

2017年1月27日

第34回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

同志社大学 山下 友信

I レックス・ホールディングス事件

東京地判平成23・2・18金判1363号48頁

東京高判平成25・4・17金判1420号20頁

1 事実と判旨の概要

Y1 会社（レックス）

Y2（創業者、代表取締役）

Y3～Y5（取締役）

Y6（監査役）

Y7（社外監査役）

① レックス

H18.8.21 業績下方修正公表（株価30万⇒22日・25万、9月26日・14万）

11.10 業績下方修正

AP8公開買付プレスリリース（買付価格23万円、全部取得によるMBO）

取締役会賛同意見表明（Y2は不参加、他は全員賛成）（株価22万）

12.12まで AP8、91%の株式取得

19.3.28 株主総会全部取得決議

4.29 上場廃止

5.9 全部取得効力発生、その後AP8が合併、レックスに商号変更

12 債務超過、20年に入り回復

Xの請求・主張

Y2 会社法429条1項・民法709条による損害賠償

強圧的に全部取得を実施、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
善管注意義務違反

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
Y 3～Y 7 会社法429条1項による損害賠償
Y 2に対する監督義務違反
Y 1会社 会社法350条による損害賠償請求
旧レックスの代表取締役Y 2の不法行為
損害額 別件価格決定裁判による価格33万円と23万円との差額

一審判決 請求棄却
Y 2 株主共同の利益に配慮する義務 違反なし
利益相反の程度は強いが、不十分ながら解消措置がとられた
価格最大化の交渉義務あるか疑問、公開買付価格につき株主共同の利益に配慮
する義務違反なし、8月プレスリリースはジャスダック規則によるもの
他の被告も当然に責任なし

控訴審判決
Y 2～Y 7 を分けずに検討
MBOを行うことは経営判断
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）移転義務を負う 義務違反なし
取締役・監査役の義務が会社に対する義務であることは上記のことを排除しない
企業価値を反映した買収価格であるかどうかは株主の総意にゆだねるべきもの。ただ
し、本件ではその前提となる情報開示が不十分、総会決議でも不十分
AMC評価書による公開買付価格は客観的に適正
取締役は、MBO指針の定めるような情報提供義務は負わない
取締役は、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切
な情報を開示する義務を負う
8月プレスリリース 株価操作を疑われる理由があるが、実情に合致していた可能性
が高く、義務違反なし
賛同意見表明時 株価操作の疑いを払拭する情報を開示しなかったことは義務違反と
なり、疑いを払拭するためにAMC評価書を開示しなかったことが義務違反と
なる
義務違反と因果関係のある株主の損害はなし
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

2 出発点としての株主共同の利益

以下では、レックス・ホーレディングス事件（以下、レ事件という）高裁判決について検討する。

判決は、MBOを行うこと経営判断原則ということが出発点とされているが、それは実質的には意味のある判断示としては機能していないので、この点については省略する。MBOを行うという判断自体が善管注意義務に違反することは理論的には考えられるが、通常は問題となりえず、MBOの進め方が問題となるであろう。

レ事件では、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あるから、同項に関する判例法理では、取締役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ある。ところが、一審以来、原告が主張している任務懈怠は、MBOに際しての情報開示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り、会社に何ら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。それにもかかわらず、任務懈怠の要件がみ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うえで、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く。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る。

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認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できないという問題意識は古くからあったと思われるが、容易に認められるところではなかった。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り、理論の変更が要請されてきたものであろう。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り、会社全体の利益になることにより取締役の行為を正当化できないという考え方が学説では支配的となりつつあるといえる。このことについては、基本的には賛成すべきであるが、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、まずは判決の各判断について検討する。

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るが、判決は、これを否定し、代わりに公正価値移転義務を認めた。公正価値移転義務については、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する。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るとする根拠はないとして、価格最大化義務を否定しているので、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。換言すれば、なぜ価格最大化義務を負うといえないのかが実は重要な論点であり、これについては、後述する。

（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、本来株主の総意にゆだねられるべき問題であるとすることから出発する。

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が明らかでない。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を公正の表れと主張するようであり、判決もそれに答えているかのような部分もあるが、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る。しかし、少なくとも支配株主も議決権行使ができる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かない。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、株主の総意にゆだ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あるが、そうではあっても、この公正価値が株主の総意にゆだねられるべきであるという考え方には、学説も否定的に評価しているようであり、それには賛成することができる。ただ、株主の多数が賛同するということが、後述の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うるので、判決は問題の位置づけを取り違えているのではないかと思われる。

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つたことと、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つ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する。具体的には、公開買付価格の算定をした第三者の評価をレビューし、不合理なところはないとして、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する。

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る。

「そこで示された義務違反の基準は・・・価格に関して一応の説明さえつけば義務違反とはならぬ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巻11号51頁（2013））

もっとも、判決の立場に立つとすれば、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

も事後的にみ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われる。原告の本訴提起の動機としては、価格決定の裁判では33万円というのが公正価格とされたことがあるように思われるが、同裁判の価格決定は、レ社側の対応に問題があったことが大きく影響したことは指摘されているとおりであり、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ければ、証拠として提出された価格算定書等だけを見て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自ずから限界があり、判決の結論は不当なものとはいえないということになろう。

(3) 手続の公正さの審査

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から、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方が有力となりつつある。

(価格決定の裁判における審査のあり方に関する最判平成28・7・1を紹介したうえで)「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うべきであろう。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。」<ただし、注で米国では手続の審査が実質的なものであることを指摘>(田中亘「企業買収・再編と損害賠償」法律時報88巻10号24頁(2016))

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る。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が、その判断の過程としては、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り、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、公正な評価とはいえなくなるとされ、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ない。この点は、最判平成28・7・1の判旨をどのように理解し(現状のキャッシュ・アウトの実務程度であればそれで十分とする趣旨なのか)、また評価するかということにもかかってくるであろう。この点は、まだ学説の評価も明らかではない。

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ても、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する。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、それは否定したが、11月の公開買付賛同表明に際しては、8月にMBOの準備が進められていたことから、8月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いう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つたものとして、それらを開示しなかつたことが適正情報開示義務に違反したものとした。

本件事件は、MBO等に関するMBO指針、金商法の開示規制、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、会社法上の全部取得等についての事前開示規制も整備されたことから、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。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るし、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いえると考えられ、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うる。

そうであるとすると、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も、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思われる。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理解して、その当否を論じているように思われる。

「確かに、会社の運営・管理に直接関与せず、それ故十分な情報を持たない株主が適切な判断を行えるようにするために、一定の情報開示義務を取締役に課すことには合理性があるかもしれない。ただ、開示すべき情報の内容を（制定法や取引所規則といった形で）具体的に特定せず、「株主が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」といった、一般的・抽象的な内容の情報開示義務を課すことについては、何が開示すべき情報に当たるかを取締役が判断することが困難となり、買収・再編に対して萎縮効果を及ぼすのではないかという懸念がある。」<この後の部分では、取締役に義務を課すことは有意義ではあるが、日本法では取締役の責任リスクを高めるという問題があるとする>（田中・前掲27頁）

情報開示義務をどこまで負わせるべきかは大変な難問であるが、考えるべき視点はいくつか複合的にあるのではなかろうか。

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ある。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あるから、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うる。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あるが、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あるから、公開買付者に準じて考えることができる。

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かであるが、消費者取引でもないのでこれはそう簡単ではない。しかし、不実表示ということになれば、債権法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たが、錯誤取消事由の中に実質的に盛り込まれたように、情報提供義務よりは肯定しやすいといえる。もし不実表示は許されないという考え方立つとすれば、ある情報を開示しないことが実質的に不実表示といえるかどうかを検討することとなる。

第2に、株主利益配慮義務を負うとされる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ある。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あるが、取締役が株主利益配慮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る。

第3に、利益相反がある場合の情報開示という視点である。通常の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るが、これは利益相反取引を承認するかどうかの判断権者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。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あるから、利益相反がある取締役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。

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は否定しがたいことであると考えられる。上記のようにキャッシュ・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のような考え方によるものということができる。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るが、通常の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をすることが義務とされるということも認められてしかるべきであろう。

レ事件では、当時の法規制の下で情報開示がきわめて不十分なものであったという状況下では、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つたということであろう。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が、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と考えられる。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を、まずは実証的に明らかにしていく作業がされるべきであろう。

(5) その他—取締役の立場と義務違反の判断の方法

一審判決は、買収取締役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なかった。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各取締役の立場に応じた検討をしていない。このことをどう考えるべきか。なお、シャルレ事件では、買収取締役と社外取締役とを分けて検討している。

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。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る。この場合に利益相反取締役も、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るが、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は、利益相反取引についても必ずしも明らかではない。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ないし、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しても現実的には困難であろう。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が、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であろう。

5 價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うる。レ事件判決は、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が、たとえば、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、あるいは友好的買収の提案がされた場合に、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いわなければならない。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なけれ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ないであろうし、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。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る。有力学説もそのような方向で考えており、これには賛成することができるが、義務の具体的な内容について、M&A市場の実情がどのようなものかを踏まえてさらに議論を深化させが必要であろう。

(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)

(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202号23頁(2014))

6 判決の射程—株主利益配慮義務の波及

判決が、株主利益に配慮する義務を肯定したことは、学説からも広く支持されているが、これを肯定することは、会社法上の他の局面にも波及するところが少なくないと考えられる。以下、これを少し考える。

(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るので、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える。

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ないが、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はないと思われる。

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いると考えられる。

(2) 構造的利益相反がない会社の行為

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る(文言としては会社と買収取締役の利益相反といっている)。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、その射程は構造的利益相反が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うる。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る。この立場からは、たとえば、合併における合併比率など組織再編対価についても、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の場合といえども、自社の株主にとって不利益な合意をすることは義務違反となりうることとなる。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否定されていたわけではなく、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あるし、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り、株主利益配慮義務はすでに認められているということはできるかもしれない。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かろうか。

「取締役はMBOのような利益相反型の場合でなくとも、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うる状況なので、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ろうと思います。」(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34頁（2011）)

（3）義務違反の成否の判断

レ事件では、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った。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るが、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うことができる。

これに対して、利益相反とはい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、明確ではない。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ないが、事柄の性質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り、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ある。他方で、利益相反により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うる。

「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。」

「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』156頁(商事法務、2015))

(4) 義務違反の効果

判決では、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、適正情報開示義務違反を任務懈怠とすることにより、同項の責任を認めることができが従来の法解釈の上で可能となる。もともと、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ったが、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。

しかし、これはたまたま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われる。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ある。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423条1項の任務懈怠責任が認められるのであるから、同じく善管注意義務に根拠づけられる限りでは、429条1項に行く前に、株主に対して善管注意義務=任務懈怠責任が成立するかどうかが問題とされるべきである。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のも、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り、未だ生成途上の義務というのが実態ではないかと考える。

II シャルレ事件判決

神戸地判平成26・10・16金判1456号15頁

大阪高判平成27・10・29金判1481号28頁

1 事実と判旨の概要

事実（高裁による）

Y1 創業者の長男、取締役・代表執行役

Y2 Y1の母、取締役

Y3～5 社外取締役

B MBO担当執行役

H1.9～ 創業家一族とファンドC社とMBOを計画

20.7～ シャルレ委託の第三者の株価算定 想定した700円より高い

Y1 第三者算定株価より低い買付価格（700円）をBらに指示

8.1.4 C900円まで引下げ、Y1 さらに引き下げの方策を指示

8.2.7 Y1 以後取締役会等に不参加を表明、Y3らが以後交渉

8.3.1 取締役会で利益計画作成

9.5 Y3らの善管注意義務違反の可能性を示唆する法律事務所意見ドラフト
受領を拒否

9.1.3 利益引上げの計画を作成、Cに提出

9.1.7 Cが評価額を上方修正

9.1.9 公開買付公表（公開買付価格800円）、A社賛同表明、法律事務所から
法的論点に関する説明を受けていた旨記載

10.1.9 内部通報

10.3.1 第三者委員会報告

11.1.9 銀行の融資拒否

12.2 取締役会、賛同不可の決議、創業家一族も応募を撤回
公開買付不成立、MBO頓挫

X請求・主張

MBO頓挫による無駄な費用支出、会社の信用失墜から会社に対する任務懈怠責任

一審

争点 Y1ら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

Y3らの監視義務違反

Y 1 ~ Y 5 の情報開示義務違反

MBO 完遂尽力義務

MBO の合理性確保義務 Y 1 らには違反なし

MBO の手続的公正性配慮義務 Y 1 らは違反

株価決定の公正さ配慮義務 Y 3 らは違反なし（価格は不公正ではない）

手続的公正性監視義務 Y 3 らは違反なし

手続的公正性配慮義務 Y 3 らは違反なし

情報開示義務 Y 1 ら・Y 3 ら 9. 19 プレスリリースにおける法律事務所の説明を受けた旨の記載が義務違反

会社の損害は 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あり

控訴審

利益最大化義務

株主に対して公正価値移転義務を負う

株主に対して公正価値移転義務の違反がないとしても、企業価値の移転につき公正を害する行為を行えば、会社に対する責任は成立しうる

合理性確保義務 違反なし

公正な手続を通じた株主利益への配慮 株価算定への介入が義務違反、Y 2 も Y 1 の監督懈怠で違反

Y 1 らの価格算定介入についての監視義務違反、価格算定への不当介入 Y 3 らには義務違反なし（価格は不公正ではない）

情報開示義務違反 Y 1 ら、Y 3 らとも義務違反なし

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に発生した費用損害についての責任が問題となっている。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る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違反になるとしたものである。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ある。

「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。とはいっても、本判決により、MBO の遂行過程の一部にでも不公正な行為があれば、たとえ MBO 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るうことになり、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。」<続けて、買収取締役は交渉過程に関与しない実務が望ましいと指摘>（田中・前掲26頁）

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が、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。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であるが、これはレックス・ホールディング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かろうか。Y1らの買収取締役がMBOを行うこと自体は許容されたことであるが、MBOを進める上で会社の利益を侵害しないように行動することは取締役としては当然の義務であり、Y1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り、それが判明したことによりMBOの頓挫につながり、会社にもさまざまな費用損害が生じさせたものであり、Y1の任務懈怠責任を認めることは一審判決や高裁判決のようなさまざまな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かろうか。そのような意味で、本判決の先例としての価値は高くないものと考える。

(以上)

資料 レックス・ホールディングス事件高裁判決（抜粋）

「1 MBOに当たり取締役及び監査役が負う義務について

（1）取締役及び監査役の善管注意義務とMBOについて

ア 会社と取締役及び監査役とは、委任の関係に立ち、取締役及び監査役は、会社に対して、受任者として善良な管理者の注意義務を負い（会社法330条、民法644条）、取締役は忠実義務（会社法355条）を、監査役は取締役の職務執行を監査すべき義務（会社法381条1項）を、それぞれ会社に対して負っている。取締役が、MBOにより、その経営する会社を買収しようとする場合にも、当該取締役は、善管注意義務や忠実義務を免れず、例えば、取締役が、職務上の地位を利用し、会社の犠牲において自己又は第三者の利益を図るためにMBOを行うことが忠実義務に反することは明らかであり、仮にそのようなMBOが行われた場合には、これを阻止し得なかった他の取締役及び監査役についても、それぞれ善管注意義務違反の問題が生じ得るものと解される。

イ もっとも、MBO報告書及びMBO指針（甲6の1及び2）によれば、MBOは、一般に、市場における短期的压力を回避した長期的思考に基づく経営の実現や、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、従業員等の士気の向上などの狙いをもって行われ、規模の拡大等により複雑化した企業内部のインセンティブ構造（「インセンティブ構造」とは、要求や行動、それを引き出すために有効な刺激などが機能して成り立つシステムをいう。）を単純化し、経営者及び株主間のエージェンシー問題（「エージェンシー問題」とは、企業所有者である株主が経営を取締役に委任しているエージェンシー関係において両者の利益が一致しない問題をいう。）の解決を図るなどの経済的意義を有し、有効に活用すれば企業価値の向上に大きく資するものと評価されており、我が国においても、近年、増加傾向にあることが認められる。上記のようなMBOの経済的意義や社会的評価に照らせば、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。」

「・・・会社の利益は、ひいてはその所有者である株主の共同の利益であるから、MBOに当たっても、取締役及び監査役には、企業価値を適正に反映しない安価な買収価格による企業価値の移転によって、株主の共同の利益が損なわれるがないように配慮すべき善管注意義務があるというべきである。そして、MBOについては、前記(1)イで説示した社会的評価の一方で、取締役と株主との間に利益相反的構造が生じることや、大きな情報の非対称性があることなどが、弊害ないし懸念として指摘されており(甲6の1及び2並びに弁論の全趣旨)、いわゆる利益相反取引や競合行為と同様に、取締役及び監査役の善管注意義務による株主の共同の利益の保護が強く求められるものというべきである。会社にとって合理的なMBOであれば、企業価値を適正に反映しない安価な買収価格であっても取締役及び監査役に善管注意義務違反が生じないと解する被控訴人らの主張は、会社を株主の共同の利益から切り離して考えるものであり、営利企業である会社の性質に反するものというべきであるから、採用することはできない。」

「2 情報提供義務について

(ア) 情報提供義務に関する控訴人らの主張には、MBOを実施する場合、取締役が、当然に、その実施に至ったプロセス、当該時期にMBOの実施を選択した背景・目的、MBOが成功した場合の業績予測、MBOを実施しなかった場合の業績予測、MBO価格設定の根拠や交渉経過、株主が当該MBOについて反対をする場合の取扱いや、当該株主が取り得る手段等について、株主に対して、株式を売却するか否かの選択にとって強圧的な効果が生じないよう十分に配慮した充実した説明をすべき義務を負うかのように主張する部分がある。そして、MBO報告書及びMBO指針(甲6の1及び2)には、株主に対する

説明のあり方に関し、控訴人らが主張するような説明を提言する部分があることは、前記引用に係る原判決が認定した事実（前提事実を含み、前記のとおり改めた後のもの。以下「認定事実」という。）のとおりである。

しかし、認定事実のとおり、本件MBOは、平成18年11月10日（本件公開買付手続）から平成19年7月11日（本件任意売却手続）にかけて行われたものであり、当時はMBO報告書もMBO指針も存在していなかった。MBO指針は、その記載によれば、「実務上のMBOの公正なあり方を模索することにより、今後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、今後の我が国におけるMBOが、公正・健全な形で更に発展していくことを目的とする」（甲6の2・3頁）提言として公表されたものと認められ、このような提言は、慣行として取締役の行為義務となることがあるとしても、少なくとも、本件MBOの時点では、取締役の行為義務となっていたと解することはできない。したがって、本件MBOにおいて、取締役が、MBO指針に基づく情報提供義務を負っていたと解することはできず、他に、本件MBO当時、MBOを行う取締役が当然に負う特別な情報提供義務が存在していたと解する根拠は見当たらない。

(イ) もっとも、会社と取締役とは、委任の関係に立つものであり、個別の事案の具体的な事情の下で、MBOに関し、取締役に控訴人らが主張するような情報提供義務が生じる場合は当然あり得る（民法645条）。また、MBOの場合でなくとも、一般に、会社の業績等に関する情報開示を行うときには、取締役は、当該情報開示を適正に行うべき義務を、善管注意義務の一環として負っていると解される（証券取引法5～22条参照）。

本件の争点の一つは、8月プレス・リリースが本件MBOのための恣意的な株価操作だったのではないかという点であるところ（別紙3「争点整理表3」）、取締役が株価操作の目的で恣意的な情報開示を行うことは、MBOのためでなくても善管注意義務に反するものと解される。仮に株価操作とまで認められない場合でも、客観的にみて株価操作と疑わざるを得ない状況があるときは、受任者として善管注意義務を負う取締役に、その疑いを払拭する説明をすることが求められることもあり得るというべきである。また、認定事実のとおり、旧レックスは、本件公開買付けに際し、本件賛同意見表明を公表しているところ、株式公開買付けについての対象会社の意見表明は、証券取引法において、直ちに内閣総理大臣に提出すべきものと定められている（同法27条の10）。これは、株式公開買付けについて対象会社がどのような意見を有しているかは、株主が的確な判断をする上で重要な情報であるからであり、その重要性に鑑みて、本件MBO当時は任意であった対象会社の意見表明報告書の提出は、現在では義務化されるに至っている（金融商品取引法27条の10）。これらの法の趣旨に照らせば、本件MBO当時においても、取締役は、善管注意義務の一環として、株式公開買付けにつき会社として意見表明をするときは、当該意見表明において、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を負っていたと解するのが相当であり、例えば、賛同意見表明において、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しなかった場合には、善管注意義務違反の問題が生じるものというべきである。」

「3 價格最大化義務について

価格最大化義務に関する控訴人らの主張は、MBO先進国とされている米国デラウェア州の判例法上、MBOに際して取締役が負うとされているという「レブロン義務」なる義務を根拠とする主張であって、我が国で行われた本件MBOに直ちに妥当するものではない。仮に、上記主張が、企業価値の公正な移転を超えて売却価格を最大限に高める義務を負うという趣旨であれば（ただし、控訴人らが依拠するレブロン義務自体は、必ずしもそのような義務であるとは解されない。）、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、会社法上、取締役及び監査役の善管注意義務によって保護されると解する根拠は見当たらない。一方、上記主張が、企業価値の公正な移転を図るべき義務を負うとの趣旨であれば、それは控訴人らが主張する公正価値移転義務と異なるものとは解されない。」

「4 公正価値移転義務違反の有無について

（1）旧レックス及び被控訴人会社の経営状況等

（2）株主の意思確認について

・・・・イ 前記2で説示したとおり、MBOにおいて、株主は、取締役が企業価値を適正に反映した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が、会社の企業価値は、会社の将来の業績予想等の不確定的要素によって左右されるものである。また、MBOにおけるプレミアムが、MBOに際して実現される価値のうち旧株主に帰属すべき部分と解されることは前記説示のとおりであるが、MBO報告書及びMBO指針（甲6の1及び2）においても、旧株主に帰属すべき価値と取締役に帰属すべき価値とを客観的に区別して算定することや、MBO実施前の市場株価がこれらの価値をどれほど反映しているかの判別等は実際には困難であるため、「プレミアムが何%以上であれば妥当である」といった一義的、客観的な基準を設けることはできないとされており、適正な買収価格といつても、一定の幅があるのが通常である。そして、その幅の中でどの程度の評価をもって企業価値を適正に反映した買収価格と認めるかは、最終的には、企業所有者である株主の総意に委ねられるものと解される。本件においても、旧株前日終値に約11%のプレミアムが付された本件公開買付価格を適正と考えるか否かは、最終的には、前記（1）で認定したように、過去には劇的な急成長を遂げたが、次第に成長が緩やかになり、純損失を計上することもあった平成18年12月期の状況において、5月プレス・リリースや8月プレス・リリースを含めて、旧レックスが公表する業績予想や旧株の株価の推移をどのように

に捉え、今後の業績をどのように予想し、旧レックスの企業価値をどのように評価するかを踏まえた旧株主の総意に委ねられるものである。

ウ しかし、株主が適正な判断をするためには、その前提として、取締役による会社に関する適切な情報提供の下で、判断の機会が確保される必要がある。認定事実のとおり、MBO報告書及びMBO指針（甲6の1及び2）は、このことを踏まえて、株主の適切な判断機会を確保することを三つの原則のうちの一つとし、充実した情報提供を提言しているところであり、株主の適切な判断機会が確保されるような慣行が成立した段階では、上記慣行を履践したMBOに多数の株主が賛同した場合に、それを株主の総意と推認することも考えられる。また、MBOの場合に特別な慣行が形成される以前においても、会社法は、株主総会を株主の意思決定機関と位置づけ、その意思決定が適正に行われるよう厳格な規制を設けているから、株主総会において、適正な情報が株主に伝えられた上で、一定の買収価格によるMBOに賛成することが決議された場合には、仮に、その買収価格が客観的にはその時点での客観的な企業価値を反映した株式価格を下回るものであったとしても、特段の事情のない限り、当該MBOによる企業価値の移転は、株主の共同の利益を害するものとはいはず、反対した少数株主の保護を問題とすれば足りるものと解される。

しかし、本件MBO当時は、上記慣行が成立していないのはもちろんのこと、その提言をしたMBO指針さえ存在していなかったことは前記説示のとおりであり、本件MBOが株主総会の承認の上で行われたわけでもない。しかも、本件MBOでは、実際に、株主の意思決定の上で重要な情報開示が行われていなかったことは、後記4（2）イで説示するとおりである。このような情報の不開示は、それ自体として適正情報開示義務違反の問題を生じるが、公正価値移転義務との関係では、適正情報開示義務が果たされていない状況では、株主の多数が賛同したことをもって公正な企業価値の移転があったと推認することができないものというべきである。・・・

（3）本件公開買付価格の客観的適正さについて

・・・イ 以上のとおり、AMCと旧レックス経営陣との間に、AMCの中立性を損なわせるような関係が存在していたと認めるに足りる証拠はなく（前記ア（ア））、AMC評価書が採用した複数の算定方法を併用する方法（前記ア（イ））は、MBO報告書及びMBO指針において推奨されている方法である上、類似会社比準法及びDCF法からは本件公開買付価格は十分なプレミアム水準であるとしたAMC評価書の評価に不合理なところはない（前記ア（ウ））。そして、8月プレス・リリースが適正な市場株価の形成を妨げるものでないとのAMC評価書の判断が誤っていたとしても、市場株価法が適用できなくなるにとどまり、それが類似会社比準法及びDCF法による評価に影響するものではないから、上記判断が正当である以上、唯一プレミアム水準が低いとされる旧株前日終値について、同種事案と比較して積極的に妥当と評価するには至らないとの評価に止めたAMC評価書の評価を不合理なものということはできない（前記ア（エ））。そして、AMC意見書は、旧レックスの業績予想追加修正の不可避性を必須の要件としているが、旧レックスの業績

が、本件MBO後、更に下方修正されたことは認定事実のとおりである。

これらの事情を総合すると、8月プレス・リリースが株価操作であるとの控訴人らの主張の当否にかかわらず、AMC評価書の評価は、結論として、第三者による旧レックスの企業価値についての一つの客観的で合理的な評価として排斥し難いものと認められる。適正な買収価格に一定の幅があることは、前記説示のとおりであり、類似会社比準法及びDCF法からは十分なプレミアム水準とされる本件公開買付価格が、本件MBO当時の旧レックスの企業価値を反映した株式価格ではなかったと認めるることはできない。

(4) 公正価値移転義務違反の有無について

その他、控訴人らが主張、立証するところを総合しても、本件公開買付価格が、本件MBO当時の旧レックスの客観的な企業価値に比して低廉なものであったと認めるに足りる証拠はないから、本件MBOが株主間に不公正な企業価値の移転をもたらしたとは認められない。したがって、その余について判断するまでもなく、公正価値移転義務違反に関する控訴人らの主張は理由がない。」

「5 適正情報開示義務違反について

(1) 8月プレス・リリースについて

・・・・エ 以上とおり、8月プレス・リリースについては、本件MBO当時の事情のみからすると、恣意的な株価操作ではないかと疑われるのも当然といえるだけの理由があり（前記ア）、これが本件MBOとは関わりのない形式的な理由から公表されたかのような被控訴人らの主張は理由がないが（前記イ）、業績予想については、事後的、客観的にみて、8月プレス・リリースの方が5月プレス・リリースよりも旧レックスの実情に合致していた可能性が高く、特別損失増加分も、企業会計上の裁量の範囲内のものであったのであり、被控訴人Y2及び被控訴人取締役らは、実際に8月プレス・リリースの業績予想が旧レックスの実情に合致するものと認識するに至っていた可能性が高い（前記ウ）。

そして、認定事実のとおり、8月プレス・リリースは、適時開示規則に基づいて公表されたものであり、その3日後には、同じく適時開示規則に基づいて、平成18年12月期決算について見込みを公表する8月決算短信も公表されているところ、本件MBOを行うこと自体は許容されることであったから、その検討の過程で、業績予想や決算見込みが変更されたときには、適時開示規則に基づいて、これを開示することもやむを得ないと言わざるを得ず、8月プレス・リリースの公表自体をもって、直ちに適正情報開示義務違反と認めるることはできないものというべきである。

・・・・

イ 本件MBOに際しての情報開示について

（イ）8月プレス・リリースが、本件MBO当時の状況のみからすれば、本件MBOのための株価操作ではないかと疑われても当然といえるだけの理由があるものであり、その公表自体が適正情報開示義務違反といえないとしても、本件MBOとの関係では、本件情報

が開示されなければ、旧株主が、8月プレス・リリースとの関係で、本件MBOに係る適正な買収価格を判断し得ないことは、前記説示のとおりである。

MBO報告書及びMBO指針（甲6の1及び2）においても、業績の下方修正後にMBOを行うような場合において、MBOが成立しやすくなるように意図的に市場株価を引き下げているとの疑義を招く可能性がある場合には、より充実した説明が求められるとされている。本件MBOは、MBO報告書及びMBO指針の公表前に行われたものではあるが、当時においても、個別の事案の具体的な事情の下で、MBOに関し、取締役に控訴人らが主張するような情報提供義務が生じる場合があり得ること、旧レックスは、本件MBOに賛成する旨の本件賛同意見表明を行っており、意見表明制度の趣旨に照らせば、少なくとも、賛同意見表明を行う場合、取締役は、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つた場合に善管注意義務違反の問題が生じると解されることは、いずれも前記説示のとおりである。

ところが、本件賛同意見表明には、本件公開買付けは本件MBOのために行われる旨の説明がされているものの、本件MBOの準備が8月プレス・リリースの段階で具体的に進められていたこと（本件情報）や、その準備が進められる中で、なぜ5月プレス・リリースから僅か3か月で、これと全く異なる8月プレス・リリースが公表されることとなったのかに関する説明もなく、別紙5「業績予想」中「本件賛同意見表明」欄記載のとおり、8月プレス・リリースにおける「利益成長の大幅な鈍化」を「高い目標の計画設定による社員の負担感の増大と営業・管理両面での組織体制整備の遅れ」、「展開中の既存業態の継続的な進化とプランディングの遅れ」、「新業態開発においては企業の成長スピードに対応した展開が計画どおりに進捗していないといった問題」の「結果」と位置づけるにとどまっている。また、本件公開買付価格についても、第三者の意見としてAMC評価書及びAMC意見書を取得していたのに、そのことやその内容は開示されておらず、過去1か月の単純平均株価に対するプレミアムが説明されるに止まっている。そして、本件賛同意見表明の段階で、本件賛同意見表明以外の機会に、被控訴人取締役らが、本件情報やこれによって生じるであろう株価操作の疑いを払拭するための情報を開示したと認めるに足りる証拠もない。

本件賛同意見表明の段階でも、本件情報及びこれによって生じるであろう株価操作の疑いを払拭する情報を開示しなかった上記のような情報開示の状況は、本件の具体的な事実関係の下において、株主が、本件公開買付けに応じるか否かを判断するに当たり、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を公表しなかったものというべきであるから、賛同意見表明をする旨の決議に加わった被控訴人取締役らが、善管注意義務を尽くしたものとは認められない。一部の株主が、8月プレス・リリースによる株価操作の疑い等を主張して会社法172条1項に基づく取得価格決定を申し立て、別件高裁決定がされたのも、上記のような不適切な情報開示を背景にしたものと認められ、

被控訴人取締役らが、本件賛同意見表明の段階において、本件情報及びこれによって生じるであろう株価操作の疑いを払拭する情報を開示しなかった点については、適正情報開示義務違反があった（本件適正情報開示義務違反）と認めるのが相当である。

(ウ) なお、AMC評価書及びAMC意見書の不開示について、被控訴人らは、第三者による意見書は、平成18年12月13日施行の平成18年内閣府令第86号による改正後の「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令」（平成2年大蔵省令第38号）においても、公開買付者に開示が義務付けられるにとどまること（甲46の2、47）を指摘する（別紙2「争点整理表2」の「被控訴人ら」欄中「1. 株主の意思確認に関する事情」[1]）。

しかし、認定事実によれば、上記内閣府令は、本件MBOより前の同年9月には、案として公表され、本件公開買付期間が終了した翌日に施行されたものであり、東京証券取引所が同日公表した「合併等の組織再編、公開買付け、MBO等の開示の充実に関する要請」においても、「MBOの際における開示について、対価の公正性や株主との利益相反回避措置等に関する説明を充実すること」が要請されているのであり、本件MBO当時においても、MBOについて取締役からの情報提供の充実を求める機運は社会において既に相当高まっていたと認められる。そして、控訴人らの主張するような情報提供義務が事案によって認められることは、これまで説示してきたとおりであるところ、本件では、8月プレス・リリースについて、旧株主から株価操作ではないかと疑われるのも当然といえるだけの理由があるのであるから、取締役は、受任者として、その疑いを払拭する説明をすることが求められたというべきであり、第三者機関の意見であるAMC評価書及びAMC意見書を開示しなかったことは、適正情報開示義務に反するものというべきである。

・・・

(3) 本件適正情報開示義務違反による損害について

・・・以上によれば、被控訴人取締役らには、本件賛同意見表明の段階における情報開示について、本件適正情報開示義務違反があったと認められるが、これにより、控訴人らに損害が発生したと認めることはできない。したがって、その余について判断するまでもなく、適正情報開示義務違反を理由とする控訴人らの請求には理由がない。」