

平成 30 年 4 月 16 日現在

機関番号：34419
研究種目：若手研究(B)
研究期間：2015～2017
課題番号：15K16967
研究課題名(和文) MBOにおける情報開示規制に関する研究

研究課題名(英文) Regulation of Disclosure in Management Buyout

研究代表者
伊藤 吉洋 (Ito, Yoshihiro)

近畿大学・法学部・准教授

研究者番号：50582897
交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,000,000円

研究成果の概要(和文)：経営者が株主を締め出そうとするMBOに対して、株主は事後的な救済措置(株式買取請求権にかかる公正な価格の算定、損害賠償請求など)を利用することができる。裁判所は経営者が一定の手続きを遵守したかどうかに着目してそれらの救済措置を運用すべきであるところ、本研究は、各当事者(経営者、投資ファンド、株主など)にとっての、裁判結果についての予測可能性を高め、ひいては、株式会社への望ましいレベルの投資を促進することで社会全体の効率性が高めるために、事前と事後の二つの効率性の観点から、情報開示の面を中心に、そのような手続の細部を明らかにした。

研究成果の概要(英文)：By Management Buyout (MBO), Manager often freezes out stockholders. Against it stockholders rely on ex post remedy (appraisal remedy, claim for damage and so on). A civil court should perform operation which considers the procedural side of MBO process as important. In this research I clarified the details of the procedure, specially regulation of disclosure which manager should observe.

研究分野：民事法学

キーワード：MBO 支配株主 少数株主 企業買収 締め出し

1. 研究開始当初の背景

(1) 研究代表者は、本研究を開始するまでに、上場会社における少数株主の締め出し（支配株主が、少数株主に対して対価を付与し、少数株主が保有する株式を強制的に取得する行為）について、支配株主及び少数株主のいずれにとっても裁判結果についての予測可能性を高めることが必要である、と認識するに至った。そして、裁判所は、少数株主が利用することが可能な事後的な救済措置（株式買取請求権にかかる公正な価格の算定、対象会社取締役への損害賠償責任の追及等）にかかる判示に際して、対価の決定過程の客観性や透明性が担保されるような一定の手續を順守することを支配株主に対して要求すべきである、と考えた。その上で、どのような手續を要求すべきであるかについて、各手續の機能、当該機能が果たされるための条件、各手續を實際上担うことになる社外取締役等によって構成される特別委員会・少数株主・締め出しの対象会社にかかる企業価値を算定する第三者評価機関に対して付与されるべき権限・情報を検討してきた。当該検討に際しては、少数株主にとって不利な対価での締め出しが事後的に行われることが懸念されることにより株式会社への投資自体が抑制されることのないように（事前の効率性）、同時に、締め出しが法的に許容されている以上は企業価値を増大させるような締め出し取引を阻害することのないように（事後の効率性）という二つのバランスをとることにより、社会全体の効率性を高めるべきであると考え、研究を進めてきた。

(2)(1)で述べた締め出しにおいては、支配株主は、対象会社の情報を利用しながら締め出しの対価を決定しうる立場を利用して、対象会社株式の市場価格が本質的価値よりも低くなっているタイミングで、市場価格に対して若干のプレミアムを上乗せした価格を少数株主に対して提示する可能性がある（以下、この可能性を「タイミング選択の問題」という）。他方で、MBO（Management Buyout）とは、現に経営にあたっている経営者が一定の資金を提供し、事業の継続を前提として対象会社の株式を株主から購入するものである。そして、MBOでも、タイミング選択の問題が同程度に内在すると認識されている。そのような認識とこれまでの研究成果とから、MBOについても、裁判所が、MBO対象会社の株主が利用することが可能な事後的な救済措置にかかる判示に際して、事前の効率性と事後の効率性とのバランスが確保された一定の手續を順守することを経営者に対して要求すべきである、との着想を得た。

2. 研究の目的

本研究は、現経営者が資金の一部を提供し、事業の継続を前提として対象会社の株式を株主から購入する、いわゆるMBOを検討対

象とした。具体的には、MBO対象会社の株主が利用する事後的な救済措置（株式買取請求権にかかる公正な価格の算定等）において、経営者が一定の手續を順守したかどうかを重視した運用を行うべきことを提案するものであった。その際には、アメリカにおける議論を参考にして、事前と事後との二つの効率性の観点から、情報開示の面を中心に、順守されるべき手續の細部を明らかにしようとした。それによって、各当事者（経営者、投資ファンド、株主等）にとっての、裁判結果についての予測可能性を高め、ひいては、株式会社への望ましいレベルの投資を促進することで、社会全体の効率性を高めることが、研究目的であった。

3. 研究の方法

(1)MBOに係る国内裁判例に関連して、問題点の整理、及び、研究者等による、その検討状況の整理を行った。

(2)MBOにおいて順守するよう要求されるべき手續について、アメリカにおける裁判例・学説・実務を、特に情報開示の面に着目して整理・分析する予定であった。しかし、当初想定していた以上に(1)の作業に時間を費やさざるを得なかったため、十分な整理等を行うことができなかった。

4. 研究成果

(1)MBOにおける情報開示規制を検討するに際しては、MBOを実施するにあたってのスキームにおける様々な法的問題点について十分に理解しておく必要がある。

そこで、当該スキームとしてこれまで用いられることが多かった全部取得条項付種類株式に係る定款変更の際に株式買取請求権が行使される場合の、社債、株式等の振替に関する法律（振替法）に基づく個別株主通知についての問題点を取り扱った判例について検討を行った。その検討の結果、平成26年会社法改正に伴う関係法律の整備によって振替法が改正され、買取口座制度が創設された後であっても、依然として個別株主通知を要するとされる可能性があることを明らかにした。（雑誌論文）

(2)MBOについては、例えば、株式買取請求権に係る公正な価格を算定するに際して、利益相反回避措置が実効的に機能したかどうかについて着目し、当該措置については独立当事者間取引を基準として検討を行う見解が支配的になりつつあるように思われる。しかし、当該検討を行うのであればまずはMBOと当該取引との比較を行った上でなければならぬと思われるが、当該比較はこれまで十分に行われてこなかった。

そこで、当該比較を行い、利益相反回避措置の一つである第三者委員会がどのようにして情報収集を行うのかについての検討を行った。その検討の結果、当該委員会に対しては原則として対象会社に対するデューデ

リジエンス権限を付与すべきであり、その権限を、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、情報収集を行わせる、ということが現実的であると考えに至った。さらには、独立当事者間取引を基準とする限りにおいて、MBOと同様の問題点を有する、支配株主による少数株主の締め出しの場面において、組織再編の相手方である（実際には支配株主が多いと思われる）に対するデューデリジエンス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るということも明らかになった（雑誌論文）。

（3）加えて、MBOにおける利益相反構造に起因する具体的な問題点、例えば、利益相反関係にある取締役が企業価値算定機関による算定へ介入することや、利益相反回避措置の一つとしての第三者委員会による検討過程についての情報開示の水準が問われた、取締役の対会社責任（会社法423条）に係る事例についての検討を行った。（雑誌論文）

（4）さらに、全部取得条項付種類株式に係る取得価格決定事例において、裁判所がどのような観点から当該決定を行っているのかについても把握しておく必要がある。そこで、この点に係る最近の最高裁判所の判断についての検討を行った。具体的には、第三者委員会による公開買付価格の妥当性に係る検討過程がどの程度情報開示されるべきであるかなどの検討を行った。（雑誌論文）

（5）また、平成26年会社法改正により創設され、今後MBOの実施に当たって用いられることが多くなるとされる特別支配株主による株式等売渡請求に係る売買価格決定事例についての検討を行った。具体的には、株主に対する情報開示の内容面に不十分な点があるという問題意識に基づいて、どの程度詳細でどのような内容の情報開示を行うべきであったかについて検討を行った。そして、対象会社株式の価値を算定する際に用いられる企業価値算定書に係る情報開示が十分でないにもかかわらず、株主の多数が公開買付に応じたことをもって公開買付価格と同額が公正な価格であると決定することは難しいとの結論に至った。（雑誌論文）

（6）MBOにおける情報開示を規制する法令として金融商品取引法といわゆる他社株府令があるが、その文言上、実際にどの程度詳細でどのような内容の情報開示を行えば、それらの法令に違反しないかについては、必ずしもはっきりしない部分もある。そのことに関連して、法令の解釈について争いがある場合に、取締役がある解釈に基づいて行為をしたところ、事後的に最高裁判決などにより別の解釈に基づいてその行為が法令に違反するとされたときに、その取締役が会社法上の責任を負うかどうかについての検討を行った。そして、取締役は、そのような争いがある場合には、会社による法令違反があると判断するその後の判決に起因する収入の急落等の

不利益を勘案したうえで、ある法令解釈に基づいて当該行為等続け、当該訴訟を継続することが会社に利益をもたらすであろうかどうかを判決が示される都度検討し、当該訴訟を継続するかどうかを判断すべき注意義務を負っている、と考えるべきであることを明らかにした。他方で、当該検討の結果、会社に利益をもたらすであろうということ判断した段階においては、当該行為等続け、当該訴訟を継続する余地を原則として取締役認めるべきであるし、実際に継続するのであれば、取締役は、別の法令解釈に基づいて当該行為等を改めた上で、法令を順守するよう指示、指導を行い、社内の法令順守体制を構築すべき注意義務を負わないと考えるべきであることを主張した。（雑誌論文）

（7）以上の検討の結果として、事前と事後との二つの効率性の観点から、情報開示の面を含め、遵守されるべき手続の細部をある程度明らかにすることができたと考える。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕（計7件）

伊藤吉洋、商事判例研究（95）公開買付けに引き続いて実施された株式売渡請求に係る売買価格が公開買付価格と同額とされた事例：国産電機株式会社売買価格決定申立事件[静岡地裁沼津支部平成28年10月7日決定]、法学、査読無、81（5）2017、63-79

伊藤吉洋、商事法判例研究（616）会社による法令違反に係る取締役の義務と対第三者責任[大阪高裁平成26.2.27判決]、旬刊商事法務、査読無、2149、2017、6-41

伊藤吉洋、親会社の子会社を完全子会社化するに際して株式の公開買付けに引き続き実施された全部取得条項付種類株式の全部取得に係る取得価格が公開買付価格と同額とされた事例：東宝不動産事件[東京高裁平成28.3.28決定]、金融・商事判例、査読無、1523、2017、2-7

伊藤吉洋、利益相反構造のある二段階買収における公正な価格：ジュピターテレコム（JCOM）事件最高裁決定などについての検討、近畿大学法学、査読無、64（3=4）2017、75-144

https://kindai.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=18505&item_no=1&page_id=13&block_id=21

伊藤吉洋、商事判例研究（94）MBOの実施における取締役の善管注意義務違反に基づく損害賠償責任が認められた事例：シャルレ株主代表訴訟事件控訴審判決[大阪高裁第四民事部平成27.10.29判決]、査読無、法学、80（4）2016、76-89

伊藤吉洋、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、査読無、近畿大学法学、63(3=4)、2016、1 - 63

https://kindai.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=14216&item_no=1&page_id=13&block_id=21

伊藤吉洋、商事法判例研究(594)株式買取請求に係る買取価格決定申立てと個別株主通知：AC デコール定款変更反対株主の株式買取価格決定申立事件[最高裁平成 24.3.28 決定]、査読無、旬刊商事法務、2089、2016、113 - 118

〔学会発表〕(計0件)

〔図書〕(計0件)

〔産業財産権〕

出願状況(計0件)

取得状況(計0件)

〔その他〕

ホームページ等

なし

6. 研究組織

(1) 研究代表者

伊藤 吉洋 (ITO YOSHIHIRO)

近畿大学・法学部・准教授

研究者番号：50582897

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし

(4) 研究協力者

なし