会社の非上場化の場面における取締役の義務

白井正和

1. はじめに

近年では、わが国でも、とりわけMBO¹⁾を通じて上場会社の非上場化 (going private) を実現しようとする事例が増加する傾向にある。例えば、2006年12月13日 (平成18年証券取引法改正の施行日) から2013年12月末日までの間にわが国で開始された公開買付け (全部で487件) のうち、公開買付者から提出された公開買付届出書においてMBO (MEBOを含む、以下同じ) による公開買付けである旨の記載が存在するものは99件あり²⁾、同期間に開始された公開買付け全体に占めるMBOによる公開買付けの割合は約2割にのぼる。このように、MBOを通じた上場会社の非上場化は、今日では、わが国においても決して稀な現象であるとはいえないだろう。

MBOにより上場会社を非上場化する場面では、非上場化を通じて株主管理コストの削減などの企業価値の向上が一定程度は可能となる一方で、株式を強制的に奪われる対象会社の株主の利益保護をどのようにして図るべきかが喫緊の課題となる。仮にわが国のMBOの場面における対象会社の株主の利益保護が不十分であるとすれば、投資家のMBOについては株式投資そのものに対する不信を募らせることになり³⁾、わが国の資本市場の健全な発展を阻害する可能性すらないとはいえないからである⁴⁾。そして、従来わが国では、MBOにより会社を非上場化する場面における対象

---

* 本稿は、2016年3月29日に日本証券業協会「第1期JSDA キャピタルマーケットフォーラム」において行った研究報告の原稿を基礎に、同年12月末日までの状況を踏まえた加筆修正を加えたものである。

1) MBOとは、一般に、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 (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」4-5頁 (2007年9月4日公表))。一概に株式の購入といっても多様な方法が存在するが、以下では、第一段階目として、公開買付けにより株式を購入するとともに、第二段階目として、公開買付けに応じない株主を組織再編等を通じて対象会社から締め出すことによって株式を取得する取引を、典型的なMBOとして議論の対象とする。

2) 白井正和「利益相反取引における利益相反回避措置の現状」田中亘=森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け』(有斐閣, 2016年) 359頁。

3) 仮にMBOを通じた会社の非上場化が起こる頻度がわが国ではきわめて稀であるといえるのであれば、たとえわが国のMBOの場面における対象会社の株主の利益保護が不十分であったとしても、そのことが投資家の株式投資に対する不信を募らせることにまではならないと考える余地はあるのかもしれないが、既に述べたように、今日のわが国では、MBOを通じた会社の非上場化は決して稀な現象であるとはいえない。

4) 資本市場の発展のためには投資家を保護する法制度の充実が必要であることを主張するファイナンス分野における近年の代表的な見解として、Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, & Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, 57 J. FIN. 1147 (2002) がある。また、以上の見解を裏づける実証研究の結果を紹介するものとして、Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, & Robert Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 52 J. FIN. 1131 (1997) (投資家保護が充実している国ほど、GNP対比での投資家から調達する資金の割合が大きく、資本市場が発展しているものと評価できる)、Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, & Robert Vishny, *Law and*

会社の株主の利益保護の問題については、反対株主による株式買取請求権の行使（株式取得価格の決定申立てを含む、以下同じ）を通じて「公正な価格」を保障することで、個別に救済を図ることが主として念頭に置かれて議論が展開されてきた⁵⁾。ところが、近年では、MBOの場面における対象会社の取締役の会社法上の義務違反の有無が重要な争点となった裁判例が複数示されたことも一因となり⁶⁾、学説上も、MBOの場面における対象会社の取締役の義務に関する議論が盛り上がり始めている⁷⁾。

こうした状況を踏まえて、本稿は、主としてMBOを通じた上場会社の非上場化の場面を念頭に置きながら、同場面で近年重要性を増しつつある対象会社の取締役の会社法上の義務に焦点をあてて検討を試みる。具体的には、わが国の制定法体系の下で、MBOの場面における対象会社の取締役に対して、株主の利益保護の観点から会社法上の義務を課すことをどのようにして導き出すべきかについて検討を試みる。

2. 対象会社の取締役の義務に関する解釈論上の工夫の必要性

(1) MBOの場面

MBOの場面では、本来は企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき対象会社の取締役が、自ら同社の株式を同社の株主から取得することになるため、株式の売り手と買い手という関係に立つ株主と取締役の間には構造的な利益相反関係が認められる。また、MBOの場面では、株式の買い手である取締役の方が、売り手である株主よりも、対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有しているという特徴も観察することができる⁸⁾。このように、MBOの場面では、対象会社における株主と取締役との間には構造的な利益相反関係および情報の非対称性が存在するため、MBOの場面で取締役に株主の利益を不当に害さないよう行動する義務を課す必要性があること自体は、近年では価値判断として一般に共有されているといえよう。もっとも、取締役に義務を課す必要性それ

Finance, 106 J. POL. ECON. 1113 (1998); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, & Robert Vishny, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1999)（投資家保護が充実している国ほど株式の所有が分散している傾向がある）、Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, & Robert Vishny, *Agency Problems and Dividend Policies around the World*, 55 J. FIN. 1 (2000)（投資家保護が充実している国ほど高額の配当を行う傾向がある）などがある。

ただし、以上の実証研究に対しては、各国の法制度の現状に対する評価の正確性および一貫性、投資家保護の水準を示すために用いられる指標の選別の適切性、または得られた相関関係に対する解釈の妥当性（例えば「法の起源」を外生変数とみなすことの妥当性）などに関して、有力な批判も数多く存在するところではある。以上の実証研究の到達点とその限界を端的に指摘するものとして、John Armour, Simon Deakin, Prabirjit Sarkar, Mathias Siems, & Ajit Singh, *Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis*, 6 J. EMP. LEG. STUD. 343, 348-351 (2009); John Armour, Simon Deakin, Priya Lele, & Mathias Siems, *How Do Legal Rules Evolve? Evidence from a Cross-Country Comparison of Shareholder, Creditor, and Worker Protection*, 57 AM. J. COMP. L. 579, 584-592 (2009) などがある。

5) MBOの場面における株式買取請求権の行使を通じた規律づけについては、例えば白井正和=仁科秀隆=岡俊子『M&Aにおける第三者委員会の理論と実務』（商事法務、2015年）42-51頁〔白井正和執筆〕を参照。

6) 裁判例の詳細については、本稿3を参照。

7) 学説上の見解の詳細については、本稿4を参照。

8) 石綿学『MBOに関する指針の意義と実務対応』旬刊商事法務1813号（2007年）4頁等。

自体は価値判断として一般に共有されてはいるものの、取締役は「会社」に対して善管注意義務を負うとする法の規定（会社法330条・民法644条）からは、解釈問題として、MBOの場面で取締役に「株主」の利益を害さないよう行動する義務を課することが当然に認められるわけではない。

この問題に関連して、通常の商品経営の場面では、取締役は「会社」に対して善管注意義務を負うとする法の規定を前提としつつ、株式会社の営利性と株主の剰余権者性という中間項を媒介とすることで、会社ひいては「グループ」としての株主の利益を最大化する義務を取締役に課するという解釈を採用することが考えられる⁹⁾。もっとも、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の場面では、会社の利益と「グループ」としての株主の利益が一致なくなるため、このような説明だけでは、善管注意義務の一環として取締役に株主の利益を害さないよう行動する義務を導き出すことは容易ではない¹⁰⁾。そのため、通常の商品経営の場面において採用されている株主利益最大化の原則に基づく説明に依拠しつつ、MBOの場面において取締役に株主の利益を不当に害さないよう行動する義務を導き出すためには、例えば、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追加的な説明が必要となるが、非上場化を行うすべての会社において、このような追加的な説明が妥当するかどうかは疑問の余地があるだろう¹¹⁾。

（2） MBO 以外の会社の非上場化の場面

本稿の主題からはやや離れることになるが、会社の非上場化の場面で、対象会社の取締役に株主の利益を不当に害さないよう行動する義務を課す必要があることと、かかる義務を導き出すに当たり解釈論上の工夫が必要であることは、本稿2（1）で指摘したMBOを通じた会社の非上場化の場面に限られるわけではない。

典型的な場面として、上場子会社を同社の親会社（支配株主）が完全子会社化する場面では、支配株主と少数株主の間には、少数株主が保有する株式の買い手と売り手という関係が存在するため、両者の間には構造的な利益相反関係が認められる。それに加えて、株式の買い手である支配株主の方が、売り手である少数株主よりも、通常は対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有しているため、情報の非対称性も認められる。そして、上場子会社の取締役の人事権等は従来から支配株主が握っていることからすれば、上場子会社の完全子会社化の場面では、上場子会社の取締役が支配株主の利益を図るべく、（例えば対価の額について支配株主と十分に交渉しないなど）少数株主の利益を不当に害する行動に出る危険性がないとはいえないため、MBOの場面と同様に、上場子会社の取締役に同社の少数株主の利益を不当に害さないよう行動する義務を課す必要がある¹²⁾。

9) 株式会社の営利性と株主の剰余権者性を根拠に、取締役は「グループ」としての株主の利益を最大化する義務を負うとする代表的な見解として、落合誠一「企業法の目的」岩村正彦ほか編『現代の法7』（岩波書店、1998年）20-25頁がある。

10) 白井正和「判批」ビジネス法務13巻11号（2013年）50頁等。

11) 特に、再上場を全く予定していない会社においては、このような追加的な説明を加えることにしても、通常の商品経営の場面において採用されている株主利益最大化の原則に基づく説明に依拠しつつ、取締役に株主の利益を不当に害さないよう行動する義務を導き出すことは困難である可能性がある。

もっとも、取締役は「会社」に対して善管注意義務を負うとする法の規定（会社法330条・民法644条）からは、解釈問題として、MBOの場面と同様に、上場子会社の完全子会社化の場面で、上場子会社の取締役に「株主」の利益を害さないよう行動する義務を課すことが当然に認められるわけではない。

さらにいえば、MBOを通じた上場会社の非上場化の事例にも支配株主による上場子会社の完全子会社化の事例にも該当しない非上場化の事例（例えば、対象会社との間で相互に資本関係を有しない同業他社が、対象会社の取締役会の賛同を得た上で買取者として対象会社の株式の買い集めを実施し、対象会社を非上場化しようとする事例など）であっても、対象会社の取締役に對して株主の利益を不当に害さないよう行動する義務を課す必要がないとは断言できない。このような非上場化の事例では、MBOの場面や上場子会社の完全子会社化の場面でみられるような構造的な利益相反関係までは認められないものの、それでも対象会社の株主と取締役の間には潜在的には利益相反関係が存在する可能性があり¹³⁾、こうした潜在的な利益相反関係に基づく対象会社の取締役の行動を、（通常の会社経営の場面で想定されているような）事後の取締役の選解任の可能性等を通じてあらかじめコントロールすることは困難だからである。

3. 裁判例の紹介と検討

(1) 問題の所在

本稿2(1)でみてきたように、とりわけMBOを通じて上場会社を非上場化する場面においては、取締役に株主の利益を不当に害さないよう行動する義務を課す必要性が認められる一方で、取締役は「会社」に対して善管注意義務を負うとする法の規定（会社法330条・民法644条）からは、解釈問題として、取締役に「株主」の利益を害さないよう行動する義務を課すことが当然に認められるわけではないことが問題として挙げられる¹⁴⁾。また、仮にMBOを通じて上場会社を非上場化する

12) 本文の記述に関する補足として、仮に上場子会社の完全子会社化がわが国ではきわめて稀な事例であるといえるのであれば、たとえわが国の完全子会社化の場面における少数株主の利益保護が不十分であったとしても、そのことが投資家の株式投資に対する不信を募らせることには至らないと考える余地はあるのかもしれない。もっとも、2006年12月13日から2013年12月末日までの間にわが国で開始された公開買付け（全部で487件）のうち、公開買付者から提出された公開買付届出書において親子会社間の公開買付けである旨の記載が存在するものは101件あり（白井・前掲（注2）359頁）、同期間に開始された公開買付け全体に占める親子会社間の公開買付けの割合は約21%にのぼる。もちろん、親子会社間の公開買付けのすべてが上場子会社の完全子会社化を意図したものであるとはいえないものの、以上の数字をみる限りは、少なくとも上場子会社の完全子会社化がわが国ではきわめて稀な事例であるとはいえないように思われる。

13) 対象会社の取締役は、対象会社の交渉力を利用して買取者との間で交渉することなどを通じ、買取後の会社における役職の確保、顧問契約・コンサルタント契約の締結、退職金の増額その他の報酬関連の利益を得ることが可能であり、かかる利益を得るために対象会社の株主の利益を犠牲にする可能性はないとはいえないからである。友好的な企業買取の場面における潜在的な利益相反問題については、白井正和『友好的買取の場面における取締役に對する規律』（商事法務、2013年）32-59頁を参照。

14) なお、本稿2(2)で確認したように、本文で指摘した問題は、上場会社を同社の親会社（支配株主）が完全子会社化する場面においても同様に生じうる。

場面において、取締役に「株主」の利益を害さないよう行動する義務を課すことが解釈論上可能であるとしても、その場合の取締役の義務違反の有無の判断基準についてはどのように考えるべきかという問題も残されている。

こうした問題の所在を念頭に置きながら、以下では、MBOの場面における対象会社の取締役の善管注意義務に関して注目すべき判断を示した近年の代表的な裁判例として、レックスHD損害賠償請求事件高裁判決¹⁵⁾ およびシャルレ株主代表訴訟事件地裁判決¹⁶⁾・同高裁判決¹⁷⁾を紹介し、その内容について検討を試みることで、裁判例の現在の立場を明らかにするとともに、今後議論すべき法的課題が何であるかを改めて確認してみたい。

(2) レックスHD損害賠償請求事件高裁判決

① 事実の概要

Y1社は、平成18年11月10日、A社の普通株式1株につき23万円を公開買付価格とする公開買付け（以下、本稿3(2)において「本件公開買付け」という）を実施する旨を公表し、本件公開買付けの結果として、A社の発行済株式総数の91.51%を所有するに至った¹⁸⁾。その上で、A社は、平成19年3月28日、同社の株主総会において全部取得条項付種類株式の取得決議を可決させ、本件公開買付けに応募しなかった株主から株式を強制的に取得した。その後、A社はY1社に吸収合併された。

以上のA社に対する買収の過程において注目すべき点として、本件公開買付けが成立した場合、A社の創業者であり代表取締役であったY2は、Y1社に33.4%の出資をすることが予定されており、特段の事情がない限り少なくとも5年間は、取締役会長としてA社の経営に当たることが予定されていた。また、A社の取締役会は、本件公開買付けに先立つ平成18年8月21日に業績予想の下方修正を発表し、その後も同年11月10日、平成19年2月26日および3月1日に、相次いで業績予想の下方修正を発表していた。

こうした状況の中、A社の株主であったXらが、本件公開買付けおよび全部取得条項付種類株式の全部取得によるMBO（以下、本稿3(2)において「本件MBO」という）が実施されたことにより、その所有するA株式を1株当たり23万円という低廉な価格で手放すことを余儀なくされ、適正価格である1株当たり33万6,966円との差額に相当する損害を被ったなどと主張して、Y1に対しては会社法350条または民法709条に基づき、Y2に対しては会社法429条1項または民法709条に基づき、A社の取締役または監査役であったY3～Y7に対しては会社法429条1項に基づき、損害賠償を請求する訴えを提起した。なお、A株式1株当たり33万6,966円という価格は、会社法

15) 東京高判平成25年4月17日判時2190号96頁。

16) 神戸地判平成26年10月16日判時2245号98頁。

17) 大阪高判平成27年10月29日判時2285号117頁。

18) 公開買付期間は平成18年11月11日から同年12月12日まで。また、1株につき23万円という公開買付価格は、本件公開買付けの実施が公表された日の前日までのA社の過去1か月間の市場株価の終値の単純平均値である20万2,000円に、約13.9%のプレミアムを加えた価格である。

172条に基づく A 株式の取得価格の決定申立てにより決定された価格である¹⁹⁾。

原判決²⁰⁾は、株式会社の取締役は、善管注意義務および忠実義務の一環として株主の共同利益に配慮する義務を負うとしつつも、本件 MBO は、企業価値の向上を目的とするものであり、当時の証券取引法等の関係法令に違反するものではなく、かつ、利益相反を解消するための措置も一応はとられていたことから、株主の共同利益に配慮する義務に違反したものとはいえないなどとして、Xらの請求を棄却した。Xら控訴。

② 判旨

控訴棄却。

「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。……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切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……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。「MBOについては、……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……、いわゆる利益相反取引や競争行為と同様に、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」。

「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実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。「Xらの主張は、……個別の事案において生じる義務又は情報開示を行うときにその情報開示を適正に行うべき義務（以下「適正情報開示義務」という。）を主張するものとしては、理由がある」。

19) 東京高決平成20年9月12日金判1301号28頁。同決定に対しては最高裁に抗告されたが、最高裁は抗告を棄却した（最決平成21年5月29日金判1326号35頁）。

20) 東京地判平成23年2月18日金判1363号48頁。

「価格最大化義務²¹⁾に関する X らの主張……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……、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」。

以上のように、本判決は MBO の場面における取締役の義務についての一般論を述べた上で、公正価値移転義務については、本件 MBO に際して A 社が取得した第三者評価機関の評価書の評価を不合理なものということではできず、同評価は A 社の企業価値についての 1 つの客観的で合理的な評価として排斥しがたいと指摘し、結論として、「本件公開買付価格が、本件 MBO 当時の A 社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 X らの主張は理由がない」と判示した。

これに対して、適正情報開示義務については、「Y2 ら取締役が、本件賛同意見表明の段階において、本件情報²²⁾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……と認めるのが相当である」として、義務違反を認定しつつも、「損害の発生が認められるためには、少なくとも、本件 MBO 当時、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が開示されていたとすれば、X らは、A 株 1 株について 23 万円を超える対価を取得できたと認められる必要があるというべきである」が、本件情報が開示されても、X らが 23 万円を超える対価を取得できたと認めることはできず、X らに損害が発生したと認めることはできないとした。

③ 検討

レックス HD 損害賠償請求事件高裁判決では、MBO の場面における対象会社の取締役の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という 2 つの義務が示されるとともに、取締役は公正価値移転義務から離れた価格最大化義務は負わないとされた。その上で、同判決は、以上の 2 つの義務の観点から本件の事案を分析し、本件では、取締役は公正価値移転義務には違反しないものの、適正情報開示義務には違反すると判示した。このように、同判決は、MBO の場面において取締役が負う義務の内容を具体的に示そうとした点で、まずは重要な意義を有する²³⁾。また、同判決は、取締役に適正情報開示義務違反が認められる場合に、当該取締役に損害賠償責任が認められるための要件を明らかにしており、この点も、MBO における取締役の責任を通じた規律づけの実効性に影響を与える重要な判断である。

本稿の問題意識との関係からは、レックス HD 損害賠償請求事件高裁判決で特に注目すべき点と

21) X らの主張によれば、価格最大化義務とは、株主の共同の利益のために会社の売却価格を最大限に高める注意義務を指す。

22) 平成 18 年 8 月 21 日に業績予想の下方修正を発表した段階で、本件 MBO の準備が具体的に進められていたという情報を指す。

23) 弥永真生「判批」ジュリスト 1456 号（2013 年）3 頁、玉井利幸「判批」岩原紳作ほか編『会社法判例百選〔第 3 版〕』（有斐閣、2016 年）113 頁。

して、MBOの場面における対象会社の取締役は、善管注意義務の一環として公正価値移転義務を負うことが明確に示された点が挙げられる。すなわち、同判決は、MBOの場面で取締役は（MBOの実実施時点の）株主に対して公正価値移転義務を負うと判示し、MBOを通じた株主間の不当な富の移転が取締役の善管注意義務違反と評価されうることを明らかにした²⁴⁾。このように、同判決を通じて、取締役はMBOの場面で（会社の利益とは区別された）株主の利益を図らなければならないことが明らかにされたわけであり、わが国の裁判所によってこうした株主に対する取締役の直接的な義務が正面から認められたことは、MBOの場面における構造的な利益相反関係および情報の非対称性の存在を踏まえれば、まずは大きな前進であるといつてよいだろう²⁵⁾。

もっとも、取締役に公正価値移転義務を負わせるというレックスHD損害賠償請求事件高裁判決が示した解釈については、なぜ「会社ひいては株主の共同の利益を図る」ことが取締役の株主に対する公正価値移転義務を導き出すことになるのかが明らかではないという問題が残されている。同判決にいう公正価値移転義務とは、端的にいえば、MBOの場面で取締役に会社の利益（企業価値）とは区別された個々の株主の利益を確保させようとする義務であるといえるが、そのような義務が、「会社ひいては株主の共同の利益を図る」ことからどのように導き出されるのかが明確ではないという問題である²⁶⁾。

また、レックスHD損害賠償請求事件高裁判決で示された公正価値移転義務は、いわば価格に着目する義務であり、価格が適正でありさえすれば（損害が発生しないのではなく）そもそも義務違反とはならないかのような印象を生じさせるが、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難く、そのため、価格に注目した義務違反の判断基準では、価格に関して一応の説明さえつけば義務違反とはならないという緩やかなものとならざるをえないことが危惧される。こうした点を踏まえれば、MBOの場面における取締役の善管注意義務違反の有無の判断基準としては、基本的には、利益相反関係を回避するための措置の利用状況等といった取引の過程により注目した基準の方が望ましいのではないかといった疑問も生じうるところである²⁷⁾。

（3） シャルレ株主代表訴訟事件地裁判決

① 事実の概要

A社は、女性用下着の製造、販売等を行う株式会社（平成26年会社法改正前の委員会設置会社）であり、平成20年当時、その株式を大阪証券取引所市場第2部に上場させていた。平成20年当時、A社の創業者の長男であるY1が同社の取締役兼代表執行役を務めており（なお、A社の創業者一

24) 同判決が示した公正価値移転義務と同判決の原判決が示した「株主の共同の利益に配慮する義務」との違いについては、白井・前掲（注10）49-50頁を参照。

25) MBOの場面で問題となる利益相反関係は、取締役と会社との間にあるというよりも、原則として取締役と（買収者以外の）個々の株主との間に存在すると考えられることからすれば、同場面では、個々の株主の利益保護を図り、取締役の行為を通じた株主間の不当な富の移転を防止するための手段を与えることこそが必要だからである。

26) 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の場面では、会社の利益と株主の利益が一致しなくなることについては、本稿2(1)を参照。

27) 白井・前掲（注10）51頁。

族は同社の総議決権数の過半数を直接・間接に保有する大株主であった)、Y1の母であるY2も同社の取締役であったほか、同社にはY3、Y4およびY5の3名の社外取締役がいた。

A社の創業者一族およびB社(投資ファンドの傘下企業)は、平成19年3月頃から、じり貧状態にある経営の現状を打破し、A社ブランドの認知向上と浸透拡大を図るべく、両者がA社を支配する体制への移行およびA社の非上場化を企図して、二段階買収(以下、本稿3(3)および(4)において「本件MBO」といい、本件MBOに係る公開買付けを「本件公開買付け」という)を計画した。その後、同計画に基づき、B社は本件公開買付けのためにC社を設立するとともに、C社が支配するD社およびE社が本件公開買付けの買付者(以下、本稿3(3)および(4)において「本件公開買付者ら」という)となることが予定された。

A社(社外取締役ら)と本件公開買付者らは、平成20年9月16日、A社が依頼した第三者算定機関であるF社等による株価算定結果を踏まえ、本件公開買付けにおける公開買付価格の交渉を行い、1株につき800円(以下、本稿3(3)および(4)において「本件公開買付価格」という)とする合意が成立した。そして、A社の創業者一族とB社らは、同月18日、本件MBOの諸条件に関する基本契約(以下、本稿3(3)および(4)において「本件MBO基本契約」という)を締結し、同契約に基づいて創業者一族は、その保有するA株式の全部につき本件公開買付けに応募することを合意した。なお、本件MBOの実施後は、本件公開買付者らを支配するC社の株式について、B社が50.8%を保有する一方で、創業者一族が設立したファンドが49.2%を取得し、A社の経営者についてはY1が取締役に就任する予定であった。同月19日には、本件公開買付者らは本件公開買付けの実施を公表し、これを受けてA社は本件公開買付けに賛同する旨の意見を表明した。

ところが、本件公開買付期間中に、A社の法務部や大阪証券取引所等に対し、A社において本件公開買付価格の算定手続に違法または不公正な点があった旨の内部通報が寄せられたことを受け、平成20年10月26日、A社の取締役会は第三者委員会を設置することを決議した。その後、第三者委員会は、同月31日付で、「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、……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。実際のところ、Y1は、本件MBOを頓挫させないためには、自らの主導の下、各利益計画の数値やF社による株価算定方法を操作することにより、株価算定結果を本件公開買付者ら側の想定価格(700円)に近づけるよりほかないものと考え、本件MBOの担当執行役であるGに対し、多数のメールを送信し多岐にわたる指示を行っていた。

こうした中、本件公開買付けに係る資金をC社に融資する予定であったH銀行は、平成20年11月19日、同資金につき融資を行わない旨の決定をし、C社に対してその旨を連絡した。なお、H銀行は、リーマン・ショックの余波を受け、以上の決定に先立つ同年10月13日に、米大手投資銀行であるモルガン・スタンレーの前倒し出資要請に応じる形で、同社に90億ドルの資本注入を行っていた。同年12月2日、A社は、取締役会において、本件公開買付けに賛同することができない旨の決議をした。C社は、この不賛同表明を受け、本件MBO基本契約の規定に基づき、A社の創業者

一族に対して本件公開買付けへの応募を撤回するよう請求し、創業者一族は応募を撤回した。その結果、本件公開買付けは応募株式数が買付予定数の下限に満たなかったために不成立となり、本件MBOは頓挫した。

以上の経緯を踏まえ、A社の株主であるXは、本件MBOを行うに際して、Yらが利益相反等の善管注意義務違反および忠実義務違反ならびに情報開示義務違反に当たる行為をし、そのために本件MBOが頓挫したことから、A社が無駄な支出をしたなどと主張して、A社に対する損害の賠償をYらに求める株主代表訴訟を提起した。

② 判旨

一部認容、一部棄却。

取締役は会社に対して善管注意義務を負い、同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にはこれを賠償する責任を負うが、「MBOの実施場面においても、この責任法理は当然に妥当するところ、MBOは、企業価値の維持・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上、その実施に当たっては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、その実施に当たって、上記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』（以下『MBO完遂尽力義務』という。）を負っているものと解される。

このような観点からいうと、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」。

「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、十分に予測される場所であって、このことは結果として価格自体の公正さが維持されるか否かに関わらない。

そうだとすると取締役は、企業価値の向上に資する内容のMBOを計画、実現（完遂）するための上記努力義務（善管注意義務）の一環として、『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（以下……『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」。

社外取締役である「Y3～Y5は、A社の取締役である以上、『本件公開買付価格の前提となる株価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』という。）があるほか、

上記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、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、A社の社外取締役として、……『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、取締役会を通じて、これを監視すべき』義務も負っていたものというべきである（以下、後者の義務を『手続的公正性監視義務』という。）」。

「取締役は、善管注意義務（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』義務を負っているものと解するのが相当である。「とりわけ、MBOに関わる公開買付けにおいて、利益相反を回避する措置を講じている場合、その具体的内容を賛同意見表明報告書に記載することが法令上定められているが、その趣旨は、対象者の意見の内容を適正に評価するために重要な情報であるため、対象者に重ねてこれを記載させたものであると解されており、このような法令の意図するところにかんがみると、(ア)上記利益相反を回避する措置に関する記載について虚偽の事実を公表したり、あるいは(イ)公表すべき重要な事項等を公表しない場合には善管注意義務違反を構成し得るものというべきである」。

本判決は、以上のように述べて、MBOの場面における取締役の善管注意義務の内容を明らかにした上で、Y1およびY1の行為を漫然と放置したY2には、手続的公正性配慮義務違反を認め、A社が「本件MBOの頓挫に至る過程において、それに関連して支出を余儀なくされた費用であるとの評価が成り立つもの」（合計で1億9,706万9,421円）の賠償を命じた。また、本判決は、A社のプレスリリースにおける利益相反を回避する措置の記載内容が、一般株主に対して、本件MBOの利益相反性等に関し誤解を生じさせるおそれのあるものであったことを理由に、Y1～Y5に情報開示義務違反を認めたものの、同義務違反とA社の損害との間の因果関係については否定した。

③ 検討

シャルレ株主代表訴訟事件地裁判決は、MBOが頓挫した事案において、対象会社の取締役が会社に対して負う善管注意義務の内容を明らかにするとともに、義務違反を認め取締役の会社に対する損害賠償責任を肯定した事例として、重要な意義を有する。同判決は、MBOの場面における取締役の会社に対する義務として様々な内容の義務を指摘するが、中でも、取締役の手続的公正性配慮義務を明示した点が同判決の核心部分であると評価できる²⁸⁾ことから、以下では同義務に焦点を当てながら同判決の内容を検討する²⁹⁾。

シャルレ株主代表訴訟事件地裁判決が採用した理論構成の特徴として、取締役の善管注意義務の一環として手続的公正性配慮義務を導き出すことを可能にするために、MBO完遂尽力義務という

28) 志谷匡史「判批」旬刊商事法務2061号（2015年）8頁等。

29) シャルレ株主代表訴訟事件地裁判決の検討に関する本稿3(3)③における記述の多くは、白井正和「判批」私法判例リマーカーズ52号（2016年）88-89頁に基づくものである。

中間項を用いた点が挙げられる。同判決は、MBO が会社経営上の重要問題であることや、その実施に当たり巨額の出費を伴うのが通常であることなどを指摘し、取締役は善管注意義務の一環として MBO 完遂尽力義務を負うとした上で、MBO の決定過程の公正さに大きな疑義が生じた場合には MBO が頓挫することは十分に予測されると述べて、取締役の手続的公正性配慮義務を導き出した。すなわち、会社に対する義務である善管注意義務の一環として、MBO を公正な手続で進めるよう配慮する義務（間接的にはあるが株主の利益を不当に害さないよう行動する義務）を導き出したのである。MBO の実施には株主の協力が通常は必要であること³⁰⁾に加え、MBO の決定過程の公正さに対する疑義は銀行などの MBO に資金を提供する主体の判断にも影響を与えうることなどを踏まえれば、MBO 完遂尽力義務という中間項を用いることで、善管注意義務の一環として手続的公正性配慮義務を導いた本判決の解釈には一定の説得力が認められる³¹⁾³²⁾。

確かに、シャルレ株主代表訴訟事件地裁判決が採用した以上の理論構成は、MBO の場面における株主の利益保護が、会社の利益を毀損する（本件では MBO が頓挫する）可能性を通じて間接的に図られるにとどまるとも解しうる点で、MBO の場面における株主の利益保護の要請に十分に應えるものではないといえるのかもしれない。もっとも、同判決の事案は、会社が被った損害の賠償を対会社責任（会社法423条1項）の規定を通じて追及する場面であったことからすれば、そのような場面において、取締役の義務の内容について会社の利益を中心に考察することは不適切であるとはいえないように思われる。本件とは異なり、MBO の場面で個々の株主が被った損害の賠償を対第三者責任（会社法429条1項）の規定を通じて追及する場合には、MBO の場面では会社の利益と株主の利益とが必ずしも一致しないことからすれば、取締役の善管注意義務の一環として株主の利益を害さないよう行動する義務を直接に（すなわち MBO 完遂尽力義務という中間項を介することなく）導き出す解釈が必要となる場合もあるだろうが、同判決の事案では取締役の対会社責任が争われている点を踏まえれば、同判決が採用した以上の理論構成は妥当と評価する余地が十分にあるだろう。

その上で、シャルレ株主代表訴訟事件地裁判決が採用した以上の理論構成との関係で指摘する必要のある内容が、MBO の場面における対価の公正さと手続的公正性配慮義務との関係である。同判決は、本件公開買付価格は公正であるとしつつも、手続的公正性配慮義務違反の観点から取締役の会社に対する責任を認めている。同判決の評釈の中には、こうした同判決の判断枠組みを批判す

30) 玉井利幸「『MBO 完遂尽力義務』の検討」南山法学39巻1号（2015年）91頁。

31) 川島いづみ「判批」判例評論681号【判時2268号】（2015年）169頁も、MBO 完遂尽力義務を有用な中間項であると評価する。

32) この点に関連して、MBO 完遂尽力義務という表現は、いったん MBO を計画した以上は何が何でも完遂させなければならないという印象を生じさせかねない点で、違和感のある表現であることは確かである（弥永真生「判批」ジュリスト1475号（2015年）3頁は、同義務のような積極的な義務を取締役が負うと解すべきなのかと問題提起する）。もっとも、MBO 完遂尽力義務の中間項としての機能にかんがみれば、同義務は、取締役は企業価値の向上に資する内容の MBO を計画した場合にはその実現に向けて尽力すべきであり、その妨げとなるような疑念を株主等に抱かせることのないよう注意して行動しなければならないことを内容とする義務と解することも可能であろう（川島・前掲（注31）169頁を参照）。そのように解するのであれば、例えば、当初計画した MBO が（取締役の行為とは関わりのない）事情の変化等により企業価値の観点からみて望ましくなくなった場合であっても、取締役は当該 MBO の中止・撤回を MBO 完遂尽力義務により妨げられることになることを必要はないように思われる。

るものもあるが³³⁾、こうした判断枠組みは、同判決がMBO完遂尽力義務を中間項として手続的公正性配慮義務を導いていることを踏まえれば、特に不自然な点はないように思われる。同判決で問題となっているのは（株式と引き換えに対価を受け取ることになる株主の損害ではなく）会社の損害であり、たとえ対価が事後に公正であると評価されたとしても、MBOの決定過程の公正さに大きな疑義が生じていた場合には、MBOが頓挫（またはMBOの完遂が大幅に遅延）し、会社に損害が生じることは十分に予想されるからである。そして、MBO完遂尽力義務により導かれる手続的公正性配慮義務は、その導出過程における理論構成からすれば、（少なくとも直接的には）MBOの頓挫可能性を問題とするものであると考えられるため、取締役が手続的公正性配慮義務に違反する行為をした場合には、たとえそのような行為が対価の決定にもたらした影響はMBOの過程で（法務アドバイザーの指導等により）事後には排除され、対価が公正に定められたとしても、当初の手続的公正性配慮義務に違反する行為が発覚すればMBOが頓挫することが十分に予想される限りは、過程全体でみても、当該取締役には手続的公正性配慮義務違反が認められると考えて差し支えないだろう。

（４） シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決

① 判旨

原判決一部変更。

「取締役は、委任者である会社に対し、善管注意義務を負っているところ、会社の営利企業たる性格に応じて、かかる義務は株主の利益最大化を図る義務に引き直され、かかる義務に違反する行為により会社に損害を生じさせた場合にはこれを賠償する責任を負う」。

「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」。ただし、株式の公正な価値を客観的に評価する方法が確立しているわけではないことを踏まえれば、「MBOを実施する際の株式価格の公正性は、株主に適切な判断機会を保証し、対象会社と買付者側の交渉において恣意性が入ることを排除し、公開買付けにおける買付者とされる者以外の者との競争の機会を保証し、できうる限り一般株主に対する強圧性を排除する措置を執る等の公正な手続を通じた株主の判断に委ねるほかないことになる。なお、……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。しかし、会社との関係を考えると、取締役が企業価値の移転について公正を害する行為を行えば、公開買付け、ひいてはMBO全体の公正に対する信頼を損なうことにより、会社は本来なら不要な出費

33) 飯田秀総「判批」ビジネス法務15巻7号（2015年）59頁。

を余儀なくされることは十分に考えられるから、取締役は、そのことによって会社が被った損害を賠償すべき義務を負うべきものと解される。このように、公開買付けあるいは MBO において、企業（株式）価値の移転について取締役が負う公正性に関する義務は、会社に対する関係と株主に対する関係では異なる点があることに留意すべきである」。

本判決は、以上のように述べて、MBO の場面における取締役の善管注意義務の内容を明らかにした上で、Y1 については、「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 F 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」と指摘し、また、Y2 についても、「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」と述べ、結論として、Y1 および Y2 には善管注意義務違反が認められるとした。ただし、「H 銀行が本件公開買付けに係る決済資金の融資を中止したことにより本件公開買付けの実施に重大な障害が生じ、これを主要な要因として本件 MBO が頓挫に至った蓋然性は高く、かつ、H 銀行による融資中止と Y1 の善管注意義務違反との関連を認めるに足りるまでの証拠はないのであるから、Y1 の善管注意義務違反と本件 MBO の頓挫との間の因果関係を認めることはできない」として、Y1 および Y2 が賠償責任を負うのは、Y1 の利益相反行為によって「本件 MBO の公正が疑われたことにより、A 社がその検証、調査等のために支出を余儀なくされた費用」（合計で 1 億 2,006 万 9,421 円）に限られるとした。また、客観的な事実経過と齟齬するものではないこと等を理由に、原判決とは異なり、Y1～Y5 に情報開示義務違反は認められないとした。

② 検討

シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決は、原判決に当たる同地裁判決と同様に、MBO が頓挫した事案において、対象会社の取締役が会社に対して負う善管注意義務の内容を明らかにした上で³⁴⁾、義務違反を認め取締役の会社に対する損害賠償責任を肯定した事例として、重要な意義を有する。

シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決が MBO の場面における取締役の善管注意義務の内容に関して判示するに当たって採用した理論構成の特徴として、(a) 株主の利益最大化を図る義務と (b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務とを区別していることがうかがえる点を、まずは指摘することができる³⁵⁾。(b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務は、レックス HD 損害賠償請求事件高裁判決で示された公正価値移転義務とほぼ同内容の義務であると考えられる³⁶⁾、レックス HD 損害賠償請求事件高裁判決が採用した理論構成に対しては、取引を通じ

34) 鳥山恭一「判批」法学セミナー733号（2016年）95頁等。

35) シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決では、(a) 株主の利益最大化を図る義務に関する説示と (b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務に関する説示との間が「また」という並列の接続詞で繋がれており、(a) 株主の利益最大化を図る義務から (b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務が導き出されるという構成にはなっていない。

36) 阿南剛「判批」旬刊商事法務2095号（2016年）36頁等。ただし、後述するように、シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決では、(b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務に基づいて、MBO の場面における公正な手続による株主利益への配慮義務を導き出しており、あくまで価格に着目する義務であるという側面が強かったレックス HD 損害賠償請求事件高裁判決

て株主が剰余権者としての地位を失うことになる MBO の場面では、会社の利益と株主の利益が一致しなくなるため、なぜ「会社ひいては株主の共同の利益を図る」（すなわち株主の利益最大化を図る）ことが取締役の株主に対する公正価値移転義務を導き出すことになるのかが明らかではない（そもそもそのような義務の導出は可能なのか）といった疑義が生じていた³⁷⁾。

こうした中、シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決は、MBO の場面で取締役は (b) 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うとして、既にレックス HD 損害賠償請求事件高裁判決で示されていた公正価値移転義務とほぼ同内容の義務を採用しつつも、こうした義務が株主の利益最大化を図る義務とは区別されるものである（株主の利益最大化を図る義務から導き出されるものではない）ことを示唆しており、論理的な意味での整合性を図っている。シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決の判断枠組みによれば、企業価値という観点からみて合理性を欠く MBO を取締役が推進しようとする場合には、(a) 株主の利益最大化を図る義務違反の有無が問題となる一方で、会社から締め出される個々の株主の経済的な利益保護の観点からみて不適切な（すなわち株主間で不当な富の移転が生じうる）MBO を取締役が推進しようとする場合には、(b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務違反の有無が問題となるのであろう。シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決が依拠すると思われるこのような整理は、十分に説得力のあるものであると評価することができる。

その上で、シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決が MBO の場面における取締役の善管注意義務の内容に関して判示するに当たって採用した理論構成の次なる特徴として、同判決では、(b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務に基づいて、(c) MBO の場面における公正な手続による株主利益への配慮義務を導き出している点が挙げられる。すなわち、同判決は、MBO の場面で取締役は (b) 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うとした上で、株式の公正な価値を客観的に評価する方法が確立しているわけではないことを指摘し、「したがって、MBO を実施する際の株式価格の公正性は、株主に適切な判断機会を保証し、対象会社と買付者側の交渉において恣意性が入ることを排除し、公開買付けにおける買付者とされる者以外の者との競争の機会を保証し、できうる限り一般株主に対する強圧性を排除する措置を執る等の公正な手続を通じた株主の判断に委ねるほかない」とするのである。レックス HD 損害賠償請求事件高裁判決で示された公正価値移転義務は、価格に着目する義務であるという側面が強かったため、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難いことを考慮すれば、そのような内容の義務をもって株主の利益保護を図ることは果たして適切か（MBO の場面における手続的な公正さを確保させる内容の義務を取締役に課す方が適切ではないか）といった疑問が生じるところであった³⁸⁾。これに対して、シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決では、MBO の場面における取締役

で示された公正価値移転義務とは、義務に基づいて取締役に要請されることになる行為規範の具体的な内容に関しては異なる面もあるという。

37) 詳細については、本稿 2(1) および 3(2)③を参照。

38) 詳細については、前掲（注27）とそれに対応する本文を参照。

の義務として、(b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務があると指摘することで、公正価値移転義務について判示したレックス HD 損害賠償請求事件高裁判決との整合性を図りつつも、(b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務から (c) MBO の場面における公正な手続による株主利益への配慮義務を導き出し、その上で、実際の実務取締役の義務違反の有無の判断基準としては、シャルレ株主代表訴訟事件地裁判決と同様に、同事件における手続的な公正さの有無を正面から検討しているのである。

以上みてきたように、シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決は、レックス HD 損害賠償請求事件高裁判決が採用した理論構成の問題点を（完全にではないもののある程度は）克服するとともに、取締役の義務違反の判断基準を（価格に着目する基準から手続に着目する基準に変えるなどして）実際の裁判所の審査に耐えられる内容にした点で、高く評価されてよい判決であるといえるだろう。

もっとも、シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決の判示内容を踏まえたとしても、MBO の場面における取締役の善管注意義務の内容に関する理論的な問題がすべて解決されたことにはならない。少なくとも、次の2つの点で検討の余地が残されているものと考えられる。第1に、シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決では、MBO の場面で取締役は (b) 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うとするが、そのような解釈を導く理論的な根拠は明示されていない。第2に、シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決では、(b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務から (c) MBO の場面における公正な手続による株主利益への配慮義務を導き出すとともに（便宜上「判示1」という）、それと同時に、会社の損害が問題となる場面においては、最終的に株主に対して公正な企業価値の移転が行われたとしても、手続的な公正さを損なうことで会社には損害が生じうるため、取締役はそのことによって会社が被った損害を賠償する義務を負うべきとも判示しているが（便宜上「判示2」という）、判示1と判示2は果たして整合的な内容であるということができのだろうかという問題が残されているように思われる。

この第2の点について、もう少し詳しく述べてみたい。シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決が示した (c) MBO の場面における公正な手続による株主利益への配慮義務は、あくまで (b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務を根拠として導き出されるものである以上、同判決の理論構成を前提とする限りは、手続的な公正さが損なわれつつも最終的には株主に対して公正な企業価値の移転が行われたと評価できる場合には、それが会社の損害が問題となる場面であろうと株主の損害が問題となる場面であろうと、取締役には義務違反が認められないとすることが理論的にはより筋が通っているようにも思われる³⁹⁾。同判決の理論構成によれば、(c) MBO の場面における公正な手続による株主利益への配慮義務は、(b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務を遵守させる観点から派生的に導き出されるものである以上、仮に最終的には株主に対して公正な企業価値の移転が行われたと評価できる場合には、取締役は (b) 一般株主に対して公正な

39) これに対して、シャルレ株主代表訴訟事件地裁判決のように、会社の損害が問題となる場面では、取締役の義務として、MBO 完遂尽力義務を中間項とすることで手続的公正性配慮義務を導き出すのであれば、判示2の内容はより説得力が増すと見える（が、シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決では、そのような理論構成を採用していない）。

企業価値の移転を図る義務に違反していないと解することが素直であり、そうであるとすれば、(c) MBOの場面における公正な手続による株主利益への配慮義務違反の有無を別途問題とする必要はないのではないかということである。筆者は、(シャルレ株主代表訴訟事件のように) 会社の損害が問題となる場面では、判示2で示されている内容に基本的には賛成であるが、そのための前提として、会社の損害が問題となる場面における取締役の義務の内容と株主の損害が問題となる場面における取締役の義務の内容とを意識的に区別した上で、会社の損害が問題となる場面では、(b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務から (c) MBOの場面における公正な手続による株主利益への配慮義務を導き出すよりも、(シャルレ株主代表訴訟事件地裁判決が示したように) 端的に会社の利益保護を図る観点から (c) MBOの場面における公正な手続による株主利益への配慮義務を導き出す方が適切ではないかと考えている⁴⁰⁾。

4. 学説の紹介・検討と私見

(1) 学説の紹介

本稿2(1)で述べたことの繰り返しにはなるが、MBOの場面では、株主と取締役との間には構造的な利益相反関係および情報の非対称性が存在するため、取締役に株主の利益を不当に害さないよう行動する義務を課す必要があること自体は、近年では価値判断として一般に共有されている。もっとも、取締役は「会社」に対して善管注意義務を負うとする法の規定からは、解釈問題として、MBOの場面で取締役に「株主」の利益を害さないよう行動する義務を課すことは必ずしも容易ではない。この点に関連して、通常 of 会社経営の場面では、株式会社の営利性と株主の剰余権者性という中間項を媒介とすることで、会社ひいては「グループ」としての株主の利益を最大化する義務を取締役に課すことが考えられるが、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の場面では、このような説明だけでは、取締役に負う善管注意義務の一環として株主の利益を害さないよう行動する義務を導き出すことは難しい。

こうした問題意識を背景として、近年の学説上は、以上の株主利益最大化の原則とは別の理論構成を採用することで、(MBOを含む)組織再編の場面において、取締役に株主の利益を害さないよう行動する義務を課すことが有力に主張され始めている。代表的な見解として、株主間の富の移転の防止を求める規定が会社法の中に存在する(会社法210条1号等)ことを根拠に、取締役に法令遵守義務を媒介として、株主間の富の移転を防止することは取締役に会社に対する義務であると解する見解(便宜上「第1説」という)⁴¹⁾や、会社法の一般的な態度は組織再編の対価が公正にな

40) (b) 一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務から (c) MBOの場面における公正な手続による株主利益への配慮義務を導き出すというシャルレ株主代表訴訟事件高裁判決が採用した理論構成は、会社の利益との関係で、取締役がなぜMBOの場面における手続的な公正さを害してはいけないのかが分かりにくいという点で、理論的には若干ではあるが難があるようにも思われるからである。

41) 玉井利幸「株式等売渡請求、キャッシュ・アウト、取締役の義務(1)」南山法学36巻3・4号(2013年)244頁。

るようにすべきというものであり、取締役の義務についても、組織再編の対価の公正性を確保することを会社法は予定していると解する見解（便宜上「第2説」という）⁴²⁾ などがある。

（2）検討

① 株主利益最大化の原則とは別の理論構成の採用

以上の第1説、第2説ともに、組織再編の場面で取締役に「株主」の利益を害さないよう行動する義務を課すための理論構成として、通常の商品経営の場面で用いられてきた株主利益最大化の原則とは別の理論構成を採用する方向性を採用しており、こうした検討の方向性について、筆者も賛成である。

株主利益最大化の原則は、会社の利益と株主の利益が一致する通常の商品経営の場面を念頭に、パイをいかに大きくするかが問題となる局面において取締役に對する規律づけとして機能する概念であるのに対し、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の場面では、会社の利益と株主の利益は必ずしも一致しないことになるため、パイの大きさだけでなくパイの分け方の適切性についても問題となり、このパイの分け方の適切性の問題に取り組むに当たっては、通常の商品経営の場面で用いられてきた株主利益最大化の原則に拘泥する必要はないからである⁴³⁾。

② 第1説の検討

その上で、第1説に関していえば、株主間の富の移転の防止を求める規定が会社法の中に存在する（会社法210条1号等）ことを根拠に、取締役の法令遵守義務を媒介として、株主間の富の移転を防止することは取締役の会社に対する義務であると解する点で、（例えば第2説と比較しても）具体的な会社法の規定に依拠した堅実な解釈論であるということができ、その点は高く評価することができる。

もっとも、第1説は、株主間の富の移転の防止を求める規定の例として会社法210条1号の有利発行の規定を挙げるが、有利発行の規定に基づくのであれば、株主総会の特別決議を経ることで取締役の行為は法令違反とは認められなくなるため、株主総会の特別決議を経ることが通常は求められる組織再編の場面では、対価が不公正であっても取締役に義務違反は認められないという結論が（組織再編の承認に関する株主総会の特別決議を経ている以上は）導かれることにもなりかねない。

42) 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）154頁。また、杉田貴洋「MBO対象会社の取締役の義務と責任」法学教室433号（2016年）23頁は、従前から、会社自体の利益に関わらない職務執行について、株主の利益に配慮すべきことが、取締役の善管注意義務の一環として存在するものとおおらかに考えられてきたと指摘する。田中亘「企業買収・再編と損害賠償」法律時報88巻10号（2016年）23頁も、取締役の職務の中には、会社の利益を通さず、直接に株主の利益に影響を与えるものがあり、その場合には、取締役は株主の利益のためにその職務を行うべきであることは、従来から認められてきたように思われると述べる。

43) 飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務」フィナンシャル・レビュー121号（2015年）149頁を参照。もちろん、MBOの場面において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追加的な説明を加えることで、株主利益最大化の原則の観点から取締役に株主の利益を害さないよう行動する義務を課すという解釈も考えられないではないが、このような追加的な説明が妥当する場面は必ずしも広いものではないだろう（詳細については、前掲（注11）とそれに対応する本文を参照）。

すなわち、第1説にいう取締役が遵守すべき「法令」の内容としては、有利発行の規定を根拠として挙げる以上は、株主総会の特別決議（またはそれに類似する何らかの多数決に基づく集団的な株主の同意）を経ることなく、株主間で富の移転が生じるような行為を取締役はしてはならないというものにとどまることが懸念されるのである⁴⁴⁾。

もちろん、株主総会の特別決議（またはそれに類似する何らかの多数決に基づく集団的な株主の同意）を経た以上は、たとえ対価が不公正であったとしても取締役に義務違反は認められないというのは1つのありうる価値判断であるとは思われるが⁴⁵⁾、私見では、とりわけMBOの場面（または支配株主による少数株主の縮出しの場面）に関していえば、たとえ株主総会の特別決議（またはそれに類似する何らかの多数決に基づく集団的な株主の同意）を経たとしても、株主間で富の移転を生じさせたことが、取締役の行為態様などからみて取締役の義務違反と解する余地は残しておくべきであると考ええる。組織再編の場面では、原則として、取締役（取締役会）による買収者の選択や買収条件等の交渉および判断の過程と、取締役の交渉によって形成された買収条件等を受け入れるか否かに関する株主による最終的な判断の過程という、役割の異なる二段階の判断枠組みが採用されていると理解することができるが⁴⁶⁾、MBOの場面（または支配株主による少数株主の縮出しの場面）では、構造的な利益相反関係が存在することに起因して、第一段階目の取締役による交渉および判断が適切に（すなわち対象会社の株主の利益に忠実に）行われることが必ずしも期待できないという問題が生じうる。そこで、こうした問題への対処という観点から、MBOの場面（または支配株主による少数株主の縮出しの場面）では、取締役に對して株主の利益を不当に害さないよう行動する義務を課すことが議論されてきたわけであるが、株主総会の特別決議（またはそれに類似する何らかの多数決に基づく集団的な株主の同意）を経ることで、たとえ対価が不公正であったとしても取締役に義務違反は一切認められないとするのであれば、第一段階目の取締役による交渉および判断が適切に行われることを十分に確保できなくなるおそれが生じるからである⁴⁷⁾。そのよ

44) 第1説の論者は、支配株主による少数株主の縮出しの場面を主に念頭に置いて議論を展開しているため、そのような議論について、本稿でMBOなどの組織再編の場面にいわば拡張した上で検討することは、そもそも適切ではないのかもしれない。もっとも、支配株主による少数株主の縮出しの場面に限ってみても、有利発行の規定を根拠とした株主間の富の移転の防止は、株主総会の特別決議（またはそれに類似する何らかの多数決に基づく集団的な株主の同意）を経ることなく、株主に経済的損失を被らせることを防止することを内容とするものであると考えられるため、本稿が本文中で述べた懸念は同様に妥当するといえるだろう。会社法上の有利発行の規定は、株主間で富の移転が生じるような行為をしようとする場合において、個別の株主の同意を要求しているわけでも少数株主のみからなる株主の同意を要求しているわけでもなく、原則として支配株主も参加することが可能な株主総会における特別決議の成立を要求しているに過ぎないからである。

45) 仮にこのような価値判断に立つのであれば、本稿が本文中で述べた懸念はそもそも妥当しないということになるだろう。

46) 詳細については、白井=仁科=岡・前掲（注5）18-23頁〔白井正和執筆〕を参照。これらの二段階の判断枠組みが有効に機能することを通じて、会社法は、組織再編の場面における対象会社の株主の利益を十分に確保しようとしていると考えられる。

47) もちろん、株主総会の特別決議を成立させるためには、第一段階目の取締役による交渉および判断が適切に行われることが必要である（そうでなければ株主が会社提案に賛同せず、特別決議が成立しなくなる）という意味において、株主総会の特別決議を要求することは、第一段階目の取締役による交渉および判断が適切に行われることを一定程度は確保するという側面もないわけではない。もっとも、株主の議決権行使には、合理的無関心やフリーライドなどの集合行為問題が存在することも踏まえれば、株主総会の特別決議を要求するだけで、第一段階目の取締役による交渉および判断が適切に行われることを十分に確保できていると考えることは困難であろう。

うな事態は、役割の異なる二段階の判断枠組みが有効に機能することを通じて、組織再編の場面における対象会社の株主の利益を十分に確保しようとする同場面における法の趣旨とは合致しないものであるといえるだろう。

③ 第2説の検討

次に、第2説について検討する。結論を先に述べるとすれば、筆者は、現時点では第2説の考え方に基本的には賛成である。第2説が述べるように、会社法には組織再編の対価の公正さを確保するための規定⁴⁸⁾が設けられているなど、会社法の一般的な態度は組織再編の対価が公正になるようにすべきというものであると考えられることからすれば、組織再編の対価の公正さを確保する上で有力な手段であるといえる取締役の義務の内容に関しても、組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることをもって取締役の義務の内容であると解することは十分に可能であろう。

確かに、このような第2説が提示する解釈論は、取締役は「会社」に対して善管注意義務を負うとする法の規定からは、必ずしも自然な解釈であるとはいえないという面もないとはいえない。もっとも、取締役は「会社」に対して善管注意義務を負うとする法の規定は、通常の会社経営の場面では、取締役に対して会社の利益を図る義務を課すことで「グループ」としての株主の利益も図られる関係にある（したがって、会社の利益とは別に株主の利益を図るよう取締役に義務を課す必要がない）ことに基づくものであると推察される。そうであるとすれば、条文の文言上は「会社」に対する義務とされていても、そのことは、組織再編の場面で顕著に観察できるように、会社の利益と株主の利益とが必ずしも一致せず、しかも取締役が職務として行う行為が（会社の利害を介すことなく）株主の利害に直接に影響を与えることになる場面において、取締役の義務の内容として、取締役に対して株主の利益を不当に害さないよう行動する義務を課してはならないということまで意味するものではないだろう。したがって、政策的な観点から必要性が認められるのであれば、取締役の義務の内容として、取締役に対して株主の利益を不当に害さないよう行動する義務を課するという解釈も許されてよいように思われる⁴⁹⁾。

ただし、第2説が述べるように、会社法には組織再編の対価の公正さを確保するための規定が設けられていることは確かであるが、そのことは、逆の見方をすれば、それらの規定が設けられていることをもって、組織再編の場面における株主保護のための仕組みとしては十分である（それ以上に、取締役の義務の内容として組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることを要求する必要

48) 株式買取請求権（株式取得価格の決定申立権を含む）に関する規定が代表的な規定であるが、それ以外にも、対価が著しく不公正な場合の組織再編の差止めに関する規定（会社法179条の7第1項、784条の2第2号等）や、特別利害関係人の議決権行使による株主総会決議の取消しに関する規定（会社法831条1項3号）も挙げられる。

49) そうであるとすれば、問題は、政策的な観点からみて、組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることを取締役の義務の内容と解することが、果たして必要であるといえるかどうかである。この問題については、本稿がすぐ後で論じるように、会社法に規定されている組織再編の対価の公正さを確保する規定だけでは、株主の利益保護を十分に図ることができないと考えられることからすれば、少なくとも、構造的な利益相反関係が認められるMBO（または支配株主による少数株主の縮出し）の場面では、組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることを取締役の義務の内容であると解することは、政策的な観点からは必要であると評価することができる。

はない)というのが会社法の趣旨であると考え余地もないわけではない。そうであるとすれば、第2説が示す論理展開に従い、組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることをもって取締役の義務の内容であると解するためには、会社法に規定されている組織再編の対価の公正さを確保するための規定だけでは、株主の利益保護を十分に図ることができないということまでいえないかもしれないだろう。そこで、以下では、会社法に規定されている組織再編の対価の公正さを確保するための規定をもって、株主の利益保護を十分に実現することが可能かどうかについて検討する⁵⁰⁾。

まず、対価が著しく不公正な場合の組織再編の差止めに関する規定(会社法179条の7第1項、784条の2第2号等)についてであるが、この規定は、株式等売渡請求や略式組織再編といったごく限られた場面でのみ利用可能な規定であることからすれば、かかる規定が存在することをもって、取締役の義務の内容として組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることを要求する必要はないとはいえない。

次に、特別利害関係人の議決権行使による株主総会決議の取消しに関する規定(会社法831条1項3号)についてみるが、この規定についても、(株主総会決議の法的安定性を確保する観点から)決議取消しの訴えの提訴期間は短く制限されていることなどを踏まえれば、かかる規定が存在することをもって、取締役の義務の内容として組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることを要求する必要はないとはいえないだろう。

最後に、株式買取請求権(株式取得価格の決定申立権を含む、以下同じ)に関する規定について確認する。わが国の株式買取請求権制度には、資本多数決に基づく忠実義務違反の組織再編に対する規律づけの機能が認められることは確かであり⁵¹⁾、悩ましい問題ではあるものの、組織再編の場面における手続または対価が公正とはいえないことなどについての具体的な立証が求められる株式買取請求権の行使には、実際には多大な費用と時間を要するため、上場企業等に数多く存在する零細な株主にとっては、株式買取請求権の行使は現実的な選択肢ではない可能性は否定できないところである⁵²⁾。そうであるとすれば、株式買取請求権の行使だけでは、(構造的な利益相反関係が認められるMBOの場面や支配株主による少数株主の締出しの場面では)取締役に対する規律づけとしては十分ではない可能性は否めないところであり⁵³⁾、株式買取請求権に関する規定が存在することを踏まえたとしても、取締役の義務の内容として組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることを要求する必要はないとはいえないように思われる。

50) このような検討は、政策的な観点からみて、組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることを取締役の義務の内容と解することが必要かどうかという検討と、実質的には内容が重なり合うことになる。詳細については、前掲(注49)を参照。

51) 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」旬刊商事法務1879号(2009年)5頁を参照。株式買取請求権制度の機能に関して同様の指摘をする見解として、中東正文「企業買収・組織再編と親会社・関係会社の法的責任」法律時報79巻5号(2007年)36頁等。

52) 株式買取請求権の行使には多大な費用と時間を要するため、株式買取請求権の行使可能性が株主にとって十分な救済手段となるかは疑問であると指摘する見解は、学説上数多く存在しており、近年の学説上の多数説を形成していると評価することが可能である。代表的な見解として、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号(2006年)80頁、中東・前掲(注51)36頁、笠原武朗「全部取得条項付種類株式制度の利用の限界」江頭憲治郎先生還暦記念論文集『企業法の理論(上巻)』(商事法務、2007年)252-253頁、清原健=田中亘「対談：MBO・非公開化取引の法律問題〔後〕」ビジネス法務7巻7号(2007年)74-75頁〔清原健発言〕、玉井・前掲(注41)261-262頁等。

以上みてきたように、会社法に規定されている組織再編の対価の公正さを確保する規定だけでは、株主の利益保護を十分に図ることはできないと考えられることからすれば、政策的な観点からは、取締役の義務の内容として、組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることを要求することが必要であるといえるだろう。そうであるとすれば、会社法に組織再編の対価の公正さを確保するための規定が設けられていることをもって、組織再編の場面における株主保護のための仕組みとしては十分である（それ以上に、取締役の義務の内容として組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることを要求する必要はない）というのが会社法の趣旨であるとは考えにくく、第2説が示す論理展開に従い、取締役の義務の内容として、組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることを取締役に要求することが現時点では適切であろう。

5. 議論のまとめ

これまでみてきた裁判例（本稿3(2)(3)(4)・学説上の見解（本稿4(1)(2)）に対する検討の内容を整理する観点から、以下では、わが国の制定法体系の下で、MBOの場面における対象会社の取締役に対して、株主の利益保護の観点から会社法上の義務を課すことをどのように導き出すべきかという問題についての筆者の私見を述べることにしたい。

筆者は、まず、本稿3(4)②で述べたように、会社の損害が問題となる場面における取締役の義務の内容と、株主の損害が問題となる場面における取締役の義務の内容とを意識的に区別することが適切であると考ええる。

その上で、会社の損害が問題となる場面では、MBOが会社経営上の重要問題であることや、その実施に当たり巨額の出費を伴うのが通常であることなどを踏まえれば、取締役は、「会社」の利益保護を図る観点から、企業価値の向上に資する内容のMBOを計画した場合にはその実現に向けて尽力すべきであり、(MBOが頓挫・遅延することや会社として不必要な支出を余儀なくされるといった事態を避ける観点から)MBOの実現の妨げとなるような疑念を株主等に抱かせることのないよう注意して行動しなければならないことを内容とする義務を負うと解すべきであろう。そして、MBOの実施には株主の協力が通常は必要であることに加え、MBOの決定過程の公正さに対する疑義は銀行などのMBOに資金を提供する主体の判断にも影響を与えうることなどを踏まえれば、上で述べたMBOの実現の妨げとなるような疑念を株主等に抱かせることのないよう注意して行動しなければならない取締役の義務の一環として、MBOの場面では、取締役は株主利益に配慮して公正な手続を履践する義務を負うと解すべきである⁵⁴⁾。ここで留意すべき点として、(会社の

53) また、株式買取請求権は、対象会社ひいては対象会社を取得した買取者に対して、「公正な価格」による株式の買取りを請求するものであり、対象会社の取締役に対して何らかのペナルティを科すものではないことを踏まえれば、対象会社の取締役の行為を規律する手段として株式買取請求権が機能するのは、MBOの場面や支配株主による少数株主の締出しの場面など、買取者と対象会社の取締役の少なくとも一部が経済的に一体であるような場面に基本的には限定されるだろう。したがって、MBOや支配株主による少数株主の締出しの場面以外の場面を念頭に置いたとしても、それらの場面で、株式買取請求権の行使が取締役に対する規律づけとして効果的に機能するとは考えにくいところである。

損害が問題となる場面における)このようなMBOの手続の公正さに対する取締役の義務は、MBOの場面で取締役が「会社」の利益保護を図るという観点から導き出されるものであることからすれば、仮に最終的には株主に対して公正な企業価値の移転が行われたとしても、MBOの手続的な公正さが損なわれることで「会社」には(MBOが頓挫・遅延したり不必要な支出を余儀なくされたりするなど)損害が生じる可能性が十分にあることを踏まえ、最終的に株主に対して公正な企業価値の移転が行われたことのみをもって、取締役には義務違反が認められないという結論は導かれるべきではないと考える。

次に、株主の損害が問題となる場面では、会社の損害が問題となる場面とは異なり、「会社」の利益保護を図るという観点から取締役の義務を導き出すのではなく、本稿4(2)③で論じたように、「株主」の利益保護を図るという観点から、組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることを取締役の善管注意義務の内容と位置づけるべきである。株主の損害が問題となる場面で「会社」の利益保護を図るという観点から取締役の義務を導き出すことは、MBOの場面における株主の利益保護が、会社の利益を毀損する可能性を通じて間接的に図られるにとどまるとも解しうる点で、会社の利益と株主の利益が必ずしも一致しないMBOの場面における株主の利益保護の要請に、十分には応えるものではない可能性が否めないからである⁵⁵⁾。その上で、組織再編の対価の公正さを確保するよう努めることを取締役の善管注意義務の内容と位置づけるとしても、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難いことからすれば、株主の損害が問題となる場面における実際の裁判所による義務違反の審査に当たっては、価格そのものに着目するのではなく、シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決で試みられたように、原則として、取締役が株主利益に配慮し公正な手続を履践したかどうかをメルクマールとすることが適切であろう⁵⁶⁾。

---

54) このような本稿が本文中で述べる義務は、シャルレ株主代表訴訟事件地裁判決にいう「手続的公正性配慮義務」や、同事件高裁判決にいう「MBOの場面における公正な手続による株主利益への配慮義務」と、内容的にはほぼ同じであるといえるだろう。

55) その一方で、「会社」の利益保護を図るという観点からMBOの場面における取締役の義務を導き出す場合には、仮に最終的には株主に対して公正な企業価値の移転が行われたとしても、そのことのみをもって取締役に義務違反は認められないという結論は導かれにくくなることから、会社の損害が問題となる場面では、「会社」の利益保護を図るという観点から取締役の義務を導き出すことで、会社の利益保護により資する内容の法律構成を採用することが可能になると解する余地がある。

56) そのための理論構成として、シャルレ株主代表訴訟事件高裁判決では、一般株主に対して公正な企業価値の移転を図る義務に基づいて、MBOの場面における公正な手続による株主利益への配慮義務を導き出しており、大変参考になるところである。同判決は、具体的には、MBOの場面で取締役は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うとした上で、株式の公正な価値を客観的に評価する方法が確立しているわけではないことを指摘し、したがって「MBOを実施する際の株式価格の公正性は、株主に適切な判断機会を保証し、対象会社と買付者側の交渉において恣意性が入ることを排除し、公開買付けにおける買付者とされる者以外の者との競争の機会を保証し、できる限り一般株主に対する強圧性を排除する措置を執る等の公正な手続を通じた株主の判断に委ねるほかない」とする。