

「公正な M&A の在り方に関する指針」と MBO

玉 井 利 幸[※]

- I はじめに
- II 手続的公正性の有無の審査とマーケットチェック
 - 1. M&A の指針と 3 種類のマーケットチェック
 - 2. 事前のマーケットチェックの優越
 - 3. 手続的公正性の有無の審査における事前のマーケットチェックの取扱い
- III 終わりに

I はじめに

MBO¹⁾ (management buyout) に対する裁判所の審査の重点は、実体的側面から手続的側面へと移っている。例えば、株式取得価格決定の事件²⁾において、

『一橋法学』（一橋大学大学院法学研究科）第 20 巻第 1 号 2021 年 3 月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学大学院法学研究科教授

- 1) MBO (management buyout) は経営者による企業買収であり、現在の経営者が全部または一部の資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の一般株主から対象会社の株式を取得することをいう。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 28 日) 4 頁。MBO は、対象会社の取締役が買収者側 (対象会社の株式の買手側) に立つことになり、取締役と一般株主 (対象会社の株式の売手側) との間に構造的な利益相反と情報の非対称性が生じるので、一般株主の保護を図る必要がある。従来日本では、法改正によるよりも、手続的な実務上の工夫により一般株主の保護を図ろうとしてきた。2007 年に経済産業省は「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」を作成し、様々な実務上の工夫を提案し、MBO の当事者にその採用を促し、公正な手続で MBO が行われるようにすることによって、一般株主の保護を図り、MBO の公正性を確保しようとした。M&A の指針はそのような努力の最新版である。この点については、玉井利幸「『公正な M&A の在り方に関する指針』と支配株主による少数株主の縮出し (1)」一橋法学 19 巻 2 号 (2020 年) (以下では「玉井・M&A の指針 (1)」と引用する) 510 頁も参照。

最高裁は、構造的な利益相反がある二段階買収であっても、公正な手続（一般に公正と認められる手続）で公開買付けが行われたといえるのであれば、特段の事情がない限り、取引価格（公開買付価格）が公正な価格であるとして、実体的側面の審査は差し控えるという判断を行った³⁾。MBOにおける取締役の責任が追及された事件⁴⁾でも、裁判所は、一定の手続的条件を満たしてMBOが行われていたのであれば、特段の事情がない限り、取締役は義務を果たしたと考え、実体的側面の審査は行わないという判断枠組みを示している⁵⁾。

このように、価格決定の事件でも、責任追及の事件でも、手続的側面に着目して審査が行われ、手続的公正性が認められる場合は実体的側面の審査が回避されるということになると、手続的公正性の内容や、手続的公正性の有無がどのように審査されるかが極めて重要になる。手続的公正性の有無が甘く審査され、実体的な公正性が疑わしいMBOであるにもかかわらず、手続的公正性が認められてしまうと、事後的な救済の道が閉ざされてしまうことになるし、責任追及などの事後的な裁判の脅威による事前の規律づけもほとんど働かなくなってしまうからである。手続的公正性の有無の審査がMBOに対する法的規律の在り方を左右しうることになる。

このような状況の中で、MBOにおける公正な手続（手続的公正性）の考え方を示したのが、2019年6月28日に経済産業省より公表された「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——」（以下では「M&Aの指針」または単に「指針」という）である。指針は、その前身である「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」（経済産業省、2007年9月4日）（以下では「MBOの指

2) 最終平成28年7月1日民集70巻6号1445頁（以下では「ジュピターテレコム事件最高裁決定」と引用する）。ジュピターテレコム事件は二段階買収の手法を用いた支配株主による少数株主の締出しの事案であるが、最高裁判所調査官によれば、その考え方はMBOの場合にもあてはまるとされている。高原知明「判批（最小決平成28・7・1）」ジュリスト1503号（2017年）90頁。

3) この点については、例えば、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（3・完）」南山法学40巻3・4号（2017年）385-396頁参照。

4) 東京高判平成25年4月17日金融・商事判例1420号20頁（以下では「レックス東京高裁判決」と引用する）。

針」という) がそうであったように、実務に大きな影響を与えると思われる⁶⁾。指針の考え方は裁判所の考え方と親和的であり⁷⁾、これまでの例からすると、裁判所は指針の考え方を取り入れる可能性が高い⁸⁾。今後は、M&A の指針の考え

- 5) レックス東京高裁判決は、公正価値移転義務の違反の有無を審査する際、株主の適切な判断機会が確保され、適正な情報に基づいて、株主(株式)の多数が賛成しているのであれば、特段の事情がない限り、取締役は義務(公正価値移転義務)を果たしたと考える旨の判示をしている。前掲注 4) 31 頁(「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えない」)。このようなレックス東京高裁判決の考え方では、価格の公正性という実体的な側面が審査されるのは、手続的な条件を満たしていない場合に限られることになる。なお、レックス事件では、適正情報開示義務違反があり、株主に適正な情報が提供されていたとはいえないため、公開買付価格が客観的な企業価値を反映した株式価格であったかどうかが直接審査された。

大阪高判平成 27 年 10 月 29 日金融・商事判例 1481 号 28 頁(以下では「シャルレ大阪高裁判決」という)も、対象会社の取締役は株主に対し公正な企業価値を移転する義務を負うとした上で、企業価値の増加分の公正な分配方法が確立しているわけではないから、義務に違反したかどうかは手続的側面に着目して判断すべきことを示唆する判示を行っている。同 41 頁(「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」)。これら二つの事件については、田中亘「企業買収・再編と損害賠償」法律時報 88 巻 10 号(2016 年) 21 頁、白井正和「会社の非上場化の場面における取締役の義務」日本証券業協会『JSDA キャピタルマーケットフォーラム(第 1 期)論文集』(2017 年) 191 頁も参照。

MBO における取締役の責任について判断した最高裁判決はないものの、価格決定の事件と取締役の責任追及の事件は、企業価値の増加の有無や企業価値の増加分の公正な分配など、中心的な問題点が重なり合うので、最高裁は、責任追及の事件においても、ジュビターテレコム事件と同じように、手続的公正性が認められれば取締役は責任を果たしたと考える可能性が高い。この点については、例えば、田中・前掲 24 頁参照。玉井・前掲注 3) 381-385 頁も参照。

- 6) M&A の指針は、MBO の指針の改訂版であり、MBO の指針と同様に、実務や裁判所の考え方に大きな影響を与えると考えられる。例えば、藤田友敬「『公正な M&A の在り方に関する指針』の意義」ジュリスト 1536 号(2019 年) 14 頁、石綿学=内田修平「『公正な M&A の在り方に関する指針』の意義と実務への影響 [上]」商事法務 2209 号(2019 年) 24 頁参照。M&A の指針が公表された後の実務の状況については、例えば、阿南剛=有富丈之=竹岡裕介「M&A 指針策定後の TOB 事例分析——公正性担保措置の実施状況について——」資料版商事法務 434 号(2020 年) 53 頁、中谷慎太郎「『公正な M&A の在り方に関する指針』を踏まえた開示状況の概要」商事法務 2240 号(2020 年) 39 頁参照。

方を前提として、MBO に対する法的規律の在り方を考える必要がある。

上述のように、MBO に対する法的規律は、事実上、手続的公正性の有無の審査が担うようになっている。そのため、本稿では、M&A の指針の考え方を前提とした場合に、手続的公正性の有無をどのように審査すべきかについて考えていくことにする⁹⁾。特に、手続的公正性の有無の審査の中でマーケットチェックをどのように取り扱うべきかについて検討する。マーケットチェックをどのように取り扱うかにより、MBO に対する法的規律の在り方が変わりうるからである¹⁰⁾。

なお、本稿では、特に断らない限り、以下のことを念頭に置いて考えている。MBO の対象会社は上場会社であり、対象会社の経営陣は全員取締役であり、MBO に参加する経営者も取締役であることを前提としている。対象会社には支配株主がおらず、対象会社の株式は市場で分散して保有されていることを前提としている。支配株主がいる場合は、支配株主による少数株主の締め出しという別の

7) 例えば、藤田友敬『『公正な M&A の在り方に関する指針』の意義』商事法務 2209 号 (2019 年) 7 頁。指針は、ジュピターテレコム事件最高裁決定などと同様に、手続的公正性で実体的公正性を代替するという発想を用いている。例えば、指針 3 頁注 1 (『公正性担保措置が実効的に講じられている場合には、『公正な価格』についての裁判所の審査においても、当事者間で合意された取引条件が尊重される可能性は高くなることが期待され、また、通常は、対象会社の取締役の善管注意義務および忠実義務の違反が認められることはない想定される』)。この点については II 2. (1) も参照。

8) 例えば、藤田友敬ほか『〔座談会〕『公正な M&A の在り方に関する指針』の意義と影響』藤田友敬編『M&A の新たな展開——「公正な M&A の在り方に関する指針」の意義』(有斐閣、2020 年) 102 頁〔石綿学発言〕。玉井・M&A の指針 (1)・542 頁注 153 も参照。

9) 裁判で手続的公正性の有無が問題になるのは、価格決定の申立てがなされた場合と、取締役の責任が追及された場合である(論理的な可能性としては、差止めが求められた場合も問題となりうる)。指針の考え方によると、どの公正性担保措置を採用しどのように用いるかを検討・判断するのは対象会社の取締役(独立社外取締役)であるので、手続的公正性の確保のためには、取締役のインセンティブが重要になる。取締役のインセンティブに強い影響を与えるのは取締役の責任であるので、本稿では、主に取締役の責任追及の場面を念頭に置いて考えている。

10) どのようにマーケットチェックが行われるかによって、対象会社の取締役の利益相反がどの程度効果的に抑制されるか、経営資源の効率的な配分がどれほど促進されるか、M&A によって生じうる企業価値の増加分がどのように分配されるかが変わりうるからである。この点については、II 2. (2) と後掲注 18) を参照。公正性担保措置の選択で実際に問題になりそうなのはマーケットチェックの方法であることも、検討対象をマーケットチェックに絞る理由である。この点については、後掲注 14) を参照。

カテゴリーの取引として考えるべきであるからである。

指針は、特別委員会の委員は独立性のある社外取締役（以下では「独立社外取締役」または「独立取締役」とする）が最も望ましいとしているものの、独立性のある社外監査役や外部有識者が委員となることを否定していない¹¹⁾。そうではあるが、議論を単純にするために、本稿では、特別委員会の委員は全員独立社外取締役である場合を念頭に置いている。そのため、独立取締役と特別委員会を互換的に扱っている場合がある。

MBO の場合、通常は、MBO を行おうとする対象会社の取締役に資金の制約があるため、ファンドなどの買収資金の拠出者と対象会社の取締役が組んで、対象会社を買収することになる。MBO の場合は、支配株主による従属会社の買収の場合と異なり、対象会社の M&A の相手はこのような特定の買収者に限定される必要はない¹²⁾。他の買収者と M&A を行うことも可能である。以下では、対象会社の取締役が参画している買収者と、そうでない買収者を区別するために、前者を「MBO 買収者」ということがある。

II 手続的公正性の有無の審査とマーケットチェック

1. M&A の指針と 3 種類のマーケットチェック

指針は、公正な手続で M&A が行われるようにすることによって、M&A の公正性を確保しようとしている。指針は、手続的公正性を確保するために、公正性担保措置と呼ばれる様々な実務上の具体的対応を提案している¹³⁾。その中の一つに、マーケットチェックがある¹⁴⁾。

指針は、マーケットチェックを「M&A において他の潜在的な買収者による対

11) 指針 23-25 頁。

12) 対象会社を買収者を自由に選べるかどうか両者の違いであり、そのことが両者の法規制の在り方を左右しうる。この点については、加藤貴仁「MBO と親会社による子会社の非公開化の規制は同一であるべきか？」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）193 頁参照。玉井利幸「MBO に対する司法審査のあり方と取締役の義務——公正価値移転義務とレプロン義務——」南山法学 38 巻 1 号（2014 年）（以下では「玉井・司法審査のあり方」と引用する）101 頁も参照。

13) 指針は、公正性担保措置として、独立した特別委員会の設置、外部専門家の独立した専門的助言等の取得、他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件（以下では「MOMの条件」という）の設定、一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上、強圧性の排除を提案し、公正な手続でM&Aが行われるようにするために、M&Aの当事者にこれらの措置の採用を促している。

14) 指針は、MBO ごとに利益相反の大きさや情報の非対称性の程度は異なるから、独立性のある判断主体が事案に応じた適切な措置を選択して用いればよいと考えている。指針15頁、17-18頁。MBOの場合に、措置の選択の判断で実際に問題になりそうなのは、情報開示を除くと、特別委員会に付与する権限と、マーケットチェックの方法であると思われる。指針の提示する視点2からすると、十分な情報が開示されていなければ公正な手続とはいえないことになると思われる。II 2.(1)、後掲注22) 参照。そのため、法令や金融商品取引所の規則で求められている以上の任意の情報がどれだけ開示されているかという、開示情報の十分性についても問題になるが、本稿はマーケットチェックを検討の対象としているので、ここでは視点1の観点を中心に、情報開示以外の措置の選択について考える。

指針は、独立性のある特別委員会の設置を強く求めているので、特別委員会が設置されないことは考えにくい。指針作成前から株式価値算定書は入手されてきたし（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）252-255頁〔岡俊子〕）、対象会社の株式の価値を把握していないと、買収者とともな交渉はできないから、株式価値算定書を入手しないということも想定し難い。フェアネス・オピニオンは、金銭的な費用負担さえ厭わなければ、入手すること自体は難しくない。フェアネス・オピニオンの取得は、独立取締役の追加的な労力・負担という観点からはハードルは高くないため、金銭的な費用さえ問題にならないならば、導入への抵抗は小さいだろう。支配株主のいない対象会社でMBOが行われる場合は、MBOを実施するために買収者が取得しなければならない株式（議決権）の割合は高いから、MOMの条件を設定しても取引阻害効果は限定的であり、MOMの条件を導入することにもそれほど抵抗はないと思われる。実際に、従来からMBOの場合はMOMの条件が設定されることは多かった。白井正和「現状を踏まえた利益相反回避措置に関する検討」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）374-376頁参照。公開買付けの強圧性を除去するための措置も、以前から実務で行われてきたことであるし、ジュビターテレコム事件最高裁決定でも手続的公正性を認めるために必要な要素の一つであると明示されているので、用いられないことは想定し難い。

このように考えると、情報開示を除けば、措置の選択で問題になりそうなのは、特別委員会に付与する権限の内容と、マーケットチェックの方法である。指針は、実質的な取引拒絶権限さえ付与されていれば、取引条件について自ら直接交渉する権限が付与された直接交渉型の特別委員会である必要はなく、交渉過程で意見を述べたり指示を行うだけの諮問型のものでもよいとしている。指針25-26頁。神田秀樹ほか「〔座談会〕公正なM&Aの在り方に関する指針の意義と実務」商事法務2206号32-33頁〔坂本里和発言〕（「M&A指針では、日本の実務の現状なども踏まえ、直接交渉型のほかに諮問型、すなわち必ずしも特別委員会が直接交渉しない場合でも、交渉プロセスに実質的に関与することで、公正性担保措置としては同等に評価できると考え、これらを並置しました」）。

マーケットチェックの方法についても、指針は積極的なマーケットチェックを肯定的に評価しているものの、MBO買収者との間で強力な取引保護条項を定めず、MBO実施公

抗的な買収提案……が行われる機会を確保すること」と定義した上で、マーケットチェックを積極的なマーケットチェックと間接的なマーケットチェックに分類している¹⁵⁾。指針は、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討することが積極的なマーケットチェックであり、M&A に関する事実を公表し、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上で M&A を実施することが間接的なマーケットチェックであるとする¹⁶⁾。さらに、指針は、積極的なマーケットチェックを、特定の買収者との間で M&A を実施することについて合意・公表を行う前に入札手続（オークション）や複数の潜在的な候補者への個別の打診を行う方法と、そのような合意・公表がなされた後の一定

表後の対抗提案が可能な期間を長く設定するだけの間接的なマーケットチェックでもかまわないとしている。指針 35-36 頁。そうすると、独立取締役としては、利益相反の程度は大きくないから、諮問型の特別委員会を設置して、間接的なマーケットチェックを行ったので十分だと判断した、ということにするのではないか。指針は、選択され用いられた措置が全体として実効的に機能しているかが問題であるとし、措置の選択の是非は問わないようである。指針 17-18 頁。このような指針の考え方からすると、諮問型の特別委員会と間接的なマーケットチェックで問題ない、ということになる。あとは、これらが他に用いられた措置と共に全体として実効性を有しており、視点 1 と視点 2 の想定する状況が実現していたといえるかが審査されることになるはずである。

諮問型の特別委員会や間接的なマーケットチェックのような軽い措置であれば、実効的に機能したと評価するのは容易であると思われる。例えば、諮問型の特別委員会が、MBO 買収者から提示された価格が、特別委員会が妥当と認める価格ではないので拒絶した、ということがあれば、実効的に機能したと評価されるように思われる。間接的なマーケットチェックについても、強力な取引保護条項が設けられておらず、長く設定した公開買付期間中に対抗提案が出てこなければ、実効的に機能したと評価されるように思われる。そうすると、真摯な価格交渉が行われ、対抗提案は可能であったのになされなかったから、用いられた措置は全体として実効的に機能し、視点 1 と視点 2 が想定する状況は実現されていたといえるので、公正な手続で MBO が行われた、と判断されることになりそうである。

ただ、通常は、買収者側は、当初は買収者自身も安いと思う価格を提示し、段々と引き上げていくものと思われる。数回の拒絶は織り込み済の、儀式のようなものといえ、特別委員会が拒絶しただけで実効的に機能したと評価してよいかは疑問がある。MBO の場合は、MBO 買収者が構造的に有利な立場にあるから、MBO 実施の公表後に対抗提案がなされないことが通常であるともいえる。後掲注 18) 参照。MBO の場合は、対象会社が受動的に対抗提案の出現を待っているだけであった場合に、対抗提案がなされなかったことを以って、マーケットチェックが実効的になされたと評価してよいかは疑問である。

15) 指針 35 頁。指針は「マーケットチェック」ではなく「マーケット・チェック」と表記しているが、本稿では「マーケットチェック」と表記することにする。

16) 指針 35 頁。

期間、対象会社が対抗提案を積極的に勧誘する方法（いわゆるゴーショップ）とに分類する¹⁷⁾。そのため、指針の分類方法によれば、(1) M&A の合意・公表前に行われる事前のマーケットチェック、(2) 合意・公表後に行われるゴーショップ、(3) 公表後に行われる間接的なマーケットチェックという、三種類のマーケットチェックがあるということになる。

これら三種類のマーケットチェックは、タイミングに着目すると、M&A の合意・公表前に行われる事前のマーケットチェックと合意・公表後に行われる事後のマーケットチェック（いわゆるゴーショップと間接的なマーケットチェック）に分類することができる。マーケットチェックが、どのように、どれだけ効果的に機能するかは実施のタイミングで変わりうるので¹⁸⁾、本稿では事前のマーケットチェックと事後のマーケットチェックという分類も用いることにする。

指針の考え方を前提にすると、MBO 実施の際に事前のマーケットチェックが行われることはほとんどないように思われる。指針は、MBO ごとに利益相反の大きさや情報の非対称性の程度は異なるから、問題となった MBO の利益相反の大きさや情報の非対称性の程度に応じて、それに対処するために必要な措置が選択され¹⁹⁾、用いられた措置が実効的に機能したといえるのであれば²⁰⁾、公正な手続で MBO が行われたと考えている²¹⁾²²⁾。指針は、積極的なマーケットチェックを積極的に評価しながらも、弊害が生じる可能性もあることから²³⁾、間接的なマーケットチェックで代替することも認めている²⁴⁾。指針のように間接的なマーケットチェックで代替可能であると考え、事前のマーケットチェックが行われることはほとんどないように思われる²⁵⁾。しかし、MBO の場合は、情報面や時間的制約、経営者との結びつきなどの点で MBO 買収者が他の買収者よりも構造的に有利な立場にあるので、事後のマーケットチェックの実効性には疑問がある²⁶⁾。以下で述べるように、事前のマーケットチェックは、指針の考える公正な手続を実現するのに最も適した手段であるだけでなく、他の措置では代替し難い固有の機能があり、MBO に対する法的規律として優れたアプローチであると考えられるので、事前のマーケットチェックと事後のマーケットチェックを

17) 指針 35 頁注 61。

- 18) 同じマーケットチェックという言葉が使われていても、事前のマーケットチェックと間接的なマーケットチェックでは、その機能・役割は異なりうる。事前のマーケットチェックは、よりよい M&A 取引の相手を探し、よりよい取引条件を積極的に実現しようとするための手段という意味合いが強い。会社の経営資源の効率的な配分という M&A 市場（会社支配権市場）が果たすべき役割に積極的に寄与するものでもある。MBO の場合は、対象会社の取締役の利益相反により、M&A 取引の相手の選択や対価についての判断が歪められている可能性があるために、経営資源の配分の非効率や企業価値の増加分の分配の不正が生じるおそれがあるから、事前のマーケットチェックを行い、そのような歪みを抑制することに大きな意味がある。

それに対して、間接的なマーケットチェックは、対象会社の取締役・取締役会が選択した M&A 取引の相手とその相手との合意内容が、対抗提案の有無という形で M&A 市場の検証を受けるという意味合いが強い。MBO 公表後に対抗提案を行う機会が確保されていれば、MBO 買収者が安い価格で MBO を行おうとすると、MBO 公表後に別の買収者がよりよい条件の対抗提案を行い対象会社を取り合うことになるから、そうならないように MBO 買収者は当初から高い価格を提示するようにするはずなので、間接的なマーケットチェックにも対象会社の交渉力を高め価格の公正性を確保する機能があると説明されることもある。指針 35 頁。

しかし、MBO の場合は、このような間接的なマーケットチェックの検証機能が効果的に働くかは疑問である。交渉力強化や対価の公正性確保の機能が実効的に働くかも疑問である。MBO の場合は、MBO 買収者が情報量や時間的制約、経営者との結びつきなどの点で構造的に有利な立場にあるため、対抗提案の出現可能性は低いからである。Guhana Subramanian, *Deal Process Design in Management Buyouts*, 130 HARV. L. REV. 590, 611-619 (2016). MBO の場合は、MBO 買収者は MBO 公表前から長い時間をかけて対象会社のデュー・ディリジェンスを行うことができるだけでなく、経営者から直接様々な情報を得ることができるなど、他の買収者に比べて圧倒的に情報優位の立場にある。他の買収者は、MBO 公表後 MBO 完了前（二段階買収の場合は公開買付期間終了前）の限られた時間のなかで対象会社のデュー・ディリジェンスを行い、買収資金の目処を付け、対象会社に対抗提案を行い、対象会社と交渉する必要があるなど、時間の制約が厳しい。このような時間と費用をかけて対抗提案を行い、MBO 買収者との競争に勝ち、対象会社を獲得できたとしても、それは事実上負けを意味している可能性が高い。情報量の優位性を考えると、対象会社の企業価値をより正確に把握できるのは MBO 買収者なので、MBO 買収者とのビッド競争になった場合に、MBO 買収者がビッド競争から降りるのは、他の買収者が提示した価格が対象会社の本質的な価値を超える価格になったからであり、他の買収者の勝利は高値掴み（勝者の呪い）を意味している可能性が高いからである。対抗提案を行い勝利するまでのハードルが高いだけでなく、ビッド競争に勝ったとしても、それは払いすぎて事実上負けを意味している可能性が高いということを予測すれば、誰も MBO 買収者に対抗して対象会社に対抗提案を出そうとはしないだろう。このことを予測している MBO 買収者は、MBO 公表後に対抗提案がなされることをほとんど心配しなくてよいので、高い価格を提示するインセンティブは乏しいだろう。MBO の場合、第三者の買収者が呪われていない真の勝利を勝ち取ることができる可能性が非常に低いため、公表された MBO の実施価格が公正とは言い難い安い価格であっても、対抗提案がなされない可能性が高い。MBO の場合は、MBO 公表後に対抗提案が出ないのは当たり前ともいえ、当たり前のことが当たり前になったことに意味を見出す意味はあるのだろうか。

- 19) 裁判所は、手続的公正性の有無の審査において、利益相反に敏感ではないようにも思える。例えば、東京地決平成30年1月29日金融・商事判例1537号30頁（三井生命保険事件）は、MBOの事案ではないものの、M&A実施後に対象会社の株式を再取得する株主の利益相反性などが問題になりうる事案であったが、裁判所は利益相反性をあっさりと否定している。この点については、寺前慎太郎「判批」金融・商事判例1570号（2019年）6頁、エドアルド・メスキタ「判批」ジュリスト1536号（2019年）108-109頁、池田賢生＝会田顕宏「判批」MARR302号（2019年）56頁、柳明昌「判批」法学研究92巻7号（2019年）111-113頁を参照。但し、この事件はM&Aの指針が公表される前の事件であるので、現在であれば利益相反性についてもっと厳格に判断されるかもしれない。
- 20) 裁判所は、用いられた措置の実効性を比較的容易に認めるようにも思える。例えば、大阪地決平成29年1月18日金融・商事判例1520号56頁（積水工機製作所〔エスバンス〕事件）は、対象会社の発行済株式の約32.7%を保有する大株主が二段階買収の手法を用いて対象会社を完全子会社化した事案であり、第三者委員会（特別委員会）は設置されておらず、公開買付価格がどのような交渉過程を経て妥結されたのかについての事実経過も明らかではなかったが、裁判所は、株式価値算定書の評価や公開買付価格のプレミアム率が相応のものであることから、手続的公正性（独立当事者間取引における価格交渉との同等性）を認めている。しかし、価格交渉過程が不明であり、取締役レベルの措置の実効性が評価できていないのに、なぜ手続的公正性が認められるのか疑問である。この事件については、福島洋尚「二段階買収による完全子会社化と手続の公正性——JCOMおよび前後の裁判例を手掛かりとして」上村達男先生古稀記念『公開会社法と資本市場の法理』（商事法務、2019年）549頁も参照。M&Aの指針は取締役レベルの措置を重視しているので、現在ではこのような判断にはならないようにも思う。
- 21) 指針15頁、17-18頁、3頁注1。
- 22) 指針は、視点1と視点2を提示し、公正な手続についての考え方を示している。指針15頁。公正性担保措置を用いるのは、公正な手続でM&Aが行われるようにするためであるから、視点1と視点2の想定する状況が実現するように、適切な措置が選択されて、実効的に機能している必要がある。この点については、II 2.(1)も参照。
- 23) 指針36頁注64。事前のマーケットチェックについては、競合他社等への企業秘密等の情報流出のおそれや、取引情報の漏洩等による事業や株価への悪影響のおそれ等の懸念があることが指摘されている。
- 24) 指針36-37頁。
- 25) 指針の考え方からすると、MBOの利益相反の問題や情報の非対称性の問題の大きさに応じて適切な措置を選択すべきことになっているから、これらの問題が重大な場合はそれに対処するために重い措置が必要になるはずである。しかし、重い措置を用いる場合は独立取締役の負担は増えるし、重い措置を用いる場合は、軽い措置を用いる場合よりも、実効的に機能させるのが困難になると考えられる。そのため、措置の選択を判断する独立取締役は、事前のマーケットチェックと事後のマーケットチェックに代替性があるのなら、常に事後のマーケットチェックを選択するのではないか。これまでの裁判例（前掲注19）と注20）からすると、裁判所は利益相反性をあまり厳格に考えないようにも思えるし、措置の実効性も比較的容易に認めているように思える。そうであるなら、軽い措置を選択しても手続的公正性が認められないということはなさそうであるので、独立取締役には重い措置を選択するインセンティブはほとんどないように思われる。
- 26) 前掲注18）参照。

代替的に考えず²⁷⁾、事前のマーケットチェックを優越的に考えるべきである²⁸⁾²⁹⁾。事前のマーケットチェックの実施を促すために、手続的公正性の有無を審査する際は、事前のマーケットチェックが効果的に行われていない場合は、原則として、公正な手続で MBO が行われたとはいえないと考えるべきである³⁰⁾。

2. 事前のマーケットチェックの優越

(1) M&A の指針との高い整合性

公正な手続で MBO が行われたといえるためには事前のマーケットチェックの実施が必要であるとするのは、指針の考える公正な手続を実現するのに最も適した手法であると考えられる。

指針は、実体的に公正であるということのできる MBO を実現するための手段が公正な手続であると考えている³¹⁾。指針の目的は、実体的に公正な M&A、すなわち、M&A 実施による企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような M&A が実現するようにすることにある³²⁾。しかし、企業価値の増加分がどのように分配されれば公正な分配といえるかを直接定義するのは困難である³³⁾。指針は、独立当事者間で行われる M&A が公正な分配のなされる M&A であると考えている³⁴⁾。よりよい対価（分配）を求める独立した当事会社の取締役同

27) ゴーショップは、事前のマーケットチェックに劣る選択肢であると考えられる。Guhan Subramanian & Annie Zhao, *Go-Shops Revisited*, 133 HARV. L. REV. 1215, 1272-1273 (2020)。

28) 事前のマーケットチェックに好意的と思われる見解もある。白井正和「非独立当事者間の企業買収における『公正な価格』」『論究会社法——会社判例の理論と実務』（有斐閣、2020 年）224-226 頁（特別委員会〔原文は第三者委員会〕の活動を評価する際に、オークションの仕組みを通じた効果的な価格発見機能を果たすことが期待できる、意味あるマーケットチェック〔meaningful market check〕の実施の有無を考慮要素とすることを示唆する）。なお、柳明昌「『公正な価格』の判断枠組みとマーケットチェックの意義・射程——オークション理論を手掛かりとして」商事法務 2207 号（2019 年）32 頁以下、高銀実「企業再編過程における取締役の義務と株主保護のあり方——とりわけデラウェア州のレブロン義務と株式買取請求権事案における Market Check の意義について」神戸法学雑誌 69 巻 2 号（2019 年）189-190 頁も参照。

29) 事前のマーケットチェックを行うには費用がかかるが、対象会社の事業価値や M&A 取引の価値からすると、その費用は相対的には少ないと思われるので、費用負担は大きな問題ではないだろう。

30) このように考えるのは、前掲注 19) や注 20) の裁判例などを見ると、手続的公正性の

士が真摯に交渉した上で合意しているということは、双方が納得のいく分配がなされているということを意味するはずであるから、そのような分配が公正な分配であると考えているのである。

MBO の場合は、構造的な利益相反と情報の非対称性という問題があるため、そのままでは独立当事者間の M&A ということはできない（公正な分配がなされているともいえない）。しかし、指針の考え方によれば、独立当事者間の M&A でなされている分配が公正な分配であるということになるから、実務上の手続的な措置を用いることで利益相反などの問題に対処し、独立当事者間の M&A と同視しうる状況を作り出した上で MBO を行うことができれば、独立当

有無についての裁判所の審査にあまり期待しない方がよいようにも思えるからである。これらの事件は、M&A の指針が公表される前の事件なので、公表後であれば異なった判断になっていたかもしれない。しかし、裁判所は、利益相反性を過小に、措置の実効性を過大に評価することで、可能な限り手続的公正性を認め、実体的公正性（価格の公正性）の審査を回避しようとする傾向があるようにも思える。もしそのような審査の傾向があるとなると、手続的公正性の有無の審査は緩やかな、現状追認的な審査となってしまう、一般株主の保護水準を欧米並みに高めるという指針の作成目的（神田ほか座談会・前掲注 14）31 頁〔坂本里和発言〕、越智晋平『「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——』の解説〔上〕』商事法務 2205 号（2019 年）6 頁、井上光太郎「ファイナンスの視点で見た『公正な M&A の在り方に関する指針』の意義」ジュリスト 1536 号（2019 年）22 頁）は達成されないように思える。指針の考え方からすると、問題となった MBO の事案に応じて手続的公正性の有無を判断するというスタンダード的な審査方法を用いるべきことになるが、このような審査方法は裁判所の能力とインセンティブに依存するところが大きいように思われる。裁判所にあまり期待できないと考えるのであれば、公正な手続といえるために必要な一定の前提条件を設定し、その条件を満たしていないと手続的公正性は認められないという規則的な審査方法を用いた方がよいように思う。本稿では、規則的な審査方法を志向し、独立取締役や裁判所など、人に依存する部分が大きいアプローチよりも、会社支配権市場という人に依存する部分が小さいアプローチの方が、平均的には上手く機能するのではないかと考え、事前のマーケットチェックの実施を促すために、その実施を原則とする提案をしている。

- 31) 指針 15 頁。
- 32) 指針 7 頁、14 頁（第 2 原則）。実体的に公正な M&A といえるためには、企業価値を増加させる M&A であることも必要である。指針 7 頁、14 頁（第 1 原則）。指針は、独立当事者間の M&A であれば、企業価値を増加させる M&A であると考えている。指針 7 頁。
- 33) 指針 12-13 頁。
- 34) 指針 7 頁（「相互に独立した当事者間で行われる通常の M&A においては、……当事会社の企業価値を増加させ、かつ、その企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような取引条件（以下、このような取引条件を指して「公正な取引条件」という）で行われるもの」と考えることができる。】）。

事者間の M&A の分配、すなわち公正な分配がなされ、MBO の実体的な公正性が確保されているということができるようになる³⁵⁾。指針は、そのような状況を作り出すための実務上の具体的対応が公正性担保措置であり³⁶⁾、公正性担保措置が適切に用いられて、そのような状況が作り出された上で MBO が行われていれば公正な手続で MBO が行われたと考えている³⁷⁾。実体的に公正な MBO が行われたといえるようにするための手段として用いられるのが、公正な手続ということになる³⁸⁾。

このような考え方を前提に、指針の考える公正な手続の内容を具体的に示しているのが視点 1 と視点 2 である³⁹⁾。視点 1 は、「取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保」である。視点 2 は、「一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保」である。指針の考え方からすると、指針 1 と視点 2 の想定する状況が確保された上で MBO が行われていれば、公正な手続で MBO が行われたということになる。視点 1 と視点 2 の想定する状況を確保するために用いるべき実務上の具体的対応が公正性担保措置であるから、視点 1 と視点 2 が想定する状況が実現しうるように、適切な公正性担保措置が採用されており、それらが実効的に機能したため、視点 1 と視点 2 の想定する状況が実現しているといえる状態の下で MBO が行われたといえるのであれば、公正な手続で MBO が行われたということになる。

視点 1 の想定する状況を確保するために最も効果的な手段が事前のマーケットチェックである⁴⁰⁾。視点 1 では、「すなわち」の後の部分でその内容が具体的に

35) 指針 9 頁、11 頁、13 頁、16 頁など。

36) 指針 15 頁。

37) 指針は、取引条件の公正さを担保するための手続が「公正な手続」であるとしている。指針 13 頁。指針は、独立当事者間の M&A で行われる企業価値の増加分の分配（取引条件）が公正な取引条件であると考えているから（指針 7 頁）、独立当事者間の M&A との実質的同等性を作り出すことができるような手続が公正な手続ということになる。

38) 裁判所の実体的な介入を回避するための手段でもある。指針 3 頁注 1 も参照。

39) 指針 15 頁。指針は、「公正な手続に関する基本的な視点」として、視点 1 と視点 2 を提示している。これらの視点に、指針の考える公正な手続の内容が具体化されている。越智・前掲注 30) 11 頁（視点 1 と視点 2 は「第二原則において提示されている『公正な手続』の内容を一段具体化し、公正な手続（手続の公正性）と具体的な各公正性担保措置とを媒介する中間項」である）。

示されている。その部分によれば、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題に対応し、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況の確保が求められている⁴¹⁾。有利な取引条件（対価）を提示するのはMBO買収者であるとは限らない。MBO買収者以外の別の買収者の方がより有利な条件を提示するかもしれない。対象会社のM&Aの相手はMBO買収者に限定しなければならないわけではないから、できる限り有利な条件でM&Aが行われることを目指すには、MBO買収者以外の買収候補者にも打診するのが効果的である。複数の買収候補者に打診し、可能であれば、買収候補者間で競わせた方が、よりよい取引条件（対価）でM&Aが行われる可能性が高くなると期待できる。MBO買収者以外の潜在的な買収者に打診して、よりよい取引条件を提示する相手がいないかを探索する状況が確保されていないと、できる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況が確保されたとは言い難い。そのような状況を確保するための最適な手段が事前のマーケットチェックであるから、公正な手続であるといえるためには事前のマーケットチェックが効果的に行われていることが必要になると考えるのが素直である⁴²⁾。

(2) 理論的に優れた規制手法

公正な手続でMBOが行われたといえるためには事前のマーケットチェックの実施が必要であるとするのは、MBOに対する規制のアプローチとして優れて

40) MBOの場合は、事前のマーケットチェックと事後的なゴーシヨップでは、事前のマーケットチェックの方が効果的であると考えられる。Subramanian, *supra* note 18, at 634-635. MBOの場合は、MBO実施に合意した後は、MBO買収者が他の買収者よりも情報量や時間的制約などの点で圧倒的に有利な立場にあるので、他の買収者が対抗提案を行うのは困難であるからである。Id. at 614-615. ゴーシヨップは、事前のマーケットチェックに劣る選択肢であると考えられる。Subramanian & Zhao, *supra* note 27, at 1272-1273. 間接的なマーケットチェックは、できる限り有利な取引条件を積極的・直接的に実現するというよりは、対象会社とMBO買収者の交渉過程や合意内容を事後的・受動的に検証するという意味合いが強い。この点については、前掲注18)も参照。

41) 指針15頁。

42) 事前のマーケットチェックを行うためには、様々な潜在的買収者を探索し交渉する必要があるため、探索や交渉を行う権限が特別委員会に付与されていることも必要である。

いると考えられる。以下で述べるように、事前のマーケットチェックを必要とすれば、取締役の利益相反を効果的に抑制し、株主の利益の最大化を図り、経営資源の効率的な配分を促すことができるからである⁴³⁾⁴⁴⁾。

まず、利益相反の抑制である。対象会社の取締役が MBO を実施することで自

43) この点については、玉井・司法審査のあり方・115-118 頁とそこで引用されている文献を参照。

44) 公正な手続で MBO が行われたといえるためには事前のマーケットチェックの実施が必要であるとするのは、M&A 法制の目的実現に適したアプローチであると考えられる。経営資源の効率的な配分の達成や企業価値の増加分の公正な分配の実現に資するからである。

M&A は、対象会社の経営資源やそれに対する支配権が買収者へと移転する取引である。誰が対象会社の経営資源や支配権を獲得するかによって、M&A を行うことによって創造される価値の大きさは異なる。社会的な観点からは、対象会社の経営資源やそれに対する支配権を用いて最も大きな価値を生み出すと期待される者（便宜的に「最高利用者」という）に移転するのが望ましい。対象会社の経営資源や支配権が最高利用者へと移転すること、すなわち対象会社の経営資源が効率的に配分されるのが望ましい M&A ということになる。

M&A が行われる場合、対象会社の経営資源やそれに対する支配権を買収者が獲得することと引換に、買収者から対象会社の側に対価が支払われる。通常は、買収者から対象会社の側を支払われる対価は、M&A を行うことによって生み出されると期待される価値の増加分から払われることになる。そのため、M&A では、そのような価値の増加分を対象会社の側と買収者の間でどのように分配するかも問題になる。分配割合は対価に反映されるので、対価の大きさが問題である。対象会社の株主の観点からは、対象会社への分配割合が大きい方が望ましい。

このように、M&A では、経営資源の配分と、M&A によって創造される価値の増加分の分配割合の二つが問題になる。経営資源の効率的な配分の達成と、企業価値の増加分の公正な分配を実現することが、M&A 法制の目的であると考えられる。しかし、MBO の場合は、構造的な利益相反があるために、M&A 法制の目的実現が阻害されるおそれがある。M&A を行う際に、取引相手を誰にするか、取引条件（対価）をどうするかを決めるのは取締役である。会社や株主の利益ではなく、取締役自身の利益を優先したために、他に最高利用者がいる可能性が高いにもかかわらず、MBO 買収者が M&A 取引の相手として選択され、経営資源の配分が非効率になったり、一般株主に交付する対価が安く買い叩かれて、分配割合が不公正になったりするおそれがある。取締役の自己利益の追求により、取引相手の選択と対価の判断が歪められ、配分の非効率と分配の不正が生じるおそれがあることが MBO の問題である。

公正な手続といえるために事前のマーケットチェックを必要とし、よりよい対価を提示する取引相手を探すことを求めれば、これら二つの問題を同時に解決しうる。最高利用者の代理指標として、通常は、対価の大きさをを用いることができるからである。事前のマーケットチェックを必要としない場合は、配分的効率性の実現よりも、分配の公正性の確保に重点が移ることになる。

己利益を追求できるのは、M&A取引の相手にMBO買収者を選び、自らの影響力や情報の非対称性を利用して不当な取引条件を設定できるからである。自己利益追求のための取引相手の選り好みは問題の発生源となっている。取引相手の選り好みこそがMBOの問題の根源であるのだから、MBOの問題解決にはそれに対処するのが最も端的な方法である。取引相手の選択に制約を課すのである。公正な手続であるといえるためには事前のマーケットチェックの実施が必要であるとすれば、よりよい対価を提示する相手を探す必要があるから、取引相手の選り好みは制限される。MBO買収者よりもよい対価を提示する相手がいる可能性は高くないといえる状況でないにもかかわらず、MBO買収者を取引相手として選択し、MBOを行った場合は、公正な手続でMBOが行われたとはいえなくなるからである。恣意的にMBO買収者を取引相手として選択することが制限されれば、その立場を利用して、MBO実施により一般株主の株式を安く買い叩くこともできなくなるので、MBOの場面での取締役の利益相反を効果的に抑制することができる⁴⁵⁾⁴⁶⁾。

次に、株主の利益の最大化である。事前のマーケットチェックの実施を必要とすることは、株主の利益にも適う。よりよい対価を提示する取引相手を探すことを求め、そのような相手とM&Aを行うことになれば、対象会社の株主に交付される対価が最大化されると期待できるからである。MBOを行うことになる場合も、よりよい対価を提示する相手を探すことにより、対象会社の交渉力が高まることが期待できる。交渉力は、交渉が決裂した場合に他の選択肢があるか、あるなら他の選択肢から得られる利益はどの程度かによって変わる。MBO買収者以外にも買収候補者が存在しうるのであれば、対象会社の交渉力は高まり、最終的にMBOを行うことになる場合でも、MBO買収者から高い対価を引き出すことが可能になる⁴⁷⁾。

さらに、経営資源の効率的な配分である。事前のマーケットチェックの実施を

45) 事後のマーケットチェックでは、対象会社がM&A取引の相手としてMBO買収者を選択した後に他の買収候補者を探すことになるので、会社支配権市場という外部メカニズムを効果的に利用することができず、利益相反の抑制機能は非常に限定的になってしまう。利益相反の抑制のために独立取締役の果たすべき役割が大きくなる。なお、Subramanian & Zhao, *supra* note 27, at 1271-1275も参照。

必要とすることは、社会的な観点からも望ましい。効率的な経営資源の配分が達成される可能性を高めるからである。会社の存在意義は社会に新たな富をもたらすことにある。社会的な観点からは、新たに生み出される価値が大きければ大きいほど望ましい。MBO を含め、M&A も会社の生み出す価値を最大化するための手段にすぎないから、M&A を行う場合は対象会社の経営資源や支配権がそれを獲得して最も高い価値を生み出すと期待される者（以下ではこのような者を「最高利用者」という）に移転するようにすべきである。通常は、M&A を行うことで新たに創造されると期待される価値の増加分から、M&A の対価が支払わ

-
- 46) 日本の MBO は、ファンドが経営者を説得し、長い時間をかけて信頼関係を築いた上で行われるから、日本においては、マーケットチェックよりも、ファンドと合意した価格の公正性を確認する機能を特別委員会に委託することが重要であると説明されることがある。「公正な M&A の在り方に関する研究会 第3回 議事要旨」(2019年1月10日) 22-23 頁〔山田和広委員発言〕(「日本だが、マネジメントが MBO をしようと思ってファンドを幾つかコンタクトするというケースはほぼまれであり、むしろファンドのほうが経営陣にアプローチして、数年かけて一生懸命口説いて取引が起こるというのが日本の実態だと思う」)。しかし、そのようなファンドからの売り込みで MBO が行われる、押売型の MBO が日本の MBO の実態であるのなら、そのことは事前のマーケットチェックの必要性を示唆しているように思われる。ファンドが長い時間をかけて経営者を説得して MBO 実施について「その気にさせる」ということは、対象会社の企業価値最大化の手段として MBO が最適だったから MBO が選択されたのではなく、ファンドの利益追求の手段として MBO が最適だったから MBO が選択されているということの意味なのであり、対象会社にとって必ずしも必要ではないかもしれない MBO を行わせるために、経営者を「説得」し、協力を引き出すために、MBO 実施と引換に経営者に何らかの私的な利益を与えていることを示唆しているようにも思えるからである。会社と株主の利益のためではなく、ファンドと経営者の利益を追求するために MBO 買収者が M&A 取引の相手として選択され MBO が行われている可能性があるので、そのような疑念を払拭し、取引相手の選り好みを抑制するために、事前のマーケットチェックの実施を求めるのである。なお、Subramanian & Zhao, *supra* note 27, at 1241-1251 頁も参照。
- 47) 事後のマーケットチェックが行われるなら、MBO 買収者が安い対価で MBO を行おうとすると別の買収者が対抗提案を行い対象会社を取り合うことになるので、そうならないようにはじめから高い対価を提示するはずであるから、事後のマーケットチェックであっても、対象会社の交渉力を高めると考えられるかもしれない。しかし、このように考えることができるのは、MBO 買収者和其他の買収者が平等な立場にある場合に限られる。Subramanian, *supra* note 18, at 611-612. MBO の場合は、MBO 実施に合意した後は MBO 買収者が構造的に有利な立場に立つから、事後のマーケットチェックは事前のマーケットチェックよりも実効性が低い。Id. at 634-635. 事後のマーケットチェック（特に間接的なマーケットチェック）による交渉力の増強機能は非常に限定的であると考えられる。この点については、前掲注 18) も参照。

れると考えられる⁴⁸⁾。そうであるなら、通常は、対象会社の経営資源や支配権を獲得して最も高い価値を生み出すと期待される者が一番高い対価を提示することができることになる⁴⁹⁾。事前のマーケットチェックを行い、よりよい対価を提示する取引相手を探すことは、対象会社の経営資源や支配権が最高利用者へ移転する可能性を高めることになる。経営資源の効率的な配分という観点からも、MBO 買収者が最高利用者である可能性が高いから M&A 取引の相手に選ばれ、結果的に MBO となったといえることが望ましい。そのような状況を確保するためには、事前のマーケットチェックを行い、よりよい対価を提示する取引相手を探すこと（≒最高利用者を探すこと）を求めるのが一番である⁵⁰⁾。

このように、公正な手続であるといえるためには事前のマーケットチェックの実施が必要であるとするにより、対象会社の取締役によりよい対価を提示する取引相手を探すことを求めれば、取締役の利益相反を効果的に抑制し、株主の利益の最大化を図り、経営資源の効率的な配分を促すことができる⁵¹⁾。

(3) 独立取締役への低い依存度

公正な手続で MBO が行われたといえるためには事前のマーケットチェックの

48) 通常は、価値下落的な M&A であるにもかかわらず対象会社の側に M&A の対価を払うと、買収者は不利益を被るからである。しかし、支配株主による少数株主の締め出しや MBO のように、買収者が M&A 実施のタイミングを選択することが可能であり、買収者が対象会社の意思決定に影響を及ぼすことができ、買収者に都合がよい条件を対象会社に押しつけることができるのであれば、価値下落的な M&A 取引であっても、対象会社の側から買収者への富の移転により買収者は利益を得ることができる。玉井利幸「MBO における裁判所の役割」南山法学 33 巻 3・4 号（2010 年）313-317 頁参照。

49) 指針にも、このような考え方を取り入れていると考えられる記述がある。指針 38 頁本文、38 頁注 69。そこでは、通常は、より企業価値を高めることができる買収者の方がより高い対価を提示できるという仮定を用いており、対抗提案があった場合は、原則として高い対価を提示する買収者を選択すべきことを提案している。このような仮定が成り立たない場合については、指針 38 頁注 68 を参照。玉井・司法審査のあり方・128 頁注 33 も参照。

50) 事後的なゴーショップでも、ゴーショップ条項が適切に設計されていれば、経営資源の効率的な配分を促すことができるかもしれない。Subramanian & Zhao, *supra* note 27, at 1219（「ゴーショップ条項が適切に設計されている場合に限り、配分的効率性を促進することができる」）。米国の例からすると、MBO の場合に適切なゴーショップ条項を設計するのは困難であるように思われる。*Id.* at 1218-1219. 独立取締役の能力や交渉力、インセンティブが十分でないと、事後的なゴーショップは適切に機能しないだろう。

実施が必要であるとすれば、独立取締役への依存度を下げることができる。事前のマーケットチェックを必要とすると、よりよい対価を提示する M&A 取引の相手を探し、MBO 買収者よりもよい対価を提示する取引相手がいる可能性は高くはないといえる客観的な状況が示されていなければ、公正な手続で MBO が行われたとはいえないことになる。会社支配権市場のメカニズムを利用し、取引条件の形成過程において対象会社の取締役の影響力が及ばない第三者の買収者の関与・出現の可能性を積極的に探求することで、MBO における取締役の利益相反を抑制することができるようになる。事前のマーケットチェックを行わない場合は、このような外部メカニズムを効果的に利用することができないため、独立取締役への依存度が高くなる。指針のように、独立取締役を高度に信頼しているのであれば⁵²⁾、それで問題ないということになるだろう。しかし、独立取締役がどれだけ信頼できるかは疑問がないわけではない。指針のように独立取締役に高度に依存するアプローチは、独立取締役に人を得ない限り、想定通りには機能しないようにも思える⁵³⁾。

事前のマーケットチェックを必要とすれば、MBO の公正性確保のために独立取締役が果たすべき役割は相対的に小さくなり、独立取締役への依存度が下がるため、独立取締役の能力や信頼性、インセンティブに問題があったとしても、会社支配権市場のメカニズムで補うことができる。独立取締役は必ずしも信頼できるわけではないと考えるのであれば、事前のマーケットチェックを必要とし、会

51) レブロン義務はこのような発想の義務であると考えられる。会社の売却や支配権の移転などの際に、合理的に利用可能な最大の価値を株主にもたらす取引を合理的に追求することを対象会社の取締役を求めることで、株主の利益の最大化を図り、対象会社の経営資源やその支配権の最高利用者への移転を促すとともに、取締役の裁量に制限を加え、取締役の利益相反を抑制していると考えられるからである。玉井・司法審査のあり方・115-117 頁参照。指針でも、このようなレブロン義務の発想と親和的な説明をしているところがある。例えば、視点 1 (指針 15 頁)、積極的マーケットチェックの提案 (指針 35-36 頁)、対抗提案への対処 (指針 37-38 頁)。取締役の義務内容自体を変えるのは影響も大きいし、抵抗も強いだろうから、手続的な実務上の工夫でレブロン義務の実質的な導入を目指したのかもしれない。

52) 指針は、独立取締役で構成される特別委員会を MBO の公正性確保のための基点として位置付け (指針 20 頁)、独立取締役の尽力によって公正な MBO の実現を図ろうとしている。指針の提案内容は、特別委員会依存モデルとでもいえるべき内容となっている。玉井・M&A の指針 (1)・510-512 頁。

社の外部にある会社支配権市場のメカニズムで補完できるようにした方がよいだろう。

(4) 取締役の義務内容との整合性

公正な手続でMBOが行われたといえるためには事前のマーケットチェックの実施が必要であるとすることは、裁判所の考える対象会社の取締役の義務内容との整合性が高い。

取締役に義務を課すのは、そうすることで取締役にインセンティブを付与し、あるべき状態の実現を促すためである。レックス東京高裁判決⁵⁴⁾とシャルレ大阪高裁判決⁵⁵⁾からすると、MBOの場面では、対象会社の取締役は企業価値最大化と公正価値移転義務を負うと考えられる。裁判所は、企業価値最大化義務と公正価値移転義務を設定することで、MBOにおいて生じうる二つの問題、すなわち経営資源の配分の非効率と企業価値の増加分の分配の不正という問題に対処

53) 独立取締役は必ずしも信頼できるわけではないと考える理由として、様々なものが考えられる。独立取締役といえども、その選任プロセスは会社内部の経営陣（特に経営トップ）の影響下にあり、経営陣の影響からは逃れられないため、MBOに参加する経営者に迎合するような判断をするおそれがあるかもしれない。法的には、支配株主がいる会社の独立取締役のような、被支配者（独立取締役）が支配者（支配株主）を監督するという構造にはなっていないが、実質的には、それに近い形になっているかもしれない。独立取締役にも私的な利害関係があるかもしれない。例えば、独立取締役は、MBO実施後も対象会社の取締役を続けたり、MBO実施により対象会社を離れることになる場合は、高額の退職金を受け取ることになっているかもしれない。独立取締役の信頼性については、玉井利幸「『公正なM&Aの在り方に関する指針』と支配株主による少数株主の締め出し（2）」一橋法学19巻3号（2020年）（以下では「玉井・M&Aの指針（2）」と引用する）1212-1215頁とそこで引用されている文献も参照（支配株主がいる対象会社の場合の議論）。

54) 東京高判平成25年4月17日金融・商事判例1420号20頁、27頁（「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」「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」）。

55) 大阪高判平成27年10月29日金融・商事判例1481号28頁、40頁（「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、……ここていう利益最大化とは会社の業績向上、損失回避等を通じて将来に向かって企業価値の最大化を図る義務のことをいう」）。

しようとしていると考えられる⁵⁶⁾。

MBO は対象会社の支配権が分散した一般株主から MBO 買収者へと移転する取引である。支配権が移転する M&A を行う場合、誰が対象会社の支配権を獲得するかによって、M&A 実施後の対象会社の企業価値の大きさは変わる。対象会社の企業価値が最大化されるのは最高利用者に支配権が移転した場合であるから、企業価値最大化義務を課すことで、対象会社の取締役になそのような相手と M&A をするように尽力することを求めていると考えられる。MBO を行うのであれば、MBO 買収者が最高利用者である可能性が高いといえることを求めていると考えられる。さらに、MBO では構造的な利益相反や情報の非対称性があるため買収対価が不当に安く設定されているおそれがあるので、公正価値移転義務を課すことで対価の公正性を確保しようとしていると考えられる。裁判所が実体的側面の審査をすることで、取締役に義務を課すことにより実現しようとした状態が実現されているかを確認することになる⁵⁷⁾。

公正な手続で MBO が行われていれば取締役は義務を果たしたと考えることは、手続的公正性が認められた場合は、実体的側面の審査がなされないことを意味する。公正な手続といえるためには、実体的な審査をしなくても、取締役に義務を課すことで実現しようとしていたこと、すなわち、対象会社の支配権の最高利用者への移転（効率的な経営資源の配分）と対価の公正性（公正な分配）の確保が高い確率で実現していると期待できるような手続である必要がある。事前のマーケットチェックは、そのような期待に応えることができる手続である。前述のように、通常は、最も高い対価を提示する相手（買収者）が最高利用者である可能性が高いと考えられるので、よりよい対価を提示する取引相手を探すようにすることで、対象会社の支配権が最高利用者へ移転する可能性が高まるし、株主の対価についての利益も最大化されると期待できるからである。

このように、公正な手続で MBO が行われたといえるためには事前のマーケッ

56) M&A 法制の目的と取締役の義務については、玉井利幸「M&A 取引と差止め (1)」南山法学 40 巻 1 号 (2016 年) 46-50 頁、52-59 頁、65-70 頁とそこで引用されている文献を参照。

57) MBO の場合は、対象会社の取締役に構造的な利益相反があるから、取締役の義務違反の有無の審査の際に、経営判断原則による尊重は受けることができないと考えられる。

トチェックの実施が必要であるとするにより、裁判所が取締役の義務を設定することによって実現しようとしていた状態が高い確率で実現されるようになると期待できる。

3. 手続公正性の有無の審査における事前のマーケットチェックの取扱い

これまで述べたように、公正な手続でMBOが行われたといえるためには事前のマーケットチェックの実施が必要であるとするのは、指針の公正な手続の考え方に忠実であるし、MBOに対する法的規律のアプローチとして理論的にも優れていると考えられる。しかし、事前のマーケットチェックは会社支配権市場の厚みがないと上手く機能しないだろう⁵⁸⁾⁵⁹⁾。近年では、日本においても、対象会社の獲得を巡って複数の買収候補者が争うことも珍しくなくなっており⁶⁰⁾、公正な手続といえるために事前のマーケットチェックを必要とするのは現実離れた要求というわけではないかもしれない。しかし、現在のところ、日本の会社支配権市場には米国ほどの厚みがないのは間違いないだろう。事前のマーケットチェックが実効的に機能する前提が十分に調っているとはいえないかもしれない。日本の現状を前提にした場合、公正な手続でMBOが行われたといえるためには事前のマーケットチェックの実施が必要であると考えらるべきだろうか。

考え方は分かれうる。一つの考え方は、必要とするものである。裁判所が実体的側面の審査を差し控えてもかまわないのは、裁判所の実体的側面の審査による保護と同レベルの保護を与えうるような、代替的な外部メカニズム（例えば、機

58) 例えば、加藤貴仁「公正性担保措置(1)——特別委員会、マーケット・チェック、MOM条件」ジュリスト1536号(2019年)28頁、神田ほか座談会・前掲注14)39頁〔江良明嗣発言〕、シンポジウム「株式制度の再検討——会社法における基礎的な理論の観点から」私法82号(2020年)62頁〔白井正和発言〕参照。

会社支配権市場の厚みは事前のマーケットチェックの場合にだけ問題になるわけではない。対抗提案の出現可能性が十分にないと、事前のマーケットチェックだけでなく、事後のマーケットチェックも効果的に機能しえない。

59) 事前のマーケットチェックを効果的に行うには財務アドバイザーの役割が不可欠であるため、財務アドバイザーの能力や独立性、インセンティブが重要になる。

60) 例えば、廣済堂を巡るバインキャピタルと南青山不動産の争い、ユニゾホールディングスを巡るHIS、フォートレス、ブラックストーン、チトセアの争い、島忠を巡るDCMホールディングスとニトリホールディングスの争いなど。

関化した株式市場やアクティビストファンドなど十分な能力を備えた株主の存在、発達した会社支配権市場など）が実効的に機能している場合に限られると考えるのである⁶¹⁾。このように考えると、会社支配権市場という外部メカニズムを効果的に利用できない場合は、裁判所が実体的な審査を差し控えるべき前提があるとはいえないことになる。そのため、事前のマーケットチェックが効果的に行われていない場合は、手続的公正性を認めることはできず、裁判所は実体的な側面の審査を行わなければならない、と考えるべきことになる。

それでも問題はないともいえる。手続的公正性は、MBO を行うための要件（MBO と呼ばれる一連の取引の効力が発生するための要件）ではない。手続的公正性がなくても MBO を行うことは可能である。手続的公正性は、効力発生要件ではなく、実体的な側面の審査を回避することができるかどうか（裁判所の尊重を受けることができるか）を判断するために必要とされるものにすぎないのであるから、公正な手続といえるために要求されるレベルが高くてもかまわないと考えることもできる⁶²⁾。

さらに、ここで問題にしているのは、手続的公正性の有無の審査であって、取引価格の公正性や取締役の義務違反の有無の審査ではない。手続的公正性がないということは、裁判所の尊重を受けるに値する状態は実現されていない可能性が高いということを意味しているにすぎない。手続的公正性がないとされ、裁判所

61) Corwin 事件 (Corwin v. KKR Financial Holdings LLC, 125 A.3d 304 (Del. 2015)) に見られるように、米国デラウェア州の裁判所が一定の手続的条件を満たして M&A が行われていれば実体的介入を差し控え、当事者の判断を尊重するようになったのは、機関化した株式市場やアクティビスト株主など、裁判所の実体的側面の審査に代わりうる代替的な外部メカニズムが発達したからであると説明されることがある。Steven Davidoff Solomon & Randall S. Thomas, *The Rise and Fall of Delaware Takeover Standards*, in THE CORPORATE CONTRACT IN CHANGING TIMES 29, 37-40 (Steven Davidoff Solomon & Randall S. Thomas eds., 2019); Zohar Goshen & Sharon Hannes, *The Death of Corporate Law*, 94 N.Y.U.L. REV. 263, 269, 271-272 (2019). なお、デラウェア州裁判所の裁判官の説明として、J. Travis Laster, *Changing Attitudes: The Stark Results of Thirty Years of Evolution in Delaware M&A Litigation*, in RESEARCH HANDBOOK ON REPRESENTATIVE SHAREHOLDER LITIGATION 202 (Sean Griffith et al. eds., 2018) も参照。このような考え方を前提にした上で、現在の日本では実体的側面の審査を差し控えることができるほど外部メカニズムが十分に機能しているわけではないと考えるなら、実体的側面の審査が回避される場面が大きく限定されてしまうのも仕方がないことになる。

の尊重を受けることができなくても、実体的な審査が行われた結果、取引価格が公正であるとされたり、取締役は義務を果たしたと判断されることは十分にありうることである。手続的公正性の有無の審査は、実体的側面の審査をすべきMBOとそうでないものを選別するためのものである。選別のための、一次審査の機能を果たすものだから、不公正なMBOを取り逃がさないためにも、手続的公正性が認められる場合が少ない方が安全であるとも考えることもできる⁶³⁾。

もう一つの考え方は、必要ない、とするものである。現在の日本では、会社支配権市場の厚みは十分ではなく、会社支配権市場の参加者が少ないとすると、よりよい対価を提示するM&Aの相手（潜在的買収者）を探すことを求めても、そのような相手を見つけるのは困難だろう。そうであるなら、事前のマーケットチェックの実施を求めても、時間と費用がかかるだけで、実施する意味は乏しい。それだけでなく、裁判所の実体的な審査（対価の公正性の審査⁶⁴⁾）を行う能力についても、疑問がないわけではない。裁判所の実体的な側面についての審査能力に疑問があるのであれば、裁判所の審査に委ねても、適切な問題解決は期待できないだろう。事前のマーケットチェックを必要としない場合は、MBOの公正性を確保するために独立取締役が果たすべき役割が大きくなるが、裁判所の実体的な側面（対価の公正性）についての審査能力よりは、独立取締役の方がまだ信頼できるかもしれない。そうであるなら、裁判所が実体的な審査をすることになる場面を限定すべきであり、手続的公正性が認められる場合を増やすために、公正な手続といえるために事前のマーケットチェックは必ずしも必要ではない、とするのもありうる考え方である⁶⁵⁾。

62) これは、米国デラウェア州の本来レプロン義務の審査とは異なる点である。本来レプロン義務の場合は、手続的公正性の有無ではなく、取締役に義務違反があるかどうか自体を審査している。レプロン義務違反の審査の場合は、義務に違反していないといえるようにするために、マーケットチェックの概念を拡張的に考え、黙示のマーケットチェック（implicit market check）でもかまわないとするなどして、柔軟に（緩く）審査する意味はある。しかし、手続的公正性の有無の審査の場合は、手続的公正性が認められないからといって義務違反があるということになるわけではないから、必ずしも緩く審査する必要はないのではないか。この点については、玉井・M&Aの指針（2）・1190-1195頁も参照。

63) この点については、玉井・M&Aの指針（2）・1193-1195頁参照。

64) 価格決定の裁判の場合だけでなく、取締役の責任追及訴訟で公正価値移転義務違反の有無が審査される場合にも、価格の公正性を判断する必要がある。

- 65) このように考える場合でも、M&A の指針の提案内容は MBO の指針から大きく進化しているため、MBO の指針のアップデートという指針の目的は達成できているから、それだけで十分であるかもしれない。

MBO の指針も、M&A の指針も、実体的に公正な MBO は、企業価値を向上させ、企業価値の増加分が一般株主に公正に分配されているものであると考えているのは同じである。MBO の指針 9 頁、M&A の指針 14 頁。どのように分配すれば公正な分配になるかを一義的に明確に定義するのは困難であるので、手続的な実務上の工夫を用いて公正な手続で MBO が行われるようにすることで実体的な公正性を確保しようとする（確保したことにする）のも同じである。MBO の指針 8-9 頁、M&A の指針 12-14 頁。しかし、どのような手続で公正性を確保するか、その発想と手法は異なっている。

MBO の指針は、株主が賛成していればそれが公正な分配であると考えている。株主の判断が歪められることなく、十分な情報が提供された上で株主が賛成しているという状態を実現することが手続的工夫の中核をなしている。MBO の指針 8-9 頁（「MBO の価格について、最終的に判断を行うのは株主である」）、同 10 頁（「実際に判断を行うのは株主であるから、株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会を確保することが重要である」）。株主の適切な判断機会を確保することにより、株主の判断を通じて MBO の合理性・透明性を確保しようとしていたため、対象会社の株主を基点とする、株主レベルの実務上の工夫を中心に据える提案となっていた。対象会社の取締役の利益相反が MBO の問題の根源であるにもかかわらず、それに直接対処するための工夫はオプションとして提案されていただけだった。MBO の指針 19-20 頁（「株主の適切な判断機会の確保」が共通して対応すべき事項とされており、必須の要請とされていたが、社外役員や独立した第三者委員会への諮問などの「意思決定過程における恣意性の排除」、「価格の適正性を担保する客観的状況の確保」、MBO 実施のための公開買付けにおける買付数の下限を高い水準に設定することなどの「その他」の工夫は、必ずしも全て実効する必要はなく、いずれかの工夫を採用すればよいとされていた）。

株主は、通常は、M&A 取引が行われないよりは行われる方を好むので、市場株価を上回る対価でオファーがなされていけば、ほぼ常に取引に賛成するともいえる。James D. Cox, Thomas J. Mondino & Randall S. Thomas, *Understanding the (Ir)relevance of Shareholder Votes on M&A Deals*, 69 DUKE L. J. 503, 511 (2019); Matteo Gatti, *Reconsidering the Merger Process: Approval Patterns, Timeline, and Shareholders' Role*, 69 HASTINGS L.J. 835, 840 (2018). はほぼ常に株主の賛成が得られるのであれば、株主レベルの工夫に重点を置いて、MBO の公正性の確保にはつながらないだろう。

M&A の指針では、公正な分配についての考え方と手続的公正性の確保のための手段が変わり、取締役レベルに重点を置く提案内容になった。M&A の指針は、独立当事者間の M&A でなされる分配が公正な分配であると考えている。II 2. (1) 参照。買収者を選択し M&A の取引条件を交渉するのは取締役であり、株主はその選択と交渉の結果に諾否を表明するだけであるから、誰とどのような M&A が実現するか、MBO の公正性が確保されるかどうかは対象会社の取締役次第である。そのため、指針は、取引条件が形成される過程に着目し、独立当事者間で行われる M&A に近似させるべく、取締役レベルの独立性と実効性（交渉力）を確保するための措置を中心に提案を行っている。指針が独立取締役（特別委員会）を基点とする、対象会社の取締役レベルに重点を置くアプローチを採用し、MBO の根本的な問題に対処するようになったことは高く評価できる。MBO の指針を改訂し、M&A の指針を作成した意義は大きい。

さらに、折衷的な考え方もありうる。例えば、公正な手続でMBOが行われたといえるためには、原則として事前のマーケットチェックの実施が必要であるが、例外的に事前のマーケットチェックを行っていないなくても公正な手続であるといえる場合があるということが考えられる。事前のマーケットチェックを行うと対象会社に重大な不利益が生じるおそれがあると判断した理由を合理的に説明できた場合は、事前のマーケットチェックを行っていないなくても、そのことだけで手続的公正性を欠くことになるわけではないと考えるのである。単に事前のマーケットチェックを行わなかった理由を説明するのではなく、事前のマーケットチェックを行うと対象会社に重大な不利益が生じるおそれがあると判断した理由の説明を個別の事情に応じて具体的に求め⁶⁶⁾、その合理性を審査することになる。指針は、事前のマーケットチェックを行わなくても事後のマーケットチェックで十分であり、代替性があると考えているようであるが、両者は果たしうる機能や実効性が異なると考えられる⁶⁷⁾。事前のマーケットチェックを行わない場合には厳格な説明を求めることにより、事前のマーケットチェックの実施を間接的に促すことになる。

以上述べたように、様々な考え方がありうるが、日本の現状を前提にすると、公正な手続でMBOが行われたといえるためには事前のマーケットチェックの実施が必要であるとするのは厳しすぎるかもしれない。公正な手続であると認めることができる場合を広げうる、折衷的な考え方がよいのではないか。

66) 指針自体も、任意の開示事項として、「M&Aを実施するに至ったプロセス等に関する情報」の充実した開示を求めているので(指針45頁[3.6.2.3の部分])、措置の採用・不採用の理由を説明することを求めていると考えられる。本稿で求めているのは、単なる採用・不採用の理由の説明ではなく、事前のマーケットチェックを行うと対象会社に重大な不利益が生じるおそれがあると判断した理由の個別の事情に応じた具体的な説明である。事前のマーケットチェックの実施を促すために、このような厳格な説明を求める提案をしている。令和元年改正前会社法327条の2が、社外取締役を置くことが相当でない理由の説明を求め、その設置を間接的に強制していたのと同じ発想である。

67) 前掲注18)、II 2.(2)参照。

Ⅲ 終わりに

MBO に対する裁判所の審査の重点は、実体的側面から手続的側面へと移っている。そのため、MBO に対する法的規律の在り方は、手続的公正性の有無の審査に左右されることとなった。2019 年 6 月に経済産業省が公表した M&A の指針は、その前身である MBO の指針と同様に、実務や裁判所に大きな影響を与えられると思われる。その影響力を考えると、今後は M&A の指針を前提に手続的公正性について考える必要がある。そのため、本稿では、指針の考え方を前提にした場合、MBO の手続的公正性の有無をどのように審査すべきかを考えてきた。特に、手続的公正性の有無の審査において、マーケットチェックをどのように取り扱うべきかについて考えてきた。

M&A の指針は、マーケットチェックを、事前のマーケットチェック、事後的なゴーショップ、間接的なマーケットの三つに分類している。指針は、これらを代替的に考えているようであるが、果たしうる機能や MBO の公正性の確保のための実効性は異なると考えられるため、手続的公正性の有無を審査する際は優劣をつけるべきである。MBO の場合は、MBO 買収者が構造的に有利な立場にあるので、事後のマーケットチェックの実効性には疑問がある。事前のマーケットチェックは、指針の考える公正な手続の内容を実現するのに最も適していると考えられること、MBO に対する法的規律の手法として理論的に優れていること、独立取締役への依存度が低いこと、裁判所の考える対象会社の取締役の義務内容との整合性が高いことなど、他の措置よりも優れた点が多いので、事前のマーケットチェックの実施を促すべきである。そのために、裁判所は、手続的公正性の有無を審査する際は、対象会社が事前のマーケットチェックを行うと対象会社に重大な不利益が生じるおそれがあると判断した理由を個別の事情に応じて具体的に説明できない限り、事前のマーケットチェックが効果的に行われていなければ、公正な手続で MBO が行われたということはできないと考えるべきである。そうすることによって、事前のマーケットチェックの実施を間接的に促すべきである。