

令和 2 年 6 月 19 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2017～2019

課題番号：17K03488

研究課題名(和文) M&amp;A契約の研究

研究課題名(英文) A study on M&amp;A ontracts

研究代表者

玉井 利幸 (TAMAI, Toshiyuki)

一橋大学・大学院法学研究科・教授

研究者番号：90377052

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,800,000円

研究成果の概要(和文)：研究成果の一つは、M&A契約の解釈の在り方に関するものである。M&A契約の内容は、リスクやコストの緻密な計算に基づき定められているので、当事者の行った計算バランスを崩さないよう、裁判所がM&A契約を解釈する際は、契約の文言に現れていない事情は考慮すべきではない。もう一つは、「公正なM&Aの在り方に関する指針」に関するものである。指針の提案内容は、独立取締役(特別委員会)の努力によって対価の公正性の確保を図ろうとするものである。指針の提案する措置は、インセンティブ構造の違いから、MBOにおいては適切に機能しうるが、締出取引においては限定的な効果しか有しないと考えられる。

研究成果の学術的意義や社会的意義

M&A契約の内容は、経営資源の配分の効率性やM&A取引で生じる余剰の配分の公正性に影響を与えるため、重要な意義を有するものであるが、日本ではこれまで十分な研究がなされていなかった。本研究は、M&A契約について基礎的な概念整理を行い、M&A契約の解釈の在り方を示した点と、M&A契約に重要な影響を与える「公正なM&Aの在り方に関する指針」が提案する措置の理論的な問題点を明らかにした点に学術的な意義がある。

研究成果の概要(英文)： One of the research results is the method of interpreting the M&A contract. Since the content of M&A contracts is determined based on contracting parties' precise estimation of risks and costs concerning M&A transactions, the court should interpret M&A contracts as they are without considering any extra-contract situations so as not to disturb the cost-benefit calculation performed by the parties. The other is related to the "Fair M&A Guidelines: Enhancing Corporate Value and Securing Shareholders' Interests" ("Guidelines"), which was formulated by the Ministry of Economy, Trade and Industry (METI). Guidelines seek to ensure the fairness of consideration offered to targets' general shareholders in M&A transactions through the efforts of independent directors (special committees). Due to the difference in incentive structure, the measures proposed by Guidelines would function properly in MBOs, but could have only a limited effect in freezeout transactions.

研究分野：民事法学

キーワード：M&amp;A MBO 支配株主 締出し キャッシュアウト

## 1. 研究開始当初の背景

日本においては、M&A 契約に関する学術的な関心は高いとはいえなかった。確かに、日本においても、2004 年に住友信託銀行と三菱東京フィナンシャル・グループとの間で繰り広げられた UFJ グループの争奪戦で用いられた取引保護条項を契機に、M&A 契約が学術的な関心を集めたこともあった。しかし、その後の M&A (Mergers and Acquisitions) の領域における学術的な関心は、2005 年に成立した会社法や、ライブドア事件を契機に敵対的買収とその防衛策に移り、2000 年代後半からは MBO など構造的に利益相反状況が生じる M&A 取引へと移行した。

本研究が開始された 2017 年当時の M&A を巡る主な学術的な関心は、「公正な価格」の算定方法と M&A 取引における対象会社の取締役の義務の内容にあったといえる。楽天対 TBS 事件 (最決平成 28 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁) からテクモ事件 (最決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁)、ジュピターテレコム事件 (最決平成 28 年 7 月 1 日民集 70 巻 6 号 1445 頁) に至る一連の最高裁決定により、株式価格決定の申立てにおける「公正な価格」についての判例法理が形成された。判例法理を前提に、「公正な価格」はどのような価格であるべきか、「公正な価格」の算定はどのようにされるべきかが活発に議論されていた。

レックス・ホールディングス事件 (東京高決平成 25 年 4 月 17 日判時 2190 号 96 頁) において、MBO の対象会社の取締役は、MBO の実施の際に公正価値移転義務を負うとされた。この判決は、取締役は会社に対して義務を負うが株主に対しては義務を負わないという伝統的な考え方に再考を迫るものであった。平成 26 年会社法改正で株式等売渡請求が新設されたことにより、M&A 取引の対象会社の取締役は、支配株主と少数株主の利害対立が生じる場面で、少数株主の利益を守る義務を負うことが明確にされたことも、取締役の義務内容に関する伝統的な考えの見直しの契機となった。このような状況の下で、M&A 取引における対象会社の取締役の義務の内容はどのようなものであるべきかについての議論が活発になされていた。しかし、M&A 契約に関する議論は十分になされているとはいえない状況であった。

## 2. 研究の目的

M&A は、交渉開始から完了まで長い時間のかかる複雑な取引である。完了までの間に様々なリスクが生じうるだけでなく、M&A 取引の対象会社と買収者側との間の情報の非対称性も大きい。そのため、M&A 取引では、合併契約などの本体的な契約だけでなく、交渉開始から完了までの様々なタイミングで、情報の非対称性を緩和したり、リスクを分配・コントロールしたり、長期にわたる取引のプロセスを管理したりするために、M&A 取引に關与する当事者の中で、様々な契約や契約条項 (以下、「M&A 契約」という) が設けられるのが通常である。

このような M&A 契約の内容は、対象会社の経営資源の配分や M&A 取引の余剰の分配に影響を与える。例えば、表明保証条項や価格調整条項、MAC (Material Adversary Change) 条項などのような、当事者間の情報の非対称性の緩和やリスクの分配を目的とする契約条項は、交渉力や対価の額に影響を与えるため、余剰の分配の在り方を左右する。No-shop 条項や go-shop 条項、fiduciary out 条項などのような、取引進行過程における対象会社の取締役の行為や裁量をコントロールする条項は、対象会社が誰に買収されるかに影響を与えるため、経営資源の配分の在り方や会社支配権市場の機能に影響を与える。

このように、M&A 契約の内容は、経営資源の配分の効率性や余剰の分配の公正性に影響を与える重要なものであるが、日本ではこれまで M&A 契約について十分な研究がなされているとは言い難い状況にあった。本研究は、様々な M&A 契約の機能・役割、費用・便益、会社・株主の利益や取締役のインセンティブに与える影響、会社支配権市場に与える影響などを分析することで、日本における M&A 契約の研究の基礎となりうる概念整理を行うことを目的としていた。

## 3. 研究の方法

日本と米国の判例や学術論文を中心とする文献調査の手法を用いた。法学的な方法論としては、米国の州会社法、特にデラウェア州会社法を対象とする比較法的手法を用いた。

## 4. 研究成果

研究成果は、大きく二つに分類できる。一つは、M&A 契約の解釈に関するものである。もう一つは、「公正な M&A の在り方に関する指針」に関するものである。

### (1) M&A 契約の解釈

M&A 取引は、交渉の開始から完了まで、長期間にわたる複雑な取引である。その間に生じる様々なリスクのコントロールが不可欠であるので、M&A 取引の当事者の中で、リスク分配に

関わる様々な取決めが行われる。M&A 契約後に、リスクが顕在化し、その対処方法を巡り当事者で争いになった場合に、当事者の再交渉で決着が付かず、その解決が裁判所に持ち込まれることもある。その場合に、裁判所は M&A 契約をどのように解釈すべきか、特に、M&A 契約に明示的に記されていない、当事者の主観的な事情をどのように取り扱うべきかが問題とされてきた。本研究では、表明保証条項を素材に、当事者の主観的な事情を M&A 契約の解釈においてどのように取り扱うべきかを検討した。特に、M&A 契約締結当時、表明保証に違反する事由があることを知っていた買収者が、M&A 取引完了後に表明保証違反を理由に補償責任の追及ができるかという問題（いわゆるサンドバッグの可否）について検討を行った。

日本の裁判所は、M&A 契約の文言に現れていない当事者の合理的意思を探究することで、契約条項を補充することが多い。上記のサンドバッグの可否という問題についても、買収者の主観的な事情を問題とし、表明保証違反について買収者が悪意・重過失の場合は補償請求をすることはできないとする裁判例が多い。学説でも、表明保証違反について悪意・重過失の買収者が表明保証違反による補償責任の追及を行うことに否定的な見解も有力である。しかし、M&A 取引は、通常は、両当事者は法務や財務に関するアドバイザーの支援を得て、高度な専門的能力を前提とした交渉により行われるものである。M&A 契約の文言はそのような専門的交渉の産物であり、合理的な予測と計算に基づくものであって、その内容は買収対価に反映されていると考えられるので、M&A 契約の文言に現れていない事情はないものとして扱うべきである。そのため、上記の問題についても、買収者の主観的な事情は補償請求の可否に影響を与えないと考えるべきである。

裁判所による M&A 契約の解釈の在り方は、当事者の事前のインセンティブに影響を与え、M&A 取引の交渉・締結のコスト、M&A 取引から生じうる余剰の分配の在り方を左右する。上述のように、M&A 契約の内容は、専門家の支援を受けた当事者の合理的な計算と交渉に基づいて定められており、その内容は対価に反映されているため、契約文言に現れていない事情から生じうる不利益はそれについて定めを設けなかった当事者が負担していると考えられるべきであるから、当事者の取り決めた内容を尊重することが裁判所に求められていると考えられるべきである。M&A 取引のリスク分配における裁判所の果たすべき役割を限定的に捉えることにより、M&A 契約の文言以上の保護は期待できないことを明確にし、当事者の事前の交渉と契約条項の精緻化を促すべきである。

## (2) 「公正な M&A の在り方に関する指針」の検討

2018 年秋に、経済産業省に「公正な M&A の在り方に関する研究会」が設けられ、そこでの議論をもとに、2019 年 6 月に、経済産業省より「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、「M&A の指針」という）が公表された。M&A の指針の作成・公表は、本研究の開始時点で全く予想されていなかったことであるが、M&A の指針は、M&A 契約を含む、今後の日本の M&A の実務や M&A 法制の在り方に大きな影響を与えるものである。M&A 契約の研究には M&A の指針の検討が不可欠である。そのため、M&A の指針が M&A 契約にどのような影響を与えるかを検討するための前提として、M&A の指針の提案内容の検討を行った。

日本の M&A に関する実体法は、欧米と比べると、買収対価の公正性を確保するための仕組みが弱い。特に、MBO や支配株主による少数株主の締め出し（以下、「締め出し」という）など、構造的な利益相反状況を生じさせる M&A 取引について、その傾向は顕著である。M&A の指針は、このような構造的利益相反 M&A 取引において、様々な実務上の手続的な措置の利用を提案し、M&A 取引の当事者にその採用・活用を促し、日本の実体法の不足部分を実務上の工夫で補うことで、一般株主の保護のレベルの向上を図られるようにすることを意図して作成された。M&A の指針の意図が実現するには、M&A の指針の提案する措置が、日本の実体法の不足部分を適切に補い、対価の公正性を確保するのに十分な措置となっている必要がある。M&A の指針の提案する措置がそのようなものであるかを検討した。以下で述べるように、MBO についてはそのような措置であるといえるが、締め出しについてはそうではないと思われる。

M&A の指針の提案内容の特徴は、特別委員会の努力により M&A 取引の公正性を図ろうとする点にある。独立取締役で構成される特別委員会を対象会社に設け、特別委員会に様々な権限を付与し、M&A 取引における対象会社側の交渉や意思決定の過程を独立取締役に主導させることによって、構造的利益相反 M&A 取引における対価の公正性を確保しようとしている点に特徴がある。このような、特別委員会依存モデルというべき M&A の指針の提案は、MBO においては適切に機能する。買収側に参加する取締役も対象会社の取締役であり、取締役としての義務と責任を負うため、適切な措置を採用し実効的に用いるインセンティブがあるからである。さらに、M&A の指針は、MBO との関係で、特筆に値する提案をしている。買収候補者を会社支配権市場で探索する、いわゆるマーケット・チェックの実施を提案しており、この提案はこれまでの議論に再考を迫り、MBO に対する規制のパラダイムシフトを生じさせようとする画期的な提案であるからである。MBO の問題の本質は、買収者を誰にするかという取引相手の選択における利益相反にある。マーケット・チェックは、取締役による恣意的な取引相手の選択を困難にするものであり、MBO の本質的な問題の解決を図りうるものである。MBO に関する従来の議論は、MBO の実施を所与の前提としており、取引相手の選択における利益相反を事実上無視して構築されてきたが、M&A の指針の提案はそのような本質を外した思考枠組みからの脱却を促す契機となる

ものである。

それに対し、M&A の指針の提案する措置は、締出取引における対価の公正性の確保には、限定的な効果しか有しないと思われる。構造的に無理のある提案内容であるからである。締出取引の場合は、対象会社の取締役が議決権を背景に支配株主に支配されていることが問題の本質である。M&A の指針の提案は、対象会社の独立取締役（特別委員会）の努力によって対価の公正性を確保しようとするものであり、被支配者に支配者の利益相反の監督を求めているため、構造的に無理がある提案内容となっている。M&A の指針の提案は、実務上の工夫による問題解決の限界を示すものであり、独立取締役に支配株主の利益相反をコントロールする役割を期待するのであれば、法による支援が必要であると思われる。支配株主に少数株主に対する信託義務（忠実義務）を課すことで、支配株主に直接的な法的コントロールを及ぼしたり、支配株主に選任・解任されるのではない独立取締役（少数株主が選任・解任する独立取締役）を設けるなど、独立取締役を支援する制度の導入を図るべきである。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計5件（うち査読付論文 0件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 4件）

1. 著者名 玉井利幸	4. 巻 19巻2号
2. 論文標題 「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)	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 一橋法学	6. 最初と最後の頁 未定
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 -
1. 著者名 玉井利幸	4. 巻 18巻2号
2. 論文標題 M&A取引と差止め(3)	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 一橋法学	6. 最初と最後の頁 583-618
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 -
1. 著者名 玉井利幸	4. 巻 40巻3・4号
2. 論文標題 株式等売渡請求、キャッシュ・アウト、取締役の義務(3・完)	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 南山法学	6. 最初と最後の頁 353-424
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 -
1. 著者名 玉井利幸	4. 巻 16巻3号
2. 論文標題 M&A取引と差止め(2)	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 一橋法学	6. 最初と最後の頁 575-619
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 玉井利幸	4. 巻 1543
2. 論文標題 多数株主による二段階買収と会社法172条1項の株式取得価格	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 金融・商事判例	6. 最初と最後の頁 2-7
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----