることができる。親会社等あるいは第三者による買収においては、直ちにこの判決でいう取締役の責任を認めることはできないと思われる。

## （２）株主価値最大化原則からのアプローチ

株主価値最大化原則とは、会社は営利を目的とすることから、利益をあげて株主に分配することが会社の目的であり、会社の目的は株主利益最大化であるという考え方である<sup>27</sup>。株主価値最大化原則は、会社法で明文により定められているものではないが、剰余金の配当（会社法第105条第1項第1号、同第453条）および残余財産の分配（同第105条第1項第2号、同第502条）により最終的に株主に分配されることを根拠に、取締役の善管注意義務のひとつとして考えられている。

株主価値最大化原則でいう株主とは、個々の具体的な株主を指すのではなく、会社関係者の一員であるグループとしての株主を指すとされる<sup>28</sup>。すなわち、株式の売買により日々入れ替わる個々の株主ではなく、株主グループという抽象的な存在をいうとされる。この株主価値最大化原則に関する取締役の義務違反の判断に際しては、経営判断原則が適用される<sup>29</sup>。

株式取得による企業買収は、被買収会社の従業員の反発を招く事がないようにする必要があり、また買収者は適正な買収価格を算定するためのデュー・デリジェンスを実施するためにも、買収者は被買収会社の取締役会の同意を得て行う友好的買収を目指すことになる。その際、被買収会社の取締役会は、この株主価値最大化原則に基づく経営判断として企業買収に対して賛成または反対の判断を行うことになるので

24 藤原総一郎＝佐々木将平「意見表明その他対象者に関する問題（下）」旬刊商事法務1859号（2009年）38頁。

25 前掲注2、621頁。

26 東京高判平成25年4月17日判時2190号96頁。本判決では、「株式会社は、会社の企業価値を向上させて、会社の利益ひいては企業所有者たる株主の共同の利益を図る仕組みの営利企業であり、取締役及び監査役の会社に対する善管注意義務は、会社、ひいては、株主共同の利益を図ることを目的とするものと解される。」(同105頁)とする。

27 落合誠一「企業法の目的―株主利益最大化原則の検討―」『岩波講座現代の法7 企業と法』（岩波書店、1998年）23頁、前掲注2、261頁。

28 落合、前掲注27、24頁。

29 落合、前掲注27、24頁。

あろうか。株主価値最大化原則での株主は、グループとしての抽象的な株主を指していることから、買収提案がされた時点での個別具体的な株主の利益を指しているのではないことに加えて、株主利益は短期的な利益ではなく長期的な利益と考えられている<sup>30</sup>。株主価値最大化原則によると、最大化されるのは企業買収における対価ではなく、現在の個々の株主ではなく抽象的な株主グループの剰余部分の最大化と考えられている<sup>31</sup>。この場合、取締役会の義務としては、長期的な視野にたつて企業価値を向上させることになるのかどうかを判断することとなる。被買収会社の取締役会は、株式売却の対価の最大化に対する義務を負うというよりは、企業買収が将来的に企業価値を向上させるかどうかにより判断を行うことになる<sup>32</sup>。この判断基準は、現在の経営者による経営よりも買収者が経営する方が企業価値を高めることとなるので、「株主の皆さん株式を譲渡して支配権を買収者に譲りましょう」という決断をする場合の基準であると考えられる。このため、取締役会は、企業買収の対価の適切性について判断するのではなく、長期的な視点での企業価値の増減を判断することになる。すなわち、株主価値最大化原則は、友好的企業買収か敵対的企業買収とするかを判断する基準であると考えられる。

株主価値最大化原則の判断基準となる将来的な企業価値の上昇は、現時点において株式の売却を求められている株主にとっては関係がないことである。仮に関係性を持たせるとすると、将来の企業価値をどのように株式売却価格に反映させているかということではしかないのではないかと。したがって、被買収会社の取締役会は、株主価値最大化原則を前提としての売却価格の最大化への責任は有していないと考える。

### （3）信認義務からのアプローチ

信認義務とは、英米法のコモンローにおける制約として存在するもので、取締役が株主の利益の犠牲の下で自らの利益を追求することを規制するものと理解されている<sup>33</sup>。

わが国において信認義務を認める見解は、会社法第330条および第355条から導かれる善管注意義務および忠実義務は会社に対する義務ではあるが、この前提を置きながら取締役または取締役会は株主に対して直接責任を負う場合があり、これが信認義務であるとする考え方である<sup>34</sup>。この説は、既存株主が不利益を受ける可能性がある場合に新株発行または自己株式の処分の差止めを求めることが会社法210条に規定されていること<sup>35</sup>、および不当に安い価額で新株が発行されたことにより既存株主が損害を被ったとの訴えに対して、取締役への損害賠償責任を認めた判例<sup>36</sup>を根拠としている。

この説によれば、取締役会は株主に対して直接に信認義務を負うため、株式売却の対価が株主にとっての最善の価格となるように交渉するべき義務を負うことになる<sup>37</sup>。ただ、この説に従うとしても、企業買収提案に対して他者からの対抗的買収提案がされたときに、将来的な企業価値を高めると考えられるのは先の買収者の提案であるが、買収価格は後の買収者の提案の方が高いという場合に、取締役会はどのように判断するべきかについての判断基準が明確ではない。本稿は、株式の取得による企業買収を前提としていることから、買収者による株式の取得はTOBによることになる。この場合には、買収価格は買収者自身が決定できるため、被買収会社の取締役会が買収価格について交渉する権限はなく、必然的に株主は自らの判断で高い買収価格を提示している買収者への売却を望むことになるであろう。しかし、買収者の競

30 落合、前掲注27、24頁。

31 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—わが国会社法とレプロン「義務」—」岩倉正和＝太田洋編著『M&A 法務の最先端』（商事法務、2010年）44頁。

32 前掲注31、56頁。

33 前掲注18、190頁。

34 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—少数株主の縮出を中心に—」布井千博他編『会社法・金融法の新展開』（川村正幸先生退職記念論文集）（中央経済社、2009年）303-304頁、神谷高保「企業買収防衛策の違法性判定基準の理論的構造」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の理論（下巻）』（江頭憲治郎先生還暦記念）（商事法務、2007年）69頁。

35 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る—」証券経済研究第64号（2008年）80頁。

36 最判平成9年9月9日判時1618号138頁。

37 前掲注31、61頁。



合提案があった場合に、買収会社の取締役会は、TOBに係る意見表明報告書にどのような内容で記載を行うことになるのであろうか。株主に対する信認義務が解釈論である一方、会社に対する善管注意義務および忠実義務は明文で認められ、さらに株主価値最大化原則がわが国において広く認められる現状からすると、TOBに関する取締役会の意見表明報告書の記載は、企業価値を向上させるのはどちらかという観点での記載となるように思われる。このように考えるならば、取締役会による株主保護義務を信認義務から導くことは難しいと考えられる。

#### (4) レブロン義務からのアプローチ

レブロン義務は、米国判例法理により認められている義務であり<sup>38</sup>、支配権の移転が起こる場合には、当該会社の取締役は株主の利益が最大化するように対応すべき責務があるとする考え方である。しかし、中長期的な観点から企業価値を最大化することがわが国会社法の定める取締役会の責務であると考えられるならば、株主利益最大化原則において検討したことと同様に、買収提案に際して取締役会が現時点での株主にとっての利益の最大化を図る義務は存在しないと考えることになる。現状では、レブロン義務の考え方は、わが国の会社法上での解釈論からも導くことはできないとされる<sup>39</sup>。

したがって、TOBによる株式取得を前提にすると、法律で交渉を行うことが義務づけられていない中で、レブロン義務を取締役および取締役会に科すことは難しいと考える<sup>40</sup>。

#### (5) 取締役の株主保護義務

これまで検討してきたとおり、取締役および取締役会に求められる法的義務の観点からは、取締役は直接には株主保護の責任を負っていないといえる。したがって、株主は、取締役が株主の代理人として買収者と交渉する義務を責任も負っていないことを認識しておく必要がある。すなわち、取締役会は、買収提案に際して株主を保護する法律上の義務はないといえる。このような状況の中では、株主は自己の判断により株式売却の可否を判断する必要がある。友好的企業買収では買収者及び被買収会社の取締役会は協力関係にあり、また親会社等により行われる企業買収では取締役会には法的な義務も責任もないため積極的に株主利益を図るインセンティブは存在しないと思われる。加えて、友好的企業買収では、TOBを実施する時点で買収者は被買収会社のデュー・デリジェンスを終了しており、親会社等は一般株主よりも豊富な情報を有していると思われるとともに、やはり事前にデュー・デリジェンスを終了させて、一般株主よりも有利な条件に置かれている。このように一般株主は、取締役会の協力を得る事が出来ないだけでなく、情報面においても絶対的に劣後することになり、株主は何に基づいて株式売却の判断をすることになるのであろうか。その判断の参考となるのが金商法に定められた意見表明報告書と考えられる。

## 5. TOBに係る意見表明報告書

### (1) 意見表明報告書の記載

株式の取得による企業買収では、原則としてTOBを利用することになるため、取締役会は当該TOBに関して意見表明報告書を提出する必要がある（金商法27条の10）。

意見表明報告書の記載内容としては、当該TOBが会社にとって有益なものであるかどうかの観点から

38 Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986). この裁判は、取締役会が敵対的買収からの防衛策として友好的買収により対抗しようとしたことに対して、敵対的買収が友好的買収者と被買収会社との合意条項の差止めを求めて提訴したものである。

39 岩倉正和＝石川智也「補論 取締役の責任・行動準則—わが国においてレブロン義務は認められるか—」岩倉正和＝太田洋編『M&A 法務の最先端』（商事法務、2010年）32頁。

40 ユニゾホールディングス株式会社に対するTOBでの取締役会の対応は、HIS株式会社の敵対的買収から始まり、サッポリ共同会社、ホワイトナイトとしての投資ファンドのフォートレスによる友好的買収、そして投資ファンドのブラックストーンによる敵対的TOBへと続き、買収対価は上昇して取締役会はレブロン義務を実践しているような状況になっている。

記載され、その延長線上に TOB への応募を株主に勧めるかどうか記載されるものと整理されている<sup>41,42</sup>。したがって、買収者による TOB は被買収会社にとって企業価値を向上させるものではあるが、買収対価等の問題から TOB への応募については推奨しないあるいは中立とする事例も多いとされる<sup>43</sup>。この記載から見ると意見表明報告書は、応募するかしないかの最終的な判断を株主自身に行わせるための説明書としての位置づけであることが明確であるといえる。しかし、取締役会は、友好的企業買収として買収会社によるデュー・デリジェンスに事前に応じているにも関わらず<sup>44</sup>、応募に対する推奨意見も出さず、また中立の立場で応募に関しては意見を述べないことについて、前述の取締役会の義務から考えた場合に許されるのであろうか。

この点について、先のレックスホールディングス事件東京高裁判決では、「取締役は、善管注意義務の一環として、株式公開買付けにつき会社として意見表明をするときは、当該意見表明において、株主が株式公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき義務を負っていたと解するのが相当である<sup>45</sup>とする。この判決は、MBO の事案であるが、株主が TOB に応じるか否かの意思決定を行うに際して、意見表明報告書において取締役会が適切な情報開示を行うことについては、MBO に限定する必要はないと考える。株主は、TOB に応じるべきか否かを判断するための情報を求めているはずである。したがって、取締役会が TOB への応募についての意見を留保したとしても、株主が TOB に応じない結果として支配権の移転が行われずに、現在の取締役会による業務執行を維持される場合に、将来的な展望を含めて自社の経営状況がどのようになるのかを示す必要があるのではないかと考える。取締役会は、買収価格だけではなく買収者による企業価値向上のための提案との比較ができる情報を示す必要がある。また、取締役会は、買収者のデュー・デリジェンスの応じたのであれば、株主に対しても同様な情報を与えるべきではないか。すなわち、取締役会は、株式売却の判断を株主に任せるとするならば、株主が TOB に応じるべきかどうかの判断ができる程度の内容を意見表明報告書に記載する必要があるのではないかと考える。

## （２）意見表明報告書の買収対価

最近の TOB 対象会社の意見表明報告書の記載内容を確認すると、被買収会社の取締役会の多くが買収者と何らかの交渉を事前に行っていることがわかる。意見表明報告書の記載内容は、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（以下、「内閣府令」という。）第25条および様式4により定められている。これによれば、公開買付者への質問を記載する項目はあるが、買収者との交渉経緯の記載および買収対価に関して明示的に記載は求めている。

しかし、意見表明報告書の記載から、現実には買収者との間で買収価格の交渉が行われている例も存在する。また、買収対価の交渉だけではなく、従業員の雇用問題なども含めて経営に関する幅広い合意を行い、公開買付契約書<sup>46</sup>または覚書<sup>47</sup>という名称の合意がなされている場合も存在する。

買収価格については、ほとんどの被買収会社で、買収者とは別に独自の株価算定を実施している。支配

41 黒沼悦郎＝太田洋『論点体系金融商品取引法1』（松尾拓也執筆）（第一法規、2014年）339頁。

42 前掲注5に記載するさが美グループホールディングス株式会社では、公開買付の公表（2018年5月7日）以前の2018年3月下旬にデュー・デリジェンスが実施されている。本意見表明報告書では、被買収会社の取締役会は TOB への応募を推奨している。

43 前掲注41、339頁。

44 前掲注5に記載する朝日火災海上保険株式会社では、公開買付の公表（2018年1月29日）以前の2017年10月下旬から12月上旬にかけてデュー・デリジェンスを実施し、取締役会として本 TOB に賛成の意見表明をしているが、株主の応募については株主の判断に任せるとしている。

45 前掲注26、106頁。

46 さが美グループホールディングス株式会社「株式会社バルーナによる当社株式に対する公開買付けに関する賛同及び応募推奨のお知らせ」（2018年5月7日）17頁。本 TOB では、別途支配株主（株式所有割合55.52%）との間で公開買付応募契約が締結されている。

47 東洋鋼鉄株式会社「支配株主である東洋グループホールディングス株式会社による当社株式に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」（2018年5月10日）21頁。

権移転を伴う TOB では、取締役会は買収者との交渉、契約書の締結および株価の算定など、会社法の定める組織再編とほぼ同じことを行っているといえる。

しかし、買収者との交渉も株価算定も、取締役会は中立的な立場であることを強調して、意見表明報告書にはそのほとんどが結論としては表記されていない。そのことが、株式の売却については、株主の判断に任せるという取締役会としての意見表明になっているように思われる。しかし、友好的企業買収として事前にデュー・デリジェンスを実施させているにもかかわらず、この記載は納得しにくいものである。ただし、TOB の制度自体が、買収者が提示する価格により実施されること、および株式取得という新旧株主による取引であることから、被買収会社の取締役会は当事者とはならない。このため、被買収会社の取締役会が法律的にも明確な義務を負っているわけではないことからすれば、この記載もやむを得ないものとも考えられる。他方、株式の売却を推奨と記載しているのは、価格交渉に成功している会社を除けば、親会社等が買収者となっている場合であることは注意すべき事項である。

これらの意見表明報告書の記載内容からは、取締役会がどれほど現在の株主のことを考えて最善を尽くしているかをアピールする場であるという程度の内容でしかないように思われる。

### (3) 株主利益最大化原則からみた意見表明報告書

MBO や第三者による買収では株主対他者（株主以外の第三者）という構図<sup>48</sup>に対して、親会社等による買収では親会社等対一般株主という構図になる。このため、株主利益最大化原則を前提とすると、この原則が株主と他のステイクホルダーとの利害調整の原則であることから、取締役会には最終的に株主が最大の利益を得るように行動することが求められている。このため、株主対株主の構図となる親会社とうによる買収では、株主利益最大化原則が適用できないことになる。このため、親会社等による TOB では、取締役会は株主価値最大化原則の観点から意見表明報告書を記載することは難しく、取締役会の判断基準とはならないと考えられる<sup>49</sup>。

図 被買収会社意見表明報告書の概要

| 会社名 | 上場/<br>非上場 | TOB<br>賛否 | 株式売却 | 買収アプローチ        | 被買収会社<br>による株価<br>算定 | TOB前デュー<br>デリジェンス<br>の実施 | 買収者との<br>直接交渉 | 買収者との<br>契約の有無 | 交渉結果       |
|-----|------------|-----------|------|----------------|----------------------|--------------------------|---------------|----------------|------------|
| A   | 上場         | ○         | 推奨   | 支配株主との公開買付応募契約 | ○                    | ○                        | ○             | 公開買付契約書        | 雇用・ブランドの維持 |
| B   | 上場         | ○         | 株主判断 | 支配株主との公開買付応募契約 | ○                    | ○                        | ×             | なし             | —          |
| C   | 上場         | ○         | 株主判断 | 支配株主との公開買付応募契約 | ○                    | ○                        | ×             | なし             | —          |
| D   | 上場         | ○         | 推奨   | 支配株主による買収      | ○                    | ○                        | ○             | 公開買付に関する覚書     | —          |
| E   | 上場         | ○         | 推奨   | 入札             | ○                    | ○                        | ○             | なし             | 買収価格の引き上げ  |
| F   | 上場         | ○         | 株主判断 | 業務提携からの発展      | ○                    | ○                        | ○             | 公開買付に関する合意書    | 意見表明での賛同   |
| G   | 非上場        | ○         | 株主判断 | 支配株主との公開買付応募契約 | ×                    | ○                        | ×             | ×              | —          |

(※意見表明報告書から筆者が作成)

48 落合誠一「会社法の利益相反規制のあり方」金融・商事判例1431号（2014年）1頁。

49 飯田秀総「レックスホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討（上）」旬刊商事法務2023号（2014年）8頁。

## 6. 取締役・取締役会の役割

### （1）公正な価格

TOB を利用した株式取得による企業買収において、取締役会の義務という観点から見たときには、被買収会社の取締役会が株式取得に関する義務は、意見表明報告書を除いてはない。TOB の対価についても、合併等の組織再編の際のように契約書または計画書の作成も義務づけられていないことから、取締役会には株主のために交渉する義務はないと考えられる。

しかし、買収者による完全子会社化を目指す TOB による株式取得において、株主が株主であり続けることができないとすれば、最終的な売却価格の公正さを確保することが最も重要になると考える<sup>50</sup>。取締役会は、この売却価格に対する責任はないのであろうか。

平成17年会社法制定前までは、組織再編に反対する株主に対する株式買取請求権行使による場合の買取価格は、組織再編の株主総会決議がなければ当該株式が有していたであろう価格（いわゆるナカリセバ価格）<sup>51</sup>によることとされていた。会社法制定により、これが単に「公正な価格」で買い取ることが請求できるとされた（会社法第785条第1項、第797条第1項、第806条第1項）。これは、組織再編等を通じてシナジー効果が発生して企業価値の増加が想定されるような場合に、この増加する企業価値を公正に分配することを保障しようとするものである<sup>52</sup>。しかし、TOB による株式取得では、反対株主の株式買取請求権は認められておらず、株主は取締役会の意見表明報告書に基づいて、売るか売らないかの選択権しか与えられていないのである。

TOB では、義務という観点からは取締役会は関与する必要はないが、意見表明報告書の提出義務を通じて、取締役会が間接的には関与しているといえる。TOB による企業買収は、他の組織再編と同様に、株主の権利を保護するために取締役会が積極的に関与していくことは可能であるのかもしれない<sup>53</sup>。以下、この場合の問題について検討する。

### （2）取締役会の利益相反性

前頁の図「被買収会社意見表明報告書の概要」からもわかるとおり、TOB による友好的企業買収では、買収者は親会社または支配株主との間で公開買付応募契約を交わしている場合が多く存在する。このような関係を有していない買収者による TOB は、救済によるものを除いてほぼすべてが敵対的買収になっていると思われる。したがって、友好的な株式取得による企業買収では、そのほとんどが親会社等の主導で進められているといえる。これらの会社では、親会社等から取締役が選任されている場合がほとんどであることから、取締役と株主の間には利益相反があると考えられる。また、友好的企業買収では、取締役の自己保身目的が問題となる場合が多い。すなわち、買収後の会社においても取締役としての地位が維持されることが約束されて、友好的企業買収につながっている可能性がある<sup>54</sup>と指摘されている<sup>54</sup>。このように、親会社等の主導で行われる TOB では、親会社等および取締役会グループと一般株主との間に利益相反を含んでいると理解されている<sup>55</sup>。このため、親会社等が存在する株式会社を対象とする TOB では、少数株主保護が求められることになる<sup>56</sup>。

意見表明報告書の記載項目である「当該公開買付けに関する意見の内容、根拠および理由」では、記載上の注意として「公開買付者が対象会社の役員、対象会社の役員の依頼に基づき当該公開買付けを行う者

50 前掲注7、22頁（北村雅史執筆）。

51 「（株主総会の）決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（旧商法第245条ノ2）とされていた。

52 相澤哲編『一問一答新・会社法（改訂版）』（商事法務、2009年）211頁、田中、前掲注2、629頁。

53 前掲注9、360頁脚注（13）には、友好的買収であれば事前に協議がなされるのが普通であるが、その際に株式の売買についての合意がなされることはないとする。

54 前掲注8、105頁および119頁脚注（12）参照、白井、前掲注18、33頁。

55 今井宏「親子会社の合併と少数株主の保護」上柳克郎＝川又良也＝龍田節『企業法の研究』（大隅健一郎先生古稀記念）（有斐閣、1977年）205頁。

56 前掲注18、33頁 脚注70）。

であって対象会社の役員と利益を共通にする者又は対象者を子会社とする会社の法人その他の法人等である場合であって、利益相反を回避する措置を講じているときは、その具体的な内容を記載すること<sup>57</sup>とされ、利益相反の範囲とその回避措置の説明が求められている。この注意書きは、MBOを想定しているものであるが、「回避措置を講じているときは」とされていることから回避措置はとられなくてもよく、記載することは義務とはされていない。しかし、多くのTOB対象会社では、第三者委員会への諮問および親会社等と利害関係のある取締役が参加しない形での取締役会決議を行うなどにより、取引の公正性を担保しようとしている。

また、意見表明報告書の記載項目として「公開買付者又はその特別利害関係者による利益供与の内容」(内閣府令第25条第1項第5号)があり、公開買付者が対象会社の役員に対して利益の供与を約している場合に記載することとされている。このような記載項目を置くことにより、TOBにおいては、対象会社の取締役が買収者から何らかの利益の供与があったとしても、この内容が開示さえされていれば問題がないことを示しているといえる。

これらの意見表明報告書の記載項目から、被買収会社の取締役と株主との間での利益相反関係については、それほどの問題意識が持たれていないと考えることができる。むしろ、開示さえしていれば問題はないと認識されているように思われる。

米国では、支配株主によるM&Aでは、経営判断原則によらず完全な公正基準が使われている。特に、株式の取得による企業買収では、一般株主の投資機会を完全に奪うことになるため、特に厳格な基準により司法審査されることになる<sup>58</sup>。MBOについても同様の基準で審査されることになるが、米国ではわが国とは認識が異なり、親会社等による企業買収よりも経営者によるMBOの方が緩やかに扱われている<sup>59</sup>。わが国では、企業の経営実態を周知する取締役による取引であることから、親会社等による買収よりも利益相反性が強いと考えられている<sup>60</sup>。これに対して米国では、親会社等による買収は利益相反性が高いと考えられており、この点でわが国の利益相反についての認識は非常に弱いといえる。すなわち、意見表明報告書に記載されていれば、利益相反関係にあったとしても問題ないと考えられているのではないかと思われる。そして、形式的な第三者委員会または利害関係のない第三者による株価算定があれば、更に公正性が担保されることになり、取締役会としての判断は適正になされているとする。しかし、このことにより一般株主はまったく恩恵を受けていないだけでなく、場合によっては損失を受けていると思われる事例もある。

株式の取得による企業買収は、先に示した表で確認したすべての事案で被買収会社が独自に株価算定を行っている。また、第三者委員会を通して買収会社との交渉を行う会社も存在する。これらの対処は、取締役会に法的な義務とはされておらず、株価算定及び第三者委員会を通しての交渉を行うことでむしろ親会社等による株式取得を支援するためのものになっていると考える。

### (3) 経営判断原則からの関与

親会社等による企業買収は、米国では完全な公正基準により裁判所の介入を受けることにより支配株主主導のもとで実施されている。一方、わが国では被買収会社の取締役会の判断により経営判断原則の中で行われていると考えられる。経営判断原則は米国における判例理論のひとつであり、経営者が行った経営

57 発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令第25条第2項に定める第四号様式(記載上の注意)(3)d参照。

58 Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983). この裁判は、過半数株式を有する親会社が子会社株式を現金により買取り合併しようとした際に、少数株主を不当に締め出す目的であるとして合併の取消しとその価格が不公正だとして損害賠償を請求した事件である。本件は、株主総会において少数株主の過半数が賛成して決議されたが、決議に際して必要な情報が株主にすべて公開されているとはいえないとした。

59 岡崎誠一「M&Aの交渉と取締役の経営判断(中)―米国における売り手の実務を中心に―」旬刊商事法務1563号(2000年)27-28頁。MBOでは、取締役会・株主によって取引が宗人された場合には経営判断原則が適用される。

60 白井正和「利益相反回避措置としての第三者委員会の有効性の評価基準」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編『会社・金融・法』(商事法務、2013年)159頁注8。

上の意思決定について、その意思決定が十分な情報のもとで誠実に会社の利益のために行われたと推定して、その経営者の判断については審査の対象としないという原則である<sup>61</sup>。

被買収会社の取締役会は、株式取得に関しては当事者ではなく、当該取引に関与する義務はないが、買収提案がなされたときに、その提案が企業価値を上昇させるものかどうかについての判断が求められるが、この判断は経営判断原則により行われることになる<sup>62</sup>。この経営判断原則による基準では、株主価値最大化原則による場合と同じ結論となる。すなわち、株主が代わることにより支配権が移転した方が企業価値の向上に資すると考えることが株主価値最大化原則に基づく経営判断から導かれるとすると、それは現在の株主には関係のないことであり、現在の株主の利益は株式の売却対価により判断するだけになる。しかし、この判断自体が取締役会の利害に関わるものであることは、前述の利益相反の検討の中で既に明らかになっていると思われる。

友好的か敵対的かを判断する基準として、株主価値最大化原則に基づく経営判断原則となるとされているが、現実には力関係により決せられている。買収者が親会社等から株式の譲渡を受けることを既に合意されている場合、あるいは親会社等が自ら買収を行う場合には、取締役会は反対することは難しくなり友好的買収になると考えられる。それ以外の場合には敵対的買収となる可能性が高いと思われる。

親会社等株主が株式売却契約を先に締結しているような親会社等の先導する企業買収、あるいは親会社等による企業買収では、他の一般株主の利益が確保されるよう、会社法の組織再編に際しての反対株主の株式買取請求と同様に公正な価格によることが確保されるべきである。すなわち、将来的な株主価値最大化原則に基づくシナジー効果を買収者と親会社等が独占しないようにすることが求められる<sup>63</sup>。

レックスホールディングス事件控訴審判決では、取締役および監査役の善管注意義務として「MBOに際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務」（これを公正価値移転義務とする。）を負うことが相当であるとする<sup>64</sup>。これを敷衍する形で、弥永教授は「公正価値は、十分な情報と能力を有する独立第三者間取引において把握されるものであるとすれば、買収者との間で価格最大化を目指した交渉をしなければ公正価値移転義務を果たしたとはいえない」<sup>65</sup>と指摘されている。買収者が支配株主または支配株主と株式売買について交渉している者である場合には、MBOと同様に取締役会の義務として考えることができるかもしれない。

一方、友好的買収でのTOB意見表明報告書への記載を見ると、買収価格の算定を第三者に依頼することで、取締役会としての経営判断原則が適正であるように処理されてしまっているのではないかと考える。友好的企業買収での被買収会社の取締役会の立ち位置が買収者寄りであることを考えると、取締役会の経営判断として処理することが適切といえるのか疑問がある<sup>66</sup>。意見表明報告書には、企業買収に至った経緯および買収後の経営方針、被買収会社独自の買収価格の算定およびリーガルアドバイザーも選定するなど、十分な情報収集を行い、利害関係のない第三者による意見を受けたうえで取締役会が判断をしていることが詳細に記載されている。これを見ると経営判断原則の適用の前提条件を完全に備えているのである。しかし、一般株主の保護を考えるうえでは、十分な対応とは考えられない。株式取得により株主としての権限を取り上げてしまうことを考えた場合、ここは取締役の経営判断原則に任せるのではなく、MBOと同等な厳格な規律付けが必要ではないかと考える。

61 Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984), at 812. この裁判では、高齢の大株主を取締役として多額の報酬を支払うことは会社資産の浪費であるとして株主代表訴訟が提起された事件である。この訴訟では、事前請求の無益性の判断に際して、取締役会の独立性の有無と経営判断に対して合理的な疑いの有無が争点となった。

62 前掲注49、7頁、前掲注9、351頁。

63 前掲注49、9頁。

64 前掲注26、105頁。

65 弥永真生「レックスホールディングス高裁判決判批」ジュリスト1456号（2013年）3頁。

66 MBOにおいて構造的な利益相反と切り離してMBOを行うという経営判断がなされることは問題であると指摘する見解がある（川島いづみ「MBOに当たっての取締役の善管注意義務（公正な企業価値の移転を図るべき義務と情報開示を適正に行うべき義務）」判例評論663号35頁）。

#### (4) 機関権限からの分配秩序説からの検討

機関権限からの分配秩序説の見解は、「会社の支配は株主の意思決定に基づいて決せられるべきものであり、株主の意思決定とは無関係に、(取締役会は)会社支配の移転を阻止するべくその権限を行使することは許されない」<sup>67</sup>とするものである。取締役の選任・解任は、法律が株主総会の専決事項として定めるものであるから、選任者である株主構成の変更に関して取締役会が判断することは、機関権限の分配からすると法令に明らかに反するものであるとされる<sup>68</sup>。機関権限からの分配秩序説では、対象会社の取締役会は、事前にTOBの打診がされたとしても積極的に動くことはできない事になると思われる。そもそも、TOBに際して取締役会が敵対的か友好的かの判断をすることも、また意見表明報告書において当該TOBに賛同するか、株式売却を推奨するかという記載を求めることさえも矛盾しているのではないかと考えられる。

支配権の移転を目指すTOBでは、機関権限からの分配秩序説の考え方に立って、取締役会の判断ではなく株主による判断に任せるべきとも考えられる。しかし、手法はTOBではあるが企業買収という会社としての重要な経営判断事項と考えられるにもかかわらず、取締役会が判断できないということは適切とも思われない<sup>69</sup>。仮に株主の判断を仰ぐとしても、通常の株主総会では親会社等の意向に沿って決議されるため、親会社等の主導によるTOBに対しては有効とはならない。本来は、このような場合にこそ取締役会は、一般株主の代理人として親会社等との交渉ができればいいと考えられる。しかし、このような義務も責任も取締役会にない現状では、一般株主保護のための対応を図る必要がある。このような場合に、取締役会は、独立取締役を含む第三者委員会または一般株主の代表者を選任して親会社等と交渉させるなどの方法が考えられる。ただ、法的な権利義務を負う取締役会が一般株主に対する責任を負わない現状において、法的な権限も責任もない第三者委員会および株主の代理人による交渉は、利益相反の解消という点では有効であるが、この交渉結果をTOBに反映させるまたは意見表明できる法的根拠が必要ではないだろうか。

## 7. 結びに代えて

買収者と被買収会社の取締役会が今後の被買収会社の経営について議論を行い株主にアピールする敵対的企業買収と、取締役会が株主に株式を売却させようとする友好的企業買収とでは、明らかにその構造は異なっている。

TOBに際して、被買収会社の取締役会には、株主を守る法的な義務も責任もないことが確認された。本来的にTOBにおける当事者ではない取締役会は、そもそも法制度上からも株主を保護する責任はない。会社法が定める取締役の責任は、いずれも会社に対する責任であり、株主に対する責任は会社に対する責任を果たすことでの間接的な責任に過ぎないためである。にもかかわらず、友好的企業買収では、被買収会社の取締役会は買収者に対してデュー・デリジェンスを許可するという便宜を図る。友好的企業買収では、被買収会社の取締役会は、買収者が親会社等によるか第三者によるかどうかには関係なく利益相反の状況にあると考えて置くべきではないか。さらに言えば、MBOの場合と同じレベルでの利益相反状況にあると考えるべきである。

友好的企業買収と敵対的企業買収の相違点は、買収会社が被買収会社のデュー・デリジェンスを実施できるかどうかには大きな違いがある。買収者側の取締役会にとって被買収会社のデュー・デリジェンスを行うことは、自社の株主に対する責任である。しかし、被買収会社側の取締役会は、買収者にデュー・デリジェンスを行わせることは自社の株主に対する責任とはならないのではないか。

友好的企業買収では、被買収会社の取締役会は株主に積極的に株式売却を勧めないとしても、株主が株式売却を行うための前提条件を整えるという意味で買収者にデュー・デリジェンスを行わせると考えるこ

67 川浜昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動規制 (三)」民商法雑誌第95巻第4号 (1986年) 9頁。

68 ニッポン放送事件東京高裁決定 (東京高決平成17年3月23日)。

69 前掲注8、124頁。

とができる。しかし、TOBにおいては、当事者ではない被買収会社の取締役会が買収を目的とするデュー・デリジェンスに応じることが経営判断原則の範囲内と考えるなら、その目的はTOBにおける売却対価を上げることに求められるのではないか。ただ、この売却対価を上げること自体が取締役会の義務でも責任でもないことが問題である。

友好的企業買収での被買収会社の取締役会の意見表明報告書では、株式売却を積極的に推奨するものから判断は株主自身に任せるとして中立的意見を述べている例が多い。一方で、買収対価については被買収会社が独自に算定した結果においては、買収者の対価と同じかそれを下回るという結果を提示している場合もある。

TOBによる企業買収では、株主だけが買収者にとって代わり、経営者は変更されない場合も想定される。この場合、株主が代わることで経営判断が行いやすい、あるいは買収者との強固な業務提携が可能となり事業を発展させやすくなるというメリットは肯定されるものである。しかし、この株主だけが変更されるという企業買収では、MBOと実質的には何ら変わらないことになる。TOBの実施によって株主だけでなく取締役も変更されるときは、現在の取締役および取締役会では会社の発展は望めないと既存の株主が考えていることを示しているのではないかと考えられる。このため、友好的企業買収であっても、買収者は買収後に経営陣を交代させるかどうかを事前に示して、交代させないのであればMBOと同じレベルで利益相反が発生していると考えざるを得ない。仮に取締役を交代させることが前提で被買収会社の取締役会が友好的企業買収を認めるならば、それは自らの経営では会社の将来的な発展は見込めないと認めることと同じである。そうであるとすれば、敵対的企業買収が原則であり、友好的企業買収とする場合には現取締役に対して何らかの利益があるのではないかと考えざるを得ない。友好的企業買収で重要なのは、買収後の取締役の交代があるかないかであり、株主が売却に応じるかどうかひとつの判断基準になると考えられる。このため、買収者は、取締役を交代させるかどうかを示すことが求められる。

この他に、親会社等による買収では、米国のように支配株主の信認義務を認めるという考え方もあるかもしれない。しかし、わが国の現状においては、親会社等の信認義務は定着していない<sup>70</sup>。

このように、友好的企業買収での一般株主保護のための有効な解決策は見いだせていない。企業買収における一般株主保護については、更に検討する必要がある問題と考える。

以上

（国立研究開発法人科学技術振興機構 監査・法務部 主任調査員）

70 前掲注7、16頁（北村雅史執筆）。