

『証券経済学会年報』第49号別冊  
第82回秋季全国大会  
学会報告論文

## 「MBOの局面における取締役の行為規制」

—取締役は投資家に対しいかなる法的役割を果たすべきか—

## 「MBOの局面における取締役の行為規制」

—取締役は投資家に対しいかなる法的役割を果たすべきか—

金澤大祐

日本大学大学院法務研究科

### 1. はじめに

近時、MBO（マネジメント・バイアウト：Management Buyout）において、投資家（株主）が裁判所に対し経営者（取締役）側が決定した取得価格に不満を持ち、取得価格決定（以下「価格決定」という）の申立てを行う例が散見される<sup>1)</sup>。価格決定による投資家救済の枠組みは、取得価格が「公正な価格」といえるかという形で裁判所において争われ、裁判例の集積により明らかになってきている。他方、MBOが成功した場合の取締役の投資家に対する法的義務が問題となった裁判例は、レックス・ホールディングスに関する事件（以下「レックス事件」という）のうち会社法429条1項に基づく損害賠償請求訴訟に関する高裁判決（東京高判平成25年4月17日判タ1392号226頁。以下「本判決」という）のみであり<sup>2)</sup>、裁判例の集積が十分とはいえない。

MBOが成功した事案における取締役の投資家に対する義務が問題となった本判決は、取締役が、MBOに際し、善管注意義務の一環として、「公正価値移転義務」と「適正情報開示義務」を負うことを認めた。もともと、本判決において、両義務の内容及び両義務の関係は、必ずしも明らかにされていない。また、価格決定における「公正な価格」と損害賠償請求における「公正価値移転義務」とは、その内容につき類似していると学説上評価されている<sup>3)</sup>。それにもかかわらず、レックス事件のうち会社法172条1項に基づく価格決定申立に対する高裁決定（東京高決平成20年9月12日金判1301号28頁。以下「本決定」という）と本判決とでは、会社側の公開買付価格及び取得価格の評価について違いが生じている。そのため、「公正な価格」と「適正価値移転義務」の内容が同一ではないのではないかという疑問が生じる。そして、平成26年会社法改正（法律第90号）により特別支配株

主の株式等売渡請求（以下「売渡請求」という）が新設され、取締役側にとってより簡易な方法により、MBOを行うことが可能となった。しかしながら、売渡請求において、取締役は、投資家に対して、いかなる義務を負うのかについて明らかではない。

そこで、本稿では、本判決及び本決定を素材として、①「公正価値移転義務」及び「公正な価格」の関係、並びに②「適正情報開示義務」の要否について、取締役の行為規範の明確化という観点から検討することによって、MBOの局面における取締役の投資家に対する義務についての解釈上の手掛かりを得ることを試みる。また、③売渡請求を用いたMBOにおける取締役の行為規範についても併せて検討することとする。

<sup>1)</sup> レックス事件（東京地決平成19・12・19判タ1268号272頁、東京高決平成20・9・12金判1301号28頁、最決平成21・5・29金判1326号35頁）、サンスター事件（大阪地決平成20・9・11金判1326号27頁、大阪高決平成21・9・1判タ1316号219頁）、サイバード事件（東京地決平成21・9・18金判1329号45頁、東京高決平成22・10・27資料版商事322号174頁）、CCC事件（大阪地決平成24・4・13金判1391号52頁）、セレブリックス事件（東京地決平成25・9・17日金判1427号54頁）、エース交易事件（東京地決平成25・11・6日金判1431号52頁）等

<sup>2)</sup> MBOの局面において取締役に対して会社法429条1項に基づく損害賠償請求がなされた事案は、本稿で検討するレックス事件とシャルレ事件（東京地判平成23・7・7金法1933号118頁、東京高判平成23・12・21判タ1372号198頁）のみである。

<sup>3)</sup> 田中亘ほか「座談会 レックスHD事件高裁判決の意義と実務への影響（上）」『ビジネス法務』13

巻12号、2013年、44頁（田中亘発言）は、抽象的に取締役が何を指すべきかという規範を考えたときには、レックスHD価格決定事件における最高裁決定の田原補足意見と似たようなことを考えたのではないかと指摘する。

## 2. MBOの概要とレックス事件

### (1) MBOの概要

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う<sup>1)</sup>。わが国におけるMBOは、現在の経営者以外の投資ファンド等の出資者が、個々の案件に応じて様々な形で関与するなど、その形態は一様ではない。

MBOには、①所有と経営の分離に伴うエージェンシー問題の解決、②長期的視野に立った事業改革の実行、③株主構成が変更されることによる柔軟な経営戦略の実現<sup>2)</sup> 及び④上場コストの削減<sup>3)</sup> などのメリットがあるとされている。

他方で、MBOには、①企業価値の向上を通じて、株主の利益の代表となるべき取締役が自社株式を取得することから、構造的な利益相反が生じること、②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いることから、株式の買付側である取締役と、売却側である株主との間に、大きな情報の非対称性が存在することなど<sup>4)</sup> の問題点が指摘されている。

わが国における上場会社のMBOは、第1段階として、取締役等経営者らが自社株式を公開買付（TOB）によって、株主総会の特別決議に必要な議決権数まで取得し、第2段階として、会社法（平成17年7月26日法律第86号）において新設された全部取得条項付種類株式（171条1項）を用いて、強制的に株式取得を行うという二段階の手続きを踏んで行われている。上場会社がMBOを行うと、少数派株主である投資家が上場会社からキャッシュアウト（Cash-out）され、経営陣が自社株式を全部取得し、非公開化（ゴーイング・プライベート：Going Private）されることとなる。

全部取得条項付種類株式を用いた、MBO自体には反対ではないが、公開買付価格や取得価格に不満の投資家には、会社に対する価格決定の申立や、取締役の対第三者責任の追及という救済手段がある。近時の学説は、株式買取請求権における「公正

な価格」の算定方法につき、公正な組織再編条件を客観的に算定することが困難なため、①組織再編が独立当事者間の場合や、価格の形成過程が公正である場合には、当事者間の交渉の結果を尊重し、②価格の形成過程が不公正と審査された場合には、裁判所が自ら取得価格を決定すべき<sup>5)</sup> としている。そして、株式買取請求権の枠組みは、価格決定の場合にも妥当するとされている<sup>6)</sup>。

### (2) レックス事件

#### (a) 事案の概要

ジャスダック市場において上場していたA社（株式会社レックス・ホールディングス）は、全部取得条項付種類株式を用いたMBO（以下「本件MBO」という）を行うことを公表する以前の平成18年8月21日、特別損失の発生を公表するとともに、同年12月期の連結業績予想の下方修正を発表した（以下「8月プレス・リリース」という。表1. 連結業績予想表参照）。それにより、A社株式（以下「A株」という）の市場価格は、一時、8月プレス・リリース公表前の半分以下にまで下落した（表2. A株株価の推移参照）。また、8月プレス・リリースにおいては、本件MBOの実施が予定されていたが、その旨が公表されなかった。そのため、A社経営陣が、本件MBOにおける公開買付価格及び取得価格を低廉にするため、株価操作をしたのではないかという疑いが生じた。

表1. 連結業績予想表（億円）

公表日	名称	売上高	経常利益	当期利益
H17.8.19	公表計画1	2015	105	45
H18.2.17	公表計画2	1900	105	45
<u>H18.5.24</u>	<u>5月PR</u>	<u>1900</u>	<u>105</u>	<u>45</u>
	新経営計画	1833		43
<u>H18.8.21</u>	<u>8月PR</u>	<u>1700</u>	<u>64</u>	<u>0</u>
H18.11.10	11月PR	1680	44	-8
	実績値	<u>1618</u>	<u>-23</u>	<u>-90</u>

表2. A株株価の推移

年月日	価格	参照
H18.8.18	31万4000円	
H18.8.21	30万4000円	8月PR
H18.8.22	25万4000円	
H18.9.26	14万4000円	
H18.11.10	21万9000円	本件公開買付けPR
	23万000円	本件公開買付け価格
H18.10.10以降	21万1000円～ 22万9000円	

また、A社は、本件MBOに際して、株価算定機関Bより、①A株についての「株主価値評価算定書」（以下「B評価書」という。表3. B評価書参照）、及び②23万円というTOB価格（以下「本件公開買付け価格」という）は、諸条件を考慮するとA社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」（以下「B意見書」という）の提出を受けた。

表3. B評価書

評価方法	評価額
市場株価法	19万3000円～20万7000円
類似会社比準法	16万3000円～18万9000円
DCF算	19万3000円

### (b) 本決定

本決定は、価格決定における公正な価格とは、取得日における株式の①客観的価値に、②株価の上昇に対する期待を加えた額である旨を判示した。本決定は、8月プレス・リリースにつき、意図的な株価操作がなされたことまでは認定しなかったものの、特別損失の計上及び業績予想の下方修正に説明不足があったことから、市場において、実態よりも悲観的な受け取られ方をされるおそれが大きかったとして、①株式の客観的価値を独自に算定した。また、本決定は、②株価の上昇に対する期待につき、Y社が取得していた事業計画や株価算定評価書が裁判所に提出されなかったことを踏まえ、他のMBOの事案を参考に、①株式の客観的価値の20%と

した。そして、本決定は、公正な価格は33万6966円（①28万0805円+②5万6161円）とする決定を下した。なお、最高裁（最決平成21年5月29日金判1326号35頁）において、田原補足意見は、「公正な価格」は、①MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値（以下「ナカセバ価格」という）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なるべき部分（以下「プレミアム部分」という）とを合算して算定すべき旨を述べている。

### (c) 本判決

A社の株主であったXらが、A株1株の適正な取得価格33万6966円と、実際の取得価格である23万円の差額、10万6966円の損害が生じたとして、A社の取締役であった者に対し、会社法429条1項に基づく損害賠償請求を求めたのが、本判決である。

本判決の原審は、主に、取締役がMBOにおける利益相反を解消したか否かという観点から検討し、結果として、取締役の義務違反を否定している。

他方、本判決は、MBOにおいて取締役が負う義務として、Xらが主張する価格最大化義務は認められないとする一方で、①公正価値移転義務及び②適正情報開示義務を負うことを認めつつ、Xらの控訴を棄却している。

本判決は、BとA社の旧経営陣の間の中立性、B評価書が採用した算定方法及びプレミアム、並びにB意見書等を参照し、B評価書は、不合理とまではいえない<sup>7)</sup>として、本件公開買付け価格でのA株の取得につき、公正価値移転義務の違反を否定している。

他方、本判決は、A社取締役会の本件MBOへの賛同意見表明時に、本件MBOの検討作業が、8月プレス・リリース前から行われていたという情報（以下「本件情報」という）及び株価操作の疑いを払拭する情報を開示しなかったこと、並びにB評価書及びB意見書を開示しなかったことが、適正情報開示義務違反に当たる旨を判示した<sup>8)</sup>。しかしながら、本判決は、本件公開買付けが成立した場合、Xらは本件公開買付け価格より高い対価を取得できず、他方で、本件公開買付けが成立しない場合も、同様に、Xらは本件公開買付け価格より高い対価を取得できず、Xらに損害が発生していないとした。

<sup>1)</sup> 企業価値研究会、「企業価値報告書2006」45

頁

([http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/pdf/houkoku06.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/houkoku06.pdf))

<sup>2)</sup> 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」3 頁 (以下「MBO 報告書」という)

([http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/pdf/MBOhoukou2.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/MBOhoukou2.pdf))

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」3 頁 (以下「MBO 指針」という)

([http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/pdf/MBOshishin2.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/MBOshishin2.pdf))

<sup>3)</sup> 水野信次＝西本強『ゴーイング・プライベート (非公開化) のすべて』, 商事法務, 2010 年, 7 頁<sup>4)</sup> MBO 報告書 4 頁, MBO 指針 3 頁

<sup>5)</sup> 田中亘「組織再編と対価柔軟化」『法学教室』304 号, 2006 年, 79 頁、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎ほか編・江頭先生還暦記念『企業法の理論 上巻』, 商事法務, 2007 年, 288 頁、松中学「組織再編における株式買取請求権と公正な価格」『法学教室』362 号, 2010 年, 37 頁

<sup>6)</sup> 山下友信編『会社法コンメンタール 4－株式 (2)』, 商事法務, 2009 年, 109 頁 (山下友信執筆)、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討 [中]」『商事法務』1876 号, 2009 年, 4 頁、弥永真生「反対株主の株式買取請求と全部取得条項付種類株式の取得価格決定 [上]」『商事法務』1921 号, 2011 年, 6 頁

<sup>7)</sup> 本判決は、X 側の B 評価書における DCF 法の評価は、新経営計画 2. 5 年を前提としていて、新経営計画 4. 5 年が採用されておらず、恣意的で不当であるとの主張に対し、B 評価書が新経営計画 4. 5 年の実現可能性が低いことを理由に、これを採用しなかったことが恣意的で不当であるとは認められないとしている。

<sup>8)</sup> 大塚和成＝西岡祐介「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」『金融法務事情』1992 号, 2014 年, 22 頁は、現在の実務においても、MBO がいつから具体的に検討され始めたかは開示が求められており、下方修正が行われた場合、それが MBO の検討中であったのかが明らかになるようになっているとする。

### 3. 検討

#### (1) 「公正価値移転義務」及び「公正な価格」の関係 (a) 「公正価値移転義務」の内容及び判断手法

本判決は、MBO において、株主は、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き、共同の利益を有し、取締役は、善管注意義務の一環として、MBO に際し、公正価値移転義務を負う旨を判示している。

本判決の「公正価値移転義務」は、株主に対し、①ナカリセバ価格に、②プレミア部分を付した企業価値の移転を求めるものであり、本決定及びその上告審における「公正な価格」と同様の内容であると学説上評価されている<sup>1)</sup>。

では、「公正価値移転義務」の内容は、価格決定における「公正な価格」と同内容で、取締役が株主に対し公正な企業価値の分配を行う義務と解すべきか。そもそも、株主総会決議の取消事由該当性の判断においてではあるが、上場会社の MBO において、少数派株主を締め出すこと自体は、制度上認められていて、典型的に「著しく不当な決議」に当たらないとされており、その価格の公正性のみが問題とされている<sup>2)</sup>。そのため、上場会社の MBO においては、制度上、少数派株主を金銭で締め出すこと自体は許容されており、価格の公正性のみが問題とされていることから、取締役に対し、公開買付価格及び取得価格に着目した義務を課すことは、株主総会決議取消事由該当性の議論と整合しているといえる。そして、本判決の原審のように、取締役の義務内容を利益相反を解消したか否かという観点から捉えることは、締め出される株主に対し適正な企業価値の分配がなされているかという観点の検討が疎かになり、上場会社の MBO における少数派株主の保護の本質を見誤ることになる。また、「公正価値移転義務」と「公正な価格」の内容及び判断手法が異なるとすると、価格決定において敗訴した株主が第 2 ラウンドして損害賠償請求訴訟を提起することも考えられる。そのようなことは、紛争の蒸し返しとも評価できる。さらに、公正価値移転義務の内容と公正な価格の内容を同一に理解することによって、MBO において、取締役は、最低限、公正価値移転義務を履行すればよいことになり、MBO における取締役の行為規範が明確化されることとなります。したがって、「公正価値移転義務」の内容は、価格決定における「公正な価格」と同一の内容と解

すべきである。

本判決が、「公正価値移転義務」違反の有無の判断に際して、価格の公正さのみに着目する基準を採用したのか、それとも価格の形成過程（透明性確保の手段）にも着目した基準を採用したのかについては、本判決において価格の形成過程に対する言及が乏しいことから、明らかではない<sup>3)</sup>。もっとも、レックス事件は、MBO報告書及びMBO指針の公表前で、第三者委員会の設置など公正さを確保する具体的手続が浸透していなかった初期のMBOの事案<sup>4)</sup>である。そのため、判旨に記載がないことから、直ちに、裁判所が価格の公正さのみに着目した基準を採用したとはいえない<sup>5) 6)</sup>。

「公正価値移転義務」の義務違反の有無につき、価格の公正のみならず、価格の形成過程をも考慮するという判断枠組みを採用すべきか。この点、裁判所は、価格の形成過程という手続的な側面について十分な審査能力を有している<sup>7)</sup>。そのため、公正価値移転義務違反の有無の判断に際して、価格の形成過程に着目することは、裁判所の判断も容易になるという利点がある。また、公正価値移転義務違反の有無の判断に際して、価格の公正のみならず価格の形成過程にも着目して判断することは、価格決定における「公正な価格」と損害賠償請求における「公正価値移転義務」の判断について同じ枠組みで判断することが可能となり、取締役が採るべき措置が明確になるという利点もある。

よって、「公正価値移転義務」の内容は、取締役が株主に対し、「公正な価格」と同内容の適正な企業価値の分配を求めるものであって、その義務違反の有無の判断に際しては、価格決定と同様に、価格の公正のみならず、価格の形成過程をも考慮すべきである。

#### (b) 価格決定と損害賠償請求の差異

前述のとおり、「公正価値移転義務」の内容は、取締役が株主に対し「公正な価格」と同一の公正な企業価値の分配を求めるものであり、その義務違反の有無の判断は、価格決定におけるのと同様に、価格の公正性のみならず、価格の形成過程までも考慮して行われるべきである。そのため、「公正価値移転義務」と「公正な価格」の内容とは、同一となる。それにもかかわらず、本決定と本判決とでは、同一の事案にもかかわらず、公開買付価格及び取得価格の評価が異なっている。本決定と本判決の取得価格

の評価に対する差異は、損害賠償請求における「公正価値移転義務」と価格決定における「公正な価格」の内容及び判断手法が異なることを示しているのか。

この点本決定の事案においては、Xらが、A社を承継したY社側に対して、再三にわたり事業計画と株価評価書を提出するように求めたにもかかわらず、Y社側がこれを拒否している。他方、本判決の事案においては、Y社側より、B意見書及びB評価書が提出されている。本決定と本判決とでは、Y社側の訴訟戦略の違いによって、取得価格に対する評価の差異が生じているといえる<sup>8)</sup>。したがって、本決定と本判決の取得価格の評価に対する差異は、「公正価値移転義務」と「公正な価格」の内容が異なることを意味しない。

そもそも、価格決定においては、「公正な価格」か否かが問題となるのに対し、損害賠償請求においては、「公正価値移転義務」違反のみならず悪意又は重過失という主観的要件が要求されている。そのため、損害賠償請求は、価格決定に比して要件が厳しいといえる<sup>9)</sup>。その点を捉えて、取締役の善管注意義務は過失責任であり、取締役に過剰な責任リスクを課さないために、当時の経済社会状況に照らして取締役に期待される行為をしていれば免責される点で、裁量の幅が認められるとする見解もある<sup>10)</sup>。以上のように、損害賠償請求と価格決定は、要件に差異があるため、結論に違いが生じ得る可能性がある。また、損害賠償請求と価格決定とでは、損害賠償請求の方がより要件が厳しいため、価格決定で敗訴後に、紛争の蒸し返しとなるような損害賠償請求が提起されることは稀であろうと考えられる。そのため、取締役としては、MBOにおける手続の透明性を確保し、価格決定における「公正な価格」といえるような公開買付価格や取得価格を設定すれば、取締役としての義務を果たしたことになる。また、MBOに際して、公開買付価格や取得価格に不満の株主は、会社法上、価格決定を申立てて救済を受けることができる。そして、価格決定を申し立てることができた株主は、より要件の緩やかな価格決定の申立てをしなかった結果として、より要件の厳しい損害賠償請求において、救済が否定されたとしてもやむを得ないといえる。

よって、「公正価値移転義務」と「公正な価格」の内容及び判断手法は、同一であるものの、取締役

の「公正価値移転義務」が問題となる損害賠償請求においては、取締役の悪意又は重過失という要件が必要とされていることから、損害賠償請求と価格決定申立てとで結論に差異が生じ得ることになる。

## (2) 適正情報開示義務の要否

本判決は、取締役は、賛同意見表明を行う場合、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い、公表すべき重要な事項を公表しなかった場合には、善管注意義務違反の問題が生じるとして、取締役の適正情報開示義務違反を認めつつ、Xらに損害が発生していない旨を判示している。

本判決によると、MBOの対象会社が取得した株価算定書など、当時の証券取引法（現在の金融商品取引法）や証券取引所の上場規則によっても開示が求められていない事項の不開示につき、適正情報開示義務違反が認められることになる。もっとも、取締役に公正価値移転義務違反が認められないと、適正情報開示義務違反が認められても、締め出された株主に損害の発生がなく、結果として、取締役は責任を負わないことになる<sup>11)</sup> <sup>12)</sup>。

本判決の適正情報開示義務に対しては、以下のような2つの批判がある。まず、問題になっている場面ごとに必要とされる情報のレベル感を区別すべであるという批判である<sup>13)</sup>。かかる批判は、レックス事件において、MBOに関する交渉の事実が市場に開示されていなかった点につき、価格決定においては、公正な価格の算定に際し問題となるが、取締役の責任追及訴訟では義務違反とまではいえるか疑問が残るとする<sup>14)</sup>。次に、本判決が適正情報開示義務違反を認めつつ、損害の発生を否定している点につき、批判がある。かかる批判は、本判決が、不公正な価格形成に結びつくような情報にのみ開示義務が課されているとするシャルレ判決<sup>15)</sup>と矛盾する<sup>16)</sup>と主張している。

そもそも、適正情報開示義務違反に基づく責任が生じるためには、適正に情報が開示されていたとすれば、株主が公開買付価格を超える対価を取得できたことの立証が必要である。もっとも、そのような立証に成功することは容易ではない<sup>17)</sup>との指摘がなされている。そのため、本判決が用いた適正情報開示義務では、取締役に公正価値移転義務違反が認められないと、締め出された株主に損害の発生がなく<sup>18)</sup>、結果として、取締役は、責任を負わない

ことになる。そのため、本判決で述べられた適正情報開示義務を公正価値移転義務から独立した義務として認めることが必要であるかにつき疑問が生じる<sup>19)</sup>。したがって、本判決が示した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という意味での適正情報開示義務は、MBOにおける取締役の義務として妥当ではない。

では、MBOの局面において、取締役に、金融商品取引法等関係法令の違反がない場合以外にも、情報開示義務を課す必要があるか。適正情報開示義務の内容がいかにかに在るべきかを明らかにするためには、適正情報開示義務の判断が公正価値移転義務の判断に内包される可能性もあることから、公正価値移転義務と適正情報開示義務の関係について検討することが必要となる。

学説上、本判決における裁判所の認定を前提とすると、公正価値移転義務と切り離して適正情報開示義務違反のみによる損害を証明することは困難であり、両義務を截然と区別すべきであるのか、立法論をも含めた検討を要するとの見解<sup>20)</sup>がある。そもそも、上場会社のMBOに際して、価格決定を申し立てる株主側が求めているのは、自己の株式の強制取得の対価である公正な価格の分配である。そして、公開買付価格や取得価格を不公正にするような行為に関する情報開示義務違反については、公正価値移転義務違反の有無の判断に際し、価格の形成過程まで考慮するアプローチを採用するのであれば、公正価値移転義務内での考慮も可能である。現に、本決定は、「公正な価格」の判断に際して、取締役の適正な情報開示がなされたかを検討している。また、適正情報開示義務は、公正価値移転義務の判断に内包されると解することで、MBOが成功して公正価値移転義務が問題となった本判決とMBOが失敗し、公正価値移転義務が問題とならず、情報開示義務違反のみが問題となったシャルレ事件の高裁判決の判断枠組みの区別もできる。そして、MBOにおいて取締役が負う義務を公正価値移転義務のみとすることによって、公正価値移転義務と公正な価格の判断が同一となり、取締役の行為規範を明確化することができる。

よって、学説の示唆する通り、MBOの局面における取締役の情報開示の適正性については、基本的には公正価値移転義務の判断に内包され、独立の

義務として観念する必要はないと解する。

### (3) 売渡請求における取締役の義務

改正会社法において設けられた売渡請求は、総株式の10分の9以上（定款でこれを上回る割合を定めた場合は、当該割合以上をいう）を保有する株主（以下「特別支配株主」という）が、株主総会の決議を経ずに、他の株主等（株主だけではなく、新株予約権者、新株予約権付社債権者を含む。以下「売渡株主」というに保有株式等の全ての売渡しを請求することを可能にした（179条1項～3項）。

売渡請求は、株主総会決議を不要とすることによって、キャッシュ・アウトの迅速化を促すものがある。また、売渡請求には、全部取得条項付種類株式を用いた手続と比べて、新株予約権者に対しても売渡請求が可能であるというメリットもある。上場会社のMBOにおいて、売渡請求は、第1段階の対象会社株式の公開買付で、90%以上の議決権を取得した場合に、第2段階での全部取得条項付種類株式を用いた残存株主の縮出しの代わりに用いられることになる。

上場会社における売渡請求を用いたMBOは、①公開買付による総株式の10分の9以上の株式の取得、②特別支配株主による対象会社に対する売渡請求の意向及び179条の2の規定事項の通知（179条の3、179条の2）、③通知を受領した対象会社による売渡請求の承認（179条の3）<sup>21)</sup>、④対象会社による売渡株主等に対する通知または公告（179条の4）及び事前備置き（179条の5）、⑤特別支配株主による売渡株式等の全部取得及び事後備置き（179条の10）という手続を経て行われることになる。

③通知を受領した対象会社による売渡請求の承認に際して、対象会社の取締役会は、売渡株主の利益に配慮し、その適正性等を判断することが期待されている<sup>22)</sup>。学説上、取締役会の承認に関する179条の3は、立法趣旨からも、条文の読み方からも、会社の利益だけではなく、売渡請求の対象になる少数株主の利益を考慮する義務が取締役に課されており、本判決における公正価値移転義務のようなものを、いわば明文で定めたと解されている<sup>23)</sup>。もっとも、条文の構造から、直ちに、取締役に公正価値移転義務が課されているとは読めない。

また、売渡請求の対象会社において、特別支配株主は、対象会社の株式を10分の9以上保有してお

り、対象会社の取締役の地位は特別支配株主の意向に完全に依存していることから、取締役は何を期待することができるのかという問題点が指摘されている<sup>24)</sup>。売渡請求の承認の段階においては、取締役は、特別支配株主の意向に反して売渡株主の利益保護を図ろうとしても、株主総会において、解任されるだけなので、売渡請求の承認の段階において、公正価値移転義務を課しても実効性がないようにも思われる。

そもそも、MBOは、前述のとおり、第1段階の公開買付と第2段階の残存株主の縮出手続から成り立っている。そして、MBO手続を一体として捉えるべきであって、第1段階と第2段階とを区別すべきではない<sup>25)</sup>。MBOは、少数派の株主を会社から締め出すべく、第1段階と第2段階の手続が連続して行われており、両段階は一体的に捉えるべきである。そのため、公正価値移転義務は、MBOの第1段階である対象会社の公開買付の開始前においても、取締役に対し課されていると解される。そして、取締役に対する公正価値移転義務は、MBOの第1段階で既に課されていると解することで、特別支配株主が出現する前に、取締役は、「公正な価格」とされるであろう公開買付価格や取得価格を設定でき、公正価値移転義務を課することの実効性を確保することができる。以上のことを前提とすると、改正会社法179条の3は、上場会社のMBOの場合において、MBOの第1段階である対象会社株式の公開買付の段階においても、会社から締め出されることになるであろう株主の利益保護を当然の前提として、とりわけ、③対象会社の承認における取締役の公正価値移転義務を定めた規定であると解する。また、全部取得条項付種類株式を用いたか、売渡請求を用いたかによって、取締役の行為規範が変化することは、取締役の行為規範の明確化という観点からは好ましくない。

よって、売渡制度を用いたMBOにおいても、取締役は、公正価値移転義務を負っていると解する。

1) 田中亘ほか「座談会 レックスHD事件高裁判決の意義と実務への影響（上）」『ビジネス法務』13巻12号、2013年、44頁（田中亘発言）

2) 江頭憲治郎『株式会社法〔第5版〕』、有斐閣、2014年、159頁（注36）参照

3) 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、2014年、9頁は、交渉過程に着目するアプローチと買収価格の公正さに着目するアプローチのいずれでも差異はないとする。

4) 武田典浩「MBOにおける取締役の善管注意義務の内容」『法学新報』118巻11・12号、2012年、181頁は、A社の利益相反解消措置につき、証取法改正以前の平成18年の状況を踏まえれば、遜色ない措置であったといえるとする。

5) 田中亘ほか「座談会 レックスHD事件高裁判決の意義と実務への影響（下）」『ビジネス法務』14巻1号、2014年、56頁（田中亘発言）は、本判決では交渉過程において見るべきものがなかったから、交渉過程に言及がされていないにすぎないとする。

6) 飯田・前掲（注2）10頁は、本判決は、MBOにおける義務の内容として、株式買取請求権における議論にそるえるような考え方を採用したものであると位置付けることができるとする。

7) 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、2013年、51頁は、裁判所が価格の適正さについて十分に判断できるとは容易には考えがたく、そのため価格に着目した判断基準では、価格に関して一応の説明さえつけば義務違反とならないという緩やかなものにならざるを得ず、取引の過程により注目した基準の方が望ましいとする。

8) 川島いづみ「MBOに当たっての取締役の善管注意義務（公正な企業価値の移転を図るべき義務と情報開示を適正に行うべき義務）」『判例時報』2214号、2014年、166頁は、本判決と本決定とが異なる判断を示すことになったのは、非訟事件と損害賠償請求事件の違いに加えて、別訴では提出されなかった評価書と意見書が証拠で提出されたことによる差が大きいとする。

9) 江頭憲治郎ほか「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』11巻6号、2011年、28頁（江頭憲治郎発言）は、構造的利益相反型M&Aに関する取締役の行動規範を論ずる際の「規範」には、法的に問題がある場合にも、裁判所に対し株式買取請求等を行えばもう少し高い価格がつくというレベル、差止めを請求すれば認められるのではないかというレベル、取締役が個人として損害賠償責任が問われるというレベルがあるとする。また、清水建成「レックス・ホールディングス損害賠償請求訴訟東京地裁判決」『判例タイムズ』1370

号、2012年、37頁は、既存株主の救済は、原則として株式価格決定申立事件においてなされ、取締役の善管注意義務違反による第三者に対する責任の追及は、あくまでも補完的な位置づけとすべきであろうとする。

10) 田中・前掲（注1）、44頁（田中亘発言）

11) 川島・前掲（注8）166頁

12) なお、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』1437号、2012年、99頁、伊勢田道仁「MBOに関して取締役の損害賠償責任が否定された事案」『法と政治』63巻3号、2012年、615頁、白井・前掲（注7）51頁は、MBOを行う取締役側に、当該MBOの取引の公正性や価格決定プロセスの公正さについての証明責任を負わせるべきとする。これに対し、山本為三郎「レックス・ホールディングス損害賠償事件控訴審判決」『金融・商事判例』1434号、2014年、7頁は、MBO取引や価格の公正性が証明されなかったからといっても、それによって公正価格あるいは少数株主の損害が証明されるわけではなく、公開買付届出書や適時開示などの情報開示の問題であるとする。

13) 田中・前掲（注6）59頁（田中亘発言）は、必要とされる情報開示のレベルにはいくつかの段階があり、ベストプラクティスとして開示したほうがよい情報、それから価格決定手続において、その情報を開示していれば実際の取引価格が裁判所により「公正な価格」として認められるやすくなる情報、取締役の責任が問われるケースで、それを開示しなければ情報開示義務違反と認められるような情報の3つの段階があるとする。

14) 田中・前掲（注6）60頁（田中亘発言）

15) 東京高判平成23・12・21判タ1372号198頁。なお、同判決の評釈として、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、32頁、原審の評釈として、萬澤陽子「MBOにおける対象会社および取締役の責任」『ジュリスト』1449号、2013年、112頁参照

16) 田中・前掲（注6）61頁（田中亘発言）。これに対し、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〔下〕」『商事法務』2023号、2014年、19頁は、本件情報という重要な事実を開示する義務を認めた本判決の結論は支持してよいとする。

17) 白井・前掲（注7）52頁

18) 友好的企業買収における取締役の義務違反に基づ

く損害額の算定の困難性を指摘するものとして、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』商事法務、2013年、509～511頁

<sup>19)</sup> 山本・前掲（注12）7頁は、損害賠償事件において、別件決定の認定した33万円余を基礎としてXらの損害を認定するには、通常の損害賠償理論を越えた特別な理由付けを要するとする。

<sup>20)</sup> 山本・前掲（注19）6頁

<sup>21)</sup> 対象会社が取締役会設置会社である場合には、取締役会決議で承認をするか否かの決定をすることになる（179条の3第3項）。

<sup>22)</sup> 岩原伸作「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説〔IV〕」『商事法務』1978号、2012年、43頁

<sup>23)</sup> 岩原伸作ほか「座談会 改正会社法の意義と今後の課題〔下〕」『商事法務』2042号、2014年、13頁（岩原伸作発言）

<sup>24)</sup> 中東正文「キャッシュ・アウト」『法学教室』402号、2014年、27頁

<sup>25)</sup> 森本滋「MBOにおける取締役の公正価値移転義務と株主に対する責任」『私法判例リマックス』49号、2014年、93頁

#### 4. おわりに

本判決は、取締役は、MBOに際し、公正価値移転義務及び適正情報開示義務を負うと判示している。本稿における検討によると、公正価値移転義務の内容及び判断方法は、価格決定における「公正な価格」と、同一となる。もっとも、MBOにおいて、「公正な価格」か否かを争う価格決定と「公正価値移転義務」違反の有無を争う損害賠償請求とでは、損害賠償請求に際して、価格決定において必要とされていない悪意又は重過失という要件が必要とされるため、結論に差異が生じ得ることになる。そして、本判決が示した適正情報開示義務は、公正価値移転義務の判断に内包され、独立した義務として観念する必要がなくなる。さらに、売渡制度を用いたMBOにおいても、取締役は、売渡株主に対し、公正価値移転義務を負うことになる。したがって、MBOにおける取締役の投資家に対する義務は、行為規範の明確化という観点から、全部取得条項付種類株式を用いたMBOか売渡請求を用いたMBOかを問わず、価格決定における「公正な価格」と内容及び判断方法が同一の公正価値移転義務ということになる。

そもそも、価格決定における「公正な価格」は、

株式買取請求権における「公正な価格」に関する議論を借用している。そのため、「公正価値移転義務」は、株式買取請求が認められているキャッシュ・アウト（株式併合（182条の4）、交付金合併（800条）及び交付金株式交換（800条））における取締役の行為規範としても機能するのではないかとの疑問が生じる。また、本判決に対しては、投資家側より上告受理申立てがなされており、最高裁の判断も待たれるところである。「公正価値移転義務」の射程及び最高裁の判断を考慮した、取締役の行為規制については、今後の研究課題としたい。

以上