



RIETI Policy Discussion Paper Series 07-P-001

マネジメント・バイアウト (MBO) における 経営者・取締役の行為規整

北川 徹
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

マネジメント・バイアウト (MBO) における経営者・取締役の行為規整*

経済産業研究所

リサーチ・アシスタント

北川 徹

要 旨

マネジメント・バイアウト (MBO) は、経営者による企業買収という深刻な利益相反の側面を有しているが、同時に、経営者に対して、経済効率的な組織再編を促すインセンティブを与える。従来、経営者と株主間の利益相反問題は、少数株主の保護の観点から検討されてきたが、本稿は、経営者の有するインセンティブの観点から、取引保護条項を効果的に付与することによって、経営者・取締役の行為規整のあり方を検討するものである。

かかる検討の前提として、売主と買主の価格交渉の場が存在するかどうかという客観的な視点と、経営者が MBO を行う動機・目的が何かという主観的な視点から、MBO を 4 つの類型に分けて考察し、米国における行為基準を参考に、とりわけ利益相反性の程度に応じた行為規整のあり方を提示する。

*本稿は、2006年12月提出の学位論文に、最小限の加筆・修正を施したものである。とりわけ、2006年12月以降、法改正の影響や、実務的にも興味深い事例が登場しており、マネジメント・バイアウトをめぐる議論が盛んである。かかる近年の状況等についての検討・考察については、近日公刊予定の拙書に譲りたい。

マネジメント・バイアウト（MBO）における経営者・取締役の行為規整

目 次

第1章 序論

1. 研究の趣旨
2. 研究の分析枠組み
3. 本稿の展開

第2章 マネジメント・バイアウトの仕組みと特徴別による分類

1. マネジメント・バイアウトの概説とその仕組み
2. 類型別のマネジメント・バイアウト
 - (1) 議論の前提
 - (2) 分類
3. マネジメント・バイアウトの仕組みから抽出できる問題点 —問題提起—
 - (1) マネジメント・バイアウトに対する「Revlon(レブロン)基準」適用の可否
 - (2) マネジメント・バイアウトにおける企業価値と既存株主の取り分
 - (3) 他の組織再編行為との比較における法的手続の整合性をめぐる問題点
 - (4) 各々の類型別マネジメント・バイアウトに特有の視点から
 - (A) 非公開化目的型MBOの有する問題点
 - (B) 分割（暖簾分け）型MBOの有する問題点
 - (C) 企業再生型MBOの有する問題点
 - (D) 企業買収防衛策型MBOの有する問題点
4. 小括

第3章 マネジメント・バイアウトと買収プレミアム

1. マネジメント・バイアウトに関する経済的分析と実証研究からの示唆
 - (1) エージェンシー・コストの削減効果とフリーキャッシュフロー
 - (2) 税制上の控除による効果

- (3) 既存の利害関係者からの富の移転による効果
 - (A) 既存債権者からの富の移転の可能性
 - (B) 従業員からの富の移転の可能性
- (4) 上場維持コストの削減
- (5) 敵対的買収からの防衛目的、情報非対称、その他の効果

2. 小括

第4章 マネジメント・バイアウトに内在する本質的な利益相反の問題

- 1. 株主に対する経営者・取締役の忠実義務
 - (1) 信認関係と忠実義務
 - (2) 残余請求権者である株主と株主利益最大化
- 2. エージェンシー問題とマネジメント・バイアウト
- 3. 経営者—既存株主間の利益相反
 - 誰が誰の利害を代表して交渉の代理人となるのか
 - (1) 上場会社による非公開化目的型MBOと利益相反問題
 - (2) 分割(暖簾分け)型MBOと利益相反問題
 - (3) 補論
- 4. 経営者—債権者間の利益相反
 - (1) レバレッジド・バイアウト(LBO)の議論の背景
 - (2) 米国の詐欺的譲渡(Fraudulent Conveyance)とその要件
 - (3) 考察

第5章 米国にみるマネジメント・バイアウト規整の変遷と評価

- 1. マネジメント・バイアウトの原則的禁止の主張と反論
- 2. マネジメント・バイアウトの手続規整
 - (1) フェアネス・オピニオン(Fairness Opinions)
 - (2) 独立委員会(Independent Committee/特別委員会(Special Committee))

(3) 少数株主の救済

- (A) 株式買取請求権 (the right of appraisal)
- (B) 株式買取請求権以外の少数株主に対する救済
- (C) 対抗買付
- (D) 情報開示規制

第6章 日本法への示唆

1. わが国のマネジメント・バイアウトにおける経営者・取締役の行為基準
2. マネジメント・バイアウトの進行過程に応じた株主の救済枠組の検討

第7章 結語

マネジメント・バイアウト（MBO）における経営者・取締役の行為規整

第1章 序論

1. 研究の趣旨

本稿は、企業買収方法のひとつであるマネジメント・バイアウト（MBO）¹—経営者等による自社企業買収—のスキームに内在する諸問題に関心を集約し、当該取引に関与する様々な利害関係者、なかでも必然的に利益相反的立場に立ち、取引の中心的役割を担う当該MBOに参画する経営者・取締役の行為規整を主として検討するものである。

マネジメント・バイアウトは、出資者である株主（委任者）から企業経営について委任を受けた経営者（受託者）が、自らその発行済株式を取得し、当該会社の支配権を取得する企業買収の一形態である。そして、多くの場合、企業の買収過程において、少数株主の排除をともなう非公開化取引（ゴーイング・プライベート／going private）である。

ところで、会社ないし株主に対して忠実義務（duty of loyalty）²を負っている経営者・

¹ マネジメント・バイアウト（MBO）に限定して言及した邦語文献は、さほど多くない。本稿の中心的関心を同じくする問題点に言及する先行研究として、内間裕＝佐粧朋子「日本におけるMBOの普及・活性化に向けて」〔上〕商事法務1537号20頁（1999年）、同〔中〕商事法務1538号11頁（1999年）、同〔下〕商事法務1540号31頁（1999年）、矢崎淳司「アメリカ法におけるMBO（Management Buyout）に関する一考察」大阪市立大法学雑誌45号2巻57頁（1999年）、三島徹也「マネジメント・バイアウトとイギリス会社法」近畿大学法学51巻3・4号23頁参照。また、マネジメント・バイアウトの解説書として、丹羽哲夫「図解でわかるMBO」（日本能率協会マネジメントセンター、2000年）、片庭浩之「図解MBO（マネジメント・バイアウト）のしくみがわかる本」（中径出版、2000年）、上野正裕「第13章第3節MBO」西村総合法律事務所編『M&A法大全』831頁（2001年）等参照。また、本稿の中心的関心であるMBOに内在する関係当事者間の利益相反について、その利益相反の少ない組織構築の重要性を、実務家の視点から論じたものとして、松木伸男＝大橋和彦＝本多俊毅『バイアウトファンド—ファンドによる企業価値向上の手法』（中央経済社、2004年）参照。

² 日本では、会社法330条、民法644条の「善管注意義務」と、会社法335条の「忠実義務」の区別については、判例で後者は「善管義務を敷衍し、かつ一層明確にしたにとどまるのであって、・・・通常の委任関係に伴う善管義務とは別個の、高度な義務を規定したものと解することができない（最判昭和45年6月24日民集24巻6号625頁）」として、「わが国では両者の要件・効果を截然と区別する発想は乏しく、会社との利害対立状況において私利を図らない義務も善管注意義務の一部に過ぎないと解されており」（江頭憲治郎『株式会社法』390頁）とされている。しかしながら本稿では、マネジメント・バイアウトがもたらす取締役・経営者等が利益相反状況に置かれた中での取引であることに鑑み、両者の義務をアメリカの州法のように、利益相反の有無によって区別して検討することを前提として議論を展開する。

取締役は、第一に、自社株式の自身に対する売却行為自体の可否の判断について、忠実義務の観点から問題が生じ得る。このようなマネジメント・バイアウト自体について、忠実義務の観点からその妥当性を吟味する研究は、従来あまりされてこなかったように思われる。第二に、経営者・取締役は、株式の売り手として、当該株式をできるだけ高い価格で売却するという株主に対する義務を有する一方で、自らは株式の買手として、できるだけ安い価格での取得を欲する私的利益が存在するといえ、株主と経営者・取締役らの利害は衝突する。その意味において、マネジメント・バイアウトは究極的な利益相反取引であるといえる。

かかる経営者等の利益相反行為によって株主が損害を被る危険性から、マネジメント・バイアウトは禁止されるべき取引であるとの主張が 1970 年代以降の米国で論じられていた³。特にそれは、ゴーイング・プライベート取引⁴の一環としての文脈から議論されていたものである。

しかしながら他方で、1980 年代以降の米国は、空前の企業買収ブームに突入し、被買収会社（あるいは対象会社）の株主は、所有する株式の市場価格を超える買収プレミアムを手に入れ、当該株式を企業買収者に譲渡することで、経済的利益を手中にする時代であった。当時より、企業買収や支配権市場の創造は、企業経営の効率性の観点から奨励されるべき取引であるとの主張も極めて有力であった⁵とともに、マネジメント・バイアウトについても、企業買収の一形態として、経済効率性を有する取引であることに何ら変わることはないとして肯定する議論も一般的であった⁶。

このように、マネジメント・バイアウトは、一方で、買収対象会社の既存株主への一定の配慮が要請され、他方で、少なくとも株式を売却した対象会社株主に対しては、買収プレミアムを加算した利得を生じさせる。さらにマネジメント・バイアウトは、被買収会社自体の効率性を改善し、企業価値を向上させる可能性を有する。

³ Victor Brudney, *A Note on "Going Private"*, 61 VA.L.REV.1019(1975) ; Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, *A Restatement of Corporate Freezeouts*, 87 YALE L.J. 1354, 1366-68(1978).

⁴ ゴーイング・プライベート取引 (going private transaction) は、「会社の株式が、証券市場から上場廃止され、もはや取引されなくなった後に、公開株式の全ての株式が獲得される買収」と定義される (STEPHEN M. BAINBRIDGE, *MERGERS AND ACQUISITIONS*,16(2003).).

⁵ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L.J. 698,705-08 (1982).

⁶ See e.g., Yakov Amihud, *Leveraged Management Buyouts and Shareholders' Wealth*, IN YAKOV AMIHU D.S., *LEVERAGED MANAGEMENT BUYOUTS*, 3(1989).

そこで、このようなマネジメント・バイアウトから生じる利得の源泉は何であろうか。そしてそれらの利得は、実質的な価値 — パレート効率性の意味で — の創出といえるのであろうか。本稿では、主として経営者・取締役の行為規整に着目し、マネジメント・バイアウトがもたらす価値の源泉を探求するとともに、1980年代以降のアメリカにおける議論や裁判例を概観することによって、いかにして経営者・取締役が直面する利益相反の問題が解決ないし回避されてきたのかを、明らかにしたい。また、近年日本においても増加してきたマネジメント・バイアウト⁷⁾に対して、様々な視点から示唆を与えることを企図するものである。

また、各々の利害関係者のインセンティブに着目し、コーポレート・ガバナンスの観点から、マネジメント・バイアウトを概観すると、非常に興味深い。なぜなら、企業規模の拡大により、企業内部の交渉が複雑になってしまい、それがある水準を越えると、インセンティブ構造を改変して、交渉の単純化を指向するとの指摘があるからである⁸⁾。その意味では、公開会社であり続けることは、将来にわたり経営者らが常に他の利害関係者との間に、利益相反関係を有し、それゆえに法的責任を回避するコストが存在し続ける。マネジメント・バイアウトは、そうした将来予測されるコストを一度に解消させてしまう取引といえるかもしれない。換言すれば、マネジメント・バイアウトから生じる利得の一部には、「利益相反解消コスト」 — それは測定困難であるが — が含まれているともいえよう。

2. 研究の分析枠組み

マネジメント・バイアウトは、会社の支配権の取得という極めて重要な局面で、経営者・取締役の利益相反が顕在化する取引である。そして、当該取引に関与する株主や債権者等の利害関係者に大きな影響を与える。

本稿では、検討にあたってまず、マネジメント・バイアウトに内在すると考えられる問題を以下4つの基本的な枠組みに置き換えて、それぞれの視点から検証する。

⁷⁾ 近時における日本のMBOの状況については、後掲・注25-28参照。

⁸⁾ 宍戸善一『動機付けの仕組としての企業—インセンティブ・システムの法制度論』338頁、383-384頁（有斐閣、2006年）。宍戸教授は、企業を物的資本の拠出者（株主・債権者）と人的資本の拠出者（経営者・従業員）との間の動機付け交渉として議論を展開する。そして、MBOは、「インセンティブ構造の改変を図る組織再編である」とする。さらに、その特色を「人的資本の拠出者の再編も、資産の移動もなく、物的資本の拠出者の改組のみがおこなわれるところ」にあるとしたうえで、動機付け交渉が、ベンチャー企業的な二当事者間交渉へ回帰することを指摘される。

第一に、当該取引を遂行する経営者が必然的に双方代理的な立場に置かれることによる、利益相反取引の観点からの検討であり、マネジメント・バイアウトが有する法制度上の構造的な問題ともいえる。

第二に、経営者らが取得する株式の価格が公正であるか否かという、より実質的な問題がある。とくに、マネジメント・バイアウト時の買収プレミアムを、キャッシュアウトされる株主に分配すべきか否かが問題となる。

第三に、経営者等がおそらくは保有する会社の内部情報について、その情報の開示とインサイダー取引に関する問題である。もっともこれは、上記第二の株式の売却価格の公正さの問題と密接に関連する。

以上の三つは、基本的には、当該取引に関与する利害関係者の中でも、あくまで経営者・取締役等と、株主との間に生じる問題に焦点を当てた枠組みから整理したものであるが、第四の枠組みとして、経営者・取締役等と会社債権者間に生じる問題が存在する。これは従来、詐欺的譲渡 (fraudulent conveyance) の可能性の有無が指摘されてきたところである。マネジメント・バイアウトは、多額の株式取得資金を外部の投資銀行等からの借入によって調達し、株主資本に対する負債比率を高め、レバレッジを利かせることで、資本効率を向上させるレバレッジド・バイアウト (LBO)⁹であることがほとんどである¹⁰。そ

⁹ レバレッジド・バイアウト (leveraged buyout, LBO) の定義として、「買収の資金調達に、買い手が負債、典型的にはジャンクボンドを利用する買収。しばしば、それに起因する負債の支払のために、バスタップ取引 (買収に成功した者は、買収に要した負債の支払のために対象企業の子会社や、他の資産を売却する) が付随する。」STEPHEN M. BAINBRIDGE, *MERGERS AND ACQUISITIONS*, 14,16(2003).

日本においては、ニッポン放送新株予約権発行差止保全抗告事件 (東京高決平成 17 年 3 月 23 日判例時報 1899 号 56 頁) において、裁判所は、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行が不公正発行に該当しない例外的な場合として、4 類型を提示した。そして、そのうちの第 3 類型として、「会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合」、また、第 4 類型として、「会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高価売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合など」とし、前者が LBO に、後者がバスタップ取引に該当する可能性が注目された。しかしながら、本保全抗告決定で示された類型は、判示の文脈から特殊事例を念頭においたものとして、限定的に理解すべきであるとの指摘 (藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討〔下〕」商事法務 1746 号 5 頁 (2005 年)) が妥当と思われる。もっとも、藤田教授も、LBO に対する企業防衛に対して、当該類型部分の表現を引き合いに、経済合理性を有する企業買収をも含まれるかのごとく読まれる可能性について、懸念を示されている。

¹⁰ RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS*, CH.11.,399 (2d ed.1995). 「対象会社の経営者が参加するレバレッジド・バイアウト (LBO) は、しばしばマネジメント・バイアウト(MBO)と呼称される。す

ここで、既存の（一般）会社債権者としてみれば、一時的に多額の負債を背負うことになり、こうした負債の返済原資として、買収対象会社の所有する資産等が生み出すキャッシュフロー、あるいは資産そのものが事実上の担保となっていることに鑑みれば、当該会社が多額の負債を負うこと自体の法的意味が問われる。また、経営者らは、当該借入資金を調達する投資銀行等の新たな債権者との間においても、当該取引の組成にあたり、金利の設定や返済計画等につき、利益相反の要素を有する立場に置かれることになる。

以上、マネジメント・バイアウトに内在する利益相反的な問題点を見てみると、結局、従来会社法が規整してきた諸般のエージェンシー関係¹¹が、ある一時点、すなわちプリンシパルである株主の資金を委託されているエージェントである経営者自ら、当該株式を購入して自社の買収を意思決定した時点、において顕在化することにマネジメント・バイアウトの大きな特徴があるといえる。そして、株式会社の場合、エージェントによる利益相反行為を原則禁止することは適当ではなく、利益相反行為自体は認めつつ、その公正を確保しなければならないところに問題の複雑さがあるとの指摘がある¹²。顕在化した、より複雑なエージェンシー関係を紐解くうえで、マネジメント・バイアウトは格好の教材となるといえよう。

さらに本稿では、マネジメント・バイアウトをその有する特徴別に4つの類型に分類する。この4類型は、①非公開化目的型MBO、②分割（暖簾分け）型MBO、③企業再生型MBO、④企業買収防衛策型MBOである。もっとも、これら4類型は、あくまで本稿における分析のための便宜上のものであり、実際の取引には、複数の特徴が同時に内在する可能性があることに注意を要する。

このように、エージェンシー関係がもたらす利益相反の観点である先の四つの枠組みからの問題点の検討がなされた後、改めて4類型ごとに再検証したい。かかる検証を通じて、各々の類型別のマネジメント・バイアウトによって、経営者や取締役等が考慮すべき行為規範に変化がみられるのか、そしてかかる変化があるとすれば、どの程度の範囲のものであるかが明らかとなろう。

以上、筆者は本稿で、マネジメント・バイアウトを分析するにあたって、4つの枠組み

なわち、ほとんどのLBOは、MBOである。」

¹¹ エージェンシー理論に言及しつつ、会社法を広く経済的に考察、分析したものとして、柳川範之＝藤田友敬「会社法の経済分析：基本的な視点と道具立て」三輪芳郎ほか編『会社法の経済学』1頁以下（東京大学出版会、1998年）参照。

¹² 宍戸善一「会社における利益相反関係」法学教室 139号 102頁（1992年）。

と4つの類型から整理、検討し、最終的には、包括的な構図を描くことを試みようとするものである。そして、利益相反の典型的事例としてのマネジメント・バイアウトを題材に用いることで、米国のように、経営者・取締役等の有する利益相反の程度に応じて異なった行為規整が、わが国においても必要とされることを、主張するものである。

3. 本稿の展開

本稿は、以下のように展開される。

まず、第2章において、マネジメント・バイアウトがどのような取引行為であり、いかなる利害関係者が登場するのか、そして、当該行為が実践されることによって各々の利害関係者にどのような影響をもたらすものであるか、その仕組みの全体像を提示する。

次に、マネジメント・バイアウトの有する特徴別に4つの類型に分けて概説する。特にここでは、従来わが国ではさほど意識されてこなかったと考えられる、上場会社による非公開化を指向するMBO（一筆者は、これを「非公開化目的型のMBO」と定義する）と、かねてから日本でも企業のリストラクチャリングの一環として実践されてきた、非中核部門の分離・独立によるMBO（一筆者は、これを「分割（暖簾分け）型MBO」と定義する）を明確に分けて考察することは極めて意義があることを提示したい。特に、本稿の中心的関心事である経営者等の利益相反的観点からの行為規整を検討するにあたっても重要である。

続いて第3章は、マネジメント・バイアウトが経済的な効率性を向上させるという意味において、実質的な企業価値を創出するものか否かという問題意識に対して、主に1980年代以降に紹介されてきた米国における議論や、マネジメント・バイアウトをめぐる実証研究結果¹³を踏まえて整理・考察する。もっとも、所与の条件に依拠した実証研究は、その前提条件が各々異なっており、実証研究同士を単純に比較できるものではない。しかしながら、少なくとも、実証研究結果から、マネジメント・バイアウトが価値を創出するのか、もしするとすれば、その仮定されるいくつかの諸要因について、その傾向を捉えるこ

¹³ MBOやLBOにおける実証研究は、大きく二つの方法に分けられる。ひとつは、経営者らによってバイアウトがアナウンスされた時点を基点として、その一定期間前後の株価の当該企業の株価変動率を分析するもの（いわゆるイベント・スタディ）であり、他方は、バイアウト時を基点として、バイアウト前の当該企業の売上高、営業利益等と、バイアウト後一定期間経過後の時点における売上高、営業利益等の業績数値の推移からバイアウトの効率性を推定するものである。

とは可能であり、そのような先行実証研究を比較・考察した有益な研究も既に存在する¹⁴。

第4章は、本稿の中心的関心のひとつである、マネジメント・バイアウトに内在する本質的な利益相反の問題に集約して議論を展開する。ここでは、会社の利害関係者が有する様々なエージェンシー関係、とりわけ、経営者—株主間（あるいは、新規株主と既存株主間とも換言できる）の関係が、前章で類型別に分けたMBOの特徴によって、どのような影響を受け、変化することになるのかを考察する。そして、かかる影響の違いが、経営者・取締役等の利益相反行為を規整する法的ルールの適用自体に異なった枠組みを必要とする可能性を示唆するものである。

第5章では、マネジメント・バイアウトがエージェンシー・コストを削減する長所を有すると考えられる一方で、いかにして利益相反関係がもたらす短所を解消しようとしてきたのか、米国の歴史からその変遷を整理する。そして、マネジメント・バイアウトを実践する経営者等にとって、その意図するところがまさに利益相反コストの解消ないし削減にあり、顕在化した利益相反関係を解消することによる将来的な利得の確保にあるとの仮説を提示する。公開企業ともなれば、内在する利害関係者の利害を個々に処理するには、極めて多額のコストを必要とする。また、概して、利益相反を有している経営者・取締役らの違法行為については、利益相反関係を有していない場合に比してサンクションが相対的に高い。そうであるならば、経営者らは、利益相反関係を顕在化させて、最終的には、価値の支払—すなわち価格の公正さ—のレベルで各利害関係者の利害を調整するという方策のひとつの選択肢がマネジメント・バイアウトであるといえよう。そして、米国では、かかる利益相反を解消・削減するために、いかにして公正、かつ実効的な手続規整がなされてきたのかその変遷を紹介したい。

第6章は、本稿の具体的な結論と、かかる考察から得られた、わが国の現行法への示唆である。

何よりも、取締役等の利害関係の有無によって、行為基準を分けて検討する米国の考え方は、わが国でも、十分に機能し、とりわけ、マネジメント・バイアウトのような究極ともいえる利益相反的關係を内在している取引の場合には、極めて有力な行為基準となることを主張したい。

本章では、マネジメント・バイアウトに適した取締役等の行為基準を、筆者の提示した

¹⁴ See e.g., Luc Renneboog, Tomas Simons, Public-to-private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs, and IBOs (Discussion paper, Tilburg Univ. August 2005).

各類型の特徴を考慮しつつ検討する。ここでは、取引を行う経営者等のインセンティブを阻害しない仕組みと、キャッシュアウトされる既存株主の利益の保護をいかに確保・調整するかという視点が重要である。また、少数株主の保護の観点からは、わが国の現行法上、どのような実効的な救済策がとられているのか、近時の会社法の改正をも踏まえて考察したい。

第7章は、結語である。

第2章 マネジメント・バイアウトの仕組みと特徴別による分類

1. マネジメント・バイアウトの概説とその仕組み¹⁵

米国では、1980年以前には、その概念は存在していなかった¹⁶レバレッジド・バイアウト（LBO）／マネジメント・バイアウト（MBO）¹⁷は、1970年代中頃に新しい取引形態として登場し、1980年代には組織化され、その総額規模は1986年から1989年の間におよそ年間500億ドルにまで成長した。また、1980年から1989年の間に、企業の長期負債の対総資産比率は16.6%から24.2%へと増加した¹⁸。そしてLBOファームとして著名なコールバーグ・クラビス・ロバーツ（Kohlberg Kravis Roberts & Co/ KKR）¹⁹が手掛けた、食品たばこ大手のRJRナビスコ社の買収のあった1989年の670億ドルを最盛期

¹⁵ 本節における米国のマネジメント・バイアウト（MBO）／レバレッジド・バイアウト（LBO）の一般的な仕組みの説明の多くは、下記に拠っている。RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, *LEVERAGED BUYOUTS AND RECAPITALIZATIONS, THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS*, CH.11, 398-401(2nd ed.1995).

¹⁶ もっとも初期のレバレッジ・バイアウトは、ブートストラップ取引、またはブートストラッピングと呼ばれていた。歴史上最初のレバレッジド・バイアウトがいつ起きたのかを決定づけることは難しいとしつつも、1980年以前の事例(下記①～③)が紹介されている。Tom Ablum & Mary Beth Burgis, *Leveraged Buyouts: The Ever Changing Landscape*, 13 DEPAUL BUS.L.J.109(2000-2001).

① 1933年にUnited Parcel Service（UPS）社の経営陣によって全ての会社株式を買戻すことによってなされたのが米国歴史上で最も成功したレバレッジド・バイアウトのひとつである。UPS社は、1999年まで非公開化を続け、持分の約10%をおよそ60億ドルという、その当時でもっとも大型の新規株式公開を行った。

② サンフランシスコの弁護士で投資銀行家であるLouis O. Kelsoによる従業員持株制度（ESOP）もまたLBOの原型と考えられている。Kelsoは、1956年にESOPを考案し、小さな新聞チェーン店をそのオーナーから従業員等が買収することを可能とした。

③ 1965年にProgressive社のCEOであるPeter B. Lewisは、売上が6百万ドルのクリーブランド州の小さな保険会社を自ら支配下にいれ、それ以後は他の企業買収をすることなく、それから30年を超えた1999年には、Lewisはこの会社を売上161億ドルの保険会社へと成長させた。

¹⁷ 「対象会社の経営陣が加わるレバレッジド・バイアウトは、しばしばマネジメント・バイアウト（MBO）と呼ばれる。ほとんどのLBOはMBOである。」（GILSON & BLACK, *supra* note 15 at 399）。したがって、本稿では、特に注記をしないかぎりには、マネジメント・バイアウト（MBO）の用語を主として用いるが、必ずしも両者を厳密に区別していない。

¹⁸ ポール・ミルグロム＝ジョン・ロバーツ『組織の経済学』545頁（NTT出版、1997年）。

¹⁹ コールバーグ・クラビス・ロバーツの金融手法や、当時の米国のレバレッジド・バイアウトをめぐる状況等は、G. P. ベーカー＝G. D. スミス『レバレッジド・バイアウト—KKRと企業価値創造—』（東洋経済新報社、2000年）に詳しい。

に、その後 1991 年の 55 億ドル、1992 年の 70 億ドルと、10 分の 1 の規模へと急落していく。この時期に米国企業の負債の増加傾向が止まっているのは、レバレッジド・バイアウトの組成に重要な役割を有したジャンク・ボンド (junk bonds) の新規発行市場が消滅同然になったのが理由のひとつと指摘される²⁰。1980 年代後期には LBO を経験した多くの企業が倒産ないしは、法的整理外での財務のリストラクチャリングを余儀なくされた²¹。

その後、1990 年代の半ばまで、非公開化の動きは低調のまま推移するが、1997 年を境に再び急上昇し、2002 年までの間の 5 年間で総額 650 億ドルの規模となる。その理由として、比較的小規模な企業が、ナスダック市場の取引規模の少なさや、上場廃止に脅かされることを経験し、また、サーベンス・オクスレー法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002) の施行が、実質的な上場維持コストの増大を想起させたことがあげられている²²。

1990 年代の米国では、GDP に占める買収規模は、かつてないほどに拡大する一方で、全体に占める競合買付申入れの割合は、1980 年代前半の 40% を超える状況から、1990 年代以降は、ほぼ 10% 前後で推移しているように、多くの企業買収は、友好的な組織再編として行われていることが見てとれる。それは、買収されなかった企業の経営者の多くが、買収対象企業とされないように、敵対的な圧力下で、自らリストラクチャリングを行ったものとされ、LBO のスキームが有する構造的な利点を率先して取り込んだものと理解されている²³。

また、2006 年 7 月には、コールバーグ・クラビス・ロバーツ (KKR) 等の投資家連合が、米国大手の病院チェーンである HCA を負債引き受け分も含めた買収総額としては 1989 年の RJR ナビスコ社の買収総額を超える、米国で過去最大規模の 330 億ドル (負債引き受け分を除くと、212 億ドル) で、LBO による買収を行うことを公表するなど、近年、投資ファンドを中心とする大型の買収案件が増加している²⁴。

²⁰ ミルグロム＝ロバーツ・前掲注 18、545-547 頁。ジャンク・ボンド市場の創設者であるドレクセル・バーナム・ランバート社のマイケル・ミルケンは 1990 年に証券取引法違反による有罪判決を受け、同社も、1988 年に倒産した。

²¹ GILSON & BLACK, *supra* note 15 at 398.

²² Luc Renneboog & Tomas Simons, Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs, Tilburg University and ECGI, 4 (Discussion Paper, August 2005).

²³ See Bengt Holmstrom & Steven N. Kaplan, *Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980's and 1990's*, J. ECON. PER. 15, 121(2001). また、森田果「ファイナンスからみた企業買収」商事法務 1728 号 24 頁 (2005 年) 参照。

²⁴ 日本経済新聞 2006 年 7 月 25 日朝刊 9 頁、同夕刊 3 頁。

昨今の日本におけるマネジメント・バイアウトを取り巻く状況

1990年代後半から2000年代初めにかけて、日本において行われたマネジメント・バイアウトの件数は、年々増加している²⁵。その多くが長期にわたる景気の低迷期にあって、経営資源の集約が避けられない状況下で、保有事業の取捨選択に迫られた経営陣が投資会社等からの投融資を得て、実行したものである²⁶。

ところが、近時日本においても従来とは特徴を異にしたマネジメント・バイアウトが登場している。それは事業部門の分離・売却を目的としたものではなく、主として株式市場からの退出を意図した会社の非公開化を目指す動きが相次いでいることである²⁷。こうした非公開化は、会社が上場していることから生じる様々なコストを削減できる一方で、あらためて会社が上場すること自体の意義が問われることになる。また、過去において、事業再編の一環として行われたマネジメント・バイアウトによって独立した会社が証券取引

²⁵ 株式会社レコフ「日本企業のM&Aデータブック 1988～2002」（2003年）及び、内閣府経済社会総合研究所「わが国企業のM&A活動の円滑な展開に向けて—M&A研究会報告—」2004年9月16日公表資料55頁によれば、1996年以降2004年1～6月期までのマネジメント・バイアウトの総件数は、152件であり、その公表金額総計は、362,423百万円である。なおMBO件数自体は、2002年の42件（公表金額76,645百万円）以降、頭打ち傾向にあった。しかしながら、2005年には、MBO件数は67件（公表投資金額2975億円）と増加し、さらに、2006年は、1月から10月までのMBO件数で66件（同5019億円）一ちなみに上半期では42件（同2641億円）と、近年急激な増加傾向にある（株式会社レコフ資料）。

²⁶ このような親会社からの分離・独立型のマネジメント・バイアウトの具体的実施例として、系列関係からの独立によって事業拡大を目指す、日産陸送の事例や、従業員の持つノウハウが重要な事業ゆえにMBOを選択した、リクルート子会社のザイマックス等の事例が紹介されている（日経ビジネス2001年6月11日号52頁参照）。

²⁷ 東京、大阪両証券取引所に上場するアパレル大手のワールドは、2005年7月25日、MBOとしては過去最大の2200億円程度の買収金額での非公開化を公表した。事業再生を目的としない、優良企業による非公開化である（日本経済新聞2005年7月25日夕刊1頁等）。その後、公開買付の結果が公表され、発行済株式の94.99%の応募があり、成立条件を達成した（日本経済新聞2005年9月3日朝刊11頁）。

また、飲料大手のポッカコーポレーションは、2005年8月22日、投資ファンドと組み、買付総額160億円強をかけてMBOの実施を発表した（日本経済新聞2005年8月23日朝刊1頁）。

さらに、新興市場のジャスダックに上場しているプレス部品製造のテクノエイトは、2005年11月、会社会長とその親族が出資する投資会社によるMBOを発表した。買収額は、66億円程度、金融機関から70億円の融資を受ける。同社の株価は解散価値を下回り、増資による資金調達が高かったため、市場から退出し、事業構造を転換するとのことである（日本経済新聞2005年11月11日朝刊）。

2006年6月には、東京証券取引所に上場する、国内最大の外食チェーンである、すかいらーくは、先のワールドの買収金額を超える、2600億円程のMBOを実施の方針であることが報道された（日本経済新聞2006年6月8日朝刊1頁ほか）。

以上の企業は、いずれもその後MBOが成立している。

所に上場を果たすケースも登場している²⁸。このことは、株主と経営者・取締役との間に生じるエージェンシー・コストが解消されることや、経営者が長期的視点からの経営を志向することを可能とする等、従来、マネジメント・バイアウトを説明する上において、長所に掲げられてきたことに対して、なぜ、非公開化した企業が再び上場をするのかという、率直な疑問に答えなければならないであろう。

マネジメント・バイアウトの仕組み

典型的なマネジメント・バイアウトの仕組み・特徴は次のとおりである。

まず、経営者・投資ファンド等、マネジメント・バイアウトを主導する買収グループが、買収のための買収目的会社を設立する²⁹。ここで、買収目的会社が利用される理由は、買収に際し、金融機関等からの借入れの主体を買収目的会社に限定することで、借入れのノン・リコース（非遡及）ローン³⁰の性格を明確にできるためである³¹。そして、買収目的会社は買収対象会社ないし事業部等が所有する資産、あるいは将来キャッシュフローを担保に、投資ファンド等の出資金や金融機関等の借入れ資金を得て、買収対象会社株主の株式を買取る。その後、買収目的会社は、買収対象会社を吸収合併等することにより、当該対象会社のキャッシュフローを、借入れ資金の返済に充てることになる。

ここで、法的な問題点としては、既存の少数株主を当該対象会社からいわば強制的に締

²⁸ 2001年に、日産自動車の系列企業であったゼロ（旧・日産陸送）は、MBOによって独立。4年後の2005年8月2日、東京証券取引所第二部に上場した（日本経済新聞2005年8月3日朝刊13頁）。

²⁹ 改正前商法では、会社はその成立後2年以内にその成立前から存在する財産で営業のために継続して使用するものを資本の20分の1以上に当たる対価をもって取得する契約をする場合には、特別決議とともに、裁判所選任の検査役の調査が必要とされていたが（改正前商法246条）、会社法では廃止された。事後設立の規制が、実務上の障害となっていた。なお、吉原和志「株式会社の設立」ジュリスト1295号17頁（2005年）参照。もっとも、1999年10月1日施行の産業活力再生特別措置法で、「事業再構築を円滑化するための措置」として「従業員・経営者による株式取得（MBO、EBO）への支援」が掲げられており、同法で検査役調査の緩和措置がとられている。

³⁰ 買収ファイナンスにおけるノン・リコースローンの返済は、後に買収目的会社と合併する買収対象会社の収益力で行うものである。自己資金及び借入金で購入した不動産の賃料収入とその売却金で借入れを返済する、不動産のノン・リコースローンや、自己資金と借入金で建設した工場において製造される製品等を販売することで得られる収益から借入れを返済する、プロジェクト・ファイナンスに類似する。もっとも、対象となる事業が単一であるか、複合事業であるか等の状況の違いによって、収益の予測可能性の精度が異なってくる（笹山幸嗣＝村岡香奈子『M&Aファイナンス』（金融財政法務事情研究会、2006年）6-9頁参照）。

³¹ 西村総合法律事務所編『M&A法大全』833頁（商事法務研究会、2001年）参照。借入れの主体は、経営者等ではなく、買収目的会社である。

め出す (squeeze-out) ことの是非が、従来議論がなされていたところである。当該会社の将来的な収益機会に期待して投資した株主を、強制的に排除することがそもそも可能であるのか、また、可能であるとすればその論拠となることは何か、特に、締め出しの対価として、既存株主に支払われる「対価の公正性」をどのように担保するのが、中心的な論点となる。かかる問題点は、支配株主と少数株主との利害調整の問題として、とりわけ、支配会社による従属会社の吸収合併の局面において典型的といえるが、非公開化を目的とするマネジメント・バイアウトでは、買収者が公開買付を行って支配権を取得した後に、連続して、交付金合併を行うことを予定しているのであるから、マネジメント・バイアウト全体のスキームの中のひとつの局面として、喚起される法的な問題点は共通する。

また、投資ファンドは、全ての買収資金を拠出する必要がなく、その多くを金融機関等からの融資により資金調達することにより、レバレッジを効かせた投資効率が期待できる。

ノン・リコースローンは、金融機関等が買収した会社の将来キャッシュフローを担保に取るため、対象会社の事業リスクを新規株主である経営者・投資ファンドだけでなく、新規の債権者に転嫁できることで、投資ファンドはリスクを限定できるが、融資契約条項によって、経営者・投資ファンド等の事業執行者の経営判断に制約が課されるのが通常であり、その範囲において、投資ファンドに意思決定の面でのデメリットが生じる³²。そのため、新規の株主と新規債権者との間の利益相反関係は、バイアウト後も依然として継続するわけであるが、会社ないし経営者の個人資産を上限に、当該資産を被担保とした旧来型の融資を行う債権者と比較すれば、買収対象会社の将来における事業の成功への利害は、投資ファンド等の新規株主と、新規債権者との間である程度共有されているともいえる。

米国におけるマネジメント・バイアウトの主たる特徴は、第一に (1) 買収会社が、当該買収を行うためだけに作られる、事業を有さない買収目的会社であること、第二に、(2) 買収目的会社は、買収に必要とされる資金のほとんどを、投資銀行等から、高レバレッジを効かせた借入によって調達することである。これら二つの特徴に加えて、(3) 取引を構成する投資ファンド等がしばしば買収目的会社の絶対多数を支配することによる、集約した株式所有、そして (4) 事業を行う経営者によって、相当の株式所有がなされていることが典型でとされる³³。特に、かかるうちの (2) ~ (4) の特徴は、負債の有する経営者等に対する規律付けの効果や、経営者等に対する株式所有のインセンティブ付与が、会

³² 上野正裕「MBO (マネジメント・バイアウト)」ジュリスト 1218号 54頁 (2002年) 参照。

³³ GILSON& BLACK, *supra* note 15 at 400..

社の業績指標にどのような影響を与えるか等、エージェンシー理論をめぐる経済学的視点からの研究が蓄積されている。

企業経営者にとって、潤沢なフリーキャッシュフローを有することは、とかく株主の利益のためではない、経営者自身の選択に依拠した非合理的な投資— 時には、投資ともいえない経営者自身の便益向上のための浪費 —に会社の資金が投入される危険性が高い。そこで、経営者が自社株式を保有することによって生じる、株主と経営者間のエージェンシー・コストの削減効果は、より効率的な投資機会を選択する誘因を経営者に与える³⁴。ただし、興味深いことには、経営者による自社の株式所有は、こうしたプラス面のアライメント効果を有する一方で、効率的な経営を確保する最後の手段ともいえる、買収によって経営者を取り替えるといった機能を妨げてしまい、経営者が、一定数の議決権を確保することによって、事実上の経営者支配を可能とする³⁵といった、マイナス面の効果を発生させることである。このような効果をエントレンチメント効果という。日本における、経営者の自社株式所有がもたらす上記の二つの効果が企業の業績にどのような影響を及ぼすかを検討した実証研究では、先行の欧米における実証研究と同様に、企業経営者の持株比率の増大にともなって、企業の業績は上昇し（すなわちアライメント効果が観察される）、ある領域において下降する（すなわちエントレンチメント効果が支配的となる）といった、山型のグラフが導かれるとの結果が示されている³⁶。

このように、仮に上場会社において、経営者による自社株式の効率的な持株比率の最適解が存在するとすれば、それはコーポレート・ガバナンスの視点からは、経営者の業績向上への誘因によるオートノミーの確保と、市場の他の株主による当該会社へのモニタリングが適度に均衡している状態であるといえよう。他方、マネジメント・バイアウトによる非公開化がなされた後の当該会社においては、経営者と株主間のエージェンシー・コストは構造上消滅する。また市場からのモニタリングは基本的には存在せず、経営者によるオートノミーと、債権者ないし投資ファンド等によるモニタリングに全てを委ねる組織形態であるといえる。そのため、非公開化をともなうマネジメント・バイアウトは、経営者に

³⁴ See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305(1976).

³⁵ See Rene M. Stulz, *Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies*, 20 J. Fin. Econ. 25(1988); Eugene F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 J. POL. ECON. 288(1980); 小佐野広『コーポレート・ガバナンスの経済学』79頁（日本経済新聞社、2001年）参照。

³⁶ 手嶋宣之『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス —ファイナンス理論による実証的アプローチ—』42頁（白桃書房、2004年）参照。

よる経営の自由度が増すといった利点や、究極的な敵対的企業買収防衛策となることが一般的に指摘される。もっとも、次節で触れるように、マネジメント・バイアウトの買収者が経営陣のみで構成されている場合と、買収グループに投資ファンドが関わっている場合とでは、利害が一致しない場合も出てくることが予想され、必ずしも経営者の完全なオートノミーが保証されているわけではない。特に、出口（exit）戦略をめぐる場合は、当該企業の再上場、株式の売却、経営者による再度の買収等が選択肢として考えられるが、投資家の受託者たる投資ファンドの立場と、経営権を保持したい等の、単にキャピタルゲインとは異なる別の利害を有する経営者の立場との間に、利害の対立が起きる可能性が大きい。

マネジメント・バイアウトの構成員による分類

マネジメント・バイアウトを遂行するにあたっては、マネジメント・バイアウトを主導する買収グループの構成員の違いによって、以下のような分類がなされる³⁷。

- ① （狭義の）MBO (Management Buy-Out)
- ② EBO (Employee Buy-Out)
- ③ MBI (Management Buy-In)
- ④ IBO (Institutional Buy-Out)

（狭義の）MBOは、従来の子会社や事業部の経営者・事業部長等の経営陣のみで新会社の経営陣を構成する場合である。当該会社内部の状況を十分把握している元々の経営陣が引き続き経営を担うために、買収後の事業計画の見通しも立てやすい。EBOは、旧経営陣は参画せずに、従業員が買収グループの一員となる場合である。主に、従業員持株制度（Employee Share Ownership Plan (ESOP)）が利用される。買収対象会社に経営陣がいない更生会社の買収にも用いられる。（狭義の）MBOもEBOも、当該事業を熟知している者が継続して新会社に残るために、他の企業買収方法と比較して、マネジメント・バイアウトの雇用維持の側面が強調されやすいといえる。そのため、従来の日本の企業のように、終身雇用制度や年功序列賃金を基盤とする組織慣行の下では、組織再編に伴う社内内部の軋轢も少ないことが予想される。このことは、従業員らが既に先行投下した企業特

³⁷ 丹羽哲夫『図解でわかるMBO』20頁（2000年）、村上勝＝北村元哉『MBO入門』20頁以下（2000年）、松木伸男＝大橋和彦＝本多俊毅『バイアウトファンドーファンドによる企業価値向上の手法』9頁（2004年）参照。

殊的な資産³⁸を回収する機会を確保することが可能である一方で、組織再編がもたらす当初の効果が必ずしも十分に発揮されない可能性も残される。そこで、買収ファンド等が投資のみならず、自ら主体的に経営に関与する場合はI B Oである。また、買収グループが新たな経営陣を送り込むのがM B Iであり、いずれも、事業の再生のプロ等、財務知識に強いものが経営の主導的役割を務めるのが通常である。もっとも、旧経営陣等の有している当該企業の内部情報を十分に活用するために、旧経営陣と新規の経営陣が共同で、新会社の経営を担う形態のB I M B O (Buy-In Management Buy-Out)も選択される。

そこで、どのような構成を選択するかは、当該企業の置かれた内的・外的要因³⁹に大きく左右されることとなろう。しかしながら、マネジメント・バイアウトが「インセンティブ構造の改変を図る組織再編である⁴⁰」特徴を有することに鑑みれば、買収対象会社に対して、既に投下されている資本 —必ずしも金銭等の物的資本に限らない— の資本提供者、あるいは新規に資本を拠出する提供者の、それぞれ事前のインセンティブを最大限に確保することが、バイアウト後の事業の成功にとって重要である。

本稿の中心的関心事である経営者・取締役の利益相反の観点からは、上記のようなマネジメント・バイアウトにおける買収グループの構成員の違いが法的問題に影響を及ぼすか否かについては一応、次の点が指摘できる。すなわち、M B IやI B Oでは、主に投資ファンド等が主体的に経営を執行ないし、新しい経営陣を買収対象会社に送り込む。それゆえに、少なくとも形式上は、株式の売買にあたり、買収対象会社の旧経営者が、売り手かつ買い手という直接の利益相反の立場に置かれるわけではないのではないかとの見方である。旧経営陣が、取引に当たって直接の利害関係者となるM B O⁴¹やB I M B Oとは、異

³⁸ 企業特殊な人的資産の拠出と従業員のインセンティブ付与については、伊藤秀史「現代の経済学における株主利益最大化の原則 —契約の不完備性と人的資本の見地から—」商事法務 1535号 8頁(1999年)参照。

³⁹ 必ずしも明確に定義できるわけではないが、とりわけ内的要因としては、業種や事業としての成熟度合い等の違いが指摘できよう。例えば、「すり合わせ」の技能が重要な業界では、企業特殊な資産が蓄積されていることが予想され、旧経営陣・従業員等が継続して新会社に残ることは、より効率的な結果となる可能性が高い。また、外的要因としては、敵対的企業買収の可能性があげられる。特に成熟産業においては、新規の投資機会がなく、社内に資金が過剰に蓄積されている企業は、敵対的買収のターゲットとなりやすい。そのため、投資効率を高めるために、しがらみのない新しい経営者を外部から招き入れることは好ましい結果となる可能性が一般的には高いと考えられる。

⁴⁰ 穴戸善一「動機付けの仕組としての企業—インセンティブ・システムの法制度論」383頁(2006年)。

⁴¹ 先のワールドのM B O(前掲注27)では、買収会社は、経営者個人が100%の持分を有する会社が100%出資する会社である。また、公開買付成立後には、買収対象会社の取締役による株式の取得および買収会社等の役員への就任の可能性があることが公表された。

なる。そこで、取引当初はM B I や I B O の形態を選択することにより、経営者の継続性を断ち切った上で、事後的に旧経営陣に対し株式を売却し経営に参画させる形で、経営者・取締役の利益相反的要素を最小化できるか？との問いが可能である⁴²

しかしながら、マネジメント・バイアウトを実行する誘因のひとつには、必ずしも市場には公開されていない旧経営者等の有している内部情報等があると思われる。したがって、経営者、投資ファンド等は、かかる情報等を事前の交渉段階で共有するのが現実的であろうから、マネジメント・バイアウトを主導する構成員がどのような構成をとるかといった形式的な分類の相違に関らず、実態的な側面からは、経営者と投資ファンド等は、一体のグループとして捉えることが可能である。それゆえ、マネジメント・バイアウトは、経営者自身が有する利益相反的要素が極めて大きい組織再編といえる⁴³。

そこで以下において、議論をわかりやすくするために、本稿の考察は、原則として狭義のM B O に焦点を当てる。しかしながら、上述のように、旧経営陣と投資ファンド等の新規株主との間における実態的な側面を加味すれば、必ずしも他の形態（M B I や I B O ）によるものが本稿の考察の対象外となるものではないことを注記しておく⁴⁴。

2. 類型別のマネジメント・バイアウト

(1) 議論の前提

また、公開買付を決定した取締役会決議には、代表取締役のみが特別利害関係者として参加していない旨が公表されている（2005年7月25日「公開買付の賛同に関するお知らせ」株式会社ワールド公表資料より）。

⁴² 2005年12月にM B O により上場廃止となった株式会社ポッカコーポレーションでは、同年8月から9月の公開買付者は、投資ファンドであり、簡易株式交換によって完全子会社となった後に、前経営陣及び従業員がストックオプションとあわせて10%ほどの出資が予定されていることを公表した（2005年12月12日「新経営体制及び役員の異動に関するお知らせ」株式会社ポッカコーポレーション公表資料より）。

⁴³ ただし、M B O とM B I では、情報取得機会の相違があり、情報の非対称性によって、M B I は、概してM B O よりも高リスクで、低いリターンを指南することが指摘されている（John F. Pinfold, *Agency Theory and the MBO*, 14 J. INTERDISCIPLINARY ECO.24-25(2003).）。

⁴⁴ この点について、わが国で行われるM B O のほとんどが、実態的には投資ファンドによる買収であるとして、経営者が単に「雇われ経営者」に過ぎないM B O と、狭義の意味でのM B O とを区別して、前者を「擬似M B O」、後者を「真性M B O」と呼んで、相対的に議論するものがある（三笥裕「マネジメント・バイアウト（M B O）に関するルール設計のあり方」東京大学法科大学院ローレビュー Vol.1 35頁（2006年8月））。とりわけ、経営者等の利益相反に主たる関心を抱く本稿との関係では、「真性M B O」に比べて、「擬似M B O」における経営者の利益相反性が低いことを指摘して、「擬似M B O」では、「敵対的買収防衛と同程度の利益相反性解消・軽減措置」が要請され、「真性M B O」では、それよりもより強度の措置が要請される可能性を指摘している点は、示唆的である。

従来、わが国においてみられたマネジメント・バイアウトは、企業の子会社や、非中核の事業部を分離・独立させることを目的に、当該子会社や事業部門の事業部長等が事業譲渡ないし株式を取得することにより、従前の事業の継続を前提として、分離・独立後の事業の執行を継続して行うことが通常であり、いわば「暖簾分け」の組織再編であったといえる⁴⁵。1990年代の長期に及ぶ不況下にあつて、コングロマリットの解体に伴う事業の選択・集中は企業の生き残りにとって不可避であった。そして、必ずしも当該子会社・事業部の取得資金を十分に有していない経営者・事業部長等は、投資ファンド等と買収グループを組んで対象会社を買収する。さらに、投資ファンド等の投資効率を向上させるために、あるいは、より大型の案件を手がけるために、不十分な資金を投資銀行等の金融機関から融資を調達するレバレッジド・バイアウトのスキームを選択することとなる。1980年代の米国では、レバレッジド・ファイナンスにおける買収対象会社の既存債権者の保護をめぐる議論が法的な問題として取り上げられてきた。さらには敵対的企業買収が盛んに試みられた1980年代の米国に見られたように、マネジメント・バイアウトの「友好的」買収の側面を利用して、敵対的な企業買収防衛策を意図したマネジメント・バイアウトが、わが国でも実務上、本格的に検討され始めたところである。

近年、わが国でも、従来の「暖簾分け」のマネジメント・バイアウトとは異なり、上場会社が非公開化それ自体を目的として、経営者が投資ファンドと組み、その不足資金を投資銀行等から、対象会社の資産や将来キャッシュフローを担保に借り入れるマネジメント・バイアウトが登場している⁴⁶。また、「暖簾分け」のマネジメント・バイアウトであっても、買収対象会社が上場会社である場合には、従来から、買収対象会社の少数株主の保護をめぐる議論が法的な問題として取り上げられてきた。さらには敵対的企業買収が盛んに試みられた1980年代の米国に見られたように、マネジメント・バイアウトの「友好的」買収の側面を利用して、敵対的な企業買収防衛策を意図したマネジメント・バイアウトが、わが国でも実務上、本格的に検討され始めたところである。

このように、従来とはその目的を異にしたマネジメント・バイアウトがわが国で検討・

⁴⁵ 平成11年4月に公表された、「MBO研究会・提言―我が国におけるMBO導入の意義とその普及に向けての課題」の公表について（通商産業省）も、当時の経済環境が厳しい情勢下で、MBOを「MBO」とは、「子会社、企業の事業部門等において、それらの行っている現在の事業の継続を前提として、現在の経営者・事業部門責任者及び外部の投資家（プライベート・エクイティ・ファーム、ベンチャーキャピタル（VC）、エンジェル等）により構成されるグループが、株式を買収すること等により、経営権を取得すること」と定義する。また「MBO」は、通常のM&Aとは異なり、いわゆる「暖簾分け」に近いものであることや、雇用の喪失が最小限にとどまること等の理由から、我が国には比較的受け入れやすい手法と考えられる。しかしながら、既に我が国において行われた「MBO」の事例は、中小・零細企業の事業承継を除いてはあまりなく、特にVC等の外部等投資家が介在したケースは少ない」と当時の状況を述べている（平成11年4月2日・通商産業省公表資料2頁）。

⁴⁶ 前掲注27参照。

実施されている現状にあって、マネジメント・バイアウトの法的問題点をめぐっては、必ずしも議論の整理がなされている状況にあるとはいえない。他方で、企業買収が、わが国に先行してすでに 1980 年代に活発に生じた米国にあって、その当時から現在に至る判例の推移や議論から学べるところは非常に大きい。もっとも、米国における議論をそのままわが国に当てはめることは必ずしも妥当ではなく、すでに蓄積されている他国の議論から学べるところが何であるのか、そしてわが国における現状に適応した法制度を検討することが重要であろう。そのためには、マネジメント・バイアウトの現状から特徴を把握し、その特徴に応じた個別の検討が必要である。

本節では、経営者・取締役のマネジメント・バイアウトを実践しようとする動機に着目し、経営者・取締役の行うマネジメント・バイアウトを目的別に分類し、その類型ごとに法的問題点を中心に検討したい。もっとも、類型分けは、経営者・取締役の行為規整を考える際の重要な指針とはなりうるが、それはあくまで、問題点を考察する上での便宜上のものであって、各類型の複合的な性格を有するマネジメント・バイアウトも当然にあり得る。

以下、本節におけるマネジメント・バイアウトの類型別の考察にあたっては、筆者は次の二つの視点が重要であると考えている。

第一に、会社の様々な利害関係者のうち、買収交渉では、経営者・取締役が誰の利害を代表して交渉当事者の立場にあるかということである。とりわけ、経営者自身が、利益相反によらない、独立当事者として交渉する立場にあるか否かである。言い換えれば、経営者・取締役に対する「客観的視点」である。この視点は、日本において実践されてきたマネジメント・バイアウトが「暖簾分け」を想定していた状況下にある場合は、特にあまり意識して議論されてきたことはなかったように思われる⁴⁷。しかしながら、上場会社の経営者が非公開化それ自体を目的としてマネジメント・バイアウトの実施を検討し始めた昨今、かかる視点は、経営者・取締役の行為規整を考えるうえでの前提条件でもあるといえる。

第二に、マネジメント・バイアウトを実行する経営者等の主たる動機・目的が何であるのかである。いわば、経営者・取締役の「主観的視点」である。マネジメント・バイアウ

⁴⁷ その理由としては、従来、日本のMBOの多くが、「暖簾分け」型のMBOであり、会社の利害関係者の利益相反問題としてはさほど重要視されてこなかったことが原因と思われる。特に日本の雇用慣行の下では、従業員との関係においては、マネジメント・バイアウトは雇用継続型の組織再編であるとされ、むしろ株主と他のステークホルダーとの利益の一致があることが強く強調されてきた感がある。

トは、対象会社の既存株主、経営者・取締役・投資ファンド等の新規株主、既存債権者、レバレッジド・ファイナンスを主導する新規債権者、従業員等の様々な利害関係者の利害に直接の影響を与える。ところが、すべての取引が同じ目的を有するわけではない。重要なのは、最初にマネジメント・バイアウトを実行するか否かは、経営を委任されている経営者・取締役の判断事項（取締役会決議事項）であり、彼らが有する動機・目的によって、主たる交渉当事者となる経営者等を中心に、利害関係者の利害対立構造の仕組み自体に変化が加わると予想されるからである。

（２）分類

そこで、上記視点からマネジメント・バイアウトを分類すると、概ね以下の４つに分類することが可能であろう。

すなわち、第一に、（１）上場会社による非公開化を指向するMBO⁴⁸ —非公開化目的型MBOである。第二に、（２）非中核部門の分離・独立によるMBO⁴⁹ —分割（暖簾分け）型MBOである。また、第三に（３）企業再生型MBO、そして最後に（４）企業買収防衛策型MBOの４類型である⁵⁰。

先の、類型別のための二つの視点に即していえば、第一の「客観的視点」、すなわち経営者等が、独立当事者として交渉すべき立場にあるか否かについて、その有無によって（１）の非公開化目的型MBOと（２）の分割（暖簾分け）型MBOに大別できる。すなわち、（１）の非公開化目的型MBOでは、経営者等は、同時に株式の売り手および買い手の立

⁴⁸ 日本では、優良上場企業による非公開化目的の著名なケースとして、ワールド社のMBO（前掲注 27 参照）が典型である。

⁴⁹ 日本で、経営陣等と投資家による最初の分離・独立型のMBOは、1998年12月、ICS国際文化教育センターの経営陣・従業員と、ベンチャーキャピタルであるジャフコ社によって行われた、WDIホールディングからの買収である。現経営陣と従業員持株会が11億円を出資し、銀行等から融資の19億円、及び劣後社債8億円の合計38億円の資金が調達された。本ケースは、買収目的会社の設立、MBOでは国内初のノンリコース・ファイナンスとそのための財務制限条項、劣後社債の利用等、欧米並みの組成であった。（株式会社レコフ「日本企業のM&Aデータブック 1988～2002」105頁（2003年）、村上＝北村・前掲注 37、134頁以下参照。

なお、1999年4月に当時の通商産業省による「MBO研究会・提言—我が国におけるMBO導入の意義とその普及に向けての課題」（前掲注 45 参照）は、当時は企業のリストラクチャリングのひとつの方法として、MBOを検討している。

⁵⁰ なお、第5番目の類型として、検討の余地があると思われる「事業承継型MBO」については後述する。「事業承継型MBO」としては、すでに引退した創業者の持分（64%）を現経営者へ引き継ぐ目的で、投資ファンドと組んだMBOの実施を発表した、大手青汁メーカーのキューサイの事例がある（日本経済新聞 2006年10月3日朝刊9面）。

場にある以上、何ら交渉の場が成立していない。他方、(2)の分割(暖簾分け)型MBOでは、少なくとも、複数の交渉者が存在し、価格交渉の場が成立している。

また、第二の「主観的視点」からも、その目的とするところは各類型によって大きく異なる。例えば、事業の再生を目的とするMBOでは、残余請求権者たる株主が最終の意思決定権者であるという原則が必ずしも妥当せず、むしろ既存債権者の利害が前面に出てくるため、相応の考慮が必要となる。また、すべての非公開化取引が、必ずしも買収防衛策を目的としていないという点において、(1)の非公開化目的型MBOと、(4)の企業買収防衛策型MBOとを分類して考察する意味がある。

そこで以下、各類型別に順に見ていきたい。

(1)の上場会社による非公開化目的型MBOは、上場会社の少数株主を締め出す(スクイズアウト/squeeze out)ことによるゴーイング・プライベート(going private)取引である。

わが国においては、1999年の商法改正における株式交換・株式移転制度の導入以降、組織再編に関する規制が緩和され、2006年5月施行の会社法では、株式の代わりに現金等を対価とすることを可能にした対価の柔軟化が規定された(749条1項2号ほか、ただし本規定は、施行後1年間は適用されない(会社法附則4項))。また、簡易組織再編行為の要件が緩和され、消滅会社等の株主等に交付される株式等の財産の額が、存続会社等の純資産額等の5分の1(旧商法では20分の1)を超えないときは、存続会社等の総会決議が不要とされた。さらに、略式組織再編行為が創設され、支配従属関係の会社において、一方当事会社の相手方が特別支配会社⁵¹である場合、被支配会社における株主総会決議を不要とした。

他方で、株式買取請求権の規定についても大きな変更がなされ、改正前商法の規定する「決議がなされなかったならば有したであろう公正な価格」(改正前商法408条ノ3第1項)を単に「公正な価格」(会社法785条1項ほか)としたことによって、組織再編によって生じるシナジーを買取価格に含めることが可能になったと一般的に理解されている。このような一連の組織再編行為の規制緩和によって、従来から支配従属関係にある子会社等の非公開化はもちろんのこと、マネジメント・バイアウトにおいても、公開買付後に対象会

⁵¹ 「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つては、その割合)以上を他の会社及び当該他の会社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が有している場合における当該他の会社をいう。」(会社法468条1項)

社に残存する少数株主を排除することが法制度上容易となり、その件数が今後益々増えることが予想される。

(2) の分割（暖簾分け）型MBOは、すでに指摘したように、企業の子会社や、非中核の事業部等の分離・独立を目的としてなされるMBOであり、従来わが国においては、マネジメント・バイアウトの典型的形態と考えられていたものである。そして、企業のリストラクチャリングの局面では、効率的な組織再編行為として利用される。

分割（暖簾分け）型MBOの中には、取引過程において、上場子会社の完全子会社化が行われる場合もあり、その場合には、少数株主の排除の問題が生じることについては、(1) の非公開化目的型MBOが有している問題と異ならない。しかしながら、分割（暖簾分け）型MBOにおいて、経営者等がマネジメント・バイアウトを実行する主たる目的が、事業の選択・集中に伴うリストラクチャリングにあり、少数株主の排除の問題は、付随的に生じるに過ぎないのに対して、(1) の非公開化目的型MBOは、まさに、少数株主を排除すること自体に主たる目的があることに注意を要する。

(3) の企業再生型MBOに特徴的なのは、典型的には少数株主の締め出しが実質的に生じないことにある⁵²。その意味では、企業再生型MBOは、経営者等と既存株主の利益相反はあまり問題とならない。そして主たる関心は、エンドゲームの後の問題として、既存の債権者と、投資ファンド等の新規株主との間に、新たな利益相反関係が顕在化することにあるといえよう。

(4) の企業買収防衛策型MBOは、敵対的な公開買付の対象とされた企業の経営陣・従業員等が友好的な買収者として、その多くは投資ファンド等と組んで登場する場合が典型的であるといえる。このように、敵対的な公開買付がなされた後に、対抗して経営陣らによってなされるマネジメント・バイアウトと比較して、いまだ第三者による敵対的な公開買付が行われていないときに、経営陣等自ら主導的に行うマネジメント・バイアウトでは、とかく買収防衛の目的自体を否定するアナウンスが経営者からなされる傾向にあり、(1) の非公開化目的型MBOと明瞭に区別することはできない。近年、市場からのモニタリング圧力が強まっている中で、総資産の解散価値に満たない時価総額に過ぎない企業においては、当然に敵対的な企業買収の標的会社となりやすい。それゆえに、現経営陣が自らイニ

⁵² ただし、会社が履行期の債務を弁済できないとき、はたして株式の価値が本当にゼロかどうか、新会社法の解釈と倒産法制との整合性について検討したものとして、田中亘「事業再生から見た会社法の現代化（1）（2・完）」NBL822号20頁、823号22頁（2005年）参照。

シアチブを握るマネジメント・バイアウトを観察するに際しては、それがフリーキャッシュフローの効率的な利用を促進する仕組み等を積極的に取り入れることを意図したものなのか、あるいは、ただ単に経営者・取締役の自己保身目的なのか、その判断は難しいといえる。しかしながら、支配権の移転・取得をめぐる組織再編行為にあっては、対抗買付の有無は、経営者・取締役の行為規整 ―とくに、価格の公平性を担保するための手続規整― を検討するにあたって、その枠組み自体を異にする可能性があることを示唆することができる。それゆえに、(1)の非公開化目的型のMBOのうち、経営者・取締役の動機・目的といった「主観的な視点」に比重を置き、第四番目の類型として、企業買収防衛策型MBOを挙げる意義があろう。

なお、先に言及した「事業承継型MBO⁵³」については、円滑な事業承継のひとつの方法として興味深い。また、本稿において、第5番目のMBO類型として別途取り上げる余地がないわけでもない。しかしながら、「事業承継型MBO」については、その問題点となり得る場面は、上記の4つの類型に内包されるものと思われる。すなわち、上場会社が非公開化を主たる目的とする点では、「非公開化目的型MBO」と何ら変わるところはない。また、かかる目的が将来的な株式の散逸、言い換えれば敵対的な企業買収の脅威がその背後に存在していると考えられる点についても、「企業買収防衛策型MBO」と問題を共通する。とりわけ、創業者の真意が、現経営陣を中心とする買収グループに、その持分を買い取らせることにあるにしても、取締役は、既存の少数株主の利益をも尊重するべく、会社ないし株主に対して忠実義務を負っている以上、仮に、株主にとって、より有利な対抗的な競合買付が生じた場合に、はたしていかなる行為規整がとられるべきかについても問題は同様である。

他方で、「事業承継型MBO」において、本稿で主たる問題となる経営者等の利益相反性については、「非公開化目的型MBO」でありながら、むしろ利益相反性の程度は小さいのではないかという点は特記すべきであろう。かかる点については、第4章3.(3)において付言したい。

以上、各類型の概略を見てきたが、経営者と株主間のエージェンシー関係の視点から検討できる問題点だけでもマネジメント・バイアウトにおける、利害関係は単純ではなく、両者の置かれた状況に応じた分析を必要とする。さらには、取引に際し、新旧の債権者、従業員等の他の利害関係者の利害が交錯する。したがって、各利害関係者間のそれぞれの

⁵³ 前掲注 50 参照。

エージェンシー問題を解決するに当たっては、各利害関係者の誘因を十分に考慮した上で、前述した各々の類型別の検討がされなければならない。もっとも、以下本稿で検討する範囲は、あくまで経営者・取締役と、株主間における伝統的なエージェンシー関係の考察が中心となる。したがって、債権者保護等の問題についての具体的検討は、今後の課題としたい。

3. マネジメント・バイアウトの仕組みから抽出できる問題点 —問題提起—

本節では、次章以降での具体的検討・考察の前提として、マネジメント・バイアウトの特徴に起因する問題点を整理する。

ここで、問題提起の前提となるのは、すでに指摘したとおり、支配株主による少数株主の締め出しの局面において、少数株主が直面する「強圧性 (coercive)」の問題であり、また、最終的に締め出された場合に株主が手にする「対価の公正性」の問題である。したがって、本節で提示する個々の問題提起は、少数株主が、合理的な判断によって所有する株式を売却する意思決定を行うように仕向けるにはどうすべきであるか、また、最終的な「公正な価格」をどのようにして担保することが法規整として求められるのかが、主たる課題となる。

他方、買収提案者が第三者である買収と、それが第三者ではない経営者等の内部者であるマネジメント・バイアウトとでは、どのような差異が指摘でき、法規整のあり方にどのように影響するのか検討したい。

(1) マネジメント・バイアウトに対する「Revlon (レブロン) 基準」の適用の可否

マネジメント・バイアウトの特徴のひとつとして、買収の前後で対象会社の経営者が原則的に変わらないことが指摘できよう。当該対象会社の株式は既存の株主から経営者・投資ファンド等の買収グループへ譲渡される —すなわち、株式の所有権の変動は生じる— が、(旧経営陣が事業を執行し続けられるという実態面での) 経営権の変動自体は生じていない⁵⁴。このことは、各利害関係者のインセンティブ構造の改変というガバナンスの視点

⁵⁴ 経営陣と投資ファンドが買収者となるMBOでは、しばしば、投資ファンドが持分の過半数を握るが、業務執行上の経営判断は、旧経営者等に任せているという意味でのあくまで実態的な評価としての理解である。

からは、人的資本の拠出者である経営者・従業員の再編は行われませんが、人的資本の拠出者が物的資本の拠出者になる⁵⁵と言い換えることができる。

このような実態的な見地から、取締役等が、より高い価格を提示した者へ会社を売却する義務を生じさせる米国判例法上の「Revlon 基準⁵⁶」をマネジメント・バイアウトへ適用するか否かを検討すると、その適用の前提条件として、「会社が売却の局面にあるか否か⁵⁷」の解釈が問題となりうる。しかし、マネジメント・バイアウトは、実態的な意味での経営権自体の移動はないものの、米国の判例法上の基準を当てはめれば、まさに「Revlon 基準」が該当する場面である。すなわち、米国判例法上の「Revlon 基準」が適用されるべき場面について、その解釈によれば、それまで会社の支配権が市場に存在していたものが、取引の結果、新たな支配株主が登場し、かかる支配株主に支配権が移る場合に、「一般株主の「支配権プレミアム」を得る将来の機会が失われるという前提に基づき、獲得可能な株式の最高価格を追求するというレブロン義務が発動されることになるのである」と説明される⁵⁸。

このような、米国判例法上の「Revlon 基準」の適用局面に対して、わが国におけるマネジメント・バイアウトの解釈論をめぐっては、「Revlon 基準」を原則としつつも、より詳細に考慮する必要があると思われる。とりわけ、前節において、マネジメント・バイアウト

⁵⁵ 宍戸・前掲注 40、383 頁。

⁵⁶ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. Supr., 1986). 会社の支配権の争奪をめぐり、会社が売却の局面にあると判断される場合には、取締役は、競売人として既存株主に対して、最高の価格を提示した買収者に買収すべき義務を有するとされる、米国判例上示された行為基準である（後掲注 57 を参照）。

⁵⁷ 前掲注 56 で、会社が売却の局面にあると判断される場合として、以下の局面が示されている。

- ① 経営陣が、会社自体の売却や会社の分割を含む再構築を行うことを決定した場合。ただし、経営者が会社を売却する意思がないことを明確に示している場合であれば、売却の局面ではないと判断される。
- ② 支配権の移動を伴う組織再編があり、再編後の会社に支配株主が生じる場合。ただし、再編後の会社に支配株主が生じない場合であれば、売却の局面ではないと判断される。

（企業価値研究会〔座長：神田秀樹東京大学教授〕「企業価値報告書」～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～ 2005 年 5 月 27 日・経済産業省公表資料）51 頁参照。

⁵⁸ ジョン C. コフィー，ジュニア「意見書〔翻訳〕」『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』別冊商事法務 289 号 398 頁参照。また、再編後でも支配的株主が登場しない合併と比較して、MBO は、再編後に支配株主が生じることを指摘し、支配権プレミアムが支配的株主だけに集中することとなると考えて（「レブロン基準の思索の背後にあると考えられる被買収会社のコントロール・プレミアムの適正な分配の趣旨に照らして」）、日本における MBO に関して、レブロン義務と同様の義務を経営陣に課す可能性を示唆する論稿として、岩倉正和＝大井悠紀「M&A 取引契約における被買収会社の株主の利益保護〔下(2)〕—Fiduciary Out 条項を中心に—」商事法務 1748 号 37 頁（2005 年）、39 頁、43 頁注 136 を参照。

の特徴ごとに分類した筆者の類型によれば、分割（暖簾分け）型MBOと企業再生型MBOの類型は、経営者（新規の株主）と既存株主との間の利益相反関係は非公開化目的型MBOに比べてさほど深刻な問題とならず、買収プレミアムの分配をめぐる、少数株主に對して配慮する必要性は、相対的に低いので、「Revlon 基準」の適用に当たっても、効率的なマネジメント・バイアウトを促進する観点からは、よりきめ細かい配慮が必要となろう。とりわけ、友好的な企業買収において特有の取引保護条項（deal protection provisions）の評価が問題⁵⁹となる（いずれも、第5章以下であらためて後述する）。取引保護条項の導入によって、より効率的な結果が導かれるのか否かが、類型ごとのマネジメント・バイアウトにおいて、検討される必要がある。

（2）マネジメント・バイアウトにおける企業価値と既存株主の取り分

次に、「経営者が買収前後において、変わらないこと」の特徴から、マネジメント・バイアウトは、経営者・従業員等が拠出する人的資本の評価が、株価に織り込まれているか否かの判断にあたって、大変重要な問題を示唆している。すなわち、経営者等自らがイニシアチブをとって実行したマネジメント・バイアウトに対して、第三者による対抗的な競合買付が生じなかつた場合を想定してみよう。経営者等が株主に対して提示した買収価格は、はたして「公正な価格」なのであるだろうか？

この経営者の提示した買収価格が公正なのか否かは、株価に対して人的資本をどのように評価するかといった見方によって、正反対の評価となる可能性が高い。なぜなら、人的資本を拠出する経営者が交代することがないとすれば、マネジメント・バイアウトは、物的資本を新たに拠出した経営者等のインセンティブに裏打ちされた、まさに経営者等の手腕こそが将来の付加価値を創出する源泉となるからである。

企業価値とは、企業が将来にわたって生み出す付加価値の割引現在価値を合計したものであり、付加価値は企業の様々な生産要素の適切な組み合わせから生じると指摘されている⁶⁰。先に公表された、企業価値研究会「企業価値報告書 ～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」(2005年5月27日・経済産業省公表資料)では、「企業価値」は、株

⁵⁹ 米国における取引保護条項の判例・実務の状況については、松本真輔「友好的M&A取引における取引保護条項〔上〕〔下〕」国際商事法務 31巻7号933頁(2003年)、31巻8号1100頁(2003年)参照。

⁶⁰ 例えば、柳川範之「株式公開とコーポレート・ガバナンス」神田秀樹＝財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』169頁(金融財政事情研究会、2007年)。

主価値とステークホルダーに帰属する価値の合計であり、「株主価値と企業価値は同じではない」と整理される。付加価値の帰属先は、株主だけとは限らず、その付加価値の実現に貢献したステークホルダーに帰属する部分もあると考えられるため、企業価値は株主に帰属する分だけでなく、他のステークホルダーに帰属する付加価値の分を加えて考える必要がある⁶¹。そして、もし仮に、機会費用だけを経営者や従業員等に支払うだけであれば、付加価値はすべて株主へ帰属することになるが、かかる場合、企業のイノベーション等の多大な利益を生み出す人的資本を抛出する者のインセンティブを損なうこととなってしまう。そのため、付加価値はそのすべてが株主に帰属するのではなく、経営者・従業員等に帰属する部分が生じるのである⁶²。

そこで、かかる観点からは、対抗的な競合買付の生じないマネジメント・バイアウトをどのように説明することが可能であろうか。以下では、マネジメント・バイアウトにおいて、対抗買付が生じないケースがいかなる意味を有しているのか、別図を用いて詳しく説明したい（別紙【図 1】を参照）。

まず、【図 1】の〔A〕は、現在の当該対象会社の会社資産を、他の平均的な能力を有する経営者が運用しても得られる企業価値である。次に、〔B〕＋〔C〕は、当該経営者等が、MBOによって付加することができるプレミアム部分である。そして、このプレミアムの上限（図の点線〔H〕）は、経営者等による経営改善に対する自信であり、あくまで主観的な最大予想価値を示すに過ぎない。ここで重要なことは、この上限値〔H〕は、客観的には誰にもわからない予測数値であるということである。

① 【図 1】中の〔J〕の価格で公開買付がなされた場合

仮に、〔J〕の価格で買付がなされた場合には、〔A〕の本来既存の株主へ帰属するべきである企業価値部分にも満たないため、一当該買収対象会社の情報開示が適正になされているのであれば――当然に対抗買付が誘発され、買付価格は〔G〕以上になるまで上昇する。万が一、〔G〕よりも低い価格で買付が成立した場合、かかるMBOは、不公正な取引となる。

② 【図 1】中の〔I〕の価格で公開買付がなされた場合

⁶¹ 柳川・前掲注 60、169 頁。

⁶² 柳川・前掲注 60、170 頁以下参照。

ＭＢＯを行う経営者等には、できるだけ安く株式を買取り、自らに分配されるシナジーを最大化しようとするインセンティブ（図中〔Ｃ〕の下向き矢印）を有していると同時に、できるだけ対抗買付が誘発されない価格を付けようとする（図中〔Ｂ〕の上向き矢印）逆のインセンティブをも有している。そして、この両者の動機が丁度ぶつかった時点の価格、すなわち〔Ｉ〕で買付のオファーがなされる。かかる場合に、〔Ｂ〕は、キャッシュアウトされる株主に支払われるシナジーの分配部分であり、〔Ｃ〕は、ＭＢＯを行う経営者等へのシナジーの分配部分で、いわば経営者等のインセンティブに相当する。なお、この場合、買収者等に付与される取引保護条項⁶³は、〔Ｃ〕の一部を確定する効果を持つと考えられる。

そして、〔Ｇ〕以上〔Ｈ〕以下の範囲内での価格で買付がなされる場合には、経営者等のインセンティブ（シナジーの分配）も、既存株主へのシナジーの分配も、確保されており、両者にとって好ましい状況であるといえる。それゆえに、仮に、対抗買付が生じなかったとしても、経営者等のオファーした買付価格〔Ｉ〕で、当該ＭＢＯの公開買付が成立すれば、当該買付価格は、ＭＢＯを申し出た経営者等が最も効率的に当該企業を運営できる買収者であると市場が評価し、決定した公正な価格であると推定できる。

ここで論点となるのは、〔Ｇ〕と〔Ｈ〕との間で示される買収プレミアムの分配をめぐる解釈の問題と、当該ＭＢＯの公開買付に応じず、最終的には当該会社より締め出される既存の少数株主に与えられる「公正な価格」がいくらであるかという問題である。なお、株式買取請求権の「公正な価格」をめぐる解釈 — とりわけシナジーの分配をめぐる筆者なりの考察 — については、第 6 章で、あらためて検討したい⁶⁴。

他方で、企業価値を評価するに際し、事前に、株主価値以外の様々な価値判断を内在させることは、誤解を生じる可能性があることが危惧される。例えば、そのひとつとして、企業価値の向上にとって「短期的」には好ましいが「長期的」には好ましくはないといった、価値判断である。かかる理由によって、本来、企業価値を向上させる資産売却や解雇を伴うＭＢＯ（ＬＢＯ）が、いわゆる「短期的」には株価が向上する要因ではあるが、「長期的」には企業価値（とりわけ、株主以外のステークホルダーに帰属する価値）を毀損する買収であるとして消極的に受け止められること等が考えられる。少なくとも、何が「長期的」で良いのか、逆に「短期的」がどのように企業価値を毀損するのか、明確な基準が示

⁶³ 取引保護条項の説明については、本稿第 5 章 2. (3) (c) を参照。

⁶⁴ 本稿第 6 章 130 頁以下を参照。

されない以上は、かかる価値判断は安易に用いられるべきではないのではなからうか。

市場の価格形成力に信頼をおく者は、仮に、対抗買付が生じなかったとしても、それは当該買付価格が経営者・従業員等の拠出する人的資本を市場が十分に織り込んで評価した結果であり、適正な情報開示がなされていることを前提とすれば、対抗買付がないからといって、なんら成立した買付価格に疑義を生じさせるものではない、と評価するであろう。他方で、対抗買付が生じないことを、客観的に市場が判断できないからであるとか、あるいは経営者等の内部の私的情報を用いた不公正な取引であるからとして、単なる既存株主から新規株主へのゼロサムの富の移転に過ぎないと考える者もいるであろう。

このように、対抗買付の生じないマネジメント・バイアウトは、経営者等の内部者が、内部情報を利用した不公正な取引であるとの疑念が晴れない一方で、ひとたび競合になると予想外の株価の高騰を招く可能性も同時に有している。株式を売却する既存の株主にしてみれば、そのこと自体は好ましいであろうが、公開買付で支払われる買収プレミアムには、買収側の株主による過剰支払のリスクがあることが実証研究から指摘されており⁶⁵、競合による「Revlon 基準」の適用が、パレート効率の観点からは、必ずしも最適な資源配分をもたらす唯一の方法ではないことにも留意すべきである。

(3) 他の組織再編行為との比較における法的手続の整合性をめぐる問題点

次に、法制度上、マネジメント・バイアウト（とくにここでの議論は、非公開化目的型 MBO を前提としている）は、合併等、他の組織再編行為と比較すると、その実態面では同等の重要性を有するにもかかわらず、手続面において、制度間の不均衡があるのではないかという問題提起が可能といえる。

わが国の会社法は、株主の利害に重大な影響を及ぼす会社の基礎の変更は、原則として株主総会の特別決議を要求している。会社が単独でなす行為である、定款変更、資本の減少、組織変更に対して、二社以上が関与する行為として合併、株式交換・株式移転、会社

⁶⁵ 井上光太郎「日本企業の M&A に対する株式市場の評価 ―大買収時代をモニタリングする視点」企業会計 2005 年 57 巻 6 号 22 頁参照。なお本論分が引用する、Michael Bradley & Anand Desai & E.Han Kim, *Synergistic Gain From Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms*, 21 J. FIN. ECON. 1(1988)では、「米国では 1960 年代から 1980 年代にかけて、買収プレミアムの平均が 19% から 35% にまで上昇しており、一方で買い手企業の株主はプラス 4% の超過リターンからマイナス 3% の超過リターンに低下している。」とされる。もっとも、1980 年代の買収の背景には、異常な過熱感があつたことには留意すべきであるが、買収プレミアムの増大と買収価格の過剰支払リスクとが正の関係にあることは確かと思われる。

分割、事業譲渡等があるが、これらは経済的意義の観点から以下の分類がなされている⁶⁶。すなわち、同一グループ内の組織再編としてなされる「窮極的な事業支配の変動はないタイプ（一種のリストラクチャリング）」、「事業支配の変動を伴う企業買収タイプ」、合併会社等を念頭にした「共同事業タイプ」の三種類である。そして、マネジメント・バイアウトは、「事業支配の変動を伴う企業買収タイプ」に近似していると考えられる（一ただし、事業支配の変動の有無についての実態面からの考察は前述した）。そして、それは株式の公開買付を行った後に、少数株主の排除を伴う吸収合併等が連続する組織再編行為である。

そのため、法制度上、マネジメント・バイアウトは、公開買付規制に服する。近時のわが国においても、マネジメント・バイアウトをめぐる規制のあり方については、公開買付規制の枠組みの中で検討されてきたところである（経済産業省・企業価値研究会「企業価値基準を実現するための買収ルールのあり方に関する論点公開」の公表について（平成17年12月15日）⁶⁷）。すなわち、法制度上、マネジメント・バイアウトは、入り口段階においては、株主総会決議を必要とせず、取締役会決議で実行可能である。かたや従来 of 合併手続きでは、法制度上、株主総会の特別決議が要件とされている。

確かに、既存株主が公開買付に応募する機会を平等に与えられたことをもって、既存の株主の手続的保護は十分に図られているという考え方もありうる。しかしながら、これは、あくまで買付価格が公正であることを前提に、「公正な対価」での売却の機会を既存株主に与えているにすぎず、「公正な価格」が担保されない場合、または、仮に、買収対象企業の将来的な成長余地を見込んで投資した株主の「当該株式を持ち続けること」を法的保護対象とするのであれば⁶⁸、マネジメント・バイアウト自体の可否を、公開買付以前に株主総

⁶⁶ 江頭憲治郎『株式会社法』（2006年）735頁。

⁶⁷ 公表資料によれば、II 具体的提言 1. 買収者及び対象会社とのバランスの確保 ・ ・ ・（4）その他（MBO等の取扱い）として、（以下公表の本文抜粋）「買収者が対象会社に対して事実上の強い影響力を有する場合、対象会社の経営者にとっては、通常の企業買収と比べて、利益相反となる可能性が高い。特に、MBOについては、対象会社の経営者自身が買収者となるため、情報の非対称性が大きく、買付価格の妥当性等について株主及び投資家がインフォームド・ジャジメントを行うことが難しいという特徴がある。そのため、このような場合については、買付価格の妥当性等について株主及び投資家が適切な判断をくだせるよう、それに関する情報提供の充実や専門家による評価を得る、第三者によるチェックなど判断プロセスの客観性の確保を行う、他の買収者による買収提案の可能性を確保するため一定の買付期間を確保するなどの工夫を講じるべきである。なお、MBOにより上場廃止となる場合については、それにより株主が著しく不利益を被ることを避ける観点から、上場廃止となる旨を明示し、また、全部買付を行うなど、強圧的な効果が生じないように配慮することが望ましい。」

⁶⁸ 少数株主を強制的に排除することの正当性の観点から検討し、株式強制買収制度の導入を主張するものとして、例えば、中東正文「M&A法制の現代的課題 一実務と理論の架

会に問うことで、合併類似の手續規制によって既存株主の保護を図るという方向も検討の余地があろう。

他方で、分割（暖簾分け）型MBOは、会社分割・事業譲渡の手續規制として、株主総会の特別決議を要件としている。すなわち、経営者等の利益相反が、非公開化目的型MBOに比べて、さほど大きくない分割（暖簾分け）型MBOでは、組織法上、既存株主の保護を、一定限度で確保している。これに対して、経営者等の利益相反性が極めて深刻となる非公開化目的型MBOでは、組織法上は、何ら事前に既存株主の手續的な手当てはなされず、公開買付規制が、いわば代替的に、既存株主の利益の保護を担っていると理解することができそうでもある。しかしながら、本来、証券取引法の趣旨は、「市場機能の保護と促進にあり、株主の地位に着目した、支配権の取得等によって生じる公開買付者・株主間または、株主同士の利害対立の調整は、証券取引法の規制の範囲外のものというべき」で、かかる問題は、「純粹に会社法によって解決されるべき性質のものである」との解説がなされている⁶⁹。

このような公開買付規制と従来の合併規制との間にみられる、法制度上の一貫性を欠いていると思われる点— 特に少数株主の保護をめぐる観点— については、既に米国においても問題提起がなされている⁷⁰。すなわち、部分的公開買付が認められている米国において、近年、公開買付と、それに続く略式合併を組み合わせることによって、事前に既存株主の承認を要する従来型の合併手續き規制を回避することが可能となる帰結を招いた判決⁷¹がデラウェア裁判所によって出され、とりわけ、それが、事後的な裁判所の審査を求められることのない、経営者等の経営判断によって行われることが可能であると判示したからである。このような米国判例法上の変遷・詳細については、本稿第5章で詳述するが、法的な問題点としては、公開買付後の吸収合併の局面で、買収対象会社から締め出される既存の少数株主が、構造的な強圧性のもとで、不本意ながらも公開買付に応募せざるを得ない状況が作り出されることにある。

なお、わが国では、2006年の金融商品取引法の施行に伴い、公開買付者の買付後の株券等の所有割合が三分の二を超える場合、買付者に例外的に全部買付義務を課す（金融商品

橋一〔上〕 商事法務 1658号 14頁（2003年）参照。

⁶⁹ 神田秀樹監修、野村證券株式会社法務部＝川村和夫編『注解証券取引法』265頁（有斐閣、1997年）。

⁷⁰ See Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U.P.A.L.REV. 785 (2003-2004).

⁷¹ *In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation*, 2001 WL 716787(Del.Ch.2001).

取引法 27 条の 13 第 4 項) ことによって、少なくとも公開買付規制の観点からは、少数株主の強圧性の問題は、相当程度緩和されたことになるといえる⁷²。

もっとも、非公開化目的のマネジメント・バイアウトに対して、組織法上、既存の少数株主の保護手続を検討することは、既存株主に対して過度な保護を与えることを趣旨としているものではない。近年の一連の商法改正の流れの中で、組織再編を円滑にすることを目的とした法政策、特に、対価の柔軟化は、支持されるべきである。ただし、実体的な側面に着目すると、特に既存株主の立場からは、合併の手続規制とマネジメント・バイアウトのそれを比較した時に、前者が株主総会の特別決議、後者が取締役会決議という、かかる両者の違いは十分指摘されるに値する点であるといえる。

このような組織再編の手続上の差異に対して、米国において、締め出し合併と、マネジメント・バイアウトの対照的な違いとして指摘されることは、前者が、競合買付の可能性を排除するものであるのに対し、後者は、競合買付の可能性が常に存在することによって経営者等に公正な価格を提示するインセンティブを供与しているのだとされる⁷³。すなわち、「締め出し合併では、支配株主の存在によって、競合買付の機会の可能性が除去されてしまうことを理由に、支配権市場を抛りどころとすることができないのに対して、マネジメント・バイアウトでは、支配権市場が、当該取引から生じた独立当事者間ではない利得の分配の公正さを監視する潜在的な可能性を有しているからである⁷⁴」とする。それゆえに、「経営者等の提示する価格があまりに低いと、競合買付が生じる可能性があるために、初期の段階において、経営者には、公正な価格を提示する誘因が生じる⁷⁵」と主張される。しかしながら同時に、その実効性には疑問も呈されており、「経営者等に対抗して競合買付をおこなう者等は、重大な情報 (Information) と、時期(timing)の点で、不利益を被っている。」として、「経営者等の買収グループ側は、実質的な費用をかけることなく、当該対象会社の、通常は非公開である情報にアクセス可能で、また、仕掛ける時期についても競

⁷² ただし、黒沼悦郎『金融商品取引法入門』(日本経済新聞社、2006年)99頁では、強圧性の問題が「若干緩和される」と述べている。おそらくは、議決権行使に関心のない株主の存在を前提にすると、必ずしも三分の二を必要としない場合もあり、その場合、三分の二未満の取得でも、二段階取引を行うことが可能であるため、依然として強圧性の問題は残っていることになること等を想定しているものと考えられる。

⁷³ THE AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS, CH.4 § 5.15, *commented by* Marshall L. Small & Ronald J. Gilson, 362(1994).

⁷⁴ *Id.*

⁷⁵ *Id.*

合買付者は、経営者等に比して不利である」ことが指摘されている⁷⁶。

（４） 各々の類型別マネジメント・バイアウトに特有の視点から

（Ａ） 非公開化目的型MBOの有する問題点

今後わが国におけるマネジメント・バイアウトの需要が一段と多くなることが予想されるなかで、市場からの退出を企図する経営者・取締役の行為規整を検討することは、以下の理由から重要であると考えられる。

すなわち、第一に、証券市場からの退出を決定する経営者等の経営判断に対して、彼ら経営者自身の法的リスクを事前に明確にする点である。また、第二には、所有株式をなかば強制的に売却処分することとなる既存の少数株主の保護の観点からである。いずれも、経営者等が究極的な利益相反関係を有することを起因とする問題である。

そこで、第一の観点からは、株式の上場廃止決議をした取締役の損害賠償責任が争われた下記の事案が参照できる（東京高判昭和 38 年 8 月 31 日下級民集 14 卷 8 号 1701 頁）。本件は、大阪および神戸証券取引所に株式を上場していた訴外会社の株主である原告 X が、株式の上場廃止申請を取締役会で決議し、上場を廃止した被告取締役 Y らに対して、何ら上場を廃止する必要がなかったのに、取締役としての忠実義務に違反してその上場廃止をなしたものであると主張して損害賠償請求を求めた事案である。本件判示は、「Y らが大阪および神戸両証券取引所における訴外会社株式の上場を廃止する決議をなしたのは、相当な理由と必要に基づくものであるから、取締役としての忠実義務に違背したものとすることはできず、かつあらかじめ株主に対し前記証券取引所の勧告の内容を通告して協力を求める措置を講じなかったとしても、その職務執行につき、故意または重大な過失があるものと解することもできない。」として、原告 X の請求を棄却した。

本件事案では、発行済株式総数の 94.5% が 30 名の株主の手中にあり、一部の大株主の買占めにより浮動株が減少して取引出来高も僅少となった結果、証券取引所が、当時の大蔵省の指導に従い、訴外会社に上場廃止の申請をなすことを勧告したといった特殊な要因がある。しかしながら、本件の評釈⁷⁷において、「本件は会社の支配をめぐる闘争の一環としてなされた買占めに起因するものであるが、・・取引所所定の客観的な上場廃止基準に該

⁷⁶ *Id.* at 363.

⁷⁷ 山口幸五郎「株式の上場廃止決議に参加した取締役の責任」竹内昭夫編『新証券・商品取引判例百選（別冊ジュリスト No.100）』（1988 年）48 頁。

当しないに拘らず、もし取締役が自己ないし自派株主の支配的地位（経営権）を保持するためにのみ上場廃止の申請措置をとったのであれば、それは自己又は第三者の利益という会社外の利益のためにする忠実義務違反（商法 254 条の 3）を構成することになる」と指摘する。このように、自ら上場廃止決議をした取締役の忠実義務違反が争われた公表裁判例は当該 1 件のみであるが、特に、敵対的買収に直面した経営者・取締役が防衛策の一環として、MBO を企図し、上場廃止ないし非公開化をするケースでは、取締役の忠実義務をめぐり、同列の議論があるといえるのではないだろうか。他方で、すでに前節で指摘のとおり、買収防衛目的のない MBO を遂行しようとする経営者等のインセンティブを事前に阻害することは、社会経済上の非効率を招く結果となる。

（B）分割（暖簾分け）型 MBO の有する問題点

分割（暖簾分け）型 MBO は、上場子会社の非公開化という文脈で、少数株主の排除が生じるという、(A) の非公開化目的型 MBO と同じ問題を含むに止まるといえる。ただし、あくまでも少数株主を排除することを主たる目的とする (A) の非公開化目的型 MBO とは、問題の意味合いが異なることはすでに述べた。その意味では、あらためてかかる類型に特有の問題点を指摘する実益はないといえるかもしれない。しかしながら、(A) の非公開化目的型 MBO が経営者等の有する利益相反の度合いが極めて強いのに比して、分割（暖簾分け）型の MBO は、旧経営者等の利益相反の度合いが少ないことにその特徴を有することを考慮した検討（かかる検討は第 4 章で行う）が必要である。すなわち、単に少数株主の排除が生じることの共通点をもって、同じ行為規整を経営者・取締役等に課すべきではないと考えられる。さもないと、企業のリストラクチャリングの局面等で、効率的な組織再編行為として有効に機能してきた分割（暖簾分け）型の MBO に対して、非公開化を目的とする MBO と同等の規制 — それは、利益相反の程度の違いから、より強度の規制となることが当然に予想できる — が導入されることにもなりかねない。したがって、分割（暖簾分け）型 MBO が有する問題点は、(A) の非公開化目的型 MBO の有する問題点と相対的に理解すべきものであるといえる。

もっとも、分離・独立する側の経営陣に情報優位性を有する可能性は指摘されてはいるが、この情報優位性自体については、米国においても、division（分割（暖簾分け））型の MBO によって、企業価値の向上が見込めるひとつの要因として、むしろ積極的な評価がなされている。

なお、上述のように、分割（暖簾分け）型MBOは、法制度上、会社分割・事業譲渡の規制に服するため、原則として株主総会の特別決議を必要とする（ただし、簡易分割等は除く）。

（C）企業再生型MBOの有する問題点

企業再生型MBOは、債務超過のラインをめぐって、株主と債権者との間の交渉におけるインセンティブが、正常な財務体質を有する企業で行われるMBOとは大きく異なる。

また、債務超過に陥った後の企業の再生にあたり、投資ファンド等の新規の株主と、既存の債権者間に利益相反関係が生じるが、とりわけ、「プレパッケージ型」の事業再生計画に類似する問題として、多大なリスクをとって、最初にコミットしたスポンサー企業が提示した買収価格に対して、事後的にそれ以上の価格での買収を申し出た新規のスポンサー企業の処遇をどうするべきかという問題がある。

（D）企業買収防衛策型MBOの有する問題点

企業買収防衛策型MBOに有する問題は、マネジメント・バイアウトを実施する経営者等が自己保身目的という、極めて強い利益相反関係を有していることよって、既存株主の利益が損なわれる可能性が高いという点にある。

本来であれば、企業買収防衛策型MBOは、その経営者等の自己保身目的による濫用を防ぐために、「価格」という客観的な基準によって、判断・対処することが可能である。しかしながら、企業買収防衛策型のマネジメント・バイアウトは、（A）の非公開化目的型MBOと客観的に区別することは困難であり、既存株主は、必ずしも経営者等の企業買収防衛目的を立証することができない。そして、経営者等は、非公開化を目的とした理由について、短期的な株価に左右されることのない長期的な視点からの事業運営が可能である等の、マネジメント・バイアウトがもたらす長所については表明するであろうが、当該マネジメント・バイアウトが極めて深刻な利益相反関係を内在しており、買収防衛を真の目的としていることを、経営者自らアナウンスすることが想定しえないのは、すでに指摘したとおりである。

4. 小括

以上、わが国におけるマネジメント・バイアウトについて、その仕組み、特徴別による分類、そして問題点を順次述べてきた。本章では、これまであまり整理されることのなかったマネジメント・バイアウトについて、構造的な側面と実態的な側面から、筆者なりに考え得る問題点を列挙した。いずれにせよ、重要なことは、わが国において従来からリストラクチャリングの一環として行われてきた「分割（暖簾分け）型MBO」と、近年見られる「非公開化目的型MBO」とは、明確に分けて議論する必要があるということである。そして、交渉当事者である経営者等が、はたして誰の利害を代表する立場、とりわけ独立当事者として交渉する立場にあるのかどうかという「客観的視点」と、経営者等が、マネジメント・バイアウトを実施する主たる動機・目的が何であるのかという「主観的視点」にたった考察が有益であることを提起した。いずれも、経営者を中心とした利害関係者のインセンティブに影響を与え、マネジメント・バイアウト自体の評価を変えてしまう要因である。

そこで、上記の二つの視点からマネジメント・バイアウトを以下の4類型に分けた。

- (1) 非公開化目的型MBO
- (2) 分割（暖簾分け）型MBO
- (3) 企業再生型MBO
- (4) 企業買収防衛策型MBO

続いて、マネジメント・バイアウトの特徴に起因する問題点を検討した。

ここでは、大きな特徴として「経営者がMBOの前後で変わらない組織再編であること」を示した。マネジメント・バイアウトが、経営者等による究極的な利益相反取引であるために、既存株主を害する可能性が高い反面で、将来の事業を成功に導くか否かも、経営者自身の能力に委ねられている。そのため、経営者等の物的・人的な資本の当該企業への抛出と、将来的なコミットメントをどのように評価すべきかが問題とされる。したがって、利益相反的な立場にある経営者・取締役の長短所を十分に認識したうえで、マネジメント・バイアウトを実行する経営者自らがより効率的な組織改変を行う誘因を阻害しないと同時に、実効性を有する行為規整を両立させることが望まれる。また、企業買収をめぐる法制度への問題提起、特に実態的側面から合併規制手続きとの整合性についても指摘した。

第3章 マネジメント・バイアウトと買収プレミアム

マネジメント・バイアウトを行おうとする経営者等は、様々な動機を有していることが考えられる。そこで本章では、経営者等がいかなる動機に基づいてマネジメント・バイアウトを実行するのか、米国における1980年代以降の実証研究結果が示唆する様々な可能性を順次取り上げていく。そして、マネジメント・バイアウトがはたして経済社会的な効率性を改善することになっているのかについて検討したい。

そこで本章では、実質的な側面から、マネジメント・バイアウトにおける公開買付によって買収者が対象会社株主に対して提示する、市場価格を超過する買収プレミアムに焦点を絞って検討する。マネジメント・バイアウトは、全ての既存株主が金銭によって、対象会社から退場することによって成し遂げられるため、買収対象会社の既存株主にとっては、支払われる対価こそがすべてであるといえる。

もっとも、買収プレミアムに象徴される、買収対象会社株主への対価として生じる利得が、どのように説明されるか、その見解については、学者の間にも相違がある。例えば、Lowensteinは、マネジメント・バイアウトに対する当時の著名な学者の見解を以下の三つに分けている⁷⁸。

第一が、Easterbrook & Fischelにみられる、それが「実質的な価値の創出である」とする新古典派経済学者、ないしは経済学へ親和的傾向を示す法律学者の立場であり、第二に、Brudney & Chirelsteinといった、「リスクに値する利得としては、あまりに取るに足りない」として批判的立場のものである。また、第三の法律学者（例えばGreene）の立場として、「市場価格を超える取引であるバイアウトの経済的な利点を認めつつも、厳しく当該行為を規制したほうがよい」とするものがある。

本章における買収プレミアムをめぐる考察は、直裁的に経営者と株主間のエージェンシー問題を解決する試みとして、著名な経済学者による実証研究が存在する分野である。これら実証研究では、買収対象会社の株主に支払われる、市場価格を超過した買収プレミアムの根拠が何に起因していると考えられるのか、また、バイアウトによる価値の創出に値する妥当なものであるのか等の視点が中心である。

もっとも、各々の実証研究は、検証時期やサンプル数、観察する取引対象の違い、指標

⁷⁸ Louis Lowenstein, *Management Buyouts*, 85 COLUM.L.REV.730, 748 n.65(1985).

等が当然に異なるため、本章の結論が直ちに導かれるものではない。また、マネジメント・バイアウトに抛らない様々な外的な要因が実証結果に影響を与えていることも否定できない。しかしながら、一連の実証研究によって示された特徴や方向性は、本稿の検討課題であるマネジメント・バイアウトを実施する経営者・取締役の行為規整―それが法政策論を提起するのであればなおさら―を検討するにあたって、有益な示唆を与えるものである。

一般的に企業買収では、買収対象会社の株主に支払われる対価は、当該会社の市場価格を大きく上回り⁷⁹―その差額⁸⁰を買収プレミアムと呼ぶが―このプレミアムを支払ってまでなされる買収の動機がはたして何であるかが問題とされる。さらには、かかるプレミアムを対象会社株主へどれほど支払うことが望ましいのかについて議論のあるところである。

わが国では、2006年5月施行の会社法において、対価の柔軟化に関して、改正前商法が規定していた「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格（改正前商法408条ノ3）」を、単に「公正な価格（会社法785条1項等）」と規定した。この規定の変更の意味するところは、少数株主の締め出しの観点からは、キャッシュアウトされる株主は、存続会社の株式を対価として得る場合と異なり、当然に存続会社の将来的なキャッシュフローの恩恵を得られないため、合併で生じるシナジーの分配に与えるべきであるとされ、存続会社株主によるシナジーの独占ができなくなった⁸¹ものと理解される。そのため、マネジメント・バイアウトに際し、既存株主に支払われるプレミアムにとっても、大変に大

⁷⁹ 例えば、1980年代最大のKKRによるRJRNビスコのLBOでは、40ドル半ばで取引されていた株式に対して、対価とされた金額は、80ドルの現金を含む、一株当たり108ドルであった（ポール・ミルグロム＝ジョン・ロバーツ『組織の経済学』（1997年）571頁）。

⁸⁰ 企業の非公開化取引（必ずしもすべてが狭義のMBOではない）に際し、市場価格に対してどれほどの高い買収プレミアムが支払われたかについて、1970年代から80年代後半の米国の企業と、1990年代後半から2000年代初めの英国の企業のサンプルを調べた各々の実証研究を一覧にしたものでは、買収プレミアムは約33%から約56%の間にあり、平均すると約45%になる（L. Renneboog & T. Simons, Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs, Tilburg University Discussion Paper, 18 table4 (August 2005).）。

なお、上記のRenneboog & Simonsによるディスカッションペーパーは、公表年度が新しく、多くの先行実証研究結果を一覧にまとめているものである。特に、個々の命題に対する実証の一応の結論が、端的に示されており、先行実証研究結果の結論における方向性と、個々の研究結果の相違を把握するのに有益であり、本稿にとって、依拠するところが大きい。ただし、先行実証研究の対象企業は、必ずしもMBOによるものに限定しておらず、非公開化取引全般を含む研究結果も同列に扱われていること、また、米国のみならず英国の実例も含まれていること等、比較検討にあたって注意を要する。

⁸¹ 神田秀樹「組織再編」ジュリスト1295号128頁（2005年）。また、江頭憲治郎『会社法制の現代化に関する要綱案』の解説〔V〕商事法務1725号8頁（2005年）参照。

きな影響がある法改正といえ、かかるプレミアムの実質的側面からの考察は、極めて意味のあるものといえる。

1. マネジメント・バイアウトに関する経済的分析と実証研究からの示唆

本節では、マネジメント・バイアウトを分析した代表的な実証研究を紹介する。当該実証研究においては、その関心の多くは、マネジメント・バイアウトによる価値の創出の源泉がはたして何に起因するのかという視点にある。そこで、多くの経済学者等が示した要因としては⁸²、大方、以下のように整理できよう。

第一に、「エージェンシー・コストの削減効果」である。企業の成長過程において、株主の分散化により生じる、経営者と株主間における伝統的なエージェンシー問題は、経営者が株主となることで消滅する。他方、同時に多くのマネジメント・バイアウトでは多額の負債が資金調達に際し利用され、経営者と新規債権者との間に新たなエージェンシー問題を抱える。それは、最適な資金調達構成がいかにあるべきかという大きな問題を含んでいる。

このような実証研究を「エージェンシー・コストの削減効果」の観点から、さらに詳細に3つのカテゴリーに分類し、それぞれ「インセンティブの再編」、「コントロール仮説」、「フリーキャッシュフロー仮説」として整理するものもある⁸³。かかる観点は、経営者と株主間のエージェンシー関係に起因する様々なコストを削減するという点で共通する。しかしながら、とりわけ、マネジメント・バイアウトにおいて、経営者・従業員に対して人的資本の拠出をするインセンティブを付与することが、当該企業の将来的な付加価値を向上させるにあたって決定的な要因となることは、単にエージェンシー・コストが削減されるといった以上の意味合いを有している可能性があることに留意を要する。

第二に、「税制上の控除による効果」である。

当時の米国では、新たに導入する負債の金利が税務上、控除の対象とされることで、法人税額に直接的な影響を与えていた。それゆえに、多かれ少なかれ、税務上の扱いが、レバレッジド・バイアウトに際し、プラスの効果を与えたとはいえるであろうが、それが、マ

⁸² See e.g., Robert L. Kieschnick, Jr., *Management Buyouts of Public Corporations: An Analysis of Prior Characteristics*, IN YAKOV AMIHU D ED S., LEVERAGED MANAGEMENT BUYOUTS, 36-41(1989).

⁸³ Renneboog & Simons, *supra* note 80 at 8-11.

マネジメント・バイアウトを実行する経営者等の主たる動機であったか否かについては、議論が分かれている。

もっとも、「税制上の控除による効果」は、主に、マネジメント・バイアウトがなぜ行われたかという考察にとっては、それなりの意味を有するが、マネジメント・バイアウトが価値を生み出すものかどうかといった観点からは、税制の問題は、単に、政府部門から企業部門への所得の移転に過ぎず、何ら社会的に新たな富を創出するものではない点に留意すべきであろう。

第三に、「既存の利害関係者からの富の移転による効果」である。

かかる観点は、大きく二つに分類できる。そのひとつが買収対象会社の「既存債権者から株主への富の移転」であり、もうひとつが、買収対象会社の「従業員から株主への富の移転」である。前者は、バイアウト時に既存株主に支払われる株式の対価、とくに買収プレミアムに、富の移転分が含まれているか否かといった見方と同時に、異なった資金提供者の間に含まれる利害対立という、エージェンシー・コストをめぐる議論の要素をも有している⁸⁴。他方、後者では、マネジメント・バイアウト後に買収対象会社の従業員の解雇が行われているか否か、またそうであるとすれば、どのような属性の従業員が解雇の対象となるかといった視点で検討される。

第四に、「上場維持コストの削減効果」である。

企業が上場を維持するには、多くの開示規制に服し、会計監査人に支払う金額等は無視することができない。一般的に、上場することの長所としては、資金調達手段の多様化と、上場による当該企業の顧客への認知度が挙げられよう。しかしながら、資金調達手段の多様化については、近年、投資ファンドやベンチャーキャピタル等の隆盛により、必ずしも上場することが、巨額な資金調達手段を確保する唯一の方法ではなくなっている。当該企業の情報が十分に開示されていれば、上場しなくとも、調達資金は確保できるため、上場による資金調達手段の確保といった長所は、株式公開に伴った情報開示義務から生じる長所に過ぎない⁸⁵。また、すでに十分な資金が内部留保等によって賄われ、とかく新規事業の余地が少ない成熟産業に属する企業等にとってみれば、上場していることによる顧客への認知度は、すでに確保されており、上場を維持することの長所はあまりないともい

⁸⁴ Kieschnick, Jr., *supra* note 82 at 40.

⁸⁵ 柳川範之「株式公開とコーポレート・ガバナンス」神田秀樹＝財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』178頁（金融財政事情研究会、2007年）。

える⁸⁶。このような企業にとって、上場維持コストが削減できることの効果は決して小さいとはいえない。

第五に、「敵対的企業買収の防衛策としての効果」である。

マネジメント・バイアウトが時として、敵対的な買収に対する防衛策として利用されることはすでに指摘されてきた⁸⁷。そして、それは経営者等のあくまで「主観的」要因であるために、価値の創出の有無を客観的に示すことは困難であり、また時として経営者等の潜在的な動機としてなされるため、第三者によって敵対的買収のオファーがなされる前に、経営者が率先して行うマネジメント・バイアウトでは、その真意を図り損ねるといえる。

第六には、「情報の非対称性による企業価値の過小評価による効果」である。

経営者と株主との間に存する情報の非対称性は、単に当該企業が過小評価されているか否かといった結論だけでなく、その本質は経営者等の有する内部情報の利用による、利益相反の問題と密接に関係するといえる。そのため、法制度が情報開示を要求することによって、情報の非対称性を解消させようという試みがなされてきた。しかしながら他方で、そもそもマネジメント・バイアウト自体に内在する情報の非対称性を完全に解消させることが実際には困難である以上、情報の非対称性を前提とした、行為規整を検討する必要性があろう。同時に、開示されるべき情報のレベルが問われるといえる。

この点、マネジメント・バイアウトにおける経営者と株主との間の情報の非対称性に関して田中助教授は、企業内部の資産に、経営者のみが知っていて、市場が知らない価値を含んでいる場合に、「経営者が市場価格のみを支払って企業を買収できるとすれば、株主から資産価値を「奪取」しているものと評価でき」それは、マネジメント・バイアウトの時点では「単に所得の移転に過ぎず、効率性に影響しない」が、「かかる資産の奪取のリスクを考えた上で、満足なリターンが期待できる場合でないと投資家が投資しなくなる」として、投資家の事前の行動に非効率を及ぼす可能性があることを示唆する⁸⁸。

⁸⁶ 優良上場会社による非公開化を目的とするMBOである、ワールド社のケースでは、仮に潜在的な敵対的買収防衛策の意図がなかったと仮定すれば、「上場コストの削減効果」を目的としたものとされている。ワールド社が成熟産業（繊維・衣料）に属し、資金的にも余裕のある企業であり、個々に有する衣服のブランドは既に十分に顧客に認知されている。もっとも、経営者は、ブランド別の経営戦略を独立させて、非公開化後は、個々のブランド別による将来的な再上場の可能性に言及している。

⁸⁷ See e.g., John Coffee, Jr., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, 84 COLUM.L.REV.1145, 1195(1984); Lowenstein, *supra* note 78 at 743.

⁸⁸ 田中亘「取締役の社外活動に関する規制の構造（2）」法学協会雑誌 117 巻 10 号 102 頁（2000年）。

以上、マネジメント・バイアウトを企図する経営者等の動機 ―すなわち買収時に支払われる高いプレミアムの根拠― として考えられている可能性について順に挙げてきた。そこで以下では、個々の可能性について実証研究の結果を概観し検証したい。そして経営者・取締役のマネジメント・バイアウトに際しての行為規整を類型別に検討する上での参考とする。

(1) エージェンシー・コストの削減効果とフリーキャッシュフロー

レバレッジド・バイアウト（LBO）がエージェンシー・コストの削減にきわめて有益であると主張した Jensen は、LBO の有する組織形態（LBO Association）が、上場会社に比較優位な構造を有するものであるとして、特に経営者による持分所有と、負債による経営者の規律付けの効果が経営者等を監視・統制することを論じた⁸⁹。他方、Rappaport は、Jensen の LBO に対する評価に対して、その優位性を否定し、バイアウトが、一過性の組織形態に過ぎないことを主張した⁹⁰。Kaplan が 1979 年から 1986 年までに実施した 183 事例の LBO の実証研究⁹¹によれば、1990 年に至った段階で、その 63% が依然として非上場会社のままであり、14% は独立して上場し、残りの 24% は、他の上場会社によって所有されており、LBO による非公開の期間は、平均 6.82 年であるとされる⁹²。このような結果は、LBO が再上場へ向けた一過性の組織形態であるという Rappaport の主張に一致する一方で、資産の一部が依然として LBO 後においても何年も高いレバレッジの状態を維持されていることは、インセンティブを付与する組織の重要性を説いた、Jensen のモデルに一致しているとも評価する⁹³。また、Kaplan による別の研究⁹⁴では、バイアウト前の既存株主の得た平均のプレミアムは 42% になるとされ、さらには、バイアウト後における企業のキャッシュフローの増加を示している。そして、Kaplan は、こうした変化が、

⁸⁹ See Michael C. Jensen, *The Eclipse of the Public Corporation*, 67(5) HARVARD BUSINESS REVIEW 61(1989).

⁹⁰ See Alfred Rappaport, *The Staying Power of the Public Corporation*, 68 HARVARD BUSINESS REVIEW 96(1990).

⁹¹ See Steven N. Kaplan, *The Staying Power of the Leveraged Buyouts*, 29 J. FIN. ECO. 287(1991). なお、Kaplan によれば、当該サンプル数は、実証期間に実行された取引規模の大部分を含んでいるとしている (*id.* at 291).

⁹² *Id.* at 287.

⁹³ *Id.* at 290.

⁹⁴ See Steven N. Kaplan, *The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value*, 24 J. FIN. ECO. 217(1991).

まさにエージェンシー・コストの削減にあることを主張した。

その後、米国でのLBOが最大の規模となる1980年代後半期の、1985年から1989年までの44件の企業の非公開化取引のサンプルからLBO後の業績の変化を観察したOplerによれば⁹⁵、LBOの前1年と、後2年間の営業利益とを比較すると平均16.5%の業績向上が見られるとともに、営業キャッシュフローの増加に有意であり、投資家にとって効率性が増すことを結論づけている。同時に他方で、バイアウト後には、大幅な法人税支払の低減（マイナス80%超）と、資本支出の減少（マイナス40%超）が観察されたが、研究開発費用の支出は、わずかな減少に止まっており、さほどの変化は見られていない⁹⁶という。特に、大幅に資本支出が減少していることについては、Jensen等の主張する、余剰キャッシュフローを無駄な支出に使用させない仕組みを与える（フリーキャッシュフロー仮説）、LBOの利点にも一致する。

こうした先行する実証研究の業績比較の指標が、バイアウトの後、1~2年のものであるのに対し、Long & Ravenscraftによる実証研究⁹⁷は、バイアウト後の5年間程の業績の推移を調査対象としている。これは、LBOに批判的な者が、LBOによって生じる利得の多くが短期的なものであり、長期的な業績指標の犠牲において、種々のコスト削減を求めたものに過ぎないといった批判に応答しようとしたものである。そして、こうした観点からの結論は、以下のようなものである。すなわち、バイアウト後3年までの業績の向上は、有意に継続して見られたので、それが主として短期的な改善や情報操作に起因するものではないとする。他方、LBO直後に比較して、4~5年目における業績の向上には落ち込みが見られ、もはや有意な相関関係が見られないとして、LBOの推進力の限界を指摘している⁹⁸。さらに本実証研究において興味深いことは、明示的にLBOを定義づけて⁹⁹、LBOと、レバレッジのない非公開化取引を比較考察していることにある。かかる前提によっ

⁹⁵ Tim C. Opler, *Operating Performance in Leveraged Buyouts: Evidence From 1985-1989*, 21(1) FINANCIAL MANAGEMENT 27-33(1992). なお、Oplerの実証研究は、Kaplan等の先行研究の対象が1980年代の中頃までのものであるのに対し、LBO市場が発展した1980年代後半までのLBOを内包する。特に1988年と1989年の2年間は、RJRNビスコ等の大型のLBOが登場した期間であり、大規模なLBOによる企業の業績変化の推移の影響を取り入れている。

⁹⁶ Opler, *supra* note 95 at 31.

⁹⁷ See William F. Long & David J. Ravenscraft, *The Financial Performance of Whole Company LBOs*, Discussion Paper, Center for Economic Study(CES) 93-16(1993).

⁹⁸ *Id.* at 11.

⁹⁹ 本実証研究では、20%超の負債の増加をもたらすゴーイング・プライベート取引をLBOと定義している (*id.* at 9)。

て、LBOを実施した企業の業績推移における「負債」の実質的な役割を分離して考察することが可能とされている。そして、結論として「負債」が利益の増加における決定的な役割を果たしていることを観察できたとして、レバレッジのない（少ない）非公開化取引では、LBOに比較して、低い業績指標が有意に見られ、LBOと同水準の改善効果は生じていない¹⁰⁰ことを指摘する。また、経営陣が参画するMBO、資産のリストラや銀行によるモニタリングの増強等は、LBOの業績向上に有意な数値を示しておらず、これらの実証研究から導かれる結論としては、一般的なエージェンシー理論以上に、Jensenの主張したフリーキャッシュフロー理論に、より一致するとされる¹⁰¹。

（２）税制上の控除による効果

マネジメント・バイアウトにおいて株主に支払われる高いプレミアムの別の説明として、Lowensteinは、負債による税制上の控除が、経営者等の主たる動機であることを主張した。

マネジメント・バイアウトによる、節税効果は、負債の及ぼす効果の有無によって二つのタイプに分類できる。すなわち、ひとつには対象会社の資産取得に拠る、減価償却費の増加等を要因とする、負債とは直接関係のない節税効果であり、ふたつめには、借入金利の控除に拠る節税効果等の、負債が直接に影響する節税効果である¹⁰²。

非公開化後に再度上場したFred Meyer社や、当時の他の一億ドル以上の価値のバイアウトの申し出がなされた事例を実証したLowensteinによれば、マネジメント・バイアウトの価格付けの多くが、節税効果で説明できるという¹⁰³。先のOplerの実証研究（1985年から1989年までの44件の企業の非公開化取引のサンプル）においても、当該企業の税支出は、LBOの1年前の約2,240百万ドルから、LBOの1年後には、それが731百万ドル、さらに2年後には516百万ドルにまで減少していることが示されている¹⁰⁴。

このように、マネジメント・バイアウトに関して税制上の控除が税支出を大幅に削減し

¹⁰⁰ Long & Ravenscraft, *supra* note 97 at 24.

¹⁰¹ *Id.*

¹⁰² Kieschnick, Jr., *supra* note 82 at 37.

例えば、Lowensteinが検証したFred Meyer社のケースでは、マネジメント・バイアウトの前後で、増加した金利の支出（リースや抵当の支払金利を除く）は、会計年度の1981年の旧社の百万ドルに対し、1983年の新会社では29百万ドルの金利支出を計上していた（*See* Lowenstein, *infra* note 103 at 151.）。

¹⁰³ Louis Lowenstein, *No More Cozy Management Buyouts*, HARVARD BUSINESS REVIEW, 147, 148(1986, January-February).

¹⁰⁴ Opler, *supra* note 95 at 30.

ていることは、実証研究からも明らかである。しかしながら、他方で、所得減税の効果は、LBOが行われた後の4～5年間は、継続するが、その効果は、年次の進行とともにおおむね減少し、LBOの1年後の減税効果に比して、4～5年後には、それは50%ほどへ縮小する¹⁰⁵。

そこで、マネジメント・バイアウト、特に、レバレッジによる負債控除が、経営者等の当該取引を実行する主たる誘因となるかどうかについては、Lowensteinが主張したほどには、積極的に支持されていないと思われる。その理由としては、大方以下の点が挙げられる。

第一に、実証研究が示すように、バイアウト後の時間経過も加味すると、その効果は限定的であること、第二に、仮に節税効果が主たる動機であるとすれば、なぜ、「所有の集中」や「経営者による所有」といった特徴を示す、支配権の変動を伴うマネジメント・バイアウトである必然性があるのか、いわゆる、会社の資本構成に変化を与える「リキャピタライゼーション (recapitalization)」でも十分なのではないかとの疑問が提起されよう¹⁰⁶。

Romanoは、高いレバレッジによって得られる節税効果は、エージェンシー・コストと切り離して考察することはできないことを指摘する。なぜなら、当該対象会社の経営者等が、実質的な株式持分を与えられることで有するインセンティブが機能する時にのみ、債権者等は、将来のキャッシュフローで返済が賄われるに十分な金利で資金の貸付をする予想されるからである¹⁰⁷。さらに、1986年の税制改正(The Tax Reform Act of 1986)によって、多くの税制上のメリットが失われることとなったが、にもかかわらず、節税効果の生じないLBOがその後も継続して行われた事実からも、レバレッジによる負債の控除効果が、経営者がマネジメント・バイアウトを実施する主たる要因となるか否かについて、

¹⁰⁵ Long & Ravenscraft, *supra* note 97 at 12.

¹⁰⁶ RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, LEVERAGED BUYOUTS AND RECAPITALIZATIONS, THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS, CH.11, 406(2nd ed.1995); Ronald J. Gilson, *Market Review of Interested Transactions: The American Law Institute Proposal on Management Buyouts*, IN YAKOV AMIHU D EDS., LEVERAGED MANAGEMENT BUYOUTS, 217, 219(1989).

LBO (MBO) と、「リキャピタライゼーション」の決定的な違いとしては、前者が、バイアウト後に対象会社の一般株主が、キャッシュアウトされて、支配権は投資グループ及びその一部を経営者が取得するのに対し、後者では、取引後も依然として既存の一般株主は、株主たる地位を有しており、また、従前に上場会社であったものは、依然として上場を継続している (GILSON & BLACK, *id.* at 401.)。

¹⁰⁷ Roberta Romano, *Management Buyout Puzzles*, IN YAKOV AMIHU D EDS., LEVERAGED MANAGEMENT BUYOUTS, 199, 200(1989).

同じく消極的な結論が示されている¹⁰⁸。

したがって、節税効果は、マネジメント・バイアウトによって当該対象会社の業績数値の向上に部分的に寄与していたことは間違いないが、マネジメント・バイアウトを行う経営者等の主たる誘因となっているとまではいえないとするのが、現実的な評価であろう。

(3) 既存の利害関係者からの富の移転による効果

マネジメント・バイアウトにおいて株主に支払われるプレミアムの根拠の第三の説明として、会社の株主以外の利害関係者から、利得が株主へ移転されている可能性が従来指摘されてきた。かかる観点からは、利得を搾取される対象として考えられてきたのは、主として、既存の債権者と、当該対象会社の従業員である。本節では、順次、マネジメント・バイアウトによって、株主以外の利害関係者への影響を検証した実証研究を紹介し、その評価について概観する。

(A) 既存債権者からの富の移転の可能性

マネジメント・バイアウトのアナウンスがなされた時点の、当該対象会社の社債、特に非転換型社債保有者の得失の影響を実証した結論は、総じて、明らかではない。

社債価格の変動について、Lehn & Poulsen¹⁰⁹等に代表される 1980 年代前半の実証研究の多くが、相関関係がゼロ、あるいは、わずかながらマイナスであることを示した。しかしながら、かかる実証研究は、レバレッジド・バイアウトの隆盛を極めた 1980 年代後半の実証が反映されていないことを指摘し、その後の 1980 年代後半の実証を取り込んだ研究とは分けて検討することが有益であるとされる¹¹⁰。

そこで、1981 年から 1989 年の間に公表された 29 件のマネジメント・バイアウトにおいて、未償還の非転換型社債 (outstanding nonconvertible bonds) の影響を調査した、Cook 等の実証研究¹¹¹が示す結論は、以下のものであった。すなわち、社債権者は、マネジメント・バイアウトの公表にともない、市場価値のおよそ 3% の損失を被る。しかしな

¹⁰⁸ Ivan Bull, *Management Performance in Leveraged Buyouts: An Empirical Analysis*, IN YAKOV AMIHUJ ED., LEVERAGED MANAGEMENT BUYOUTS, 69, 89(1989).

¹⁰⁹ See K. Lehn & A. Poulsen, *Leveraged Buyouts: Wealth Created or Wealth Redistributed ?*, IN WEIDENBAUM AND CHILTON ED., PUBLIC POLICY TOWARD CORPORATE TAKEOVERS(1988).

¹¹⁰ See Douglas O. Cook & John C. Easterwood & John D. Martin, *Bondholder Wealth Effect of Management Buyouts*, 21 FINANCIAL MANAGEMENT 102(1992).

¹¹¹ Cook & Easterwood & Martin, *supra* note 110 at 102-103.

がら、かかる損失の程度は、社債契約の制限条項 (covenants) の存在に依拠していたという点が重要である。そして、制限条項を有する社債権者への保護の程度が高い一方で、制限条項を有さない社債権者の損失の程度が高いことが示されている¹¹²。Cook 等による実証研究は、同様の問題意識から行われた、三つの先行実証研究に次いで四番目の研究であるが、特異な社債の得失は見られなかったとする Marais 等の研究¹¹³とは、結論を異にしたが、Asquith & Wizman¹¹⁴や、Warga & Welch の実証研究¹¹⁵とは、少なくとも債権者への損失が観察された点で一致している¹¹⁶。もっとも、社債契約の制限条項が、債権者の得失に影響することに関しては、Marais 等の研究とも同じ傾向を示しており、制限条項の利用によって、社債権者を保護することが十分に可能である点では一致している¹¹⁷。さらに興味深いのは、レバレッジ制限条項も、配当制限条項も存在しない社債券では、およそ 6% を超える損失が社債権者に生じたのに対し、「強度の¹¹⁸」レバレッジ制限条項と、配当制限条項を共に付与している社債券では、0.7% 程の利得が社債権者に生じている¹¹⁹。

他方で、非公開化取引によって、ムーディーズ等の社債券の格付けに与える影響を、大型の LBO のサンプルを利用して調査した Amihud の研究結果では、15 社のうち 8 社において、明らかに格下げがなされ、残る 7 社でも、信用の注視 (credit watch)、あるいは、格下げ可能性の検討がなされており、一般的には、バイアウトのアナウンスがなされることは、負債の質を低下させるために、社債権者にとっては、悪い知らせであることを意味する¹²⁰。

いずれにせよ、かかる結果から総括されることは、既存の債権者からの富が移転していることが、株主に支払われるプレミアムの源泉であるとの仮説に対しては、部分的には否定

¹¹² Cook & Easterwood & Martin, *supra* note 110 at 102.

¹¹³ See Laurentius Marais & Katherine Schipper & Abbie Smith, *Wealth Effects of Going Private for Senior Securities*, 23 J.FIN.ECON, 155(1989).

¹¹⁴ See P. Asquith & T.A.Wizman, *Event Risk, Covenants, and Bondholder Returns in Leveraged Buyouts*, 27 J.FIN.ECON, 195(1990).

¹¹⁵ See A.Warga & I.Welch, *Bondholder Losses in Leveraged Buyouts*(Working Paper, Colum. Univ. 1991); A.Warga & I.Welch, *Bondholder Losses in Leveraged Buyouts*, 6 REVIEW OF FINANCIAL STUDIES, 959(1993).

¹¹⁶ Cook & Easterwood & Martin, *supra* note 110 at 112.

¹¹⁷ *Id.* at 103.

¹¹⁸ 社債のサンプルでは、Moody's の定義を利用しており、制限条項の程度を、「強度」「弱度」「制限条項なし」の三段階レベルに分類して検証している。

¹¹⁹ なお、本実証研究で用いられている社債のサンプルは、62 件であり、うち約半数の 34 件の社債には、レバレッジ制限条項が付与されていない。ちなみに、配当制限条項が付与されていないのは 35 件である。

¹²⁰ Yakov Amihud, *Leveraged Management Buyouts and Shareholders' Wealth*, IN YAKOV AMIHU D ED S., LEVERAGED MANAGEMENT BUYOUTS, 3, 12(1989).

できないものの、それが、主たる要因とはなり得ないという結論¹²¹が妥当するようである。

(B) 従業員からの富の移転の可能性

主として、敵対的な企業買収の局面において、買収後の従業員を解雇することによる利得を株主が享受するという見方は、Shleifer & Summers による「信頼の裏切り(Breach of Trust)」の理論として知られている¹²²。買収者は、買収後に、従前の経営者等と、利害関係者、なかでも従業員との間の「暗黙の契約(implicit contracts)」を破ることによって、事後的に、従業員の雇用を削減し、または賃金を減額する可能性を指摘するものである。

しかしながら、マネジメント・バイアウトは、買収であるとはいえ、経営者等の株式所有比率が大きく変化する以外、対象会社の資産規模には変化がない。また、マネジメント・バイアウトでは、原則として、現職の経営者等が当該対象会社に留まることが通常であって、経営者が交代することが当然の敵対的な買収の局面とは、その前提が大きく異なるし、また友好的な買収において、資産規模が増えることによって、重複事業の整理を要する場合等とも状況は異なる。もっとも、敵対的買収の防衛策として、対抗的に行われたマネジメント・バイアウトにあっては、その後、自発的なリストラクチャリングを遂行する誘因が働くことが予想されるので、結果的に従業員の減少等が観察される可能性は高いと思われる。しかし、従業員を事後的に解雇することによる節約費用を見込んで、株主へのプレミアムに充当することが、当該プレミアムの主たる源泉となるとは考えにくいであろう。

実際、1980年から1986年の42件のマネジメント・バイアウトにおいて、その前後の一年間の、雇用の変化を調査した、Kaplanの研究結果¹²³によれば、バイアウトをした会社の雇用の変化率は中央値で、0.9%であり、50%で雇用の増加が見られたが、バイアウトをしていない同業他社と比較すると雇用の伸びが12%少なかった¹²⁴。さらに、バイアウト後の出資の引き上げや合併等の影響を最小限にして観察するために、影響の少ない26社に絞って検証した結果は、これらのうち61.5%で雇用の増加が見られ、その中央値は4.9%増である。そして、同業他社との比較値では、6.2%の減少を示したが、この数値は

¹²¹ Renneboog & Simons, *supra* note 80 at 20.

¹²² See Andrei Shleifer & Lawrence H. Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, IN ALAN J. AUERBACH EDS., CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES, 33(1988).

¹²³ Steven Kaplan, *The Effect of Management Buyouts on Operating Performance and Value*, 24 J.FIN.ECON.217, 240-242(1989).

¹²⁴ *Id.* at 241.

統計学上、有意とはいえないと結論付けた¹²⁵。

このように、マネジメント・バイアウトにおける従業員からの富の移転の可能性は、主たるプレミアムを説明する根拠としては、さほど説得力のあるものとはいえないと思われる。むしろ、敵対的な買収によって、当該対象会社の資産等が、主として対象会社と関連した事業を有する会社へ売却される可能性が高いことと同様に、マネジメント・バイアウト後においても、資産等の売却は有意に観察されており、マネジメント・バイアウトを実施する者等は、まさに「集約する状況」を高めることを究極の目的として働く、いわばブローカーの役割を務めていると指摘される¹²⁶。そのため、一次的には、調達した多額の負債の返済原資の一部となる、資産等の売却があり、その過程で二次的に、当該事業に関わる従業員の数が増減される結果であるといえ、それは、何ら一般的なリストラクチャリングによってなされる資産売却の付随的な効果と変わるところはないといえる。

(4) 上場維持コストの削減

非公開化取引において、上場を維持し続ける費用が削減されることの利点を最初に言及したのが、DeAngelo 等である¹²⁷。近年は、とりわけ、サーベンス・オクスレー法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002) 施行後の米国において、上場維持コストの削減の効果が非公開化の理由となっていることが指摘されている。完全に独立した監査委員会の要請や、監査会社が、監査している上場企業に対する監査以外のほとんどの業務が禁止される等、コンプライアンス費用が増大していることが要因である¹²⁸。もっとも、非公開化という複雑な取引を遂行する過程においては、当該取引に関する多くの専門家等への報酬の支払いや、取引の完成までに要する時間、非公開化に際し要求される法規制など、実質的な取引上の費用や、さらには訴訟リスクも存在する¹²⁹。他方で、多くの非上場会社にあっては、株主

¹²⁵ *Id.* at 241-242. ただし、Kaplan が追記するように、本実証研究では、賃金の増減と、雇用者の内訳の構成については、調査対象外である。そのため、賃金の削減によって、雇用が維持されている可能性や、バイアウト後に、以前から在職していた従業員が解雇され、新規に従業員が雇用された可能性自体は排除できないという。

¹²⁶ Sanjai Bhagat & Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Hostile Takeovers in the 1980's: The Return to Corporate Specializations*, BROOKINGS PAPERS: MICROECONOMICS 1, 44(1990).

¹²⁷ See H. DeAngelo & L. DeAngelo & E.M.Rice, *Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*, 27 J.L & ECON. 367(1984) ; Kieschnick, Jr., *supra* note 82 at 37 ; Renneboog & Simons, *supra* note 80 at 13.

¹²⁸ See Joshua M. Koenig, *A Brief Roadmap to Going Private*, 2004 COLUM.BUS.L.REV.505.

¹²⁹ Marc Morgenstern & Peter Nealis, *Going Private: A Reasoned Response to*

を納得させるために、コーポレート・ガバナンスや財務に関して要求される財務諸表のすべて(一部)に自発的に従っており、マネジメント(レバレッジド)バイアウトが行われた後でも、自社に対する資金供給者を満足させるためには、引き続きサーベンス・オクスレー法によって要請されるコストの一部を負担し続けているとの指摘もある¹³⁰。

(5) 敵対的買収からの防衛目的、情報非対称、その他の効果

敵対的企業買収の防衛策としての効果については、経営者の主観的な意図に左右されるために、客観的な数値として実証・評価することは難しいであろう。

また、経営者等が情報の非対称性を利用することによって、企業価値が過小に評価されている株式を取得することを動機とする見解については、その評価は分かれている。

かかる動機を掲げる実証研究としては、第三者によって支払われる買収プレミアムに比較して、MBOによる買収グループが支払う買収プレミアムは相対的に低いこと(-11%)を根拠としているもの等がある¹³¹。

さらに、情報の非対称性による企業価値の過小評価をもたらす効果については、以下のような指摘がされている。すなわち、マネジメント・バイアウトを **whole-firm** 型のバイアウト(筆者の分類に従えば、非公開化目的型MBO)と、**divisional** 型のバイアウト(同様に、分割(暖簾分け)型MBO)を比較的に実証した研究結果によれば、**whole-firm** 型のバイアウトよりも、**divisional** 型のバイアウトで、よりプレミアムの大きさが、効率性の改善を示しているとして、かかる理由としては、分割型のMBOでは、交渉する経営陣等が共に内部者であるがゆえに、非公開化目的型MBOに比べて、情報の非対称性が少ないことを指摘する¹³²。このような見方は、分割型MBOでは、既存の事業部等から、新たに独立して新会社の経営者となる側に、むしろ情報の比較優位性があることの指摘¹³³にも通じるものがあるといえる。そして、本稿において、非公開化目的型MBOと、分割(暖簾分け)型MBOにおける取締役等の行為基準を分けて検討することの意義を実証的側面

Sarbanes-Oxley? , 27-28(Kahn Kleinman,LPA,Working Paper ,2004).

¹³⁰ *Id.*

¹³¹ See W.V.Harlow & J.S.Howe, *Leveraged Buyouts and Insider Nontrading*, 22 FINANCIAL MANAGEMENT 109(1999).

¹³² See C.J.Muscarella & M.R.Vetsuypens, *Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBO's*, 45 JOURNAL OF FINANCE 1389(1990) ; Renneboog & T.Simons, *supra* note 80 at 23.

¹³³ See Jody Langhan, *Wealth Effects and Agency Conflict in Division Management Buyouts*, 54 U.TORONTO FAC.L.REV.193(1996).

からも支持するものといえよう。

2. 小括

以上、第3章では、マネジメント・バイアウトを行う経営者等の様々な動機がいかなるものであるか、そして、また、マネジメント・バイアウトが経済効率性の改善に寄与するものであるかどうかについて、考察した。

マネジメント・バイアウトは、経営者等の有する主たる動機・目的によって、それが当該企業の効率性の改善に極めて有効である場合もあれば、逆に、非効率な結果をもたらす場合もあるといえ、一概にその効率性の評価がなされるものではない。しかし、「エージェンシー・コストの削減」を目的とするマネジメント・バイアウトがもたらす効果は、効率性の改善にとってきわめて有益であることが実証研究結果からもうかがい知れる。さらに、経営者等の将来に亘る人的な資本を拠出するインセンティブを与える仕組みを取り入れることが、企業の効率性の改善に大きく貢献している可能性がある。他方で、「エージェンシー・コストの削減」目的以外の経営者等の有する動機については、それが必ずしも効率性の改善に結びつくものではないといえる。

重要なことは、経営者・取締役等の利益相反関係の及ぼす影響の有無が、マネジメント・バイアウトの結果、当該企業の効率性の改善がなされるかどうかのキーワードとなっているということである。それゆえ、経営者等に人的な資本を拠出させるインセンティブを与えつつ、利益相反関係がもたらす非効率な結果をどのように事前に最小化することが可能であるのか、かかる視点に立った経営者・取締役等の行為規整の必要性があることが、本章での考察結果から導かれる検討課題といえるのではないだろうか。

そこで、次章では、経営者・取締役等の有する利益相反関係の問題に集約して考察する。効率性の改善を目的とするマネジメント・バイアウトを積極的に推し進めることは、経済社会全体の効率性の改善に役立つと考えられる。他方で、非効率な結果をもたらすマネジメント・バイアウトを行おうとする経営者等を、その利益相反の程度に応じた行為基準で規整することを検討したい。

第4章 マネジメント・バイアウトに内在する本質的な利益相反の問題

第2章では、マネジメント・バイアウトを特徴別に4つの類型に分け、さらに問題点を提起した。とりわけ「非公開化目的型MBO」と「分離（暖簾分け）型MBO」は、明確に分けて整理することが、とくに利益相反関係の視点から経営者・取締役の行為規整を検討するにあたって重要であることを述べた。

本章では、あらためてマネジメント・バイアウトに内在する、経営者・取締役等の利益相反という象徴的な問題を、経営者・取締役と株主との間に存する信認関係を前提とする視点から考察する。

ところで、わが国において、マネジメント・バイアウトにおける一連の経営者・取締役の行為について、直接に取締役の善管注意義務・忠実義務等の観点から判示した裁判例は存在しない¹³⁴。他方、米国においても、同様の観点から直接的にマネジメント・バイアウトを制限・禁止すべく判示した裁判例は見当たらないが、利益相反や情報の非対称を内在するマネジメント・バイアウトの構造的な問題点を指摘して、当該行為を禁止すべきであると主張した学説は存在する。1980年代以降、企業買収に関する多くの紛争が生じ、その裁判例・学説ともに豊富である米国では、マネジメント・バイアウトは、敵対的企業買収の防衛策として、いわゆるホワイトナイト（友好的買収者）として旧経営者等が自ら対抗して公開買付に登場する場面が象徴的である。それゆえに、本章での検討も、すでに多くの紹介がなされている米国の敵対的企業買収の局面における代表的な判例や、そこで示された判断基準が考察の中心とならざるを得ないが、そうした中でも、マネジメント・バイアウトが「友好的」な買収である側面に焦点をあてて、検討することとしたい。

こうした企業買収における米国の経験や判例の蓄積から示唆されることは、きわめて有益であり、米国における判断基準を整理・検討し、それをわが国に当てはめると、いかなる相違があるのかを検討することが必要であろう。もっとも、コーポレート・ガバナンスの仕組みは、法制度だけで解決される問題ではなく、その国における他の法制度や慣行と相互補完的であることが指摘される。その意味で、マネジメント・バイアウトも全体的な視点から検討する必要があると、とりわけ各利害関係者の事前の誘因を阻害しない限度での

¹³⁴ ただし、上場廃止決議をした取締役の忠実義務違反が問われた古い裁判例としては、既に第2章（33頁）において紹介した。

行為規整が求められるといえよう。

1. 株主に対する経営者・取締役の忠実義務

(1) 信認関係と忠実義務

マネジメント・バイアウトには、経営者・株主間に本質的な利益相反関係が内在することは、第2章で指摘した。特に、上場会社が非公開化をその目的とするマネジメント・バイアウトでは、プリンシパルである株主が、事業の執行を委任しているエージェントの立場にある経営者・取締役等の行為によって、プリンシパルたる立場を強制的に失うこと自体に対して、そもそもそのようなことが許されるのか、といった素朴な疑問が提起されてもおかしくはない。他方で、株主は、公開買付に応募する機会が保証され、買収プレミアムを付加した「公正な価格」で持分を売却することが可能である以上、何ら損害を被ることはないのではないかと、この見方もできる。この問題は、つまるところ、取締役・経営者等は、株主の何に対して忠実であるべきなのかとの問題提起に重なるといえる。

取締役の忠実義務 (duty of loyalty) は、受認者である取締役が、株主の利益の最大化を図り、職務を遂行する義務を有するべく、英米法上における信認関係¹³⁵をその基礎としている。一般的に、当事者間における契約関係と信認関係とが異なるとされるのは、前者においては、契約の相手方利益を自らの利益に優先させることは原則として要求されないのに対して、後者の受認者たる立場にいるものは、プリンシパルの利益を優先させる義務を負うことにある。このような信認関係の特質を体现するのが忠実義務である¹³⁶。

忠実義務が有する役割については、契約の不完備性との関係で説明されることが多い¹³⁷。すなわち、将来起こりうる事柄の全てを事前に予測し、契約に書くことは不可能であるがために、将来の条件依存的な出来事に対して、契約に記載していないことを補うところに

¹³⁵ 英米法上の信認関係の有する意義を、契約関係との比較において、学説を紹介し、論じるものとして、樋口範雄『フィデューシャリー（信認）の時代 ―信託と契約』（有斐閣、1999年）参照。また、信認義務の契約的な理解の立場を支持しつつ、道徳的見地から主張されてきた伝統的な信認義務の理解と対比し、信認義務の有する意義について、詳細かつ理論的に検討を試みたものとして、田中亘「取締役の社外活動に関する規制の構造（2）」法学協会雑誌 117 卷 10 号 69 頁以下参照。

¹³⁶ 藤田友敬「忠実義務の機能」法学協会雑誌 117 卷 2 号 285-286 頁（2000年）。

¹³⁷ FRANK H. EASTERBROOK AND DANIEL FISCHL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW, 91(HARVARD UNIVERSITY PRESS,1991); 藤田・前掲注 136、287 頁；田中亘「忠実義務に関する一考察 ―機能に応じた義務の設計方法」『商事法への提言』227 頁。

忠実義務の役割を見出すのである。

日本の会社法は、「取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、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」（会社法 355 条）として、取締役に対して忠実義務を負わせている。他方で、株主総会（取締役会設置会社では、取締役会）における当該重要事実の開示とその承認を条件として、取締役による競業・利益相反取引行為を認めており（会社法 356 条・365 条）、会社の利益の犠牲において、取締役が自らの、または第三者の利益を図ることを規制している。

本章で、中心となる利益相反関係の視点から、マネジメント・バイアウトは、信認関係を基礎とする経営者・取締役等の利益相反行為の究極的な形態と位置づけることが可能である。とかく経営者自らの利益追求を招く結果となる利益相反行為によって、損害を被る可能性がある既存株主の保護を前面に押し出すとすれば、その保護規整のひとつの選択肢としては、マネジメント・バイアウト自体を禁止すること¹³⁸である。しかしながら、商事取引において経済的な効用が認められる場合に、事前に法が行為を規制してしまうことは妥当ではなく、組織再編行為としてマネジメント・バイアウトが有する、利害関係者間の構造改変に与えるインパクトが、実質的な企業価値の増大に寄与するとすれば、むしろそうした行為を誘引する法制度設計が有益である。同時に、取締役等の利益相反は、利益相反行為自体を認めながらも、その公正を確保する必要性があるところに問題の複雑さを有している¹³⁹ことが指摘される。

（２）残余請求権者である株主と株主利益最大化

会社の事業活動から生じる利益は、各利害関係者の間で分配されるが、事前に契約等で確定されている債権等の支払を受ける債権者等と比べて、株主は、利益の残余請求権者（residual claimant）であり、残余請求権者が会社の利益を最大化する誘因を有しているとされる。それゆえに、会社がその営利性を目的とする¹⁴⁰ところから導かれる株主利益の

¹³⁸ Victor Brudney, *A Note on "Going Private"*, 61 VA.L.REV.1019(1975) ; Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, *A Restatement of Corporate Freezeouts*, 87 YALE L.J. 1354, 1366-68(1978).

¹³⁹ 宍戸善一「会社における利益相反関係」法学教室 139 号 102 頁（1992 年）。

¹⁴⁰ 「会社は営利を目的とする社団である」と規定していた改正前商法 52 条は、会社法で削除された。「しかし、会社は営利法人である。」神田秀樹『会社法（第 7 版）』（弘文堂、2005 年）5 頁。また、会社法における営利性については、神作裕之「会社法総則・擬似外国会社」ジュリスト 1295 号 134 頁参照。そこでは、「営利性」の概念を「利益（剰余金）配当請求権と残余財産分配請求権の双方を否定してはならない限りにおいて、「営利性」は

最大化は、利害関係者間の利害調整における原則となり¹⁴¹、かかる株主の利益最大化を図る義務を意味するのが、取締役らの善管注意義務・忠実義務である¹⁴²とされる。もっとも、株主利益最大化の原則は、株主以外の利害関係者の利益を考慮することを否定する趣旨ではなく、現実的に採用できる「次善の策」に過ぎない¹⁴³。そのため、株主と他の利害関係者の利害が一致している場合には、大きな問題は生じないが、例えば、大規模な従業員の解雇を伴う企業のリストラクチャリング等の場合に、株主と、他の利害関係者 — ここで従業員 — との利害の対立は先鋭化され、株主利益最大化の原則を基礎とした取締役等の負う善管注意義務・忠実義務の範囲を画することが、法制度の解釈上、困難な問題を生じることとなる。

このような観点からもマネジメント・バイアウトは、整理して論じられねばならない。従来、日本で行われてきたマネジメント・バイアウトは、その多くが分割（暖簾分け）型の性格のものであり、従業員の雇用の維持が優先課題とされ、さらに、当該会社が過度なレバレッジによって、多額の新規債務を負うケースも少なかったと思われる。分割（暖簾分け）型のマネジメント・バイアウトでも、経営者・株主間の形式上の利益相反関係は生じており、本来なら俎上に載るべき問題でもあるともいえるが、株主の利益と株主以外の利害関係者の利益が一致しているかのごとく捉えられ、本質的な株主・経営者間の利益相反関係があまり表面化しなかったとも考えられる。

しかしながら、多様な状況下でマネジメント・バイアウトが実施されるようになると、ことはそう単純ではない。多額の負債の引受けによるLBOでは、既存の債権者の利益が害される可能性に焦点が当てられ、また、敵対的な企業買収の対象とされた経営者等が、敵対的な買収が企業価値を毀損する買収提案であると主張して、自ら買収防衛策として行うMBOでは、概して従業員の利害がクローズアップされる。このような場合に、経営者・取締役等にとっては、単に既存株主に対する自らの利益相反関係だけでなく、考慮要素として、各々の利害関係者をどの程度まで処遇することが可能なかという、取締役等の忠実義務特有の問題が生じる。

依然として株式会社の本質的要素であると解される」とされる（同 138 頁）。

¹⁴¹ 落合誠一「企業法の目的—株主利益最大化原則の検討」『現代の法（第7巻）・企業と法』（岩波書店、1998年）23頁。

¹⁴² 江頭憲治郎『株式会社法』（2006年）19頁。

¹⁴³ 江頭・前掲注 142、21頁注 3。

2. エージェンシー問題とマネジメント・バイアウト

株主と経営者間に生じる利害の不一致は、一特に、企業が成長し、所有と経営の分離が進むと、費用（エージェンシー・コスト）を生じさせる¹⁴⁴。会社法の有する役割¹⁴⁵のひとつとして、会社の利害関係者の間における利益相反を調整する試みであることがいわれ、それは経済学者が「エージェンシー問題」であるとか、「プリンシパル・エージェント問題」として従来議論してきたものである¹⁴⁶。

ところで、マネジメント・バイアウトは、経営者等が自ら会社の所有者となり、非公開化まで視野に入れることで、経営者と既存株主間に生じているエージェンシー・コストを構造上消滅させる取引である¹⁴⁷。そのため、バイアウト後の企業の内部構造に限ってみれば、所有と経営の分離が招くエージェンシー問題の究極的な解決策である点においては、マネジメント・バイアウトは理想的な再編行為ともいえる。しかしながら同時に、その他の利害関係者に与える影響も無視できない。すなわち、同時に他の利害関係者との間に、より大きなエージェンシー問題を創出してしまう可能性があるところに、難しさがある。

もし仮に、株主と経営者間に限定したエージェンシー関係としてマネジメント・バイアウトを説明するとすれば、上記のとおり、エージェンシー・コストは完全になくなるため、規範的な議論は終了してしまう。なぜなら、株主と経営者間に限定したエージェンシー関係のモデルでは、他の債権者や従業員等は、事前の契約で保護されている主体であると仮定されているため、何ら企業のガバナンスに影響を及ぼす対象ではないとされているからである。他方、株主以外の利害関係者によるガバナンスへの影響を内包して考察する、いわゆる広義のコーポレート・ガバナンスの観点からは、経営者・株主間のエージェンシー・コストが消滅したことを契機に、他の利害関係者とのエージェンシー・コストが前面に出

¹⁴⁴ Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 308(1976).

¹⁴⁵ 先進国の上場会社においては、「法規制の主たる争点は、例外なく経営者支配に対する規制の必要性の有無・規制の方法等をめぐるものである」ことがいわれる。江頭・前掲注 142、45 頁。

¹⁴⁶ Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies*, IN REINIER R. KRAAKMAN & PAUL DAVIES ETC. ED., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH*, 21(2004).

¹⁴⁷ もっとも、日本の法制度下では、証券取引法上の継続開示義務の免除規定（証券取引法 24 条 1 項但書、施行令 4 条、開示府令 16 条 2 項）の要件を満たさなければ、当該会社の開示義務は継続することとなるので、上場廃止を意味する非公開化とはいえ、非公開化後も情報開示コストが継続して生じる可能性は残る。

てくる可能性が生じる。このように、実態面からみると、マネジメント・バイアウトの考察にあたっては、広義のコーポレート・ガバナンスからの視点も不可欠である。

いずれにせよ、株主以外の利害関係者のガバナンスへの関与の有無について、どのように理解するか違いがあっても、最終的には、株主が、取締役・経営者の解任権限を有していることが最後の砦であることは揺らぎない。マネジメント・バイアウトは、コーポレート・ガバナンスの最後の規範ともいえる、経営者を解任することのできる既存株主の権利自体を消滅させる取引である。他方で、多くの場合、投資ファンド等が新規の株主として登場し、経営者を解任させる最終的な権利を取得する。

ところで、各利害関係者に利益相反が潜在的に生じる状況下において、法制度は、エージェンシー・コストの削減に重要な機能を担ってきた¹⁴⁸とされる。Hansmann 教授と Kraakman 教授は、会社に生じる問題を「三つの本質的なエージェンシー問題」として整理している。

すなわち、第一に、会社所有者である株主と、彼らに雇われる経営者との間の利害衝突の問題である（「第一のエージェンシー問題」）。第二に、会社の多数株式を所有し、支配権を掌握している株主と、支配権のない少数株主との間の利害衝突の問題である（「第二のエージェンシー問題」）。そして第三には、会社自身、特にその所有者である株主と、債権者や従業員・消費者等といった会社と契約関係にある他の利害関係者との間の利害衝突の問題である（「第三のエージェンシー問題」）¹⁴⁹。

従来、エージェンシー問題に関しては、経営者が自己の利益を会社の所有者である株主の利益に優先するという、いわゆる古典的なエージェンシー問題¹⁵⁰の枠組みから多くの議論がなされてきた。そのため、究極的なエージェンシー・コストの削減には、既存株主と経営者との利害の一致を図る方法、すなわち経営者が、自ら自社の株式を所有するという方法——所有と経営の一致——が望ましいという考え方であり、こうした点を捉えて、公開企業に比較優位な組織形態であるとして、積極的に評価した議論¹⁵¹も存在する。かかる一連の議論は、経営者本人に対して、当該会社の業績向上のインセンティブを付与するた

¹⁴⁸ Hansmann & Kraakman, *supra* note 146 at 22.

¹⁴⁹ *Id.*

¹⁵⁰ John F. Pinfold, *Agency Theory and the MBO*, THE JOURNAL OF INTERDISCIPLINARY ECONOMICS, Vol. 14, 20(2003).

¹⁵¹ Michael C. Jensen, *Eclipse of the Public Corporation*, 67(5) HARVARD BUSINESS REVIEW 61. Jensen 教授は、こうした組織形態を「LBOアソシエーションズ」と評して、永続的な比較優位性を主張した。

め、「第一のエージェンシー問題」の枠組みの中でエージェンシー・コストの削減効果を評価したものであると理解でき、事前の経済効率性を重視する価値判断を基礎としたものであると考えられる。

他方、マネジメント・バイアウトは、経営者あるいは新規の株主（投資ファンド等）といった買収グループを除いた、他の少数株主を排除する取引であり、いわば事後的には、多数株主と少数株主との間のエージェンシー問題を完全に無視できることに大きな意義を有する。実際、1970年代以降の米国で、マネジメント・バイアウトが経営者の利益相反取引であるがゆえに、禁止されるべき行為であるとの主張が、Brudny 教授を代表とする米国の法律学者等によってなされているが、こうした主張は、主にゴーイング・プライベートにおける少数株主の排除(squeeze out)の問題の一環として議論されてきたものである。かかる議論の背景には、「第二のエージェンシー問題」が強く意識されていたことが窺われ、事後的な公正を重視する価値判断から、多数株主と少数株主との間の利害調整の枠内の問題として検討されてきたように思われる。

むろん会社の行う経済的な取引すべてに、多かれ少なかれ法制度上のコストは存在するが、特に経営者の利益相反関係の有無が、法制度設計において重要な意味を有している取引の局面（一例えば、経営者と会社間の利益相反取引）では、経営者・取締役等の慎重な意思決定過程と、時として裁判所による事後的な審査が要求されることによって、利害関係者の保護、とりわけ少数株主の保護を図ろうとする法制度上のコストは相対的に高い。まして究極的な利益相反取引の外観を有するマネジメント・バイアウトにおいては、その法的コストは飛躍的に高まるといえる。それゆえに、マネジメント・バイアウトを企図する経営者等が、利益相反取引を規制する法制度にともなう様々なコストと、少数株主を排除することの意義とを比較考量することは、経済合理性の観点からは、自然なことであるともいえよう。

このように、マネジメント・バイアウトは、インセンティブ設計を重視する経済学的視点と、関係当事者間の利害調整を意図する法制度上の視点とが、究極的な利益相反取引である場面で交錯するがゆえに、利害関係者間の「インセンティブ構造の改変を図る組織再編¹⁵²」を企図する最大の機会であると評価することもできよう。

¹⁵² 宍戸善一「動機付けの仕組としての企業—インセンティブ・システムの法制度論」383頁（2006年）。

3. 経営者—既存株主間の利益相反 —誰が誰の利害を代表して交渉の代理人となるのか

前節では、マネジメント・バイアウトを企図する経営者等のエージェンシー問題への関心が、経営者と（新規の）株主間の単純な関係を志向していることを指摘した。マネジメント・バイアウトは、経営者と（新規の）株主間の単純な関係の構築ゆえの両者のエージェンシー・コストを最小化する試みではあるが、そのためには経営者等がマネジメント・バイアウトを実施する過程において、経営者（あるいは新規の株主）と既存の株主との間の利益相反問題を克服しなければならない。そこで、本節では、マネジメント・バイアウトにおける経営者（新規株主）と既存株主との間の利益相反関係を前提に、法制度の観点も踏まえ問題を検討する。とくにここでは、マネジメント・バイアウトの類型によって、利益相反をめぐる構造的な関係に大きな相違があることを提示する。

（1）上場会社による非公開化目的型MBOと利益相反問題

マネジメント・バイアウトは、その取引の交渉において誰が株主の代理人たる立場におかれるかといった観点から大きくは二つに分類することが可能であり、こうした分類は法制度上、重要な意義を有している。

第一には、上場会社が戦略的に非公開化を目指すマネジメント・バイアウト（「非公開化目的型MBO」）である。これは従前の上場会社の経営者等が、自らまたは投資ファンドと協力して当該対象会社を非公開化し、バイアウト後の会社でも経営権を継続して有するタイプの買収である。第二には、当該会社の子会社の経営者あるいは、非中核事業部の事業部長等が、その多くは投資ファンド等からの支援投融資を得て、新たに株式所有者及び経営者として買収を実施する、分割（暖簾分け）型のマネジメント・バイアウト（「分割（暖簾分け）型MBO」）である。後者の分割（暖簾分け）型MBOでは、分割前の親会社の経営者（売り手）と、バイアウト後に新たに経営者となる者（買い手）の間には、当該マネジメント・バイアウトにおける株式の売買交渉において、交渉当事者として、双方が双方の立場を代表して交渉することが、少なくとも形式上は達成されている。ところが、問題となるのは、前者の非公開化を目的とするタイプのマネジメント・バイアウトである。非公開化目的型MBOは、売手と買手を代表する交渉当事者が唯一、経営者のみであり、当該経営者は売手の株主と買手の株主を共に代理する—いわば自己契約・双方代理—ところに二つに分類したマネジメント・バイアウトの法的な構造に最大の相違があるといえる。

自己契約・双方代理行為は、民法 108 条により禁じられているが、商事取引においては、受託者である取締役等による利益相反行為の実質的な経済有用性が無視できないことを根拠に、会社法 356 条 2 項は、民法 108 条の特則として、取締役会社間の利益相反行為を取締役会の承認（取締役会非設置会社では、株主総会決議。会社法 356 条 1 項、365 条 1 項）を要件に認めている。また、取締役による自社株式の取引規制は、金融商品取引法（証券取引法）の 163 条から 166 条において詳細に規定されている。

さらに近年、わが国で公開買付法制の改正がなされたことによって、情報の開示面および手続的側面からマネジメント・バイアウトにおける経営者・取締役の利益相反がもたらす問題を緩和させる方向にある¹⁵³。

（２）分割（暖簾分け）型 MBO と利益相反問題

上場会社が戦略的に非公開化を目的とするマネジメント・バイアウトに対して、分割（暖簾分け）型のマネジメント・バイアウトにおいては、上述のように、売り手の会社の株主の利害を代表する経営者に対して、バイアウトによって分割独立する会社の利害を代表する立場を有する新しい経営者が交渉相手として存在する。確かに、分割（暖簾分け）型 MBO を実施する過程で、新たに売り手の会社から独立してオーナー経営者となる者が、合理的な価格で株式や事業を購入する確実な保証はない。しかしながら、実際上は分割（暖簾分け）型 MBO を行う新経営者は、その株式買取資金を負債で調達する以上、相応のリスクを負担するのが一般的であるし、自らが会社の所有者として、インセンティブを付与される以上、当該株式をできるだけ安く購入しようとするのが自然であろう。したがって、当該株式をできるだけ高く売ろうとする売り手の会社の経営者との間には合理的な価格交渉の場が成立する¹⁵⁴。もっとも、新たに新会社の経営者となろうとする者は、その多くが、従前に当該会社ないし事業部の長であるのが一般的なので、売り手の会社の経営陣に比べて、重要な情報の優位性を有しているのは確かである。そこで、こうした情報の非対称性が分割（暖簾分け）型 MBO における利益相反の余地があることを強調する論者の

¹⁵³ 本稿・第 6 章 126 頁以下を参照。

¹⁵⁴ 分割（暖簾分け）型 MBO によって、独立して新たに経営者となる者には、株式買取価格をできるだけ安くしたいというインセンティブが存在するのに対して、売り手（親会社）の経営者には、売り手会社の株主よりも、元部下である者への義理等の理由により、当該株式をできるだけ高く売却するインセンティブがあるのかとの指摘もありえよう。かかる点については、親会社のガバナンスの問題として、別途検討の必要があろう。

見解¹⁵⁵では、確かに、交渉時の情報優位性を利用して、arms-length な価格交渉以上に新経営者にとって有利な結果となることも否定できない。したがって、分割（暖簾分け）型MBOにおいて、分離・独立する経営者が有する利益相反によって、逆に売り手会社の株主が損害を被る可能性は完全には否定できない。しかしながら、かかる可能性はあくまで両当事者間における価格交渉の結果であり、売り手の経営者自身の利益相反がもたらす結果ではない。そもそも価格交渉の余地が存在しない、上場会社による非公開化目的型MBOにおいて、当該会社の経営権を継続して維持する経営者が有している利益相反とは明らかに問題の本質を異にするのである。

このように、分割（暖簾分け）型MBOにおいては、株式ないし事業の価格交渉が存在するために、最終的には、双方の当事者によって合意された客観的な売買価格をもって、公正な価格と事実上推定することが可能であり、既存株主の利害が価格に適切に反映しているかどうかといった、事後的な裁判所による厳格な法的規制を必要としない類型といえよう。

（3）補論

上場会社による非公開化目的型MBOと、分割（暖簾分け）型MBOとでは、経営者・取締役の利益相反性をめぐって、極めて対照的な構造があり、別途異なった行為規整を検討することを示唆した。ところで、既に言及していた「事業承継型MBO¹⁵⁶」について、その利益相反性を補論として付言したい。

「事業承継型MBO」は、上場会社が、非公開化を目的としている点において、「非公開化目的型MBO」といえるが、創業者等の株式保有者が当該会社の株式の売り手側に立ち、事業承継を委ねる相手方として、現経営者等の株式の買い手が別途存在し、構造的には、合理的な価格交渉の場が成立している点で、むしろ「分割（暖簾分け）型MBO」の構造に近い。それゆえに、非公開化目的型MBOに顕著な究極的な利益相反は問題とならないと思われる。

さらに特徴的なのは、売り手である創業者等も、買い手となる現経営陣等も、当該事業についてはお互いが十分に熟知している— いわば内部者同士の取引である— ために、分割（暖簾分け）型MBOでは、問題となり得た情報の非対称性についても考慮する必要

¹⁵⁵ Jody Langhan, *Wealth Effects and Agency Conflict in Division Management Buyout*, 54 U.T.FAC.L.REV.193-196(1996).

¹⁵⁶ 本稿 23 頁、また、前掲注 50 を参照。

がない。すなわち、分割（暖簾分け）型MBOでは、分離・独立する子会社・事業部等については、売り手である経営者は、買い手である新経営者・旧事業部長等ほどの当該事業についての詳細な情報は必ずしも持っていないであろうし、旧知の者に対する義理等から、場合によっては、売り手である経営者が、正当な評価に満たない低い価格で株式を売却してしまう恐れがないわけではない。かかる場合、売り手側の少数株主にとっては、損害を被る可能性が生じるが、他方で、「事業承継型MBO」では、おそらくは株式をできるだけ高く売却しようとするインセンティブを創業者等が有していると仮定すれば、少数株主は、創業者等の価格交渉努力にフリーライドできるために、上記のような損害を被る可能性は低いと考えられる。したがって、「事業承継型MBO」は、経営者等の利益相反性の観点からは、その弊害が少なく、非公開化を目的とするMBOの中においても、極めて合理的な価格交渉の場が成立する、例外的な類型であるといえよう。

4. 経営者—債権者間の利益相反

マネジメント・バイアウトにおいては、利害関係者の中では、既存株主と経営者等（あるいは新規の株主）との間の利益相反をめぐる問題点が主たる検討課題であり、とりわけ、上場会社が非公開化を目的にマネジメント・バイアウトを実施する場合や、敵対的な企業買収に対抗して、企業防衛策の意図をもって行われるマネジメント・バイアウトでは、経営者等の有する利益相反は極めて深刻な影響を、既存株主に与えることは前節で示したとおりである。

これに対して、会社の既存債権者もマネジメント・バイアウトにおいて、損害を被る可能性がある。それは、マネジメント・バイアウトが多くの場合、多額の負債を利用する取引であるために、既存の債権者にとっては、デフォルトの危険性が増すことと、また、当該対象会社の発行している未償還社債券市場に直接、価格の下落という影響をもたらす¹⁵⁷。

次に、負債による調達資金の担保として、買収対象会社の資産が充当されるが、既存債権者としてみれば、当該企業の責任財産の取り分が、新規の債権者となる投資銀行等や投

¹⁵⁷ 東京証券市場に上場する国内最大手の外食チェーンのすかいらーくが、マネジメント・バイアウトを実施する旨が伝えられた市場では、同社の普通社債の債券価格が下落（利回りは大幅に上昇）した。その後、発行済み社債の繰り上げ償還の方針が発表されると、一転して、利回りのスプレッドは縮小した。社債の繰り上げ償還について、同社社長は、債権者に配慮した旨のコメントを発表している。一方で、同社社債の格付けの引き下げが検討されている（日本経済新聞 2006年6月9日朝刊 17頁・前掲注 27参照）。

資ファンドに帰属するために、マネジメント・バイアウトにおいても、一定の債権者の保護手続きが検討される余地はあるといえる。

実際には、マネジメント・バイアウトが実施される時点においては、とりわけ債権者保護手続きがなされないとしても、実務上は、前章の米国の実証研究で示唆されているように、銀行等の債権者は、あくまで、財務制限条項等の付与によって、契約段階で自らの損害を事前に防止することは十分に可能であろう。また、米国では、過度のレバレッジによる結果、債務超過に陥って倒産が不可避となったような極端な場合には、詐欺的譲渡（*fraudulent conveyance*）に該当するとした裁判例も存在する。

もともと、本稿の考察の中心は、あくまで、経営者・株主間の利益相反問題である。したがって、経営者と、債権者間における利益相反の問題については、本節では、米国の詐欺的譲渡が適用された特異なリーディング・ケースの紹介と、問題点の指摘にとどめ、本格的な検討は将来の課題としたい。

（１）レバレッジド・バイアウト（LBO）¹⁵⁸の議論の背景

本節では、マネジメント・バイアウトの一連の取引において、影響を受ける利害関係者として、債権者に焦点をあてる。特にここでは、株主と債権者間の利害対立をいかに最小化することができるかが重要な課題となる。

1980年代に多くのレバレッジド・バイアウト（LBO）が実施された時代背景¹⁵⁹において、米国の倒産法¹⁶⁰あるいは詐欺的譲渡法¹⁶¹をLBOに適用させ、新規債権者（融資金の貸し手である投資銀行等）の責任の有無をめぐる議論が活発であった。すなわち、LBOは、買収の対象会社の資産ないし、将来のキャッシュフローを担保に対象会社が多額の負債を負うにもかかわらず、調達された資金は、対象会社の既存株主の株式の買い取りの対

¹⁵⁸ 近年、日本においても巨額の買収資金をLBOによって調達するケースも増えてきている。例えば、ソフトバンクによる英国のボーダフォン日本法人買収資金計画では、総額1兆7千～2兆円の買収資金のうち、5～6千億円規模の増資を除く残り半分強の1兆円程度がLBOによる資金調達であるとされる（日本経済新聞 2006年3月5日朝刊7頁）。

¹⁵⁹ 1980年代にLBOがより組織的になった背景には、1978年にキャピタルゲイン課税率を49.5%から28%へと大幅に下げたこと、また米国労働省が、従業員退職所得保障法（ERISA法）に関連して、年金基金の一部をベンチャーやバイアウト会社へ投資することを明示的に可能にしたことがいわれている（Tom Ablum & Mary Beth Burgis, *Leveraged Buyouts: The Ever Changing Landscape*, 13 DEPAUL BUS.L.J.109, 112(2000-2001).)。

¹⁶⁰ 11 USC § 548.

¹⁶¹ UNIFORM FRAUDULENT CONVEYANCE ACT (UFCA) ; UNIFORM FRAUDULENT TRANSFER ACT(UFTA).

価として支払われることになり、当該対象会社には実質的な「対価」の支払は存在しない。そのため、買収対象会社の既存債権者にとって、多額の負債を負うことによる「経済的な手当て」がなされないため、既存債権者にとっては、倒産法や詐欺的譲渡法が、法的救済の根拠となるかどうかの問題となった。そのきっかけとなった事件が、後述の Gleneagles 事件である¹⁶²（同時に他方で、取締役の債権者に対する信認義務¹⁶³違反の有無¹⁶⁴が争われる契機ともなった。）。もっとも、16世紀のイギリスを起源とする詐欺的譲渡の法の趣旨を、複雑なファイナンスの組成が発展している現代のLBO類型へ適用することには、当然に反論¹⁶⁵が喚起された。

このような議論の背景には、1980年代半ば以降、過度なレバレッジの結果、多くの企業の倒産が生じ、LBOの組成自体にネガティブな風潮が影響していたともいえる。また、米国判例においても、LBO組成時には、既に債務超過であったことが認定されていた等、個々の特殊な事情を踏まえる必要がある。

会社の株主と債権者との間の利害対立は、当該企業が債務超過であるか否かのラインをめぐって顕著に現れる。すなわち会社の支配権は、通常は残余請求権者たる株主が有することが、企業価値の最大化に最も有効なインセンティブを付与することとなるが、会社の負債が総資産を超えて、債務超過に陥る場合は、支配権が債権者に移ることが望ましい。しかしながら、その境界線をめぐる攻防では、株主の有限責任制の下では、たとえ債務超過でなくても、株主が過度なリスクを引受ける傾向がありうる。また、支配権の移動をめぐるタイミングが情報操作のインセンティブを生じさせる可能性も指摘されている¹⁶⁶。その半面、事後的な債権者への法的救済を過度に認める法制度の適用は、逆にリスクテーカーとしての事前のインセンティブを阻害してしまうという難しい問題を含んでいる。

¹⁶² *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 565 F.Supp.556(M.D. Pa.1983). 本事件を紹介した邦語文献として、柏木昇「LBOと米国倒産法(3)」NBL450号51頁(1990年)54頁以下、長谷川俊明「レバレッジド・バイアウト(LBO)の法的諸問題」金融法務事情1163号10頁(1987年)12頁以下参照。

¹⁶³ 例えば、*Simons v. Cogan*, 549 A.2d 300 (Del.1988). 本判例解説として、楠本純一郎「転換社債権者の保護と信任義務」岸田雅雄＝近藤光男＝黒沼悦郎編『アメリカ商事判例研究』1頁(2001年)。また、*Katz v. Industries, Inc.* 508 A.2d 873(1986). 本判例解説として、森田章「社債権者の保護と株主の利益」岸田雅雄＝近藤光男＝黒沼悦郎編『アメリカ商事判例研究』31頁(2001年)。

¹⁶⁴ *See e.g., Lawrence E. Mitchell, The Fairness Right of Corporate Bondholders*, 65 N.Y.N.L.REV. 1165 (1990).

¹⁶⁵ *See Douglas G. Baird & Thomas H. Jackson, Fraudulent Conveyance Law and Its Proper Domain*, 38 VAND.L.REV. 829(1985).

¹⁶⁶ 金本良嗣＝藤田友敬「株主の有限責任と債権者保護」三輪芳郎ほか編『会社法の経済学』196頁(1998年)。

(2) 米国の詐欺的譲渡 (Fraudulent Conveyance) とその要件

米国においては、州法を統一することを目的に、1918年に統一詐欺的譲渡防止法 (Uniform Fraudulent Conveyance Act (UFCA)) が制定され、1978年の連邦倒産法の施行後に整合性を考慮して1984年に統一詐欺的譲渡移転防止法 (Uniform Fraudulent Transfer Act (UFTA)) が作られた¹⁶⁷。これら三つの法の詐欺的譲渡に関する内容は重なっている。

連邦倒産法における詐欺的譲渡は、548条(a)(1)の債務者が故意に債権者を害しようとする (intentional fraud) 場合と、548条(a)(2)の擬制的に詐欺的譲渡とされる (constructive fraud) 場合の2種類を規定している¹⁶⁸。前者は、主観的意図の要件の有無を問題とする一方で、後者の要件は、次のとおりである。すなわち、(A)「合理的な等価 (reasonably equivalent value)」を下回る対価による譲渡であり、かつ、(B)(i)譲渡時に債務超過あるいは、譲渡の結果、債務超過となった場合、あるいは、(ii)不合理な程度に過少資本 (unreasonably small capital) となった場合、あるいは、(iii)債務者の支払い能力を超える債務の負担を意図したか、そのように信じた場合には、債務者の主観的意図を問わず、詐欺的譲渡として否認できることになる。

前述のように、LBOとの関係では、多額の負債を背負うこととなる当該対象会社への「経済的な手当て」いわば「対価」が支払われないとされることが問題とされる。なお、連邦倒産法548条(a)(2)の「合理的な等価 (reasonably equivalent value)」に対応するものとしては、統一詐欺的譲渡防止法では、「公正な対価 (fair consideration)¹⁶⁹」、統一詐欺的譲渡移転防止法では、「合理的等価 (reasonable equivalent value)」であるが、いずれにせよ、LBOが擬制的な詐欺的譲渡に該当するか否かに当たってのキーワードとなる。

¹⁶⁷ 高木新二郎『アメリカ倒産法』158頁 (商事法務研究会、1996年)。

¹⁶⁸ 渡邊光誠『最新アメリカ倒産法の実務』79頁 (商事法務研究会、1997年)。

¹⁶⁹ 統一詐欺的譲渡防止法 (UFCA) には、3条に「公正な対価」の定義がなされている。(以下3条の邦文訳は、高木・前掲注167、161頁からの引用である。)

3条(a) 財産譲渡や債務負担がそれと交換に譲渡された財産やそれによって満足して消滅したとされる債務と相応に同等 (fair equivalent) であり、かつ善意でなされたとき、または

(b) 現になされる与信、または既存債務を担保するためになされた場合において、その譲渡された財産または負担した債務の価値が与信額や既存債務額に比較して、釣り合いがとれないほどに小さくなく、かつ善意 (good faith) でなされたとき。

(3) 考察

上記のように、米国判例上、レバレッジド・バイアウトが、詐欺的譲渡に関係して問題提起されたリーディング・ケースとして知られるのが、Gleneagles 事件である。

本事件の概要¹⁷⁰は以下のとおりである。

1962年に設立された炭鉱会社である Raymond 社は、折からの石炭不況もあり、1960年代後期から1970年代初頭にかけて、大変苦しい操業を余儀なくされていた。そして、1972年に大株主の意向で、Raymond 社の売却を決定し、Raymond 社の買収目的会社である Great American 社を設立し、レバレッジド・バイアウトを行うこととした(Raymond 社の経営者である Durkin 氏は、すでに Great American 社の40%の株式を所有しており事実上のMBOであり、Raymond 社株式の購入のオプションを付与されている)。そして、ニューヨーク州の不動産投資信託会社の Trust 社によって、Great American 社(実際は、Great American 社のグループ会社)に対して、総額853万ドルの融資がなされ、Great American 社(グループ会社)の資産が Trust 社へ担保提供された。借入資金のうち、400万ドル以上は、親会社の Great American 社へ約束手形と引き換えに貸し付けられ、さらに他からの融資と合わせて、総額でおよそ700万ドルが、Great American 社によって、Raymond 社の株主からの株式買取り資金として使われた。残りの153万ドルは、借入れ利息の支払の引き当てのための資金等であり、事実上 Raymond 社には、裁量余地のない資金である。かかる一連の取引の結果、Raymond 社グループは、総額およそ20百万ドルの負債総額を抱えることになった。

結局、バイアウト後3ヶ月もせずに、Raymond 社は、炭鉱の操業停止を余儀なくされ、Raymond 社は、債務超過となり、更生手続に入ることとなった。かかる経過の後の1980年に、連邦政府は、租税の未払の強制執行を Raymond 社グループの保有不動産に執行するために訴訟を提起し、Trust 社への担保提供は、州の統一詐欺的譲渡防止法に違反して無効であることを主張した。

これに対して、裁判所は、以下のように判示した。すなわち、Trust 社への抵当権設定による担保提供に比較して、Raymond 社は、公正な対価を受領していないし、かつそのことについて Trust 社は悪意であったとして、その根拠として、融資の対価として、親会社から受領した約束手形は、資産のない持株会社の振り出した手形であり、また、Raymond

¹⁷⁰ 本事件の詳細は、非常に複雑であるため、便宜上ここでの紹介は、主要事実のみに限定している。

社の配当は、配当制限条項により、禁じられていることを挙げている。そして、結論として、Great American 社は、単に資金を経由した（up-stream）に過ぎず、Raymond 社には、正当な対価の支払がなかったとして、Raymond 社の債権者を害し、悪意により Raymond 社の資産上の担保を取得した旨、判示したものである。また、当該レバレッジド・バイアウト以前に、Raymond 社の保有資産の売却益によって、少なくとも支払満期が到来している会社の負債を支払うことは足りていたことを裁判所が認定している点に関して、もし仮に、Raymond 社がこの時期に会社を清算していたならば、債権者の利益は十分に保護されており（逆に株主への残余財産はほとんど、あるいはまったくなかったであろう）、このレバレッジド・バイアウトの効果は、まさに、会社債権者の直接的な犠牲によって、株主の状況を劇的に改善したことに他ならない。

このように、Gleneagles 事件が、レバレッジド・バイアウトに、詐欺的譲渡法を適用したことに関しては、かかる適用自体に強い疑義が指摘された。その代表といえる Baird & Jackson は、レバレッジド・バイアウトは、詐欺的譲渡の条項の適用からは除外されるべき取引であることを主張した¹⁷¹。

他方で、Baird & Jackson の議論は、レバレッジド・バイアウトに対して、詐欺的譲渡の条項を適用することの強い影響力を過大評価しており、逆に、債権者に及ぶリスクの重大さについて、過小評価しているとして反論 — すなわち、詐欺的譲渡の条項のレバレッジド・バイアウトへの適用を正面から肯定する立場の議論 — がなされてきた。

こうした観点からは、旧来、詐欺的譲渡法が法的保護対象と予定していた取引と、複雑なファイナンスの組成である LBO との根本的相違として以下の二点が指摘されている¹⁷²。第一に、「LBO の多くが、企業売却という正当目的の手段とされている」こと、第二に、二当事者間で行われる前者 — すなわち、詐欺的譲渡法が法的保護対象と予定していた取引 — では、資産の譲受人は、低廉価格の利益を直接的に受けているのに対して、LBO では、多数当事者間の取引が一体として考察されており、融資者等の新規債権者も、あるいは株式を売却する対象会社の株主も、資産が低廉で譲渡されることの直接の利益を、享受していないことにある。

結局、Gleneagles 事件も、レバレッジド・バイアウトの結果、債務超過になることが必然的なケースであったように、特殊な事例としてみるのが妥当と思われ、レバレッジド・

¹⁷¹ See Baird & Jackson, *supra* note 165.

¹⁷² 柏木昇「LBOと米国倒産法（5・完）」NBL 452号 30頁（1990年）。

バイアウト自体の構造が、詐欺的譲渡を構成するといった点は、限定的に捉えられるものと思われる。

以上、本章では、マネジメント・バイアウトの構造的な側面から主に経営者・取締役と株主との間に生じる本質的な利益相反関係に焦点をあて、検討した。ここでは、経営者・取締役等と株主との間に生じるエージェンシー関係は、経営者と株主との間の「第一のエージェンシー問題」と、多数株主と少数株主間の「第二のエージェンシー問題」が並存していることを示唆した。とりわけ法制度上の視点からは、経営者・取締役に対するモニタリング機能を有する「少数株主権」を完全に排除する取引—すなわち「第二のエージェンシー問題」からの離反を目的とする取引—が、まさにマネジメント・バイアウトであるといえる。

第5章 米国にみるマネジメント・バイアウト規整の変遷と評価

第3章では、マネジメント・バイアウトにおいて対象会社の既存株主に支払われる買収プレミアムの源泉が何であるのか、著名な実証研究を中心に紹介した。かかる実証研究から示唆される結果は、きわめて多様であり、マネジメント・バイアウトは、何が主たる動機としてなされるかについてはもとより、既存株主に支払われるプレミアムが何を根拠とされるかについても一概に判断できるものではない。他方で、少なくとも、多くの利害関係者、とりわけ対象会社の既存株主へ、多くの経済的な利得が生じている可能性が高いことが観察できる。

他方で、すでに第4章を中心に、問題提起してきたように、マネジメント・バイアウトは、対象会社の経営者・取締役と、当該対象会社から締め出される既存株主との間に深刻な利害の対立が生じる取引である。すなわち、当該経営者・取締役等は、対象会社株式の売買において、売り手であると同時に、買い手であるという、究極的な利益相反関係に置かれることとなる¹⁷³。経営者・取締役等は、当該対象会社の株主にとっての最高の価格で株式を売却するべく、株主に対しての信認義務を負っている一方で、当該株式をできるだけ安く買いたいという私的な誘因を有している¹⁷⁴ことが想定できる。

しかしながら、マネジメント・バイアウトに関して、米国の法制度は、矛盾を含んでいることが指摘されてきた¹⁷⁵。それは、「かかる取引類型が、完全な公正の審査を要求するべく利害関係のある取引としては、明示的に扱われてこなかったが、他方で、利害関係を有していない取締役による承認では、経営判断原則による完全な保護が認められてこなか

¹⁷³ See e.g., Louis Lowenstein, *Management Buyouts*, 85 COLUM.L.REV. 730, 732(1985); Dale A. Oesterle & Jon R. Norberg, *Management Buyouts: Creating or Appropriating Shareholder Wealth?*, 41 VAND.L.REV. 207, 214(1988); Nicholas R. Williams, *Procedural Safeguards to Ensure Fairness in the Management Buyout: A proposal*, 21 COLUM. J.L. & Soc.Probs, 191, 191-192(1988); Bill Shaw, *Resolving the Conflict of Interest in Management Buyouts*, 19 HOFSTRA L.REV.143, 147(1990); Edward J. Markey, *Legislative Views on Management Buyouts*, IN YAKOV AMIHU EDS., LEVERAGED MANAGEMENT BUYOUTS, 211, 212(1989); Borden, *Going Private- Old Tort, New Tort or No Tort?*, 49 N.Y.U.L.REV.987,1017(1974).

¹⁷⁴ See e.g., Shaw, *supra* note 173 at 147; James R. Repetti, *Management Buyouts, Efficient Markets, Fair Value, and Soft Information*, 67 N.C.L.REV.121,122(1988).

¹⁷⁵ THE AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS, CH4 § 5.15, *commented by* Marshall L. Small & Ronald J. Gilson,361(1994).

った」¹⁷⁶ためである。

そこで、このような対象会社の経営者・取締役等に潜在する利益相反関係を前提に行われる取引に対する公正性への懐疑から、いかにして利益相反を削減・解消する方策を検討してきたかが、そのまま米国のマネジメント・バイアウトに際して見られる諸般の規整の主たる課題であったといえる。

本章では、すでに多くの判例¹⁷⁷と学説の存する米国の状況を紹介・検討し、究極的な利益相反関係から生じる、経営者・取締役等の有する問題を、減少ないし解消しようとしてきた試みの変遷とその評価を考察したい。そして、わが国のマネジメント・バイアウトにおける取締役等の行為規整を検討するための土台をできるだけ提供することを目的とする。

1. マネジメント・バイアウトの原則的禁止の主張と反論

初めに、経営者等の利益相反の有する問題点を厳格に捉えて、マネジメント・バイアウトの取引自体が違法であるとして、原則的に禁止すべきことを主張したのが、**Brudney & Chirelstein** である¹⁷⁸。彼らは、マネジメント・バイアウトは既存株主の犠牲の上で現行の経営者等が利得する機会であるという理由で、原則禁止として、バイアウトによって生じた新たな利得を会社を得ることを限度として、バイアウトを認め、一般株主がそれらの利得に与えるべきであると主張する¹⁷⁹。さらに **Brudney** 等は、外部の者による合併を視野に入れた買収と、内部の者によるゴーイング・プライベート取引の大きな相違を以下のように説明している¹⁸⁰。すなわち、「前者では、対象会社の経営陣の改善が伴うことが想定できるし、友好的な合併には、シナジーによる経済的利益が含意されているとみられるのに対して、後者は、単に広く一般株主に所有されていた株式が、内部者の手中に移動するだけに過ぎないのであって、何らの意味ある経済的利益を会社に対して約するものではないからである」とし、さらに「株主への威圧性と、濫用の危険性は、非公開化によるコスト削減効果では相殺できない」としてマネジメント・バイアウトは原則的に禁止すべき取

¹⁷⁶ *Id.*

¹⁷⁷ 本章で掲げる米国判例は、マネジメント・バイアウトそのものにとらえて、取締役等の信認義務違反の責任が直裁に問われたものではない。米国判例上、マネジメント・バイアウトは、射程を広く、対象会社取締役の信認義務の文脈の問題として検討されてきた。

¹⁷⁸ *See e.g., Brudney & Chirelstein, A Restatement of Corporate Freezouts, 87 YELE L.J.1354(1978);*

¹⁷⁹ *Id.* at 1366.

¹⁸⁰ *Id.* at 1366-1367. *See Williams supra* note 173 at 225, n189.

引であるとした。

しかしながら、こうした Brudney & Chirelstein 等の主張した、マネジメント・バイアウトへの厳格な見方に対しては、理論的な反論がなされている。そこで、以下では、Booth の論拠を見ていこう。

まず、経営者等が内部者であるという事実によって、確かに、彼らが重要な当該会社の情報を秘匿しているのではないかという疑念を抱くことは否定できない。しかしながら、「市場価格を超える高い価格での買付を経営者等が申し出るといった事実そのものは、直ちに経営者等の立場を利用した不当な試みであることを意味しない¹⁸¹。」すなわち、Booth は、バイアウト市場も、何ら他の一般的な取引と変わることなく、売り手と買い手による市場（効率的市場仮説）で成立するとする。なぜなら、「売り手と買い手との間に生じる、株価に対する考えの相違があるのは通常のことであって、売り手が、当該株価が過大評価されていると考え、買い手が、当該株価が過小評価されていると考えることは何ら不合理ではなく¹⁸²」、むしろ、市場の成立にとって当然の、両当事者が取引上のインセンティブを有しているに過ぎない¹⁸³、と理解できるからである。そして、「公正な価格は、必ずしも確定するものではなく、むしろ、何が公正であるかは、誰の株式が買われるのかにある」と指摘する¹⁸⁴。

さらに、Booth は、マネジメント・バイアウトが経営者・取締役等が負う信認義務に違反するという見解に対して、二つの視点から反論している。それは第一に、「株主が公平に扱われている限りにおいて、バイアウトは、株主に利得を与えるものであり、経営者・取締役等が負う信認義務が、株主や他の利害関係者がバイアウトから与る利得を妨げる理由とはならない¹⁸⁵」として、株主に本来帰属する財産権を、経営者等が横領することの危険性を根拠に信認義務違反を問題とする立場に対して、株主の利益の観点からも、信認義務違反を前提とするマネジメント・バイアウトを禁じることは妥当ではないと主張する。「買収対象会社の株式が第三者によって買われるか、または経営者等の内部者によって買われるかの違いの論拠は、信認義務を株主に対して負っているか否かの違いに過ぎない¹⁸⁶。」

¹⁸¹ Richard A. Booth, *Management Buyouts, Shareholder Welfare, and the Limits of Fiduciary Duty*, 60 N.Y.U.L.REV.630, 638(1985).

¹⁸² *Id.* at 637.

¹⁸³ *Id.*

¹⁸⁴ *Id.* at 638 n31.

¹⁸⁵ *Id.* at 640.

¹⁸⁶ *Id.* at 640-641.

むしろ、買い手が、当該株式から利益が得られると期待すること自体が重要なのであり、対象会社の株主は、最も高い価格での売却機会による最大の利益の獲得を求めている以上は、誰が買い手かは、問題ではないとされる。さらに Booth は、「当該会社の最も近くにいる現経営者等は、株式を買付ける可能性が最もある主体のひとりであろう」から、内部者に対する特別な規制強化は、少なくともコストを増大させるし、(買付機会を減少させる方向に働くという意味で) 最終的には株主を害するであろうことも指摘している¹⁸⁷。

また、第二番目の論拠として、経営者が内部情報を使ってごまかし行為をするインセンティブは少ないことを主張する。ここで、Booth は、相当程度の株式を所有している経営者と、わずかな比率の株式だけを所有している経営者を分けて、両者の異なった誘因から考察する。すなわち、前者では、非公開化に伴って生じる固有のリスクを考えれば、経営者等は非公開化よりも、会社の売却によって利益を確定する方を選択するであろう。そこで、後者のケースが、問題となりうるが、Booth によれば、経営者によるバイアウトの申し出は、当該企業に対して、より高い価値を見出している他の潜在的な対抗買付者を魅了させることになり競合買付を引き出す結果となる¹⁸⁸。

さらには、経営者等が立場上、仮に不当な優位性を有していたとしても、さらなる規制の必要性はないとして、当時の米国の法規制が、経営者等によって市場を歪められる状況に対して十分に対応していることを指摘している¹⁸⁹。

以上、Booth の主張を順次紹介してきたが、かかる一連の主張は、次の点で重要であろう。すなわち、市場の有する機能に極めて信頼を有する Easterbrook & Fischel 等の主張と、Brudney & Chirelstein 等の取締役等の負う信認義務の観点から自己取引規制に極めて厳格な主張とが対峙していた中で、マネジメント・バイアウトに限定した考察として、市場の効率性の観点から、マネジメント・バイアウトを支持したところにある。もっとも Booth の主張には、その前提として、株主に対するディスクロージャーが保証されていることを仮定ないし注記して議論を展開している。このディスクロージャーのレベルを、どの範囲まで想定していたのかは必ずしも明らかではないが、マネジメント・バイアウトに内在する利益相反問題の本質を、情報開示いかんでは、市場の機能に対する信頼が何ら失われるものではないことを十分に示唆していたともいえよう。「マネジメント・バイアウトにおける経営者等の行為を評価するための法的な理論的枠組みは、第三者による買収の局面

¹⁸⁷ *Id.* at 641.

¹⁸⁸ *Id.*

¹⁸⁹ *Id.*

として捉えるのではなく、内部者取引である」との指摘¹⁹⁰もなされるように、その後のマネジメント・バイアウトの研究に対して、重要な示唆を与えたといえる。

このように、マネジメント・バイアウトは、利益相反関係にある経営者・取締役等と、既存株主の両者が経済的な利益に与る、あるいはその可能性のある取引である。既存株主にとっては、所有株式の売却によって、市場価格を超えるプレミアムを得る機会であり、新規の経営者等にとっては、自らリスクをとった経営改革によって、将来の利益を得ようとする機会を獲得することである。経営者等に内在する利益相反関係を完全に消し去ることはできないものの、全てのマネジメント・バイアウトを禁止するという結論は、複雑な問題の解決策としては、あまりに単純である¹⁹¹し、また、当時、一般に知れ渡った手法として受け入れられていた、マネジメント・バイアウトを全面的に禁止することは、過激な反応ともいえ、当時、すでに不安定な状況下にあった企業の合併・買収市場をさらに混乱させることにもなりかねなかったとの指摘もなされている¹⁹²。そこで、少なくとも株主に対する手続的な保護手段を備えることで、利益相反の影響を最小化させることが可能である¹⁹³として、米国では次第に数々の手続的規整が検討されるようになってきたといえる。

以下、**2.**においては、マネジメント・バイアウトにおける代表的な手続規整として、(A) フェアネス・オピニオン、(B) 独立委員会（特別委員会）、(C) 株式買取請求権、(D) 対抗買付、(E) 情報開示規制を順次検討する。また、米国の裁判例で言及されている諸般の手続規整の中で、特にマネジメント・バイアウトの行為規整に関連すると考えられる部分を取り上げていく。もっとも、マネジメント・バイアウト（または、レバレッジド・バイアウト）の行為規整について、米国の裁判所が、独自の法理を展開してきたわけではない。マネジメント・バイアウトに関して、米国の裁判例に見られる諸般の行為規整は、従来、親子会社間の合併事例や、非公開化取引とは別の文脈のなかで、現れてきたものである¹⁹⁴。その理由としては、「裁判例が信認義務の概念に依拠してきたために、デラウェア法に頼る裁判所が、非公開化取引の文脈においても、デラウェアの裁判所が明示してきた一般原則の観点から、バイアウトを審査することは、おそらくは穏当なことであったのではないか

¹⁹⁰ Roberta Romano, *Management Buyout Puzzles*, IN YAKOV AMIHU ED., LEVERAGED MANAGEMENT BUYOUTS, 199, 202(1989).

¹⁹¹ Shaw, *supra* note 173 at 157-158.

¹⁹² Williams, *supra* note 173 at 224-225.

¹⁹³ Shaw, *supra* note 173 at 157-158 ; Lowenstein, *supra* note 173 at 778.

¹⁹⁴ Lawrence Lederman & Barry A. Bryer, *Representing A Public Company in A Leveraged Buyout Transaction*, IN YAKOV AMIHU ED., LEVERAGED MANAGEMENT BUYOUTS, 111,113(1989).

195」 と指摘される。

他方、1980年代の非公開化取引の裁判例 —特にマネジメント・バイアウトの文脈で—として、Revlon 判決¹⁹⁶、SCM 判決¹⁹⁷、Fruehauf 判決¹⁹⁸は、取締役に貴重な判断基準および、行為基準の枠組みを示唆した重要な判決であり、米国のみならず、非公開化取引に際しての取締役等の善管注意義務の判断基準を示す裁判例がほとんど存在しない¹⁹⁹わが国においても、マネジメント・バイアウトを実施する取締役の行為規整を検討するに際して参考となろう。そのため、本章では、随時かかる裁判例に言及し、検討していく（なお、当該裁判例の事実関係・判示等については、以下において初出の際に紹介する）。

2. マネジメント・バイアウトの手續規整

(1) フェアネス・オピニオン (Fairness Opinions) ²⁰⁰

支配権をめぐる取引において、経営者・取締役等の利益相反を緩和する方策のひとつとして用いられるのが、フェアネス・オピニオン (Fairness Opinions) である。フェアネス・オピニオンは、一投資銀行等の一 専門家が、当該取引の価格が公正かつ妥当なものである旨の意見を表明することである。取締役等がフェアネス・オピニオンを利用する理由としては、取引の承認を株主に説得する手助けとなることや、さらに重要なのは、取締役等が自らに負っている信認義務を充足させるためであり、1980年代当時の裁判所も、取締役等が信認義務を尽くしたか否かの判断に際し、フェアネス・オピニオンへの信頼を重視している傾向が窺われる²⁰¹。

しかしながら、フェアネス・オピニオンは、もっぱら現経営陣による限定的な情報に依拠しており、当該買収対象会社が独立してその情報を検討することがないのが典型的であるとして、株主に対する公正性の観点からは疑義のあることが指摘されていた²⁰²。このよう

¹⁹⁵ *Id.*

¹⁹⁶ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. Sup. 1986).

¹⁹⁷ *Hanson Trust PLC v. SCM Corporation*, 781 F.2d 264 (2d Cir. 1986).

¹⁹⁸ *Edelman v. Fruehauf*, 798 F.2d 882 (6th Cir. 1986).

¹⁹⁹ 唯一の公表されている裁判例として、本稿 33 頁の事例参照。

²⁰⁰ *See generally* Lucian A. Bebchuk & Marcel Kahan, *Fairness Opinion: How Fair Are They and What Can Be Done about It?*, 1989 DUKE L.J. 27.

²⁰¹ *Bebchuk & Kahan, supra note 200 at 28.*

²⁰² *See Markey, supra note 173 at 212.*

な客観性を欠くフェアネス・オピニオンは、その助言を必要とする本来の主体たる株主に対して、投資銀行等がより強い説明責任を果たさない限りは、フェアネス・オピニオンを利用することによるごまかし行為が広まることが危惧されてきた²⁰³。

さらに、フェアネス・オピニオン自体についても、Bebchuk & Kahanによって、特にその構造的な問題点が整理されている。すなわち、第一の問題は、投資銀行がフェアネス・オピニオンで示す「公正な価格の定義」と「価格の算出の方法」の双方に、投資銀行自身に広範な裁量の余地が残されていることである²⁰⁴。また第二番目の問題としては、投資銀行がフェアネス・オピニオンを付与する際の利益相反の問題である。取引の成功に伴って、投資銀行が手にする報酬²⁰⁵や、取引にともなう資金需要の供給者としての利害等²⁰⁶が、魅力的な顧客である現経営陣に優位なバイアスを常に生じさせる²⁰⁷。その結果、経営者等がイニシアチブを握るマネジメント・バイアウトでは、既存株主にとっては必ずしも妥当なプレミアムのついていない価格を公正であるとして、また、敵対的な企業買収の防衛策として行われるマネジメント・バイアウトでは、市場価格を相当程度上まわる、対象会社株主にとって魅力的な価格による対抗的な第三者の申し出に対しても、当該価格が公正でない低い価格であるとの意見が付されることとなる蓋然性が高い²⁰⁸。

上記の第一の問題のうち、「公正な価格」を定義するに際しての投資銀行の有する裁量が、フェアネス・オピニオンの有効性に問題を投げかける事例のひとつとして、Bebchuk & Kahan は、まさにマネジメント・バイアウトの事例を挙げている²⁰⁹。そこでは、「公正な価格」を定義するにあたって、以下のような選択の可能性を有していることが示されている。すなわち、その「公正な価格」は、「支配関係のない独立した会社としての価値」なのか、「市場価格」なのか、「競売価格」か、あるいは「独立した会社としての価値に、(負債控除による利得や経営者への誘因を改善させることによって生じうる利得といった) バイアウトから期待できる利得の一部を付加した価格」なのか、さもなければ、「(負債控除による利得は含むが、経営者への誘因の改善による利得は含まないとして) バイアウト後に経

²⁰³ Oesterle & Norberg, *supra* note 173 at 214.

²⁰⁴ Bebchuk & Kahan, *supra* note 200 at 29-37.

²⁰⁵ 投資銀行が、成功報酬制度を有しているかどうかは、当該企業へのそれ以外のビジネス機会に存する利害に比較すれば、程度の問題に過ぎないとする (*Id.* at 40)。

²⁰⁶ 後述の、Edelman v. Fruehauf, 798 F.2d 882(6th Cir.1986)では、フェアネス・オピニオンは、現経営者とマネジメント・バイアウトの交渉過程にあった投資銀行によって、付与されたものであった (*See Williams supra* note 173 at 204, n69.)。

²⁰⁷ Bebchuk & Kahan, *supra* note 200 at 37-42.

²⁰⁸ *See* Oesterle & Norberg, *supra* note 173 at 212, n22.

²⁰⁹ Bebchuk & Kahan, *supra* note 200 at 33, n41.

営者が予定している全ての改変から想定した会社の価値」なのか等である。

ここで例示されている価格の適用可能性自体が、「公正な価格」を定義することの重要性と、その定義自体によって、フェアネス・オピニオンに付される価格が大きく異なることを示唆しているといえよう。

また、公正な価格の定義が一定であると仮定することができたとしても、「価格の算出方法」の相違によって価格は当然に影響を受ける。もっとも、マネジメント・バイアウトが、将来のキャッシュフローの支払能力を担保に取る非遡及型の融資に多くを依存する以上は、いかなるリスク・プレミアムを設定するか等、条件依存的な算出方法にならざるを得ず、最終的な価格が乖離することは避けられない。そこで、Bebchuk & Kahan は、「事前に、投資銀行等へいかなる価格算定方法を使うべきかを裁判所が指定するのは困難であり、またそうすべきでもない」として、フェアネス・オピニオンが「公正な価格の範囲内によるものかどうか、そして前提とした算定方法に対して示された最終価格の結論が、わかりやすいものかどうかといった限度で、裁判所が重きを置くべきものである²¹⁰」と説き、その限界を認識しながらも、裁判所に一定の役割を担わせている。

つぎに、第二番目の問題に関しては、経営者と投資銀行とのもっぱら親密な関係から導かれるバイアスへの対処として、いわゆる「セカンド・オピニオン」の有効性が問われる。セカンド・オピニオンは、当該会社にとっては、二度手間の追加費用を要することは間違いないが、取引全体の金額に比すればその費用は取るに足らないとも指摘され²¹¹、投資銀行の現経営陣に対するバイアスを一定の限度で低減できる可能性は否定できない。しかしながら、マネジメント・バイアウトでは、自社の買収にあたり、現経営陣だけでは十分に賄いきれない多額の投融資を必要とするのが一般的であるから、そのようなビジネス機会の獲得を狙う投資銀行にとっては、むしろ負の影響が大きくなる可能性も危惧される。

フェアネス・オピニオンは、マネジメント・バイアウトに限らず、様々な取引に際し付される²¹²が、少なくともマネジメント・バイアウトに際して、現経営陣等によって付されるフェアネス・オピニオンについては次のことがいえるであろう。すなわち、非公開化目的型MBOの際に付されるフェアネス・オピニオンは、交渉当事者が存在しない点で、経営者と

²¹⁰ Bebchuk & Kahan, *supra* note 200 at 47.

²¹¹ *Id.* at 51.

²¹² 一般的にフェアネス・オピニオンが付される取引事例として、合併、締め出し合併、敵対的買収のオファー、友好的買収のオファー、自社の買付、LBO、自己株式の買戻し、金庫株の売却等が挙げられる (Bebchuk & Kahan, *supra* note 200 at 27)。

株主間の利益相反関係の本質的問題を修正する機能には限界がある。他方、分割（暖簾分け）型MBOでは、他の、一例えば、友好的な合併や敵対的買収の申し出等の一 組織再編行為に付されるフェアネス・オピニオンと同様に、複数の対峙するフェアネス・オピニオンが当事者間の交渉に際して利用されることを前提とすれば、当事者間の価格の乖離を最小化する可能性がある。その意味で、分割（暖簾分け）型MBOに付されるフェアネス・オピニオンは、交渉当事者間の交渉の経緯や内容の正当性を担保することが可能であり、分割（暖簾分け）型MBOの取締役等の行為規整を、もっぱら筆者の主張する²¹³、利益相反の程度が極めて強い取引に妥当する行為基準とは異なった、より緩やかな行為基準によって行う根拠となり得る有力な方策のひとつと思われる。

このように、Bebchuk & Kahanによってフェアネス・オピニオン自体の構造的な問題点は既に指摘されてきたが、その機能を判断するにおいて、より重要なのは、フェアネス・オピニオン自体に内在する問題点以上に、それがどのような取引の場面で利用されるか、そして、当該取引には、複数の交渉当事者の存在と、複数の対峙するフェアネス・オピニオンがあるか否かといった視点であろう。そして、かかる観点からいえば、フェアネス・オピニオンが分割（暖簾分け）型MBOの場合に利用される時には、きわめて有用なツールとなり得る。

（２）独立委員会（Independent Committee／特別委員会（Special Committee））

取締役・経営者等に内在する利益相反の緩和策として、当該取引に利害関係のない第三者によって構成される独立委員会（Independent Committee）がある。支配株主による非公開化取引に関してのリーディング・ケースではあるが、1983年のWeinberger判決²¹⁴で、裁判所は、独立委員会の利用を示唆している。本判決において、当該裁判所が特別に要請したわけではないが、バイアウトの手続的側面を確立する上での一応のガイドラインが、

²¹³ 本稿第6章1．参照。

²¹⁴ Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701. (1983).

本件事案は、子会社(UOP社)の50.5%の株式を所有する親会社(Signal社)が子会社を吸収合併するために、UOP社の残りの株式を1株当たり21ドルで、UOP社の少数株主の過半数の賛成を条件とした、いわゆる締め出し合併が株主総会で承認されたことに対して、少数株主であるWeinbergerが、取締役の忠実義務違反を理由に、合併の取消と、損害賠償を請求した事案である。

Weinberger 判決において形成されたことが指摘されている²¹⁵。

マネジメント・バイアウトにおいて、独立委員会は、二つの理由で利用される。第一は、忠実義務違反に対する懸念からの回避のためであり、マネジメント・バイアウトに参画する役員が含まれている取締役会や委員会での承認では、明らかに公正ではなく、自らによる承認と何ら変わらない²¹⁶。そして第二には、独立取締役による承認によって、当該取引の公正さが信頼できる指針となることである。

上述のフェアネス・オピニオンが、投資銀行が有する報酬契約の内容や他の潜在的なビジネス機会への期待等の理由から、現経営者等に対して、反対の意見を付与するインセンティブがほとんど存在しない為に、きわめて判断の独立性に欠けていたことに比すれば、独立委員会の設置は、一応の独立の第三者による判断において、株主の利益を代表する方策として、機能する可能性は高いかもしれない。事実、独立委員会を積極的に評価する見解も存在する。例えば、Simpson は、「実在ないし潜在的な利益相反から、意思決定のプロセスを遮断する手段をとらない以上は、経営判断原則は、取引の両側に立つ取締役を保護しないので、独立委員会の利用は、忠実義務を充足させる手助けとなる最良の仕組みである」という²¹⁷。

しかしながら他方、多くの会社において、経営陣が取締役会の重要な位置を担っているのが現状であり、特に、マネジメント・バイアウトに対して対抗する買付が生じない場面では、取締役会が当該マネジメント・バイアウトを承認する裁量の余地が大きく、経営者による不当な自己取引が常に生じる可能性が高い²¹⁸ことが指摘される。また、一般的に社外取締役は、社内取締役と親しい者であり、独立委員会の委員は、バイアウトによってできるだけ高い価格を、あえて現経営陣と衝突してまで獲得しようとすることはない²¹⁹²²⁰。さら

²¹⁵ Lederman & Bryer, *supra* note 194 at 115 ; Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 709 n7 (1983). 「完全とはいえないまでも、期待されるべきは、仮に UOP 社が、独立当事者間取引で Signal 社と対応するために、社外取締役からなる、独立した交渉のための委員会 (independent negotiating committee) を任命していたならば、ここでの結果は、まったく違ったものとなっていたかも知れない・・・。」

²¹⁶ Williams, *supra* note 173 at 206-207.

²¹⁷ See Scott V. Simpson, *The Emerging Role of the Special Committee- Ensuring Business Judgment Rule Protection in the Context of Management Leveraged Buyouts and Other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest*, 43 BUS. LAW. 665(1988).

²¹⁸ Oesterle & Norberg, *supra* note 173 at 241.

²¹⁹ Oesterle & Norberg, *supra* note 173 at 242-243.

²²⁰ マネジメント・バイアウトにおいて、独立委員会による経営者等との交渉によって、最初にオファーされた買収価格がどの程度上方修正されるか、その影響を実証した研究結果によれば、独立委員会自体は、投資グループ等による安値の買付を防ぐための、いくら

に、このような実態面からの批判に加えて、独立委員会が、期待すべき公正な結果を導く手段としては、本質的な欠陥があることを指摘して、その構造的観点から批判する見解も主張された²²¹。すなわち、本来、会社に忠実義務を有する者 ―取締役― から、単に彼らに従属した立場の者、ないしは会社や株主に対して忠実義務を負うことを何ら約束していない外部の者 ―独立委員会の委員― へ、意思決定をする権限が移ってしまうことへの疑義である。こうした権限移動が、株主を当該会社から完全に排除することとなるとする²²²。

実態的にも株主の利益の代表として独立委員会が機能しないケースは、多々見られるので、かかる一連の独立委員会に対する懐疑的な見方については、ある程度はやむを得ない側面もあるかもしれない。しかしながら、Allen は、マネジメント・バイアウトにおいて、独立取締役が果たす役割には懐疑的ながらも、必ずしも悲観的ではないとして、判事としての経験から（もっとも、実証的ではない点は本人も承知ながらも）独立取締役が、うまく機能している事例を見てきたことを説く²²³。そして、社外取締役が単に受身の立場に過ぎないといった、大方の懐疑的な見方が妥当した事例を紹介しつつ²²⁴も、当時最大のバイアウトであった、RJR ナビスコの買収事例では、独立取締役が、会社の売却に際し、精力的に情報提供し、独立した判断をしていたことが窺われるという²²⁵。

Allen は、経営者に対して便宜を図らねばならないような圧力に対峙する要素は、「義務に対する自覚 (a sense of duty)」であるという。それは、独立委員会が任務を受け入れたことによって、「新しい義務を有し、会社の経営者や支配株主に対して、新たな異なった関係を持つ」ものとされる。そして、Allen は、独立取締役のいわば信頼に期待しており、

かの保護策とはなり得るが、交渉によって実際に買付価格の上方修正が期待できる効果は、対抗買付に比べると大きくない。当該実証研究によれば、独立委員会の買付価格上方の程度は、26 件の調査対象会社中、最小値で 0.8% 増、最大値で 33.3% 増であり、その平均値は、8.1% 増であり（他方で、対抗買付の場合では、それぞれ、2.1% 増、59.3% 増、17.3% 増である）、買付価格の上方修正幅におよそ 2 倍の違いがあるとされる。(John C. Easterwood & Ronald F. Singer & Anju Seth & Darla F. Lang, *Controlling the Conflict of Interest in Management Buyouts*, 76 REVIEW OF ECONOMICS AND STATISTICS 512, 519 (1994).)

²²¹ See Shelby D. Green, *The Illusion of Fairness Through Special Committees in Management Buyouts*, 18 W. ST. U. L. REV. 161 (1990).

²²² *Id.*

²²³ William T. Allen, *Independent Directors In MBO Transactions: Are They Fact or Fantasy?*, 45 BUS. LAW. 2055, 2059 (1989-1990).

²²⁴ *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc.*, 781 F.2d 264 (2d Cir. 1986); *Edelman v. Fruehauf Corp.*, 798 F.2d 882 (6th Cir. 1986).

²²⁵ Allen, *supra* note 223 at 2059.

他方で、弁護士や投資銀行等の専門家による助言が、誠実な交渉過程を築く上で、また、社外取締役の時間的制約の観点からも、決定的に重要であるとして、MBOや競合買付の過程では、かかる専門家の顧客は、経営者ではなく独立委員会であることの自覚を促している。結局、このような仕組みは、ビジネスリスク等の素養に乏しい裁判所による事後的な公正性の判断よりも、優れているとされる。

Oesterle & Norberg は、社外取締役から構成される独立委員会の遂行能力を評価するために、裁判所が具体的に求めるべき事象として以下の五つを提示している²²⁶。すなわちそれは、隠そうという振る舞いがないこと、独立委員会によって外部の買付を積極的に求めること、専門家の助言への信頼、会社の正確な評価に対する全ての情報資料の利用が確保されていること、そして、独立委員会によって、慎重な検討がなされたことの証拠、である²²⁷。さらには、最終的に、独立委員会が機能するかどうかは、それをどのように構成し、いかに報いるかに拠るとして、独立委員会の報酬を彼らが株主のために交渉した、市場価格を超えたプレミアムに連動させる賞与システムを提案する²²⁸。

このように、独立委員会の果たす機能をみてみると、実は単独で利用するにはあまりに弊害の大きいとされてきた専門家による「フェアネス・オピニオン」も、独立委員会と同時に用いることで、十分に有益なものとなる。いずれにせよ、ガバナンスの観点からは、独立委員会は、上場会社による非公開化目的型MBOの典型的特徴である、交渉当事者が存在しないという構造的欠陥を補う役割を果たしていることが重要であるといえる。すなわち、既存株主の利害を代表する独立委員会と、現経営陣ないし取締役との間に、二当事者間交渉を可能とする仕組みが構築されることを意味する²²⁹。

実は、このことは、本稿にとっての含意は大きい。なぜなら、これまで筆者は、マネジメント・バイアウトを非公開化目的型MBOと、分離（暖簾分け）型MBOに分けて考察す

²²⁶ Oesterle & Norberg, *supra* note 173 at 243.

²²⁷ *Id.*

²²⁸ *Id.* at 258.

²²⁹ 独立委員会等の独立性をめぐることは、米国においても批判がなされている。しかし、少なくとも取引の利益相反性が大きい場合には、いかにして、独立した当事者間の交渉に類似の手続的形式が、構造上担保されているのかどうかを模索し、厳格に審査してきたのが米国の判例法である。他方で、わが国では、経営者等の利益相反に対する裁判所の感度が低いことがいわれ、少なくとも独立性を有する取締役等の判断を仰ぐといった、一般に単なる形式と軽視されがちな公正な手続要件の「形式」こそ、要求すべきことが、裁判所の客観的判断のためには重要であることが指摘されている（宍戸善一「会社支配権と私的財産権：第三者割当増資再論」『企業法の理論（上）江頭憲治郎先生還暦記念』412頁（商事法務、2007年））。

べきことを主張してきたが、その依拠する理由は、前者は交渉当事者が存在しない取引形態であり、後者は、少なくとも複数の交渉当事者の存在する取引形態であるところにあった。すなわち、分割（暖簾分け）型MBOでは、現経営者等と、独立する新経営者等の交渉当事者間の価格交渉の結果として、仮に既存株主に損害が生じたとしても、そのことは、価格交渉の余地が何ら存在しない非公開目的型MBOの構造とは本質的な問題を異にするというものであった。それゆえ、忠実義務違反の観点から検討すべき非公開化目的型MBOと、あくまで経営判断原則で検討し得る分割（暖簾分け）型MBOとを、取締役等の行為規整の判断枠組みを検討する上でも、整理してて考察する意義を述べた。したがって、独立委員会の設置とフェアネス・オピニオンの付与によって、既存株主の売却する株式の公正な対価を十分に保証することが可能なガバナンスの設計 一本稿の筆者の視点では、複数交渉当事者の存在一 が担保できると考えることができれば、非公開化目的型MBOにおける取締役等の行為規整を、忠実義務違反を問題とする基準から、経営者の経営判断原則に委ねることを可能とする基準へと緩和する可能性が十分に有りうるといえよう。かかる検討は、次章（第6章 日本法への示唆）で行いたい。

（3）少数株主の救済

（A）株式買取請求権（the right of appraisal²³⁰）

合併や、全ての 一あるいは実質的に全ての一 会社資産の売却は、私的財産の収用の形態になぞらえることができ²³¹、マネジメント・バイアウトにおいても、買収対象会社から締め出される株主の救済として、株式買取請求権が用意されている²³²。会社の必要要件を満たす株式数の賛成によって取引が認められれば、当該取引に不平・不満のある株主は、

²³⁰ 異議を有する者の権利として知られる、株式買取請求権の定義として、「合併（いくつかの州では、他の通常を超える取引）に反対する株主が、裁判所によって決定される持分の公正な価値を、現金で支払われる権利を与えられることに準ずる条項」(See STEPHEN M. BAINBRIDGE, *MERGERS AND ACQUISITIONS*, CH1,14(2003))。

²³¹ See BAINBRIDGE, *supra note 230* at 192-194.

²³² 多くの州で、合併等、会社の基礎的な変更買取請求権が利用されうるが、MODEL BUS. CORP. ACT § 13.02(A)4 は、株式併合（reverse stock split）の効果を生じる会社の定款変更に対しても、株式買取請求権を認めている。他方、デラウェア州では、簡易合併を除く、法定の合併に関してのみ、株式買取請求を与えている（DEL. GEN. CORP. LAW § 262; BAINBRIDGE, *supra note 230* at 193）。

当該株式を継続保有したいという願望があったとしても、法は、少数株主を排除する効果を有する締め出し合併を、多数派株主に対して認めている²³³。既述した Weinberger 判決は、親子会社間の少数株主の締め出しを伴う合併において、詐欺行為、不実表示、自己取引、故意による会社資産の浪費、明白なごまかし行為等の類型に該当する場合は例外（解除による損害賠償請求を含む、金銭による救済）として、株式買取請求が、既存株主を救済する唯一の手段となることを明示した判決である。しかしながら実際には、Weinberger 判決以後、デラウェア州では、支配株主と従属会社間の合併の局面において、従属会社少数株主の救済策として、株式買取請求以外にも、支配株主の信認義務違反に基づくクラス・アクションによる少数株主の救済を認めている²³⁴。なお、このような株式買取請求権以外の少数株主の救済をめぐる議論の変遷については、後述する。

株式買取請求権は、理論的にはわかりやすいが、このような単純な救済方法は、実務において適用することが、難しいといわれている²³⁵。そして、マネジメント・バイアウトにおいても、株式買取請求権は、少数株主に対して、一定限度での保護を与えるものではあるが、必ずしも適切な救済策とはなっていないことが指摘される²³⁶。その理由としては、大方、以下の二つの側面から整理できよう。

第一に、一般的には、株式買取請求権は、従来、合併後の利得（シナジー）を、価値の要素として、支払対価に含ませることができないという問題があった（しかしながら、後述のようにデラウェア州と、ニューヨーク州では、このような制限はもはや適用されていない）²³⁷。すなわち、仮に支払われた対価が公正であったとしても、株主が当該会社に対し抱いた将来の期待への投資については、かかる見返りは補償されない。また、株主は代替する投資先を探さねばならず²³⁸、追加的なコストを被ることもなろう。

第二に、株式買取請求によって支払われる対価が、はたして「公正な価格」なのか否かは依然として証明できないことが問題である。特に、裁判所は、その株式価値を評価する能力の限界から、主として過去の数値や経営者の報告を重視するために、概して、控えめな価格を設定せざるを得ないことが指摘される。また、公開買付に直面する可能性のない

²³³ BAINBRIDGE, *supra* note 230 at 193.

²³⁴ Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc., 638 A.2d 1110(Del.1994).

²³⁵ BAINBRIDGE, *supra* note 230 at 193.

²³⁶ Booth, *supra* note 181 at 650-651.

²³⁷ Booth, *supra* note 181 at 650-651 n71.

²³⁸ See Brudney, *A Note on "Going Private"*, 61 VA.L.REV.1019, 1024(1975) ; Shaw, *supra* note 173 at 153.

会社、すなわち現経営陣等がすでに多数派を構成している会社の経営陣は、他の潜在的な買収の脅威にさらされている会社に比較して、取締役等による会社の利益処分の裁量の余地が大きいことから、一般株主の立場からはリスクを当然に有していることになる。そのため、かかる会社の株式の市場価格は、その会社が潜在的な買収の対象会社であると仮定した場合に比してディスカウントされている（いわゆるマイノリティ・ディスカウント）。すなわち、株式買取請求権の「公正な価格」の評価は、当該会社の株式が買取請求の対象となること自体ですでに、ディスカウントが織り込まれた市場価格に依拠することを意味している²³⁹。ただし、このマイノリティ・ディスカウントについては、そもそも、株主は、支配権のない株式を承知で購入しているわけであるから、株式買取請求権の場面で、とりたてて、かかるディスカウント分を補填することを主張する論拠は乏しいともいえる。

株式買取請求権における「公正な価格」については、米国の州によっても捉え方が異なるようである。そこで以下では、米国における代表的な会社法である、カリフォルニア会社法（California General Corporation Law）、デラウェア会社法（Delaware General Corporation Law）、ニューヨーク事業会社法（New York Business Corporation Law）²⁴⁰下での、主として合併の局面における株式買取請求権の「公正な価格」の意義を比較し、さらに、アメリカ法律協会（American Law Institute, ALI）が1994年に公刊した『コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告』（Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations）で指摘されている、マネジメント・バイアウトの局面における株主の株式買取請求権を「公正な価格」との関係で、検討している箇所を取り上げ、検討したい。

カリフォルニア会社法・デラウェア会社法・ニューヨーク事業会社法下での「公正な価格」

まず、カリフォルニア会社法は、「・・・その公正な市場価格は、提案された行為の結果としての価格の上昇または下落を排除し、提案された再編²⁴¹（Reorganization）または簡

²³⁹ Booth, *supra* note 181 at 651.

²⁴⁰ 各州法の邦訳については、それぞれ下記文献から参照・抜粋した。北沢正啓＝戸川成弘『カリフォルニア会社法』（商事法務研究会、1990年）、長浜洋一『新版デラウェア会社法』（商事法務研究会、1994年）、長浜洋一＝中馬賢『ニューヨーク事業会社法』（商事法務研究会、1990年）。

²⁴¹ 「再編（Reorganization）」の定義として、「(a)第11章に従う、簡易合併以外の合併。(b)ある会社はその会社の持分証券（または取得会社を支配する会社の持分証券）と全部または一部交換になす他の会社の株式の取得。(c)ある会社はその会社の持分証券（もしくは取得会社を支配する会社の債務証券）もしくは十分な担保が付されずかつ再構成の実現後

易合併の条件の最初の発表の前日現在で決定されるが、その後効力を生じる株式分割、株式併合または株式配当につき調整されなければならない。」と規定する²⁴²。

次に、デラウェア会社法は、「・・・裁判所は、吸収合併または新設合併の遂行または期待から生じる価値の要素を除く株式の公正な価格を、公正な価格と決定された額に対して支払うべき利息があるときはその公正な利率とともに決定して、その株式を評価しなければならない。そのような公正な価格を決定するに当たり、裁判所は、関係のあるすべての要素を考慮しなければならない。・・・」と規定する²⁴³。

また、ニューヨーク事業会社法は、「・・・この価格は、・・・株主の授権の日の前日の営業終了時における公正の価格でなければならない。株式の公正な価格を決定するにあつては、裁判所は、株式の支払を受領する株主の権利を発生させる取引の性質および会社および株主へのその効果、類似の状況において類似の取引を行う会社の株式の公正な価格の決定についての関連した証券・金融市場における当時の慣行的な観念および方法、ならびに、その他のすべての関連要素を考慮しなければならない。」と規定する²⁴⁴。

これら米国において代表的な三州の会社法のうち、合併後のシナジーを公正な価格に反映させるかどうかといった観点からは、カルフォルニア会社法と、デラウェア会社法およ

5年をこえる支払期日を有する債務証券（もしくは取得会社を支配する会社の債務証券）またはその双方と全部または一部交換になす他の会社の全部の資産または実質上全部の資産の取得。」それぞれ、(a)合併再構成、(b)交換再構成、(c)資産売却再構成と定義されている（北沢＝戸川・前掲注 240、21頁）。

²⁴² CAL.GEN.COP.CODE. § 1300(a), 「The fair market value shall be determined as of the day before the first announcement of the terms of the proposed reorganization or short-form merger, excluding any appreciation or depreciation in consequence of the proposed action, but adjusted for any stock split, reverse stock split or share dividend which becomes effective thereafter.」

²⁴³ DEL.GEN.CORP.LAW § 262(h), 「After determining the stockholders entitled to an appraisal, the Court shall appraise the shares, determining their fair value exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation, together with a fair value. In determining such fair value, the Court shall take into account all relevant factors...」

デラウェア州では、「公正な価格」について繰り返し言及され、262条修正の1981年の262条修正によって初めて、裁判所が、全ての関連のある要素に注意を向けることを、要求することとなった（Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 714）。

²⁴⁴ N.Y.BUS.CORP.LAW § 623(h)(4), 「...the value of the shares, which, for the purposes of this section, shall be the fair value as of the close of business on the day prior to the shareholders' authorization date. In fixing the fair value of the shares, the court shall consider the nature of the transaction giving rise to the shareholder's right to receive payment for shares and its effects on the corporation and its shareholders, the concepts and methods then customary in the relevant securities and financial markets for determining fair value of shares of a corporation engaging in a similar transaction under comparable circumstances and all other relevant factors.」

びニューヨーク事業会社法との間には、相違があることが指摘されている。すなわち、カルフォルニア会社法では、合併後のシナジーを「公正な価格」に勘案することは予定していないが、他方で、デラウェア州会社法やニューヨーク事業会社法では、公正な価格の決定にあたって、様々な要素を考慮すること可能である旨、文言上明示されており、デラウェア州やニューヨーク州では、合併の事後のシナジーを「公正な価格」に反映させないという制限は、もはや当てはまらないという²⁴⁵。そして、先述の 1983 年の Weinberger 判決で、デラウェア最高裁判所は、デラウェア会社法 262 条(h)項を拠りどころとし²⁴⁶、公正な価格の決定過程について、以下のように判示した²⁴⁷。

「(デラウェア会社法) 262 条は、いまや“すべての関連ある要素”に基づいて“公正な”価格の決定が成されることを要求していることは重要である。当該合併が成し遂げられること、あるいはその期待から生じるかもしれない価値の単なる憶測に基づく要素のみ(only the speculative elements) が、排除される。我々は、かかる排除の規定を、合併が行われることに関する憶測に基づく可能性についての、形ばかりの (*pro forma*) 情報や予想を持ち込むことを除外する意図に基づく株式評価手続における、きわめて限定的な例外規定と捉えている。しかし、合併時点において周知で証明可能な、単なる憶測の産物ではない、当該会社の特質を含む将来の価値の要素は考慮に入れることができる。」

この Weinberger 判決を受けて、デラウェア州の 262 条における評価過程からは除外される「(当該合併が) 成し遂げられること、あるいはその期待から生じるかもしれない価値の単なる憶測に基づく要素」とは異なり、少数株主が被る損害を「公正な価格」に含めることができる旨を裁判所が判示したのだとする指摘がなされている²⁴⁸。

「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」(アメリカ法律協会／A L I) にみる、マネジメント・バイアウトに関する「公正な価格」

²⁴⁵ Booth, *supra* note 181 at 650-651, n71.

²⁴⁶ Booth, *supra* note 181 at 650-651, n71; Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 712-714 (1983). また、岡田豊基「親子会社間の締め出し合併における少数株主の保護」岸田雅雄ほか編著『アメリカ商事判例研究』145 頁、148 頁参照。

²⁴⁷ Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 714 (Del. 1983).

²⁴⁸ Hideki Kanda & Saul Levmore, *The Appraisal Remedy and the Goal of Corporate Law*, 32 UCLA L.REV. 429, 451 n75 (1985).

米国では、アメリカ法律協会（American Law Institute, ALI）が1994年に『コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告』（Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations）を公表し、その第5.15条²⁴⁹は、「取締役又は主要上級執行役員が利害関係を有する支配の移転（Transfer of Control in Which a Director or Principal Senior Executive Is Interested）」に関する勧告であり、まさに、マネジメント・バイアウトを対象に扱った条項である²⁵⁰。

そして、同原理の第7.21条以下が株式買取請求に抛る株主の救済の勧告であり、それぞれ、株式買取請求権が生じる取引（第7.21条）、公正な価格の決定方法（第7.22条）、株式買取請求の手続（第7.23条）、株式買取請求権の排他性（第7.24条・第7.25条）を規定している。

マネジメント・バイアウトによって当該対象会社から締め出される株主の救済の観点から、同原理が規定する株式買取請求権を概観すると、それは以下の特徴を有している。

第一に、原則として裁判上の公正な価格決定は、閉鎖会社のマネジメント・バイアウトに関して問題となる（第7.21条(c)項(1)号が該当する）。すなわち、「第5.15条(b)項(1)号

²⁴⁹ **第5.15条 取締役又は主要上級執行役員が利害関係を有する支配の移転**

- (a) 会社の取締役又は主要上級執行役員[第1.30条]が会社の支配[第1.08条]の他の者[第1.28条への移転を生じさせる支配取引[第1.38条]又は公開買付けに利害関係[第1.23条(a)項(2)号]を有する場合、それらの取締役又は主要上級執行役員は、その取引が会社の株主に対して公正であったことを証明する責任を負う。ただし、(1)取引が支配株主[第1.10条]による譲渡に関係する場合、又は(2)(b)項の条件が満たされる場合は、このかぎりではない。
- (b) 公開会社[第1.31条]に関する(a)項に定められた取引について、
 - (1) 予定される取引の公的開示がされ、
 - (2) 利害を表明する責任のある者が、会社について関係する情報を付与され、及び競合的提案を提出するための合理的な機会を付与され、
 - (3) 取引が(1)号及び(2)号に定められた手続を遵守した後に利害関係のない取締役[第1.15条]によって事前に承認を受け、並びに
 - (4) 取引が、利益相反[第1.14条(a)項]及び取引[第1.14条(b)項]に関する開示後において利害関係のない株主[第1.16条]によって承認若しくは追認を受け（又は取引が株式公開買付けによって実行されるときは、買付けの申込が利害関係のない株主[第1.16条]によって受容され）た場合は、取引を問題とする当事者は、取引の条件が会社財産の浪費[第1.42条]にあたることを証明する責任を負う。
- (c) 持分証券の保有者が、(a)項に定められた取引に関し第7.21条ないし第7.22条に内在化された一般原則を反映する株式買取請求の権利を有するという事実は、株式買取請求権の手続を当該取引を問題とする株主の排他的な救済とするわけではない。ただし、当該取引が第7.25条（支配株主が当事者である会社の結合に関わる支配取引）に該当するときはこのかぎりでない。

なお、上記注及び本文中の邦語訳は、証券取引法研究会国際部会訳編『コーポレート・ガバナンス— アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—』35-36頁（日本証券経済研究所、1995年）に拠る。

²⁵⁰ THE AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS, CH4 § 5.15, *commented by* Marshall L. Small & Ronald J. Gilson, 360(1994); CHARLES HANSEN, A GUIDE TO THE AMERICAN LAW INSTITUTE CORPORATE GOVERNANCE PROJECT, 82(1995).

ないし(3)号所定の手続きを遵守し、かつ、その会社の少なくとも1種類の持分証券[第1.20条]が国法証券取引所に上場されているか、又は、NASDAQの国内市場システム(NMS)に含まれている場合」には、株式買取請求権は生じない²⁵¹。

第二に、同原理では、公正な価格の評価方法について、前節で紹介したデラウェア州やニューヨーク州の会社法で規定されている価格の評価方法である、諸般の事情を考慮要素とすることを認めている。すなわち、「公正な価格は、少数株主であること、及び、特別の事情のないかぎり、市場性の欠如を理由とする割引をすることなく、適格所持人[第1.17条]の、会社における比例的持分の価格を意味するものとする(第7.22条(a)項)」として、「株式買取請求権を生じさせる取引に関連して、類似の事業に関する関連証券・金融市場において一般的に用いられている通例の評価概念と技術を利用して決定するものとする」と規定される。ALIでは、支配株式も少数株式も平等に評価されるべきものとしているが、これは、「米国では、株式買取請求権が『会社持分』の買取りであって、単なる『株式』の買取りではないと考えられている」ためであることが指摘されている²⁵²。

第三に、きわめて特徴的であるのが、公正な価格を評価する前提として、取締役等の利害関係の有無によって、公正な価格の基準に線引きを行っていることである。すなわち、取締役(又は主要上級執行役員)や支配株主が利害関係を有しない事業の結合(第7.22条(b)項)の場合については、「対象会社の取締役会が受け入れる価格総額が会社の公正な価格と推定される。」とする。これとは対照的に、マネジメント・バイアウトの場合(第5.15条²⁵³)など、取締役等が利害関係を有する取引(他に、支配株主による会社との取引[第5.10条]及び支配株主が当事者である会社の結合に関わる支配取引[第7.25条])に該当する場合には、「裁判所は、取引を希望する、有能な、完全に情報を受けた買主が全体としての会社の対価として支払うものと推定される現実的な最高の価格に実質的な重点をおくもの」とされ、さらに、「買主が支払うであろう額を決定する際には、裁判所は、当該結合から生じると合理的に期待することができる利益の割合的持分を算入することができる」旨を明示する。

上記のような、取締役等の利害関係の有無によって、異なる基準を設定するといったことは、株式買取請求権の排他性を規定する、ALIの第7.24条と第7.25条においても同

²⁵¹ 証券取引法研究会国際部会・前掲注249、58-59頁、280-281頁[森本滋]。

²⁵² 前掲注249、283頁[森本]。

²⁵³ 前掲注249参照。

様にみられる。すなわち、取締役等が、利害関係を有しない場合を規定する前者（第 7.24 条）では、一定の条件²⁵⁴のもと、原則、株式買取請求権は排他的救済方法であるとされ、これは、取締役等の注意義務違反にもとづく訴訟を排除する効果を有しているとされる²⁵⁵。他方、利害関係を有する場合の規定である後（第 7.25 条）では、さらに、支配株主が当事者である場合と、マネジメント・バイアウトの場合で区別しており、一定の条件²⁵⁶のもとで、支配株主が当事者である場合には、株式買取請求権が排他的救済方法となりうるのに対して、マネジメント・バイアウトの場合には、株式買取請求権の排他性は認めていない。このような区別の理由としては、効率性による観点から、親子会社間の結合は、経済合理的で、利益の獲得が認められるのに対して、マネジメント・バイアウトで株主を締め出すことには、そうした利益の獲得が認められないからであると説明されている²⁵⁷。

いずれにせよ、A L I の規定する株式買取請求制度においては、当該取引に関与する取締役等の利害関係の有無が、事後的な株主の救済範囲を段階的に画していることは本稿にとっても示唆的であるといえよう。すなわち、A L I の立場では、同じ利害関係を有する場合でも、とりわけマネジメント・バイアウトに対しては、対象会社から締め出される株主に対して、極めて慎重な態度をとっており、株式買取請求権以外の事後的な請求権を株主に確保させることで、少数株主の保護をより強く図っているということが窺われる。

以上、「公正な価格」との関係で、米国における株式買取請求権を概観してきた。一般的に、株式買取請求権における「公正な価格」の決定の問題は、あくまで少数株主の保護という観点から検討される事後的な分配のルールといえよう。

（B）株式買取請求権以外の少数株主に対する救済

このように、米国では、取締役等が当該取引に利害関係を有する場合においては、その

²⁵⁴ 充足条件として、株主総会に対する開示、法又は会社の定款に従ってなされる承認、そして、当該取引を承認する議決権を有するが、議決権を行使しなかった株主が買取請求権を求めることが可能な場合、が規定されている。

²⁵⁵前掲注 249、286 頁 [森本]。

²⁵⁶ 充足条件として、取締役が実質的、客観的証拠により、当該取引について少数株主に申し出る対価が、公正な価格であると信じる適当な基礎を有し、当該取引に関する開示及び、利益相反に関する開示と、手続上の通知が少数株主へなされ、そして、当該取引を承認する議決権を有するが、議決権を行使しなかった株主が買取請求権を求めることが可能な場合、が規定されている。

²⁵⁷前掲注 249、287 頁 [森本]。

利益相反関係が既存の株主に損害を与える危険性から、「公正な価格」の評価についても、また、救済手段の範囲についても、少数株主に手厚い法政策が実質的になされてきたことが窺える。

そこで、マネジメント・バイアウトを筆頭に、必ずしも株式買取請求権が少数株主にとっての排他的救済とはならない場面において、株式買取請求権以外の、少数株主の救済方法として、いかなる判例法が形成され、それがどのように評価されてきたのかを概観したい。

はじめに、マネジメント・バイアウトにおける既存株主の救済を検討するに際し、重要な点は、マネジメント・バイアウトを二つの局面から検討することである。第一の局面は、マネジメント・バイアウトを一連の取引として捉えた場合、公開買付時の局面における問題であり、「Revlon 基準」が、取締役の行為基準とされ、既存株主に対して、最高価格を提示した買収者への売却義務が生じることにあるが、ここでは付帯する取引保護条項(**deal protection**)の許容度が問題となる。つぎに第二の局面としては、公開買付に応じず、対象会社へ残存した少数株主が締め出される局面の問題であり、原則として、「完全な公正基準」が取締役の行為基準となる。そこで、以下、本節(B)で述べる議論は、後者の少数株主の締め出しの局面に際しての少数株主の救済の検討であり、第一の局面の問題については、続く(C)において、検討する。

もっとも、以下に紹介する判例は、支配株主と従属会社との取引に対する裁判所の判断・評価である。もっとも、マネジメント・バイアウトは、経営者等の買収グループが、公開買付によって、当該対象会社の支配権を取得した後に、続けざまに残存する少数株主を交付金合併等により排除する局面を含む取引であることが一般的であるがゆえに、問題となるべき法的構造について変わるところはない。そこで、支配株主による少数株主の締め出しを伴う合併が、適法になされるためには、取締役等の行為に対して、Weinberger 判決が示した「完全な公正 (**Entire Fairness**) 基準」が適用されるのか、あるいは、独立委員会の設置等、一定の手続過程を経たことを前提に、「経営判断原則 (**Business Judgment Rule**)」が適用されるに過ぎないのかが主たる大きな問題であり、判例およびその評価について議論がなされている。

ここで、まず双方の行為基準について触れておこう。

1983 年の Weinberger 判決で確立された、「完全な公正基準」は「公正な取引 (**fair**

dealing)」と「公正な価格 (fair price)」という二つの要素に分割して考察され²⁵⁸、かつ、立証責任が取締役側に転換されている点が重要といえる。「公正な取引」は、取引が「いつ、どのように開始され、構成され、交渉され、取締役の開示されたのか、また、どのように取締役及び株主が承認したのか²⁵⁹」が問われる。また、「公正な価格」は、「資産、市場価格、収益、将来予測、当該会社の株式に本質ないし固有の価値に影響を及ぼす他の要素すべての関連ある要素を含有した、経済、金融的な考慮要素²⁶⁰」が問われる。

他方、「経営判断原則」は、一定の要件の下、取締役等の行為の妥当性の判断を、裁判所によって事後的に審査されることがないとされるものである。

少数株主の救済の観点からは、「完全な公正基準」が適用される方が既存株主の保護に厚いことは十分に予想される。とりわけ、利益相反的要素が極めて深刻となるマネジメント・バイアウトを行う経営者・取締役等の行為基準としては、より厳格な「完全な公正基準」を適用することが相応しいように思われよう。しかしながら、実際にデラウェア州においては、Weinberger 判決以降、非公開化取引をめぐる経営者・取締役等の行為基準は、「完全な公正基準」ではなく、「経営判断原則」が適用される余地を認めた判決が登場したことにより、後述のように、実証研究結果を手掛かりに、改めて、双方の行為基準をいかなる条件の下で適用することが、既存株主の利益を守るうえで適当なのかどうかについて、行為基準の適用場面の再構成を試みる提言がなされている²⁶¹。

そこで、以下、Weinberger 判決以後の少数株主の締め出しをめぐる、一連のデラウェア州の判例の変遷を概観したい²⁶²。

Weinberger 判決で確立された「完全な公正基準」の適用は、その後の Lynch 判決²⁶³でも維持されたが、適切な特別委員会による承認の効果は、立証責任を原告側に転換するこ

²⁵⁸ Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 711 (Del. Sup. 1983).

²⁵⁹ *Id.*

²⁶⁰ *Id.*

²⁶¹ See Guhan Subramanian, Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory, Evidence & Policy, Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper No. 472 (April 2004).

²⁶² かかる一連のデラウェア州判例の変遷を紹介・検討したものとして、例えば、石川耕治＝チャールズ M ネーサン「公開買付に関する新たな指針 ～デラウェア州衡平法裁判所 Pure Resources, Inc. 事件判決～」国際商事法務 31 卷 1 号 31 頁等参照。

²⁶³ Kahn v. Lynch Communications System, Inc., 638 A.2d 1110 (Del. 1994). Lynch 社の 43.3% の持分を所有し、過半数の取締役を派遣している A 社による Lynch 社に対する現金交付合併について、Lynch 社の株主である Kahn が、A 社の Lynch 社の少数株主に対する信託義務違反を理由に、合併の差止め訴訟（後にクラス・アクション移行）を提起した事件である。Lynch 判決の判例解説として、楠本純一郎「支配株主による合併と取締役の特別委員会の役割」岸田雅雄ほか編著『アメリカ商事判例研究』（2001 年）65 頁参照。

とを示した（もっとも、Lynch 判決では、裁判所は、支配株主による圧力が特別委員会にあったことを認定して立証責任の転換は認めてはいない）。そして Lynch 判決では、特別委員会が存在することが直ちに立証責任を原告側へ転換させるものではなく、多数株主が合併条件を主導することがないこと、特別委員会が多数株主と対等な交渉力をもっていなければならないことという、立証責任を転換させるための 2 つの要件を示した。

このように、従来、支配株主による従属会社の吸収合併にともなう少数株主の締め出しの局面において、取締役等が服する行為基準は、「完全な公正基準」であったが、Siliconix 判決²⁶⁴以降、その流れが大きく変わることになる。まず、Siliconix 判決では、支配株主による従属会社の少数株主への公開買付について、原告である従属会社の株主は、当該公開買付は「完全な公正基準」によって裁判所が事後的に審査すべきことを主張したが、裁判所は、株主に対する威圧性や開示違反がないのであれば、「完全な公正基準」は排除される旨を示して、「経営判断原則」が適用されることを判示した。

さらに Glassman 判決²⁶⁵では、支配株主による従属会社の公開買付がなされた後の、略式合併（short-form merger）の局面における、取締役等の行為基準には「経営判断原則」が適用され、締め出される少数株主の救済としては、株式買取請求に限定される旨を示した判決である。

このように、Siliconix 判決と Glassman 判決を組み合わせることによって、支配株主による従属会社の少数株主に対する公開買付と、その後に連続する略式合併の双方の局面において、事後的な裁判所の審査を必要としない「経営判断原則」が適用されることとなり、Weinberger 判決以降の、「完全な公正基準」の適用場面を取締役等は回避することが可能

²⁶⁴ In re Siliconix Incorporated Shareholder Litigation, 2002 Del. Ch LEXIS 83.) ナスダックに上場している Siliconix 社の 80.4% の持分を所有する Vishay 社は、株式交換による公開買付を公表した。これに対し、Siliconix 社の株主が、Siliconix 社の取締役及び、親会社である Vishay 社の少数株主に対する信認義務違反を理由に、公開買付の予備的差止請求訴訟を提起したものである。Siliconix 判決の判例解説として、小松卓也「公開買付けを用いた支配会社による従属会社の統合」商事法務 1642 号 66 頁（2002 年）参照。

²⁶⁵ Glassman v. Unocal Exploration Corporation, Unocal Corporation, 777 A.2d 242(Del.Supr., 2001). Glassman 事件は、UE 社の約 96% の持分を所有する Unocal 社が、少数株主の排除を目的として略式吸収合併を行う旨を公表したことに對して、UE 社の株主である原告 Glassman が、Unocal 社およびその取締役の信認義務違反、特に「完全な公正基準」や完全な情報開示等をなしていないことを理由に、クラス・アクションを提起した事案である。裁判所は、かかる略式合併の局面では、「完全な公正基準」は取締役には要求されておらず、原告株主の救済は、株式買取請求権にあること等を判示した原審を支持した。Glassman 判決の判例解説として、田村詩子「簡易吸収合併と少数株主の権利」商事法務 1655 号 48 頁（2003 年）を参照。

である。そして、このような近年のデラウェア州の示した判例法が、誤った方向へ向かっていると、Gilson 等、著名な法律学者によっても指摘されているところである²⁶⁶。Gilson 等は、会社の支配権を売却する局面と、少数株主の締め出しの局面とを比較して²⁶⁷、両者を規制する法制度は、互いにまったく異なるとする。しかしながら他方で、支配株主がどれほどの私的便益を持ち続けることが許容されるのかどうかといった観点からは、会社の支配権の売却の局面でも、少数株主の排除の局面でも、法制度が目的とするところは同一であるべきであるとする。締め出し価格の一部として、シナジー獲得分の価格を算定し、分配しなければならない少数株主の締め出しの局面に比して、継続して所有権を有する既存株主が、シナジーの獲得を、持分に応じて比例的 (*pro rata*) に得られる、会社支配権の売却の局面では、かかる目的を達成させることが容易である²⁶⁸。それゆえに、会社支配権の売却の局面では、司法による干渉は、より制限されるべきであり、少数株主の締め出しの局面では、司法による強い干渉がなされるべきであるとする²⁶⁹。

もっとも、デラウェア州判例も、Glassman 判決以後、「完全な公正基準」の適用を回避できる方向に対して、Pure Resouce 判決²⁷⁰において、「経営判断原則」の適用にあたって、一定の制限を新たに課すことで、いくぶんのゆり戻しがなされている。

Pure Resouce 判決では、Pure Resouce Inc.の 65%の議決権を有する親会社である Unocal 社による、Unocal 社株式を対価とする公開買付と、その後の簡易合併に際して、取締役等の服する行為基準について、「完全な公正基準」ではなく「経営判断原則」が適用されることを確認したが、新たにそのための三要件を明示した。すなわち、支配株主による公開買付が強圧的でない (*non-coercive*) とされるためには、第一に、少数株主の過半数の承認を要していること (*subject to a non-waivable majority of the minority tender condition*)、第二に、支配株主が 90%以上の株式を得た場合、同じ条件により略式合併を即時行うことを約束すること、第三に、支配株主は、報復的な行為 (*retributive threats*)

²⁶⁶ Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA.L.REV. 785, 788(2003-2004).

²⁶⁷ 支配株主が当該会社を支配していることによる私的便益を引き出そうとする局面で、法制度による規制の枠組みを検討する場面として、①支配会社からの過剰な配当収益によるもの、②少数株主を排除する場面、③会社の支配権を売却する場面の三つについて、比較検討するものである。

²⁶⁸ *Id.*

²⁶⁹ *Id.*

²⁷⁰ *In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation*, 808 A. 2d 421(Del.Ch.2002).

をしないこと、の三つの要件である²⁷¹。

このような、デラウェア州の非公開化取引をめぐる判例の変遷に対して、**Subramanian** は、伝統的な合併手続きを踏んだケースに比して、公開買付のケースでは、支配株主が少数株主に対して支払うプレミアムが平均して少ないことを実証研究から明らかにした²⁷²。また、支配株主に対して少数株主の承認が要求される場合ほど、支払われるプレミアム数値は大きいことが示された²⁷³。ここでの重要な指摘は、少数株主が実質的に当該取引に関与することの有無が、直接プレミアム数値の多寡となって現れていることである。

他方で、成功した公開買付を行った支配株主すべてのうちの半数近くは、最初に提示した買付価格を最終的につり上げていない²⁷⁴。また、公開買付によってなされた締め出しのケースでは、特別委員会が設置された 25 件のうち、最終の買付価格に対して、特別委員会が賛成の意見表明をした 18 件と、中立の意見を表明した 3 件は、すべて取引が成立し、さらには、特別委員会が最終的な買付価格に反対の意見表明をした残りの 4 件のうち、2 件の取引が成立している²⁷⁵。これらの実証結果は、公開買付による締め出し合併の局面においては、支配株主に対する特別委員会の強い交渉力ないし拒否権がない場合があることを示唆している²⁷⁶。

その一方で、**Siliconix** 判決以後においても、依然として三分の二以上の非公開化取引が、伝統的な合併手続きを介して行われているのはなぜかという問題を提起している。そして、**Subramanian** によれば、支配株主が相対的に小さな支配の持分しか有していない時には、おそらくは公開買付手続の過程で要求されるであろう、「少数株主の多数の承認を得ること」を回避するために、伝統的な合併手続きを選択するといった、実証結果が見られると

²⁷¹ *In re Pure*, 808 A.2d 421 at 445.

²⁷² **Subramanian**, *supra* note 261 at 18-24. 支配株主が公開買付を利用するか、合併手続きを利用するかによって、いかなる差異が観察できるかについて、本実証研究によって統計上、また経済学的に有意に示された両者のプレミアム数値（平均値）の差は、以下のとおりである。すなわち、最初にオファーした価格から最終的な価格がどれほど増加したかについては、公開買付の場合が 7.2%の増加であったのに対して、合併手続きの場合では 18.1%の増加を示し、その差は 10.9%になる。また、取引が告知される 1 日前、1 週間前、4 週間前の市場価格に対するプレミアム数値は、公開買付の場合が、それぞれ、33.8%、28.8%、25.1%であり、合併手続きの場合が、それぞれ、51.0%、51.6%、54.7%であり、その差は 17-30%になることが示されている。なお、最終的に取引が成立した比率は、公開買付による締め出し合併が 93%に達するのに対して、合併手続きによる締め出しでは、74%である。

²⁷³ *Id.*

²⁷⁴ *Id.* at 20.

²⁷⁵ *Id.* at 21.

²⁷⁶ *Id.*

いう。

結論として、Subramanian は、現状の、公開買付による締め出し合併と、合併手続きを介した締め出し合併との間の手続的差異がもたらす問題を収斂させるためには、利害関係のない取締役による承認と、利害関係のない株主による承認という両要件が、どの程度、独立当事者間交渉に匹敵する交渉過程として取り込まれているか否かを裁判所が評価すべきであるとする。そして、かかる交渉過程において、手続的な予防措置が組み込まれていればいるほど、裁判所は、「経営判断原則」を適用し、交渉過程に手続的予防措置が取り込まれていないほど、より「完全な公正基準」の適用がなされるべきであるとして、行為基準の柔軟な適用可能性を示唆している²⁷⁷。

このように、独立した交渉過程が担保されているのかどうかといった観点から、少数株主の保護を考慮し、適用すべき行為基準を検討するあり方は、妥当といえよう。また、Subramanian によって指摘されているように²⁷⁸、このような検討方法は、少数株主に対する適正な手続過程を構築させるインセンティブを、事前に支配株主へ付与することにもなる。さらには実務上も、デラウェア州裁判所が、株主の締め出しを伴うすべての取引に対して事後的に「完全な公正基準」を適用することは、当該取引に伴う価値²⁷⁹を判断しなければならないという、とりわけ困難な作業に直面するため、裁判上の費用を増加させることにもなる²⁸⁰。

(C) 対抗買付

オークション・ルール —Revlon(レブロン)基準—

マネジメント・バイアウトに内在する取締役等の利益相反から、株主が損害を被る危険性を解消ないし削減するルールとして、おそらく、もっとも合理的と考えられる方策のひとつが、1986年のデラウェア州の Revlon 判決²⁸¹で示された、第三者による対抗買付を誘

²⁷⁷ *Id.* at 36.

²⁷⁸ *Id.* at 37.

²⁷⁹ 「完全な公正基準」を適用するということは、「公正な取引 (fair dealing)」と「公正な価格 (fair price)」を裁判所が判断することになる。とりわけ、「公正な価格」についての判断を要請されることは、事実上、裁判所が当該企業の価値を評価することになるであろう。

²⁸⁰ Subramanian, *supra* note 261 at 37.

²⁸¹ Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc., 506 A.2d 173 (Del. Sup. 1986).

発させるオークション・ルールであろう²⁸²²⁸³。

(一般に「Revlon(レブロン)基準」といわれている)オークション・ルールを構築した1986年のRevlon判決の概要は以下のとおりである。

友好的買収交渉が、Revlon社によって拒絶されたP社が、1985年の8月14日に1株45ドルでの敵対的公開買付によるRevlon社の買収を提示したことに對して、Revlon社の取締役会は、Revlon社の一部の株式の取得と、1株あたり65ドルの債務証券買付権を株主へ付与する防衛策を実施した。その後、P社は、1株あたり53ドル、最終的には、1株あたり56.25ドルまで提示価格をつり上げた。他方で、Revlon社の取締役会は、さらなる防衛策を重ね、最終的には同年の10月3日に、友好的第三者であるF社と投資グループのA社とのLBOに同意した。ただし、本件事案では、Revlonの経営陣による、エクイティ上のコミットメントはなされていない²⁸⁴。10月12日には、P社に對抗して、F社は、1株57.25ドルへ買付価格を上げ、①Revlon社の株式の40%を取得するものが現れた場合に、格安でRevlon社の事業部門をF社が取得可能な旨のロックアップ・オプション、②ノーショップ(no-shop)条項の付与、③債務証券買付権の消却等、④LBOが実現できなかった場合の2500万ドルのブレイクアップ・フィーのF社への支払等を内容とする条件が、Revlon社の取締役会で承認された。これに對して、P社の支配株主であるMが当該合意の実行差止めを請求し、裁判所は、上記のうち、①、②、④に付き、その差止め請求を認容したものである。

Revlon判決は、会社の支配権をめぐる争いの中で、取締役会が負うべき義務について、「会社の売却がもはや不可避となった時には、取締役会の責務は、会社の主たる防御者(defender)の立場から、会社の売却について、株主にとっての最高の価格を得るための

²⁸² Lowenstein, *supra* note 173 at 731; Williams, *supra* note 173 at 212-213; Shaw, *supra* note 173 at 163-165.

²⁸³ デラウェア州以外のほとんどの州でも、デラウェア州下でのRevlon基準に従っているが、カリフォルニア州、インディアナ州、ペンシルバニア州、ニュージャージー州、ノース・カロライナ州、オハイオ州、ヴァージニア州の7つの州では、一連の州法や判例法を通じて、明示的にRevlon基準を採用することに反対している(Guhan Subramanian, *Revisiting the Mechanisms of Market Efficiency: The Drivers of Market Efficiency in Revlon Transactions*, 28 IWOA J.CORP.L.691,704(2003).)。とくに、かかる州の州法や具体的判例の紹介については、*id* at 704,n81を参照。

²⁸⁴ その意味で、本件は公開買付の対抗策として、MBOではないLBOのケースである。しかしながら、敵対的な買付者のP社には与えられていない、アドバンテージの数々が、Revlon社の取締役会からF社に供与されている等を理由に、本件で、MBOとLBOを区別する実益に乏しいとの指摘もされている(Williams, *supra* note 173 at 217, n141)。

競売人 (auctioneers) の立場へと変化する²⁸⁵」と述べ、いわゆる「Revlon(レブロン)基準」を確立した。

また、Revlon 判決から間もない、同年、Fruehauf 判決²⁸⁶において、「Revlon 基準」が踏襲されている。

1986 年 8 月の Fruehauf 判決の概要は以下のとおりである。

1986 年の 2 月に、Edelman グループは、1 株 41 ドル (後に 42 ドル) での友好的買収の申し入れを Fruehauf 社へ行ったが成功せず、同年 6 月には、1 株 44 ドルでの現金による公開買付を申し入れた。これに対抗する形で、Fruehauf 社は、投資銀行の Merrill Lynch と経営陣による M(L)B O を画策し、買収目的会社が Fruehauf 社の 77% の株式を 1 株あたり 48.5 ドルの現金による公開買付を行うことにした。そして、それぞれ 375 百万ドルずつを Merrill Lynch と MH 社からの借入れにより、また、100 百万ドルを Fruehauf 社自身の資金で調達し、買収目的会社と Fruehauf 社の合併によって、残りの Fruehauf 社株主は、1 株 48.5 ドルで新会社の株式を受取る計画であった。この交渉過程の中で、Fruehauf 社は、Merrill Lynch ヘローン手数料、アドバイザー・フィー、ブレイクアップ・フィーとしておよそ 30 百万ドルの支払を約し、他との交渉を制限するノーショップ条項が付与された。そして、社外取締役からなる特別委員会は、当該 M(L)B O を承認し、Fruehauf 社の取締役会も取引を了承した。これに対し、Fruehauf 社取締役の信認義務違反を理由に、Edelman グループが差止めを請求した事案である。

裁判所は、対抗買付に関しては、Edelman グループに買付の機会を提供せず、より高い価格での申し出を排除し、友好的買収者による提案を受諾し、また、ブレイクアップ・フィーの支払合意や、株式の購入費用に自社の 100 万ドルの資金の使用を取締役会が認めたこと等によって、M(L)B O の枠組みを完全なものとしたことを認定し、自社の買収のために会社の経営者等の申し出を受け入れた取締役の行為は、彼らが株主にとっての最良の取引を得るための「good faith」の努力をしておらず、信認義務を満たしていないとして、被告が経営陣による M(L)B O を支持すべく他の買付を妨げようとする行為の差止請求を認容したものである。そして、先の Revlon 判決を引用し²⁸⁷、「買収対象会社が、それが疑わしい“乗っ取り屋”であれ、経営者や“ホワイトナイト”から成るチームであれ、いったん、新規の所有者によって、獲得されるであろうことが明らかとなったら、株主が株式

²⁸⁵ 506 A.2d 173, 182.

²⁸⁶ Edelman v. Fruehauf, 798 F.2d 882 (6th Cir. 1986).

²⁸⁷ 前掲・注 281 参照

に対してできる限り最も高い価格を得ることを配慮することは、対象会社の取締役の義務である。」と述べる。

以上の Revlon 判決、Fruehauf 判決の 2 件に先んじて、敵対的な公開買付の対抗策として、M(L)BO がなされたケースに、下記の SCM 判決²⁸⁸がある。本件事案は、LBO の組成において付随したロックアップ条項のホワイトナイトへの付与が、取締役の注意義務違反とされたケースである。

1985 年 8 月に、Hanson Trust 社から、1 株あたり 60 ドルで、全株式の敵対的な公開買付を受けた SCM 社は、対抗策として、ホワイトナイトである Merrill Lynch 社との間で 1 株 70 ドルでの公開買付による LBO を画策し、かかる取引は SCM 社の取締役会で承認された。なお、合意の結果、SCM 社経営陣は、最大 15% までの株式取得の権利を有することとなる。その後、Hanson Trust 社は、会社資産の購入権を与えるロックアップ条項を付与しないことを条件として、買付価格を 1 株 72 ドルへつり上げ、これに対抗して、Merrill Lynch 社は、1 株 74 ドルで SCM 社の株式の 80% を公開買付する申し出を新たに行った(残りの 20% の株式は、1 株あたり 74 ドルでのジャンク・ボンドでの交換という、いわゆる二段階による合併である)。しかしながら、この新たな申し出には、第三者が発行済株式の 3 分の 1 を取得した場合、SCM 社の中にあつて最も利益を生んでいる、二つの主要な事業部の購入権を付与するロックアップ条項が与えられていた。これに対し、SCM 社の 25% の株式を有する Hanson Trust 社が、当該ロックアップ条項の行使の差止めと、また、当該ロックアップ条項の撤回・無効を条件に、1 株 75 ドルでの新たな買付申し出を行った。

裁判所は、「かかる防御的な戦術、それ自体は違法ではないが、SCM 社の取締役は、ロックアップ条項の付与について、軽率で、かつ十分な情報提供行為が不当であり²⁸⁹」また、「彼等(取締役)の株主への忠実さのみによって、代替的な競合買付が交渉され、吟味されることを確実にすることに失敗した²⁹⁰」と述べて、ロックアップ条項の効力を否定して、ロックアップ条項の付与が、経営判断の一端であるとして差止め請求を棄却したニューヨーク地方裁判所の判決を破棄し、原審に差し戻した(なお、ロックアップ条項—広い意味における取引保護条項(deal protection provision)については、節を改めて検討する)。

²⁸⁸ Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc., 781 F.2d 264(2d Cir.1986).

²⁸⁹ Hanson Trust PLC, 781 F.2d at 273.

²⁹⁰ Hanson Trust PLC, 781 F.2d at 277; See Williams, *supra* note 173 at 215-216.

その後の米国判例における Revlon 基準適用の変遷

Revlon 基準が確立した後の、米国の判決は、その Revlon 基準の適用範囲を画する試みが見られることが指摘される²⁹¹。例えば、敵対的な買付に直面した経営者等が、リキャピタライゼーション (Recapitalization) ²⁹²を行うときに、Revlon 基準の適用の範囲が問題となりうる。なぜなら、会社の防衛策として、「リキャピタライゼーション」は、一般の株主に対して、その持分を排除することなしに、経営者に支配権を移転することが可能であるからであり、形式上は、Revlon 基準が要件とする「会社の売却」ではないものの、マネジメント・バイアウトと同一の機能を有するからである²⁹³。

そこで、1988年の Black & Decker 判決²⁹⁴は、Revlon 判決で示された、「会社の売却が不可避であること」の要件を、「支配権の変更」をも含む概念であると解釈した²⁹⁵点において意義を有する判決である。すなわち、Black & Decker 判決は、敵対的な公開買付に対してなされたリキャピタライゼーションが、経営者の持株比率自体は 4.8%から 23.9%に増加する計画であるが、同時に行われる従業員持株制度 (E S O P) が実行されることで、合わせて 54.5%の支配権を現経営陣に認める結果となる計画であった。裁判所は、その支配権の移転の取引の形態に関らず、かかるリキャピタライゼーションが、会社の一般株主の持分を半数に満たないものとするものであり、会社の売却状態に等しい (amount to a sale) として、対象会社の取締役会が支配権の売却を支援する以上は、Revlon 基準に服する²⁹⁶として、原告である Black & Decker 社による、かかる計画の予備的な差止請求を認めたものである。

また他方で、Revlon 判決以降、対抗買付に対して防衛的になされる会社の合併の局面においても、この「支配権の変更」を要件とする Revlon 基準に柔軟な解釈を与えた裁判例が見られる。そこで、以下において、その変遷を紹介したい。

²⁹¹ 釜田薫子「支配株主が存在する場合の合併における取締役の義務」商事法務 1640 号 47 頁、49 頁(2002 年)。

²⁹² リキャピタライゼーションについては、前掲注 106 を参照。

²⁹³ Ronald J.Gilson & Reinier Kraakman, *What Triggers Revlon?*, 25 WAKE FOREST L.REV.37,39(1990); *See generally* Deborah A. Demott, *Director's Duties in Management Buyouts and Leveraged Recapitalizations*, 49 OHIO ST.L.J.517,518(1988).

²⁹⁴ Black & Decker Corp. v. American Standard, Inc., 682 F. Supp.772(D.Del.1988).

²⁹⁵ Demott, *supra* note 293 at 547, 552-554. また、行澤一人「敵対的公開買付に対する防衛策の適法性 —レブロン事件判決ルールの適用事例」商事法務 1273 号 37 頁 (1992 年) 参照。

²⁹⁶ Black & Decker Corp.,682 F. Supp. 772 ,780-784; Gilson & Kraakman, *supra* note 293 at 42.

まず、1989年のTime判決²⁹⁷では、原告のParamount社が、Time社とWarner社との合併合意により、Warner社の株主が新会社の62%の株式持分を取ることを根拠一すなわち支配権の変更があると主張して一に、Revlon基準の適用があることを主張した。しかしながら最高裁判所は、Revlon基準の適用の要件を狭く解して、支配権の変更ではなく、会社の清算・解体が不可避であるときのみRevlon基準が発生するとして、経営者側に有利な判断を示したものである²⁹⁸。なお、本判決は、結論的には、Unocal基準²⁹⁹の下で、Time社の取締役の経営判断を支持した。

これに対して、Revlon基準の適用の局面をTime判決に比して広く解し、会社が解散する時のみに限定することなく、支配権の変更や会社の売却が生じ得る、あらゆる経営上の判断に適用されると判示したのが、Paramount判決³⁰⁰である。

Paramount判決では、先のTime判決が、合併後も新会社におけるTime社株主の持株比率が維持されており、広く一般株主が株式を所有していることを指摘して、支配権の変動が生じた事例ではないと認定しており、本判決は、特定の支配株主が出現するケースで

²⁹⁷ Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140(1989). 本判決の概要は次のとおりである。デラウェア州法下のTime社がWarner社との間で行っていた友好的な合併計画に対し、Paramount社がTime社の株式を1株当たり175ドルでの買付を発表した。その後、Time社は、取締役会でWarner社との合併計画を、Warner社を現金及び株式で買収することに変更合意した。これに対して、Paramount社が、1株当たり200ドルでの買付申出をしたが、拒否されたために、Time社によるWarner社株式の公開買付の差止めの予備的差止命令を請求したものである。

²⁹⁸ 近藤光男「企業買収と会社の文化」岸田雅雄ほか編著『アメリカ商事判例研究』（2001年）126頁、釜田・前掲注291、49頁参照。

²⁹⁹ Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del.1985).

³⁰⁰ Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34(Del.Supr.,1993).

Paramount判決の概要は以下のとおりである。デラウェア州法下のParamount社が、Viacom社との合併計画を進行し、1993年の取締役会でViacom社による吸収合併を承認し、発表した。当該合併契約には、ノーショップ条項や、ブレイクアップ・フィー等の様々なロックアップ条項が付帯されていた。これに対して、QVC社は、当初Paramount社の吸収合併を申し入れたが、後に、Paramount社の51%の株式を1株あたり80ドルでの公開買付を発表した。これに対抗する形で、Paramount社の51%の株式を同じ1株あたり80ドルで、Viacom社が公開買付を行う旨の決定がなされ、競合買付により、最終的な価格は、QVC社によって、1株あたり90ドルまで買付価格が上昇した。なお、Paramount社の取締役会は、株主に対して、あくまでViacom社の買付を推奨し、QVC社との交渉もほとんどなされていない。そこで、Paramount社とQVC社の株主は、Viacom社の公開買付の差止め、ロックアップ条項の無効および行使の差止め命令を求めて争い、QVC社による対抗買付を阻害する方策を認めず（ただし、ブレイクアップ・フィーは有効とした）、予備的差止命令の申立てを認容した原判決を、デラウェア最高裁判所も支持したものである。

あり、Time 判決を変更したものではないとの指摘がなされる³⁰¹。いわば Time 判決の事案は、Revlon 基準に該当する局面にはなかったとの理解も可能である。そして、Paramount 判決では、上述のように Revlon 基準の適用の局面をより広く解する一方で、Revlon 義務の内容自体については、公開買付によって、「株主が得る価値を最大化にすべき義務」から、「合理的に入手可能な最大の価値を追求する義務」へと多少緩和している³⁰²点も重要である。

さらに、2000 年の McMULLIN 判決³⁰³は、支配権の変更が生じない場合にも、Revlon 基準が適用されることを判示した。本件事案は、子会社の 80.1%の株式を所有する親会社が、利害関係のない第三者への子会社の売却を実質的に主導したケースであるが、かかるケースでも、少数株主がより高い価格での株式対価を得られるべく、少数株主保護の観点から、対象会社の取締役等に Revlon 基準下での信認義務を課したものであるといえる。

このように、Paramount 判決、さらに McMULLIN 判決では、一方で、Revlon 基準を適用すべき局面を広げ、他方、Revlon 義務自体の内容を柔軟に解釈しうる余地を残したものである。

マネジメント・バイアウトにおけるオークション・ルールの実効性とその評価

オークション・ルールは、利益相反関係から生じるエージェンシー・コストの削減を、最終的に、「公正な価格」の実現によって解決しようとするルールであり、公開市場から締め出す既存株主に支払う対価の公正性を、もっぱら市場の判断に委ねるルールであるといえ

³⁰¹ 中山秀木「競合する企業買収を阻止する契約の適否」岸田雅雄ほか編著『アメリカ商事判例研究』58頁、61頁以下参照。また、「会社が売却の局面であるかないか」の判断については、本稿第2章25頁・注57の企業価値研究会の「企業価値報告書」の該当部分を検討した箇所を参照。

³⁰² 中山・前掲注301、62頁。

³⁰³ McMULLIN v. BERAN, Del. Supr., 765 A.2d 910(2000). 本判決の解説として、釜田・前掲注291、47頁。

McMULLIN 判決の概要は次のとおりである。デラウェア州法下の ARCO Chemical 社 (C 社) の株式の 80.1%を所有する Atlantic Richfield 社 (AR 社) は、Lyondell 社 (L 社) が、C 社の買収を望んでいることを聞き、実質的に指揮権限を持って、当該取引を指示・遂行し、現金による公開買付と、その後の第二段階の合併によって、全株式が L 社によって取得された。これに対して、C 社の少数株主は、C 社取締役等が会社の売却にあたり、株主の利益を最大化する義務に違反し、親会社の AR 社に当該取引の指揮権限を委託してしまった等、かかる行為が信認義務違反に該当するとして、AR 社に対して提起したクラス・アクションである。そして、AR 社が支配株主であることを理由に、C 社の取締役会の判断の実質をあまり重視せず、AR 社の取締役等の行為を経営判断原則で守られるとして原告の請求を却下した衡平法裁判所の判断を、破棄差戻したのが本件である。

る。また、オークション・ルールは、同時に、インサイダー取引の規制を監視する機能を担っていることも指摘されている³⁰⁴。

Lowenstein は、経営者等がバイアウトを申し出たら、当該会社を売却するとの決断は基本的に取り消されるべきではないとし、買収対象会社株主の最善の保護として、他の潜在的な買い手に、競合買付に必要な時間と情報を与え、競合買付を法が要求すべきであることを主張した³⁰⁵。そして、彼の実証研究によれば、重要なアナウンス（バイアウトの申し出の公表）が最初になされた 30 日前の市場価格から比較した、プレミアム数値（平均値）は、競合買付者が 3 件以下の場合には、50%であったのが、3 件以上の競合買付の存在するケースでは、それは 69%にもなるとして、競合買付者の増加と、買収プレミアムとの間に正の関係があることを提示している³⁰⁶。

また、1978 年から 1988 年の間に申し出がなされた 184 件のマネジメント・バイアウトを調査した別の実証研究³⁰⁷によっても、そのうちの複数の競合買付者が存在する 71 件では、株主への支払対価の追加的な利得が平均 43.7%を示し、単独による買付の場合の平均 26.1%を大きく超えている。さらに、本件実証研究において興味深いことは、第三者からの対抗買付が生じなかったケースと、潜在的な買収の対象会社としての脅威に直面していた（している）客観的事実³⁰⁸は有するものの、実際には第三者による対抗買付が生じなかったケースとを比較すると、株主へ支払われた追加的な利得に有意な相違は見られなかったという点である³⁰⁹。また、実際に対抗買付が生じたケースでは、かかる対抗買付の時期が、マネジメント・バイアウトの前後（すなわち、MBO が先行してなされたのか、又は防衛的に対抗策としてなされたのか）を問題とすることなく、その追加的な利得は、何ら対抗（予防）策がとられなかったケースと比較しても、2 倍ほどに大きい結果を示している³¹⁰。そして本件実証研究の結論として、対抗買付は、現行の経営者等による、既存株主

³⁰⁴ Romano, *supra* note 190 at 202.

³⁰⁵ Lowenstein, *supra* note 173 at 731.

³⁰⁶ *Id.* at 737-738. なお、Lowenstein の実証は、1979 年から 1984 年までの 28 件の MBO を、調査したものである。調査対象企業の全ての取引が、MBO として、あるいは第三者への売却として、完遂されているものをサンプルとして利用している。

³⁰⁷ Easterwood & Singer & Seth & Lang, *supra* note 220 at 515.

³⁰⁸ かかる客観的事実の例示として、「不成立に終わった外部者の申し出、対象会社株式の買戻し、MBO 前に当該会社を買収の対象となっている旨の噂、また、バイアウトに先立って外部の者による大きな利害を伴う合併のアナウンスや、合併へ向けた努力、委任状合戦が起こりそうな状況等」をあげている。

³⁰⁹ *Id.*

³¹⁰ *Id.* at 517.

に対する不相応に低い価格による支払可能性を防止するものであり、株主が手にする利得は、買付の競合が実際に公然となされるかどうか依存している³¹¹とする。同様に、公表されている他の実証研究も含めて、対抗買付が、既存株主の利益を保護するとの結論に対しては、総じて積極的な評価がされていることで一致しているといえよう³¹²。

マネジメント・バイアウトでは、とかく、その内部者が有する情報を利用することにより、既存株主に支払われるプレミアム自体に懐疑的な見方がなされることに対して、Easterbrook & Fischel は、かかる可能性をもってしても、非公開化取引を禁止する理由となるものではないとして反論し、いくつかの理由を述べるが、そのひとつに掲げられるのは、「現在の価値について、市場を欺くことは容易ではないことである」とする³¹³。そして、「非公開化取引を完遂させるに際しては、通常、ある程度の時間を必要とするし、大方、株主の承認も要するとして、時間の経過とともに真実が明らかとなるので、オークションが展開され」、また仮に、「内部者が、将来の見通し以下の低い価格で非公開化取引を試みようとするれば、当該会社は、高い競合買付の対象となることが見込まれる」として、オークションが潜在的に有している機能は、マネジメント・バイアウトを対象とした勧告である、ALI の第 5.15 条においても同様の結論を指向していることを指摘している³¹⁴。

もっとも、マネジメント・バイアウトによって市場から締め出される株主の保護を目的として、市場に委ねる意味では共通するものの、マネジメント・バイアウトの取締役等の行為規整の手段としてオークション・ルールを強制することが適切かどうかについては、議論が分かれるところである。先の Easterbrook & Fischel も、オークションは、一番初めの潜在的買収者による当該対象会社を探索したコストが、サンクコストになるために、誰も一番手の買付を喚起しないであろうことに懸念を示して、取締役会が、オークションの喚起を理由に公開買付に干渉することは、禁止すべきだという立場である。先に言及した、不当な誘因を有する経営者等の非公開化取引を、オークションが修正するとの見解は、あくまで自然にオークションが生じることの結果であり、彼らが最初からオークションを強制することを是認する趣旨ではない。

³¹¹ *Id.* at 516.

³¹² See Luc Renneboog, Tomas Simons, Public-to-Private Transactions: LBO's, MBO's, MBI's and IBO's (Tilburg University Discussion Paper 21,22 table 5, August 2005).

³¹³ FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW, 138(1991).

³¹⁴ *Id.* at 138, n26.

そこで、マネジメント・バイアウトに、オークション・ルールを強制することは、二つの観点からの検討を要する。第一には、株主の保護の観点からのものであり、第二には、経営者等のインセンティブを確保する観点からのものである。

そこで、まず初めに、第一の観点である、株主の保護について検討したい。かかる観点は、オークション・ルールの導入に積極的な論者の主たる根拠となるものであって、先の実証研究の結論が示すように、最終的には、対象企業の買収者から追加的な利得を引き出すことが可能である。しかしながら、こうした、追加的利得の獲得可能性は、実は同時に、株主の保護の観点からもトレードオフを有していることが示唆されている³¹⁵。すなわち、Easterbrook & Fischelがその論拠とするように、強制的なオークションを義務づけることによって、いちばん初めに、対象会社を買収しようとする潜在的買収者の事前のインセンティブを阻害してしまう。買付者にとって、市場価格が潜在的な企業価値を下回っている魅力ある対象会社を検索する費用は、オークションを義務づけるルールの下では、落札できなかった場合には、サンクコストとなってしまう、その結果、買付者に、かかる経済活動を思いとどまらせる負の誘因を与えてしまうので、社会的な効率性の改善を図る機会が減少してしまう。結局、そのことは既存株主にとっても、所有株式を高値で売却する機会が減少することを意味する。オークションを強制するルールは、事後的には、買収者が株主へ支払う買収対価の上昇によって、一般的には、株主に利得を与えるように想定され得るが、事前の効率性の見地をも加味してみると、そのことは必ずしも自明ではない。

さらに、マネジメント・バイアウトの局面において、第三者の対抗買付を促すオークション・ルールを導入することの是非について、Romanoは、マネジメント・バイアウトの状況に応じた区別が必要であることを指摘する³¹⁶。すなわち、買収防衛策として行われるマネジメント・バイアウトと、経営者が自ら主導する（買収防衛策の意図が存在しない）マネジメント・バイアウトとの区別である。

Romanoによれば、前者、すなわち「経営者等が買収の脅威を感じている中で、先制して防衛策を意図したマネジメント・バイアウトを行う場合（もっとも、敵対的買収に反応して、事後的に防衛策として行われたマネジメント・バイアウトは、法制度とは関係なく、すでに現実に競合買付の状況におかれていることになる）³¹⁷」には、「オークションの強

³¹⁵ Yakov Amihud, *Leveraged Management Buyouts and Shareholders' Wealth*, IN YAKOV AMIHU D ED S., LEVERAGED MANAGEMENT BUYOUTS, 3, 16(1989).

³¹⁶ Romano, *supra* note 190 at 203.

³¹⁷ *Id.*

制は、防衛策のコストが増大することになるために、経営者による防衛策が実施される可能性を減じさせる。」そして、買収者にとっては「競合する可能性が少なくなるにつれて、買収対象会社の検索費用が削減できる。」³¹⁸ことで、社会全体としては好ましい帰結となることを示唆している。

仮にオークション・ルールが強制されている状況下では、先制して防衛策としてのマネジメント・バイアウトを実施することは、当該会社が、買収の対象に相応しい会社であることを公に宣言するようなものなので、おそらくは、合理的な経営者であれば、対抗買付を誘発する、マネジメント・バイアウトを実行することは避けることとなろう。それゆえに、こうした見地からは、防衛策を意図したマネジメント・バイアウトに対して、オークション・ルールを義務付けることは、経営者等の単なる自己保身を目的とした、経済全体の効率性の改善に何ら寄与しないマネジメント・バイアウト — いわば、好ましくないMBO — が生じることを防ぐ機能を有するともいえる。このことは、株主の保護の観点からも、オークション・ルールの強制は望ましい結果を導く。

他方で、状況がより複雑となるのが、後者の場合、すなわち、第三者にとっては、当該対象会社に何ら関心がない状況下で、経営者等によって実施される、防衛策の意図が存在しないマネジメント・バイアウトである³¹⁹。

Romanoによれば、このような防衛策の意図のないマネジメント・バイアウトでは、「仮にオークション・ルールを強制したとしても、対抗買付者が現れるとは限らないし、マネジメント・バイアウトによって実質的に利得を得る対象会社の株主は、オークション・ルールによって、経営者等がマネジメント・バイアウトの実施を思い止まることを求めているという³²⁰。」

このように、オークション・ルールが強制されることによる買収コストの増大は、総じてマネジメント・バイアウトの生じる件数を減少させる方向に働く。そして、上記のように、単に経営者等の自己保身目的の買収防衛策として行われるマネジメント・バイアウトの減少は望ましいと考えられる一方で、防衛策の意図のない、むしろ経営者のインセンティブ構造の改善によって、効率的な経営を可能とするマネジメント・バイアウトが減少してしまうことは、株主にとっても、経済的厚生観点からも望ましいことではない。

さらに、上記の Romano による指摘は、裁判所の判決の結論の違いにも示唆を与えてい

³¹⁸ *Id.*

³¹⁹ *Id.*

³²⁰ *Id.*

るともいえよう。先に紹介した、**Revlon** 判決、**SCM** 判決、**Fruehauf** 判決では、いずれも、敵対的な買収者による買付に対抗する状況下で、経営陣が投資銀行等（ホワイトナイト）とパートナーを組んで、マネジメント・バイアウト（レバレッジド・バイアウト）を画策したケースである。そして、かかる状況下で裁判所が示した取締役の行為規整には、会社が売りに出された状況下での対抗買付のあり方 ―すなわち、**Revlon** 基準の射程― を、裁判所が実質的に変更している側面は少なくとも見られない³²¹ことが指摘される。他方で、利害関係のない独立委員会が有効に機能し、取締役会の対抗買付の判断・選択にあたって軽率な対応を取ったものではないと判示した **Restaurant Associates** 判決³²²は、自社がいまだ、敵対的買収に直面していない状況下 ―いわば平時の状況下― において、マネジメント・バイアウトがなされたケースである。そして、かかる点を指摘して、「**Revlon** 判決、**SCM** 判決、**Fruehauf** 判決は、他の買付者がいまだ現れない状況下で、取締役等が、最初を買付の申し出をするのと引き換えに、バイアウトグループに対してロックアップ・オプションや、他の保護策を与えることが、禁じられるかどうかについての判断を直接指南したものではない」ことを示唆する³²³。

そして、本稿で、筆者が、マネジメント・バイアウトの類型を整理するに際し、マネジメント・バイアウトの第四の類型として、「企業買収防衛策型のMBO」を加えたのは、先の **Romano** による分類から貴重な示唆を得たものであり、同じ上場会社の経営者による非公開化取引であっても、マネジメント・バイアウトを行おうとする、経営者等の有するインセンティブの相違を考慮する必要性を重視したところにある。

そこで次に、第二の観点として、経営者等、マネジメント・バイアウトを主導する買収者らの、事前のインセンティブをいかに確保するかが重要といえる。そして、経営者等の事前のインセンティブを阻害しない方策のひとつが、ロックアップ条項に代表される、取引保護条項の経営者・取締役等への付与である。もっとも、かかる取引保護（ロックアップ）条項の導入によって、対象会社株主の利益が阻害されることは許されず、第一義的には、あくまで株主にとってより好ましい競争を促進させるところにその意義がある。他方で、対抗買付の局面において、取引保護条項は、取締役等による恣意的な利用がなされる危険性を常に有していることに留意を要する。

³²¹ See *Lederman & Bryer*, *supra* note 194 at 137.

³²² *Freedman v. Restaurant Associates Industries, Inc.* (Civ.Action No.9212, Del.Ch.Oct.15, 1987).

³²³ *Lederman & Bryer*, *supra* note 194 at 137.

取引保護条項 (deal protection) ・ ロックアップ条項 (lockup provision) ³²⁴

ロックアップ条項は、米国の企業合併や買収においてその重要性を益々増加させ、例えば企業価値が 50 百万ドルを超える規模の友好的な合併において、1994 年に全体の 40% ほどの取引に付与されていたロックアップ条項は、1998 年には、取引の 80% で利用されるようになってきている³²⁵。

取引保護 (ロックアップ) 条項を導入する経営者等の主張としては、第一に、株主以外の利害関係者の利益を保護する必要があることと、第二に、最高価格の買付を保証することにあるとされる³²⁶。しかし、第一の点については、マネジメント・バイアウトによって、債権者は、過度の債務を負担し、また従業員は、解雇の可能性、事業部等の売却や工場の移転等、経営者等の利害と一致しない、株主以外の利害関係者の利益を保護する保証は何らなされていないがゆえに、かかる利害関係者の利益の保護の観点からの主張には根拠がない³²⁷ことが指摘される。また、第二の点については、取引保護条項の付与により、応札に躊躇する買付者を支持し、買付価格を上げることを目的とした誠実な戦略であることと、単に自己保身に過ぎないこととの識別が難しいことを裁判所は理解しているために、マネジメント・バイアウトに対しては、賢明な取り組みがなされているという³²⁸。

デラウェア州法下では、ロックアップ条項は、それ自体は違法 (*per se illegal*) ではないが、先の *Revlon* 判決では、*Revlon* 社が友好的買収者に付与したロックアップ条項は、株主に十分な利得を達成させることなしに、真摯に行われる競合買付を終わらせるものであるがゆえに、当然、法的に禁じられるものであるとした。また、*SCM* 判決においても、ニューヨーク州法下で、*SCM* 社が、LBO を組成したホワイトナイトである *Merrill Lynch*

³²⁴ ロックアップ条項の定義として、例えば「ホワイトナイトに対して対象会社株式の実質的な持分や、重要な資産を購入する権利を付与することを、対象会社とホワイトナイトの間で合意すること」とされる (*BAINBRIDGE, supra note 230 at 16.*)。しかし、ここでの「ロックアップ条項」は、競合する買収者が出現した場合に、対象会社株式を付与する権利を友好的買収者あたえる、いわゆる「ストック・ロックアップ」等も含めた、広い意味での取引保護条項全般を指す。かかる個々の取引保護条項の概説と、米国における取引保護条項をめぐる判例の状況の紹介は、松本真輔「友好的 M&A 取引における取引保護条項 [上] [下]」国際商事法務 31 巻 7 号 933 頁 (2003 年)、31 巻 8 号 1100 頁 (2003 年) を参照。

³²⁵ John C. Coates IV & Guhan Subramanian, *A Buy-Side Model of Lockups: Theory and Evidence*, *STAN.L.REV.* 307, 310(2000-2001).

³²⁶ Oesterle & Norberg, *supra note 173 at 236-237.*

³²⁷ *Id.*

³²⁸ *Id.* at 241.

社に付与したロックアップ条項を無効とする判断を示した。もっとも、SCM 判決では、およそ 3 時間の深夜の取締役会において、第三者によって、当該オプションの価格が妥当である旨の意見表明を得ているものの、その具体的な言及もなく、また SCM 社の利益の半分を稼ぐ、ロックアップ条項の対象とされた事業部のオプション価格が、いかなる理由で会社全体の買収価格の 3 分の 1 に該当するかについての審議もなされていない等、取締役会の内容はきわめて拙速であった旨の事実が多々認定されている事案である。こうした事情が影響しているのか、SCM 判決では、取締役会が慎重さを欠いたゆえに、当該ロックアップ条項を無効としたのは、取締役の注意義務違反であったとしているのに対し、Revlon 判決では、Revlon の取締役は、忠実義務違反であるとしている点の違いが指摘されている³²⁹。

対抗買付オファーが生じていないときに、取締役会の合併承認決議を受け入れるか否かについて株主が有する権限、あるいは、対抗買付が生じたとき、取締役会が競合買付提案の中でいかなる買付提案を選択するかについて考える結果、必然的に、許容可能な取引保護条項の強度は制限される³³⁰。一般的に、買収合戦の中でのロックアップの利用について、裁判所は慎重に対処してきており³³¹、デラウェア州裁判所は、概して、ある程度の取引保護条項は認める一方で、取締役会が初めにした選択に対して、許諾するか、拒否するかという権限を株主から奪ってしまうほどに、あまりに強度で、排他的な条項は認めないという、取引保護条項の公正性に関してのルールを有しているようである³³²。

こうした裁判所の態度とは対照的に、取引保護条項をめぐる法的な許容度の限界を探る研究では、ロックアップの付与をほぼ禁止すべきであるというに近い主張 (Schwartz) から、経営者の経営判断に任せるべきであるという主張 (Fraidin & Hanson) まで、論者によって相当に幅の異なる解釈がなされてきた³³³。しかし、とりわけ、ロックアップ条項に対する司法審査が寛大であるべきことを容認する論者に対して、ロックアップ条項が競合

³²⁹ Lederman & Bryer, *supra* note 194 at 134.

³³⁰ Bernard Black & Reinier Kraakman, *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search For Hidden Value*, 96 NW.U.L.REV.521, 563(2001-2002).

³³¹ Marcel Kahan & Michael Klausner, *Lockups and the Market for Corporate Control*, 48 STAN.L.REV.1539, 1540(1995-1996).

³³² Black & Kraakman, *supra* note 330 at 564.

³³³ Kahan & Klausner, *supra* note 331 at 1540-1541, n7-10 ; Coates & Subramanian, *supra* note 325 at 312, n7-9 ; *See generally* Allan Schwartz, *Search Theory and the Tender Offer Auction*, 2 J.L. & ECON. ORG.229(1986) ; Stephen Fraidin & Jon D.Hanson, *Toward unlocking Lockups*, 103 YALE.L.J.1739(1994) ; Ian Ayres, *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions?*, 90 COLUM.L.REV.682(1990).

買付の結果に重要な影響を及ぼす点を最初に提示して反論した、Kahan & Klausner の見解は示唆に富んでいる³³⁴。

Kahan & Klausner は、支配権市場におけるロックアップの役割を分析し、ホワイトナイトとなる買付者に認めるロックアップは、敵対的な買収の行われる数も、また買収の脅威がもたらす規制的効果も減じさせることを指摘した³³⁵。彼等は、対象会社の経営者がロックアップを利用する状況を以下の二つに分けて、考察する。その第一は、最初の買付を誘引するために付与するロックアップ（「first-bidder lockup」）であり、第二には、敵対的な買付者に競合するホワイトナイト等の買付者を得るために付与するロックアップ（「second-bidder lockup」）である³³⁶³³⁷。そして結論として、最初の買付申し出を誘引するために付与するロックアップは、対象会社株主の利益の観点からは、その売却価格を増大させるし、社会的便益の観点からも、会社資産を、もっとも効率的に運用できるものへと移転させることができるために、望ましいとして、経営者の経営判断原則のもとでレビューされるものであるとする³³⁸。他方で、ホワイトナイトに付与されるようなロックアップについては、対象会社株主の利益の観点からは、状況が複雑である³³⁹といえ、事後的な裁判所による厳格な審査が望ましいとする³⁴⁰。

ところで、非公開化を目的とするマネジメント・バイアウトの局面では、新たに経営者等が支配株主として登場し、支配権の変動が生じる取引であるため、「Revlon 基準」が該当することが考えられ³⁴¹、「Revlon 基準」が適用される場面において、買収者、すなわち

³³⁴ See Kahan & Klausner, *supra* note 331.

³³⁵ *Id.* at 1541.

³³⁶ *Id.* at 1550.

³³⁷ 彼等は、より詳細に、対象会社の経営陣が、敵対的買付を見越して、事前に他の買収者に付与するロックアップを「anticipatory lockup」と定義する。しかし、敵対的買付が実際に行われる前か後かであろうと、対象会社の経営者は、敵対者に競合する買付者を得るためにロックアップを利用するので、敵対的買付者に与える効果の点で、性格は同じものであり、その運用に当たっては、「second-bidder lockup」と同分類に整理している（*id.* at 1559）。

³³⁸ *Id.* at 1564-1565.

³³⁹ すなわち、かかる局面では、経営者が経営指揮権を維持したいという利益相反がもたらす負の効果と同時に、依然として、ロックアップの付与が、買収プレミアムの増大をもたらすという正の効果は失われるわけではないからである（*id.* at 1557）。もっとも、Kahan & Klausner は、社会的便益の最大化といった観点からは、かかる（「second-bidder lockup」）分類に属するロックアップ条項の付与が認められる理由が、ほとんど見当たらないことも指摘している（*id.* at 1556.）。

³⁴⁰ *Id.* at 1569.

³⁴¹ コフィー・前掲注 58、「意見書〔翻訳〕『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』別冊商事法務 289号 398頁参照。

経営者等へ取引保護条項を付与することは、一見すると「Revlon 基準」における、オークションの趣旨に合致しそうもない。しかし、デラウェア州判例は、Revlon 基準が適用される場面においても取引保護条項の付与は禁止していない³⁴²。デラウェア州判例は、取引保護条項の個々の内容を個別・具体的に検討し、あくまで当該条項が買収提案の競合を促進する性格を有している限度において、取引保護条項の公正性・妥当性の判断を行っている。

他方で、当初の合併契約等に付随する取引保護条項は、株主にとって、より好ましい対抗オファーが事後的に登場した場合、取締役が株主に負う、信託義務と衝突することになる。そのため、取引保護条項が付与される場合に、同時にフィデューシャリー・アウト (fiduciary out) 条項が付与されるのが、米国の合併等の契約実務では一般的である³⁴³。

もっとも、Revlon 基準が適応される取引のすべてに、フィデューシャリー・アウト条項が要求されるわけではない³⁴⁴。しかしながら、取締役等が代替の取引の可能性等を慎重に検討した結果、当該取引条件が受諾するに相応しい最上の条件であると自信を持っていたとしても、裁判所が、必ずしも正当なものを識別できない以上、取締役等は、いらぬ疑いをかけられることから逃れられない危険をはらむこととなる³⁴⁵。したがって、フィデューシャリー・アウト条項は、Revlon 基準が適用される合併買収等の取引に事実上不可欠なものとしての意義を有している³⁴⁶。

当初締結した契約を、一定限度で拘束する効果のある取引保護条項について、米国の実務や判例法は、その妥当性について検討してきた。取引保護条項には、最初の買収の提案を惹起する効果を有するブレイクアップ・フィー (break-up fee) や、他の (潜在的) 買収者等と実質的な交渉等を禁止するノーショップ (no-shop) 条項等から、特定の買収者に有利な機会を提供する (狭義の意味での) ロックアップ条項等、契約に付与される条項の内容・範囲は様々である。例えばブレイクアップ・フィー (brake-up fee/または、タ

³⁴² もっとも、Unocal 基準が適用される場面に比べて、Revlon 基準が適用される場面で付与されるロックアップ条項は、裁判所によって、後知恵で批判される可能性がより高いと推測され、事実、実証結果においても、Revlon 基準が該当しない取引で付与されるロックアップ条項が取引結果に与える影響の方が、より大きいことが有意に示されている (Coates & Subramanian, *supra* note 325 at 320-324.)。

³⁴³ 米国における、フィデューシャリー・アウト条項と取引保護条項との関係については、岩倉正和＝大井悠紀「M&A取引契約における被買収会社の株主の利益保護〔上〕—Fiduciary Out条項を中心に—」商事法務 1743号 32頁 (2005年) 参照。

³⁴⁴ William T. Allen, *Understanding Fiduciary Outs: The What and the Why of an Anomalous Concept*, 55 BUS.LAW.653, 658(1999-2000).

³⁴⁵ *Id.*

³⁴⁶ *Id.* at 659.

ーミネーション・フィー (termination fee) は、当初の合併契約等よりも、新しい第三者の合併提案等が魅力的である場合に、当初の契約から離脱できるが、違約金の性格と、当初の契約から離脱するコストを増加させる意味で、取引保護条項の性格を有するとされる³⁴⁷。

1980年代後半から90年代終わりにかけて、ロックアップが、取引の結果にいかなる影響を及ぼすかについて検証した研究³⁴⁸では、ストック・ロックアップ (Stock Lockup)、アセット・ロックアップ (Asset Lockup)、そしてブレイクアップ・フィーについて各々検証されている。ストック・ロックアップは、買収者に対して、対象会社の株式を特別に決められた価格で、定められた数を取得することのできるコール・オプションを与えることであり、アセット・ロックアップは、対象会社の資産の一部を、定められた価格で購入できるコール・オプションである。また、ブレイクアップ・フィーは、もし一定の事象が生じた場合に、買収者に対して、対象会社が現金での支払いを約するものである³⁴⁹。そして、かかる実証研究結果によれば、米国では、ブレイクアップ・フィーの付与がもっとも頻度が高く、他方、アセット・ロックアップはほとんど用いられていない³⁵⁰。そして米国におけるロックアップ条項の法的許容度については、取引の内容やロックアップ条項自体の特徴によって様々ではあるが、裁判所は、アセット・ロックアップやストック・ロックアップを明示的に非難する一方で、暗黙にブレイクアップ・フィーを許容してきたことが窺われるという³⁵¹。

デラウェア州判例においては、例えば、買収提案会社が、買収対象会社の株式価値の5%に相当するブレイクアップ・フィーの設定を要求したが、それを拒絶し、デラウェア州で慣習的な3%の水準³⁵²で規定された条項は許容される水準とされた³⁵³。また、合併時の対

³⁴⁷ 岩倉＝大井・前掲注 343、38 頁参照。

³⁴⁸ Coates & Subramanian, *supra* note 325

³⁴⁹ *Id.* at 314.

³⁵⁰ *Id.* at 315.

³⁵¹ *Id.* at 319.

³⁵² デラウェア州裁判所は、一般的に1%から3%のブレイクアップ・フィーを許容しているとされるが、当該取引における各々の取引保護条項を総合して、判断する必要がある(岩倉＝大井・前掲注 343、38、41 頁)。

³⁵³ *In re Pennaco Energy, Inc. Shareholders Litigation* (787 A.2d 691; 2001 Del.Ch. LEXIS19). 本件は、Marathon Oil 社の子会社が、Pennaco Energy 社 (P 社) の全株式を1株あたり19ドルで、公開買付し、残存した株主を同価格でキャッシュアウトしたもので、オファーした価格は、オファー前のP社の取引価格にプレミアムが付帯している。これに対し、P社株主が、P社取締役は、P社株主にとっての最善の価格を算出する努力をせず、また積極的に他の会社提案を模索することを怠ったなどとして提起した、公開

象会社の株式価値のおよそ3.5%に相当するブレイクアップ・フィーが、許容された Intercargo 判決では、対象会社（Intercargo 社）株主が、当初の合併契約相手（XL 社）との合併を拒絶し、90 日以内にさらに魅力的な取引や、次年度内に別の買収提案によって対象会社の利益となる場合にのみ、支払われるという構造となっており³⁵⁴、対象会社株主が、より好ましい取引を得た場合にのみ、支払われる金銭の条項であった。

いずれにせよ、対象会社の株主にとって、より魅力的な買収・合併等の提案に対して、仮にそれを拒絶してしまう実質を有する取引保護条項が付与されれば、取締役の信認義務違反に抵触することは疑いない。そして、取締役会が、交渉当時、ただ1社のみと好条件の価格で交渉していたといった単なる事実だけでは、それが直ちに取締役の信認義務違反を構成するものではないとされる判例³⁵⁵は、「Revlon 基準」が適用される支配権の移動がある局面においても、必ずしも取引保護条項の付与が禁じられていないことと矛盾しない。

もっとも、上記の議論は、競合買収提案者がともに第三者であり、必ずしも経営者等が買収者となるマネジメント・バイアウトにおける、取引保護条項の許容度について、その基準を裁判所が直接に判示したのではなく、上記の判例と同列に議論してよいか否かは、検討の余地がある。

この点について、競合する買収提案者が第三者である場面と、経営者等が買収提案者に含まれるMBOの場面とを比較すると、前者以上に後者の利益相反性は高い。それゆえ、既存株主へもたらす影響を考えると、MBOにおける経営者等の買収提案者に対して取引保護条項を付与することは、一見すると相対的に厳格に対処されることが望ましいようにも思われる。しかしながら、このような見解の背後には、MBOには、経営者・取締役にしか知りえない非公開の内部情報があり、もしこのような情報が秘匿されずに公開されたとすれば、既存株主にとっては、より高い価格で株式を売却する機会に与れたに違いないといった前提の判断があるように思われる。かかる見方に立てば、本来的に既存株主に帰属すべき価値を、経営者等が取引保護条項の付与によって、自らに帰属させようとする行

買付の暫定的差止命令請求が却下された事案である。もっとも、本判決では、デラウェア裁判所が、「ターミネーション・フィーを評価する基準として、株式価値を使う傾向にあるとする一方で、いかなる基準が適当であるか、直接言及した判例は存在しない」ことを指摘している（*In re Pennaco Energy*, 787 A.2d 691,703.）。

³⁵⁴ *McMillan v. Intercargo Corporation* (768 A.2d 492; 2000 Del.Ch.LEXIS 70).本件は、Intercargo 社（I 社）の、XL America 社による1株当たり12ドルでの合併に対して、I 社の株主が、I 社の取締役の信認義務違反を理由に合併の暫定的差止命令請求が却下された事案である。

³⁵⁵ *In re Pennaco Energy*, 787 A.2d 691,705.

為は不公正であり、MBOの局面では、取引保護条項の付与は、一切禁止すべきであるという帰結にもなり得る。

他方、法制度が要求する情報開示の限度で、既存株主の保護が十分に図られているとの立場に立てば、MBOによって新たにリスクをとった現経営者等がインセンティブを改変させることによって将来的に創出する価値に相当する部分は、取引保護条項によって、保護するに値するものと考えられることもできる。したがって、取引保護条項を付与することによって、経営者等が確保することが可能なインセンティブを保護することは、実は、既存株主にとっても、利得を得る機会を創出する可能性を高めるという意味において効率的なルールにほかならない。

このように、企業買収の局面における対抗買付の有する機能を検討するに際しては、買収者のインセンティブを確保することと、少数株主の保護をいかにして実効性のあるものとするか、そのバランスをとることに尽きるといえる。米国では、主として、後者の公正さを確保する手続規整を、事後的に、裁判所が具体的状況に即して、慎重に監視することによって対応し、他方、前者を、主として市場に委ねることで、両者のバランスを調整してきたと考えられる。

以上の考察から、米国の対抗買付をめぐる行為規整では、次のことが含意されよう。すなわち、マネジメント・バイアウトの局面では、法的な情報開示規制が適正になされることが重要である。他方で、内部者である経営者等と、対抗買付を行う外部の第三者との間に有する、情報の非対称性を完全に消滅させることは現実的に不可能であり、情報の非対称性の存在を前提とした上での行為規整が必要とされる。

(D) 情報開示規制

非公開化取引に際して、少数株主の保護を目的として、米国の証券及び取引所委員会 (Securities and Exchange Commission/ 以下 SEC)は、1934年の取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) に準じた規則 13e-3 (Rule13e-3) を 1979年に導入した³⁵⁶が、これは、非公開化取引、レバレッジド・バイアウト、マネジメント・バイアウトに対応したものであるとされている³⁵⁷。

³⁵⁶ See 17 C.F.R. § 240.13e-3.

³⁵⁷ Patrick S. Dunleavy, *Note, Leveraged buyout, Management Buyout, and Going*

この取引所法規則 13e-3 の導入にあたっては、これに先立つこと 2 年前の Santa Fe 判決³⁵⁸が大きな影響を及ぼしている。従来、情報開示手段としては、取引所法 10 条(b)項に準じる、1942 年制定の取引所法規則 10b-5 (詐欺防止条項) が、詐欺的な行為や相場操縦、また不実表示等を規制しており、訴訟上多くの場面で利用されてきたが、この規則 10b-5 が、取締役等の信認義務違反の局面で適用されるかどうかについて、連邦最高裁判所としての判断を示したのが Santa Fe 判決である³⁵⁹。

Santa Fe 判決は、K 社の 95% の株式を所有する Santa Fe が、K 社との略式合併を行うことに対して、K 社の少数株主が、かかる合併が詐欺や相場操縦を禁じる証券取引所法の 10(b)項を侵害しており、また不適當な価格で締め出すことを目的とした、詐欺的な株式の買取請求であることを主張して、Santa Fe の K 社の少数株主に対する信認義務に違反しているとして争ったものである。

そして、連邦最高裁判所は、一般的には州の法律が、非公開化取引におけるの申立に対応するものであって、取引所法規則 10b-5 は、取締役の信認義務違反を構成する要素には適応しない旨判示した。

このように、Santa Fe 判決は、非公開化取引の公正さをめぐる争いに対しては、連邦裁判所の権限が及ばないことを明確にした³⁶⁰。そのため、かかる結果に呼応する形で、SEC が導入したのが規則 13e-3 である。ただし、この当時、非公開化取引が、「少数株主に対して完全に公平であること」を要求する規則(1977 年の提案規則)をすでに公表していた SEC は、実際に、1979 年の規則 13e-3 導入時には、この 1977 年の提案を削除したのである。すなわち、1979 年に導入された規則 13e-3 では、証券発行人に対して、単に、かかる「取引が一般株主にとって公平か否かを合理的に信じているかどうか述べること」を要求するに止まり、大分後退した文言となっている。そして、このような厳格でない基準が導入されたために、規則 13e-3 は、不公正なマネジメント・バイアウトに対しての有効な対抗手段となり得ないことが指摘された³⁶¹。なお、これ以外に規則 13e-3 が要求しているものは、社外取締役の承認の有無や、一般株主の承認の有無、当該対象会社がフェアネス・

Private Corporate Control Transactions: Insider Trading or Efficient Market Economics?, 14 FORDHAM URB.L.J.685, 715(1985-1986).

³⁵⁸ Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S.462(1977).

³⁵⁹ 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』104-105頁(1999年)参照。

³⁶⁰ Stuart R. Kaplan, *Note, Corporate Morality and Management Buyouts*, 41 WASH.& LEE L.REV.1015,1034(1984). もっとも、州の法律による救済が不十分な場合には、連邦法の適用可能性は有する(黒沼・前掲注 359、105頁)。

³⁶¹ Williams, *supra* note 173 at 196-197.

オピニオンを受領しているか否か等である。

さらに、規則 13e-3 の下において、スケジュール 13E-3 (Schedule 13E-3³⁶²) の中の Item 7, 8, 9 等によって情報開示に特別な注意が払われている。それらは、非公開化における本質的な利益相反が、完全に示されること、また内部者にとって有利な点が完全に記されることが確保されることを目的としたものである³⁶³。

例えば、①非公開化取引後に関係する、あるいは結果として生じることが想定される行為・取引等（例えば、(a) 合併や再編、清算といったような特別な取引や、(b) 当該会社ないし子会社等における物的な資産の売却や移転、現取締役会や現経営陣等の変更、(c) 現在の配当比率や配当政策、また負債や資本の重大な変更等）の計画や提案³⁶⁴、②非公開化取引に利用される資金あるいは他の対価の出所や総額³⁶⁵、③非公開化取引の目的³⁶⁶、この目的を達成する別の選択肢と、かかる選択肢が採られなかった理由³⁶⁷等である。さらに、④非公開取引が一般の証券保有者にとって公正であると経営者が合理的に信じているかどうか、またその理由³⁶⁸、そして公正であると信じている場合には、以下の要件に照らして、公正であることの開示が要求されている³⁶⁹。すなわち、(i) 現在および(ii) 過去の市場価格、(iii) 帳簿の純資産額、(iv) 継続価値、(v) 清算価値、(vi) (一定の期間要件の下で) 過去に支払った証券買取価格、(vii) 第三者による記録、意見、評価³⁷⁰、(viii) 外部者によるオファー等である。

つぎに、取引所法規則 14d-9 と 14e-2 によって、対象会社が公開買付オファーに対していかなる立場を取るかを表明することを要求している。すなわち、最初の買付申出が公表等されてから 10 営業日以内に、対象会社は、株主に対して、(1) 買付オファーを受け入れるのか、あるいは拒絶するのかを推奨する立場を明らかにするか、(2) 買付オファーに対して、意見を付さず中立の立場を維持することを表明するか、あるいは(3) 買付オファーに関して立場を示すことができないこと、以上のいずれかを開示したステートメント

³⁶² Schedule 13E-3. Transaction Statement Pursuant to Section 13(e) of the Securities Exchange Act of 1934 and Rule 13e-3.

³⁶³ See Lawrence Lederman & Barry A. Bryer, *Representing a Public Company in a Leveraged Buyout Transaction*, IN YAKOV AMIHU D. EDS., *LEVERAGED MANAGEMENT BUYOUTS: CAUSES AND CONSEQUENCES*, 111,168(1989).

³⁶⁴ Schedule 13E-3, Item 5.

³⁶⁵ Schedule 13E-3, Item 6.(a)

³⁶⁶ Schedule 13E-3, Item 7.(a)

³⁶⁷ Schedule 13E-3, Item 7.(b)

³⁶⁸ Schedule 13E-3, Item 8.(a)

³⁶⁹ Schedule 13E-3, Item 8.(b)

³⁷⁰ Schedule 13E-3, Item 9.

を公表等しなければならない。また、文書には、それに関しての理由も付記しなければならない³⁷¹。なお、これらの開示について、重要な変更が生じた場合には、速やかに公表等を行うことが要求されている³⁷²。

さらに、スケジュール 14D-9 (Schedule 14D-9) では、上記の規則 14d-9 により株主に対して、働きかけを行う場合には、買付者との間での契約や合意、取り決めや、現実の、あるいは潜在的な利益相反の情報を記載する必要がある³⁷³。また、公開買付に対して、(1) 他社との合併や再編成のような通常でない取引、(2) 重要な資産の売買、移転、(3) 公開買付、(4) 資本政策や配当政策の重要な変更、等に関係し、あるいは結果として生じるような何らかの交渉が企てられ、または進行中であるか否かを明示しなければならない³⁷⁴。

ところで、各州の法律による規制状況を概観してみると、非公開化取引を規制している州は、非常に少なく、わずか、ウィスコンシン州と、カリフォルニア州の2州だけのものである³⁷⁵³⁷⁶。ただし、カリフォルニア州の規定は、特別に非公開化取引を規制する条項ではなく、あくまで合併規制の一環として、略式合併を除く、合併 (long-form merger) の場合において、会社局長官 (Commissioner of Corporations) による取引の条件および、その条件の公平さの承認を要件に、一定の規制を緩和している³⁷⁷。すなわち、「同種類、又は同組の株主のすべての同意がない場合 (ただし端数株式は除く) には、現金、権利、証券、他の財産の分配に関し、平等に取り扱われなければならない」旨の規定と、「(略式

³⁷¹ SEC Rule 14e-2(a).

³⁷² SEC Rule 14e-2(b).

³⁷³ Schedule 14D-9, Item 3.

³⁷⁴ Schedule 14D-9, Item 7.

³⁷⁵ Williams, *supra* note 173 at 200.

³⁷⁶ また、デラウェア州会社法においても、例えば社外株式の15%以上を所有し、「利害関係株主」となったものは、その日以後3年間は、企業結合 (business combination) を行うことが禁止されており (DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW (DGCL) § 203(c)(5))、経営者等による非公開化取引に実質的な影響をあたえる可能性はある (See Marc Morgenstern & Peter Nealis, *Going Private: A Reasoned Response to Sarbanes-Oxley?* (Kahn Kleinman, LPA, Working Paper 2004))。しかしながら、本条項は同時に多くの例外規定をおき、その企業結合、あるいは株主が「利害関係株主」となる取引を取締役会が承認したとき (DGCL § 203(a)(1)) は、かかる例外規定に該当する。したがって、マネジメント・バイアウトは、取締役会決議に諮られるのが通常であるから、本条項によって、取引の実施のタイミング等に制約が課せられることは現実的にはあまり想定できないと思われる。実際、合併のケースで、原告株主が当該合併が DGCL § 203 に規定される取締役の義務に違反したことを請求原因のひとつとして公開買付の暫定的差止請求した判例 (Matador Capital Mgmt. Corp. v. BRC Holdings, 729 A.2d 280, 298-300 (Del. Ch. 1998)) では、例外規定である DGCL § 203(a)(1) の適用を示唆して請求を却下している。

³⁷⁷ CAL. CORP. CODE § 1101; § 1101.1 (1999).

合併等を除き) 当事会社またはその親会社が、その合併前に、他の当事会社の 50% を超える議決権を代表するその他当事会社の株式を直接または間接に所有する場合には、その種類株主のすべてが同意するのではないとき (ただし端数株式は除く) は、当事会社の非償還普通株は、存続会社または親当事者の非償還普通株のみに転換することができる」旨の規定は、会社局長官の承認を条件に適用除外されるのである。

他方で、ウィスコンシン州の規定は、まさに非公開化取引を規制する規定として存在する³⁷⁸。すなわち、購入する持分証券の対価も含めて、取引条件は、その証券のすべての所有者に対して公正であることを要求する。そして、取引条件が、以下に該当する場合に、公正であることが推定されるとして、**a.)** から **d.)** の各要件を掲げている。すなわちそれは、**a.)** 対価が 2 つの信頼できる独立の評価人によって、すべての関連ある要素を考慮し合理的な調査をした後で、独立して推奨され、証券発行人の取締役会が、対価が証券保有者に対して公正であり、それが **good faith** で決定されたことを言明し、**b.)** 当該証券の、もっとも最近の公開買付が、取引に先立つこと 10 年以上前に生じ、あるいは、対価が公開買付価格よりも高く、**c.)** 証券発行人とは関係のない (**not affiliated**) 者によって所持されている当該証券の 50% 以上の取引の承認があり、**d.)** 1934 年の取引所法下の規則 13e-3 とその規則下でのスケジュール 13E で要求されている、開示の総会を含む、すべての証券保有者に対して、情報開示資料が交付されること、を規定している。

³⁷⁸ WIS. ADM. CODE DFI-SEC 6.05(1); *See Williams, supra* note 173 at 200-202.

第6章 日本法への示唆

1. わが国のマネジメント・バイアウトにおける経営者・取締役の行為基準

米国の買収対象会社の取締役の行為基準は、株主に対する信認義務が果たされているかどうかといった観点から検討されてきたものであり、裁判所が、バイアウト取引においても、非公開化取引の文脈の中で、主にデラウェア州の裁判所が築きあげた信認義務の一般原則の観点から、審査してきたものと理解できる³⁷⁹。

本章では、マネジメント・バイアウトにおける経営者・取締役の行為を、わが国においていかに規整すべきか、その指針を提供することを目的とする。

そこで最初に、前章までに議論してきた、米国におけるマネジメント・バイアウトをめぐる法的問題点を改めて整理すると、二つの局面に大きく分けられることができる。

すなわち、第一の局面としては、マネジメント・バイアウトを一連の取引として捉えた場合、米国判例法上、マネジメント・バイアウトは **Revlon** 基準に服することである。組織再編行為によって、新たに経営者等の買収グループが支配株主として登場することは、まさに会社の売却ないし支配権の移動が生じる局面であり、取締役は、競売人として、最高の価格を提示した買収者に売却すべき **Revlon** 義務を負うとされる³⁸⁰。他方で、デラウェア州裁判例は、**Revlon** 基準が課されている場合においても、すべての一対抗的な買収提案を完全に排除する効果を有さない限度において一 取引保護条項の付与を禁止しているわけではない。

したがって、マネジメント・バイアウトで、とりわけ問題となるのは、対抗買付のオファーが生じなかった場合、はたして経営者等の提示した買付価格が本当に当該対象企業の企業価値を十分に反映した価格であるかどうか、キャッシュアウトされる既存の株主には立証できないことにある。また、買収者となる経営者等が自らに対して、第三者に比して有利な取引成立の機会・可能性を与える性格を有する取引保護条項を付与することは、純粹な意味での **Revlon** 基準と相反するために、かかる取引保護条項をどのように評価するかが問題であった。

次に、第二の局面として、公開買付によって支配権を取得した経営者等の買収者が、買

³⁷⁹ Lederman & Bryer, *supra* note 194 at 113. 本稿第5章 74頁以下参照。

³⁸⁰ 本稿第2章 3. (1) 参照。

付に応じず、当該対象会社に残った少数株主を締め出す際に強圧性が生じることの問題である。米国においては、ある取引において、経営者・取締役の利益相反が生じる場合には、「経営判断原則（Business Judgment Rule）」の適用がなされず、事後的な裁判所による厳格な審査に服する「完全な公正（Entire Fairness）基準」が適用される。しかしながら、近年のデラウェア州判例法理が、公開買付と、それに続く締め出し合併の取引において、「経営判断原則」の適用の余地を認めて以降、少数株主の保護をめぐる、様々な議論が喚起された過程については、前章で紹介したとおりである。

この第二の局面における、株主に対する強圧性をめぐる問題に対しては、Pure Resources 判決³⁸¹において、少数株主の過半数の承諾を求めること等の新たな要件を追加することによって、「経営判断原則」の適用へ向かった判例法理の修正を試みていた。しかしながら、このような少数株主の保護政策は、少数株主を締め出す第二の局面においては、一定の効果が得られるが、必ずしも、マネジメント・バイアウトを一連の取引全体として捉える観点からの株主の救済策とはならない。

そこで、筆者は、第2章で問題提起したように、マネジメント・バイアウトを他の組織再編行為と比較した場合、手続上の整合性が図れていないという観点から、以下のような提言を行いたい。

すなわち、マネジメント・バイアウトを、取締役会決議限りで承認し、公開買付、さらに少数株主の締め出し合併という、現行法上、一連の流れに即して検討した場合、経営者等、買収者による公開買付以前に、マネジメント・バイアウトを行うことの可否についての承認の機会を株主に与えることである。かかる機会を既存株主に与えることで、少なくとも、全体としてのマネジメント・バイアウトの公正性の有無について、株主が事前に検討することができ、合併等における他の組織再編行為の手続規制との整合性を図ることが可能である。

他方で、「友好的」な組織再編として、マネジメント・バイアウトを自ら選択する経営者等の事前のインセンティブを阻害するルール設計は、効率的なマネジメント・バイアウトを萎縮させてしまう。したがって、全てのマネジメント・バイアウトに対して買収提示価格の最も高い者に当該会社の売却を義務づける「Revlon 基準」を適用することに際しては、若干の工夫の必要がある。自らリスクの一部を担って、マネジメント・バイアウトの実施を決定しても、競合する買付者の出現によって、Revlon 基準に服するとなれば、経営

³⁸¹ In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation, 808 A. 2d 421 (Del. Ch. 2002).

者のリスクテーカーとしての動機に少なからず負の影響が及んでしまう。そのために、かかる経営者等のインセンティブを一定限度保護する役割を、取引保護条項に担わせるのである。

もっとも、現行法上、マネジメント・バイアウトは、取締役会限りで実施可能である。したがって、かかる場合、少なくとも現経営陣に有利な取引機会を確約する性質の（狭義の）ロックアップ条項はもちろんのこと、合理的な範囲³⁸²の取引保護条項の付与さえも経営者等に対して認めるべきではないと思われる。対抗買付の結果、一番高い買付価格を提示したもののへの当該対象の売却義務を経営者・取締役に負わせることである。これは、事後的に対抗買付が潜在的に有する状況を与えることで、できる限り事前に、経営者等に対して公正な価格 — 既存株主にとっては、最適の買収プレミアムを得る機会 — を与えるインセンティブを付与することで、意図的に不当に低い価格付けを行おうとする経営者等を監視することが可能である。

これに対して、筆者の提言は、公開買付け以前に株主に対して事前の承認を得ることを条件に、合理的な範囲での取引保護条項の経営者等への付与を許容するものである。

経営者等にインセンティブを付与することによって将来的に生じる付加価値というプラスの側面と、経営者等には、常に自己保身目的の危険性が伴うため、企業価値を毀損する可能性があるといったマイナスの側面という、経営者・取締役の有するトレードオフは不可避である。したがって、上記の選択、すなわち、取締役会決議限りでマネジメント・バイアウトを実施するのか、あるいは、筆者の提言に即して、予め公開買付がなされる以前の段階で、既存株主に当該マネジメント・バイアウトの承認を得てから実施する³⁸³のか、

³⁸² 「合理的な範囲」をどのように画するかは、全体の契約条項から、個々に判断するしかない。しかし、重要なのは、許容される取引保護条項は、あくまで第三者による対抗買付機会を阻害しない範囲で付与されることが、当面の基準と考えられよう。少なくとも、「Revlon 基準」が原則的に適用される局面で、第三者よりも、内部者である経営者等に対して、有利な取引機会を保証する内容の取引保護条項を付与することを認める合理的理由は、ないように思われる。もっとも、実質的な判断は、今後の実務に拠る部分も大きいと考えられ、将来的には、現経営者に有利な内容の取引保護条項が付与されることが許される局面が登場する可能性を、まったく否定するものではない。

³⁸³ このような事前に株主の承認を要求することは、ポイズン・ピル等、敵対的企業買収の防衛策の導入に際し、類似の実務がすでに先行して行われている。また、防衛策の是非を効率性の観点から、とりわけ事前に株主の授権を要することが、効率性の観点からどのように評価されるかを論じたものとして、田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚書(1)(2)」民商法雑誌 131 卷 4・5 号 102 頁、131 卷 6 号 62 頁 (2005 年)、とくに 85 頁以下を参照。実証的研究成果の必要性に言及しつつも、概して、事前に株主の授権を要するという法政策は、合理的であるとする。

そのどちらを選択するかは、経営者自身に委ねるべきであるというひとつの試案である。このとき、マネジメント・バイアウトを取締役会限りで実施する場合には、取引保護条項の付与は一切認めずに、公開買付規制の下で最終的に決定される「価格」のみの勝負に委ねることとし、他方、事前に既存株主からマネジメント・バイアウトの実施についての承認を経た場合には、経営者等に合理的な範囲での取引保護条項の付与を認めることとする。

以上の提言を前提として、マネジメント・バイアウトを類型別に検討し、取引保護条項の許容度との関係について、結論を先取りして示すと以下のとおりである。

第一に、「非公開化目的型MBO」は、公開買付以前における株主の事前承認を条件に、合理的な範囲での取引保護条項の付与を認める。あるいは、現行法上の規制下において、公開買付以前に株主の承認の機会が得られない場合には、取引保護条項は一切認めずに、厳格な Revlon 基準に服す。そして、以上の選択は経営者自らに委ねるのである。

第二に、「分割(暖簾分け)型MBO」は、取締役等の利益相反は原則として問題とならない。現行法上、事業譲渡に際して、株主総会の特別決議要件を経ると考えられるので、前記の、株主の事前の承認を得てなされる「非公開化目的型MBO」と同程度の許容度を有する取引保護条項を認めるものとする。

第三に、「企業買収防衛策型MBO」は、その防衛策が行われるタイミング別に—すなわち第三者からの買付申出がなされた時点を境にして—「自発的防衛策型MBO」と「対抗防衛策型MBO」とに分類が可能であり、前者は、客観的には経営者の真意がわからないので、「非公開化目的型MBO」と同様の、手続規整が望ましい。他方、後者は、その防衛策の意図が明白であるため、「Revlon 基準」を極めて厳格に解釈して適用することが妥当であり、もはや経営者等に対して取引保護条項等を付与することは許されないと解する。

最後に、「企業再生型MBO」は、最初に多大なリスクをとるスポンサーのインセンティブを阻害しないことを目的に、ブレイクアップ・フィーの支払い条件等も含めた、「分割(暖簾分け)型MBO」に準じた許容度を有する取引保護条項の付与を最初のスポンサーに対して認めるべきといえる。

マネジメント・バイアウトにおける第二の局面、すなわち、公開買付に応じなかった少数株主を交付金合併によって締め出す局面においては、近年の米国における判例法理の基準には混乱がみられるものの、原則として、取締役の負う行為基準は、「完全な公正基準」であるべきである。なぜならば、少数株主の締め出しの局面は、経営者・取締役の利益相反が典型的に生じている場面であり、利益相反性のない場面に適用される「経営判断原則」

は本来適合しない局面だからである。しかしながら、訴訟経済上、あるいは、経営者等が、公正な手続きを確保しようとする事前のインセンティブを推奨する観点からは、手続的公正性の確保を条件³⁸⁴に、「経営判断原則」に近いルールの適用を認めることは、社会全体の効率性を向上させる。なぜならば、「完全な公正基準」を適用するという意味は、手続面のみならず、公正な価格の算定といった、極めて手間の要する作業を裁判所に負担させることになる。また、経営者に対して、事後的な裁判所による審査を受ける必要のない余地を残すことによって、経営者等自らが、公正な手続きを確保しようとするインセンティブを有することにもなる。このことは、単に事後的な訴訟上の社会的費用を削減することのみならず、より事前の効率性の改善に寄与することとなる。

したがって、①特別委員会の独立性の確保等の手続的な公正を満たし、かつ、②公開買付時と少数株主の締め出し時の価格及び買取の条件を同じとすること³⁸⁵、以上この少なくとも2つの要件を満たすのであれば、「経営判断原則」に近い行為基準を適用しても、問題は生じないであろう。反対に、この2つの要件が少なくとも満たされていない場合には、原則に立ち返り、「完全な公正基準」を適用し、かかる局面における、取引の手続面の公正性の審査のみならず、当該価格の公正性をも裁判所が厳格に審査することが必要とされよう。

2. マネジメント・バイアウトの進行過程に応じた株主の救済枠組の検討

³⁸⁴ 前章で概観したように、米国では、**Pure Resources** 判決が、「経営判断原則」が適用される条件として、少数株主の過半数の承認を要していること、支配株主が90%以上の株式を得た場合、買付価格と同じ価格により略式合併を即時行うことを約束すること、支配株主は、報復的な行為をしないこと、の三つの要件を示した（*See In re Pure Resources*, 808 A. 2d 421(Del.Ch.2002)）。また、**Subramanian** は、利害関係のない取締役の承認と、利害関係のない株主の承認という両要件のもとに、「経営判断原則」と「完全な公正基準」を柔軟に適用することを提言している（*Subramanian, supra note 261 at 36.*）。なお本稿第5章94頁参照。

³⁸⁵ わが国でも、産業活力再生特別措置法により、主務大臣の認定を受けた時には存続会社の株式に代えて、金銭等を消滅会社等の株主に交付することが可能である（産業活力再生特別措置法第12条の9。なお、合併対価の柔軟化の規定は、平成19年5月1日から会社法で一般化されるために、第12条の9の規定は、平成19年4月30日まで効力を有する）。そして、この場合、株主に交付すべき金銭の額及びその合計額を合併契約書等に記載することが要求される（同12条の9第1項）。かかる経過によって、対象会社から締め出す少数株主に支払う対価の額については、公開買付価格と同額であるとするのが実務では一般的のようである（弥永真生監修、西村ときわ法律事務所編『新会社法実務相談』366頁以下(商事法務、2006年)参照）。

次に、現行の法制度下における既存株主が有している様々な請求権が、マネジメント・バイアウトのいかなる局面で機能することとなるか順を追って検討する。はじめに、典型的なマネジメント・バイアウトの実施経過の概略を改めて提示し、それぞれの局面(以下、**A～D**の各段階)に応じた株主の攻撃防御方法を考察する。なお、ここでも「非公開化目的型MBO」を前提として議論する。

まず、マネジメント・バイアウトを企図する経営者等は、全体的なスキームを作成し、金融面で支援する投資銀行等と、その条件等の契約を行う。そして、かかる取引の申出に対して、対象会社の取締役会において決議³⁸⁶がなされ、計画が公表される (**A段階**)。

次に、予め設立していた(あるいは、旧商法下の事後設立規制によって、事前に購入済みである)買収を目的とするSPC(特別目的会社/Special Purpose Company)に対して、投資ファンド等が出資し、投資銀行等から多額の融資がなされ、かかる資金は、主として買収対象会社の既存株主からの株式買取資金として使用される。

続いて、SPCは、買収対象会社に対して、公開買付を実行し、当該対象株式の大部分の取得を目的とする。なお、この段階で、第三の買付者が現れると、対抗買付となる(**B段階**)。

公開買付の後、公開買付に応じず、対象会社に残った株主に対しては、現金による交付金合併(cash-out merger)³⁸⁷³⁸⁸がなされ、株主に金銭等が交付される。なお、当該合併等に反対する株主には、株式買取請求権(会社法785条1項)が認められている(**C段階**)。なお、マネジメント・バイアウトが完遂された事後の段階を、ここでは**D段階**とする。

まずは、**Aの段階**を見てみよう。

初めに、経営者等によるマネジメント・バイアウト(レバレッジド・バイアウト)取引全体がそもそも違法行為ではないのかどうかについては、現行の日本の法制度の下では、直ちに違法と認定し得る直接の根拠条文は存在しない。さらにここまで、マネジメント・

³⁸⁶ 実務上、この段階では、当該マネジメント・バイアウトにおける公開買付に賛同する意見表明を行うことの決議にとどまり、以後の合併等の手続きに必要な承認決議は、公開買付が無事終了した後になされるのが通常である。

³⁸⁷ 会社法749条1項2号は、会社法で認められることとなった、対価の柔軟化の規定である。

³⁸⁸ さらに、吸収合併の当事会社の一方が、他方の当事会社の特別支配会社(総株主の議決権の90%以上を有するとき)であるときは、他方の当事会社が消滅会社になる場合でも、存続会社になる場合でも、他方の当事会社における株主総会決議は必要とされない(略式合併/short-form merger)。従来、産業活力再生特別措置法において、認定計画を受けて合併する場合に、略式合併が認められてきた。同法に基づく略式合併は、総株主の議決権の三分の二以上の要件で可能である(江頭憲治郎『株式会社法』783-784頁(2006年))。

バイアウトの実質的側面を米国の判例や議論から検討してきたが、取締役等の利益相反の要素を削減する仕組みをうまく取り入れる手続き規整のもとで、最終的に既存株主へ利得を生じさせる取引は、経済合理的な取引として、むしろ積極的に捉えられているといえる。それゆえに、マネジメント・バイアウト全体のスキームを捉えて、違法とすることはできないであろう。そこで、仮に経営者等によってなされる当該マネジメント・バイアウトの承認手続きについて、その内容や手続きが不公正に行われたものである場合には、株主は、取締役会決議の無効を主張することになる。特にここでは、マネジメント・バイアウト後の新会社に、参画する取締役（典型的には代表取締役を兼任する経営者）は、かかる決議に特別の利害関係を有するとして、利益相反取引の承認決議（会社法 356 条 1 項）の議決権は行使できない（会社法 369 条 2 項）。

もっとも、株主としては、事前にと取締役等の違法な行為を差止めることが可能であれば、より実効的な救済（民事保全法 23 条 2 項に基づく差止めの仮処分命令）となるので、以下ではマネジメント・バイアウトの差止請求の可否について検討したい。

取締役が、法令・定款に違反する行為をし、またはするおそれがある場合において、かかる行為が会社に回復できない損害を生じさせるおそれがあるときは、取締役に対して、当該行為をやめることを請求できる（会社法 360 条 1 項）。なお、具体的な規定に違反する行為ばかりでなく、一般的規定である取締役の善管注意義務・忠実義務に違反する行為も差止請求の対象となると解されている³⁸⁹。もっとも、取締役会の議題が法令・定款に違反する事項に関していたとしても、決議自体を差止めることはできない³⁹⁰し、また、漠然とマネジメント・バイアウト全体のスキームを取締役の忠実義務違反であるとして主張しても、果たしていかなる行為を差止めるのかが明確ではない。それゆえ、この **A 段階** において、問題となるのは、差止めの対象となる取締役等の行為を限定することにあると思われる。そして、この **A 段階** において、おそらく差止可能な対象として特定できる行為とすれば、契約内容の瑕疵、とりわけ取引保護条項の付与が極めて既存株主の利益を阻害するものとなっている場合であろう。

このように、マネジメント・バイアウト全体のスキームを差止めることは不可能であるが、契約上の取引保護条項自体の差止めは検討する余地はあるといえる。

³⁸⁹ 上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫編『新版注釈会社法第 6 巻』424 頁（1987 年）〔北沢正啓執筆〕。

³⁹⁰ 上柳ほか・前掲注 389、426 頁。

しかしながら、会社法 360 条 1 項の取締役等の違法行為の差止請求の適用には、会社に損害があることが要件とされることが株主にとっては大きな障害となる。なぜならば、不当な取引保護条項の付与によって、仮に損害が生じるとすればその損害は、株主間の富の移転による既存株主の損害であり、会社には何ら損害が生じてはいないとの見解が取られる可能性があるからである。

他方で、会社法は、より具体的行為の差止めを可能とする法規整として、募集株式の発行等の差止請求権を規定している（会社法 210 条）。本状の規定は、昭和 25 年改正で、新株発行が取締役会の決定に委ねられたことに伴って認められたものである。そして、会社法 360 条 1 項の取締役の違法行為の差止めと異なり、会社に損害を生じるおそれを要件とせず、直接に株主が不利益を受けることが要件となっている³⁹¹。なお、本条の法令・定款違反とは具体的な規定に違反する行為であり、一般的規定である取締役の善管注意義務・忠実義務違反に違反する行為は本条の差止請求の対象とはならないとされている³⁹²。

この募集株式の発行等の差止請求は、従来、敵対的な企業買収の防衛策としてなされた募集株式の発行に対して、持分を希薄化される既存株主の攻撃方法として使われるケースが典型である。かかる場合に裁判所は、いわゆる「主要目的ルール」によって、その違法性の有無を判断するのであるが、会社に資金調達目的があったことが認定されれば、他の不当目的が優越していると認定することはめったにない³⁹³とされてきた。

敵対的な企業買収防衛策として募集株式の発行等がなされるケースは、マネジメント・バイアウトにおいて、過度な取引保護条項が付与されるケース、いわば、敵対的な買収防衛策としての MBO がなされるケースと近似しているといえる。そして、従来の裁判所に拠る「主要目的ルール」に従えば、マネジメント・バイアウトの取引保護条項の差止請求が認められる余地は、募集株式等の発行を差止めること以上に大きいことが理論的には説明可能である。なぜなら、マネジメント・バイアウトにおいては、調達資金は、経営者等自らによる既存株主の株式を購入するための資金であり、かかる理由で、「主要目的ルール」による資金調達目的が正当化される根拠は極めて少ないと考えられる。

³⁹¹ 江頭・前掲注 388、621 頁。

³⁹² 上柳ほか・前掲注 389、426 頁〔近藤弘二執筆〕。

³⁹³ 江頭・前掲注 388、624 頁。また、きわめて主観的要素で不公正か否かを判断しているとして、不公正発行であることの主要事実の疎明の困難なことが、わが国の裁判所において、募集株式の発行差止の仮処分が認められにくい理由のひとつであることが指摘されている（中島弘雅「企業買収をめぐる裁判制度の問題点 一特に新株発行差止仮処分が認容されにくい理由について一」商事法務 1261 号 2 頁（1991 年）参照）。

また他方で同様に、現行法上明文に規定のない、株式および新株予約権の無償割当てに対する株主の差止め請求の可否について、株式および新株予約権の無償割当て自体には取引の安全という要請がないこと、さらには、資金調達目的がないこと等を理由に、株式及び新株予約権の無償割当て行為が差し止められることによる会社の不利益は、募集株式の発行等に比して低く、広く差止めを認められると解されるとして、それぞれ募集株式の発行等の差止め規定および、募集新株予約権の発行の差止めの規定の類推適用の余地があることが主張されている³⁹⁴。

もっとも、かかる理由の異同が直ちに、マネジメント・バイアウトに関して経営者等に付与された不当な取引保護条項の差止め請求の余地を認めることにはならないし、規定の文言からも、上記の新株予約権の無償割当てへの類推適用の場合に比べれば、かかる適用の余地は相当に少ないと思われる。しかしながら、解釈論としては厳しいとしても、立法論の範囲まで広げれば、募集株式等の差止請求権の規定の趣旨に鑑みて、マネジメント・バイアウトに関しての不当な取引保護条項の付与を差止める論拠とすることは、あながち不可能とまではいえないように思われる。

次に**B段階**についての法規整である。

かかる段階では、もっぱら公開買付は金融商品取引法上の規制に服し、会社法上の問題は特に生じないと思われる。

具体的には、金融商品取引法（証券取引法）の27条の2が規定する。すなわち、取引所金融商品市場外において、有価証券報告書提出会社の株式の保有割合が3分の1を超えるような株券等の買付は、公開買付によらなければならないとしている。買付者に対して買付期間、数量、価格等を公開することを義務付けることによって、投資者への情報開示と株主の平等取扱いを保証するものである³⁹⁵。またとくに、既存株主の保護の観点からは、支配株式取得に伴う市場価格を超えるプレミアムを株主が平等に享受することが株主の平等な取扱いの必要性を要請する理由となる³⁹⁶。

ところで、公開買付規制については、平成18年6月7日成立の「証券取引法等の一部を改正する法律（平成18年法律第65条）」において、公開買付制度が見直され、市場内外の取引を組み合わせた買付への対応、情報提供の充実、公開買付期間の伸長、公開買付

³⁹⁴ 弥永真生「株式の無償割当て・新株予約権の無償割当て・株式分割と差止め」商事法務1751号4頁、5頁(2005年)。

³⁹⁵ 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『新訂第二版証券取引法入門』224頁(2003年)参照。

³⁹⁶ 近藤ほか前掲注395、225頁。

の撤回の柔軟化、全部買付けの一部の義務化、買付者間の公平性確保が図られた。また、これに先立って、平成 17 年 12 月 15 日公表の企業価値研究会「企業価値基準を実現するための買収ルールのあり方に関する論点公開」（経済産業省）では、マネジメント・バイアウトについては、その情報の非対称性の大きさゆえに、株主による判断の実効性を確保するために、判断プロセスの客観性の確保や、対抗買付提案の可能性を確保するための一定の買付期間の確保を要請する等の工夫の必要性に言及していた。同様に、今回の公開買付制度見直しの基となった公開買付制度に関するワーキング・グループ報告³⁹⁷でも、とりわけマネジメント・バイアウトに関する情報の開示として、上場廃止意思の有無等についての詳細な開示が適当である旨を報告している。また、全部買付義務については、公開買付後の株券等所有割合が 3 分の 2 を超えるような場合に、会社法上、買付者以外の株主の拒否権が基本的になくなることを理由に、公開買付者に全部買付義務を課すことを提示していた。

先般、「証券取引法等の一部改正に伴う証券取引法施行令等の改正案」として概要および具体的内容等が公表された³⁹⁸ので、その中で、特にマネジメント・バイアウトに関係の深い箇所を取り上げると以下のようなになる。

第一に、充実した情報開示の点については、①買付後に上場廃止等の見込みがある場合には、その旨及び理由を、公開買付届出書に具体的に記載することが要求された。また、②買付価格の算定根拠の具体的記載、③買付価格が直前の取引の価格と著しく異なる場合には、その差額内容、④算定時に第三者の意見聴取がなされた場合には、その第三者の名称、意見の概要および、買付価格の決定に至る経緯、さらに、④買付価格の公正性を担保するためのその他の措置があればその内容を、いずれも公開買付届出書に具体的に記載することが要求されている³⁹⁹。

特に、公開買付者が対象会社の経営者である場合、すなわちマネジメント・バイアウト

³⁹⁷ 金融審議会金融分科会第一部会「公開買付制度等ワーキング・グループ報告 ～公開買付制度等のあり方について～」(2005 年 12 月 22 日金融庁公表資料)

³⁹⁸ 『証券取引法等の一部改正に伴う証券取引法施行令等の改正案』の公表について(2006 年 9 月 13 日金融庁公表資料)

³⁹⁹ 「発行者以外の者による上場株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令案」第二号様式(2006 年 9 月 13 日金融庁公表資料)参照。ただし、本文中の①から④については、「発行者による上場株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令案」第二号様式(傍点は筆者)でも共通して新設された条項である。

のケース⁴⁰⁰では、「当該公開買付けの実施を決定するに至った意思決定の過程を具体的に記載すること。利益相反を回避する措置を講じているときは、その具体的内容も記載すること。」と明記された⁴⁰¹。

第二に、公開買付期間については、現行の暦日で 20 日から 60 日である範囲を、営業日での 20 日から 60 日へと変更した。

第三に、全部買付の一部の義務化については、買付後の株券所有割合が 3 分の 2 以上となる場合の全部買付義務が規定され、その場合、議決権のあるすべての株券等に対して公開買付を行うことを公開買付の条件とした⁴⁰²。

今回の一連の議論及び法制度改正によって、既存株主にとっては、当該買付の内容を十分に熟慮することができ、また好ましい対抗買付の出現の可能性を高めることにもなる。さらに、全部買付けの一部義務化（マネジメント・バイアウトは事実上の全部義務化といえる）によって、不本意にも買付に応募してしまうといった、強圧的な効果が生じることが抑制できる等、マネジメント・バイアウトの局面においても、少数株主の利益を一定限度で保護する改正であるといえる。

金融商品取引法（証券取引法）は、その 166 条および 167 条において、会社内部者による株式の取引を規制している。すなわち、上場会社等の内部者等が業務等に関する重要な事実を当該各号に定めるところにより知ったものは、その重要な事実の公表後でなければ当該上場会社等の株券等の売買（166 条）や買付け行為等（167 条）を禁止している。

このような、わが国の 166 条や 167 条に相当する規定は、米国には存在せず、1934 年の取引所法 10 条(b)項および取引所法規則 10b-5 による一般的な不公正取引を規制する規定によって規制される⁴⁰³。ただし、前章で指摘したように、この規則 10b-5 による、取締役等の信認義務違反の局面での適用の可否について、米国の連邦最高裁判所は、**Santa Fe** 判決⁴⁰⁴で、非公開化取引の公正さをめぐる争いに対しては、連邦裁判所の権限が及ばず、州法の規整に服すべきことを述べている。

⁴⁰⁰ MBO 以外で本規定に同様に該当するケースとして、内閣府令案では、公開買付者が、「経営者の依頼に基づき当該公開買付けを行う者又は当該対象者を子会社とする会社その他の法人等である場合」を明示している。

⁴⁰¹ 内閣府令案・前掲注 400 参照。

⁴⁰² ただし、対象者において、買付がなされない株券等に係る株主総会で当該株券について公開買付が行われないことにつき承認決議がなされている場合や、買付がなされない株券等所有者の全員の同意があれば、当該条件が免除される。

⁴⁰³ 近藤ほか・前掲注 395、245 頁。

⁴⁰⁴ **Santa Fe Industries, Inc. v. Green**, 430 U.S.462(1977). 第 5 章 113 頁参照。

このように、米国と日本の内部者取引の規制枠組みを考察すると、米国では、不公正取引を規制する一般条項は存在するものの、むしろ実効的な既存株主の救済は、州法下で、取締役等の株主に対する信認義務違反の有無の枠組みで判断されている。他方で、わが国では、内部者取引の規制は、証券取引法上の規定（金融商品取引法（証券取引法）163条以下、特に166条、167条）が存在する。そして本条の規定は、適用要件が形式的に決まらなっていることが指摘されている⁴⁰⁵。

続いて、**C段階**の規整である。

マネジメント・バイアウトによって、当該対象会社からキャッシュアウトされる既存株主にとって、おそらく実効的な救済の唯一のものと考えられるのがこの段階において行使できる、株式買取請求権である。株式買取請求権は、合併等、一定の会社の基礎の変更の場合に、多数決決議が成立したが、かかる決議に反対した株主等が、その持分を会社に対して公正な価格で買取を請求できる救済策である。

改正前商法では、株式交換において、親会社株式以外のものを対価として交付することは認められなかったため、産業活力再生特別措置法の特例を利用して、金銭交付による簡易株式交換を行う必要があったが、会社法施行により、対価の柔軟化として、株式交換に直接、金銭その他の財産による、対価の支払が認められることとなった（会社法768条1項2号）。

さらに、会社法では、改正前商法が規定していた「決議がなされなかったならば有したであろう公正な価格」を単に「公正な価格」へと変更したが、これは、買取価格に合併等によって生じるシナジーを含めることが可能となったという理解⁴⁰⁶が一般的になされている⁴⁰⁷。

しかしながら、企業の組織再編によって生じるシナジーをいかにして分配するかについては、どのような範囲で、またどういう基準でなされるべきかについては、別途、検討の必要性が指摘されている⁴⁰⁸。そしてシナジーの分配の範囲について、かかる分配のあり方

⁴⁰⁵近藤ほか・前掲注395、246頁。

⁴⁰⁶ 神田秀樹『会社法第7版』158頁（2005年）、また、対価柔軟化の意義・詳細については、神田秀樹「組織再編」ジュリスト1295号129頁、藤田友敬「企業再編対価の柔軟化・子会社の定義」ジュリスト1267号103頁（2004年）参照。

⁴⁰⁷ なお、会社法で新たに追加された新株予約権買取請求権（会社法787条）にいう「公正な価格」にはシナジーの分配は問題とならない。新株予約権者は、株主ではなく債権者に過ぎないので、合併時のシナジーの分配を受ける理由がないからである（江頭・前掲注388、761頁、776頁）。

⁴⁰⁸ 藤田友敬「組織再編」（2006年度私法学会シンポジウム資料）商事法務1775号55頁

は、基本的には、独立の会社同士であれば、それは余剰の分配に過ぎないとして、当事会社間の交渉力に委ねることを原則として、別途、法が介入する必要性のないことが主張される⁴⁰⁹。他方で、多数・少数株主間に構造的な利害対立がある状況では、組織法上、法が介入するべきケースであるとされる⁴¹⁰。

シナジーの分配のあり方について、このように理解すれば、マネジメント・バイアウトは、まさに構造的な利害対立を有する取引である。そのため、少数株主に対する保護の観点からは、キャッシュアウトされる既存株主に対してシナジーを分配する法政策は、望ましいといえそうである。問題は、かかるシナジーの全部をキャッシュアウトされる既存株主にすべて支払うことが法政策上妥当といえるかどうかである。

再び、第2章の3.(2)で用いた【図1】に基づいて議論する⁴¹¹。

① 【図1】中の〔J〕の価格で公開買付がなされた場合

かかる場合には、本来であれば当然に対抗買付が生じる価格水準であるが、市場が不完全である等、何らかの要因で〔J〕の価格で公開買付が成功した場合、当該MBOは、不公正な買収であり、既存株主に損害を与える。

② 【図1】中の〔I〕の価格で公開買付がなされた場合

かかる場合の買付価格〔I〕は、MBOを行おうとした経営者等が、シナジーの一部をキャッシュアウトされる既存株主に支払う一方で、自らのインセンティブである〔C〕をできるだけ大きくしようとした価格であり、〔G〕と〔H〕の間の価格帯のいずれかで決定される。この価格帯においては、必ずしも対抗買付が生じるとは限らないが、MBOを企図する経営者等が、自らのインセンティブを最大化するために、〔I〕の価格が〔G〕に近づけば近づくほど、第三者の対抗買付を誘発する可能性が大きくなる。

そして、対抗買付の有無に関らず、公開買付が成立した価格〔I〕は、経営者のインセンティブが確保され、かつ、シナジーの一部である〔B〕が既存株主へ分配される両者にとって好ましい価格であることが考えられる。

以下（2006年）参照。なお、詳細は、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」『企業法の理論（上）江頭憲治郎先生還暦記念』261頁以下（2007年）を参照。

⁴⁰⁹ 藤田（2007年）・前掲注408、289頁。

⁴¹⁰ 藤田（2007年）・前掲注408、289－290頁。

⁴¹¹ 本稿第2章27頁以下参照。

そこで、当該公開買付に反対した株主が株式買取請求権を行使する場合に、裁判所が決定すべき「公正な価格」は、どのラインで決まるのが望ましいであろうか。順次検討してみよう。

前述のように、「公正な価格」について、会社法が合併等の「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（改正前商法 408 条の 3 ほか）とされていた規定を単に「公正な価格」（会社法 785 条 1 項ほか）へと変更した意味は、一般的にはシナジーの公正な分配を意図した法政策と理解されているが、重要なのは、ここでいうシナジーが具体的に何を指し示しているのか、いまいちど精緻な検討が必要とされることである⁴¹²。

そこで、以下では、シナジーの具体的内容について、取引形態の違いを加味した、より詳細な検討を行いたい。

一般的に、企業結合等による企業価値の増大要因が意味するものとして指摘されていることは、大別して以下の二つのものであろうと思われる。第一に、いわゆる組織再編行為によって生じる相乗効果（シナジー）をいうものであり、例えば 100 億円同士の企業価値を有する企業が合併した場合に、220 億円の企業価値を生じるときの、この増加分である 20 億円は、相乗効果を典型的に示すシナジーである（筆者は、「第一のシナジー」と呼ぶ）。

第二番目のものとしては、少数株主を排除することに伴うコスト削減効果がある。少数株主が存在することの利害調整コストや、上場に伴って生じる開示費用等の削減効果である⁴¹³。このようなコスト削減効果を「シナジー」と呼ぶことには異論もあり得るが、便宜上ここでは「第二のシナジー」と呼ぶ。

このような「第一のシナジー」と「第二のシナジー」は、合併等の企業結合の長所として共通して見られるものといえる。しかしながら、問題は、非公開化目的型 MBO に典型的な、買収目的会社と対象会社間の現金交付金合併では、いわゆる相乗効果を意味するシナジーが事業会社間の組織再編行為と異なって、観念できるのかとの疑問⁴¹⁴があ

⁴¹² シナジーが意味するもの、及びその公正な分配の検討一般については、江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣、1995 年）272 頁以下参照。また、かかる立場から、合併等による株式買取請求の「公正な価格」の算定方法について検討を試みたものとして、弥永真生ほか監修・西村ときわ法律事務所編『新会社法実務相談』378 頁以下（2006 年）参照。

⁴¹³ 藤田友敬「企業再編対価の柔軟化・子会社の定義」ジュリスト 1267 号 103 頁（2004 年）107 頁、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室 304 号 75 頁（2006 年）78 頁注 16 参照。

⁴¹⁴ 笹山幸嗣＝村岡香奈子『M&A ファイナンス』（2006 年）272 頁。

ることである。

この疑問に対する回答としては、マネジメント・バイアウトには、相乗効果を意味する「第一のシナジー」は理論上存在しないといえることができる。しかしながら他方で、他の組織再編同様に「第二のシナジー」は当然に存する。さらに指摘すべきことは、「第三のシナジー」として、人的な資本を抛出する経営者等の、いわば将来の付加価値創出に対する「自信なるもの」が挙げられよう。「第三のシナジー」は、先の【図1】では、[C]で示される下向きの矢印であり、MBOによって新たにインセンティブを付与される経営者が、当該会社が将来的な付加価値を創出できる最大値と考えるであろう、主観的な評価（【図1】の点線[H]で表される）が存在するという、筆者の立場を踏まえて初めて認識できるシナジーといえる（もっとも、これをシナジーと呼んでよいかについては、上記同様に異論もあるだろうが、便宜上ここでは「第三のシナジー」と呼ぶ）。

したがって、マネジメント・バイアウトの局面について、株式買取請求権の「公正な価格」との関係でシナジーの公正な分配のあり方を検討すると、次のようにいえないだろうか。すなわち、「第一のシナジー」は、MBOにはそもそも観念できない以上、分配のしようがない。他方で、「第二のシナジー」は、締め出される少数株主に分配されるべき性質のものである。しかしながら、「第三のシナジー」については、主観的な企業価値の最大評価を基に、そのリスクを自ら取った経営者等に帰属すべきものと考えられる。したがって、経営者等買収者の事前のインセンティブを最大限に考慮すると、「第三のシナジー」は、法制度上、締め出される少数株主に分配されるべき性質のものではないと考えられるため、かかる「第三のシナジー」を少数株主に分け与えるべきであるとの主張には賛同できない。この点が、事業会社同士の企業結合に比して、マネジメント・バイアウトに特徴的なところといえる。

このように、マネジメント・バイアウトの局面では、「第三のシナジー」こそが、経営者等の将来の付加価値創出への自信、すなわち当該会社に対するインセンティブ構造を大きく変える鍵となる。もっとも、このことはMBOに限ったことではなく、買収者が第三者である敵対的買収においても同様に検討することができよう⁴¹⁵。

⁴¹⁵ Black & Kraakman は、敵対的企業買収をめぐる問題に関して、デラウェア州の裁判所は、会社の取締役等のみが十分に情報を持って把握している価値（「the hidden value」）が存在し、それは一般の株主や、当該企業を買収しようとする買収者には把握することができない価値であることを前提に議論していると説明している（See Bernard Black & Reinier Kraakman, *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search For Hidden Value*, 96 NW.U.L.REV.521(2001-2002).）。このような議論を基にすると、本稿との関係では、も

結局のところ、筆者の想定するモデルにおいては、〔H〕は、経営者等の主観的な自信—インセンティブが付与された経営者等が、ここまでなら当該企業の企業価値を最大限に高めることができるであろうと考えている値—であり、買付価格をオファーするに際しての出発点を示すに過ぎず、「公正な価格」についての何ら指針を示すものではない。

このように、会社内部の目に見えない隠れた価値が存することを前提にしても、その一部を経営者等のインセンティブとして捉えるか、反対に取締役による完全な情報開示により、十分に把握可能な、当該対象会社に内在する本来的な価値と捉えるかによって、（このように捉えると、【図 1】では、上向きの矢印の到達点となり、価格〔H〕と〔I〕が一致していると考えられることもありうる）〔I〕の価格の意味合いが異なることとなる。

そこで、以下において、筆者のモデルの立場から「公正な価格」を検討したい。

まず、〔H〕の価格であるが、この価格は、現実的には算定困難といえる経営者等の主観的価値に過ぎない（そのために、【図 1】では点線で表記している）。仮に、〔H〕の価格が算定可能であるとして、もし、株式買取請求権の「公正な価格」が〔H〕に設定されることになれば、経営者等がMBOを行うインセンティブは完全に奪われてしまい、もはや効率性の改善を目的とするMBOは出現する余地がない。したがって、法制度上、株式買取請求権の「公正な価格」を〔H〕の価格まで支払うことを少数株主に対して保証することは好ましいルールではない。また、〔H〕は、経営者の当該会社の事業に対する将来への見通しが、楽観的か否かによって、上下に変動する主観的な値に過ぎないので、かかる価格を「公正な価格」とすることは、法政策上、客観性を大きく欠くことにもなる。

次に、〔I〕の価格であるが、株式買取請求権の価格を〔I〕とすることは、MBOによって生じるシナジーの一部を既存株主に与えることになる。注意が必要なのは、筆者の

し仮に、そのような価値に該当する部分が存在するとすれば、取締役のみが把握しているとされる価値に見合う価格は、MBOのケース同様、買収者の「自信」である「第三のシナジー」として考えるのか、あるいは反対に、取締役から見て、本来達成可能な最高の企業価値を示す価格であると考えられるのか、二通りの考え方ができよう。前者と見れば、このような「第三のシナジー」は、MBO同様に買収者に帰属することになるが、後者とみれば、それは本来的に対象会社に内在している価値であり、かかる部分〔H〕が既存の株主に帰属・分配されるべき価格—したがって、シナジーはすべて株主に分配されることになる—という理解も可能である。もっとも、Black & Kraakman 論文がいうところの「the hidden value」なるものが、具体的にどのようなシナジーを指し示しているのかは明らかではない。ただし、Black 等は、デラウェア州裁判所の「the hidden value」があることを前提とした判例法理自体には懐疑的な立場である。

解釈では、〔H〕は、算定困難であり、かつ経営者が主観的に考えている最大予想値のラインであることを念頭においているため、〔I〕の価格は、当該経営者がMBOによって付加することのできるプレミアム（〔B〕＋〔C〕）の全部ではなく、一部（〔B〕）を既存株主に分配していると理解することになる。このように解釈すれば、〔I〕の価格は、理論的には、MBOを行おうとする経営者等のインセンティブを阻害せず、かつ既存株主に対してシナジーの一部の分配を意図する、会社法の「公正な価格」の改正趣旨にも合致することになる。しかしながら、理論的には、仮に、価格〔I〕を「公正な価格」と捉えたと、〔I〕の価格、すなわち公開買付価格を株式買取請求権の下限の価格であると保証してしまうこととなり、既存株主の機会主義的な行動を招き、株主が公開買付に反対してしまう結果、効率的な買収が実行されなくなるおそれが生じる。

最後に、〔G〕の価格についての検討である。前述のように、価格〔G〕は、当該MBOが、効率的なMBOであるために、その買付価格が妥当であるか否かの分岐点にあたる。そして、価格〔G〕は、株式買取請求権の「公正な価格」との関係では、改正前商法が規定していた「決議がなされなければ有したであろう公正な価格⁴¹⁶」とは必ずしも同義ではない。価格〔G〕は、現在ある当該会社の資産を他の一般的な能力の経営者が運用しても実現できる価値であり、既存株主にとっては、従前よりも不利益を受けない最低限の価格である。したがって、仮に、〔G〕の価格を下回る買付価格（例えば価格〔J〕）がオファーされた場合、当該買収に反対の株主は、株式買取請求権を行使することによって、〔G〕の対価を得る限度で保証される。

上場会社が、非公開化目的でMBOを行うケースを前提にすれば、一般的に、価格〔G〕は、市場価格を基礎とした「決議がなされなければ有したであろう公正な価格」に近似することは予想できる⁴¹⁷。しかしながら、当該対象会社の経営者が無能な場合、現在の当該対象会社の会社資産を、他の平均的な能力の経営者が運用しても得られる企業価値が市場価格に反映されていない可能性が生じる。あるいは、現経営者等にとって、意図的に有利な時期を見計らって公開買付がなされる場合もあろう。さらには、不当な程に強力な取引保護条項が経営者等に付与されることによって、効率的なオークションが機能しない場合には、〔C〕の下向きの矢印（＝取引保護条項の付与によって、経営者等の

⁴¹⁶ 「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格（改正前商法 408 条ノ 3）」

⁴¹⁷ 上場株式の買取価格の決定基準について、日本の判例・学説は、市場価格を単なるひとつの要素とする立場から、原則、市場価格を基準とする立場へと移行してきた（弥永真生・会社法判例百選 190 頁（2006 年））。

事前のインセンティブを確定させる効果を有する)が、〔G〕以下の領域にまで到達してしまう可能性がある。以上のような場合には、仮に市場価格を上まわる公開買付が成立したとしても、買付価格が〔A〕に満たない領域、例えば価格〔J〕で決定されたとすれば、少数株主にとって公正な救済策とはいえないであろう。

そこで、次に、いかにして〔G〕を推計すべきであろうか。

現実的には、価格〔G〕は、当該会社の株式の有する将来の不確実性を「リスク・プレミアム」として利子率に加算した割引率を使って、ディスカウント・キャッシュフローを還元した価格を求めることとなろう。実務上は、投資銀行等による評価による価値が基礎となる。このような専門家による価値評価の数値自体には、ある程度の振れ幅が存在するであろうし、投資銀行等の、当該企業に対するバイアス等の問題もある。

以上、非公開化を目的とする少数株主の締め出しを伴うマネジメント・バイアウトの局面において、株式買取請求権をめぐる「公正な価格」について、考え方の方向性を示したが、以上の議論に、「第二のシナジー」の概念を加味すると、以下のような結論になる(【図2】参照)。

すなわち、キャッシュアウトされる既存株主に対して分配されるシナジーを反映した株式買取請求権が保証する「公正な価格」は〔H〕ではない。さらには買付価格である〔I〕でもない。そして結果的には、「公正な価格」は、〔G〕+「第二のシナジー」(厳密には、〔G〕と〔I〕との間にある、〔K〕とする)、すなわち〔G〕の価格に「第二のシナジー」部分を少数株主に保証する限度に留まるといえる。このことは、〔B〕の部分、すなわち、既存株主に分配するシナジー部分を考慮し、かつ公開買付の応募に際し、既存株主の機会主義的な行動をとらないような設計を可能とする価格の設定であるということである。

このように、わが国における会社法改正による株式買取請求権における、買取価格の「公正な価格」への文言の変更の趣旨が、シナジーの分配を意図していると一般的に理解されていることを是認する立場に立ってみても、マネジメント・バイアウトの局面では、かかる趣旨を踏まえた上で、「第二のシナジー」を少数株主へ分配するという意味において、株式買取請求権の「公正な価格」は〔K〕ということになる。このことは、価格〔G〕+「第二のシナジー」が、利益相反的な立場でマネジメント・バイアウトを行う経営者等が、経営者、株主間の情報の非対称性等を利用して、既存株主を搾取することを認めない価格を意味し、株式買取請求権の「公正な価格」を決定するに際し、あらゆる要素を考慮するとい

う、前章で概観した米国判例法上の立場とも矛盾しないといえる。

以上改めて、今回の会社法改正が、株式買取請求権の「公正な価格」に与えた影響を検討した結果、事業会社同士による合併の局面では、株式買取請求の「公正な価格」は、〔G〕に「第一および第二のシナジー」を加味したものであり、マネジメント・バイアウトの場合では、〔G〕に「第二のシナジー」を加味したものであることができる。いずれにしても、買収者のインセンティブを意味する「第三のシナジー」に相当する部分は、経営者であれ、第三者であれ、買収者に帰属するべき部分であるということがいえる。

最後にマネジメント・バイアウトが完成された後の、事後の救済として、**D 段階**について検討したい。

一般的に、会社法上の株主の事後的な救済としては、取締役等の会社に対する責任を問う、株主代表訴訟(会社法 423 条 1 項)と、取締役等の第三者に対する損害賠償請求(会社法 429 条 1 項)があり、また、民法上の不法行為責任による損害賠償請求(民法 709 条)による攻撃方法が検討されうる。

ところが、マネジメント・バイアウトでは、すでに前段階(C 段階)で、キャッシュアウト、ないし株式買取請求権の行使によって、当該対象会社には既存株主は事実上存在しない。そのため、既存株主は代表訴訟の原告とはなりえない。そこで、主として、事後の救済としては、もっぱらマネジメント・バイアウトに直接関与した取締役等に対しては、会社法上、第三者に対する損害賠償責任の可否が検討されよう。また取締役以外の、当該バイアウトを主導したファンド等の買収者や、場合によっては、当該マネジメント・バイアウトの公正性を担保する意見を表明した独立委員会(特別委員会)の委員、なおかつ、かかる決定に至る上で、重要な影響を与えるフェアネス・オピニオンの付与者に対しても、一般不法行為法上の損害賠償責任を負わせる請求がなされる可能性が検討できる⁴¹⁸。

取締役の第三者に対する責任は、マネジメント・バイアウトが実施された結果、過度な

418 フェアネス・オピニオンを付与した投資銀行等の専門家の民事法上の責任に関する議論について、とりわけ会社法の観点から検討したものとして、高橋美加「専門家の助言の民事法上の責任について」小塚莊一郎＝高橋美加編『落合誠一先生・還暦記念商事法への提言』523 頁(2004 年)参照。高橋論文が引用する、*Wells v. Shearson Lehman/American Express* 事件(514N.Y.S.2d.1(N.Y.App.Div.1987))は、投資銀行と株主の関係を正面から議論した最初の裁判例として紹介されている。そこでは、MBO の公平性の評価を目的に設置した特別委員会に委託されたフェアネス・オピニオンが、不実表示であったとして訴えた株主の主張に対して、裁判所は、投資銀行の意見は、対象会社株式のオファーの公平性を判断する助けとなるので、株主に対して責任を負う旨を示した(高橋・540-541 頁参照)。

レバレッジが原因で、事業が立ち行かなくなり倒産に至った場合などには、既存の債権者等がその責任を追及する形で損害賠償を請求することは、一般的にあり得る⁴¹⁹。問題は、買収対象会社の既存株主であったものが、かかる請求をなすことが可能であるかどうかである。

企業再編に際して、我が国の法制度の特徴として、上述の、差止制度がないことと共に、多数株主の忠実義務といった事後規制が存在しないことが挙げられる⁴²⁰。仮に、取締役等の第三者責任規定が、かかる場面での実行的な救済となれば、それは、米国法上の多数株主が少数株主に負う信認義務を、我が国においての事後規制として、代替的機能を果たしていると評価することができよう。しかしながら、取締役等による一連の取引が公正になされている限りにおいて、第三者責任規定は、実効的な救済とはならないと思われる。なぜなら、第一に、法制度改正 ―特に対価の柔軟化― によって、一定の場合には、もはや既存株主が、対象会社の株式を保持し続けることの保護法益は、認めていないからである。それゆえに、かかる理由による“損害”を株主は主張できない。第二に、理論的には、株主が想定する公正な価格との差額を損害として主張できたとしても、現実的にはそれを株主が立証することは極めて困難である。

以上、マネジメント・バイアウトの各段階に応じた、既存株主の救済策を順次検討してきた。結局、情報開示が十分になされることを前提に、公正な株式の売買の機会がすべての株主に対して提供され、原則的に最高価格を提示した買収者への売却を義務とする「Revlon 基準」を中心とした行為規整による手続規整を確保することが、キャッシュアウトされる既存の少数株主の最大の救済となるといえる。また、株式買取請求制度は、組織再編によって生じるシナジーを少数株主に分配する趣旨を会社法改正によって取り入れ、当該会社の会社資産を効率的に運用して得られる価値を最低限保証するものとして、あくまで従前よりも少数株主が不利益を受けることのない法政策として評価することができる。

⁴¹⁹ 債権者による、第三者責任による請求は、典型的には、履行可能性の少ない取引や、放漫経営をした取締役に対する請求であるが、業績のよい会社が多額の負債を入れて、MBO（LBO）を企図する場合には、通常は慎重なプロセスがとられるであろうから、むしろ取締役等の任務懈怠が認定される蓋然性はそれだけ低いと思われる。

⁴²⁰ 藤田・前掲注 408 参照。また、企業再編の条件の公平さを確保する事前規制がないことも同時に指摘されている。

第7章 結語

マネジメント・バイアウトは、その本質は、経営者等と株主との間にあるエージェンシー問題の解決を図る組織再編行為であり、とりわけ、経営者等に人的資本を拠出するインセンティブを付与する仕組みは、当該企業の効率性の改善に大きく寄与する。他方で、マネジメント・バイアウトは、経営者・取締役の究極的な利益相反取引であるために、既存株主の犠牲において、経営者等が利得する可能性のある、極めて不公正な取引となる危険性が高い。

このような、利益相反関係に起因する両極の特徴を有するマネジメント・バイアウトをめぐる問題点について、従来わが国では議論の整理がなされておらず、とりわけ、様々な状況の下で行われるマネジメント・バイアウトについて、まったく同一の行為規制を課すことは、経済効率的に好ましいと考えられるマネジメント・バイアウトの長所を消し去ってしまう懸念が生じるところである。

マネジメント・バイアウトを行おうとする経営者等によって、市場価格を超えて支払われる買収プレミアムには、とりわけ、将来に亘って得ることのできる収益獲得のインセンティブが自らに付与されることへの、既存株主に対する対価であるともいえ、エージェンシー・コスト削減の効果を如実に表しているものといえる。また、マネジメント・バイアウトによって創出されるシナジーは、事業会社同士による合併等で生じるシナジーとは、その中身が異なるために、買収者と株主との間のシナジーの分配をめぐる検討に際しても、マネジメント・バイアウトに特徴的な結論を示した。

ところで、マネジメント・バイアウトに内在する、経済効率性を改善する効果も、きわめて強い利益相反関係にある経営者等の有する動機・目的によっては、単に経営者等の自己保身の目的に利用されることになりかねず、むしろ非効率なマネジメント・バイアウトが誘発される危険も大きい。

そこで、筆者は、経営者等のマネジメント・バイアウトを行おうとする動機・目的に着目する「主観的視点」と、経営者等が独立当事者として、価格交渉が十分に可能な交渉当事者たる立場にあるか否かといった「客観的視点」から、マネジメント・バイアウトを、その特徴別に4つに類型分けした。かかる類型は、「非公開化目的型MBO」、「分割(暖簾分け)型MBO」、「企業再生型MBO」、「企業買収防衛策型MBO」である。そして、類型ごとに異なった行為基準の適用を検討することによって、経済非効率な、一例えば、単な

る自己保身目的の一 マネジメント・バイアウトが生じる誘因を事前に抑制し、他方で、経済効率的な取引として、望ましいマネジメント・バイアウトをできる限り推進させるための指針を提供した。

米国においては企業買収に伴う多くの判例や議論の蓄積があり、わが国における企業買収をめぐる取締役等の行為規整を検討するに際しても極めて有益な指針となりうる。特に、当該取引行為を行う取締役等の利害関係の有無が、米国の根幹的な行為基準となっていることは、究極的な利益相反の外観を呈するマネジメント・バイアウトの行為規整を検討するに際し、わが国においても同様に、議論の前提として十分適用するに値する考え方である。そして、米国判例法における各々の行為基準を参考にして、とりわけ、経営者・取締役の有する利益相反性の程度に応じて、上記の4つの類型別のマネジメント・バイアウトに当てはめ、わが国における、マネジメント・バイアウトにおける経営者・取締役の行為規整を検討したものである。

そこで本稿で示された結論は以下のとおりである。

はじめに、マネジメント・バイアウトの法的問題点を検討するにあたって、重要なことは、マネジメント・バイアウトには大きく二つの局面があり、それぞれの局面における法的問題点の検討が必要なことである。

すなわち、第一の局面として、マネジメント・バイアウトを、一連の取引としてみた場合、公開買付において、最高の価格を提示した買収者に当該会社を売却する義務を取締役が負うことを原則とした行為基準の検討である。米国判例法上、「Revlon 基準」と呼ばれる、かかる行為基準を原則としつつ、マネジメント・バイアウトを行う経営者等のインセンティブを確保する必要性から、その機能を取引保護条項の許容度との関係で捉え、提言を行った。

次に、第二の局面として、公開買付に応じず、対象会社に残存した少数株主を締め出す際の、少数株主の保護をめぐる検討局面である。この第二の局面では、米国判例法上、「完全な公正基準」と「経営判断原則」との適用をめぐる、判例法理の混乱が見られ、様々な議論が喚起されたところである。しかしながら、かかる局面においても重要なことは、経営者等に対して、自ら公正な手続きを構築するインセンティブを与えることに他ならない。

このように、マネジメント・バイアウトにおいて法的問題点となる二つの局面では、いずれも、経営者・取締役の事前のインセンティブを阻害しない仕組みの導入をいかに行為

基準に反映させるかといった観点と、当該対象会社からキャッシュアウトされる既存株主の保護権をどの程度まで確保するかといった観点との、両者のバランスを重視して、試案を提供したものである。

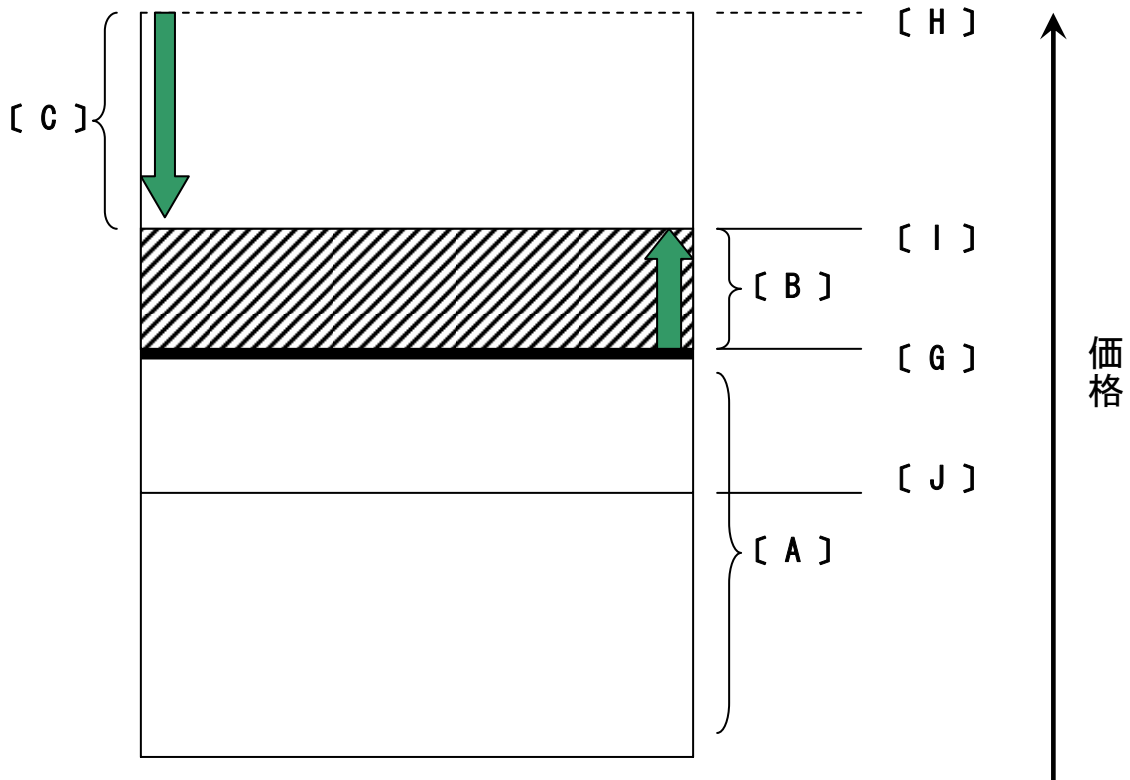
近年、わが国においても、マネジメント・バイアウトの件数が増えてきているが、対抗買付が行われることがなく、また、公開買付終了後に対象会社の業績数値の上方修正が発表される取引が散見されるなど、かかる現状に鑑みると、米国に比して、はたして本当に少数株主の利益が保護されているのかどうか、懸念を感じずにはいられない。今後さらなるマネジメント・バイアウトについての個別・具体的な検証の積み重ねが必要であることは言うまでもないが、少なくとも、株主の保護を十分に配慮した法規整が、わが国においてどのようになされるべきか、いま一度検証が必要であろう。

また、マネジメント・バイアウトによって、当該企業から退出する既存株主にとっての最終的かつ実効的救済制度は、株式買取請求権である。マネジメント・バイアウトが完遂された後には、当該企業に対しては、何の利害関係を有することがなくなる既存株主にとっては、売却する株式の「公正な価格」を得ることがすべてであるといつてよい。その意味では、2006年の会社法の施行により、株式買取請求権に関して、条文に単に「公正な価格」と規定されたことの意義は大きい。

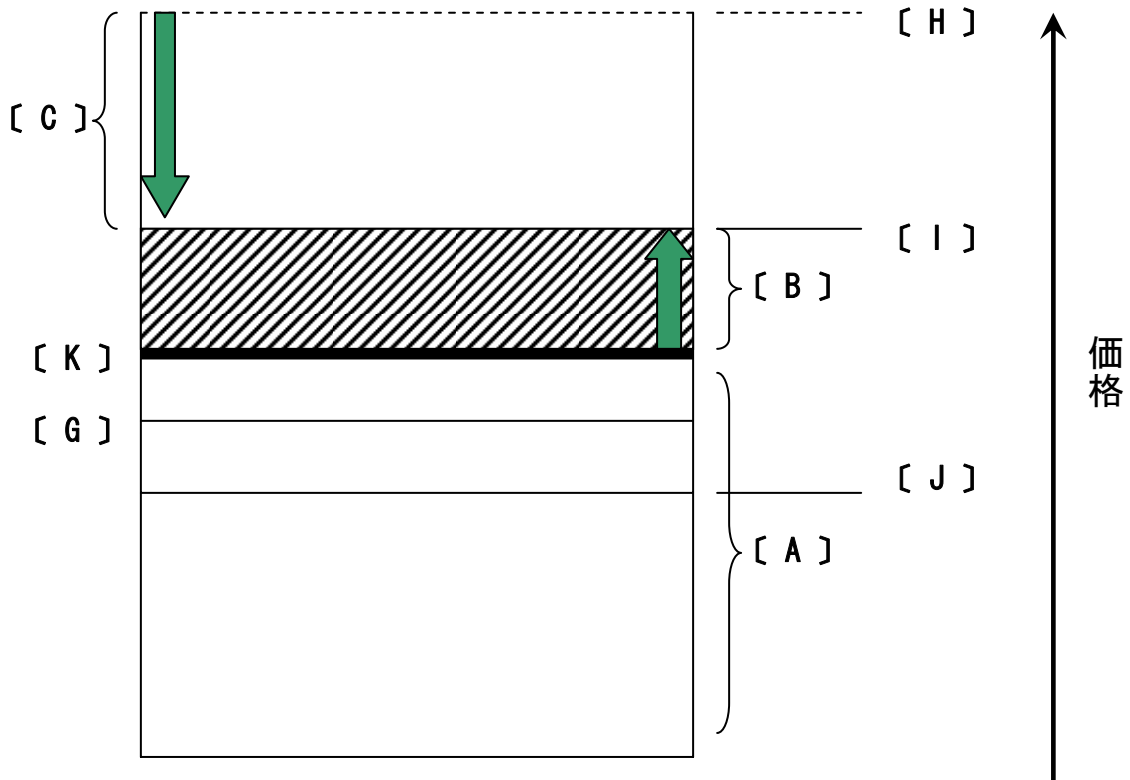
わが国でも今後、おそらくは、経営者等が自ら進んで効率的な組織を構築するために行われるマネジメント・バイアウトが増える一方で、究極的な買収防衛策として市場からの退出を意図するマネジメント・バイアウトも同様に増えていくことであろう。現に、かかる兆候は、見え始めているところである。

このように、マネジメント・バイアウトを行う動機・目的が何であれ、昨今、株主や市場の圧力によって、非効率な状況が改善される傾向は益々強くなってきている。そのため、例えば、買収防衛を意図するマネジメント・バイアウト等、その経営者の自己保身目的の蓋然性が高い取引であるがゆえに、一切禁止すべきであるとの見解もありえよう。しかしながら、かかるケースにおいても、経営者のインセンティブを配慮しつつ、厳格な行為基準を取り入れることによって経営者の不当な目的が必ずしも達成されない帰結へと導くことが可能であろう。市場の監視機能を信頼し、状況に応じて適切な、とりわけ、行為者のインセンティブに十分配慮した法規整を導入することによって、結果的には、資本の効率的な分配が達成されよう。

以上



【 図 1 】



【 図 2 】