

判例研究

MBO 不成立の場合における取締役の責任

(シャルレ株主代表訴訟第一審判決)

神戸地判平成26年10月16日金融・商事判例1456号15頁

村 上 康 司

【事実概要】

(主な関係者)

A社：女性用下着の製造・販売等を行う株式会社。平成20年当時、大阪証券取引所市場第二部に上場。

Y1：A社創業者とY2の長男。平成19年6月からはA社の取締役兼代表執行役。

Y2：Y1の母親。設立以来取締役を務める。

Y3～Y5：平成19年6月から平成21年6月24日まで、A社の社外取締役を務める。

A社の売上げは、平成8年をピーク（535億円）に減少が長年続いてきた。A社の創業家一族（Y1・Y2を含む）および投資ファンドの傘下企業B社は、A社の資産状況こそほぼ無借金状態であるとはいえ、じり貧状態にある経営の現状を打破し、ブランドの認知向上と浸透拡大を図るべく本件MBOを企図し、この際に必要な公開買付けのために有限会社C社を設立した。創業家一族、B社、C社及びD社（創業家一族からリミテッドパートナーとして出資を受けて設立され、投資銀行業務を業とする株式会社の運用助言によって運営されているファンド）は、平成20年9月18日、本件MBOの諸条件に関するマネジメント・バイアウト基本契約（「本件MBO基本契約」）を締結した。これを受け、創業家一族は、その保有するA社株式全部について本件公開買付けに応募することを合意し、同日、保有する本件公開買付者（E社・F社）ら及びG社（E社・F社・G社は、いずれも従前は創業家一族が支配する会社）の株式をC社に譲渡した。本件MBOでは、創業家一族の一部は、本件MBO基本契約に定められた一定の手続が完了した場合には、D社に対して出資を行い、D社は、その出資金の一

部により、C 社が行う第三者割当増資を引受け、C 社に対して出資を行う。そして、この第三者割当増資が実行されれば、B 社及び D 社は、C 社の発行済み株式総数のそれぞれ約 50.8% 及び約 49.2% を保有することになる。他方、本件公開買付者らは、創業家一族及び一般株主の保有する A 社の普通株式を本件公開買付けによって取得する。

A 社は、本件公開買付けの実施に向け平成 20 年 9 月 16 日、株価算定結果をふまえ、公開買付価格の協議により、1 株 800 円（本件公開買付価格）とする合意が成立した。同年 9 月 19 日には、A 社は取締役会において、本件公開買付けに賛同の意見を表明する旨を決議し、同日、プレスリリースにおいて賛同の意見を表明した。

しかし、本件公開買付けの公表後、本件公開買付価格の算定手続に違法または不公正な点があった旨の内部通報（本来は取締役会決議に参加できない利害関係人である代表取締役社長（創業者夫妻の長男）が関与して、買取り価格を低く誘導していた疑い）が寄せられたため、A 社は、同年 10 月 26 日、取締役会において第三者委員会（著名な法律事務所の弁護士 4 人で構成）を設置することを決議した。第三者委員会は、同月 31 日付で、「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、これらの事情を総合的に勘案すれば、本件 MBO において社外取締役らの利益相反行為があったと断定することはできないが、他方、利益相反行為があったという合理的疑念を払拭することもできない」旨の調査結果を報告した。

同年 11 月 7 日、A 社は本件賛同意見をいったん撤回することを公表した。さらに、同月 19 日には、本件公開買付けの資金源として予定されていた金融機関による融資が撤回されることも C 社に伝えられた。その後、A 社の取締役会は、同年 12 月 2 日に、本件公開買付について賛同することができない旨の決議を行ったことをプレスリリースで公表した。ここでは、前記、第三者委員会が認定した事実のほか、Y 1 が、MBO 成立のために、主導的に各利益計画の数値や株価算定方法を操作し、その結果を本件公開買付者ら側の想定価格（700 円）に近づけるよりほかなないと考え、本件 MBO 担当執行役 H に対し、多数のメールを送信し、指示を行っていたことが記されていた。

C 社は、この不賛同表明を受け、創業家一族に対し、本件 MBO 基本契約に基づき、本件公開買付への応募を撤回するよう請求した。これにより創業家一族は、本件公開買付けの応募を撤回し、結果として、本件公開買付けは不成立となり、本件 MBO そのものが頓挫した。

A 社の株主 X は、A 社の取締役 Y 1 ないし Y 5 に対し、本件 MBO を行うに際し、Y 1 らが利益相反等の善管注意義務違反および忠実義務違反ならびに情報開示義務違反にあたる行為をし、そのために本件 MBO が頓挫したことから、A

社が無駄な費用を支出し、A社の信用が失墜したと主張して、A社に損害賠償金およびこれに対する遅延損害金の支払いをするよう求めて会847条にもとづく株主代表訴訟を提起した。

【判旨】

請求一部認容

〔判示事項1〕

「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っており（会社法330条、民法644条）、かかる善管注意義務に違反する業務執行行為により会社に損害を生じさせた場合にはこれを賠償する責任を負う。MBOの実施場面においても、この責任法理は当然に妥当するところ、MBOは、企業価値の維持・向上、ひいては会社の存亡にかかわる重大な会社経営上の問題である上、その実施に当たっては巨額の出費を伴うのが通常であることなどにかんがみると、取締役は、その実施に当たって、上記善管注意義務の一環として、『企業価値の向上に資する内容のMBOを立案、計画した上、その実現（完遂）に向け、尽力すべき義務』（以下『MBO完遂尽力義務』という。）を負っているものと解される。」

〔判示事項2〕

「このような観点からいうと、取締役は、上記善管注意義務（MBO完遂尽力義務）に由来するものとして『自己又は第三者の利益を図るため、その職務上の地位を利用してMBOを計画、実行したり、あるいは著しく合理性に欠けるMBOを実行しないとの義務』を負っていることはもとより（以下『MBOの合理性確保義務』という。）、これに加え、当該MBOの実現（完遂）に向け、以下のような内容の善管注意義務を負うものというべきである。

すなわち本件のような、会社の非公開化を目的とするMBOは、一般に、自ら又は金融投資家である投資ファンドなどとともに、自らが取締役を務める会社の株式を公開買付けを通じて取得し、公開買付けに応募しない株主を閉め出すことにより対象会社を非上場化する取引である。したがって、本来は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、対象会社の株式を取得する買付者側に立つこととなり、その結果、できる限り低い対価で株式を取得したいと考える買い手（経営者及び投資家）とできる限り高い価格での買取りを求める売り手（既存株主）との間には、必然的に利益相反関係が生じ得るだけでなく、これに情報の非対称性という構造的な問題も加わる。

そのためMBOの実施にあたっては、公開買付価格それ自体はもとより、その決定プロセスにおいても公正さの確保に十分な配慮を払うことが求められるので

あって、ひと度かかる決定手続の公正さに大きな疑義が生じたならば、たちどころに一般株主の信頼を失い、MBOの遂行が著しく困難なものとなり頓挫することは、十分に予測されるところであって、このことは結果として価格自体の公正さが維持されるか否かに関わらない。

そうだとすると取締役は、企業価値の向上に資する内容のMBOを計画、実現(完遂)するための上記努力義務(善管注意義務)の一環として、『公開買付価格それ自体の公正さ』はもとより、『その決定プロセスにおいても、利益相反的な地位を利用して情報量等を操作し、不当な利益を享受しているのではないかとの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(以下『MBOの手続的公正さの確保に対する配慮義務』ないしは『手続的公正性配慮義務』という。)を負っているものと解するのが相当である。」

[判示事項3]

「被告Y3らは、A社の取締役である以上、『本件公開買付価格の前提となる株価決定それ自体の公正さに配慮する』義務(『株価決定の公正さ配慮義務』という。)があるほか、上記手続的公正性配慮義務の一環として、『株主からみて、本件公開買付価格の決定手続の公正さに強い疑念が生じないよう、その公正さの確保に配慮して行動すべき』義務(手続的公正性配慮義務)があることに加え、A社の社外取締役として、代表取締役等の業務執行一般を監視し、取締役会を通じて業務執行が適正に行われるようにする任務も負っていたものと解される。

そうすると、被告Y3らは、『被告Y1らが上記手続的公正性配慮義務を尽くさず、あるいはこれにもとる行動等に出ることがないよう、取締役会を通じて、これを監視すべき』義務も負っていたものというべきである(以下、後者の義務を『手続的公正性監視義務』という。)。」

[判示事項4]

「一般に株式公開買付けにおいて対象会社がどのような意見を有しているかは、株主が株式公開買付けに応じるか否かの判断を行う上で重要な情報であることにかんがみ、株式公開買付けについての対象会社の意見表明報告書の提出が、いわゆる平成18年第2次改正後の金融商品取引法27条の10により義務化されるに至っていること、…本件賛同意見表明の約1年前にはMBO指針が公表されており、同指針においては、株主の判断に資するための充実した説明、特に取締役が当該MBOに関して有する利害関係の内容についてより充実した説明を行うことが求められていたことなどからみて、本件MBOの計画が浮上した当時、既に実務においてもMBOに関する取締役からの情報提供の充実を求める社会的機運が高まっていたことは否定し難い事実であって、MBOの実施を担当する取締役は、個々の株主に対してだけでなく、その共同利益を体現する会社との関係において

も、かかる社会的要請を十分に念頭に置いた上、本件 MBO の完遂に向け尽力することが求められていたものというべきである。」

このような見地からいうと取締役は、善管注意義務（MBO 完遂尽力義務）の一環として、『株式公開買付けに関して一般に対して MBO の対象会社として提出する意見表明を公表するに当たって、株主が株式公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき』義務を負っているものと解するのが相当であり、例えば、賛同意見表明報告を公表するプレス・リリースにおいて、株主の判断のために、〔1〕重要な事項について虚偽の事実を公表したり、あるいは〔2〕公表すべき重要な事項ないし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善管注意義務違反の問題が生じる。

とりわけ、MBO に関わる公開買付けにおいて、利益相反を回避する措置を講じている場合、その具体的内容を賛同意見表明報告書に記載することが法令上定められているが、その趣旨は、対象者の意見の内容を適正に評価するために重要な情報であるため、対象者に重ねてこれを記載させたものであると解されており、このような法令の意図するところにかんがみると、〔ア〕上記利益相反を回避する措置に関する記載について虚偽の事実を公表したり、あるいは〔イ〕公表すべき重要な事項等を公表しない場合には善管注意義務違反を構成し得るものというべきである。〕〔判示事項 5〕

Y1・Y2 の手続的公正性配慮義務違反は、本件 MBO が頓挫に向かう過程で、これに関連して支出を余儀なくされた費用として、大手法律事務所に対する弁護士費用、本件 MBO に関するメディア対応費用、本件 MBO の公開買付けに対する意見表明に関連する助言、書面作成及び交渉業務の報酬等として支払われた弁護士費用、第三者委員会及び検証委員会に関する費用、コーポレートパートナーに対する株価再算定費用との間に、相当因果関係を肯定することができる（総額約 2 億円）。

本件 MBO 関連の費用の中には、本件 MBO の頓挫の過程で支出を余儀なくされたものが含まれているが、その支出はもっぱら Y1 らの手続的公正性配慮義務違反に起因するものであって、Y1 ないし Y5 の情報開示義務違反との間には相当因果関係は認められない。

【研究】

1. 本判決の位置づけ

本件は、MBO が不成立となった場合に、MBO 対象会社に対してその取締役がいかなる責任を負うかについて初めて司法判断が示された事例である。また、社外取締役の負うべき責任についても言及する点にその意義がある。

一般的に、MBOに際して、対象会社取締役と株主の間には、利益相反関係が内在している。すなわち、経営陣は、委任関係に基づき、できるだけ対象会社株式を高値で売却したいと考える一般株主の利益に配慮する立場に立つと同時に、MBO成立に向けてできるだけ対象会社株式を安く取得したい買収者としての立場とが、併存することになるからである。したがって、MBOにおいては、一般的に、社外取締役らが中心となって手続きを進め、利害関係を有する取締役を排除することとなる⁽¹⁾。

これまでに、MBOに関する取締役の責任が問題となった裁判例とされているものとしては、〔1〕MBOが計画・実施された時点ではすでに株主の地位にあった者との関係で、対象会社取締役がどのような義務に基づく責任を負うかについて判断したレックス・ホールディングス事件（東京地判平成23年2月18日判例時報2190号118頁、〔控訴審〕東京高判平成25年4月17日判例時報2190号96頁）と、〔2〕MBOの公表後に新たに対象会社株式を取得した者との関係で、MBOに関する情報提供（情報開示）に関して、対象会社取締役がどのような義務に基づく責任を負うかについて判断したシャルレ事件（東京地判平成23年7月7日判例時報2129号114頁、〔控訴審〕東京高判平成23年12月21日判例タイムズ1372号198頁）が存在する。本件は、〔2〕事件に関連しての訴訟である。

2. MBOにあたって取締役が負うべき善管注意義務

2.1 総論

本件MBOにあたり、対象会社取締役に課せられる義務として裁判所が言及しているものには、まず①「企業価値の向上に資する内容のMBOを立案、計画した上、その実現（完遂）に向け、尽力すべき義務」（「MBO完遂尽力義務」）〔判示事項1〕、①の義務から導き出される義務として、②「自己又は第三者の利益を図るため、その職務上の地位を利用してMBOを計画、実行したり、あるいは著しく合理性に欠けるMBOを実行しないとの義務」（「MBOの合理性確保義務」）

(1) 本件の約1年前に、経済産業省より「企業価値の向上及び公正な手続き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）が公表されている。そこでは、MBOに関する諸問題が検討されている。具体的には、（1）株主の適切な判断機会の確保のために、充実した説明を行うこと、（2）MBOの構造的利益相反関係に着目し、意思決定過程における恣意性を排除するために、独立した社外役員や第三者委員会を設ける、利害関係のある取締役の排除、専門家によるアドバイス・算定書等を得ること、（3）価格の適正性を担保する客観的状況の確保のために、対抗的な買付の機会を確保すること、などが要求されるとする。

務) [判示事項 2]、および③「公開買付価格それ自体の公正さ」はもとより、「その決定プロセスにおいても、利益相反的な地位を利用して情報量等を操作し、不当な利益を享受しているのではないかとの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（「MBO の手続的公正さの確保に対する配慮義務」ないしは「手続的公正性配慮義務」）[判示事項 2]がある。さらに④「本件公開買付価格の前提となる株価決定それ自体の公正さに配慮する」義務（「株価決定の公正さ配慮義務」）、⑤他の取締役が「手続的公正性配慮義務を尽くさず、あるいはこれにもとる行動等に出ることがないように、取締役会を通じて、これを監視すべき」義務（手続的公正性監視義務）[判示事項 3]、⑥株式公開買付けに関して一般に対して MBO の対象会社として提出する意見表明を公表するに当たって、株主が株式公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき」義務（情報開示義務）[判示事項 4]についても言及がみられる。以下では、これらの義務につき、社内取締役 Y1・Y2 と、社外取締役 Y3 ないし Y5 とに分け、それぞれ検討を加えることとする。

2. 社内取締役 Y1・Y2 の善管注意義務違反

2.1 ① MBO 完遂尽力義務 [判示事項 1]

本判決が Y1・Y2 に課せられるとする義務のうち、①「MBO 完遂尽力義務」については、何らかの個別具体的な意味合いを示したというよりは、むしろ、取締役と会社との関係が委任にあることから、取締役には善管注意義務（会 330 条・民 644 条、会 355 条）が課されることを再確認しているものといえよう。取締役は、その職務にあたり一定の注意を尽くすことが要求され、それが不十分であったために会社に生じた損害に対して責任を負うことから、本件 MBO が失敗に終わったこと、そのために Y1 らの十分な注意が尽くされず結果的に会社に損害が生じたことをあてはめて、「完遂尽力」という表現を用いたにすぎないと思われる。これに拘泥すると、例えば、完遂⁽²⁾尽力義務を、いったん MBO を計画した以上は、これに尽力し完遂させる義務をいうとすれば、MBO 対象会社取締

(2) 本判決は、「MBO は、企業価値の維持・向上、ひいては会社の存亡にかかわる重大な会社経営上の問題である上、その実施に当たっては巨額の出費を伴うのが通常である」ことを、MBO 完遂尽力義務が認められる根拠として挙げているため、MBO 完遂尽力義務をこのような意味合いで用いたと推測することも可能であるが、[判示事項 2]において、「著しく合理性に欠ける MBO を実行しないとの義務」と述べる部分があり、誤った文脈は排除することを念頭に置いていたものと思われる。

役は、本来、企業価値の維持・向上のために行動することが要求されるどころ、企業価値ひいては株主の利益に反する計画を立案してしまった場合にも、これを完遂尽力しなければ義務違反となるとの文脈が導き出されることとなってしまう、企業買収に関する取締役の責任をめぐるこれまでの到達点とも相容れないものになってしまう。あくまで、取締役の善管注意義務を意識づけようとしたものであり、文字どおりの「完遂」の意味を持たせようという趣旨ではないであろう。

2.2 ②「MBOの合理性確保義務」違反の有無と③「MBOの手続的公正性配慮義務」違反の有無〔判示事項2〕

本判決は、Y1らは①MBO完遂尽力義務から導かれる一つ目の具体的内容として、②MBOの合理性確保義務を負うことを明らかにする。MBOにあたっては、上述のとおり潜在的な利益相反構造が指摘されるどころ、なぜMBOを計画・実行しなければならないのかについての合理性を考慮すべき義務を対象会社取締役要求するものである。

本件は、A社に対して金融機関から経営改革に関する提案が出されていたこと、平成19年にA社の経営分析を行った会社から、このままでは、将来、営業利益がマイナスとなる可能性が高いとの指摘を受けていたこと、じり貧状態の経営状態を打破し、ブランドの認知向上と浸透拡大を図ろうとしたことを認定し、「A社は、MBOにより自らを非上場化した上、Bをパートナーとして、そこから経営サポート体制やネットワーク力等の支援を得ることにより、A社の企業ブランドを向上させるべく、本件MBOを立案、計画したものであるとみるのが自然であって、そのこと自体は、もとより1つの経営判断として不合理な選択であったとはいえない上、その手法（二段階買収）についても上記企図に沿う内容のものであって、専ら自己又は第三者の利益を図るため行われたものであることをうかがわせる形跡は見当たらない。」したがって、「本件MBOは、A社という企業価値の向上に資するものと評価することができ、Y1らには、『MBOの合理性確保義務』に違反する事実は認められない」と結論づける。裁判所は、著しく合理性に欠けるMBOを実行することが善管注意義務違反になりうると明らかにしたものの、MBOの計画・実行が著しく合理性に欠けるかどうかは、取締役の立証に委ねられることとなり、すなわちここに経営判断原則との関係が生じることとなる。経営判断原則が適用されるのは、MBOによって企業価値を向上させる目的が認められる場合に限られる。対象会社取締役の経営判断に関しては、〔1〕レックス事件高裁判決（東京高判平成25年4月17日）が、「取締役が、MBOの経営上の効用に着目し、会社の企業価値を向上させて会社の利益を図る

ために MBO を行うことは、関係法令に違反し、又は、会社の経営状況その他諸般の事情を考慮した経営判断として著しく不合理と認められるなどの事情がない限り、許容されるものであり、取締役及び監査役の善管注意義務が直ちに問題となるものではない」とすることからもわかる。

現実には、多くのケースにおいては、企業価値の毀損が明確に認められるような場合を除いて、取締役の裁量の範囲内として経営判断が尊重されることになるであろう。もっとも、上記レックス事件のように、MBO の目的が企業価値の維持・向上にあったのか、会社の犠牲のもとに自己・第三者の利益を図ることであったのかについての審査・認定は裁判所が担っている⁽³⁾。この意味で、目的の認定自体にまでは経営判断原則の考えは及ばないことになる⁽⁴⁾。

本判決は、つづいて① MBO 完遂尽力義務から導かれる 2 つ目の具体的内容として③ MBO の手続的公正性配慮義務に言及する。本件において、Y1 らの損害賠償責任を基礎づける根拠となっているのがこの部分である。

もっとも、A 社は MBO のもつ利益相反構造に対して、これを回避・軽減のため、何も対応しなかったというわけではない。A 社においては、Y2 が 8 月下旬以降の取締役会への出席をしていないこと、本件公開買付けへの賛同意見表明は、Y1・Y2 を排除した残りの取締役全員の一致によるものであること、第三者機関による株式評価を経ていることなどの事実から、本件公開買付け価格の決定に際しては、利益相反の危険を回避・軽減するための一定の対処が講じられてはいた。

しかし、裁判所は、「KPMG による株価算定結果（KPMG 7 月 30 日付算定結果）が当時の市場株価に比べて高値であることや、EYTAS の株価算定結果との間に相当大きな乖離があることが判明した時点において、Y1 は、自らが本件公開買付者ら側の立場であることにかんがみ、株主からみて、本件公開買付け価格の決定手続の公正さに疑念が生じないよう、その公正さの確保に配慮した慎重な行動が求められていたものというべきである（具体的には、Y1 は直ちに自らに代わって利益相反関係を立たない社外取締役らを本件公開買付け価格の決定プロセスに関与させる一方、本件公開買付者ら側であるハヤテ杉原らによる手続関与をで

(3) レックス事件地裁・高裁判決は、MBO の目的は、「中長期的視野に立った経営の再建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関係法令に違反するものではなかった」とする。

(4) 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〕」商事法務2022号7頁（2014年）。

きる限り少なくした上、社外取締役を中心として、KPMGの株価算定結果や、その基礎となる事業計画の見直しの要否等について検討を尽くさせ、これを決定する環境を整えるべきであったといえる。）」と、A社の講じるべき対処策を指摘し、その上で、「ところが……、Y1は、社外取締役を中心に本件公開買付価格の決定プロセスを進めることはおよそ念頭になく、本件MBOを頓挫させないためには、自らの主導の下、本件公開買付価格につき『700円ありき』を前提に、各利益計画の数値やKPMGによる株価算定方法を操作することにより、株価算定結果を本件公開買付者ら側の想定価格に近づけるよりほかないものとして、同年8月3日から同年9月9日までの間、本件MBOの担当執行役であるHに対し、多数のメールを送信した上、……指示を行いあからさまに公開買付価格の形成に影響を及ぼそうとしたものである」と判断した。事実、Y1は、本件MBOを頓挫させないため、メールによってHに対して指示を行い、Hは基本的にその指示通りに行動している。一方で、Y1は、法律事務所の忠告により、これまでの自身の行為が法的リスクの高いものであったことを認識した後、A社取締役会には出席しないことにしたという背景がある。

Y1は、A社の依頼した株式評価結果が当時の市場株価に比べると高いことや、この算定結果が買付者側の株式評価結果とは、かい離が大きい⁽⁵⁾にもかかわらず、本件公開買付価格の決定手続きにおいて、その公正さに配慮した行動をとっていないと裁判所は評価したのである。もっとも、本判決もY1が本件買付価格の決定手続きに一切関与してはならないことを言うものではない。取締役には経営判断として一定の裁量が認められ、また会社ひいては株主の利益のために交渉を行うことは認められている。その上で、「Y1の対応は、株主に対し、本件公開買付価格の決定プロセスにおいて、その利益相反的な地位を利用して情報等を操作して、不当な利益を享受しているのではないかとの重大な疑念を生じさせるに余りあるものであつて、本件公開買付価格の決定手続の公正さを大きく害するものであつたといわざるを得」ず、「Y1の上記対応とりわけHに対するメール送信指示行為は、上記『MBOの手続的公正さの確保に対する配慮義務』（手続的公正性配慮義務）に違反する」と結論付けた。いうなれば、取締役の忠実義務的側面を重視した判断と見ることもできよう（もっとも、我が国においては善管

(5) 第三者機関(KPMG)によるA社の株式評価(7月30日付)は、DFC法によれば1株あたり1,104~1,300円、株価倍率法によれば1株あたり897~1,129円というものであったが、Y1は、買付者側の株式評価機関の株式評価結果(DFC法によれば1株あたり646~908円、市場株価法によれば1株あたり498~600円、類似会社比準法によれば1株あたり599~855円)に近づけるよう指示を行っている。

注意義務と忠実義務の内容は同質である⁽⁶⁾。

また、Y2についても、「Y1のHに対するメール送信指示行為の多くを認識していたものと推認され、この推認を覆すに足る証拠はない。そうするとY2は、……Y1がHに対するメール送信指示行為により、本件公開買付価格に不当な影響を及ぼそうとしていることを認識し、あるいはそうでなくても容易に認識し得たにもかかわらず、これを止めることなく漫然放置したものといわざるを得ない」として、「上記『MBOの手続的公正さに対する配慮義務』を尽くしたものとはいい難」いことから、かかるY2の対応は、手続的公正性配慮義務MBOの手続き的公正さに対する配慮義務に違反するものとした。

〔判示事項2〕においては、MBOにおける対象会社取締役には、公開買付価格の公正さとは別に、価格決定手続きの公正さにも配慮する義務があることが明らかにされた点が重要である。価格決定手続きの公正さに疑念が生じないよう、その公正さを確保するための行動が取締役には求められ、そのような配慮が十分に果たされない場合には、MBOの手続的公正さに対する配慮義務になる。したがって、買付け対象会社の価格決定手続きに、何らかの買収者に与する者の関与がみられた場合には、手続的公正さの確保には疑念が生じるのであるから、原則として取締役のMBOの手続的公正さに対する配慮義務（善管注意義務）違反を構成すると理解してよいのではないと思われる。その上で、当該関与が必要・妥当であったことの証明責任を当該取締役の側に課すことで、一定の公正さは確保されるのではないかと考える。

なお、本判決は、取締役課される義務をより細分化して、それぞれの局面において、取締役が負うべき義務の内容を明確化しようとした試みは評価できるものの、①「MBO完遂尽力義務」、②「MBOの合理性確保義務」、③「MBOの手続的公正性配慮義務」といった切り分けは、確かに各行為を分析する上では、有用なものであるように思われるものの、その具体的な内容従来の善管注意義務・忠実義務（民644条・会355条）の枠組みから導き出されうるものであって、それぞれの義務がどのような形で今後の裁判例に反映されていくのか関心のあるところである。

3. 社外取締役Y3ないしY5の善管注意義務違反〔判示事項3〕

3.1 ⑤「手続的公正性監視義務」違反の有無

A社の社外取締役Y3ないしY5は、平成20年8月12日のミーティング以降、本件公開買付において主導的役割を担うことになった。具体的には、A社側の

(6) 最大判昭和45年6月24日民集24巻6号625頁。

提示する価格を決定する作業および買収者側との交渉にあたる必要が生じた。

本判決は、社外取締役役に課される義務としての⑤手続的公正性監視義務について、「被告 Y 1 らの上記手続的公正性配慮義務違反の本体は、Y 1 の H に対するメール送信指示行為等にあるところ、このようなメールという方法が用いられた場合、Y 1 が本件公開買付価格の決定に対して、どのような関与をしたのかは、基本的にはメールを送受信した者以外には直接これを知るすべがないのが通常であることに加え、… H に対する上記メール送指示行為等の殆どは、平成 20 年 8 月 3 日頃から同月 27 日頃までの 1 か月にも満たないごく限られた期間内に行われたものであること、…本件公開買付価格の決定手続においては、取締役と株主との間の利益相反性を回避又は軽減する措置が講じられており、その公正さは一応それなりに確保されているようにみえることを併せ考慮すると、Y 5 らに対して、直ちに Y 1 の H に対するメール送信指示行為等の存在を察知し、これを止めさせるため然るべき措置を講じることを期待することは、極めて困難なことであつたものといわざるを得ない」と判断し、「以上によれば、Y 5 らが社外取締役として直ちに Y 1 の H に対するメール送信指示行為等の存在を察知し、これを止めさせるため然るべき措置を講じなかったことをもって、同被告らに上記『手続的公正性監視義務』違反の事実があるとはいえない」と結論付けた。

いわゆる情報の非対称性から、一般株主の立場からは、本件公開買付けに応じることかどうかの判断材料は、もっぱら会社（取締役）の賛同・不賛同表明に頼らざるを得ないため、本判決はこの重要性を明らかにしている点が注目される。もっとも、Y 1・Y 2 に関する①ないし③の義務の分類において言及したが、Y 5 ら社外取締役に課される⑤手続的公正性監視義務も、その内容は、いわゆる監視義務として従前より説明されてきたことであつて、その整理として理解すれば足るのではないかと思われる。

3.2 ③「MBOの手続的公正性配慮義務」違反の有無と④「株価決定の公正さ配慮義務」違反の有無〔判示事項 2〕

本判決は、創業家一族のアドバイザー、かつ、本件公開買付者らの側のハヤテ杉原が、本件公開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している点が、手続的公正性配慮義務に対する疑念を生じさせるとするが、KPMG の株価算定結果が、当時の A 社の平均株価の 2 倍以上の価格を示しており、Y 5 らが高すぎるのではないかと再検討すべきとの疑念をもつても不自然とはいえず、ハヤテ杉原の影響力がはたらいていたとみることはできないし、そのような不当な介入をうかがわせる事情も見当たらないとする。ハヤテ杉原が関与した点は、いずれも一般的な事項にとどまるのであつて、「Y 5 らとハヤテ杉原

の上記一連の対応は、本件公開買付価格の決定手続の公正さとの関係で一線を越える不当性を有するものであったとはいえず、その意味で、株主に対し、『公開買付価格の決定プロセスにおいて、その利益相反的な地位を利用して情報等を操作して、不当な利益を享受しているのではないか』との強い疑念を生じさせるようなものであったとはいえない」ことから、「Y5らは、本件公開買付価格の決定プロセスに対して不当な介入を行ったものとはいえず、上記『手続的公正性配慮義務』に違反する事実は認められない」との結論を導く。

しかし、ハヤテ杉原は、Y5ら3人に対して、メールを送信し、Y5らは、臨時取締役会（7月22日付利益計画の見積もりを大幅に下回る内容で8月31日付利益計画の作成が行われた）において、その内容に沿った（メールに記載された文言を類似した言葉を用いて）発言している。

参考)	第35期	第36期	第37期	第38期
7月22日付	21億	26億	24億	23億
8月31日付	10億	10億	6億	0.9億
9月13日付	14億	15億	11億	7億

アップケース

このことは、Y5らが独自の見解によって意思決定に至ったというよりはむしろ、ハヤテ杉原の指示どおりに行動したことにより、それが、創業者一族の意向が反映される形となったのではないだろうか。そのような状況を、Y5らは一定程度認識していたのではないかとすら思われ、そうだとすると手続きにおける公正さの疑念は払しょくされておらず、③ MBO の手続的公正性配慮義務の違反があったと評価することもできるのではないだろうか。

さらに、Y5らは、大手法律事務所の法律意見書の正本受取を拒否しているが、その内容は、Y5らの8月31日付利益計画の作成が、交渉においてA社側の立場を弱くするおそれのある内容を含んでおり、結果、善管注意義務違反に問われる可能性があるものとするものであった。本判決は、意見書の判断材料が詳細に示されておらず、利益計画の実現可能性の点をどのように評価していたかも必ずしも明らかではないこと、その結論においては、善管注意義務に違反するという断定的なものではなかったこと、ドラフトの段階であらかじめ内容を把握し、改めるべきは改めることが可能であったことなどの理由から、「直ちに本件買付価格の決定手続の公正さに重大な懸念を生じさせるようなものであるとは言えない」とする。しかしながら、一般株主たちは、取締役の賛同・不賛同表明に頼らざるを得ないところ、不都合な内容が記されている法律意見書の受取りを拒否したことは、その地位を利用して情報等を操作して、不当な利益を享受しようとしているのではないかと疑念はむしろ強まるのではないかと思われる。その

ため、手続的公正性配慮義務違反と評価できる余地もあると考える。

加えて、本判決は、本件公開買付の1株800円という価格自体は、不当な設定ではなく、Y5らが決定手続きに不当な介入があったとまでも言い難く、利益計画は新たに設置された検証委員会の検証でも不合理とはされなかったことを理由として、④株価決定の公正さ配慮義務にも違反しないとす。これに関しても、株式評価の対価を支払うこと自体は特段問題とする余地はないものの、KPMGによる算定等に対して支払った金額が約2,200万円であるのに対して、内部通報後、第三者算定機関であるコーポレートパートナーの算定等に対して支払った金額は約1億3,000円と5倍以上の開きがある。内部通報後、より慎重・丁寧な作業が必要であったとしても、同じような材料を基に株価を算定する費用にここまで差が出る点は、もう少し注目されてもよいのではないだろうか。フェアネス・オピニオンは、株主ではなく経営陣の利益を優先させるインセンティブをもつことがあり得る。⁽⁷⁾より高い報酬を得るためには、評価をゆがめる危険性も否定できないからである。そのため、公開買付価格の公正さには、最終的に1株あたり800円の株価算定が妥当とされる積極的な理由付けが必要ではないかと考える。⁽⁸⁾

4. ⑥「情報開示義務」違反の有無〔判示事項4〕

全ての被告取締役について、本判決は情報開示義務の違反を認定した。A社は、9月19日付賛同意見表明のプレスリリースにおいて、「なお、当社取締役会は、平成20年6月より、本取引に法的論点に関する説明を弁護士法人〇〇法律事務所から受けております」と付記記載した。これは、「当社取締役会は、平成20年9月19日開催の取締役会において」、「本公開買付けについて、慎重に協議を行った結果、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、Y1及びY2を除く取締役3名の全員が出席し、全員一致で、本公開買付けに賛同する旨の決議をいたしました（傍点の付記は当裁判所）」との記載に対し

(7) 永江亘「Going-Private 取引における外部機関による公正性に関する評価意見書（フェアネス・オピニオン）の機能と問題点—米国法の検討を中心に—」神戸法学雑誌60巻3・4号（2011年）434頁、391-375頁。

(8) 通常であれば、業績が悪化している企業の株価算定において、MBOを実施した場合には、市場株価よりも大幅に上回る算定価格となることは考えにくい。もっとも、本件の特殊事情といえるが、当時はいわゆるリーマン・ショック後の市場全体の急激な株価下落により、実態以上に市場株価が低く評価されていたとみる側面もありえよう。

付記されたものである。本判決は、「かかる記載全体を一般の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、大江橋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は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、9月19日付賛同意見表明に至ったものと受け取るのが自然である」と結論付ける。

しかしながら、上述のとおり、実際は、大手法律事務所はドラフト段階で善管注意義務違反の可能性を指摘していたものの、Y5らは、その正本の受け取りを拒否した。これらの事実のもと、本判決は、「被告らが9月19日付賛同意見表明のプレスリリース中に上記記載を行ったことは、それが著名な専門の法律事務所の見解に関するものであるだけに、上記書面を閲読する一般株主に対して、本件 MBO の利益相反性等に関して誤解を生じさせるおそれのある対応であったものといわざるを得ない」とし、「そうだとすると、被告ら取締役の上記対応は、利益相反を回避するための措置に関わるという点で、少なくとも……公表すべき重要な事項ないし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」に該当すると判断した。結論として、被告らが9月19日付賛同意見表明のプレスリリース中になした付記記載は、取締役の会社法上の義務としての善管注意義務（情報開示義務）に違反するとした。

このように、取締役の情報開示義務が問題となるケースにおいては、投資者との関係で情報開示の適切さを規律する金融商品取引法上の不実開示の民事責任と整合性をとる形で解決が図られてきた⁽⁹⁾。例えば、レックス事件高裁判決は、適正情報開示義務という表現を用いており、これが、本件の言うところの情報開示義務と同趣旨を指すと思われるが、「取締役は、善管注意義務の一環として、株式公開買付けにつき会社として意見表明をするときは、当該意見表明において、株主が株式公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき義務を負っていたと解するのが相当であり、例えば、賛同意見表明において、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しなかった場合には、善管注意義務違反の問題が生じるものというべきである」とする。

本件付記記載は、その内容が一般株主に誤解を生じさせる事実の公表であった

(9) 飯田秀総「判批」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選』（有斐閣、2013年）33頁。

ため、Y1・Y2の情報開示義務違反はもとより、Y3ないしY5においても、情報開示義務違反が肯定されることに異論はなからう。

5 損害および因果関係〔判示事項5〕

本判決は、Y1・Y2は、③MBOの手続的公正性配慮義務違反および⑥情報開示義務違反、Y3ないしY5には⑥情報開示義務違反をそれぞれ認めた。そのうち、損害賠償責任については、Y1・Y2兩名に対してのみ、③手続的公正性配慮義務違反に基づき、A社に生じた損害のうち約2億円の損害について因果関係が認められた。具体的には、本件MBO関連費用のうち、「本件MBOの頓挫に至る過程において、それに関連して支出を余儀なくされた費用であるとの評価が成り立つもの」については、その限度で、手続的公正性配慮義務違反との相当因果関係の存在を認めることができるとされた。

そもそも、本件MBOが頓挫する直接的な原因は、A社取締役会が12月2日付不賛同表明をプレス・リリースしたことから、創業者一族が本件公開買付けへの応募を撤回することになった点にある。その12月2日付不賛同表明の原因となったのは、Y1らの手続的公正性配慮義務違反を基礎づけるHへのメール送信指示行為が致命的な内容を帯びていることに由来する。そのため、他方で、仮に9月19日付賛同表明プレス・リリースの付記記載において情報開示義務を果たしていたとしても、12月2日付の不賛同表明をプレス・リリースするに至る可能性は十分にあったことから、Y1・Y2はもとよりY3ないしY5の情報開示義務違反についての因果関係を否定する。内部告発があったため、再度一連の手続きが見直された結果、Y1・Y2の手続的公正性配慮義務違反が明らかとなり、したがって、9月19日付記載があったとしても、本件MBOは成功しなかったというロジックである。なるほど、Y1の介入行為に関しては、手続的公正性配慮義務に違反するとの裁判所の結論には異論がない。このような行動を許容することは、手続的公正性を求めることと矛盾するといえよう。⁽¹⁰⁾したがってY1・Y2

(10) 志谷匡史「シャレレ株主代表訴訟事件第一審判決の検討」商事法務2061号(2015年)12頁。しかし、私見とは見解を異にするが、裁判所が言うようにY3ないしY5には手続的公正性配慮義務がなく損害との相当因果関係を欠くとするのであれば、本件手続きに当たっては、Y1・Y2らは平成20年8月27日以降の取締役会に出席せず、また、同年9月9日付の本件公開買付けの賛同意見について議決権を行使せず、他の取締役の全員一致によって決定されていることなどから、基本的に以後の手続きへの影響は認められず、損害との相当因果関係も認められないとの結論も導かれる余地はあろう。

の手続的公正性配慮義務違反（任務懈怠）と損害との間の相当因果関係は肯定されてよい。

しかし、Y3ないしY5についてはどうか。裁判所は、本件大手法律事務所の意見書の正本受取りを拒否したことが、手続的公正性に重大な疑念を生じさせるものではないと判断した。一般論として、意見書に記載された意見を受け入れるか否かは、作成を依頼した会社の判断に委ねられ、その意見に従わず、取締役として正しいと判断した行動をとることは、善管注意義務の観点からみて直ちに義務違反と評価されることはないとの見解もみられる⁽¹¹⁾。私見では、3.2で検討した通り、Y5らにも手続的公正性配慮義務違反あるいは株価決定の公正さ配慮義務違反を構成することができる余地があり、そうであれば、Y1・Y2らと同じロジックにおいて、相当因果関係を認め損害賠償責任を負担させることができる⁽¹¹⁾と考える。

さらに、本件で争われている損害とは、買付価格そのものの不公正さをいっているわけではなく、あくまで「支出を余儀なくされた費用」をさしているのであるから、本件大手法律事務所の適正意見の正本受取を拒否したのみならず、いかにもこの適正意見に依拠ないしは参考としたかのような一般株主に誤解を与える開示を行っている点は、看過できないように思われる。Y1ないしY5には、手続的公正性配慮義務違反はもとより、情報開示義務違反においても、損害との間に相当因果関係が認められるもの⁽¹¹⁾と考える。確かに、本件においては、内部通報後、Y5らが本件公開買付に対する賛同意見を撤回する判断を下したことから、結果的に株主の利益が損なわれることはなかったが、それをもって、義務違反が治癒されたと考えることができるのであろうか。

Y5ら社外取締役が善管注意義務を果たしていたといえるかについては、評価が分かれるところであろうが、いずれにせよ、本判決は、社外取締役に期待される役割に関する重要な問題点を提供しているといえよう。

注) 本稿は、平成27年2月7日に開催された立命館大学商法研究会において報告した内容に加筆・修正をしたものである。

(11) 志谷・前掲注(10)11頁。