

# 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

伊 藤 吉 洋

## I 序 論

### 1 MBO 等の問題点

第一段階目として対象会社<sup>(1)</sup>株式の公開買付け（金融商品取引法27条の2以下）を行い、第二段階目として組織再編<sup>(2)</sup>等<sup>(3)</sup>を行う等<sup>(4)</sup>して、現に対象会社の経営にあたっている経営者が資金を何らかの形で提供し、事業の継続を前提として、対象会社の株主から対象会社株式を取得することとなる「MBO」<sup>(5)</sup>、及び、支配株主<sup>(6)</sup>（自体又は支配株主が支配する会社（以下あわせて「支配株主」という）が少数株主から対象会社株式を取得することとなる「支配株主による少数株主の締め出し」（以下「支配株主による締め出し」という）（以下 MBO と支配株主による締め出しとをあわせて「MBO 等」という）においては、利益相反構造及び情報の非対称性が問題になる、と考えられている。

具体的には、対象会社株式の（実質的な）買い手である対象会社の経営者又は支配株主が、当該場面において資金の流出をできる限り抑えたい等と考え、対象会社の（内部）情報を用いながら MBO 等の対価を決定する立場を利用して<sup>(7)</sup>、対象会社株式の市場価格がその本質的価値（客観的価値）<sup>(8)</sup>よりも低くなっているタイミング又は低くなるよう誘導した直後のタイミングで、当該市場価格に若干のプレミアムを上乗せした価格<sup>(9)</sup>を株

主に提示する可能性があるという問題である<sup>40)</sup>。

## 2 これまでの議論の状況

### (1) 利益相反回避措置の利用とその意義

MBO 等の対価について不満のある株主が頼りうる救済措置としては、株式買取請求権の行使（会社785条1項等）、対象会社の取締役に対する損害賠償責任の追及（会社法429条）、組織再編に係る株主総会決議の取消しの訴え（会社法831条1項3号）等がありうる。そのうち、例えば、（組織再編等によって増加するのであれば）企業価値の増加分についても分配されたとすれば株式が有する価値のことをいうとされている<sup>41)</sup>、株式買取請求権に係る「公正な価格」について、以下の見解がある。

すなわち、実務では、利益相反構造等のある（1参照）MBO 等「の公正さを担保するため、社外役員や外部有識者からなる特別委員会（独立委員会、第三者委員会ともいう）に取引条件の公正さを審査（場合によっては、買収者との交渉も）させたり、中立的な株価算定機関（公認会計士や投資銀行等）による株価算定書に基づき取引の条件を決めるといった」利益相反回避措置（「公正担保措置」）が用いられている<sup>42)</sup>。「そこで、裁判所は、まず、こうした措置が実効的に機能したか否かを審査することにより、当該 MBO 等が、「M & A取引」にかかる）「独立当事者間の取引に比肩しうるような公正な手続を経て行われたと認められるか否かを判断すべきであり、「もしも取引が公正な手続を経て行われたと認められる場合は」、「特段の事情がない限り」、当該 MBO 等は（「意思決定の時点における合理的な判断として」、）「企業価値を増加させ、かつ、企業価値の増加分を公正に分配するものであることを前提にして」、「基準日における現実の株式の価値<sup>43)</sup>をもって、『公正な価格』とすべきである」という主張である。その理由としては、「組織再編（もしくはキャッシュアウト、または

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

それらの行為を含む一連の取引)「により企業価値の増加が生じるかどうか、また増加が生じる場合には、当該増加分を各当事会社の株主にどのように分配することが公正であるかは、容易に決定しがたい問題であり<sup>44)</sup>、「裁判所が常にそのような決定を独自に行うとすれば、価格決定の予測可能性が害され」、MBO 等「を萎縮しかねない」からである、とされている。<sup>45)</sup>

以上の見解が述べるように、MBO 等の対価について不満のある株主が頼りうる救済措置は、裁判所がどのように判断するかについての予測が困難であること（以下「予測（不）可能性の問題」という）等が原因となって、対象会社株式の取得者側である対象会社の経営者又は支配株主にとって MBO 等の実施への阻害要因となりかねない。さらに述べれば、当該救済措置に頼るに際して相当程度費用を要する等の状況にある株主にとって、当該問題が原因となって、当該救済措置には実効性があるとは言えない現状にあると評価できよう。以上に鑑みれば、利益相反回避措置の利用状況に着目して、裁判所が「公正な価格」の算定を行うことは、各当事者にとって有意義であると思われる。すなわち、当該回避措置が実効的に機能したかどうかは、（それが虚偽の内容を含むものであった等の問題がなく、詳細なものであるならば）情報開示（Ⅱ 1 (1)(c)(i)(イ)等参照）を通じて、事後的な救済措置に頼るべきかどうかを判断しなければならない時点よりも基本的には前の段階で判明する（可能性が高い）事柄である。したがって、（当該回避措置が実効的に機能しなかった場合に、裁判所が当該救済措置において少数株主を有利に扱うという運用を行うのであれば<sup>46)</sup>、裁判所の判断結果（公正な価格がいくらであると算定されるかについて）をある程度予測することができるから、）株主は、当該回避措置が実効的に機能したかどうかに着目して、当該救済措置に頼るべきかどうかの判断を行うことができるようになり、予測（不）可能性の問題はある程度解決

される。他方で、対象会社の経営者等からしても、当該回避措置を実効的に機能させることで、(以上の見解によれば原則として)市場株価<sup>(17)</sup>をもって「公正な価格」とされるという運用が行われることが予測できるようになり、同様に解決される。<sup>(18)(19)(20)(21)</sup>

(2) 手続の公正さに係る判断に際して独立当事者間取引を基準とする見解

株主が頼りうる救済措置について利益相反回避措置の利用状況に裁判所が着目することに係る意義((1)参照)を踏まえて、次に検討すべきなのは、どのような利益相反回避措置が用いられ、実効的に機能すれば、MBO等が「公正な手続を経て行われたと認められる」かということになる。この点について、(1)において紹介した見解によれば、公正な手続を経て行われたかどうかに係る判断基準としては、当該手続が「独立当事者間の取引に比肩しうるような」ものであったかどうかということになる<sup>(22)</sup>。

他にも、例えば、利益相反回避措置のうち「第三者委員会に期待される役割としては、独立当事者間の企業買収の場面において、対象会社の取締役<sup>(23)</sup>に期待される役割と同様の役割が期待されることになるだろう。具体的には、第三者委員会が対象会社の内部における独立した判断主体として、対象会社の取締役<sup>(24)</sup>に代わり、問題となっている企業買収の是非の判断<sup>(25)</sup>や買収条件等の交渉(少なくとも買収条件等の妥当性の判断)などを行い、対象会社ひいてはその株主の利益を十分に確保するという役割を果たすことが期待される」とか、「第三者委員会に期待される活動の水準は、独立当事者間の企業買収の場面において」「対象会社の取締役<sup>(26)</sup>に求められる活動の水準と同程度のものであることが望ましい」等と述べるものがあるが<sup>(24)</sup>、この見解も、独立当事者間取引を基準として利益相反回避措置について検討しようとするものであると一応は整理できよう。<sup>(25)</sup>そして、より具体的には、第三者委員会の「権限」として、①公開買付者<sup>(26)</sup>との協議及び

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察  
交渉の権限、②独自にアドバイザーを選任する権限が付与されることに注目すると共に、公開買付者との間で積極的に協議及び交渉を行う（かつ、公開買付者から段階的に公開買付価格の引上げという譲歩を引き出していく）というような積極的な「活動」が注目に値する、等と述べた上で、（各事件における MBO 等における利益相反性の程度の差異についても併せて考慮した上ではあるが、）そのような権限が付与され、そのように活動をした第三者委員会は、「有効に機能し、独立当事者間の企業買収の場面において、対象会社の取締役役期待される役割とほぼ同様の役割を果たしたと評価することは可能であろう」と指摘する<sup>77)</sup>。<sup>78)</sup>

### 3 本稿の問題意識と課題の設定

2において紹介したように、わが国においては、MBO 等における利益相反回避措置の検討に際して「独立当事者間取引」を基準とする見解が支配的になりつつあるように思われる。さらに、そのような状況において、2において紹介した見解に係る論者は、「第三者委員会がその期待される役割を果たすためにはどのような要件が備わっていることが必要かという観点に基づきながら、第三者委員会の有効性を評価するための基準について、可能な限り明確化していく試みが必要であろう」と述べる<sup>79)</sup>。

この点について、独立当事者間取引を基準として MBO 等における利益相反回避措置を検討し、ひいてはそのうちの一つである第三者委員会の有効性を評価するための基準を明確化しようとするのであれば、その前提としてまずは、独立当事者間取引と MBO 等との比較を可能な限り詳細に行った上で、その差異を明確に認識しなければならないはずである。しかし、独立当事者間取引と MBO 等との比較がこれまで十分になされてきたとは必ずしも言えないように思われる<sup>80)</sup>。

そこで、本稿は、そのような問題意識の下、当該比較を行い、（その一

部ではあるが)当該差異を明確に認識することを試みる。その上で、独立当事者間取引において行われている措置について認識した上で、当該取引を基準とする等して、第三者委員会に対してどのような「権限」を付与すべきということになるのか(Ⅱ1・2)、さらに、当該権限を「実効的に機能させる」に際してどのような運用を行うべきであるということになるのか(Ⅱ2)について検討する。加えて、そもそも独立当事者間取引を基準として利益相反回避措置についての検討を行う際には、どのような前提が満たされるべきということになるのか(Ⅱ3)についても考察する。<sup>303)</sup>

## Ⅱ 独立当事者間取引と MBO 等との差異

### 1 保有する情報に係る差異

第一に、独立当事者間取引と MBO 等とのいずれにおいても各当事者が保有する情報には著しい差異があり、独立当事者間取引においてその差異を解消するために行われている措置等について認識した上で、MBO 等における利益相反回避措置について検討する必要がある。

#### (1) 独立当事者間取引として「友好的買収」を想定した場合との比較

##### (a) 友好的買収

##### (i) 対象会社の取締役会による承認を通じた対象会社の株主の保護

まず、独立当事者間取引として、いわゆる「友好的買収」<sup>303)</sup>をまずは想定した場合に、当該取引において株式の(実質的な)「売り手」とであると評価できる「対象会社の株主」は、当該取引のうち組織再編等について承認<sup>304)</sup>するに際して、組織再編等の対価その他の条件について買収者(株式の(実質的な)「買い手」と)との交渉等を行う「対象会社の取締役会」<sup>305)</sup>によって保護されることになる<sup>306/307)</sup>。

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

なお、(第一段階目に) 対象会社株式の公開買付けが行われる場合には、「買収を実現するに際して対象会社の取締役会の承認を得ることは要求されていない」。もっとも、「現実には、買収者によるデューデリジェンスを実施する必要や、対象会社の従業員等の反発を避ける必要から」、「事前に対象会社の取締役会の承認を得ることがほとんどである」とされている<sup>333)</sup>。<sup>40)</sup>

(ii) 対象会社の取締役会による承認に際して用いられる情報と DD

「売り手」側である対象会社の取締役会は、当然のことながら①当該対象会社(の株式)の企業価値(本質的価値)に関連する情報(以下「①の情報」という)に基づいて(を保有しながら)、特に買収の対価について当該買収者と交渉等を行うことになる<sup>40)</sup>。この場合、当該情報については、当該取締役会の方が、株式の「買い手」である買収者よりも圧倒的に多くかつ正確なものを保有している、とまずは想定されよう。そして、当該情報について「売り手」と「買い手」との間にそのような「情報の非対称性」が存在しているからこそ、これを解消するために、「買い手」によるデューデリジェンス(以下「DD」という)<sup>42)</sup>が行われるのである<sup>43)</sup>。他方で、現実には対象会社の実態や企業価値について十分に把握しているのが当然とは限らない「売り手」が、「対象会社(自社)の適正価値を把握し、価格や条件交渉において何が論点になるかを事前に把握する」ために、売り手の立場から「対象会社」に対して DD を実施する(「セラーズ DD」)場合もあるようである<sup>44)</sup>。

また、以上に関連して、「相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足る特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率

は公正なものとみるのが相当である」としたテクモ事件に係る最高裁決定<sup>45)</sup>を引用し、同決定が、独立当事者間（のM&A）取引においては、「企業価値の増加分」の「分配方法」について、取締役・多数派株主の判断を原則として尊重する立場を明確にしている、と述べる見解がある<sup>46)</sup>。この点について、企業価値の増加分の分配方法に係る判断が尊重されることからすれば、実際にも対象会社の取締役会が当該判断を行った、ということが前提にされているものと考えられる。そして、当該判断に際しては、そもそも企業価値の増加分が「いくらであるか」についての検討も必須になるであろう<sup>47)</sup>。

そして、当該検討は、①の情報のみならず、（会社法、金融商品取引法、金融商品取引所規則等に基づき開示された一般に入手可能な情報も含めて）②相手方会社（の株式）の企業価値（本質的価値）に関連する情報（以下「②の情報」という）及び③それらを基礎としたシナジー等<sup>48)</sup>に関連する情報（以下「③の情報」という）に基づいて行われるものと考えられよう<sup>49)</sup>。また、このことに関連して、「株式対価の合併や株式交換などの場合には、合併比率や交換比率などを相対評価で決定しなければならないこともあり、各当事会社がそれぞれ相手方の」DD「を行うことも少なくない」と言われている<sup>50)</sup>。このような場合には、当該DDによって（一般に入手可能な情報等より正確な）<sup>51)</sup> ②及び③の情報を「互いに」取得するということになると思われる。

## (b) MBO 等

(i) 対象会社の取締役会の代わりとなる第三者委員会による株主の保護  
他方で、MBO等においては、対象会社株式の（実質的な）「買い手」である対象会社の経営者<sup>52)</sup>又は支配株主は、当該場面において資金の流出をできる限り抑えたい等と考えるであろう（I 1 参照）。確かに、この場合には、株式の「買い手」は、MBO 等を行う経営者又は支配株主であり、

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

対象会社の取締役会とは形式的には異なる存在である。したがって、MBO 等においても、独立当事者間取引の場合と同様に、対象会社の取締役会が組織再編等や公開買付けについて承認<sup>55)</sup>するに際して、その対価その他の条件についての交渉等を行うことによって、株式の「売り手」である対象会社の株主を保護することを期待できるようにも思われる。

しかし、(通常はそうであると思われるように、)対象会社の取締役(の大半)が、株式の「買い手」である MBO における(対象会社の経営者を母体とした)公開買付者や支配株主に出資することを予定している(又は出資している)場合、MBO 等後も対象会社の取締役に就任することを予定している場合、公開買付者等における取締役に兼任している場合等には、MBO 等について利害関係を有していると考えられ、対象会社の取締役会に対してそのように期待することができない可能性が高いと一応は言えよう<sup>54)</sup>。また、そのような意味での利害関係を有していない取締役が多いとしても、それらの取締役が、MBO 等を行う対象会社の非常に影響力のある経営者又は支配株主の意向に沿って選ばれている場合には、同様であることが懸念されるかもしれない<sup>55)56)</sup>。しかも、MBO 等を行う経営者又は支配株主が、そのような対象会社の取締役会等を通じて、対象会社の(内部)情報を取得している場合には<sup>57)</sup>、まさに MBO 等の問題点である、対象会社株式の市場価格がその本質的価値よりも低くなっているタイミング又は低くなるよう誘導した直後のタイミングで、当該市場価格に若干のプレミアムを上乗せした価格を(少数)株主に提示する可能性が懸念されることになる(I 1 参照)。なお、この場合に、株主は、「売り手」であるにもかかわらず、「買い手」である MBO 等を行う経営者又は支配株主及び対象会社の取締役会よりも多くかつ正確な情報を保有している、という状況を想定することもできないであろう。<sup>58)</sup>

そこで、I 2(2)で紹介した見解は、独立当事者間取引を基準として、対

象会社の取締役会の代わりとなる第三者委員会を設置し、「買い手」であるMBO等における経営者又は支配株主と特にMBO等の対価について交渉等を行わせることによって、「売り手」である株主を保護することを期待する、というのであろう。<sup>59)60)</sup>

(ii) これまでの見解における第三者委員会が十分な情報を得る態勢

(i)において述べた状況において、次に問題になるはずであるのは、「売り手」側である第三者委員会は、特にMBO等の対価について交渉等を行うに際して必要な「情報」をどのようにして取得するのか、という点である。「売り手」である対象会社の株主ほどではないにせよ、「買い手」である対象会社の経営者又は支配株主及び対象会社の取締役会と比較すれば、第三者委員会が保有している情報は少なく、正確なものではない、という状況にある場合もあるかもしれないため<sup>61)</sup>、この点を明確にしておく必要がある<sup>62)</sup>。

この点について、例えば、「第三者委員会の組織・権限という点では」、MBO等「に関して交渉または判断するのに必要な程度の十分な情報を得る態勢が整っていることが求められる」という見解がある<sup>63)</sup>。そして、当該見解は、具体的な態勢として、第三者委員会が、独自にアドバイザーを選任し、当該アドバイザーに情報収集を行わせた上で、当該アドバイザーと直接連絡を取りながら情報交換を行い、その手助けを受け、買収提案の審査や買収者との交渉を行う、というものを挙げている（(c)(i)(ウ)参照）。加えて、取引に利害関係を有する取締役からの取引に関する情報開示についても、第三者委員会にとっての、取引に関する情報源として考えているようである（(c)(i)(イ)参照）。

(c) 第三者委員会の情報に係る権限等についての検討

(i) これまでの見解（(b)(ii)）に係る検討

確かに、(b)(ii)において紹介した見解が述べるように、第三者委員会が、

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

取引に利害関係を有する取締役から取引に関する情報開示を受けると共に、独自のアドバイザーを通じる等して積極的に情報収集を行うことで、MBO 等「に関して交渉または判断するのに必要な程度の十分な情報を得る態勢」を整えることは必要であろう。しかし、当該見解等には、第三者委員会の有効性を評価するための基準（I 3 参照）としては、依然として不明確な部分があると共に (ア)ウ)、挙げられている具体的な態勢等が十分なものと評価できるのか (イ)ii) という問題があるように思われる。以下では、(a)ii) において独立当事者間取引について述べたこと等に鑑みて、当該問題について検討する。

ア 「交渉または判断するのに必要な程度の」「情報」とは何か？

(b)ii) において紹介した見解は、MBO 等「に関して交渉または判断するのに必要な程度の十分な情報を得る態勢が整っていることが求められる」と述べている<sup>64)</sup>。しかし、当該態勢について具体的に検討する以前に、そもそも「交渉または判断するのに必要な程度の」「情報」とはどのようなものであるのかが不明確である、という問題がある。この点が明確でなければ、実際に MBO 等において整えられた態勢が十分なものであるかどうかは判断できないであろう。(わが国において支配的になりつつあるように思われる見解（I 2 (2) 参照）に従った上で）独立当事者間取引を基準としてその点を検討するのであれば、以下のようなのではないだろうか。

すなわち、I 2 (1) で紹介したように、MBO 等が「公正な手続を経て行われたと認められる場合は」、「企業価値を増加させ、かつ、企業価値の増加分を公正に分配するものであること」が前提とされる、と述べる考え方がある。当該考え方に依拠し<sup>65)</sup>、(a)ii) において独立当事者間取引について述べたことも併せて考えるのであれば、「交渉又は判断するのに必要な程度の」「情報」というのは、「企業価値の増加分」がいくらであるか及びその前提としての「各企業価値」がいくらであるかについて検討するための

情報であり、具体的には、①乃至③の情報である、ということになるのではないか<sup>66)67)68)</sup>。

(イ) 現行の情報開示規制によって第三者委員会が「十分な情報」を得る態勢を整えることが可能なのか？

次に、MBO 等「に関して交渉または判断するのに必要な程度の十分な情報を得る態勢」に関連して、(b)(ii)において紹介した見解が、第三者委員会にとっての、取引に関する情報源として挙げている、取引に利害関係を有する取締役<sup>69)</sup>からの取引に関する情報開示によって、第三者委員会が当該態勢を整えることが可能であるのかについて、(ア)において述べたこと等を前提にして検討する。

そもそも当該見解は、当該情報開示を挙げるに当たって、わが国への示唆を得るためにアメリカ法を参照し、具体的には、SEC Rule 13e-3 に言及している。<sup>70)</sup> わが国において当該 Rule における情報開示項目に相当する項目の情報開示を要求しているものとしては、会社法及び金融商品取引法による開示<sup>71)</sup>がある他、それらの開示における項目の大部分と重複しているものの、より詳細に開示事項を定めている部分もある、東京証券取引所による適時開示規制に基づく適時開示<sup>72)</sup>も挙げられよう。

この点について、そもそも取引に利害関係を有する取締役は、「対象会社」の取締役会における MBO 等に係る審議及び決議に参加すべきではない、ということになろう<sup>73)</sup>。そして、実際に参加しないのであれば、例えば、第一段階目として公開買付けを用いた MBO 等の場合であれば、当該取締役が当該審議等に参加しない状況においてその内容が決定されることになろう「対象会社」側からの情報開示（意見表明報告書<sup>74)</sup>・公開買付け等に関する意見表明等に係る適時開示<sup>75)</sup>）ではなくて、「公開買付者」側からの情報開示（公開買付届出書<sup>76)</sup>・公開買付け又は自己株式の公開買付けに係る適時開示<sup>77)</sup>）が、当該取締役からの取引に関する情報開示に該当す

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察  
るものであるとまずは考えられる。当該情報開示においては、「買付け等の  
価格」の「算定の基礎」「算定の経緯」を記載するよう要求されている。  
具体的には、「買付価格の算定根拠を具体的に記載し、買付価格が時価と  
異なる場合や当該買付者が最近行った取引の価格と異なる場合には、その  
差額の内容も記載すること」、「算定の際に第三者の意見を聴取した場合に、  
当該第三者の名称、意見の概要及び当該意見を踏まえて買付価格を決定す  
るに至った経緯を具体的に記載すること」等とされている<sup>79)</sup>。そして、以  
上に基づいて、実際の情報開示においては、当該第三者が株式価値算定書  
を作成する際に考慮した点や、対象会社への DD の結果、対象会社との関  
係強化によって生じるシナジー効果等による対象会社の業績向上への期待、  
協議・交渉の結果等を総合的に勘案し、買付価格が決定されたことが記載  
されることもある<sup>79)</sup>。

しかし、「具体的数値」としては、当該算定書において記載されている、  
各算定手法によって算定された対象会社の 1 株当たりの株式価値の範囲や  
買付価格が中心であり、DCF 法が用いられる場合であれば、その算定の基  
礎となった、①乃至③の情報のうち特に重要な、対象会社の財務予測、公  
開買付者の財務予測、シナジー等に係る企業価値の増加分の金額とそれら  
の内訳等は明らかにされないように思われるし、明らかにするよう明確に  
要求されてもいない<sup>80)81)</sup>。

また、それらの数値が明らかにされるとしても、第三者委員会が、それ  
らを精査することなく「交渉または判断する」に際して用いることには問  
題がある。なぜならば、そもそも、取引に利害関係を有する取締役、すな  
わち、MBO 等の場面において資金の流出をできる限り抑さえたい等と考  
える対象会社の経営者等であれば、悲観的なシナリオ等に基づいて作成し  
たそれらの数値を開示する可能性もあろう<sup>82)</sup>。そして、(いくら情報の「量」  
があっても) 第三者委員会がそのような情報を精査することがなければ

(情報の「質」の問題があり)、対象会社(の株式)の企業価値(本質的価値)等を低く算定することになりかねず、当該算定結果に基づいて、MBO等を承認する方向にバイアスをかけられた状態で「交渉または判断する」という事態に至ることが懸念されるからである。<sup>83)84)85)</sup>

加えて、以上の情報開示は、MBO等を実施するために実際に公開買付けが開始されるに際して、公開買付者から、株主を含む投資家に対してなされるものであろう。したがって、第三者委員会が、当該情報開示を受けることによって、そのような公開買付けが開始される前の段階から交渉等を行うに際して必要となる情報を取得することはできないように思われる。

(ウ) 第三者委員会(の独自のアドバイザー)による情報収集に際してはどのような権限が必要か?

第二に、(b)(ii)において紹介した見解は、第三者委員会が、独自にアドバイザーを選任し、当該アドバイザーに情報収集を行わせた上で、当該アドバイザーと直接連絡を取りながら情報交換を行い、その手助けを受け、買収提案の審査や買取者との交渉を行う、という態勢を挙げている<sup>86)</sup>。しかし、そもそも当該アドバイザーや第三者委員会が①乃至③の情報をどのような権限でもって収集する、と考えているのかについてが不明確である。

この点について、(a)(ii)において前述したように、独立当事者間取引(友好的買収)においては、①の情報について「売り手」と「買い手」との間に「情報の非対称性」が存在しているからこそ、これを解消するために、「買い手」によるDDが行われる。そのような独立当事者間取引を基準としてMBO等における利益相反回避措置について検討を行うのであれば、「買い手」であるMBO等を行う経営者又は支配株主と比較して保有している情報が少なく、正確なものではないという状況にある場合もあるかもしれない「売り手」側である第三者委員会に「対象会社」に対してDDを行う権限を少なくとも原則として付与し、当該権限を行使することによ

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

て①の情報の収集を行わせるべきである、ということになる<sup>87)</sup>。なお、(b)(ii)において前述したように、情報の非対称性が存在するとはいえ、独立当事者間取引の場合とは対照的に、MBO 等の場合には「売り手」側である第三者委員会が保有している情報の方が少なく、正確なものではない、という状況にある。この点について、(a)(ii)において前述したように、独立当事者間取引においても、売り手の立場から対象会社に対して DD を実施する（「セラーズ DD」）場合もあるようである。当該セラーズ DD の存在を踏まえれば、「売り手」側の情報の方が少なく、正確なものではないからこそ、対象会社に対する DD がより重要となるのであり、そうだとすればやはり第三者委員会に DD 権限を原則として付与するべきである、ということになるのではないだろうか。その上で、実際には、当該 DD 権限を、(ii)(ア)において後述するように第三者委員会が独自に選任したアドバイザーに（第三者委員会の監督の下で）行使させ、①の情報の収集を行わせる、ということが現実的であろう<sup>88)</sup>。

また、(a)(ii)において前述したように、「株式対価の合併や株式交換などの場合には、合併比率や交換比率などを相対評価で決定しなければならないこともあり、各当事会社がそれぞれ相手方の」DD「を行うことも少なくない」と言われており、このような場合には、当該 DD によって②及び③の情報を「互いに」取得するということになると思われる。そのような独立当事者間取引を基準とするのであれば、少なくとも<sup>89)</sup>株式対価が用いられる MBO 等の場合（実際には支配株主による締め出しの場合が多いと思われる）には、組織再編の相手方（実際には「支配株主」が多いと思われる）に対する DD 権限についても第三者委員会に原則として付与すべきであり、その上で、(ii)(ア)において後述するように第三者委員会が雇用した独自のアドバイザーに、（第三者委員会の監督の下で）行使させ、②及び③の情報の収集を行わせる、ということになるのではないだろうか<sup>90)</sup>。

(ii) 第三者委員会（の独自のアドバイザー）による「支配株主」に対する  
DDを対象会社のアドバイザーによるDDで代替することに係る検討

(i)㉗において前述した「支配株主」に対するDDに関連しては、「第三者委員会が検討するM&A取引が、支配株主と対象会社との合併や株式交換のような双務的なものである場合には、対象会社のアドバイザーが対象会社のために支配株主を対象とする」DD<sup>92</sup>「を行っている場合がある」<sup>93</sup>と述べるものがある。

(ア) 代替すること自体についての疑問

当該見解との関係で検討する必要があると考えられるのは、(i)㉗において前述した「第三者委員会」に付与すべきであるということになる。「支配株主」に対するDD権限に基づく「その独自のアドバイザー」によるDDの実施を、「対象会社」のアドバイザーによる支配株主に対するDDの実施で代替するとしても何ら問題がない、と考えることができるのかという点である。

この点について、支配株主に対してDDが真摯に実施されれば、場合によっては、支配株主の企業価値や企業価値の増加分が適正に算定され<sup>94</sup>、当該算定等に基づいて第三者委員会が「交渉または判断する」ことを試みてくることに対応して、DDが実施されない場合と比較して対象会社の少数株主にとって有利な組織再編比率等を支配株主が提示せざるを得なくなる、という可能性もあろう。そうだとすれば、対象会社の取締役会によって雇用されたアドバイザーが、真摯なDDを（対象会社の取締役会の監督の下で）支配株主に対して行うことは必ずしも期待できないように思われる<sup>95</sup>。なぜならば、そもそも、（仮にそれがあるとして）詳細なルールに従って行うよう義務づけられているわけでもないことや時間的制約があること等<sup>96</sup>からすれば、DD自体をどのようにどの程度行うかについては、実際にDDを行うアドバイザーの裁量の余地が大きいであろう。その上、

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

対象会社のアドバイザーについては、①買収に係る成功報酬形態が採用されている場合がある<sup>97)</sup>、②将来の顧客獲得を狙って、雇用主寄りの DD を作成するというインセンティブを有している、③アドバイザーを選択するのは雇用主であり、雇用主である対象会社の取締役会が望む結論を導出するバリュエーションを行うことになるであろう DD を行うアドバイザーが選択される等の問題（「利益相反性に係る問題」）が懸念される。当該裁量の余地と利益相反性に係る問題とが結びつくことで、支配株主の意向によって選任されるであろう取締役（(b)(i)参照）により構成される対象会社の取締役会寄り、ひいては、支配株主寄りの DD が行われる（すなわち、支配株主が、少数株主にとって不利な組織再編比率等で支配株主にする締め出しを行うことができるように、真摯な DD が行われたい）ことが多くなると予想されるように思われるからである。

他方で、支配株主の影響力はないと一応は言えるであろう<sup>98)</sup> 第三者委員会が独自のアドバイザーを選任する（という実務が今後定着する）のであれば、少なくとも支配株主寄りの DD が行われることがなくなるのが期待されるという意味で、利益相反性に係る問題のうち特に②及び③の点<sup>99)</sup>が（いずれは）解消されると思われる。また、（当該問題が十分に解消されないとしても、併せて）そのような第三者委員会の監督の下で DD を行わせることで裁量の余地についてある程度対処することも期待できよう。<sup>100)</sup> したがって、(i)(ウ)において前述したとおり、「支配株主」に対する DD 権限についても第三者委員会に原則として付与すべきであり、その上で、第三者委員会が雇用した独自のアドバイザーに（第三者委員会の監督の下で）実施させ、②及び③の情報の収集を行わせるべきということになるのではないだろうか<sup>101)(102)</sup>。

また、少なくとも各当事者が「互いに」DD を行う独立当事者間取引と形式的に比較してみても、支配株主による締め出しにおいて「売り手」側

である「第三者委員会」とは反対当事者である「買い手」としての支配株主の側であることが懸念される「対象会社」のアドバイザーが、同じ側の「支配株主」に対する DD を行う、という状況には疑問がある。

(イ) 代替するとして DD の検証を不要と考えることについての疑問

関連して、当該見解は、対象会社の財務アドバイザーが作成した株式価値算定書に係る検証に関する専門的知識を有している者が第三者委員会の中にいれば、(第三者委員会として独自の株式価値算定書を取得することは必須というわけではなく、) 当該委員が専門家の視点から当該株式価値算定書を検証することになる、と述べているようである<sup>100)</sup>。

この点について、DD に関連して(ア)において前述したように、対象会社のアドバイザーについては利益相反性に係る問題が懸念される。また、株式価値算定書の作成に際してのバリュエーション作業には主観性が入り込むという問題等によって、財務アドバイザーが機会主義的に行動することを可能にする裁量の余地が作り出され、利益相反性に係る問題と結びつくことで、雇用主である対象会社の取締役会寄り、ひいては、支配株主寄りの株式価値算定書が作成されることが多くなると予想される<sup>101)</sup>。したがって、対象会社のアドバイザーが作成した株式価値算定書に係る検証を行う必要があるのは確かである<sup>102)</sup>。

ところが、当該見解は、さらに以下のように述べている。すなわち、「対象会社によって行われた」DD (ア参照) は「主として対象会社の取締役会として当該M&A取引のリスクをどう考えるのかの前提資料となるものである」。「一方で、第三者委員会は、対象会社の取締役と同様の役割を果たす趣旨で組成されたものではなく、あくまで少数株主の利益の擁護者としてM&A取引が少数株主に不利益ではないかを確認するという役割を担うものであるという違い」がある。「このような役割の違いからすれば、第三者委員会が、対象会社の取締役会と同様に」、DD「の結果について事

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察  
細かに審査するという必要は、必ずしもない<sup>100)</sup>。

しかし、「DD において収集・分析された情報は、企業価値の算定（『バリュエーション』という）において活用される。適正なバリュエーションを実施するためには、『バリュエーション』の前に『DD』を実施」する必要があると、<sup>101)</sup>「バリュエーションは最終契約書と並んで、DD の発見事項を反映させる工程の 1 つであり、「一般的には、発見事項について定量化が可能であればバリュエーションに織り込むことになる」という関係にある、とされているところでもある<sup>102)</sup>。そのことを前提にすれば、バリュエーションの結果として作成されることになるであろう株式価値算定書に係る検証に際しては、その前段階の DD に係る検証が相当程度必要になるのではないだろうか。つまりは、(ア)において前述したように、「(対象会社)ではなくて、)「第三者委員会」が雇用した独自のアドバイザーによって、(第三者委員会の監督の下で)「支配株主」に対する DD が行われるべきである、とする必要はないと仮に考えとしても、) 第三者委員会が「対象会社」のアドバイザーによって実施される支配株主に対する DD 「の結果について事細かに審査するという必要は、必ずしもない」とは言えないように思われるのである。

また、当該見解は、前述したように、支配株主に対する DD に基づく対象会社の取締役会の役割と、第三者委員会の役割とは異なる（から、第三者委員会は、対象会社のアドバイザーによって実施される支配株主を対象とした DD 「の結果について事細かに審査するという必要は、必ずしもない」と述べている。（以下、不明確な部分が多いので、推測しながら読むとすれば、) おそらくは、当該 DD に基づき「当該 M&A のリスクをどう考えるのか」を検討することが、対象会社の取締役会の役割である、と考えているのであろう。

しかし、「M&A のリスク」が具体的に何を意味しているのかについて

は明確ではないが、)<sup>100</sup>「支配株主」に対する DD がその検討に際しての前提資料となる、という記述からすれば、「M&Aのリスク」に係る検討というのは、支配株主の企業価値等を過大に算定していないかどうかについての検討を少なくとも「含む」ことになるのではないだろうか。そうだとすれば、対象会社の取締役会による検討は、結果的には、「株式」が対価とされる場合であれば、過大に算定された支配株主の企業価値等に基づいた組織再編比率等が呈示されていないかどうか、ひいては、「M&A取引が少数株主に不利益ではないか」についての検討を実質的に行うに等しい（少なくとも相当重複する）ように思われるのである<sup>101</sup>。

以上からすれば、仮に対象会社の取締役会と第三者委員会との役割が異なるとしても、第三者委員会は、「M&A取引が少数株主に不利益ではないかを確認するという役割」を果たすことにも相当程度関係するのであるから、対象会社のアドバイザーによって実施される DD「の結果について事細かに審査する」べきである、ということになるのではないだろうか。<sup>102</sup>

#### (ウ) 支配株主に対する DD を不要とする事例を問題視しないことについての疑問

加えて、当該見解は、対象会社のアドバイザーによる支配株主に対する DD が「行われた場合」について述べているものであるにすぎず、実際には「支配株主と対象会社との M&A 取引においては」、DD「を不要とする事例も少なくない」とも指摘しており、当該 DD が行われぬという状況を特に問題視していないように思われる<sup>103</sup>。しかし、(i)(ア)において前述したように、第三者委員会が「交渉または判断するのに必要な程度の十分な情報」とは①乃至③の情報であると考えた上で、(ア)において前述したように、（それを行わないものではなく）「互いに」DD を行う独立当事者間取引を基準とするのであれば、（第三者委員会の独自のアドバイザーによるものでなく、対象会社のアドバイザーによるものであるとしても、）支配

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

株主に対する DD を不要とする事例を問題視した上で、原則として必要であるとして要求すべきではないだろうか。そして、(イ)において前述したように、第三者委員会（とその独自のアドバイザー）が当該 DD の結果について「事細かに審査」しながら、第三者委員会（とその独自のアドバイザー）が②及び③の情報を収集する、ということになる。<sup>113</sup>

## (2) 独立当事者間取引として「敵対的買収」を想定した場合との比較

### (a) 敵対的買収

(1)において前述した「友好的買収」の場面とは異なり、「敵対的買収」<sup>114</sup>の場面においては、「買い手」である買収者は、「対象会社」に対して DD 「を行っていない」<sup>115</sup>であろうこと等からすれば、「売り手」側である対象会社の取締役会の方が、「買い手」である買収者よりも圧倒的に多くかつ正確な、①の情報を保有しているのが通常であろう。仮に買収者が対象会社の取締役会と同水準の①の情報を保有しているとしても、当該情報は買収者が自らの費用を負担して取得した情報であるはずであり、そのような情報を開示しなければならないとすると、買収者が費用「をかけて買収対象を探索するインセンティブが失われ、企業価値を高める公開買付けが行われなくなるおそれがある」<sup>116</sup>。また、②及び③の情報にも関連して、「買収者が買収後の利益等の具体的な数値まですべてを開示することは自らの手の内をさらすことになり買収戦略上も困難が生じる」とされている。したがって、「買収者による情報開示にはおのずから限界があ」<sup>117</sup>り、特に②及び③の情報を開示するよう買収者に対して要求する、もし開示しなければいわゆる買収防衛策を発動する裁量を対象会社の取締役会に対して広く認めるべきである、という考え方は一般的に採用されないと思われる。<sup>118</sup>

なお、敵対的買収の場面においては、買収されることを前提にして「売り手」側である対象会社の取締役会が、「買収者」に対して DD を行うこ

とはないであろう。

(b) 第三者委員会の情報に係る権限等についての検討

(a)において前述したことを踏まえて、仮に独立当事者間取引が「敵対的買収」であると想定し<sup>(11)</sup>、それを基準として、MBO等において、「売り手」側である第三者委員会は、特にMBO等の対価について交渉等を行うに際して必要な情報をどのようにして取得するのか、について検討する。

まず、「買い手」であるMBO等を行う経営者又は支配株主は、「買い手」側であることが懸念される対象会社の取締役会を通じて、①の情報を取得する場合に際して（少なくとも直接的には）自らの費用を負担せずに取得している<sup>(12)</sup>、と評価することができようか。そのような評価が可能であることを前提にして、(a)において前述したように「買い手」が①の情報を自らの費用を負担して取得した敵対的買収の場面と比較するのであれば、MBO等の場面においては、「買い手」であるMBO等を行う経営者又は支配株主に対して①の情報を第三者委員会へ開示するよう要求しても構わない、ということになるように思われる。

もっとも、MBO等を行う経営者又は支配株主が、悲観的なシナリオに基づいて①の情報を開示する可能性もあろうから、第三者委員会が、開示された当該情報を精査することなく、「交渉または判断する」に際して用いることには問題がある。したがって、当該情報を精査するためにも、「対象会社」に対するDDを行う権限を第三者委員会に原則として付与すべきであり、実際には、第三者委員会が独自に選任したアドバイザーに行使させるべきであることは前述したとおりである<sup>(13)</sup>。<sup>(12)(13)</sup>

他方で、(a)において前述したように、敵対的買収の場面においては、②及び③の情報については、開示するよう「買い手」である買収者に対して要求する、という考え方は一般的に採用されないと思われることと比較すれば、MBO等において、(MBO等の実施により企業価値が増加する可能

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察性（I 2 (1)参照）を減らすことにもなりかねないから、）②及び③の情報を開示するよう「買い手」である対象会社の経営者又は支配株主に対して要求するべきである、ということにはならないとも思われる。関連して、(a)において前述したように、敵対的買収の場面においては、「買い手」である買収者も「対象会社」に対する DD を行わないし、買収されることを前提にして「売り手」側である対象会社の取締役会が「買収者」に対して DD を行うことはないであろう。そのことを踏まえれば、MBO 等において、②及び③の情報を収集させることを目的として、「（対象会社の経営者を母体とした）公開買付者」や「支配株主」等に対する DD 権限を第三者委員会に付与すべきである、ということにはならないように思われる。ひいては、第三者委員会は、支配株主の企業価値や企業価値の増加分を算定する際には、（対象会社の経営者を母体とした）公開買付者や支配株主等に係る一般に入手可能な情報等に基づくほかない、ということになる。<sup>029</sup>

### (3) 小 括

以上、独立当事者間取引と MBO 等とのいずれにおいても各当事者が保有する情報には著しい差異があり、独立当事者間取引においてその差異を解消するために行われている措置等について認識した上で、MBO 等における利益相反回避措置について検討した。具体的には、独立当事者間取引を基準とする等して、第三者委員会に対して各 DD 権限を原則として付与すべきこと等を明らかにし、第三者委員会の有効性を評価するための基準をより明確化することを試みた。

## 2 承認権限の実効性に係る差異

第二に、独立当事者間取引と MBO 等においては、「買収対価その他

の買収条件」(以下便宜的に「対価」という)を受け入れるどうか(以下「承認する」かどうかという)<sup>125)</sup>に係る権限(以下「承認権限」という)を対象会社の取締役会が行使する際に、その行使が実効的に機能するかどうかについてある程度差異がある、という点をあらためて認識する必要がある。

まず、MBO等においても、基本的には、対象会社の取締役会が承認権限を有していると整理できる<sup>126)</sup>。また、「買い手」であるMBO等を行う経営者又は支配株主は、対象会社の取締役会とは形式的には異なる存在であることからすれば、当該取締役会が「売り手」である株主を保護するよう当該承認権限を行使することを期待することができなくはないにも思われる。しかし、実質的にみれば、1(1)(b)(i)において前述したように、「買い手」側であることが懸念される対象会社の取締役会が株主を保護するよう当該承認権限を行使することを期待することはできない、すなわち、その行使が実効的に機能するかどうかは疑わしい。

以上に関連して、12(2)において紹介した見解は、独立当事者間取引を基準として、対象会社の取締役会の代わりとなる第三者委員会を設置し、「売り手」である株主を保護することを期待する、というものであると整理できよう(1(1)(b)(i)参照)。そして、これまでの見解においては、一方では、そのような第三者委員会に対して承認権限を付与すべきである、と明確に述べているものもある<sup>127)</sup>ところ、他方では、明確には述べていない見解も多い<sup>128)</sup>。<sup>129)</sup>この点について、独立当事者間取引を基準とするのであれば、少なくとも原則として以下のようなと思われる。

まず、1(1)(a)(i)において前述したことからすれば、独立当事者間取引のうち友好的買収<sup>130)</sup>においては、対象会社の取締役会は基本的には、承認権限を有している、と整理できよう。しかも、当該権限の行使が実効的に機能するからこそ、対象会社の株主が保護されることを期待できる、という

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察  
ことになるのであろう。また、実効的に機能したことの結果として、買取  
の対価が承認されなければ、買取者は、(敵対的買取という状況に至るこ  
とを嫌忌する限りは、) 買取を断念することになると考えられる。

そのような取引を基準とするのであれば、MBO 等において、(前述した  
ように対象会社の取締役会が行使するのであれば実効的に機能するかどう  
かが疑わしいであろう) 承認権限を、第三者委員会に対して付与すべきで  
ある、ということになりそうである。

また、当該権限の行使が実効的に機能するように、MBO 等の対価が承  
認されなかった場合には、対象会社の経営者又は支配株主が、MBO 等を  
断念する<sup>(40)</sup>、という状況を構築する必要があるのではないだろうか。その  
方法の一つとして、具体的には、まずは①対象会社の「取締役会が第三者  
委員会から得た答申を最大限尊重することをも決議することで、第三者委  
員会の判断に従って」MBO 等の対価を承認するかどうかを決定すること  
を「事前に宣言しておくこと」<sup>(41)</sup>が挙げられよう。その上で、第三者委員会  
によって承認されなかった場合には、対象会社の取締役会は、②組織再編  
等においては、合併契約の締結等を行わない、ということが求められる。  
そして、その場合には、対象会社の経営者等は MBO 等を断念せざるを得  
ない、ということになる。また、③公開買付けにおいては、対象会社の  
取締役会は、応募しないことを勧める旨の意見表明を行うことを対象会社  
の経営者等に対して予告する、ということが求められる。もっとも、その  
ような意見表明が行われたとしても、対象会社の経営者等は公開買付けを  
開始することができない、というわけではない<sup>(42)</sup>。したがって、そのよう  
な意見表明が行われることが予告されていたにもかかわらず、対象会社の  
経営者等が MBO 等を断念せずに、公開買付けを開始し(実際に当該意見  
表明がなされる状況において)、最終的には、第二段階目として全部取得  
条項種類株式等が用いられることで MBO 等を実施することも、その状況

等次第では不可能ではないかもしれない<sup>109)</sup>。そこで仮に実施されることとなった場合には、MBO等の対価について不満のある株主が頼りうる救済措置（I 2(1)参照）において、裁判所は、MBO等における利益相反回避措置の一つである、第三者委員会による承認権限が実効的に機能しなかったとして<sup>110)</sup>、（原則として対価を下回る価格を「公正な価格」とは決定しない等のようにして）株主を有利に扱うという運用を行うべきということになる<sup>111)</sup>。このような運用の下では、資金の流出をできる限り抑えたい（と考えているはずの）対象会社の経営者等であれば、結果的に多額の資金が流出してしまう事態に至りかねないこと等を嫌忌して<sup>112)</sup>、第三者委員会によって対価が承認されなかった場合、すなわち、応募をしないことを勧める旨の意見表明が行われることが予告された場合には、公開買付けを開始しない、すなわち、MBO等を断念することが予想されるように思われる。<sup>113)114)</sup>

### 3 買い手に係る選択肢を有する可能性についての差異

第三に、独立当事者間取引（及びMBO）と支配株主による締め出しとの間には、買い手に係る選択肢を有する可能性について差異があることを認識する必要がある。そして、当該差異の存在に鑑みれば、そもそも独立当事者取引を基準として支配株主による締め出しにおける利益相反回避措置について検討を行う際には、一定の前提が満たされる必要があることが明示されるべきである。

#### (1) 独立当事者間取引及びMBO

##### (a) 利益相反問題が懸念されない友好的買収

利益相反問題が懸念されない友好的買収<sup>115)</sup>においては、ある買収者から買収の提案を受けた対象会社の取締役会（「売り手」側）は、当該提案に

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

ついて検討しながらも、自ら他の買収者を探し出すことができないわけではない。また、そのような買収者が自発的に出現することもありえよう<sup>(40)</sup>。つまり、この場合において、対象会社の取締役会は「買い手に係る選択肢」を有する可能性があるのである<sup>(41)</sup>。

#### (b) 利益相反問題が懸念される友好的買収

もっとも、友好的買収においても、対象会社株主と取締役との間には潜在的な利益相反問題が懸念される、という指摘がある。すなわち、わが国においても「友好的買収の場面において、買収対象会社の取締役は、株主の利益のために行使すべき買収対象会社の交渉力を利用して、買収後の会社における役職の確保や、何らかの報酬関連の利益の確保などの形で、本来は株主が享受すべき利益の一部を自らの手中に収めてしまう可能性が存在する」等とされる<sup>(42)</sup>。

当該指摘は、当該買収においては、対象会社の取締役会が株主を保護するよう機能することは期待できない可能性がある、というものであろう。本節の文脈では、(a)において述べたように、対象会社の取締役会が「買い手に係る選択肢」を有する可能性があるとしても、その可能性を排除しかねない行動をすること等が懸念される、ということになると考えられる。特に問題になりうる行動の一つは、(株主にとって有利な)他の買収提案(他の買収者)を排除する機能を有する、いわゆる取引保護条項<sup>(43)</sup>を(対象会社の取締役会が選択した特定の)買収者との間の買収に関する契約の中であわせて締結するというものである<sup>(44)</sup>。現時点では取引保護条項の法的効力を正面から制限した公表裁判例は見当たらないが、当該効力について一定の制限を設けるべきではないかという議論が行われ始めている、ともされている<sup>(45)</sup>。今後そのような制限が設けられるのであれば、他の買収者が出現する可能性、すなわち、対象会社の取締役会が「買い手に係る選択肢」を有する可能性が(ある程度)高められる、ということになる<sup>(46)</sup>。

(c) MBO

(b)において前述した状況は、資金の流出をできる限り抑えたい等と考える対象会社の経営者が（実質的な）「買い手」となることを試みる MBO においても同様であろう。すなわち、対象会社の経営者としては、この場面において、他の買収者が（実際に）出現し、（MBO が頓挫しないまでも、）自身が提案している対価を引き上げざるを得なくなる事態は避けたいと考える可能性があると思われる<sup>100</sup>。そのために、自身の意向に沿って選ばれている対象会社の取締役会に指示する等して、他の買収提案（他の買収者）を排除する機能を有する取引保護条項を（対象会社の経営者を母体とした）公開買付者との間の MBO に関する契約の中であわせて締結させるという行動等をとるかもしれない。

もっとも、「MBO との買付者と対象会社との間で取引保護条項は締結されず、かつ、対抗公開買付者が出現できるよう30営業日以上の公開買付期間が設定されることが一般的である」とも言われている<sup>101</sup>。そうだとすれば、実際の MBO においては、対象会社の取締役会が（その可能性を排除しかねない行動をとることで）「買い手に係る選択肢」を有する可能性が低いことを懸念する必要はそれほどないかもしれない<sup>102</sup>。

(d) 敵対的買収

敵対的買収においても、対象会社の取締役会は、敵対的買収者とは別に、他の友好的な買収者を探し出すこと等ができないわけではないであろうし、そのような買収者が自発的に出現することもないわけではないかもしれない。つまりは、この場合においても、対象会社の取締役会は「買い手に係る選択肢」を有する可能性があるのである<sup>103</sup>。

(e) 小括

(a)乃至(d)において述べた買収のいずれにおいても、（対象会社の取締役会が過度な取引保護条項等を用いない限り、）他の買収者が出現する可能

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

性がある、すなわち、対象会社の取締役会が「買い手に係る選択肢」を有する可能性がある。それは、対象会社の株主の多数がその保有する株式を当該買収者に売却する等の意思がありさえすれば、当該買収者は買収を実施することができるからでもある<sup>(33)</sup>。

そして、特に、実際に他の買収者が出現し、「売り手」側である)対象会社の取締役会が「買い手に係る選択肢」を有することとなった場合(すなわち、当初の提案者を唯一の買収者として当該提案を受け入れるか受け入れないかの選択肢のみしか有しない(買い手に係る選択肢を有しない)のではなくなった場合)には、他の買収者が提案する対価と比較しながら、当初の提案を行った買収者と交渉することができる(交渉せざるをえない)、ということになる。つまりは、他の買収者が提案している対価が、いわゆる BATNA (Best Alternative To Non-Agreement) (の一つ)<sup>(34)</sup>として機能することで、対象会社の取締役会が、当初の提案者である買収者と交渉を強気に進めることができる(進めざるをえない)可能性があるのである<sup>(35)</sup>。結果的には、対象会社の株主は、対象会社の取締役会が「買い手に係る選択肢」を有していない場合と比較して、より多くの対価を受領することができる場合もあるかもしれない。<sup>(36)(37)</sup>

## (2) 支配株主による締め出し

他方で、支配株主による締め出しにおいては、①自身が保有する株式を第三者に売却する等の意思がない支配株主でさえも当該株式を第三者に売却する等の義務を課されることを前提にして、②少数株主が保有する株式を含めた対象会社の全株式を高値で買い取る他の買収者による買収提案を確保する義務を対象会社の取締役会に対して課すべきであるとする見解は(現在のところ)見当たらないように思われる<sup>(37)(38)</sup>。このような状況においては、特に①の義務が課されないことが原因となって<sup>(39)</sup>、対象会社の取

縮役会（ひいては支配株主）に対して対象会社の買収を提案する第三者は、少数株主の多数がその保有する株式を当該第三者に売却する等の意思がある場合であっても、当該買収を実施することはできない<sup>(90)</sup>。したがって、そのような第三者、すなわち、支配株主以外の買収者が出現することは想定しづらい、と言えるのではないだろうか<sup>(91)</sup>。その結果、当該縮め出しにおいては、対象会社の取締役会の代わりとなり「売り手」側となる第三者委員会は、「買い手に係る選択肢」を有する可能性はほぼない、ということになる。そして、その場合には、第三者委員会は、唯一の買収者である支配株主からの提案を受け入れるか受け入れないかの選択肢のみしか有しない状況で、当該提案に係る対価について交渉することができるにすぎない、ということになる。

この点に関連して、I 2(2)において述べたように、独立当事者間取引を基準としてMBO等における利益相反回避措置について検討するべきである、という見解が支配的になりつつあるように思われる。また、MBOと支配株主による縮め出しとは、「利益相反構造等のある」という点で共通しているとして、その利益相反回避措置についても特に区別されずに論じられることも多い<sup>(92)</sup>。しかし、以上において述べたように、独立当事者間取引及びMBOと支配株主による縮め出しの間には、「買い手に係る選択肢」を有する可能性について差異がある。当該差異が、対象会社の株主が受領することができる対価の額の差異に影響があると言えるのならば、当該差異を看過したまま、独立当事者間取引を基準として支配株主による縮め出しにおける利益相反回避措置について区別せずに検討することは困難であると思われる。<sup>(93)(94)(95)</sup>したがって、なおも当該検討を行おうとするのであれば、当該差異を踏まえた一定の前提が満たされる必要があることを明示するべきである。

### (3) 明示すべき一定の前提

すなわち、支配株主による締め出しにおいて、支配株主に対して、少なくとも<sup>(99)</sup> ①の義務を課すべきである（が課される）、という前提である<sup>(100)</sup>。当該前提の下では、当該取締役会の代わりとなり「売り手」側となる第三者委員会は、「買い手に係る選択肢」を有する可能性がある、ということになる。そして、そのような状況であれば、独立当事者間取引を基準として支配株主による締め出しにおける利益相反回避措置について検討することが可能になる、と言えるのではないだろうか。<sup>(101)</sup>

なお、支配株主による締め出しの場合と同様に、独立当事者間取引や MBO においても、対象会社の取締役会が「買い手に係る選択肢」を有する可能性はほぼない、という前提も考えられうるかもしれない。特に、利益相反問題が懸念される友好的買収及び MBO においては、取引保護条項の法的効力に係る制限についての議論等次第では、他の買取者が出現することは想定しづらいということになるかもしれない。また、MBO については、「別の買取者が本件 MBO に代わる対抗提案を行ったとしても、それを」対象会社「取締役会が真摯に検討しないことが予想されるならば、そもそも対抗提案を行う誘因は著しく減少する」上、「取引保護条項の不存在や対抗提案を真摯に検討することの表明などで、対抗買取者に対する信頼を惹起することができるのか」「疑問である」という見解もある<sup>(102)</sup>。しかし、いずれの独立当事者間取引及び MBO においても、他の買取者が出現した事例がないわけではない<sup>(103)</sup>。そのこと等<sup>(104)</sup>を踏まえれば、少なくとも、支配株主による締め出しの場合において、他の買取者が出現することは想定しづらい、というのと同水準までに、他の買取者が出現することは想定しづらい、とは言えないであろう。そうだとすれば、独立当事者間取引を基準として支配株主による締め出しにおける利益相反回避措置について検討することが可能になる、と言えるほどに、独立当事者間取引におい

て対象会社の取締役会が「買い手に係る選択肢」を有する可能性はほぼない、と言えるのかは疑わしいように思われる。

### Ⅲ 結 語

MBO 等における利益相反回避措置の利用状況に着目して、裁判所が「公正な価格」の算定等を行うことは、各当事者にとって有意義であると思われる（Ⅰ 2(1)）。そして、実際に、独立当事者間取引を基準として当該利益相反回避措置を検討すべきと考える見解が支配的になりつつあるように思われる（Ⅰ 2(2)）。

この点について、独立当事者間取引を基準として MBO 等における利益相反回避措置を検討し、ひいてはそのうちの一つである第三者委員会の有効性を評価するための基準について明確化しようとするのであれば、その前提としてまずは、独立当事者間取引と MBO 等との比較を可能な限り詳細に行った上で、その差異を明確に認識しなければならないはずである。しかし、以上において述べてきたように、独立当事者間取引と MBO 等との比較がこれまで十分になされてきたとは必ずしも言えないように思われる。

そこで、本稿は、そのような問題意識の下、当該比較を行い、（その一部ではあるが）当該差異を明確に認識することを試みた。その上で、独立当事者間取引において行われている措置について認識した上で、当該取引を基準とする等して、第三者委員会に対してどのような「権限」を付与すべきということになるのか（Ⅱ 1・2）、さらに、当該権限を「実効的に機能させる」に際してどのような運用を行うべきということになるのか（Ⅱ 2）について検討した。加えて、そもそも独立当事者間取引を基準として利益相反回避措置についての検討を行う際には、どのような前提が満

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

たされるべきということになるのか（Ⅱ 3）についても考察した。<sup>(17)</sup>

本稿が MBO 等における利益相反回避措置についての議論に少しでも貢献できれば幸いである。

※本稿は、JSPS 科研費 15K16967 の助成を受けたものである。

#### 注

- (1) 本稿においては、対象会社について、上場している株式会社であり、主として買収される側であると想定する。
- (2) 本稿においては、会社法第 5 編が規定する、合併、会社分割、株式交換及び株式移転を総称して、「組織再編」という。
- (3) これまでの MBO においては、第二段階目に用いられる手法としては、組織再編よりも、全部取得条項付種類株式が多かった。後掲（注⑧）で引用している裁判例等を参照。以下では、その他に、株式併合、平成 26 年会社法改正により利用可能となった、特別支配株主の株式等売渡請求（会社法 179 条以下）等による手法を包含して、「組織再編等」という。なお、当該売渡請求の手法が利用される予定があることが記載されているものとして、例えば、平成 27 年 6 月 19 日株式会社 ZE ホールディングス公開買付届出書 11 頁等がある。
- (4) 本文中において後述する、支配株主による締め出しは、組織再編のみによって行われることも多い。日興コーディアルグループ事件に係る東京地決平成 21・3・31 金融・商事判例 1315 号 26 頁等参照。
- (5) 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（2007 年）（以下「MBO 指針」という）4 頁～5 頁参照。ただし、「実際には、現在の経営者以外の出資者（投資ファンド等）が個々の案件に応じて様々な形で関与する等、MBO の形態も一様ではな」と言われている。同前参照。

なお、本稿においては、便宜的に、「支配株主でもある経営者」が行う MBO については、MBO には含まないこととし、本文中において後述する、支配株主による締め出しに含むこととする。

- (6) 本稿において支配株主とは、対象会社株式に係る過半数を超える議決権を保有している株主を意味するものとする。過半数を超える議決権を保有する株主であれば、対象会社の取締役を単独で選任することができる。そして、被支配会社の取締役は、支配株主の意向に沿って選ばれるのが通常であると思われる。伊藤靖史「合併比率への不満と株主」法学教室 348 号（2009 年）注⑨（伊藤靖史＝伊藤雄司＝大杉謙一＝齊藤真紀＝田中亘＝松井秀征『事例で考える会社法』

(有斐閣, 2011年) 95頁) 参照。(MBO の場合については, 後掲(注55)及び対応する本文参照。)

なお, 支配株主には, 対象会社である上場子会社を有する親会社も当然含まれる。

(7) 後掲(注57) 参照。

(8) 以下, 本質的価値とは, (MBO 等が行なわれることを前提としない) 対象会社の本質的な企業価値を基にして算定される対象会社株式の価値をいう。なお, 最近の裁判例においては, 例えば, 全部取得条項付種類株式を用いた MBO の場合であれば, 取得日における「株式の客観的価値」という言葉が用いられるが(エース取引事件に係る東京地決平成25・11・6 金融商事判例1431号52頁, セレプレックス事件に係る東京地決平成25・9・17金融商事判例1427号54頁等), 本稿においては, 当該客観的価値は本質的価値と同義であるという前提の下で検討を行うこととし, 以下では, 本質的価値という表現のみを用いることとする。

(9) 「株式」を対価とする場合であれば, 対価となる株式の市場価格と対象会社株式の市場価格とをある程度の基礎とした組織再編比率等が提示されることになろう。関連して, 後掲(注49)を参照。

なお, 確かに, 株式以外, 特に現金が対価とされる場合とは異なり, 株式が対価とされる場合には, (支配株主との間の組織再編について述べれば,) 支配株主と対象会社とのそれぞれの企業価値(ひいては両者に係る株式の本質的価値)に応じて組織再編比率が定められれば, 企業価値の増加分については, この比率で案分されることになり, 少数株主も当該増加分を与ることができる。しかし, 企業価値の増加分の案分以前に, そもそも, 支配株主との間の組織再編においても, 利益相反構造及び情報の非対称性が存在していると言えるのであれば, 支配株主は, 特に, その本質的価値よりも低くなっているタイミング等での対象会社株式の市場価格に応じて, 組織再編比率を決定しようというインセンティブを有していることも問題になりうるはずである。そこで, 本稿では, 支配株主による締め出しには, 株式が対価とされる場合をも含むこととし, 検討の対象とする(すなわち, 本稿における支配株主による締め出しは, いわゆるキャッシュアウト(「支配株主が, 少数株主の有する株式の全部を, 少数株主の個別の承諾を得ることなく, 金銭を対価として取得すること」(坂本三郎=高木弘明=宮崎雅之他「平成二六年改正会社法の解説〔VII〕」商事法務2047号(2014年)4頁参照)と同義ではない)。拙稿「手続的側面を重視した少数株主締め出し規制(一)」法学(東北大学)76巻2号(2012年)36頁~37頁, 拙稿「MBO等に関する適時開示内容とその見直し等についての考察」関西商事法研究会編『会社法改正の潮流』(新日本法規出版, 2014年)233頁~234頁参照。

(10) 以上, 最近の論考として, 白井正和=仁科秀隆=岡俊子『M&Aにおける第三者委員会の理論と実務』(商事法務, 2015年)33頁~34頁〔白井〕, 伊藤靖史

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

＝大杉謙一＝田中亘＝松井秀征『会社法（第3版）』（有斐閣，2015年）375頁〔田中〕等参照。

もっとも、支配株主による締め出しについて、飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務，2013年）93頁は、「支配会社が従属株主を搾取するような条件で企業買収を行う傾向にあるとまではいえないという日本の現状を把握することができ」と述べる（当該見解の基礎となる実証研究については、同前・73頁～88頁等も参照）。また、MBOについては、吉村一男「MBOと少数株主利益」企業会計62巻10号84頁等を参照。

- (1) 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（2005年）9頁、伊藤他・前掲（注⑩）408頁〔田中〕等参照。
- (2) なお、MBOについて、田中亘＝岡田光＝後藤高志「レックスHD事件高裁判決の意義と実務への影響（上）」ビジネス法務2013年12月号（2013年）48頁〔田中〕においては、「取引の過程が公正になされたうえで、かつ、株主もその取引を承認しているとすれば、そのMBOは、独立当事者間の取引と同一視できるとは」とされており、（それが本文中において記した「利益相反回避措置」の中に含まれると考えられているかどうかはともかくとして、）公開買付け（又は、もしあるとすれば株主総会決議）における株主の判断も重視されている。同前「同前（下）」同前2014年1月号（2014年）55頁〔田中〕、田中亘「CS（顧客満足、あるいは消費者余剰）と majority of minority ルール」金融・商事判例1406号（2013年）13頁、白井他・前掲（注⑩）30頁～32頁〔白井〕も参照。
- (3) 「上場株式の場合は、原則として市場株価」を意味するようである。伊藤他・前掲（注⑩）409頁、田中亘「総括に代えて―企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司一辺見紀男編『企業再編の理論と実務―企業再編のすべて』（商事法務，2014年）228頁参照。加えて、「キャッシュアウト取引の場合、通常、現実のキャッシュアウト価格そのものとなろう」とも述べる。同前・222頁，234頁～235頁参照。
- (4) もっとも、増加分の案分のみが問題ではないことについては、前掲（注⑨）参照。
- (5) 以上、伊藤他・前掲（注⑩）409頁～411頁〔田中〕、田中・前掲（注⑬）228頁，230頁参照。
- (6) 後掲（注⑭）及び対応する本文参照。
- (7) 前掲（注⑬）参照。
- (8) 以上に係る詳細については、拙稿(一)・前掲（注⑨）23頁～30頁参照。
- (9) また、株主が頼りうる救済措置のうち、対象会社の取締役に対する損害賠償責任の追及について、今後は、裁判所がMBO等「の場面での対象会社の取締役の善管注意義務違反の有無を判断するに当たり、利益相反回避措置の導入状況などの取引の過程における取締役の行為について評価・検討されることも、

十分に考えられるところである」と述べるものもある。白井他・前掲（注00）53頁〔白井〕参照。

関連して、会社法429条について争われたレックス・ホールディングス事件損害賠償請求事件に係る東京高判平成25・4・17判例時報2190号96頁は、MBOの実施段階において株主であった者との関係で、善管注意義務の一環として、MBO対象会社の取締役の2つの義務（公正価値移転義務・適正情報開示義務）を明らかにした。なお、本判決は、取締役が本件MBOの過程で用いた利益相反回避措置には言及せずに、公開買付価格の低廉性に直接的に踏み込んで判断している、との指摘がある（三苦裕「レックス・ホールディングス損害賠償請求事件東京高裁判決」金融商事判例1422号（2013年）1頁、田中他（下）・前掲（注02）56頁〔後藤〕）。しかし、MBOの過程が公正であったことを基礎付ける事実としてこれまで（主として全部取得条項付種類株式に係る会社法116条1項及び172条1項についての）株式取得価格決定事件（後掲（注08）において引用している裁判例等参照）において認定されてきた、特別委員会の設置等といった措置が本件においては特に見当たらなかったため、何も言及しなかったものであり、本判決が、善管注意義務違反の判断に当たり、取締役が用いた利益相反回避措置について考慮しない立場ではない、とされている（同前〔田中〕）。本判決については、拙稿「MBOにおける取締役の義務と損害賠償責任（平成25年度重要判例解説）」ジュリスト1466号（2014年）112頁～113頁、飯田秀総「レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討〔上〕〔下〕」商事法務2022・2023号（2014年）4頁、7頁等を参照。

また、会社法423条について、シャルレ事件に係る神戸地判平成26・10・16資料版商事法務368号68頁及び大阪高判平成27・10・29金融・商事判例1481号28頁も参照。

②0 MBO等において行われる組織再編等に係る株主総会議決の取消しの訴えにおいても、裁判所は、特別利害関係を有する者が議決権を行使したことによって著しく不当な決議がなされたかどうかを判断するに際して、MBO等における利益相反回避措置に着目するべきである。その理由については、拙稿「特別利害関係人の議決権行使による著しく不当な決議と組織再編の差止」北村雅史＝高橋英治『グローバル化の中の会社法改正』（法律文化社、2014年）234頁以下参照。なお、当該訴えと組織再編の差止請求訴訟（784条の2第1号等）との関係については、伊藤他・前掲（注00）413頁～414頁〔田中〕、田中亘「各種差止請求権の性質、要件および効果」神作裕之ほか編『会社裁判にかかる理論の到達点』（商事法務、2014年）27頁～28頁等参照。

②1 なお、以上は学説の状況についてであるが、裁判例の状況については、以下のように述べるものがある。すなわち、MBO等「の場面では、構造的な利益相反問題に対処するための裁判例の形成を通じた規律に関しては、主として株式買取請求権の行使を通じた裁判例の形成によって、対象会社の取締役に対す

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

る規律付けが徐々に実現しつつあると評価できそうであり、「具体的には、『公正な価格』の算定に際し、公開買付価格（または企業買収の条件等）の形成過程における公正さが審査され、同過程において利益相反回避措置「が裁判所における重要な検討事項の1つとされている」。白井他・前掲（注⑩）92頁及び55頁～91頁〔白井〕参照。また、田中・前掲（注⑬）228頁～229頁も参照。実際の裁判例については、後掲（注⑳）も参照。

㉒ 田中・前掲（注⑬）228頁も参照。

なお、伊藤他・前掲（注⑩）408頁～409頁〔田中〕は、独立当事者間取引に係る「独立」を、「利害関係のない」という意味で用いているように思われる。また、テクモ事件に係る最決平成24・2・29民集66巻3号1784頁（後掲（注④）及び対応する本文）も参照。

㉓ 関連して、後掲（注⑳）参照。

㉔ 白井他・前掲（注⑩）26頁～27頁〔白井〕参照。また、同前・66頁，81頁～82頁，89頁～90頁〔白井〕も参照。

㉕ その他、アメリカにおける議論から示唆を得て、同様に述べる見解として、寺前慎太郎「支配株主による縮出しの場面における特別委員会のあり方」同志社法学65巻5号（2014年）151頁以下がある。

㉖ 白井他・前掲（注⑩）88頁〔白井〕における、MBO 等において第1段階目として公開買付けが用いられた事案（エース取引事件（前掲（注⑳）参照））についての記述であるために、この表現が用いられているが、本稿の文脈においては実質的には「対象会社の経営者又は支配株主」等ということになる。

㉗ 特に、白井他・前掲（注⑩）81頁，82頁，88頁～89頁〔白井〕参照。なお、以上の独立当事者間取引を基準とした利益相反回避措置についての記述との関係が明らかではないが、当該見解はさらにアメリカ法から示唆を得て、第三者委員会の有効性を評価するための基準について検討している。白井他・前掲（注⑩）92頁～120頁〔白井〕参照。

なお、本文中の㉒に係る詳細な考察については、II 1 (1)(c)(i)参照。

㉘ なお、MBOに係る裁判例においては、「利益相反関係に配慮した措置、買付価格についての交渉の有無、経過、旧経営陣の立場等に照らし、MBO が、いわゆる独立当事者間（支配従属関係にない当事者間）において、第三者機関の評価を踏まえ合理的な根拠に基づく交渉を経て、合意に至ったなどと評価し得る事情があるか」（サイバードホールディングス事件に係る東京高決平成22・10・7資料版商事法務322号174頁及び東京地決平成21・9・18金融・商事判例1329号45頁）とか、「利益相反関係を抑制するための一定の措置が講じられており、いわゆる独立当事者間において、第三者機関の株式評価を踏まえるなど合理的な根拠に基づく交渉を経て、合意に至ったものと認めることができる」（エース取引事件に係る東京地決平成25・11・6金融・商事判例1452号52頁）と述べるもの等がある。

29) 白井他・前掲(注00)90頁～91頁〔白井〕参照。

30) 例えば、白井他・前掲(注00)22頁〔白井〕は、「企業買収を実現するためには、対象会社における取締役と株主の双方の同意が基本的には必要となる。取締役の判断だけで買収を実現させることも、株主の判断だけで買収をさせることも、原則としてできない。このように、取締役と株主による二段階の判断枠みを採用していることが、企業買収が行われる場面の大きな特徴であるといえる」と述べた上で、同前・25頁〔白井〕は、「MBOの場面や支配株主による少数株主の縮出しの場面では、対象会社の株主の利益を確保するために設けられている二段階の判断枠組みのうち、第一段階目の取締役にによる判断枠組みが有効には機能しないことが強く懸念される」「ことを踏まえて、構造的な利益相反問題の存在が疑われる取締役に代わり、第三者委員会が対象会社の内部における独立した(交渉および)判断の主体として機能することが期待されるから、対象会社に第三者委員会の設置が必要となる」と述べる。

しかし、その程度の比較では、例えば、整っていることが求められるとされる「当該買収に関して交渉または判断をするのに必要な程度の十分な情報を得る態勢」(後掲(注63))と対応する本文参照)についての検討を十分に行うことはできず、ひいては、第三者委員会の有効性を評価するための基準を明確化することはできないように思われる。詳細については、Ⅱ参照。

31) 後掲(注07)において後述するように、筆者は、独立当事者間取引を基準として利益相反回避措置についての検討することには限界があり、当該基準に全面的に依拠することはできないと考えている。もっとも、当該基準に基づき利益相反回避措置についての検討を行うべきと考える見解が支配的になりつつあるように思われる状況にあることを踏まえて、本稿はまずは当該見解に従って当該検討を行うものである。

関連して、本稿は、主として、当該見解のうち、第三者委員会の理論と実務についての第一人者らによる優れたかつ最前線を示した書であるとされる白井他・前掲(注00)に言及しながら検討を行う。

32) なお、白井他・前掲(注00)121頁〔白井〕は、「第三者委員会による検討・交渉の実質面を重視し、取引の過程において第三者委員会が実際に果たした役割(例えば、同委員会が具体的にどのような活動をし、そのことが公開買付価格または企業買収の条件等の決定にどのような影響を与えたのか)について、詳細な検討をしていくことが望まれる」と述べる。田中・前掲(注03)229頁～230頁も参照。

しかし、実際に果たした役割が期待される水準のものであったかどうかの検討は、そもそも付与された権限を適切に行使したかどうかの検討に等しいと思われる。したがって、その前提として、まずは第三者委員会が付与されるべき権限をより明確化することが必要であろう。本稿は、そのような問題意識からも当該明確化についての検討を試みるものでもある。

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

③ 友好的買収とは、MBO 等を除く買収のうち組織再編等により「買収者・対象会社の双方の経営陣（代表取締役その他の業務執行者）の合意に基づいて行われる」買収をいうものとする。ただし、公開買付けが前置される場合には、そのうちでも「従前は支配株主ではなかった者」「が公開買付けによって初めて支配権を取得し、直後にそれと同額に縮出しを行う」ものをいうこととする。伊藤他・前掲（注⑩）369頁〔田中〕、田中亘「なぜ私は心配のし通して防衛策を好きになれないのか」金融・商事判例1290号（2008年）20頁参照。併せて、前掲（注⑫）及び後掲（注⑬）参照。

また、ここでは、独立当事者間取引として、利益相反問題が懸念されない友好的買収を念頭に置くものとする。後掲（注⑭）及び3(1)(a)参照。

④ 例えば、組織再編のうち合併の場合であれば、合併契約（会社法748条、749条、753条）の締結等を通じて行われることになる。（本稿においては、例えば、合併契約であれば、株主総会決議の前に締結されることを前提にする。森本編・後掲（注⑮）102頁〔柴田和史〕参照。）

なお、「承認」の意義に関連しての、本稿における前提については、後掲（注⑯）参照。

⑤ 例えば、組織再編のうち合併の場合であれば、株式会社である当事会社の代表取締役・代表執行役が、会社を代表して合併契約を締結する（前掲（注⑰）参照）必要があるが、その際には、取締役会設置会社（会社法2条7号）であれば取締役会決議（会社法362条4項）を要する。江頭憲治郎『株式会社法（第6版）』（有斐閣、2015年）854頁参照。

⑥ 関連して、対象会社の取締役（会）は、当該交渉等の場面では、「株主の利益のために忠実に、善良な管理者の注意を尽くして、買収対価その他の買収条件に関する買収者との交渉や決定を行う義務を負うと解すべきであり、取締役が悪意または重過失によりこの義務に違反し、そのために、株式の公正な価値に比して低廉な額で買収が成立した場合には、429条1項により、取締役は株主に対して損害賠償責任を負うと解すべきである」とされている。伊藤他・前掲（注⑱）385頁～386頁〔田中〕参照。この点が争われた裁判例として、例えば、日本興亜損害保険株式会社事件に係る東京地判平成23・9・29判例時報2138号134頁がある。また、「対価の内容が各当事会社にとって満足できるものでないと（高額すぎたり低額すぎたりすると）」、「多くの反対株主から株式買収請求を起こされたり、場合によっては、組織再編の効力が事後に裁判で争われるおそれ」等もある。同前・399頁～400頁〔田中〕参照。

⑦ 他方で、利益相反問題が懸念される友好的買収においては、そのような保護は期待できず、本文中において後述する MBO 等と同様の状況になる、と考えられる。当該買収については、3(1)(b)参照。

⑧ 白井他・前掲（注⑲）20頁～22頁〔白井〕参照。その他、伊藤他・前掲（注⑳）369頁〔田中〕等も参照。この場合に関連して、対象会社の取締役会の承

認が得られずに公開買付けが行われることとなった買収は、敵対的買収ということになるのであろう。後掲（注⑬）参照。「承認」の意義に関連しての、本稿における前提については、後掲（注⑬）参照。なお、本文中において引用した見解における「承認」が、本稿における「承認」と同義であるかどうかは明らかではない。

- ③9 前掲（注③）及び対応する本文にも関連して、対象会社は、公開買付けに対する「意見」（例えば、応募することを勧める、応募しないことを勧める、公開買付けに対して中立の立場をとる、意見の表明を留保する等）を記載した書類（意見表明報告書）を内閣総理大臣に提出しなければならず、当該報告書は、公衆の縦覧に供される（金融商品取引法27条の10、27条の14、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「他社株府令」という）25条及び同条に基づく第4号様式）。そして、当該「意見表明は取締役の職務であり、善管注意義務を尽くして行わなくてはいけないので、「仮にTOBの条件が、何か一般の株主には知らない理由で非常に悪いにもかかわらず、応募に応じるように進めた場合は、任務懈怠の問題が生じうる」という見解がある。田中亘＝清原健「MBO・非公開化取引の法律問題〔後〕」ビジネス法務2007年7月号（2007年）69頁～71頁〔田中〕参照。

また、公開買付けによる買収の対価の額をめぐって買収者と「交渉」する場面については、伊藤他・前掲（注⑩）385頁～386頁〔田中〕が前掲（注③）において引用したことと同様に述べる。

- ④0 組織再編等、公開買付け以外の友好的買収の手法として、対象会社から募集株式の発行等（会社法199条以下）を受けるものがある。ただし、前掲（注③）参照。

- ④1 この際に、情報開示規制とも関連して、対象会社の取締役会は、アドバイザーに株式価値算定書等を作成させることも多いと思われる。例えば、吸収合併の各当事会社は、合併条件の相当性等に関する事項を記載した書面を開示しなければならない（会社法782条1項等）。そして、「上場会社が当事会社である合併の場合には、第三者である専門家（監査法人、金融機関・証券系シンクタンク等）の意見を徴した上で合併条件を決定した旨を記載する例が多い」と言われている。江頭・前掲（注③）866頁参照。また、神谷他・後掲（注⑦）52頁も参照。

もっとも、「組織再編において常に」第三者算定機関の「意見を得なくてはならないものではないだろう。組織再編が当事会社に与える影響が比較的軽微のため、あえてこうした意見をとるまでもないと取締役が判断することはありうることであり、独立当事者間の組織再編においては、そうした取締役の経営判断は原則として尊重されるべきである」と述べる見解もある。田中亘『『公正な価格』とは何か』法学教室350号（2009年）67頁（伊藤他・前掲（注⑥）393頁）参照。

独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

(42) (ビジネス) DD とは、M&A取引において、「当該M&A取引に影響を受ける当事者(主に買い手)が、対象会社の経営の実態および経営環境を調査すること」である。マーバルパートナーズ編『ビジネスデューデリジェンスの実務(第3版)』(中央経済社, 2013年) 4頁参照。

(43) マーバルパートナーズ編・前掲(注42) 6頁～7頁参照。もっとも、「一般に」DD「はこれを行う当事者の権利であっても義務ではないと解されている(このように判示する事例として、東京地判平成18・1・17判時1920号136頁)」とされている。森本滋編『会社法コンメンタル17』(商事法務, 2010年) 219頁〔三苫裕〕参照。関連して、後掲(注66)も参照。

ただし、水野信次=西本強『ゴーイング・プライベート(非公開化)のすべて』(商事法務, 2010年) 230頁は、「相対の売買であれば、株式売買契約において売主に対して表明保証責任を課すことにより一定のリスク回避を図ることも可能であるが、上場会社の公開買付けの場合には、公開買付けに応募する株主に対して、そうした表明保証責任などの買主のリスク回避のための責任を負担させることができないため」、DD「調査を行う要請が強いといえよう」と指摘する。関連して、財務DDが行われた事実等を重視した裁判例として、例えば、日本興亜損害保険株式会社事件(前掲(注66)参照)。

(44) マーバルパートナーズ編・前掲(注42) 330頁～340頁参照。

(45) テクモ事件(前掲(注22))。

(46) その上で、当該見解は、「取締役と多数派株主がM&A取引を承認した以上、当該取引は、意思決定の時点の合理的な判断として、企業価値を増加させるものであったということをも前提としてよい」と述べる。田中・前掲(注43) 225頁～227頁参照。伊藤他・前掲(注40) 409頁〔田中〕も参照。

(47) そもそも「企業価値が増加するかどうか」についての検討も含むであろう。前掲(注46)も参照。

また、以上のような株式買取請求以外に損害賠償責任に係る観点として(「公正な価値」の内容にもよろうが、)前掲(注66)参照。

(48) 企業価値の増加は、シナジーに限らず、対象会社が上場していることに伴う開示等の費用が節減されることによってももたらされうる。田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号(2006年) 78頁等参照。以下では、特に断りのない限り、企業価値の増加の要因を全てまとめて、「シナジー等」という。

(49) 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔中〕」商事法務1876号(2009年) 5頁は、「独立当事者間においては、組織再編条件は、組織再編当事者の企業価値とシナジーなど組織再編による企業価値増加分」(「に加えて、シナジーなどの発生に対する各当事者の貢献度や交渉力など個別具体的な事情」)によって決まると述べる。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『(江頭憲治郎先生還暦記念)企業法の理論〔上巻)』(商事法務, 2007年) 270頁～274頁も参照。当該各企業価値に

関連する情報が①及び②の情報に、企業価値増加分に関連する情報が③の情報に対応する。

なお、株式を対価とする買取における、組織再編比率の算定式については、田中・前掲（注40）66頁（伊藤他・前掲（注6）392頁）参照。藤田・同前及びテクモ事件（前掲（注22））に係る須藤補足意見も参照。

60) 森本編・前掲（注43）218頁～219頁〔三苦〕参照。なお、株式を対価とする場合に限られず、「買い手」と「売り手」とに明確に区分されるような場合も（含めてより一般的に）、売り手側からの買い手側に対する（互いの）DDが必要である、と述べているようにも読むことができるものとして、後掲（注88）参照。また、同前・218頁も参照。

61) もっとも、DD「には時間の制約、強制力の不存在、対象会社担当者のバイアス（迎動的、非協力的など）、密行性に伴う情報収集の限界など各種の制約があり」、DD「を行ったからといって完全な情報収集ができるわけでもな」とされる。森本編・前掲（注43）219頁〔三苦〕参照。

62) ただし、MBOについては、前掲（注5）参照。

63) なお、「承認」の意義に関連しての、本稿における前提については、後掲（注103）参照。

64) 確かに、そのような対象会社の取締役は、MBO等について利害関係を有しているとして、対象会社の取締役会におけるMBO等に係る審議及び決議に参加すべきではない、ということになる。以上、白井他・前掲（注00）199頁～201頁〔仁科〕、水野他・前掲（注43）150頁、179頁～182頁等参照。

しかし、その結果、（以上のような意味で）利害関係を有しないと言える取締役がいるとして、ごく少数では決議はともかく実質的な審議ができないといった場合にも、取締役会に対して本文中において述べたような期待をすることはできないという疑義が生じる可能性がある。白井他・前掲（注00）142頁〔仁科〕及び296頁〔岡〕参照。

なお、本文中において述べた点及び以上の点は、MBOの場合において、投資ファンドが実質的な公開買付者である案件においても（前掲（注5）参照）、同様であろう。

65) 加藤〔中〕・前掲（注49）7頁及び15頁、白井他・前掲（注00）24頁〔白井〕同前・142頁〔仁科〕、前掲（注6）参照。

なお、支配株主による締め出しの場合には、「対象会社のプロパーの取締役」がいるとも指摘されているが（白井他・前掲（注00）197頁〔仁科〕、282頁〔岡〕）、そのような取締役であるといえども、対象会社の株主総会において支配株主による議決権行使を通じて選任されている以上、本文中において述べた懸念とは無縁ではないように思われる。（他方で、第三者委員会の委員については、後掲（注60）参照。）

66) ただし、特に損害賠償責任による規律等が働くことで、このような事態はそ

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

れほど懸念されない可能性もあるかもしれない。前掲（注⑨）等参照。

- 57) 水野他・前掲（注④）230頁は、MBO等の場合、対象会社の経営者や支配株主は、「対象者の経営、財務、その他の企業内容を熟知していることが通常である（から「敵対的な公開買付けなどに比較すると」、DD「調査を行う要請はさほど強くない）」と述べる。また、加藤〔中〕・前掲（注④）12頁も参照。もっとも、「投資ファンドが上場会社を買収するにあたっては、疑似 MBO の形を取ることが少なくない」（前掲（注⑤）参照）が、その理由の一つとして、「MBO の形を取ることにより、現経営陣の積極的な協力が期待できるので、買収前に十分な DD「を行う機会を得て、やはりリスクの軽減をはかることができるからである」と述べる見解もある。三苫裕「マネジメント・バイアウト（MBO）に関するルール設計のありかた」東京大学法科大学院ローレビュー 1号（2006年）37頁参照。また、白井他・前掲（注⑩）177頁〔仁科〕も参照。
- 58) 独立当事者間取引と MBO 等における各当事者が保有する情報「量」の差異については、石綿学「MBO に関する指針の意義と実務対応」商事法務1813号（2007年）8頁、白井他・前掲（注⑩）34頁〔白井〕においても認識されている。そして、石綿・同前 8頁は、この状況を「情報の非対称性の逆転現象」と表現し、「そのため、MBO においては、株主の背景や属性等も十分に考慮して、株主の判断に資するための充実した説明を行うことが必要になる」と述べる。もっとも、「量」だけではなく「質」（正確さ）も問題になり得ることについては、特に(c)(i)(f)参照。

なお、「インサイダー取引規制があるため、ある程度、情報の非対称性は緩和されるが、それでも対象会社の企業価値に関する情報量が取締役ないし親会社と少数株主とでは圧倒的に異なる」と述べるものとして、水野他・前掲（注④）12頁～13頁参照。加藤〔中〕・前掲（注④）11頁～12頁、黒沼悦郎「企業買収ルールとしての公開買付規制」ジェリスト1346号（2007年）30頁も参照。関連して、インサイダー取引規制の実効性については、拙稿「手続的側面を重視した少数株主締め出し規制(二)」法学（東北大学）76巻3号（2012年）119頁も参照。

- 59) 白井他・前掲（注⑩）23頁～26頁〔白井〕、296頁〔岡〕等参照。前掲（注⑩）も参照。
- 60) なお、当然のことながら、第三者委員会の委員は、対象会社の経営者又は支配株主及び対象会社の取締役会からの独立性と適格性とを有していることが必要である。独立性と適格性についての詳細については、白井他・前掲（注⑩）143頁～156頁〔仁科〕等参照。

また、同前・156頁〔仁科〕は、「重要なのは選任される第三者委員が独立性・適格性を有しているか否かであって、誰が推挙した者が第三者委員になったかではない以上、対象会社側が推挙した候補者により第三者委員会が組成されたという理由で、直ちに当該第三者委員会の信頼性が減殺されることにはならな

い」とも述べる。同前・160頁～161頁〔仁科〕も参照。

関連して、「特別委員会の委員としても、単に取締役会の一員として参加するのではなく、会社の売却という重要局面において、個別に特別委員会の委員として選抜されて、独立して検討を行うこととなれば、緊張感を持って注意深く職務に当たることが期待される。特に、その委員が一定の実績を有し、社会的な名声を有しているような者であればなおのこと、自らの名誉にかけてでも、最低限、社会的に恥ずかしくないMBOでなければ承認できないと考えることが多い」という指摘がある。石綿学＝篠原倫太郎＝石川大輝＝高橋悠「MBOにおける特別委員会の検証と設計（下）」金融・商事判例1425号（2013年）3頁～4頁参照。

- (61) 特に、第三者委員会の委員として、弁護士や公認会計士・税理士といった専門的知識を有する者が選任される場合にそのように言えるのではないだろうか。白井他・前掲（注⑩）82頁〔白井〕参照。このような者が選任されることが実務上は通例となっている、と述べるものとして、白井他・前掲（注⑩）153頁～154頁〔仁科〕参照。また、そのような有識者のみが委員となる事例もあることについて、石綿学＝篠原倫太郎＝石川大輝＝高橋悠「MBOにおける特別委員会の検証と設計（上）」金融・商事判例1424号（2013年）8頁参照。

他方で、②及び③の情報についてはともかく、少なくとも①の情報（これらの情報については(a)(ii)参照）に関連しては、第三者委員会の委員が（社外）取締役や監査役である場合には、取締役又は監査役の権限によって（第三者評価機関が適切な意見書等を作成するに当たって必要な会社の）情報を取得することができる、といった見解がある。太田洋＝清水誠「わが国におけるMBOの実務と課題」岩倉正和＝太田洋編『M&A法務の最先端』（商事法務，2010年）479頁参照。

- (62) 関連して、寺前・前掲（注⑤）203頁は、「わが国において、特別委員会が情報収集やアドバイザーの選任をおこなうことについては、それほど問題にならない」と述べる。その意味・理由は明らかではないが、(c)以下で述べるように、それらについては検討されるべきこと等が多数存在する。
- (63) 白井他・前掲（注⑩）27頁〔白井〕参照。
- (64) なお、白井他・前掲（注⑩）27頁〔白井〕は、当該情報が「対価」に係るものを含むかどうかについては明確には述べていない。しかし、第三者委員会に対しての諮問事項に当然に含まれることになる（同前・136頁～137頁〔仁科〕参照）「対価の妥当性」の「検証」に際しては、「対価」に係る情報が必要となるはずである。
- (65) 仮に(b)(ii)において紹介した見解がこの考え方に依拠しないとしても、その旨を明示した上で、「交渉または判断するのに必要な程度の」「情報」とはどのようなものであるのかについて明確にするべきである。
- (66) 前掲（注④）乃至（注⑨）及び対応する本文参照。また、前掲（注⑨）も参

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

照。関連して、前掲（注9）において引用した公正価値移転義務の内容次第では、当該義務の存在も本文中において述べたことの根拠となりえよう。

- (67) なお、③の情報に関連して、MBO の場合には、「企業結合等の場合のような相乗効果（いわゆるシナジー）は発生しない」と考えられている。もっとも、「MBO の場合であれば、インセンティブ構造が変化したことに伴い、MBO において人的な資本を拠出する取締役等の努力」によっても企業価値が増大する可能性があると考えられる。MBO 指針 7 頁参照。
- (68) なお、第三者委員会等が、MBO 等が企業価値を増加させないものであると判断する場合には、（当該 MBO 等は実施されるべきではないと判断するのとなければ、）①（及び②）の情報に基づいて、「交渉または判断する」ことになるとはならないと思われる。
- (69) なお、明示されてはいないが、MBO 等について検討する白井他・前掲（注10）の構成に鑑みれば、「取引に利害関係を有する取締役」のみではなく、「支配株主」についても同様に考えられるものと思われる。また、取引に利害関係を有する取締役については、前掲（注64）及び対応する本文参照。
- (70) 以上、白井他・前掲（注10）27頁、104頁～105頁、115頁～116頁、121頁〔白井〕参照。
- (71) 例えば、組織再編に際しての開示については、吸収合併の場合であれば、前掲（注41）等参照。公開買付けに際しての開示については、本文中の以下を参照。
- (72) 東京証券取引所による適時開示規制については、株式会社東京証券取引所市場部編『東京証券取引所会社情報適時開示ガイドブック（2015年6月版）』（株式会社東京証券取引所、2015年）（以下「適時開示ガイドブック」という）参照。
- (73) 前掲（注64）参照。
- (74) 前掲（注69）参照。
- (75) 適時開示ガイドブック203頁以下参照。
- (76) 金融商品取引法27条の3、他社株府令12条及び同条に基づく第2号様式。
- (77) 適時開示ガイドブック181頁以下参照。
- (78) 他社株府令12条に基づく第2号様式及び適時開示ガイドブック185頁～186頁参照。
- (79) 例えば、前掲（注3）において引用した公開買付届出書16頁～18頁、平成26年5月15日株式会社常若コーポレーション公開買付届出書9頁～11頁等参照。
- (80) 筆者が調査した限りにおいては見つかることはできなかった。

他方で、「対象会社」側からの情報開示のうち、公開買付け等に関する意見表明等に係る適時開示（前掲（注75）参照）においては、DCF法を用いての算定の基礎となった、対象会社の財務予測に係る具体的数値等の開示が要求されている。詳細については、拙稿・前掲（注9）214頁～228頁参照。もっとも、

組織再編を用いた支配株主による締め出しにおいて、上場株式が対価とされる場合には、当該財務予測の開示は要求されていない。その批判も含む詳細については、同前・232頁～234頁参照。

(81) 筆者が調査した限りにおいては、公開買付届出書に添付されることが多い株式価値算定書の本体にも記載されていないように思われる。ただし、当該算定書においては、DCF法における割引率、永久成長率等が記載されることもある。もっとも、このことに関連しては、本文中の以下を参照。

(82) 加藤〔中〕・前掲(注49)10頁、白井他・前掲(注10)185頁、196頁～197頁〔仁科〕、263頁、282頁〔岡〕参照。

また、MBOについて言えば、「MBOに際して実現される価値」のうち「MBOを行わなくても実現可能な価値は、基本的には株主が受けるべきもの」と考えられているが(MBO指針8頁)、当該価値がそれらの数値には反映されていない可能性もある。

(83) 確かに、それらの数値が明らかにされるのであれば、(支配株主又は対象会社の経営者を母体とした)公開買付者(又はその第三者算定機関)は、第三者委員会(又は株主)がその内容を精査することを踏まえて、例えば、DCF法を用いての算定に際して注意深く慎重になり、明らかにしようとしている数値を精査した上で、情報開示を行う、ということもある程度は期待されるかもしれない。しかし、そもそも(9)において述べる権限等がなければ、第三者委員会(及び株主)が当該数値を実効的に精査することはできず、それを見越した公開買付者等は、以上のような形での情報開示を行わないことも考えられよう。

(84) もっとも、当該見解のうちの第二の態勢に係る具体的内容次第では、それらの数値の精査がなされる可能性はある。(9)参照。

(85) なお、白井他・前掲(注10)が言及している(前掲(注70)及び対応する本文参照)SEC Rule 13e-3についても注意すべき点がある。

第一に、SECは、公開買付者等が取得したFairness Opinion(本稿の文脈においては株式価値算定書に相当)が作成されるにあたって基礎となったDCF法における割引率の算出方法についての完全な情報開示を要求するというように、各計算における全ての重要な入力値を情報開示するよう要求する、ということほとんどなかった、とも言われている。加えて、Rule 13e-3は「株式」を対価とする取引には適用されないことに注意を要する。以上に係る詳細については、拙稿(二)・前掲(注58)115頁～117頁参照。

第二に、Rule 13e-3に基づく情報開示は、MBO等を実施するために実際に公開買付けが開始される等に際して、公開買付者、支配株主又は対象会社から、株主を含む投資家に対してなされるものであろう。したがって、本文中の以下において述べるように、(本稿の文脈においては「第三者委員会」に対応する)「特別委員会」(Special Committee)が、当該情報開示によって、そのような公開買付けが開始される等の前の段階から交渉等を行うに際して必要となる情

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

報を取得することはできないようにも思われる。(公開買付けが開始される等よりも前の段階から、特別委員会が交渉等を行っている事例として、支配株主による締め出しに係るものであれば、例えば、In re MFW Shareholders Litigation, 67 A.3d 496, 499 (Del. Ch. 2013) [hereinafter cited as MFW]; In re CNX GAS Corp. Shareholders Litigation, 4 A.3d 397, 404-406 (Del. Ch. 2010). 関連して、太田他・前掲(注61) 473頁も参照。)そのような情報の取得については、主として(デラウェア州であれば)州判例法によって規律されている。例えば、In re NETSMART TECHNOLOGIES, inc. Shareholders Litigation, 924 A.2d 171 (Del. Ch. 2007).

第三に、本文中においても述べたように、いずれにしろ、公開買付者等からの情報開示は、悲観的なシナリオ等に基づくものである可能性があるから、精査が必要であろう。当該精査に関連しては、後掲(注88)及び(注90)参照。

86) 白井他・前掲(注10) 104頁, 105頁, 121頁〔白井〕。同前・72頁, 82頁, 88頁~89頁〔白井〕も参照。なお、この点については、後掲(注100)も参照。

87) 前掲(注51)において述べたように限界はあるが、情報の「量」と共に「質」(正確さ)を確保するという観点からしても(前掲(注58)参照)、行わせるべきということになろう。前掲(注84)及び対応する本文参照。

なお、独立当事者間取引においてもDDを行うことが義務づけられているわけではないが(前掲(注43)参照)、本文中の以下において述べるように、独立当事者間取引の場合とは対照的に、MBO等の場合には、「売り手」側の情報の方が少なく、正確なものではないという状況にある場合もあるかもしれないことを踏まえれば、少なくとも原則として、第三者委員会はDD権限を付与され、実際に行使すべきであるように思われる。

88) MBO等においてさえ、公開買付者側から対象会社に対するDDが行われる例(サイバードホールディングス事件(前掲(注28)等参照)があることに鑑みれば、なお一層そのように言えるように思われる。

また、MBOを含めてM&Aについて、(第三者委員会による、という観点ではないようであるが)「被買収側も、M&Aにおける交渉局面が独立第三者間取引として成立するためには、買収側と同様の」ファイナンシャルアドバイザーを編成し、(相手会社の現状についても同様であると考えているのかは不明確であるが少なくとも)対象会社の現状を正確に把握するために、各種DD等を実施する必要がある、それらの手続によって、「M&Aの独立第三者間取引としての状況が整うことになり、両者は対等な立場で価格の交渉を進めることになる」とされている。日本公認会計士協会編『企業価値評価ガイドライン(改訂版)』(日本公認会計士協会出版局、2013年)425頁~426頁参照。(なお、同前においては、株式対価の場合が前提とされているわけではない。)

関連して、アメリカでも、少なくとも支配株主による締め出しにおいては、このような実務が行われる。詳細については、拙稿(二)・前掲(注58) 100頁及

び拙稿「手続的側面を重視した少数株主締め出し規制（三・完）」法学（東北大学）77巻2号（2013年）134頁参照。

なお、独立当事者間取引においてアドバイザーが雇用される傾向にあること等については、前掲（注40）参照。

89) 前掲（注50）及び（注88）参照。

90) なお、アメリカでは、少なくとも支配株主による締め出しにおいては、このような実務は行われていないように思われることについて、拙稿（三・完）・前掲（注88）152頁参照。前掲（注88）と対比された。

91) 白井他・前掲（注00）〔仁科〕は、「対象会社や買収者の概要を把握する資料」を対象会社に対して要求し検討していく（176頁～177頁）とか、「買収者に対して、買収後の対象会社の経営方針の説明を求めること」が重要である（187頁）等と述べてつづも、「対象会社や買収者の説明や、そうした者が作成した資料を唯々諾々と受け入れるだけでは、少数株主の利益の擁護を図ることができない可能性がある（対象会社や買収者が信憑性の薄い説明をした場合にそれを見破れない可能性がある）」（178頁）と述べる。その上で、同前・178頁〔仁科〕は、「したがって、第三者委員会自身が独自の株式価値算定書を取得」する必要がある等と指摘する。

しかし、株式価値算定書については、それを取得することが必要であるとしても、そもそも算定の前提となる情報が、（それらが公開買付者、対象会社の経営者又は支配株主に対するヒアリング（インタビュー）のみによってもたらされたものである場合には（白井他・前掲（注00）180頁〔仁科〕、282頁～283頁〔岡〕参照）、そのような対象会社や買収者の説明や、そうした者が作成した資料を唯々諾々と受け入れられたものに基づくものであるならば、結局は、少数株主の利益の擁護を図ることができない可能性があるという状況を変えることはできないであろう。したがって、「事業を評価したいのであれば、経営陣へのヒアリングにばかりに時間を費やさずに、現場スタッフからの声にも耳を傾けることが重要であり」、「現場に行き、現場スタッフと積極的にインタビューやディスカッションを実施し、自らの五感を使って、問題の本質を探る」ことこそがその醍醐味であるとも言われている（アビームM&Aコンサルティング編『ビジネスデューデリジェンスの実務（第2版）』（2010年、中央経済社）198頁参照）（ビジネス）DDが行われるべきであり、それによって収集された情報に基づいて、（それらが対象会社の経営者等に対するヒアリング（インタビュー）のみによってもたらされたものである場合には）対象会社や買収者の説明等を修正したものを合わせて用いながら、株式価値算定書が作成されることこそが必要であるように思われる。関連して、(ii)(f)参照。

なお、白井他・前掲（注00）〔仁科〕は、第三者委員会による支配株主に対するDDとは異なり（(ii)参照）、対象会社に対するDDについては言及していない。

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

- 92) 当該見解は、DD について、「例えば、法務」DD「および財務」DD と記載しているにすぎず、いわゆるビジネスDDについて排除しているわけではない。白井他・前掲（注⑩）180頁〔仁科〕参照。ビジネスDDについては、前掲（注④）参照。なお、マーバルパートナーズ編・前掲（注④）260頁～288頁は、（パリュエーションにも影響するから、）財務 DD、法務 DD 等とビジネス DD との連携が重要であることを詳細に述べている。
- 93) 白井他・前掲（注⑩）179～180頁〔仁科〕参照。
- 94) 後掲（注⑩）及び対応する本文参照。
- 95) 同様の状況が懸念されるからこそ、後掲（注⑩）及び対応する本文のように述べられるのであろう。
- 96) マーバルパートナーズ編・前掲（注④）13頁は、実務では、ビジネス DD、財務 DD、法務 DD 等「を全て実施する義務や必要性はない。各M&A取引の状況に鑑みながら、必要な DD を実施する。ビジネス DD を実施する場合であっても、どの範囲でどの深さで実施するかは、各M&A取引の状況に大きく依存する」と述べる。また、前掲（注⑤）参照。
- 97) 神谷光弘＝熊木明「利益相反および忠実義務の再検証」商事法務1944号（2011年）52頁参照。例えば、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件（後掲（注⑩））における、対象会社の代表取締役が設立した会社（公開買付者）が取得した株式価値算定書を作成した第三者評価機関は、当該算定書において、「アドバイザリー・サービスの提供の対価として貴社から本件の成立を支払条件とするものを含む手数料を受領する予定です」と述べる。後掲（注⑩）と対比されたい。
- なお、合併等の組織再編行為に係る適時開示において、「対象会社」は、「算定機関について重要な利害関係がある場合は、その関係の内容」について記載するよう要求されているが、成功報酬形態を採用することにより、当該利害関係があるものとされるかもしれない。適時開示ガイドブック168頁参照。しかし、本文中の以下において述べる②及び③の点については、当該要求に従って当然に開示されることとなるような内容のものでは必ずしもないように思われる。公開買付け等に関する意見表明等に係る適時開示における同様の要求については、同前・208頁参照。また、関連して、白井他・前掲（注⑩）255頁〔岡〕も参照。
- 98) 前掲（注⑥）参照。
- 99) ①の点についても、第三者委員会が、成功報酬形態ではない報酬について算定機関と取り決めることで、対応することが可能ではないだろうか。例えば、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件（後掲（注⑩））における独立委員会に係る株式価値算定書においては、「本件業務に係る成功報酬はない」と記載されている。前掲（注⑩）と対比されたい。
- 100) 以上の詳細については、（株式価値算定書及び Fairness Opinion 係る記述で

はあるが,) 拙稿(二)・前掲(注68) 108頁~114頁, 拙稿(三・完)・前掲(注88) 130頁~135頁, 170頁~174頁, 拙稿・前掲(注9) 231頁~232頁参照。第三者委員会による監督に関連しては, DD の実施体制について述べるマーバルパートナーズ編・前掲(注42) 13頁~14頁, 262頁~264頁参照。

- (10) なお, 白井他・前掲(注10) は, 第三者委員会は独自のアドバイザーを選任することが必要であると主張している(前掲(注88) 及び対応する本文参照) が, その理由については, 「問題となっている取引からの利害関係の影響を十分に遮断するため」と述べるにとどまる。同前・105頁〔白井〕参照。また, 同前・82頁〔白井〕も参照。その理由をより詳細に述べるのであれば, 本文中において述べたことのようになると思われる。

関連して, (直接的に DD について述べたものではないが,) サイバードホールディングス事件に係る高裁決定(前掲(注22))において, 第三者委員会が選任したアドバイザーがいずれも対象会社の取締役会が選任したアドバイザーであったことが問題視されたことについても, 本文中において述べたことにより説明することができよう。詳細については, 拙稿「判批」法学(東北大学) 75巻2号(2011年) 110頁~111頁参照。

- (11) なお, 日本公認会計士協会・前掲(注88) 12頁~13頁, 102頁等においては, (アドバイザーとして選任されることも多いと思われる) 公認会計士は提供された個々の情報の真実性・正確性・網羅性について原則として検証する義務を負うものではない等とされている。そのこととアドバイザーに DD を実施させることとの関係については, 拙稿(三・完)・前掲(注88) 207頁~208頁参照。関連して, 白井他・前掲(注10) 263頁~264頁〔岡〕も参照。

- (12) 白井他・前掲(注10) 174頁〔仁科〕参照。

- (13) 詳細については, 拙稿(二)・前掲(注68) 108頁~111頁参照。裁量の余地に関連して, 白井他・前掲(注10) 282頁〔岡〕は, 例えば, DCF 法について「事業計画上の売上や利益水準が少し振れるだけで, 出来上がりの株式価値は大きく変動する」という。

- (14) 以上を踏まえれば, 「対価の公正性を検証するに当たっては, 第三者委員会が対象会社の財務アドバイザーから助言を受けることも重要である」(白井他・前掲(注10) 175頁〔仁科]) としても, 当該助言を精査すべきであろう。

- (15) 白井他・前掲(注10) 180頁〔仁科〕参照。

なお, 同頁においては, 「第三者委員会において詳細な質問をすることまでは必ずしも必要ないものの, DD 「が適切なレベルで行われていることを確認する趣旨で, DD 「報告書の第三者委員会への提示は依頼し, その概要と重大な問題点の有無については第三者委員会としても把握しておく必要があると考えられる」と述べられている。この点について, 当該把握という行為は, 「事細かに審査する」ことのみならず, DD 「の報告の中身自体を詳細に把握する」(同頁) こととすら区別されていることから, 一般的な意味での「検証」とい

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

う水準の行為であるとは想定されていないように思われる。なお、白井他・前掲(注00)〔岡〕が用いるところの検証については、同前・263頁〔岡〕を参照。

(10) マーパルパートナーズ編・前掲(注42) 8頁, 422頁～424頁参照。関連して、各種 DD 間の連携の重要性については、前掲(注92)において引用した同前を参照。

(11) なお、白井他・前掲(注00) 189頁～191頁, 203頁～204頁〔仁科〕は、その役割が異なるとされる「対象会社の取締役会」に係る記述ではなく、「第三者委員会」が検討すべき項目として、しかも「対象会社」に係るものであるが、「M&A取引が対象会社に悪影響を与える可能性がないか」を検討すべきであり、当該取引によるデメリットの典型として、①非上場化により人材の確保が困難になるリスク、②主要顧客からの信用の維持、③非上場化に伴うガバナンス体制の弱化、④非上場化に伴う財務・業績の開示体制の他、LBO ローンとの関係を挙げている。

(12) 白井他・前掲(注00) 175頁〔仁科〕は、「対象会社の財務アドバイザーと第三者委員会とでは、前者が対象会社自体の利益を、後者が少数株主の利益を代弁するという違いはあるものの、M&A取引の対価を公正に定め、少数株主を含めて公正に価値を移転する義務を対象会社の取締役」〔原文ママ〕「も負っていることからすれば、目指すゴールは同じである」と述べる。

(13) 白井他・前掲(注00) 180頁〔仁科〕も、「事細かに審査するという必要は、必ずしもない」と述べながらも、「『経営陣として妥当な』」DD「『を実施しているという』」事実上、対象会社の取締役会が真摯に当該M&A取引を検討していることに証左になるものであるため、「第三者委員会として、当該M&A取引が少数株主に不利益でないことを確認するに当たっての1つの補強事実になることもまた事実である」と述べる。

しかし、前掲(注100)においても引用したように、続けて(「したがって、)」「第三者委員会において詳細な質問をすることまでは必ずしも必要ない」(「ものの」、DD「が適切なレベルで行われていることを確認する趣旨で」、DD「報告書への提示は依頼し、その概要と重大な問題点の有無については第三者委員会としても把握しておく必要があると考えられる」)と述べている点については、以上で述べたことからすれば問題がある。

(14) 白井他・前掲(注00) 180頁〔仁科〕参照。また、同前は、「対象会社が」DD「までは行わず、経営陣へのインタビューや簡易な質問書に対する回答で支配株主の調査を済ませる場合もある」と述べる。

(15) また、支配株主による締め出し「を伴うM&A取引の事案では、既に支配株主と対象会社との間でシナジーの創出に関する様々な試み(典型的には支配株主と対象会社の担当者が集まって『シナジー検討委員会』が定期的に行われているケースが挙げられる)が行われている例がある」。第三者委員会は、これらの「試みと、検討されているM&A取引の関係についても検証する必要がある」

り、「これにより、M&A取引を行わなければシナジーの創出による対象会社の企業価値の向上が期待できないのか、それとも現時点でも十分にシナジーが創出されており（あるいはしようとする施策が打たれており）、完全子会社化したからといってさらなる効果が生じることが期待できるわけではない状況にあるのかを一定程度推認することができ、それを通じて、今回のM&A取引による対象会社の企業価値の向上の程度を推測することができる」とも述べられている。白井他・前掲（注⑩）197頁〔仁科〕参照。

確かに、本文中で述べてきたことからすれば、第三者委員会がそれらを「検証」すべきであることはもっともである。しかし、詳細に検証する（「事細かに審査する」（前掲（注⑩）参照））に際しては、詳細かつ正確な①乃至③の情報が必要になるはずである。つまり、①乃至③の情報が一般に入手可能なものであるとか、（少なくとも支配株主の意向によって選任されるであろう取締役により構成される）対象会社の取締役会からたらされたにすぎないものであるとかであれば（前掲（注⑩）参照）、詳細に検証するに際して十分なものとは言えない。そこで、そのような検証に際しては、第三者委員会（とその独自のアドバイザー）により「対象会社」及び「支配株主」に対するDDが行われることが原則として必要である、ということになると思われるのである（(i)(c)参照）。

- (11) 敵対的買収とは、「買収者が、対象会社の経営陣の反対にもかかわらず買収を試みる」ものうち、「従前は支配株主ではなかった者」「が公開買付けによって初めて支配権を取得し、直後にそれと同額に締出しを行う」ものをいうこととする。伊藤他・前掲（注⑩）369頁、439頁〔田中〕、田中・後掲（注⑬）20頁参照。併せて、前掲（注⑫）参照。
- (12) 企業価値研究会「近時の諸環境を踏まえた買収防衛策の在り方」（2009年）11頁参照。もっとも、マーバルパートナーズ編・前掲（注⑫）318頁は、敵対的買収の場合等において、対象会社から内部情報が提供されず、インタビューも実施できないときに、外部情報のみでビジネスDDを実施する手法をエクスタブルDDと呼ぶ。
- (13) 黒沼・前掲（注⑭）30頁参照。
- (14) 企業価値研究会・前掲（注⑭）11頁参照。
- (15) 「買収後の詳細な経営計画・見通しや業績予想の開示については限界があると考えられる」から、「例えば、(i)買収価格の算定根拠として、算定の前提となる事実や仮定、算定方法、算定に用いた数値情報並びにシナジーの額及びその算定根拠について、買収者に網羅的に開示を要求し、あるいは、(ii)買収後の経営方針として、事業計画、財務計画、資本政策、配当政策、資産活用方策等の内容について、買収者に網羅的に開示を要求した上で、提供されない情報があることをもって買収防衛策を発動することは、被買収者側の開示状況と対比するに、不適切である」とされている。企業価値研究会・前掲（注⑭）11頁～

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

12頁参照。その他、黒沼・前掲（注68）29頁～30頁、清原健=田中亘「MBO・非公開化取引の法律問題〔前〕」ビジネス法務2007年6月号（2007年）14頁〔田中〕、田中・前掲（注63）20頁参照。

- (11) なお、いわゆる事前警告型防衛策（「当該防衛策の導入会社を買収しようとする」「者に対し、買収後の事業計画を含む一定の情報提供を行うこと、および導入会社の取締役会が当該提案を検討し、必要に応じて代替案を株主に提示するための期間」「を確保するように求め、仮に買収者がそうした手続を履践せずに買収を試みたときは、差別的な内容の新株予約権の無償割当て」「等の対抗策を発動する旨をあらかじめ公表すること」）においては、「公表されている防衛策の目的を読む限り、）」「買収者が必要な情報提供等をしたときは、原則として防衛策は発動せず、買収に応じるかどうかの判断は株主に委ねられるものとされている」。この点について、「買収者に『手の内を晒す』ことを求めるような事業計画等の提出要求が際限なく」なされる（可能性がある）ことを懸念する見解もある。伊藤他・前掲（注10）444頁～446頁〔田中〕参照。
- (11) 明確にこのような想定がなされているわけではないが、関連するように思われる見解として、田中・前掲（注63）20頁は、「従前の支配株主が行う少数株主の締出しのように、株式買収請求の原因となった取引が『独立当事者間の取引』とはいいたい場面」とは異なり、「従前は支配株主ではなかった者（敵対的買収者も含む）が公開買付けによって初めて支配権を取得し、直後にそれと同額で締出しを行う場合には、取引を全体としてみれば独立当事者間の取引と理解すべきものであり、このような取引に際してなされる株式買収請求においては、基本的には」「公開買付価格をもって『公正な価格』と認めてよい」と述べる〔傍点筆者〕。なお、関連して、前掲（注62）も参照。
- (12) 前掲（注57）参照。
- (12) (1)(c)(i)(イ)及び(ウ)並びに前掲（注100）及び対応する本文参照。
- (12) なお、敵対的買収の場面においては、「売り手」と「買い手」との間に情報の非対称性が存在すると言えるとしても（(a)及び(1)(a)(ii)参照）、当該非対称性を解消するために「売り手」側である「対象会社」に対する DD 権限を「買い手」に付与すべきであるという議論はされていないように思われる。そのような観点から敵対的買収の場面と形式的に比較する限りでは、情報の非対称性の存在が懸念される「売り手」（前掲（注68）参照）側である第三者委員会に、「対象会社」に対する DD 権限を付与すべきではない、ということになる。もっとも、敵対的買収の場面においてもセラーズ DD が行われることがあるのであれば、当該権限を付与すべきである、ということになるのかもしれない。(1)(c)(i)(ウ)参照。
- (12) この点については、友好的買収の場面との比較における結論と違いはない。
- (12) もっとも、敵対的買収の場面においては、「買い手」である買収者が、自らの費用を負担して取得した①の情報に基づいて、（自身が当然に保有している

②の情報と合わせることで)③の情報を考案(取得)する、ということがあるかもしれない。そうだとすれば、そのような①の情報について開示するよう買収者に要求する、という考え方は(対象会社にとって不要であるということもあるが)一般的に採用されない以上は当然に、③の情報についても開示するよう要求すべきではない、ということになるようにも思われる(すなわち、「買収戦略上も困難が生じる」という理由によらなくても、③の情報を開示するよう要求すべきではない、ということになるように思われる)

他方で、MBO等においては、本文中において前述したように、「買い手」であるMBO等を行う経営者又は支配株主が、「買い手」側であることが懸念される対象会社の取締役会を通じて①の情報を取得する場合、(少なくとも直接的には)自らの費用を負担せず取得している、と評価することができるかもしれない(前掲(注⑩)及び対応する本文参照)。そのような①の情報に基づいて、(自身が当然に保有しているかもしれない②の情報と合わせることで)③の情報を考案(取得)するのであれば、敵対的買収の場面とは異なって、①の情報と同様に、③の情報についても第三者委員会に対して開示するようMBO等を行う経営者又は支配株主に要求しても構わない、と考えられるようにも思われる。その結果、(対象会社の経営者を母体とした)公開買付者や支配株主等に対するDD権限を第三者委員会に付与すべき、ということにもなるかもしれない。

(20) カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件に係る大阪地決平成24・4・13金融・商事判例1391号52頁においては、(その経営者である取締役を除く)対象会社の取締役会は、(おそらくは)MBOが対象会社の企業価値を向上させるものであるから「本件公開買付けについて賛同の意見を表明する」ものの、本件公開買付け価格が対象会社及び独立委員会が依頼した第三者算定機関のDCF法に基づく評価レンジの下限価格を上回っていないから「本件公開買付けへの応募については、応募することを積極的に推奨するものでもなく、また、応募しないことを推奨するものでもなく、中立の立場を取った上で、株主の判断に任せることが最善であるとの意見を表明する」とした(なお、「本件MBOに参加しない委員によって構成された独立委員会」「が設置されており、本件意見表明は、本件独立委員会からの同内容の答申を踏まえた」ものであると認定されている)。すなわち、同事件は、(おそらくは)企業価値を向上させるからMBO自体には賛同するものの、MBOにおける対価に係る低廉性については疑いがあることからMBOへの応募には中立の立場をとる、という意見表明がなされたという事例であった。

本稿においては、後者の点に関連して、(対価に係る低廉性は疑われないから)公開買付けへ応募することを勧めること(前掲(注⑨)参照)、組織再編契約を締結すること(前掲(注⑩)参照)等をもって、対価を「承認する」ということを意味するものとする。

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

なお、本稿においては、以上で述べた「承認」の意義から分かるように、企業価値を向上（後掲（注⑩）参照）させない MBO 等が実施されることを理由としては MBO 等が承認されないとということにはならない、ということを前提とする。この点については、MBO 指針 7 頁及び前掲（注⑧）も参照。

- (20) 前掲（注④）、（注⑨）及び（注⑫）参照。
- (21) 例えば、飯田・前掲（注⑩）333頁～338頁参照。また、石綿他・前掲（注⑥）8頁も参照。なお、独立当事者間取引という基準に全面的に依拠しながら述べたものではないが、拙稿（三・完）・前掲（注⑧）173頁も結論同旨。
- (22) 例えば、以下の理由から、白井他・前掲（注⑩）〔仁科〕を挙げることができると思われる。まず、MBO 指針 6 頁～7 頁、14 頁からすると、MBO 指針において「MBO を実施すること自体の是非」を判断する、というのは、「MBO を行うことの合理性」について、すなわち、「MBO が当該企業の企業価値の向上を企図しているものか」について判断する、ということの意味していると整理できる。

白井他・前掲（注⑩）〔仁科〕において、このような判断に対応しているのは、（第三者委員会に対しての諮問事項として挙げられている）「②企業価値の向上」であると考えられる。同前・134頁～135頁〔仁科〕参照。そして、同前・135頁、137頁～138頁〔仁科〕がそれとは別に「③対象となる M&A 取引の是非および条件」を挙げると共に、（おそらく公開買付けが用いられる場合を念頭に置いて）応募推奨をすることの可否が諮問事項となった案件に関連して、「『是非』を検証する」とか「M&A 取引を実施すること自体の是非（判断）」とかと述べていることからすると、当該「是非」を判断するとは、前掲（注⑫）において述べた「承認する」かどうかを判断することとほぼ同義であるように思われる。

そして、同前・135頁～137頁〔仁科〕においては、「株主に交付される対価が経済的にみて妥当なものであるかをチェックする」こと、すなわち「対価の妥当性」の「検証」を「諮問事項とする事例では、M&A 取引に含まれる重要な要素を第三者委員会に検証してもらった上で、M&A 取引の実施自体については、対象会社の経営陣が自らの責任で行うという整理がされているものと思われる」とされている〔傍点筆者〕。この点について、以上を踏まえるならば、「対価の妥当性」を「検証」することと、M&A 取引の「是非」を判断すること（、すなわち、前掲（注⑫）で述べた「承認する」かどうかを判断することとほぼ同義と考えられるもの）とは、「後者のほうが前者を包摂する関係にある」（同前・137頁〔仁科〕）とは言え、同義であるとは考えられていないように思われる。

加えて、同前・137頁〔仁科〕は、実務では「本書執筆時点において」、これら二つのいずれかが諮問事項とされるものに対応が分かれている状況にある、と述べるにとどまっている。

以上からすれば、白井他・前掲（注⑩）〔仁科〕は、承認権限を第三者委員会に対して付与すべきである、とは明確には述べていないと思われるのである。（もっとも、同前・138頁〔仁科〕は、「M&A取引の是非が諸問事項に含まれる事例」「の比率も、今後次第に高まっていくのではないかと予想される」とは述べている。）

(32) なお、I 2(2)においても紹介したように、白井他・前掲（注⑩）26頁～27頁〔白井〕は、「企業買収の是非の判断や買収条件等の交渉（少なくとも買収条件等の妥当性の判断）などを行う」ことが第三者委員会に期待される役割である、と述べている。（「是非の判断」を行うことが、前掲（注⑬）で述べた「承認する」かどうかを判断することと同義であるかどうかについては明らかではないが、少なくとも）是非の判断権限を第三者委員会に付与すべきと明確に述べてはいないように思われる。この点については、前掲（注⑬）も参照。関連して、同前・106頁、121頁等〔白井〕参照。

(33) ここでは、独立当事者間取引として、利益相反問題が懸念されない友好的買収を念頭に置くものとする。3(1)(a)参照。

なお、利益相反問題が懸念される友好的買収においては、当該承認権限の行使を通じての、対象会社の取締役会による対象会社の株主の保護は期待できず、MBO等と同様の状況になる、と考えられる。当該買収については、3(1)(b)参照。関連して、「承認」の意義に関連しての、本稿における前提については、前掲（注⑬）参照。

(34) もちろん、対価を引き上げて再度の実施を試みることはできよう。

(35) MBO 指針14頁、白井他・前掲（注⑩）158頁〔仁科〕参照。もっとも、同前・159頁〔仁科〕は「対象会社の取締役としては、第三者委員会から得た答申を最大限尊重することを決議しつつも、第三者委員会が事実誤認に陥っていることはないか、第三者委員会が正しくM&A取引に関する検証を行うことができるような資料開示を行っているかについて、十分に留意すべきことは、引き続き必要である」と述べる。

(36) 関連して、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件（前掲（注⑬））参照。

(37) この段階に至ってから、対象会社の取締役会が翻意し、対象会社の経営者等の指示に従って全部取得条項種類株式等に係る手続を進めるような場合が考えられようか。

(38) I 2(1)において前述した「利益相反回避措置が実効的に機能しない」場合に該当する。

(39) 田中亘「MBOにおける『公正な価格』金融・商事判例1282号（2008年）21頁参照。また、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔下〕」商事法務1877号（2009年）30頁も参照。

(40) 西岡祐介「敵対的買収・MBO・企業不祥事の各場面における独立委員会に関する検討」金融・商事判例1317号（2009年）12頁は、MBOにおいて「会社側

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

の実質的敗訴となった場合には、買取代金として、会社から想定以上の多額のキャッシュアウトが出ることになるため、場合によってはキャッシュフロー倒産の可能性も出てくることになる」と述べる。

- (38) なお、このような運用を行うべきことについては、対象会社の取締役会が、第三者委員会が MBO 等の対価を承認しなかった場合に、①にもかかわらず、合併契約の締結等を行った、又は、応募することを勧める旨の意見表明を行ったことで、最終的に MBO 等が実施されてしまう場合も同様である。

他方で、第三者委員会によって MBO 等の対価が承認された場合には、対象会社の取締役会は、組織再編においては、合併契約の締結等を行うことになるし、公開買付けにおいては、応募することを勧める旨の意見表明を行うことになる。そして、最終的には、第二段階目として全部取得条項種類株式等が用いられることで、MBO 等が実施されることになるであろう。なお、その場合には、例えば、本文中において述べた「公正な価格」についてであれば、他の利益相反回避措置に問題がない限りは、I 2(1)で紹介した見解に基づき、基準日における現実の株式の価値をもって公正な価格とされるべき、ということになる。

- (39) なお、独立当事者間取引のうち「敵対的買収」においても、対象会社の取締役会は、(本稿における「承認」の意義からすれば(前掲(注(38))),)買収の対価に係る承認権限を有している、と整理できよう。

もっとも、公開買付けにより行われる敵対的買収において、当該権限の行使が機能するかどうかは、まずは、いわゆる買収防衛策を用いることがどの程度認められるかどうか次第であろう。すなわち、それが相当程度認められるのであれば、買収者は、(委任状争奪戦に係る費用等を嫌忌するのであれば)買収を断念せざるを得なくなることが多くなるであろうし、認められなければ、公開買付けを通じて買収を実施しようとすると思われる。そのような敵対的買収を基準とするのであれば、MBO 等において、第三者委員会に対して承認権限を付与すべきである、としても、当該権限の行使が実効的に機能するような状況を構築する必要があるかどうかは、敵対的買収において買収防衛策を用いることがどの程度認められるかどうか次第である、ということになるように思われる。

また、敵対的買収においては、利益相反問題が懸念されない友好的買収(前掲(注(38))参照)とは異なり、「取締役の直面する利益相反の大きさ」(田中巨『企業買収と防衛策』(商事法務, 2012年)30頁参照)からすれば、承認権限の行使が対象会社の株主を保護するように実効的に機能するというよりも、「過大に」機能する、すなわち、当該株主にとって(現在の取締役会が経営者であり続ける対象会社の株主であるよりも)有利な結果をもたらす買収の実施を買収者が断念することも懸念される。(他方で、MBO 等(と利益相反問題が懸念される友好的買収(3(1)(b)参照)と)においては、承認権限が実効的に機能し

ない、すなわち、「過小に」機能することが懸念される。)以上を踏まえれば、少なくとも(1)(2)参照)承認権限に関連しては、そのように別種の懸念が存在しうる敵対的買収を基準にして、MBO等における利益相反回避措置について検討を行うべきではないかもしれない。

- (140) 前掲(注(33))参照。(b)と対比されたい。
- (141) もっとも、後述する取引保護条項(後掲(注(144))及び対応する本文参照)が、当初の買収者との間の買収に関する契約の中であわせて締結される場合には、他の買収者が出現しないという状況もありうるかもしれない。
- (142) その他にも、対象会社の取締役会は、(いずれの)買収に(も)応じないことについてあわせて検討することができよう。
- (143) 白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律(一)」法学協会雑誌127巻12号(2010年)1936頁~1937頁参照。もっとも、「M&A取引が独立の当事者間で行われる場合には、各当事会社の取締役があえて自社ないしその株主に不利益な取引を締結」「することは考えにくい」と述べるものとして、伊藤他・前掲(注(10))409頁〔田中〕等参照。
- (144) どのような取引保護条項がこのような機能を有するのか等については、白井(一)・前掲(注(143))1974頁~1981頁等を参照。もっとも、「このような機能を有する取引保護条項には、買収対象会社またはその株主の利益の観点から考察すれば、取引の実現可能性を高めることで、最初に買収提案を行う者(first bidder)の登場を促す側面や、最初に買収提案を行う者との間の取引の条件を向上させる側面」もある、とも言われている。同前・1974頁等参照。
- なお、わが国では現在のところ、取引保護条項などの契約条項に違反したことに基づく責任の追及を回避するための「フェデュシャリー・アウト条項に取引保護条項の問題点を是正する効果を強く期待することはできない」とも指摘されている。同前・1981頁~1984頁参照。
- 取引保護条項については、石綿学=石田雅彦=内田修平=梅津英明「取引保護条項の法的枠組みの検討(上)(下)」金融・商事判例1304号・1305号(2008年)2頁・2頁等も参照。
- (145) 石綿他(下)・前掲(注(144))5頁参照。
- なお、原則として、「友好的買収を実現させるか否かの最終的な判断権限は株主に留保されている」が、「強力な取引保護条項を締結することで」、「競合する他の買収者が出現しなくなれば、買収対象会社の株主としては、取引しないよりはましというだけの理由で、取締役によって提示された買収提案に賛成することにもなりかねない」ともされている。白井(一)・前掲(注(143))1985頁~1986頁,2034頁参照。
- (146) 白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律(二)」法学協会雑誌128巻4号(2011年)1038頁~1041頁参照。
- (147) (利益相反問題が懸念されるがために実際にはなされないのかもしれないが、)

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

対象会社の取締役会は、(いずれの)買収に(も)応じないことについてあわせて検討することができないわけではない。

- (148) 後掲(注(153))参照。
- (149) 石綿他(上)・前掲(注(61))7頁, 石綿他(下)・前掲(注(60))9頁等参照。
- (150) もっとも、後掲(注(149))参照。なお、この場合においても、前掲(注(148))において述べたことが同様にあてはまるであろう。
- (151) その他に、対象会社の取締役会は、買収防衛策を用いることが認められるのであれば、買収に応じないことについてあわせて検討することができよう。
- (152) 関連して、本稿における MBO の定義については、前掲(注(5))参照。
- (153) その他に BATNA として機能しうるものについて、前掲(注(142))、(注(147))、(注(150))及び(注(151))参照。
- (154) 木俣貴光『企業買収の実務プロセス』(中央経済社、2010年)191頁参照。もっとも、他の買収者が提案している対価がBATNAとして魅力的なものではない場合には、交渉では弱腰にならざるを得ないであろう。同前参照。BATNAの内容を含む交渉理論については、田村次朗＝隅田浩司『戦略的交渉入門』(日本経済新聞出版社、2014年)129頁等も参照。

なお、MBO 指針17頁は、他の買収者「が実際に出現した場合には、一方で MBO としての買付が行われている以上、対象会社の取締役会としては、当然に、当該買収者「の提示する代替的な買付提案についても真摯に検討する必要がある、合理的な理由なくこれを拒絶することは適切とはいえない」と述べる。

- (155) 関連して、三苦・前掲(注(57))40頁は、(真性)「MBO の場合は、買収対象企業について最も精通した経営陣自身が、この値段であれば買収しても十分利益が見込めると考えていることを対外的に表明しているようなものであり、「他の買収者による買収提案の可能性を確保するために一定の買付期間を確保すれば、他の買収者は経営陣の提示した買付価格を参考に、合理化、シナジーの創出、利幅の削減などの工夫をすることにより、より高い買付価格を提示できる可能性があるし、翻って経営陣が予めその可能性を加味してそれなりの買付価格の提示を行うことにもつながろう」と述べる。そうだとすれば、他の買収者がまだ出現していない段階でも、(取引保護条項を締結しなければ、)出現する可能性(選択肢を有する可能性)を踏まえて、当初の買収者との間で取引保護条項を締結するかについても交渉することで、対価(取引条件)自体が向上することもあるのかもしれない。前掲(注(148))参照。

See also Guhan Subramanian, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defences*, 113 *Yale L.J.* 621, 644-650 (2003).

もっとも、「対象会社の株主に熟慮の機会が与えられる限り競合買収者の出現を仮定しなくても買収の利益の大半は対象会社の株主のものとなる可能性が高い」という見解もある。草野耕一『会社法の正義』(商事法務、2011年)120

頁参照。

- (150) なお、他の買取者が出現しなかったならば、当初の買取者が提案している対価の適正性が担保されるということになるのであろう。MBOの場合について、MBO 指針16頁～17頁参照。もっとも、後掲（注(100)）及び対応する本文参照。
- (151) 玉井利幸「MBO に対する司法審査のあり方と取締役の義務」南山法学38巻1号（2014年）109頁～110頁，127頁参照。その他に、田中他（下）・前掲（注(12)）64頁〔田中〕等も参照。ただし、飯田・前掲（注(10)）335頁～336頁参照。
- (152) なお、アメリカのデラウェア州の各裁判所は、支配株主は、その売却が少数株主の利益になるであろうという理由のみによって、自身が保有する株式を売却することは強いられない、と考えてきた。Bershad v. Curtiss-Wright Corp., 535 A 2d 840, 845 (Del. 1987). See also MFW, 67 A. 3d at 508. また、各裁判所は、支配株主による締め出しにおいては、競争的な買取者による買取提案の可能性を確保することにもなりうる、いわゆるレプロン義務が対象会社の取締役会に対して課されるとは明示してこなかった。cf) Mendel v. Carroll, 651 A 2d 297, 306-307 (Del. Ch. 1994). 以上の点については、田中他（下）・前掲（注(12)）63頁～64頁〔田中〕も参照。

関連して、飯田・前掲（注(10)）37頁，131頁～133頁，163頁は、Global GT v. Golden Telecom, 993 A 2d. 497 (Del. Ch. 2010) を引用し、「デラウェア州の株式買取請求権に関する最近の衡平法裁判所の裁判例においては」、特別委員会が「『他の買取者がより有利な買取条件を提案してきたときには、支配株主はその買取に応じる』という約束を支配株主から取り付けた上で、支配株主以外の買取者がいないかどうかを探したりすることが必要であるという考え方」がある、と述べる。白井他・前掲（注(10)）106頁〔白井〕も参照。しかし、同事件をそのように述べたものとして理解できるかどうかについては疑問がある。詳細については、拙稿(二)・前掲（注(58)）130頁～131頁参照。

- (153) ②の義務を課し、対象会社の取締役会の代わりとなる第三者委員会に対して、当該義務を果たすために必要となる「権限」を付与するとしても、①の義務を課さない限りは、②の義務に係る第三者委員会の当該権限が実効的に機能することは難しいように思われる。ただし、後掲（注(100)）参照。
- (154) この点については、(e)と対比されたい。
- (155) もっとも、支配株主による締め出しにおける利益相反回避措置の一つとして、いわゆる Majority of minority 条件が付されている場合（前掲（注(12)）参照）には、支配株主が保有する株式ではなくて、少数株主が保有する株式のみを購入する等の意思を有する第三者であれば、理論的には出現する可能性があるかもしれない。See Guhan Subramanian, Fixing Freezeouts, 115 Yale L.J. 2, 53-54 (2005); Robert Clark, Corporate Law 517-518 (1986). ただし、その他にどのような条件が満たされれば、そのような第三者が実際に出現すると考えられるかについては詳細な考察が必要であるように思われる。以上に関連して、

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

拙稿(一)・前掲(注58) 129頁～131頁参照。

- (102) 白井他・前掲(注10)参照。また、白井正和「MBO における利益相反回避措置の検証」商事法務2031号(2014年)14頁は、MBO における「独立委員会の有効性を評価するための示唆を得るという観点からは、支配株主による少数株主の締出しの事例も大いに参考になることからすれば、以下では両者を特に区別」しないと述べる。その他、伊藤他・前掲(注10) 409頁〔田中〕参照。ただし、田中他(下)・前掲(注12) 64頁〔田中〕参照。
- (103) なお、MBO においては、競争的な買収者による買収提案の可能性を確保することにもなりうる利益相反回避措置をどのように位置づけるべきであるかについての議論がなされていた。MBO 指針16頁～17頁参照。そして、当該措置は、第三者委員会や株式価値算定書といった措置に係る「専門家・第三者の中立性・信頼性への『盲目的な』信頼の問題」「実質論として」「どの程度効果があるのかは慎重に検証がなされるべきである」という問題もなく、「いわゆる競争原理を通じて、比較的形式的、客観的に適用できるので」「優れている」、と考える見解もあった。三苦・前掲(注57) 39頁～40頁参照。(前掲(注105)も参照。もっとも、後掲(注108)参照。)

仮に当該見解に依拠するのであれば、当該措置以外に要求されるべきものとなる可能性がある他の措置(対象会社の経営者を母体とした公開買付者との交渉等を行うための第三者委員会の設置、株式価値算定書の取得、情報開示の程度等)についての検討はそれほど必要ではなくなる可能性があるかもしれない。つまり、当該措置を要求することをどれほど重視するかによって、他のどのような措置が要求されるべきかについての検討結果が大きく異なってくる可能性があるかもしれないのである。同前参照。

他方で、支配株主による締め出しにおいては、本文中において前述したとおり、①及び②の義務を支配株主及び対象会社の取締役会に対して課すべきであるとする見解は見当たらないように思われる。

そのような状況を前提とするのであれば(ただし③参照)、当該締め出しにおいては、当該措置以外でいずれの措置が要求されるかについて検討が行われる、ということになるであろう。この点については、拙稿(一)・前掲(注9) 35頁～36頁参照。

- (104) MBO 指針20頁～21頁も、「支配会社と従属会社の関係にある会社間で組織再編が行われるような場合については、構造上の利益相反問題が存在するという点では、MBO と同様であり、基本的には、MBO に関する上記の議論と同じ考え方が可能であると考えられる」としながらも、「支配株主が存在する場合には、MBO における上記議論のように対抗買付の機会を確保したとしても、対抗者が出現する可能性が低く、必ずしも適正性の担保とはならないとの指摘もある」ので、「これらの相違点については MBO と同じ議論は適用できないと考えられる」と述べる。また、玉井・前掲(注105) 109頁～114頁も参照。

- (165) もっとも、利益相反回避措置が実効的に機能しなかった場合に裁判所が決定する「公正な価格」等が「買い手に係る選択肢」の代わりとして、すなわち、BATNAの一つとして機能するから（I 2(1)参照）、当該差異を問題視する必要はない、と考えられるようにも思われる。すなわち、第三者委員会が、当該価格等と支配株主が提案する対価とを比較しながら支配株主と交渉する、ということを目指しうるかもしれない。拙稿（三・完）・前掲（注88）86頁参照。また、拙稿（二）・前掲（注58）128頁も参照。
- (166) もっとも、①の義務のみを課したところで、②の義務を課さなければ、支配株主の意向によって選任されるであろう取締役により構成される対象会社の取締役会が、当該締め出しを成立させるために、他の買収者による買収提案を排除するように行動する等の可能性が高いとも考えられる。そうだとすれば、依然として、支配株主以外の買収者が出現することは想定しづらい、と言えるかもしれない。この状況は、利益相反問題が懸念される友好的買収及びMBOと同様の状況であると言えよう。また、この点については、本文中の以下及び後掲（注109）参照。
- (167) 関連するアメリカにおける見解として、Faith Stevelman, *Going Private at the Intersection of the Market and the Law*, 62 Bus. Law. 775, 910-911 (2007)。拙稿（二）・前掲（注58）132頁参照。
- (168) もっとも、支配株主による締め出しにおいて、①の義務を課すことの妥当性については、別途検討する必要がある。
- (169) 加藤〔下〕・前掲（注38）12頁参照。西本他・前掲（注43）197頁～198頁等も参照。その他にも、他の買収者にも一定のDDの機会が与えられなければ、他の買収者が出現することは想定しづらいという考え方もありうる。MBO 指針17頁、三苦・前掲（注57）40頁参照。また、玉井・前掲（注55）130頁～131頁も参照。他方で、そのような考え方について否定的な見解として太田洋「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」商事法務1848号（2008年）8頁～9頁参照。
- (170) 友好的買収の場面においては多数存在すると考えられる。また、少数ではあるが、MBOの場面においても、テー・オー・シーのMBOに際してダヴィンチ・アドバイザーズが対抗的公開買付けを行った例等がある。加えて、敵対的買収の場面においても、オリジン東秀に対するドン・キホーテによる敵対的買収に際してイオンが対抗的公開買付けを行った例等がある。
- (171) 関連して、友好的買収及びMBOの場面において、対象会社の取締役会に対して他の買収者による買収提案を確保するために積極的に当該提案を勧誘する（探し出す）義務を課す等すれば、他の買収者が出現する可能性はさらに高まるであろう。もっとも、このような義務を課すことについては否定的な見解も多い。特別委員会に係るものであるが、石綿他・前掲（注60）9頁等参照。
- (172) もっとも、独立当事者間取引を基準として期待される役割を第三者委員会が

## 独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察

果たすことによって「対象会社ひいてはその株主の利益」が「確保」（前掲（注④）及び対応する本文参照）されるとしても、特に、それが株主の過大な保護となっていないか、ひいては、対象会社の経営者又は支配株主が企業価値を向上させる可能性のある MBO 等を実施することを躊躇させるようなことはないかどうかについてはあらためて検討する必要があるように思われる。他方で、それが株主を過小に保護することとなっていないか、ひいては、株式投資を差し控えさせ、資本市場全体に悪影響を及ぼす可能性はないかについても同様である。前掲（注④）において引用した見解は、「十分に確保」に係る水準について、それらの点を踏まえていないように思われる。

（アメリカの議論を無批判に参照しながら）独立当事者間取引のみを基準としても、以上の点については必ずしも明らかにならない。そこで（限界はあるものの）以上の点と大いに関係するであろう効率性の観点を用的等して検討がなされるべきではないだろうか。支配株主による締め出しについてそのような検討を行ったものとして、拙稿(一)(二)（三・完）・前掲（注⑨）（注⑥⑧）（注⑧⑧）参照。MBO については別稿にて検討することとしたい。