

# MBOにおける取締役の善管注意義務違反に基づく責任

—大阪高判平成27年10月29日判例時報2285号117頁—

金 田 充 広

## 要 旨

本件は、a会社の株主である原告Xが、a会社のY1、Y2の各取締役及びY3、Y4、Y5の各社外取締役を被告として、Y1、Y2の各取締役を含む買収者側が、a会社の二段階のマネジメント・バイアウトを行うに際して、被告にはいずれも取締役の善管注意義務違反ないし忠実義務違反の行為があり、そのためにマネジメント・バイアウトが第一段階で頓挫したことにより、a会社が無駄な費用を支出したうえ、a会社の信用が失墜したと主張して、会社法423条1項、430条及び847条3項に基づき、損害賠償責任を追及した株主代表訴訟の控訴審判決の事案である。

原判決は、一部認容・一部棄却となった。そこで、敗訴した原告・被告が、原判決の各敗訴部分を不服として、それぞれ控訴した。裁判所は、Y1、Y2の各被告の控訴に基づき、弁護士費用の認定額の減額等原判決を変更し、Y1、Y2の各被告に、連帯してa会社に対する損害賠償金の支払いを命じた。

本件について、第一段階で株式の公開買付け、第二段階で全部取得条項付種類株式を用いる方法等によるスクイズ・アウトによるマネジメント・バイアウトにおける対象会社の取締役の責任について、MBO指針を参照しつつ、被告らの取締役ないし社外取締役としての公開買付価格の決定プロセスへの不当介入等による義務違反の有無、特に、企業価値移転義務に関して検討する。

[キーワード] マネジメント・バイアウト、MBO指針、公正性担保措置、善管注意義務、企業価値移転義務

## 〔事実の概要〕

訴外a会社は、昭和50年11月に設立された株式会社であり、女性用下着の製造・販売等を行っていた。a会社は、平成20年当時、大阪証券取引所（以下「大証」という。）市場第二部に上場する委員会設置会社（現行会社法の指名委員会等設置会社）であった。同年当初のa会

社の財務状況は、ほぼ無借金状態であったが、売上げが約463億6300万円であり、前期の545億7000万円から大幅に低下しており、連続して当期純損失を計上していた。

原告Xは、a会社の株主であり、1単元（100株）を6か月以上保有する株主である。被告Y1は、a会社の創業者である訴外Aの長男であり、被告Y2はY1の母である。Y3、Y4、及び

Y5（以下、「Y3ら」という。）は、平成19年6月から同21年6月24日までの間、a会社の社外取締役であった。

平成18年頃、A、Y1、Y2、他2名（以下、「創業家一族」という。平成21年9月1日時点におけるa会社に対する出資比率は55.33%であった。）は、複数の金融機関から経営改革に関する提案を持ちかけられたことから、マネジメント・バイアウト（以下、「本件MBO」という。）の実施等、経営再構築の検討を開始した。Bは、a会社に入社後、平成19年6月には執行役に就任しているが、同年3月頃に、a会社の子会社の代表取締役を務めるC、及びh会社の代表取締役のHは、Y1に対し、h会社をアドバイザー、d1会社をパートナーとしてMBOを行うことを提案した。創業家一族及びd1会社は、じり貧状態にある経営の現状を打破し、a会社ブランドの認知向上と浸透拡大を図るため、a会社を支配する体制への移行及びa会社の非上場化を企図し、本件MBOを計画し、実行に移した。

Y1とY2（以下、Y1とY2とを合わせて「Y1ら」という。）は、同年5月23日、H作成の下記内容の合意書に署名した。

- ① Y1らは、h会社又はh会社の指定する法人が行う公開買付け（以下、「本件公開買付け」という。）が成功するよう努力する（第1項）。
- ② Y1らが保有するa会社株式持分の全部につき、その譲受に関してh会社が独占交渉権を有する（第1項）。
- ③ Y1らが保有するa会社株式持分についてh会社らが独占買取権を有する（第2項）。
- ④ h会社は、将来の公開買付等について、総合的コンサルタントとしてY1らとコンサルティング契約を結ぶ（第3項）。

Y1、h会社及びd1会社は、平成20年6月13

日時点で、本件MBOの資金調達予算として、株式と、借入金、合わせて130～150億円程度を予定しており、j社の算定結果から7月末頃には、本件公開買付けにおける公開買付価格を1株700円と想定していた。Y1は、遅くとも8月3日までには、Bが依頼した第三者評価機関であるk会社による1回目の株価算定結果と、本件公開買付者ら側が依頼した評価機関であるj社による株価算定結果との間に乖離があることから、このままでは本件MBOが頓挫するという危機感を抱き、利益計画やk社の算定結果に関して、Bとの間において、メールでやりとりを行った。Y1は、k社に対して、算定結果を下げられないのであれば、他の第三者評価機関に依頼することも検討すること、類似企業比較法についてj社が採用している企業に合わせることを指示した。

Y3らは、本件公開買付価格の目標を850円、最低でも800円とすることを決め、800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9月16日、本件公開買付価格に関する交渉が行われ、本件公開買付者ら側は、d1会社の担当者及びHが参加し、a会社側は、Y3らが参加し、交渉の結果、本件公開買付価格を800円とする旨の合意が成立した。

創業家一族、d1会社、e会社、及びg会社は、同月18日、解除請求権（d1会社及びe会社が本件公開買付け期間中、a会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、創業家一族に対する書面による通知により、本件公開買付けに応募しないこと又は本件公開買付けに係る契約を解除することを請求することができる。）等を内容とする契約（以下、「本件MBO基本契約」という。）を締結した。

本件公開買付者らが、同月19日、本件公開買付けを決定し公表した後、a会社は、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、同月22日、同内容の意見表明報告書を提出した。ところが10月16日以降、a会社社内窓口の法務部、社外窓口の1法律事務所、大証等に対し、a会社において本件公開買付け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ため、a社は、同月26日、取締役会において第三者委員会を設置することを決議した。

第三者委員会は、同月31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、これらの事情を総合的に勘案すれば、本件MBOにおいてY3～Y5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。a会社は、第三者委員会の報告を受け、9月19日付けの賛同意見をいったん撤回し、外部の専門家による検証委員会を設置し、株式価値算定を行う際の基礎数値である利益計画の再検証を行うこととした。検証委員会は、8月31日付け利益計画及び9月13日付けアップケースはいずれも不合理であるとはいえないとの結論を報告した。a会社は、12月19日付けで、上場有価証券の発行者の適時開示等に関する規則23条3項に基づき、大証取締役社長宛に改善報告書を提出した。

三菱東京UFJ銀行は、11月19日、e会社に対して、本件公開買付けに係る決済に要する資金につき、融資を行わない旨を決定した旨の連絡をした。これを受け、本件公開買付者らは、同月20日、公開買付け届出書の訂正届出書を提出し、a会社は、同日、その旨を公表し、12月2日、プレスリリースにおいて、同日付け不賛同表明を行った。e会社は、a会社の同日付け不賛同表明を受け、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

公開買付けへの応募を撤回するよう請求し、これを受け創業家一族は、本件公開買付けの募集への応募を撤回した。

本件公開買付け期間は、12月16日に終了したが、創業家一族が応募を行わなかったため、応募株式数が買付予定数の下限である970万4989株に満たず、本件公開買付けは不成立となり、本件MBOは頓挫した。

原判決変更。

〔判旨〕

「3 争点1（責任原因（Y1～Y5の善管注意義務違反等）の有無等）に対する判断

（1）企業買収における対象会社の取締役の責任について

…MBOは、買収者が対象会社の取締役だけである場合を例にとれば、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、自ら対象会社の株主から株式を取得することになり、利益相反性を構造的に有している上、対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有する株式買付者たる取締役と売却者たる株主との間には、大きな情報の非対称性が存在する。MBOの買収者側の構成には様々なものがあり、利益相反の程度にも差異はあり得るが、以上のような利益相反構造、情報の非対称性が存在することは共通しており、このような状況の下、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、株主の共同の利益を損なうような買収に加担した場合には、上記株主の利益最大化を図る義務に反し、ひいては善管注意義務に違反することになる。

また、MBOにおいては、取締役等において、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ものと解されるが、対象会社の株主は、当該時点におけるMBOの実施を前提としない株式価値を把握しているとともに、当該時点において株式を処分せずにその保

有を続けている以上、MBOの実施による企業価値の増大についても正当な期待権を有しているものといえることができる。もっとも、MBOは、これによるリスクを取締役等が引き受けてその努力によって企業価値を増大させようとするものであるから、MBOによる企業価値の増大による利益の全てが株主に帰属するものと解するのは相当ではない。

…

(2) 争点1-ア：Y1～Y5の公開買付価格の決定プロセスへの不当介入等による義務違反の有無について

ア 合理性確保義務について

…以上の経緯等に照らすと a 会社は、MBOにより自らを非上場化した上、d1社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 会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、一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。

そうすると本件MBOは、a 会社の企業価値の向上に資するものと評価することができる。

…

イ 公正な手続を通じた株主利益への配慮について

… イ 公正な手続を通じた株主利益への配慮について

… Y1は、Bに対し、相応な根拠を示すことなく（あるいは市場株価と乖離しているというだけで）、買付者側が想定している700円という価格に近い価格で本件MBOを進めることができれば最善であるとし、幾通りもの利益計画を作

成させてk社に複数の株式価格の算定をさせた上、これらの結果によっても買付者側のレンジに届かないものであることが分かると、k会社がこれ以上算定価格を下げた算定書を提出できないと言っている旨の連絡を受けながら、DCF法の不採用や株価倍率法による対象業者の拡大を指示し、k会社がそれ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しなければならない等と伝えていることは前記のとおりであり、このようなBに対する指示は、Bを介してk会社に伝えられたものと推認される。このように、Y1は、買付者側の想定価格である700円に近づけるため、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業者の選定に係るk会社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k会社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。

また、Y1は、Bに対し、8月12日の役員ミーティングにHを同席させ、株価算定についての議論に1法律事務所の弁護士の同席をさせないように指示しているが、これも本件各メールの送信等と同様に、a 会社が買付者側と交渉する際に、買付者側の想定していた株価に近づけるよう、Y3～Y5社外取締役を誘導するためにされたものと認めるのが相当であり、善管注意義務に違反する上記の行為と一環をなす行為と評価することができる。…

ウ 争点1-ア(イ)：Y3～Y5の善管注意義務違反の有無について

…

(イ) 争点1-ア(イ)a：Y1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有無について

…通常、メールはその送受信者以外にその内容を容易に知り得るものではない上、Y1は、8月12日の取締役ミーティングにおいて1法律事務所の弁護士を株価算定の議論の場に同席させないようにしていることからすれば、本件各メールの送信等のような利益相反行為についても社外取締役であるY3～Y5に秘匿した可能性は高い。そうすると、Y1の善管注意義務違反についてのY3～Y5の監視義務を論ずる前提を欠くというべきであり、この点に関するXの主張は採用できない。

…

(エ) 争点1－ア(イ)c：Y3～Y5の不当介入による不公正な価格形成の有無について

a 上記(ウ)で検討したとおり、Y3～Y5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したとまではいい難く、そうである以上、不当な介入により不公正な価格形成が行われたものということとはできない。

b Xは、Y3～Y5は、善管注意義務の一環として、本件公開買付価格が不公正な価格である場合、賛同できない旨の意見を表明する義務を負っていた旨主張する。

しかし、本件MBOにおいて最終的に決定された本件公開買付価格（1株につき800円）は、Y3～Y5が、8月29日にa会社社内でヒアリングを行うなどして、新規事業の実現可能性等を検討した上、新たに8月31日付け利益計画と9月13日付けアップケース等を作成し、800円以上という目標を立てて、本件公開買付者との価格交渉に臨み、創業家が保有していた買付者の株式の譲渡価格を引き下げる等してd1会社の譲歩を引き出して合意したものであり、本件MBOの実施前6か月間におけるa会社の平均株価（約535円。甲26）に比しても相当程度のプレミアムの付いた価格となっており、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。そうすると、本件公開買付価格（1株につき800円）はそれ自体不公正なものであったとはいいい難く、Xの上記主張は、前提を欠き失当といわざるを得ない。

(オ) 以上のとおりであるから、Y3～Y5について、これらの点についてa会社に対する善管注意義務違反があったとは認められない。

(3) 争点1-イ：Y1～Y5の情報開示義務違反の有無について

ア 認定事実(4)ケのとおり、a会社は、本件公開買付けに際し、9月19日付け賛同意見表明をプレスリリースした。

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金融商品取引法27条の10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、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（虚偽記載等のある公開買付説明書の使用者の賠償責任に関する同法27条の19、17条、虚偽記載等のある公開買付開始公告を行った者等の賠償責任に関する同法27条の20第1項、18条1項参照）。…

…a会社の9月19日付け賛同意見表明のプレスリリース中に本件付記を記載をしたことは、Y3～Y5についてはもとより、Y1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、Y1～Y5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。…」

## 研究

### 1 MBO指針

#### (1) 総説

本件<sup>(1)</sup>におけるMBOの計画・実施は、平成20年当時、a会社の財務状況が悪化し、連続して当期純損失を計上していたところ、これに対する金融機関の経営改革の提案、及びC及びHがY1に対し、h会社をアドバイザー、d1会社をパートナーとしてMBOを行うことを提案したことに始まる。創業家一族及びd1会社は、じり貧状態にある経営の現状を打破するとともに、a会社の支配体制を確立するため、a会社の非上場化を企図し、本件MBOを計画したものである。しかし創業家一族及びd1会社が、本件公開買付けのために設立したe会社に対して、三菱東京UFJ銀行は必要な資金につき融資

(1) いわゆる「シャルレ事件」である。ウエストロー・ジャパン文献番号2015WLJPCA10296003、判例時報2285号117頁、金融・商事判例1481号28頁。本件に関する評釈として、荒達也「判批」会社法判例百選〔第4版〕223頁、伊藤吉洋「判批」法学（東北大学）80巻4号76頁、川島いづみ「判批」Monthly Report 89号25頁、金澤大祐「判批」法学セミナー増（新判例解説Watch）19号127頁、鳥山恭一「判批」法律のひろば 69巻6号54頁など参照。（第1審判決）ウエストロー・ジャパン文献番号2014WLJPCA10166001、判例時報 2245号98頁、金融・商事判例1456号15頁。第1審判決評釈につき、飯田秀総「判批」ビジネス法務 15巻7号56頁、泉田栄一「MBOと役員等の義務と責任（Ⅰ）」法律論叢（明治大学法律研究所）89巻1号1頁、同・「同（Ⅱ・完）」同6号1頁（Ⅱ・完）、弥永真生「判批」ジュリ 1475号2頁、白井正和「判批」金商1471号1頁、和田宗久「判批」金融・商事判例1485号2頁、今川嘉文「MBO実施過程の公正性と取締役間の独立性」上村・尾崎・鳥山・黒沼・福島編集『企業法の現代的課題：正井章彦先生古稀祝賀』1頁（2015年、成文堂）など参照。なお本件は、原告である申立人が、被控訴人3名のうち2名に対する請求に限り上告受理を申立てをしたが、不受理となった（ウエストロー・ジャパン文献番号2016WLJPCA11096017）。

しないことを決定し本件MBOは頓挫している。

MBOは、対象会社の経営者が当該会社の株式を取得し、従前の株主を一掃することにより、経営者の描く経営の実現に向けて、経営改革を目的として行われる。またMBOの手法を用いて経営改革するに際しても、取締役は会社からその経営を委任されているのであるから、業務の執行にあたり取締役としての注意を尽くし、会社と取締役の利益衝突の場面においては、会社の利益を優先させるべく、善管注意義務および忠実義務を負っている。そして、これら義務は当該取締役の業務内容、立場等により種々であり特有の義務内容が問題になりうる。MBOの実施に際しては、買収者である会社経営者は、株主から株式を取得するのであるから、会社側としてはできるだけ少ない資金で買収を完了させたいと考えるのに対して、会社関係から脱退する株主としては、できるだけ高く株式買取りを希望するであろうから、ここに会社側と株主側とで利益が相反する関係が生ずる。本来、会社経営を委任され、株主全体の共同利益のために行為することが予定されている取締役の立場は、いわば株主との関係において代理人として理解することもできるわけであるから、いわゆるエージェンシー問題<sup>(2)</sup>として議論されることも多い。

本件MBOが計画され実施されたのは、MBO指針が策定・公表された時期以降であり、MBO指針に沿った措置等が考慮されるべきであるから、次にMBO指針及びその改訂版を概観しておこう。

(2) 利益相反を調整する試みが、経済学の領域において、従来、「エージェンシー問題」、「プリンシパル・エージェント問題」として議論されているとする、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」（<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/07p001.pdf>）56頁参照。

## (2) MBO指針

2007年9月4日、経済産業省が、「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。）」を策定・公表して以来、すでに10年以上が経過している。MBO指針は、論点の分析として、①株主は、次のように、構造的な利益相反状態に基づく不透明感を感じていると指摘する<sup>(3)</sup>。第一に、会社にとってMBOを行う合理性がないにも拘わらず、MBOを行っているのではないか、そもそもMBOを行う合理性があるのかということである。第二に、MBO価格が不当に低いことにより、株主が受けるべき利益まで、取締役が享受しているのではないか、すなわちMBOを行う取締役が買収者であるから、より安く株式を取得したいとの意向から、MBO価格を不当に低くしているということである。そしてMBOを行う合理性は、当該企業の企業価値の向上を企図していることが重要であるとし、それとともに、株主が納得している限り、企業価値を向上させないMBOは否定されるべきであるという意見もあるとする。

MBO価格については、まずMBOが、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と株主との間の取引であることに特徴があるとして、(a) MBOを行わなければ実現できない価値と、(b) MBOを行わなくても実現可能な価値の2種類に区別して整理している。そしてMBOの価格は株主が判断するのであるから、MBOの価格自体の客観的な基準は不要であり、株主にとって公正な手続が確保されるべきであるとする。以上のような整理を踏まえたうえで、MBOを行う上での尊重されるべき、第一原則は、企業価値の向上であり、第二原則は、

公正な手続を通じた株主利益への配慮であるとする<sup>(4)</sup>。

以上のような原則を前提として、実際に株主の判断のために、透明性・合理性を確保し、第一原則及び第二原則を実現するために、次の3種類の枠組みで、実務上の対応を検討することが重要であるとする<sup>(5)</sup>。①株主の適切な判断機会の確保、②意思決定過程における恣意性の排除、③価格の適正性を担保する客観的状況の確保である。

## (3) 改訂MBO指針の方向性

2019年6月28日、経済産業省は、MBOおよび支配株主による従属会社の買収を中心に、公正なM&Aの在り方として、MBO指針を改訂し、「公正なM&Aの在り方に関する指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－（以下、「改訂MBO指針」という。）」を策定・公表した。そこでは「MBOとは、現在の経営者が全部または一部の資金を出資し、事業の継続を前提として一般株主から対象会社の株式を取得することをいう」と定義されている<sup>(6)</sup>。

MBO指針は、MBOについて、実務上の公正な在り方を模索し、そして我が国企業社会においてベストプラクティスが形成され、さらに校正・健全な形で発展することを目的としていた<sup>(7)</sup>。改訂MBO指針は、MBO指針の策定以来、「我が国はMBOを含む多くのM&Aを経験し、その中で、公正なM&Aについての議論と理解が深まり、これを実現する上で有効な実務上の対応についての知恵が蓄積されてきた。…また、構造的な利益相反の問題等が認められる支配株主による従属会社の買収等、MBO以外の取引

---

(3) 旧MBO 指針 5 頁以下。

(4) 旧MBO 指針 7 頁以下。

(5) 旧MBO 指針 10 頁以下。

(6) 改訂MBO 指針 4 頁。旧MBO 指針 4 頁参照。

(7) 改訂MBO 指針 1 頁。旧MBO 指針 3 頁参照。

類型についても、その意義と課題に関する論点を整理すべきとの指摘もされてきた。」として、MBO指針の見直しの要否とその方向性について検討をしたのものであるとしたうえで、「本指針で提示する原則論や実務上の対応等は、あくまで、M&Aの公正性を担保しつつ、経済的意義を有するM&Aを発展させるためにはどのような点に留意するのが適切かとの観点から提示するものであり、…今後の我が国企業社会におけるベストプラクティスの形成に向けて公正なM&Aの在り方を提示するものである。」とする<sup>(8)</sup>。

改訂MBO指針では、MBO指針においても確認されたM&Aに際して実現される価値について、その概念整理を踏まえたうえで、M&Aを行う上での尊重されるべき原則として、MBO指針で導かれた2つの原則を再確認し<sup>(9)</sup>、「MBOおよび支配株主による従属会社の買収は、第2原則に則り、一般株主利益を確保するために、公正な手続を通じて行われるべきである。このような公正な手続を構成する実務上の具体的対応が公正性担保措置である」とする。公正性担保措置には様々なものがあるが、次の視点から公正な取引条件を実現するための手段であると整理されている<sup>(10)</sup>。

- 視点1：取引条件の形成過程における独立当  
事者間取引と同視し得る状況の確保  
視点2：一般株主による十分な情報に基づく  
適切な判断の機会の確保

(8) 改訂MBO指針1頁、2頁。

(9) ただし第2原則は、「公正な手続を通じた一般株主利益の確保」となっている。改訂MBO指針14頁。

(10) 以上の2つの原則と2つの視点を踏まえて、公正性担保措置のうち有効性の高いものによりベストプラクティスの実現が模索されている。改訂MBO指針16頁に、これが図式化されている。

## 2 公正性担保措置

### (1) ベストプラクティスの実現

本判決が出されたのは、MBO指針が2007（平成19）年に公表された後であるから、裁判所の判断において指針となっているわけである。そして改訂MBO指針は、2019（令和元）年6月に策定・公表されているから、時間的には、本判決が出された2015（平成27）年より後である。それゆえに本判決のMBOに関する判断が、改訂MBO指針において参照すべき判例法理<sup>(11)</sup>として、位置付けられるべきものであろう。こうしたMBOに関する理論・実務の検討・蓄積を経て、実務上の具体的対応（公正性担保措置）は何なのかという問題について、改訂MBO指針では、その輪郭を明確にし洗練されたものになっている。

改訂MBO指針は、構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在するMBO及び支配株主による従属会社の買収を対象とするものとしており<sup>(12)</sup>、先に紹介したような原則・視点の下で、実務上の具体的対応（公正性担保措置）として最善の方法、すなわちベストプラク

(11)（レックス事件決定）最決平成21年5月29日金融・商事判例1326号35頁（以下、「最決平成21年」という。）、東京高決平成20年9月12日金融・商事判例1301号28頁（以下、「東京高決平成20年」という。）、東京地決平成19年12月19日金融・商事判例1283号22頁、（レックス事件判決）東京高判平成25年4月17日金融・商事判例1420号20頁（以下、「東京高判平成25年」という。）、東京地判平成23年2月18日金融・商事判例1363号48頁（以下、「東京地判平成23年」という。）。

その他、後掲「3 株式の取得価格 (3) 公正な価格」で紹介する判例等は、MBO指針の公表後、改訂MBO指針の公表前に出されたものである。これら判例等を紹介する資料として、別冊商事法務編集部編『MBOに係る株式取得価格決定申立事件の検討』（別冊商事法務346号）（2010年）が参考になる。

(12) 改訂MBO指針3頁。

ティスについて、次のような典型措置から公正なM&Aの在り方を提示する<sup>(13)</sup>。(1) 独立した特別委員会の設置、(2) 外部専門家の独立した専門的助言等の取得、(3) 他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）、(4) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定、(5) 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上、(6) 強圧性の排除、である。これら視点は、すなわち取締役の行為規範を考える際に重要である。企業価値の向上、株主共同の利益を図るため行為すべき取締役の行為規範である。会社の経営を委任されている取締役の善管注意義務の問題である。

本件の場合も、第一段階で株式の公開買付け、第二段階で全部取得条項付種類株式を活用するスクイーズ・アウトによるMBOであるから、次のような問題がある。経営者は、本来、株主共同の利益を配慮して行為すべきところ、買収者側であることから、株式の取得価格について株主と利益が相反する関係にある。また買収者は、会社の経営者であるから、会社の現在の事業の状態、将来の事業展開、そして財務状況に至るまで、会社の種々の情報を豊富に保有している。これに対して、株主は、支配的な株主でない場合には、会社の情報については公表されているもの以外は、皆無といって差し支えないであろう。そうすると、MBOに直面した場合に、株主は、MBOが妥当であるのか否か、判断する資料が乏しいことになる。またそのことは株主が株式を売却するにしても、公正な価格がどの程度になるのか判断できないことを意味する。いわゆる情報の非対称性の問題である。

本件判決は、「MBOは、買収者が対象会社の取締役だけである場合を例にとれば、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、自ら対象会社の株主から株式を取得することになり、利益相反性を構造的に有している上、対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有する株式買付者たる取締役と売却者たる株主との間には、大きな情報の非対称性が存在する。」と説示している。

MBOにおける以上のような状況に対応し、企業価値の増大と一般株主にとってできる限り有利な条件で取引が行われることを目指して、合理的な努力が行われる状況を確保することが、公正な手続に関する、第1の視点である。それに加えて、第2の視点、インフォームド・ジャッジメントとして、株主に必要な情報を提供し、そして適切な判断を行う機会を確保すること、そのためにどのような実務対応が必要か、これらがまさにベストプラクティスとして、改訂MBO指針が提示するところである。

## (2) 原判決の善管注意義務に関する判断

第一審判決は、「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。」と判示し、会社側と株主側には利益相反関係があること、さらに情報の非対称性という構造的な問題も加わるとする。

そして「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

(13) 改訂MBO 指針16頁以下第3章。

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」と判示する。すなわち公開買付価格のみならず、その決定プロセスにおいて公正性を確保することが重要であるとする。原判決は、取締役は、「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。」とする。

以上のように、第一審判決は、MBOを計画し、これを実行した取締役としての善管注意義務の内容を明らかにしている。創業家一族及びd1会社は、金融機関からは本件MBOを含む経営改革に関する提案を受け、経営の現状を打破するために、a会社ブランドの認知向上と浸透拡大を図ることをめざし、本件MBOを計画し実行に移している。こうしたことから、本件MBOは、a会社の企業価値の向上に資するものであり、Y1らには、「MBOの合理性確保義務」に違反する事実はないとする。しかしY1らについては、本件公開買付価格の決定プロセスにおいて、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）を尽くしておらず、a会社に対する善管注意義務に違反するとした。

そしてY3～Y5は、「本件MBOにおける基本的な取締役の利益相反構造や、本件公開買付価格の決定手続において求められる公正さの意味内容についても理解していたものとみることができ、したがって、Y1が手続的公正性配慮義務にもとる行動等に出ないよう、これを監視すべき義務を負っていたことは否定し難い。」との判断を示しつつ、Y1らの上記手続的公正性配慮義務違反の本体は、Y1のBに対するメール送信指示行為等にあることから、そのような

メール送信指示によりどのような指示が出されたかということは、基本的にはメールを送信した本人以外には知るべきがないこと、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の回避・軽減の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ことを理由として、Y3らが、「社外取締役として直ちにY1のB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。」と判示した。

原判決では、合理性確保義務、及び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）という文言が用いられている。MBO指針では、透明性・合理性確保のための枠組みとして、株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会の確保が重要であるとしており、こうした枠組みに沿う判断になっており、MBOでは取締役の義務として、どのような義務が課されるのかということが明らかになっている。

### (3) 本判決の組立て

争点1は、責任原因（Y1～5の善管注意義務違反等）の有無等、争点2は、損害及び因果関係の存否である。

争点1に対する裁判所の判断としては、まず第一に、企業買収の際の取締役の責任に関する説示がある。そこでは、会社から経営の委任を受けている取締役は、善管注意義務の表れとして、株主の利益を最大化する義務を負っており、その義務に違反した行為により会社に発生した損害を賠償する義務があるとする。

そしてMBOの場合には、会社側と株主側の利益相反関係、及び買収対象会社に対する情報の非対称性が指摘され、このような状況で、取

締役が自己又は支配株主の利益のみ図り株主共同の利益を損なうときは、善管注意義務の内容としての株主の利益を最大化する義務に違反したことになるわけである。それとともにMBOの場合には、取締役等において、一般株主に公正な企業価値を移転する義務を負うとする<sup>(14)</sup>。

第二に、Y1ら及びY3らの公開買付価格の決定プロセスへの不当介入等による義務違反の有無に関する争点に関する判断は、ア 合理性確保義務について、イ 公正な手続を通じた株主利益への配慮について、及びウ 争点1－ア(イ)：Y3、Y4、Y5の各社外取締役の善管注意義務違反の有無についてである。

アについては、第一審判決と同様に、「ほぼ無借金経営で、株式市場で資金調達をする必要性は薄く、上場のメリットはなかったことから、創業家一族及びd1会社は、じり貧状態にある経営の現状を打破し、a会社ブランドの認知向上と浸透拡大を図るため、両者がa会社を支配する体制への移行及びa会社の非上場化を企図し、その手順として本件MBOを計画し、実行に移したことが認められる。」としてXの主張を退けた。

イについては、k会社に対する株式価値の算定に対する介入について、「Y1は、Bに対し、相応な根拠を示すことなく（あるいは市場株価と乖離しているというだけで）、買付者側が想定している700円という価格に近い価格で本件MBOを進めることができれば最善であるとし、…k会社がこれ以上算定価格を下げた算定書を提出できないと言っている旨の連絡を受けながら、DCF法の不採用や株価倍率法による対象業者の拡大を指示し、k会社がそれ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

ることも検討しなければならない等と伝えていることは前記のとおりであり、このようなBに対する指示は、Bを介してk会社に伝えられたものと推認される。このように、一審被告Y1は、買付者側の想定価格である700円に近づけるため、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業者の選定に係るk会社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。」と判示し、Y1については、MBOにおける取締役としての善管注意義務違反、Y2については、Y1の業務執行を監督する責任があるとして、「一審被告Y1の上記のような注意義務に違反する行為を制止する等適切な監督を怠ったものと認められ、一審被告Y2も一審被告Y1とともに、同被告と同様の責任を負うものといわなければならない。」と判示した。

ウについては、裁判所は、①Y1、Y2の各取締役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有無について、②Y3、Y4、Y5の各社外取締役の価格決定プロセスへの不当介入の有無について、③Y3、Y4、Y5の各社外取締役の不当介入による不公正な価格形成の有無について審理しY3、Y4、Y5の各社外取締役について、これらの点についてa会社に対する善管注意義務違反はないとした。

そして第三に、責任原因の二つ目として、Y1～Y5らの情報開示義務違反の有無について、裁判所は、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する。

### 3 公正な企業価値移転義務

#### (1) 株主の利益と善管注意義務

##### ① 会社法の規律

会社法は、取締役と会社との関係は、委任に関する規定に従うことを規定する（会社法330条、民法644条）。取締役は会社に対して、善管

(14) 公正な企業価値の移転義務に関しては、最決平成21年5月29日金融・商事判例1326号35頁における、田原裁判官の補足意見を参照している。

注意義務を負担する。しかし善管注意義務は、取締役の会社に対する義務であるから、善管注意義務の内容の一つとして、MBOに際して、取締役は株主の利益を配慮しなければならないとするには、若干の検討を要するといわなければならない。確かに、企業価値という概念は、株主共同の利益というふう言い換えることができるから、その意味においては、不可能ではないと思う。あるいは、株主は、会社に対して出資した者であり、いわば会社の所有者であるから、会社に対する義務というのは、ひいては株主全体に対して義務を負担しているといえることができる。あるいは「MBOの場面において個々の株主の利益保護を十分に図らなければ、将来における当該会社の資金調達のコストが高まり、企業価値を毀損する原因となりうる」といった理由から、MBOのすべてについてはないとしつつ、株主の利益を害さない取締役の義務を導くことができるとする考え方もある<sup>(15)</sup>。

もう少し突っ込んで考えてみると、営利社団法人たる株式会社の第一次的な目的は営利であるから、株式会社は、株式、すなわち株主全体の利益の獲得・増大を目的として、事業計画を実行し営利活動を展開する。資金の調達はもちろんのこと、獲得した利益の使い方や人材の活用など、あらゆる角度から会社の利益の最大化を企図して事業が行われる。株主は、会社の事業活動によって、会社が獲得した利益に配当可能利益がある場合に、剰余金の配当を得ることができる（会社法453条・446条）。剰余金の配当は、全体としての株主の利益の次に考慮すべき利益ということになる。個々の株主ではなく、すべての株主を構成員とする会社の利益で

ある。これら二つの利益を対比せしめることは、株式会社の営利性と株主の剰余権者性という形で優先順位が明白になる。会社は、獲得した利益をどのように使い、会社の利益を最大化させるか、経営者は自らの裁量の範囲で努力しなければならない。

しかしながらMBOの場面において、経営者と一般の株主との間には構造的な利益相反の関係があるから、まずMBO自体が妥当な選択であったのかということが問われるであろうし、次に、MBOにより会社関係から退出する一般株主には、どれだけの価格が支払われるべきかという問題になる。MBOを行うことにより、一般株主がいなくなり会社を非上場とするのであるから、MBOを行うということは、そもそもその計画段階において、多数の株主の会社にとどまりたいという期待は考慮していないのであり、それに代えて公正妥当な対価の支払いをするわけである。経営者は、支配権の確立にのみ関心の重点があるかもしれないし、あるいは新たな資本構成の下で一挙に現状を打破しようとする試みの手段としてMBOを行う場合もありうる。いずれにしてもMBOにより、会社の構成員であった一般株主が会社関係から退出しても、全体としての株主、すなわち企業価値の帰属主体の総体は、会社が存続する限り消滅しないのであるから、このような会社に対する取締役の善管注意義務に基づく行為は、退出する株主の不利益が、存続する会社の株主の利益としてとどまるのであれば、退出する一般株主に公正な価値を移転する義務があると解せられる。このことは衡平の観点から、きわめて自然な考え方であろうと解せられる。MBOに際して、取締役は、会社の構成員としての剰余権者という位置付けの下で、一般株主に対する義務を形作るものといわなければならない。これがいわゆる公正な企業価値移転義務であり、善管

(15) 白井正和「会社の非上場化の場面における取締役の義務」JSDAキャピタルマーケットフォーラム（第1期）論文集192頁以下（2017年）。

注意義務の内容として考えることができる<sup>(16)</sup>。

## ② 東京高判平成25年

東京高判平成25年は、吸収合併された株式会社レックス・ホールディングス（以下、「旧レックス」という。）の合併前の株主が、合併前に行われた株式公開買付け及び全部取得条項付株式の取得によるMBOの実施により、その保有する株式を低廉な価格で手放すことを余儀なくされ、適正な価格との差額の損害を被ったとして、吸収合併存続会社、及び旧レックスの代表取締役・取締役・社外監査役に対し、それぞれ会社法350条・民法709条及び会社法429条1項に基づき、損害賠償を求めた事案である。

東京高判平成25年は、「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。

ウ ただし、株式会社は、会社の企業価値を向上させて、会社の利益ひいては企業所有者た

る株主の共同の利益を図る仕組みの営利企業であり、取締役及び監査役の会社に対する善管注意義務は、会社、ひいては、株主の共同の利益を図ることを目的とするものと解される。そして、MBOは、経済的には、個別の株式取引の集積にとどまらない企業買収取引であって、株主が受ける株式移転の対価は、一般に、企業価値を基礎とする買収価格を発行済株式総数で除して求められ、企業価値の全体が取締役（及びこれを支援するファンド）に移転して、株主は、株式移転の対価という形で、企業価値の分配を受けることになるものである。また、MBOには前記のような経営上の効用があることから、MBOに際して実現される価値があり、その価値のうち旧株主に帰属すべき価値がプレミアムであると考えられる（甲6の1及び2）。そうすると、MBOにおいて、株主は、取締役（及びこれを支援するファンド）が企業価値を適正に反映した公正な買収価格で会社を買収し、MBOに際して実現される価値を含めて適正な企業価値の分配を受けることについて、共同の利益を有するものと解されるから、取締役が企業価値を適正に反映しない安価な買収価格でMBOを行い、旧株主に帰属すべき企業価値を取得することは、善管注意義務に反するというべきである。

したがって、取締役及び監査役は、善管注意義務の一環として、MBOに際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務（以下、便宜上「公正価値移転義務」という。）を負うと解するのが相当であり、MBOを行うこと自体が合理的な経営判断に基づいている場合（前記イ）でも、企業価値を適正に反映しない買収価格により株主間の公正な企業価値の移転が損なわれたときは、取締役及び監査役に善管注意義務違反が認められる余地があるものと解される。」と判示する。

(16) 江頭憲治郎『株式会社法』（第8版）865頁注(2)参照。白井正和「レックス・ホールディングス損害賠償請求事件東京高裁判決の検討」『ビジネス法務』13巻11号50頁（2013年）注(19)は、「解釈問題として、取締役は会社に対して善管注意義務を負うとする現行の会社法の規定（会社法330条・民法644条）からは、株式会社の営利性と株主の剰余権者性という中間項を採用することで、「グループ」としての株主の利益を最大化する義務を導くことはできても、取引を通じて株主が剰余権者としての地位を失うことになるMBOの場面において、個別の株主の利益保護（または買収者以外の株主の利益保護）を取締役の会社に対する義務の内容として理解することは必ずしも容易ではない。」とする。

以上のように、「取締役が企業価値を適正に反映しない安価な買収価格でMBOを行い、旧株主に帰属すべき企業価値を取得することは、善管注意義務に反するというべきである。」と判示するのであるから、善管注意義務の一環として株主が保有すべき利益を取締役が取得することについて、取締役の行為規範を示している。基本的には、取締役の会社に対する善管注意義務が、MBOの場面においては、株主との関係において、このような義務の形で現れるとする。裁判所は、取締役が会社に対して善管注意義務を負担するがゆえに、そのことから直接にというのではなく、取締役がMBOに際して、公正価値の移転義務を負担することから、株主に公正な価値の回復としての損害賠償請求権の有無を判断することを明らかにした点において大きな意義がある<sup>(17)</sup>。さらに公正な企業価値移転義務の算定方法については判示していないものの、東京高判平成25年は、いくつか疑問の残る点はあるものの、対象会社の取締役は公正な買収価格で買収が行われるように尽力する義務があるとした点は画期的であるとする評価がある<sup>(18)</sup>。

原判決の東京地判平成23年において、事実及び理由を見ると、原告は、「経済産業省の委嘱を受けた企業価値研究会が平成19年8月2日に公表した「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」（以下「MBO報告書」という。）及び同省が同年9月4日に公表した「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。）において指摘されているように、取締役は、MBOを実施するに当たっ

ては、善管注意義務及び忠実義務の一内容として、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を負うものというべきである。」として被告の責任を追及している。これに対して、被告らは「MBO報告書やMBO指針も、本件MBOの後に策定されたものであり、本件MBO当時の取締役・監査役の行為規範となるものではなく、また、MBOに新たな規制を課したり、取締役の善管注意義務や忠実義務の基準を述べているものでもない。」と主張している。もっとも改訂MBO指針は、前述のように、二つの視点から公正な取引条件を実現するための手段として、公正性担保措置が整理され、会社関係から退出する株主に対して、適正な対価を取得することができるように、すなわち最善の取引ができる環境の整備が重要であるとして、どのような実務対応が必要かについて検討してベストプラクティスを提示している。

株主としては、何らかの具体的な価格の提示ができるということが重要である。そのために株主に必要な情報を提供し、そして適切な判断を行う機会を確保することが重要である。しかしながら裁判所において、評価基準として適切な判断材料を抽象的には提示できても、個々具体的な事案に沿った判断は困難なことが多いであろう。そうした場合でも、どのような実務対応があるべきかということがあきらかであれば、当事者の主張立証に基づき裁判所で判断できるということは言うまでもない。その意味で、改訂MBO指針の示したベストプラクティスはきわめて有益である。

## (2) MBOにおける株主の利益

### ① 本判決

買収対象会社の取締役の行為が株主共同の利益を損なう場合には、企業価値の向上、株主共同の利益を図るため行為すべき取締役の行為規

(17) 白井・前掲注(16) 50頁。

(18) 玉井利幸「判批」会社法判例百選 [第4版] 109頁。

範に反することになるから、そのことが善管注意義務に反することになると解せられる。その場合の善管注意義務が、どのようなものであるのかについて、本判決は、「株主の共同の利益を損なうような買収に加担した場合には、上記株主の利益最大化を図る義務に反し、ひいては善管注意義務に違反することになる。」と判示する。

その上で、本判決では、MBOにおいて、取締役は、一般株主に対して、公正な企業価値移転義務を負担しているとする。対象会社の株主の有する株式の価値は、MBOを前提としない価値、とともにMBOを実施したならば増大するであろう企業価値に対する期待権も有しているとするのである。これについては、最決平成21年において、田原裁判官が、「取得価格決定の制度が、経営者による企業買収（MBO）に伴いその保有株式を強制的に取得されることになる反対株主等の有する経済的価値を補償するものであることにかんがみれば、取得価格は、①MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、②MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを、合算して算定すべきものと解することが相当である。」と補足意見を述べているが、これを引用している。このような株主が保有する株式に係る価値は、改訂MBO指針及びMBO指針も指摘しているように、(a) MBOを行わなければ実現できない価値と、(b) MBOを行わなくても実現可能な価値の2種類の分類に対比することができる<sup>(19)</sup>。

## ② 東京高判平成25年との整合性

東京高判平成25年は、「MBOにおいて、株主は、取締役（及びこれを支援するファンド）が

企業価値を適正に反映した公正な買収価格で会社を買収し、MBOに際して実現される価値を含めて適正な企業価値の分配を受けることについて、共同の利益を有するものと解されるから、取締役が企業価値を適正に反映しない安価な買収価格でMBOを行い、旧株主に帰属すべき企業価値を取得することは、善管注意義務に反するというべきである。」と判示する。こうした判示を受け、「取締役及び監査役は、善管注意義務の一環として、MBOに際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務（以下、便宜上「公正価値移転義務」という。）を負うと解するのが相当である」として、公正価値移転義務を導いている。

東京高判平成25年は、さらに経営判断原則との関連について、MBOを行うことは、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とするが、合理的な経営判断に基づいている場合でも、「企業価値を適正に反映しない買収価格により株主間の公正な企業価値の移転が損なわれたときは、取締役及び監査役に善管注意義務違反が認められる余地があるものと解される。」とする。これに関しては、利益相反構造がある場合に、当然に経営判断原則の適用があるとするのは疑問であるとする見解がある<sup>(20)</sup>。取締役が、リスクに直面しつつ、会社の利益、ひいては株主の利益を増大させようとする経営判断は極力認められるべきではあるが、MBOの場合にはその努力の矛先が一般株主の利益を削る方向に向いている。それゆえ、利益相反構造がある場合に、一概に、経営判断原則の適用があるとするのは問題がある<sup>(21)</sup>。

(20) 森本滋「判批」私法判例リマックス 49号93頁（2014年）。

(21) 川島いづみ「株主に対する取締役の義務(2)→株主の締出し場面における取締役の義務→」

(19) 改訂 MBO 指針11頁、MBO 指針7頁。

本判決も、MBOが経営判断として不合理な選択であったとはいえないという判断のもとに、「MBOは、これによるリスクを取締役等が引き受けてその努力によって企業価値を増大させようとするものであるから、MBOによる企業価値の増大による利益の全てが株主に帰属するものと解するのは相当ではない。そうすると、MBOを実施することを前提とした株式の公正な価格は、①MBOが行われなかったならば株主が享受しうる価値と、②MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを合算して算定すべきことになる」としたうえで、「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。」と判示する。これに関しては、損害がないのに損害賠償義務は発生しないという意味では、その通りであるが、公正な手続の瑕疵とは無関係に、企業価値の移転の有無を考えるのは、はたして妥当かということについては検討を要する<sup>(22)</sup>。

本判決は、「争点1-ア：Y1～Y5の公開買付価格の決定プロセスへの不当介入等による義務違反の有無について イ 公正な手続を通じた

株主利益への配慮について」において、「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。…以上のようなk社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。」との判断を示しつつ、次の項目につき判断している。

ウ 争点1-ア(i)：Y3～Y5の善管注意義務違反の有無について

(ア) Y3～Y5が負うべき義務の内容について

(イ) 争点1-ア(i)a：Y1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有無について

(ウ) 争点1-ア(i)b：Y3～Y5の価格決定プロセスへの不当介入の有無について

(エ) 争点1-ア(i)c：Y3～Y5の不当介入による不公正な価格形成の有無について

これらは、企業価値の移転に係る公正な手続により株主の利益が配慮されているかということにつき、判断したものであり、改訂MBO指針の公正性担保措置が確保されているかという観点からの判断によるものと解せられる。

### (3) 公正な手続き・価格

#### ① 公正な手続き

次の事案では、二段階キャッシュアウトの二段階目における全部取得条項付種類株式の利用、あるいは株式移転において、当該措置に反対の株主が、裁判所に対し取得価格の決定を申し立てた(会社法172条1項・807条2項)。最高裁判所は、いずれの事案の決定においても「一般に公正と認められる手続」を経ている場合には、基本的に公正な価格を導くための適正

Monthly report 85号21頁は、そのような問題は、さかのぼって「株主の共同の利益」を介在させてMBOにおける取締役の善管注意義務を導いた法律構成にあると批判する。

(22) 森本・前掲(20) 93頁同趣旨。

な措置が講じられたとする趣旨の判示をしている。

テクモ事件<sup>(23)</sup>は、b会社ほか1社を株式移転完全子会社とする株式移転において、株式移転に反対のb会社株主が、b会社に対しその保有する株式を公正な価格で買い取るよう請求したところ、その価格につき協議が調わなかったため、株主が、会社法807条2項に基づき、価格の決定の申立てをした事案である。裁判所は、「本件株式移転は、一般に公正と認められる手続を経ていることがうかがわれ、また、株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情があるということとはできない。そうすると、a会社の株価の下落やその推移は、上記の諸事情やその他の外在的要因が反映した可能性があるとはいえ、本件株式移転比率が公正でないということを示すものということとはできない。」と判示した。

ジュピターテレコム事件<sup>(24)</sup>は、対象会社の株式の相当数を保有する株主が、第一段階で、会社の株式等の公開買付けを行い、第二段階で、対象会社の株式を全部取得条項付種類株式としたうえで、対象会社が同株式の全部を取得する取引において、その取得に反対した株主が、平成26年改正前会社法172条1項に基づき、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てをした事案である。裁判所は、「一般に公正と認められる手続を通じて本件買付価格が定められた場合には、取引の基礎とした事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情のない限り、その価格を尊重しこれを取得

価格とすべきものである」と判示し、原審は、特段の事情が認められないにもかかわらず本件買付価格を採用せず、取得価格の算定に関する原審の判断は、裁判所の合理的な裁量を超えていると判示した。

最高裁判所は、「一般に公正と認められる手続」について、テクモ事件決定においては、「相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認される」ことなど一般に公正と認められる手続により、株式移転の効力が発生した場合には、特段の事情がない限り、株式移転比率は公正であるとする。さらにジュピターテレコム事件決定では、「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど」一般に公正と認められる手続により公開買付けが行われた後は、特段の事情がない限り、株式の取得価格を「公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である」と判示する。この事件の決定では、全部取得条項付種類株式の取得価格について、取引の基礎となった事情における「予期しない変動」を考慮することにより補正の余地があることを判示しており、一般的に妥当な考え方であると解せられる。

## ② 株式取得価格の算定

株主は、MBOを実施すると否とにかかわらず、その時々において保有する株式に係る利益を保有しているのである。MBOを実施するのであれば、新たなスポンサーなり資本構成の下で、将来的な経営計画、検証の下に営業を展開

(23) 最決平成24年2月29日民集 66巻3号1784頁、判例時報2148号3頁。

(24) 最決平成28年7月1日民集70巻6号1445頁、金融・商事判例1497号8頁。(原審)民集70巻6号1586頁、東京高決平成27年10月14日金融・商事判例1497号17頁参照。

するのが通常であるから、積極的な方向で企業価値の増加が見込まれているであろう。しかし対象会社の内部における支配関係に争いがある場合においては、そもそもMBOの実施自体に反対方向の動機に基づく矛盾を内在しながら手続きが進行することになる。そうした場合の矛盾は、企業価値の算定はじめ、各種の機会に対立の契機となる。大量の資金を必要とするMBOに際しては、1株の買取価格は重大な問題である。株式の取得価格が、明確に数式により画一的に算定可能であるならば、取得価格に関する問題は発生しないといつてよいであろう。しかし株式の取得価格については、企業価値といった、時間的に将来の経営環境、経営者のマネジメント能力、物的資源や人的資源の活用、その他種々の要因により決定される価値を時価評価と考え合わせるのが妥当であろうと解せられるが、それ以外にも、単純に会社の純資産を計算の基礎とする方法、又はDCF法<sup>(25)</sup>がある。

東京高決平成20年は、「会社法172条1項は、…強制的に株式を剥奪されることになる株主の保護を図ることをその趣旨とするものである。したがって、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、当該株式の取得日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。

…裁判所が、…当該株式の取得日における公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、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

を評価した価値をも考慮するのが相当である。

そして、取得日における当該株式の客観的価値や上記の期待を評価した価値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となるとは限らないこと、会社法172条1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、記録に表わ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である。」と判示する。東京高決平成20年の抗告審の最決平成21年において、裁判所は抗告棄却の決定を出し、前述のように、取得価格は、合算して算定すべきものと解するのが相当であるとする田原裁判官の補足意見が付されている。しかしこれについては、田原裁判官の補足意見がMBO報告書に依拠したものであり、そしてそれはその通りであろうと考えるが、MBO報告書・MBO指針は、適切な実践することによって公正なキャッシュアウト条件の確保を図ろうとするものであり、具体的な取得価格の算定方法を示したのではないから、その受容のされ方はいささか不幸であるとする評価がある<sup>(26)</sup>。取得価格の算定方法に関して、組織再編措置における、次の判例を見ておこう。

楽天対TBS事件<sup>(27)</sup>は、吸収分割株式会社の分割に反対の株主が、当該会社とその保有する株式を公正な価格で買い取るよう請求したところ、その価格につき協議が調わないため、会社と株主双方が、会社法786条2項に基づき、それぞれ価格の決定の申立てをした事案である。

(25) 対象会社の将来の企業価値を、営業によるフリーキャッシュフローから投資によるそれを控除し、そこから金利等の資本コストを割り引くことにより推計した価格を現在価値に換算して評価する方法である。

(26) 藤田友敬「『公正なM&Aの在り方に関する指針』の意義」経済産業省監修『『公正なM&Aの在り方に関する指針』の解説』51頁（2020年）。

(27) 最決平成23年4月19日民集 65巻3号1311頁、判例時報2119号18頁。本決定には、田原裁判官の補足意見と那須裁判官の意見が付されている。

裁判所は、「会社法782条1項所定の吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合に、同項所定の消滅株式会社等の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該株式買取請求がされた日におけるナカリセバ価格をいうものと解するのが相当である。…吸収合併等により企業価値が増加も毀損もしないため、当該吸収合併等が消滅株式会社等の株式の価値に変動をもたらすものではなかったときは、その市場株価は当該吸収合併等による影響を受けるものではなかったとみることができるから、株式買取請求がされた日のナカリセバ価格を算定するに当たって参照すべき市場株価として、同日における市場株価やこれに近接する一定期間の市場株価の平均値を用いることも、当該事案に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるものというべきである。」と判示する。

インテリジェンス事件<sup>(28)</sup>は、株式交換に反対した株式交換完全子会社の株主が、その保有する株式を公正な価格で買い取るよう会社に請求したところ、その価格につき協議が調わないため、会社と株主双方が、会社法786条2項に基づき、それぞれ価格の決定の申立てをした事案である。裁判所は、「会社法782条1項所定の吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合に、同項所定の消滅株式会社等の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該株式買取請求がされた日における、同項所定の吸収合併契約等を承認する旨の決議がされることがなければその株式が有したであろう価格（以下「ナカリセバ価格」という。）をいうものと解するのが相当である」と判示し、楽天対TBS事件最高裁

決定を引用する。

いずれの最高裁決定も「ナカリセバ価格」について、会社法782条1項所定の吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合に、同項所定の消滅株式会社等の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該株式買取請求がされた日における「ナカリセバ価格」をいうものと解するのが相当であるとする。

平成17年改正前商法は、会社の組織再編等において反対株主に、組織再編等が「ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」をもって、その保有する株式を買い取ることを会社に対して請求することができるとしている（平成17年改正前商法245条ノ2・245条ノ5・349条・355条・358条・374条ノ3・374条ノ23・408条ノ3・413条ノ3）のに対して、会社法は「公正な価格」と規定している（たとえば、吸収合併等をする場合の反対株主の株式の買取請求について、会社法785条1項参照）。

立案担当者の説明によると、合併等の株式買取請求権については賛成であるが、合併の結果、対価として交付される財産の割当てが不満であるという株主が存在する。そしてこのような株主が求める対価は、合併の決議がなかったならば有していたはずの公正な価格による買取価格ではなく、合併による企業価値の増加、いわゆるシナジーの評価を加算した価格である。会社法では、これを「公正な価格」と表現している<sup>(29)</sup>。合併直前に、消滅会社の株式について株式の公開買付け

(28) 最決平成23年4月26日判例時報2120号126頁。  
本決定には、田原裁判官の補足意見と那須裁判官の反対意見が付されている。

(29) 相澤哲『一問一答新・会社法』221頁（2005年）。  
藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎・藤田友敬 編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（上巻）』276頁（2007年）は、「あるべき企業再編条件を想定し、それから逸脱した企業再編が行われた場合に反対株主に救済を与えるという性格がある」とする。

が行われるような場合において、シナジーの評価は買付価格に反映されているので、そして買収者は会社支配に対する評価、いわゆる支配プレミアムも買付価格に織り込んでいるであろうから、通常、公開買付価格のほうが「公正な価格」を上回ると解せられる。しかし「シナジー分配」事例も「ナカリセバ」事例に含めることが可能であるとする考え方も成り立つ<sup>(30)</sup>。たとえば合併によるシナジーは、合併の決議が成立して初めて発生する事象だからである。前掲2件の最高裁決定は、いずれも「シナジーその他の企業価値の増加が生じない場合」という前提のもとに、公正な価格とは「ナカリセバ」価格であるとしているのであるから、当該ケースがシナジーの評価を考慮すべきものであるのか否かにより場合分けしている<sup>(31)</sup>。

その他に、サイバードホールディングス事件<sup>(32)</sup>では、申立人らは、本件では、市場株価ではなくDCF法によって算出した価格に基づいて取得価格の決定をすべきであると主張したが、裁判所は、「取得価格の算定に当たって、「期待権（プレミアム）」として幾らが相当なのかを算出して、これを付加するという方法にはよらず、前記（一）（二）の利益相反関係に配慮した措置、買付価格についての交渉の有無、経過、旧経営陣の立場等に照らし、MBOが、いわゆる独立当事者間（支配従属関係にない当事

者間）において、第三者機関の評価を踏まえた合理的な根拠に基づく交渉を経て、合意に至ったと評価し得る事情があるか、また、適切な情報開示が行われた上で対象会社に対する株式公開買付けが成立し、株主総会において全部取得条項付種類株式の発行と取得が承認されるなど一般に公正と認められる手続によってMBOの一連の手続が行われたと認められるかという点から、裁判所の合理的な裁量によって取得価格を決定するのが相当な事案である。したがって、これと異なり、DCF法に基づいて株価を算出し、それを基準に取得価格を決定すべきであるという申立人らの主張は、当裁判所の採用するところではない。」と判示している。

非上場株式の売買価格の決定方法に関する、平成31年東京高決<sup>(33)</sup>の事案は、相互に特別の資本関係がない会社間において、一方の会社が他方の会社と経営統合するための手段として株式の公開買付けを行い、その後に対象会社の株式について会社法179条1項に基づく特別支配株主による株式売渡請求をして、当該会社の株式の全部を取得する場合において、申立人が、会社法179条の8第1項に基づき、売買価格の決定を求めた。裁判所は、「株式価格の形成には多面的な要因が関わることから、種々の価格決定方法が存し、そのため、株式価格の算定の公正さを確保するための手続等が講じられた場合にも、将来的な価格変動の見通し、組織再編等に伴う増加価値等の評価を考慮した株式価格について一義的な結論を得ることは困難であ

(30) 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務1879号4頁（2009年）。

(31) 河内隆史「株式買取請求における「公正な価格」に関する二つの最高裁決定（a）最高裁平成23年4月19日決定 楽天対TBS株式買取価格決定申立事件（b）最高裁平成23年4月26日決定 インテリジェンス株式買取価格決定申立事件」Monthly report31号7頁・8頁（2011年）。

(32) 東京地決平成21年9月18日金融・商事判例1329号45頁。なお（抗告審）東京高決平成22年10月27日ウエストロー・ジャパン文献番号2010WLJPCA10276006参照。

(33) 東京高決平成31年2月27日ウエストロー・ジャパン文献番号2019WLJPCA02276001、金融・商事判例1564号14頁。（原審）東京地決平成30年1月29日ウエストロー・ジャパン文献番号2018WLJPCA01296003、金融・商事判例1537号30頁。平成31年2月27日の東京高等裁判所の決定に対し、抗告人から抗告があったが、最高裁判所はこれを棄却した。

り、一定の選択の幅の中で関係当事者、株主の経済取引的な判断に委ねられる面が存するといわざるを得ず、独立当事者間の取引の場合には各当事者がそれぞれ経済合理性を追求することから、合理的な価格が形成されるのが通常であ」と判示する。