

「公正な M&A の在り方に関する指針」 についての検討（2）

伊 藤 吉 洋

目 次

第一章 序 論	(以上70巻4号)
第二章 正当な利益として保護される必要がある利益についての検討	
第一節 正当な利益の確保と中長期的な投資の呼び込みとの関係性の整理など	
第一項 正当な利益の確保と中長期的な投資の呼び込みとの関係性	
一 (a)および(b)の価値に係る正当な利益の確保と中長期的な投資の呼び込みとの関係性に係る問題提起	
二 正当な利益の確保と中長期的な投資の呼び込みとの関係性の整理	
第二項 中長期的な投資を呼び込むことの必要性和正当な利益として確保される必要がある利益に係る問題提起	
一 中長期的な投資を呼び込むことの必要性	
二 正当な利益として確保される必要がある利益に係る問題提起	
第二節 (a)の価値に係る利益の保護（確保）の必要性	
第一項 (a)の価値に係る利益の保護と株式市場への投資の手控えとの関係性など	
一 (a)の価値に係る利益の保護と投資の手控えなどとの関係についての整理	
二 投資の手控えなどとの関係での(a)の価値に係る利益の保護（確保）の必要性についての検討など	
第二項 (a)の価値に係る利益の保護と当事会社の企業価値の毀損増加との関係性など	
一 (a)の価値に係る利益の保護と当事会社の企業価値の毀損との関係性	
二 (a)の価値に係る利益の保護と当事会社の企業価値の増加との関係性など	
第三項 小 括	(以上本号)

第二章 正当な利益として保護される必要がある 利益についての検討

第一節 正当な利益の確保と中長期的な投資の呼び込みとの 関係性の整理など

第一項 正当な利益の確保と中長期的な投資の呼び込みとの関係性

一 (a)および(b)の価値に係る正当な利益の確保と中長期的な投資の呼び込みとの 関係性に係る問題提起

第一章において前述したように、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（第一章第二節第一項二参照）、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（第一章第二節第一項一および三（一）参照）。そして、「(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（第一章第二節第一項三（一）参照）。

もっとも、その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、それはなぜなのであろうか。M&A 指針においてはこの点についての説明はなされていない⁶⁶⁾（問題意識 2）。そこで、本項においては、その点についての検討を行う⁶⁷⁾。

二 正当な利益の確保と中長期的な投資の呼び込みとの関係性の整理

(一) M&A 指針において明らかにされていない事柄の整理

厳密に言えば、M&A 指針は、当該指針策定の意義に関連して、「中長期的な投資を呼び込む」とだけ述べているわけではなく、「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⁶⁸⁾ 我が国企業への中長期的な投資を呼び込む」ことに言及している（第一章第一節第二項二（一）②参照）。この箇所からすれば、M&A 指針は、「我が国資本市場に対する信頼を高め」れば（信頼が高まれば）、「中長期的な投資」が「呼び込」まれる、と考えているように思われる。もしそうだとすれば、M&A 指針は、一般株主が享受すべき正当な利益が確保されれば、我が国資本市場に対する信頼が高まるという状況をまずは実現しうる、と考えていることになろう（第一章第一節第二項二（三）(2)参照）。

もっとも、①そもそも「資本市場に対する信頼」とは何か、②なぜ一般株主が享受すべき正当な利益が確保されればその信頼が高まるのか、③なぜその信頼を高めれば（信頼が高まれば）中長期的な投資が呼び込まれることになるのかについては明らかにされていない。そこで、①および②については（二）において、③については（三）において検討する。

(二) 「資本市場に対する信頼」とは何かなど

M&A 指針策定に際して踏まえられた議論などが行われた「公正な M&A の在り方に関する研究会」の委員であった者は、（当該議論に際してではないが、）策定後に当該指針について解説するに際して、「外部投資家を市場に呼び込むためには、その利益を」「経営者または支配株主」という「内部者による富の移転（収奪）行為から」「積極的に保護する仕組みの導入が必要になる」と指摘している。さらに、「内部者による富の移転（収奪）行為」に関連して、「MBO や支配株主による従属会社買収では、情報の非対称性の問題が深刻であり」、「経営者または支配株主」である「買収者による機会主義的行動の懸念が大きい。そうした取引では、ターゲット企業の一般株主の利益よりも買収者の利益が優先され、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、

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

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が生じる（M&A 指針 2.1.2）。ここに情報劣位者である一般株主を積極的に保護する必要性が生まれるのである⁶⁹⁾。

以上の見解を踏まえて述べるのであれば、（株式市場もそれに含まれるであろう⁷⁰⁾）①「資本市場に対する信頼」とは、「MBO や支配株主による従属会社買収」に際して懸念される、「経営者または支配株主」といった「内部者」で（も）ある「買収者」が「富」を「収奪」という「機会主義的行動」から「一般株主の利益」（「一般株主が享受すべき正当な利益」⁷¹⁾）が保護される、ということについての（「外部投資家」である）一般株主からの信頼を意味している、と整理しうるかもしれない。そして、②そのような機会主義的行動からその利益を「保護する仕組み」が「導入」されて、MBO などに際して一般株主が実際にその利益を保護されることになれば、確かに、その信頼が（そのような仕組みが導入されていない場合や、一見すれば導入されているように見えるが、実際には一般株主の利益を保護することはない仕組みであるにすぎないような場合と比較して）高まることになろうか⁷²⁾。

（三）資本市場に対する信頼を高めることと中長期的投資の呼び込みとの関係性の整理

次に（（一）参照）、③なぜ（（二）において整理した意味での）資本市場に対する信頼を高めれば（信頼が高まれば）中長期的な投資が呼び込まれることになるのであろうか⁷³⁾。この点について、（（二）においてもその見解を引用した）論者は、「国際比較の」「実証結果は、世界の株式市場における取引の大半を占める機関投資家や個人投資家など外部株主は、経営者や支配株主など内部者による機会主義的行動に対する一般株主利益の保護水準の低い株式市場への投資は手控えることを示唆する」とも指摘している⁷⁴⁾。

この指摘からすれば、「一般株主利益の保護水準の」高「い株式市場への投資」は、「保護水準の低い株式市場への投資」と比較して、「手控え」られないのかもしれない⁷⁵⁾。もしそうだとすれば、（（二）において整理したとおりだと）一般株主の利益を「保護する仕組み」が「導入」されて、MBO などに際して一般株主が実際にその利益を保護されることによって、（その限りにおいて、一

一般株主利益の保護水準の高い株式市場であると認識され、ひいては、)一般株主からの「資本市場に対する信頼」が高まれば、そのような(株式市場もそれに含まれるであろう)資本市場への投資は「手控え」られないことになるのかもしれない。そして、もし「株式市場への投資」が「手控え」られないということが中長期的な投資⁷⁶⁾⁷⁷⁾が呼び込まれること⁷⁸⁾と同義であるとすれば、確かに、資本市場に対する信頼を高めれば(信頼が高まれば)中長期的な投資が呼び込まれることになるうか。

第二項 中長期的な投資を呼び込むことの必要性と正当な利益として確保される必要がある利益に係る問題提起

一 中長期的な投資を呼び込むことの必要性

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ても(第一項参照)、そもそも中長期的な投資を呼び込むことはなぜ必要なのであろうか(問題意識2)⁷⁹⁾。第一項において引用した箇所(第一項二(三)参照)などからすれば、この見解の論者も、「株式市場への投資」が「手控え」られるという状況(第一項二(三)において行った整理に従えば、中長期的な投資が呼び込まれないという状況、ということになるう)は望ましくない、ということ的前提にしていると思われるが、その理由は明らかにされていない。

この点について、「手控え」られる(中長期的な投資が呼び込まれない)という状況というのは、敷衍して述べれば、投資がそもそも行われなとか、行われるとしても(「一般株主利益の保護水準の」高「い株式市場」と比較して)、少額の投資しか行われなという状況を意味していると整理しうるかもしれない⁸⁰⁾。関連して、この見解の論者は、そのような意味で「手控え」られている状況は(おそらくは「一般株主利益の保護水準の」高「い株式市場」において流通している株式と比較して⁸¹⁾)少なくとも流通している株式が「低株価」になっているという状況でもある、と整理しているようにも思われる⁸²⁾⁸³⁾。そして、以上のような状況に至れば、最終的には、「十分な資金が企業側に集まらなくなってしまう」

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

い、「効率的な投資が実行できなくなる」⁸⁴⁾が、それは望ましくない、ということなのかもしれない⁸⁵⁾。そうだとすれば、確かに、中長期的な投資を呼び込むことは必要である、といえるであろう⁸⁶⁾⁸⁷⁾⁸⁸⁾。

二 正当な利益として確保される必要がある利益に係る問題提起

ここまで整理してきたことからすれば、一般株主の利益を保護する仕組みを導入して、MBOなどに際して実際に一般株主の利益を保護（確保）し、（一般株主利益の保護水準の高い株式市場であると認識させ、）資本市場に対する信頼を高めることによって（第一項二（二）および（三）参照）、「株式市場への投資」が「手控え」られる（中長期的な投資が呼び込まれない）という状況に至らないように、そして、「低株価」という状況に至らないように、ひいては、「十分な資金が企業側に集まり」、「効率的な投資が実行でき」るようにすることが望ましい、ということになる（一参照）。しかし、そのように望ましい、ということになるとして、以上の状況に至らないようにするために、一般株主の利益を保護する仕組み⁸⁹⁾において(a)および(b)の価値に係る利益⁹⁰⁾までを最低限⁹¹⁾保護（確保）する必要がある（理論的には）本当にあるのだろうか⁹²⁾⁹³⁾。つまりは、そのような仕組みにおいて、そこまでの利益を保護しなくとも、「株式市場への投資」が「手控え」られる（中長期的な投資が呼び込まれない）という状況には至らず、そして、「低株価」という状況にも至らない、ということはないのだろうか。

また、前述したとおり、そこまでの利益を確保すれば、M&Aのうち両取引を行う買収者が当該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。買収者が、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）をもたらす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（第一章第一節第二項二（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。

しかし、M&A 指針においては以上の点についての説明もなされていない（問題意識2）⁹⁴⁾。そこで、以下では、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との関係性についても留意しながら、一般株主の利益を保護する仕組みにおいて、(a)の価値に係る利益を保護（確保）する必要があるのかどうか（(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）について（第二節）、さらには、(b)の価値に係る利益を保護（確保）する必要があるのかどうか（(b)については「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）について（第三節）、「手控え」または「低株価」という状況に至らないように、という観点から検討を行う。

第二節 (a)の価値に係る利益の保護（確保）の必要性

本節においては、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についても留意しながら、一般株主の利益を保護する仕組みにおいて、(a)の価値に係る利益を保護（確保）する必要があるのかどうか（(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）について検討を行う。詳細に述べれば、そのような仕組みにおいて、そこまでの利益を保護しなくとも、「株式市場への投資」が「手控え」られる（中長期的な投資が呼び込まれない）という状況には至らず、そして、「低株価」という状況に至らない、ということはないのか、という観点から（第一節第二項二参照）、(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち一般株主の持株数に応じた部分）を保護（確保）することと「手控え」または「低株価」との関係性について整理した上で⁹⁵⁾、その検討を行う（第一項）。さらには、(a)の価値に係る利益を保護（確保）することと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との関係性に

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

についても整理した上で、その検討を行う（第二項）。そして、二つの検討を踏まえた上で、本節の小括を行う（第三項）。

第一項 (a)の価値に係る利益の保護と株式市場への投資の手控えとの関係性など

一 (a)の価値に係る利益の保護と投資の手控えなどとの関係性

(a)の価値に係る利益を保護することと「手控え」または「低株価」との関係を整理するに際して参考になる我が国の最近の学説などはないように思われるが、アメリカの論稿はある⁹⁶⁾。そこで、以下においては、まずは当該論稿を要約しながら紹介することとする。

支配株主による従属会社の買収が二段階買収によって行われる場合⁹⁷⁾において、公開買付価格に不満のある少数株主にとっての救済手段が実効的なものではないという状況では⁹⁸⁾、支配株主が対象会社株式の市場価格に一定のプレミアムが付された公開買付価格で少数株主を締め出すことができるということになる。つまりは、このような状況においては、対象会社株式の市場価格が当該二段階買収において支払う対価に対する唯一の制約になるのである。その結果、支配株主は、対象会社株式の市場価格と本質的価値⁹⁹⁾との差異¹⁰⁰⁾から生じる利益を獲得しようとして、機会主義的行動をとる可能性がある¹⁰¹⁾。すなわち、支配株主は、従属会社の買収（少数株主の締め出し）を行うタイミングを決定することができるがために、対象会社株式の市場価格が当該株式の本質的価値よりも低いと考えるときに、少数株主を締め出すという行動をとることが想定される。

そのような機会主義的行動がとられるということが投資家によって事前に予測されることで、少数株主が保有している株式については（いずれの会社のものであっても）市場価格の下落が生じ、関連して、支配株主が（IPO を行うに際して¹⁰²⁾）多額の資金調達を行うことが困難になり、その結果、望ましい投資が行われなくなるという非効率的な損失が生じる可能性がある。なぜならば、前述したように、支配株主が従属会社の買収を行うタイミングを決定することなどができるがために、対象会社株式の市場価格が当該株式の本質的価値よりも

低いと考えるときに、少数株主を締め出すという機会主義的行動をとることが想定される。そのことから、少数株主は、支配株主が従属会社の買収（少数株主の締め出し）を行わないときには、対象会社株式の市場価格が当該株式の本質的価値を完璧に評価しているか、おそらくは、過大に評価しているというシグナルを受け取ることになる。その結果、理論的には、少数株主が保有する株式は（いずれの会社のものであっても¹⁰³⁾、その市場価格がゼロになるまで下方に値付けされる可能性があるからである（Lemons Effect¹⁰⁴⁾¹⁰⁵⁾¹⁰⁶⁾¹⁰⁷⁾。

以上の論稿において言及されている「対象会社の市場価格がゼロになるまで下方に値付けされる」（下落する）という状況は、（対象会社株式の市場価格が二段階買収において支払う対価に対する唯一の制約ではなく、(二-)において後述するように）その他の制約がある状況と比較して¹⁰⁸⁾、「株式市場」における（支配株主が存在する）従属会社のいずれ「への投資」¹⁰⁹⁾も「手控え」られ、そして、従属会社株式が「低株価」となっている、という状況に等しいと整理しうるかもしれない。また、支配株主が「多額の資金調達を行うことが困難になり、その結果、望ましい投資が行われなくなるという非効率的な損失が生じる可能性がある」という点は、「十分な資金が企業側に集まらなくなってしまう」、「効率的な投資が実行できなくなる」（第一節第二項一参照）ということに等しいと整理しうるようにも思われる。

二 投資の手控えなどとの関係での(a)の価値に係る利益の保護（確保）の必要性についての検討など

(一) (a)の価値に係る利益の保護（確保）の必要性についての検討

一において紹介した論稿によれば、少数株主が保有している株式について（いずれの会社のものであっても）市場価格の下落が生じることとなるのは¹¹⁰⁾¹¹¹⁾、支配株主が対象会社株式の市場価格と本質的価値との差異から生じる利益を獲得することができるという状況にあるからである、といえるであろう。したがって、市場価格の下落が生じないようにするためには、従属会社の買収（少数株主の締め出し）に際して支配株主がそのような利益を獲得することができな

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

いという状況を確認すればよい、ということになりそうである¹¹²⁾。もしそうだとすると、そのような状況を確認するためには、従属会社の買収（少数株主の締め出し）に際して少数株主が（少なくとも）対象会社株式の本質的価値と同額（相当）の買収対価を受け取ることができるようにすればよいということになるように思われる。

そのような、一において引用した論稿で言及されている「本質的価値」が(a)「M&A を行わなくても実現可能な価値」と同義であると整理しようとすれば¹¹³⁾、「株式市場」における（支配株主が存在する）従属会社のいずれ「への投資」も「手控え」られ、そして、従属会社株式の「低株価」という状況に至らないように、すなわち、市場価格の下落が生じないように、という観点からして、確かに(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分）を保護（確保）する必要がある（理論的には）ある、といえよう¹¹⁴⁾¹¹⁵⁾。つまりは、M&A 指針が、(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」と述べていることも、以上の限りにおいて（第二項参照）、妥当である、といえるように思われるのである。

（二） M&A 指針注10についての補足

関連して、M&A 指針注10には、「例えば、一般株主の立場からは、本文記載のような情報の非対称性の下で、対象会社の内部情報に通じた取締役や支配株主により、対象会社の市場株価がその本源的価値と比較して一時的に過小評価されているタイミングを利用して、企業価値の向上の観点からは必要性や合理性に乏しいにもかかわらず、単に自らの利益追求のみを目的として M&A が行われているのではないかとの疑念が指摘されている。とりわけ MBO については、MBO 後に計画されている事業構造改革等は、必ずしも非上場化をしなくとも、上場を継続したまま経営努力を尽くすことにより実現可能なものも多いのではないかとの疑念も指摘されており、このような疑念が払拭されるだけの積極的な意義があるべきとの指摘もある」という記載がある。もともと、その疑念を放置し続けた場合にどのような問題が生じるのか、その疑念を払拭することに係る積極的な意義とは具体的にどのようなものであるのか、につい

ては明らかにされていない。

この点について、(M&A 指針においてはその定義は明らかにされていないが) もし「本源的価値」が一において引用した論稿で言及されている「本質的価値」および(a)「M&A を行わなくても実現可能な価値」と同義であると整理しうるとすれば、以下のように説明しうるように思われる。すなわち、その疑念を放置し続けた場合には、対象会社株式の市場価格の下落が¹¹⁶⁾ 生じる(「手控え」または「低株価」という状況に至る)ことによって、最終的には、「十分な資金が企業側に集まらなくなってしまう」い、「効率的な投資が実行できなくなる」という問題が生じる(第一節第二項一参照)、ということになるのかもしれない。また、その疑念を払拭することに係る積極的な意義とは、払拭すれば、最終的には、「効率的な投資が実行でき」という状況を確保しうる、ということになるろうか。¹¹⁷⁾

(三) M&A 指針が言及している「公正な価格」についての補足

また、M&A 指針はおそらく、(b)の価値の一部についてのみならず、(a)「の価値は、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」と述べるにあたって、引用はしていないものの、(一般株主の利益を保護する仕組みの一つであると整理しうる)株式買取請求権に係る「公正な価格」について判示した最決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁(以下「テクモ最高裁決定」という)など¹¹⁸⁾を念頭に置いているであろう¹¹⁹⁾脚注(注16)を付している。このことに鑑みれば、少なくともM&A 指針は、株式買取請求権など¹²⁰⁾に係る「公正な価格」が(a)の価値に係る利益を含むように算定されることを前提にしていると思われる¹²¹⁾。もし実際にそのように算定されるとすれば¹²²⁾、そのような算定は、(一)において述べたことからして、妥当である、といえるように思われる¹²³⁾¹²⁴⁾。¹²⁵⁾

第二項 (a)の価値に係る利益の保護と当事会社の企業価値の毀損増加との関係性など

第一項において整理・検討したように、「株式市場」における(支配株主が存

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

在する）従属会社のいずれ「への投資」も「手控え」られ、そして、従属会社株式の「低株価」という状況に至らないように、すなわち、市場価格の下落が生じないように、という観点からして、確かに(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分）を保護（確保）する必要がある（理論的には）ある、といえるのかもしれない¹²⁶⁾。もっとも、これまで前述してきたように（問題意識2、第一節第二項二および第二節柱書参照）、当事会社の企業価値の増加（向上）がもたらされうるということ M&A 指針策定の実質的な意義との関係性についても整理する必要がある。そこで、以下においては、その整理をした上で、さらに検討を行う。

一 (a)の価値に係る利益の保護と当事会社の企業価値の毀損との関係性

(a)の価値に係る利益を保護することと当事会社の企業価値の増加（向上）がもたらされうるということ M&A 指針策定の実質的な意義との関係性を整理するに際して参考になる論稿が（我が国にも）ある¹²⁷⁾¹²⁸⁾。すなわち、当該論稿において論者は、「一段階の取引」（1.5）によって支配株主（「多数株主」）による従属会社の買収が実施される場合に¹²⁹⁾、株式買取請求権を行使すれば「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（平成17年改正前商法355条など。以下「ナカリセバ価格」という）が支払われるという状況において、「株式買取請求権が理想的に機能すれば¹³⁰⁾、当事会社の株主が合理的に行動する限り」、「企業価値を下げるような合併¹³¹⁾」は行われぬ。株式買取請求権制度の重要な機能のひとつは、このように企業価値を毀損する企業再編を抑止することにあった」と述べる¹³²⁾。

当該論稿において言及されている「ナカリセバ価格」が(a)「M&A を行わなくても実現可能な価値」に対応するものであると整理しうるとすれば¹³³⁾、支配株主による従属会社の買収の実施によって当事会社の企業価値の毀損がもたらされえないように（当事会社の企業価値の毀損がもたらされうる、支配株主による従属会社の買収の実施が「抑止」されるように）、という観点からしても、(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分）を保護（確保）する

必要が（理論的には）ある、といえよう。そして、そのように(a)の価値に係る利益を保護（確保）することによってその実施が抑止される（その実施数が減少することになる¹³⁴）、当事会社の企業価値の毀損がもたらされうる買収は（基本的には）、当事会社の企業価値の増加がもたらされうる買収ではないであろう。その限りにおいて（二（一）参照）、支配株主による従属会社の買収の実施によって当事会社の企業価値の毀損がもたらされえないように、という観点から、(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分）を保護（確保）することは、望ましいとされる¹³⁵。当事会社の企業価値の増加（向上）がもたらされうることという M&A 指針策定の実質的な意義（第一章第一節第二項二（三）(1)参照）とも抵触することはないようにも思われる¹³⁶。

二 (a)の価値に係る利益の保護と当事会社の企業価値の増加との関係性など

(一) 当事会社の企業価値の増加がもたらされうる買収の数の減少

支配株主による従属会社の買収の実施によって当事会社の企業価値の毀損がもたらされえないように(a)の価値に係る利益を保護（確保）した場合には、(a)の価値に係る利益を保護（確保）しない場合と比較して、当事会社の企業価値の毀損がもたらされうる買収が実施される可能性は低下する（その実施数が減少する）としても、その一方で、当事会社の企業価値の増加がもたらされうる買収が実施される可能性も低下してしまう（その実施数が減少する）ように思われる。確かに、(a)の価値に係る利益を保護（確保）すれば、当事会社の企業価値の増加がもたらされうる買収だけが実施される可能性は高まるとはいえそうである¹³⁷。しかし、そもそも当事会社の企業価値の増加がもたらされうる買収のうち実際に実施されるのはその一部にしかすぎないところ、(a)の価値に係る利益を保護（確保）した場合には、保護（確保）しない場合と比較して、さらに少ない数しか実施されないことになる、と考えられるのである。そのように考えられる理由は以下のとおりである。

すなわち、まず確認すべきは、(a)の価値に係る利益を保護（確保）した場合には、従属会社の買収を実施することによって支配株主が享受しうる利益は、最

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（２）

大¹³⁸⁾でも(b)の価値に係る利益にとどまる、という点である。また、買収を実施する際には一定の費用がかかるであろう¹³⁹⁾。したがって、支配株主は、実施すれば当事会社の企業価値が増加（向上）するような買収のうち、①(b)の価値に係る利益¹⁴⁰⁾が（その費用の全てを実質的には支配株主が負担するとして）当該費用を上回らない（下回る）と予測しうるものについては実施せず、②上回る（下回らない）と予測しうるものについてだけ実施する、ということになるであろう¹⁴¹⁾。他方で、(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分）を保護（確保）しない場合に、従属会社の買収を実施することによって支配株主が享受しうる利益は、最大で(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分）全て¹⁴²⁾および(b)の価値に係る利益全てである。したがって、支配株主は、実施すれば当事会社の企業価値が増加（向上）するような買収のうち、①(b)の価値に係る利益が買収に際してかかる一定の費用を上回らないと予測しうるものであっても、③(a)の価値に係る利益および(b)の価値に係る利益の合計であれば当該費用を上回る（下回らない）と予測しうるものについては実施し、④上回らない（下回る）と予測しうるものについてだけ実施しない¹⁴³⁾、ということになる。つまりは、(a)の価値に係る利益を保護すれば、当事会社の企業価値が増加（向上）するような買収のうち、①(b)の価値に係る利益が買収に際してかかる一定の費用を上回らないが、③(a)の価値に係る利益および(b)の価値に係る利益の合計であれば当該費用を上回る、と予測しうるもの（(a)の価値に係る利益を保護しなければ、実施されるはずであるもの）が実施されなくなる、ということになるように思われるのである¹⁴⁴⁾。したがって、そもそも当事会社の企業価値の増加がもたらされうる買収のうち実際に実施されるのはその一部にしかすぎないところ、(a)の価値に係る利益を保護（確保）した場合には、保護（確保）しない場合と比較して、さらに少ない数しか実施されないことになる、と考えられるのである。

以上からすれば、(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分）を保護（確保）することは、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

章第一節第二項 (三) (1)参照) とやはり抵触してしまうようにも思われる。

(二) (a)の価値に係る利益を保護しない場合の問題点

それでは、(一)において前述したことに鑑みて、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を(可能な限り¹⁴⁵⁾果たす(意義との抵触がないようにする)ために、当事会社の企業価値が増加(向上)するような買収のうち、①(b)の価値に係る利益が買収に際してかかる一定の費用を上回らないが、③(a)の価値に係る利益および(b)の価値に係る利益の合計であれば当該費用を上回ると予測しうるもの((a)の価値に係る利益を保護しなければ、実施されるはずであるもの)が実施されるように、(a)の価値に係る利益を保護(確保)する(必要がないというよりも、むしろ保護(確保)する)べきではない、ということになるであろうか。以下の理由からすれば、そうはならないであろう。

第一に、本節においてこれまで前述してきたように、(a)の価値に係る利益を保護(確保)しなければ、「株式市場」における(支配株主が存在する)従属会社のいずれ「への投資」も「手控え」られ、そして、従属会社株式の「低株価」という状況に至るとともに¹⁴⁶⁾、(当事会社の企業価値の増加がもたらされうるどころか、)当事会社の企業価値の毀損がもたらされてしまうかもしれない¹⁴⁷⁾。このことからすれば、やはり(a)の価値に係る利益を保護(確保)する必要がある(べきである)、ということになろう。

第二に、そもそも、③の買収は、実施すれば当事会社の企業価値が増加(向上)するようなものではあるが、その増加分、すなわち(または増加分の源泉となる)、(b)の価値に係る利益が買収に際してかかる一定の費用を上回らないものであるにすぎない。そのことに鑑みて③の買収は実施されるべきものではない、というのであれば、むしろ実施されることがないように、(a)の価値に係る利益を保護(確保)する必要がある(べきである)、ということになろう。

(三) 当事会社の企業価値の増加がもたらされうることというM&A指針の実質的な意義についての補足

なお、(二)において前述したように考えるのであれば、M&A策定の実質

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

的な意義を理解するに際して補足が必要になるであろう。すなわち、M&A 指針策定の実質的な意義であると整理するもの（第一章第一節第二項二（三）（1）参照）において言及されている「当事会社の企業価値の増加（向上）」は、あらゆる増加を意味しているのではなく、買収に際してかかる一定の費用（（一）参照）を上回る程度の(b)の価値を源泉とする¹⁴⁸⁾増加（向上）という意味に限定されている¹⁴⁹⁾、と理解せざるをえないことになろう。いい換えれば、M&A 指針は、当事会社の企業価値の増加（向上）がもたらされうるような両取引¹⁵⁰⁾であれば、いずれのもの（両取引の大部分¹⁵¹⁾）であっても「有効に活用（促進）」しようとしているわけではなく、そのような両取引のうち当該費用を上回る程度の(b)の価値を源泉とする増加（向上）がもたらされうるもの（両取引の一部）だけを「活用（促進）」しようとしている、と整理せざるをえないといえようか¹⁵²⁾。

第三項 小 括

以上を総括すれば、以下のとおりになろう。

すなわち、第一項において整理・検討したように、「株式市場」における（支配株主が存在する）従属会社のいずれ「への投資」も「手控え」られ、そして、従属会社株式の「低株価」という状況に至らないように、すなわち、市場価格の下落が生じないように、という観点からして、確かに(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分）を保護（確保）する必要がある（理論的には）ある、といえるのかもしれない（第一項）。また、支配株主による従属会社の買収の実施によって当事会社の企業価値の毀損がもたらされえないように（当事会社の企業価値の毀損がもたらされうる、支配株主による従属会社の買収の実施が「抑止」されるように）、という観点からしても、(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分）を保護（確保）する必要がある（理論的には）ある、といえよう（第二項一）。

もっとも、(a)の価値に係る利益を保護すれば、当事会社の企業価値が増加（向上）するような買収のうち、(b)の価値に係る利益が買収に際してかかる一

定の費用を上回らないが、(a)の価値に係る利益および(b)の価値に係る利益の合計であれば当該費用を上回る、と予測しうるもの ((a)の価値に係る利益を保護しなければ、実施されるはずであるもの) が実施されなくなる、ということになるように思われる。そのことからすれば、(a)の価値に係る利益 ((a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分) を保護 (確保) することは、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 (第一章第一節第二項 (三) (2)参照) と抵触してしまうようにも思われる (第二項二 (一))。しかし、(a)の価値に係る利益を保護 (確保) しなければ、「株式市場」における (支配株主が存在する) 従属会社のいずれ「への投資」も「手控え」られ、そして、従属会社株式の「低株価」という状況に至るとともに、(当事会社の企業価値の増加がもたらされうるどころか、) 当事会社の企業価値の毀損がもたらされてしまうかもしれない、という問題に直面する。そのことからすれば、(a)の価値に係る利益を保護 (確保) する (必要がないというよりも、むしろ保護 (確保) する) べきではない、ということにはならない (第二項二 (二))。そして、そのように考えるのであれば、M&A 指針策定の実質的な意義であると整理しうるもの (第一章第一節第二項二 (三) (1)参照) において言及されている「当事会社の企業価値の増加 (向上)」は、あらゆる増加を意味しているのではなく、買収に際してかかる一定の費用 ((二) 参照) を上回る程度の (b)の価値を源泉とする増加 (向上) という意味に限定されている、と理解せざるをえないことになろう (第二項二 (三))。

なお、これまで整理・検討する際に念頭に置いてきたのは、支配株主による従属会社の買収である。もっとも、これまでの整理・検討は、一定の前提のもとでは¹⁵³⁾、MBO についてもあてはまる、ということになろう。

※本稿は、JSPS 科研費19K01413の助成を受けたものである。

66) なお、この点については、M&A 指針においてだけでなく、M&A 指針策定に際して踏まえられた議論などが行われた「公正な M&A の在り方に関する研究会」

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

の議事録においても明らかにされていない。

- 67) 問題意識2と関連して、そもそも中長期的な投資を呼び込む必要があるのかについて、さらには、その必要があるとしても、一般株主が享受すべき正当な利益として(a)および(b)の価値に係る利益までを最低限保護（確保）する必要があるのかについては、第二項以下において検討する。
- 68) この点については、前掲（注65）および後掲（注82）参照。
- 69) 以上、経済産業省監修『「公正な M&A の在り方に関する指針」の解説』（商事法務、2020年）74頁〔井上光太郎〕参照。
- 70) 関連して、後掲（注74）に対応する本文において引用する箇所中の「株式市場」という語句を参照。
- 71) 以下においては、この「一般株主の利益」が、M&A 指針が言及している「一般株主が享受すべき正当な利益」と同義であることを前提にして、整理・検討を行う。関連して、後掲（注89）および（注90）参照。
- 72) 厳密に言えば、前掲（注69）に対応する本文において引用したとおり、その見解の論者は、「外部投資家を市場に呼び込むためには、その利益を」「経営者または支配株主」という「内部者による富の移転（収奪）行為から」「積極的に保護する仕組みの導入が必要になる」と述べている。つまりは、そのような仕組みを導入し、その利益を保護しなければ、そのように呼び込むことはできなくなる、と述べていると整理しうるように思われるのである。
- 他方で、M&A 指針は、その利益が確保されれば、我が国資本市場に対する信頼が高まり、ひいては、中長期的な投資が呼び込まれる、と考えている（と読みうる）にすぎない。つまり、その利益が確保されなければ（信頼を高めなければ）、中長期的な投資を呼び込むことはできなくなる、とまでは述べていない可能性があるように思われるのである。
- ただし、M&A 指針は、「一般株主が享受すべき正当な利益」「が確保されるべきものと考えられる」（2.2.2）と述べてもいることからすれば、呼び込むことができなくなると考えている可能性もないわけではないかもしれない。
- 73) この検討は、前掲（注69）に対応する本文において引用した「外部投資家を市場に呼び込むためには、その利益を」「内部者による富の移転（収奪）行為から」「積極的に保護する仕組みの導入が必要になる」理由を明らかにすることにもなる。ただし、厳密に言えば、前掲（注72）参照。
- 74) 井上・前掲（注47）21頁～22頁、経済産業省・前掲（注69）76頁～77頁〔井上〕参照。ただし、前者には「必ずしも研究会全体の解釈や意見を示すものではない」との注記が付されている。井上・前掲（注47）20頁参照。
- 75) 確かに、裏は必ずしも真ではない。もっとも、井上・前掲（注47）21頁および経済産業省・前掲（注69）76頁〔井上〕は、「国際比較の実証研究の結果は」、一般株主利益の法制度による「保護水準と、株式市場の発展度合いおよび株式市場における企業価値の水準の間に正の相関関係があることを報告している」とは述べている。
- 76) 前掲（注5）参照。

- 77) 「短期的な投資」との関係については、後掲（注88）参照。
- 78) 敷衍すればどのように表現しうるかについては、第二項一参照。
- 79) なお、この点については、M&A 指針においてだけではなく、M&A 指針策定に際して踏まえられた議論などが行われた「公正な M&A の在り方に関する研究会」の議事録においても明らかにされていない。確かに、そのようなことは、株式会社制度の意義に鑑みれば自明であるのかもしれない。しかし、本文の以下のとおり整理し、この点について明確にしておくことは、特に第三節において行う検討に有用であることを付言しておく。
- 80) 柳川範之『法と企業行動の経済分析』（日本経済新聞出版社、2006年）47頁も、（M&A の場面に特化して述べているわけではないが、）本文において言及している「一般株主」（M&A 指針1.5d）参照）のうちに含まれるであろう（従属会社の）少数株主について、「多数株主の意思決定が（結果として少数株主があまり利益を得られないような）機会主義的な行動をとる可能性」「を少数株主が予測してしまうと、投資を手控えてしまうか、そもそも少数株主にならなくなってしまいか、あるいは十分な資金が企業側に集まらなくなってしまいか」と述べる。
- 81) （「手控え」とは異なり（前掲（注80）に対応する本文参照）、）どのような状況と比較して「低株価」（後掲（注82）参照）なのかは明示されていないが、第一項二（三）において引用した箇所を鑑みれば、本文のようにいえるのではないだろうか。
- 82) この見解の論者は、前掲（注74）に対応する本文において引用した箇所に引き続いて、一般株主保護を他の米・英市場並みに強化し、国内外の投資家の日本株式に対する評価を向上し、株式市場における日本企業に対する相対的な価値評価の低さを解消することは株式市場政策として意義がある、と述べ、さらには、「国際比較で」みた「日本株式の低評価とコーポレートガバナンスの関係の分析」に関する自身の論稿を引用している。井上・前掲（注47）22頁および経済産業省・前掲（注69）77頁〔井上〕参照。そして、当該論稿に関するテクニカルサマリーにおいては「低株価」という語句が用いられている。
- 83) 柳川・前掲（注80）47頁も、「多数株主の意思決定が（結果として少数株主があまり利益を得られないような）機会主義的な行動をとる可能性がある」という場合には、（前掲（注80）において引用した箇所に引き続いて、）その「機会主義的行動予測を織り込んでいるため株価は安くなって」と述べる。また、後掲（注85）において引用する M&A 指針注12（第二段落第三文）における「従属会社の株価が減価される状態」という語句も参照。
- 84) 柳川・前掲（注80）31頁～32頁、45頁～47頁参照。その他にも、柳川範之＝藤田友敬「序章会社法の経済分析：基本的な視点と道具立て」三輪芳朗＝神田秀樹＝柳川範之の編著『会社法の経済学』（東京大学出版会、1998年）23頁～24頁、神戸伸輔「株主間利害対立」同318頁～312頁、田中亘「取締役の社外活動に関する規制の構造（二）」法学協会雑誌117巻10号（2000年）1468頁～1470頁、藤田・後掲（注87）14頁（注35および注36）など参照。

なお、以上の文献によれば、本文において述べた状況は、事前的な効率性が実現

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

されない状況であるなどと表現されることになろう。他方で、第二節第二項は事後的な効率性と関係するといえよう。

- 85) なお、(MBO と支配株主による従属会社の買収との差異に係る指摘としてなされた記載であるが) M&A 指針注12（第二段落第三文）には、「支配株主により不公正な取引条件で M&A が行われるリスクを反映した分だけ従属会社の株価が減価される状態よりも、そのようなリスクから一般株主を保護することにより、従属会社の株価がそのようなリスクを織り込まない価格に復する状態の方が、従属会社の株式の時価総額ひいては社会の富を損なわないという観点からは望ましい」という記載がある（同注（第二段落第二文）において記載されている「従属会社の一般株主はもともと減価された株価で従属会社の株式を取得していると考えられることのできる」との指摘）などに対してなされた指摘である。この「従属会社の株式の時価総額ひいては社会の富を損なう」という語句は、本文において述べたような「効率的な投資が実行できなくなる」ということとも関連するかもしれない。なお、玉井利幸「M&A 取引と差止（1）」南山法学40巻1号（2016年）66頁～69頁、94頁（注85）も参照。
- 86) もっとも、経済産業省・前掲（注69）74頁〔井上〕は、「現在のように経済成長率が低下し資金が企業内部に潤沢に蓄積され、資金調達が容易な局面では、内部者による積極的な外部投資家の保護は期待できない」と述べる。この箇所からすると、「企業内部に潤沢に蓄積され」た「資金」が利用可能である以上、「十分な資金が企業側に集まらなくなってしまう」ということは問題にならないということになるように思われる。もしそうだとすれば、本文の以上において整理してきたことをもって、この論者の見解を説明することはできないかもしれない。
- しかし、説明することができないとすると、この論者は、「株式市場への投資」が「手控え」られるという状況（第一項二（三）において行った整理に従えば、中長期的な投資が呼び込まれないという状況、ということになろう）は望ましくない、ということなぜ前提にしている（と思われる）のか、ひいては、この箇所に引き続いて、前掲（注69）に対応する本文においても引用したとおり「そうした環境下で外部投資家を市場に呼び込むためには、その利益を積極的に保護する仕組みの導入が必要になる」となぜ述べているのかについては、依然として明らかではなくなってしまうことになる。
- 87) 関連して、星明男「少数株主から支配株主への利益移転は抑止されるべきか」ジュリスト1326号（2007年）130頁以下に従えば、（おそらく）「親会社の株式も従属子会社の株式も市場で完全に分散所有されていれば」、「フリーズアウト」に際して利益移転が生じたとしても、「子会社株式としての損失と親会社株式としての利益が相殺され、何ら損害が生じない」ということになるのかもしれない。（ただし、M&A 指針は、支配株主による従属会社の買収について、従属会社の株式は「不特定多数の投資家によって分散所有されて」いるとは述べているが、それらの投資家が支配株主に相当する会社の株式も（分散）所有していることを前提にはしていないように思われる。MBO も含めて1.5参照。また、玉井・前掲（注85）93頁（注

83) は、「M&A 取引の売手と買手の両方に分散して投資していたという投資家は多くはないと思われる」と述べる。田中亘「忠実義務に関する一考察」小塚莊一郎＝高橋美加編『商事法への提言』（商事法務、2004年）236頁～237頁（注17）も参照。）

しかし、そうであるとしても、その一方で、少なくとも「株式市場」における（支配株主が存在する）従属会社のいずれ「への投資」も「手控え」られ、そして、従属会社株式が「低株価」であるという状況に至ることは（後掲（注109）参照）、本文において述べた理由からすれば望ましくない、と考える限りにおいて、（おそらくは「富の移転（収奪）」（前掲（注69）に対応する本文参照）と同義であると思われる）当該利益移転を放置することはできない、ということになろう。藤田友敬「本シンポジウムの目的」商事法務2007号（2013年）14頁（注36）も、「従属会社少数株主のこうむる損害そのものが社会的損失なのではない。株主間利益移転の可能性があることにより、企業価値を損ねる決定が行われているとか、少数株主の保護の弱さゆえにその会社に過小なレベルの投資しかなされていないといったことが社会的損失となる」と述べる。同頁（注35）も参照。

88) M&A 指針は、中長期的な投資を呼び込むことに言及しているが、短期的な投資を呼び込むことには言及していない。このことからすれば、中長期的な投資を呼び込むことの方が、短期的な投資を呼び込むことよりも重要である、ということをお前提にしているのかもしれない。

確かに、投資家が行う「中長期的な投資」が、（両取引において対象会社となりうる）投資先である会社が長期利益（田中亘「上場会社のパラドックス」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の進路』（有斐閣、2017年）38頁に従って、「近くない将来に得られる利益」を意味するものとする）を（「も」）「適切に考慮し」た投資決定を行うことを期待し、そのような投資決定が行われることを予測しての投資（株式を取得）（そのように予測できる場合だけ投資（株式を取得）し、予測できない場合には投資（株式を取得）しないという投資行動）を意味し、他方で、投資家が行う「短期的な投資」が、投資先である会社が短期利益（「現在または近い将来に得られる利益」を意味し、それは「長期利益」と比較して少額であるものとする。同頁および同・45頁参照）を「考慮し」た投資決定を行うことを期待し、そのような投資決定が行われることを予測しての投資（株式を取得）（そのように予測できる場合だけ投資（株式を取得）し、予測できない場合には投資（株式を取得）しないという投資行動）を意味しているのだとすれば、「企業の意思決定が」「短期利益に偏重してしまうと、企業、ひいては経済全体の持続的発展は期待しがたいであろう」（同・38頁参照）ということをお問題視する限りにおいて、投資先である会社が長期利益を考慮した投資決定を行うことを促すことになる前者を呼び込むことの方が、後者を呼び込むことよりも重要である、といえるのかもしれない。（なお、M&A 指針は、2.1.1において、MBO および支配株主による従属会社の買収には経済的意義が認められると述べているところ、その一つとして、「資本市場における短期的利益の実現への期待や圧力から解放された長期的思考に基づく柔軟な経営戦略」

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

「等が実現しやすくなる」ことを挙げてはいる。そのような実現が重要であるということは、「企業の意思決定が」「短期利益に偏重してしまうと、企業、ひいては経済全体の持続的発展は期待しがたいであろう」ということを問題視する限りにおいて、妥当であるといえるかもしれない。）

しかし、以上のような意味ではなく、投資家が行う「中長期的な投資」が、株式を取得した後、すぐに売却することなく、(比較的)長く保有し続けることを前提とした投資(株式の取得)を意味し、反対に、「短期的な投資」が、株式を取得した後、すぐに売却するというを前提にした投資(株式の取得)を意味するとすれば、前者を呼び込むことの方が後者を呼び込むことよりも重要である、とは必ずしもいえないかもしれない。なぜならば、「十分に機能する株式市場」など「を前提にすれば」、そのような意味での「短期的な投資」を行うことが可能な「上場会社」である投資先である会社であるからこそ、「企業の意思決定は、長期志向に基づくものになる」(「短期利益だけでなく、長期利益にも資するように行われることを可能にする」)(その理由の詳細については、同・42頁～45頁、47頁～55頁参照)のかもしれない、そうだとすれば、前者を呼び込むことと後者を呼び込むこととに違いはないことになるかもしれないからである。

もっとも、本稿では、M&A 指針の記載に従って、「中長期的な投資を呼び込むこと」に言及しながら、同指針の検討を行う。

- 89) 「一般株主利益」と「一般株主が享受すべき正当な利益」が同義であるとするれば(前掲(注40)、(注71)および後掲(注90)参照)、M&A 指針において、そのような仕組みに対応するのは、公正性担保措置や株式買取請求権などである、ということになる。第一章第二節第一項一および二参照。また、M&A 指針は、(a)および(b)の価値との関連で、株式買取請求権に言及している。M&A 指針注16参照。同注については、第二節第一項二(三)において検討する。
- 90) 第一項二(二)および(三)においてその見解を引用した論者は、「一般株主の利益」という語句を用いているが(前掲(注69)および(注74)に対応する本文参照)、M&A、特に MBO および支配株主による従属会社の買収に際して、具体的にどのような利益の保護(確保)が問題となるかについては(少なくとも M&A 指針について解説するにあたっては)何も述べていない。そこで、(前掲(注69)に対応する本文において引用した「富の移転(収奪)」という語句から推測することは必ずしも容易ではないように思われること、)M&A 指針について解説するに際して「一般株主の利益」という語句を用いていること、さらに、前掲(注40)に対応する本文において前述したことに鑑みて、この論者も(a)および(b)の価値に係る利益が「一般株主の利益」にあたると考えている、と想定した上で、第二節以下においても整理・検討を進めることとする。関連して、前掲(注71)および(注89)参照。
- 91) 第二節第二項二(一)において後述する「買収に際してかかる一定の費用」の存在をも踏まえながら、本文の以下において述べる実質的な意義に留意すれば、これ以上多くの利益を確保するべきではない、ということになる。関連して、柳川・

前掲(注80)46頁、48頁、江頭憲治郎=山本礼二郎=岡田光=阿南剛=二井友聡子「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(2011年)43頁〔山本〕も参照。したがって、本稿の以下においては(a)および(b)の価値に係る利益を上限とした検討を行う。

- 92) なお、前掲(注89)において前述したことを踏まえながら、前掲(注85)において引用した指摘(M&A指針注12(第二段落第三文))中の「不公正な取引条件」という語句に鑑みれば、この指摘を行った論者(公正なM&Aの在り方に関する研究会「第2回議事要旨」8頁～9頁〔田中亘〕参照)も、(a)および(b)の価値に係る利益まで確保すべきである、と考えているのかもしれない。ただし、この論者の見解については、第二節(脚注)および第三節においてあらためて言及・整理・検討を行う。
- 93) 第一項二(二)および(三)においてその見解を引用した論者が前掲(注74)に対応する本文において引用したとおり考えているとしても(前掲(注90)も参照)、対象会社の株主が特に(b)の価値に係る利益までをも享受しうるようにする「一般株主利益の保護」は、「他の米・英市場並み」(前掲(注82)参照)どころか、それらの「市場」を上回る保護水準なのではないか、という点については別途検討する必要があるように思われる。その点についての詳細な検討は他日を期したい(前掲(注65)参照)が、結局のところ、「一般株主の保護水準の」高低は、対象会社の一般株主が(a)の価値に係る利益、さらには、(b)の価値に係る利益までをも享受しうるようにするかどうかによって生じるものである、と整理しえよう。そこで、本文の以下において「手控え」や「低株価」などのような語句に言及するに際しては、本文の以上とは異なり(前掲(注75)、(注80)および(注81)に対応する本文参照)、は「一般株主利益の保護水準の」高「い株式市場」と比較するのではなく、主として((b)の価値に係る利益のみならず)(a)の価値に係る利益を(も)保護(確保)しない場合(第二節)、さらには、((a)の価値に係る利益を保護(確保)するが)(b)の価値に係る利益を保護しない場合(第三節)、と比較することとする。
- 94) この点については、M&A指針においてだけではなく、M&A指針策定に際して踏まえられた議論などが行われた「公正なM&Aの在り方に関する研究会」の議事録においても明らかにされていない。なお、MBO指針は(b)の価値に係る利益については言及している。詳細については第三節第二項一(一)参照。
- 95) 本稿はM&A指針を整理・検討することを課題とするものである(第一章第三節第一項参照)。したがって、その検討にあたっては、そもそも(「経営者や支配株主など内部者による機会主義的行動」(第一節第一項二(三)参照)が問題となりうる場面全般ではなく、そのような場面の一つでもあり、)M&A指針の対象とされる取引類型であるMBOおよび支配株主による従属会社の買収に関連して、どのような過程を経て「手控え」または「低株価」という状況に(実際に)至るのか(この点は前掲(注69)および(注74)において引用した見解においては明らかではない)を明らかにすることを試みる。
- 96) Guhan Subramanian, Fixing Freezeouts, 115 Yale L.J. 2, 35-38 (2005). (その前

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

提となる法制度などが日本とはどのように異なっているのかなどを含む）当該論稿の詳細や用語の意義については、拙稿「手続的側面を重視した少数株主締め出し規制（二）」法学（東北大学）76巻3号（2012年）72頁～78頁、119頁～121頁を参照。また、拙稿・前掲（注50）78頁～79頁も参照。）

なお、当該論稿の一部は、Lucian Ayre Bebchuk & Marcel Kahan, *Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts, in Concentrated Corporate Ownership* 247 (Randall Morck ed., 2000) に依拠しているようである（この論稿は、前掲（注85）において言及した M&A 指針注12において挙げられている指摘（第二段落第三文）がなされるにあたって踏まえているかもしれない。公正な M&A の在り方に関する研究会「第2回議事要旨」8頁～10頁〔田中亘〕、藤田友敬＝飯田秀総＝石綿学＝加藤貴仁＝神田秀樹＝後藤元＝田中亘＝角田慎介〔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』（有斐閣、2020年）75頁〔田中亘〕参照）。See, Subramanian, at 35-36, n145.

Subramanian の論稿については多くの疑問などもあるが（詳細については拙稿（二）・前掲、後掲（注102）などを参照）、（不明確な部分については、拙稿（二）・前掲と同様に、適宜論理などを推測し補足しながらも、）当該論稿において記載されているとおりに紹介することとする。

- 97) M&A 指針は、二段階買収（の第一段階である公開買付け）においては金銭対価が用いられることを想定している。M&A 指針1.5 a) および b) 参照。他方で、アメリカでは、二段階買収の第一段階である公開買付けにおいて株式対価が用いられることもある。拙稿・前掲（注50）44頁などを参照。もっとも、アメリカでも金銭対価が用いられる場合もあるであろうことからすれば、Subramanian は、金銭対価が用いられる場合をも想定しているはずである。この点については、「一段階の取引」が用いられる場合も含めて、後掲（注111）参照。
- 98) 具体的に Subramanian がどのような状況を想定しているかについては、拙稿・前掲（注96）72頁～73頁参照。
- 99) Subramanian は、「本質的価値」(intrinsic value) に係る定義を明らかにしていないが、Bebchuk & Kahan による定義については、後掲（注113）参照。
- 100) Bebchuk & Kahan は、対象会社の（本質的）価値についての私的情報 (private information) を支配株主のみが有していることから、このような差異が生じると述べる。See Bebchuk & Kahan, *supra* note 96, at 249-251. ただし、M&A 指針においては、「支配株主といえども、従属会社のあらゆる内部情報を有しているわけではない」との記載がある（2.1.3）。
- 101) Subramanian は二つの機会主義的行動を挙げているが、二つ目の機会主義的行動については、後掲（注128）参照。
- 102) Subramanian は、このように IPO によって多額の資金調達を行うことが困難になることを問題視している。しかし、（そのことはさておくとして、）本文に対応する文の一文前において引用した箇所からすれば、より一般的に、支配株主出現後に

((追加的な) 売り出しや新株発行によって) 多額の資金調達を行うことが困難になるように思われる。

103) 後掲(注109)参照。

104) See also Bebchuk & Kahan, *supra* note 96, at 250-252. 群細については、後掲(注110)参照。

105) もっとも、Subramanian は、Lemons Effect の発生は二つの現実的な要因によって制約されるかもしれない、とも述べる。

すなわち、本文においては、支配株主が一方的に少数株主を締め出すことができるということが想定されているが、現実的には、少数株主が公開買付けに応じない可能性がある。つまり、本文において述べたように、支配株主が従属会社の買取を行うタイミングを決定することができるがために、対象会社株式の市場価格が当該株式の本質的価値よりも低いと考えるときに少数株主を締め出すという行動をとるということを知っているならば、少数株主は、支配株主が公開買付けを行うことによってその存在を明らかにしてしまうことになりうる、市場価格と本質的価値との差異から生じる利益を共有しようとして、当該公開買付けに応じないという行動(Subramanian は、公開買付けについて、第四章において検討する予定である「マジョリティ・オブ・マイノリティ条件」が設定されていることを前提としている。拙稿・前掲(注96)70頁以下を参照)をとるかもしれないのである(その結果、支配株主は、当該差異から生じる利益を十分に獲得することを可能にする水準の公開買付け価格では公開買付けが不成立に終わるかもしれないと予想し、そもそも従属会社の買取を行わないのかもしれない)。また、支配株主が資金面で制約されている場合には、対象会社株式の市場価格が当該株式の本質的価値よりも低いと考えるときであっても、少数株主を締め出さないかもしれない。そのような場合が現実的にありうると少数株主が考えるのであれば、支配株主が従属会社の買取を行わないということ自体は、少数株主に対して何のシグナルも伝えないであろうから、結果として Lemons Effect は生じないかもしれない。

とはいえ、Subramanian は、以上のような二つの現実的な要因がありうるとしても、Lemons Effect がある程度は生じると考えているように思われる。以上、Subramanian, *supra* note 96, at 36-37. また、拙稿・前掲(注96)75頁～76頁も参照。

そして、支配株主による従属会社の買取において、以上のような二つの現実的な要因がありうるとしても、Lemon Effect がある程度は生じるのであれば、(マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されているかどうかにかかわらず) 対象会社の株主の多くが公開買付けに応じなければ(完了するという意味で)実施することができないであろう MBO に際しても、(対象会社の市場価格が MBO において支払う対価に対する唯一の制約になりえ、) Lemons Effect がある程度は生じることになろう(田中・前掲(注84)1470頁も結論同旨であるといえるかもしれない)。

なお、現実的な要因のうち、少数株主が公開買付けに応じないという行動をとるかもしれないことに関連して、経済産業省・前掲(注69)86頁〔井上〕も、「買取

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

者がスクイーズ・アウトの意図を公開買付届出書で表明しているケースでは、実質応募率がその事実により34%も上昇すること、それがMBOのケースでは実質応募率が追加的に6%上昇することを示しており（いずれも統計上有意）、「買収者によるターゲット企業の非公開化の計画の宣言は、一般株主から実質的に継続保有する選択肢を奪っており、自然な強圧性を伴うことを示唆する」と述べる。この点については、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件との関連で、第四章などにおいて詳述する。

- 106) 前掲（注105）において紹介した二つ以外にも、Lemons Effect の発生を制約するかもしれない要因はあるように思われる。

第一に、買収を実施するに際しては一定の費用がかかること（後掲（注139）に対応する本文を参照）を踏まえれば、対象会社株式の市場価格が当該株式の本質的価値よりも低いものの、当該株式の本質的価値から当該株式（自らがすでに保有している株式を除く）一株当たりの当該費用を差し引いた額よりも高いがために、支配株主が従属会社の買収（少数株主の締め出し）を行わないのかもしれない。

第二に、買収を実施すれば当事会社の企業価値が増加（向上）する場合には、対象会社株式の市場価格が当該株式の本質的価値よりも高いものの、当該株式の本質的価値に当該株式（自らがすでに保有している株式を除く）一株当たりの当該企業価値の増加分を加えた額よりも低いがために、支配株主が従属会社の買収（少数株主の締め出し）を行うかもしれない（なお、Bebchuk & Kahan はおそらく、支配株主が当該企業価値の増加分全てを享受しうることを前提にしている。See Bebhuk & Kahan, *supra* note 96, at 249）。

つまりは、支配株主は、対象会社株式の市場価格が当該株式の本質的価値よりも低いと考えるとき、少数株主を締め出すという機会主義的行動をとる、という前提が存在しない可能性があるのである。そのような状況では、支配株主が従属会社の買収を行わないということ自体が、対象会社株式の市場価格が当該株式の本質的価値を完璧に評価しているか、おそらくは、過大に評価しているというシグナルを伝えることはないかもしれない。ひいては、Lemons Effect は生じないかもしれないのである。ただし、当該株式一株当たりの当該費用や当該企業価値の増加分が、当該株式の市場価格と本質的価値との差異と比較して、相当程度少額である場合には、Lemons Effect がある程度は生じるといえる。

- 107) もっとも、本文において紹介した Subramanian の見解は、支配株主が機会主義的行動をとるということを投資家が分かっていることなどを前提にしている、と整理しえよう。しかし、あらゆる投資家について、このような前提が成立しているとは必ずしもいえないように思われる。（関連して、田中亘「取締役の社外活動に関する規制の構造（四）」法学協会雑誌117巻12号（2000年）1783頁～1784頁などを参照。）もしそうだとすれば、（二つの現実的な要因がないとしても、）Lemon Effect はある程度生じるにすぎない、ということになる。この点については、後掲（注115）においても後述する。

- 108) 前掲（注93）参照。

- 109) もし完全に分散して投資(所有)を行うことが可能であるとしても(前掲(注87)参照)、(支配株主が存在する)従属会社、例えば、(親会社が存在する)子会社のいずれ「への投資」も「手控え」られ、そして、子会社株式が「低株価」になっている、という状況において、子会社株式に対する投資がなされている(子会社株式も所有されている)にすぎない、ということになるように思われる。
- 110) Subamanian は、対象会社株式の市場価格は(唯一であるかどうかはともかくとして(前掲(注105)など参照)、)買収において支払う対価に対する制約になる、ということ为前提にしていた(一参照)。他方で、対象会社株式の市場価格ですら制約にはなっていないという状況であれば、支配株主は市場価格ですら下回る買収対価であっても、少数株主を締め出すことができることになろう。

確かに、対象会社株式の市場価格ですら下回る公開買付け価格での公開買付けに依る少数株主は(特段の事情がない限り(後掲(注180)参照))いないとすれば、そもそもそのような価格での公開買付けを第一段階とする二段階買収によって支配株主による従属会社(対象会社)の買収が行われることはないかもしれない。しかし、「一段階の取引」(後掲(注111)参照)によって支配株主による従属会社(対象会社)の買収が行われる場合であって(二段階買収が行われたが、少数株主が応じなかったがために、その後に「一段階の取引」が行われる場合も含む)、当該支配株主が従属会社株式について3分の2以上の議決権を有しているときには、(少数株主が反対の議決権行使をしようとも)当該議決権行使のみで組織再編などを実施することができる(会社法309条2項12号など)。つまりは、支配株主は対象会社株式の市場価格ですら下回る買収対価であっても、少数株主を締め出すことができるように思われるのである。(なお、公正な M&A の在り方に関する研究会「第4回議事要旨」9頁〔井上光太郎〕は、「一般に市場株価未満で買い取ることは、いわゆる強圧的買収等を行わない限りは実現しない」と述べるが、以上に鑑みれば、(実質的には)実現する可能性はあろう。)

そして、(一において紹介した Subramanian が依拠していた(前掲(注96)参照)) Bebchuk & Kahan の論稿を参考にすれば、以上のような状況においても、((本文の以下において後述するように、買収において支払う対価に対する(市場価格ではない、)他の制約がある)状況と比較して、)「株式市場」における(支配株主が存在する)従属会社のいずれ「への投資」も「手控え」られ、そして、従属会社株式が「低株価」である、という状況に至る場合もあると整理しうるかもしれない。その理由は以下のとおりである。

すなわち、支配株主が対象会社株式の市場価格と同額の買収対価で少数株主の締め出しを行うことができる場合には、市場価格は、少数株主が締め出しと対象会社の清算とに際して受け取る額の平均額に等しくなるにちがいない、と Bebchuk & Kahan は指摘する。See Bebchuk & Kahan, *supra* note 96, at 251. (おそらく、)締め出しに際して受け取る額としては、締め出しに際しての対象会社株式の市場価格と同額の買収対価が、対象会社の清算に際して受け取る額としては、締め出しが起こりえない場合において少数株主が保有する株式の期待値(後掲(注113)参照)

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

が想定されているし（、そして、前者の方が後者よりも低額であることが想定されているし）、さらには、締め出しが実施される確率は50%であることが前提とされていると思われる。See also *id.* at 250-252. 以上の指摘を参照すれば、支配株主が対象会社株式の市場価格ですら下回る買収対価であっても少数株主の締め出しを行うことができる場合には、市場価格は、締め出しに際しての対象会社株式の市場価格ですら下回る当該買収対価と締め出しが起こりえない場合において少数株主が保有する株式の期待値との平均額に等しくなる、といえるかもしれない。この場合には、対象会社株式の市場価格は、当該買収対価が0円に近づくほど、（締め出しが起こりえない場合において少数株主が保有する株式の期待値単体と比較して、）下落することになるように思われる。

なお、以上の場合においては、（締め出しが起こりえない場合において少数株主が保有する株式の期待値よりも低額である）締め出しに際しての対象会社株式の市場価格ですら下回る買収対価であっても締め出される「リスクをも加味してなお満足のいくリターンが期待できる場合にしか、株式に投資しなくなる（株価が奪取のリスクを織り込んで下落することを意味する）」という状況になり、これは「企業の側から見ると資本コストの上昇を意味」する、と理解すること（田中・前掲（注84）1470頁参照）も可能なかもしれない。

- 111) なお、一において紹介したように、Subramanian は、支配株主による従属会社の買収（少数株主の締め出し）が二段階買収によって実施される場合を念頭に、対象会社株式の市場価格が買収対価に対する唯一の制約になるという状況においては、少数株主が保有している株式について（いずれの会社のものであっても）市場価格の下落が生じる、と述べていた。もっとも、「一段階の取引」（1.5b参照）が実施される場合であっても、さらには、買収対価が金銭であるか支配株主の株式などであるかを問わず、対象会社株式の市場価格が買収対価に対する唯一の制約になるという状況においては、同様に、少数株主が保有している株式について（いずれの会社のものであっても）市場価格の下落が生じるように思われる。前掲（注110）参照。また、（前掲（注96）において前述したように、Bebchuk & Kahan, *supra* note 96 を引用している）藤田ほか・前掲（注96）74頁～75頁〔田中〕も参照。したがって、以下においては、支配株主による従属会社の買収（少数株主の締め出し）が、二段階買収によって実施されるか、（金銭対価ではない）一段階の取引によって実施されるかを区別せずに検討を行う。

112) See also Bebhuk & Kahan, *supra* note 96, at 251.

- 113) Subramanian が依拠している Bebhuk & Kahan は、「期待本質的価値」（intrinsic expected value）について「締め出しが起こりえない場合において少数株主が保有する株式の期待値」であると定義している。See Bebhuk & Kahan, *supra* note 96, at 250. 当該定義によれば、(a)の価値と同義であると整理するように思われる。関連して、M&A 指針は、「M&A 公表前の市場株価が(a)の価値をどれほど反映しているかを判別することは困難である」と述べる（2.2.2）。また、後掲（注188）も参照。

114) 前掲（注110）において述べたような下落が生じないようにする、という観点からしても、(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分）を保護（確保）する必要がある（理論的には）ある、といえよう。なぜならば、そのように保護（確保）することによって、支配株主が対象会社株式の市場価格ですら下回る買収対価では少数株主の締め出しを実行することができないことになり、（しかも本文の以上において述べたように支配株主が対象会社株式の市場価格と本質的価値との差異から生じる利益を獲得することができないという状況をも確保することになり、）対象会社株式の市場価格は、締め出しが起りえない場合において少数株主が保有する株式の期待値単体（当該期待値と当該期待値との平均額（前掲（注110）参照））に等しくなる。ひいては、市場株価の下落が生じないようにするはずであるからである。

115) ただし、(MBO および) 支配株主による従属会社の買収に関連して、支配株主が機会主義的行動をとるということを投資家が分かっているといった前提などが全く成立していないとしたら、対象会社株式の市場価格の下落は全く生じない（Lemons Effect が全く生じない）ということになるかもしれない。前掲（注107）参照。（もっとも、M&A 指針注12においては、MBO における「対象会社の一般株主は対象会社が MBO により買収されることを予期していない」が、「従属会社の一般株主は支配株主の存在やその場合に適用のある法令等の規律を認識の上で株主としてとどまっている」ことが指摘されている。）

しかし、もしそうだととしても、(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分）を保護（確保）する必要がある（理論的には）ないとははいえないように思われる。なぜならば、対象会社株式の市場価格の下落が全く生じないとしても、前掲（注100）において前述したように、対象会社の価値についての私的情報を支配株主のみが（ある程度）有しているという状況においては、対象会社株式の市場価格と本質的価値との差異が生じるであろう。そして、支配株主がそのような差異から生じる利益を獲得しようという状況を放置することは「事後的に公正である」とはいいづらいかもかもしれない。したがって、「公正性」という概念の多義性を勘案したとしても（以上、田中（四）・前掲（注107）1778頁～1787頁など参照）、そのような事後的な公正性の観点から(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分を最低限確保する必要がある、といえるかもしれないからである。

なお、（そのように事後的な公正性の観点を重視することなく）(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分を確保せずに放置し続けた結果、支配株主がこのような機会主義的行動をとるということを投資家が分かる（想定する）といった状況などにいつかは至り、対象会社の市場価格の下落がある程度生じてしまう（「手控え」または「低株価」という状況に至る）ということがあるとしたら（柳川・前掲（注84）23頁参照）、対象会社の市場価格の下落が生じないように（「手控え」または「低株価」という状況に至らないように）という観点からして、(a)のうち少数株主の持株数に応じた部分を最低限確保する必要がある、と考えることと事後的な公正性の観点からその部分を最低限確保する必要がある、と考えることは、両立す

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

るであろう。事後的な公正性と事前的な効率性（前掲（注84）参照）とは必ずしも矛盾しないことについては、柳川ほか・前掲（注84）18頁～24頁、田中（四）・前掲（注107）76頁などを参照。

また、以上は、前掲（注110）において述べた状況にもあてはまるであろう。

- 116) なお、この下落は「一時的」に生じるにすぎないものではないように思われる。
- 117) なお、「企業価値の向上の観点からは必要性や合理性に乏しい」という点については、第二項一参照。
- 118) 上場会社を当事会社とする買収に関連して行使された株式買取請求権に係る「公正な価格」についての最高裁決定は、最決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁（以下「楽天 TBS 最高裁決定」という）、最決平成23年4月26日判例時報2120号126頁（以下「インテリジェンス最高裁決定」という）、テコム最高裁決定である。
- 119) テコム最高裁決定などが（存在していないのであればともかくとして）存在しているにもかかわらず、それらの決定を踏まえることなく「解されている」（M&A 指針注16）とは述べないであろうからである。
- 120) 株式買取請求権において買取価格とされる「公正な価格」と同様に、それが「公正な価格」であることが前提にされていると思われる「取得価格」（会社法172条1項）については（最決平成21年5月29日金融・商事判例1326号35頁（以下「レックス最高裁決定」という）田原裁判官補足意見参照）、（MBO に係る事案についてのものであるが）レックス最高裁決定補足意見、（その二社が支配する一社と共に）共同して対象会社株式に対する公開買付けを実施した二社が、公開買付け開始日前に対象会社の総株主の議決権の70%以上を直接または間接に有していた事案に係るものであるが）JCOM 最高裁決定などもあるところ、そのことに鑑みれば、前掲（注119）および対応する本文において述べたことが同様に当てはまる（ただし、実際に JCOM 最高裁決定などを念頭に置いているとしたら、その表現には疑問があることについては、後掲（注121）参照）。

また、レックス最高裁決定補足意見が「取得価格は、〔1〕MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値と、〔2〕MBO の実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを、合算して算定すべきものと解することが相当である」と述べているところ、〔1〕は(a)「M&A を行わなくても実現可能な価値」に相当するものであるといいやすいように思われる（もともと、MBO において現在の経営者（1.5参照）が対象会社株式の市場価格と(a)の価値との差異から生じる利益を獲得することができないようにすることが可能であるかどうか（ここでは、決定された取得価格のうちに(a)の価値に係る利益が実際に含まれることになるかどうか）は取得価格の決定方法次第ではある。以上の詳細については、第三節第二項一(ロ)参照。後掲（注122）も参照）。

- 121) なお、M&A 指針注16は、「会社法上、組織再編における株式買取請求手続における株式の買取価格は『公正な価格』と定められており（会社法第785条第1項等）、同価格は、①組織再編によって企業価値の増加が生じる場合には、組織再編が公正な条件で行われ、それによって、当該増加分が各当事会社の株主に公正に分配さ

れたとすれば、基準日において当該株式が有する価値をいい、②組織再編によって企業価値の増加が生じない場合には、組織再編を承認する株主総会決議がなかったならば基準日において当該株式が有していたであろう価格をいうと解されている」し、③「組織再編以外の方法によるキャッシュ・アウトの場合に裁判所が決定すべき価格についても、同様に解されている」と述べる。しかし、特に③のとおり述べるにあたって念頭に置いているはずである（前掲（注120）参照）JCOM 最高裁決定に鑑みれば、「同様に解されている」と述べている点については疑問がある。

第一に、M&A 指針が①および②のとおり述べるにあたって念頭に置いているはずである（前掲（注119）参照）テクモ最高裁決定などは異なり、JCOM 最高裁決定（およびレックス最高裁決定補足意見など）は、「企業価値の増加が生じる場合」（正確には「企業価値の増加が生じない場合」「以外の場合」）（①参照）と「企業価値の増加が生じない場合」（②参照）とに区分した上で「裁判所が決定すべき価格」について言及したわけではない（ただし、田中亘『総括に代えて—企業再編に関する若干の法律問題の検討』土岐敦司＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務—企業再編のすべて』（商事法務、2014年）217頁は、MBO に係る事件「においては、MBO によって正の企業価値の増加が期待できることを前提にし」て（レックス最高裁決定補足意見のような）決定がなされている「と見るべきである」と指摘している。森・濱田松本法律事務所・前掲（注37）357頁なども参照）。第二に、テクモ最高裁決定などは「株式買取請求がされた日」が「基準日」であると判示しているのに対して、（JCOM 最高裁決定においては明らかにされていないものの、）レックス最高裁決定補足意見は「取得日」が「基準日」であると考えているように思われる。第三に、テクモ最高裁決定は「基準日において当該株式が有する価値」（正確には「株式移転計画において定められていた株式移転比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格」と判示し（、その算定にあたっては「基準日である株式買取請求がされた日における市場株価」などが参照される可能性について示唆し）ているが、JCOM 最高裁決定においては、（一定の場合には、「公開買付けにおける買付け等の価格と同額とする」と述べている。（なお、第二および第三の点に関連して、JCOM 最高裁決定の詳細については、拙稿（近畿大学法学）・前掲（注36）参照。第二の点については、後掲（注133）において引用する藤田友敬「JCOM 最高裁決定判批」論究ジュリスト20号（2017年）も参照。）

- 122) 前掲（注118）において引用した最高裁決定のうちテクモ最高裁決定は、買取によって企業価値の増加が生じない場合であるかどうかによって「公正な価格」の意味を区分している（詳細については第三章において後述する）。いずれの価格についても、支配株主が対象会社（従属会社）株式の市場価格と(a)の価値との差異から生じる利益を獲得することができないようにすることができるかどうか（ここでは、決定された公正な価格のうちに(a)の価値に係る利益が実際に含まれることになるかどうか）は、公正な価格の決定方法次第であろう。前掲（注120）も参照。
- 123) 例えば、楽天 TBS 最高裁決定は、「反対株主に『公正な価格』での株式の買取

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

りを請求する権利が付与された趣旨は、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確保し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある」と述べていた（学説においてこれまで挙げられてきた株式買取請求権制度の趣旨については、落合誠一編『会社法コンメンタール12』（商事法務、2009年）97頁～98頁〔柳明昌〕、森本滋編『会社法コンメンタール18』（商事法務、2010年）94頁～96頁〔柳明昌〕、飯田秀経『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務、2013年）2頁、9頁～21頁などを参照）。また、レックス最高裁決定およびその補足意見について、第三節第二項一（二）(1)(ア)参照。

しかし、「一定の範囲で保証」するなどしなければどのような状況に至るのか、反対に、「保証」するなどすればどのような状況に至るのかについては明示されていない（後掲（注127）において引用する論稿以外においては）学説においてもおおむね同様であるといえよう。関連して、例えば、後掲（注160）も参照。そこで、M&A 指針がその策定の実質的な意義であると考えていると整理しうるかもしれない、中長期的な投資を呼び込むことの実現（第一章第一節第二項二（三）(2)参照）に関連すると整理しうるであろう「株式市場への投資」の「手控え」または「低株価」（第一節第二項参照）と関係づけて、それらを明らかにすることを試みたのが本稿であるともいえる。（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（1）』一橋法学19巻2号（2020年）55頁（注68）においても同様の試みがなされているといえるかもしれない。もっとも、(a)の価値に係る利益と(b)の価値に係る利益とを区別した上でなされているわけではない。また、玉井利幸「株式等売渡請求、キャッシュアウト、取締役の義務（1）」南山法学36巻3＝4号（2013年）257頁（注25）なども同様である。）

なお、当事会社の企業価値の増加（向上）と関係づけて、株式買取請求権制度の趣旨について述べていると整理しうる見解については、第二項において引用する。

- 124) もっとも、前掲（注48）において前述したように、株式買取請求権などを行使するにあたっては費用と時間がかかる。買取対価に(a)の価値に係る利益が含まれていないにもかかわらず、そのような費用と時間がかかることが原因で株主が当該権利を行使しなかったときには、実際には(a)の価値に係る利益を享受することはできなくなるという問題などがある。その問題などが解決されなければ、市場価格の下落という状況（一）参照）に至らないようにすることは難しくなるであろう。「M&A を実行する上での予見可能性」を高めることが、その問題などのある程度解決することになるであろうことについては、同注参照。関連して、玉井（一橋法学）・前掲（注123）489頁（注17）も参照。

- 125) 投資家が従属会社株式を取得する時点において、支配株主による従属会社の買取（少数株主の締め出し）が行われるに際しては従属会社の少数株主が(a)の価値に係る

る利益 ((a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分)を保護(確保)される(支配株主がその持株数に応じた部分を超えて(a)の価値に係る利益を享受することができない)ということ、具体的には、(a)の価値に係る利益が含まれるように買収対価を設定するという、支配株主がコミットメントすることは困難である可能性が高い。したがって、「法律によるコミットメントが必要になる」ということになるかもしれない。以上、柳川・前掲(注80)47頁参照。(ただし、Lemons Effectがある程度生じるし(前掲(注105)および(注106)参照)、そのことを放置しえない、ということ前提にする必要がある。)

もしそうだとすれば、そのような法律として会社法は、(a)の価値に係る利益((a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分)を最低限含むように決定される(価格であるとすれば(前掲(注120)および(注122)参照)、そのような)価格である「公正な価格」で買い取ることを少数株主が請求することができるようにすることによって(株式買取請求権など)、もし支配株主が(a)の価値に係る利益が含まれるように買収対価を設定しない場合であっても、従属会社の少数株主が当該利益を享受できるようにしている、と整理しうるかもしれない。その他、例えば、(a)の価値に係る利益が含まれるように買収対価が設定されずに買収が実施された場合には、「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」(M&A 指針注1)があったと認定し、当該対価と当該利益との差額が損害であるとして、当該取締役に対して損害賠償責任(会社法429条1項)を課すという運用が、「法律によるコミットメント」として機能するかもしれない。(ただし、そのような運用が実際になされているとはいえないかもしれない。(MBOの事案に係る)東京高判平成25年4月17日判例時報2190号96頁(以下「レックス損害賠償請求高裁決定」という)など参照。)そして、M&A 指針注1に鑑みれば、M&A 指針は、以上のような株式買取請求権などの存在を念頭に置いて、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両取引を実際に行うであろう、ということ想定していると整理しえよう(第一章第二節第一項二(一)参照)。

- 126) MBOについては、前掲(注105)参照。なお、MBOについては、本項における整理を踏まえて、第三項においても後述する。
- 127) 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎=藤田友敬編『企業法の理論(上巻)』(商事法務、2007年)。当該論稿は、M&A 指針に係るものではなく、株式買取請求権に係るものであるが、前掲(注42)および第一項二(三)において前述したことからすれば、当該論稿を参考にすることは可能であると思われる。
- 128) この点については、第一項においても引用したSubramanianの見解も参考になる。詳細については、拙稿・前掲(注96)74頁参照。
- 129) 藤田・前掲(注127)は、従属会社の「発行済株式の三分の二を保有している」支配株主が「吸収合併」の方法を用いる場合を想定している。同・270頁参照。
- 130) 詳細については、藤田・前掲(注127)278頁(注17)参照。関連して、前掲(注124)も参照。

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

- 131) 前掲（注129）参照。
- 132) 以上、藤田・前掲（注127）270頁～272頁、274頁～275頁参照。玉井（一橋法学）・前掲（注123）508頁（注62）も同旨。また、飯田・前掲（注123）40頁（注88）、43頁も参照。なお、具体的にどのような場合に毀損することになるかについては第三節において後述する。
- 133) 藤田・前掲（注127）278頁（注17）からすれば、基本的にはこのように整理するように思われる。また、藤田・前掲（注121）90頁（注11）は、（M&A 指針における(a)に対応する（後掲（注168）参照））「『MBO が行われなかったならば株主が享受する価値』は、組織再編等にかかる株式買取請求におけるナカリセバ価格に対応する（ただし基準日は異なる）」と述べる。
- 134) 問題意識2において述べたことと関連づけて述べれば、以下のようになる（第一節第二項二も参照）。すなわち、(a)の価値に係る利益を保護（確保）すれば、M&A のうち両取引を行う買収者が当該 M&A に際して享受することとなる価値は（(a)の価値に係る利益を保護（確保）しない場合と比較して（一般株主にそのような利益を享受させない場合と比較して））減少する（(b)の価値に係る利益を享受しえなければ存在しない）ことになろう。買収者が、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、(a)の価値に係る利益を保護（確保）しない場合と比較して（一般株主にそのような利益を享受させない場合と比較して）、両取引が実際に行われることは少なくなる（または全くなくなる）。
- 135) M&A 指針は、2.1.1 のように述べるだけでなく（第一章第一節第二項二（三）（1）参照）、「M&A において尊重されるべき原則として」「望ましい M&A か否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべきである」という原則（「第1原則：企業価値の向上」）も挙げている（2.3）。
- 136) なお、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（2）」南山法学37巻3=4号（2014年）211頁も、当事会社の企業価値の毀損がもたらされうる、支配株主による従属会社の買収が抑制されるべきである、と述べる。関連して、そのように抑制されるべきである、と考える限りにおいて、前掲（注87）において引用した星・前掲（注87）130頁以下が言及する利益移転を放置することはやはり（同注参照）できない、ということになろう。
- 137) 実際に当事会社の企業価値の増加がもたらされうる買収だけが実施されるようにするためには、併せてどのような公正性担保措置が用いられる必要があるのかについては、第三章において後述する。
- 138) 支配株主が(b)の価値に係る利益全てを享受しうる（少数株主は(b)の価値に係る利益の一部ですら享受しえない）とすれば、このようにいえるであろう。少数株主が享受しうると思う必要があるかどうかについては、第三節において検討する。
- 139) M&A 指針が提示している公正性担保措置のうち、例えば、独立した特別委員会を設置したり（3.2）、外部専門家の独立した専門的助言などを取得すれば（3.3）、委員・専門家に対して報酬（3.2.4.7・注60など参照）を支払うことになろうが、そのような報酬は本文において述べた費用に該当すると整理しえよう。また、公正

性担保措置を講じないとしても、支配株主による従属会社の買収に際しては、従属会社が（東京証券取引所にその株式を上場している）上場会社であれば、例えば、支配株主自らが（対象会社株式に係る）株式価値算定書などを取得することであろう。株式会社東京証券取引所上場部編『東京証券取引所会社情報適時開示ガイドブック（2020年11月版）』（株式会社東京証券取引所、2020年）111頁～132頁参照。そのような算定書の取得費用なども費用に該当するといえよう。なお、買収を実施するに際しては一定の費用がかかることについては、飯田・前掲（注123）43頁も参照。

- 140) 前掲（注40）においても前述したように、M&A 指針においては、「企業価値の増加分」とは(b)の価値と同義である（または(b)の価値を源泉とするものである）と考えられていると読みうる。そして、(b)の価値のうちには、当該費用は含まれないことが前提とされているように思われる。M&A 指針注14および注16参照。
- 141) なお、本文において述べたことからすれば、当事会社の企業価値の毀損も増加もたらされないような買収も実施されないことになるであろう。
- 142) もっとも、支配株主は、少しでも金銭的価値がある買収対価を提示する場合には、当該買収対価と(a)の価値に係る利益のうち少数株主の持株数に応じた部分（が有する金銭的価値）との差額を享受するにすぎないであろう。したがって、その場合には、支配株主が(a)の価値に係る利益全てを享受するわけではない。前掲（注130）においても引用した藤田・前掲（注127）272頁～273頁において示されているのも、そのような場合である、といえよう。他方で、本文において述べたような状況（支配株主が(a)および(b)の価値に係る利益全てを享受するという状況）は、「企業価値が増加し、かつ極端な利益移転が起きていた」（藤田・前掲（注121）95頁（注43）参照）という状況であるといえよう。後掲（注146）および（注147）も参照。
- 143) ②(b)の価値に係る利益が当該費用を上回ると予測しうるものについても当然実施する、といえよう。
- 144) 他方で本文において前述したのとは異なり、買収に際しては費用がかからないことを前提にすれば、どうなるであろうか。確かに支配株主が従属会社の買収によって享受することとなる価値は、(a)の価値に係る利益を保護する場合には、保護しない場合と比較して減少するであろう。しかし、支配株主が(b)の価値に係る利益全てを享受できるのであれば、当事会社の企業価値の増加がもたらされうる買収が実施される可能性は低下しない（その実施数は減少しない）かもしれない。
- なお、本文において述べたことに鑑みて、拙稿・前掲（注33）68頁（注289）における「企業価値を増加させる企業再編が行われることとなる可能性が高くなるであろう」という箇所を修正すれば、「企業価値を増加させる企業再編だけが行われることとなる可能性が高くなるであろう」ということになる。
- 145) 確かに、(a)の価値に係る利益（(a)の価値のうち少数株主の持株数に応じた部分）を保護（確保）しない場合にも、支配株主は、実施すれば当事会社の企業価値が増加（向上）するような買収のうち、④(a)の価値に係る利益および(b)の価値に係る利益の合計が当該費用を上回らないと予測しうるものについてだけは実施しない。前

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（2）

掲（注143）に対応する本文参照。つまりは、(a)の価値に係る利益を保護（確保）した場合と同様、実際に実施されるのは、当事会社の企業価値の増加がもたらされる買収の一部にすぎないのである。そして、この事態は、買収を実施するに際しては一定の費用がかかることに起因しているものである。したがって、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を可能な限り果たそうとするのであれば、（それが現実的ではないことをさておくとすれば）当該費用を一般株主に負担させるべきである、という考え方もありうるかもしれない。

しかし、（当然のことながら）そのような考え方が M&A 指針において明示されているわけでもない。また、そもそもこの事態は、M&A 指針のように「一般株主が享受すべき正当な利益」として(a)の価値に係る利益を保護（確保）することに起因するものでもない。そこで、本稿は、当該費用を一般株主に負担させるなどしてまで、M&A 指針の実質的な意義を果たす、ということについては検討しない。

- 146) 「企業価値が増加し、かつ極端な利益移転が起きていた」という状況、「企業価値を増加させないまま、株主から」支配株主「への利益移転が起きてい」る（藤田・前掲（注121）95頁（注43）参照）という状況のいずれにおいても起こりうる事態である。後掲（注147）と比較されたい。前掲（注142）も参照。
- 147) 「企業価値が増加し、かつ極端な利益移転が起きていた」という状況ではなく、「企業価値を増加させないまま、株主から」支配株主「への利益移転が起きてい」る（藤田・前掲（注121）95頁（注43）参照）という状況において起こりうる事態である。前掲（注146）と比較されたい。前掲（注142）も参照。
- 148) 前掲（注140）参照。
- 149) ただし、支配株主が(b)の価値全てを享受しえない（少数株主がその一部を享受しうる）という状況においては、さらにその意味が限定されることになる。詳細については、第三節参照。
- 150) MBO については、第三項において後述する。
- 151) 前掲（注145）参照。
- 152) 関連して、玉井（一橋法学）・前掲（注123）487頁（注14）は、「少数株主の保護と価値創造的な締出取引の促進はトレードオフの関係にあるといえ」と指摘し、さらには、同・511頁（注68）は、少数株主が（集合的に）保護されなければ、「会社に投資するかどうかを判断する際に、その分のリスクを割り引くかもしれない。そうであるなら、会社の資本コストは上がることになる」と述べる。資本コストが上がると「株価が」下落する（前掲（注110）において引用した田中・前掲（注84）1470頁などを参照）とすれば、「少数株主の保護」は、本文においてこれまで述べてきた「手控え」または「低株価」という状況に至らないようにすることといえ換えることも可能であろう。また、「価値創造的な締出の促進」は、企業価値の増加（向上）をもたらす、支配株主による従属会社の買収の促進といえ換えられるであろう。そうだとすれば、この指摘についても補足が必要となるように思われる。すなわち、確かに、手控えまたは低株価という状況に至らないように、という観

点から、(a)の価値に係る利益を保護（確保）すれば、その反面、当事会社の企業価値が増加（向上）するような買収のうち、①(b)の価値に係る利益が買収に際してかかる一定の費用を上回らないが、③(a)の価値に係る利益および(b)の価値に係る利益の合計であれば当該費用を上回ると予測しうるもの（(a)の価値に係る利益を保護しなければ、実施されるはずであるもの）が実施されなくなる、ということ（（一）参照）に着目する限りにおいて、「少数株主の保護と価値創造的な締出取引の促進はトレードオフの関係にあるといえ」るかもしれない。しかし、手控えまたは低株価という状況に至らないように、という観点から、(a)の価値に係る利益を保護（確保）すれば、それと同時に、当事会社の企業価値の増加がもたらされうる買収だけが実施される可能性は高まる、ということ（一参照）に着目する限りにおいては、「少数株主の保護と価値創造的な締出取引の促進はトレードオフの関係にある」とはいえないのではないだろうか。

- 153) MBOについてもあてはまるといえるかもしれないことについては、前掲（注105）参照。もしそうだとすれば、「株式市場」における（支配株主が存在する）従属会社のいずれ「への投資」も「手控え」られ、そして、従属会社株式の「低株価」という状況に至らないように、という観点は、「株式市場への投資」も「手控え」られ、そして、対象会社となりうる会社の株式の「低株価」という状況に至らないように、という観点といい換えられることになる。なぜならば、MBOについて、支配株主でもある「現在の経営者が」「一般株主から対象会社の株式を取得する」（1.5 a）場合などだけではなく、支配株主ではない「現在の経営者が」「一般株主から対象会社の株式を取得する」場合を念頭に置けば、株式市場においてその株式を取引することが容易である、（従属会社を含む）全ての（上場）会社がMBOの対象会社となりうる可能性があるからである（関連して、そもそもM&A指針は、MBOについて定義するに際して、二つの場合を特に区別していない）。ただし、MBO特有の事情を踏まえた検討を第三節においては行う予定である。