

MBO における適正情報開示義務と 開示事項の検討

濱 村 実 子

目次

- I はじめに一問題意識
- II レックス・ホールディングス損害賠償請求事件判決の検討—適正情報開示義務を中心に
 - (1) 事案の概要
 - (2) 判決要旨
 - ① 8月プレス・リリースについて
 - ② 本件 MBO に関する情報開示について
 - ③ 損害について
 - (3) 検討
 - ① 8月プレス・リリースの株価操作目的の有無
 - ② 公開買付けへの意見表明で求められた情報開示
 - ③ 重要性の基準と、保護法益としての公正な買付価格
- III MBO における情報開示制度
 - (1) 証券取引所における適時開示の概要
 - ① 公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由
 - ② 算定に関する事項
 - (2) 適時開示の開示項目に対する評価
 - (3) 現行の適時開示項目は、開示義務の民事責任に結び付くか
- IV まとめにかえて

I はじめに一問題意識

レックス・ホールディングス損害賠償請求事件（以下「レックス事件」という）において、取締役は MBO において、公正価値移転義務とともに、適正情報開示義務を負うことが判示された¹。後者の義務については、事件当時の MBO に関する議論状況に鑑みて、MBO の場合の特別な義務というより、個別の事案の具体的な事情の下で、取締役に当然に生じ得る情報提供義務、または、法的な情報開示の際にはそれを適正に行うべき善管注意義務として説示された。

レックス事件判決以後、MBO に関する学界の議論および実務がいつそう進展するとともに、MBO に関する法制度整備が進められてきた。MBO は構造的に利益相反が生じる取引であり、かつ、株式の買手（取締役）と売手（株主）との間に重大な情報の非対称性が存在するため、公正な取引条件で行われることを当然に期待することができない。この問題に対応すべく、株主に対して、充実した情報を適正に開示することの重要性が強調される。例えば、MBO において株主に正確で充実した情報開示がなされること、また、情報開示に関する法的要請に取締役が応えることの意義が、経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」（2019 年 6 月）（以下「M&A 指針」という）において次のように整理される。第一に、MBO の取引条件の妥当性等につき、株主が適切に判断することを可能にする²。第二に、対象会社の取締役会や特別委員会による検討・交渉プロセスや判断根拠、株式価値算定に係る情報が事後的に開示され、株主らのチェックの下に置かれることで、取引条件の形成過程の透明性が向上すると期待できる³。

1 公正価値移転義務と適正情報開示義務は、相互に関連するものの、別個独立の義務と解される（三笥裕「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」金判 1422 号（2013）1 頁）。

2 M&A 指針 41 頁。

3 M&A 指針 41 頁。

MBO の場合の特別な義務として観念するかはともかく、対象会社取締役が適正な情報開示を怠れば、当該取締役に善管注意義務違反が認められる可能性があり、株主が被ったとする損害との相当因果関係が認められれば、当該株主に対して損害賠償責任を負うこととなる(会社法 429 条 1 項)。すなわち、株主は、MBO に関する情報開示に虚偽等があったこと、適切に情報開示がなされていれば、当該株主は実際とは異なる判断をしたであろうということ、そして、その判断をしていれば損害を被らなかつた(あるいは、より大きな利益を得られた)であろうということを立証することとなる。公開買付けを前置する二段階で行われる MBO の場合、株主が被る損害は、公開買付価格の額に左右されると考えられるところ、現実に決定された公開買付価格が不当に低いものであったと立証できるか否かが重要となる。典型的には、適正な情報開示がなされていれば、株主は当該公開買付価格が不当に低いと判断し、当該公開買付けに応じなかつたはずであるといった主張が考えられる。ただし、取締役が適正な情報開示を怠り、これに起因して株主が損害を被ったとするシナリオは、必ずしもこのように端的に主張・立証できるとは限らない。なぜなら、例えば、適正な情報開示がなされたとは認め難いものの、公開買付価格が不当に低い額であったとは認められない場合もあり得るためである。レックス事件はこのようなケースであった。

レックス事件に関して後述するように、対象会社取締役に対して MBO における義務違反に基づく損害賠償責任を追及する局面では、結局、公開買付価格が公正なものであったか否か(不当に低い額でなかつたか否か)の判断が重要であり、適正な情報開示が行われたか否かに関する判断の意義が一見大きくないように思われる⁴。また、損害賠償責任追及の訴訟の場

4 山下友信報告「会社法関連の近年の判例(2)―MBO・縮出しと取締役の責任」日本取引所金融商品取引法研究第9号46頁〔山下友信発言〕(2018)参照。

なお、本稿本文の趣旨は、取締役の損害賠償責任追及の局面において適正情報開示義務違反を問う意義が小さいのではないかという趣旨であり、適正な情報開示の意義そのものを否定する趣旨ではない。

において、適正に開示されなかった情報が明らかになったとしても、既に MBO に係る手続は終了しており、情報開示義務違反の有無を事後的な損害賠償責任追及訴訟で争うのは筋が良くないとの指摘がなされている⁵。

MBO における損害賠償責任追求訴訟において、適性情報開示義務に関する判断の意義が大きくないように見受けられるのは何故か。その要因は、裁判所の判断構造にあるのか、あるいは、適正情報開示義務が問題となる既存の情報開示制度にあるのか。このような問題意識のもと、本稿では、MBO における適正情報開示義務の違反につき、取締役に対する損害賠償責任の有無の判断のあり方、および、MBO に係る情報開示制度について、次のとおり検討する。Ⅱでは、レックス事件について適正情報開示義務の部分に着目して検討する。Ⅲでは、東京証券取引所の上場規程に基づく適時開示における MBO の情報開示規制を確認する。Ⅳでは、ⅡおよびⅢの検討を踏まえ、MBO に関する司法審査のあり方と、現行の情報開示事項の内容から、なぜ、適正情報開示義務違反につき損害賠償責任を追及すると、筋の悪い訴訟となるのか、検討する。

Ⅱ レックス・ホールディングス損害賠償請求事件判決⁶の検討—適正情報開示義務を中心に

(1) 事案の概要

訴外 A 社は Y₁ (当時代表取締役、被告・被控訴人) が創業した株式会社であり、積極的に事業を展開し、平成 16 年に当時のジャスダック証券取引所に上場した。

平成 18 年 5 月 24 日、A 社は、平成 18 年 12 月第一四半期の財務・業績の概況を公表するとともに、売上高を 1,900 億円、経常利益を 105 億円、当期純利益を 45 億円とする平成 18 年 12 月期の連結業績予想を発表した (以下「5 月プレス・リリース」という)。

5 山下・前掲注 (4) 47 頁〔加藤貴仁発言〕。

6 東京高判平成 25 年 4 月 17 日判時 2190 号 96 頁。

しかし、A社は、収益が鈍化するなどの経営上の問題が生じたため、Y₁は、平成18年4月頃から、経営改善の一つとして、MBOを検討するようになった。同年6月頃には、バイアウトファンドである訴外Bの関係者と接触し、同年7月1日、訴外C社との間でアドバイザリー契約を締結した。なお、平成18年6月30日時点において、A社の発行済株式総数のうち、Y₁が実質的に29.61%を保有する筆頭株主であった。

平成18年7月14日、Y₁はBとの間で、A社のMBOに関する基本合意書（以下「本件基本合意書」という）を取り交わした。本件基本合意書の有効期間は、締結の日から3か月が経過した日または共同投資家契約締結の日のいずれか早い日までとされ、同期間中は、Bが独占交渉権を有することが合意された。Bは、本件基本合意書に基づき、同年8月9日、MBOを行うための会社としてY₂社を設立した。

平成18年8月21日、A社は、特別損失の発生（中間期33億9,000万円計上、下期21億円計上予定）を公表するとともに、同年12月期の連結業績予想を公表し、売上高を1,700億円、経常利益を64億円、当期純利益を0円とする業績予想の下方修正を発表した（以下「8月プレス・リリース」という）。同日におけるA社の株価終値は30万4,000円であったが、同月22日には25万4,000円、同年9月26日には14万4,000円に値下がりした。

A社とBとは、MBOに関して交渉していたが、デュー・ディリジェンスの結果、A社の収益力が予想より低下したこと等のため、株式買付価格が合意に至らず、Bは、本件基本合意書の有効期間前日である平成18年10月13日に、買付価格を23万円とする旨の提案をした。これに対してA社取締役会は、同年11月9日に提出された訴外D社からの株主価値評価算定書（以下「本件算定書」という）および意見書（以下「本件意見書」という）、並びに、法律事務所の意見等を踏まえ、B提案の諸条件は妥当と判断し、同月10日、B提案の公開買付けに賛同の意見表明をする旨決議した（以下「本件公開買付け」という）。A社は、同日、本件公開買付けに対する賛同の意を表明する旨を公表した（以下「本件賛同意見表明」

という)。

A社は、同日、平成18年12月期業績予想を公表し、売上高を1,680億円、経常利益を44億円、当期純損失を8億円とする業績予想のさらなる下方修正を発表した(以下「11月プレス・リリース」という)。

本件公開買付けは成立し、Y₂社はA社の発行済株式総数の91.51%の株式を取得した。その後、A社では全部取得条項付種類株式の全部取得が行われ、残存するA社株主は、1株当たり23万円の現金を受領した(以下、一連の取引を「本件MBO」という)。

A社の株主であったXら(原告・控訴人)は、本件MBOが実施されたことによって、A社株式を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、適正な価格である33万6,966円⁷との差額である1株当たり10万6,966円の損害を被ったと主張し、Yらに対して会社法429条1項または民法709条に基づく損害賠償責任追及の訴えを提起した。

原審⁸は請求を棄却し、Xらが控訴したのが本件である。

なお、以下判決要旨では、適正情報開示義務に関する判示部分を中心に抜粋している。

(2) 判決要旨

(控訴棄却)

「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る。」

「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…、取締役が株価操

7 別訴、東京高決平成20年9月12日金判1301号28頁において決定された金額に相当する。

8 東京地判平成23年2月18日判時2190号118頁。

作の目的で恣意的な情報開示を行うことは、MBO のためだけでなく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れても当然といえるような状況があるときは、受任者として善管注意義務を負う取締役は、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えるべきである。また、…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。」

「情報提供義務に関する X らの主張は MBO の場合に当然に生じる特別な義務を主張する部分は採用することができないが、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。」

① 8 月プレス・リリースについて

「A 社は…5 月プレス・リリース〔において〕…業績予想について楽観的な観測を示していたにもかかわらず、僅か 3 か月後の 8 月プレス・リリースにおいて一転して『事業の収益構造そのものを大きく転換することが必要な状況』などと極端に悲観的な観測に転じ…これを契機として A 社株の株価は約 30 万円から約 14 万円まで暴落したものであり、それが A 社株前日終値 20 万 7000 円まで値戻した段階で、本件算定書及び本件意見書が A 社株前日終値からは積極的に妥当と評価するには至らないとする本件公開買付価格で、本件 MBO が開始されたものである。…本件 MBO 当時の諸事情のみからすると、…8 月プレス・リリースは本件 MBO のための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。」

「もっとも、業績予想については、本件 MBO 以降の事情も検討すると、A 社ないし Y₁ 社の本件 MBO 以降の実績値は…深刻な経営不振にあり、それが作為的なものであると認めることは困難である…。したがって、事後的・客観的にみれば、むしろ、急成長を見込む…5月プレス・リリースの認識の方が、あまりに楽観的に過ぎたものであり、8月プレス・リリースの極端に悲観的な観測が、実情に合致していた可能性が高いことになる。」
「そして…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、…〔本件 MBO 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ことと言わざるを得ず、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ことはできない」。

②本件 MBO に関する情報開示について

仮に、A 社株主が、本件 MBO の検討作業が 8月プレス・リリース前から行われていたという事実（以下「本件情報」という）を知った場合には、「8月プレス・リリースによる株価操作の疑いを、本件公開買付価格に対する反対動機として形成するのが通常であると推認される。そしてこのような反対動機を形成した株主は、8月プレス・リリースの業績予想が A 社の実情に合致していることについての合理的な説明を受け、株価操作の疑いが払拭されない限り、直ちに本件公開買付価格を受け入れたとは認め難い。また、特別損失増額分の計上が企業会計上の裁量の範囲内であったとしても、それが本件 MBO の検討の結果計上されたとすれば、そのような損失は X らが指摘する MBO の実施のための費用前倒し処理としての性質が強く、MBO に際して実現した損失ともいえる…。そうすると…本件公開買付価格は A 社株前日終値に対するプレミアム水準が低かったのであるから、特別損失増額分を要因とする下落部分がプレミアムによって補填されているとは認められ〔ない〕…と評価されても仕方のないものである。したがって、本件 MBO 当時、仮に A 社株主が本件情報を知った場合には…本件公開買付価格を受け入れない A 社株主も少なくなかったと推認される。そうすると、8月プレス・リリース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、A 社株主は、本件 MBO に係る適正な買収価格を判断し得ないものというべきである。」

「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（い）…。また、本件公開買付価格についても、第三者の意見として本件算定書及び本件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。」

「上記のような情報開示の状況は…本件の具体的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」。

③損害について

「本件適正情報開示義務違反と相当因果関係のある損害は、情報開示が適正に行われていたとすれば生じたであろう X らの財産状態と、不適正な情報開示が行われたために生じた X らの現実の財産状態との差額に相当するものと解される。…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 社株 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。そして、本件情報が開示されても、Y らが、A 社の実情や本件算定書等に基づいて、特別損失の計上も含めて 8 月プレス・リリースが A 社の実情に合致していることについての合理的な説明をした場合には、株価操作の疑いが払拭されて、公開買付けが成立した可能性が高い。しかし、その場合、本件公開買付価格より高い公開買付価格で公開買付けが成立す

ることは考えられない…。」

「もっとも、特別損失増額分については、企業会計の裁量の範囲内であったとしても、A社株主が負担することになるとして本件公開買付価格を受け入れないA社株主も少なくなかったと推認されるから、株価操作の疑いが払拭されても、本件公開買付けが成立しなかった可能性もある。また、本件MBO当時、本件情報が開示された場合でも、A社の取締役が、5月プレス・リリースと8月プレス・リリースの相異について、十分に納得できる説明をせず、A社株主から株価操作の疑いが払拭されなかった可能性もあり、その場合にも、本件公開買付けは成立しなかった可能性があり…その後、A社株の市場株価が本件公開買付価格を上回ったであろうと認められるのであれば、Xらの損害の発生が認められる可能性があるが、これを認めるに足りる証拠はない。」

(3) 検討

本件において裁判所は、MBOの一環として行われた公開買付に際して、対象会社取締役は「適正情報開示義務」を負うと判示したが、その違反の有無の判断は二つの内容に分かれる⁹。第一は、8月プレス・リリースが株価操作目的で開示されたものであったか否か、第二は、対象会社取締役が公開買付けにつき会社として意見表明をするとき、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を開示しなければならないという内容である。

① 8月プレス・リリースの株価操作目的の有無

8月プレス・リリースの内容につき、業績予想の大幅な下方修正については、A社の実情に合致する内容であった（つまり、虚偽ではなかった）こと、特別損失の増額については、企業会計上の裁量の範囲内であったこと、そして、業績予想等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から、これらは株価操作目的の恣意的な

9 飯田秀総『企業買収法の課題』170-171頁（有斐閣、2022）。

情報開示には該当せず¹⁰、8月プレス・リリースの公表のみをもって適正情報開示義務違反は認められないと判断された。

一般論として、投資判断は将来収益に対する期待に従ってなされるため¹¹、会社が公表する業績予想の情報は投資判断の材料として重要なものである。一方で、将来の見通しを適切に予測することは容易ではなく、事後的にみて当該業績が実情から乖離していた場合に、取締役の結果責任を問うのは妥当ではない¹²。あくまでも開示の時点で、当該業績予想が合理的な根拠に基づいていたか否か、および、予測の過程が合理的であったか否かを問うべきとされる¹³。

本件では、本件 MBO 後の A 社の実際の業績の状況等から、8月プレス・リリースが A 社の実情に合致しており、虚偽の開示ではなかったと判断された。この点につき、後知恵による評価ではないかとの懸念を示す見解がある¹⁴一方で、(責任の有無ではなく)業績予想の相当性の判断は事後的・客観的な事情を考慮してよいといえること¹⁵、また、本件では業績予想の作成過程についても詳細に検討していると認められることから¹⁶、問題の

-
- 10 本判決の事実認定では、8月プレス・リリース公表前、B と A 社とのデュー・ディリジェンスの中で、A 社の収益力の低下等の問題が露見し、B の当初の提示価格(1株当たり42万5,000円)を維持できなくなったこと、さらに、決算作業の進捗と第三者機関による企業価値算定に伴い、A 社の構造的な問題が次々と指摘され、算定の土台となる基礎的な収益力が根底から崩れてしまったとの B 担当者の陳述から、8月プレス・リリース公表の恣意性が否定されている(飯田・前掲注(9)170-173頁)。
 - 11 山下友信・神田秀樹編著『金融商品取引法概説〔第2版〕』322頁(有斐閣、2017)。
 - 12 飯田・前掲注(9)171頁。神崎克郎「将来志向の情報開示をどうすべきか」判タ434号2頁(1981)参照。
 - 13 近藤光男ほか『金融商品取引法入門〔第3版〕』277頁(商事法務、2017)参照。飯田・前掲注(9)171頁。岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法〔改訂版〕〔第1巻〕定義・情報開示規制』297頁注14〔加藤貴仁〕(金融財政事情研究会、2021)。
 - 14 田中亘ほか「座談会 レックス HD 事件高裁判決の意義と実務への影響(上)」ビジネス法務2013年12月号50頁〔後藤高志発言〕(2013)。
 - 15 事後的・客観的な事情が最も証拠価値の高い情報であり(飯田・前掲注(9)172頁)、その情報を考慮しないほうがむしろ不合理であると指摘される(田中・前掲注(14)51頁〔田中亘発言〕)。
 - 16 田中・前掲注(14)51頁〔田中亘発言〕。

ない判断と評価する見解もある。

②公開買付けへの意見表明で求められた情報開示

公開買付けへの賛同意見表明につき、裁判所は、「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」するべきであり（以下「投資判断に係る重要性の要件」という）、これを怠れば取締役の善管注意義務に反することを明らかにした。この判断基準は、金融商品取引法における不実開示に基づく民事責任規定の要件と同様の基準とされる¹⁷。金融商品取引法上、意見表明報告書の不実記載について民事責任を定めた規定はなく、本判決は、金商法上の民事責任規定のない類型につき、取締役の会社法 429 条 1 項の責任成立の余地を認めたものと解されている¹⁸。

本件では、8月プレス・リリースの公表以降、株価操作が疑われる状況にあり、Yらは賛同意見表明においてこの疑いを払拭するための情報を開示しなければならなかったとされる。具体的な開示内容としては、(i) 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に関する説明、(ii) 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たのかに関する説明、および、(iii) 本件公開買付け価格において本件算定書及び本件意見書を取得していた旨並びにその内容が挙げられている。すなわち、裁判所は、これらの情報や説明を、株価操作の疑いを払拭するという点から、投資判断に係る重要性の要件を満たす情報に位置づけている。

MBO においてこれらの開示が株主の投資判断に与える影響につき、どのように一般化できるか。(i) (ii) のような開示は、業績の大幅な修正と MBO との関係性に関する説明であり、対象会社は当該修正が恣意的では

17 飯田・前掲注 (9) 170 頁。

18 飯田・前掲注 (9) 173 頁。白井正和「判批」ビジネス法務 2013 年 11 月号 51-52 頁 (2013) 参照。あるいは、民法 709 条に依拠することとなる (齊藤真紀「シャルレ事件判決判批」商事 2095 号 44 頁 (2016))。岸田・前掲注 (13) 989-990 頁 [山口拓郎] も参照。

なく合理的なものであることを株主に納得してもらうための説明を行い、当該 MBO の公正性を主張することになると思われる。一方で、株主は、MBO の構造的利益相反のリスクが露わになったと評価する場合もあると考えられる。その場合、株主は、買付価格に直接的に関係する他の開示事項につき、より注意してその合理性・妥当性を判断しようとするように思われる。利益相反リスクの存在の開示は、決定された買付価格そのものの合理性・妥当性を直接左右する情報ではないものの（利益相反リスクがあることで、買付価格が必ず不合理で妥当性を欠く価格に決定されるとは限らない。）、その買付価格に対する株主の賛否の判断に影響を与える場合があり得る。(iii)のような第三者機関から算定書等を取得したという事実は、決定された買付価格への信頼性を高める情報であるといえる。ただし、買付者と第三者機関との関係性に利益相反要素が認められると株主が判断すれば、買付価格への信頼性はむしろ低くなる。

このように、(i) ～ (iii) はいずれも利益相反リスクに関係する開示であり、買付価格の信頼性に影響を与える点から、株主の投資判断にとって重要な開示事項であるといえる。

③重要性の基準と、保護法益としての公正な買付価格

本判決では、上記のように株主の投資判断に影響を与えるという観点から、重要な情報の当否を判断した。このような、投資判断に係る重要性の要件に対して、シャルレ損害賠償請求事件¹⁹（以下「シャルレ事件」という）では、本判決とは異なる基準が示された。シャルレ事件では、MBO において経営者と関係者との利益相反行為に関する事情の不開示が問題となった。この判決において、裁判所は、不公正な公開買付価格に結びつく行為に関する情報のみが重要性の要件を満たすとの理解（以下「価格に係る重要性の要件」という）を前提にした判断がなされた²⁰。投資判断に係る重

19 東京高判平成 23 年 12 月 21 日判タ 1372 号 198 頁。

20 松尾健一「平成 23 年会社法関係重要判例の分析〔下〕」商事 1973 号 72 頁(2012)。飯田秀総「判批」神田秀樹・神作裕之編『金融商品取引法判例百選』33 頁(2013)。齊藤真紀「判批」商事 2095 号 46 頁(2016)。これらの学説では、価格に係る

要性の要件と、価格に係る重要性の要件とを比較すると、開示すべき情報の範囲が前者のほうが広くなり、適正情報開示義務違反が認められやすいといえそうである。

ただ、本判決で最終的にはYらの損害賠償責任が否定されたように、投資判断に係る重要性の要件に依拠して（相対的に緩やかに）開示義務違反が判断されたとしても、問題となった不実開示の情報が公開買付価格に影響を与えていなければ、損害の発生が認められず、結果的には取締役の責任は否定されることとなる。よって、取締役の民事責任を追及する局面では、投資判断に係る重要性の要件に依拠して義務違反の有無を判断するとしても、損害の認定によって、最終的な責任の有無の判断は、価格に係る重要性の判断に依拠した場合と同じ結論に至るように思われる²¹。

上記 (i) ~ (iii) の情報は、株主の投資判断に影響を与える観点から重要であると認められるものの、その開示がなされることで公開買付価格に直接影響を与える情報とはいえない。そして本件では、これらの情報が開示されたとしても株主の損害は認められないと判断された。この点につき、重要な開示には、公正な買付価格という保護法益と結びつくものと、結びつかないものがあると表されるところ²²、株主の投資判断に影響を与

重要性の要件につき、濫訴の防止や取締役の民事責任の負担への考慮といった政策的な観点を除けば、その妥当性は疑わしいとの立場が示される。このような批判的見解に対して、当該要件は合理的な一つの割り切った判断の在り方であるとの見解も示されている（田中亘ほか「座談会 レックスHD事件高裁判決の意義と実務への影響(下)」ビジネス法務 2014年1月号 61頁〔田中亘発言〕(2014)）。

- 21 金商法上の重要性の要件に関する文脈においても、「投資判断に重要な影響を与えたか否かが当該情報の重要性に関する判断要素となる、との考え方を突き詰めれば、重要性の判断と、不実記載と損害の因果関係の判断の大部分が重なることになる」（岸田・前掲注（13）298頁〔加藤貴仁〕）。

すると、適性情報開示義務違反の責任の有無の判断は、当該情報の開示・不開示が株価にどのようなインパクトを与えたかという問題構造となる（齊藤・前掲注（18）44頁参照）。

- 22 田中・前掲注（20）61頁〔後藤高志発言〕。当該座談会では、「公正な企業価値」と表現されているが、本稿では本文前後の文言と合わせるため「公正な買付価格」と表記している。

える観点から重要といえる情報であっても、公正な買付価格という保護法益と結びつく情報と必ずしも一致しない、ということがいえようである。

このように帰結する要因として、二つ挙げられると考える。第一に、情報開示義務違反の責任の有無が、当該情報の開示・不開示により株価にどのようなインパクトを与えたかという問題構造のもと判断されると捉えられるところ²³、当該情報が適正に開示されていれば株主が取得できたであろう価格を立証することは容易ではない²⁴。第二に、MBO など利益相反取引の公正さに関する我が国の司法審査では、価格に着目したアプローチが取られていると指摘されるところ、このアプローチが影響していると考えられる。すなわち、適切な情報開示を行う義務を、株主が十分な情報に基づいて買付価格等を判断することを可能にするという公正なプロセスに係る義務に位置付け、開示すべき情報（投資判断に係る重要性の要件を満たす情報）が開示されていれば株主が賛同していた価格を導くというロジックが考えられるが、このようなロジックに対して、我が国では、裁判所が公正な買付価格を正面から審査し²⁵買付価格が対象会社の客観的な企業価値に比して低廉であったか否かに重きが置かれていると分析される²⁶。

Ⅲ MBO における情報開示制度

MBO に関する情報開示は、会社法および金融商品取引法に規定があるものの²⁷、東京証券取引所の有価証券上場規程（以下「上場規程」という）

23 前掲注(21) 参照。

24 白井・前掲注(18) 52 頁。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 2011 年 6 月号 38 頁〔江頭憲治郎発言〕も参照。

25 以上、飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務—買収対価の適切性について」フィナンシャル・レビュー 121 号 155 頁(2015)。

26 飯田・前掲注(25) 151 頁。

ただし、こと本件については、Y らが公正なプロセスを積極的に基礎づける事実として主張できることが乏しく、裁判所がプロセスの点につき認定すべきものがなかったのでは、との指摘がある(田中・前掲注(22)56 頁〔田中亘発言〕)。

27 会社法 171 条 1 項各号、171 条の 2 第 1 項、会社則 33 条の 2 第 1 項～第 4 項など。

に基づき適時開示において要求される MBO の開示内容は、法令上の規定に上乘せられている事項が多く、より詳細な情報開示が求められている。実務では、適時開示における追加的な記載事項を意見表明報告書にも記載し、双方の開示書類の平仄を合わせて作成されるという²⁸。適時開示規制が法令に準じる重要性を有している点も踏まえ²⁹、ここでは、適時開示における MBO の情報開示に焦点を当てることとする。

適時開示における MBO の情報開示事項には、公正なプロセスに関する事項のほか、買付価格の算定に関する事項など、買付価格に直接関係する開示事項が含まれる。取引所の適時開示義務に違反した場合も、法令上の情報開示規制と同じく民事責任の対象になると考えられるところ³⁰、裁判所が価格に重きを置いているとして、買付価格に直接関係する適時開示上の開示事項につき適正情報開示義務違反が認められる場合は、公正な買付価格という保護法益に結び付くといえるだろうか。あるいは、当該保護法益と開示情報との相性の良し悪しは、損害の立証の在り方にも起因すると考えられるところ、買付価格に直接関係する開示事項は、損害の立証に資する内容となっているだろうか³¹。

上記の点に着目し、以下では、適時開示の MBO に関する情報開示のうち、買付価格により直接的に関係すると思われる事項を取り上げる。

-
- 金商法 27 条の 10 第 1 項、他社株買付府令 25 条・第四号様式(意見表明報告書)。
- 28 鈴木克昌ほか『金融商品取引法—公開買付制度と大量保有報告書制度編』325 頁(商事法務、2017)。
- 29 上村達男「証券市場の開設・運営に係る法規制」企業会計 56 巻 5 号(2004) 82 頁以下参照。
- 30 齋藤尚雄「不当開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復と関係当事者への影響〔下〕」商事 1721 号(2005) 55-57 頁参照。
- 31 「会社が行う情報開示は、会社をめぐる利害関係者に対して、その行動のための判断資料を提供するとともに会社およびその経営者自体の行動を社会的な批判に耐えうるものとするを目的と」し、その手段の一つとして、「会社経営者の法的・経営的責任を問うための判断資料を提供」することが重要である旨が述べられる(神崎・前掲注(12) 434 頁)。

(1) 証券取引所における適時開示の概要

上場会社の業務執行を決定する機関が公開買付け等に関する意見表明等を行うことを決定した場合、直ちにその内容を開示しなければならない(上場規程 402 条 1 号 y)。この特則として、MBO の場合には³²、必要かつ十分に適時開示を行わなければならない(上場規程 441 条)。具体的な内容は、東京証券取引所『会社情報適時開示ガイドブック』(以下「ガイドブック」という)³³に規定される。ガイドブックでは、「公開買付けに関する意見表明の決定時の開示」³⁴の「記載上の注意」の中で「MBO 等³⁵に関して意見表明を行う場合」と記載される部分において、MBO 等の場合に特に詳細な情報開示を求めている。

① 公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

MBO に関して賛否・中立を表明している場合には、当該 MBO 実施による企業価値の向上に関する判断の内容を含め³⁶、その理由をわかりやすく具体的に記載することとされる。また、公開買付けへの応募を勧める場合には、買付価格に関する判断の理由、公正な手続きを通じた株主利益への配慮に関する説明等を求めている。この例示として、「算定の前提条

32 MBO は、公開買付者が対象者の役員である公開買付け（公開買付者が対象者の役員の依頼に基づき公開買付けを行う者であって対象者の役員と利益を共通にする者である公開買付けを含む。）、と定義される（ガイドブック（後掲）135 頁）。

33 本稿では、2024 年 4 月版を参照する。

34 ガイドブック 138-144 頁。

35 MBO と、支配株主その他施行規則で定める者（上場規程施行規則 436 条の 3）による公開買付けがまとめて MBO 等と呼ばれる（ガイドブック 135 頁。上場規程 441 条の 2 第 2 項も参照。）。

36 公開買付け自体に対する賛否・中立に対する意見表明の判断基準として、買付価格の高低だけでなく、企業価値の向上に焦点が置かれており、単なる投資家保護だけでなく社会的に意義のある MBO 等であることを確保する必要があるとの取引所の問題意識がうかがえると指摘される（飯田秀総「MBO に関する上場規則」資本市場研究会編集『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言—2021 年度版』284 頁（資本市場研究会、2020））。

意見表明報告書に係る実務でも、対象会社の企業価値を向上するかどうかを基準に公開買付けへの賛否を述べ、これとは別に、当該公開買付けが株主にとって利益があるか否かを基準に応募を勧めるか否かを述べるのが一般的とされる（岸田・前掲注（13）98 頁〔山口拓郎〕）。

件において考慮されていない事象がある場合（例えば、市場株価法を用いる場合で、公開買付けに関する意見表明と同時に業績予想の大幅な上方修正を行う場合など）や、特殊な前提条件が存在する場合には、これらを踏まえて買付け等の価格に関する判断の理由について記載」することを挙げる。この場合、対象者が参照した株価が割安だったこととなり、買付価格が不十分であっても高いプレミアムに見えてしまうことから、そのような問題があることを開示させるための記載と説明される³⁷。また、「当該取引の公表前短期間に業績の大幅な下方修正その他株価が大幅に下落する開示を行った場合には、これらを踏まえて買付け等の価格に関する判断の理由」を記載することが挙げられる³⁸。この場合は、株価を意図的に下げてプレミアムを高いと見せかけるおそれがあることを踏まえたものと理解される³⁹。

②算定に関する事項

(i) 算定機関の作成する算定書の提出について⁴⁰

対象会社は、MBO等に関して意見表明等を行う場合、算定機関が作成した算定書を取引所に提出することが義務付けられており（上場規程 421 条 1 項、施行規則 417 条 11 号）、それには算定の具体的な過程及び算定の前提条件が記載されていなければならない。ただし、算定書の内容は公表されない⁴¹。

(ii) 算定機関について⁴²

上記 (i) の規定により、算定書の公表は想定されていないものの、算定機関に関する情報の開示が求められている。その内容は、「算定機関について重要な利害関係がある場合は⁴³、その関係の内容及び重要な利害関

37 飯田・前掲注 (36) 294 頁。

38 以上、ガイドブック 140 頁。

39 飯田・前掲注 (36) 294 頁。

40 ガイドブック 136 頁。

41 飯田・前掲注 (36) 289-290 頁。

42 ガイドブック 140 頁。

43 例として、①算定機関が関連当事者に該当する場合、②公開買付者…から斡旋

係がある算定機関に算定を依頼することとした理由を記載する。また、その場合において、弊害防止措置等を講じているときは当該措置の内容を記載する。」というものである。これは、算定機関の利益相反がある場合に、それを株主に開示したうえで、株主の判断に委ねる規制となっている⁴⁴。

(iii) 算定の概要⁴⁵

算定の重要な前提条件につき、MBO 等の場合には、算定手法別により詳細な事項の開示が求められる。市場株価法の場合には、一般実務と異なるかたちで算定基準日および計算対象期間を設定した場合に⁴⁶、当該日を基準日とした理由の開示が求められる。また、終値単純平均か加重平均かの別を内容とする計算方法の開示が求められる。株価の動き方によっては平均の取り方により計算結果が大きく変わり得るため、不当な操作・誤解を招く表示がされることを予防する機能が期待できるとされる⁴⁷。

類似会社比較法の場合は、比較対象として選択した類似会社の名称及び当該会社を選択した理由、および、マルチプルとして用いた指標（EV／EBITDA、PER、PBR など）の開示が求められる。

DCF 法の場合は、算定の前提とした財務予測（各事業年度における売上高、営業利益、EBITDA 及びフリー・キャッシュ・フローを含む。）の具体的な数値、算定の前提とした財務予測の出所、当該予測が当該取引の実施を前提とするものか否か⁴⁸、また、当該予測で大幅な増減益を見込ん

又は紹介を受けた算定機関に依頼した場合、③算定機関が上場会社・公開買付者の双方から依頼を受ける場合、④算定機関又はその関係会社…から当事会社が投融資を受けている場合が挙げられている。

44 飯田・前掲注(36) 295 頁。

45 ガイドブック 141 頁。

46 一般的には、算定機関が算定書を作成する日またはその前営業日を計算対象期間の末日とするが、そうでない場合として、例えば、リーク報道がなされたことで市場株価が対象会社の企業価値を正確に反映していないと考えられる状況になった場合に、かかる状況が生じる前の時点を算定基準日とする場合などが挙げられる（佐川雄規「MBO 等に関する適時開示内容の見直し等の概要」商事 2006 号 78 頁（2013））。

47 飯田・前掲注(36) 297 頁。

48 算定の前提とした財務予測が MBO 等の実施を前提とするものか否かに関する開示事項は、「公正な価格」と関連付けた株主の評価に重要な事項として解説

でいるときはその要因の開示が求められる。財務予測については具体的な数値の記載を求めるにとどめており、財務予測の大幅な増減益がある場合を除き、当該数値の背景にある具体的な事業の予定などの記載を求められていない⁴⁹。さらに、割引率の具体的な数値（レンジ可）、継続価値の算定手法及び算定に用いたパラメータの具体的な数値（レンジ可）の開示が求められる。割引率の計算過程の開示は求められておらず⁵⁰、割引率の算定において不当な操作が行われる可能性が指摘される⁵¹。

(2) 適時開示の開示項目に対する評価

前記(1)①の内容は、公開買付けの実施に近接する時期に、対象会社がMBOを見据えて恣意的な株価操作等を行っていないことの説明を求める内容であると解される。前記(1)②(i)(ii)は、公正性担保措置の一つである、第三者機関の算定書の取得に関する内容であり、当該算定書の信頼性、および、当該算定書を参照して決定された買付価格の信頼性を示すための開示であるといえる。

前記(1)②(iii)は、価格算定の内容に関する情報であり、開示される具体的な数値から、買付価格の合理性・妥当性を株主が判断するための開示事項であるといえる（(1)および②(i)(ii)と異なり、恣意性の排除や信頼性についての判断に資する事項ではない）。

これら開示事項については批判的な見解が散見される。第一に、第三者機関の算定書の内容の開示が求められていない点につき、米国における開示事項と比較検討したうえで、我が国でも開示を求めるべきとの見解があ

される。すなわち、MBO等の実施を前提としているか否かによって、MBO等による企業価値増大分（そのうち株主が享受してしかるべき部分）が、そのDCF法の算定結果に含まれるか否かが異なることとなり、算定結果の適切な理解に必要であるとされる（佐川・前掲注（46）79頁）。

49 佐川・前掲注（46）79頁。

50 佐川・前掲注（46）79頁。

51 飯田・前掲注（36）298頁注35参照。

る⁵²。第二に、DCF法の割引率の計算過程に係る開示事項がない点につき、当該算定過程で怪しげな項目を加算するなどの操作が行われることが否定できず、計算結果が開示されるだけではこれを予防するのは困難であると指摘される⁵³。

MBOにおいて、対象会社の経営陣は、たとえ売却プロセスを行う特別委員会を支配していなくとも、対象会社に関して情報優位であることから、自分達に優位になるように取引案件に影響を与える可能性がある。よって、売り手である株主が対象会社に関する情報に平等にアクセスできることが必要であるとされる⁵⁴。上記現行の開示制度では、価格算定の上で重要な情報が存在すること、および、対象会社経営陣と株主との間に当該情報につき非対称性が存在していることが明示されつつも、それを解消するには至っていないと評価し得る。

(3) 現行の適時開示項目は、開示義務の民事責任に結び付くか

前記(2)では、適時開示項目につき、買付価格により直接的に関係すると思われる項目に着目した。これらの開示項目につき適正情報開示義務違反が認められる場合に、公正な買付価格という保護法益に結び付くだろうか。あるいは、損害の立証に資する内容となっているだろうか。

算定に係る恣意性の排除や信頼性を示す機能を有すると思われる開示事項(前記(1)①および②(i)(ii))は、その内容に仮に虚偽や不開示が認められたとしても、損害の立証に資する場合は考えにくいと思われる。

価格算定の内容に関する開示事項(前記(1)②(iii))については、算

52 鈴木一功・吉村一男「MBOとディスクロージャー」商事2365号4頁以降(2024)。また、鈴木一功・吉村一男「構造的な利益相反の問題を伴うM&Aとバリュエーション〔下〕—理論と裁判から考える現預金と不動産の評価」商事2308号6頁(2022)では、たとえ専門家である第三者機関による評価書に基づいて買付価格を決定したとしても、専門家の資質・能力が保証されるわけではないとも指摘される。支配株主の影響によっては、恣意的なオピニオン・ショッピングの可能性があるとされる。

53 飯田・前掲注(36)298頁。

54 鈴木・吉村・前掲注(52)13頁。

定された買付価格を構成する要素（財務予測や算定上の具体的な数値）は開示されるが、第三者機関の算定書の内容や、算定の基礎となる具体的な数値の計算式といった情報は開示されないことにより、これら非開示の内容に潜在し得る利益相反・恣意性のリスクを知ることはできないかたちとなっている。仮に、これらの内容が開示項目とされ、虚偽や不開示が認められれば、買付価格の算定にダイレクトに影響することとなり、損害の立証に資するものと思われる（例えば、計算過程に虚偽があった場合、どのような恣意的な計算がなされていたかがわかり、それがなければなされていたはずの公正な計算を立証できる）。すなわち、適正情報開示義務違反が認められた上で、公正な買付価格という保護法益に結び付くことが期待し得る。しかし、現行の開示事項では、虚偽等の有無の検証さえ困難であるといえる。

IV まとめにかえて

本稿では検討が及ばなかったが、開示義務の対象とする情報の範囲を検討する際には、その情報開示に係る取引（本稿の検討対象でいえばMBO）に及び得る萎縮効果とのバランスが問題となる。学説では、開示義務を課すというかたちではなく、仮にその開示がない場合には、訴訟になった際に裁判所で当事者の主張に対する信頼性を割り引くなどの措置が提案されている⁵⁵。

前記 I の問題意識において記載したように、そもそも、情報開示義務の違反に対して事後的な民事責任の追及は筋の悪いアプローチであり、差し止め請求を可能にすることで対処するのが望ましいと⁵⁶の見解がつとに提示されてきた。ただし、既に一定の情報開示制度が整備されている状況で、それに依拠して開示された情報につき、虚偽の疑いを抱くことや、真に重要な情報が開示されていないといったことを、株主側で認知するのはそれ

55 飯田秀総「公開買付けに関する行為規制」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け—制度と実証』76-85頁（有斐閣、2016）。

56 白井・前掲注（18）52頁など。

ほど容易なことではないとも思われる。とすると、事後の民事責任追及の手段が残されている意義も皆無ではなく、その実効性につき、さらに検討していく必要があると思われる。

【追記】脱稿後、東京証券取引所が MBO に係る適時開示につき新ルールを設けるとの報道に接した（「MBO 根拠 説明義務に 東証 不当な低価格防ぐ」日本経済新聞朝刊 2025 年 1 月 8 日、1 面）。新ルールの案では、MBO を受け入れる妥当性や価格の根拠に関する対象会社の説明の内容が具体化されるという。