

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

会社法関連の近年の判例（２）—MBO・締出しと取締役の責任—

2017年1月27日（金）15:01～17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

会社法関連の近年の判例（２）—MB0・締出しと取締役の責任—

同志社大学大学院司法研究科教授

山 下 友 信

目 次

- | | |
|--|--|
| I. レックス・ホールディングス事件判決
（東京地判平成 23 年 2 月 18 日金判
1363 号 48 頁、東京高判平成 25 年 4 月
17 日金判 1420 号 20 頁）
1. 事実と判旨の概要
2. 出発点としての株主共同の利益
3. 公正価値移転義務
4. 情報提供義務
5. 価格最大化義務ないしレブロン義務 | 6. 判決の射程——株主利益配慮義務の波及
II. シャルレ事件判決（神戸地判平成 26 年
10 月 16 日金判 1456 号 15 頁、大阪高
判平成 27 年 10 月 29 日金判 1481 号 28
頁）
1. 事実と判旨の概要
2. 検討
討論 |
|--|--|

○伊藤 定刻になりましたので、1 月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、「MB0・締出しと取締役の責任」というテーマで山下先生からご報告をいただきます。よろしくお願いします。

○山下 本研究会の現在のシリーズでは、最近の判例を取り上げておりますが、本日は、MB0・締出しという大きなテーマが挙がっています。このテーマについては、一つは締出し対価決定のあり方の問題があるかと思いますが、本日は、取締役の責任の問題に絞ってご報告をさせていただきます。

この取締役の責任についても、ご存じのようにレックス・ホールディングス事件とシャルレ事件というのがあるわけですが、本日は主としてレックス・ホールディングス事件について検討させて

いただきます。この判決については、高裁の判決が出てから大分たっていますので、論じ尽くされたようなところがあるかと思いますが、その点はお勘弁いただきたいと思います。

お手元の資料は、レジюмеとレックス・ホールディングス事件の高裁判決の抜粋です。

それでは、レジюмеに沿ってお話しさせていただきます。

I. レックス・ホールディングス事件判決（東京地判平成 23 年 2 月 18 日金判 1363 号 48 頁、東京高判平成 25 年 4 月 17 日金判 1420 号 20 頁）

1. 事実と判旨の概要

当事者は、Y 1 会社（レックス社）、Y 2（創業者、代表取締役）、Y 3～Y 5（取締役）、Y 6（監査役）、Y 7（社外監査役）です。

旧レックス社が平成 18 年 8 月 21 日に業績の下方修正の情報開示をしましたところ（以下「8 月

プレスリリース」という)、30万円であった株価が翌日に25万円に下がり、9月26日には14万円まで下がっていきました。ご存じのように、この当時MB0の検討がされていたわけですし、その検討が進み、11月10日にY2と組んだAP8というファンドがつくった会社が公開買付を行うというプレスリリースがされ、同時に取締役会の賛同意見表明が公表されたということです。

11月10日にはもう一回業績の下方修正がなされて公表されていますが、この公開買付の買付価格は23万円で、その株式を取得した後は全部取得条項付種類株式を使った全部取得によるMB0を実施するということが公表されています。取締役会の賛同意見表明につきましては、Y2は不参加で、他の取締役は全員賛成しております。株価はこの時点で22万円になりました。

その後、この公開買付が進められ、12月12日までにAP8が91%の株式を取得しまして、翌年3月28日に総会で全部取得の決議がされ、4月29日に上場廃止、5月9日に全部取得の効力が発生しています。

その後レックス社は債務超過状態になっていったわけですが、平成20年に入ってやや回復の方向に向かったというようなことが認定されています。

○Xの請求・主張

XはY2に対して、会社法429条1項、民法709条による損害賠償ということで、Y2は強圧的に全部取得を実施して、株主に対する情報提供により適切な判断機会を確保することを怠ったため、善管注意義務違反があると主張しました。もう一点の主張としては、善管注意義務・忠実義務として株主の利益を最大化する義務に違反したということを行っています。

それから、Y3からY7につきましては、会社法429条1項による損害賠償請求ということで、Y2に対する監督義務違反を主張しています。

Y1会社は、旧レックス社の代表取締役Y2がこのMB0に関して不法行為をしたということで、

会社法350条による損害賠償責任を負うという主張です。

損害額としては、ご存じのような別件取得価格の決定の裁判による価格33万円と23万円との差額ということです。

○地裁判決

地裁判決は請求を棄却しました。Y2の責任について判断しているわけですが、株主共同の利益に配慮する義務をY2としては負うということから出発し、利益相反の程度は強いけれども、不十分ながらその解消措置が本件ではとられていたということ、また価格最大化の交渉義務なるものがあるかどうかは疑問である、そして公開買付につき株主共同の利益に配慮する義務に違反したようなことはないとしています。それから、8月プレスリリースについては、ジャスダック証券取引所(当時)の規則に従って適正に行われたものであると言いついて、結論としては、株主共同の利益に配慮する義務の違反はないということです。

また、Y2の義務違反がない以上は、他の被告も当然に責任なしということです。

○高裁判決

そこで原告により控訴されました。高裁判決を見ると、一審はY2についてまず義務違反があったかどうかということを論じていますが、控訴審ではY2からY7を分けずに検討をしています。まずは、MB0を行うこと自体は経営判断の問題だと言った上で、それではそれを行うに際して取締役・監査役にどういう義務があるかという話に入って、取締役・監査役は善管注意義務の一環として株主共同の利益に配慮する義務から公正価値(シナジーを反映した価値)の移転義務を負うということを行っています。ただし、そういう義務を負うけれども、被告側は取締役・監査役の義務というのは会社に対する義務であるという主張をしたわけですが、それに対して、そのことは取締役らが株主共同の利益に配慮する義務、公正価値

移転義務を負うことを排除しないということを明確に述べています。

それから、企業価値を反映した買付価格であるかどうか、公正な価値に見合うものであるかどうかということをどうやって決めるかということですが、判決は、それは本来株主の総意に委ねるべきものであるところ、本件ではその前提となる情報開示が不十分である、それから総会決議でも不十分であるというので、結局裁判所は、AMC という会社に委託した第三者評価機関による公開買付価格の決定過程を審査しまして、これは客観的に適正であるという判断をし、その結果、公正価値移転義務はないということを導いています。

情報提供義務のほうですが、MBO 指針の定めるような情報提供義務は負わないけれども、意見表明において株主が公開買付に応じるか否かの意思決定を行う上で適正な情報を開示する義務を負うのだということを言っています。それでは8月プレスリリースがそれに該当するかというと、株価操作を疑われる理由はあるけれども、実情には合致していた可能性が高く、このプレスリリース自体は、適正情報開示義務には違反しない。ところが、11月の賛同意見表明時におきましては、株価操作の疑いを払拭する情報を開示しなかったことが義務違反となり、疑いを払拭するために、具体的には第三者評価機関（AMC）の評価書を開示しなかったことが義務違反となるという判断をしています。

ただし、この義務違反はあるけれども、公開買付価格は適正であったという判断ですので、この適正情報開示義務違反と因果関係のある株主の損害はないということで請求棄却になります。

原告の主張した株価最大化義務については、株主が共同所有により把握している企業価値を超えて利益を得ることまでが取締役・監査役の善管注意義務により保護されるものではないとしています。

以上が、事実と判旨の概要です。以下、具体的に検討していきます。

2. 出発点としての株主共同の利益

以下、もっぱら高裁判決について検討したいと思います。

判決は、MBO を行うことが経営判断原則に属するということが出発点とされていますが、この判決を見る限り、それは実質的には意味のある判示としては機能していないように思いますので、この点については省略したいと思います。MBO を行うという判断自体が善管注意義務に違反するということは理論的には考えられるかもしれませんが、通常は問題となり得ず、MBO の進め方のほうが問題となるのではないかと思います。

レックス事件判決では、株主が取締役の会社法429条1項の責任を追及しているのですから、同項に関する判例法理では、取締役任職に任務懈怠があったことが責任成立の要件となるはずですが、ところが、一審以来原告が主張している任務懈怠というのは、MBO に際しての情報提供が不十分であったということと価格最大化を怠ったということであるようですから、前者はまだしも、後者は締め出される少数株主の利益を図ることを怠ったということであって、会社になんかの不利益が生じるような任務懈怠があったということは主張されていないのではないかと思います。それにもかかわらず、任務懈怠の要件が満たされるという説明をするために、判決は、株主共同の利益を図ることが取締役の任務であるとした上で、公正価値移転義務を善管注意義務から導いて、少数株主の利益を図る義務を導いています。取締役の任務は会社の利益を図ることであり、株主の利益を図ることではないという被告の主張を明確に斥けています。

アメリカ法のように取締役が会社に対してとともに株主にも信託義務を負うという法理がないことにより、会社法上の問題の解決が十分にできないという問題意識は古くからあったと思われますが、容易に認められるところではありませんでした。株式以外を対価とする組織再編やキャッシュ・アウトが解禁されたことは、支配株主の利益

と合致する取締役と少数株主の利益相反構造を明確にしたものであって、理論の変更が要請されてきたものかと思います。本判決の前後から、組織再編やキャッシュ・アウトの局面では、取締役は支配株主と少数株主との間の利害を合理的に調整することが任務であって、会社全体の利益になることによって取締役の行為を正当化できないことがあるという考え方が、学説では支配的となりつつあるのではないかと思います。そのことについては基本的には賛成すべきだろうと思いますが、それはそれで会社法の理論に大きな影響がある問題なので、これについては最後に改めて検討することとして、まずは判決の各判示について検討したいと思います。

3. 公正価値移転義務

(1) 意義

原告が主張していたのは価格最大化義務のようでありまして、判決はこれを否定し、代わりに公正価値移転義務を認めています。公正価値移転義務とは何かということになると、株主は、取締役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ということから、取締役が企業価値を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が善管注意義務違反となるとします。他方で、株主が共同所有により把握している企業価値を超えて利益を得ることまでが取締役の善管注意義務により保護されとする根拠はないとして、価格最大化義務を否定していますので、公正価値移転義務はそのような価格最大化義務を含まない義務という意義を持つのだらうと思います。言い換えれば、なぜ価格最大化義務を負うと言えないのかということが実は重要な論点ではないかと思ひまして、これについては後で検討したいと思います。

(2) 公正価値の判定

そういう前提で公正価値移転義務を見ると、判決は、何が公正価値かについては客観的な公正価値の判断が困難であるということから、本来株主の総意に委ねられるべき問題であるということから出発します。

ここでいう株主の総意なるものがいかなる意味であるかということが必ずしもはっきりしないのではないかということで、被告は、公開買付が株主の多数の賛同を得て成立したことが公正の表れと主張するようでありまして、判決もそれに答えているかのような部分もありますが、他では全部取得の株主総会決議を問題としているような部分もあります。しかし、少なくとも支配株主も議決権行使ができる全部取得の総会決議が成立することをもって公正さの保障とすることは、説明がつきません。いずれにせよ、判決は、本件では適正な情報開示がなされていなかったのであるから、株主の総意に委ねられるべき場合ではないとして、公正な価値の審査を自らしているわけです。そうだとすると、この公正価値が株主の総意に委ねられるべきであるという考え方は、学説も否定的に評価しているのではないかと思いますし、それには賛成できるのではないかと思います。ただ、株主の多数が賛同するというのが、後で見るような公正価値移転義務違反の成否を手続の公正さの審査を主眼として行うと考える場合に何か意味があるかという形では問題とはなり得るのだらうと思います。判決は問題の位置づけを少し取り違えているのではないかととも思います。

それはともかく、判決は、本件では、いまだ MBO 指針による慣行が成立していなかったことと、判決のいう適正情報開示義務違反があったということから、株主の多数の賛同があったことにより公正価値の移転がされたという推認ができないとした上で、本件公開買付価格の客観的適正さについて自ら審査します。具体的には、公開買付価格の算定をした第三者機関の評価をレビューし、不合理なところはないとし、また、8月プレスリリースという株価操作の疑いがある情報開示がされた

ことによってもその判断に変わりはないとします。このような公正価値の審査としての本判決の審査については、第三者評価機関の意見書の実質的な審査としては甘いという評価があります。白井正和先生の評釈の一節がよく引かれています、「そこで表明された義務違反の基準は、……価格に関する一応の説明さえつけば義務違反とはならないという緩やかなものであり……」（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 卷 11 号（2013 年）51 頁）という批判です。もっとも、判決の立場に立つとしますと、原告側に見るべき主張がなかったということとともに、レックス社の経営・財務状況からすれば、23 万円という公開買付価格について少なくとも事後的に見れば不合理なものではないという判断が客観的にも可能であったということかと思えます。原告の本訴提起の動機としては、価格決定の別の裁判では 33 万円が公正価格とされたことがあるように思われますが、この裁判の価格決定は、レックス社側の対応に問題があったことが大きく影響したことが指摘されているとおりでありまして、事後的救済を求める本件訴訟では、原告側が評価が不当であることの主張立証をしない場合、証拠として提出された価格算定書等だけで一見して合理性を疑わせるような事情がなければ、裁判所としては公正さの審査をすることにはおのずから限界があって、判決の結論が不当だとはなかなか言えないのではないかと思います。

（３）手続の公正さの審査

審査のあり方のところですが、本判決もいうように、本来は公正価値を客観的に評価することは容易でないということは確かにあるかと思えます。学説では、公正さの審査は直接価格を審査するのではなく、価格決定の手続の公正さの審査に主眼を置くべきであるという考え方が有力となりつつあります。

比較的新しいものとして、田中亘先生の書かれ

たものでは、価格決定の裁判における審査のあり方に関する平成 28 年 7 月 1 日の最高裁判決を紹介した上で、「責任追及事例においても、基本的にはこのような解釈が妥当するといふべきであろう。取引の内容（特に、価格）の公正さそれ自体を裁判所が審査することは一般に困難で、結果の予測も困難となりがちであり、責任追及のリスクから、取締役が買収・再編それ自体を躊躇する危険が大きい。手続の公正さの審査が形式に流れる危険には留意しなければならないが、一般に公正と認められる手続が実質的に行われたと認められる場合には、裁判所は、特段の事情がない限り、当事者間で締結された取引条件（価格）を尊重し、取締役の善管注意義務違反を否定するのが妥当であろう」（田中亘「企業買収・再編と損害賠償」法律時報 88 卷 10 号（2016 年）24 頁）と言われていいます。ただ、それについての注では、米国では手続の審査が実質的に行われているということを指摘されています。

もっとも、このような立場をとるとしても、手続の審査がどのようにされるべきかには相当の幅があると考えられます。価格決定の裁判では、公開買付価格をもって公正な取得価格とするものが多いわけですが、その判断の過程として、第三者評価機関の公開買付価格の算出過程や会社の公開買付賛同意見表明に至る過程が詳細に認定されるのであって、その過程において明らかに不合理な条件が仮定されていたりしたとすれば、株主側がその点を攻撃することにより、公正な評価とは言えなくなるとされ、価格を直接審査するのと実質はあまり変わらないこととなるかもしれません。この点は、取得価格決定の裁判に係る最高裁平成 28 年 7 月 1 日判決の判旨をどのように理解するのか、現状のキャッシュ・アウトの実務程度のことをやっていけばそれで十分とする趣旨なのか、また、その判決をどう評価するかということにもかかってくるのではないかと思います。この平成 28 年判決については、まだあまり学説の評価も明らかではないというところではないかと思

います。

4. 情報提供義務

本判決は、MBO 指針が定めるような取締役が当然に負う特別な情報提供義務はないとしながらも、取締役の善管注意義務に基づき株主が公開買付に応じるか否かの判断にとって重要な情報を開示する義務としての適正情報開示義務はあるとします。本件では、8月プレスリリースが株価操作ではないかと疑われる事情があったことから、まず同リリース自体が義務違反になるかを検討し、それは否定しましたが、11月の公開買付賛同表明に際しては、8月にそのプレスリリースの裏側でMBOの準備が進められていたことから、このプレスリリースが株価操作のために行われたのではないかと疑いを払拭する情報として具体的には第三者機関の評価書を開示しなければ株主は価格を判断し得なかったものとして、それらを開示しなかったことが適正情報開示義務に違反したものであるとしています。

本件事件は、MBO等に関するMBO指針、金融商品取引法（以下「金商法」という）の開示規制、証券取引所規則による開示規制が整備される前の事案でありまして、また、会社法上の全部取得等のキャッシュ・アウトについての事前開示規制もその後整備されましたことから、この判決の特別な情報提供義務がないという判示は、現在ではその意義を失っているのかと思います。会社法、金商法の法令上の開示規制を遵守することは取締役の任務そのものとなりますし、MBO指針や証券取引所規則による開示も法令に準ずる規範として遵守することが取締役の任務となっていると考えられます。これらに違反し情報を開示せず、あるいは不実の情報を開示することは、取締役の責任の原因となり得るのかと思います。

そうであるとしても、特別な情報提供義務がないという解釈を前提とする判決のいう適正情報開示義務については、現在においてはその意義は大きく変動しているのではないかと考えられます。

判決の適正情報開示義務について、学説は、判決が上記法令等でカバーされない情報を、取締役の会社法上の解釈論上の義務として課しているという理解して、その当否を論じているように思います。

例えば田中亘先生なども、取締役のこういう実定法等の根拠のない解釈論上の開示義務というのは、取締役に萎縮効果を及ぼす、責任リスクを高めるという問題があるということを言われています。ただ、田中先生も別の原稿では、不公正な買収価格に結びつく情報に限っては開示義務を認めるということを言われているところです。

この情報開示義務をどこまで負わせるべきかというのは大変な難問ですが、一から考えるべき視点は幾つか複合的にあるのではないかと思います。

第1に、情報格差のある当事者間での取引における情報開示という視点です。MBOでは、要は、株主は公開買付に応じて株式を売却するか否かの判断を迫られるわけですから、出発点としては、契約法の問題として情報格差のある当事者間で情報開示義務が生じるのはどのような場合かということが参考になり得るのかと思います。もっとも、ここで問題となっているのは取締役の義務ということですが、取締役も、自らMBOを行う取締役は言うに及ばず、その他の取締役も賛同意見表明という行為により公開買付を支援する行為をしているわけですから、公開買付者に準じて考えることができるのではないかと思います。

そのような視点からどのような情報開示義務が認められるのかについてですが、消費者取引でもないもので、これはそう簡単なことではないと思います。しかし、不実表示ということになれば、債権法の改正では不実表示による取消権を規定することは見送られましたが、錯誤取消事由の中に実質的には盛り込まれているように、情報提供義務よりは、不実表示という形での処理をするというのは肯定しやすい面があるかなと思います。もし不実表示は許されないという考え方に立つとすれば、ある情報を開示しないことが実質的に不実表示と言えるかどうかを検討することになります。

第2に、株主利益配慮義務を負うという判断から出発しているわけですが、そういう取締役として株主に対してどのような情報開示義務を負うかという視点です。第1の視点は、取引の両当事者の間での情報開示義務を問題とするものですが、取締役が株主利益に対して配慮する義務を負うとすれば、取締役の情報開示義務は第1の視点におけるよりも加重されたものになるということができないかが問題となります。

第3に、利益相反がある場合の情報開示という視点です。通常、利益相反取引であれば、取締役会の承認に際して重要な事項を開示することが必要となりますが、これは利益相反取引を承認するかどうかの判断権者——これは取締役ですが——に重要な情報が開示されなければ適正な判断ができないという考え方によっているかと思います。キャッシュ・アウトでは、公開買付に応じるか否かという判断を株主自身に迫るわけですから、利益相反がある取締役自身とこれに賛同する他の取締役には、株主が適正な判断をするために必要な重要な情報の開示義務が課されるべきであるということになるかと思いますが。

これらの視点のうち第2、第3の視点から考えていくと、取締役が善管注意義務・忠実義務に基づいて情報開示義務を負い、それはそれほど軽いものではないということとは否定しがたいことなのではないかと考えられます。先に述べましたように、キャッシュ・アウトにおける情報開示規制が会社法でも相当に整備されたこともこのような考え方によるものということが出来ます。したがって、現実的には、会社法等により必要な情報を超えてどこまでの情報開示が義務づけられるかという問題となりますが、通常、会社の行為については、会社法で規定された情報を開示すればそれで義務違反になることはないのに対して、キャッシュ・アウトのような利益相反がある行為においては、株主の判断にとって重要な情報の開示することが義務となるということも認められてしかるべきなのではないかと思いますが。

レックス事件判決では、当時の法規制の下で情報開示が極めて不十分なものであったという状況下で、株主が公開買付価格について適切な判断をするための情報を開示する義務があったということではないかと思います。現在では、法令等により開示が義務づけられるものではないとしても、取締役の利益相反に関して株主の判断にとって重要な情報があれば、それが開示されるべきであるということになるかと思いますが。このような観点から、現在の価格算定の実務と法令上の開示事項では何が不足しているのかということ、まずは実証的に明らかにしていく作業がされるべきではないかと思います。一般的に開示義務を負うかどうかということだけを論じて、あまり生産的ではないような気はしています。

（5）その他——取締役の立場と義務違反の判断の方法

その他の論点として、各取締役の立場と義務違反の判断の方法があるのではないかとすることで、最初に述べましたように、地裁判決は、買収する取締役Y2について、株主共同の利益を図る義務に違反したか否かを検討し、それが否定されたことから、他の取締役の監視義務違反は取り上げられるまでもないとして判断されませんでした。ところが、高裁判決は、取締役の義務を一般的に論じており、具体的な義務違反の判定についても、特に各取締役の立場に応じた検討はしていないように思います。このことをどう考えるべきか。シャルレ事件判決では、後で見ますように、買収取締役と社外取締役とを分けて検討しているところでは。

MB0を構造的な利益相反性のある行為としますと、会社法上の利益相反取引の規制の枠組みに従い規制することが考えられます。利益相反取引では、利益相反のある取締役自身は取締役会の承認の決定に加わらず、その他の取締役が承認をするか否かの決定をすることとなります。この場合に、利益相反のある取締役もその他の承認をした取締

役も、取引が公正でなければ任務懈怠となると考えられますが、公正さの判断が、利益相反のある取締役とそれを承認する他の取締役とで同じかどうかについては、利益相反取引についても必ずしも明らかではないところがあるかと思います。判決は、この点で区別して考える必要はないという理解かもしれませんが、公正さの判断基準が異なる、すなわち買収取締役にとっては厳格であるとするのも現実的には困難なのかとも思います。現在の実務では、買収取締役は形の上では公開買付価格の決定には参加しないようになっているので、そのことにより判決のいう公正価値移転義務の判断に影響はないのであろうというところですが、この点はよくわからないところです。

5. 価格最大化義務ないしレブロン義務

株主利益配慮義務が認められるとして、レックス事件判決のように公正価値移転義務は認められるが価格最大化義務は認められないという考え方の当否については、議論があり得るかと思います。レックス事件判決は、現にある企業価値を超えた価値を株主に保障する必要はないという説明をするわけですが、例えば MBO が進められる一方で、その公開買付価格を上回る価格の敵対的公開買付が仕掛けられたり、あるいは友好的買収の提案がされたりした場合であれば、取締役として判決のいう公正価値移転義務しかないという判断になるかといえば、明らかに疑わしいと言わなければなりません。他方で、極端なレブロン義務のように、オークションにかけねばならないというような義務まで認めることについては現実的ではないでしょうし、アメリカでもレブロン義務とはいえかなり柔軟な義務とされているようです。そういう前提では、株主利益配慮義務を肯定しながら公正価値移転義務しかないという考え方は、理論的整合性を欠くのではないかと考えられます。有力学説としては、白井先生の（価格最大化義務は負わないという）「判断は、原審判決と同様に、MBO を行う取締役の利害関係に関する状況認識が取締役

に甘いといわざるを得ない。構造的な利益相反関係が存在し、株主の強制的な退出を必然的に伴う MBO の場面では、取締役に対して、株主にとって合理的に入手可能な最善の取引を実現するために、十分に情報を得て合理的に行動することを少なくとも要求すべきであろう。」（白井・前掲 51 頁）という一節、あるいは飯田秀総先生の（レブロン義務を果たしたといえるかどうかに関する本件事情を列記の上、）「このような事情を総合考慮して判断を行う方法のほうが、本判決が判旨 2（公正価値移転義務）の当てはめで行った方法よりも、MBO における利益相反の問題に対する実質的な審査を行うことになるのではないだろうか。……今後の裁判例の形成において、仮に公正価値移転義務を判断基準として採用するとしても、その当てはめに際しては、以上に述べたようなレブロン義務の視点を入れて審査すべきである。」（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）23 頁）という一節がよく引用されますが、そういう方向に賛成することができないのではないかと。それでは義務の具体的な内容についてどう考えるか、そのあたりが本当は問題で、日本の M&A 市場の実情がどのようなものかということを踏まえてさらに議論を深めることが必要なのではないかと思います。

6. 判決の射程——株主利益配慮義務の波及

判決の射程といいますか、株主利益配慮義務の波及について若干検討したいと思います。

（1）特別支配株主の株式売渡請求等

平成 26 年改正で新設された特別支配株主による株式等売渡請求の制度では、特別支配株主の売渡請求について取締役会が承認するという制度とされました。この取締役会の承認の意義は、まさに取締役が少数株主の利益に合致する売渡請求であるかを判断することにあるとされていますので、株主利益配慮義務はもはや実定法上も具体化され

たということが言えます。

特別支配株主の売渡請求は株主総会決議を要しないキャッシュ・アウトの手段であることから、取締役会に少数株主の利益保護の役割を果たさせるしかありませんが、株主総会決議を経る全部取得や株式併合でも取締役には同様の義務が課されることには異論がないのではないかと思います。

このように株主配慮義務が認められるとすれば、判決の射程は、全部取得以外のキャッシュ・アウトの制度にも及んでくるのかと思います。

（２）構造的利益相反がない会社の行為

問題は、キャッシュ・アウトのような構造的利益相反がない会社の行為についてどうかということ。ところで、判決は、株主利益配慮義務・公正価値移転義務を認める出発点として、MBO の利益相反的性格について述べています（文言としては会社と買収取締役の利益相反と言っています）。ここから、公正価値移転義務、その基礎にある株主利益配慮義務は、その射程が構造的利益相反の認められる会社の行為についてのみ及ぶという考え方が導かれます。これに対して学説には、構造的な利益相反がある場合に限らず、株主間で価値の移転が生じる場合には株主利益配慮義務が認められるという見解もあります。この立場からは、例えば合併における合併比率についても、親子会社間の組織再編のごとき場合のみならず、独立当事者間の組織再編といえども、自社の株主にとって不利な合意をすることは義務違反となり得ることになります。もっとも、取締役が組織再編対価の公正に配慮する義務そのものはもともと否定されていたわけではなくて、対価が不公正であることによる会社に対する任務懈怠責任については、会社に損害がないという理由により否定されていただけです。会社法 429 条 1 項による責任が追及された裁判例では、一種の経営判断原則によるとはいえ、取締役は公正な対価とすることが任務とされているのであって、株主利益配慮義務は既に認められていると言うこともできるかもしれません。

このあたりでよく引用されているのは、江頭先生の座談会中の「取締役は MBO のような利益相反型の場合でなくても、株主の利益を守らなければならないという義務は当然に会社法上の義務として負っており、ただ、MBO のような利益相反型の場合には、一方の株主の利益が害されることが非常にあり得る状況なので、実際に株主に損害が生じたときは、会社法 429 条 1 項の悪意、重過失が認定されやすくなるという問題が出てくるのだらうと思います。」（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）34 頁）という発言です。株主利益配慮義務という概念を認めるのであれば、利益相反がある場合に限定されるべき合理的な理由はなく、次に見るような義務の内容に差異があるだけであると考えるのが理論的には素直ではないかと思うところです。

（３）義務違反の成否の判断

レックス事件では、利益相反がある行為であることから、判決は、公正価値移転義務について、公正価値を直接審査するという審査を行いました。このような審査については、前述のように、直接審査するのではなく、手続の公正さを審査するという審査方法によるべきであるという見解があります。いずれにせよ、経営判断原則の考え方を適用しないということでは意見は合致しているといえます。

これに対して、利益相反とは言えない場合にも株主利益配慮義務が及ぶとすれば、義務違反の成否の判断についてどのような審査をすべきかについては、必ずしも明確ではありません。この点については、経営判断原則によるという考え方もあるかもしれません。東京地判平成 23 年 9 月 29 日判時 2138 号 134 頁における「一般に、このような独立した企業間の株式移転は、当事会社が互いにそれぞれの事業計画に基づいて将来の収支の状況や経営統合によるシナジー等を予測し、交渉によって株式移転比率を含む経営統合の諸条件を合意

することによって行われるものであるから、このような株式移転比率の合意には、将来にわたる企業経営の見通しやシナジーの予測等を踏まえた会社の経営者としての専門的かつ総合的な判断が必要となるというべきである。したがって、このような判断事項の内容や性質等に照らし、株式移転比率に関する合意の任務に当たる取締役の判断が善管注意義務に違反するというためには、その判断の前提となった事実を認識する過程における情報収集やその分析に誤りがあるか、あるいは、その意思決定の過程や内容に企業経営者として明らかに不合理な点があることを要するものというべきである」とは、そのような考え方です。しかし、事柄の性質としては、リスクのある業務執行行為をすることについて取締役が過大な責任を負わされないようにするという解釈理論としての経営判断原則が適用される局面とは明らかに異なる局面であって、取締役の裁量を広く認める必要があるのかは疑わしい局面ではないかと思います。他方で、利益相反によって総会決議が必要でもそれが不公正なものとなるおそれがある場合とは異なり、独立当事者間の行為で総会決議を経る場合には、株主が支持した行為について取締役の責任をそう簡単に認めるべきではないという考え方もあり得るかと思います。この関係では、飯田先生の論文において「①利益相反の問題がない、独立当事者間での企業再編であれば経営判断原則が適用される（……）。②MBO や支配株主による企業再編の場合には、取引のプロセスが公正・合理的といえればやはり経営判断原則が適用され、③そうとはいえない場合には、対価それ自体の公正性を審査するという枠組みで判断するべきである。」（飯田秀総「特別支配株主の株式等売渡請求」神田秀樹編『論点詳解平成 26 年改正会社法』（商事法務、2015 年）156 頁）と述べられているところがよく引用されているところです。

（４）義務違反の効果

判決では、会社法 429 条 1 項の責任が問題とな

ったことから、取締役の株主利益配慮義務に基づく公正価値移転義務違反・適正情報開示義務違反を任務懈怠とすることによって、同項の責任を認めることが従来の法解釈の上で可能となります。もともと会社法 429 条 1 項の責任の趣旨については、特に直接損害事例では、なぜ会社に対する任務懈怠が同項の責任を導くかについて明確でないところがありましたが、公正価値移転義務のように株主に対する義務を承認することにより任務懈怠が少数株主に対するものであるとされまると、直接損害についての責任を認めることの説明がうまくできるようになるのではないかと思います。

しかし、これはたまたま会社法 429 条 1 項という特別責任規定とそれについての判例法理があったからそれで済んでいるだけの話であって、それで満足するとすれば問題ではないかと思います。取締役の義務が株主に対しても向けられるようなものであれば、それに違反したら本来どのような効果が生じるかが論じられなければならないはずです。すなわち、会社に対する善管注意義務違反については、過失基準で会社法 423 条 1 項の任務懈怠責任が認められますから、同じく善管注意義務に根拠づけられる限りでは、会社法 429 条 1 項に行く前に、株主に対して善管注意義務、それに違反した任務懈怠責任が成立するかどうかの問題とされるべきではないかと思います。その点が明らかにならない限りでは、判決が認め、学説も支持するようになっている株主利益配慮義務というものも、会社法 429 条 1 項責任の要件としての意味があまり明確でない任務懈怠概念に支えられているにとどまるのであって、いまだ生成途上の義務であるというのが実態ではないかと考えられます。

Ⅱ．シャルレ事件判決（神戸地判平成 26 年 10 月 16 日金判 1456 号 15 頁、大阪高判平成 27 年 10 月 29 日金判 1481 号 28 頁）

１．事実と判旨の概要

○事実

当事者・関係者としては、Y 1 がシャルレ社の創業者の長男で取締役兼代表執行役、Y 2 が Y 1 の母で取締役、Y 3 ～ 5 が社外取締役で、訴外 B が MBO 担当執行役です。

高裁の事実認定によると、平成 19 年から創業家一族とファンド C 社で MBO の計画が練られており、平成 20 年 7 月にシャルレ社が委託した第三者の株価算定が出たのですが、Y 1 らが想定した 700 円よりも相当高いということで、Y 1 が MBO の担当をしていた執行役 B に対して第三者の算定価格を下げるように働きかけろという指示を行い、8 月 14 日に少し下げられたわけですが、そこからさらにもっと下げろという指示をしました。他方で、どこからかアドバイスを受けたのか、8 月 27 日、Y 1 は以後取締役会等に参加しないということを表明して、社外取締役の Y 3 らが交渉をするようになりました。少し経緯を省略しますが、9 月 19 日には結局、公開買付価格 800 円ということで公開買付が公表されました。しかし、10 月 19 日に Y 1 がこういう工作をしたという内部通報があり、10 月 31 日には、それに起因して第三者委員会を社内につくって、そこでそういう問題があったという報告が出され、それに追い打ちをかけるように、11 月 16 日には、MBO のための資金の融資をすと言っていた銀行が、これは本当はどういう理由によるかはよくわからないところがありますが、融資できないということになり、12 月 2 日には取締役会が公開買付に賛成することはできないという決議をし、結局公開買付が不成立に終わり、MBO も頓挫した、という流れであります。

○X の請求・主張

本件は株主代表訴訟で、原告の主張としては、MBO が頓挫したことによる無駄な費用が支出された、そして会社の信用失墜から会社に対する他の責任も生じたという任務懈怠責任があるというような主張でありました。

○地裁判決

地裁判決は一部認容ですけれども、Y 1 らの MBO をしようとした取締役の価格決定プロセスへの不当介入による善管注意義務違反があったか、Y 3 ら社外取締役については、それについての監視義務違反があったか、それから Y 1 から Y 5 全員について情報開示義務違反があったか、このようなことが争点になりました。

ご存じのように、地裁判決は、いろいろな名前の義務をずらずと挙げて論じていますが、Y 1 らによる MBO の合理性確保、すなわち MBO をすること自体、あるいは価格自体については問題が無かったかもしれないが、その手続的な公正性に配慮する義務に違反したということで、Y 1 らに義務違反があったとしました。それから、9 月 19 日のプレスリリースにおいて、某有名法律事務所の説明を受けたといいますかチェックを受けているというふうに受けとめられるような記載をしていましたが、実はそうではなかったということで、それが情報開示義務違反になったということです。結局、会社の被った費用損害については、Y 1 らの手続的公正性配慮義務違反によるもののみ因果関係があるとして賠償が命じられました。

○高裁判決

高裁判決は、議論の仕方が少し変わって、まず、株主の利益を最大化する義務というあたりから出発しまして、結論としては、やはりここでも公正な手続を通じて株主利益に配慮する義務の違反が Y 1、Y 2 にはあったということですが、Y 1 や Y 3 らの情報開示義務違反については認められませんでした。だから、この事件では、結論的には、MBO をしようとしている取締役が公開買付価格を引き下げるような工作を社内でした、そのところが義務違反になるということになったわけです。

2. 検討

シャルレ事件は、MBO に失敗した買収取締役の会社に対する任務懈怠責任が問題であり、失敗に

終わったことに関連して会社が発生した費用損害についての責任が問題となっています。高裁判決は、株主利益配慮義務があるということから出発し、Y 1 が公開買付価格を引き下げよう画策したことが価値の移転に関して手続の公正を確保する義務の違反になるとしたものです。このような高裁判決の理論構成については、学説は概ね支持しているようです。

例えば田中亘先生は、「確かに、Y 1 の介入行為は、……ひたすらシャルレ社の買収実現という自己の目的を追求していると評価されても仕方がない行為であって、これが取締役の善管注意義務に違反するとした本判決の結論は支持できよう。とはいえ、本判決により、MB0 の遂行過程の一部にでも不公正な行為があれば、たとえ MB0 自体は公正な条件で行われたとしても、義務違反が認められ得ることになり、取締役が重い責任リスクを負うことになったことは否定できない」（田中・前掲 26 頁）として、そういうこともあるので、買収取締役は交渉過程には関与しないという実務が望ましいといった指摘につながるわけです。

本件では、会社に対する任務懈怠責任が問題となっているけれども、高裁判決は、株主利益配慮義務から公正価値移転義務を導く一方で、公正価値移転義務がなくても価値の移転につき公正を確保する義務が導かれ、後者の義務違反が会社に対する任務懈怠となり、会社の損害についての責任を負うとするわけです。会社に対する任務懈怠を導くのに株主に対する義務から出発し、そこから派生的に会社に対する義務を導いているように見えるわけですが、これはレックス事件判決に引きずられたいささか倒錯した理論構成ではないかなという印象があります。Y 1 らの買収取締役が MB0 を行うこと自体は許容されたことですが、MB0 を進める上で会社の利益を侵害しないよう行動することは取締役としては当然の義務であって、Y 1 の公開価格引き下げのための工作は、まさに内部告発をされるような自己の利益を図る不当な行為であって、それが判明したことにより MB0 の頓

挫につながり、会社にもさまざまな費用損害が生じたものであって、こういう事情のもとで Y 1 の任務懈怠責任を認めることは、地裁判決や高裁判決のようなさまざまな名前の義務を乱発的に設定するまでもなく、可能であったのではないかと思います。そのような意味で、本判決は、特に取締役の MB0 に際しての行為義務についての考え方というのは、先例としての価値はあまり高くないものと考えてはどうかと思う次第です。

以上、あまり問題の解決になっていないというか、雑駁なコメントばかりで恐縮ですが、報告とさせていただきますので、いろいろご教示いただければと思います。よろしくお願いします。

~~~~~

#### 【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。MB0 の事案で取締役の責任追及がなされた比較的最近の裁判例についてご報告をいただいたところです。ご報告の内容自体は、Ⅰのレックス・ホールディングス事件とⅡのシャルレ事件とに分かれてはいますが、Ⅰのほうがメインでして、Ⅱの話もⅠの話にかなり関係するようですので、ここは特に分けずにご議論いただくということでよろしいかと思います。

それでは、ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

#### 【会社に対する義務か、株主に対する義務か？】

○前田 レックス・ホールディングス事件判決では、公正価値移転義務は、あくまで取締役の会社に対する義務だと位置づけているように読めます。それに対して山下先生のレジュメ 11 ページの「（４）義務違反の効果」のところでは、私の読み方が悪いのかもしれませんが、「株主に対する義務」という表現が幾つか出てきまして、ひょっとすると山下先生は、より端的に、この公正価値移転義務は取締役の会社に対する義務であるのみ

ならず、取締役の少数株主に対する義務でもあるというように見ておられるのかとも思ったのですが、この点を確認させていただければと思います。

○山下　そこはいろいろな受けとめ方ができると思います。やはり株主の間の利益の移転、価値の移転が公正であるということが義務になっていると言っていて、会社の取締役としてこういう MBO を行うようなときにはその公正が図られるように行為するというのは、会社に対する任務・義務であるということでもあろうかと思いますが、実質的に見ていくと、やはり少数株主に対する義務というか、そういうことを言っているのではないかというようなことを考えているのですが、いかがでしょうか。

○前田　ありがとうございます。そのことと関連するのですが、ご報告では、会社に対する善管注意義務違反があるのであれば、会社法 429 条 1 項に行く前に、任務懈怠責任が成立するかどうかを考えるべきではないかというご指摘をなされました。ただ、任務懈怠はあるのだけでも会社には損害がないというのが、この公正価値移転義務が問題になっているケースなのではないのでしょうか。つまり任務懈怠はあっても損害がないので会社法 423 条の責任は使えない、そこで会社法 429 条 1 項でいかざるを得ないというように理解をしていたのですけれども、いかがでしょうか。

○山下　ここは少し私の言葉が足らなかったのですが、ここで会社法 423 条 1 項の任務懈怠責任が認められるのであるから云々と言っているのは、株主個人に対してもこういう会社法 423 条 1 項と同じ軽過失の基準で責任を負うということがあってもいいのではないかという趣旨です。これは説明が不足していましたね。

○前田　どうもありがとうございました。

○山下　直接問題となったのは会社法 429 条 1 項の責任なので、会社に対するか、株主に対するかは別として、公正価値移転義務という任務を認めれば、それは会社法 429 条 1 項にいう任務懈怠

という問題にはなって、その責任にはつながると思いますが、本来、第三者責任という特殊な責任に行かないで、その義務を負っている相手が株主だといえ、株主に対する責任も論じられていいのではないかと。なぜそこで重過失の責任だけで事足りることになるのか、よくわからないなと思ったということです。

○飯田　今の点ですが、会社法 429 条 1 項で株主が請求するときは、重過失の要件を軽過失基準で判断することもあり得るというような解釈の範囲で、何か考えられるのではないかとのご趣旨でしょうか。それとも立法論として、直接的に株主に対する義務を考えたときには、何らかの株主に対する責任という規定を設けて、そのときには、過失の要件は軽過失基準とする立法もあり得るのではないかとご存じでしょうか。

○山下　全く自信はないのですが、会社法 423 条 1 項が類推されるような責任というのがあり得ないのかということを考えているわけですが、そこまで言い切るだけの自信がないので、やや不明瞭な報告にはなっております。

#### 【取締役の義務の内容】

○黒沼　対等当事者間の組織再編行為を考えると、各当事会社の取締役は、自分の株主に有利な条件を引き出そうとして交渉するわけです。だから、その義務というものは、取締役の会社に対する義務けれども、価格最大化義務をある意味で負っていると言えると思うのです。それと同じように MBO を考えると、MBO の初期の段階ではまだ大株主になっていない例が多いわけで、買収側に立つ取締役と、そうでない会社側に立つ取締役とに分かれていて、買収側に立つ取締役はどういう義務を負うかということ、手続に関与しない義務のみを負うのではないかと思うのですけれども、買収される側に立つ取締役は、株主の価値を最大化する価格最大化義務を負っているのではないかと。それが会社法の自然な解釈なのではないかと思えます。

それと同じように考えると、そのときの株主は、MBO の過程で少数株主にはなっていくかもしれませんが、当初の段階ではほぼ会社と同じわけです。そうすると、その義務は会社法 423 条 1 項の義務であって、会社法 423 条 1 項の類推適用かもしれませんが、効果として、被買収側に立つ取締役は、善管注意義務違反に基づく損害賠償責任を少数株主のグループに対して負うと考えることができるのではないかと思います。

○山下 先ほどの私の意見と多少何か方向性が同じようなことかと思うのですが、このレックス事件判決について先生方のそういう議論をあまり見たことがないので、なぜしないのかなというのが前々から不思議だったところです。特別支配株主の売渡請求も、今度は会社法上の制度で取締役会が承認をすることになりましたが、その承認の仕方がまずかったときにどういう義務違反でどういう損害賠償責任に行くのか。会社法 429 条 1 項があればそれでいいのではないのかというところかもしれませんが、何かそれで済ませていい話かなということを感じているところです。

○森田 山下先生の報告は難し過ぎてついていくのが大変ですが、考え方としては、例えば会社を売却するときに安く売ってしまうというのは、会社の価値をおとしめる行為ですね。そういう観点に立てば義務違反であるというので、それで反射的利益が株主に回るというように理解していいのでしょうか。どうでしょうか。

○山下 反射的という言葉の意味がなかなか難しいのですが、おっしゃるように、もちろん会社に対して安い買収話に乗るなという義務はあり得ると思うのですが、MBO あるいはキャッシュ・アウトの状況で言えば、これは多数株主と少数株主の間の無理やりな利益・価値の移転ということなので、そこはちょっとまた違う利害を有する株主に対する義務というものを考えていく必要があるのではないかなと思うのです。

○森田 ですが、それはいわゆるフィデューシヤリー・デューティーで突き抜けているというの

ではないのでしょうか。アメリカのフィデューシヤリー的な発想で突き抜けていくのだということを主張されているのですか。

○山下 そのまままだとは言いませんが、大体そういう方向を参考にはして議論されているのではないのでしょうか。

【MBO を行うことについての取締役の義務と価値の分配についての取締役の義務との関係】

○加藤 今のやりとりに関連して質問させていただきます。レックス事件の高裁判決について私が疑問に思っているのは、MBO を行うことの是非と企業価値の分配とを分けて判断することは正しいのかということです。

私も、先ほど黒沼先生がおっしゃった方向性に賛成なのですが、例えば、組織再編の場合ならば、企業価値を最大化するような組織再編を成立させるために、取締役は様々な観点から組織再編に関して判断を行うはずで、その際、組織再編を成立させるためには、当事会社の株主総会決議が必要なので、当然、組織再編の条件が株主の同意が得られるような範囲で、企業価値を最大化する組織再編を選択することが取締役に求められます。この場合、株主の利益と会社の利益は重なる部分が多いように思います。株主の多くが納得するような組織再編の条件が提示されない限り組織再編は成立しないという意味で、企業価値の最大化と株主利益は密接に関係しているということです。取締役が MBO に同意するか否かという局面でも、MBO が企業価値を最大化する手段であるかどうかという点についての評価がなされるべきだと思います。取締役の行為規範の内容は、MBO を行うことを前提とした上で企業価値の分配のみを考えるか、MBO は選択肢の一つに過ぎないと考ええるかによって、かなり変わらなうと思うのです。

ですから、レックス事件の高裁判決は、MBO が行われることを前提としているので、どうしても株主間の利益の分配という話しか扱うことができないのだと思います。

○山下　その考え方は、私のレジュメの8ページの価格最大化義務のところでも少し議論したことに関係するかとは思います。MBO をやろうというときは、会社は大体あまりよくない状況に陥っているわけで、何か話に聞くと、そういう会社には証券会社や何かがやってきて、MBO をやりませんかということを推奨して回ったりするようです。そういう左前になったところで、自分を買収してMBO をやっていくか、他によりいい身売り先を考えるか、あるいはその他の組織再編を考えるか、そういうあたりはいろいろな選択肢があるはずなので、そのところでMBO をなぜ選んだのかということの問題とする余地は大いにあると思います。

ただ、本日議論しているのは、具体的な義務違反と損害賠償責任という話なので、そのレベルで考えると、MBO を選択したこと自体によって何か義務違反になるようなことというのは、なかなか言いにくいような気がするので、そこは判決もあまり問題にしていらないし、私もそこがあまり問題になることはないかと思えます。しかし、価格最大化義務というあたりを具体的に見ていく上では、やはりなぜMBO を行うのか、しかもこの買収を組むファンドがなぜこれなのかといったあたりについては十分に審査していく可能性はあるのではないかなと思います。

○加藤　山下先生がおっしゃったとおり、価格最大化義務が公正価値移転義務なのかという問題の立て方よりは、用語法はともかく、買収対象会社の取締役は、どの程度の義務、どういう内容の義務を負うかということが検討されるべきだと思います。

ところで、レックス事件で原告側が主張している価格最大化義務の中身は、合理的に得ることができる最大の価格という意味ですが、控訴審はあえて価格最大化義務を曲解して否定しているというような印象を持っています。

○山下　そうですね、あまり説得力が高いとはお世辞にも言えないのは確かだろうと思いますね。(笑)

#### 【公正価値移転義務・価格最大化義務の限界】

○行澤　8ページの「5 価格最大化義務ないしレブロン義務」と公正価値移転義務の関係ですけども、例えば敵対的な公開買付がMBO 価格をかなり上回る価格で提示されたとします。しかし、その対象会社の取締役としては、MBO 価格が客観的には公正な価値であるということをいろいろな手続的な面とかフェアネスオピニオン等で一応証明できる、逆に非常に高い価格で公開買付をかけてきた敵対的なファンド等が、企業価値を毀損するような、あるいは企業解体的なことを企んでいるファンドだというような場合に、先生のご理解で言うと、公正価値移転義務しかないということになると、対象会社の取締役会としては、この敵対的企業買収は企業価値を毀損するもので、かつMBO の価格は公正価値だから、意見表明として、株主の皆さん、この敵対的な買収ファンドには応じないように、と言ってもいいという帰結が導かれてしまうのではないかという考え方があるように思ったのですけれども、それでいいのでしょうか。

確かに、売ってしまう株主にとっては、別にその後の企業価値が毀損されようがどうであろうが構わないのだから、例えばレブロン義務に関してアメリカで言われているように、会社の支配権が変わるとか解体されるようなときには、取締役にはもはやオークショナーとしての立場しかないので、ゴーイング・コンサーンを考えるなどというような判断がやはり正しいのでしょうか。つまり、山下先生も、判例の考え方には、その点でやはり問題があると考えていらっしゃるのか、ちょっとそのあたりについてお聞かせいただければと思います。

○山下　あまり考えていなかったのですが、(笑)なかなか難しいところですね。例のニッポン放送事件の決定が例示しているような濫用的な買収者の域に達しているのであれば、そこはまた話は違ってくるのかなと思うのですけれども、そうでもない、会社の中長期的な経営を必ずしも損なうよ



うには見えないような別の買収話があったとしたような場合にどうするかというのはなかなか難しいですね。

○行澤　そうすると、やはり濫用的というような域に達した買収者に対しては、売ってしまう株主利益の最大化ではなくて、ゴーイング・コンサーンを前提とする企業価値の公正な移転ということを考えてもいいという感じでしょうか。

○山下　その域に達していればそれでいいかなという気はしますが。

○行澤　わかりました。ありがとうございます。

○山下　その域に達しないような場合、ブルドッグソースの最高裁判決のように株主が決めるべきだとしていることとつながっていくのかどうか、そこはちょっと十分に考えてなかったのでよくわからないですね。

○行澤　わかりました。

#### 【特別支配株主の株式売渡請求における取締役の義務と責任】

○川口　今回ご紹介いただいた判例と離れてしまうのですが、特別支配株主の株式売渡請求等の取締役の行為に義務違反があった場合にはどうなるのかという問題に触れられました。先ほどの話に戻るのですが、山下先生は、会社法 429 条 1 項を使って、すなわち、重過失があった場合にのみ責任が問われるというのではなくて、会社法 423 条 1 項のような過失責任も考えるべきではないのか、そういうご意見ということでよろしいでしょうか。問題意識として、特別支配株主の株式売渡請求に関して、取締役に重過失がある場合にのみ責任を認めるのはやはり軽過ぎるということがあるのでしょうか。

○山下　基本的にはそういうことで、いろいろと特別支配株主の売渡請求について解説されたものを見ても、義務違反があれば会社法 429 条 1 項につながるのだらうということは書かれているのですが、それでいいのかなと思っているわけです。ただ、誰もそういうことは言っていないようなの

で、ちょっと自信がなくてご意見を伺いたかったというところですよ。

○加藤　特別支配株主の株式売渡請求で、対象会社の取締役が会社法 423 条 1 項の任務懈怠責任を追及される場合というのは、売渡請求が終わった後になるのでしょうか。けれども、その場合、特別支配株主しか株主はいないわけです。しかし、対象会社の取締役の義務違反というのは、特別支配株主の利益を優先して少数派株主に不当な不利益を与える場合に認められるわけですから、特別支配株主が会社法 423 条 1 項の責任を追及することを想定することはできないように思います。

○山下　いや、その株主を考えているのではなくて、締め出された、追い出された株主に対して責任を負わないかということですね。

○加藤　追い出された株主は株主代表訴訟の提訴もできないですね。そうすると会社法 429 条 1 項に基づく責任追及のために提訴することしかできないわけです。実際、現在の会社法の枠組みとしては、追い出された株主は会社法 429 条 1 項に基づく責任追及という枠組みでしか取締役の義務違反の有無を争えないということを前提として、これまでは、その枠組みの範囲内で解釈論が展開されてきたのだと思います。

もう一つ、一般的に会社法 429 条 1 項に関する裁判例では、あまり重過失と軽過失の区別が意識されていないような気がします。つまり、重過失が認められる場合しか会社法 429 条 1 項の責任は認められないという意識が希薄なのではないかと思います。

○山下　現実的にはそういうあたりかもしれないですけども、理屈の上だけで考えていくと、やはり承認をする時点では、少数株主は会社の株主としていたわけで、それに対して公正に取り扱う義務を負うとすると、その義務の相手が少数株主である以上は、株主が個人で、会社法 423 条 1 項で会社が責任を追及するのと同じく責任が追及できてしかるべきではないか。会社法 423 条 1 項が類推適用されるとすると、それで代表訴訟がで

きるというのは苦しいと思いますけれども、理屈の上ではそういう会社と同じような立場での責任追及が考えられていいのではないかな。そういうことは、解釈論としては突飛でそう簡単でないということであれば、会社法 429 条 1 項の重過失というのは、おっしゃるようにそれほど軽過失と変わらないのかもしれませんが、やはり重過失と軽過失は違うのであろうと思いますので、あるいは当面の解釈論としては、不法行為による損害賠償を認めるというのもあり得る解決かなという気はしています。

○船津　今のお話を聞いていまして、株主が一体会社の内側の人間なのか、外側の人間なのかというところが問題なのかなという気がなんとなくしていまして、会社の外側の人間に対する責任は基本的には会社が負うという前提であったところ、それを覆すのが会社法 429 条という特別な規定だということになるのですけれども、株主は会社の内側の人間という話になってくると、別に会社が負うということに一義的にはならないのではないかと。そうすることによって、株主と取締役との間で直接に何か損害賠償責任というものを認めたほうがいいのではないかなというのが、山下先生のご見解のご趣旨なのかなと私なりに理解いたしました。

そうだとした場合に、恐らくは直接の契約責任というか、債務不履行責任というようなことを媒介していかないと無理なのではないかなという気がしています。しかしながら、そういう直接的な契約があるかという、会社法上は必ずしもそうは言えないとなったときに、森田先生がおっしゃったようにフィデューシャリー的な考え方をそこに導入するという話になってくるのか。あるいは、というか、矛盾はしないかもしれませんが、例えば特別支配株主の締出しの場合だとか、あるいは MBO になった場合にのみそういった特別の委任類似の関係というものが生じてきて直接的な責任を負うのだというような構成を考えていかないといけないのかなと感じました。

感想だけですけれども、以上です。

○山下　ありがとうございます。

#### 【MBO と社外取締役の果たすべき役割のあり方】

○森田　MBO をするときに、Y 1 は動いたらいけないというようになると、Y 2 とか Y 3 が動きなさいと、こうなるでしょう。典型的には社外取締役が一生懸命働くことになりますね。ところが、会社の利用できる公認会計士とか弁護士とかは、大体は皆会社の Y 1 の関係者ですよ。それを Y 3 とか社外取締役は月 1 回でいいと言われているのに頻繁に出ていって、そして会社を守るとなると、多分急にマネジメント機能を果たさないといけないようなことになりますね。

○山下　まあ、それは、そういう局面ではそういうことになるのではないのでしょうか。（笑）

○森田　そうですか。（笑）

○山下　で、そのとき、私がよくわからないのは、どれぐらい厳しい判断をしないといけないのかというところで、これは、情報開示義務の関連で少し触れたのですけれども、利益相反取引との関連をどう考えるか。例えば利益相反取引を取締役会が承認するときに、従来の学説を見てもどれぐらいの公正さで厳しくチェックするのか、あまりよくわからないのです。経営判断で非常に緩やかでいいとは誰も言わないと思うのですけれども、それでは本当にきちんとした公正さを客観的に追求しないと義務違反になるかと言われると、そうでもなさそうな気もするので、MBO の局面でも社外取締役が主体となって判断するときに、そもそもどういう審査や判断を取締役会としてしなくてはいけないのかと皆さんが考えられているのかということです。

○森田　だから、株価評価を頼むときに、Y 1 と馴れ合いの関係にある事務所ではなくて、何か独立系の事務所に頼むとかね。Y 3 や Y 4 が急にどうしようと思って騒ぎ出してやるべきこととなるし、他方経営者の Y 1 にしてみたら、おまえ達は何をするのか、というような顔をするでしょう

ね。(笑)

○山下 おっしゃるとおりです。(笑)

○森田 だから、激しい取締役会の活性化を前提にしないとできなくなるような感じもしますね。

○山下 まさにこういう MBO なんていう、自分が買収しようなんていうものについては、それぐらい厳しくしないといけないのと違うかなという気はしているのですけれどね。(笑)

【再び会社に対する義務か、株主に対する義務か？】

○伊藤 レジュメの 11 ページにお書きになっている山下先生のお考えをまだ十分には理解できておらず、教えていただきたいと思います。これまでのご説明からしますと、MBO における対象会社の取締役の義務は、まずやはり株主に対する義務といいますか、株主間の不当な利益移転をさせない義務と捉えるべきであるということから山下先生は出発されているように思います。

その次に、山下先生は、会社法 429 条 1 項に行く前に、会社法 423 条 1 項の類推適用などを考えるのが先ではないかとお書きになっています。ただ、取締役と株主の間には直接的な法律関係はないというのが伝統的な考え方ですので、そこを説明するためには、先ほど船津先生や森田先生のご質問にあったみたいに、取締役と株主の間にも何らかの委任関係がこの場合にはあると見る、つまり、ここでは会社法 330 条まで類推適用されるという感じで考えるか、あるいは、もうこれはフィデューシャリーの法理であると考えるか、どちらかの説明を行う必要はありそうだと思います。いずれにしても、山下先生の場合、そのような方向のほうが、MBO での取締役の義務を理論的に安定的に位置づけることが可能になるというご判断なのかなと思いました。

しかしながら、最初の黒沼先生のご質問でも示唆されていたのかもしれませんが、これはむしろ会社に対する義務であるということを押していくほうが、わかりやすいのではないのでしょうか。

これは会社に対する義務で、あくまで名宛人は会社なのだが、この場合、取締役が行為すべき内容としては、株主間で不当な価値移転をさせないようにすべきであると考えerわけですね。ただ、これはあくまで会社に対する義務なので、例えば会社法 423 条 1 項の問題にしようと思っても、会社には損害がないでしょうから、あとは会社法 429 条 1 項に行くしかない。その場合、直接損害事例になるのだけれども、義務の内容が株主間の価値移転を防ぐべき義務ですから、直接損害なのになぜ会社に対する任務懈怠なのだとこのところの説明は、一般的な直接損害事例よりはやりやすくなると思います。このような方向のほうがすっきりとしていてわかりやすいような気はしたのですね。それが、そうではなくて、なぜ株主に対する義務というところから出発するお考えのほうがよいと評価されているのかを教えていただきたいと思います。

○山下 まさに公正に価値移転がされること自体が会社に対する任務だと言っても、それはいいと思うのですけれども、それを言うと、おっしゃるように会社に損害はないわけで、そういう義務を会社に対する義務と言って済ませてよいのでしょうか。会社法 429 条 1 項があるから、それでできるのではないのかということはあるかもしれないのですけれども、いきなり会社法 429 条 1 項があるから物事を考えるなどというのは、少し思考停止した発想ではないかなと思ひまして、このレックス事件判決を見ても、公正価値移転義務自体を認めることについては、諸先生方もそう異論はなさそうな気がしますので、株主に対する義務というのが実質的には認められているのではなかろうか。ただ、出発点のところ、本当にどうすれば誰も異論なく賛成するような理論にできるかというのは、あいまいになっていますが、おっしゃるとおり、根源的なところの問題ですね。

○飯田 今のお話の続きなのですが、レジュメの 8 ページですと、MBO を構造的な利益相反性のある行為とすれば、会社法上の利益相反取引の規

制の枠組みに従い規制することが考えられるとあります。私は、会社法 356 条 1 項のいわゆる利益相反取引のルールが適用もしくは類推適用されるところを考えているのですけれども、先生も同じようなお考えでしょうか。もしそうだとしますと、さらに会社法 423 条 1 項の類推適用ないしはそれに準じた責任という議論をされるのであれば、例えば会社法 423 条 3 項の任務懈怠の推定の規定などについても同じく類推適用あり得べしというお考えなのかということをお教えいただきたいと思います。

○山下 最後の点は、飯田先生がレックス事件判決の一審の評釈で会社法 423 条 3 項の類推の可能性も示唆されていたと思うので、理屈の上では全くそういうことになっていくのではないかなと思っていますところでは。

#### 【買収取締役とその他の取締役の義務の違い】

○龍田 MB0 によって株式を取得しようとする取締役と、そうでない場合の取締役とでは、全く立場が違うと思いますね。ファンドの応援を得てやる場合も含め、MB0 を推進する取締役はまさに利益相反の立場にありますから、その義務については一番厳格に考えなくてはならないでしょう。日本でレブロン義務というような言葉が通用するかどうかは別として、内容的にはかなり共通した考え方ではないかと思います。それとは異なり、株主を後ろに控えて外部と合併その他の交渉をするときに、取締役が会社に対してどういう義務を負うかということは、経営判断もかなり重要な意味を持ってくる問題だろうと思います。その点が基本的に違うので、これらは分けて考える必要があると思います。

それから、以前、第三者に対する取締役の責任については、株主が第三者になり得るかという議論がありましたね。株主としての立場で受けた損害は、代表訴訟で追及すればよいので、会社法で言えば会社法 429 条 1 項を持ってくる必要はないと、そういう考えもあったように思いますが、い

かがでしょうか。

○山下 第 1 点目ですけれども、アメリカ法的に考えれば、多分先生がおっしゃるように、利益相反のある取締役については非常に厳格に公正さがチェック、審査される。それに対して利益相反取引を承認する取締役の判断については、かなり経営判断的な要素があるような考え方をしているのではないかなと思っています。日本でもそれと同じというか、要するに経営判断という言葉の意味自体が必ずしもはっきりしないところがあるのですが、本当に緩やかな意味での経営判断原則で決めていい話なのかどうかということです。やはり買収取締役と株主との間に大きな利益相反があるわけですから、やはりそこは普通の経営判断の問題よりは少し厳しい審査がされるというか義務を負うべき話ではないのかなと思います。日本では、利益相反自体についてもあまりはっきりしないところがあって、区別して議論するということがあまりされていないような気がして、一つの理論的な課題のあるところではないかなと思っています。

それから、第 2 点目の会社法 429 条 1 項の関係ですが、代表訴訟があるから会社法 429 条 1 項で株主を第三者として認める必要がないということになったのは、間接損害のほうなので、本件のように直接損害のほうの問題となると、先ほどから出ている会社法 423 条 1 項の類推適用とかそういうことを考えない限りは、やはり会社法 429 条 1 項を使わざるを得ないのかなという気はしています。

○龍田 これは全部直接損害の問題ですね。それはおっしゃるとおりです。

#### 【公正価値移転義務と適正情報開示義務との関係】

○洲崎 公正価値移転義務と適正情報開示義務との関係について伺いたいのですが、レックス事件判決では、適正情報開示義務については違反を認めましたが、結局損害がないということで責任は認められませんでした。しかし、実際に責任が

認められそうなケースというものを考えてみると、やはり価格が公正ではなかったという公正価値移転義務の違反がないと、なかなか責任は認められないのかなという気がするのです。そうすると、適正情報開示義務違反だけでは、責任を認めることは難しく、適正情報開示義務違反は、不公正さとか、取締役の不誠実さを認定する材料として機能するのかなというふうに思ったのですが、そのように考えてよろしいのでしょうか。

○山下 おっしゃるように、価格が適正だと判断されれば、いくら適正情報開示義務を認めても、因果関係のある損害はないということにならざるを得ないのであって、したがって、適正情報開示義務を認めるということにどういう意味があるのかということになり得るわけです。高裁判決のような判断の仕方をしていくと、おそらくそういう結果に終わらざるを得ないと思います。公正価値移転義務と適正情報開示義務が何か別々に義務として位置づけられていくとそうになってしまうので、今の通常開示されているような情報以外にもっと公正価値の判定に影響があるような情報があったとして、それについて適正情報開示義務があるとすれば、それはやはりその違反は公正価値の判定に影響を及ぼしていくという形で適正情報開示義務と公正価値移転義務が一体になるといいですか、関連づけられていくと、おそらく少し機能するような気はするのですけれどね。

#### 【再び買収取締役とその他の取締役の義務の違い】

○加藤 先ほどの龍田先生とのやりとりに関連して質問をさせていただきます。MBO で買収者側に立つ取締役が対象会社側の当事者として交渉過程に全く関与しなかったが、対象会社側の取締役が公正価値移転義務を尽くさなかったがために、結果としてその価格が公正ではなかったと判断された場合、買収者側に立つ取締役は責任を負うのですか。

つまり、最初に黒沼先生がご質問された点と関係しますが、行為規範として、買収者側に立つ取

締役は対象会社側の当事者としては関与しないというのが望ましいと私も思うのです。しかし、そのように解釈すると、その後の手続がどのように進行するかということは、買収者側に立つ取締役以外の取締役が対象会社の株主のためにどれくらい積極的に行動したかということによって決まるわけです。しかし、買収者側に立つ取締役はそもそも手続に関与してはいけないわけで、対象会社側の取締役に何か問題があったら、結果として買収者側に立つ取締役も責任を負う、そういう結論になるのでしょうか。

○山下 私が昔勉強したところだと、アメリカの利益相反取引の規律は、利害関係のない他の取締役が承認したら、利益相反のある取締役本人はもうそれで免責されるという考え方ではなかったかと思います。それは一つの考え方だと思うのですが、日本の利益相反取引についてそういうことを言われているのでしょうかね。あまりそういう議論を見たことがない。それどころか、会社法 428 条の考え方のように、無条件に不公正だったら結果責任を負うと、そういう議論のほうが日本では一般的なのかなと。それがいいのか悪いのか、そのあたりは議論の余地があるのだらうと思いますね。

#### 【情報開示義務による事後的救済と情報開示規制】

○加藤 情報開示義務の話ですが、個人的には、情報開示義務違反の有無をこういった事後的な損害賠償責任追及訴訟で争うのは、あまり筋がよくないような気がしています。それよりも、MBO などは、証券取引所の適時開示規制の対象なので、追加的な情報開示が必要だと証券取引所が判断したら、証券取引所が積極的に追加的な情報開示を求めるという仕組みのほうが優れているような気がします。結局、後から情報開示義務違反だと言われても、もう全て終わった後の話なので、情報開示においては、できるだけ手続の進行中に何か不十分なことが明らかになった段階で何らかの形で追加的な情報提供がされるという仕組みを目指

したほうがいいと思うのです。

○山下 それはおっしゃるとおりかなと思いますね。だから、要するに、今でも情報開示は相当整備されているわけですが、本当に今の情報開示で足りているのかと、そこだろうと思いますね。そこが、やはり全部がオープンにされているわけではないのだろーと思ひます。そこを充実させるということができるのかという意味で、できないとすると、逆に少し解釈論としては義務があるよと言っているぐらいのほうで、何か不公正なことの歯止めにはなるかと思ひます。あまり義務を強く規定すると取締役が萎縮するというのが田中先生の表現ではよくありますけれども、萎縮するから義務の問題を考えないというのはあまりいい発想ではないのではないかと思っているところだす。

制度的な開示のルールがベストなものにされる、それが一番望ましいのは間違いないと思ひますが、

#### 【公正な買収価格とは？】

○森田 企業価値が例えば1万円ありますよと言われても、これが今つぶれそうだということで、キャッシュ・フローも要るし、とにかくスポンサーが要るといふときに、スポンサーが6,000円ならば買ってやるといふば、1万円は達成できないですね。仕方なく6,000円でやらなければ元も子もなくなることもあり得ると思ひますね。そうすると、企業価値ばかりを声高に主張するだけでは、そういう柔軟な生き延び政策はとれないといふようなことにもなりませんか。

だから、ディスクロージャーの意味は、本当は1万円だすよ、しかし相手は6,000円でしか買ってくれないのだと、こういうことを言ったらいいのではないかと思ひますが、どうでしょう。(笑)

○山下 そういふことがディスクロージャーで説得的に説明されれば、そういふことになるのではないでしょう。

○森田 そういふことだすね。だから、値段が

どういふことではなくて……。

○山下 1万円ありきといふ、そういふ話ではないと思ひますね。

○森田 そうだすね。

○山下 しかし、そういふことではなくて、特定の業者と組んで、これは6,000円でしか売れせんといふことでどんどんと手続を進めていいのか。やはり6,000円よりも高く売る道を探さなくともいいのかといふことだす。

○森田 倒産しているようなときに、それだけオークションをかけているかといふと、実際はかけていませんよね。だから、ある程度は申し出を待っているみたいだすけど。だすから、ちょっとそのあたりが難しいところだすね。

○山下 その程度の話に落ち着くのかなとは思ひますけど。

#### 【経営判断原則の適用の可否】

○小出 レジュメの10ページから11ページの「義務違反の成否の判断」のところだ、レックス事件には利益相反的な状況があったといふことだす。利益相反とは言えない場合にも株主利益配慮義務が及ぶ場合があり得るといふことだ、その場合の義務違反の成否の判断については経営判断原則によるといふ考え方もあり得るかもしれないとして検討されておられます。この点について、そもそも前提として、株主利益配分義務が問題となって会社法429条1項の責任が追及された場合に、経営判断原則の適用はあり得ると先生はお考えなのでしょう。

株主利益配慮義務といふのは株主に対する義務だと思ひますが、そうだとすると、一般に会社に対する義務違反について判断するときに出てくる経営判断原則の適用場面とは違ふような気がします。ただ、それが会社に対する義務だと考えるのであれば、適用の可能性もあるかと思ひますので、そのあたりについてはどのように整理されていますか。

○山下 あまり考えていなかったのだすけれど

も、先ほどから言っていますように、経営判断原則とか経営判断ということはどういうイメージを持っているかということにもよると思うのですけれどね。だから、利益相反の状況ではないときに、例えば合併比率などをどのように決めよう、交渉して合意しようかというふうなときに、裁量の余地が全然ないかといえ、そこはそういう性質のものではもともとないと思うので、その幅はあると思います。かといって、普通意味している会社に対する責任や義務についての経営判断原則ほど緩やかなものか。日本では、もともと経営は会社に対するものでもそれほど緩やかではないと言ってしまうとそれでもいいのかもしれませんが、ちょっと水準に違いがあるのではないかなとは思っています。

○小出　伊藤先生から、日本では重過失はそれほど意識していないというご指摘がありましたけれども、会社法 429 条 1 項の責任であれば重過失が必要のはずで、経営判断原則における著しく不合理という基準と、会社法 429 条 1 項の重過失というのがどういう関係にあるのかよくわからないところです。

○川口　この裁判では、公正価値移転義務について、取締役と監査役が対象になっていて、適正情報開示義務について、監査役は外されて、取締役のみが対象になっています。後者について、飯田先生の論文では、原告が主張していないからではないかという見解が述べられています。この点、原告は理由があってあえて監査役を外しているのかもしれませんが。今回のような事例で、そもそも監査役も責任追及の対象になり得るとお考えでしょうか。あるいは、意見表明自体は取締役の仕事なのだから、監査役は外れるというふうに考えるのでしょうか。

○山下　直接適正情報開示義務を、というよりは、一種の監視義務のような形の義務違反ということになるのではないのでしょうか。だから、監視義務という形で持っていけば、それはもちろん責任の対象になり得るのではないかとは思いますが。

○川口　監視義務という場合、例えば取締役会で意見表明の内容を審議して決議するのだから、取締役会に出席義務のある監査役は何らかの役割を果たすべきと考えるということですね。

○山下　そうですね、そのようなことかなと思います。

#### 【MB0・組織再編以外の場合についての解釈への波及】

○片木　二点ほど教えていただけたらと思います。MB0 に基づく公正価値といいたいでしょうか、利益の価値の最大化といいたいでしょうか、それについては、株主に対する義務として会社法 423 条 1 項を類推適用するのか準用するのかというお考えを示しておられます。経営上、取締役の行為が明らかに適切でないという場合でも会社に損害が生じていないというのは、考え方にもよりますが、有利発行の場合とか、不公正な吸収合併などの場合にも生じ得るわけですが、先生の考え方では、そういう場合も含めて全て一種の株主に対する義務という形で構成して責任追及の可能性を考えていくというお考えであるのか、これは MB0 に固有の考えというふうに理解していいのかというのが一点。

もう一点は、先ほどちらっと不法行為責任で考える余地もあるのかなというふうにおっしゃったと思うのですが、この事件でも不法行為の追及もあって、それで会社法 350 条による会社の責任も追及されていたのですが、あるいは控訴審ではそのあたりが結局議論にはならなかったのかなと思います。現在、取締役の業務執行で故意・過失があるということで株主に対して不法行為責任が認められているのは、金商法上の開示義務違反の場合が非常に多いかと思います。この場合には、いわば金商法上の開示制度が証券市場におけるマーケットの価格を担保するような一種の広い社会的な義務であるということから、取締役が不法行為法上も責任を負い得るというふうな考えがあるのだと思うのですが、こういうふうな会社における少数株主と多数株主との利害が

かなり反する場合というものについてのいわゆる信託義務とか、そういったものが不法行為法上の根拠となり得るという理論構成ができるのかということをお聞きしたいのですけれども。

○山下 1点目は、おっしゃるように、仮に取締役が株主に対しても利益を配慮する義務を負うということになると、事はMBOその他のキャッシュ・アウトなどにとどまらず、新株発行だとかいろいろな会社法の全局面に及んでくるはずなので、逆に私が本日言いたかったのは、公正価値移転義務のようなものを一般的に支持されるとすれば、事はそういう方向の問題に進んでいくのであって、それは大変なことではないでしょうかということだったわけです。だから、会社法423条1項の類推適用というのはそう簡単に——研究会だから口頭で言っていますが——論文に書けるかというと、なかなか厳しいところはあるなあというところですよ。

それから、不法行為の点ですけれども、これは何か理論的な根拠がしっかりあって、だから不法行為になる、責任を認めるということでは全くありませんで、日本の不法行為というのは非常に柔軟な責任ですから、本来はもっと別の契約責任なりその他の責任がきちんと解釈論上確立されるべきであるところ、それが不十分なので不法行為によって埋め合わせていると、そういう例は他の分野でもたくさんあるのではないかと思いますので、積極的な根拠があって不法行為と言っているわけではありません。

#### 【シャルレ事件について】

○飯田 シャルレ事件判決の最後の「倒錯した理論構成」ではないかというところなのですから、これは確かに、結果的に頓挫しているので、あえて株主の利益に対する配慮義務というのは通さなくてもいいと思えるのですけれども、しかし、一般的に見ると、MBOにおいて不当な交渉をしないということはやはり株主に対する利益配慮義務みたいな観点から導かれるように思われます。通

常の不祥事事件とはやや性質が違っているので、やや迂遠な形ですけれども、判旨の理論構成も、それはそれとして理解はできるのではないかと思いますので、いかがでしょうか。

○山下 そうかもしれませんが、この事件であまりそれを延々とやる必要はなかったのかなという、それだけの感想です。（笑）

○伊藤 それでは、ちょうど時間になりましたので、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。ありがとうございました。