MBO における取締役の会社に対する責任が認められた事例

【文献種別】 判決／大阪高等裁判所
【裁判年月日】 平成27年10月29日
【事件番号】 平成26年(ネ)第3078号
【事件名】 MBO株主代表訴訟控訴事件
【裁判結果】 原判決変更(上告・上告受理申立て)
【参照法令】 会社法423条1項
【掲載誌】 金判1481号28頁

LEX/DB 文献番号 25541709

事実の概要

A社(株式会社シャルレ)は、昭和50年に設立され、主として、女性用下着の試着販売を行うことを主たる営業形態とし、平成20年当時、その株式(以下「A株」という)を大阪証券取引所市場第2部に上場していた委員会設置会社であり、A社の創業家一族及びその資産管理会社がA株の総議決権数の55%以上を保有していた。

A社は、時代の変化に伴い、販売形態が社会情勢にそぐわなくなり、売上げが平成8年をピークに減少し続けた。そこで、A社のBらは、A社創業家の長男であるY₁に対し、A社の当時の経営陣を退陣させ、C社をアドバイザー、D社をパートナーとして行うMBO(以下「本件MBO」という)を提案し、Y₁は、C社との間で、C社をアドバイザーとする合意をした。そして、平成19年6月27日、A社の定時株主総会において、経営陣が刷新され、Y₁が代表執行役兼取締役、Y₁の母Y₂(以下、Y₁及びY₂を合わせて「Y₁ら」という)が取締役、Y₃～Y₅(以下、Y₃～Y₅を合わせて「Y₃ら」という)が社外取締役、Bを含む3名が執行役となった。

Bは、本件MBOのプロジェクトの責任者として、本件MBOを実施すべく、適正買付価格算定機関であるE社(株式会社KPMG)に対し、A株の株価算定を依頼したところ、E社より、平成20年7月30日付で、DCF法で1,104～1,300円、株式市価法で528～544円、株価倍率法(類似会社比準法)で897～1,129円とする算定結果のドラフトが開示された。他方、A株の公開買付け(以下「本件公開買付け」)のために、D社により設立されたF社がA株の株価算定をG社に依頼したと

ころ、DCF法で646～908円、市場株価法で498～600円、類似株式比準法で599～855円との算定がなされた。

Y₁は、本件MBOの資金調達の前算として130～150億円程度を予定し、D社が本件MBOにおける公開買付価格(以下「本件公開買付価格」という)につき700円を予定していることを認識し、E社とG社の株価算定結果に乖離が生じたことから、このままでは本件MBOが頓挫してしまうという危機感を抱いた。そこで、Y₁は、本件公開買付価格を700円とすべく、Bに対し、同年8月12日のY₃らとのミーティングに際し、C社の代表者Hを同席させる必要がある旨及びE社による価格の説明に際しては、A社の顧問法律事務所であるI法律事務所の弁護士を同席させない旨並びにE社がこれ以上算定結果を下げられないのであれば、DCF法を採用しないことや類似企業比較法において特定の企業を入れること及びE社がそれらを受け入れないのであれば、他の第三者評価機関に依頼することも検討すること等をメールにて指示した。ところが、Y₁は、公開買付価格の決定に関与することの法的リスクを避けるため、同年8月27日以降の本件MBOに関する取締役会及び役員ミーティングに参加しないこととしたため、それ以降、Y₃らを中心に、E社によるA株の株価算定の資料となった7月22日付利益計画の見直しが行われた。

その後、A社は、本件MBOに関する法律意見書のドラフトをI法律事務所より交付を受けた。当該ドラフトには、8月31日付利益計画がE社算定書の提出された後に作成された点等につき、Y₃らが善管注意義務に問われる可能性がある旨の記載があった。そこで、Y₃らは、I法律事務

所に対し、法律意見書の正本は不要である旨の回答をした。

そして、A社はD社らとの間で、本件公開買付価格を800円で合意し、同年9月18日、A社の創業家一族、D社、F社等の間で、A株の本件公開買付けを行うべく（A社の自己株式を除く発行済株式総数は1,938万335株）、解除請求権を含む本件MBO基本契約が締結され、創業家の資産管理会社の株式がF社に譲渡された。資産管理会社の株式の譲渡代金は、F社がJ銀行から融資を受けて支払われる予定であった。なお、D社らが800円という価格を受け入れたのは、創業家が保有していた資産管理会社の株式の譲渡価格を引き下げたためであった。また、同月19日、A社は、プレスリリースにおいて、F社の子会社が行う本件公開買付けに賛同の意見表明をしたが、その中に、「当社取締役会は、平成20年6月より、本取引に法的論点に関する説明を弁護士法人I法律事務所から受けております。」との記載があった。

ところが、同年10月16日以降、A社の法務部やI法律事務所等に対し、A社において本件公開買付価格の算定手続に違法な点があった旨の内部通報が寄せられた。そのため、A社において、第三者委員会や検証委員会が設置され、Y₁による利益相反行為の有無や株価算定を行う際の利益計画の検証が行われた。また、同年11月19日、J銀行がF社に対し、本件公開買付けに係る融資を行わない旨を連絡し、A社は、同年12月2日、本件公開買付についての不賛同表明を行った。そして、F社が本件MBO基本契約中の解除請求権を行使したため、創業家一族は、本件公開買付けの募集への応募を撤回し、本件公開買付けは不成立となり、本件MBOは頓挫した。

そこで、A社の株主であるXが、Y₁ら及びY₃らに対し、善管注意義務違反ないし忠実義務違反によりA社が無駄な費用を支出したとして、会社法423条1項、430条及び847条3項に基づき、5億円及びこれに対する遅延損害金の支払を株主代表訴訟で求めたのが本事案である。

一審¹⁾においては、Y₁らにつき、手続的公正性配慮義務違反が認められるとして、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1億9,706万9,421円及び遅延損害金の支払が命じられたが、Y₃らに対する請求は棄却された。

判決の要旨

Y₁らにつき原判決変更、Y₃らに対する控訴棄却。

1 「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。」

2 「Y₁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E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。以上のようなE社に対する株式価値の算定に対する介入が、許される限度を超え、MBOにおける取締役としての善管注意義務に違反するものであることは明らかである。

また、Y₁は、Bに対し、8月12日の役員ミーティングにHを同席させ、株価算定についての議論にI法律事務所の弁護士の同席をさせないように指示しているが、これも本件各メールの送信等と同様に、A社が買付者側と交渉する際に、買付者側の想定していた株価に近づけるよう、Y₃ら社外取締役を誘導するためにされたものと認めるのが相当であり、善管注意義務に違反する上記の行為と一環をなす行為と評価することができる。」

3 「9月19日付け賛同意見表明において、I

ドラフトが上記利益計画の変更についてY₃らが善管注意義務違反に問われる可能性が十分にあると指摘した事実及びY₃らがこのような指摘のある法律意見書の正本の受領を拒否した事実を記載しなかったことは、一般株主のA社の株式価格についての判断を誤らせるものとはいえず、上記各事実は、『公表すべき重要な事項』、『誤解を生じさせないために必要な事実』には当たらないと解するのが相当である。」

判例の解説

一 本判決の意義

本判決は、MBOに際して、取締役が公開買付価格を不当に低くするように働きかけ、MBOが頓挫した事案において、株主が取締役に対して、MBOに際して会社が支出した費用の損害賠償を求めた株主代表訴訟の控訴審判決である²⁾。

会社の経営者が自社株式を取得することになるMBOは、取締役側が自社株式を取得することから、取締役につき、①構造的な利益相反が生じ、②株式の売却側である株主との間に情報の非対称性が存在することなどの問題点が指摘されており³⁾、株主保護のために、MBOの対象会社の取締役に義務を課す必要が生ずる。

MBOにおける取締役の義務については、MBOが成功した会社の取締役に対して会社法429条1項に基づく責任追及がなされたレックス・ホールディングス事件の控訴審判決⁴⁾(以下「レックス判決」という)において、取締役は、善管注意義務の一環として、MBOに際し、公正価値移転義務及び適正情報開示義務を負うとの判示がされている。

本判決は、取締役の対第三者責任が問われたレックス判決における公正価値移転義務との整合性を図りつつ、MBOにおける取締役の善管注意義務違反を肯定し、取締役の対会社責任を認めた事例として意義を有する。

二 判決の要旨1、2について

本判決は、原判決と異なり、MBO完遂尽力義務及び手続的公正性配慮義務に言及せず⁵⁾、Y₁がBに対しメールにて、①E社がこれ以上算定価格を下げた算定書を提出できないにもかかわらず、DCF法の不採用や株価倍率法による対象業者

の拡大を指示し、E社がそれらを受け入れないのであれば、他の第三者機関に株価の算定を依頼することも検討することを伝えたこと(しかも、そのことがBを介してE社に伝わっていた)、及び、②8月12日の役員ミーティングに、創業家のアドバイザーC社の代表者Hを同席させ、株価算定の議論にI法律事務所の弁護士を同席させないように指示した(実際に、役員ミーティングにて、Hは同席し、I法律事務所の弁護士は同席しなかった)ことにつき、MBOにおける取締役の善管注意義務違反を認めた⁶⁾。本判決は、原判決に比して、Y₁の善管注意義務違反となる具体的な行為につき、明確にしているといえる。すなわち、Y₁からBに対する①の指示は、公開買付価格を買付者側の想定価格である700円に近づけるために行っているものであり、そのような指示が認められると、株価算定機関であるE社の独立性が損なわれ、Y₁の言いなりの株価算定書の作成を認めることになり、MBOにおける公開買付価格の公正さを害する。また、Y₁からBに対する②の指示は、A社の社外取締役Y₃らに対し、買付側のアドバイザーC社の代表者Hによる説明のみが行われ、E社の算定書とG社の算定書の乖離について、弁護士の見解を得る機会を奪うことによって、MBOにおける公開買付価格を買付者側の想定価格700円へと誘導するものといえ、MBOにおける公開買付価格の公正さを害する⁷⁾。そもそも、本件MBOは、J銀行より融資を受けて行うものであり、MBOに際して用いることができる予算に限度があったと考えられるが、本件公開買付価格は、最終的には創業家が保有していた資産管理会社の株式の譲渡代金を引き下げることによって800円となっており、当初より700円以上で設定することも可能であった。したがって、Y₁からBへの①②指示は、いずれも、限られたMBOの予算の範囲内で創業家の利益を優先し、公開買付価格の公正さを害する行為であり、本判決は、Y₁の善管注意義務違反となる具体的な行為として、公開買付価格の公正を害するような行為のみを認定している。

では、MBOにおいて、取締役の公開買付価格の公正を害するような行為を会社に対する善管注意義務違反としてよいか。この点につき、学説上は、取締役の会社に対する義務として、公開買付価格決定のプロセスの公正さが確保されるよう

にすべき義務を認めることに肯定的な見解が多い⁸⁾。上場会社のMBOにおいては、株主に対し、強制的な締出しの対価として、適正な対価を交付することが重要であり⁹⁾、本判決の述べるとおり、「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、……会社は本来なら不要な出費を余儀なくされ」、会社が損失を被ることもあるため、公開買付価格の公正を害するような行為を会社に対する義務違反とすることも正当化される¹⁰⁾。

本判決は、MBOにおける取締役の義務につき、株主との関係では、手続に瑕疵があっても、最終的に公正な価値の移転が認められれば、株主に損害がなく損害賠償義務は発生しないが、会社との関係では、公正を害する行為を行うと、会社は本来なら不要な出費を余儀なくされるため、損害賠償義務が発生する旨を判示している。学説上は、対価の公正性自体を直接に判断するのは困難であるから、交渉プロセスの公正性を審査して、これが公正であれば原則として対価も公正であると扱われるべき関係であるとして、手続の公正性を買取価格の公正性と切り離して位置付けることを疑問視する見解もある¹¹⁾。もっとも、本事案は取締役の対第三者責任でなく対会社責任が問われており、価格自体が公正であっても、会社の損害は発生しうる¹²⁾、Y₁の行為は、十分に公開買付価格の公正を害するような行為であることからすると、本判決のような構成も肯定されよう。

なお、本判決は、Y₁らの善管注意義務違反とMBO頓挫の因果関係を否定し、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に限定して、Y₁らの善管注意義務違反との因果関係を肯定し、原判決の認容額から合計7,700万円を減額している。

三 判決の要旨3について

本判決は、原判決と同様に、株主の判断のために、公表すべき重要な事項、誤解を生じさせないために必要な重要な事実の公表を怠った場合には、情報開示義務違反の問題が生じるとする。もっとも、本判決は、Y₃らの情報開示義務違反を認めた原判決と異なり、IドラフトがY₃らの善管注意義務違反の可能性を指摘した事実及びY₃らがそのような指摘のある法律意見書の正本の受領を拒否した事実の不開示が情報開示義務違反とな

るかにつき、I法律事務所の法律意見書の内容や法律意見書を受領しなかった理由なども考慮し判断している。本判決のように、Y₃らが7月22日付利益計画を修正して8月31日付利益計画を作成したことが利益相反行為に当たらず、I法律事務所の意見を受け入れなかったことに相当の理由があるとする、それらの事実は、一般株主のA社の株式価格について判断を誤らせるものとはいえず、情報開示義務違反が否定されることになる。

●—注

- 1) 神戸地判平26・10・16金判1456号15頁。
- 2) 本判決の評釈として、鳥山恭一「本件判批」法セ733号(2016年)95頁。
- 3) MBOの問題点につき、明石一秀ほか編『非公開化の法律・税務』(税務経理協会、2013年)3~6頁[松嶋隆弘]。
- 4) 東京高判平25・4・17判タ1392号226頁。
- 5) 鳥山・前掲注2)95頁。
- 6) 本判決は、Y₂につき、Y₁とBとのメールの転送を受け、その内容を知っていたことの推認のみにより、Y₁に対する監督義務違反を認めているが、Y₂の義務違反となる具体的な事実につき、より丁寧に認定してもよかったように思われる。
- 7) 学説上は、MBOにおいて、取締役と株主との間に、構造的利益相反が生じるため、取締役の義務違反の審査は厳格にすべきとの見解がある(志谷匡史「判批」商事2061号(2015年)10頁、玉井利幸「判批」新・判例解説Watch(法セ増刊)17号(2015年)130頁、鳥山・前掲注2)95頁)。
- 8) 志谷・前掲注7)11頁、村上康司「判批」愛学56巻3=4号(2015年)201頁、石山卓磨「判批」Monthly Report78号(税経システム研究所、2015年)33~34頁、鳥山・前掲注2)95頁。
- 9) 拙稿「判批」税務事例47巻6号(2015年)58頁。
- 10) 白井正和「MBO完遂尽力義務より導かれる手続的公正性配慮義務」金判1471号(2015年)1頁は、本判決の事案は、対会社責任の事案であることから、取締役の義務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とはいえないとされる。また、玉井・前掲注7)130頁は、原判決につき、MBO完了メカニズムを利用することで、価格形成過程の公正性という手続的な問題として取締役の義務内容に取り込み、司法審査の対象としたとされる。
- 11) 飯田秀総「判批」ビジネス法務15巻7号(2015年)61頁。
- 12) 川島いづみ「判批」判時2268号(判評681号)(2015年)170~171頁(24~25頁)。