

Title	〔商法五二九〕 非上場化を伴うMBOにおける取締役と監査役の義務(東京地裁平成二三年二月一八日判決)
Sub Title	
Author	岡本, 智英子(Okamoto, Chieko) 商法研究会(Shoho kenkyukai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2012
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.85, No.12 (2012. 12) ,p.69- 84
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	判例研究
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20121228-0069

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

〔商法 五二九〕 非上場化を伴うMBOにおける取締役と監査役の義務

東京地裁平成三年二月一八日判決
 平成二年(ワ)第二九一七三号(第一事件)、平成二年(ワ)第二九四八六号(第二事件)、平成二年(ワ)第三二八〇二号(第三事件)、平成二年(ワ)第三五七八三号(第四事件)、平成二年(ワ)第四〇七〇六号(第五事件)、平成二年(ワ)第四四三四〇号(第六事件) 損害賠償請求事件
 (金融・商事判例一三六三三号四八頁【一部原告が控訴(内、一部取下げ)】)

〔判示事項〕

営利企業である株式会社にあつては、企業価値の向上を通じて、株主の共同利益を図ることが一般的な目的となるから、株式会社の取締役は、善管注意義務ないし忠実義務の一環として、株主の共同利益に配慮する義務を負っているものといふべきである。

MBOにおいては、必然的に取締役についての利益相反的構造が生じる上、株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間には、大きな情報の非対称性が存在していることから、対象会社の取締役が、このような状況の

下で、自己の利益のみを図り、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られる。

MBOが、取締役の株主の共同利益に配慮する義務に違反するかどうかは、当該MBOが企業価値の向上を目的とするものであったこと及びその当時の法令等に違反するものではないことはもとより、当該MBOの交渉における当該取締役の果たした役割の程度、利益相反関係の有無又はその程度、その利益相反関係を回避あるいは解消するため

にどのような措置がとられているかなどを総合して判断するのが相当である。

〔参照条文〕

会社法三三〇条、三五〇条、三五五条、四二九条、民法六四四条、七〇九条

〔事実〕

A 社は、Y₂が創業し、積極的に事業を拡大し、平成一六年一二月、ジャスダックに上場した。平成一八年六月三日現在、実質的には、A 社の代表取締役 Y₂が同社発行済株式総数の二九・六一パーセントを保有し、同社の取締役 Y₃、同 Y₄及び同 Y₅は合計で約〇・〇三パーセントを保有していた。

A 社は、急激に事業を拡大したが、収益が鈍化するなどの経営上の問題が生じ、Y₂は、平成一八年四月ころから、経営改善策の一つとして、MBOを検討するようになった。Y₂は、同年七月一四日、いわゆるバイアウトファンドである B 社の間で、A 社の MBO 及び株式非公開化に関する「基本合意書」（以下「本件基本合意書」という。）を取り交わした。同年八月九日、本件基本合意書にいう SPC として、資本金を五〇万円とし、B 社が運営する C 社が一〇〇パーセント出資して、資本金五〇万円の Y₁会社を設立し

た。Y₁会社は、A 社株式を一株取得した。同年八月二一日、A 社は特別損失の発生を公表するとともに、同年一二月期の業績予想の下方修正を行った（八月プレス・リリース）。

A 社と B 社は、株式買付価格が合意に至らず、B 社は、同年一〇月一三日に、Y₁会社による株式公開買付け（以下「本件公開買付け」という。）における買付価格を二二万円とする旨の提案をした。A 社より株主価値評価の算定を依頼されていた D 社は、同年一一月九日、「株主価値評価算定書」と、二二万円という TOB 価格は、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の、他の算定方式によって得られた算定結果等を総合的に勘案し、かつ業績予想追加修正の不可避性を必須の要件として、A 社の株主にとって財務的見地から妥当であると判断する旨の「意見書」を提出した。A 社は、翌日、取締役会を開催し、上記 D 社の「株主価値評価算定書」及び「意見書」、法律事務所の見見等を踏まえ、買付価格（二二万円）を含む本件公開買付けの諸条件は妥当と判断し、本件公開買付けに賛同の意見表明をする旨、本件公開買付けの成否にかかわらず株主優待制度を廃止し、同年一二月三一日の最終の株主名簿に記載又は記録された株主又は登録質権者に対する期末配当を行わないことを決議した。上記各決議は、

出席取締役全員（ Y_3 、 Y_4 、 Y_5 ）が賛成しており、社外監査役 Y_7 を含む監査役 Y_6 全員が、本件公開買付けに賛同の意見を表明することに賛成する旨の意見を述べたが、 Y_2 は、特別利害関係人として、上記各決議には加わらなかった。 Y_1 会社とB社は、同年一月一〇日、 Y_1 会社がA社株式を買付価格を一株につき二三万円として買い付ける旨のプレス・リリース（本件公開買付けプレス・リリース）を発表した。A社は、同日、本件公開買付けについて、賛同の意を表明する旨を（本件賛同意見表明）を公表し、同年二二月の業績予想の更なる下方修正を発表した。

Y_1 会社は、翌一月一日から同年一月二二日までの間、本件公開買付けを実施した。本件公開買付けには、対抗買付けを行う者はなく、 Y_1 会社は、A社の発行済株式総数の九一・五一パーセントの株式を取得した。

A社は、平成一九年三月二八日に定時株主総会及び普通株主による種類株主総会をそれぞれ開催し、A社の定款を変更し、A社の普通株式に、A社が株主総会の特別決議によってその全部を取得する全部取得条項を付し、全部取得条項付株式一株と引換えに、同日現在において発行済みのA社の普通株式と同じ内容を有する新たな普通株式〇・〇〇〇四五四七株を交付するという定款の定めを設けると

ともに、A社が、基準日の最終のA社の株主名簿に記載又は記録された株主の有する全部取得条項付株式を、同年五月九日付けで取得し、これと引換えに、全部取得条項付株式一株に対し、〇・〇〇〇四五四七株の割合にて新たな普通株式を交付する旨が可決された。A社の株式は、同年四月二九日、ジャスダックにおいて上場廃止となった。A社は、同年五月九日、全部取得条項付株式を株主から取得した。株主は一株当たり二三万円を受領した。 Y_1 会社は、同年九月一日、A社を吸収合併するとともに、商号を「株式会社Aホールディングス」に変更した。

前記の全部取得条項付株式の取得決議に反対する株主は、東京地方裁判所に対し、会社法一七二条一項に基づき、A社発行に係る全部取得条項付株式の取得価格の決定を申し立てたところ、同裁判所は、平成一九年一月一九日、合計八四六株の各取得価格を一株につき二三万円とする決定をした。これを不服とする株主が、東京高等裁判所に対し、抗告を提起したところ、同裁判所は、平成二〇年九月二二日、合計七八四株の各取得価格を一株につき三三万六九六六円とする決定をした。これに対し、 Y_1 会社は、最高裁判所に対し、特別抗告及び許可抗告を申し立てたが、最高裁判所は、平成二二年五月二九日、いずれも棄却する決定をした。

Y₁会社による本件公開買付け及びA社による全部取得条項付株式の取得によるMBO（経営者による企業買収、以下「本件MBO」という。）が実施されたことよって、その所有するA社の株式を一株当たり二三万円という低廉な価格で手放すことを余儀なくされ、適正な価格である三万六九六六円との差額である一株当たり一〇万六九六六円等の損害を被ったとA社の株主Xらが主張して、A社を承継したY₁会社に対し会社法三五〇条又は民法七〇九条に基づき、Y₂に対し会社法四二九条一項又は民法七〇九条に基づき、Y₃、Y₇に対し会社法四二九条一項に基づき、連帯して上記損害金等の支払を求めた。

〔判旨〕

請求棄却

「取締役は、会社に対し、善良な管理者としての注意をもって職務を執行する義務を負うとともに（会社法三三〇条、民法六四四条）、法令・定款及び株主総会の決議を遵守し、会社のために忠実に職務を行う義務を負っている（会社法三五五条）が、営利企業である株式会社において、企業価値の向上を通じて、株主の共同利益を図ることが一般的な目的となるから、株式会社の上記義

務の一環として、株主の共同利益に配慮する義務を負っているものというべきである。

ところで、MBOにおいては、本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、自ら株主から対象会社の株式を取得することになり、必然的に取締役に ついての利益相反的構造が生じる上、取締役は、対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有しており、株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間には、大きな情報の非対称性が存在していることから、対象会社の取締役に、このような状況の下で、自己の利益のみを図り、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と考えられる。

そして、MBOが、取締役の株主の共同利益に配慮する義務に違反するかどうかは、当該MBOが企業価値の向上を目的とするものであったこと及びその当時の法令等に違反するものではないことはもとより、当該MBOの交渉における当該取締役の果たした役割の程度、利益相反関係の有無又はその程度、その利益相反関係を回避あるいは解消するためにどのような措置がとられているかなどを総合し

て判断するのが相当である。」

「前記認定によれば、本件MBOは、A社がM&A等により急成長してきたものの、グループの拡大に伴う経営上の試練に直面し、営業・管理両面での組織体制整備の遅れ、既存業態の継続的な進化とブランニングの遅れ、新業態開発において企業の成長スピードに対応した展開が計画どおりに進捗していないなどの問題が生じ、その結果、利益成長の大幅な鈍化を招いていたことから、中長期的視野に立った経営の再構築として実施されたものであり、企業価値の向上を目的とするものであったとともに、本件公開買付けにおいてとられた手続も、当時の証券取引法等の關係法令に違反するものではなかったものと認められる。

そして、本件公開買付けは、A社の代表取締役であったY₂が直接A社の株式を買い付けたわけではなく、B社が運営するC社が一〇〇パーセント出資して設立されたY₁会社（Y₁が主体となつて株式を買い付けたものであり、Y₂も、自己が直接保有するA社株式すべて（発行済み株式総数の一二・九三パーセントを占める。）について公開買付けに応募することとされ、E社が保有するA社株式（発行済み株式総数の一六・六八パーセントを占める。）は公開買付けの対象外とされたが、E社の買取価格を算定するに当たり、

公開買付け価格で評価されることとされており、Y₂も、一般の株主と同様にA社株式を売却する立場にもあったといえるものの、Y₂がいわゆるバイアウトファンドであるB社との間で本件基本合意書を取り交わしてMBO及び株式非公開化に関する交渉を進めていたものであり、Y₂のY₁会社に対する出資割合は株主総会において特別決議事項に反対し得る三三・四〇パーセントにも及び、代表取締役にはならないものの、取締役会長になることが予定されていたことなどからすれば、Y₂の利益相反の程度は相当強いものであったことは否定できない。他方、A社の取締役会においては、外部のD社からの「株主価値評価算定書」及び「意見書」、法律事務所の見解等を徴した上、出席した取締役全員が本件公開買付けに賛成し、社外監査役を含む監査役全員が取締役会が本件公開買付けに賛同を表明することに賛成の意見を述べ、Y₂は特別利害關係人として決議には加わらず、かつ、これらの事実は、本件賛同意見表明において公表していたのであるから、上記の利益相反を解消するための措置も一応はとられていたものといえる。

これらの利益相反を解消するための措置は、MBO報告書やMBO指針が提案する実務上の対応策や工夫と比べると、必ずしも十分なものであったとは言いが、MBO

報告書や MBO 指針は、本件 MBO の実施後に策定されたものである上、実務上の対応策や工夫を提案するものであつて新たに規制を課すものではないから、直ちに取締役の善管注意義務ないし忠実義務の具体的内容となるものではないと考えられる。そして、上記のように利益相反の解消を図る措置も一応されていたことにも照らすと、本件 MBO 当時において、 Y_2 が、取締役としての株主の共同利益に配慮する義務に違反して、本件 MBO を強行したものとまではいえないというべきである。」

「 X らは、取締役が信義則上株主の利益を最大化する義務を負うとして、MBO においては、取締役は、合理的に得られる最高の価格になるように公開買付け先と価格交渉をする義務があると主張する。しかしながら、公開買付けにおける買付価格は、対象会社の企業価値の評価はもとより、買付側の資金調達の方法等の諸事情を踏まえて決定されるものであるから、対象会社の取締役に X らが主張するような価格交渉義務があるといえるのかどうかは疑問があるが、この点を措くとしても、前記認定のとおり、AMC の「株主価値評価算定書」によれば、A社の株主価値は、市場評価法によると一九万三〇〇〇円から二〇万七〇〇〇円、類似会社比準法によると一六万三〇〇〇円から一八万九〇〇

〇円、DCF法によると一九万三〇〇〇円であり、「意見書」においても、二二万という TOB 価格は本件 MBO と類似する株式非公開化取引における TOB 価格の普通株式の市場価格に対して観測されたプレミアムの分析にかんがみると、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の、その他の算定方式によつて得られた算定結果等を総合的に勘案し、かつ業績予想追加修正の不可避性を必須の要件として A社の株主にとつて財務的見地から妥当であると判断されているのであるから、公開買付価格を二二万円としたことが、取締役としての株主の共同利益に配慮する義務に違反したものとはいえない。」

「ジャスタックの上記適時開示規則に従つて、八月プレス・リリースにおいて特別損失の計上及び業績の下方修正を公表したことは、取締役としての株主の共同利益に配慮する義務に違反するものとはいえないというべきである。」
 「本件において公開買付け開始の前日から過去一か月間のジャスタックにおける売買価格の終値の単純平均値に一定のプレミアムを加えた額を公開買付価格としたことが、取締役としての株主の共同利益に配慮する義務に違反するものとはいえない。」

「 Y_2 らが、善管注意義務又は忠実義務に違反して本件 M

B Oを実施したものと認められない。

他に、A社の代表取締役であったY₂、取締役であったY₃、Y₄及びY₅、監査役であったY₆及びY₇に、善管注意義務あるいは忠実義務違反があったものと認めるに足りる証拠はない。

したがって、原告らの各請求は、被告らの行為と損害との間の因果関係の有無や原告らの損害の有無等について判断するまでもなく、いずれも理由がないものというべきである。」

〔研究〕

判旨反対

一 本件は、上場会社において非上場化を伴うMBOを行われた際に、株主が当該会社に対し会社法三五〇条又は民法七〇九条の責任、取締役と監査役に対し会社法四二九条一項の責任を追及した事案である。MBOとは、現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入することをいい、取締役が自社の株式を買い付けるという取引の構造上、必然的に利益相反的構造が生じる（平成一九年九月四日「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」（以下、MBO指針という。）別冊商事法務三四六号（商事法務、二〇一〇年）二二五頁）。MBOには様々な形態がある（北川徹「マネジメント・バイアウト（MBO）」における経営者・取締役の行為規整（一）」成蹊法学六七号（二〇〇八年）一六二頁以下）。本件は、公開買付けにより対象会社株式の大部分を取得した上で、全部取得条項付種類株式を用いて現金を対価として少数株式を締め出すことよって行われる、非上場化を伴うMBOである。

会社法上、取締役は会社に対して善管注意義務（会社法三三〇条、民法六四四条）、忠実義務（会社法三五五条）を負う。本来は、取締役は会社の利益を図れば株主の利益を図ることになるが、MBOのように取締役の行為が会社の利益を通さずに株主の利害に及ぶ場合に（清原健〓田中亘「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）、善管注意義務及び忠実義務の一内容としてどのような義務を負うのか、どのような場合に任務懈怠となるのかが問題となる。本判決は、上場会社において非上場化を伴うMBOが行われた際の取締役と監査役はどのような義務を負い、どのような場合に任務懈怠となるのかについて示した初めての判決である。

また、本件は、株主が会社法四二九条一項における取締役及び監査役の責任を追及した事例であり、株主に生じた直接損害事例において任務懈怠が問題となった初めての判決である。会社法四二九条一項の責任の性質等には争いのあるところであるが、損害とは何を指すのか、任務懈怠と損害の因果関係が問題となる。

上場会社において非上場化を伴うMBOが行われた際の取締役と監査役はどのような義務を負い、どのような場合に任務懈怠となるのか、損害とは何を指すのか、任務懈怠と損害の因果関係について、まず、判例と学説を整理した上で、検討を行う。

二 原告は、信義則上、株主に対し、適切な判断をする機会を確保する義務と株主の利益を最大化する義務を負うと主張したところ、本判決は、営利企業である株式会社にあつては、企業価値の向上を通じて、株主利益の向上を図ることが一般的な目的となるから、株式会社取締役は、善管注意義務及び忠実義務の一環として、株主の共同利益に配慮する義務を負っているものというべきであるとする。善管注意義務と忠実義務の関係については、最判昭和四五年六月二四日(民集二四卷六号六二五頁)と同様に、同質説に立つ。MBOを計画する経営者は株主に対してその利益を図るべき善管注意義務があるとする裁判例(大阪高決

平成二二年九月一日金融・商事判例一三二六号二〇頁)もあるが、本判決は、会社に対する義務から間接的に株主の共同利益に配慮する義務を負うとする(玉井利幸「本件判批」ジュリスト一四四〇号(二〇一二年)九七頁)。

それでは、株主の共同利益に配慮する義務とはどのような義務なのか。本判決ではMBOの対象会社の取締役が、自己の利益のみを図り、株主の共同利益を損なうようなMBOを実施した場合には、株主の共同利益に配慮する義務に反するとする。これは、企業価値を低下させて株主の共同利益(株主に帰属すべき剰余部分)を損なうことがないようにするという意味であり、従前の状態よりも悪化させないという消極的な義務にすぎないと解することができる(玉井利幸「MBOにおける取締役の『株主の共同利益に配慮する義務』の検討」南山法学三五卷三・四号(二〇一二年)一五六頁)。また、本判決は、価格交渉義務があるといえるかどうかは疑問であるとする。

学説においても、会社法三三〇条及び三五五条の株式会社はグループとしての株主を意味するので、取締役は株主利益最大化原則につき株主に対して善管注意義務及び忠実義務を負うという説(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『岩波講座現代の法7 企業と法』(岩波書店、一九九八年)二四頁、岩倉正和

「取締役の責任・行動準則―株主利益最大化原則」による日本法における「信認義務」構成の試論的覚書」岩倉正和Ⅱ太田洋編著『M & A 法務の最先端』（商事法務、二〇一〇年）六頁）を前提とし、MBOを行う取締役には株主共同の利益に配慮する義務があるとする説がある（石綿学「MBOに関する指針の意義と実務対応」商事法務一八一三号（二〇〇七年）六頁、十市崇「MBO（マネーゲーム・バイアウト）における利益相反性の回避又は軽減措置」判例タイムズ一二五九号（二〇〇八年）一一一頁、清原健Ⅱ田中亘・前掲・六七頁（田中発言）。これに対し、少数株主から支配株主への富の移転を防止する義務を負うとの立場（玉井利幸『会社法の規制緩和における司法の役割』（中央経済社、二〇〇九年）三〇八頁）を踏まえ、株主に対する直接的な任務懈怠のみを考慮すべきとする説もある（武田典浩「本件判批」法学新報一八卷一・一二号（二〇一二年）一七八頁、清水建成「本件判批」判例タイムズ一三七〇号（二〇一二年）三四頁）。価格交渉義務については、本判決と同様に、株主の共同利益に配慮する義務にとどまり、価格を交渉する義務まではないとする説（清原Ⅱ田中・前掲・六八頁（田中発言）、十市崇「本件判批」商事法務一九三七号（二〇一一年）一〇頁）がある一

方で、価格交渉義務を否定すべきではないとする説もある（神谷光弘Ⅱ熊木明「利益相反および忠実義務の再検証」商事法務一九四四号（二〇一一年）五四頁）。取締役は会社に対する善管注意義務を負うことを前提とする限り、同時に買付価格に配慮する義務を課すことができないうとする説もある（陳宇「上場会社MBOにおける対象会社の意見表明―取締役が負うべき義務を中心に」山本爲三郎編『企業法の法理』（慶應義塾大学出版会、二〇一二年）三五二頁）。

学説には、株主間の価値移転がありうる場合には株主間の公正を図らなければならない義務があるとする説（江頭憲治郎Ⅱ山本礼二郎Ⅱ岡田光Ⅱ阿南剛Ⅱ仁井矢聡子「MBO取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考える（上）」ビジネス法務一一卷六号（二〇一一年）三三頁（江頭発言））、株主の共同利益を害さないよう配慮するだけにとどまらず、積極的に株主共同の利益を最大化させる義務を負い、株主のために価格交渉義務があるとする説（伊勢田道仁「本件判批」法と政治六三卷三号（二〇一二年）四七頁）、公正な取引を行う義務（結果債務）を負っているとする説（飯田秀総「本件判批」ジュリスト一四三七号（二〇一二年）九六頁）、完全平等・完全対等な取引を行う

義務を負うとする説(玉井・前掲『会社法の規制緩和における司法の役割』・二六一頁)、会社の利益を図ることはもちろん、株主の直接的な利益にも配慮し、株式の価値がより高く評価される機会を求めて行動する義務があるとする説(高原達広「経営陣主導での上場会社の非公開化における取締役の行動基準」商事法務一八〇五号(二〇〇七年)一四頁)、実現可能性や実現時期等も考慮したうえで株主の最善の利益となるか否かを判断し交渉すべきであるとする説(田中信隆「MBOにおける取締役の義務と責任―「合理的な価格」か「最善の価格」か」ビジネス法務八巻四号(二〇〇八年)七七頁、清水・前掲・三五頁)。

本判決では、MBOが取締役の株主の共同利益に配慮する義務に違反するかどうかは、当該MBOが企業価値の向上を目的とするものであったこと及びその当時の法令等に違反するものではないこととより、当該MBOの交渉における当該取締役の果たした役割の程度、利益相反関係の有無又はその程度、その利益相反関係を回避あるいは解消するためにどのような措置がとられているかなどを総合して判断するのが相当であるとし、本件MBOは、企業価値の向上を目的とすることであったとともに、当時の証券取引法等の関係法令に違反するものではなかったとする。Y₂

の関与を重要視し、利益相反の程度は相当強いものであったことは否定できないとしつつも、取締役会においては、外部からの「株主価値算定書」及び「意見書」、法律事務所等の意見等を徴した上で、出席した取締役全員が本件公開買付けに賛成し、社外監査役を含む監査役全員が、取締役会が本件公開買付けに賛同を表明することに賛成の意見を述べ、Y₂は特別利害関係人として決議に加わらず、かつ、これらの事実、本件賛同意見表明において公表していたのであるから、利益相反を解消するための措置も一応はとられていたものといえるとする。本判決の判断に賛成する立場(清水・前掲・三六頁)もあるが、賛成しつつも、本件価格決定事件最高裁決定とは異なる法的評価をしている点(本件公開買付けプレス・リリース及び本件賛同意見表明の具体的な表現が強圧的な効果を有する表現が用いられていたこと、株主価値評価算定書が開示されなかったこと、B社にのみ独占交渉権を与えていたこと)はMBOを遂行するに際して、ベスト・プラクティスの観点からは改善の余地があったと評価できるとする立場がある(十市・前掲「本件判批」・一一頁)。本件は、公開買付け届出書における情報公開、意見表明報告書の義務化が盛り込まれた平成一八年証券取引法施行前の事例であり、また、前述のM

B O 指針の導入前の事例であるので当時としては解消措置は十分であったとする説（武田・前掲・一八四頁）、M B O 報告書・指針の公表前だからといって、取締役らの善管注意義務それ自身が軽減されるかのような結論には賛成することができない（伊勢田・前掲・五〇頁）、利益相反回避措置について緩やかな判断がなされているという批判も多い（玉井・前掲「本件判批」・九七頁）。公正な取引を行う義務があるとすると説においては、公正な取引だったことを取締役が立証する責任を負うとし、取引過程の不正さを示す事実を総合考慮すると、買取価格二三万円とした本件のM B O の取引が合理的に入手可能な最善な取引であることの立証は成功していないと評価すべきであるとする（飯田・前掲・九九頁）。

三 本判決及び本判決と同様の学説が前提としている株主利益最大化原則における株主の利益とは長期株主の利益を指しており、M B O において長期株主とは、株式の買主側である取締役を指すことになり、M B O が構造的に抱えている利益相反性を考慮することができない（飯田・前掲・九八頁）。善管注意義務と忠実義務の関係について同質説の立場に立つと、善管注意義務には、取締役が会社の利益を犠牲にして自己の利益を図ってはならないとの趣旨は含

まれているというべきであるので（江頭憲治郎Ⅱ中村直人『論点体系会社法3株式会社Ⅲ』（第一法規、二〇二二年）一一九頁（酒井太郎執筆）、本判決のように株主の共同利益に配慮する義務を介さずとも、取締役が行った行為が善管注意義務及び忠実義務に反するか否かを具体的に検討すれば事は足りる。

役員等がその職務を行うについて悪意又は重大な過失があったときは、当該役員等は、これによって第三者に生じた損害を賠償する責任を負う（会社法四二九条一項）。この責任は、平成一七年改正前商法二六六条ノ三を引き継いだものであり、性質等には争いがあるが（洲崎博史「取締役の第三者に対する責任の法意」江頭憲治郎Ⅱ岩原紳作Ⅱ神作裕之Ⅱ藤田友敬編『会社法判例百選（第二版）』（有斐閣、二〇一一年）一四六頁）、最高裁は、法定責任説の立場に立ち、取締役において悪意又は重大な過失により善管注意義務及び忠実義務に違反し、これによって第三者に損害を被らせたときは、取締役の任務懈怠の行為と第三者の損害との間に相当の因果関係がある限り、会社がこれによって損害を被った結果、ひいては第三者に損害が生じた場合であると、直接第三者が損害を被った場合であるとを問うことなく、当該取締役が直接に第三者に対し損害賠償

の責に任すべきことを規定したものとす(最判昭和四四年一月二六日民集二三卷一一号二一五〇頁)。本判決もこの立場に立つ。本件のように、直接損害の場合は、会社には損害が生じていないにもかかわらず、なぜ、会社に対する任務懈怠となるのが問題となる。諸説あるが(淵崎・前掲・一四七頁)、通常は任務懈怠とならない行為も、第三者に損害を及ぼしかねない状況の下で、会社の状況を把握すべき義務を著しく怠った結果それが行われると、その行為自体が明らかに不合理だとの評価を受け、それを行うこともまた任務懈怠を構成するという立場に立ち(龍田節『新版注釈会社法(6)』(有斐閣、一九八七年)三二四頁)、以下検討を行う。

本件のような非上場化を伴うMBOでは、株式を売却する時期を強制されることになる(高原・前掲・一三頁)。上場会社では流動性ある株式市場での株式の取引機会を確保し続けることは取締役の重要な責務の一つであるが(高原・前掲・一四頁)、株主が公開買付けに応じるか否かを判断することにより、MBOを阻止することができるのであるから、その判断を株主が適切にできるように情報開示を行うことは非上場化を伴うMBOを行う際の取締役の義務といえる(石綿・前掲・八頁)。この義務を尽くせば任

務懈怠とはならない。適正な情報開示の下、株主が判断したのであれば、たとえ損が生じたとしてもそれは自己責任であり、会社法四二九条一項の損害には当たらない。MBOを進めるとの判断を下す前にMBOに代わる代替案の有無を検討し(高原・前掲・一三頁)、代替案の検討・模索も含めたMBOに至るまでの取締役の行動過程を、株主が十分に理解することができる情報を提供することが必要である(高原・前掲・一五頁)。公開買付けは買付者と株主との間の取引であるが、対象会社の意見表明(現在は金商法二七条の一〇第一項により公開買付けが行われた場合)、対象会社による意見表明報告書が義務付けられている。)は株主にとって重要な情報であり、対象会社の取締役は株主に必要な情報を正しく提供する義務を負う(陳・前掲・三五六頁)。業績の下方修正後に行われるMBOの場合には、なぜその時期にMBOを行わなければならないのか、その背景・目的(必要であれば、非公開化後の情報開示の継続)等も含めて、適切かつ十分な情報開示を行うことが必要である(石綿・前掲・九頁)。当該MBOが、株主が当該公開買付けに応募するか否かを決定する自由を奪うような性質を有している場合、すなわち、強圧性を有している場合には、株主の意思に歪みが出ることとなり、株主に

株式売却の選択の機会を付与するという前提が崩れることになる（石綿・前掲・九頁）。第一段階の公開買付けを行う際に、公開買付けに応募しなかった株主に對しても、公開買付け価格と同一の基準により算定した額により強制退出の機会を確保し、その旨明示しておくのであれば、強圧性は存しないはずである（石綿・前掲・九頁）。株主がMBO提案の内容を十分に理解し、判断するために必要かつ合理的な時間を与えること、対抗提案が現れた際における取締役の対応方針を検討しておくことも必要である（高原・前掲・一五頁）。また、反対株主として株式買取請求権を行使するか否かの判断を助けるため、適切な開示が求められる。

構造的な利益相反性が生じるMBOにおいては、意思決定過程における恣意性の排除が求められる（MBO指針）。MBO指針で示されたメニューが外形上揃ってさえいれば当該MBO事案の「適正性・公正性」が確保されたことについてお墨つきが与えられるというスタンダードが確立されてしまわないか危惧され、利益相反という深刻な問題から会社又は株主の利益を保護するためには、これらの措置が利益相反性を実質的にも除去するような内容になっているかという点が問われるべきである（神谷〓熊木・前掲・

五〇頁）。

MBO案件においては、MBOに参加する取締役を交渉から排除し、MBOに参加しない取締役の中から、MBOグループによる影響を受けない立場にいる者（あるいは独立の第三者委員）が交渉を行うことが不可欠である（神谷〓熊木・五〇頁）。

取締役及び監査役全員の承認については、承認という事後的な関与にとどまること、第三者的な見地からの公正さの確保という点では弱いことを考えれば、これだけで利益相反性の除去が確保されるとはいいがたい（神谷〓熊木・前掲・五一頁、高原・前掲・一四頁、石綿・前掲・一頁、清原健〓田中巨「MBO・非公開化取引の法律問題〔前〕」ビジネス法務七巻六号（二〇〇七年）一五頁（清原発言））。

弁護士等のアドバイザーからのアドバイスの取得、独立した第三者評価機関からの算定書などの取得は、利益相反の問題を解消するという目的との関係ではあまり効果を期待できない。弁護士あるいは第三者評価機関が、第三者委員会等によって雇われておらず、むしろ対象会社によって雇われていることが多いようであり（神谷〓熊木・前掲・五一頁）、依頼主から独立したアドバイザーというものは

存在しない(神谷〓熊木・前掲・五二頁)。フィナンシャル・アドバイザーや法律事務所についても利益相反の可能性がある(高原・前掲・一五頁)。

對抗買付けが出現することを適度に害するような取引保護条項は認められるべきではない(石綿・前掲・一〇頁)。MBOに参加しない取締役は、賛同表明をするか否かを決定する取締役会で、MBOを阻止することも可能であり、MBOに参加する取締役に対する監視義務がある。

取締役の職務の執行を監査する(会社法三八一一条一項) 監査役は、利益相反性及び情報の非対称性を伴うMBOが行われる場面において、取締役が善管注意義務・忠実義務を遵守しているかどうかを監査しなければならない。

損害は、公正な条件で行われた場合に実現されたであろう価格との差額であり、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の価格と実際の買取価格との差額を損害として認めてもよい(飯田・前掲・九九頁)とする説があるが、損害とは、取締役が義務を尽くしていたならば得られたであろう公正な価格と実際に提供された価格の差であり、取締役が注意義務を尽くしていたならば得られたであろう公正な価格と価格決定事件における公正な価格は違う可能性があり(江頭〓山本〓岡田〓阿南〓仁井矢・前掲・三八頁(江

頭発言)、価格決定事件における公正な価格と公開買付価格の差額は損害ではない(十市・前掲「本件判批」・一二頁)。また、価格決定の申立ての効果は、申立てを行った株主のみに対してしか及ばないと解されているところ、価格決定事件における公正な価格は損害額の基準又は参照すべき価額とはいえない(十市・前掲「本件判批」・一二頁)。公開買付けの公表後に、対象会社の株式を買い増した分については、損害とは言えない。

公開買付けに応じるか否かを株主が判断するための適切な情報開示を取締役が怠ったために、公開買付けに就いてしまった、あるいは公開買付けの期間中に市場で売却してしまったという場合には、任務懈怠と損害の間に因果関係はない。任務懈怠と損害との間に因果関係があるといえるためには、MBOに対して反対(公開買付けに応じず、全部取得条項付種類株式への定款変更決議(会社法一〇八条二項七号、四六六条、三〇九条二項二一号)、全部取得条項付株式の取得決議(同法一七一条、三〇九条二項三号)に反対)の意思表示をした株主に限られる。

四 本件に当てはめて、検討を行う。

まず、取締役 Y_2 、 Y_3 は、公開買付けに応じるか否かを株主が判断するための適切な情報開示を行っているか。MB

Oを進めるとの判断を下す前にMBOに代わる代替案の有無の検討が行われておらず、MBOに至るまでの取締役の行動過程の情報の提供が行われていない。業績の下方修正が二回も行われ、その背景・目的等についての適切かつ十分な情報開示がない。強圧性のある表現も存在する。公開買付けの期間が実質二営業日であり、株主が判断するための十分な時間が設けられていない。反対株主としての株式買取請求権を行使するか否かの判断を助けるため、適切な開示ができていたのか不明である。

次に、利益相反性を解消するための措置ができているか。Y₂とB社との間で本件基本合意書が取り交わされており、基本合意書に取引保護条項が含まれている。Y₂は、本件公開買付け成立後、Y₁会社に三三・四〇パーセント直接出資し、代表取締役にはならないものの取締役会長になることが予定されていた。取締役会の参考資料となった株主価値評価書はA社が依頼したものである。出席取締役が全員賛成したこと、Y₂が取締役会の議決に加わらなかったことのみをもって、利益相反性を解消できているとは言えない。

よって、取締役Y₂、Y₅は、株主への適切な情報開示義務、利益相反性を解消する義務を怠っており、また、Y₃、Y₅はY₂に対する監視義務を怠っており、善管注意義務及び忠実

義務に違反している。

監査役Y₆及びY₇は、このようなMBOが行われることに對して取締役会で反対の意見を述べるべきであったのに、賛成の意見を述べている。よって、監査役Y₆及びY₇は、善管注意義務に違反している。

X₄は、本件公開買付けに応じた株主、市場で売却した株主、全部取得条項付株式を強制取得されその対価として一株当たり二三十万円を受領した株主であり、八月プレス・リリース後にも市場で買い付けていた株主、全部取得条項付種類株式への定款変更決議、全部取得条項付株式への取得決議に賛成した株主も含まれている。Y₂、Y₇が会社法四二九条一項の責任を負うのは、本件公開買付けに応じず、全部取得条項付種類株式への定款変更決議、全部取得条項付株式の取得決議に反対した株主に対してのみである。損害は、取締役が義務を尽くしていたならば得られたであろう公正な価格と実際に提供された二三十万円との差額であり、本件価格決定事件における価格と本件公開買付価格の差額は損害ではなく、八月プレス・リリース後に市場で買い増した分は含まれない。

従って、Y₂、Y₇は善管注意義務あるいは忠実義務に違反しており、本件公開買付けに応じず、全部取得条項付種類

株式への定款変更決議、全部取得条項付株式の取得決議に反対した株主に対して、 $Y_2 \sim Y_7$ が義務を尽くしていたならば得られたであろう公正な価格と実際に提供された二三十万円との差額（八月プレス・リリース後において市場で買い増した分は除く）を賠償する責任を負うと考える。

なお、会社法制の見直しに関する要綱の第二部第二において、キャッシュ・アウトを行うことができる新たな手続として、特別支配株主による株式売渡請求の制度が創設されており、取締役・取締役会が会社の利益というよりは少数株主の利益を守る職務を負うことになる（岩原紳作『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説）別冊商事法務三七二号（商事法務、二〇一二年）三四頁）。本件でも問題となった、取締役の義務は誰に対するものなのかという議論が加速するものと思われる。

岡本智英子