

大証金融商品取引法研究会

友好的買収における対象会社株主の保護

－Go-Shop 条項の意義と機能を中心に－

平成 21 年 11 月 27 日（金）15:00～17:00 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

石田 眞得 関西学院大学法学部教授

伊藤 靖史 同志社大学法学部教授

加藤 貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

川口 恭弘 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授

岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授

黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授

志谷 匡史 神戸大学大学院法学研究科教授

洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授

龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士

船津 浩司 同志社大学法学部助教

前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授

松尾 健一 同志社大学法学部准教授

森田 章 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授

行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○森田 それでは、大証金融商品取引法研究会を始めます。

本日は、船津先生から「友好的買収における対象会社株主の保護 ―Go-Shop 条項の意義と機能を中心に―」というテーマでご報告をいただきます。よろしくお願いします。

~~~~~

【報   告】

## 友好的買収における対象会社株主の保護 ―Go-Shop 条項の意義と機能を中心に―

同志社大学法学部助教

船 津 浩 司

### はじめに

近年、我が国においても企業買収が盛んとなりつつあります。とりわけ、ニッポン放送事件やブルドックソース事件などを契機として、敵対的買収とその防衛策についての議論が実務界・学界を大いに賑わしており、その議論は収まりそうもありません。もともと、企業買収は、買収対象会社（以下、単に「対象会社」という）の経営陣の意向に反して買収者が買収を仕掛ける敵対的なものばかりではなく、当然のことながら、友好的な買収（ここでは差し当たり対象会社の経営陣が同意をしている買収と定義しておきます）も存在します。

これまで、友好的買収の場合には、対象会社経営陣の同意があることから、少なくとも買収者対対象会社（の経営陣）の争いという入り口の段階での紛争が生じないため、敵対的買収のように社会的な耳目を集めることは少なかったように思われます。しかしながら、対象会社（より直接的には、対象会社株主が保有する対象会社株式）を安く買いたいと思う買収者と、株主の利益を保護することが義務の一つに挙げられるであろう対象会社取締役（会）とが一致して行動をするという友好的買収の構造から、ややもすると対象会社の株主の利益を害しかねない危険性をはらむものであると言えると思います。

また、近時、いわゆるマネジメントバイアウト（以下、「MBO」という）等により、上場会社の経営陣（取締役）の協力あるいは積極的な主導の下に、いわゆる「ファンド」

（プライベートエクイティ）を資金提供者として上場会社を非公開化するといった事例が散見されるようになりました。この場合も、まさに本報告の定義に従う限りは「友好的買収」ということになるかと思いますが、そこでは、株式買取価格をめぐる紛争も生じています。こういった紛争は、友好的買収における取締役の行為義務が確立しておれば、一定程度防ぎ得るものであるとも言われています。

そこで、本報告では、主として友好的企業買収を念頭において、買収対象会社の取締役の行為義務（行為規範）について論じていきたいと思ひます。

その際の資料ですが、わが国においては、企業買収における具体的な事例の解決の際にもっぱら参照されてきたのは、アメリカ法であったと言えらると思ひます。経済のボーダーレス化（グローバル化）によって、昨今の金融危機の影響により幾分かは低下したとはいえ、なお金融分野における大きなプレゼンスを有するアメリカ的な考え方を知ることには有益であると考えられることから、本報告も、主としてアメリカ法、とりわけデラウェア州法における議論を検討の端緒とします。

とりわけ、アメリカでは近年、友好的買収の合意時に Go-Shop 条項と呼ばれる条項を挿入する実務が有力となっていることから、その意義と機能を中心に紹介するとともに、それに関する一連の議論を参考にして、わが国における友好的買収時の対象会社取締役の義務に関する制度設計についての試論を展開することが本報告の直接的な目的ということになります。

もっとも、前述の通り、本報告は、MBOをはじめとした上場会社の非公開化取引における対象会社取締役の行為の規律に課題の一端を見出すものではありませんが、とりわけMBOについては、対象会社の取締役が株式買付けの相手方当事者として登場する点において、通常の友好的買収、つまり経営陣が買収者として登場しない場合とは異なる考慮が必要になると考えられます。したがって、本報告では、もっぱら経営陣が買収者として登場しないという通常の友好的買収を念頭において論ずることとしたいと思ひます。

また、友好的買収の意味を差し当たり「対象会社の経営陣が同意をしている買収」と定義していましたが、そのような意味での友好的買収という場合にも、さまざまな形態があるかと思ひます。本報告では、対象会社の取締役会がより直接的に対象会社株主の利害を左右し得るという意味で、取締役あるいは取締役会の何らかの協力的行為がなければ当該手法による買収が不可能または著しく困難であるような手法に限定して議論をしたいと思ひます。ここに含まれる買収手法としては、合併、株式交換のほか、全部取得条項付株式の

取得による締出しなどが考えられるかと思います。

さらに、その場合の対象会社株式と引き換えられる対価は現金であることを想定します。ここについては議論があるかと思いますが、差し当たりは現金ということで検討させていただきたいと思います。

最後に、本報告では、議論を簡単にするために、特段の不都合がない限り、友好的買収＝合併（したがって、現金対価合併）として論ずることとします。

## I. Go-Shop 条項出現の背景

近時、アメリカの企業買収実務において Go-Shop 条項が出現した背景には、対象会社と買収者が買収に関する大枠の合意に至った際には、当該合意内容の中に、買収の条件とともに取引保護装置と呼ばれる仕組みを組み込むことが実務的に行われてきています。しかしながら、その取引保護装置というものは、対象会社取締役の信認義務との関係で効力に一定の限界があると考えられています。そこから Go-Shop 条項が出現したということになります。

ここでは、Go-Shop 条項が出現するに至った制度的背景を理解するために、取引保護装置の内容・機能とその効力の限界に関する議論を整理しておきたいと思います。

### 1. 取引保護装置・取引保護条項

#### (1) 意義と機能

取引保護装置（deal protection device）とは、「買収の完成を保護することを意図した何らかの手段または手段の組み合わせ」であると定義されています。企業買収においては、株主の承認や競争法当局の承認、証券の登録などが必要となるため、必然的に、当初に買収提案をした買収者（以下、「第一ビッドダー」という）との合意から当該買収取引が完了するまでに相当な時間がかかります。そこで、当初の買収合意から買収完了までの間において第一ビッドダー以外の第三者が対象会社を篡奪しないよう保護するために用いられるのが取引保護装置であると言われています。また、取引保護条項（deal protection provision）とは、M&Aの当事者同士が締結した合意の中に含まれる取引保護装置の具体化条項であると言えます。

取引保護装置は、買収の確実性が増加するという点で、とりわけ第一ビッドダーの側にメリットをもたらすものと言われていますが、対象会社にも、そのような確実性を提供する

ことで第一ビッドからより高い価格を引き出すことができる可能性もあるということが指摘されており、当事者双方に一定の経済合理性を見出し得るものであると考えられます。

## （２）各論

具体的に取引保護装置の内容について見ていきたいと思いますが、以下、Go-Shop 条項に関連する取引保護条項あるいは取引保護装置についてのみ見ておくことにしたいと思います。

### ① 排他的措置

対象会社取締役役に、潜在的対抗買収者による買収提案を検討し、あるいは対抗買収者と交渉することを禁ずる措置として、No Shop 条項や No Talk 条項があります。

No Shop（または No Solicitation ともいう）条項は、積極的に対抗買収者を探すことを禁止する条項ですが、不招請（unsolicited）の提案に対応（respond）することは許容される、しかしながら、潜在的対抗買収者との議論を開始し、あるいは積極的に交渉をする、あるいは積極的に交渉するための合意を締結することは許されない、という内容です。

これに対して No Talk 条項は、No Shop 条項よりもさらに厳しい制約を課すものであり、潜在的対抗買収者と独占かつ非公開の情報を共有し、あるいは議論をすること自体が禁止されます。情報不足により対抗買収の出現を阻止することを目的とするものであると言われています。

もっとも、No Shop 条項にしる No Talk 条項にしる、対抗買収者が出現し、その者と交渉、情報共有をしたいのであれば、第一ビッドとの当初の合意そのものを破棄することになります。この場合は、後述します解約料の問題となると思います。

その解約料と並んで、No Shop 条項に附帯してつけられることが多いのが追加提案権（matching right）です。対抗提案があった場合には、対象会社取締役会がその情報を第一ビッドに対して提供することによって、第一ビッドに対抗提案と同等またはそれ以上の提案ができる機会を与えるものです。

### ② 補償的（取引的）措置

買収が不成功となった場合に第一ビッドに支払われる金銭として、ここでは、Termination Fee や Break-up Fee と呼ばれる解約料が特に重要であると考えられます。これは、特定の事象（Trigger Event）が生じた場合に、当初合意の当事者間で金銭的な支払いがなされることとなります。対抗買収者の観点からは、これらの金銭の支払いの分だけ対象会社の魅力を減ずることとなります。

トリガーイベントとしては、通常、①対象会社取締役会による第一ビッド案の推奨の取りやめ、修正または変更、②対象会社取締役会による対抗案の推奨、③対象会社取締役会による優越的対抗案のための **Fiduciary Out** の行使、④第一ビッド案の株主による不承認、などがあると言われています。

解約金に対しては、学説の批判もありますが、デラウェア州裁判所では、対象会社の株主資本 (**Equity Value**) の 1 ～ 6 % 程度なら許容されると解されているようです。

## 2. 取引保護装置の限界～判例と実務の動向

1 で述べました取引保護装置を単独で用いる場合、例えば **No Shop** 条項が導入されておれば、対象会社（の取締役）は、合意後他の潜在的買収者と交渉をすることなく、粛々と第一ビッド案による買収手続を進めていかなければならないことになります。しかしながら、取引保護装置にも一定の限界があることが認められています。ここでは、取引保護装置の限界を示したレブロン判決とその後の実務の動向について見ておきたいと思います。

### （1）レブロン (**Revlon**) 判決

レブロン判決は、「すべての者にとって会社の解体が不可避 (**inevitable**) であることが明らかになった場合」には、会社の取締役会の義務は会社という組織体としての対象会社を維持することから「株主の利益のために売却時の会社の価値を最大化することへと変化」し、取締役は「会社を守る要塞の番人から、会社の売却に際して株主のために最善の価格を得ることを義務付けられた競売人に変化する」という有名な判示をしました。

その上で、そのような一般論を前提として、当該事案における資産ロックアップ、**No Shop** 条項 (**No Talk** 条項) 及び解約料を無効としました。

まずロックアップに関しては、それ自体としてはデラウェア州法上違法ではないが、それが新たな買付け提案を呼び込むのではなく、活発に進行中のオークションを終結させ、競争状態から一方の者を排除してしまうようなものである場合には義務違反となるとしました。また、**No Shop** 条項も、それ自体としては違法というわけではないが、取締役の義務が最も高額の見付け価格を提案した者に会社を売却するという内容に変化したときには、**Unocal** 基準の下で認容できないとし、解約料も同様であるというふうに判断しました。

### （2）信託義務に基づく例外 (**Fiduciary Out**) 条項とオムニケア判決

以上のレブロン判決の影響もあって、実務的には、**No-Shop** 条項などの排他的措置を

導入する際には、同時に、信認義務に基づく例外条項（Fiduciary Out 条項：以下「F O 条項」といいます）を附帯することが実務的な流れとなりました。F O 条項とは、買収合意によって禁じられている行動をしなければ取締役の信認義務（Fiduciary Duty）違反の結果を招来する場合に、対象会社に合意により禁止される行動をすることを許容するという契約上の条項のことであると定義されています。

F O 条項は、当該除外行為に該当する限りにおいて契約違反を構成しないため、取引保護条項に関する対象会社の契約上のセーフハーバーとして機能することになる一方で、F O 条項がなければそもそも取引保護条項の効力が否定されるという懸念がオムニケア判決によって生じたため、買収者の側としても取引保護条項の有効性を確保するために一定の F O 条項を認めなければならないという認識がなされているようです。

なお、オムニケア判決と呼ばれるものは、3 対 2 に分かれた非常に微妙な判決だったわけですが、一般論としまして、第一ビッドャーとの合意を公表した後も、将来の状況の進展に応じてより有利な提案があった場合にこれを受諾するような F O 条項を要求することが取締役の義務として認められることを示しており、非常に興味深いものです。

## Ⅱ. Go-Shop 条項の意義と機能

### 1. Go-Shop 条項の内容と特徴

#### （1）Go-Shop 条項を含む取引の概要

既に述べましたとおり、いわゆるレブロン義務の下では、買収対象会社の取締役会は、会社の売却の局面では、最も高い売却可能額を得なければならないことになります。そのために、Go-Shop 条項出現以前の友好的買収の実務としては、次のようなプロセスにより行われていたと言われています。

まず、取締役会は、投資銀行等を通じて対象会社の売却先を探します。この対抗買収の存在・内容等の調査を行うことを一般的に「マーケットチェック（market check）」と呼ぶようです。このマーケットチェックの後、その中で見つかった真摯な入札者に買収監査（Due Diligence）を行わせ、その後、公式・非公式な入札を行い、その勝者と対価を含めた条件につき合意をします。この合意には、他の買収者を渉猟することを禁じる No Shop 条項がつけられるとともに、通常、取引価格の 2～4 % ほどの解約料が設けられています。

これに対して対象会社取締役会は、信認義務を根拠として F O 条項を入れることを主張

します。そして、仮に合意後により高額の入札者が現れた場合には、対象会社は第一ビッドに約定の解約料を支払って当初の合意を解約し、対抗買収者に乗り換えるということが想定される、あるいは現に行われているというふうに言われています。

Go-Shop 条項というのは、2005年から2007年にかけてのプライベートエクイティによる企業買収ブームに際して生じた新たな「ディールメーカーテクノロジー (deal making technology)」であると言われていますが、Go-shop 条項の導入は、さきに述べました従来の買収プロセスを大きく変更することになります。

典型的な例としましては、まず、事前のマーケットチェックは行わず、対象会社は、あらかじめ目星を付けておいた第一ビッドに機密保持・中立 (Standstill) の合意と引き換えに排他的交渉期間を与えます。この期間内に両当事者が合意すれば、当該買収合意は公表されます。この買収合意には、合意後一定期間対象会社に対抗買収者を勧誘する権利を与える Go-shop 条項が含まれます。この勧誘可能期間 (Go-Shop 期間) はおよそ30～60日間程度で、同時に、買収合意には2段階 (bifurcate, two-tier) 解約料の定めが含まれているのが通常であると言われています。

この2段階解約料といいますのは、他の買収者への乗り換えが Go-shop 期間中に生じた場合1～2%と比較的低い額であるのに対して、Go-shop 期間経過後買収が完了するまでの間に生じた乗り換えに関しては、ちょっと高目の2～4%を支払うという形で定められているということです。また、Go-Shop 条項には、第一ビッドの追加提案権が付随している場合もあります。

したがって、Go-Shop 期間、2段階解約料のそれぞれの額及び第一買収者の追加提案権の有無が、第一ビッドとの交渉時における重要な交渉ポイントになると言われています。

なお、Go-Shop 期間経過後も、対象会社が完全に第一ビッドの提案に拘束されるわけではなく、No Shop 条項とFO条項があるという状況となるのが一般的なようです。

## (2) Go-Shop 取引の特徴

前述のとおり、2段階解約料をどのように設定するか、あるいは Go-Shop 期間をどの程度とるか、第一ビッドの追加提案権をつけるか、つけないかといったあたりを含めて、さまざまなバリエーションがあるかとは思いますが、従来のプロセスと比較した場合の特徴は、Go-Shop 条項付きの取引の場合には、第一ビッドとの合意後にもなお——あるいは第一ビッドの合意後にこそ、かもしれませんが——対象会社がマーケットチェック

を行い得ることを両当事者間で正式に認めている点にあると思われます。

そこで、Go-Shop 取引と従来型プロセスとの違いを明確化するために、以下では、Go-Shop 条項が入った買収における最も極端な例として「第一ビッドダー 1 社としか事前には交渉せず、当該統合合意公表後にマーケットチェックを行う場合」、これを「Go-Shop 型」と呼びます。一方で、伝統的プロセスの最も極端な場合である「事前に多数の潜在的買収者によるオークションを行い、この勝者と F O 条項の附帯しない No Shop 合意を結んだ場合」、これを「No Shop 型」と呼ぶことにしまして、Go-Shop 型と No Shop 型とを比較するとどういった違いがあるかという点を見ていきたいと思います。

大きく 3 つ違いがあると言われています。

### ① 経済的差異

No Shop 型の場合、取引の経済性の点ですべての潜在的買収者が同じ土俵（level playing field）に立つと考えられるのに対して、Go-Shop 型の場合は、第一ビッドダーとなった者は他の潜在的買収者よりも解約料の分だけ有利となります。すなわち、第一ビッドダー以外の潜在的買収者は、対象会社が第一ビッドダーに支払う解約料（約定している解約料）の部分を経済的に負担する必要があることから、それに応じて入札額を減少させると考えられます。また、追加提案権が付与されている点も、第一ビッドダーに有利に働くことになると思われます。

これらの差異により、Go-Shop 型の場合に対象会社の買収を試みようとする者（対抗買収をかけようとする者）は、No Shop 型においてオークションに参加する者よりも少なくなることが予想されると言われています。

### ② スケジュール

No Shop 型の場合、オークション参加者全員が同じ時間軸で入札等のプロセスを経るのに対して、Go-Shop 型の場合、対抗買収をかけようとする者は、Go-Shop 期間中に勝れた提案をする合理的な蓋然性を示すことが最低限要求されることになるかと思えます。これはスケジュールとして厳しいという指摘があります。

また、第一ビッドダーの場合、取引のクロージングまでの時間がより長くとれる。これに対して潜在的対抗者、事後に現れてきた対抗買収者は、Go-Shop 期間後に手続をスタートさせるわけですから、必要な届出等の準備期間の点で、go-shop 条項は必然的に第一ビッドダーに有利に働くことになるという指摘もあります。

### ③ 経営陣の立場

これが最も重要だと言われていますが、No Shop 型の場合、対象会社の取締役や経営陣はすべての入札者が同じ土俵に立つことを維持する法的義務を負うと言われるのに対して、Go-Shop 型の場合、第一ビッドを明示的に優遇できます。優遇の形態としては、解約料や追加提案権を第一ビッドに付与するほか、対抗買収者に提供した情報はすべて第一ビッドにも提供する義務を負う、といった形があると言われています。

このような優遇可能性は、とりわけMBOの場合や買収後も経営陣が経営に携わる場合において、対象会社取締役が第一ビッドとの交渉の切り札として使うということがあり得るかと思えます。

### **(3) Go-Shop 条項の現実的機能**

さて、Go-Shop 条項が本報告の主題である対象会社株主の保護に資するものであるかどうかはともかくとしまして、現実利用されているという報告がなされている以上、少なくとも当事者間には何らかのメリットがあることが想定されます。内容が若干重複しますが、なぜ対象会社取締役と第一ビッドとが No Shop 条項ではなく Go-Shop 条項を使うのかという理由として考えられるものを以下に挙げさせていただきます。

#### **① 対象会社側のメリット**

対象会社側のメリットとしましては、とにかく売却を望んでいる場合には、買い主を確保するという保険を掛けられるという点が挙げられています。後の対抗買収の発生可能性をちらつかせることで、対象会社は第一ビッドとの交渉を有利に進めることができるとも言われています。また、Go-Shop 条項によって信認義務を果たすことができると言われています。

実際に信認義務を果たせるかどうかということ自体が本報告のテーマの一つであるわけですが、それはともかくとしまして、株主アクティビズムの隆盛などによりましてM&A取引が株主の利益という視点からチェックされるようになったため、Go-Shop 条項で義務を果たしているという姿勢をわかりやすく示す必要が出てきたという点が、対象会社側として Go-Shop 条項を使う根拠というふうにも言われています。

#### **② 第一ビッド側のメリット**

第一ビッド側のメリットとしては、まず、No Shop 条項＋FO条項という形態よりも、合意前の段階の期間が短くて済むことから、取引の完結までが比較的短期間で行われるという点が利点として挙げられています。これがなぜ利点かといいますと、特に第一ビッドがプライベートエクイティの場合、報酬が利益率ではなく、利益の絶対額とリンク

している場合などには、マネージャーとしては取引量を増やして報酬を増大させるインセンティブがあり、そのためには早く取引が完結するほうが望ましいということが言われています。

また、既に述べましたとおり、Go-Shop 条項を用いれば、第一ビッドガーが対象会社を買収できなかった場合であっても、一定の解約料を受け取ることが通常ということになります。そのような形で入札のために要した費用、例えば買収監査の費用といったものを填補できると言われていています。これが逆に事前の公式・非公式のオークション、事前のマーケットチェックの場合、結果的に落札できなかった場合には、買収監査等の費用を填補してもらうことは通常できないだろうということとして、それと比較すると大きなメリットであると言われていています。

さらに、Go-Shop 条項であれば、完全公開型オークションを避けられるという点が第一ビッドガーのメリットであるとも言われています。もっとも、この理由には、妥当だと思われる理由と、第一ビッドガーのエゴであろうと思われるものとが混在しているように思われます。妥当であると思われるのは、オークションそのものが対象会社に好ましくない影響をもたらすという理由です。例えば、売りに出された会社というようなイメージダウンによって顧客が離れ、あるいは従業員が離れるといったことがあるため、オークションはしたくないということかと思えます。

一方で、それはどうなのかなと思うところとしては、Go-Shop 条項を用いれば、妥当だと思われる額よりも低い額をとりあえず入札しておけば有利な地位を確保できるのに対して、完全公開型オークションであれば、より高い額を入札しなければそのような地位を確保できないという第一ビッドガー側のデメリットがあると言われていています。この点は、Go-Shop 条項の有効性ということで、対象会社株主の保護機能の評価という本報告の主題と深くかかわる点であろうかと思えます。

## 2. Go-Shop 条項の対象会社株主保護機能の有効性に関する議論

Go-Shop 条項は、対象会社株主保護のため対象会社取締役の信認義務の視点から導入されるものであると解されているわけですが、果たして本当に対象会社株主保護の機能を果たし得るのか、単なる上辺だけの取り繕いに過ぎないのではないのかという、まさに Go-Shop 条項の存在意義にかかわる点について激しく議論が闘わされています。

Go-Shop 条項の対象会社株主保護機能は、Go-Shop 条項によって現実に対抗買収が生

じ、対抗買収者と第一ビッドerとが競い合うことによってより高い価値を株主に与えるという効果、すなわち対抗買収の誘発可能性と、そもそも Go-Shop 条項を入れることで第一ビッドerに生じる圧力によって株主の利益が高まるという効果の2つが考えられるかと思ひます。この2つの効果についても、それぞれ見解が対立しています。

## (1) 対抗買収の誘発可能性

### ① 理論的可能性

第一ビッドerとの合意後も、対抗買収者の参入によってなおオークションという道を残しているという点で、合意後もさらに買収価格が上昇する余地が残されており、対象会社株主の利益に資するという肯定的な意見があります。これに対して否定的な見解からは、第一ビッドerとの合意前に行うオークションと合意後に行うオークションとでは、後者のほうが各種の取引保護装置によって第一ビッドerが有利に取り扱われているため、第三者が合意後のオークションに新たに参入してくることはまれであるとの批判がなされることになります。

これに対する反論としましては、Go-Shop 条項があることによって、合意前のマーケットチェック＋F O条項の場合よりも積極的に勧誘がなされることから、対抗買収の誘発に効果的であるとの反論がなされています。

私と思ひますに、このような理論的な分析をするにしても、結局のところその効果は、実際に付与される Go-Shop 期間の長さ、2段階解約料の額及び追加提案権の有無に依存すると思ひれます。例えば、Go-Shop 条項が入っているか否かに関わりなく、第一ビッドerに支払わなければならない解約料が高ければ、そもそも対抗買収に参入しなくなるとも言われていますし、Go-Shop 期間が短過ぎても、やはり無駄足を踏むことを恐れた潜在的買収者は勧誘に応じないと思ひれます。そもそも Go-Shop は是か非かという議論の立て方には無理があるように思ひれます。

### ② 現実的可能性

以上のような理論上の可能性はともかく、Go-Shop 条項の利用者の属性から対抗買収の可能性が低いという批判もあります。すなわち、Go-Shop 条項はプライベートエクイティがL B OやM B Oにおいて用いることが主流であると考えられていますが、第一ビッドerがプライベートエクイティである場合には、他のプライベートエクイティも戦略的買収者も対抗的買収をかけづらいという考え方です。

まず、潜在的買収者がプライベートエクイティである場合、他の案件において攻守が入

れ替わったときに邪魔されないために、第一ビッドナーが競合他社（プライベートエクイティ）であるような買収には入札しないという可能性を指摘する見解があります。もっとも、これに対しては、生き馬の目を抜くM&Aの業界において、将来的な報復を恐れて現在の取引をやめることは考えにくいという反論もなされています。さらに、買収者間の現実の対立関係だけではなく、第一ビッドナーが協調融資を得ているがために、潜在的買収者が同様の協調融資につき利益相反を理由に断られてしまう可能性も指摘されています。

戦略的買収者の場合にも、第一ビッドナーがプライベートエクイティであり、買収後の経営は現経営陣に委ねることを計画している場合——MBOなどがこれにあたるわけですが——、それに代わる経営陣を組織し、あるいは現経営陣を維持するにしても、彼らに第一ビッドナーを上回るベネフィットを提案する必要があるかと思いますが、そのような準備をする時間が足りないということで入札に参加することをためらうといった理由が挙げられています。

### ③ Go-Shop 不要説

以上は Go-Shop が機能するかしないかという観点からの議論だったわけですが、別の視点で、そもそも Go-Shop 条項は不要であるという指摘もあります。これは、非公開化（Going-private）取引においては、メディアの監視を受け、潜在的買収者は、対象会社が売りに出されていることに気づくものであるから、わざわざ Go-Shop 期間を設けて勧誘させるまでもないという主張です。

### （２）より高い買収価格の実現可能性

以上は、潜在的買収者が現れるか現れないかということに関する議論でした。もう一つありますのは、そもそも Go-Shop 条項によって、第一ビッドナーは、後に対抗買収があるかもしれないというプレッシャーを受けているがために、当初の入札の段階で、そういった対抗買収者が現れないよう高い額を入札しようとする。だから、Go-Shop 条項が存在すること自体が株主利益の増大に貢献するのだというふうに主張されることがあります。

これに対しては、当初の入札額は適切だと考える額よりも低めに設定するというのが戦略であるということでしょうから、Go-Shop 条項のような形で先に合意をしてしまうことは望ましくないという評価もあります。

## 3. 実 証 研 究

このように賛否両論ある Go-Shop 条項ですが、近年、Go-Shop 条項の実効性に関する

実証研究がなされています。

プライベートエクイティが当事者として登場するものに限った調査ではありますが、調査対象期間中にあった Go-Shop 条項を含む買収取引 48 件のうち、6 件につき対抗買収者が現れ、かつそのうち 3 件は戦略的買収者だという結果が現れています。この調査をした研究者によりますと、これは従前の学説が想定していたよりもかなり高い出現率であり、実効性は学説が批判する以上にあるのだという評価がなされています。もっとも、この 6 件はいずれも MBO ではなく、MBO の場合には Go-Shop 条項の有効性はかなり低いという結論も同時に付けられています。

#### 4. 裁 判 例

それでは、Go-Shop 条項が法的にはどのように扱われているかということについてざっと見ておきたいと思います。

##### (1) 先行裁判例

ここでは、Go-Shop を取り扱う裁判例を検討する前に、それに先立って出されましたレブロン義務の理解に関する先行裁判例に触れておきたいと思います。

レブロン判決そのものは、「オークションの競売人 (auctioneers)」という言葉が用いられていることから、当初、レブロン義務とは、会社の解体・売却時にオークションの手続を経る必要があると理解されることもあったように思われます。

しかしながら、デラウェア州の裁判所は、マクミラン事件の判決におきまして、一般論として、必ずオークションの手続を行うことは要求されていないことを述べた上で、株主一般の利益を高める目的のために重要な公正の要請を遵守することが求められているという一般原則はあるけれども、そのために入札者の取り扱いを異ならせることができないわけではないということを述べています。

さらに、レブロン義務の遂行方法に柔軟性を与えたのが、Fort Howard 判決であると言われています。この事案では、第一ビッドと合意前にマーケットチェックを行わず、第一ビッドと合意を公表する際に、プレスリリースにおいて「当社の買収に関心のある方の照会に応じる」との記載をし、実際に 8 社ほどの照会があったという事例です。黙示の事後的（第一ビッドと合意後の Post Signing）マーケットチェックを容認した判決であると理解されています。

さらに、Pennaco 事件判決と MONY 事件判決では、Fort Howard 事件のようにプレ

スリリースに明示的に問い合わせに応じる旨の文言はありませんでしたが、事後的な黙示のマーケットチェックとして有効性を認めた裁判例であると評価されています。

もっとも、以上のような黙示の事後的マーケットチェックでレブロン義務を満たす、という考え方がすべてに適用されるわけではないことを示した裁判例として、Netsmart 事件があります。この判決においては、戦略的買収者に対する明示的なマーケットチェックを行わなかった点が「不十分である (does not suffice)」と非難されています。

この判決と先ほど挙げました 3 つの例 (Fort Howard 事件・Pennaco 事件・MONY 事件) との違いは、これらの先例は大規模 (large-cap) 会社が問題となったのに対して、本件においては小規模 (small-cap) 会社であった点が挙げられています。大規模会社を小規模会社とを異なって取り扱う背景には、大規模会社の場合は「売りに出されている」ことにマーケットは気づきやすいということが理由として挙げられています。

## (2) Go-Shop 条項に関する裁判例

以上のような裁判例の動向を背景として、2007 年にデラウェア州衡平法裁判所から、Go-Shop 条項を含む買収取引の効力に関する 2 つの判決 (Topps 事件と Lear Corp 事件) が出されています。

Topps 事件では、第一ビッドと合意において 40 日間の Go-Shop 期間を設けるとともに、2 段階解約料 (期間中は取引価値の 3%、期間経過後は 4.6%) と第一ビッドの追加提案権が定められていました。これに対して、株主は Go-Shop 期間が短く解約料も高額であって有効なサイン後マーケットチェックを阻害すると主張して合意の効力そのものを争いましたが、裁判所は、Go-Shop 期間中の解約料が 1 株当たり 42 セントにすぎない、そのような解約料は対抗買収者の入札意欲をそぐものではなく、また、40 日間もあれば対象会社は「パリスヒルトンのように」売却先をあされるのだというふうに述べて、その主張を退けました。

もっとも、事案の解決としましては、Go-Shop 期間中に現れたライバル会社 (戦略的買収者) による対抗買収への取締役の対応がレブロン義務に反するとして、第一ビッドとの合併議案の採決を延期する暫定的差止命令が発令されています。

また、Topps 判決の翌日に出された Lear Corp 判決では、第一ビッドと合意において 45 日間の Go-Shop 期間を設けるとともに、2 段階解約料 (期間中は取引のエクイティ価値の 2.79%、終了後は 3.52%) と 10 日間の第一ビッドによる追加提案期間が定められていたという事案です。もっとも、この事案における Go-Shop 期間 45 日

というのは、先ほどの **Topps** 事件とは異なりまして、その期間内になすべきすべてのことを終わらせる必要があるというようなものでした。つまり、対抗買収者の買収監査及びそれに基づく有利な提案、それに対する第一ビッドターの追加提案権の失効（10日間の追加提案期間の経過）とそれに基づく第一ビッドターとの合意の終了、そして対抗買収者との正式合意までをこの45日間のうちに行わなければ、割安の解約料による第一ビッドターとの合意の解約ができないという内容でした。

このような **Go-Shop** 期間の定め方に対して、裁判所は、当初から対象会社の買収を意図していた対抗買収者であれば本件 **Go-Shop** 期間内に対応することは可能であったかもしれないが、そもそもそのような買収者であれば、第一ビッドターとの合意がなされる前に買収交渉に参戦していたであろうという認識を示しています。この部分の判示は、本件 **Go-Shop** 条項に対して懐疑的な見方を裁判所が示したものだというふうに理解する見解もありますが、事案の解決、結論としましては、**Go-Shop** 期間経過後の解約料が対抗買収の入札意欲をそぐものではなく、非合理的であるとは言えないとして、合意の効力は認めています。

### （３）小括

以上の裁判例につきまして若干まとめさせていただきますと、次のようなことが言えると思われます。

レブロン判決以降、「株主のために最善の価格を得る」義務とは具体的にはどのような手続きをとることかについて議論がありましたが、判例は、レブロン義務を果たすために用いるべきプロセスについて非常に大きな柔軟性を認めるに至っています。特に、**Fort Howard** 事件を嚆矢としまして、第一ビッドターとの合意後のマーケットチェックを認めた上で手続全体を判断するという審査を採るようになったと言われています。その意味で、事後的なマーケットチェックに主眼を置く **Go-Shop** 条項の効力に特段の異論を挟まなかった **Topps** 事件・**Lear Corp** 事件の判決も、**Fort Howard** 事件・**Pennaco** 事件・**MONY** 事件判決の3件の先例の流れに沿って出された自然なものであるとすることができると思われます。

そして、その裏返しとして、裁判所は **Go-Shop** 取引もマーケットチェックの内容そのものに立ち入ってその実効性を審査している、したがって、**Go-Shop** 条項を入れることを第一ビッドターに要求することのみをもって、対象会社取締役の義務が果たされたというようには考えていないようです。

また、マーケットチェックが実効的であるかどうかを評価する際には、解約料・追加提案権の有無のほか、当該会社が売りに出されているという情報がどれだけマーケットに知れ渡っているか、といったM&A市場の環境等も加味して総合的に判断しているようであり、これは、Go-Shop 条項が問題となった Topps 事件・Lear 事件判決においても異なるところはないと思われます。

### Ⅲ. 若干の検討～日本における導入の可能性

以上が、アメリカにおける Go-Shop の実務及びそれに関連する裁判例ということでした。以上で報告を終わりたいところですが、やはり日本に関する検討もしなければいけないであろうと思ひまして、つたないものではありませんが、若干の検討をしてみたいと思います。

#### 1. 「企業買収に際して株主により高い価値を得させる義務」の存否、内容

まず、アメリカ法（デラウェア州判例法）が定立しましたレブロン義務のような取締役の行為規範、すなわち「企業買収に際して株主により高い価値を得させる義務」といったものが、わが国においても観念できるでしょうか。また、できるとした場合、それはどのような内容を含むものでしょうか。

この点について配布資料ではいろいろ書いてはいますが、あまり筋のいい議論はできないということになりましたので、この部分については留保させていただきたいと思います。その上で、仮に企業買収に際して株主により高い価値を得させる義務といったものが観念できるとした場合には、それはどのような内容を有すると考えるべきか、という点について検討したいと思います。

##### ① アメリカにおける議論

まず注意しておきたいのは、アメリカにおける議論です。そもそもアメリカ法（デラウェア州法）の議論におきまして、友好的買収の局面における対象会社の信認義務の内容には、行為義務としては2つの異なるものが含まれているように思われます。一つは、会社の売却を決定する際、あるいは決定する前により高い額を提示してくれる買収者を探すという義務であり、もう一つは、いったん売却について合意に達しても、後発的に現れた優越する提案があれば、それを受け入れるべきであるという義務です。以下では、前者を「事前の探索義務」、後者を「事後的な対応義務」と表現することとします。

例えばF O条項は、典型的には将来のオプションを確保するためのものであると説明され、また、F O条項の重要性を述べたオムニケア判決の多数意見も、F O条項を「将来の状況の進展に応じて (as future circumstances develop)」責任を果たすためのものととらえています。以上のような考え方は、事後的な対応義務は事前の探索義務とは別個独立に存在しているという理解に基づくと解釈することもできようかと思えます。

しかしながら、既に見ました裁判例からもおわかりのとおり、事後的な対応義務が事前の探索義務を補完するために課せられているという関係もあろうかと思えます。企業買収が株価変動等をもたらしかねない極めて機密性が高い話題であることにかんがみれば、事前の探索義務には一定の限界があり、事後的な対応で補完せざるを得ない、というように理解できようかと思えます。そのような理解からは、F O条項も、公開オークションを要求しないかわりに認めたものであるというふうに理解されます。

したがって、F O条項には、純粋に独立して観念される事後的な対応義務を果たすための役割と、事前の探索義務を補完するための事後的な探索手段を利用可能としておくための役割、という2つの役割を担わされているというふうに考えることができるかと思えます。

これと同様のことが Go-Shop 条項にも当てはまるかと思えます。すなわち、まず一人の買収者と先に独占的交渉をして合意に至り、それがアナウンスされた後に買い手を渉猟する「純粋 (pure) Go-Shop 条項」と、合意前にマーケットチェックを行った後一社と合意をし、合意後も渉猟を許容する「追加的 (add-on) Go-Shop 条項」との2種類に分けることができると思われます。

一般にレブロン義務と呼ばれている場合に想定されている義務は、典型的にはオークションが想定されていることから明らかなように、通常は事前の探索義務が念頭に置かれているように思われ、また Go-Shop 条項は、対象会社取締役の信認義務を果たすために導入されるという考え方が一般的ではありますが、同じ Go-Shop 条項といっても、純粋 Go-Shop と追加的 Go-Shop とでは、全くその意味合いは異なるという点には注意する必要があります。

## ② わが国における議論の方向性～事後の対応の取扱い

アメリカ法の議論を参考にするならば、まず、先ほどご説明しましたように、事後的な対応義務を事前の探索義務とは別個独立の義務として観念すべきか、言い換えれば、合意前に行った行為がどんなものかにかかわらず、合意後に生じ得る優越的オファーに対応

することまでが取締役の義務の内容に含まれるのか、が問題となります。これはまさに、「企業買収に際して株主により高い価値を得させる義務」としてどこまで高水準のものを求めるのか、ということに帰着するものであり、簡単に結論を出せるものではないかとは思います。

しかしながら、わが国の従前の議論としましても、もっぱら合意前の交渉等を問題として、そこで合理的な判断が行われていたのであれば、F O条項がなくとも善管注意義務の問題は生じないとするのが、少なくともU F J 争奪戦当時の理論的な雰囲気であったように思われます。また、事後的な対応義務を独立させることに対してはアメリカにおいても批判が強いようであり、さらに、Go-Shop 条項に関する実証研究においても、追加的 Go-Shop よりも純粋 Go-Shop の方がより事後的な勧誘（合意後のマーケットチェック）の実質化を意図した設計がなされ、かつその効果を挙げているとの評価もあることからしますと、アメリカでも義務（それをレブロン義務と呼ぶかどうかはともかくとして）の中心は、事前の探索義務及びその事後的な対応義務による補完にあるように思われます。

そして、日本法の議論においてももっぱら合意前の交渉等を問題とするにしましても、やはりアメリカ法の議論を参考とするならば、対象会社取締役は事前の対応としてどこまでが要求されているのか、また、事前の対応義務の履行の評価を事後的な対応（あるいはそのような対応可能性の確保）まで含めて判断してよいか、という点がさらに問題となることになると思われます。

## 2. 対象会社株主保護の方策～差し当たりの案

差し当たりの対象会社株主保護の方策を考えてみようということで、もっぱらマーケットチェックをどのように行うのかという観点から、以下、議論を展開したいと思います。

### （1）マーケットチェックのタイミングと取締役の義務～試論

既に見ましたとおり、デラウェア州におきましては、とりわけいわゆるレブロン義務が適用される局面では、裁判所はマーケットチェックをどのように行ったかを重視する傾向にあります。これは、オークション理論によれば、どのような時間軸であるかはともかく、より入札者が多いほど売主に帰属する利益が大きいと考えられているためであると思われる。このような考え方は、わが国においても基本的に妥当すると考えることができるかと思えます。

ここでは、先ほどの事後的な対応義務までは独立して要求しないという立場に立った場

合において、対象会社取締役の義務内容をマーケットチェックのタイミングとの関係で検討してみたいと思います。言うまでもなく、ここでの検討は一つの試論であり、わが国のM&Aマーケット等々のさまざまな要素により変わり得るものですが、現時点での私の印象に基づき述べるに過ぎないものであることをあらかじめお断りいたします。

### ① オークション

まず、適正な手続により広い範囲に入札資格を与えたオークション（いわゆる競争入札）を行えば、それで取締役の義務（事前の探索義務）は果たされていると解してよいと思われまゝす。したがって、F O条項による事後的な補完は必要なく、たとえ当該オークションの勝者との間にF O条項のない排他的措置（No Shop 条項等）が結ばれていたとしても、当該拘束期間が買収完了のために必要な合理的期間にとどまる限りは、取締役の義務違反の問題は生じないというふうに考えればよいのかと思います。

### ② オークション以外の事前のマーケットチェック

もっとも、現実には、公開オークションを強制することにはかなりの抵抗もあるでしょうし、また、それが社会的に望ましい結果を生むとも限りません。

そこで、近年実務的には比較的盛んに行われているであろうと思われる事前の水面下でのマーケットチェックも許容してよいと思われまゝす。その上で、オークションと同水準の応札者が現れると合理的に信じ得る程度の規模に非公式の打診をした場合であれば、F O条項がなくとも、義務違反の問題は生じないというふうに考えてよいのではないかと思います。

しかしながら、ごく一部の潜在的買収者だけへの打診にとどまる場合には、事後的なマーケットチェックによる補完が必要な場合があり、したがって最低限F O条項を附帯させる必要があると考えられます。ここで「最低限」ということの意味は、F O条項を附帯させること自体で事前の探索義務の不備が治癒されるというのではなく、あくまで事後的なマーケットチェックとして有効な方策をとる必要がある、ということの意味します。

もっとも、事前のマーケットチェックの段階でおよそ応札が見込まれる有力候補には声をかけたという状況であれば、F O条項のみを入れて事後的に積極的な勧誘行為は行わないという態様、具体的には当該 M&A の内容をプレスリリースすれば足りるというふうに考えてよい場合もあり得るのかなと考えています。

### ③ F O条項+事後的なマーケットチェック

合意前にマーケットチェックが行えない、あるいは意図的にマーケットチェックを行わ

ないといった場合に、事後的な探索をもって補完することを許容するかどうかという点がさらに問題になるかと思います。

解約料の額などとの兼ね合いではありますが、より多くの買収者の参入があれば株主により高い価値を実現し得るとの基本的な考え方に立つのであれば、事後的なマーケットチェックをもって義務を果たしたと評価し得る場合はなおあると思われます。また、事前のオークションによらず、取引保護装置と引き換えに第一ビッドからより高い条件を引き出すといった交渉戦略を採る方が株主利益を増大させる場合もあり得ると考えられますから、そのような場合には、むしろ積極的にF O条項を附帯させた取引保護条項+事後的なマーケットチェックを活用することが要請される場合もあるかと思います。

問題は、事後的にどのようなマーケットチェックである必要があるか、という点です。

第一ビッドとの合意は、基本的には公開されることになり、したがって、それ以降の買収の成り行きは基本的には衆人環視の下で行われることになると考えられますが、非友好的買収がなかなか定着しないわが国にあっては、「ある会社が買収対象となっている」ことが公表されたとしても、それに即座に反応して衆人環視の下で自発的に対抗買収を仕掛ける者は、とりわけ戦略的買収者には少ないのではないかと思います。その意味で、Fort Howard 事件のように、合意前のマーケットチェックなしに、F O条項+事後的な黙示のマーケットチェック（プレスリリースによるマーケットチェック）という形で取締役の義務が果たされたと評価できる局面は非常に限定的であるように思われます。個別の打診など、より積極的な勧誘が必要な場合が多いように思われます。

#### ④ Go-Shop 条項

以上のように、事後的なマーケットチェックによる補完には積極的な勧誘が必要な場合が多いと考えられるとするならば、対象会社取締役に正式な勧誘の権限を認める Go-Shop 条項は、取締役が期待どおりの動きをする限りにおいては、対抗買収の誘発につながるものであると考えられることから、わが国においても役立つのではないかというふうに考えます。

他方、言うまでもないことではありますが、Go-Shop 条項を現実を活用することが求められているのでありまして、合理的な理由のない事前のマーケットチェック不足の批判を避ける言い逃れのためだけに利用されることがあってはならないと考えます。

#### (2) エンフォースメント

以下では、マーケットチェックに関する義務といったものを観念した場合のエンフォー

スの方策について検討したいと思います。

### ① 対象会社株主によるエンフォース

仮にマーケットチェックの義務を怠った取締役がいたとした場合に、対象会社の株主がどういうことを言えるのかという点ですが、差止めや損害賠償請求といったことが理論的には考えられるかと思いますが、著しく不公正な合併対価による合併の差止め、あるいはそれによる損害賠償請求といったものと同様の困難があるのではないかというふうに考えます。

そして何よりも、差止め、損害賠償のいずれにせよ、それを認めるべき理論構成の多くは、株主の損害の証明や疎明を必要とすることになると思われますが、マーケットチェックが不十分だった場合に、別の買収であればもっと高く買ったであろうということを主張して、その損害額までを明らかにするのは非常に困難であると思われます。株主には、潜在的对抗買収者に係る資料が一切ないのが通常であると考えられるからです。

### ② 対抗買収者によるエンフォース

他方、アメリカにおいては、レブロン義務の効力を争った著名事件の中に、対抗買収者が対象会社取締役会のレブロン義務違反を根拠として暫定的差止命令を求めるといったものが少なくありません。例えば、Paramount v.s. QVC 事件などに見られるように、対抗買収者が暫定的差止命令を求めることによってオークションが実施され、最終的には対象会社株主の手取額が増大するといった効果が得られることからしますと、対抗買収者が取引保護装置の効力を争うことを通じて、間接的にはあれ、対象会社株主の保護が果たされているという点が興味深いところです。

わが国においても、例えば、合意前のマーケットチェックから漏れた対抗買収者がより高い価値を対象会社株主に与えることを提案しようとしたにもかかわらず、取引保護装置に阻まれた場合に、当該取引保護装置の存在及びF O条項の不十分さを理由として、第一ビッドと対象会社との合意の無効を主張することが考えられるかと思いますが、しかしながら、かかる無効主張は、合意当事者外の第三者による無効主張であることから、それが認められるか否かは、なお慎重な検討を要するものと思われます。

### ③ 開示によるエンフォースメント

以上の分析からは、マーケットチェックに関する義務を法的な実体規定を用いてエンフォースすることには多くの困難があるといった結論になろうかと思いますが。

そこで、実体規制によらず、開示によるエンフォースメントといったものが考えられな

いかと思いました。例えば、Go-Shop 条項があればその内容（Go-Shop 期間及び当該期間中の解約料、Go-Shop 期間経過後の F O の有無及びその場合の解約料、追加提案権の有無等）を開示させることが考えられますし、Go-Shop 条項がない No Shop 型取引の場合でも、マーケットチェックの実効性という観点からは、例えば、適時開示において取引保護装置として機能し得るスキームの内容（No Shop 条項の内容、解約料の額等）及び F O 条項の有無、F O 条項があるとした場合の内容（追加提案権の有無など）、あるいは F O 条項がない場合には、合意前にとったマーケットチェックの概要（代理人、期間、接触した相手方の数及び買収監査にまで至った数）を開示させるといった方策が考えられるように思われます。

かかる情報の開示は、開示による行為の規律付けという効果と同時に、開示により当該会社が「in play」であることを広くマーケットに示すことになり、事後的なマーケットチェックの実効性を高めることができると期待できるからです。

このような開示を会社法上要求するということは、そもそも「企業買収に際して株主により高い価値を得させる義務」といったものを会社法上どのように位置づけるのかという困難な問題がありますので、これはなかなか難しいかと思います。

他方、ここでの議論は、投資家たる株主の持分価値の保護という視点であることからすれば、投資家保護という観点から、金融商品取引法や証券取引所の適時開示規則等で開示することも不当ではないように思われます。とりわけ、近年、証券取引所は、株主保護という視点から、第三者割当増資における割当や価格の相当性といった一見会社法が規律すべきかとも思える内容をもその上場規程等に取り込んで規律しています。そのような姿勢を前提とすれば、「企業買収に際して株主により高い価値を得させる」という株主の利益の保護のために証券取引所が積極的に取り組むことも検討に値するように思われます。

私の報告は以上でございます。ご指導、ご教示のほど、よろしくお願いします。

~~~~~

【討 論】

○森田 どうもありがとうございました。わが国ではあまりまだよくわからない概念である Go-Shop 条項について、アメリカの動向、その必然性、機能等、そしてまた判例等についても詳しくご報告いただきました。日本法でどう考えるかということについて

もご報告いただきましたので、いろんな議論があると思いますが、どうでしょうか。

FO（Fiduciary Out）条項と解約料の位置づけ

○近藤　一つお聞きしたいのですが、FO条項は、結局、当初の相手ではなく別の相手に買収されることになったとしても、それが信認義務に合致するのであれば許容されると、そういう趣旨だと思うのですけれども、その場合というのは、解約料というか違約金はどのような定めをするということが前提になっているのでしょうか。

○船津　FOの発動で解約した場合については、約定の解約料ということになるかと思いますが。

○近藤　FO条項に基づく解約という場合と、株主に対する信認義務を履行するという一般的な理由から解約する場合とではどこが違うということでしょうか。つまり、解約料の発生する場合とそうでない場合があるということが違いなののでしょうか。

○船津　通常発生します。

○近藤　しかし、FO条項を入れることによって契約違反とはならない、あるいは許容されるという意味は、解約料は払うけれども契約違反ではないという意味なのですか。そうすると、許容されるという意味はどこにあるのかということがよくわからないのですけれども。

○船津　日本語で書かれた本なのですが、通常のアメリカにおけるM&Aの実務としては、確定の契約書の中に違約金とかFOを入れるということなので（服部暢達『実践M&Aハンドブック』（日経BP社、2008年）235頁），したがってその場合……

○近藤　解約料を払って解約するしかないというのであれば、契約にFO条項を入れるかどうかというのはそれほど大きな意味を持ってくるのかどうかという疑問が生じますね。

○船津　成立した契約に対して第一ビッド側がどれだけの強制力を持つかということになるかと思いますが。したがって、合併契約であれば、その執行をできるか。FOがなければ解約はできないわけですから……

○近藤　FO条項が入っていなかった場合は、一方的に解約料を払って解約することはできないのですか。

○船津　ここではFOに基づく解約のための解約料だと認識しております。

○行澤　私も同じことを考えていたのですが、レジュメの7ページ、（2）のところで

すが、オムニケアの判断として「F O条項は、当該除外行為に該当する限りにおいて契約違反を構成しない」と。私もたしかこういう表現だったと思うのですが、つまり第一ビッドととの契約を破棄しても、違法ではないということなのですね。違法ではないということは、債務不履行ではないということですね。

その議論がどういうふうに影響するかというと、本来契約違反であるのであれば、それはやはり日本法的な理解で言うと、履行利益賠償ということになると思うのですが、本来違法でないものを合意解約しましょうということであれば、原則として、それは信頼利益賠償となるべきもので、基本的にデューディリジェンス等その他の費用の賠償ということが原則になるはずです。

ということは、逆に解約料がなぜに取引料の2～3%なら良いということになっているかという根拠も含めて、F Oによって解約できる場合、その解約料は、法的性質上、具体的なデューディリジェンス等にかかった費用に本来限定されるべきであって、そこから著しく乖離するものはやはりだめなのだと。裁判所が対抗ビッドを抑制しない限り良いのだと言ってかなり高額な手数料まで認める傾向は、私には疑問です。

○近藤 そうなると、F O条項があっても、解約する場合には相当の補償をしなければいけないということになりますね。

○行澤 そうですね、補償というような感覚になりますね。

○近藤 そうすると、対象会社株主の利益の保護ということから出発すると、F O条項というのはどれほどの意味があるのかということになります。最初の相手方に決めてしまったところにそもそもの失敗があった場合には、結局は株主保護というのは実現されないということになるのではないのでしょうか。

○森田 金額が安いのと違いますか。1%、2%というか。

○前田 F O条項の存在意義についてなのですけども、F O条項がなくても、取締役としては、第一ビッドへの解約料を払ってでも、より有利な買主が見つければ、そちらと取引することは一般に認められているところなのではないのでしょうか。一般に取締役の信託義務の内容として、法令違反の行為はコスト・ベネフィットで行ってはいけないけれども、契約違反はコスト・ベネフィットで行っていいということが言われますよね。解約料を払ってでも乗り換えたほうが会社にとって利益だという場合はある。その場合にF O条項がどういう意味を持つのかというと、結局、会社が払うべき解約料の額に違いが出てくるということではないのでしょうか。F O条項を入れておけば、契約違

反ではないけれども、F O条項を入れていなければ、債務不履行になって、損害賠償の問題になるということではないかと思うのです。

○行澤　そうですね。

○森田　もっと金額が大きくなりますね。

○前田　その差だけではないかと私は理解したのですけれども。

○伊藤　それは本当にそうなのですか。近藤先生のご質問は、まさに解約料が違うのかというご質問だったかと思います。ご報告のI 1（2）②では、解約のトリガーイベントとしていろいろなものがあるということでした。これは通常の契約違反の場合も含まれていますし、フィデューシャリーアウトの行使の場合も含まれていて、これで解約料が発生理由ごとに違うのだったら、今のような説明になるのでしょうかけれども、まずそこを確認する必要があると思います。解約料は、違うのですか。

○船津　いえ、違わないと理解しております。

○伊藤　違わないのであれば、つまりフィデューシャリーアウトには何の意味があるのかということを問わなきゃいけないのですよ。

○前田　Go-Shop 条項は、取締役が信認義務を果たせるように置かれていると言われているのですけれども、果たしてそれが本当なのかというのが、最初に感じた疑問なのです。

○加藤　私もこの分野を研究している方に聞いたことがあるのですけれども、フィデューシャリーアウトの場合も解約料は変わらないと、実務はそうなっているみたいです。

伊藤先生のご質問と関連しますけれども、多分、解約金だけ独立に定められている場合があるのかどうかというのをはっきりさせたほうがいいと思います。つまり、F Oと解約金がセットになっているのであれば、解約金だけの場合を想定する意味はあまりないと思います。

だから、F Oと解約金が常にセットになっているかどうかということがまず一つと、あと、仮に解約金だけの場合に、いわば契約違反をした場合には、先ほど船津さんが解約できないとおっしゃったので、解約できないということは、やっぱり第一ビッド側の側が第二ビッドと取締役会との交渉に対して、いわば契約上の債権者の地位に基づいて何らかの差止めみたいなことができるかどうかというところと何か関連するような気がしました。

○船津　ありがとうございます。【船津補注：現在の M&A 実務ではほとんどいつも F

○条項が付帯しているといわれており（配布資料 7 頁注 38 のブロック弁護士の論文参照）、解約金規定のみが単独で存在するといった事態は通常考えられないと思われる。また、仮に F O 条項が存在しなくともなお効力を有するような場合を想定しうるのであれば、その様な場合には、契約の相手方（第一ビッドダー）が契約を盾に No Shop 条項の現実的履行強制（specific enforcement）を請求することによって、買収対象会社がより有利な対抗買収へ乗り換えることを阻止する可能性があり、F O 条項の独自の意義としては、そのような履行強制を受けなくて済む（配布資料 7 頁注 35 のアレン元判事の論文 656 頁参照）といったあたりにあると思われる】

取引保護装置とデューディリジェンス

○岸田　　そもそもこういう考え方というのは、M&A 市場があるという前提なのですけれども、第一ビッドダーとしては、そういう拘束力のある契約を結ぶメリットはあんまりないと思うのですね。つまり、デューデリも何もやる前でしょう、おっしゃっているのは。だから、デューデリとか、この間のパナソニックの三洋でも、独禁法に違反するかどうか 1 年以上検討して、その後でできるわけですし、それから、知らない会社を見て、売りますといっても、それはデューデリをやられると全くわからないわけですね。その場合にそんな拘束をして、後でだめだというときに違約金を払えというのだったら、何のメリットもない。たくさんの買いたいという人があるときにはじめて成り立つので、一般的な話としては、M&A 市場が発達していないところでは、そういう拘束力を持つような契約を最初のビッドダーがすることは普通あり得ないのではないですか。

○船津　　「第一ビッドダー」という表現がよくなかったのかもしれないのですが、基本的に、日本で言うならばまさに合併契約書をつくるときにようやく取引保護条項を入れるのだと、これがアメリカの実務なのだというような説明が、日本語の文献ですがなされています（服部・前掲書）。

○岸田　　それはデューデリの終わった後ですか。

○船津　　終わった後だと。

○岸田　　この書き方はそうは読めないですね。いろんな買収、うちの会社を買わないかというのが三洋なんかでありましたけれども、その場合だって、相手の会社を見ないとわからないし、自分の会社と一緒にになると独禁法に違反するかどうかとも全くわからないわけで、相手のことをよく知らない限りは契約を結べないですね。

キャッシュアウトと投資の継続性

○森田　それで、このテーマの設定の基本のところは、取締役会ないし経営者の決められることと株主が決めることとがあるという観点からいくと、今のお話は、よく聞くと、合併で現金対価の場合だけだと、そういうイメージですね。

○船津　はい、とりあえずは。

○森田　しかし、そのときでも、株主総会で多数決を得ないとできないことですね。

○船津　はい。

○森田　そうすると、高いか安いかという問題は、株主の承認決議要件で十分で、法律制度としては担保されている。Go-Shop 条項とか何とかいうのは、言ってしまえば望外な喜びというようなイメージではないのですか。

○船津　しかし、安いオファーを株主総会で否決した後に、本当に別の高いオファーが現れるのかという問題で、その機会を担保するためにこういうことが言われているのではないかと。

○森田　だから、日本では、会社法改正で現金対価というのは今まであんまりなかったから非常にわかりにくい説明になっているのですが、これはあくまでも、経営者の経営判断というものはキャッシュアウトする人に対してはもうないということが大前提なんですね。

○船津　株主に高い価値を得させる義務を認めるならば、そういうことになりますね。

○森田　僕は、合併という以上は何か継続性があるような気もするのですがね。

○船津　その点の検討を省きたかったというのがありまして、現金買収のみを対象にしたというところがあるのです。まずは「高い価値を得させる義務」があるかという点を検討して、それが認められた場合に、次に継続性がある場合はどうかという検討をする必要があるのかなと。その第一段階として現金買収に限定したということです。

○前田　本日のご報告は企業買収についてのお話だったのですがけれども、企業買収に限らず、例えば単なる重要財産の処分などでも、会社にとってできるだけ有利な買主を探すというのは、取締役の善管注意義務から要請される場所だと思うのです。そして、単なる財産の処分であっても、買主の候補者を確実に押さえておきたいと思えば、Go-Shop 条項のようなものを使いたいという場合があると思うのですがけれども、企業買収と単なる財産の処分とで何か質的に違う問題は出てくるのでしょうか。

○船津 会社にキャッシュが入るかかどうかというところが一番の違いではないかと思えます。取締役としては、会社に対してまず一次的に義務を負っているということであれば、会社に対してキャッシュがたくさん入ってくることが望ましい、そうすべきだという義務は、先生がおっしゃったように比較的認められやすいのではないかと。しかしながら、では直接株主に対して現金を渡すときに増やしたほうがいいのかと言えるかというのはまだなかなか難しく、議論が少し飛躍するのかなという気がしまして、若干留保させていただいたのです。もっとも、たとえば、可能性としては、配布資料で読まなかった部分ですけれども、新株発行において著しく不公正な発行をやめさせることができるというあたりの条文なんかを見ると、やっぱりある程度まで株主の持分の価値の保護というのは、取締役としてもやらなければならないのではないかとはいえます。その考え方をさらにもう一步進めて、ようやく、株主に対して受け取る現金は多くしなければならぬという議論になってくるのかなという印象を持っております。

○志谷 しかし、合併は今、株主の側だけを見ているけれども、会社の資産も包括的に移転されるわけですね。合併により吸収される会社は消滅するので、法形式としては消滅会社の株主に対価が交付される。しかし、実質論を言えば、会社資産の売却という性質もあると考える次第です。ただ単に対価が株主の手に渡るのだけれども、会社資産を高めるという側面もあるとすれば、今、前田先生がおっしゃったようなところで共通点もあるのかなというふうに、ちょっと私は今お聞きして思ったのですけれども、それは違うという……。

○船津 形式論でいけば、合併の条件を上げて、消滅する会社に対してたくさんのお金が入るだけになるのかなという気がしております、そこは少し難しいのかと思っております。

○行澤 今の前田先生が出された例というのは、もちろん著しく市場価格より低いような重要財産処分は善管注意義務違反でしょうけれども、通常は、例えばオファーがなくても、経営判断の範疇の中で保護されるものですよね。

ただ、今おっしゃったキャッシュアウト・マージャーなんかの場合は、船津さんの立論だと、日本法でも、やっぱり経営判断がそのまま通用するのではなくて、キャッシュアウトされるわけですから、逆にレブロン義務に類似するような義務を観念したほうがいいのかということで、財産処分のケースとは違うというニュアンスでおっしゃっているのです。

つまり、同じであるように見えるけれども、やっぱり違うということをおっしゃりたいわけですね。

○船津 違うのではないかと考えております。

○行澤 つまり、経営判断の働き方が違うのではないかと。

○船津 違わせたほうがいいのかないかなというふうに考えております。

○森田 この議論は、日本でUFJ銀行のときに似たようなことは起こったけれども、あれはキャッシュアウトではないですね。

○船津 違いますね。

○森田 ですから、そういうときにはもう全然当てはまらない議論だと、そう思っているわけですか。つまり、そのときは経営者の業務執行権とかがあって、どこに売りたいかというのは経営者が——しかし、身売りすることは間違いないですね。身売りすることは間違いのだけれども、A家へ嫁いだらいいのか、B家に嫁いだらいいのかと。それで、A家と約束しておいたと。

○船津 やはり対価を何らかの形で高くしなければならないということに通じるとは思っています。でも、その後の投資の継続に関するややこしい問題がありそうなので、株式対価を外したということです。

○森田 何かその辺が、経営権があるかないかということがものすごく大きいと僕は思っているのですけれどね。つまり、ある意味では経営者の手から離れるというふうになると、私の言うことを聞けということはいえなくなるというふうな感じがしましてね。

○船津 そこが、まさにアメリカのレブロン義務がどの局面で発生するのかという話ですね。

○森田 そうですね。

○船津 それで、プレミアムを受け取る機会がなくなる場合にはレブロン義務が発生するという、結局そういう形で、——個人的にはあまり好きではないですけども——日本法にレブロン義務を直輸入する、という考えに行きつきやすい議論であることは確かだと思います、私の議論は。

○松尾 日本の事例で、より高く会社を売る義務、あるいはそのエンフォースメントということと関連してちょっとご意見を伺いたいのですが、ゲーム会社で、テクモとコーエーが経営統合した事例ですが、株式移転だったのでキャッシュアウトではなかったの

ですが、その際に、別のゲーム会社、スクウェア・エニックスが、公開買付けをかけようとした。しかも、コーエーが提示しているよりもよい条件で買付けをかけようとしたのですが、テクモのほうは株式移転を推し進めて、コーエーテクモホールディングスが設立されました。

このとき、テクモの大株主であった外資系のファンドが反対して買取請求権を行使したようだけれども、例えばその買取価格の決定において対抗ビッドのようなものがあったことを踏まえて、この株式移転の条件は不当であるというようなことを、もし裁判所が言ったとすれば、買取請求権を通じたエンフォースメントというか、対象会社株主の保護というのはあり得るのかなと思ったのですけれども、いかがでしょうか。

○森田 ということは、松尾さんの趣旨としては、Go-Shop 条項とかいうようなものは頼りないもので、むしろ反対すれば、そういう権利があるから……。

○松尾 今の事例はたまたま対抗者が現れましたけれども、現れやすい環境にするという点で Go-Shop 条項には非常に意味があると思います。対抗者が現れた後であれば、買取請求というのも一つのエンフォースメントの手段かなという気はしました。ただ、買取価格の決定においてそういうことまで考慮できるかどうか、あるいはどの程度対抗ビッドが確実であれば考慮してよいかといったことは残ると思うのですけれども。

○森田 何か話が乱暴になって恐縮ですけれども、あるゴルフ場会社がつぶれて、スポンサーを探すのですよ、だれに売るかというので。今の更生手続か破産手続でも、スポンサー探しで、だれか応じますかということを探してくる。その中で金額の高いところがあります、安いところがあります、しかしここはちゃんとした経営をするだろうとかそうでないとか、いろいろな要素を入れて、それで最終的には債権者集会で決定をもらえるということが前提で、それでどれだったらもらえるかというので管財人あたりが動くのですね。それはまさにオークション的な雰囲気なのですよ。

そのときに、全く経営がどうなるかということはゼロかということ、お金だけかということ、そこら辺がどうなのかなど。つまり、その場合、ゴルフ場はそのまま継続するから、そうすると運営がどうかということが問題になる。しかし、そのときにもう後は野となれ山となれというのであれば、もう金だけですよね。

機密保持契約と Go-Shop 条項

○岸田 先ほどの続きですけれども、船津さんは、デューデリの後で契約を結ぶとおつ

しゃいましたけれども、例えば会社を買おうと思う場合には、その会社のことを知らないといけないので、デューデリの前に契約を結びますよね。そうでないと会社も秘密保持とかで見せないから。すると、おっしゃっているのは、複数の会社に対してデューデリの契約をするということですか。

つまり、Go-Shop 契約の前にいろんな会社とデューデリのための資産の査定、いろんな会社の資産を査定するのは自由だと、それは拘束力はないと、こういう意味でおっしゃっているのか。そうすると、先ほどと意味が違うような気がするのです。その場合にはやっぱり調べないと、どんな会社かわからないと申し込めないですよね。そのとき必ず秘密保持条項があると思いますよね。

○船津 それは通常されていると思います。

○岸田 そうでしょう。そうしたら、おっしゃっているのは、複数の会社がそういうことをやるのを認めるということですか。

○船津 そうです。

○岸田 複数の会社とデューデリの契約をして、その後で一番最初のやつを認めると。一番最初の契約は何ら拘束力がないわけですか。やはり仮契約とか仮調印とかがあるのではないですか。

○船津 それはあると思います。

○岸田 拘束力はないということですか。

○船津 そこに保護措置は設けないというのがアメリカの実務であり、逆に日本は、U F J の件があったから、ある程度煮詰まったらすぐに付けるのだと。

○岸田 U F J の件は、一応仮契約というか、本契約の前の契約をしてやっているわけですよね。そのときは拘束力がないのが当然ですよね、おっしゃったのは。

○船津 U F J のあの段階の合意に関してここで分析しているわけではないです。

○岸田 その後に出てくるということですね、おっしゃっているのは。

○船津 その後のですね。

○岸田 デューデリをやるということは、いろんなことを全部丸裸にされるわけですよね。そうすると、複数の会社にやられたら、それでも拘束力がないというのはちょっとおかしい気がするのですが。

○船津 すべてが丸裸になるかということ、必ずしもそうではないのではないかなと。どこまで見せるかというのもまた交渉の一つの要素として、この程度の情報でのんでやる

というところに売るという場合も当然出てくるのかなと思うのですが。

対象会社取締役の義務内容

○伊藤 義務のところでは一つまだ明らかなことが多いので、確認させていただきたいことがあります。まず、船津先生が報告でいろいろ書かれている「行為義務」とか「行為規範」というのは、「評価規範」と区別されたものという意味で使われているのかどうかをまずは確認させていただきたいと思います。

「行為規範」と言う場合は「評価規範」とは異なるというのが、大体は裏側に意味されている言葉なのですね。事前の行為規範と事後的な責任追及の場合の評価規範は異なるというようなときによく使われるので、違う意味なのかどうかをまず聞きたいと思います。

さらにそれを前提にもう一つ、先ほどの前田先生のご質問のところをもうちょっとクリアにしたいのです。友好的買収ではない場合の重要な資産の売却の場合に取締役が負っている義務と、友好的な買収で身売りをする場合に取締役が負っている義務は違うのか。

先ほどの船津先生のお答えでは、通常の資産売却の場合には、なるべく高い対価を得る義務というのは観念しやすいけれど、友好的買収、特にキャッシュアウトによる買収による身売りのときには、そういったものは観念しにくいというふうなお答えだったかと思いますが、それでよろしいでしょうか。

○船津 比較の問題としては、下がると思います。

○伊藤 その上で、もう少しそこを突っ込んで聞きたいと思います。友好的買収ではない、通常の資産売却の場合には、取締役の行った判断には、経営判断原則が適用されます。そうすると、事後的に責任追及がされた場合、むしろ取締役に責任が認められる可能性は低いと思われます。これに対して、友好的買収というのは、そもそも支配権が移転する場合でして、経営者による機会主義的行動も生じやすいので、アメリカでも経営者の義務は通常の場合よりはより厳しく追及しようという考え方が根本にあると思います。

つまり、友好的買収による身売りをする場合のほうが、経営者にはより高い義務が課されるといいますか、経営判断原則のような程度の評価規範では足りないと思われるのです。その辺はどういうふうに考えたらいいのでしょうか。

○船津　　まず、「行為規範」と「評価規範」が違つかどうかといいますと、極力一致させたいのだけれども、エンフォースのことを後ろから見て「評価規範」と言うとするば、そのエンフォースが難しいので「評価規範」と言いにくかつたというところがあります。

○伊藤　　キャッシュアウトですから、会社の損害というものも場合によっては観念できますよね。合併の対価が現金として支払われるわけですから、会社の資産をまさに現金対価で安く売ってしまった場合と同様に、場合によっては、会社の損害というのはむしろ観念できるような事例かとは思ふのですけどね。

○船津　　それが一般的かどうかというところがまさに……

○森田　　それも純資産価値だけではないでしょう。どういふふうに使うかというのもありますし、価格は難しいですね。

○伊藤　　なるほど。

○船津　　先ほどの表現がおかしかつたのかもしれないのですけれども、資産譲渡の場合と支配権の友好的買収の場合とで取締役の責任はどちらが認められやすいかというところ、通常の資産譲渡のほうが認められやすいだろうと。それはあくまでエンフォース等の仕組みが整っているからという事実の問題なのですね。低いと申し上げたのは、法的構成として非常に難しいのではないかという趣旨で、義務として、義務の強弱、高低ということを行っているつもりではなかつたのです。

○伊藤　　もう一つ、最後のエンフォースメントの開示のところをちょっと伺いたいと思います。合併の無効だとか差止めだとか損害賠償が難しいとしたら、あとは開示ですという話が、ご報告のⅢ 2 (2) ③で行われていました。船津さんが少し可能性を示唆されているように、合併の事前の備置書面においていろいろな開示を求めるということはある得ると思うのですよ。船津さんのご報告では、このときに、そもそも企業買収に際して株主により高い価値を得させる義務をどのように位置付けるのかという問題をクリアしなければいけないというようなご報告だったのですが、私はその必要はないかと思っています。なぜかといいますと、これは、合併の事前開示の目的から考えれば済む話だからです。

合併の事前開示というのは、株主がその合併を承認するかどうかを考えるための情報を提供する開示です。そして、Go-Shop 条項なり取引保護措置なりについての開示というのは、株主が合併条件について判断する場合に、合併条件の形成プロセスを考慮に入れていろいろ判断するための情報だと言えます。そうすると、そのような事項を開示

しなさいという理屈は、そんなに難しくないと思うのですが、いかがですか。

○船津　ご指摘のとおりだと思います。ただ、その場合に、形式論にこだわって申しわけないのですが、そもそも事前開示書面をどこまで書くのかという問題はあるのですけれども、新株発行の場合などだと、ある程度公正な価格でなければいけませんという話はあるのですが、合併の場合に公正な価格であることを要求する規定自体はないということになると、ちょっと盛り込みにくいかなということを申し上げたということです。

○龍田　公正でなくてよいというのはどこから出てくるのですか。

○船津　いえ、出てこないです。

○川口　事前開示書類で要求される、対価の「相当性に関する事項」の中に入るような気がしますね。

○洲崎　最後の開示の話ですが、これは立法論としておっしゃっているのですか。

○船津　そうです。

○洲崎　今議論されているのは、何を開示すべきかの文言が難しいということですか。

○船津　はい。

○洲崎　例えば、その合併に関して別の相手方と交渉したのかどうかといった開示のさせ方ではだめなのですか。

○船津　いえ、あり得るかとは思いますが。

○黒沼　船津さんは、日本法の解釈論として、まず取締役の責務として、一定の場合、事前の探索義務があることを前提に、事前の探索義務を果たされている場合は No Shop 条項でもいいが、事前の探索義務が果たされていない場合には Go-Shop 条項を入れるほうがいいと言われ、それ自体は非常にバランスがとれていると思います。しかし、株主にできるだけ利益を得させる義務があるかどうかというところに踏み込む問題になるかもしれないのですけれども、第一ビッドターとの間で売却の合意ができないと、そもそも会社が売りに出されているかどうか分からないのではないかと私は思うのです。

そうだとすると、多くの場合、第一ビッドターとの合意ができた段階で探索義務が生じ、No Shop 条項ではその義務を果たしたことになるのではないかと。事前の探索義務というのは、アメリカのレブロン基準からいくと、発生例はごくまれであって、最初のビッドターとの合意をしたらそれが発生すると考えて、結論的には、No Shop 条項ではまずいので、Go-Shop 条項を入れたほうがいいということになるのではないかと感じたのですが、どう思われますか。

○船津 私自身も、現実としては、恐らく事前のマーケットチェックというのは非常に難しいのではないかというふうに考えております。

○森田 某航空会社みたいにあかん、あかんと言ってしまったら、いろんな人が声を上げてくるけれども、それでなかったら秘密裏に探さないとしようがないですね。そうすると、その段階で公に危ない、危ないということは言えませんよね。

○加藤 先ほどの黒沼先生の質問は、恐らくレブロン事件というのは、友好的企業買収の取締役の義務一般というよりは、取引保護条項の有効性の話が対象であったことと関連すると思います。取引保護条項の有効性が問題になるのは、一旦ファーストビッドとの契約が生じた場合です。ですから、アメリカ法の理解の仕方なのかもしれませんけれども、要はレブロン基準とか **Go-Shop** 条項というのは、そもそも一旦契約が締結された後に、いわばその契約をどれぐらいの強さで守ることができるか否かに関係するのかもしれません。

○黒沼 一つ想定される例としては、MBOですね。MBOの場合には、はじめからMBOをやるということを決めて、そしていろいろな方策を探るわけですから、合意に達する前に会社が売りに出されているという状態が生じるかもしれませんね。

また、MBOをかけて、それに対して取締役会が賛成の意見表明をしたところ、その後により高いビッドが現れたときに、賛成の意見表明を撤回して第二ビッドのほうに賛成しなければならないかということが、割と深刻な問題としてあるのではないかと思います。

それから、松尾先生が指摘されたことと同じだろうとは思いますが、日本では、差し当たりこの問題というのは、合併とか株式交換の際の条件が公正であったかどうか、公正な価格であったかどうかということを判断するのに、第1段階の公開買付けの際に、対抗公開買付けが行われたかどうかということを参考にする裁判例があると思いますけれども、**No Shop** 条項を置いていると対抗買付は起こりにくいので、どういう条項を置いていたかが公正な価格の判断にどういう影響を及ぼすかという点で、法律問題になりうと思っています。

○北村 2点お伺いしたいと思います。

まず、船津先生がⅢ 1 ①で述べられた事前の探索義務と事後の対応義務の2段階の義務に関してですが、Ⅱ 1 (1)で説明された **Go-Shop** 条項の場合には、事前のマーケットチェックは行わず、対象会社はあらかじめ目星を付けていた第一ビッドに、機密

保持や中立の合意と引き換えにとりあえず Go-Shop 条項への合意に向かって秘密裏に話をするのだということですから、ここでは事前の探索というのではないわけですね。

ここで述べられている「中立」とはどのような意味でしょうか。

○船津 「Standstill」をどう訳すかということですが。

○北村 お伺いしたいのは、「中立」の合意の内容なのですが。

○船津 第一ビッドヤーとなるかもしれない者が対象会社の合意なく公開買付け等に進まないという合意です。

○北村 合意に至る前に公開買付けをして買収してしまうようなことはしないということですか。

○船津 はい。

○北村 それからもう一点ですが、前田先生が指摘された重要財産の譲渡のような一般の取引行為とキャッシュアウトによる組織再編行為の中間に、日本法では「事業譲渡」があります。森田先生は、合併等の組織再編行為では株主総会で承認していれば、取締役の株主に対する義務という点ではオーケーじゃないかということをおっしゃいましたが、事業譲渡には両方の面があるわけですね。すなわち取引行為だけれど株主総会の承認が必要なのです。事業譲渡は船津先生の考え方ではどちらの行為規範でいくのでしょうか。重要財産の処分と同じなのか、本日ご報告されたキャッシュアウト型組織再編行為における行為規範に近いものになるのか、この点はいかがでしょう。

○船津 事業譲渡において株主総会決議が要る趣旨が何かというところにまさにかかわってくると思うのですが、ただ、現金だという最初の最小限のこの報告の趣旨からすれば、通常の資産譲渡と同じというふうに考えていいのかなと、今の時点では思っております。

○北村 事前の探索は通常の経営判断で行い、あとは株主総会の承認を受ければオーケーということですね。

○船津 はい。

○石田 Go-Shop 条項の性質に関連するのですが、船津先生は Go-Shop 条項ではマーケットチェックを行い得るということをご紹介されましたが、結局、これは対象会社の取締役に与えられた権利というふうな位置付けでよろしいのですか。それとも、例えば Go-Shop 期間は解約手数料が安くなっているといったような理由から、より積極的に条件の良い他の買収者を探さなければならない、つまり Go-Shop 条項はそうい

う義務をもたらすものとして位置付けられるといった議論まであるのでしょうか。

○船津　まず契約上は、恐らくは権利だろうということになると思います。当該対象会社においてどうかというと、それがまさに私が申し上げた事前にどれだけやっているかということと相関して義務の重さが決まると裁判所は考えているのではないかと思います。

エンフォースメント

○伊藤　日本法のことでもう少し伺っておきたいことがあります。エンフォースメントの仕組みなのですが、損害賠償請求というのを除けば、日本法上とり得るエンフォースメントの手だてというのは、合併の効力を事後的に争うか、あるいは差止めかということになるかと思います。それで、こういう **Go-Shop** 条項の有無というのは、この辺に落とし込むと、裁判所が合併の条件の相当性を判断するときの一つの考慮要因になるということになりそうです。ただ、そもそも、まず合併条件の不公正を理由とする合併の無効の主張が認められるかという議論がまず一つありますし、あるいはそれと対応して、どの範囲でどういう根拠で合併の差止めに主張できるかという議論が、難しいものとして、まだ解決されていない問題としてあるのですね。

多くの学説は、合併条件の不公正そのものは合併の無効原因にならない、ただし、会社法 831 条 1 項 3 号に該当する場合には、合併承認決議に瑕疵があることから合併無効になるというふうに言っています。それに対応して、合併の差止めのほうも、とにかく合併条件が不公正であれば差し止められるという見解もありますが、むしろそれは少数で、先ほど申し上げた会社法 831 条 1 項 3 号に該当するような合併承認決議の取消事由があるような場合には、それを理由に差止めが認められるというのが、もう少し穏当な主張として大体言われているところです。

あるいは、より差止めができにくい解釈として、会社法上は略式合併の場合しか差止めは定められていないのだから、他は一切だめという解釈もないではありません。いずれにしても、今の日本の会社法の学界で大体多数を占めている考え方からすると、差止めが求められる場合とか、合併を事後的に無効にできる場合というのは、かなり限られています。そうすると、裁判所が合併条件の相当性を判断する局面というのも、それに応じて限られたことになってしまうかとは思いますが。

○前田　合併条件が著しく不公正かどうかは企業価値から客観的に判断するのであって、

マーケットチェックをしていたらはあるかにいい条件の買主が現れたかもしれないということは、合併の著しい不公正の要素には、おそらく従来の解釈論では含めてこなかったと思うのです。従来の解釈を前提にしますと、合併条件の著しい不公正に当たるとして差止めなどを認めるという理屈を使うのは、むずかしいと思いますね。

○龍田　私は合併条件の不公正が合併無効の原因になると言っていますが、これは極めて少数説で皆さんは反対されています。恐らく、公正か不公正かというのは判断がしにくいということが反対の基本的な理由だろうと思います。だから、手続面のほうにどんどん移していくことにはそれなりの合理性があるかもしれないと思うようになりました。今日のご報告で採り上げられた条項が入るか入らないかによって、手続面から適・不適を判断する方向に進歩してきていると見るができるなら、ご報告のような議論は大いに意味があると思いますけれどね。

○洲崎　船津さんのご主張は、合併条件の不公正かどうかを問題とするよりも、株主が合併決議で判断する前に取締役がよりよい条件の合併について交渉したかどうか、それを交渉しないことが取締役の義務違反になり得るという点を問題とすべきであるということかと理解しましたが、場合によっては、360条という、非常にハードルが高い条文ではありますが、そちらで差し止めるということはやはり難しいのでしょうか。

○森田　そうすると責任もあるということになってきますね。

○洲崎　善管注意義務に違反するという法令違反があるということなのだろうと思いますが。

○行澤　それに関して、船津さんは、こういう場合にレブロン義務の日本法的解釈論の可能性を探ろうとされていたと思うのですが、先ほど伊藤先生もおっしゃったように、アメリカ法の発想でいくと、利益相反的状况がより高度な義務を課すということになると思いますね。特に友好的な場合には、非常に利益相反的な要素が大きくなるので、それゆえに高度な義務が課せられるという議論は、日本法でも可能なのではないかと思います。

そうすると、忠実義務との関係をどう考えるかは別として、合併の効力が発生する前であっても、洲崎先生がおっしゃったような差し止めの可能性というのは、そういう高度に高められた善管注意義務違反として構成できるのではないかと思います。そういう考え方の可能性はどうでしょうか。

○船津　伊藤先生の行為規範か評価規範かというところに関係してくるのですが、「買

収の場合に高く売るべきだ」ということは比較的言いやすいと思うのですが、それをどう構成するのかというと、だれに対する義務なのかということがまだすっきりしません。「会社に対する」忠実義務だという理解をUFJの場合なんかだとされておられる方もいらっしゃると思うのですが、本当に「会社に対する」義務なのか、どこまでの内容を含むのかというところを含めて、私自身よく理解ができていなかったで、ちょっと位置付けをあいまいにしたというところではあります。

したがって、しなければいけないだろうと恐らく多くの人が思っていると思われる「買収の際には高い値段で売る」という規範に反したら、それが違法なのかという評価もまた難しいのかなという気がしております、なかなかちょっとそこまで踏み切れないということです。

○行澤　そこは、私は会社に対する高度な義務があるのだと言えいいと思うのです。そして、それを根拠づけるのは、忠実義務ではないのかなと思うのですが。

○志谷　今の議論ですけれども、結局、私は行澤さんとはまた立場は違うのですが、やはり会社法784条の2項で株主が不利益を受けるおそれがあるときには差し止めていいという条文をせっかくつくってくれたわけですから、これが特別支配会社であって支配されていて、総会がないから、いわばその代償措置だという形でそういうふうになされたのかもしれないけれども、せっかく条文があるのだから、これを手がかりにしてももう少し柔軟に差し止めを認めることができるのではないかという見解です。合併無効原因は狭く解することが要求されるとしても、差し止めの場合は、柔軟に解する余地があると考えます。

対象会社取締役の義務内容が取引保護条項の有効性に与える影響

○伊藤　ご報告のⅢ2（1）の取引保護条項の有効性に関する議論ですけれども、こういった取引保護条項の有効性の議論と対象会社の取締役が負っている義務の議論というのは、連動するものなのではないでしょうか。アメリカでは両者は連動するのですが、日本法で考える場合に、そこを連動させる必要があるのかは、ひとつ考えてみる価値はあるかと思います。ご報告で述べられた「会社法的公序」というものから考えていけば、対象会社の取締役の義務のことをあまり考えなくても、少なくとも取引保護条項うちで、もう全くオークションとか、第二ビッドの出現可能性を排除するようなものについては無効であるというような結論は出せるかと思うのですが。

○船津 株主に対する法的義務なのかがよくわからないと言っておきながら，そこでは会社法的公序だと言っているというところの矛盾は十分承知しております。あくまで可能な解釈論の一つということで。

○森田 いろいろご議論を活発にいただきましてありがとうございます。それでは，本日の研究会はこれで終わらせていただきたいと思います。