

An Examination of the Function and Legal Problems on Fairness Opinion in Japanese Corporation Law (1)

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2017-10-03 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/2297/32146

我が国におけるフェアネス・オピニオンの位置付けと法的问题点（二）

永江 亘

1. はじめに
2. 米国での議論の再検討
 - (1) フェアネス・オピニオンの意義
 - (2) フェアネス・オピニオンの内在的問題点
 - (3) 米国法のまとめ
3. 我が国の取締役責任の法理とフェアネス・オピニオン
 - (1) 問題の所在
 - (2) 任務懈怠とフェアネス・オピニオン
 - (3) 小括
4. 我が国の株式買取請求権の法理とフェアネス・オピニオン
5. 我が国におけるフェアネス・オピニオン発行主体の責任

（以上、本号）

1. はじめに

我が国では、一九九〇年代後半から企業買収の件数が増加し、一九九九年を境にM & Aの件数・金額共に大幅な増加を見せている¹。また、平成一七年に会社法が制定され、それまでの企業買収に関連した法制度が大きな転換を迎えたことから、近時M & Aに関する法的問題の検討は、学会・実務を問わず大きな関心事になっている。

例えば、平成一七年会社法制定によって、組織再編の対価が柔軟化されたこと²によって、少数派株主を締出す取引が可能となった。これに伴い、我が国でも締出しを伴う企業買収取引が増加し、少数派株主の保護が法的問題として議論されることとなった。これに加え、MBO (Management Buy Out) が増加したことにより、当該取引の利益相反性の解消ないしは構造的利益相反の下での少数派株主の保護の在り方についての議論が多くの論者によってなされることとなった。

また、株式買取請求権および株式買取価格決定申立に係る文言が、改正前商法において「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」とされていたところ、会社法制定によって単に「公正な価格」とされたことにより、従来の少数派株主の投下資本の保障という意義に加え、当該取引に係るチェック機能を付加されるに至ったとされる³。これにより、我が国のM & A取引に係る少数派株主の救済において、株式買取請求権および株式買取価格決定申立制度が、従来に比べ重要性を増しているといえる。

このように、経済情勢の変化や法改正に伴い、我が国における企業買収に係る法制度は重要性を増すとともに、変化の中にあつて未だ様々な問題点について整理がなされていないものも多く存在する⁴。例えば、取引価格の決定過程における公正性の確保のための制度については、近時最高裁判決によって一部指針が示されたもの⁵、学説の議論は十分ではない。とりわけ、利益相反及び強圧性が生じる可能性がある少数派株主の締出しを伴う取引につい

て、これらを排除して公正な価格を形成するための法的装置に関する検討は、未だ十分とはいえないものと思われる。

ところで、米国では企業買収の価格を決定するに際して、外部機関によるフェアネス・オピニオンないしは株式価値算定書（以下、「算定書」という）が広く用いられている。フェアネス・オピニオンとは、第三者機関が組織再編や公開買付けの当社会社に対し、買収価格や統合比率について、財務的見地から公正であることを意見表明するものであり、算定書とは当該意見表明を行うにあたり、外部機関が当該評価対象会社の企業（株式）価値を算定した書面であり、フェアネス・オピニオンにおける意見表明にあつての基礎資料としての性質を持つ。既に述べたように、近年我が国でも買収の件数が増加し、またその手法も多様化している中で、慎重な買収価格の決定のためにこれらの書面が用いられる場面が増加している。にも関わらず、我が国では一部の実務家が紹介するにとどまっております。我が国の法理における意義・問題点についての十分な検討がなされていないのが現状である。

そこで、本稿ではMBOや親子会社間の締出し取引における少数派株主の保護を念頭において、我が国の会社法理の下で、フェアネス・オピニオンないしは算定書がどのような意義と問題点を持つものかについて検討を試みる。本稿の問題意識は、より具体的には、米国では取締役の信義義務違反に係る責任を回避するための手段としてフェアネス・オピニオンが発達したことに対し、我が国では米国とは異なつた取締役責任の法理を有しており、その中でフェアネス・オピニオンがどのように位置づけられるのか、また、既に述べたように、我が国では企業買収を巡る少数派株主の保護として、株式買収請求権に過度な依存がなされているとの指摘もあるところであり、株式買収請求権法理との関係でどのような意義を有しているのかを明らかにすることにあり、その上で、これら我が国の会社法理の下で、米国で指摘される問題点はどのように理解されるのかについて検討したい。

そのため、本稿では、まず次章において米国におけるフェアネス・オピニオンの位置づけについて判例法理及び

学説を検討し、その後主として米国の学説で指摘されるフェアネス・オピニオンの問題点について考察する。そして、これらをまとめた上で、我が国の会社法理のうち、取締役の責任及び株式買取請求権に関する議論をまとめ、我が国の会社法理における位置づけを探ることとしたい。

1 MARRの統計データによれば、一九八五年のM&Aの件数は二六〇件、金額にして二〇七二億円であったのに対し、一九九九年以降は件数にして一〇〇〇件を上回り、金額においても一九九〇年代の最高値以上の水準を保っている。MARR二〇一二年三月号六七頁参照。

2 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の理論(上) 江頭憲治郎先生還暦記念』(商事法務、二〇〇七年)二七六頁。

3 我が国のM&A法制度が株式買取請求権制度や株式買取価格決定申立制度に過度に依存しているという指摘がなされている。北川徹「現金対価による少数株主の縮出し(キャッシュ・アウト)をめぐる諸問題」商事一九四八号(二〇一一年)九頁。

4 北川・前掲注(3)は、我が国の縮出し取引における少数派株主の保護として、株式買取請求権および株式買取価格決定申立制度への比重を減じて、取締役責任の法理に一部を委ねることを提唱する。

5 最決平成二四年二月二九日金商判一三八八号一六頁。

6 内間光俊・竹田絵美「フェアネス・オピニオンを巡る諸問題」商事一九〇一号(二〇一〇年)一四頁。

7 筆者はすでに米国における議論について、別紙にて検討を加えている。本稿はこれらの検討を前提として、我が国の法理における位置づけを明確にすることを試みるものであり、本稿をこれまでの検討のいわば統編として位置づけている。これまでの検討については、拙稿「Gong Private取引における外部機関による公正性に関する評価意見書(フェアネス・オピニオン)の機能と問題点」米国法の検討を中心に」神戸第六〇巻第三・四号(二〇一一年)四三四頁。

2. 米国での議論の再検討

ここでは、我が国の法理の検討に先立ち、筆者がこれまで検討してきた米国の議論について簡潔にまとめ、その

後の検討に用いるための基礎的な情報を整理することとする。

(一) フェアネス・オピニオンの意義

フェアネス・オピニオンとは、投資銀行を中心とした専門家である外部機関が、ある取引の公正性に関して、その財務に関する専門的な知見からショートレターの形式で意見を提供するものである。⁸ また算定書は、フェアネス・オピニオンの基礎となる資料として位置づけられている。¹⁰ フェアネス・オピニオンで専門家が提供する意見における公正性とは、当該取引価格が最も利益的であるかではなく、情報を有している当事者であれば利益的であると判断し、取引を行うであろう範囲内にあるか否かという意味での公正性であるとされる。¹¹ 当該意見は原則的に取締役会ないしは特別委員会に対して提供されるが、当該買収への買収対象会社の賛同表明の基礎資料としてフェアネス・オピニオンが取得された場合や、¹³ Going-Private 取引に該当した場合には株主への開示が要求される。従って、フェアネス・オピニオンは、原則的に取締役会ないしは特別委員会を受領者として発行されることが想定されているが、場合によっては株主が二次的に取得する場合もある。

米国では企業買収の場面に限らず、従来から慣習的にフェアネス・オピニオンが利用されてきたとの指摘もなされているが、¹⁵ Van Gorkom 事件¹⁶ によって会社取締役会の情報取得が要求されることにより、取締役の信義義務違反に係る責任を回避する機能を持つものとして重要性が認識され、利用が増加したと説明されている。¹⁷

その後、米国ではフェアネス・オピニオンの取得は法的に要求されるものではないとの理解の上で、フェアネス・オピニオンに対して取締役の信義義務違反に係る責任回避の効果を与える判決が相次いだ。¹⁸ これに対して、フェアネス・オピニオン発行者と受領者の利益相反関係に意識を及ぼさない裁判所の姿勢には、Davidoff(2006)が、「フェアネス・オピニオンの基礎をなす価値評価及び公正性判断の妥当性についての検証を行わず、Golden Ticketを与え

るようなもの」と指摘するなど、批判的な見解も見られるものの、米国の裁判所では概ね取締役の責任法理の中で信認義務違反に係る責任回避の効果を有するものとして理解されているといえる。

学会・実務ではフェアネス・オピニオンの有用性について、その議論の初期段階において見解の対立が存在した。即ち、Bebochuk & Kahan(1989)を代表とする肯定派の論者は、フェアネス・オピニオンには信認義務違反に係る責任回避の効果に加え、①個別の取引の公正性を検討すること、②利益相反関係にある場合の取引価格決定及び承認の公正性を増加させること、③経営陣の機会主義的な行動を制限することで、エージェンシーコストを減少させること、④株主の情報取得費用を軽減する効果が挙げられ、Bebochuk & Kahan(1989)はフェアネス・オピニオンの利用が有用な局面について「合併・締出し合併・敵対的公開買付・友好的公開買付・自社株公開買付・LBO・交渉による自社株買い・交渉による株式の売却」といった具体例を挙げ、Rizik & Wirgau(2008)はESOP・MBO・資本構造の再編取引・設立投資などもこれに加えられると指摘する。一方、Carney(1991)・Elson(1992)は、取引の公正性は、市場を価値指標として判断するべきであり、フェアネス・オピニオンは価値がないにも関わらず司法が課した課金であると批判する。²⁶

これらの見解の対立を踏まえ、Davidoff(2006)は、会社支配権取引においては常に市場の価格形成機能へ信頼を置くことはできないことから、Carney(1991)・Elson(1992)の主張を理想的であるとしながらも、市場へのアクセスが確保されない状態で価格決定がなされる取引について、なおフェアネス・オピニオンは重要な意義を持つと指摘する。²⁷即ち、会社支配権取引においてオークションのような完全にオープンな市場においてなされるような価格形成が理想的であるとしながらも、一方でオークションによる会社支配権売買には企業価値の棄損というリスクが存在することは判例が示すとおりであり、一定の取引においてはある程度市場性を排除した形で取引価格を決定する必要のあることを指摘する。従って、フェアネス・オピニオンはこのような市場アクセスが制限された価格決定取

引において、重要な指標を提供することに意義を見出しうるものであり、Going-Private 取引においてはフェアネス・オピニオンの意義が先鋭化すると指摘する。²⁸

これらの議論からは、フェアネス・オピニオンの有用性に関する米国の議論は、価格形成における市場の機能への信頼に依拠しているものであり、換言すれば取引態様によってその意義は変容すると言えることがわかる。そして、注視しなければならぬ点は、市場価格以外に価格に関する指標を提供するという点においてフェアネス・オピニオンに意義を見出し得るのであり、そのため、米国では市場価格以外の指標を検討したことが会社支配権取引等における取引価格の決定の際のいわば情報収集義務を満たす要素として評価され、取締役の信認義務違反を阻却する効果を有していると理解されていることにある。

（2）フェアネス・オピニオンの内在的問題点

（1）において検討した通り、米国ではフェアネス・オピニオンに対する裁判所の積極的な姿勢を背景に、既に会社支配権取引におけるフェアネス・オピニオンの利用が一般化している。しかしながら、フェアネス・オピニオンの意義に関する学界の肯定派論者も、フェアネス・オピニオンには多くの問題点が存在することを指摘しており、これを検討することなく裁判所がフェアネス・オピニオンに意義を認めることについては批判的である。

Bebchuk & Kahan(1989)は、フェアネス・オピニオンの内在的問題点は、フェアネス・オピニオン発行者の自由裁量とフェアネス・オピニオン発行者と受領者間の利益相反関係にあると指摘する。即ち、フェアネス・オピニオン発行者はフェアネス・オピニオンの発行に際し、「公正」という語の概念を自由に定義することが可能であり、また評価手法の選択においても広範な自由裁量を有しており、²⁹さらにフェアネス・オピニオン発行者と受領者は依頼者とサービス提供者の関係に立つため、フェアネス・オピニオン発行者と株主の間に潜在的な利益相反関係があ

るにもかかわらず、これを回避するだけの十分な統制環境が整備されていないと指摘する。³⁰これに関連し、フェアネス・オピニオン作成の基礎となる情報は、当該評価対象会社取締役会ないしは特別委員会から提供されるところ、当該取締役会が恣意的に選択した情報をフェアネス・オピニオン発行者に提供する、ないしは特別委員会が十分な情報収集権限を有していない場合には、同様に取締役会の好む情報が提供されうる点についても、指摘がなされている。³¹

フェアネス・オピニオン発行者の自由裁量の問題について、Bebchuk & Khan(1989)は、裁判所はフェアネス・オピニオン発行者が用いるべき「公正」の定義を示すべきであるとした上で、敵対的買収においては他の高額な提案が存在しない、または現れる可能性がないか、友好的な買収においては当該価格が合理的であるかという観点から検証されるべきであるとの視点を示している。³²また、当該フェアネス・オピニオン発行者が公正と考える価格の範囲を開示することが必要であり、これを開示しないフェアネス・オピニオンには裁判所が信認を与えるべきではないと指摘する。³³

これに対して、Elson(1992)は、どのような人物も公正価格の正確な定義は不可能であると指摘し、Bebchuk & Khan(1989)と同様に、評価手法の多様性とこれに係る問題点を指摘してフェアネス・オピニオンの有効性について疑念を示している。³⁴

また、Bebchuk & Khan(1989)はフェアネス・オピニオン発行者と株主との間の利益相反問題について、単に報酬を得ることにとどまらず、フェアネス・オピニオン発行者がしばしば他のフィナンシャルサービスの一環としてフェアネス・オピニオンを提供し、フェアネス・オピニオン発行者の報酬が取引の成功を条件とした成功報酬である場合に、問題が先鋭化すると指摘する。³⁵そして、このような問題に対して、このような報酬構造の下で発行されたフェアネス・オピニオンに対しては、裁判所は慎重な姿勢を貫くべきであり、利益相反問題の一助として第二投

資銀行を利用することを提唱する。³⁶

もつとも、Carney(1991)・Elson(1992)ら否定論者のみならず、既に述べたように市場へのアプローチが限定される取引における指標的意義を評価するDavidoff(2006)も、フェアネス・オピニオンの取得は取引の利益相反性の軽減には資するとしても、それにより利益相反性自体が消滅するものでもなく、またフェアネス・オピニオン取得に係る費用の増加によって、有益な企業買収を阻害するとの懸念を示している。³⁷

(3) 米国法のまとめ

(2)に示した通り、フェアネス・オピニオンを巡る議論は初期段階における肯定派・否定派の対立から、Davidoff(2006)に代表される制限的に意義を認める理解へと認識が変化している。フェアネス・オピニオンの初期段階の議論からは、肯定派・否定派のいずれの論者も、フェアネス・オピニオン発行者の持つ自由裁量と、フェアネス・オピニオン発行者と株主との利益相反構造という問題意識を共有しているといえる。即ち、いずれの立場の論者もいわば「都合の良いフェアネス・オピニオンが意図的に利用される」リスクを認めているのであり、フェアネス・オピニオンに係るその後の議論は、当該リスク回避が可能であるか否かという点に主眼が置かれている。³⁸それゆえ、議論初期段階におけるこれらの論者のフェアネス・オピニオンへの評価は、市場が有する価格形成機能への信頼によって帰趨が決められているといえる。そして、これらの議論を背景として、Davidoff(2006)は市場へのアプローチの制限という会社支配権取引における市場による価格形成機能の限界を示し、フェアネス・オピニオンの価値指標的意義を肯定するのである。換言すれば、米国では、フェアネス・オピニオンの意義は、取引の態様、即ち当該取引の価格決定過程における市場の指標的価値に鑑みて判断されなければならない。これに加えてフェアネス・オピニオン発行者が「専門性」と当該依頼会社との間で「独立性」を有しているかについて検討した上で決定されな

ればならず、「専門性」においては当該所見の定義づけや基礎資料の妥当性、「独立性」においてはフェアネス・オピニオン発行に係るインセンティブ構造への注意が必要であると理解されていると言える。そして、これらへの評価がなされた上で、取締役の責任が回避されるべきであるとして理解されていると言えるだろう。

- 8 ハの点「シエートレーター」に加えて、当該専門家が取締役会をなしし特別委員会に対して口頭で説明を加える「ジョイント・ステートメント」。Lucian Arge Bebochuk & Marcel Kahan, *Fairness Opinions : How Are They And What Can Be Done About It?*, Duke L.J. 27, 27-28(1989).
- 9 Michael B. Rizik, Jr. and Matthew M. Wirgau, *Fairness Opinions : No Longer Laughing Matter*, 25T.M. Cooley L. Rev. 233, 237(2008).
- 10 Steven M. Davidoff, *Fairness Opinions*, 55Am. U.L.Rev. 1557, 1562(2006).
- 11 John C. Coffee, Jr., New York's New Doctrine of 'Construtive Privivy', N.Y.L.J., Jan 25, 1990 at 6n. 1, col. 6.
- 12 Michael W. Martin, *Fairness Opinions and Negligent Misrepresentation : Defining Investment Bankers' Duty to Third-Party Shareholders*, 60 Fordham L. Rev. 133, 138(1991).
- 13 C.F.R. 240. 14d-9(2008), Item 9.
- 14 C.F.R. 240. 13e-100(2008), Item 8.
- 15 Rizik & Wirgau, *supra* note 9, at 241.
- 16 Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2d 858(Del. 1985).
- 17 E.g., Financial Industry Regulatory Authority(FINRA), Regulatory Notice 07-54 : Fairness Opinions : SEC Approves New NASD Rule 2290 Regarding Fairness Opinions(2007). URL : <http://www.finra.org/Industry/Regulation/Notices/2007/P037446> 44の附録B欄。(雑誌「メサス」日：二〇一二年三月三十一日)
- 18 ハの点「ジョイント」抽繹・前掲注(7)三九九一四三三頁参照。
- 19 Davidoff, *supra* note 10, at 1601.
- 20 M Lipion & E. Steinberger, I Takeovers and Freeze outs §8.02(1), at 8-9.
- 21 J. Freund, *Anatomy of a Merger : Strategies and Techniques For Negotiating Corporate Acquisitions* 471, 471-472(1975) ; Booth, *Management Buyouts, Shareholder Welfare, and the Limits of Fiduciary Duty*, 60 N.Y.U.L.Rev. 630, 657(1985) ; Winter, *On "Protecting the Investor"*, 63 Wash L.Rev. 881, 895.

- footnote 44(1988).
- 22 Note, *Investment Banker's Fairness Opinion in Corporate Control Transactions*, 96 Yale L.J. 119, 125-127(1986).
- 23 *Id.*, at 126.
- 24 Bechtuk & Kahan, *supra* note 8, at 27.
- 25 Rizik & Wirgan, *supra* note 9, at 240-241.
- 26 William J. Carney, *Fairness Opinions: How Fair Are They And Why We Should Do Nothing About It*, 70 Wash.U.L.Q. 523, 537(1991); Charles M. Elson, *Fairness Opinions: Are They Fair or Should We Care?*, 53 Ohio St.L.J. 951, 995-1003(1992).
- 27 Davidoff, *supra* note 10, at 1611-1615.
- 28 また、近年ではフェアネス・オピニオンの利用に関する実証的な研究も行われており、フェアネス・オピニオンを買収会社が取得する場合に「取引価格が低額になる傾向が指摘されている」。Daren J. Kirsgen et al, *Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions*, *Journal of Financial Economics*, 91(2), 179(2009).
- 29 Bechtuk & Kahan, *supra* note 8, at 30.
- 30 *Id.*, at 37. また、これらの検討の詳細については、拙稿・前掲注(一)三七五頁―三九一頁。
- 31 Rosenbloom & Atuses, *On Understanding Investment Banker Liability*, 4 *Insights*, Apr. 1990, at 8.
- 32 *Id.*, at 46.
- 33 *Id.*, at 47-49.
- 34 Elson, *supra* note 26, at 959.
- 35 Bechtuk & Kahan, *supra* note 8, at 38-39.
- 36 *Id.*, at 49-51.
- 37 Davidoff, *supra* note 10, at 1608, 1622.
- 38 拙稿・前掲注(一)二七七―三七五頁において、リスク回避及びフェアネス・オピニオンの公正性ないしはフェアネス・オピニオン発行者の独立性の担保のための法制度として、フェアネス・オピニオン発行者に対する責任追及理論及びFINRA規則二二九〇による開示要求などを検討している。

3. 我が国の取締役責任の法理とフェアネス・オピニオン

(1) 問題の所在

既に、2.に見たように、米国におけるフェアネス・オピニオンの意義・問題点に関する議論は、取締役の信義義務から生じる株主に対する直接責任との関係で議論されている。そこで、以下では我が国の取締役責任法理の議論の下で、TOBを前置した合併・株式交換及び全部取得条項付種類株式を用いた締出し取引(以下、本稿では「検討対象取引」という)を念頭に、買収対象会社の取締役の責任におけるフェアネス・オピニオンの意義・問題点についての検討を試みる。

我が国の通説によれば、善管注意義務(会社法三三〇条)及び忠実義務(会社法三五五条)が同質であるとの理解を前提として、³⁹取締役はこれらの義務を「会社」に対して負うとされる。⁴⁰そして、取締役らはこのような任務の違反(任務懈怠)による債務不履行責任を会社に対して負い(会社法四二三条一項)、一定の場合には第三者に対する責任を負う(会社法四二九条一項)。会社法四二三条一項によつて、取締役の会社に対する責任が認められるためには、①任務懈怠があること、⁴¹②会社に損害が生じること、③任務懈怠と損害との間に因果関係があること、及び④任務懈怠が取締役の責によつて生じたことが必要である。⁴²本稿の検討対象取引が不公正な条件によつてなされた場合、原則的に買収の対価は買収会社によつて支払われるのであり、またこの対価は会社持分を生じないものであるため、買収対象会社の財産は流出しない。⁴³従つて、買収対象会社の株主が同条項によつて、取締役の責任を追究することは困難であると考えられている。⁴⁴

そこで、買収対象会社の株主としては会社法四二九条一項を用いて、買収対象会社の取締役の責任を追究することが考えられる。従来の我が国の学説では、株主に生じる損害が間接損害であると認められた場合、①間接損害に

ついては代表訴訟によって会社の損害を回復すれば、株主の損害も回復されること、②取締役の財産の制約から、間接損害に第三者を含めることによって、会社の損害回復を行う上で支障となりうることを主たる論拠として、同条項の「第三者」には株主は含まれないとする見解が多数説とされていた。⁴⁵

ところが近年、合併比率が不公正である取引の場合、取締役に同条項に基づく責任が生じるとする説が弥永真生教授によって示されている。⁴⁶従来多数説に対して反対説からは、①現行会社法の下では、取締役の会社に対する責任の全部または一部を事実上免除できること、②単元未満株主は代表訴訟を提起できないことから、同条項の「第三者」に含まれると解さざるを得ないこととのバランスを欠くという批判がなされていた。弥永真生教授は、これらの批判に加え、株主は同条項の「第三者」に含まれると解するという説について、(a)そもそもある損害が間接損害であるか直接損害であるかは自明ではないこと、(b)買収対象(合併消滅)会社の株主は、代表訴訟の原告適格が認められないことを付け加えて、反対説に賛同されることを示されたものと思われる。

しかし、取締役に四二九条一項の責任が認められるためには、①任務懈怠があること、②任務懈怠が悪意または重過失によって生じたこと、③第三者に損害が生じていること、④任務懈怠と損害の間に因果関係があることが必要であるとされる。⁴⁷しかも、既に述べたとおり、株主は間接損害について同条項の「第三者」に含まれるかどうかに争いがあり、これに含まれないという見解に従った場合、⑤株主の損害が直接被った損害であること(会社に損害が生じていないこと)も必要とされる。仮に、⑤の要件につき、既に述べた弥永真生教授の説に従ったとしても、それ以外の要件が満たされることがないのであれば、同条項は適用されず、取締役の責任回避として、フェアネス・オピニオンは有効な手段ではなくなる。⁴⁸とりわけ、取締役の行為の違法性を基礎づける任務懈怠のうち、広く企業買収の局面において取締役が一定の取引価格を確保する義務を負うかは定かではなく、実務家の間では漠然と善管注意義務の内容として「公正な価格」を保障しなければならないという認識はあるものの、最善価格は必要

とされていないと認識されているとの指摘もなされている。⁴⁹

そこで以下では、フェアネス・オピニオンないしは算定書が取締役の責任を回避する効果を有するかという問題意識の下、会社法四二九条一項における取締役の任務懈怠を構成する善管注意義務・忠実義務及び法令違反について検討し、フェアネス・オピニオンないしは算定書の意義について検討する。ただし、本稿はフェアネス・オピニオンないしは算定書の意義を探ることを目的としているため、義務基準及び法令違反との関係といった問題について、どのように解するべきであるかという点には踏み込まない。

(2) 任務懈怠とフェアネス・オピニオン

① 善管注意義務・忠実義務とフェアネス・オピニオン

まず、本稿の検討対象取引の本質的な要請として、公正ないしは一定の価格の保障が要請されるだろうか。この点、合併契約の性質については、契約自由の原則に任せるものであるか、それとも合併の本質から一定の制約が課されるべきかについて、従来から議論がある。一部の学説では、合併契約の本質から合併契約においては一定の公正性が要請されると解されているが、⁵⁰ 会社法の立案担当者は合併比率の不公正は決議内容の法令違反（会社法八三〇条二項）を構成しない旨を明示している。⁵¹ 即ち、会社法の下では合併条件には法的な制約はないという理解を前提にすれば、取締役が裁量の範囲内で交渉し、適法な手続きを経て決定された合併条件については、少なくとも合併の本質的な要請から制約を受けることはないこととなる。⁵²

従って、本稿の検討対象取引において、取締役が裁量の範囲内として完全に自由な合併条件を設定できるか否かという問題は、取引の本質的な要請とは別個の取締役の義務として、一定の制約が課されるか否かにあることとなる。この点について、既に述べたとおり、我が国の議論は必ずしも明確なものではないが、⁵³ 近年株主と取締役を何

らかの義務関係で結ぶべきであると解する学説・裁判例が現れ始めた。以下では、これらの学説・裁判例についての検討を行う。

従来、善管注意義務・忠実義務に関する議論は、これらの義務が会社に向けられているという通説を前提に、既に述べたように、主として事業執行に係り生じた損害に対する救済手段としてどのような位置づけがなされるべきか、即ち株主への救済手段としてどの程度直接責任が認められるべきであるかについて、取締役の経営裁量の在り方や責任制限の在り方という観点から論じられてきた。これに対し、落合誠一教授は、株主利益の最大化を取締役の行動準則とするべきであるとの議論を展開される。⁵⁶これは、企業価値という概念が株主のみならず、その他のステークホルダーの貢献によって生み出されることは肯定しつつも、会社法という仕組みの中で、企業価値を最大化するという究極的な目的を達するために、いわば利益最大化のターゲットとして剰余権者である株主が最も相応しいステークホルダーであると考えるものである。そこで、企業法の目的として、取締役の行動規範としては株主利益以外を考慮するべきではなく、その他のステークホルダーの利益はそれぞれの利害関係に応じた法によって調整されるべきであるというものである。⁵⁷

更に、玉井利幸教授は、取締役は少数株主に対して、支配株主への富の移転を防止する義務を負っているとの議論を展開される。⁵⁸これは、会社の目的を株主に利益をもたらすこととした上で、通常は会社利益と株主利益が一致するため、取締役が株主利益と会社利益を最大化するように職務を行う義務を負うとする。一方、支配株主が存在する場合には、支配株主はインセンティブ構造を変化させることにより自己の利益を確保できてしまうため、株主全体の利益を最大化するインセンティブを失ってしまうのであり、支配株主のそのようなインセンティブ構造の変更による富の移転を防ぐ義務を取締役に負わせるべきであるというものである。

これらの学説は、従来通説が、取締役の善管注意義務・忠実義務が会社に対して向けられているとしていたの

に対して、取締役のこれらの義務の内容として、株主に對する何らかの義務を觀念するという点で、異なつた見解を主張するものである。落合誠一教授が一般論として株主利益最大化原則が（論文のタイトルの通り）企業法の目的に資するとするのに対し、玉井利幸教授はこれを一歩進め、支配株主が存在する場合という限定の下で、少数派株主への保護をより強調した、直接ないしは場合によつては高次の義務を示されているというものと捉えることができる。⁵⁹ このような議論は、従来の通説の下で、取締役と株主の關係が義務關係で結ばれているかという点が曖昧になつていたことから生じる懸念に對して、株主との關係を何らかの義務關係で結ぶことによつて一定の対処を試みるものである。これらは、いずれの説においても、通常の場合には株主利益と会社利益が一致することを前提としているのであり、その意味では通説の理解の上に立つているといえる。ただし、落合誠一教授の説に従えば、会社法の目的として、いわば利益最大化のターゲットとして株主利益を捉え、そのために取締役は株主利益を最大化する義務を負うと解されるのであり、その意味で株主に對して直接の義務を負つているとまでは言えないと考えられる。これに對して、玉井利幸教授の説によれば株主に對する直接の義務を負うと理解される点⁶⁰が異なる。とはいえ、近時の学説の理解としては、直接的・間接的な關係であるかを別とすれば、学説上では取締役と株主を何らかの義務關係で結ぶ理解が有力になりつつあるとは言えそうである。⁶⁰ また、これらの学説の検討からは、本稿の検討対象取引が、既に述べた通説の下での懸念を生ずる取引であることも導かれるだろう。⁶¹

これらの流れを受け、近時の裁判例では、買収対象会社の取締役の善管注意義務・忠実義務の内容として、組織再編にかかる株主への義務に言及するものも現れ始めている。敵対的買収防衛の場面では、ニレコ事件⁶²抗告審決定が、「株主に對しいわれない不利益を与えないようにすべき責務」を取締役が負つているとし、MBOの場面ではサンスター株式取得価格決定申立事件⁶³抗告審決定が、「MBOを計画する経営者は、株主に對してはその利益を図るべき善管注意義務」を負うとし、レックス・ホールディングス損害賠償事件⁶⁴第一審判決では、取締役は「株主

共同の利益に配慮する義務」を負い、「株主の共同利益を損なうようなMBOを実施した場合には、上記の株主の共同利益に配慮する義務に反し、ひいては善管注意義務又は忠実義務に違反することになるものと考え」と示している。とりわけ、レックス・ホールディングス損害賠償事件第一審判決は、「株主共同の利益に配慮する義務」を「会社に対する」善管注意義務・忠実義務の一環として負うことを明確にしたことから、落合誠一教授の説に従ったものと解されている。⁶⁵

以上に見たように、現在の我が国の学説・下級審裁判例からは、取締役の善管注意義務・忠実義務の内容が、会社のみならず、直接的には間接的に株主に対して向けられるとの理解に傾きつつある状況にあると言えるだろう。そして、本稿の検討対象取引がそのように解すべき範囲に入っていると解するならば、フェアネス・オピニオンの取得による米国における信認義務違反に係る責任回避の議論と同様に、我が国でも取締役の株主に対する直接的には間接的な義務のうち、少なくとも「株主利益を害さない配慮」義務を履行したと評価するための一要素として、責任回避の効果を発揮する可能性があると言える。

しかし、以上に見たように、我が国の現在有力な学説においては、株主に対する直接の義務を認めるか否かは見解が分かれており、判例の立場は未だ明確ではない。これは、本稿の検討対象取引の視点からは、取締役がいわゆる直接的に「公正」ないしはその他一定の取引価格を確保する義務を負うか、それともそのような価格の実現に向けた「配慮」義務を負うに過ぎないとする対立であり、⁶⁶本稿の問題意識からは、いずれの説を採用するかでフェアネス・オピニオンの意義は大きく異なることになりそうである。

なぜなら、フェアネス・オピニオンは、算定書とは異なり、発行者が当該取引価格は「公正」であるか否かの意見を示すものであるため、その意義は取引価格を「公正ないしはその他一定の価格」であることを取締役がどこまで示さなければならぬかという義務基準の程度に依存することとなるためである。即ち、仮に取締役に「公正」

な価格を確保する義務が課されると解する場合、取締役は「公正」であることを（より積極的・説得的に）示さなければならず、裁判所が取締役の義務違反を審査する上で、専門家の意見であるフェアネス・オピニオンで示された意見が占めるウエイトは重くなると思えられる。従って、義務違反による責任の回避のツールとしてのフェアネス・オピニオンの価値は高まると考えられる。また、そのために取締役が判断を下す上でも、フェアネス・オピニオンの価値は高まるものと思われる。

他方で、取締役の義務を株主利益への「配慮」義務に留まると解する場合、取締役は当該価格の決定にあたって、株主利益へ「配慮」したことを示せばよいのであるから、積極的に「公正」であることをまでも示す必要もなく、当然フェアネス・オピニオンで示された意見が占めるウエイトは相対的に低下することになるだろう。⁶⁷問題は、裁判所が「配慮」という語を「公正な価格を形成する手続きを踏むこと」と認識しているかどうかにある。換言すれば、株主と取締役とを間接的な義務関係で結んだ場合に、本稿の検討対象取引を含む一定の取引、即ち利益相反的要素や最終回問題を含んだ取引において、独立当事者間取引又は存続会社取締役の責任の議論とは異なり、より高次の義務を課すべきかといえる。

そこで、米国の議論から得られた示唆に照らせば、我が国の学説では取締役の株主に対する直接の義務が有力に主張されているところであり、この説を前提とするならば、フェアネス・オピニオンの意義が取引の態様、即ち当該取引における市場の価格形成機能とリンクして理解される余地は十分に存在すると言えよう。他方で、株主と取締役を間接的に結ぶ義務として理解する説を前提とすれば、フェアネス・オピニオンの意義は必ずしも明らかではないが、同様に解するとされる下級審裁判例の認定によれば、取引の態様とフェアネス・オピニオンの意義の関係をリンクして理解しているとは言い難い。

従って、現状では取締役の善管注意義務・忠実義務違反に係る責任回避のためのベスト・プラクティスとして、

フェアネス・オピニオン取得の意義が位置づけられ、算定書の取得とどのような相違が生じるかについては、なお不透明であると思われる。⁶⁹

②法令違反とフェアネス・オピニオン

(2) ①で見た善管注意義務・忠実義務違反による責任追及とは別に、会社法四二九条一項における任務懈怠は、会社に対する法令違反を含む善管注意義務違反を指すと考えられるため、法令違反も任務懈怠の構成要素となりうる。⁷⁰ この点、注(41)で述べた通り、同条項の指す法令違反には、会社がその業務を行うに際して遵守すべきすべての規定が含まれることとなる。即ち、会社法を含めその他の諸法令に違反することによっても任務懈怠となりうるため、その他の法令によって取締役が一定の価格を保障する義務を負う、ないしはフェアネス・オピニオン又は算定書を取得すべき義務を負うかについての検討が必要となる。

これらにつき、会社法は現金を対価として交付する場合には、吸収合併契約において、(a) 対価が現金であること及びその金額又はその算定方法（会社法施行規則一八二条三項・会社法七四九条一項二号ホを準用）を定めなければならず、(b) 当該現金の総額又は総額の相当性に関する事項（会社法施行規則一八二条三項一号）、(c) 合併対価として現金を選択した理由（会社法施行規則一八二条三項二号）について株主に事前開示を要求しており（会社法七八二条一項）、株式交換についても同様の規定を置いている（会社法七六八条一項二号ホ、七八二条一項）。この点、全部取得条項付種類株式を締出し段階で用いた場合、対価の金額又はその算定方法についての開示が要求される（会社法一七一条一項一号ホ）が、対価の相当性に係る開示は要求されていない。この点も注(44)で述べたとおり、組織再編と全部取得条項付種類株式制度の株主保護措置での差という理解となろう。

他方で、前置される公開買付けが行われる場合には、買収対象会社には意見表明報告書の提出が義務付けられ（金

商法二七条の一〇第一項)、これを受けた他社株買付布令二五条二項により、同府令四号様式に従つて所定の事項を開示しなければならない。即ち、意見表明報告書には、公開買付けへの賛否ないしは中立・留保の意思(記載上の注意(3) a)、意思決定に至つた過程(記載上の注意(3) b)、意見の理由(記載上の注意(3) c)、当該買付がMBOの一環として行われる場合で、利益相反回避措置を講じている場合にはその内容(記載上の注意(3) d))について開示することが求められる。⁷¹⁾

以上から、取締役は会社法及び関連諸法令によつて、検討対象取引に係る対価の相当性ないしはこれに相当する情報について、開示が求められている。これらの情報の開示にあたっては、企業価値の算定のために用いた方法及びその算定結果、算定の基礎とされた数値、対価の総数・総額に際し考慮された事情が記載されるとされる。⁷²⁾これは実質的に、取締役は当該開示にあたりその基礎となる情報の収集義務を負つていふと言えらると思われが、問題は「公正」であることまでも示す必要があるかにある。

この点、会社法の制定前から、学説においては合併比率の公正性の確保のために、第三者機関による株式価値評価を強制するべきであるとの立法論が提示されており、⁷³⁾会社法の立案過程においては、対価の内容を相当とする理由を記載した書面への虚偽記載等について、旧商法二六六条ノ三第二項(会社法四二九条二項に相当)において列挙される書面に、これらの書面を含めるべきではないかとの議論があつたとされる。立案過程の議論につき、対価の相当性に関する書類に虚偽表示があつた場合、合併等の無効事由となりうるものの、対価の複雑さが増した現行法の下では、提訴期間経過後に虚偽の事実が明らかになる可能性が考慮されたとされるが、他の開示書類との平仄を揃えるとの考慮と、悪質な虚偽表示等は旧商法二六六条ノ三第一項(会社法四二九条一項に相当)によつて対処できることを理由に、平成一七年会社法制定ではこの改正は見送られたとされている。⁷⁴⁾

これらから、我が国の学説において、情報開示を通じた合併対価の公正性の保障は、大きな関心事であり、平成

一七年会社法制定以前から強く要望されていた事項であるといえる。そして、既に述べたように、取締役の善管注意義務・忠実義務の内容として「公正性」を要求されるかは別として、悪質な虚偽表示については法令違反による任務懈怠として理解される可能性は排除できないものと考えられる。従って、開示義務違反による任務懈怠の関係で、フェアネス・オピニオンないしは算定書が一定の取締役の責任回避の効果を有していると考ええる余地もないわけではないと考えられる。⁷⁵

もつとも、①旧商法四〇八条ノ二第一項二号が合併比率算定理由書の開示を要求していたこと、②現行会社法の下での開示要求が「両合併当事会社の企業価値を算定するために使用した方法およびその算定結果、算定の基礎とされた数値、対価の総数・総額の決定に際し考慮されたその他の事情等が記載される」と⁷⁶と解されていること、③企業価値評価を行った第三者機関には、単に結果のみならず計算過程を開示させることで、個々の株主又はその依頼を受けた専門家が、示された結論についてあとから検証できることが重要との指摘がなされていること⁷⁷の関係から、我が国で第三者の積極的な意思表明を含むフェアネス・オピニオンを取得することまでが、これらの開示要求を満たすために必要とされているとまでは言えないようである。⁷⁸

(3) 小括

(2) ①に見たように、我が国の会社法四二九条一項による取締役の責任を追及するための任務懈怠責任を基礎づける善管注意義務・忠実義務違反を巡る近年の学説・裁判例は、共に株主と取締役の関係を義務関係で結びつけようとの変化を見せている途上であるといえる。現状の下級審裁判例の示す、「株主共同の利益」の指す株主が、本稿の検討対象取引のように、支配株主と少数派株主という関係に加えて、継続株主と退出株主という関係で把握される取引において、後者の株主に対する特別な保護を与えることを求める義務を取締役に課すことができるものな

のかについて、学説の潮流は変わりつつも、未だ裁判例として確固たる変化を見せていないのが実情である。

その中で、我が国の取締役責任の法理とフェアネス・オピニオンの意義については、①に述べた通り、現状ではベスト・プラクティスの範囲を超えないものと評価できる。この結論・裁判所の姿勢は、1(1)で見た米国の裁判所の姿勢や米国の実務と大きな差を生じているものではない。⁷⁹⁾

しかし、米国の示唆からは、フェアネス・オピニオンの価値は、価格決定における他の価値指標への信頼性に依拠している点が示されている。これに対して、我が国のフェアネス・オピニオンの意義に係る議論は、取締役の善管注意義務・忠実義務の議論を反映して、その違反責任の回避という漠然とした認識でしかない。特に問題と考えられるのは、裁判所がフェアネス・オピニオンの取得事例における取締役の責任を否定する際に、当該取引の態様とフェアネス・オピニオンの意義の関係を整理していないことである。即ち、非上場化・利益相反的要素を含む取引などと独立当事者間取引においては、市場や対抗提案による価格の提示といった他の指標への信頼度が異なる。

そうであるなら、裁判所において、取締役の責任を否定する際には、当該取引の態様を加味した上で、フェアネス・オピニオンへ与えるウエイトが示されなければならない。⁸⁰⁾

また(2)②に見たように、我が国の情報開示制度は、フェアネス・オピニオンと算定書について、特段にフェアネス・オピニオン取得・開示を義務付けてはいないと考えられるが、⁸¹⁾ そうであるならば、本稿の検討対象取引を含む、利益相反的要素によって価格の決定がなされる可能性がある取引とそうでない取引について、開示レベルに差が生じないことになる。これも、米国の示唆に照らすと、取引の態様・他の指標の価値と開示レベルの関係が一致しておらず、①本来算定書の取得・開示が必要とされていない取引にまで、算定書の取得・開示を実質的に義務付けているか、②本来フェアネス・オピニオンの取得が求められる取引においても、算定書の取得・開示しか要求されていないか、いずれかの問題が生じていると考えることができる。⁸²⁾

39 判例も同様の見解を示している。最大判昭和四五年六月二四日民集二四卷六号六二五頁（八幡製鉄事件）。

40 大隅健一郎「今井宏」会社法論中巻「第三版」（有斐閣、一九九二年）一六四頁、江頭憲治郎「株式会社法」〔第四版〕（有斐閣、二〇一一年）四〇三―四〇五頁。なお、浜田道代「注釈二五四条ノ三」〔新版注釈会社法（6）〕（有斐閣、一九八七年）三四頁においては、両者を異質なものと解したとしても、忠実義務を規定した旧商法二五四条の三は、なお「民法六四四条を敷衍して一層明確にしたにとどまる規定と捉えられる」とする。

41 同条項は、会社法制定前の商法特例法二二条の一七第一項とはほぼ同様の文言を用い、旧商法二六六条一項五号の法令定款違反の責任に相当するものとされる。山下友信「委員会等設置会社における取締役・執行役の責任」民商一二六卷六号八〇八頁以下（二〇〇二年）。

また、旧商法の下では、具体的な法令違反が直ちに同号の責任要件となるのか、法令違反行為が善管注意義務違反となることによって同号の責任が生ずるのかについて議論があつたとされる。（吉原和志「法令違反行為と取締役の責任」法学六〇巻一七頁（一九九六年））そして、この議論は会社法の下では、具体的な法令違反行為が直ちに任務懈怠となるのか、それとも具体的法令違反行為が取締役の善管注意義務違反と評価されることによって任務懈怠となるのかという問題へと変容するとされる。この変容について、北村雅史教授は会社（ないしは株主・括弧内筆者加筆）及び取締役が、それぞれ当該取締役の債務不履行としての任務懈怠について、及び自らの無過失についての証明責任を負うことを前提として、善管注意義務違反と具体的法令違反に分け、善管注意義務違反の証明には過失の証明が含まれるため、当該取締役において無過失の証明が困難であるのに対し、具体的法令違反については取締役が無過失の証明の可能性があるという点で異なつたものであると解する二元説と、会社が法令違反行為の実行またはそれを行わせしめたこと自体が当該取締役の善管注意義務違反となり、任務懈怠に該当すると解する一元説の対立を紹介されている。（北村雅史「取締役の義務と責任」法教三〇四号四五一―四六頁（二〇〇六年））。会社法の立案担当者は、会社法は二元説を前提にしている（相沢哲「石井祐介」『新会社法の解説（9）——株主総会以外の期間（下）』商事一七四五号三三―三三ページ（二〇〇五年））が、二元説を前提とした場合、善管注意義務違反を主張するためには実質的に取締役の過失を含んだ証明が必要となるが、他方で法令への違反については、その違反を証明することで任務懈怠が観念されることとなり、善管注意義務違反との間で立証レベルに差が生じるものと考えられる。換言すれば、取締役の裁量が認められているか否かという点で善管注意義務と法令違反の扱いに差が生じるということになる。加えて、二元説に従えば、取締役の側において責任を否定するべき事由を主張することが必要とされる。

これに対して二元説を前提とした場合には、具体的法令違反に関する善管注意義務違反として理解するため、任務懈怠の内容として過失を含んだ立証がなされなければならないこととなる。本稿の検討対象取引との関係では、両説の違いによって具体的な法令違反を主張する際に、当該取締役の過失までも立証する必要があるかという点に差が生じるものと考えられる。もっとも、吉原和志教授は取締役の責任の回避について、

両者に有意な差が生じることについて疑問を投げかけられている。吉原和志「会社法の下での取締役の対会社責任」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の理論(上)』(江頭憲治郎先生還暦記念)〔商事法務、二〇〇七年〕五三一―五三三頁。

なお、同条項にいう法令とは、①善管注意義務、忠実義務及び②これを具現化するための形で取締役を名宛人とした個別の義務のみならず、③会社法その他の法令中の、会社の業務を行うに際して遵守すべき、会社を名宛人としたすべての規定も含まれるとされる。東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社訴訟Ⅰ』第三版〔判例タイムズ社、二〇一一年〕二〇八頁。

42 吉原(二〇〇七)・前掲注(41)五二五―五二六頁。

43 MBOでは、全部取得条項付種類株式を用いた縮出し取引がTOBを前置して行われることが多い。即ち、①前置されるTOBによって特別決議が可能な株式数を取得した上で、②対象会社の定款を変更して種類株式発行会社とし、③対象会社の普通株式に全取得条項を付し、④全部取得に際して、一般株主には持ち株数が端数となる割合で普通株式を交付し、⑤端数しか受け取れない一般株主に対しては、端数代金としての金銭等を交付する方法が用いられる。会社法上の組織再編ではなく、このような方法が選択される主たる理由は、買収対象会社の資産の含み益に対して課税がなされるリスクが軽減されることにあるとされる。加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件の検討」〔中〕―「公正な価格」の算定における裁判所の役割」商事一八七六号(二〇〇九年)四頁。

この手法が用いられる場合、買収会社から対価が支払われる合併・株式交換とは異なり、株主を縮出す段階では、形式上、買収対象会社から財産が流出する。このように縮出し段階での手法の選択によって、形式的とはいえ財産の移転の在り方が変化する結果を生じる原因は、全部取得条項付種類株式制度の立法過程にある。というのも、全部取得条項付種類株式制度は、本来私的整理を行う上で一〇〇%減資を行うために、旧商法下において株主全員の同意が必要であったところ、要件緩和を求める実務界のニーズに応えるという趣旨によって提案され、会社法の組織再編とは異なった用途に用いることが想定されていた。そして、要綱草案の段階においては「債務超過の場合に限り」、法制審議会会社法(現代化関係)部会の審議過程では、「正当な理由がある場合」という限定を付して検討されていたのであり、本来、特別な場合に限って株主の縮出しを許容することを想定していた制度なのである。これら、立法の経緯について、笠原武明「全部取得条項付種類株式制度の利用と限界」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の理論(上)』(江頭憲治郎先生還暦記念)〔商事法務、二〇〇七年〕二二九頁。

また、藤田友敬「組織再編」商事一七七五号(二〇〇六年)五六頁―五七頁は、①少数株主の縮出しによる経済合理性は認められるとしても、多数決による議決権の剥奪の経済合理性には疑義が生じること、②適切な保証が整備されていない、③全部取得条項付種類株式の利用による縮出しの下では「相当な対価」を觀念することが困難である、④実質的に「ナカリセバ価格」での買取という形で運用されることによって、組織再編の対価柔軟化における政策判断と齟齬が生じること理由に、「正当な事業目的」といった制約をかけることを提唱する。この点、山下友信「注釈一七一条」山下友信編『会社法コンメンタール』〔4〕〔商事法務、二〇〇九年〕九九頁―一〇二頁も、他の組織再編手法との均衡が保た

れるべきであると指摘する。これらの指摘が示された後、レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件・特別抗告及び特別許可審・最決平成二二年五月二十九日資料版商事法務三〇七号（二〇〇九年）一六八頁によって、期待権なる概念を用いて上記藤田教授の④については異なった運用がなされることが示されたが、依然として全部取得条項付種類株式制度を巡る株主保護措置の不均衡については解消されたわけではなく、別途検討が必要であろう。

もっとも、全部取得条項付種類株式制度を用いた締出しに解釈論として「正当目的」を要求するか否かという問題は、株主総会の決議の有効性を争うことの問題であり、当該買取対象会社の財産が流出することに対する違法性とは別問題である。即ち、そもそも全部取得条項付種類株式制度は、多少なりとも会社財産の流出を想定した制度設計になっていたのであって、当該財産の流出が不当に高額であるとして支配株主から責任追及をされる場合なら格別、本稿の検討対象取引における買取対象会社の少数派株主の保護という観点から当該会社財産の流出を会社の損害と理解することは困難だろう。（そもそも、TOB前置を前提とすれば、TOB価格を超える締出し価格を決定した場合、当該TOBは不成立に終わる可能性が高い。）

44 この点、江頭・前掲注（40）七九四頁は、「消滅会社の株主・新株予約権者に対し株式・新株予約権が交付される限り、株主・新株予約権者に損害を被らせるものではあり得ても、会社に損害を発生させるわけではないので、株主が代表訴訟により取締役の責任を追及することはできない」とし、大阪地判平成二二年五月三一日判時一七四二号一四一頁もこれに沿うものと考えられる。この点については、学説は概ね賛同しているものと考えられる。村田敏一「株式会社合併比率の著しい不公平について」立命三二一―三三二号（二〇〇八年）一八七五頁。但し、土田亮「合併比率の公正確保と株主代表訴訟」遠藤美光・清水忠之編『企業結合法の現代的課題と展開（田村諄之輔先生古期記念）』（商事法務、二〇〇二年）一五二頁は、合併の本質に照らし、合併比率の決定においては「より高度な公正さが要求される」とし、善管注意義務違反となる旨を示している。

45 龍田節「注釈二六六条ノ三」『新版注釈会社法』（6）（有斐閣、一九八七年）三三二頁。

46 弥永真生「著しく不当な合併条件と差し止め・賠償請求」黒沼悦郎・藤田友敬『企業法の理論（上）』（江頭憲治郎先生還暦記念）（商事法務、二〇〇七年）六五五頁。

47 田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任」新堂幸司・山下友信編『会社法と商事法務』（商事法務、二〇〇八年）一七五頁。

48 太田洋「対抗的買取提案への対応に際しての取締役の行動準則」中「商事」一八八五号（二〇〇九年）三九頁は、弥永真生教授が、取締役の義務をどのように理解された上で同説を示されているのかは定かではないと指摘する。

49 太田洋「対抗的買取提案への対応に際しての取締役の行動準則」上「商事」一八八四号（二〇〇九年）一七頁は、実務家の多くが漠然と公正な価格を保障すればよいと認識していることを指摘する。水野信次・西本強「ゴースティング・プライベート（非公開化）のすべて」（商事法務、二〇〇

一二年)一六二—一六五頁も、合理的理由もなく「公正な価格」を下回る価格を設定、または賛同表明することによっては善管注意義務違反の問題を生じると指摘する。これらを見る限り、実務家の間では、善管注意義務の内容として「公正な価格」を保障すべき義務があると理解されているようであるが、他方でなぜ当該価格ないしは一定の価格を保障する義務を負うかという点については、定かではないとの印象があるようである。

50 土田・前掲注(44)一五二頁。

51 相沢哲||葉玉匠美||郡谷大輔編著「論点解説 新・会社法」(商事法務、二〇〇六年)六七九頁。

なお、土田・前掲注(44)一四二頁—一四五頁は、双務契約的な側面と組織法上の行為の二面性があるという理解を前提に、「消滅会社株主に對する株式割当の本質を株主收容の手段であると解するべきであつて、合併前後の株主の地位の継続性から、合併比率の構成は合併における本質的な要請であると考へるべき」とあり、「合併が、会社の人的・物的要素をそのまま移転する手続きである以上、株主と会社の関係も原則としてそのまま移転されるべきである」という。かかる議論が、合併対価を株式交付が原則としていた旧商法下におけるものであることには留意が必要である。即ち、従前の会社との関係を「そのまま移転」という論拠は、少なくとも合併契約の本質として、「そのまま移転」と仮定した場合に受け取る対価を取得することで会社への投資から退出する場合もある」という変容を見たものと思われる。従つて、この意味で、対価が柔軟化された(株主の地位の継続が自明ではなくなつた)現行会社法の下でも従前の議論がそのまま妥当するとは思われない。

しかし、この議論からは合併対価が社債・金銭等である場合に、株主と会社の関係が「そのまま移転」されるわけではないということも抽象的には理解できるとしても、対価が柔軟化されたことで合併ないしは合併契約(条件)の性質が本質的に変化したのか、または対価が株式ないしは持分権を生ずる可能性のあるものである場合とそうでない場合に分けて解するべきか、といった合併契約の本質から生じる合併条件の制約に係る問題が提起されうるように思われる。この点については、本稿の範囲を超えるため、指摘するに留めておく。

52 逆に、土田・前掲注(44)は、注(51)の通り、合併の本質的要請として、公正な合併条件が求められると解し、取締役には公正な合併条件を確保すべき注意義務を負うとの解釈を示す。しかし、注(51)に述べたとおり、交付対価が柔軟化された現行会社法の下では、合併の本質に関する議論は不透明であるため、合併の本質的要請として取締役が公正条件を確保すべき(通常ないしは高度な)義務を負っているかについては自明ではない。

53 この点、太田・前掲注(48)三九頁は、取締役が善管注意義務・忠実義務をあくまで「会社」に対して負つているとの理解を前提に、これらの義務によつて取締役の裁量へ制約があると直ちに解するとはできないと指摘する。注(49)も参照されたい。

54 例えば、田中誠二「会社法評論上巻」(三全訂版)(勁草書房、一九九三年)五六九頁は、取締役と株主との直接の関係性を否定した理解を示している。

- 55 森田章「取締役の義務と責任」商事一七四〇号(二〇〇五年)四頁。
- 56 落合誠一「企業法の目的―株主利益最大化原則の検討―」岩村正彦ほか編『若波講座現代の法七企業と法』(岩波書店、一九九八年)二三頁。
- 57 落合誠一編著「我が国M&Aの課題と展望」(商事法務、二〇〇六年)六一―頁。
- 58 玉井利幸「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任」布井千博・酒井太郎・川口幸美・野田博編『会社法・金融法の新展開』(川村正行先生退職記念論文集)(中央経済社、二〇〇九年)二九八頁。
- 59 両説は、会社の目的を株主利益の最大化という点に求める点で共通しているが、太田・前掲注(49)一七頁及び一九頁(注18)は、具体的取締役の義務の内容として、落合誠一教授の説が総体としての株主に向けられているのに対して、玉井利幸教授の説は、個々の株主に対しても向けられているものであると指摘する。
- 60 同様の理解につき、清原健二・田中巨一「対談 MBO・非公開化取引の法律問題(後)」ビジネス法務七巻七号(二〇〇七年)六八頁(田中発言)、船津浩一「対抗買出現機械の確保(2)―アメリカにおける涉猟許容(Go-Shop)条項の活用を参考に―」民商一四五巻二号(二〇一一年)二〇二頁、飯田秀総「判批」ジュリ一四三七号(二〇一二年)九九頁。
- これらに対し、神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討」[VI・完]商事一八七一号(二〇〇九年)五六―五七頁は、法規範概念として株主利益の最大化を志向することによって、他のステークホルダーの利益を他の法令によって適切に保護できなくなる場合もあり、信頼理論モデルからは取締役の裁量的判断を尊重すべきであると指摘する。もともと、この指摘は、エージェンシー問題を抑制するための行為規制までも重要でないと考えるものではないとの発言がなされており、この指摘が既に述べた近時の理解と必ずしも一致しないものであるとは言えないように思われる。
- 61 このように、株主と取締役の関係を、直接又は間接的に義務関係で結ぶべきであると考えられる論者においても、「株主利益の最大化」という言葉がある種一人歩きして、会社利益を犠牲にしても株主利益を最大化せよとは考えていないようである。例えば、清原二田中・前掲注(60)六八頁(田中発言)、船津・前掲注(60)二〇二頁。
- そうであるならば、問題はどうのような場合に、株主と取締役の関係が義務関係で結ばれるべきであるかという問題が生じるものと思われるが、例えば利益相反的要素は、価格の決定過程における障害であり、他の指標と隔離された環境で価格が決定されてしまい、いわばお手盛りの価格で取引がなされてしまう危険を生ずるものであると考え、取締役に特に公正性に配慮することが求められる。
- これらの議論がなされている文脈から察するに、本稿の検討対象取引は、程度の差はあれ、利益相反的要素を含むものであるため、このような考慮対象に含まれるものであると考えられる。我が国の友好的買収における利益相反性について、白井正和「友好的買収の場面における取締役に對する規律」(二)法協一二七巻一―号(二〇一〇年)一二七頁。

62 東京高決平成一七年六月一五日金判二二一九号八頁。

63 大阪高決平成二二年九月一日判タ一三一六号二一九頁。

64 東京地裁平成二三年二月一八日金判一三六三三号四八頁。

65 弥永真生「判批」ジュリ一四二二号(二〇一一)一〇二頁。なお、飯田・前掲注(60)九八頁は、本件判旨が、あくまで会社に対する義務の一環として株主への配慮義務を位置づけたのは、最判昭和四四年一月二六日民集三三卷一〇二五〇頁の枠組みに従ったためと指摘した上で、本件判旨のように現在の株主の利益を二次的なものと解することにより、MBOの利益相反状況を過小評価する考え方につきなりやすいと批判する。

66 レックス・ホールディングス損害賠償事件第一審判決・前掲注(64)では、別件レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件・特別抗告及び特別許可審・前掲注(43)において決定された「公正な価格」とは異なった価格への賛同を決定したことにつき、①ファイナンス・法律の専門家の意見を聴取していたこと、②MBOを実施する(特別利害関係を有する)取締役以外の取締役及び監査役の全員が賛成したことによって、株主共同の利益に配慮していたといえるとする。従って、少なくとも同裁判所の理解は、取締役の善管注意義務の内容として、積極的に「公正」ないしはその他一定の価格を保障することも要求はしていないと解するべきである。

しかし、この点につき、飯田・前掲注(60)一九頁は、MBOという構造的な利益相反的要素への対応として、對抗提案がなされているのならば格別、同裁判所の審査基準は不十分であると指摘している。

67 場合によっては、バイアスがでないデューデリジエンスの下で得られた数値を用いて、独立の第三者から取得したものであれば、算定書を取得して検討を行うだけでこの義務が満たされてしまうかもしれないと考えられないでもない。

68 独立当事者間取引の会社取締役の責任については、東京地判平成二三年九月二九日判時二二三八号(二〇二二年)一三四頁は、共同株式移転の事例で、「善管注意義務に違反する」というためには、その判断の前提となった事実を認識する過程における情報収集やその分析に誤りがあるか、あるいは、その意思決定の過程や内容に企業経営者として明らかに不合理な点があることを要する」として、組織再編における存続会社の取締役の責任が問題となったアバマンショップ株主代表訴訟上告審判決・最判平成二二年七月一五日民集二三四卷二二五頁の枠組みに従い、一般論を提示している。しかし他方で、事案への当てはめにおいては、①第三者機関の独立性、②デューデリジエンスの精度、③その後第三者機関との検討経緯、④算定書の数値から見た、合意された株式移転比率の妥当性、⑤第三者機関から「妥当」とする意見が付されていたことを認定し、意思決定の過程及び内容が不合理ではないとしている。これらから、裁判所は一定の「価格の公正性」を要求していると読めなくもない。

69 とはいえ、水野西本・前掲注(49)一九九頁は、フェアネス・オビニオンの取得は高額であると指摘する。また、同書はフェアネス・オビニオンを取得しないからと言って、違法、不公正ということにはならないという。違法性については②で検討するが、①の検討に照らせば、算

定書を取得しておけば、不公正ではない、ないしは取締役の責任を回避するとの結論を常に得られるかは微妙な問題である。

ただし、本稿の検討対象取引を念頭に置いた議論からは離れるが、企業買収・組織再編に常にフェアネス・オピニオンの取得が求められるかについては、利益相反・最終回問題という問題に加え、当該取引の規模も考慮に入れる必要がある。なぜなら、小規模の企業買収・組織再編にフェアネス・オピニオンの取得を求める必要性があるかは、別途考慮が必要であるためである。

70 東京地方裁判所商事研究会・前掲注(41)三三七頁。

71 なお、前置されるTOBにおいては、買収会社には公開買付届出書の提出が義務付けられ(金融商品取引法二七条第二項、これを受けた発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令(以下、「他社株買付布令」という)一一条により、同府令二号様式に従って所定の事項を開示しなければならない。即ち、公開買付届出書では価格の算定根拠(記載上の注意(6)e)及び算定の経緯(記載上の注意(6)f前段)についての記載が要求され、当該買付がMBOの一環として行われる場合には、価格の公正性を担保するために講じた措置がある場合には、その旨と具体的内容を開示することが求められる(記載上の注意6f後段)。これら、非上場化取引に係る情報開示規定については、拙稿「Gang-Private取引における情報開示に関する一考察」一六甲台論集法学政治学篇第五卷二号(二〇〇九年)一頁。

72 柴田和史「注釈七八二条」森本滋編『会社法コンメンタール』一八二(商事法務、二〇一〇年)三四頁。

73 柴田和史「注釈七四九条」森本滋編『会社法コンメンタール』一七二(商事法務、二〇一〇年)一三九頁。

74 江頭憲治郎「会社法制度の現代化に関する要綱案」の解説「VII」商事一七二八号一〇頁。

75 もちろん、これらの開示義務の存在から、取締役が一定の取引価格を保障する義務までも負っていると解することができるとまではいえない。この点、シャルレ損害賠償請求事件・金判一三七三三号(二〇一二年)五六頁は、MBO実施の公表後に株式を取得した者に対する取締役の責任について、「MBOの買収側取締役に利益相反行為が存したとしても、このことから直ちに、…(中略)…義務違反を認めることは相当でない。…(中略)…買収側取締役が、投資者の株式評価を含む投資判断のために重要な事項について虚偽の事実を公表したといえる場合、又は公表すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な事実の公表をしなかった場合に、上記損失に関して買収側取締役の義務違反を認め得るといふべきである」としており、利益相反行為の存在による善管注意義務・忠実義務違反を否定するとともに、開示義務違反の一般論を示している。即ち、開示要求事項を満たしていれば、当然、開示義務違反は存在しないのであるから、開示義務の存在問題は取締役に一定の取引価格の保障義務を課すものではないことが確認されているといえる。従って、問題は我が国の開示要求事項が取締役に公正性を保障させるに

あたり十分なものであるかにある。

公正な価格を法制度によって規律することが強く求められるMBOを巡る我が国の情報開示制度は、注(71)述べたように、加重規定として主として公開買付者(買収側取締役)に追加の情報開示を求めている。黒沼悦郎教授は、MBOにおける開示は、買収側取締役が用いたすべて

の情報を開示するべきである(同教授はこれを「完全開示の原則」と示されている)と指摘し(二〇〇九年七月一日付「公開買付けの規制(八)」
—開示される情報の性質)、現行の開示規制が未だ不十分であるとの見解を示されている(二〇一〇年二月一日付「解釈・立法上の諸問題(一)」
—MBOにおける第三者の評価書の開示)。黒沼悦郎教授ブログは、<http://blogs.yahoo.co.jp/musikos1960> (最終アクセス日:二〇一二年三月三
一日)

76 柴田・前掲注(72) 三三―三四頁。

77 柴田・前掲注(73) 一三八―一三九頁。

78 相沢哲〓松本真〓清水毅〓細川充〓小松岳志「合併等対価の柔軟化の施行に伴う」(会社法施行規則の一部を改正する省令)「商事一八〇〇号(二〇〇七)七頁。なお、東京証券取引所は上場規則で、算定書の提出を義務付けているが、フェアネス・オビニオンの取得が求められているわけではない。フェアネス・オビニオンを巡る我が国の情報開示について、内田光俊〓竹田絵美「フェアネス・オビニオンを巡る諸問題」「商事一九〇一号(二〇一〇年)一四頁。

79 米国の買取においては、買取対象会社の八〇%、買取者側の三七%がフェアネス・オビニオンを取得しているとの紹介もなされている。内閣〓竹田・前掲注(78) 一六頁。即ち、少なくとも二〇%の取引においては、買取対象会社がフェアネス・オビニオンを取得していないとも言える。

80 例えば、取締役が用いた価値指標として最も一般的に示されるものとして、市場株価の一定期間の平均値がある。しかし、この妥当性については、当該期間の市場株価の指標的価値を吟味した上で判断されなければならない。例えば、レックス・ホールディングス損害賠償事件第一審判決・前掲注(64)は、「MBO直前の特別損失の計上を、決算内容を下方に誘導することを意図した会計処理がなされたことは否定できない」として疑念を示した、別件レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件・抗告審決定資料版商事法務二九五号(二八頁)ここでは、「別件高裁決定」という)を引用しつつも、当該決定を「株主の共同利益に配慮する義務に違反すると判断したものではない」とだけ示している。

確かに、当該義務の観点から、当該業績の下方修正情報の開示がただちに義務違反となるかは自明ではない。しかし、問題は別件高裁において公正価格を算定する中で、疑義を呈された会計処理の後の市場株価の指標価値を検討することもなく、当該価格について「積極的に妥当であると判断するまでの水準には至らないもの」(中略)「財務的見地から妥当である」とするフェアネス・オビニオンを単に取得したことを根拠に、取締役の責任を否定していることにある。即ち、フェアネス・オビニオンの指標価値そのものは、独立性・信頼性に問題がないのであれば、市場株価ないしは他の指標の指標価値との関係で相対的に価値が増減するものであるから、損害賠償請求事件であろうと公正価格の価格決定であろうと、これを判断の根拠とする以上、他の指標の指標価値について吟味の上でなされなければならないと考えるべきだろう。

他方、共同株式移転における取締役の経営判断についての事例ではあるが、日本興亜損保損害賠償事件・前掲注(68)は、独立当事者間取引

において、デューデリジエンスの精度・フェアネス・オピニオンを独立した複数の発行者から取得しているなどの事情を丁寧に認定し、取締役の責任を否定している。

以上の二判決を比較すると、前者の事件が強く利益相反的要素を備えた取引であるにも関わらず、フェアネス・オピニオンの示す公正性について比較的簡単に信認を与えているのに対して、後者の事件では独立当事者間取引であるにも関わらず、複数のフェアネス・オピニオンの発行主体の独立性までも検証している。両判決ともに、一般論としては、情報収集やその分析という株主の共同利益への配慮を示していることから、フェアネス・オピニオンの意義と取引の態様の関係性という問題への下級審裁判所の対応は、未だ曖昧であるといえる。落合誠一教授の説が、本稿の検討対象取引において、少数派株主を特に保護するべき義務を取締役に課すものかは、未だ明らかではないと考える余地もあるため、その意味で裁判所が同学説と同様の帰結を得たものと評価しうるかは本稿の範囲を超える問題である。

しかし、レックス・ホールディングス損害賠償事件第一審判決が、對抗提案のないMBOという、極めて閉鎖的な価格決定プロセスを経ていることに鑑みれば、裁判所が取引価格決定プロセスの閉鎖性とフェアネス・オピニオンの重要性を十分に検討していないと評価することは可能であろう。即ち、閉鎖的な価格決定プロセスを経た取引価格の妥当性を判断するにあたっては、フェアネス・オピニオンの意義が先鋭化されるどころか、そうであるならば当該フェアネス・オピニオンが発行された環境、算定に用いた数値、利益相反関係、具体的な文言等について慎重な検討を行うべきであったと評価されうると思われる。

81 内間 竹田、前掲注(78) 一六頁

82 (2) ②でみた情報開示に係る規制の関係からすると、全部取得条項付種類株式を利用した株式取得に際しても、情報開示その他の規制を合併・株式交換と同水準にするべきであるとの議論がなされていることから考えると、後者であると考える方が素直だと思われる。