

MBOに関して取締役の

損害賠償責任が否定された事案

東京地判平成三年二月一八日金融・商事判例一三六三号四八頁

(レックス損害賠償請求事件第一審判決)

伊勢田 道 仁

【事実の概要】

A社は、飲食店・コンビニ・スーパーの経営等を営む各会社の株式等を所有することにより、これらの会社の事業活動を支配・管理すること等を目的とする株式会社であり、その発行株式は平成一六年一二月からジャスダック証券取引所に上場されていた。

A社は、平成一八年八月二日に特別損失の発生を公表し、同年一二月期の業績予想について下方修正を行った。また一一月には同期の業績予想をさらに下方修正した。

平成一八年一月一〇日、投資ファンドであるY₁社は、

MBOに関して取締役の損害賠償責任が否定された事案

A社の株式に対して一株三万円で公開買付けを実施する旨を発表した。このプレス・リリースにおいては、本件公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)の一環として行われること、また、本件公開買付けが成立した後、A社を完全子会社化するため全部取得条項付種類株式を利用したスクイーズ・アウトを行う予定であることが明らかにされていた。A社の経営陣は、本件公開買付けについて賛同する意見表明を公表した。

Y₁社は、平成一八年一月一日から同年一二月二日までの期間、公開買付けを実施し、その結果、A社の発行済み株式総数の九一・五一%の株式を取得した。翌平成一九年三月二八日、A社は、定時株主総会および普通株主による種類株主総会をそれぞれ開催し、A社の普通株式に全部取得条項を付したうえで、普通株式一株と引き換えに新たな普通株式〇・〇〇〇四五七株を交付する旨の定款変更を行うことを可決した。また、同年五月九日に全部取得条項付株式を株主から取得する決議を行った。同年九月一日、A社はY₁社に吸収合併され、Y₁社は「Aホールディングス」と社名変更をした。

上記の全部取得条項付株式の取得決議に反対するA社の株主らは、会社法一七二条一項に基づく株式取得価格の決

定を申し立てた。東京地方裁判所は各取得価格を一株につき三三万円とする決定をしたが、これを不服とする株主らが東京高等裁判所に抗告をしたところ、同裁判所は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行った（以下「別件高裁決定」という⁽²⁾）。Y₁社の特別抗告および許可抗告の申立てにもかかわらず、この高裁決定は確定した⁽³⁾。本件は、Y₁社による本件公開買付けおよびA社による全部取得条項付株式の取得に応じたXらが、本件MBOが実施されたことよって、その所有するA社株式を一株当たり二二万円という低廉な価格で手放すことを余儀なくされ、適正価格である三三万六九六六円との差額である一株あたり一〇万六九六六円等の損害を被ったと主張して、A社を承継したY₁社に対し、会社法三五〇条または民法七〇九条に基づき、A社の代表取締役であったY₂に対し、会社法四二九条一項または民法七〇九条に基づき、A社の取締役または監査役であったY₃ないし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の支払いを求める訴えを提起したものである。

【判旨】 請求棄却

(一) MBOにおける取締役の善管注意義務

「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、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。（傍線は著者による）」

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、必然的に取締役に對し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。

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。」

「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のであっ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、被告Y₂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。」

(二) 取締役の価格交渉義務

「原告らは、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は原告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、B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、二三万円という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されているのであるから、公開買付価格を二三万円としたことが、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。」

【研究】

一、はじめに

(一) MBOにおける株主と経営者の利益対立

合併やTOBなど典型的な企業再編手法を用いて実施されることから明らかなように、MBOはM&A取引の一種である。しかしながら、MBOは買主が発行会社の経営者であるために、通常のM&A取引とは異なる特殊な法的問題点を含んでいる。

第一に、MBOにおける買主と売主との間には看過できない情報格差がある。買主である経営者は対象株式の発行会社に関して誰よりも詳細な情報を有しているのに対して、売主である株主が当該会社に関して有する情報量はきわめて少ない。もちろん、株主は開示されている有価証券報告書や定時総会の召集通知に添付される計算書類、帳簿閲覧

権の行使等により対象会社の一定の情報を得ることはできるが、経営者が有する企業情報とは比較するべくもない。

一般的に言って、商品価値を知らない売り手には手持ちの商品を安く買い叩かれる危険性がある(素人がフリーマーケットに行った場合を想起せよ)。経営者が会社に関する情報を操作することにより自己に有利な取引を画策しても、株主の側はそれを知ることすらできないのである。

第二に、MBOはつねにインサイダー取引の危険性を有している。MBOを行った経営者は将来ふたたび株式を売却し、キャピタルゲインを得ることができる。しかし、経営者は社外の者が知ることができない重要情報を得ることができる立場にある。合理的な投資者の投資判断に影響を与える可能性がある重要事項が発行会社に生じているとき、かかる重要情報を有している発行会社の経営者は、MBOにより株式を取得することはできないはずである。また、経営者と取締役会メンバーは密接な関係にあるため、経営者により提示された買付価格を発行会社の取締役会は最終的に承認することが多い。

第三に、MBOは会社と取締役との間に利益相反関係を生じさせる可能性がある。取締役は善管注意義務または忠実義務を負っているが、それが会社の株主にとってより好

条件の株式売却価格を得る義務を含むものであるとすれば（テラウエア会社法ではこのように解されている）、売主である株主のため取締役はより高い価格を要求する一方で買主として取締役はより安い価格を要求することになり、取締役は取引の両側に立つことになる。

このように、MBOでは株主と経営者の利益が潜在的に対立していることが明らかである。このような利益対立はあらゆるタイプのMBOにおいて生じるが、企業継承型MBOについては大きな問題を生じることはない。なぜなら、支配株主である親会社や創業者は経営者に劣らない情報を有しているし、売却価格について十分な交渉力も有しているといえるからである。これに対して、上場廃止型MBOにおける一般株主は、情報力・交渉力ともにきわめて弱い立場にあり、上述のような利益対立の存在にかんがみて法的に保護される必要がある。

（二） 価格決定申立事件と損害賠償請求事件の関係

本件は取締役に対する損害賠償請求訴訟であるが、本件に先立ち、会社法一七二条による全部取得条項付種類株式の取得価格の決定申立事件があった（以下「価格決定申立事件」という）。価格決定申立事件において、A社株式の

公正な価格は、TOB価格の二三万円よりも高額の三三万六九六六円と認定されたことが本件提訴の契機となっている。

価格決定手続を含めた株式買取請求権は、一般的に、企業組織再編を円滑に進めるために、少数株主が受けた不当な不利益を救済する手段として理解されており、平成一七年改正では、企業組織再編によるシナジীর分配を株式買取請求権において行うことが可能となった。すなわち、利益相反局面における支配株主の忠実義務違反による株主の損害は株式買取請求権で回復すべきものと位置付けられているのである⁵⁾。最高裁も、シナジীরその他の企業価値の増加は株式買取請求権を行使した株主に適切に分配しうると解している⁶⁾。MBOに関する事案においては「シナジীর」という概念ではなく、「MBOを行わなければ実現できない価値」という概念を用いるが、企業価値の増加という観点からは実質的に同等のものと考えられる。

この点につき、別件高裁決定は次のように判示している。「MBOに際して実現される価値は、①MBOを行わなければ実現できない価値と、②MBOを行わなくても実現可能な価値に分類して考えることができ、②の価値は、基本的に株主に分配すべきであるが、①の価値は、MBO後の

MBOに関して取締役の損害賠償責任が否定された事案

事業計画につき、その実現の不確実性についての危険を負担しながら、これを遂行する取締役（経営者）の危険と努力についても配慮しつつ、これを株主と取締役に分配するものが相当であると認められる。……（中略）……そして、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価するに当たっては、当該企業の実業計画に照らし、その収益力や業績についての見通しについて検討し、かかる検討の下に、MBOに際して実現される上記①及び②の価値とその分配について考察し、かかる考察に基づき、裁判所がその合理的な裁量によって、上記の期待についての評価額を決することが、取得価格の決定申立て制度の趣旨に照らし、望ましいものといえる⁽⁷⁾。

以上のように、支配株主の忠実義務違反による少数株主の損害回復は株式買取請求権において実現しようとするのが現在の判例・通説である。また学説では、公正価格の算定を行うに当たり、当該合併が独立当事者間の交渉によって行われたといえる場合には実際に用いられた取引価格を公正価格としてもよいが、利益相反が存在する状況で交渉過程の公正さに疑念があるときは、裁判所は独立当事者間において用いられたであろう取引価格を再構築して算定すべきであるという解釈が支配的である。

しかし、最近では、株式買取請求権の主たる意義は株主の価値から見て非効率な意思決定を抑制し効率的な意思決定を抑制しないというスクリーニング機能であって、忠実義務違反に対する救済とは質的に異なる法的仕組みであると指摘する有力な見解が登場している⁽⁸⁾。この見解が指摘するように、企業組織再編において、独立当事者間取引と利益相反取引とを区分することは必ずしも容易ではない⁽⁹⁾。もし、利益相反性が何らかの手段により解消できたものと評価されれば独立当事者間取引と同様の扱いになり、原則としてシナジীর分配（株主の取り分）はないのである。

したがって、MBOに関して取締役の損害賠償責任を追究する場合には、具体的な事案において利益相反性を解消する措置がどの程度とられていたのか、もしそれが不十分であるとき株主の救済として損害賠償請求訴訟はどのような機能すべきか、という観点から検討する必要がある。

二、MBOにおける取締役の善管注意義務

(一) 取締役の善管注意義務の対象

MBOにおいて株主と経営者の利益が潜在的に対立しているとする、株主の利益が害された場合には取締役の交渉プロセスに義務違反があったかどうかの問題となるはず

である。しかしながら、取締役が負う善管注意義務（会社法三三〇条、民法六四四條）及び忠実義務（会社法三五〇条）は従来「（法人としての）会社に対する」義務だと解されてきたため、MBOの株主に対して取締役がこれらの義務を負うのかどうか明らかではない。

最近の学説の中には、会社の営利性を根拠に、株主利益を最大化することが取締役の会社に対する善管注意義務・忠実義務の内容だと主張する見解がある。本判決は、この最近の有力学説を採用したものと評価できる。すなわち、株式会社においては「株主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である」という中間項を媒介として、取締役は、会社に対する善管注意義務・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うとの判断を示している。¹¹ 本件の裁判所は、会社に対する善管注意義務という従来の理解を、会社に対する任務懈怠を要件としつつ会社以外の第三者に対する損害賠償を認める会社法四二九条一項の構造と合致させる論理をとることで、MBOで損害を被ったと主張する株主に対し、同条による救済可能性を明確に認めたものといえる。ただし、会社法四二九条一項は債権者保護のための特別な法定責任であるというのが一般的な理解であり、MBOで損害を受けた株

主の保護と整合性があるといえるのか疑問がないわけではない。

ところで、本件原告らは民法七〇九条をも請求原因として主張しているが、最高裁の判例によると、原告株主は自らに対する直接の故意・過失を立証しさえすれば一般不法行為に基づく損害賠償を請求することも可能である。¹² この場合に前提とされる取締役の善管注意義務は誰に対する義務と理解すべきであろうか。現行法の規定からは取締役の個々の株主に対する直接の義務を導くことは困難であるという見解も根強いが、取締役は株主に対して直接の義務を負う場合があると主張する見解もみられるところである。¹³ 私見では、「会社に対する」善管注意義務というのは会社と取締役の間の契約関係を前提とした概念であり、契約関係を離れて、一般的に取締役とは株主共同の利益を追求する客観的注意義務を負う立場にある者だと理解するならば、「義務を負うべき誰か」を想定する必要はなくなると考える。かかる意味での善管注意義務に違反し、株主利益を損なう取締役の行動が社会的相当性を欠くと評価されれば、不法行為責任は成立する余地がある。なお検討の必要があるが判例評釈の範囲を超えるため、別の機会に譲りたい。

MBOに関して取締役の損害賠償責任が否定された事案

四五

(二) 取締役の価格交渉義務

本件での主たる問題は、MBOにおける取締役の善管注意義務の具体的内容である。すなわち、具体的義務内容として、①株主共同の利益を害さないようにする注意義務（消極的）、②株主共同の利益を最大化させる注意義務（積極的）が考えられるが、②の「株主共同の利益の最大化義務」を認めるかどうかが重要である。

本件裁判所は、「公開買付けにおける買い付け価格は、対象会社の企業価値の評価はもとより、買付け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」とから、取締役に価格交渉義務があるかどうかは疑問であるとする。買付け側の資金調達の事情のみを指摘して価格交渉義務を否定する裁判所の理由付けは、十分に説得的であるとは思われない。しかし、本件裁判所の結論を基本的に支持しつつ、わが国の取締役に価格交渉義務はないと明確に主張する見解もある。¹⁵⁾

アメリカにおける議論状況をみると、同様の問題は、MBOの公開買付け局面における取締役の忠実義務の問題として議論が展開されるとともに、完全子会社化（スクイーズ・アウト）の局面においては支配株主による従属会社の完全子会社化における忠実義務の問題として議論が展開さ

れてきた。まず、MBOにおける公開買付け局面については、競合買付が現れた場合には、対象会社の取締役は、より高い価格での条件を提示した者へ会社を売却するという価格交渉義務（いわゆるレブロン義務）が発生するものと考えられている。¹⁶⁾次に、スクイーズ・アウトの局面については、原則として、「完全な公正基準（entire fairness test）」という厳格な司法審査が適用されることになる。¹⁷⁾他方で、公開買付けと略式合併とを組み合わせる方法を利用した場合には、「完全な公正基準」は適用されないが、経営判断原則の適用にあたり一定の前提条件が付されている。¹⁸⁾このように、アメリカにおいては、MBO取引を主導する取締役及び支配株主に対しては、その信任義務の内容として、株主利益を最大化するために行動することが明確に要求される。その結果、公開買付けの局面では、競合的買付けの探索義務や価格交渉義務が具体的な行為準則とされ、スクイーズ・アウトの局面では、公開買付けと略式合併とを組み合わせる方法でない限り、価格の公正さや取引の公正さについての立証が厳しく求められるのである。

会社が将来にわたって生み出すキャッシュフローを最大化するためには、取締役は「資本コスト」を意識した経営行動をとらなければならないことが自明である。判旨が

「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」というのも同趣旨であろう。そのような意味で株式会社営利性を理解するならば、取締役の善管注意義務の内容は株主共同の利益を害さないよう配慮するだけにとどまらず、取締役はその善管注意義務の内容として積極的に株主共同の利益を最大化させる義務を負っているというべきである。そうだとすれば、取締役は株主にとって最も有利な価格を買取者との間で交渉すべきことは当然である²⁰。同様に、取締役は最高価格で会社を売却するため競合的買取を探索すべきである²¹。しかしながら、これは「常に」価格交渉をなし競合的買取を探索する義務が取締役に生じることを意味しない。価格交渉の可能性がない状況もありうるし、時間をかけることが株主共同の利益に反するようなケースも考えられる。価格交渉や競合的買取の探索は、具体的な状況の下で、取締役が株主共同の利益を最大化させる義務を尽くしたか否かを審査するための要素に過ぎないのである。

三、MBOにおける利益相反の解消策

(一) 本件でとられた利益相反解消策

本件判決は、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、という。

本件MBOの利益相反性の強度については、一方で、代表者であるY₂がA社株式の二九・六一%を実質的に保有していたこと、A社の業績が悪化していたことから、株式の買取り価格を安くするインセンティブは少ないともいえるが、他方で、Y₂が経営者として残り会社支配を続ける予定であったこと、交渉において主導的な役割を果たしていたという事実があり、本件MBOに相当強い程度の利益相反性があることは否めない。

また、被告らが採用した利益相反解消策については、以下の要素が関係する。

①特別委員会を設置していないこと

対象会社を代表すべき立場にある経営者が、同時に、実質的にその会社を買収する立場にあることは、双方代理に該当する可能性もある。したがって、MBOにおける潜在

MBOに関して取締役の損害賠償責任が否定された事案

的な利益対立状況を考慮するならば、計画に参加している経営者は取締役会決議に参加してはならず、取締役会において重要情報が開示され承認をうける必要性がある。このとき、買収計画に参加している取締役のみを排除するだけでよいとは限らない。たとえば、MBO実施後の新経営陣が買収計画の中心となった経営者により指名される予定である場合に選任対象となる取締役らに公正な判断を期待することはできない。そこで、MBOでは利害関係のない取締役のみからなる特別委員会を設置が要請される。本件において、特別委員会を設置せず取締役会のMBO承認が決定されている点については、Y₂の影響力に鑑みると強い利益相反の疑いが残るものといわざるを得ない。²²⁾

② 社外監査役の参加

本件では取締役会に社外監査役が参加して賛成意見を述べているが、MBOを承認する取締役会に社外監査役を含む監査役を参加させることは、取締役の忠実義務違反を防止する効果が認められるだろうか。わが国の社外監査役は社外取締役と類似する立場にあり、会社の適法な業務執行を監査する役割を担っていることに鑑みれば、一定の防止効果が期待できると考えられる。しかし、監査役に期待されるのはMBOが対象会社の企業価値を増加させるかど

うかではなく、MBO自体の適法性を監査することである。十分に利益相反性が解消されていない本件MBOについては、賛成すべきではなかったといえる。このことからすれば、社外監査役の参加による利益相反解消効果は相当に限定的であると言わなければならない。

③ 第三者による公正意見

本件でA社の取締役会はコンサルタント会社により提出された意見書・株主価値評価算定書に基づいて売却価格を決定している。本件裁判所はこれをA社取締役らが善管注意義務を尽くしたことの積極的要因として指摘する。しかしながら、別件高裁決定においては、純資産方式及び比率方式を市場株価方式と対等の割合で考慮していることは妥当でなく、前二者はデューデリジエンスを実施したうえでY₁社が決定した公開買付価格である二三万円と著しくかけ離れており信憑性に欠けるとして厳しく批判されているのである。²³⁾ 本件裁判所の認定は甘すぎる。

そもそも第三者による公正意見については、それが客観的なものといえるのかどうか、真に独立しているといえるのかどうか、について慎重な検討が必要である。まず、株価評価の方法としては、複数の算定方法がある場合、どうして当該算定方法が選択されたのが説明されている必要

がある。また、対象会社の取締役会によって依頼されたものであり、どのような経緯で当該第三者が選定されたのか（対象会社との過去の関係）、支払われた報酬の金額、などの事実を明らかにする必要がある。

（二）MBO報告書・指針の意義

経済産業省の企業価値研究会（座長・神田秀樹教授）は、企業価値の向上および株主利益への配慮のための公正な手続確保を目的とした、MBOに関する公正なルールのあり方について提言を行うものとして「MBO報告書」を公表し、同報告書を受けて経済産業省は平成一九年九月四日に「MBO指針」を公表した。²⁴その内容として、①株主の適切な判断機会の確保として、価格決定方法の十分な説明を求め、②意思決定過程における恣意性の排除として、計画に關与する取締役の排除、特別委員会の設置、第三者による公正意見を求め、さらに、③価格の適正性を担保する客観的状况の確保として、対抗的買付け機会の確保が求められている。

MBO報告書・指針は、官公庁がガイドラインを作成してグッド・プラクティス、ベスト・プラクティスを発展させるという緩やかな方法により実務に対して一定の影響を

MBOに關して取締役の損害賠償責任が否定された事案

及ぼすことを主眼におくものである。法律や判例ではないから、これらに従う意思がない経営者や投資ファンドが現れた場合には無力であるとも指摘される。²⁵しかしながら、MBO報告書・指針がもつ合理性および高い權威に鑑みる²⁵とき、その内容にそつた利益相反解消策を会社側が忠実に履行した場合には、裁判所において、公正なMBOとしての推認を受けられるものと考ええる。

（三）小括

本件裁判所は、A社が利益相反を解消するためにとつた措置は上記のMBO報告書・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つたとは言いが、MBO報告書・指針は本件MBO実施後に策定されたこと、新たに規制を課すものではなく、直ちに取締役の善管注意義務・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こと、利益相反の解消を図る措置も一応さ²⁶れていたことから、本件MBO当時において、Y₂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、と結論している。このような結論には、本件がMBO報告書・指針が公表される以前の事案であることが影響していると思われる。

四九

しかし、上述のとおりMBO報告書・指針はMBOの公正さを担保させるためのガイドラインであって、それを守らなかつた場合はMBOの公正さが推認されないということにすぎない。MBO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体が軽減されるかのような結論には賛成することはできない。

MBOにおける取締役らの行動がMBO報告書・指針に従っておらず利益相反の疑いが十分に解消されていないと評価される場合には、裁判所は、取締役会が決定した株式買取価格を経営判断の結果として過度に尊重することなく、事実上の立証責任を転換して、会社側に価格決定プロセスの公正さについて証明を求めるべきである。このとき、会社側には価格算定の根拠となった資料を開示することが要求される。²⁷⁾

四、損害と因果関係

本件では、結論としてY₂らの善管注意義務違反が認められなかつたために、株主らの損害の内容及び取締役らの違法行為と損害との間の因果関係について裁判所は判示していない。したがって、本稿では、いくつかの問題点を指摘するにとどめたい。

(一) 損害について

被告側は、裁判所による取得価格の決定は過去の価格の確認ではなく裁量的に新たに形成されるものであるから、決定価格の三三万六九六円を損害算定の基礎とするのはおかしいと主張する。しかし、別件高裁決定は、取得価格申立制度の趣旨は強制的に株式をなく奪されることとなる株主の保護であるとしたうえで、「取得価格の決定の申立てがされた場合において、裁判所は、上記の制度趣旨に照らし、当該株式の取得時における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきものと解するのが相当（である）。……取得日における当該株式の客観的価値や上述の期待を評価した価額を算定するに当たり考慮すべき要素は、複雑多岐にわたる反面、これらがすべて記録上明らかになるとは限らないこと、会社法一七二条一項が取得価格の決定基準については何ら規定していないことを考慮すると、会社法は、取得価格の決定を、記録に表れた諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねたものと解するのが相当」と述べている。²⁸⁾

このように、裁判所が取得価格の決定にあたり裁量権を行使する理由は、もっぱら認定に必要な記録上の資料が得られない場合があるためで、裁判所が新たな価格形成をす

るといふ認識は疑問である。

(二) 因果関係について

本件の原告グループは以下のように区分される。

区分一（公開買付けに応じた株主）

区分二（公開買付け期間中に市場でA社株を売却した

株主）

区分三（強制取得された株主）

これについて被告側は、①これらの株主の投資行動は多様であるから取締役の違法行為との間に因果関係はない、②区分三の原告については強制取得決議時に反対の議決権を行使すれば価格決定手続に参加できたはずであるから因果関係はない、と主張する。

しかし①については、公開買付けは公開市場における売買取引ではなく相対取引に近いものであるから、因果関係は比較的容易に認定できる。確かに本件における株主の投資行動は多様であるが、いずれも想定範囲内であつて、相当因果関係は優に認められると思われる。また②については、株主はあえて株式買取請求権を行使せずに取締役に損害賠償請求する道を選択することも可能であると考えられる。その理由は、株主の損害は本来役員が賠償すべきも

MBOに関して取締役の損害賠償責任が否定された事案

のであり株式買取請求という方法により会社に負担させるのはおかしいこと、株主買取請求権は手続きが厳格で救済として実効的でない面があることに求められる。

なお、因果関係に関して、「任務懈怠と損害との間に因果関係があるといひ得るためには、株主は少なくとも公開買付け、または市場において対象会社の株式の売却を行うことなく、株式の保有を継続し、株主総会に先立つて対象会社に対して反対通知を行うとともに、株主総会において反対の議決権を行使することを必要とすることも考えられる²⁹⁾」という主張がある。しかし、株式買取請求権について「反対通知や反対決議を要求している理由は、損害賠償請求の一般的な手続きと比べると被害者救済のシステムとしては異例な仕組みになっているためであつて、これらを一般的な損害賠償請求においても要求することには論理的に無理があるといわざるを得ない。」³⁰⁾

五、結語

本件裁判所の結論には賛成できない。MBOの強い利益相反性を認識するならば、本件の解消措置が不十分であることから、価格の公正さについての証明を取締役に求め、それがなされない以上、Y₂らの善管注意義務・忠実義務違

反を肯定すべき事案ではなかったかと思われる。ただし、本件裁判所が、取締役の会社に対する善管注意義務・忠実義務の内容として「株主共同の利益に配慮する義務」を認め、これを会社法四二九条一項にあてはめるという巧みな理論構成をとることにより、MBOで損害を被った株主に對し同条による救済可能性を開いた点は評価できる。

本件はMBOに関して取締役の善管注意義務違反を理由とする損害賠償請求が行われたわが国初のケースであり、今後検討されるべき問題点が明らかにされた。

まず、株式買取請求権と損害賠償請求権の役割分担である。別件高裁決定ではA社が行ったMBOの利益相反性が強く認められているにもかかわらず、本件損害賠償訴訟では取締役の善管注意義務違反が認められない結果となっている。これは、取締役の損害賠償責任ではなく株式買取請求権に忠実義務違反の救済を認めようとする従来の判例・通説の傾向と一致するものであるが、MBO事案では株式買取請求権に過大な任務を負わせることになるのではないかと懸念がある。最近の有力説にしたがい、株式買取請求権について少数株主救済の機能に主眼をおいた従来の理解は見直されるべきである。

次に、MBOにおける取締役の善管注意義務の内容の明

確化が求められる⁽⁸¹⁾。本稿で述べたとおり、取締役は株主共同の利益を最大化する義務を負っていることから、具体的事情によっては、より高い買取価格を得るために交渉を行い、あるいは競合的買取者の探索を行うことが要求されると解すべきである。これらの義務違反に對して損害賠償責任を負わせることにより、MBOに関係する取締役らに對して株主共同の利益を最大化するために慎重な交渉を行わせることができる。その結果として、取締役らの利己的な行動を抑制し、MBOの経済的有用性を高めていくことが可能になると考えられる。なお、本件は控訴され、東京高裁で審理中である。

(1) 東京地決平成一九年二月九日判タ二二六八号二七二頁。

(2) 東京高決平成二〇年九月二日金融・商事判例二一三〇一号二八頁。

(3) 最(三) 決平成二二年五月二九日金融・商事判例二一三二六号三五頁。

(4) MBOにはさまざまな様態がみられるが、株式取得の相手方に注目すると、ある会社の経営者が親会社もしくは支配株主からその保有株式を譲り受ける形態のもの(企業継承型MBO)と、上場企業の経営者が一般株主から過半数の株式を取得して当該企業の株式を非公開化する形態のもの(上場廃止型MBO)とに分類できる。

- (5) 神田秀樹「会社法(第一四版)」三三三—三三九頁(二〇一二年)。
- (6) 最決平成二三年四月一九日判タ一三五二号一四〇頁(TBS事件)、最決平成二三年四月二六日判タ一三五二号一三五頁(イネテリジェンス事件)。
- (7) 前掲注(2)三九頁。
- (8) 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」(一)法学協会雑誌二九卷三号五〇五—五八六頁、(二)法学協会雑誌二九卷四号七六一—八三九頁、(三)法学協会雑誌二九卷五号九六五—一〇三七頁、(四)法学協会雑誌二九卷六号一—二九—一三〇五頁、(五)完 法学協会雑誌二九卷七号一四五—一五三頁(二〇一一年)。
- (9) 飯田・法学協会雑誌二九卷五三三頁。
- (10) 落合誠一・会社法要説四七—六二頁(二〇一〇)。
- (11) 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もあった(大阪高決平成二一年・一金判一三二六号二〇頁)。
- (12) MBOを主導した者に代表取締役が含まれている場合に株主が民法七〇九条により代表取締役の不法行為責任を追及できるとすれば、会社法三五〇条により会社に対する損害賠償請求も可能となるだろう。
- (13) 十市崇「レックス損害賠償請求事件東京地裁判決の検討」商事法務一九三七号四—一四頁、八頁(二〇一一年)。
- (14) 玉井利幸・会社法の規制緩和における司法の役割三〇八頁(二〇〇九)。
- (15) 十市・前掲注(13)九—一〇頁。この見解は、MBOにおける取締役の行為義務を次のとおり細分化のうえ検討し、それぞれ

MBOに関して取締役の損害賠償責任が否定された事案

- に消極的な結論をとる。①対抗的TOBを積極的に勧誘する義務(シヨップ義務)、②交渉により買付け価格の引上げを図る義務、③独立当事者間取引と評価できる状況下の価格を実現する義務。
- (16) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)。
- (17) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983)。
- (18) In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation, 2001 Del. Ch. LEXIS 83, Glassman v. Unocal Exploration Corp., 777 A.2d 242 (Del. 2001)。これら判決の詳しい内容は、近藤光男・志谷匡史編著・新・アメリカ商事判例研究一—四—二二〇頁「田村詩子執筆」一五八—一六四頁「小松卓也執筆」参照(二〇〇七年)。
- (19) In re Pure Resources, Litigation, 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002)。田村詩子「株式公開買付と簡易吸収合併による少数株主の追出し」商事法務一七〇九号五—一五五頁。
- (20) 本判決が株主共同の利益に配慮する義務を認めながら価格交渉義務を認めなかったことの矛盾を示唆する見解として、弥永真生「取締役の価格交渉義務」ジュリスト一四二二—二二〇頁(二〇一一年三頁(二〇一一年))。
- (21) わが国の場合、MBOにおいて競合的買取者が現れたケースはこれまでのところみられず、本件でも競合的買取者は出現していない。しかし、競合的買取がなされるためには一定の準備期間が必要であるが、TOB開始から終了までの期間が短いにもかかわらず、経営陣が金融商品取引法で認められた対象会社の期間延長請求権を行使することもなく、競合的買取提案の出現を事実上拒否しているに等しい場合には、善管注意義務違反となる可能性もありうる。
- (22) ただし本件当時は特別委員会を設置する例が少なかったこと

に留意しなければならない。最近のMBO事案では、対象会社が買収提案を評価するための特別委員会を設置する例がほとんどである。

(23) 前掲注(2)三四頁。

(24) 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」(二〇〇五)。

(25) 大杉謙一「MBOにおける株主保護の実効性の確保」金融・商事判例二二八二号一八一―一九頁(二〇〇八)。

(26) この点に関して、試論ではあるが、MBOに参加しない取締役は、当該MBOが公正な取引であると十分な情報を得て合理的に判断する義務を負い、会社法四二三条三項を類推適用し、任務懈怠がなかったことを取締役が証明する責任を負うとする見解もある。飯田秀総「MBOを行う取締役の義務と第三者に対する責任」ジュリスト一四三七号九六一―一〇〇頁、九九頁(二〇一一)。

(27) 別件の価格決定申立事件において、東京高裁が買取価格算定の根拠となる事業計画や株価算定書の提出を強く求めたにもかかわらず会社側はこれに応じなかったため、会社側の姿勢が批判されている。日経新聞二〇〇八年一〇月二七日朝刊一六面。

(28) 前掲注(2)三三頁。

(29) 十市・前掲注(13)一三頁。

(30) 通説によると、事前の反対通知を要求する理由は会社に対して議案の提出前に再考する余地を与えるためであり、総会における反対を要求する理由は当該行為に賛成しておきながら当該行為による株価下落リスクをヘッジするのは権利濫用的であるからとされる。

(31) 同旨、玉井利幸「MBOにおける取締役の株主に対する義務」平成二三年度重要判例九六一―九七頁(二〇一一)。