

最高裁平成 28 年 7 月 1 日決定
民集 70 卷 6 号 1445 頁における
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』の位置付け

高 原 知 明

【目次】

- 1 本稿の目的
- 2 本決定の構造
 - (1) 決定要旨
 - (2) 法廷意見の判断構造の分析
- 3 実務における MBO 指針の扱い
- 4 MBO 指針の基本構造
 - (1) 総論—原則的構造
 - (2) 総論—親会社が上場子会社を完全子会社化する場合
 - (3) 各論—株主の適切な判断機会の担保
 - (4) 各論—意思決定過程における恣意性の排除
 - (5) 価格の適正性を担保する客観的状況の確保
- 5 本決定の法廷意見と MBO 指針との対応関係
 - (1) 本決定の要素 1 について
 - (2) 本決定の要素 2 について
 - (3) その他
- 6 本決定における MBO 指針の位置付け
- 7 おわりに

1 本稿の目的

本稿は、株式会社の株式の相当数を保有する株主が当該株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引が一般に公正と認められる手続により行われた場合における会社法 172 条 1 項（平成 26 年法律第 90 号による改正前のもの。以下同じ。）にいう「取得の価格」（取得価格）に関する最一小決平成 28 年 7 月 1 日（民集 70 卷 6 号 1445 頁登載。本決定¹⁾）における、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」（MBO 指針²⁾）の位置付けについて考察することを目的とするものである。

以下では、本決定の構造を分析した上で（第 2 項）、実務における MBO 指針の扱い（第 3 項）及び MBO 指針の基本構造（第 4 項）をそれぞれ確認し、本決定の法廷意見と MBO 指針との対応関係を検討する（第 5 項）ことを通じて、本決定における MBO 指針の位置付けにつき筆者なりの検討を試み（第 6 項）、むすびとする（第 7 項）。なお、本決定については別稿で解説を公にすることを予定しており（ジュリ 1503 号掲載予定）、以下の検討は、飽くまでも筆者限りの個人的見解であることをあらかじめお断りしておきたい。

2 本決定の構造

(1) 決定要旨

「株式会社の株式の相当数を保有する株主が当該株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において、独立した第

1) 本決定の評釈等（紙媒体）で本稿脱稿時までに知り得たものとして、藤田友敬・資料版商事法務 388 号 48 頁、塚本英巨・金融法務事情 2046 号 1 頁、谷本誠司・銀行法務 21 第 803 号 65 頁、金商 1497 号 8 頁（無記名コメント）、弥永真生・ジュリ 1498 号 2 頁、鳥山恭一・法学セミナー 741 号 113 頁、松元暢子・別冊ジュリ 229 号 180 頁、田中亘・金商 1500 号 1 頁等がある。

2) <http://www.meti.go.jp/policy/economy/keieihosei/pdf/MBOshishin2.pdf>.

三者委員会や専門家の意見を聴くなど当該株主又は当該株式会社と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足る特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。」

(2) 法廷意見の判断構造の分析

ア 上記決定要旨にいう「株式会社の株式の相当数を保有する株主が当該株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引」は、典型的なMBOではなく、後に説明するMBO指針にいう「親会社为上場子会社を完全子会社化する」場面、とりわけ、親会社の子会社の意思決定を支配可能な場面が念頭に置かれているものと思われる。

イ 本決定は、多数株主による上場子会社の完全子会社化取引が「一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合」には、特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とすべきものと判断したものである。そして、「一般に公正と認められる手続」について、「多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ」たこと（要素1）と、「公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されている」こと（要素2）の2点を挙げる。

取引条件が公正であるか否かは評価の問題であり、その評価の前提となる積極、消極双方の事情が想定されるところであるが、要素1及び要素2

をいずれも満たす場合には「一般に公正と認められる手続」該当性が肯定されることを判示したものであると思われる。「一般に公正と認められる手続」の直前にある「など」の文言は、最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 号（テクモ事件許可抗告決定）にもあるものであり、要素 1 及び要素 2 に加えて何らかの積極的事情が認められなければ「一般に公正と認められる手続」とは評価できない趣旨を含むものではないであろう。

これに対し、要素 1 又は要素 2 のいずれかを欠く場合、例えば、独立した第三者委員会が実際には開催されていないときや、当該第三者委員会に提出された資料内容が事実と異なるものであり、対象会社の意思決定内容は当該第三者委員会の答申に沿った外形を整えたにすぎないと認められるときなどは、原則として、「一般に公正と認められる手続」による取引が行われたとはいえないことになる。また、そのような場合に限らず、例えば、1 段階目の公開買付けに応募した株主の割合が著しく低かったにもかかわらず支配株主が翻意せず 2 段階目の全部取得条項付種類株式の取得を実施したなどといういわゆる評価障害事実を含めた諸事情を裁判所が総合考慮した結果、一般に公正と認められる手続を経ていないとされるときは、公開買付価格をもって直ちに「取得の価格」とすることはできないと思われる³⁾。

ウ 多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ「たこと（要素 1）については、「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴く」ことが例示されている。例えば、独立した第三者委員会は置かなかったが買収者側と利害関係を有しておらず、かつ法務や財務に明るい複数の社外取締役全員の賛成により意思決定をしたなど、具体的な事案次第では意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられたと認定評価されることもあり得るものと思われる（この点は第 6 項（3）で再度触れる。）。

エ 上記の 2 点の要素は、判タ 1429 号（平成 28 年 12 月）の本決定のコメントにおいて、MBO 指針で挙げられている株主の「適切な判断機会の確保」及び「意思決定過程における恣意性の排除」の枠組みが意識されたことが示唆されている。そこで、次項及び第 4 項において、MBO 指針

3) 以上につき、最高裁判所判例解説民事篇平成 24 年度（上）329 頁以下（柴田義明調査官）参照。

に関する紹介を行う。

3 実務における MBO 指針の扱い

実務において、会社法制定時に導入された全部取得条項付種類株式の取得制度は、法制審議会部会で想定されていた場面⁴⁾と異なり、少数株主に対して現金を対価として交付して、対象会社から強制的に締め出すこと（キャッシュアウト）の手段として広く普及した。平成18年5月1日の会社法施行の前後を通じて MBO は活発であったが、中には問題があるとされたものもあり、経済産業省の企業価値研究会（座長は神田秀樹東京大学教授（当時）であった。）により取りまとめられた「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）に関する報告書」⁵⁾を受けて、同省が平成19年9月4日に公表したのが MBO 指針である。MBO 指針は実務上のベストプラクティスの形成を目指して公表されたものである（新たな法的規制を課す趣旨ではない。）こと⁶⁾が強調されているにもかかわらず、裁判所は取得価格の決定に際し MBO 指針を参照しながら判断をすることが多いといわれ、実際のキャッシュアウトを行う当事者が MBO 指針に従うインセンティブが高められることに伴い、MBO 指針に盛りこまれた内容が実務で採用されているという見方がされることもある⁷⁾。

4 MBO 指針の基本構造

(1) 総論—原則的構造

MBO 指針は、「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となり、必然的に取締役についての利益相反的構造が生じる」ことを基本的な問題意識として指摘

4) 江頭憲治郎「会社法制定の現代化に関する要綱案の解説〔Ⅳ〕」商事法務1724号4頁。

5) <http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiiehosei/pdf/MBOhoukou2.pdf>。

6) MBO 指針1～2頁等。

7) 飯田秀総「キャッシュアウトの合理性を活かす法制度の構築」ジュリスト1495号57頁。

し⁸⁾、我が国における当時の実務（その後の実務も基本的に異なるものではないであろう。）に鑑み、まず公開買付けを行った後に、完全子会社化（スクイーズアウト）を実施して株式を全部取得する場合を前提に望ましい実務上の対応等を分類整理した結果が順次提示される⁹⁾。

本稿では細部には立ち入らないが、MBO 指針は、企業価値の向上と公正な手続を通じた株主利益への配慮（＝構造的な利益相反の適切な排除）を二大原則とし¹⁰⁾、このうち第2原則を具体化する3種類の「枠組み」として、①株主の適切な判断機会の担保、②意思決定過程における恣意性の排除及び③価格の適正性を担保する客観的状況の確保を挙げる¹¹⁾。

そして、枠組みのうち①の株主の適切な判断機会の担保を共通して対応すべき留意事項と位置付け、②意思決定過程における恣意性の排除及び③価格の適正性を担保する客観的状況の確保は①を前提としたMBOの透明性や合理性を高める実務上の「工夫」とであると位置付ける（必ずしも全てを実行する必要はないが、複数の「対応」を組み合わせることでMBOの透明性、合理性をより高めることが期待されている。¹²⁾。なお、株主意思を尊重する観点から、④その他として、MBOに際しての公開買付けにおける買付数の上限を高い水準に設定することが考えられる旨の指摘に関しても言及する¹³⁾。

(2) 総論—親会社が上場子会社を完全子会社化する場合の構造

MBO 指針 20 頁最終行以下においては、上記 (1) の検討結果を前提としつつ、親会社が上場子会社を完全子会社化する場合等における応用的検討等に及んでいる。

結論としては、構造上の利益相反関係が存するという点ではMBOと同様であるが、基本的には上記 (1) と同じ考え方が可能であるが、支配会社が存在する場合には、上記 (1) の④で言及されたような対抗的な買付けの機会を確保したとしても対抗者が出現する可能性が低く必ずしも（価

8) MBO 指針 3～4 頁等。

9) MBO 指針 3 頁脚注 3。

10) MBO 指針 9～10 頁。

11) MBO 指針 10～11 頁。

12) MBO 指針 19～20 頁。

13) MBO 指針 18～19 頁。

格の）適正性の担保とはならず、この点についてはMBOと同じ議論は適用できないと考えられるという。

（3）各論—株主の適切な判断機会の担保

MBO指針は、株主の適切な判断機会の担保という観点から、実務上の対応の留意事項等として以下の5点を挙げる¹⁴⁾。

①MBOを実施するに至ったプロセス等について、平成18年12月の公開買付け規制の改正及び証券取引所の要請（現在は証券取引所規則）により開示が要求されている趣旨に鑑みた充実した（事前）開示、②業績の下方修正後にMBOを行う場合等において、MBOが成立しやすくするように意図的に市場株価を引き下げているとの疑義を招く可能性がある場合における当該時期のMBO実施を選択した背景、目的等についてのより充実した説明、③取締役と他の出資者（投資ファンド等）の最終的な出資比率や取締役の役職の継続予定等、取締役が当該MBOに関して有する利害関係の内容についてのより充実した説明、④（平成26年法律90号による改正前の）株式併合を利用した方法など、公開買付け後の完全子会社化（スクイーズアウト）に際して、反対する株主に対する株式買取請求権又は価格決定請求権を確保できないスキームは採用しないこと、⑤公開買付けにより大多数の株式を取得した場合には、特段の事情がない限り、完全子会社化（スクイーズアウト）を行うこととし、公開買付け後に完全子会社化（スクイーズアウト）を行う場合の価格は、特段の事情がない限り、公開買付けと同一価格を基準とし、その旨を開示資料等において明らかにしておくこと。

（4）各論—意思決定過程における恣意性の排除

MBO指針は、構造上の利益相反の問題の存在に鑑み、取締役による不当に恣意的な判断がなされない（当該判断がされたという疑義が生じない）という観点から、意思決定のプロセスにおける実務上の「工夫」として次の4点を挙げる¹⁵⁾。

14) MBO指針11～13頁。

15) MBO指針14～16頁。

①独立した第三者委員会等に対する MBO の是非及び条件についての諮問（又はこれらの者による交渉）及びその結果なされた判断の尊重、②取締役及び監査役全員の承認（特別の利害関係を有する取締役を除く。）、③意思決定方法に関する弁護士、アドバイザー等による独立したアドバイスの取得及び（助言者の）名称の明示、④ MBO において提示されている価格に関し、対象者における独立した第三者機関からの算定書等の取得。

（5）価格の適正性を担保する客観的状況の確保

MBO 指針は、構造上の利益相反の問題の存在に鑑み、対抗的な買付けの機会を確保し、当該機関に対抗（的）買付（者）が出ないことをもって価格の適正性の担保とすることが考えられるとして、①公開買付期間を比較的長期間に設定すること、②対抗者出現の場合に当該対抗者が対象会社との間で接触等を行うことに過度に制限するような内容の合意等をしないことを挙げる¹⁶⁾。

5 本決定の法廷意見と MBO 指針との対応関係

（1）本決定の要素 1 について

本決定の要素 1 は、要するに、意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられたことであり、この要素は、MBO 指針の第 2 原則を具体化するための枠組みの一つである「意思決定過程における恣意性の排除」を、親会社が上場子会社を完全子会社化する場合に応用した検討（第 4 項（2））の方向性と一致している。

そして、本決定は、原審が適法に認定した事実として、本件公開買付けの公表前の取引条件決定までの事実経過として、㉗本件公開買付けに関する意思決定過程から買収者側と関係の深い取締役を排除し、買収者側との関係がないか、関係の薄い取締役 3 人の全員一致の決議に基づき意思決定をしたこと、㉘法務アドバイザーに選任した法律事務所から助言を受けた

16) MBO 指針 16～18 頁。

こと、㊦財務アドバイザーに選任した証券会社から、本件株式の価値に係る株式価値算定書を受領し、本件買付価格は妥当である旨の意見を得ていたこと（㊧㊨は法廷意見中で選任先の名称が特定されている。）、㊩有識者により構成される第三者委員会から、本件買付価格は妥当であると認められる上、株主等に対する情報開示の観点から特段不合理な点は認められないなどの理由により、本件公開買付けに対する応募を株主等に対して推奨する旨の意見を表明することは相当である旨の答申を受けたこと、㊪本件公開買付けに対する意見表明内容は同答申に沿ったものであったことを摘示している。

この各認定事実は、MBO指針における「意思決定過程における恣意性の排除」の枠組みを実現するための実務上の対応等に全て該当するものである。具体的には、①独立した第三者委員会等に対するMBOの是非及び条件についての諮問（又はこれらの者による交渉）及びその結果なされた判断の尊重の点は認定事実㊩㊪により、②取締役及び監査役全員の承認（特別の利害関係を有する取締役を除く。）の点は認定事実㊫により、③意思決定方法に関する弁護士、アドバイザー等による独立したアドバイスの取得及び（助言者の）名称の明示の点は認定事実㊧㊨によりいずれも満たされていることが分かり、一連の完全子会社化取引は、MBO指針における「意思決定過程における恣意性の排除」の枠組みを実現するための実務上の対応で親会社が上場子会社を完全子会社化する場面において問題となるものを全て履践したものである。

（2）本決定の要素2について

本決定は、買収者側の公開買付け公表及び対象会社の意見表明があり、公開買付け実施後に公開買付価格と同額で全部取得条項付種類株式の取得がされるに至った経緯を簡潔に摘示している。その具体的内容はインターネット上で広く公開されており、原々決定でも詳細に説示されていることによるものと推測されるが、本決定の事案における一連の完全子会社化取引は、MBO指針における「株主の適切な判断機会の担保」の枠組みを実現するための実務上の対応等で親会社が上場子会社を完全子会社化する場面において問題となるものを全て履践していたということになる。

(3) その他

ア 公開買付けに約3分の2の株主が応募したことについて

本決定は、公開買付けに約3分の2の株主が応募している事案にもかかわらず、この点は法廷意見では何ら触れられず、小池裁判官の補足意見の末尾に言及があるのみである。

本決定は、第4項(2)で触れたMBO指針20頁最終行以下の考え方と同様に、支配会社が上場子会社を完全子会社化する場合には、対抗的買収者の出現可能性は事実上ないため、公開買付けの応募割合が少数株主の約3分の2に達したとしても、価格の適正性を担保する事情であると類型的にはいえないことが考慮されたものと思われる。

イ 公開買付けにおける買付数の下限を高い水準に設定しなかったことについて

MBO指針19頁は、少数株主の多数（いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ）の賛同を確認するために買付数の下限を設定することが株主意思確認を尊重した実務上の対応であると考えられるという。しかし、この指摘に続いて、この対応は、公開買付けの成否を著しく不安定にするおそれもあることから慎重に検討すべきとの指摘を併記していることに留意が必要であろう。公開買付けにおける買付数の下限に関する対応は、株主の適切な判断機会の確保という共通の対応事項に関連するものではあるが、意思決定過程の排除や価格の適正性を担保する客観的状況の確保と同様に、事案に応じて採否を決めることをMBO指針自身が当初から予定しているものであるから¹⁷⁾、個々の当該事項が履践されていなかったことを根拠に、MBO指針に沿っていないことを直ちに導く議論は成り立たないように思われる。

実質的に考えても、本件のように既に支配社会が議決権の7割を有しており買付数の下限を設定して公開買付けを実施する実益が乏しい事案においては、買付数の下限を設定しなかったことのみを理由に一連の手の公正さを否定することは、MBO指針の理念に沿った実務をした関係当事者に対してサンクションを与えることにほかならず、企業再編等の実務の安

17) MBO指針19頁はこの趣旨を明確に示している。

定性を損なうものであるといえよう。支配会社が上場子会社を完全子会社化する場合において、対抗的買収者の出現可能性が事実上ないことを根拠にこれに関する事項は適用されないと MBO 指針自身が考えていることがうかがわれることからすると、少なくとも買付数の下限を設定することに意味のない事案において、当該設定に関する事項は問題とならないものと黙示的に考えているものと理解することもできよう。

以上のようなことを考慮すると、本決定が、公開買付けにおける買付数の下限に関する事項を、「一般に公正と認められる手続」の要素として典型的に位置付けることはしなかったことには相応の理由があるものと思われる。

6 本決定における MBO 指針の位置付け

(1) 前項までで見たとおり、本決定にいう「一般に公正と認められる手続」該当性判断2点の考慮要素は、支配会社が上場子会社を完全子会社化する場合において2段階のキャッシュアウト取引のスキームを採用したときを想定した MBO 指針の方向性と一致するものである。そして、本決定が摘示する事実関係は、上記各枠組みを構成する個々の実務上の対応等を全て満たしているものである。

(2) 本決定が挙げる「一般に公正と認められる手続」該当性の2点の考慮要素のうち、多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられたこと（要素1）は、独立当事者間に比肩すべき公正な手続を経たか否かを問うものであり、従来から学説も主張していた点を確認するものである¹⁸⁾。また、公開買付けに応募しなかった株主の保有する株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されていること（要素2）も、公開買付けにおけるいわゆる強圧性の問題を解消する手段として一般的に承認され¹⁹⁾、実務上も確立したものであるといえる。

18) 例えば、田中亘「総括に代えて—企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司・辺見紀男編「企業再編の理論と実務—企業再編のすべて」（平成26年）205頁以下（特に228頁以降）、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁判決の検討（中）」商事法務1876号（平成21年）5頁等。

19) 例えば、飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素」286頁以下等。

(3) ところで、MBO 指針の示す枠組みを構成する個々の実務上の対応については、事案に応じて対応するか否かが関係当事者の判断に委ねられているものが少なくないことは第4項(1)で触れたとおりである。同枠組みを実質的に満たすか否かもまた、総合的な評価の領域に属するものであるといえよう。そうすると、MBO 指針の示す枠組みを構成する個々の実務上の対応を履践したか否かそれ自体は、「一般に公正と認められる手続」該当性の2点の要素該当性の有無の判断に当たり参照されるべき事情ではあるとはいえ、当該対応を全て履践したか否かが直ちに「一般に公正と認められる手続」該当性の結論に直結するものではないことは自ずと明らかとなろう。本決定は、以上のような考え方にに基づき、要素1に関し、本件事実関係に即する形で「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴く」ことを例示するにとどめたものと考えられることも可能であろう(第2項(2)ウ)。

もっとも、本決定の考え方によれば、MBO 指針の求める実務上の具体的対応を全て履践しているにもかかわらず、他の事情が考慮された結果「一般に公正と認められる手続」該当性が否定される場合が理論上はあり得る。この場合において、「一般に公正と認められる手続」該当性が否定されることとなるのかどうかについて本決定は判断を示しておらず、今後残された問題の一つであるといえよう。

筆者としては、キャッシュアウト取引の取引条件決定時点で公正な実務慣行に従っていた関係当事者に不測の不利益を生じさせないという本決定の意義を重視し、MBO 指針に沿った手続が全て履践されていたことは「一般に公正と認められる手続」該当性を推認させる事情として考慮するのが相当であるものと考えられるが、いかがであろうか。

7 おわりに

本決定は、今後の企業再編等の実務に大きな影響を及ぼすものと予想される。今後は、MBO 指針の枠組みやこれを実現するための実務的対応の位置付けを踏まえた実質的な「一般に公正と認められる手続」該当性に関する当事者や利害関係参加人の主張立証やそれを踏まえた裁判所の審理判断が不可欠なものとなろう。本稿は、このような問題意識から、既に公にされている本決定の評釈等とは異なる切り口から本決定にアプロー

ちしてみたものである。今後の実務や理論に何らかの参考となれば幸いである。

（後注）

本稿脱稿後、松尾健一・法教433号8頁、松中学・商事法務2114号4頁、北村雅史・法教434号163頁、同・法教435号167頁、難波孝一・ビジネス法務16巻12号31頁、金融商品取引法研究会研究記録第58号（報告者藤田友敬）に接した。

