慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	〔商法五七六〕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：シャルレ株主代表訴訟事件控訴審判決(大阪高裁平成二七年一〇月二九日判決)
Sub Title	
Author	遠藤, 元一(Endo, Motokazu) 商法研究会(Shoho kenkyukai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2017
Jtitle	法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.90, No.6 (2017. 6) ,p.77- 96
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=AN00224504-20170628-0077

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.

判例研究

〔商法　五七六〕 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——シャルレ株主代表訴訟事件控訴審判決

（大阪高裁平成二七年一〇月二九日判決（平成二八年一一月一一日上告棄却・上告不受理決定）
平成二六年㈱第三〇七八号、損害賠償請求（株主代表訴訟）控訴事件
金商一四八一号二八頁）

〔判示事項〕

取締役が企業価値の移転について公正を害する行為を行えば、公開買付け、ひいてはMBO全体の公正に対する信頼を損なうことにより、本来なら不要な出費を余儀なくされ、取締役はそれにより会社が被った損害を賠償すべき義務を負うものと解され、本件では取締役の一部にMBO実施における公正を害する行為があり、善管注意義務違反による損害賠償責任が認められる。

〔参照条文〕

会社法四二三条一項・四三〇条・八四七条三項

〔事実の概要等〕

一　本件は、大阪証券取引所第二部上場のA社（主として女性用下着の製造販売等を業とする、当時は指名等委員会設置会社）の株主であるX（原告、控訴人）が、Y_1（A社の取締役兼代表執行役。被告・控訴人兼被控訴人）、Y_1の母Y_2（A社取締役。被告・控訴人兼被控訴人）、社外取締役であったY_3～Y_5（被告・被控訴人）らに対し、買収者側が二段階買収（公開買付〔第一段階〕及び全部取得条項付種類株式を用いる方法等によるスクイーズアウト〔第二段階〕）の手法によるA社のマネジメント・バイアウト（M

ＢＯ。以下「本件ＭＢＯ」という）を試みた際にY_1〜Y_5が取締役の善管注意義務（公開買付価格への不当介入等による義務違反及び情報開示義務違反）に当たる行為をし、そのために本件ＭＢＯが第一段階で頓挫したことから、Ａ社が無駄な費用を支出し、Ａ社の信用が失墜し、五億〇一八四万余円の損害がＡ社に発生したとして賠償等を求めて提起した株主代表訴訟の控訴審判決である（以下、Y_1〜Y_5を「Ｙら」、Y_1、Y_2を「Y_1ら」Y_3〜Y_5を「Y_3ら」という）。

二　Ａ社は、販売形態が社会情勢にそぐわなくなり、売上が減少し続けていたが、創業家一族は、複数の金融機関からＭＢＯを含む経営改革に関する提案を持ちかけられて検討を開始し、Y_1、Ｂ、Ｃ（その後、執行役）らの間で、Ｄ社をアドバイザー、Ｅ社をパートナーとして提携し、Ｃを責任者として本件ＭＢＯプロジェクトチームを立上げ、平成二〇年五月にY_3らに本件ＭＢＯについて説明を行った。六月二四日、Ｃは、Ｆ法人に対し、本件公開買付けに向けて、Ａ社の株価の算定を依頼し、六月末に確定した第三四期の業績等を踏まえ四月一五日付け利益計画をやや下方修正した「七月二二日付け利益計画」を作成してＦ法人に提出し、七月三〇日付で、算定結果報告書のドラフトをＦ法人より開示を受けた。

Y_1は、遅くとも八月三日までに、Ｅ社が本件ＭＢＯにおける公開買付価格（以下「本件公開買付価格」という）を七〇〇円と予定していることを認識していたが、資産管理会社Ｇ社とＦ社の株価算定結果との間に乖離があり、このままでは本件ＭＢＯが頓挫してしまうという危惧感を抱き、同月一二日から二三日にかけて、Ｃに対しメールで、複数の保守的な利益計画を策定し、Ｆ社にそれに基づく株価の算定を行ってもらうよう指示し、Ｆ社によるＤＣＦ法による株価の算定結果は九〇二円より下がらないとの連絡を受け、Ｃに対し、メールで、ＤＣＦ法を採用しないこと、類似会社比準法において特定の企業を入れること及びＦ社がそれらを受け入れないのであれば、他の第三者評価機関に依頼することも検討すること等を指示した。

Y_1は、公開買付価格の決定に関与することの法的リスクを避けるため、同年八月二七日以降、本件ＭＢＯに関する取締役会及び役員ミーティングに参加しないことを決め、その後、Y_3らが中心となってあらたに利益計画の作成等を行った。

同年九月五日、Ａ社がＨ法律事務所より交付を受けた法律意見書のドラフトには、Y_3らは、一般株主のために公開

買付者と交渉する義務を尽くしたとされない可能性が存する、本件公開買付価格に合わせるために中期利益計画を修正したとして、善管注意義務違反等に問われる可能性もあるとの内容が書かれており、Y_3らは、H法律事務所に対し、法律意見書の正本は不要である旨を伝えた。

同年九月一五日、Y_3らは、F法人との電話会議で、本件公開買付価格は八五〇円を目標とし、最低でも八〇〇円とすることを決め、八〇〇円に到達しない場合は取締役を辞任することを申し合わせて交渉に臨んだ。

同年九月一六日、A社はD社らとの間で、本件公開買付価格を八〇〇円で合意し、同月一八日、A社の創業家一族、D社等の間で、本件MBOの諸条件に関する基本契約（以下「本件MBO基本契約」という）が締結され、創業者一族がその持株全部を本件公開買付けに応募することが合意された。同契約には、D社らがA社の取締役会が本件公開買付けに賛同する旨の意見を公表しない場合又は賛同する旨の意見を変更した場合は、創業家一族に対して書面で通知し、本件公開買付に応募しないこと又は、契約を解除することを請求できる等の条項（以下「解除請求権条項」という）が定められていた。

同年九月一九日、A社の普通株について、買付期間を同月二二日から同年一一月五日までとし、買付価格を一株につき八〇〇円とする本件公開買付けを行うことを公表し、A社は、同日、プレスリリースにおいて、本件公開買付けに賛同の意見を表明し（以下「本件賛同意見」という）、同内容の意見表明報告書を提出した。プレスリリースには、「買付け等の価格の評価の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」が記載され、その中に「当社取締役会は、平成二〇年六月より、本取引に法的論点に関する説明を弁護士法人H法律事務所から受けております。」と記載されていた。

三　ところが平成二〇年一〇月一六日以降、A社の法務部やH法律事務所等に対し、A社において本件公開買付価格の算定手続に違法又は不公正な点があった旨の内部通報が寄せられた。一〇月三一日、第三者委員会は、同日付けで、事業計画の承認に関する意思決定過程には、透明性・公正性に問題があり、本件MBOにおいてY_3らの利益相反行為があったという合理的疑念を払拭できない旨の調査結果を報告した。

一一月一九日、H銀行は、D社側に対し、本件公開買付けに係る融資を行わない旨を連絡し、一一月二〇日、本件

公開買付者らは、公開買付届出書の訂正届出書を提出し、A社は同日、その旨を公表した。一二月二日、A社は、プレスリリースにおいて、本件公開買付けについて不賛同表明を行った。D社等は、本件MBO基本契約中の解除請求権条項に基づき、創業家一族に対し、本件公開買付けの応募を撤回するよう請求し、創業家一族は、本件公開買付けの募集への応募を撤回し、本件公開買付けは不成立となり、本件MBOは頓挫した。

四　神戸地判平成二六年一〇月一六日判例時報二二四五号九八頁・金融・商事判例一四五六号一五頁（以下「一審判決」という）は、Y_1とY_2に対し約一億九七〇〇万円の支払を命じたが、社外取締役であったY_3らに対する請求は棄却した。これに対し、XとY_1らが控訴したが、大阪高判平成二七年一〇月二九日金融・商事判例一四八一号二八頁（以下「本判決」という）は、概要、次のとおり判示して、Y_1らの控訴に基づき賠償額を約一億二〇〇〇万円に減じる一方で、Xの控訴を棄却し、一審判決の判断を維持した。

〔判　旨〕

一「……MBOの場合における公正な手続による株主利益への配慮は、上記のような事情から通常の組織再編とは異なった特別な意味があるものと考えられる。もっとも、取締役の義務は、株主との関係では、最終的には一般株主に対する公正な企業価値を移転することに尽きるから、企業価値の移転に係る公正な手続として想定される手続の一部が欠け、あるいは一部の手続に瑕疵があったとしても、最終的に公正な企業価値の移転がされていると認められれば、全体としては公正な手続が執られたと評価すべき場合はあるであろうし、仮に個々の行為に善管注意義務違反が認められたとしても、損害の発生がないことになり、損害賠償義務は発生しない。しかし、会社との関係を考えると、取締役が企業価値の移転について公正を害する行為を行えば、公開買付け、ひいてはMBO全体の公正に対する信頼を損なうことにより、会社は本来なら不要な出費を余儀なくされることは十分に考えられるから、取締役は、そのことによって会社が被った損害を賠償すべき義務を負うべきものと解される。このように、公開買付けあるいはMBOにおいて、企業（株式）価値の移転について取締役が負う公正性に関する義務は、会社に対する関係と株主に対する関係では異なる点があることに留意すべきである。」

二「……利益相反関係にある取締役であっても、第三者算定機関（省略）に対して株式価格の算定のあり方を質し、問題があれば具体的な根拠をもって株式価格の再算定を促すことが許されないと解すべき根拠はない。しかし、利益相反構造という不透明性をもったＭＢＯのような取引において、第三者機関に株式価格の算定をさせ、その結果を公表するのは……、株式価格の決定過程における恣意性を排除し、株主に対して公開買付価格の適正性を判断する上での資料を提供するためのものであるから、……第三者機関による算定への介入は、相応な根拠に基づくものである必要があるとともに、その方法も第三者機関の独立性を害するものであってはならないというべきである。」「Y_1は、買付者側の想定価格である七〇〇円に近付けるため、根拠のないあるいは根拠の薄弱な利益計画による数字合わせを図り、算定手法の選択や類似事業者の選定に係るＧ法人の算定方法に不当に介入してその独立性をも脅かしたものと認められる。以上のようなＧ法人に対する株式価値の算定に対する介入が、許される限度を超え、ＭＢＯにおける取締役としての善管注意義務に違反するものであることは明らかである。」「そして、このような違法行為がされれば、その後、Y_1において株価の算定過程に介入することをやめ、社外取締役らの判断に全てを委ね、最終的にはY_3らによって相応な手続が履践されて、買付者側との間で公開買付価格が合意されたとしても、Y_1による不当な介入行為があったことそのものにより、……Ａ社は本来であれば不必要な出費を余儀なくされることになるから、Y_1は、Ａ社に発生したこのような出費による損害を賠償する義務を負担するものというべきである……」

三「Y_3らは、Y_1らと同様な意味で構造的利益相反性があるわけではないが、支配株主による買収事案でもある本件ＭＢＯにおいては、支配株主により選任される立場にあるため、支配株主の利益を優先して一般株主の利益を害する抽象的な可能性があり、その限りで構造的利益相反性があるということができる。」等から、「本件ＭＢＯとの関係においては、取締役の善管注意義務に基づき、Y_1らの職務執行に対する監視を通じて公正な企業価値の移転を図る義務を負うほか、自らが本件ＭＢＯに関する株主の利益に配慮した公正な手続きにより買収者側と交渉すべき立場にあったものと解される。」としたうえで、㈠Y_3らが、Y_1のＢに対する本件メールの送信等による公開買付価格の決定プロセスへの不当介入等を知っていた又は容易にこれを知り得

たことをうかがわせる証拠もないこと等から、「Y_1の善管注意義務違反についてのY₃らの監視義務を論ずる前提を欠くというべきであ」るとして、Y_1らの価格決定プロセスへの不当介入に対する監視義務違反の主張を排斥した。また㈡Y₃らが、「独立した第三者機関ではなく、創業者一族のアドバイザーであって、かつ本件公開買付者側の人物であるCを本件買付価格決定のために行われる利益計画の見直し作業に、関与させることは手続の公正さに疑念を生じさせる一要因となり得る」が、Y₃らが七月三〇日付のG法人の算定結果がA社の経営実態や経営予測を反映させたものではなく、株式価値が高く算定され過ぎていると考え、A社のプロジェクト等に関するY₃らによるヒアリング結果を基に八月三一日付け利益計画を作成し、これを基にした価格算定をG法人に依頼したことは本件MBOの「手続きの公正を害するものであったとはいうこともできない」こと、Yらは取締役会でCからのメールに従った発言をした疑いは残るものの、その事実を直ちに確定できる証拠はなく、また仮に一部でその種の発言がなされたとしても、Y₃らの取締役会での発言に、「直ちに本件MBOの公正さを害する内容が含まれているとは認められない」こと、Y₃らは、Y₃らにとって不都合な見解が記載されている本件MBOに関するH法律事務所の法律意見書の正本の受領を拒否しているが、Y₃らがA社として法律事務所の意見を受け入れるかどうかは、本件MBOの適正かつ円滑な実施という観点から自主的に決定すべき問題であるところ、当該法律意見書には判断の前提とされた利益計画の数値算出過程等の詳細が示されていなかったこと等に加え、結論として善管注意義務違反と断定する内容にもなっていなかったこと等の事情を考慮すると、Y₃らが、社外取締役として本件MBOを進めるうえで上記法律意見書の正本を受け取らなかったとしても、「直ちに本件公開買付価格の決定手続きの公正さに重大な疑念を生じさせるものであるとはいえない」こと等から、Y₃らには、本件公開買付価格の決定プロセスへの不当な介入は認められないこと、本件公開買付価格が独立当事者間で形成される価格と近い価格であったと評価できるため、同価格が不公正であることを前提にY₃らは善管注意義務の一環として本件公開買付に不賛同の意見を表明する義務を怠ったとするXの主張は前提を欠くことを理由に、Y₃らにA社に対する善管注意義務違反を否定した。

四　「株式公開買付けの対象会社の意見表明報告書の提出が金融商品取引法二七条の一〇により義務化されており、

ＭＢＯ指針においても株主の適切な判断機会の確保が要請されていることからすると、対象会社の取締役は、株主に対する一定の情報開示義務を負っているものと解するのが相当であり、株主の判断のために、重要な事項について虚偽の事実を公表したり、又は公表すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の公表を怠った場合には上記情報開示義務違反の問題を生じ得る」（金商法二七条の一九、一七条、二七条の二〇・一項、一八条一項）と判示したうえで、「なお、当社取締役会は、平成二〇年六月より、本取引に関する法的論点に関する説明を弁護士法人H法律事務所より受けております。」とのプレスリリースについて、その付記を含む「プレスリリース全体を一般株主が閲読したならば、本件ＭＢＯに関する法的論点については、A社の取締役会は、H法律事務所の説明を受け、そのアドバイスや法的見解に依拠ないし少なくともこれを参考にして『本公開買付の諸条件は妥当であり、当社の株主の皆様に対して、公正、かつ、妥当な価格により当社の株式の売却機会を提供するものである。』と判断し、九月一九日付け賛同意見表明に至ったものと受け取るおそれがないとはいえない」と判示したうえで、八月一二日取締役会でH法律事務所からＭＢＯに関する法的論点に関する説明を受け、九月五日にBに対してドラフトが交付され、Y_1ら、Y_3らはその内容を確認していることから上記記載は「客観的な事実経過と齟齬するものではな」く、Y_3らが、H法律事務所ドラフトの受領を拒否したことが違法とはいえず、相応の理由があるから、「H法律事務所の法律意見書の正本の受領を拒否した事実を記載しなかったことは、一般株主のA社株式価格についての判断を誤らせるものとはいえず、……「公表すべき重要な事項」、「誤解を生じさせないために必要な事実」には当たらないと解するのが相当である。したがって、H法律事務所の関与に関する記載が本件付記程度の記載にとどまっていることは、違法なものではないというべきである。以上によれば、……Y_3らについてはもとより、Yらについても、取締役の情報開示義務違反に当たるものとはいえず、その他、Y_3ら及びY_1らに取締役の情報開示義務違反に該当する事実は見当たらない」として情報開示義務違反そのものを否定した。

〔研　究〕

判旨の理論構成には概ね賛成（一部に疑問）、結論の一部に反対。

一　本判決は、ＭＢＯが頓挫し、それを理由とする取締役

の会社に対する任務懈怠の有無が争点となった事案で、一部の取締役の義務違反を認めて会社に対する損害賠償責任を一部認容した初の裁判例である一審判決の控訴審判決である。

レックス・ホールディング損害賠償請求事件（東京高判平成二五年四月一七日判時二一九〇号九六頁。以下「レックス控訴審判決」という）がＭＢＯに係る対象会社の取締役の善管注意義務違反に基づく損害賠償請求が株主により追及された事案であるのに対し、ＭＢＯの実施場面における対象会社の取締役の会社に対する責任が問われた本件は、取締役が会社に対して負う善管注意義務の具体的な内容を明らかにし、（対会社責任に関連した文脈においてではあるが）、ＭＢＯの公開買付価格の決定プロセスで株式価値算定に買付者側の取締役・関係者がどの程度の介入・関与が許されるのか等を詳細に検討・判示している点で、理論的・実務的に重要な意義がある。

紙幅の関係から本稿は、対象会社の取締役の注意義務等についての判断枠組み（「『公正な手続きを通じた株主利益への配慮』及びそれに係る善管注意義務」）の整理とその意義（二）、買収に関与する取締役の「公正な手続による株主利益への配慮」を媒介とした善管注意義務違反等（三）、買収者側に属さない取締役の義務とその責任に関する判断枠組みの意義等（四）、対象会社取締役のＭＢＯの情報開示義務の内容等（五）に絞り検討する。

二㈠　判旨一は、ＭＢＯにおいて取締役が会社に対して負う義務の内容を「株主との関係」と「会社との関係」とに分けて示したうえで（ただし「株主との関係」における取締役の義務についての判示は傍論）、「会社との関係」に係る義務について、一審判決が言及した「ＭＢＯ完遂尽力義務」、学説が一審判決の核心部分と位置づけた「手続公正性配慮義務」（公開買付価格の決定手続の公正さに強い疑念を株主に抱かせぬよう、その価格決定手続の公正さの確保に配慮すべき義務ないし確保に配慮して行動すべき義務と定義されている。学説につき［志谷匡史「一審判批」商事法務二〇六一号八頁、白井正和「一審判批」私法リマークス五二巻八八頁］）のいずれの概念も採用せず、それらに代えて、ＭＢＯにおける株式価値の公正性を担保する「公正な手続による株主利益への配慮」という概念を導入し、取締役にとって行為基準である同概念を梃子（媒介）として、「企業価値の移転について公正を害する行為」を行って「ＭＢＯ全体の公正に対する信頼を損なうことによ

り、……本来なら不要な支出を余儀なくされる」局面において、取締役が善管注意義務として「会社が被った損害を賠償すべき義務」を負うとして、MBOに関して取締役が負う善管注意義務を当該類型・事案に応じて具体化した判断枠組みを採用した。これが中核的な部分である。

㈡　本稿では引用していないが、判旨一の「公正な手続による株主利益への配慮」概念を媒介とする枠組みに先立ち、本判決は、次の❶～❹から構成される基本的な規範命題（テーゼ）を説いている。

❶取締役が会社に対して負担する善管注意義務は、会社の営利性に応じて株主価値の最大化を図る義務に引き直され、株主価値最大化義務に違反する行為により会社に損害を生じさせた場合、取締役は賠償責任を負う。

❷利益相反構造、情報の非対称性を伴うMBOに関して、対象会社の取締役が自己又は支配株主の利益のみを図り、株主共同の利益を損なうような買収に加担した場合、株主利益最大化義務に反し、ひいては善管注意義務違反となる。

❸MBOにおいて、取締役等は、一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務を負担しているが、MBOを実施することを前提とした株式の公正な価格を客観的に評価する方法は確立しているわけではないため、MBOを実施する際の株式価値の公正性は、①株主に適切な判断機会を保証し、②対象会社と買付者の交渉で恣意性が入ることを排除し、③買付者とされる者以外の者との競争の機会を保証し、④一般株主に対する弾圧性を排除する措置等を執る等の公正な手続を通じた株主の判断に委ねるほかはない。

❹取締役が負う公正性に関する義務は、株主に対する関係と会社に対する関係とで異なる点があり、株主との関係では、取締役の義務は、一般株主に対する公正な企業価値の移転に尽きるのに対し、会社との関係では、取締役が企業価値の移転について公正を害する行為を行えば、公開買付ひいてはMBO全体の公正に対する信頼を失うことで本来なら不要な出費を余儀なくされることが考えられ、会社が被った損害を賠償すべき義務を負担する。

❶は株式会社の営利性を論拠に、取締役が会社に対して負う善管注意義務（会社法三三〇条、民法六四四条）から株主利益最大化を図る義務を導き出し、❷で株主共同の利益を損なうような買収に加担すると株主利益最大化義務違反＝善管注意義務違反になるとする。また、レックス控訴審判決を踏襲した❸の「公正価値移転義務」は、株主はMBOにおいて企業価値とプレミアムを受けることについて共同の利益を有すること、すなわち、「株主共同の利益」

概念を介在させて取締役の義務として導かれ、❹が「株式価値の公正性」を図るための「公正な手続」に言及し、判旨一の「公正な手続による株主利益への配慮」概念を媒介とした取締役の善管注意義務の判断枠組みが導かれている。

❶❷に対しては、①「株主利益最大化」を図る義務が想定する株主（抽象化された株主）と「株主共同の利益」が想定する株主（現在の株主）とは一致しないとの批判（飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務―買収対価の適切性について」フィナンシャル・レビュー一二一号一五〇頁）や、②買収の当事者である取締役は株主と直接に取引をする関係にあり、会社の利益（すなわち「株主共同の利益」）を介して株主と利益相反関係にあるわけではなく、仮にＭＢＯの買付価格が不公正に低廉なものであっても、そのことにより会社に損害が生じることはなく、損害は取引の相手方である株主に直接に生じる。したがって、取締役が会社に対して「株主共同の利益」を図る義務を負うと解しても、ＭＢＯにおいて取締役が負う、買収者側の株主以外の一般株主との間に生じる利益相反を抑制すべき義務を基礎づけることは難しく、取締役は、株主間の利害が対立し、株主間で企業価値移転が生ずることを直視した理論構成を検討すべきであり、かかる場面では、株主間の公正を図るべき義務を善管注意義務の中に位置づけるべきである等との批判がされている（江頭憲治郎他「座談会・ＭＢＯ取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考える（上）ビジネス法務一一巻六号三三頁［江頭発言］、山本為三郎「レックス控訴審判批」金判一四三四号五、七頁、玉井利幸「ＭＢＯにおける取締役の『株主の協同利益に配慮する義務』の検討」南山法学三五巻三＝四号一六三頁注一二、川島いづみ「レックス控訴審判批」判例評論六六三号三四～三五頁）。

もっとも、❶❷を敷衍すると、「株主利益最大化」を図る取締役の義務は、取締役が会社の利益となるように職務を行うことで、会社が利益を得れば、株式価値の増加という形で株主の利益ともなるという形で、履行されるのが通常であるが、ＭＢＯにおける対象会社の取締役が公開買付け等による買収の対価の額をめぐり買収者と交渉する場面では、取締役の職務執行は会社の利益を通さず直接株主の利益に影響を与えるため、会社に対して善管注意義務を負う取締役に会社とは独立した存在である株主（全株主又は、公開買付等により会社から締め出される一般株主）の利益を図る義務があり(一)、また、取締役は、株主間（買収者側・被買収者側）の利益調整の公正さを含む概念としての

「株主共同の利益」を図るように善管注意義務を尽くして買収対価その他の条件に関する交渉・決定を行う義務に引き直され、取締役がこの義務を含む善管注意義務に違反した場合には、対象会社に対して任務懈怠責任を負うと解する㈢との趣旨を含意している。これはそれなりに一貫した説明となっているように思われる。このように考えると、❶❷が従前の規範命題を踏襲したことには相応の合理性が認められる。

㈢　判旨一を導いた規範命題（テーゼ）に合理性があるとして、重要なのは判旨一の分析・意義である。ＭＢＯ完遂尽力義務を中間項として用い、善管注意義務の一環として手続的公正性配慮義務を認めた一審判決に一定の説得力があると評価する見解（白井・前掲八八頁、川島いづみ「一審判批」判例評論六八一号一六九頁）もある中、本判決はなぜ手続的公正性配慮義務ではなく、上記のような新たな判断枠組みを採用したのか。本判決では明確には語られていないため、推測するほかはないが、次のような理由が考えられるのではなかろうか。

第一に、「手続的公正性配慮義務」は、①ＭＢＯ完遂尽力義務を中間項として導き出されていることや、②配慮の対象として「株主」のみを対象としていると捉えうること等から、ＭＢＯのプロセスにおける適用範囲（守備範囲）が狭いという難点が考えられる。具体的には、①について、ＭＢＯが頓挫しないで、完遂し、成立した場合であっても、取締役の損害賠償責任を認めるべき場合が考えられるが（玉井利幸「『ＭＢＯ完遂尽力義務』の検討」南山法学三九巻一号七三頁等は完遂し成立した場合にも適用可能な義務とする）が、「手続的公正性配慮義務」がＭＢＯの頓挫可能性を問題とするものであると考えると、当該義務違反を理由とした取締役の損害賠償責任を肯定することが困難となる。

また、②について、一審判決が「手続的公正性配慮義務」を認めたのが、ＭＢＯにおける構造的利益相反性と情報の非対称性があることを前提に、株主に対する信頼を失い、ＭＢＯの遂行が著しく困難なものとなり頓挫することがないように、ＭＢＯにおける公開買付価格それ自体だけでなく、決定プロセスにおいても公正さの確保に十分配慮しなければならないとの理由からだとすると、「手続的公正性配慮義務」は、株主に対する信頼を損ない、ＭＢＯが頓挫して損害が生じた場合にのみ適用範囲が限定される可能性がある。しかし、たとえ一部の株主の信頼が損なわれても、ＭＢＯが頓挫することなく成立する場合もあれば、

株主の信頼が損なわれなくても、企業価値の移転について公正を害する行為が行われたことが対外的に明るみに出て、金融機関や規制当局等の信頼が損なわれ、その結果、融資が実行されず、あるいは規制当局の調査等が行われる等して、ＭＢＯが頓挫して損害が生じる場合も考えられる。「手続的公正性配慮義務」が「株主」による信頼のみを念頭においた概念だとすると、後者のような局面で生じた損害について取締役の責任を導くことはできないことになる。

しかし、①②のような、損害賠償責任の成立する範囲は狭すぎるように思われる。

これに対し、本判決の枠組みでは、①②に適正に対処することが可能である。つまり、①について、本判決の枠組みでは、「企業価値の移転について公正を害する行為を行い「ＭＢＯ全体の公正に対する信頼を損な」う結果、不要な支出による損害が生じた場合、善管注意義務違反を理由に、取締役の会社に対する損害賠償責任を認めることが可能となる。②についても、本判決の枠組みは、誰の信頼かについての言及がないため、「公正を害する行為を行う」ことによって、「ＭＢＯ全体の公正に対する信頼を損な」えば、株主の信頼を損なったものか、それ以外の利害関係者の信頼を損なったのかを問わず、取締役の善管注意義務違反を認めることができる（伊藤吉洋「本件判批」法学八〇巻三号四八六頁）。

第二に、第一の実質的な補足であるが、ＭＢＯのプロセスで公正性が害される場合の取締役の対会社責任は、本件のようなＭＢＯが頓挫して「本来なら不要な支出を余儀なくされ」、「会社が被った損害を賠償すべき義務」に限られない。本件は公開買付けが成立しなかったため、レックス控訴審判決のように、利益相反性のある行為により買付価格が不当に低く抑えられたという問題が顕在化していないが、仮にこの点が顕在化していれば、「公正な手続による株主利益への配慮」が払われていれば、「実現したかも知れない買付価格による株式売却の機会が失われたことに伴う損害賠償を負担する義務」も、取締役の対会社責任としての善管注意義務の具体化したものと捉える必要がある。

この点、判旨一の「公正な手続による株主利益への配慮」を媒介とすれば、「公正な手続による株主利益への配慮」を欠いたため、「実現したかも知れない買付価格による株式売却の機会が失われたことに伴う損害賠償を負担する義務」を導くことが――買収者と対象会社との間で買付価格について折り合わず、公開買付自体がなされなかった可能性があり、逸失利益を損害として主張・立証すること

のハードルは高いという点はさておくとしても――可能となる（齊藤真紀「東京高判平成二三・一二・二「シャルレ判批」商事法務二〇九五号四四頁）。このように、「公正な手続による株主利益への配慮」は、ＭＢＯのプロセスにおいて損害が生じた場合に、当該局面に応じて柔軟に、取締役の対会社責任を構成することを可能とする概念として実践的な役割を果たすと考えられる。

第三に、「手続的公正性配慮義務」と「公開買付価格（対価）の公正さ」を峻別することの難点を考慮している可能性も考えられる。つまり、学説には、「手続的公正性配慮義務」が果たされれば、原則として「公開買付価格（対価）の公正さ」も認められると捉えられるべき関係であると考えることもでき、このような見地から、両者を切り離す一審判決の判断枠組みに批判的な見解がある（飯田秀総「一審判批」ビジネス法務一五巻七号五九頁）。価格決定における手続的公正さが確保されていれば、それによって決定された公開買付価格は、特段の事情がない限り、公正であると判断し得るという関係を認めるのが、ＭＢＯの第二段階として行われる全部取得条項付種類株式の取得に係る会社法一七二条の価格決定申立てにおいて、近時の裁判例が採用する立場であり、学説における有力説でもあるが（田中亘『会社法』（東京大学出版会、二〇一六）六三二～六三五頁）、ジュピターテレコム最高裁決定（最決平成二八年七月一日金判一四九七号八頁）でも支持された（二段階買収において、対価の公正性を手続の公正性で代替するというテクモ最高裁決定（最決平成二四年二月二九日民集六六巻三号一七八四頁）で示された考えを受入れ、公正な手続を経て取引条件が形成されるのであれば、裁判所は、原則として取引条件（対価）についての当事者の判断を尊重し、介入しないということを明示する考えを示した）。

しかし、実際に用いられている複雑・精緻な株価算定の手法と比較すると、判例・裁判例で形成されている「価格決定における手続的公正さ」の枠組みは比較的単純なモデルであり、そこで考慮される事情も限定的である。手続的公正さを確保したからといって対価の公正さが担保される関係が認められるとは到底いえないように思われる。また、仮に、対価が事後に公正と評価されても、ＭＢＯの決定過程の公正さに大きな疑義が生じていた場合には、会社に損害が生じることは十分考えられるとして、両者の区別に特段不自然な点はないとの見解（白井・前掲八九頁）もあり（現に、本件では、結果的に価格自体は公正だったと評価

されたが、ＭＢＯが頓挫したことで会社が損害を被っている）、概念の整理の仕方・説明の仕方に過ぎないともいえる。

もっとも、整理・説明の仕方次第とはいっても、一審判決が①「価格決定プロセスへの不当介入（手続的公正性配慮義務）」の争点として「手続的公正性配慮義務」違反の有無を検討し、②「不当介入による不公正な価格形成（株価決定の公正さ配慮義務違反）の有無」の争点として「株価決定の公正さ配慮義務」を論じている箇所で、②が手続的な側面ではなく、価格の公正さという実体面の側面について審査をしているように読み得る余地があることからも明らかなとおり、取締役が、公正な企業価値移転義務を負うのは対株主の関係であり、本件のように対会社責任が問題とされる局面で、「公開買付価格（対価）の公正さ」と「手続的公正性配慮義務」との区別を堅持することを論理的に明確に説明することは必ずしも容易とはいえない。

判旨一は、「公正な手続による株主利益への配慮」を「公開買付価格（対価）の公正さ」を担保する役割を果たす概念として定立して、両者の関係を明確化したことに意義がある。このような整理を前提とすると、株主との関係では、公正な手続に瑕疵があっても、公正な企業価値の移転が認められれば、株主に損害がなく損害賠償義務は発生しないが、会社との関係では、公正を害する行為を行い、公正さに対する信頼を損ない、本来なら不要な出費を余儀なくされるため損害賠償義務が発生するとの判旨一の結論を、論理的に矛盾なく導きうる。

第四に、「手続的公正性配慮義務」概念にいかなる効果が結び付けられるかは不明瞭であり、効果が限定的なものとされ、義務違反が認定される範囲が限られてしまうという難点も考えられうる。つまり、「手続的公正性配慮義務」概念は、その文言や語感に照らして、当該義務違反が直ちに一定の法効果に結びつけられることを当然の前提とした、比較的硬直的な概念であるように受け取られる可能性がある。そして、「手続的公正性配慮義務」が硬直的な概念として用いられると、ＭＢＯのプロセスにおいて、「手続的公正性配慮義務」違反が認められるのは取締役の行為における公正性配慮が著しく欠けている場合に限定されるという帰結をもたらしかねない。

以上のとおり、判旨一が採用する「公正な手続による株主利益への配慮」概念を媒介とした善管注意義務の判断枠組みは、ＭＢＯ遂行に関わり生じた損害賠償について取締役の対会社責任の有無を適正に判断できる意義が認められ

る。

三　紙幅の関係で省略したが、本判決は、判旨二に先立ち、「株式価値の公正性」を図るための「公正な手続」として①株主に適切な判断機会を保証、②対象会社と買付者の交渉で恣意性が入ることの排除、③買付者とされる者以外の者との競争の機会の保証、④一般株主に対する弾圧性を排除する措置等が必要であるとしたうえで、本件では、❶九月一九日付プレスリリース内容、❷公開買付者らに属さない三名の社外取締役が、公開買付者に属する取締役二名との間で公開買付価格の交渉に当たり、複数の利益計画を策定して、第三者評価機関から複数回の適正株価に関する算定書を徴し、H法律事務所から法的アドバイスを取得し、第三者委員会に諮問を行い、賛同意見表明は、議決権を行使しないY_1らを除く取締役の全員一致で可決し、❸公開買付期間を法令で定められた二〇日の最低期間を上回る三〇日と設定し、取引保護条項を設定していない、❹いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条項が設けられている等から、「本件公開買付価格の決定手続においては、MBO指針が定める措置を履践し取締役と株主との間の構造的利益相反性及び情報の非対称性を回避又は軽減する措置をそれなりに講じられているとみえないわけではない。」として「株式価値の公正性」を図るための「公正な手続」の外形を満たしていることを述べている。ただし、具体的な争点における判断では、実際に具体的な局面でのYらの責任の有無を判断するために枠組みを適用する場面では、同枠組みを必ずしも適正に適用していないように判断される箇所が見受けられ、具体的な事案での適用・あてはめが的確になされているかを慎重に検証する必要がある。

そのうえで、判旨二は、「公正な手続による株主利益への配慮」概念を媒介とした善管注意義務の判断枠組みを前提に、Y_1のG法人に対する株式価値の算定に対する介入は善管注意義務違反であると認定しており、この点に異論はないと思われる。

四　次に、MBOの買収側に属さない社外取締役であるY_3らの監視義務違反と善管注意義務の二つが争点である。まず監視義務違反については、判旨三は、Y_3らは社外取締役として「Y_1らの職務執行の監視義務を通じて公正な企業価値の移転を図る義務」を負うとともに、「株主の利益に配慮した公正な手続きにより買収者側と交渉すべき立場」にある者と捉えており、これは判旨一の「公正な手続による

株主利益への配慮」概念を媒介とした取締役の善管注意義務の判断枠組みに基づいたものと捉えうる。そのうえで、Y_1のBに対するメールの送信等による公開買付価格の決定プロセスへの不当な介入行為等を知っていた又は容易に知りえたことを窺わせる証拠がないこと等を理由としてY_3らの監視義務違反を否定しており、至当である。

ではA社に対する善管注意義務違反が認められるか。①Y_3らが、創業者一族のアドバイザーであって、かつ本件公開買付者側の人物であるCを本件買付価格決定のために行われる利益計画の見直し作業に関与させることは「手続の公正さに疑念を生じさせる一要因となり得る」としながら、②Y_3らが七月三〇日付のG法人の算定結果は株式価値が高く算定され過ぎていると考え、八月三一日付け利益計画を作成し、これを基にした価格算定をG法人に依頼したことは本件MBOの「手続きの公正を害するもの」とはいえないこと、③Yらは取締役会でCからのメールに従った発言をした疑いは残るものの、仮に一部でその種の発言がなされても、「直ちに本件MBOの公正さを害する内容が含まれているとは認められない」こと、④Y_3らにとって不都合な見解が記載されている本件MBOに関するH法律事務所の法律意見書の正本の受領を拒否したが、本件MBOを進めるうえで上記法律意見書の正本を受け取らなかったとしても、「直ちに本件公開買付価格の決定手続きの公正さに重大な疑念を生じさせるものであるとはいえない」こと等から、Y_3らには、本件公開買付価格の決定プロセスへの不当な介入は認められないとし、⑤本件公開買付価格が独立当事者間で形成される価格と近い価格であったと評価できるため、同価格が不公正であることを前提にY_3らは善管注意義務の一環として本件公開買付に不賛同の意見を表明する義務を怠ったとするXの主張は前提を欠くとする。

上記は、判旨一の「公正な手続による株主利益への配慮」を行い、「公正を害する行為を行」って「MBO全体の公正に対する信頼を損なうことにより、……本来なら不要な支出を余儀なくされる」という枠組みにおける、「公正を害する行為」を重視し、「公正を害する行為」に該当するためには、単に買収者側の関係者が被買収者側における株価算定の作業に関与したという事実だけでは足りず、買収者側の関係者が株価に具体的な影響を及ぼす行為を行ったことまで必要であると解釈していることになる（阿南剛「本件判批」商事法務二〇九五号四〇頁）。

しかしながら、判旨一の枠組みは「MBO全体の公正に対する信頼を損なう」ことに核心があり、「公正を害する

行為」は、その契機と捉えるべきであり、「公正を害する行為」を本判決のように絞り込む必要性・合理性はないばかりか、絞り込むと、現実に「ＭＢＯ全体の公正に対する信頼を損な」い、「本来なら不要な支出を余儀なくされる」事態が発生しても、「公正を害する行為」に該当しないから、会社に損害が発生しても、取締役は善管注意義務違反による損害賠償義務を負わないという帰結となりかねない。「ＭＢＯ全体の公正に対する信頼を損なう」か否かに焦点をあてた判断がされるべきである。

このように解することができると、①は、「公正を害する行為」に該当しない場合がありうるとしても、公開買付者側の人物であるＣを本件買付価格決定のために行われる利益計画の見直し作業に関与させるという外形それ自体から、「ＭＢＯ全体の公正に対する信頼を損なう」という要件を満たすと考えられる。③は、Y_3らの発言内容に「ＭＢＯ全体の公正に対する信頼を損なう」内容が含まれているか否かではなく、「買収者側のアドバイザーであるＣからのメールに従った発言をすること」が「ＭＢＯ全体の公正に対する信頼を損なう」について検討されるべきである。④も、「Y_3らにとって不都合な見解が記載されている本件ＭＢＯに関するＨ法律事務所の法律意見書の正本の受領を拒否した」ことが「ＭＢＯ全体の公正に対する信頼を損なう」に該当するか否かが検討されるべきであり、「Y_3らがＡ社として法律事務所の意見を受け入れるかどうかは、本件ＭＢＯの適正かつ円滑な実施という観点から自主的に決定すべき問題であるところ、当該法律意見書には判断の前提とされた利益計画の数値算出過程等の詳細が示されていなかったこと等に加え、結論として善管注意義務違反と断定する内容にもなっていなかったこと等の事情」は、損害賠償に対する寄与度ないし減額等で考慮すれば足りるように思われる。

さらに、事実の適示の箇所に「九月一五日、Y_3らは、Ｇ法人と電話会議で、本件公開買付者らに提示する本件公開買付価格は八五〇円を目標とし、最低でも八〇〇円とすることを決め、八〇〇円に到達しない場合は取締役を辞任することを申し合わせて交渉で臨んだ。」との事実が認定されている。Y_3らがＧ法人から七月に新たに受け取った株価算定結果と比べると、八〇〇円はＥ社ＣＦ法での平均値より下、その他の方法では下限にも至らない水準の金額であり、Y_3らが公開買付価格をこのような低めの金額に決定しなければならない合理的な理由はないはずである。それにもかかわらず、Y_3らが、社外取締役として辞任することを

交渉材料として公開買付価格を決定しようと申し合わせをしたとの事実からは、Y_3らは、公開買付価格を公正な価格として決定することよりも、買収者側の意向を汲んで買付価格を低く抑えようとする姿勢でG法人と交渉したことが優に推認され、これは明らかに「ＭＢＯ全体の公正に対する信頼を損なう」に該当すると思われる。

もっとも、裁判所が「公正を害する行為」に該当するか否かを重視する背景には、あるいは本件公開買付価格が独立当事者間で形成される価格と近い価格であったと評価できる算定結果（Ｊ社の株式算定評価によるとＤＣＦ法で六三一～七四七円、株式市価法で五〇九～五三五円、修正純資産法で七〇九～八〇二円）であったことを重視した可能性があるとも推測される。

しかしながら、本件公開買付けが開始された平成二〇年九月一九日の直前の（現地時間）九月一九日、米国のリーマン・ブラザーズが破綻し、リーマン・ショックによる金融不況が発生し、わが国の株式市場全体もその後急落し、本件ＭＢＯの期間終了時に当たる同年一二月までにはほぼ右肩下がりの状況が続いていた。そのため、本件公開買付価格が、リーマン・ショック以前の経済状態を前提として算出された価格からY_3らがG法人と交渉してさらにそれを値下げして決定した経緯があるとしても、リーマン・ショックによる株価下落を織り込んで算出すれば、それほど低く抑えられた価格とはいえないともいえる。すなわち、前記事情はリーマン・ショックによる株価急落がもたらした偶然の所産であると考えられ、「ＭＢＯ全体の公正に対する信頼を損なう」か否かを判断するに際して、このような偶然の事情でもたらされた価格の公正さを理由に善管注意義務違反を否定することは適当ではないと思われる。

五　Ｙら（Y_1ら、Y_3ら）の情報開示義務違反の有無については、本判決と一審判決とで決定的な相違がみられる。

本件は、平成一八年金商法改正、企業価値研究会「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）に関する報告書」（平成一九・八・二）、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」（平成一九・九・四）等の提出後、金融庁による「株券等の公開買付けに関するＱ＆Ａ」の公表（平成二一年七月）開始前に行われた事案であり、意見表明報告制度の虚偽記載等に係る民事責任に関する規定は置かれていなかった（齊藤・前掲四四頁）。

判旨四は、取締役に情報開示義務を金融商品取引法の不実開示に関する民事責任の目的・規定の構造に倣い、①MBO実施のための公開買付けについて対象会社として意見表明を公表する際は、取締役の善管注意義務の内容として、株主が公開買付けに応じるか否かの意思決定をするために適切な情報を開示すべき義務を負うこと、②義務違反となるのは、重要な事項について虚偽の事実の公表、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怠った場合であるとして、開示される情報の正確性・信頼性の確保を企図しようとしている。

①はレックス控訴審判決が既に示しており、②も、本件と同事案で、A社の取締役の会社法四二九条一項に基づく責任が問われた東京地判平成二三年七月七日金判一九三三号一一八頁が示しており、本判決は、先行判例で示された①②を踏襲したものである。

MBOの場面では、取締役は株主に比べて会社の情報について優位な立場（特に、買付者側の取締役は会社の内部者であるため、構造的に圧倒的な情報優位）にあるだけではなく、外部に対する情報の公開を操作できる立場にあることを考えると、善管注意義務の一環として情報開示義務を認めることが的確である。

もっとも、一審判決ではさらに踏み込んで、意見表明における利益相反の回避措置に関する記載についての虚偽の事実の公表や公表すべき重要な事項等の不公表が善管注意義務違反を構成し得るものとする判示部分が見られたが、本判決にはこれに相当する部分がないことをどう評価するか。

意見表明報告書の記載事項は、「利益相反を回避する措置を講じているときは、その具体的な内容」（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第四号様式記載上の注意(3)d）とされている。しかし、実施した利益相反回避措置の客観的な事実の記載で足りるか、この措置によって実質的に利益相反を十分に回避しえたという対象会社の評価まで伝えるべきかについて理解は分かれ得る。この時点では、金融庁による「株券等の公開買付けに関するQ&A」、取引所の適時開示ガイドライン等による具体的な指針がなく、レックス控訴審判決が出される以前の段階でもあったことからすると、意見表明制度の記載を通じて、MBOの対象会社の役員が情報提供義務を果たすことを期待することは困難であったと考えられる（齊藤・前掲四六頁）。本判決が利益相反の回避措置に関する記載に関する判示部分を踏襲しなかったのはこのような理

由が考えられる。

以上を踏まえると、情報提供義務を認めた本判決の立場は理論構成を含め、妥当なものと解される。

では、判旨四が、Ｙらの情報開示義務を否定したことはどう評価されるか。

判旨四が、Ａ社のプレスリリースのＨ法律事務所の関与に関する付記記載について、①「客観的な事実経過と齟齬するものではな」く、②Ｈ法律事務所ドラフトの受領を拒否したことは相応の理由があるから正本の受領を拒否した事実を記載しなかったことは、一般株主のＡ社株式価格についての判断を誤らせるものとはいえず、……「公表すべき重要な事項」、「誤解を生じさせないために必要な事実」には当たらず、違法なものではないとして情報開示義務違反にあたらないとしたのは、意見表明制度に対する理解が浸透しているとはいえない当時の状況を考慮して、一審判決と異なる結論をとったのかも知れない。

しかしながら、Ｈ法律事務所からは善管注意義務違反に問われる可能性が指摘されていたにもかかわらず、本件の付記記載の記載からは、その趣旨は読み取れず、むしろ「ＹらがＨ法律事務所のアドバイス・法律意見を聴き、あるいは参考にし」て、法的にも疑義はなく、一般株主にとって公正さが担保されているかのように株主に誤解を与えかねない表現になっていることは明らかであるように思われる。

意見表明制度に対する理解の浸透の程度にかかわらず、ＭＢＯの対象会社の取締役が、一般株主にとって公正さが担保されているかのように株主に誤解を与えかねない表現を用いることを差し控えるべきであることは、善管注意義務自体から当然に要請されることであろう。そうだとすると、本判決のように情報提供義務違反を否定すべきではなく、一審判決のようにこれを肯定したうえで、Ｙらの情報開示義務違反とＡ社の損害との因果関係を否定することで、Ｙらの責任の有無を判断するほうが適正であろう。

〔付記〕本事件の評釈として、本文中に掲げたもののほか、玉井利幸「一審判批」新判例解説 Watch 商法№七四、鳥山恭一・法律のひろば二〇一六年六月号五四頁、中村信男・金融・商事判例一四九五号二頁等がある。なお、脱稿後に泉田栄一「ＭＢＯと役員等の義務と責任（Ⅰ）（Ⅱ・完）」法律論叢八九巻一号一頁、同巻六号一頁に接した。

遠藤　元一