

判例研究

**MBO 実施に際し、取締役が
会社に対して負う善管注意義務**
神戸地裁平成26年10月16日判決
金融・商事判例1456号15頁

鈴木 美 華

I 神戸地裁平成26年10月16日判決（以下「本判決」）の事案の概要

1 株式会社甲（以下「甲社」）の取締役らがマネジメント・バイアウトを実施するに際して、取締役らの善管注意義務違反および忠実義務違反となる行為の結果、甲社が損害（費用支出及び信用失墜にかかる5億円）を被ったとして、甲社の株主である X が、甲社の創業者 A の長男であり同社の取締役兼代表執行役社長であった Y1、Y1の母であり取締役であった Y2、及び社外取締役ら Y3～Y5 に対して、株主代表訴訟（会社法847条）により損害賠償（会社法423条）を求めた訴訟であり、事案の概要は以下のとおりである。

2 甲社では、一般の主婦などが代理店または特約店として販売網を形成し、下着の試着販売を行ってきたが、時代の変化とともにその販売形態が社会情勢にそぐわないものとなり、売上げの減少が続き、経営改革の必要に迫られた。そこで、平成20年当時、甲社は大阪証券取引所第2部にその株式を上場していたが、Y1、Y2ら創業者一族の株主及び投資ファンドの傘下法人が甲社を支配する体制及び非上場化を企図し、そのために必要な公開買付の実施を含むマネジメント・バイアウト（以下「本件 MBO」）を計画した。

3 甲社では本件 MBO の推進に向け、担当執行役 B らがプロジェクト

チームを結成して検討を行い、また著名な会計事務所である KPMG に甲社の株価算定を依頼していたところ、Y1 は、本件 MBO を頓挫させないためには、自らの主導の下、甲社の利益計画や KPMG による株価算定方法を操作することによって株価算定結果を投資ファンドの思惑に近づけるほかないとして、本件 MBO の担当執行者 B に多数のメールを送信し、KPMG の株価算定方法につき種々の指示を行った。

4 また、甲社では本件 MBO に関する法律意見書を C 法律事務所に依頼していたが、法律意見書ドラフトにおいて取締役らが一般株主の為に公開買付者と交渉する義務を尽くしたと判断されない可能性や、善管注意義務違反及び忠実義務違反に問われる可能性が指摘されたため、その正本の作成を不要として受領しなかった。

5 最終的に公開買付価格は1株につき800円とされ、平成20年9月19日、創業者一族及び投資ファンドの傘下法人が甲社株式の公開買付（以下「本件公開買付」）を実施する旨が公表され、また、甲社は、同日、これに賛同する旨の意見を表明した。この賛同意見表明のプレスリリースには、Y1 が取締役会の審議・議決に特別利害関係人として参加していない事実等のほか、法的論点に関する説明を C 法律事務所から受けている旨の記載があった。

6 平成20年10月16日以後、甲社の本件公開買付価格の算定手続きに違法または不公正な点があった旨の内部通報が大阪証券取引所等に寄せられたため、甲社は第三者委員会を設置した。第三者委員会からは、意思決定過程の透明性・公正性に問題があり、本件 MBO において取締役らの利益相反行為があったという合理的な疑念を払拭できない旨の調査報告がなされた。また、甲社は、KPMG とは別の外部の第三者機関で甲社株式の株価算定を行ったうえ、大阪証券取引所への改善報告書を提出した。

7 平成20年12月2日、甲社は本件公開買付には賛同できない旨の意見を表明するとともに、Y1 を同社代表執行役から解任した。なお、Y2 については同月31日、取締役を辞任している。最終的に本件公開買付は不成立となり、本件 MBO は頓挫した。

II 本判決の要旨

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、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し、MBOが企業の価値の維持・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うえ、その実施に当たって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、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」（「MBO完遂尽力義務」）を負う。

2 (1) 取締役は、この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」（「MBOの合理性確保義務」）を負うほか、MBOの実施にあたっては、「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」）を負っていると解すべきである。この義務の水準は、本件では通常期待される程度の配慮義務を尽くすことである。

(2) Y1について、「MBOの合理性確保義務」に違反する事実は認められないが、平成20年8月～同年9月にかけて、Y1が本件MBOの担当執行役員Bにメールで指示した事項にかんがみると、あからさまに本件公開買付価格の形成に影響を及ぼそうとしたものであって、このような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、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って、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ったといわざるを得ない。Y1の対応は、「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。

また、Y2も、上記のようなY1の対応を認識していたと推認され、同様の注意義務に違反する。

3 社外取締役らは、甲社の取締役として、本件公開買付価格の前提となる価格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」）を負うほか、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に、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、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おり、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」）をも負っていたものというべきである。

しかし、社外取締役に「手続的公正性監視義務」違反の事実があるとは認められず、また、本件公開買付価格決定プロセスに対して不当な介入を行ったものとも認められない。加えて、「株価決定の公正さ配慮義務」に違反したとは認められない。

4 (1) 取締役は、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（「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、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、とりわけ、利益相反を回避する措置に関する

る記載について虚偽の事実を公表したり、あるいは公表すべき重要な事項等を公表しない場合には、上記善管注意義務違反の問題が生じる。

(2) 甲社の取締役会が、著名な専門のC法律事務所の説明を受け、そのアドバイスや法的意見に依拠ないしは少なくともこれを参考にして、平成20年9月19日賛同意見表明に至ったものではないにもかかわらず、これに依拠ないしは参考にしてその旨の意見表明に至ったような記載をしていることは、同記載を閲読する一般の株主に対して、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。被告らが賛同意見表明のプレスリリースに、本件MBOの法的論点に関する説明を上記法律事務所から受けている旨記載したことは、情報開示義務に違反する。

5 以上の注意義務違反を踏まえ、Y1、Y2は手続的公正性配慮義務違反と相当因果関係のある損害(1億9706万9421円)について責任を負うが、他方、被告らの情報開示義務違反と損害の間には相当因果関係が認められない。

Ⅲ 本判決の検討

1 はじめに

株式会社においては、会社の所有者(株主)と経営者(取締役等)が分離していることが理念型であり、経営者(取締役等)は、株主に対して直接に義務を負うものではなく、会社に対する関係で善管注意義務(会社法330条、民法644条)、忠実義務(会社法355条)を負っている。但し、取締役の善管注意義務の履行の判断基準においては、株式会社が対外的経済活動によって利益を得て、得た利益を構成員たる株主に分配するとの「営利性」を有することから、株主の利益の最大化が原則とされている¹⁾。そして、取締役が善管注意義務、忠実義務に違反し、その結果、会社に損害を生じさせた場合には、取締

1) 江頭憲治郎『株式会社法〔第6版〕』(有斐閣 2015年)22~25頁。

役は会社に対して損害賠償責任を負うことになる（会社法423条）。

本判決は、甲社の取締役らが善管注意義務に違反して会社に損害を生じさせたものの甲社がこれを追及しないとして、甲社の株主が株主代表訴訟（会社法847条）により取締役に対する損害賠償（会社法423条）を求めた事件の判決である。

本判決で問題となっている「MBO」とは Management Buyout（マネジメント・バイアウト）の略であり、会社経営者が自己の経営する会社や事業部門を自ら買収することを意味する。²⁾ MBOにおいては、株主利益の最大化を図るべき地位にある取締役が、その株主から会社の株式を買収することになるので、取締役と株主が株式の買い手・売り手の立場となり、構造的に利益相反の関係が生じることになる。そこで、このように株主と利益相反の関係にある取締役が、MBOの実施に関して、会社に対していかなる内容の義務を負うかが問題となる。

本判決は、企図されたMBOが頓挫した場合における取締役の会社に対する善管注意義務の内容を明示し、その義務違反に基づく損害賠償責任を認めた裁判例である。

2 MBOにかかる公開買付者・会社等に対する規制

上記の通り、MBOには取締役と既存株主との間に構造的な利益相反関係が存することのほか、取締役が会社に関して豊富な情報を有しており、また会社に関する情報に容易にアクセスできる立場であるのに対し、一般の既存株主はそうではなく、取締役との間に情報の非対称性が存する。

このような問題に対処すべく、金融商品取引法では、MBO等による公開買付届出には買付価格の算定にあたって参考とした第三者の評価書、意見書等の写しの添付を求め³⁾、公正性担保措置、利益相反回避措置についての記載を求め⁴⁾るなど、情報開示の強化が図られている。さらに東京証券取引所

2) 経済産業省のMBO指針では、MBOを「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企業の株式を購入すること」と定義している。

3) 金融商品取引法27条の3第2項、公開買付府令13条1項8号。

4) 公開買付府令12条、第2号様式参照。

では、MBO 等による適時開示内容の拡充と明確化が図られており⁵⁾、日本取引所グループでは、上場会社が MBO 等に関して意見表明等⁶⁾を行う場合は、適時開示を必要かつ十分に行うことを義務付けている⁷⁾。

また、法的規制ではないが、平成19年9月、経済産業省は「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に関する指針」（「MBO 指針」）を公表し、MBO を行う上で、①企業価値の向上、②公正な手続きを通じた株主利益への配慮、を尊重すべき原則としている。この2つの原則を実現するため、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、の3種類の枠組みを明示しており、この MBO 指針は、実務に重要な影響を与えているといわれる。

これらの MBO にかかる公開買付者・会社等に対する規制や指針は、必ずしも取締役の会社に対する義務とはいえないものの、MBO 実施に際して取締役が会社に対して負う善管注意義務の内容にも関わってくるといえる。

3 MBO の実施における取締役の善管注意義務にかかる先例

MBO 等の実施に際して、取締役が会社に対して如何なる善管注意義務を負っているかが問題となった先例としてレックス・ホールディングス損害賠償請求事件⁸⁾を挙げることができる。この事件は、Y 社の取締役らが会社の業績予想を大幅に下方修正するプレス・リリースを行って Y 社の株価を下落させたうえ MBO を実施した結果、Y 社株を手放した元株主らが株の適正価格との差額に相当する損害を被ったとして、元株主らが Y 社取締役に対して会社法429条、民法709条に基づく損害賠償⁹⁾を求めたものであり、会社法423条に基づき会社に生じた損害の賠償を求める本判決とは法的構成が

5) 平成25年7月8日「MBO 等に関する適時開示内容の充実等について（東証上会第752号）」。

6) 金融商品取引法27条の10。

7) 日本取引所グループ 企業行動規範に関する規則 第12条。

8) 東京高判平成25年4月17日 判時2190号96頁。

9) 元株主らは Y 社に対しては、会社法350条に基づき損害賠償を求めている。

異なるが、会社法429条、同423条とも取締役の任務懈怠、すなわち善管注意義務違反を成立要件の1つとしていることから、取締役の善管注意義務違反の有無が争点となる点は共通する。

レックス・ホールディングス損害賠償請求事件では、MBOに際して取締役は、株主に公正な企業価値の移転を図らなければならない義務（公正価値移転義務）と、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（適正情報開示義務）を負うとしている。そのうえで裁判所は、取締役らには公正価格移転義務違反は認められないとし、また、適正情報開示義務の違反はあるとしつつも、義務違反と相当因果関係のある損害はないと判断した。この事件では、MBOが実現された場面における取締役の善管注意義務の具体的な内容として、株主への公正価格移転義務、適正情報開示義務が示されている。

4 本判決の評価

本判決で示された善管注意義務の内容は、取締役の負うMBO完遂尽力義務に由来するMBOの合理性確保義務、手続的公正性配慮義務（ないし手続的公正性監視義務）、株価決定の公正さ配慮義務、情報開示義務である。

まずMBOの合理性確保義務（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）については、取締役が会社に対して忠実義務（会社法355条）を負い、会社との利害対立状況において会社の利益を蔑ろにして私利を図らない義務を負っていること、また、会社利益の最大化を目指すべき取締役の地位からも、当然に帰結される義務内容とも解され正当である。

次に、本判決のいう情報開示義務は上記レックス・ホールディングス損害賠償請求事件で示された適正情報開示義務とほぼ同内容と解され、これを取締役の善管注意義務の一内容としたことは、上記の通りMBOにかかる金融商品取引法等の各種規制に鑑みても極めて妥当と解される。

他方、本判決はレックス・ホールディングス損害賠償請求事件で示された公正価格移転義務について直接的に言及していない。しかし、本判決では、

MBO の実施にあたっては、「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（手続的公正性配慮義務）を負うとしている。株主への公正価格移転義務を誠実に履行するためには、価格それ自体の公正さと共に手続的公正性が求められるのであり、株価決定の公正さ配慮義務や手続的公正性配慮義務は、MBO による株式譲渡が実行される前段階において、公正価格移転義務を実現するため、取締役が負っている義務ととらえることもできる。その意味では、株価決定の公正さ配慮義務や手続的公正性配慮義務は、公正価格移転義務の延長線上にある義務と解することが可能である。

取締役が何を為すべきであるか、または為さざるべきか、という善管注意義務の内容は、具体的状況によって異なることがあり得るのであり、本判決は、MBO が途中で頓挫し、成功裡に終えることができなかった場面において、その実施過程における取締役の善管注意義務の内容を具体的に示し、かかる義務違反に基づく取締役の責任を認めたところに意義があり、今後の実務上の指標としても参考になると思われる。

以 上