

「公正な M&A の在り方に関する指針」 についての検討（1）

伊 藤 吉 洋

目 次

- 第一章 序 論
 - 第一節 M&A 指針策定の意義と位置付けなど
 - 第一項 M&A 指針と MBO 指針
 - 第二項 M&A 指針策定の意義など
 - 一 M&A 指針の目的と M&A 指針の対象とされる取引類型
 - 二 M&A 指針策定の意義と MBO などの経済的意義・課題との関係
 - 第三項 M&A 指針の位置付け
 - 第二節 本稿の問題意識
 - 第一項 中長期的な投資を呼び込むことに関連しての問題意識
 - 一 M&A 指針の前提の確認
 - 二 裁判所の審査に係る問題意識
 - 三 一般株主が享受すべき正当な利益に係る問題意識
 - 第二項 企業価値の向上に関連しての問題意識
 - 一 予測可能性に係る問題意識
 - 二 公正性担保措置に係る問題意識
 - 第三項 独立当事者間取引に関連しての問題意識
 - 第三節 課題の設定と検討の範囲など
 - 第一項 課題の設定
 - 第二項 検討の範囲など (以上本号)

第一章 序 論

第一節 M&A 指針策定の意義と位置付けなど

第一項 M&A 指針と MBO 指針

2019年6月28日に「公正な M&A の在り方に関する指針——企業価値の向

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

上と株主利益の確保に向けて——」（以下「M&A 指針」という）が策定された。

この指針は、2007年9月4日に策定された「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」（以下「MBO 指針」という）「を改訂」するものであるとされている（M&A 指針（以下略）1.1）¹⁾。

第二項 M&A 指針策定の意義など

一 M&A 指針の目的と M&A 指針の対象とされる取引類型

M&A 「指針の目的は」、「典型的に構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在する」「MBO および支配株主による従属会社の買収²⁾³⁾」を中心に⁴⁾、主として手続面から、我が国企業社会における公正な M&A の在り方を提示することである」とされている（1.2・1.4）。

二 M&A 指針策定の意義と MBO などの経済的意義・課題との関係

（一）M&A 指針策定の意義

さらに、M&A 指針は、公正な M&A の在り方を提示することについて、以下のように述べる。すなわち、「我が国の企業活動や資本市場の更なるグローバル化が進む中、我が国の法制度や社会規範に根差しつつ、国際的に活動する投資家も含む国内外のステークホルダー⁵⁾」からの期待にも応え、その理解と信頼を得られる公正な M&A の在り方を明らかにし、我が国企業社会の関係者の共通認識の形成を図っていくことは」、①「M&A を実行する上での予見可能性を高めることで企業価値⁶⁾」の向上に資する M&A を促進し、「我が国における M&A の健全な発展に資するとともに」、②「我が国資本市場に対する信頼を高め、グローバルな市場間競争の中で我が国企業への中長期的な投資を呼び込む」「上でも有益である」⁷⁾（以上、1.2）。以上の記述からすれば、M&A 指針は、そのような在り方を提示すること（明らかにすること）⁸⁾によって、①そのように促進することと②そのように呼び込むことを実現する⁹⁾し、そのことが M&A 指針策定の意義である、と考えていると読みうる¹⁰⁾。

(二) MBO などの経済的意義・課題

M&A 指針は、その対象としている（一参照）MBO および支配株主による従属会社の買収（1.4）には経済的意義（2.1.1）があると述べる。他方で、両取引には「構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在するため」「本来は一般株主が享受すべき利益を享受することができず、これを買収者が享受しているのではないかといった懸念」「を払拭するため」「企業価値の向上と公正な取引条件¹¹⁾の実現」を「担保」という課題（2.1.2）もある、とも指摘している。¹²⁾

(三) M&A 指針策定の意義と MBO などの経済的意義・課題との関係の整理

(1) 経済的意義を有する両取引の有効な活用と M&A 指針策定の実質的な意義

M&A 指針は、経済的意義を有する両取引「が有効に活用され、当事会社の企業価値が増加することは望ましいといえる」とも述べている¹³⁾（2.1.1）。また、（一）において前述したように、M&A 指針においては、公正な M&A の在り方を提示することによって「M&A を実行する上での予見可能性を高めることで企業価値の向上に資する M&A を促進」することなどを実現しうるし、そのことが M&A 指針策定の意義である、と考えられているように思われる。以上を併せみれば、M&A 指針においては、公正な M&A の在り方を提示することによって M&A を実行する上での予見可能性が高まり、その結果、M&A のうち両取引が有効に活用（促進）され、望ましいとされる当事会社の企業価値の増加（向上）がもたらされうる¹⁴⁾ ことになるし¹⁵⁾、そのことが M&A 指針策定の実質的な意義である、と考えられているとさらに整理しうるかもしれない。

(2) 公正な取引条件の実現と M&A 指針策定の実質的な意義

M&A 指針には「取引条件の公正さ¹⁶⁾を担保するための手続（以下、このような手続を指して『公正な手続』という。）の在り方について指針を示し¹⁷⁾、こうした手続を通じて M&A が行われることにより、一般株主が享受すべき正当な利益（以下、このような利益を指して『一般株主が享受すべき利益』や『一般株主利益』等という。）が確保されるべきものと考えられる」という記載もある

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

(2.2.2)。また、(一)において前述したように、M&A 指針において公正な M&A の在り方を提示することによって中長期的な投資を呼び込むことを実現しうるし、そのことが M&A 指針策定の意義である、と考えられているように思われる。以上を併せみれば、(取引条件の公正さを担保するための(公正な)手続の在り方についての指針を示す、という意味で)公正な M&A の在り方を提示することによって、取引条件の公正さを担保するための(公正な)手続を通じて M&A のうち両取引が行われ、その結果、一般株主が享受すべき正当な利益が確保されることになり、ひいては¹⁸⁾、中長期的な投資を呼び込むことを実現しうるし¹⁹⁾、そのことが M&A 指針策定の実質的な意義である、と考えられているとさらに整理しうるかもしれない。

第三項 M&A 指針の位置付け

M&A 指針は、「M&A に新たな規制を課す趣旨で提示」されるものではなく、「今後の我が国企業社会におけるベストプラクティスの形成に向けて公正な M&A の在り方を提示するものである」ともされている(1.3)。そのことに関連して、M&A 指針は、「第3章で提示する各公正性担保措置²⁰⁾を講じるか否かと M&A の適法性との関係について整理するものではない」し(1.3)、「例えば、第3章で提示する各公正性担保措置を講じるか否かと、会社法上の『公正な価格』やこれについての裁判所の審査の在り方との関係や、対象会社の取締役の善管注意義務および忠実義務との関係等について整理を行うことを直接意図したものでもない」(注1)ことを明示している²¹⁾。

第二節 本稿の問題意識

第一項 中長期的な投資を呼び込むことに関連しての問題意識

一 M&A 指針の前提の確認

第一節において前述したとおり、(取引条件の公正さを担保するための(公正な)手続の在り方についての指針を示す、という意味で)公正な M&A の在り方を提示

することによって、取引条件の公正さを担保するための（公正な）手続のうち公正性担保措置²²⁾を通じて M&A のうち両取引が行われ、その結果、一般株主が享受すべき正当な利益が確保されることになり、ひいては、中長期的な投資を呼び込むことを実現しうるし、そのことが M&A 指針策定の実質的な意義である、と考えられていると整理しうるかもしれない（第一節第二項二(三)(2)参照）。もしそうだとすると、そのような意義において前提とされているであろうことを確認すれば、以下のようになると思われる。

第一に、M&A 指針は、公正な M&A の在り方を提示すれば、取引条件の公正さを担保するための（公正な）手続のうち公正性担保措置を通じて M&A のうち両取引が実際に行われることになる、ということを経験している。第二に、そのように公正性担保措置を通じて M&A のうち両取引が実際に行われることになれば、結果として、一般株主が享受すべき正当な利益が確保されることになる、ということを経験している。第三に、一般株主が享受すべき正当な利益が確保されることになれば、最終的には、中長期的な投資を呼び込むことを実現しうる、ということを経験している。

二 裁判所の審査に係る問題意識

(一) 両取引が公正性担保措置を通じて行われることになるために必要な裁判所の審査の在り方

(1) 当事会社らを不利な状況に至らしめる裁判所の審査の在り方の必要性

一において前述したように、M&A 指針は、公正な M&A の在り方を提示すれば、取引条件の公正さを担保するための（公正な）手続のうち公正性担保措置を通じて M&A のうち両取引が実際に行われることになる、ということを経験していると思われる。もっとも、（公正な）手続のうち公正性担保措置を通じて M&A のうち両取引が実際に行われるためには、① 通じることなく両取引が行われた場合には、② 通じて両取引が行われた場合と比較して、両取引の当事会社（買収者および対象会社）およびその関係者²³⁾（以下「当事会社ら」という）が不利な状況に至ることが予測され、その状況が嫌忌されること²⁴⁾が

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

必要なのではないだろうか。そのような不利な状況として具体的には、「『公正な価格』についての裁判所の審査において」、「当事者間で合意された取引条件が尊重され」ず（注1）、しかも、取引条件を上回る価格が「公正な価格」であると決定されるといった状況²⁵⁾²⁶⁾ など²⁷⁾ が挙げられよう。

(2) 両取引が公正性担保措置を通じて行われることになるために必要な裁判所の審査の在り方と注1

第一節において前述したとおり、M&A 指針には、「例えば、第3章で提示する各公正性担保措置を講じるか否かと、会社法上の『公正な価格』やこれについての裁判所の審査の在り方との関係や、対象会社の取締役の善管注意義務および忠実義務との関係等について整理を行うことを直接意図したものでない」との記載がある（第一節第三項参照）。「もっとも」、M&A 指針は、その記載に引き続いて、「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」（注1）とも述べている²⁸⁾。

この注1からすれば、M&A 指針は、「公正性担保措置が実効的に講じられない場合には（「講じられ」た場合と比較して）そのように「尊重される可能性は」低「くることが期待され」るなど²⁹⁾ と考えている、と整理しうるかもしれない。もしそうだとすると、「公正性担保措置が実効的に講じられ」ない場合には裁判所が実際に「尊重」せずに、しかも、取引条件を上回る価格を「公正な価格」であると決定するといった状況³⁰⁾ などに至ることが「期待」（予測）されるのであれば³¹⁾³²⁾、確かに、両取引の当事会社らが、そのような（不利な）状況に至ることを嫌忌して、「公正性担保措置」を「実効的に講じ」て（公正性担保措置を通じて）両取引を実際に行う可能性は高まる³³⁾ ようにも思われる。

(二) これまでの裁判所の審査に係る確認の必要性

他方で、「公正性担保措置が実効的に講じられ」ない場合にそのように「尊重される可能性は」低「くることが期待され」ないのであれば³⁴⁾、両取引の

当事会社らが「公正性担保措置」を「実効的に講じ」て（公正性担保措置を通じて）両取引を実際に行う可能性は高まらないということになるように思われる³⁵⁾。それでは、現段階において、M&A 指針が提示している「公正性担保措置が実効的に講じられ」ない場合にそのように「尊重される可能性は」低「く」なることが期待されるのだろうか。それを確認するためには、M&A 指針が策定される以前の裁判所が、どのような公正な手続を通じて両取引が行われたかどうかに着目して³⁶⁾³⁷⁾「公正な価格」を決定してきたかなどを確認することが必要になるように思われる。ところが、M&A 指針においてはその確認はなされていない（以下「問題意識1の1」という³⁸⁾）。

三 一般株主が享受すべき正当な利益に係る問題意識

(一) 「一般株主が享受すべき正当な利益」とは何か

公正な M&A の在り方を提示すれば、取引条件の公正さを担保するための（公正な）手続のうち公正性担保措置を通じて M&A のうち両取引が実際に行われることになるとして（二参照）、M&A 指針は、そのように公正性担保措置を通じて M&A のうち両取引が実際に行われることになれば、結果として、「一般株主が享受すべき正当な利益」が確保されることになり、最終的には、中長期的な投資を呼び込むことを実現しうる、ということをも前提にしていると思われる（一参照）。もしそうだとすると、これらの前提において要となっている（二参照）「一般株主が享受すべき正当な利益」とはどのようなものなのだろうか。そもそも M&A 指針においては、その定義は明示されていない。

この点について、第一節においてもその一部を引用したように、M&A 指針は、「買収対価等の取引条件自体について何らかの一義的・客観的な基準を設けることは適当とはいえず、取引条件の公正さを担保するための手続（以下、このような手続を指して『公正な手続』という。）の在り方について指針を示し、こうした手続を通じて M&A が行われることにより、一般株主が享受すべき正当な利益（以下、このような利益を指して『一般株主が享受すべき利益』や『一般株主利益』等という。）が確保されるべきものと考えられる」と述べているところ

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

（第一節第二項二(三)(2)参照）、その理由はその一文前までに記載されていると読みうる³⁹⁾。その一文前までに記載されているのは、「M&A に際して実現される価値についての概念整理」（2.2.1）と「実際の事案における整理」（2.2.2）である。具体的には、当該価値は「(a) M&A を行わなくても実現可能な価値」と「(b) M&A を行わなければ実現できない価値」と「に区分して考えることができる」とされている。そして、(a)は、「一般株主を含む全ての株主がその持株数に応じて享受すべきものであると考えられる」し、(b)については、「M&A によって一般株主はスクイーズ・アウトされることとなるものの、一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる」とされている（以上、2.2.1）。引き続き、「(a)および(b)の価値を客観的かつ厳密に区別・算定する」ことなどは「困難である」「ため、上記の理論的な概念整理から直ちに、実際の事案における妥当な買収対価の算定方法を導くことや、市場株価と比較して『プレミアムが何%以上であれば公正である』といった一義的・客観的な基準を設けることは困難である」と整理されている（以上、2.2.2）。

以上からすれば、「客観的かつ厳密に区分・算定する」ことなどは「困難である」とされているのであるから、完全に一致していると評価しうる状況に至ることは当然には想定されていないのであろうが、「(a) M&A を行わなくても実現可能な価値」のうち持株数に応じた部分と「(b) M&A を行わなければ実現できない価値」の「しかるべき部分」が理論的には「一般株主が享受すべき正当な利益」である、と考えられていると整理しうるかもしれない⁴⁰⁾。

（二）「一般株主が享受すべき正当な利益」に係る問題意識

（1）なぜ(a)および(b)の価値を享受させるべきなのかなど

もっとも、もし(一)において前述したように整理しうるとして、(a)および(b)の価値に係る一般株主が享受すべき正当な利益が確保されれば、中長期的な投資を呼び込むことを実現しうるとしたら（一参照）、それはなぜなのであろうか。M&A 指針においては（中長期的な投資を呼び込むことが必要であることについての理由も含め）その説明はなされていない。

さらに、(a)および(b)の価値に係る一般株主が享受すべき正当な利益が確保されれば、最終的には、中長期的な投資を呼び込むことなどを実現しようとしても、その反面、M&A のうち両取引を行う買取者が当該 M&A に際して享受することとなる価値は（一般株主に正当な利益を享受させない場合と比較して）減少することになるだろう。買取者が、両取引を行ってもその程度しか価値を享受しえないことを嫌忌するとしたら、両取引が実際に行われることは（一般株主に正当な利益を享受させない場合と比較して）少なくなるように思われる。もしそうだとすれば、（それらが実際に企業価値の増加（向上）をもたらしうるのである限りにおいて）両取引が有効に活用（促進）され、望ましいとされる当事会社の企業価値の増加（向上）がもたされうるといふ M&A 指針策定の実質的な意義（第一節第二項二(三)(1)参照）を果たすことが（一般株主に正当な利益を享受させない場合と比較して）難しくなるかもしれない。ところが、M&A 指針においては、この点についての説明もなされていない。

以上の点は、結局のところ、(a)は「一般株主を含む全ての株主がその持株数に応じて享受すべきものであると考えられる」のはなぜなのか、(b)については「M&A によって一般株主はスクイーズ・アウトされることとなるものの、一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる」のはなぜなのかという疑問に関連するものである。しかし、M&A 指針においてはいずれの説明もされていない⁴¹⁾⁴²⁾ (2.2.1参照) (以下「問題意識2」という)。

(2) 一般株主が享受すべき正当な利益と公正性担保措置との関係

ア) 公正性担保措置は一般株主が享受すべき正当な利益を確保しうるのであるのか

さらに、もし(一)において前述したように整理しようとして、一般株主が享受すべき正当な利益を確保するために提示されていると整理しうるのであろう(一参照) 公正性担保措置は、実際にその利益を確保しうる内容になっているのだろうか。もし正当な利益を確保しえないような措置が提示されていたとすれば、その結果として、措置を提示することによっては、M&A 指針策定の実質的な意義（第一節第二項二(三)(2)参照）である中長期的な投資を呼び込むことを実現しえなくなる⁴³⁾ であろう。

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

もちろん公正性担保措置がそのような内容になっていることを前提として M&A 指針は策定されたのであろうが、策定に携わった者以外の者がその点をあらためて検討してみればそのような内容にはなっていないと評価しうる措置も存在するかもしれない（以下「問題意識3」という）⁴⁴⁾。

(イ) 他に一般株主が享受すべき正当な利益を確保しうる措置は存在しないのか

加えて、M&A 指針は、「公正な取引条件は、本章で提示する各公正性担保措置を講じることによってのみ実現されるわけではなく、これらの公正性担保措置を講じることによらずとも、公正な取引条件が実現され、大半の一般株主から納得が得られる場合もあると考えられる」（注22）とも述べる。（一）などにおいて引用した箇所を併せ読めば、M&A 指針は、もし「よらずとも、公正な取引条件が実現され」ることによって一般株主が享受すべき正当な利益が確保され、最終的には、中長期的な投資を呼び込むことを実現しうる措置が別途存在する可能性がある、と考えているのかもしれない⁴⁵⁾。そして、もしそのような措置が、一部の公正性担保措置のように「企業価値の向上に資する M&A に対する阻害効果の懸念等も指摘されている」（3.5.2）ものではないとしたら、（それらが実際に企業価値の増加（向上）をもたらしうるものである限りにおいて）両取引が有効に活用（促進）され、望ましいとされる当事会社の企業価値の増加（向上）がもたされうることという M&A 指針策定の実質的な意義（第一節第二項二(三)(1)）からして、むしろそのような措置を講じたほうがよい、ということになる。そこで、そのような措置が別途存在するかどうかを検討してみることは有益であるように思われる（以下「問題意識4」という）。

第二項 企業価値の向上に関連しての問題意識

一 予見可能性に係る問題意識

(一) M&A 指針の前提の確認

第一節において前述したとおり、M&A 指針においては、公正な M&A の在り方を提示することによって M&A を実行する上での予見可能性が高まり、その結果、M&A のうち両取引が有効に活用（促進）され、望ましいとされる

当事会社の企業価値の増加（向上）がもたらされうることになるし、そのことが M&A 指針策定の実質的な意義である、と考えられていると整理しうるかもしれない（第一節第二項二(三)(1)参照）。もしそうだとし、そのような意義において前提とされているであろうことを確認すれば、まずは以下のようになると思われる（その他の前提については二(一)参照）。すなわち、M&A 指針は、（取引条件の公正さを担保するための（公正な）手続の在り方についての指針を示す、という意味で）公正な M&A の在り方を提示することによって、実際に M&A を実行する上での予見可能性が高まり、M&A のうち両取引が実際に行われることになる（可能性が高まる）、ということを前提にしている。

(二) 「M&A を実行する上での予見可能性」とは何か

もっとも、もしそうだとし、この前提において要となっている（(三)参照）「M&A を実行する上での予見可能性」とはどのようなもの（何に対する予見可能性）なのだろうか。そもそも M&A 指針においては、その定義は明示されていない。しかし、それが明らかにならなければ、予見可能性が高まることによって、M&A のうち両取引が実際に行われることになる（可能性が高まる）、といえるかどうかは分からないように思われる。

この点について、そもそも予見可能性が高まることによって、M&A のうち両取引が実際に行われることになる（可能性が高まる）のであるとしたら、予見可能性が高まることには、予見可能性が高まらない（依然として低い）状況と比較して、両取引を含む「M&A を実行する」当事会社（買収者および対象会社）およびその関係者（当事会社ら）にとっての何らかの利点がある、と M&A 指針は考えているのだと思われる。それでは、そのような利点として具体的にどのようなものを想定しうのだろうか。もし予見可能性が高まらなければ（依然として低ければ）、M&A のうち両取引が実際に行われなくなる（実行されなくなる）可能性が高まる（行われる可能性は依然として低い）と考えられているのだとすれば、以下のようになる。

まず、そもそも両取引が実際に行われなくなる可能性を高めてしまうのは、両取引を行った場合に、「『公正な価格』についての裁判所の審査において」

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

「当事者間で合意された取引条件が尊重され」るかどうかなどを予見することが難しく、実際に「尊重され」ないなど（第一項二（一）(1)参照）という不利な状況に至りかねないという懸念の存在、というものが考えられよう⁴⁶⁾。したがって、それを予見することを容易にし、実際に「尊重され」ないなどという不利な状況に至りかねないという懸念を解消すれば、（当該懸念が解消されない場合と比較して、）両取引が実際に行われることになる（可能性が高まる）ように思われる⁴⁷⁾。以上からすれば、両取引を含む「M&A を実行する」当事者らにとっての「M&A を実行する上での予見可能性が高まること」に係る利点とは、「『公正な価格』についての裁判所の審査において」「当事者間で合意された取引条件が尊重され」るかどうかなどを予見することが容易になり、実際に「尊重され」ないなどという不利な状況に至りかねないという懸念が解消されることであり、もしそうだとすれば、「M&A を実行する上での予見可能性」とは、「『公正な価格』についての裁判所の審査」結果、すなわち、「当事者間で合意された取引条件が尊重され」るかどうかなどに対する予見可能性を意味している、と整理しえよう⁴⁸⁾。

（三） 公正な M&A の在り方を提示することによる予見可能性の高まりに係る問題意識

（1） 公正な M&A の在り方を提示することによる予見可能性の高まり

M&A を実行する上での予見可能性が高まることによって、M&A のうち両取引が実際に行われることになる（可能性が高まる）としても（(二)参照）、公正な M&A の在り方を提示することによって、実際に M&A を実行する上での予見可能性が高まるのはなぜなのだろうか（(一)参照）。M&A 指針においては、その理由は明らかにされていないが、「M&A を実行する上での予見可能性」とは、「『公正な価格』についての裁判所の審査」結果、すなわち、「当事者間で合意された取引条件が尊重され」るかどうかなどに対する予見可能性を意味している、と整理した上で（(二)参照）、その理由を明らかにすることを試みれば、以下のようなだろうか。

まず、第一項においても引用したように（第一項二（一）(2)参照）、M&A 指針は、その中で提示した「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」などと述べている(注1)。この注1からすれば、公正性担保措置を実効的に講じれば、(講じない場合と比較して)「『公正な価格』についての裁判所の審査において」「当事者間で合意された取引条件が尊重される可能性」が「高くなる」ということなどを予見すること(二)参照)ができそうである⁴⁹⁾。もしそうだとすれば、確かに、M&A 指針が、(取引条件の公正さを担保するための(公正な)手続のうちの)公正性担保措置の在り方を示す、という意味で(第一項一参照)公正な M&A の在り方を提示することによって、(そのような在り方を提示しない場合と比較して)、実際に M&A を実行する上での予見可能性が高まるように思われる⁵⁰⁾⁵¹⁾。

(2) これまでの裁判所の審査に係る確認の必要性

しかし、現段階において注1のようにいえる、ということ的前提にするのであれば、公正な M&A の在り方を提示することによって、実際に M&A を実行する上での予見可能性が高まるように思われる、というにすぎないことに注意を要する。つまり、M&A 指針が提示した「公正性担保措置が実効的に講じられている場合」であっても、例えば「『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」ないのであれば(現段階において注1のようにいえる、ということ前提にしないのであれば)⁵²⁾、そのように予見可能性が高まる、とはいえないように思われるのである。それでは、現段階において、M&A 指針が提示した「公正性担保措置が実効的に講じられている場合に」そのように「尊重される可能性は高くなることが期待され」るのだろうか。それを確認するためには、M&A 指針が策定される以前の裁判所が、どのような公正な手続を通じて両取引が行われたかどうかに着目して⁵³⁾「公正な価格」を決定してきたかなどを確認することが必要になるように思われる。ところが、M&A 指針においてはその確認はなされていない(以下「問題意識1の2」という)⁵⁴⁾。

(3) 予見可能性を低下させかねない総合的判断

また、M&A 指針が提示した「公正性担保措置が実効的に講じられている場

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

合には」、例えば「『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」としても（②参照）、M&A 指針が提示しているのが複数の公正性担保措置であり、しかも、M&A 指針において、各措置のいずれをも講じるべきであると述べられていないとか、各措置のいずれを組み合わせるべきであるかについても明らかにされていない場合には、公正性担保措置の在り方を示す、という意味で公正な M&A の在り方を提示しても、「M&A を実行する上での予見可能性が高まる」とはいえないと思われる。なぜならば、これらの場合には、M&A 指針が提示している公正性担保措置のいずれを実効的に講じれば、「『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」可能性が高くなるということなどを予見することが難しいからである。

実際のところ、M&A 指針が提示しているのは複数の公正性担保措置であり、しかも、M&A 指針においては、各措置のいずれをも講じるべきであると述べられていないし、各措置のいずれを組み合わせるべきであるかについても明らかにされていない。それどころか、「個別の M&A において、その具体的状況に応じて、事案に即した適切な公正性担保措置を判断し、実施することが重要となる。その際、個別の M&A において一定の措置が有効に機能しない、または弊害が懸念され、当該措置を講じることが困難な場合には、他の措置をより充実させることによってこれを補い、全体として取引条件の公正さを担保するという観点も重要である」（3.1.2。3.2.4も参照）とされている。この記載によれば、M&A 指針は、ある公正性担保措置を講じなくとも、他の（公正性担保）措置をより充実させた上で講じた場合には、全体として公正性担保措置を実効的に講じたものとして評価してもよい、と考えているのかもしれない。

しかし、そのように考えているとして、他の措置をどの程度充実させた上で講じた場合に、そのように評価してもよい、と考えているのかについては明らかにされていない（3.2.4参照）。その結果として、他の措置をより充実させた上で講じた場合を「公正性担保措置が実効的に講じられた場合」であると裁判

所が評価し、「『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」ことなどがありうるとしても、他の措置をどの程度充実させた上で講じれば、裁判所がそのように評価することになるのかは、少なくとも裁判例が積み重ねられるまでは⁵⁵⁾ 分からないであろう。その限りにおいて、公正な M&A の在り方を提示しても、実際に M&A を実行する上での予見可能性が高まるとはいえないと思われるのである。以上からすれば、他の措置をどの程度充実させた上で講じれば、裁判所がそのように評価すべきであるのか⁵⁶⁾ を明らかにしようと試みることは、「M&A を実行する上での予見可能性」を高めるための一助となるかもしれない（以下「問題意識 5」という）。

二 公正性担保措置に係る問題意識

(一) M&A 指針の前提の確認

第一節において前述したとおり、M&A 指針においては、公正な M&A の在り方を提示することによって M&A を実行する上での予見可能性が高まり、その結果、M&A のうち両取引が有効に活用され、望ましいとされる当事会社の企業価値の増加がもたらされうることになるし、そのことが M&A 指針策定の実質的な意義である、と考えられていると整理しうるかもしれない（第一節第二項二(三)(1)参照）。もしそうだとすると、そのような意義においては、一において前述したように、(取引条件の公正さを担保するための(公正な)手続の在り方についての指針を示す、という意味で)公正な M&A の在り方を提示することによって、実際に M&A を実行する上での予見可能性が高まり、M&A のうち両取引が実際に行われることになる(可能性が高まる)、ということが前提にされていると思われる(一(一)参照)。

そして、両取引が実際に行われた時点において当事会社の企業価値の増加を実際にもたらす可能性の高いものなのであれば、両取引が実際に行われた結果として、望ましいとされる当事会社の企業価値の増加が実際にもたらされることが多くなるのではないのではないだろうか。他方で、増加を実際にもたらす

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

可能性の低いものなのであれば、増加が実際にもたらされることは少なくなるのではないだろうか。もしそうだとすれば、M&A 指針は、「公正性担保措置が実効的に講じられ」た場合に、両取引のうち増加を実際にもたらす可能性が高いものは行われることになる（行われる可能性が高まることになる）が、他方で、両取引のうち増加を実際にもたらす可能性が低いものは行われなくなることになる（行われなくなる可能性が高まることになる）ような（取引条件の公正さを担保するための（公正な）手続のうちの）公正性担保措置の在り方を示す、という意味での（第一項一参照）公正な M&A の在り方を提示している、ということをも前提にしているのかもしれない。

（二） 増加をもたらす可能性の高い両取引が行われることになる公正性担保措置が提示されているのか

しかし、もし M&A 指針が(一)において前述したことを前提にしているとして、M&A 指針において提示されている公正性担保措置は、実際にそのような内容になっているのであろうか。もしそのような内容になっていないとしたら、すなわち、両取引のうち増加をもたらす可能性が高いものは行われなくなることになる（行われなくなる可能性が高まることになる）ような公正性担保措置であったり、両取引のうち増加を実際にもたらす可能性が低いものは行われることになる（行われる可能性が高まることになる）ような公正性担保措置であったら⁵⁷⁾、両取引が有効に活用され、望ましいとされる当事会社の企業価値の増加がもたされうるといふ M&A 指針策定の実質的な意義（第一節第二項二(三)(1)参照）を果たすことは難しくなるであろう⁵⁸⁾。もちろん公正性担保措置がそのような内容になっていることを前提として M&A 指針は策定されたのであろうが、策定に携わった者以外の者がその点をあらためて検討してみればそのような内容にはなっていないと評価しうる措置もあるかもしれない（以下「問題意識 6」⁵⁹⁾）。

第三項 独立当事者間取引に関連しての問題意識

M&A 指針は、提示している「公正性担保措置には様々なものがあり得るが、

それらはいずれも、以下の「二つの「視点から公正な取引条件を実現するための手段と整理することができる」と述べる。その上で、視点1として「対象会社において M&A の是非や取引条件の妥当性についての交渉および判断が行われる過程（以下「取引条件の形成過程」という。）において、M&A が相互に独立した当事者間で行われる場合と実質的に同視し得る状況、すなわち、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を確保する」とも述べている（2.4）。このことに関連して、「独立当事者間取引と同視しうる状況」の「確保」というこの視点（および後述するもう一つの視点）から公正性担保措置を「一貫して基礎付ける」という点が「M&A 指針の新しさ」とであると述べる見解がある⁶⁰。

もっとも、一において引用した「独立当事者間取引と同視し得る状況」の「確保」という視点1から公正性担保措置を「一貫して基礎付け」ようとするのであれば、そもそも「独立当事者間取引」とは何か、当該取引においてはどのような措置が実際に講じられているのかなどを明確にした上で基礎付ける必要があるはずである⁶¹）。ところが、M&A 指針やその策定に際して踏まえられた「公正な M&A の在り方に関する研究会」における議論などにおいて、それらの点はほとんど明確にされてはいなかった。もしそれらの点を明確にした上で検討すれば、提示されている公正性担保措置は、独立当事者間において講じられている措置と同視しうるものであるとは評価しえない措置である、ということもあるかもしれない（以上「問題意識7」という）。

第三節 課題の設定と検討の範囲など

第一項 課題の設定

本稿は、第二節において前述した各問題意識に基づいて、M&A 指針を整理・検討することを課題とする⁶²）。

第二項 検討の範囲など

第一節第二項一においても引用したように、M&A 「指針の目的は」、「類型に構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在する」「MBO および支配株主による従属会社の買収を中心に、主として手続面から、我が国企業社会における公正な M&A の在り方を提示することである」とされている（1.2・1.4）。ただし、M&A 指針は、「両取引類型には該当しない M&A においても、一定程度の構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題が存在する場合には、その問題の程度等に応じて本指針を参照すること」が「役立つものと考えられる」と述べているところである（1.4）。そこで、本稿においても、両取引類型を対象とする M&A 指針の検討結果を踏まえて、両取引類型には該当しない M&A において M&A 指針をどのように参照するべきであるかについて若干言及する予定である⁶³⁾。

なお、支配株主による従属会社の買収に関連して、M&A 指針においては「支配株主」に係る定義が明示されている（1.5）。すなわち、「原則として、東京証券取引所の有価証券上場規程に規定される『支配株主』が該当するが、個別の M&A ごとに、本指針の趣旨を踏まえて、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題の有無やその程度、他の大株主の存否等を勘案して実質的に判断されることが想定される」とされている。本稿の以下においても、当該上場規程に規定される支配株主による従属会社の買収ではないものの、それらの事情を勘案すれば同様に支配株主による従属会社の買収として取り扱うべきであるともいえるような事案に係る裁判例を参照することとする⁶⁴⁾。⁶⁵⁾

※本稿は、JSPS科研費19K01413の助成を受けたものである。

- 1) 両指針の異同については、本稿中の以下において言及するものの他、神田秀樹＝小口正範＝江良明嗣＝坂本里和＝武井一浩「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（2019年）29頁、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）4頁～5頁などを参照。
- 2) それぞれの用語の意義については、1.5参照。

- 3) MBO 指針は、MBO を対象とするものであり、支配株主による従属会社の買収については、MBO 指針における議論を応用しうるものであるとして言及していたにすぎない。MBO 指針20頁～21頁参照。
- 4) その他の取引類型については、後掲（注63）参照。
- 5) ただし、M&A 指針においては、ステークホルダーのうち「一般株主」「からの期待に」「応え」ることが主として念頭に置かれているように思われる。後掲（注12）や（注17）に対応する本文において引用した2.1.2や2.2.2などを参照。そのことからすれば、「中長期的な投資」としては、株式投資が主として念頭に置かれている、ということになりそうである。本稿においては、特に言及しない限り、そうであることを前提として整理・検討を進めることとする。
- 6) 企業価値という用語の意義については、1.5参照。
- 7) MBO 指針は「企業価値の向上」「のための公正な手続確保を目的とした、MBO に関する公正なルールのあり方を提示するものである」とされていた。MBO 指針2頁参照。本文において引用した①はそのような MBO 指針と同様の記載であると整理しうるかもしれない。他方で、MBO 指針においては、本文において引用した②と同様の記載はない。したがって、②に言及したという点において M&A 指針には新規性があるといえるかもしれない。（ただし、MBO 指針は「株主利益への配慮のための公正な手続確保を目的とした、MBO に関する公正なルールのあり方を提示するものである」ともされていた。MBO 指針2頁参照。確かに、そのような配慮が②のような「中長期的な投資を呼び込む」こと（前掲（注5）参照）と関係するものであるという記載は②と同様の記載がなかったこともあり存在しなかった。しかし、そのような配慮をもし行えば、結果的には「呼び込む」ことになるかもしれない。関連して、越智・後掲（注10）7頁は、「呼び込む」という目的を「一般株主利益の確保」という目的と言い換えている。詳細については第二章参照。）いずれにしろ、本文の以下における整理・検討においては、①のみならず②を十分に踏まえることが必要である、とはいえよう。
- 8) 「公正な M&A の在り方を明らかに」することは、一において引用した文中の「提示すること」と同義であると考えられる。
- 9) M&A 指針において用いられている「促進」する、「資する」や「有益である」という語句には、「在り方を明らかに」すれば実現することができるという程度までの意味はなく、「在り方を明らかに」すれば実現する可能性が高まるなどという程度までの意味しかないかもしれない。そこで、以下においては、いずれの意味も包含しうるように、「実現しうる」という語句を用いることとする。
- 10) 「1.2 本指針の意義」という標題であるにもかかわらず、1.2においては「意義」という単語は用いられていないが、当該標題と関連づけて整理すれば、このように読みうるのではないだろうか。ただし、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）7頁は、「本指針が策定された目的は、次の二点にある。すなわち、公正な M&A のあり方を明らかにし、わが国企業社会の関係者の共通認識

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

の形成を図ることにより、M&A を実行する上での予見可能性を高めて企業価値の向上に資する M&A を促進すること、そして、わが国資本市場に対する信頼を高め、グローバルな市場間競争の中でわが国企業への中長期的な投資を呼び込むことである」と述べる。越智晋平＝行廣侑真「『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——』の概要」NBL 1151号（2019年）20頁も参照。以上の解説において用いられている「目的」という単語は、本文において整理した「意義」と同義ではないかと思われるが、M&A 指針の「目的」は一において引用したとおり明記されていることに鑑みて、本稿の以下においては「意義」という単語を「目的」とは区別して用いることとする。

- 11) M&A 指針は、「当該 M&A 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られることができる」（2.1.2）と述べている。そして、本文においても引用したように「公正な取引条件」は「企業価値の向上と公正な取引条件」という形で「企業価値の向上」と並記されている（その他の箇所として2.1.3・2.2）。以上からすると、「向上」と「増加」とが同義であるとすれば、「公正な取引条件」とは、「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」のみを意味しているにすぎず、同時に「当事会社の企業価値を増加させ」「るような取引条件」を意味しているわけではないと思われる（つまりは、「当事会社の企業価値を増加させ」「るものと考えられることができる」と読むことになろうか。2.2「すなわち」も参照）。ただし、以上のように整理したとしても「公正な取引条件」の定義には別途疑問がある。詳細については、後掲（注40）において後述する。
- 12) MBO 指針 3 頁～9 頁も参照。
- 13) この点については、MBO 指針においても言及されていた。MBO 指針 6 頁、9 頁参照。
- 14) 前掲（注 9）において述べたことと同様の観点から「もたらされうる」という語句を用いている。
- 15) （「公正な取引条件の実現」と並記されている（前掲（注11）参照））「企業価値の向上」「の実現」を「担保」という課題（(二)において引用した2.1.2）との関係で言えば、実際に両取引が行われた（活用（促進）された）際に、両取引が有する経済的意義（(二)において引用した2.1.1）が現実化し、ひいては、当事会社の企業価値の向上（増加）がもたらされる、という形で「企業価値の向上」「の実現」が図られる、と整理しえようか。
- 16) なお、M&A 指針においては、「取引条件の公正さ」がどのような基準によって判断されることになるのかは明らかにされていない。もっとも、「公正」および「取引条件」という単語・語句により構成されている点では共通している「公正な取引条件」は、前掲（注11）において引用したように定義されている。そのことに鑑みて、本稿の以下においては、「取引条件の公正さ」とは、取引条件が「公正な取引条件」であるかどうかを基準として判断されるものである、ということをお前提

にして検討などを行う。もしそうだとすれば、「取引条件の公正さを担保」することは「公正な取引条件の実現」を「担保」することと実質的には同義であるということになるか。関連して、後掲（注40）参照。

- 17) この箇所からすると、「公正な M&A の在り方」とは、公正な手続の在り方を少なくとも包含しているものである、と整理しえよう。なお、「公正な手続」については後掲（注20）も参照。
- 18) 前掲（注5）参照。
- 19) M&A 指針においては、「公正な取引条件の実現」を「担保」するという課題（(二)において引用した2.1.2）が解決されれば、懸念が払拭された結果として、最終的にどのような状況に至るのかは明示されていないように思われる（2.1.2参照）。（MBO 指針においても（「株主にとって公正な手続を通じて MBO を行うことにより」、「株主が正当な利益を享受できるように配慮がなされるべきと考えられる」などとされていたとどまる。MBO 指針9頁参照。同・4頁～8頁も参照。）そこで整理することを試みれば、本文において述べたようになるように思われる。
- 20) その用語の意義については、1.5参照。また、2.4においては、「公正な手続を構成する実務上の具体的対応が公正性担保措置である」ともされている。関連して、後掲（注22）に対応する本文も参照。
- 21) なお、MBO 指針においては、同指針と裁判例との関係を整理した記述はなかった。
- 22) 前掲（注20）参照。
- 23) 具体的には、後掲（注27）において引用する「取締役」などが挙げられよう。
- 24) 反対に、②通じて両取引が行われた場合には、①通じることなく両取引が行われた場合と比較して、両取引の当事会社らが有利な状況に至ることが予測され、しかもその状況が好まれることが必要である、とも整理しうるかもしれない。
- 25) 例えば、両取引が、第一段階を公開買付けとし、第二段階を株式等売渡請求（会社法179条）（いずれも同額の金銭（現金）対価）により行われる場合（1.5参照）であれば、公開買付け価格および株式売渡対価（会社法施行規則33条の5第1項、法179条の2第1項2号）を上回る価格が「売買価格」（会社法179条の8）であると決定される、という状況がありえよう。後掲（注28）において引用している藤田・前掲（注1）8頁に沿って述べれば、「裁判所が独自の立場から価格を算定」する場合であって、しかも、そのように上回る価格を「売買価格」（公正な価格）であると決定する、という状況である。株式対価により両取引（のうちの支配株主による従属会社の買収）が行われる場合に係る詳細については後述する。
- 26) 反対に、前掲（注24）において述べた有利な状況としては、具体的には、「『公正な価格』についての裁判所の審査において」、「当事者間で合意された取引条件が尊重され」たことによって、（金銭（現金）対価の場合であれば）取引条件と同価格（額）が「公正な価格」と決定されるという状況が挙げられよう。
- 27) その他、例えば、「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」（(2)において引用する注1）というような状況が挙げられようか。なお、

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

このような違反との関連で、裁判例と M&A 指針との関係を整理したものとして、例えば、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～26頁がある。

- 28) 藤田・前掲（注1）8頁は、「M&A 指針の言及する公正性担保措置を講じた場合には、当事者間で決定された M&A 条件は、後に裁判においても公正なものであると判断される蓋然性が高くなり、その結果、たとえば価格申立請求・株式買取請求がなされた場合にも、裁判所が独自の立場から価格を算定することがなくなる可能性が高まることが期待される」と述べる。その理由として、「M&A 指針は、近似の判例と整合的な考え方に基づいており、しかも、そこで要求される公正性担保措置の内容は、ジュピターテレコム事件最高裁決定」[が、裁判所が公開買付価格を尊重するために要求する条件よりも厳しくなっていると考えられるからである]と述べる。藤田・前掲（注1）15頁（注30）参照。また、「M&A 指針の言及する公正性担保措置を講じることの法的な意味は、取引条件について、後の裁判手続において、裁判所による実質審査なしにそのまま尊重される可能性が高まるということである」とも述べる。藤田・前掲（注1）8頁参照。石綿ほか・前掲（注27）24頁なども参照。
- 29) その他、注1に沿って述べれば、「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」わけではない「と想定される」ということになろうか。
- 30) 具体例として、前掲（注25）参照。
- 31) ただし、三(二)(2)(イ)において引用する M&A 指針注22において言及されている場合に該当すると裁判所が判断することもありうるかもしれない。実際に、藤田・前掲（注1）8頁は、前掲（注28）において引用した箇所に引き続いて、「このことから、逆に M&A 指針の言及する公正性担保措置を講じない限り、当事者間で決定された M&A 条件が常に不公正なものとなるというわけではない。適切な公正性担保措置がとられないで決定された MBO の対価であっても、それが後に裁判所によって公正な価格とされることはあり得る」と述べる。このような場合というのは、「講じられ」ないにもかかわらず、取引条件を上回る価格が「公正な価格」であるとは決定されない場合である（取引条件と同価格（額）が「公正な価格」であると決定される場合である。そのことに鑑みれば、結果としては「尊重され」たに等しいと言える整理しえよう）。
- 32) 反対に、前掲（注24）において述べた有利な状況という観点からいえば、「公正性担保措置が実効的に講じられ」た場合には（「講じられ」ない場合と比較して）「尊重される可能性は高くなることが期待され」、結果として、裁判所が実際に「尊重」し、取引条件を上回る価格を「公正な価格」であると決定するといった状況などに至ることは「期待」（予測）されなくなるのであれば、確かに、両取引の当事会社らがそのような（有利な）状況に至ることを好んで、ということになろう。ただし、後掲（注33）参照。
- 33) ただし、どの程度嫌忌されるか（結果的には、どの程度「公正性担保措置が実効

的に講じられ」る可能性があるか)は、「実効的に講じられ」なかった公正性担保措置の種類次第である(その他に、後掲(注35)も参照)ことについては、拙稿「利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲(3)」関西大学法学論集69巻1号(2019年)54頁～57頁参照。

34) 前掲(注32)も参照。

35) (一)(2)において前述したことからすれば、厳密には、「尊重される可能性は」低「くなる」ことが期待され、結果として、裁判所が実際に「尊重」しない、というだけでなく、取引条件を上回る価格を「公正な価格」とであると決定するといった状況などに至ることも「期待」(予測)されなければ、両取引の当事会社らが「公正性担保措置」を「実効的に講じ」て(公正性担保措置を通じて)両取引を実際に行う可能性は高まらないということになるように思われる。関連して、前掲(注31)参照。ところが、「公正な価格」に関連しては、特に最決平成28年7月1日民集70巻6号1445頁(以下「JCOM最高裁決定」という)以後、実際にそのように決定されるといった状況に至ることが「期待」(予測)されるかどうかは明らかではない。詳細については、拙稿・前掲(注33)36頁～38頁参照。以下では、その点は考慮せずに(裁判所が実際に「尊重」しない場合には、そのような状況などに至ることが「期待」(予測)されることを前提にして)「尊重される可能性は」低「くなる」ことが期待され」るかどうかについてのみ検討する。

36) 例えば、「多数株主」が、第一段階を公開買付けとし、第二段階を全部取得条項付種類株式の全部取得(会社法171条)(実質的には同額の金銭(現金)対価)により対象会社を完全子会社化した事案に係るものであるJCOM最高裁決定は、公開買付価格と同額を取得価格(会社法172条1項)「公正な価格」とであると決定するに際して、公開買付けが「一般に公正と認められる手続」により行われたかどうかなどにまずは着目した。詳細については、拙稿「利益相反構造のある二段階買収における公正な価格」近畿大学法学64巻3=4号(2017年)など参照。それ以後の裁判例も同様である。静岡地沼津支決平成28年10月7日LEX/DB文献番号25544091(以下「国産電機地裁決定」という)、大阪地決平成29年1月18日金融・商事判例1520号56頁(以下「エスバンス地裁決定」という)、大阪高決平成29年11月29日金融・商事判例1541号35頁(以下「ウライ高裁決定」という)など参照。

なお、JCOM最高裁「決定は、MBOの場合も含めてキャッシュアウト一般について射程は及んでいる」と考えられている。藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定請求と公正な対価」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法研究会研究記録第58号』(日本証券経済研究所、2016年)(藤田①)24頁～25頁参照。また、藤田友敬「JCOM最高裁決定判批」論究ジュリスト20号(藤田②)(2017年)93頁、高原知明「JCOM最高裁決定判解」法書時報70巻11号(2018年)3157頁なども参照。さらに、親会社のみならず一定数の株式を保有している者は、同決定が言及する「多数株主」に含まれると考えられるから、それらの者による買収についても、同決定の射程は及ぶと思われる。拙稿「国産電機地裁決定判批」法学(東北大学)81巻5号(2017年)67頁～68頁参照。

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

また、両取引のうち支配株主による従属会社の買収（株式対価）が行われた事案に係る東京地決平成28年12月20日資料版商事法務401号36頁（以下「東京建物不動産販売地裁決定」という）も、買収価格（会社法786条2項）（「公正な価格」）を決定するにあたり買収が「公正性の確保に配慮し、透明性の確保された手続」により行われたかどうかにはまずは着目した。同決定の詳細については、拙稿「同決定判批」金融・商事判例1566号（2019年）2頁～7頁参照。

37) JCOM 最高裁決定以前の裁判所が、どのような要素に着目してどのように公正な価格を算定してきたのかについては、森・濱田松本法律事務所編『M&A 法大系』（有斐閣、2015年）340頁～367頁など参照。

38) 関連して、前掲（注28）において引用したとおり、藤田・前掲（注1）は、「M&A 指針で」「要求される公正性担保措置の内容は」、JCOM 最高裁決定「が裁判所が公開買付価格を尊重するために要求する条件よりも厳しくなっていると考えられる」ことを理由にして、「M&A 指針の言及する公正性担保措置を講じた場合には、当事者間で決定された M&A 条件は、後に裁判においても公正なものであると判断される蓋然性が高くなると述べている。確かに、実際に厳しくなっているとしたら（ただし後掲（注54）参照）、「M&A 指針の言及する公正性担保措置を講じた場合」には、そのように言えるように思われる。

しかし、実際に厳しくなっていると、「M&A 指針の言及する公正性担保措置を講じ」なかつた場合であるとしても、JCOM 最高裁決定「が裁判所が公開買付価格を尊重するために要求する条件」と同水準かそれ以上の条件を満たしているときには、「当事者間で決定された M&A 条件」が「公正なものであると判断される蓋然性」は（「講じた場合」と比較して、低くなる（依然として低い）どころか）変わらない、という可能性も依然としてあるように思われる。なぜならば、裁判所は M&A 指針を参考にすることはあるかもしれないが、それに従って公開買付価格を尊重するかどうかを判断することを義務づけられているわけではなく（第一節第三項において引用した M&A 指針1.3も参照）、裁判所が公開買付価格を尊重するにあたって重視するのは、（その射程が及ぶ限りにおいて（前掲（注36）参照））JCOM 最高裁決定「が裁判所が公開買付価格を尊重するために要求する条件」であろうからである。以上の観点からしても、本文において述べた点について確認する必要があるだろう。

39) この一文の始めに「したがって、」という接続詞が付されていることからすれば、そのように読みうる。

40) もっとも、このように整理しうるとすると、「一般株主が享受すべき正当な利益」を確保するために提示されていると整理しうるのであろう（一参照）公正性担保措置が、取引条件の公正さを担保するための（公正な）手続に含まれるものであると考えられており（前掲（注20）参照）、「取引条件の公正さを担保することに資する実務上の具体的対応」であると定義されてもいる（1.5）こととの関係が問題になる。すなわち、「取引条件の公正さ」とは、取引条件が「公正な取引条件」であるかどうかを基準として判断されるものである、ということ的前提にして検討などを行う

として（前掲（注16）参照）、「公正な取引条件」とは、「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」（のみ）を意味していると思われる（前掲（注11）参照）。つまりは、「企業価値の増加分」の「分配」が「公正に」行われているかどうかが問題となっているように思われるのである。そして、M&A 指針においては、「企業価値の増加分」とは「(b) M&A を行わなければ実現できない価値」と同義であると考えられていると読みうる。M&A 指針注14および注16参照。もしそうだとすれば、本文において引用した(a)と(b)のうちでも、(b)「のしかるべき部分」の「分配」が行われているかどうかのみが問題となっていると整理しうるように思われる。

しかし、もしそのように整理しうるとすると、取引条件の公正さを担保することに資する公正性担保措置は、(b)のみならず(a)の分配も考慮していると整理しうる「一般株主が享受すべき正当な利益」を確保しうるとは限らなくなってしまう。また、一般に、(a)の分配を考慮する必要はない、とは考えられていないであろう（詳細については第二章参照）。そこで、本稿の以下においては、「公正な取引条件」とは、「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」のみを意味しているのではなく（(b)のうち「のしかるべき部分」の「分配」が行われるような取引条件のみを意味しているのではなく）、(a)のうち持株数に応じた部分をも併せて株主に享受させる（分配する）ような取引条件を意味しているものとして整理・検討を行う（ひいては、「取引条件の公正さ」も、「取引条件」がそのような意味での「公正な取引条件」であるかどうかを基準として判断されるものである、ということをも前提にして整理・検討を行う）。

- 41) M&A 指針注15においては、(a)の例として「多額の含み益を有する遊休資産を売却するのみで得られる利益等」が挙げられており、それは「全ての株主が享受すべきものであると考えられる」などとされているが、その理由は明示されていない。
- 42) M&A 指針注16からすれば、「公正な価格」の解釈に影響を受けてこのように考えている可能性があるが、もしそうであれば、この解釈が妥当なものであることが説明される必要がある。なお、MBO 指針との関係については第二章参照。
- 43) 前掲（注9）において述べたことからすれば、実現する可能性が低くなる、という意味なども含まれる。
- 44) 結論としてそのような内容になっただとしても、(a)および(b)の価値に係る一般株主が享受すべき正当な利益を念頭に置いた理由が明らかにされていないのであれば、その理由を明らかにするための検討は、(イ)において述べる問題意識4との関連でも有益である。また、そのような内容になっていないのであれば、中長期的な投資を呼び込むことを実現するために、どのような措置が提示されるべきであるのかについてあらためて検討する必要がある。
- 45) ただし、そのような措置が別途措置が存在することは想定しえないということをも前提にして、「公正性担保措置を講じることによらずとも、公正な取引条件が実現されることがありうる、と述べているにすぎないかもしれない。
- 46) その他に、両取引が実際に行われなくなる可能性を高めるものについては、二

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

（二）参照。

- 47) 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』」ジュリスト1536号（2019年）25頁は、「反対株主の買取請求など一般株主と会社との係争が頻発している」とこととの関係で、「どの程度の公正性担保措置を実施すれば十分な一般株主保護を行ったと言えるかのガイドラインが明確になったことは、会社側にとっても透明性が増し、該当する M&A を促進する効果があると期待できる」と述べる。
- 48) 予見可能性の対象について本文のように整理しうるとして、そのような意味での予見可能性が高まることには、両取引を含む「M&A を実行する」当事会社らのみならず、対象会社の（少数）株主にとっても利点がある、と言えるように思われる。なぜならば、例えば『『公正な価格』』についての裁判所による審査』を求めて行使することになる株式買取請求権などは、「当事者間で合意された取引条件」に不満がある対象会社の（少数）株主が頼りうる救済措置でもある。ところが、実際に株式買取請求権などを行使して裁判所による審査を求めることについては、費用・時間がかかる。拙稿「利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（2）」関西大学法学論集68巻5号（2019年）250頁など参照。したがって、（前掲（注25）で言及した事例に沿って述べるとすると、）公開買付価格および株式売渡対価のような「当事者間で合意された取引条件が尊重され」ずに、当該取引条件を上回る価格が「売買価格」であると決定されるかどうかを予見することが難しければ（ただし、前掲（注35）参照）、（取引条件と決定された売買価格との差額でもって株式買取請求権などの行使に係る費用を補填することができないことを少なくとも懸念して）対象会社の（少数）株主がその救済措置に頼ることは少なくなるであろう（頼りにくくなる）。他方で、それを予見することが容易であれば、対象会社の（少数）株主がその救済措置に頼ることは多くなるであろう（頼りやすくなる）からである。実際に頼ることが多くなれば、一般株主が享受すべき正当な利益が確保され、最終的には、中長期的な投資を呼び込むことも実現しうるといえるかもしれない（第一節第二項二(三)(2)参照）。
- 49) 反対に、公正性担保措置を実効的に講じなければ、（講じた場合と比較して）『『公正な価格』』についての裁判所の審査において「当事者間で合意された取引条件が尊重され」ない可能性が高くなる（「尊重される可能性」が低くなる）ということなどを予見できそうである。関連して、前掲（注31）および（注35）参照。
- 50) 拙稿「手続的側面を重視した少数株主締め出し規制（一）」法学（東北大学）68巻2号（2012年）30頁参照。
- 51) 前掲（注48）において前述したこととの関連でいえば、「公正性担保措置が実効的に講じられていない場合には、（「講じられている場合」と比較して）例えば『『公正な価格』』についての裁判所の審査において「当事者間で合意された取引条件が尊重され」ない可能性が高くなることを予見することができそうである、という意味で、対象会社の（少数）株主にとっても予見可能性が高まるといえるように思われる（ただし、前掲（注31）および（注35）参照）。井上・前掲（注47）25頁

も参照。

- 52) 講じない場合と比較して、取引条件が尊重される可能性は変わらないのであれば、ということができよう。
- 53) 前掲（注36）および（注37）参照。
- 54) 関連して、前掲（注28）において引用したとおり、藤田・前掲（注1）は、「M&A 指針で」「要求される公正性担保措置の内容は」、JCOM 最高裁決定「が裁判所が公開買付価格を尊重するために要求する条件よりも厳しくなっていると考えられる」ことを理由にして、「M&A 指針の言及する公正性担保措置を講じた場合には、当事者間で決定された M&A 条件は、後に裁判においても公正なものであると判断される蓋然性が高くな」と述べている。確かに、実際に厳しくなっているとしたら、「M&A 指針の言及する公正性担保措置を講じた場合」には、そのように言えるように思われる（前掲（注30）参照）。
- しかし、藤田・前掲（注1）が述べているのとは異なり、「M&A 指針で」「要求される公正性担保措置の内容が」、JCOM 最高裁決定「が裁判所が公開買付価格を尊重するために要求する条件よりも厳しくなっている」どころか緩やかになっていとしたら、「M&A 指針の言及する公正性担保措置を講じた場合」であろうが「講じ」なかった場合であろうが、「当事者間で決定された M&A 条件が公正なものであると判断される蓋然性」は（高くなるどころか）変わらない、という可能性もあるかもしれない。なぜならば、裁判所は M&A 指針を参考にすることはあるかもしれないが、それに従って公開買付価格を尊重するかどうかを判断することを義務づけられているわけではなく（第一節第三項において引用した M&A 指針1.3 も参照）、裁判所が公開買付価格を尊重するにあたって重視するのは、（その射程が及ぶ限りにおいて（前掲（注36）参照）JCOM 最高裁決定「が裁判所が公開買付価格を尊重するために要求する条件」であろうからである。以上の観点からしても、本文において述べた点について確認する必要があるだろう。
- 55) 裁判例が積み重ねられれば、他の措置をどの程度充実させた上で講じれば、裁判所がそのように評価することになるのかが分かるようになるであろう。もっとも、そのような状況に至るまで相当の年月を要するとすれば、その間に、行われなくなる（(二)参照）両取引は相当の数に上るかもしれない。
- 56) なお、この検討は、問題意識2についての検討結果を前提として、問題意識3・4・6・7についての検討結果を参照しながら行うことになろう。
- 57) この点については、問題意識2・3・4との関係性の整理も必要となる。
- 58) つまりは、公正性担保措置の在り方を示す、という意味での公正な M&A の在り方を提示することによって、実際に M&A を実行する上での予見可能性が高まったとしても（一(三)(1)参照）、当該措置の内容次第ではこのような状況に至ってしまう可能性はあるのである。
- 59) そのような内容になっていないと評価しうる措置があった場合には、両取引が有効に活用され、望ましいとされる当事会社の企業価値の増加がもたせられるという M&A 指針策定の実質的な意義（第一節第二項二(三)(1)参照）を果たすために、ど

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（1）

のような措置が提示されるべきであるのかについてあらためて検討する必要がある。

- 60) 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）15頁参照。藤田・前掲（注1）5頁も同旨。さらに、この見解の論者は、各公正性担保措置が提示された理由の（少なくとも一つ）として、この視点を必ず挙げている。藤田・同16頁～19頁、藤田・前掲（注1）8頁～13頁参照。その詳細については第二章以下参照。
- 61) 石綿ほか・前掲（注27）23頁～24頁は、「個別事案において実施すべき公正性担保措置の内容等については、主にこれらの二つの視点から検討を行うことが考えられる」というが、この見解についても本文と同様の疑問がある。
- 62) なお、現時点において、M&A 指針を解説するなどした文献は多くあるが（各章において必要に応じて引用する）、第二節において前述した各問題意識に基づいて M&A 指針を整理・検討したものはない。その点において、本稿はそれらの文献（先行研究）と異なる。
- 63) 両取引類型には該当しない M&A の具体例は、M&A 指針注2において挙げられている。そのような M&A について、「どのような範囲で、どの程度本指針が参照されるべきか（本指針が論じる公正性担保措置をどの程度実施するべきか）」について検討したものと、石綿ほか・前掲（注27）20頁～22頁など参照。また、そこでは具体例としては挙げられていないし、M&A 指針がその対象を限定している、対象会社が上場会社である事案（1.5）ではなく非上場会社である事案に係るものであるが、実際に一定程度の構造的な利益相反の問題などが存在するかどうかなどが争われたものとして、東京高決平成31年2月27日金融・商事判例1564号14頁（以下「三井生命保険東京高裁決定」という）がある。詳細については、拙稿「同決定判批」ジュリスト1544号（2020年）98頁～99頁などを参照。
- 64) 例えば、国産電機地裁決定が挙げられる。群細については、拙稿・前掲（注36）67頁～68頁参照。
- 65) M&A 指針は、「我が国資本市場に対する信頼を高め、グローバルな市場間競争の中で我が国企業への中長期的な投資を呼び込む」「上でも有益である」と述べていることからすれば（第一節第二項二（一）参照）、諸外国において両取引についてどのような在り方が明らかにされているかなどについても参考にしながら M&A 指針を検討するべきである、ということになりそうである。（なお、M&A 指針の策定過程では、「日本の制度と比較すると根本制度が違うところも含め、欧米の法制と比較しながらさまざまな論点が議論をされた」とされている。神田ほか・前掲（注1）31頁〔武井〕参照。）そのような検討を行っているものとして、別所賢作『「公正な M&A の在り方に関する指針」の M&A 実務に与える影響』ジュリスト1536号（2019年）44頁がある。また、井上・前掲（注47）20頁～22頁も参照。本稿においても、策定過程での検討が十分なものであったかどうかをあらためて検討するために、筆者のこれまでの研究に基づいて若干言及する予定である。