



Title	MBOの局面において合併契約等締結後に実施されるマーケット・チェックの価格発見機能を減殺する諸要因
Author(s)	津田, 裕介
Citation	阪大法学. 2021, 70(5), p. 103-228
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/87319
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

MBOの局面において合併契約等締結後に実施される マーケット・チェックの価格発見機能を減殺する諸要因

津 田 裕 介

目 次

- 第一 問題の所在
- 第二 マーケット・チェックに期待される機能（価格発見機能）
 - 一 マーケット・チェックの意義と日本における現状
 - 二 米国においてマーケット・チェックが重視される理由
 - 三 オークションが十分に機能しないと考えられる場合
- 第三 MBOにおいて実施されるマーケット・チェックのオークション形式
 - 一 契約締結前のマーケット・チェックのオークション形式
 - 二 契約締結後（go-shop 手続）のマーケット・チェックのオークション形式
 - 三 小括
- 第四 契約締結後（go-shop 手続）のマーケット・チェックの価格発見機能を減殺する諸要因
 - 一 米国において go-shop 手続が有効であると評価されるに至った背景及び go-shop 手続の現状
 - 二 対象会社としての経営陣固有の価値

- 三. 情報の非対称性 (information asymmetry) と勝者の呪い (winner's curse)
- 四. 価格上昇を忌避する経営陣の経済的インセンティブ
- 五. 投資銀行による利益追求のインセンティブ
- 六. go-shop 手続の設計・構築及び実施に伴う諸問題
- 第五. 結び

第一・問題の所在

二〇一九年六月二八日に経済産業省によって策定された「公正なM&Aの在り方に関する指針―企業価値の向上と株主利益の確保に向けて―」では、MBOなどの構造的利益相反関係の認められる取引における公正性担保措置の一つとして、マーケット・チェックが明記された。

マーケット・チェックは、主に米国における企業買収の局面で用いられてきた。米国では、買収契約などの締結前に対象会社が自ら買収候補者を勧誘する積極的マーケット・チェックが一般的であるとされている。しかし、日本においては、契約締結前に積極的マーケット・チェックを実施することは時期尚早であるとして、慎重に解する立場が優勢であるように思われる。そのため、日本においてMBOが実施された場合、マーケット・チェックの当面の運用としては、従来通り取引公表後の公開買付期間を法定の期間よりも長期に設定し、対抗提案の出現を待つという間接的マーケット・チェックが実施されるものと考えられる。

しかし、仮に上記のような間接的マーケット・チェックが実施されたとして、当該間接的マーケット・チェックが構造的利益相反関係に対する有効な公正性担保措置となり得るかどうかは、なお検討の余地があるように思われる。マーケット・チェックの議論が蓄積されている米国においては、マーケット・チェックが買収者間での対象会

社のオークションに類似していると評価し得ることから、オークション理論の知見を借りつつマーケット・チェックの有効性についての分析がなされている。そしてそこでは、マーケット・チェックが機能したかどうかについて、日本において議論されている以上に実質的に踏み込んだ分析が展開されている。具体的には、マーケット・チェックを実施したとしても、そもそも対抗提案者が出現しなかったり、逆に対抗提案者が出現したとしても十分に買収対価の引上げがなされなくなる要因が紹介されている。

そこで、本稿では、米国においてどのような要因がマーケット・チェックの有効性を阻害すると考えられているかを紹介する。これらの要因を紹介することは、日本のMBOの局面で当面の間実施されると考えられる契約締結後の間接的マーケット・チェックの場面においても、当該間接的マーケット・チェックが対抗提案者を出現させ、ひいては買収対価を引き上げるに足る有効なものであったと評価し得るかについての一つの考慮要素を提示することにつながると思われる。

本稿における検討は、以下の順序で行われる。

まず、企業買収の局面で、マーケット・チェックにどのような機能が期待されているかを紹介する。そして、その際に、日本においてマーケット・チェックがどのように行われているかという現状と、米国においてマーケット・チェックが盛んに実施されてきた理由を検討する。特に、米国においては、マーケット・チェックの議論が経済学上のオークション理論に基づいて発展してきたこと及びオークション理論といえども十分に機能しない場面があることを示す。(第二)

上記の検討を踏まえて、特にMBOの局面において、実際にマーケット・チェックが行われる場合に、理論上どのような類型のオークションが実施されるかを紹介する。具体的には、契約締結後のマーケット・チェックでは、

オークション理論という英国型オークション（公開かつ価格引上げ型のオークション）が実施されるということと、買収者の性質によつて対象会社の本源的企業価値の評価方法が変化し得ることを示す（第三）。

つぎに、米国において契約締結後の go-shop 手続が有用であると評価されるに至った背景に触れたあと、どのような要因が go-shop 手続において実施されるマーケット・チェックの有効性を阻害するのかを検討する。具体的には、①対象会社にとつての経営陣固有の価値、②情報の非対称性と勝者の呪い、③取引価格上昇を忌避する経営陣の経済的インセンティブ、④投資銀行による利益追求のインセンティブ、⑤ go-shop 手続の設計・構築及び実施に伴う諸問題である。これらの要因の検討の際には、必要に応じて経済学上のオークション理論において指摘されている弊害に言及し、それらの弊害が企業買収の局面においても妥当し得ることを示す（第四）。

最後に、今後の検討課題を示して、結びとする（第五）。

第二、マーケット・チェックに期待される機能（価格発見機能）

一、マーケット・チェックの意義と日本における現状

（一）マーケット・チェックの意義

マーケット・チェックとは、M & Aにおいて他の潜在的な買収者による対抗的な買収提案が行われる機会を確保すること⁽¹⁾をいう。マーケット・チェックの方法としては、市場における潜在的買収者の有無を調査・検討する積極的マーケット・チェックと、M & Aに関する事実を公表し、公表後に他の潜在的買収者が対抗提案を行うことが可能な環境（たとえば、対抗提案が可能な期間を長期間確保する、対抗提案者が対象会社と接触等を行うことを過度に制限するような内容の合意を行わないなど）を構築した上でM & Aを実施する間接的マーケット・チェックとが

ある。⁽²⁾

そもそも、多数株主による少数株主（以下、対象会社の少数株主を「一般株主」という）の締出しを伴うM&A取引や経営陣によるMBOの場面では、多数株主ないし経営陣と、対象会社から締め出される一般株主との間に、構造的利益相反関係が存在する。⁽³⁾とりわけ、MBOの場合、本来は企業価値の向上を通じて株主利益を代表するべき対象会社の取締役が自ら対象会社株式を取得するため、取締役と一般株主との間に、対象会社の買主と売主という関係が生じる。取締役が自身の買主としての地位を重視して取引条件を決定した場合、一般株主に保障される対価が不当に低くなるおそれがある。したがって、MBOの場面では、取締役による取引条件の交渉及び判断が、対象会社の株主（とりわけ一般株主）の利益に忠実に行われることは期待できない。そのため、MBOでは、構造的利益相反関係のある取締役に代わって、独立した特別委員会⁽⁴⁾による取引条件の判断・交渉が期待されている。⁽⁵⁾

M&A指針では、上記の特別委員会が、情報を得た上で、対象会社の一般株主の利益を図る立場から当該M&Aの是非、取引条件の妥当性、手続の公正性について判断を行う役割を担うとされている。そして、特別委員会は、この手続の公正性の判断に際して、各種の公正性担保措置の必要性や実施方法を検討する。⁽⁶⁾マーケット・チェックは、公正性担保措置の一つとして位置付けられている。すなわち、MBOにおいてマーケット・チェックを実施し、⁽⁷⁾他の潜在的な買収者による対抗的買収提案が行われる機会を確保すれば、当初の買収提案よりも条件のよい対抗提案を行う対抗提案者の存否の確認を通じて対象会社の価値や取引条件の妥当性に関する重要な参考情報が得られる。また、当初の買収提案者は対抗提案が出現する可能性（特に、買収対価につき、当初の買収者提案と対抗提案者との間での価格競争が生じる可能性）を踏まえ、想定される対抗提案以上の取引条件を提示することが期待される。これにより、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、企業価値を高めつつ一般株主にとってで

さる限り有利な条件でMBOが行われることに資するという機能を持つ⁽⁸⁾。仮にこうした対抗提案がなされた場合、当該対抗提案が具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案である限り、対象会社の取締役会及び特別委員会は、当該対抗提案の内容を真摯に検討する必要がある⁽⁹⁾、合理的な理由なくこれを拒絶することは適切ではないとされる。基本的には、買収対価（一般株主が享受する利益）が高い提案は対象会社の一般株主の経済的利益の保護により資するものであるといえるため、特別委員会は、合理的な理由がない限り、買収対価のより高い提案を行った買収者と取引を実施することになると解される。

（二）日本におけるマーケット・チェックの現状

上記のようなマーケット・チェックの利点にもかかわらず、日本でMBOが実施される局面では、契約締結前に積極的マーケット・チェックが実施された例はほとんどみられない。たとえば、M&A指針の策定前である二〇一四年一月一日以降二〇一七年二月三十一日までに開始された公開買付けであって、かつMBOの事例（二〇件）に関する公開買付け届出書の記載を調査した先行研究によれば、対象会社による入札手続が行われたことを明記している例はなく、また、複数の候補者と協議を行った旨を明記しているのは、わずか一件のみであった⁽¹⁰⁾。これは、①公表前に多数の買収候補者にアプローチすることによって、競業他社などに情報が流出したり、情報漏洩によって対象会社の従業員・取引先や事業などに混乱を与えるなどにより、対象会社の経営に悪影響が生じるおそれ、②情報漏洩などにより株価が上昇する結果、十分なプレミアムを付したM&Aまで不成立となるおそれ、③②の結果として、企業価値の向上に資するような積極的意義を有するM&Aを過度に抑制するおそれがあるからであると考えられる。実際に、M&A指針においても、積極的マーケット・チェックの有用性を認めつつも、常に積極的マーケット・チェックが実施されることが望ましいとはいえない旨明記されている⁽¹³⁾。また、M&A指針策定後である二〇一

九年六月二八日以降二〇二〇年三月三十一日までの間に対象会社により公開買付けなどが行われた取引においても、M & A 指針が直接の対象とするMBO事例では、積極的マーケット・チェックは全く実施されていないようである。⁽¹⁴⁾確かに、日本の会社支配権市場(M & A 市場)の流動性は米国ほど高いとはいえない。⁽¹⁵⁾そのため、仮に対象会社が積極的マーケット・チェックを実施したとしても、十分な数の対抗提案者が対象会社の買収過程に参入するかどうかは不明瞭な場合がある。そこで、日本においては、取引公表後、対抗提案が可能な期間を比較的長期間確保したり、対抗提案者が対象会社と接触することを過度に制約するような内容の合意を行わないといった間接的マーケット・チェックが一般的である。この傾向は、M & A 指針の策定前後を問わずみられる。⁽¹⁶⁾

このような日本におけるマーケット・チェックの実施状況を前提とすると、少なくとも、日本において契約締結後に実施される間接的マーケット・チェックが公正性担保措置として十分に機能したと評価されるためにはどのような問題点に注意するべきかという考察がなされる必要があると考えられる。なぜなら、会社支配権市場の流動性が乏しいと評価される日本のMBOの局面で、契約締結後の間接的マーケット・チェックを実施したが対抗提案がなされなかった場合に、当該間接的マーケット・チェックが有効に機能したと考えられるものの、なお対抗提案がなされなかったのか、そもそも間接的マーケット・チェックに何らかの問題があつて十分に機能しなかったために対抗提案がなされなかったのかは、なお検討されるべきであるといえるからである。⁽¹⁷⁾特に、最も多くの対抗提案がなされると考えられるのはどのような条件が揃った場合か(あるいは、どのような問題点が解消された場合か)を明らかにすることが、間接的マーケット・チェックが公正性担保措置として有効に機能したかを判断する基準となると考えられる。

このように、マーケット・チェックが公正性担保措置として有効に機能したと評価されるのはどのような場合か

を検討する際には、米国デラウェア州の判例法理や学説における議論が参考になると思われる。⁽¹⁸⁾ 米国デラウェア州では、近時、MBO等において株式買取請求権が行使される事例 (appraisal arbitrage) が増加している。それに伴って、裁判所が対象会社株式の「公正な価値 (fair value)」を算定しなければならない局面が増加している。⁽¹⁹⁾ そして、米国デラウェア州の裁判所は、「公正な価値」を算定するに際して、対象会社の売却過程が頑健 (robust) であるといえる場合には、合併対価等の取引価格 (deal price) を公正な価値の算定に利用する傾向にある。米国デラウェア州の裁判所は、上記の売却過程の頑健性を判断するに際して、頑健で利益相反のないマーケット・チェックが実施されたかどうかを考慮要素の一つとしている。⁽²⁰⁾

このこともあって、米国では、マーケット・チェックの実施を重視する議論が比較的多く蓄積されている。マーケット・チェックの実施を重視する学説には、マーケット・チェックが実施され対抗提案者が対象会社の買収に参入したとしても、買収対価を巡る十分な価格競争がなされなくなるおそれのある要因や、そもそも対抗提案者が出現しにくくなるおそれのある要因について言及する見解がある。⁽²¹⁾ これらの要因を紹介することで、マーケット・チェックの有効性を阻害する問題点としてどのようなものがあるか、どのような対策を講じればそうした問題点が解消ないし緩和され、間接的マーケット・チェックが有効であると評価されるかが明らかになると考えられる。このような観点に基づいて、以下では、米国においてマーケット・チェックが重視されている理由 (具体的には、オークション理論及び米国の学説において言及されているオークションの利点) を検討する。

二、米国においてマーケット・チェックが重視される理由

まず、米国においてなぜMBO等の企業買収の局面でマーケット・チェックが有効とされてきたかを検討する。

МВО等の企業買収に際して問題となる会社支配権を取得する市場においては（多数の同一性ある株式が極めて多くの市場参加者の取引対象となっている一般の株式流通市場とは異なり）、対象会社と完全に相等的い会社は存在しない。このように、会社支配権取得市場は、市場効率性の要件である流動性及び代替性を欠くため、効率性が低いとされる。⁽²²⁾

そして、МВОの局面でマーケット・チェックが実施された場合、対象会社は、原則として買収者のうちで最も高い買収対価を提案した者と取引を締結すると解される。そのため、対象会社を買収しようとする買収者は、他の買収者よりも高い買収対価を対象会社に提示する必要がある。この意味で、マーケット・チェックは、入札者間で入札額について価格競争を行い、最終的に対象物を最も高く評価した者が当該物を獲得するというオークション（auction）に類似する。⁽²³⁾ 実際には、マーケット・チェックの理論的根拠は、経済学上のオークション理論に基づいている。⁽²⁴⁾

ここで、オークション理論の想定する標準的なオークション・モデルでは、いくつかの前提条件⁽²⁵⁾のもとで、入札者が多くなればなるほど、オークション対象物をめぐる価格競争が活発化し、売主の期待収入が高くなる⁽²⁶⁾ことが示されている。そして、オークションを実施して価格競争を活発化させる方が、交渉よりも売主の期待収益を増加させることを主張する見解⁽²⁷⁾があるなど、オークションは売主に可能な限り最大の価格を保障すると考えられている（オークションの価格発見機能⁽²⁸⁾）。

このように、入札者間での価格競争が活発になればなるほど売主の期待収入が増加するというオークションの機能は、会社支配権市場における効率性の低さを補う効果があると考えられてきたといえる。入札者（買収者）が限定され、活発な価格競争が起こりにくい企業買収の局面においても、対象会社の売却過程にできるだけ多くの買収

者を参加させて価格競争を活発化させることで、対象会社の株式の売却価格すなわち取引価格を引き上げるという目的を達成することが可能となると考えられるからである。

そのため、とりわけMBOの文脈においては、市場における他の買収者の勧誘（market canvass）⁽²⁹⁾、すなわちマーケット・チェックが価格の最大化をもたらすと考えられてきた。対象会社の売却につきマーケット・チェック（オークション）を実施し、買収者（入札者）による価格競争が実施によって形成された取引価格については、当該取引価格は既に可能な限り最大化されていると考えられるため、当該価格について対象会社の経営陣が非難されることはない。したがって、対象会社の経営陣（売主）は、対象会社の売却過程においてマーケット・チェックを実施するインセンティブが与えられているといえる。

このように、対抗入札者の出現ないしその出現可能性によって明示又は黙示の対象会社のオークションすなわちマーケット・チェックが実施された場合、当該マーケット・チェックは対象会社の一般株主に対して支払われる買取対価（取引価格）を最大化すると考えられてきた。このことは、マーケット・チェックの結果形成された当該取引価格が、「公正な価値」であることを保証するという働きを持つ⁽³⁰⁾。そのため、対抗提案者の勧誘を通じた対象会社のマーケット・チェックが実施され、かつ当該マーケット・チェックが機能しているといえる場合には、対象会社の特別委員会は経営陣との間で取引条件につき積極的な交渉を行う必要はないと考えられてきた⁽³¹⁾。MBOの局面で、もし経営陣の提示した買取対価が低ければ、マーケット・チェックの実施によって出現した対抗提案者によって当該価格は引き上げられると考えられるため、対抗提案者の出現による価格引上げを是認しない経営陣は、当初から対抗提案者が出現しないような価格を提示すると考えられるからである⁽³²⁾。

三、オークションが十分に機能しないと考えられる場合

上記のように、マーケット・チェックは、入札者を増やして価格競争を活発化させることで売主の期待収入を増加させることができるというオークション理論に依拠する制度である。しかし、マーケット・チェックの依拠するオークション理論においても、オークションを実施したからといって常に価格を最大化するわけではないことが示されている。そのため、МВО等の企業買収の局面でマーケット・チェックを実施したからといって、常に売主の期待収入が最大化されるわけではないと考えられる。

たとえば、後に検討するように、実際にオークションが実施される状況によっては、情報の非対称性 (information asymmetry) に伴う勝者の呪い (winner's curse) と呼ばれる問題が発生する可能性がある。勝者の呪いが懸念される場合には、入札者が多ければ多いほど勝者の呪いの影響が顕著になり、各入札者は自身の評価値よりもより一層低い価格を入札することが示されている⁽³³⁾。したがって、МВО等の企業買収の局面であっても勝者の呪いが懸念される場合には、単に対抗提案者を増やしたからといって価格競争が活発化する (取引価格が引き上げられる) という帰結をもたらすとは限らないといえる。それにもかかわらず、オークション理論の想定する標準的なモデルは、上記の勝者の呪いのようなオークションの価格発見機能を減殺する要因が、実際にマーケット・チェックが実施される際にどのように影響しているかを十分には説明していない⁽³⁴⁾。

本来、マーケット・チェックが依拠するオークションの価格発見機能は、買収者とりわけ対抗提案者がМВОにおける公正な取引の場 (a level playing field) に参加し得る場合にのみ成り立つものである。それにもかかわらず、実際には、以下で紹介するМВОにおける取引の場の公正性を歪める要因 (①対象会社にとつての経営陣固有の価値、②情報の非対称性と勝者の呪い、③価格上昇を忌避する経営陣の経済的インセンティブ、④投資銀行による利

益追求のインセンティブ、⑤ go-shop 手続の設計・構築及び実施に伴う諸問題）が存在するため、対抗提案者が出現しにくくなっている、すなわちマーケット・チェックの有効性が減殺されているおそれがある。⁽³⁵⁾ 少なくとも、対象会社の特別委員会が実施したマーケット・チェックが頑健なものであったかを判断する前提として、対抗提案者が対抗提案を提出しやすい状況で MBO が行われたかどうかを確認する必要があるように思われる。

そこで、日本における MBO の局面で契約締結後 (go-shop 手続) のマーケット・チェックの有効性、すなわち対抗提案者が対抗提案を提出しやすい状況で MBO が行われたといえるか否かをどのように判断すればよいかについての示唆を得るにあたって、以下のような順序で検討を進めたい。

まず、MBO の局面においてマーケット・チェックが実施される際に、どのようなオークション形式でマーケット・チェックが実施されていると考えられるかを、契約締結の前後という時系列に着目して整理する。

次に、上記整理を前提としつつ、オークション理論やマーケット・チェックの議論において指摘されている問題点がどのように契約締結後のマーケット・チェックの有効性を減殺するおそれがあるのかを確認する。その際には、DⅡ事件などを参考に、これらの各要因が契約締結後のマーケット・チェックに対してどのような影響を与えた⁽³⁶⁾と考えられるかを適宜紹介する。

なお、本来ならば、マーケット・チェックが有効に機能したといえるかどうかは、合併契約等締結の前後を含めて、対象会社の売却過程全体の頑健性の判断を通じて検討されるべきであると思われる。それゆえ、上記各要因が契約締結後のマーケット・チェックのみならず、契約締結前のマーケット・チェックにどのように影響したかも併せて論じられることが望ましい。しかし、本稿は、日本において契約締結前のマーケット・チェックがほとんど実施されておらず、契約締結後のマーケット・チェックが一般的であるという実情に着目して、MBO における契約

締結後のマーケット・チェックの有効性（価格発見機能）が減殺されるのはどのような要因がある場合かを分析することに主眼をおいている。契約締結前のマーケット・チェック（及びオークション）の特徴に関連する言及は、契約締結後のマーケット・チェック（及びオークション）の特徴をより明確に説明するためのものととどまる。上記各要因が契約締結前のマーケット・チェックにどのように影響するかについては、別稿で検討することを予定している。

また、マーケット・チェックの有効性を減殺する上記各要因に対して、これらの各要因がもたらす弊害を解消し、マーケット・チェックの有効性を担保するためにはどのような工夫をするべきかという対策も併せて論じられるべきであるように思われる。しかし、これらの対策には、本稿が直接の検討対象とする契約締結後のマーケット・チェックのみならず、契約締結前のマーケット・チェックの有効性を担保する上で役に立つものが含まれている。そのため、これらの対策は、本稿で検討する各要因が契約締結前のマーケット・チェックの有効性にどのような影響を与えるかということも検討した上で論じることが適切であるように思われる。本稿では、あくまで契約締結後におけるマーケット・チェックの有効性を阻害する要因を指摘するにとどめる。各要因の弊害に対する対策については、上記各要因が契約締結前のマーケット・チェックに与える影響も踏まえつつ、やはり別稿で検討することを予定している。

第三、MBOにおいて実施されるマーケット・チェックのオークション形式

一、契約締結前のマーケット・チェックのオークション形式³⁷⁾

以下では、MBOにおいてマーケット・チェックが実施される場合のオークション形式が、オークション理論の

いうどの種類のオークションに該当するかについて検討する。

まず、契約締結後のマーケット・チェックのオークション形式の特徴を明確にするために、契約締結前のマーケット・チェックのオークション形式を確認する。

契約締結前に対抗提案者の勧誘がなされる場合は、マーケット・チェックのオークション形式は、一位価格封印入札（あるいは、一位価格封印入札に類似する形式⁽³⁸⁾）となると考えられる。

これは、契約締結前の段階では、対象会社と買収者との間での取引条件に関する交渉は水面下で行われるのが一般であるため、対象会社はどの買収者から買収オファーがなされたかや、どの買収者が対象会社の株式にいくらの値段をつけて入札しているかなどを公表しないと考えられるからである⁽³⁹⁾。

二. 契約締結後 (go-shop 手続) のマーケット・チェックのオークション形式

これに対して、契約締結後に対抗提案者の勧誘がなされる場合は、マーケット・チェックのオークション形式は、英国型となると考えられる。

これは、対象会社がある買収者と対象会社の買収に関する契約を締結した後は、当該契約で合意された買収対価（取引価格）が対外的に公表され、他の買収者は当該取引価格を参考にして（場合によっては自身の取引価格を修正して）対抗提案を提出することが可能となるからである。

たとえば、対象会社の買収に際して対象会社株式の公開買付けを先行させ、その後に対象会社の少数株主の締出しを伴ういわゆる二段階買収の方法で企業買収が実施される際には、公開買付けに際して公表される公開買付届出書などにより、公開買付価格が明らかに⁽⁴⁰⁾なる。そのため、公開買付けにより対象会社の株式を取得しようとしてい

る買収者が対象会社の株式をいくらかと金銭評価したかが対外的に明らかになる。

また、二段階買収以外の方法で企業買収が実施される際には、対象会社と契約を締結した買収者との間で合意された取引価格につき、対象会社の株主総会での承認を得ることが要求される⁽⁴⁾。そのため、二段階買収以外の方法で企業買収が実施される場合も、株主総会議事録等により、対象会社と契約を締結した買収者が対象会社の株式をいくらかと金銭評価したかが対外的に明らかになる。

このように、企業買収が二段階買収及びそれ以外の方法のいずれで実施される場合であっても、契約締結後には当初からの買収者が提示した取引価格が明らかになる。そのため、対抗提案者は、当初からの買収者の取引価格を参考に自らの買収提案を行うことが可能となる。したがって、契約締結後 (go-shop 期間中) に対抗提案者が現れた場合、マーケット・チェックのオークション形式は英国型で実施されと考えられる。

三. 小括

このような入札者の性質及び企業買収におけるオークション形式の違いを踏まえ、以下では、米国において契約締結後に go-shop 手続を実施することが有用であると評価されるに至った背景及び go-shop 手続の現状に触れた上で、go-shop 手続が実施される際にマーケット・チェックの価格発見機能が十分に機能しないのはどのような場合かを検討する。具体的には、買収者が増えても入札額 (取引価格) が引き上げられないという状況や、そもそも買収者がオークションに参加することを阻害するという状況を生み出すと考えられる要因について、オークション理論の知見を参考に、可能な限り詳細に検討する。

第四、契約締結後 (go-shop 手続) のマーケット・チェックの価格発見機能を減殺する諸要因

一、米国において go-shop 手続が有効であると評価されるに至った背景及び go-shop 手続の現状⁽⁴²⁾

(一) 背景

まずは、米国における MBO の局面で go-shop 手続が有効であると考えられ、広く実施されるようになった背景を確認する。

デラウェア州最高裁判所は、いわゆる Revlon 事件⁽⁴³⁾において、会社の「売却」(“sale”)または「解散」(“break up”)が「決定的 (“inevitable”)」になった場合、当該会社の取締役は「会社の擁護者 (defenders of the corporation bastion) から、会社の売却によって株主のために最良の価格 (“the best price”) を獲得することを義務とする競売人 (auctioneers)」に変化すると判示した。⁽⁴⁴⁾このような株主のために最良の価格を獲得することを内容とする義務は、レブロン義務と呼ばれることがある。⁽⁴⁵⁾そして、対象会社 (売主) 側の取締役ないし取締役会がこのレブロン義務を果たすための方法は、M & A 市場において複数の買収候補者を勧誘し、対象会社を最も高く評価する買収者 (最も高い取引価格を提示した買収者: the highest bidder) との間で合併契約を締結することであると考えられてきた。⁽⁴⁶⁾

go-shop 手続の実施が一般的となる以前 (二〇〇五年頃まで) は、no-shop 条項を用いた市場勧誘の方法が多くみられた。すなわち、対象会社は合併契約等を締結するよりも前の段階で複数の買収候補者を勧誘し、最も高い取引価格を提示した買収者 (the winning bidder) との合併契約 (取引) を公表する。当該合併契約には、no-shop 条項と呼ばれる条項が盛り込まれる。この no-shop 条項は、合併契約締結からクロージングに至るまでの期間中、対象会社が他の買収候補者を自ら積極的に勧誘することを禁止するという内容のものである。⁽⁴⁷⁾

これに對して、二〇〇〇年代半ば以降は、go-shop 手続を用いた市場勧誘が一般的になった。すなわち、対象会社の買収に興味・関心を示した買収者が対象会社と接触し、対象会社との間で秘密保持契約⁽⁴⁸⁾を締結する。秘密保持契約を締結した買収者は、買収条件について対象会社と排他的に交渉する。買収者と対象会社との間で買収条件について合意に達した後で、合併契約（取引）が公表される。当該合併契約には、(no-shop 条項に代わって) go-shop 条項が盛り込まれる。この go-shop 条項は、no-shop 条項とは対照的に契約締結を公表した後の一定期間において、対象会社が他の買収候補者を積極的に勧誘することを許容するという内容のものである。したがって、no-shop 条項を用いた M & A 取引と go-shop 条項を用いた M & A 取引との端的な違いは、前者におけるマーケット・チェックが契約締結前に行われるのに対して、後者におけるマーケット・チェックが契約締結後に実施されるという点にある⁽⁴⁹⁾。

合併契約において go-shop 条項が盛り込まれる場合、通常は二種類の解約金条項 (“bifurcated” breakup fee) も含まれる。すなわち、go-shop 期間中により良い取引条件を提示する対抗提案者が現れた場合、対象会社は低額の解約金（典型的には取引価値ないし株式価値 (the deal value) の一〜三%) を当初買収者 (MBO では、対象会社の経営陣及び当該経営陣とパートナー関係にある契約締結時の買収者をいう。) に対して支払う。これに対して go-shop 期間の終了後であるが当初の取引（合併等）がクロージングを迎えるよりも前により良い取引条件を提示する対抗提案者が現れた場合、対象会社は高額な解約金（典型的には取引価値ないし株式価値の二〜四%）を当初買収者に対して支払うというものである。対象会社の取締役会は、前者のような go-shop 期間中によりよい条件の取引を提示する対抗提案者が現れた場合、当該対抗提案者を特別当事者 (the Excluded Party)⁽⁵⁰⁾ に指定することが可能となる。対抗提案者が対象会社取締役会によって特別当事者に指定されれば、対象会社は当初買収者に対して

低額の解約金を支払えばよいという便益を獲得する。対象会社が高額の解約金を支払わなければならない場合（すなわち対抗提案者が特別当事者に指定されなかった場合）には、その分金銭等の会社財産が対象会社から流出することになるから、対抗提案者からみた買収対象としての対象会社の魅力は低くなるといえる。そのため、一般的には、対抗提案者はgo-shop期間中に対抗提案を行って、特別当事者の地位を獲得することを望むと考えられる（なお、契約によっては、対抗提案者が当初買収者に対して一定額の解約金を支払うことを約定するものもある。こうした内容の解約金条項が盛り込まれた場合は、より直接的に対抗提案者に多くの買収コストを課すという効果を持つ）。対抗提案がなされた場合に備えて、当初買収者にはマッチ・ライトが与えられることが一般的である。⁽⁵¹⁾ マッチ・ライトが行使された場合には、当初買収者が対抗提案者による対抗提案に対抗してさらに良い条件の取引を提案するかどうかを確認するために、対象会社は当初買収者と誠実に（in good faith）三～五営業日にわたって交渉する必要がある。通常は、当初買収者は対抗提案がなされる度にマッチ・ライトを行使すると考えられる。したがって、あくまでも理論上は、マッチ・ライトが行使されればされるほど、当初買収者と対抗提案者との間で激しい価格競争が行われることになるから、取引価格は上昇することが予想される。⁽⁵²⁾

このような価格競争を経て、対抗提案者が最終的な落札者となった場合、対象会社ないし対抗提案者は当初買収者に対して低額の解約金を支払う。そして、対象会社は当初買収者との合併契約を解除し、対抗提案者と新たな合併契約を締結することになる。

なお、go-shop期間の長短及び解約金額の多寡は、当初買収者による対象会社の買収を確実にするか否かに直結するものである。そのため、対象会社及び当初買収者との間で合併契約が締結される際に激しく交渉されるポイントとなっている。⁽⁵³⁾

(11) go-shop 条項を用いた取引の評価

(a) デラウェア州裁判所による go-shop 条項の有効性の評価

go-shop 条項の有効性について、デラウェア州衡平法裁判所は、次の二件の事例において、以下のような判断を下している。

第一に、Toppis 事件⁽⁵⁴⁾における go-shop 条項は、以下のような内容であった。すなわち、go-shop 期間は四〇日間であると定められており、当初買収者にはマッチ・ライトが与えられていた。⁽⁵⁵⁾ 解約金については、go-shop 期間中に出現した対抗提案者との間で最終的に合併契約を締結することになった場合には取引価値の三%、go-shop 期間終了後に出現した対抗提案者との間で最終的に合併契約を締結することになった場合には取引価値の四・六%に相当する金銭をそれぞれ対象会社 (Toppis) が当初買収者に対して支払うという内容になっていた。⁽⁵⁶⁾ デラウェア州衡平法裁判所は、上記のような go-shop 条項につき、対象会社の取締役 (会) のレブロン義務には違反しないとし、go-shop 条項の有効性を認めた。⁽⁵⁷⁾

第二に、Lear 事件⁽⁵⁸⁾における go-shop 条項は、以下のような内容であった。すなわち、go-shop 期間は四五日間であると定められていた。⁽⁵⁹⁾ そして、当初買収者にはマッチ・ライトが与えられたほか、⁽⁶⁰⁾ 解約金については、go-shop 期間中に出現した対抗提案者との間で最終的に合併契約を締結することになった場合には取引価値の二・七九%、go-shop 期間終了後に出現した対抗提案者との間で最終的に合併契約を締結することになった場合には取引価値の三・五二%に相当する金銭をそれぞれ対象会社 (Lear) が当初買収者 (Icanh) に対して支払うという内容になっていた。⁽⁶¹⁾ しかし、対象会社が低額の解約金を支払うことが認められるためには、go-shop 期間である四五日間に、対抗提案者による優越提案がなされ、マッチ・ライト条項に規定された一〇日間を経過し、さらに当初買収者との

間でなされた合併契約を解除し、対抗提案者との間で新たな合併契約が締結されることなど、非常に多くのこと (the whole shebang) が要求されていた。デラウェア州衡平法裁判所は、go-shop 期間内に対象会社がこうした多くのことを完了することは困難であったと考えられることから、Leat 事件における go-shop 条項の有効性に否定的な評価を行った。⁽⁶²⁾

これらのいずれの裁判例も、go-shop 条項が適切に構築されていれば、対象会社の取締役 (会) がレブロン義務を充足する手段となり得ることを示唆しているという点で共通しているといえる。

(b) go-shop 条項に対する学説上の評価及び実証研究

go-shop 条項の有効性についての学説上の評価は、肯定的な評価と否定的な評価とに分かれていた。

go-shop 条項を肯定的に評価する見解としては、まず① M & A 取引において売主が積極的に対抗提案者を勧誘することを認める go-shop 条項が盛り込まれるようになったことは、売主の交渉力 (seller bargaining power) の表れである (すなわち、売主にとって有利な取引条件を買取者側から引き出すことが可能となっている) とし、その結果取引価格が引き上げられ、対象会社の株主により多くの利益をもたらしているとするものがある。⁽⁶³⁾ また、② go-shop 条項が用いられる取引では当初買取者と対象会社とは契約締結前に独占的に交渉を行うことが可能であることから、当初買取者はこの契約締結前の独占的交渉権を獲得することの価値を高く評価して高い取引価格を付ける。その結果、対象会社の株主はより多くの利益を得られるとするものがある。⁽⁶⁴⁾

これに対して、go-shop 条項を否定的に評価する見解は、go-shop 条項の追加によって、契約締結前の段階における買取者の勧誘を行わなくてもよいという口実を対象会社に与えることとなっており、主に買取者にとって有利に働くものであるとする。⁽⁶⁵⁾

Subramanian 教授が実施した go-shop 条項を伴う取引に関する実証研究⁽⁶⁶⁾では、go-shop 条項が設けられた取引において、go-shop 期間中により良い条件（とりわけ取引価格）を提示する対抗提案者がしばしば出現したこと、及び当初買収者に対して契約締結前の段階で独占的交渉権を付与することで当初買収者からも（僅かではあるが）より高い価格を引き出していることが明らかにされた。⁽⁶⁷⁾その後になされた実証研究も、Subramanian 教授らが実施した実証研究の結果を確認するものが多い。⁽⁶⁸⁾

他方で、上記と反対の結果を提示する実証研究も存在する。⁽⁶⁹⁾具体的には、go-shop 条項を用いた取引では、当初買収者が提示する買収提案において付されたプレミアムの額が統計上有意に減少する結果となった。それにもかかわらず、go-shop 期間中に取引価格を引き上げる対抗提案者（deal jumpers）はそれほど出現しないため、仮に go-shop 手続を実施したとしても当初買収者によるプレミアムの減少分を補うには至らなかったことを報告している。すなわち、この実証研究は、go-shop 手続がもはや取引価値を高めているとはいえないことを示唆する結果になっている。

しかも、前述の Subramanian 教授が実施した実証研究においても、特に MBO において契約締結後に go-shop 条項に基づくマーケット・チェックが実施された場合、当初買収者よりもより良い条件の対抗提案がなされた事例は全く存在しなかったことが明らかになっている。すなわち、MBO の局面で go-shop 手続が実施されたとしても、当初買収者と対抗提案者との間で価格競争が行われず、go-shop 手続が有効に機能していないおそれが指摘されている。⁽⁷⁰⁾

このことから、Subramanian 教授は、go-shop 手続が当初買収者と対抗提案者との取引価格を巡る価格競争を通じて対象会社の株主により多くの経済的価値を提供するものであるという従来の評価を再考する必要があるとする。⁽⁷¹⁾

特に、MBOの局面では、対象会社の売却手続の頑健性を判断する上で、go-shop手続が有効に機能したか否か（とりわけ、go-shop期間の長短、解約金の金額の多寡、どのような内容のマッチ・ライト条項が付与されていたかなど、go-shop条項の具体的な内容）が詳細に検討されるべきであるとする。⁽⁷²⁾このような観点に基づいて、Subramanian教授は、go-shop手続の有効性（価格発見機能）を減殺し得ると考えられる複数の要因を指摘する。

米国において問題とされているこれらの要因をできる限り詳しく検討することは、日本において主流となつていく契約締結後におけるマーケット・チェックの問題点を明らかにすることにもつながり得ると考えられる。そこで、以下では、どのような要因がgo-shop手続の有効性を減殺しているといえるのか、順次検討を行う。⁽⁷³⁾

二．対象会社にとっての経営陣固有の価値⁽⁷⁴⁾

（一）私的価値 (private values) と共通価値 (common values)⁽⁷⁵⁾

マーケット・チェックの有効性を減殺する第一の要因は、対象会社の現職経営陣が対象会社に与える固有の価値である。対象会社にとっての経営陣固有の価値が認められる場合、マーケット・チェックに参加する対抗提案者の性質によつては、マーケット・チェックで実施されるオークションは私的価値オークションに類似することがある。⁽⁷⁶⁾

ここで、私的価値オークションとは、オークションにおける入札者が、後に説明する私的価値に基づいてオークション対象物の価値を評価しているということを意味する。この私的価値と対になる概念は、共通価値である。

そこで、以下では、経営陣固有の価値がどのようににマーケット・チェックの有効性を減殺するのかを理解する前提として、私的価値及び共通価値とはどのような想定であるのかをオークション理論の知見をもとに紹介する。

そもそも、オークション対象物の価値は、各入札者が対象物をどのような用途で用いることを想定して価値評価

しているかによって決される⁽⁷⁷⁾。

オークション理論が基本的なモデルとして想定する対称的独立私的価値モデル⁽⁷⁸⁾の下では、各入札者の入札額は、当該入札者自身の内在的価値評価のみによって決定され、他の入札者の価値評価及び保有している情報には影響を受けないこと（すなわち各入札者の評価値が独立分布していること）が前提とされている。こうした価値評価を私的価値（private values）という。入札者が対象物を消費若しくは使用することを想定している場合（対象物を所有したり鑑賞したりするなど純粋に消費財としてどれだけの効用をもたらすかという基準のみで評価している場合）には、私的価値の仮定を置くのが妥当である。典型例は、ある美術品が対象物となっているオークションにおいて、美術品の転売を意図しない純粋なコレクターが入札する場合である⁽⁷⁹⁾。このとき、たとえば自身が当該美術品に一億円の価値があると評価した場合、他の入札者たちの当該美術品についての価値評価や保有している情報がいかなるものであろうと、自身の評価値がそれらに左右されることはなくなる⁽⁸⁰⁾。したがって、私的価値の想定の下では各入札者は対象物につきそれぞれ独自に異なった価値評価を行う。

これに對して、対象物の価値評価の仕方によっては、もはや各入札者の評価値が独立分布しているとはいえず、入札者の評価値が相互に依存しているという想定が妥当である場合がある。

通常、各入札者は、入札時点では対象物の絶対的価値（全入札者にとって同一の価値）を把握していないことが多い。そのため、専門家の推計や検証結果などの、対象物の真の評価値と一定程度相關する各種推定や自身の持つ私的情報（シグナル）に基づいて当該価値を推計することが必要となることがある。このとき、他の入札者が持つ価値評価に関する私的情報（たとえば、他の専門家による追加の推計や検証結果など）を獲得することができれば、自身の価値評価の推計を修正・更新することが可能となる。このように、入札時には対象物の正確な価値はわから

ないが、対象物の価値が市場価格によって導かれるなどで評価値が（全ての⁽⁸¹⁾）入札者にとって事後的に等しくなるような価値評価を共通価値（common values）という。入札者が対象物を投資対象として評価している場合（すなわち、対象物をいくらで転売できるかという基準で評価している場合）には、共通価値の仮定を置くのが妥当であるとされる。典型例は、上記の美術品のオークションにおいて、美術品の転売によって利益を上げることが意図する骨董商が入札する場合である⁽⁸²⁾。とりわけ、入札額が公開され、他の入札者の推計額を知ることができる公開オークションの場合⁽⁸³⁾、他者の推計額をもとに自身の推計額を更新することが可能となる⁽⁸⁴⁾。

以下では、上記の私的価値及び共通価値の理解を踏まえ、対象会社の本源的企業価値が私的価値または共通価値のいずれで評価されるかを、買収者の性質に着目して検討する⁽⁸⁵⁾。

（二）買収者が対象会社の企業価値を私的価値で評価するか共通価値で評価するかはどのように決されるか

上記のオークション理論の知見から、MBOに際して実施されるマーケット・チェック（オークション）につき、買収者が対象会社の本源的企業価値を私的価値で評価するか共通価値で評価するかについては、以下のような結論が導かれると思われる。

まず、対象会社の現職経営陣がMBO後も経営に関与することを前提として買収条件の競争が行われる場合は、各買収者は対象会社の本源的企業価値を共通価値に基づいて評価していると考えられる。なぜなら、各買収者が自身の取引価格（入札額）を決定する際に、現職経営陣がMBO後の新法人においても経営陣となることを織り込んだ対象会社の本源的企業価値を評価・推計することになると考えられる。そして、対象会社の現職経営陣が経営する新法人の本源的企業価値は、各買収者にとってほぼ同一の価値を持つと考えられるからである。

具体的には、買収者の性質が、①ファンドなどのフィナンシャル・バイヤー⁽⁸⁶⁾である場合で、かつ、これらのフィ

ナンシヤル・バイヤーが対象会社の現職経営陣とパートナーになることを前提に対象会社の買収を検討している場合は、当該買収者は対象会社の本源的企業価値を共通価値で評価していると考えられる。

これに對して、対象会社の現職経営陣がMBO後は経営に關与せず、別の経営陣が選任されることを前提に買収条件の競争が行われる場合は、各買収者は対象会社の本源的企業価値を私的価値に基づいて評価していると考えられる。なぜなら、MBO後の新法人の経営を委ねる経営者が誰であるかが買収者ごとに異なっているため、全買収者に共通する対象会社の本源的企業価値を觀念し得ないからである。

具体的には、買収者の性質が、②事業会社などの戦略的買収者である場合や、③フィナンシヤル・バイヤーであつて自ら積極的に対象会社の経営陣以外の者をMBO後の新法人における経営陣として選任することを企図している（新経営陣に経営を委ねた方が対象会社の現職経営陣に経営を委ねるよりも本源的企業価値が向上すると評価している）場合⁽⁸⁸⁾、さらに④フィナンシヤル・バイヤーであるが対象会社の現職経営陣にパートナーとなることを拒まれた者（この者がおも対象会社の買収を継続しようとするときは、現職経営陣以外の別の経営陣を選任することを余儀なくされる）が対象会社の買収を検討している場合は、当該買収者は対象会社の本源的企業価値を私的価値で評価していると考えられる⁽⁸⁹⁾。

ここで、対象会社の本源的企業価値を私的価値で評価している者（類型②・③・④）が主体となつて対象会社の買収を進める場合、対象会社の現職経営陣は買収後の新法人の株式持分を保有しなくなる（株主でなくなる）か、持分比率が低下することがほとんどであると考えられる。これらの場合は、もはやMBOではなく単なるバイアウトと評価できる。単なるバイアウトでは、マーケット・チェックを含む多くの公正性担保措置が解決しようとしていた、対象会社の経営陣が対象会社の株式につき売主と買主の地位を併有するという意味での構造的利益相反関係

の問題は生じない。そこで、以下では、MBOを実施する主体として、対象会社の現職経営陣及び当該経営陣とパートナー関係にあるフィナンシャル・バイヤー（類型①）とが対象会社の買収を進めようとしている状況を想定する。

そして、対抗提案者として、上記で紹介した各種の買収者（類型①・②・③・④）が買収に参加してくる局面を想定する⁽⁹⁰⁾。

（三）対象会社にとっての経営陣固有の価値の意義

前述の知見をもとに、対象会社の現職経営陣が対象会社にとって固有の価値を有している場合、マーケット・チェックの有効性がどのように減殺されるかを検討する。

現職経営陣が対象会社の創業者一族であるなど、当該経営陣が対象会社にとって必要不可欠である場合（当該経営陣が会社の継続的な事業の成功のために決定的な構成要素である場合）、当該経営陣が対象会社を経営することによって、対象会社の本源的企業価値を押し上げていることがある。このように対象会社の現職経営陣が対象会社にとって固有の価値を有している場合で、特定の買収者としかパートナーにならないとき、後述のようにマーケット・チェックは私的価値オークションに変更される。この場合、対抗提案者の性質によってはMBOにおける情報の非対称性と経営陣の経済的インセンティブの問題をさらに悪化させる場合がある。

これは、私的価値オークションが実施される過程では、ある買収者がオークション対象物の真価を推計するための他の買収者の私的情報（シグナル）を知ることができたとしても、そうした私的情報を自身の対象物の推計額を修正・更新するために利用することができないからである⁽⁹¹⁾。

そして、現職経営陣が固有の価値を対象会社に付与しているか否かは、MBO後の新法人に経営陣として残るか

否かによって決される。対象会社の現職経営陣がМВО後の新法人に経営陣として残らない場合（新経営陣が選任される場合）は、買収者は、現職経営陣が対象会社に固有の価値を付与していないか、若しくは付与していたとしても新経営陣の方がより高い固有の価値を付与し得ると考えていると評価し得る。そのため、この場合には現職経営陣は固有の価値を対象会社に付与していないと考えられるからである。⁹² なお、現職経営陣が対象会社に付与している固有の価値が全くないか、または小さい場合には、情報の非対称性の問題は解消される。⁹³

これに對して、現職経営陣が対象会社に対して固有の価値を付与している場合であつて、かつ、対抗提案者であるフィナンシャル・バイヤーが現職経営陣とパートナーとなつた上で買収を進めることを企図していたが当該経営陣が当該フィナンシャル・バイヤーとパートナーとなることを拒んだ場合には、対抗提案者の go-shop 手続への参加は抑制される。これは、以下のような理由による。

まず、現職経営陣が対象会社にとって必要不可欠である場合、当初買収者は、当該経営陣とパートナー関係にあることで当該経営陣が会社に対して付与している固有の価値を把握している。これに對して、現職経営陣とパートナー関係になく当該経営陣にアクセスできない対抗提案者は、現職経営陣固有の価値を実際に把握できないから、対象会社の現職経営陣の固有の価値を織り込んだ対象会社の本源的企業価値を評価することができなくなる。

この状況下で、仮に対抗提案者が対象会社の現職経営陣とパートナーとなつてМВОを実施した場合に得られたであろう利益を獲得するためには、対抗提案者が少なくとも現職経営陣と同様の価値を対象会社にもたらし得る新経営陣とパートナーになることが必要になる。しかし、現職経営陣の固有の価値を把握できない以上、対抗提案者が現職経営陣と同等の価値を有する経営陣を発見することも非常に困難である。すなわち、現職経営陣とパートナーとなることができず現職経営陣固有の価値を把握できない対抗提案者にとつてのマーケット・チェックのオー

クシヨン形式は、私的価値オークシヨンに類似する⁽⁹⁴⁾。

そして、原則として、対象会社の現職経営陣は対抗提案者と協力する（パートナーになる）義務を負っていない。したがって、現職経営陣が対象会社に固有の価値を付与しており、かつ明示的または黙示的に対抗提案者（とりわけフィナンシャル・バイヤー）と協力しないことを選択する場合は、対抗提案者が go-stop 手続に参入しにくくなり、十分な価格競争がなされないと考えられる。そのため、もはやマーケット・チェックは価格発見のための有効なメカニズムとはいえなくなる。

（四）Subramanian 教授による Dell 事件における経営陣の固有の価値の評価

上記の対象会社にとっての現職経営陣の固有の価値が Dell 事件における契約締結後のマーケット・チェックにどのように影響したかについて、Subramanian 教授は以下のように分析する。

Dell 事件においては、二〇〇四年三月に Dell 氏が Dell 社 CEO から退職することを発表した際に、Dell 社株価は一二億ドル減少した。しかも、この株価の減少は、Dell 氏が会長職として Dell 社の内部に残り続けるという事実や、長らく Dell 氏の下で副社長を務めた Kevin Rollins 氏が CEO に就任するという事実があったにもかかわらず生じた。逆に、二〇〇七年に Dell 氏が Dell 社 CEO に復職することを発表した際には、Dell 社の株価は二五億ドル増加した。Subramanian 教授は、Dell 氏が Dell 社の CEO としての地位にあるかないかで Dell 社の株式価格が大きく変動したという事実から、Dell 氏が Dell 社に対して固有の価値を付与していたと評価した⁽⁹⁵⁾。

Dell 事件衡平法裁判所も、上記イベント・スタデーの結果から、Dell 氏が Dell 社 CEO を退職したり、逆に復職したりすることによって Dell 社の株価が変動したのは、Dell 社と Dell 氏の関係性はそれ自体が資産であって、Dell 氏が著しい固有の経済的価値を Dell 社に対して付与していたからであると評価し得るとする。そして、この

とき、対抗提案者は、自身がDeii社の買収を成功させる可能性を把握する上で、Deii氏の固有の価値を考慮に入れる必要があったと結論付けた。具体的には、Deii氏は買収グループの一員であり、現職経営陣はDeii氏の固有の価値による恩恵を得ていたのに対して、Deii氏とパートナー関係にない対抗提案者は、Deii氏の固有の価値を享受できないため、対象会社の価値はより小さいものとなるとした。⁽⁹⁶⁾

これに対して、Deii事件最高裁判所は、衡平法裁判所の認定を否定した。すなわち、衡平法裁判所がDeii氏の固有の価値を認定した上記イベント・スタディの結果は、Deii社の株式価値につき信頼可能な指標を提供するという市場の能力を超えてDeii氏のリーダーシップの価値を評価することについてまでも市場の能力を信頼し得る理由までは説明しないとした。また、仮に、Deii氏がDeii社のCEOから退職した二〇〇七年の市場株価が、二〇〇七年時点においてDeii氏が固有の価値を有していたことを示しているとしても、Deii社の株式価格が急速に下落しており、多くの投資家がDeii社の企業改革戦略を疑問視していた二〇一三年時点においてもDeii氏がDeii社に対する固有の価値を有していることを示すものではないとした。このようにして、最高裁判所は、衡平法裁判所がイベント・スタディを通じてDeii社のDeii氏との関係性はそれ自体資産だと認定したこと⁽⁹⁷⁾に反対した。

このような最高裁判所の認定に対して、Subramanian教授は、最高裁判所が二〇一三年時点においてDeii氏がDeii社に対して固有の価値を付与していなかったと認定した点につき、以下の三つの理由から再反論する。すなわち、①少なくともDeii社に雇用されている従業員ら（employees）は、Apple社の共同創設者であるSteve Jobs氏やMicrosoft社の共同創設者であるBill Gates氏と同様に、Deii氏も先見の明がある創造的な創設者兼CEO（a visionary and inspirational founder-CEO）である長年にわたってSubramanian教授に対して語っている。このような従業員らの評価はDeii氏に幾許かの価値があることを示しているはずである。また、②Blackstoneは、

MBO後の新法人における経営陣として、Deii氏を「好ましい経営者 (preferred choice)」であると評価していたことを示唆する報道があった。⁽⁹⁸⁾このように、BlackstoneがDeii氏を好ましい経営陣であると評価していたことは、Deii氏がDeii社に対して固有の価値を付与していたことを示している。さらに、③Deii社MBOの終了からわずか一六か月後の二〇一四年四月には、経営陣は、クラウド及びアナリティクス (cloud and analytics) のような成果が出るのに長期間を有する分野 (areas with significant time horizons) に数億ドルもの投資を行うと同時に、一六億ドルのコストを削減したことを報告した。また、二〇一四年一月には、Bloombergが、Deii氏及びSilver Lakeは自身の投資から少なくとも九〇%の帳簿上の利益 (paper gain) を生み出すと報告した。⁽⁹⁹⁾Deii社のMBO後の影響をみると、Deii氏がなおもDeii社の特別な指導者 (extraordinary leader) であり続けたことを示す証拠もある。以上のように、Deii社の買収が実施されるまさにその時点においてのみDeii氏がDeii社にとって固有の価値を有しておらず、二〇〇四年、二〇〇七年、そして二〇一三年以降はDeii氏が固有の価値を有していたことを示す明確な理由は存在しない。それにもかかわらず、最高裁判所が二〇一三年においてDeii氏が価値を有していないという直感に反する立場 (counterintuitive position) をとるのであれば、Deii氏がDeii社に対して価値を有していないことを最高裁判所が立証するべきである。⁽¹⁰⁰⁾

三、情報の非対称性 (information asymmetry) と勝者の呪い (winner's curse)⁽¹⁰¹⁾

(一) 情報の非対称性

(a) 情報の非対称性の意義

マーケット・チェックの有効性を減殺する第二の要因は、情報の非対称性である。⁽¹⁰²⁾

情報の非対称性が想定される類型（誰と誰との間に情報の非対称性があるか）としては、①買主間に情報の非対称性がある場合と、②売主から買主に対する情報提供に差がある場合とが考えられる。ただし、МВОの局面では、対象会社の経営陣が売主と買主の地位を併有するという特徴がある。そのため、対象会社の経営陣が特定の買取候補者に情報を提供しないことは、特定の買主に対象会社の企業価値を正確に評価するための優れた情報を利用されたくない（対象会社の企業価値を評価する上で有益な情報を自分自身のみで使いたい）ということの表れにほかならないと思われる⁽¹⁰⁾。そのため、②の売主からの情報提供に差がある場合は、結局①の買主間に情報の非対称性がある場合に集約されると考えられる。そこで、以下では、売主が特定の買取候補者に情報を提供しない場合も含めて、買取者相互間に情報の非対称性が認められる場合を想定する⁽¹¹⁾。

(b) МВОにおける情報の非対称性

МВОの局面における情報の非対称性は、後述の勝者の呪いの問題と同様に、買取者が対象会社を共通価値に基づいて評価している場合に顕著に現れる。具体的には、対象会社の経営陣がある特定のフィナンシャル・バイヤーのみとパートナーとなってМВОを実施しようとしている場合に顕著に現れる。

МВОでは、典型的に構造的利益相反関係がある。それゆえ、経営陣及び経営陣とパートナー関係にある契約締結時の買取者（当初買取者）は対象会社の真の本源的企业価値（real value）を知り得る地位にあるのに対し、パートナー関係がなく、対象会社の本源的企业価値を正確に評価するための専門性を持たない対抗提案者（とりわけ、対象会社の現職経営陣とパートナーとなって対象会社の買取を行うことを企図していたが、当該経営陣からパートナーになることを拒まれたフィナンシャル・バイヤー）は相対的に情報劣位にある⁽¹²⁾。

この情報の非対称性は、経営陣の持つ情報への買取者相互間のアクセスの差異によってさらに拡大し得る。

まず、①対象会社の機密保持の懸念 (confidentially concern) の観点から対象会社の情報の取得が制限されることとある戦略的買収者 (strategic buyers) を除き、原則として、全ての買収者は、いったん秘密保持契約を締結すれば、対象会社のデータルームから同一の情報 (hard information) を取得することが可能である。しかし、経営陣が対象会社の真の財務上の健全性を理解する上で必要不可欠な情報を保持しているために、当初買収者は、経営陣から追加的な情報の意味づけ (“gloss” & “color”) を獲得し得る⁽¹⁰⁾。このような情報の質の差は、後述の勝者の呪いの問題を拡大する。

仮に対抗提案者に対しても同様の情報の意味づけを与えることを対象会社の経営陣に義務付けたとしても、②当初買収者は内部情報を対抗提案者よりも長期間検討し得るし、そもそも経営陣が取締役会に対してMBOに関する情報⁽¹⁰⁾を付与するまでは、当初買収者は経営陣と排他的に交渉し得る。そのため、当初買収者は対抗提案者に比して極めて有利な地位にある。そのため、厳密には、契約締結後 (go-shop 期間) の対抗提案者に対して当初買収者と同等の情報へのアクセスを付与することは不可能である⁽¹⁰⁾。

このように、情報の非対称性は、MBOにおける取引の場の公正性を歪めるおそれがある。そのため、情報の非対称性が解消されないと、契約締結後 (go-shop 期間) にマーケット・チェックを実施したとしても、活発な価格競争⁽¹⁰⁾がなされないおそれがある。

(c) Subramanian 教授による Dell 事件における情報の非対称性の評価

上記の情報の非対称性が Dell 事件における契約締結後のマーケット・チェックにどのように影響したかについて、Subramanian 教授は以下のように分析する。

Dell 事件においては、二〇一三年にMBOに関する対抗提案⁽¹⁰⁾がなされるまで、Dell氏がほぼ三〇年間にわたっ

で Dell 社 CEO を務めており、Dell 氏が PC 産業及び Dell 社の将来展望に関する情報優位性を有していたことは、自明であった。

また、Dell 事件においては、フィナンシャル・スポンサーである Silver Lake が Dell 氏とパートナーになった上で Dell 社と合併契約を締結していた。Dell 事件衡平法裁判所及び最高裁判所は、Dell 氏はどのような買収者であってもパートナー関係になろうとしていたとし、実際に Dell 社が go-shop 期間中に對抗提案者へのデュー・デリジェンスの実施を通して情報の非対称性を解消しようとしていたとする⁽¹¹⁾。

このようなデラウェア州裁判所の認定に対して、Subramanian 教授は、以下のように反論する。すなわち、たとえば go-shop 期間中に對抗提案を行った Blackstone につき、数週間前まで Dell 社の M & A 部門の責任者を務めていた David Johnson 氏が業務執行取締役 (managing director) として所属していたため、Blackstone は情報の非対称の影響を最も受けにくい可能性があった。しかし、そのような Blackstone でさえ、Dell 氏に MBO 後の新法人における CEO の地位を維持して欲しいと考えていたとの報道がなされていた。このことから、Dell 氏は、David Johnson 氏にはない固有の「特別な情報 (special sauce)」を保有していたといえる⁽¹²⁾。それゆえ、Dell 氏の持つ私的情報を容易に利用できた Silver Lake と、それ以外の對抗提案者との間には、なお情報の非対称性が存在した。

さらに、Dell 事件における go-shop 手続は二〇一三年二月五日から同年三月二三日まで実施された。この中で、内部入札者である Silver Lake は、二〇一二年九月の段階で既に Dell 社の情報にアクセスしていたが、go-shop 期間中に買収手続に参加した買収者（たとえば、Blackstone）は、go-shop 手続が開始される二〇一三年二月五日まで Dell 社の情報にアクセスすることができなかった⁽¹³⁾。実際に、Evercore の電子メールによれば、Silver Lake はほぼ

七か月間情報にアクセスできたのに対して、go-shop 期間中に買収手続に参加したBlackstoneは、go-shop 期間が終了するまでの約一か月間しか情報にアクセスできなかった。⁽¹⁴⁾そのため、買収者相互間の経営陣の持つ情報へのアクセスの違いが、情報の非対称性を拡大した。

このように、情報の非対称性のために、Deu氏及び当初買収者の優位性を覆す手段を持たない対抗提案者（典型的には、Deu社の買収によりシナジーをもたらし得る戦略的買収者以外の者）は、入札を抑止された可能性がある。⁽¹⁵⁾

（二）勝者の呪い

（a）勝者の呪いの意義

入札者がオークション対象物の真の価値を共通価値で評価しているとき、（一）で検討した情報の非対称性が認められると、勝者の呪いの影響がより顕著になる。⁽¹⁶⁾勝者の呪いとは、オークション形式で価格が決定される場合、最終的な落札者が提示した価格が全入札参加者の中で最高の価格となるが、当該落札者は、対象物の価値を実際の共通価値⁽¹⁷⁾よりも高い価格で評価していることがあり、その場合には落札価格が共通価値を上回っているために損をすること⁽¹⁸⁾をいう。

勝者の呪いは、入札者が対象物の価値を共通価値で評価している場合に生じる。なぜなら、共通価値の仮定の下では、ある入札者が自身の入札額を決定する際に、他の入札者の入札額はその者の持つ情報を反映していることを考慮せねばならないからである。すなわち、対象物の価値を最も正確に評価し得ると考えられる情報優位者に勝利した落札者は、当該情報優位者が対象物の価値について好ましくない情報を有しているために高額での入札を行わなかったということを考慮に入れなければならない。共通価値の下では、各入札者は、こうした好ましくない

情報を事後的に（自身がオークションの勝者となった後で）発見することをおそれる。⁽¹¹⁹⁾勝者の呪いによる後悔を避けるために、各入札者は当初の推計値よりも低くなるように自身の入札額を減らして入札に参加する。

そして、勝者の呪いの影響は、オークションの対象物を共通価値で評価して入札する者が多ければ多いほどより一層顕著になる。⁽¹²⁰⁾これは、以下のような理由による。共通価値の想定が妥当するモデルでは、各入札者の持つ私的情報（シグナル）が、対象物の真実の価値（共通価値）の不偏推定量（unbiased estimator）になると仮定されている。このことは、各入札者の持つシグナルに基づく入札額の平均が対象物の真の価値になるということを意味する。そのため、ある対象物の価値が共通価値で評価されている場合、入札者が多くなればなるほど、オークションの勝者自身が入札額の平均から最も離れた楽観的な推測を行っていたことになり、自身がオークションの勝者となったことへの後悔も強くなる。⁽¹²¹⁾

したがって、対象物の価値が共通価値に基づいて評価されている場合は、勝者の呪いの影響があるため、単にオークションへの参加者を増やすことが価格競争を活発にさせ、価格引上げをもたらし得るとは限らないといえる。もっとも、英国型オークションが実施される場合、入札を継続するアクティブ・ビッダーは、どの入札者がいくらの価格でオークションから撤退したのかを知ることが可能となる。これにより、アクティブ・ビッダーは入札から降りた入札者を持つ情報について推論でき、真の評価値に関する自身の推計値を更新できる。⁽¹²²⁾そして、かかる推計値が現行価格を上回っている場合、オークションは継続され、各入札者は自身の収支均衡を満たす額まで入札することが可能となる。⁽¹²³⁾したがって、英国型オークションが実施される場合、勝者の呪いの影響が緩和されることになる。⁽¹²⁴⁾

(b) MBOにおける勝者の呪い

MBOの局面でも、勝者の呪いという概念・用語が用いられることがある。現に、Dell事件判決やSubramanian教授は、明確に勝者の呪いという概念を用いている。しかし、MBOにおいてgo-shop手続が実施される場合のオークション形式が英国型（入札価格が公開され、かつ価格が引き上げられていくオークション形式）であると考ええると、MBOにおける勝者の呪いの概念と、前述のオークション理論における勝者の呪いの概念とは、若干のズレがあるように思われる。

まず、既に確認した通り、当初買収者は契約締結前から対象会社の内部情報を精査しているため、go-shop期間中に出現する対抗提案者よりも情報優位にある。このことは、当初買収者が対象会社の本源的企業価値を知っており、最も正確な企業価値評価を行うことが可能であることを意味する。

しかし、MBOにおいてgo-shop手続が実施される場合、公開買付届出書または合併契約の承認に係る株主総会議事録において当初買収者の提示した取引価格（買収対価）が公表されており、対抗提案者は当該取引価格を参考にしつつgo-shop手続に参入することが可能となるはずである。すなわち、対抗提案者はいわば当初買収者の取引価格にフリー・ライドし、当該取引価格を僅かに引き上げた取引価格で対抗提案を行うことが可能となる。

このような対抗提案に対しては、当初買収者がマッチ・ライトを行使して取引価格を引き上げることが当然想定され得る。しかし、当初買収者がマッチ・ライトを行使したという事実は、当初買収者は対象会社の本源的企業価値を対抗提案における現行の取引価格以上に評価しているという情報を対抗提案者に与える結果となる。すなわち、当初買収者はマッチ・ライトを行使してさらに高い取引価格を提示したとしてもなおMBOによる利益を獲得し得ると考えていることが明らかになる。このとき、対抗提案者は、go-shop期間内であれば当初買収者がマッチ・ラ

イトを行使した結果提示された取引価格を参考に、さらに新たな対抗提案を行うことが可能となる。そうだとすると、対抗提案者は、対象会社の本源的企業価値につき最も正確な評価を行っている（あるいは、正確な評価を行っている可能性が高い）当初買収者の提示した取引価格よりも僅かに高い取引価格を提示することで対象会社を買収することができる。この場合、オークション理論のいうような意味での勝者の呪い（オークションの勝者が対象物の真価につき人札額平均から最も離れた楽観的な推測を行っていたことへの後悔）は生じにくいといえる。

このように考えると、МВОにおいて go-shop 手続が実施される局面における勝者の呪いとは、以下のように理解することが妥当であるといえそうである。すなわち、対抗提案者は当初買収者よりも高い取引価格を提示しなければ対象会社を買収することができない。しかし、対象会社の内部情報に精通し、対象会社の本源的企業価値を最もよく知っているはずの当初買収者（対象会社の経営陣及びそのパートナーであるフィナンシャル・バイヤー）は、対象会社の本源的企業価値に至るまでは取引価格を引き上げることが可能であると考えられる。そのため、対抗提案者が当初買収者よりも高い取引価格を提示して対象会社の買収者となることは、対象会社の本源的企業価値よりも多くの対価を支払うことになってしまう可能性が高いということに集約されるように思われる。このことが勝者の呪いの問題であるといえるかについては、疑問の余地がある¹³⁾。もっとも、МВОの局面における「勝者の呪い」という文言を、対象物の本源的価値よりも高い価格を付けて落札してしまう可能性があるという意味で理解すれば、経済学上のオークション理論でいう勝者の呪いの概念ともある程度親和的に理解できると思われる。

上記のような理解を踏まえて、МВОの局面における勝者の呪いの問題について、簡単にまとめておく。（契約締結前後を問わず）МВОの局面における勝者の呪いの問題も、買収者が対象会社を共通価値に基づいて評価している場合、具体的には複数のフィナンシャル・バイヤーが経営陣とパートナーとなった上でМВОを実施すること

を検討している場合に顕著に現れる。⁽¹²⁶⁾ とりわけ、契約締結後の go-shop 手続においてマーケット・チェックが実施された場合、対抗提案者が対象会社を巡るオークションに勝利するためには、対抗提案者は対象会社の内部事情に精通し、対象会社の本源的企業価値を最も良く知る経営陣及び経営陣とパートナー関係にある当初買収者が支払う金額 (smart money) 以上の金額を支払う必要がある。ただし、このことは、対抗提案者自身の入札額が対象会社の本源的企業価値を超えた過大な額になっているという懸念につながる。この懸念があるために、合理的な対抗提案者は対抗提案を行うことに躊躇する（もしくは、そもそも対抗提案を行わない）。もちろん、対象会社に関する専門知識など、より正確に対象会社の本源的価値を推測することを可能にさせる優位性 (edge) を持っている入札者（典型的には戦略的買収者）も存在するが、こうした優位性を持たない入札者（典型的にはフィナンシャル・バイヤー）にとつては、勝者の呪いの懸念は、とりわけあてはまる。⁽¹²⁷⁾

このような勝者の呪いは、内部入札者がマッチ・ライト条項（当初の買収提案に優越する買収提案がなされた場合に、当初の買収提案を提出した買収者に優越する買収提案と取引条件を競争させることを許容する権利を付与する条項⁽¹²⁸⁾）を得ている場合には、より顕著に現れる。また、マッチ・ライト条項の規定の仕方によっては情報の非対称性も悪化させる。この点については、項目を改めた上で後述する。

（c） Subramanian 教授による Dell 事件における勝者の呪いの評価

上記の勝者の呪いが Dell 事件における契約締結後のマーケット・チェックにどのように影響したかについて、Subramanian 教授は以下のように分析する。

Dell 事件におつては⁽¹²⁹⁾、二〇一三年二月五日、Silver Lake 及び Dell 氏と Dell 社とが合併契約を締結した。そして、同日から四五日間、フィナンシャル・アドバイザーである Evercore の主導により、go-shop 手続が実施された。

その結果、同年三月二二日にGE Capitalが、翌二二日にIahn及びBlackstoneがそれぞれ対抗提案を提出した。このうち、Blackstoneは、Silver Lakeと同様にフィナンシャル・バイヤーとしての性質を有しており、Dell氏によるMBOが実施された後もDell氏が新法人の経営を継続することを前提としてDell社の企業価値を評価していたと考えられる⁽¹³⁾。

以上のように、Subramanian教授は、フィナンシャル・バイヤーであり、かつMBO後もDell氏に経営陣としての地位を維持して欲しいと考えていたBlackstoneは勝者の呪いに直面していたと評価した。

なお、Dell事件衡平法裁判所は、結論としてDell社特別委員会やアドバイザーらが対抗提案者らに広範囲なデュー・デイルジェンスを実施させたという事実や、実際にgo-shop期間中にBlackstoneらによる入札がなされたという事実があつたにもかかわらず、勝者の呪いはMBOにおけるgo-shop手続に固有の問題であるため、全競争入札者に萎縮効果を与えた（しかもフィナンシャル・バイヤーは特に勝者の呪いの影響を受けやすい）とした。

これに対して、Dell事件最高裁判所は、一般論としての勝者の呪いの概念自体には言及しつつも、①実際にフィナンシャル・バイヤーであるBlackstoneらの対抗提案がなされたという事実や、②（原審の判断を前提とするならば勝者の呪いの影響を受けにくいはずの戦略的買収者がDell社買収手続に参入してくるはずなのに）戦略的買収者が現実にDell社買収手続にgo-shop手続に参入していないという事実から、勝者の呪いが戦略的買収者及びフィナンシャル・バイヤーに対して萎縮効果を与えたとはいえないとした。そして、③Dell氏及びSilver Lakeの提示した取引価格を超える入札がなされなかった理由については、勝者の呪いが影響したからではなく、取引市場が既に頑健・健全なものであつて、取引価格を上回る額での入札は過払いの深刻なリスク（自己破壊の呪い〔self-destructive curse〕）を伴っていたからであるとした。結論として、Dell事件における取引価格は、既に公

正なものであったとした。⁽¹³¹⁾

このような Dell 事件最高裁判所の判断に対して、Subramanian 教授は、特に最高裁判所の判断②につき、さらに以下のように反論する。すなわち、勝者の呪いの影響があるために Dell 社買収手続への参入を思いどまった買収者がいたことを示す証拠がなければ勝者の呪いも存在していなかったとする認定は、常識及びよく受け入れられた経済学上の理論 (common sense and well-accepted economic theory) に反している。⁽¹³²⁾

また、Subramanian 教授は、取引市場が既に頑健であったために取引価格を上回る入札がなされなかったという最高裁判所の判断③に対しても、以下のように反論する。すなわち、上記のような最高裁判所の判断は、対象会社が当初買収者から既に公正な価値を引き出している場合にのみ妥当する。⁽¹³³⁾ しかし、通常、企業買収に通曉した買収者 (sophisticated bidders) は、実際に入札を行うよりも前に自身の企業買収の成功可能性を吟味する ("look forward and reason back")。Dell 事件において、Dell 氏はマッチ・ライト条項を与えられていた。そのため、仮に潜在的な対抗提案者 (a potential third-party bidder) が取引価格を上回る取引価格を提示したとしても、Dell 氏によってマッチ・ライト条項が行使されれば、対抗提案者は Dell 社の買収を成功させることができなかった可能性がある。したがって、対抗提案がなされなかったのは、取引市場が頑健で、既に公正な価値が引き出されていたからではなく、対抗提案者らが Dell 氏によってマッチ・ライト条項が行使された場合、自身が Dell 社を買収できない結果となることをおそれて Dell 社買収過程への参入を思いどまった可能性がある。すなわち、現在の取引価格が対象会社の本源的企業価値を下回るものであっても、勝者の呪いのためになお対抗提案がなされないおそれがある。⁽¹³⁴⁾ 衡平法裁判所による勝者の呪いに関する判示事項は、基本的なゲーム理論、M & A 取引に関する実務家の間での従来の認識、マッチ・ライトに関するより強固な理論的・経験的根拠に基づいている。それにもかかわら

ず、こうした根拠に基づいていない最高裁判所の見解が、上級審であるがゆえに優先されなければならないという異常な状況にある。⁽¹³⁵⁾

(三) マッチ・ライト条項による情報の非対称性及び勝者の呪いの拡大⁽¹³⁶⁾

(a) マッチ・ライト条項の実情

go-shop 手続にマッチ・ライト条項が付されている場合、勝者の呪いの問題が拡大される。また、マッチ・ライト条項の規定の仕方によつては、情報の非対称性が拡大される。これにより、go-shop 手続の有効性が減殺される。⁽¹³⁷⁾ 前述の通り、マッチ・ライト条項とは、当初の買収提案に優越する買収提案がなされた場合に、当初の買収提案を提出した買収者に優越する買収提案と取引条件を競争させることを許容する権利を付与する条項である。マッチ・ライト条項を与えられた当初買収者は、対抗提案者の提案した対抗提案よりも良い条件での買収提案を行うか否かを決定するために、対象会社との間で取引条件の交渉を行うことが許容される。そして、その交渉期間は、通常は三〜五営業日であるとされる。⁽¹³⁸⁾ 二〇〇六年一月から二〇〇七年八月までに公表された取引額五〇〇万ドル以上の全てのプライベート・エクイティ・ファームによるM&A取引(all PE buyouts)を対象として実施された実証研究では、サンプルとなったM&A取引(一一四一件)の約三分の二にマッチ・ライト条項が付されていた。⁽¹³⁹⁾ これに対して、二〇一〇年一月から二〇一九年六月までに公表された取引額五〇〇万ドル以上の全てのプライベート・エクイティ・ファームによるM&A取引を対象として実施された実証研究では、サンプルとなったM&A取引(一一四件)の全てにマッチ・ライト条項が付されていた。⁽¹⁴⁰⁾ このように、米国においてgo-shop 手続が実施される取引では、当初買収者にマッチ・ライトが付与されることが一般的・普遍的になっている。

そして、これらのマッチ・ライトのほぼ全てが、行使回数が制限されない「無制限の(“unlimited”)マッチ・

ライトであった。このことは、当初買収者は、対抗提案がなされる度にマッチ・ライトを行使することが可能となることを意味するものである。極稀に、行使回数が一回に限定されている「一回きりの (one-time)」マッチ・ライトも存在した。もともと、一回きりのマッチ・ライトが付されている場合であっても、当初買収者がマッチ・ライトを行使する度に対象会社との間で新たなマッチ・ライトの獲得に向けた交渉を行うことも可能であるとされている⁽¹⁴⁾。もしこうした交渉が奏功すれば、当初買収者は事実上無制限の（もしくは、無制限に近い）マッチ・ライトを獲得したと評価できる。

（b）マッチ・ライト条項と情報の非対称性との関係

マッチ・ライト条項には、当初買収者がマッチ・ライトを行使するか否かを検討している期間中は、対象会社は当初買収者と排他的に交渉しなければならないということが定められている場合がある。この場合、go-shop 期間中に対抗提案を行った対抗提案者は、対象会社との間で取引条件についての交渉をすることができなくなる。それゆえ、対抗提案者と当初買収者との間の情報の非対称性への懸念はさらに拡大される。

たとえば、二〇一六年五月に実施されたプライベート・エクイティ・ファームである Accel KKR（以下、「AKKR」と表記する）による SciQuest の買収では、合併契約において二五日間の go-shop 期間と共に、五営業日にわたってさらにより取引条件を提示するか否かを対象会社と交渉できる無制限のマッチ・ライトが AKKR に付与されていた⁽¹⁵⁾。このようなマッチ・ライトは、マッチ・ライトを行使できる期間が常に七日間（五営業日＋土日）与えられることを意味する。また、当該マッチ・ライト条項には、五営業日の間（すなわち、実質的には七日間）は、SciQuest は AKKR と排他的に交渉しなければならないことが規定されていた⁽¹⁶⁾。しかも、AKKR は SciQuest に買収オファーを提案する何年も前から SciQuest の動向を注視しており、二〇一四年頃からは SciQuest の

経営陣との個人的な議論 (private discussion) に参加していた⁽¹⁴⁾。そのため、AKKRは、他の買収候補者よりも情報面で大きな優位性を持っていた。

このような状況の下では、go-shop 期間中に對抗提案を提示しようとしている對抗提案者は、自身の行った對抗提案が AKKR による実質七日間のマッチ・ライト行使の引き金になり、しかもその期間中は對抗提案者は SciQuest と交渉できないために AKKR との情報格差を埋められないことを理解するといえる。したがって、對抗提案者の情報の非対称性への懸念は増幅されたといえる。

実際に、go-shop 期間中に SciQuest の投資銀行である Stifel が戦略的買収者二〇者及びフィナンシャル・バイヤー二三者に接触した。しかし、SciQuest のデュー・デリジェンスを実施するために秘密保持契約を締結した買収候補者もいたものの、最終的に入札をする買収者は現れなかった。このような結果となったのは、AKKR と買収候補者との間の情報の非対称性が影響したからである可能性がある。

(c) マッチ・ライト条項と勝者の呪いの関係

マッチ・ライト条項は、あらゆる對抗提案に対してさらに有利な条件を提示する権利を特定の買収者（典型的には当初買収者）に付与するものである。go-shop 手続において当初買収者がマッチ・ライト条項を行使した場合、マッチ・ライトがない場合に比べて勝者の呪いの問題がより一層悪化する。

仮に、当初買収者がマッチ・ライトを獲得していなければ、当初買収者は對抗提案者が行った對抗提案よりも良い条件での取引を提示して対象会社を買収することはできなくなる (cannot be shopped back to the first bidder)⁽¹⁵⁾。この場合、對抗提案者は、たとえば公開買付期間の終了日などの入札期限直前に即時に (short fuse) 對抗提案を提出するなどの手段を用いることで、当初買収者との激しい価格競争に巻き込まれることなく買収を成功させるこ

とができる。⁽¹⁴⁶⁾

これに對して、当初買収者がマッチ・ライトを行使したために對抗提案者との間で取引価格競争 (back-and-forth bidding contest) が生じた場合には、仮に對抗提案者が価格競争に勝利したとしても、当初買収者がマッチ・ライトを獲得していない場合に比べて勝者の呪いの影響が顕著になり得る。たとえば、対象会社の本源的企業価値につき、当初買収者Aが一五〇であると評価しており、取引価格(入札額)を一〇〇としている場合を想定する。この事例において、Aにマッチ・ライトが与えられていなければ、對抗提案者Bはたとえば取引価格を一一〇とする對抗提案を行うことで自身が対象会社を買収することが可能になる。これに對して、同事例において、Aにマッチ・ライトが与えられていた場合には、Bによる對抗提案に對してAがマッチ・ライトを行使し、取引価格の引上げがなされ得る。理論上、Aは対象会社の本源的企業価値(一二五〇)に至るまでは入札を継続すると考えられる。そしてAは対象会社の内部情報に精通しているため、対象会社の本源的企業価値は一二五〇である可能性が極めて高い。このことから、たとえばAがマッチ・ライトを行使した結果、取引価格を一五〇とする提案がなされた場合、Bはそれを上回る取引価格(たとえば、一六〇)を提示しなければ対象会社を買収することができなくなる。このとき、Bの提示した取引価格は対象会社の本源的企業価値を超えている。そのため、勝者の呪いの影響が顕著になる。

このように、各買収者が対象会社の価値を共通価値で評価しており、かつ当初買収者によってマッチ・ライトが行使された場合、仮に對抗提案者が価格競争に勝利したとしても、勝者の呪いの影響をより受ける可能性⁽¹⁴⁶⁾がある。對抗提案者は、マッチ・ライトを付与された買収者との価格競争に巻き込まれ、さらには自身の入札価格を引き上げることによって勝者の呪いの影響を強く受けることをおそれて、マッチ・ライト行使のトリガーとなる對抗提案を行わ

なくなると考えられる⁽¹⁴⁹⁾。

(四) 小括

このように、情報の非対称性とそれに伴う勝者の呪いの問題は、MBOにおける取引の場の公平性を歪めるおそれがある。情報の非対称性や勝者の呪いが解消ないし緩和されないと、マーケット・チェックを実施したとしても活発な価格競争がなされないおそれがある。しかも、情報の非対称性の問題は、とりわけMBOの局面（具体的には、経営陣とフィナンシャル・バイヤーとがパートナーになって対象会社の買収を進めており、別のフィナンシャル・バイヤーが経営陣とパートナーになった上で対抗提案を行うことを検討している場合）において、以下で検討する価格上昇を忌避する経営陣の経済的インセンティブが存在する場合により一層悪化するおそれがある。そこで、以下で当該経済的インセンティブについて検討する。

四、価格上昇を忌避する経営陣の経済的インセンティブ⁽¹⁵⁰⁾

(一) 経営陣の経済的インセンティブの意義

(a) 総説

マーケット・チェックの有効性を減殺する第三の要因は、価格上昇を忌避する対象会社の経営陣の経済的インセンティブである。本来、対象会社の経営陣は、対象会社に対して信託義務 (fiduciary duty) を負っている。信託義務の内容として、対象会社を売却する際には、経営陣は対象会社の一般株主が受け取る価値を最大化しなければならないと理解されている⁽¹⁵¹⁾。

しかし、対象会社の経営陣が価格上昇を忌避する経済的インセンティブを有している場合、経営陣が負っている

上記の法的義務が歪められ、対象会社の一般株主が受け取る価値（取引価格）が最大化されないおそれがある。すなわち、MBOの局面では、経営陣と一般株主との間には構造的利益相反関係が存在し、経営陣は対象会社の株式について売主かつ買主の地位を有する。MBOの取引価格が上昇すると、経営陣は売主側株式から多くの対価を獲得する一方で、買主として多くの株式対価を支払うことを余儀なくされる。このように自身の支払う対価が高額になることを嫌う経営陣は、取引価格を引き上げようとはしなくなるおそれがある。

経営陣が究極的に売主あるいは買主のいずれの地位に立つか（以下、それぞれ「究極売主（net seller）」「究極買主（net buyer）」ということがある。）については、自身が株式の売主としての地位を重視するか、買主としての地位を重視するかで決せられる。いずれの地位を重視するかは、対象会社の経営陣が保有する対象会社株式を売却することによって得られる利益と、MBO実施後（本源的企業価値上昇後）の新法人における経営陣の持分の現在価値⁽¹⁵⁾とが、取引価格が上昇または下落することによってどのように変化するかによって決されるものと考えられる⁽¹⁶⁾。また、買収者側から提供される報酬が対象会社の経営陣にとって魅力的なものであった場合には、経営陣は取引価格を低く抑えようとするインセンティブを持ち得る⁽¹⁷⁾。

以下では、経営陣が究極買主となることによって取引価格の引上げがなされなくなるおそれがある場合と、買収者側からの報酬が提供されることによって経営陣が取引価格を引き上げようとしなくなるおそれがある場合を順に検討する。

（b）経営陣が究極買主（net buyer）である場合

MBOの局面では、対象会社の経営陣は、ある程度は対象会社の株式または持分（equity）を保有していることが多い。その意味では、対象会社（売主）の一般株主と利害関係を共通にするといえる。しかし、対象会社の経営

陣は、MBOを実施する過程で自身の持つ対象会社の株式を新法人に譲渡 (roll over) したり、あるいは取引の環境として自身とパートナー関係にあるフィナンシャル・バイヤーから株式または持分を受け取ったりすることで、買収者 (買主) 側の株式または持分を保有することになる。そして、対象会社の経営陣は、必ずしも対象会社の株式を多く保有しているとは限らないから、MBOを実施するに際して多くの対象会社の一般株式を取得しなければならぬ場合がある。このとき、取引価格が上昇すると経営陣 (及びパートナーであるフィナンシャル・バイヤー) が調達しなければならぬ買収費用がさらに高額になってしまふ。このように、買収資金が高額になることを嫌う経営陣は、究極買主となるインセンティブを持つ。

このように、経営陣が究極買主である場合には、当該経営陣は取引価格を引き上げる対抗提案 (over bid) がなされることを阻止するインセンティブを持つ。このとき、対象会社の go-shop 手続に参加しようとする対抗提案者 (特に、対象会社の本源的企業価値を正確に評価し得る専門性を持たないフィナンシャル・バイヤー) は、どう足掻いても解決できないジレンマ (catch-22)⁽¹⁸⁾ に追いつまれる。すなわち、対抗提案者は、経営陣とパートナーにならなければ経営陣が会社に付与している固有の価値を把握できないため、当該価値を認識・把握するために経営陣とパートナーになる必要がある。そして、対抗提案者自身がMBOを成功させるためには、経営陣とパートナーになった上で当初買収者よりも高い買収対価 (取引価格) を提示する必要がある。しかし、取引価格が高くなるということは、対象会社の経営陣もより多くの買収対価を支払わなければならないということも意味する。そのため、究極買主としての経営陣は、取引価格の上昇をもたらす対抗提案者とはパートナーになることを好まないから、対抗提案者が経営陣の固有の価値を認識・把握できる機会は制限される。ひいては、go-shop 手続に参加した対抗提案者自身がMBOを成功させる可能性が低くなる。したがって、経営陣の固有の価値が高ければ高いほど、対抗

提案者はgo-shop手続に参入することを抑止される⁽¹⁵⁶⁾。

なお、Subramanian教授が実施した実証研究では、二〇〇六年一月から二〇一五年六月の間に公表されたMBO四四件（以下、「MBOサンプル」という。）のうち、経営陣が究極買主としての地位にあった取引（以下、「究極買主取引」ということがある）が七件、究極売主としての地位にあった取引（以下、「究極売主取引」ということがある）が三一件、中立的地位にあった取引（経営陣が持分の一〇〇%を新法人に移転し、かつさらなる出資を行わなかったため、株式の売却額と購入額とが同額であった。以下、「中立的取引」ということがある。）が三件であった⁽¹⁵⁷⁾。

この実証研究の結果をみると、究極買主取引及び中立的取引は全体の約四分の一程度に過ぎない（逆に究極売主取引は全体の約四分の三を占めている）。そのため、現実のMBOにおいては、経営陣が究極買主として取引価格をできるだけ引き上げないようにする経済的インセンティブを持つことは少ないのではないかという反論もなされ得るところである。

しかし、Subramanian教授は、MBO取引における経営陣が究極買主であることを示す事実が、合併契約及び法で提出が義務付けられている書面（Schedule 14D-9）等において必ずしも十分に株主らに開示されていないということを指摘する⁽¹⁵⁸⁾。すなわち、対象会社の経営陣がMBOの実施後に非常に多くの買主側の利益を獲得する契約を締結しているにもかかわらず、そうした契約内容は実際には十分に開示されていない場合がある。そうだとすると、前述の実証研究の結果は、対象会社の経営陣が実際には売主側の利益を上回る買主側の利益を有していることを過小評価している可能性があることを示唆している⁽¹⁵⁹⁾。そのため、単に当該実証研究の結果のみをもって、MBOの局面で対象会社の経営陣が究極買主となる事例が少ないという結論が導かれることにはならない。

つぎに、Subramanian 教授は、究極売主取引と究極買主取引の両者におけるプレミアム額の平均値についても比較している⁽¹⁰⁾。究極売主取引の取引公表より六〇日前の株価に対する最終取引価格におけるプレミアム額の平均値は三五・一％であった。これに対して、究極買主取引または中立的取引のプレミアム額の平均値は一六・八％であった⁽¹⁰⁾。このように、究極買主取引または中立的取引においてプレミアム額が低かった理由につき、Subramanian 教授は、特別委員会が経営陣による対象会社の財務予測の実現可能性を判断する上で経営陣からの情報提供を不可避的に必要とするところ、究極買主取引または中立的取引ではそうした情報が十分に提供されないからであるとす⁽¹⁰⁾る。すなわち、究極買主取引または中立的取引における経営陣は、詳細かつ十分な財務予測等の情報を与えてしまうと、その情報をもとに取引価格が引き上げられてしまう可能性があることをおそれて、特別委員会に限定的にしか情報を提供しない可能性がある。したがって、特別委員会も価格引上げを要求するための交渉材料である経営陣らの持つ財務予測に関する情報を十分に獲得できない可能性がある。これに対して、究極売主である経営陣は、自身の経済的利益を最大化するべく取引価格の上昇を望む。そのため、特別委員会に対してより積極的に自らの持つ情報を提供するといえる。したがって、特別委員会はこれらの情報に基づいて実効的な価格引上げ交渉を行うことが可能になると考えられる。

(c) 買主（買収者）側の報酬によって経営陣のインセンティブが歪められる場合

前述の (b) では、経営陣が自己の保有する対象会社の全株式を譲渡するなど、大量の株式ないし持分 (equity) をMBO後の新法人に提供することで取引の究極買主となるMBO取引について検討した。しかし、このような取引は、プライベート・エクイティ・ファームによって実施されるMBO取引のうちの一部である。仮に、対象会社の経営陣が大量の株式ないし持分をMBO後の新法人に提供しない場合であったとしても、買収者（買主）側

の報酬が対象会社の経営陣に与えられることによって、対象会社の経営陣らが取引価格を低く抑えるインセンティブを持つ場合がある⁽¹⁶⁴⁾。以下では、このような経営陣の経済的インセンティブについて検討する。

多くのMBO取引において、プライベート・エクイティ・ファームは、少なくともMBO取引の交渉開始段階では、対象会社の経営陣をMBO後の新法人においても維持したい(MBO後の新法人の経営を担って欲しい)と考えているのが一般的である⁽¹⁶⁵⁾。当然のことながら、MBO取引における対象会社の一般株主にとっての主要な取引条件が決定されるまでは、プライベート・エクイティ・ファームは対象会社の経営陣と正式に雇用条件・雇用契約に関する交渉をすることはできないとされている⁽¹⁶⁶⁾。しかし、実際には、プライベート・エクイティ・ファームは、MBO取引の早い段階で対象会社のCEO及び上級管理職(senior manager)に対する報酬に関する包括契約(pack-age)がどのような内容のものであるかについての概略(guidance)を提示している場合がある⁽¹⁶⁷⁾。

このような報酬に関する契約の提案を受けた対象会社の経営陣も、対象会社の売却に関する議論・交渉をプライベート・エクイティ・ファームと開始した直後に、プライベート・エクイティ・ファームがこれまでにもたらしただけの経営陣の報酬に関する実績の記録(a PE firm's track record for management compensation)を調査する。プライベート・エクイティ・ファームによる企業買収が実施された場合、大抵は経営陣の会社への出資比率を倍増させることが示されており⁽¹⁶⁸⁾、こうした結果は一般的に経営陣にとって好ましいものである。すなわち、プライベート・エクイティ・ファームによる企業買収が成功すれば、CEOを含む対象会社の経営陣は、単なるありふれた富(everyday wealth)に比べはるかに世代を超えた莫大な富(generational wealth)を獲得することが可能となるのである。

そして、買収者であるプライベート・エクイティ・ファームは、この経営陣の買収後の報酬(managements

post-buyout compensation) を、自身の投資に対する財務上の利益との関係で決定している。⁽¹⁶⁾ プライベート・エクイティ・ファームの財務上の利益を評価する基準については、二〇〇八年から二〇〇九年にかけて生じた金融危機以前はIRR (Internal Rate of Return: 内部収益率) が一般的であったが、金融危機以後はMOIC (Multiple of Invested Capital: 投資資本収益率) へと変化している。⁽¹⁷⁾ これは、以下のような理由による。

プライベート・エクイティ・ファームの投資効率をIRRに基づいて判定した場合、MBOを実施した後に会社の業績が低迷してしまうと、所定の期間内に当該IRRの要求する業績水準が達成されない可能性⁽¹⁷⁾がある。すなわち、IRRに基づく投資効率の判定は、経営陣に要求される業績水準 (performance bar) をより高くする可能性があるという点で、要求の厳しい基準 (demanding metric) である。二〇〇八年から二〇〇九年にかけての金融危機の際には、多くの会社の業績が低迷したため、IRRに基づいて算出された経営陣の業績連動報酬 (performance-based pay) やプライベート・エクイティ・ファームの想定した利益は獲得することができなくなったという事情があった。

このような状況を受けて、金融危機後の投資効率の判定 (ひいては経営者の報酬決定) の指標は、IRRからMOICに変わっていった。MOICは、投資額の資本金額に対する投資価値の比率を測定する指標であって、IRRのように企業の将来キャッシュ・フローを現在価値に割り引くという作業は行われないという違いがある。⁽¹⁷⁾ したがって、経営陣としては、MOICによって要求された倍率が一年ごとに達成されているかではなく、イグジット (exit) の時点までに当該倍率を達成しているかどうかに関心を持つことになる。このように、MOICは、経営陣に対して一定の業績水準 (a fixed hurdle) を要求する指標であるという点で、IRRに比べてはるかに寛容な指標 (a much more forgiving metric) であるといえる。

IRRではなくMOICに基づいて経営者の報酬を決定することは、MBO取引における対象会社の経営陣の経済的インセンティブに影響を与える可能性がある。すなわち、対象会社の経営陣は、MBOにおける取引価格を低く抑えようとする経済的インセンティブを持ち得る。なぜなら、取引価格が低ければ低いほど、イグジット時点におけるMOICを達成しやすくなるからである。⁽¹⁷⁾ MOICは、営業利益を投下資本（出資金額（株主資本＋有利子負債）で割ること）で算出される。そのため、対象会社の株式を取得する際の取引価格が上昇すればするほど、MOICの分母の値も上昇することになる。このことは、取引価格が上昇すればするほど、対象会社の経営陣が要求されたMOICを達成する可能性を低下させることを意味する。⁽¹⁸⁾

このように、対象会社の経営陣がイグジット時点での高いMOICを達成するべく取引価格を低く抑えたいという買収者（買主）側の経済的インセンティブを持つていることは、自身の株式の価値を最大化したいという対象会社（売主）側の経済的インセンティブと対立する。対象会社の経営陣が対象会社側の経済的インセンティブよりも強い買収者側の経済的インセンティブを持っている場合、当該経営陣はgo-shop期間中により高い取引価格を提示して対象会社の売却手続に参入しようとする対抗提案者の対抗提案（overbid）を抑止することにつながる。たとえば、go-shop期間中の対抗提案に対して当初買収者がマッチ・ライトを行使すると、取引価格が引き上げられる。取引価格が引き上げられると、その分対象会社の経営陣がMOICを達成する可能性が低くなるため、当初買収者であるプライベート・エクイティ・ファームが提示している「世代を超えた莫大な富」を獲得できる可能性が小さくなる。そのため、対象会社の経営陣は、go-shop期間中により高い取引価格を提示する対抗提案者の出現を抑止しようとする個人的なインセンティブを持つ。その結果、対象会社の経営陣は、ほぼ常に事実上の究極買主（a de facto net buyer）となっており、go-shop期間中になられるより高い取引価格を提示する対抗提案を望まなくなっ

ている。⁽¹⁷⁾

(二) Subramanian 教授による Dell 事件における経営陣の経済的インセンティブの評価

上記の価格引上げを忌避する経営陣の経済的インセンティブが Dell 事件における契約締結後のマーケット・チェックにどのように影響したかについて、Subramanian 教授は以下のように分析する。

Dell 事件における Dell 氏及び Silver Lake と Dell 社との取引では、Dell 氏が自身の保有する約一六%の株式全てを新法人に移転することになっていた。また、Dell 氏及びその利害関係人が合計でさらに七億五〇〇万ドルを追加出資することになっていた。go-shop 段階で提出された対抗提案は、Silver Lake の提案と比べ、相対的に Dell 氏により多くの金銭の支出を要求するものであったほか、対抗提案に応じた Silver Lake が入札額を引き上げた場合、Dell 氏はさらなる追加出資をすることを迫られていた。実際に、Dell 事件衡平法裁判所は、Dell 氏が MBO 後の新法人において約七五% (七四・九%) の持株比率を維持することを前提とした場合、取引価格が一ドル引き上げられることに、さらに二億五〇〇万ドルの出資を余儀なくされたと認定している。また、仮に、Dell 氏が追加の出資を行わないで、Silver Lake からの借入れによって買収資金を調達するとしても、取引価格が一五・七三ドルを超えた段階で、七四・九%の持分割合を維持することはできなくなるとも認定している。これらの認定から、衡平法裁判所は、Dell 氏は自身のパートナーである Silver Lake 以外の対抗提案者によって一五・七三ドルを超える取引価格が提示されても、Dell 氏は当該価格を受け入れることはない (そして、対抗提案者は、自身の提示した当該取引価格が Dell 氏によって受け入れられないことを理解している) と認定している。⁽¹⁸⁾

このように、Dell 事件における取引価格の上昇は、Dell 氏の金銭的な負担を増加させることを意味した。Dell 氏は究極買主としての地位にあり、取引価格の引上げを忌避する経済的インセンティブを有していた。Dell 氏は、

自らの金銭的負担を増加させたり、支配権を失う取引価格を設定した対抗提案者とはパートナーにならないと思われることから、Dei氏固有の価値を享受できないことをおそれる対抗提案者は、入札を思いとどまったと考えられる。

これに対して、最高裁判所は、衡平法裁判所はDei氏の経済的インセンティブ (Mr. Dei's status) のために実際に買収を思いとどまった潜在的買収者を特定しなかったとして、衡平法裁判所の判断を否定した⁽¹⁷⁾。

このような最高裁判所の判断に対して、Subramanian教授は、以下のように反論する。すなわち、最高裁判所のいうようにDei氏の経済的インセンティブを理由に実際に入札を思いとどまった買収者を特定しなければならぬとすると、たとえば対抗提案者が『自らも対象会社の経営陣とパートナーとなってMBOを実施することを検討している。しかし、もし自らの対抗提案によって取引価格が引き上げられ、対象会社の経営陣に更なる経済的負担を課すのならば、当該経営陣は自らとパートナーとなってMBOを実施することはないと思われる』などの内部的な電子メール等の証拠が存在することを確認する必要がある。しかし、Dei氏のような(買主としての)経済的インセンティブを持つ経営陣が、取引価格の引上げを嫌っており、取引価格の引上げをもたらず対抗提案者とパートナーとなってMBOを実施しようとはしないことは自明である。そのため、対抗提案者がこのようなことを明示的にいうはずがなく、上記のような証拠を発見することは不可能である。そして、たとえば、Dei氏が形式的にはパートナー以外の対抗提案者ともパートナーとなってMBOを実施する可能性を検討することを要求されていたとしても、他の対抗提案者とパートナーとなることでDei氏に個人的なコストが課されるという事実があることは、対抗提案者自身がDei社の買収を成功させる可能性についての認識 (bidder's perception of the viability of that route) に影響を及ぼすに違いない⁽¹⁸⁾。

五、投資銀行による利益追求のインセンティブ⁽¹⁷⁾

(一) 総説

マーケット・チェックの有効性を減殺する第四の要因は、投資銀行による利益追求のインセンティブである。一九九〇年代半ばには、既に数多くの大規模投資銀行が上場していた⁽¹⁸⁾。投資銀行の上場によって、投資銀行は顧客に対して公平なアドバイスをを行うという専門家的な義務を果たすというよりもむしろ自らの経済的利益を追求するようになっていく。

投資銀行は、自らの経済的利益を追求する上で、特にプライベート・エクイティ・ファームとの関係性を重視する。これは、プライベート・エクイティ・ファームが取引市場において何度も投資銀行と取引を行う主体 (repeat players) であり、投資銀行はプライベート・エクイティ・ファームとの取引によって莫大な手数料を受け取っているからである。それゆえに、買主 (買収者) 側の投資銀行はもとより、売主 (対象会社) 側の投資銀行であつても、対抗提案者の出現を抑止しようとするインセンティブを持つことがある。こうした投資銀行のインセンティブは、go-shop 手続におけるマーケット・チェックの有効性を害する。

以下では、売主側の投資銀行が対抗提案者の出現を抑止しようとする場合、買主側の投資銀行が対抗提案者の出現を抑止しようとする場合のそれぞれについて、より詳細に検討する。

(二) 売主 (対象会社) 側の投資銀行が買主 (買収者) 側のプライベート・エクイティ・ファームとの関係性から利益を獲得することに関心がある場合

(a) 総説

投資銀行による利益追求のインセンティブが go-shop 手続におけるマーケット・チェックの有効性を減殺し得る

第一の場合は、売主（対象会社）側の投資銀行が買主（買収者）側のプライベート・エクイティ・ファームとの関係性から利益を獲得することに関心がある場合である。go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの実施を業務とするはずの売主側の投資銀行であっても、自己にとって「より大きな利益をもたらす（“real”）」取引相手である買主側プライベート・エクイティ・ファームの歓心を買うために、より高い取引価格で入札を行う對抗提案者を発見したくないというインセンティブを持っている可能性がある¹⁸⁾。

売主側の投資銀行は、go-shop 手続を実施した結果締結された取引の取引価値ないし株式価値に応じて、通常一～二%の手数料を対象会社から受け取るとされている¹⁹⁾。そのため、取引額が上昇すればするほど、売主側の投資銀行が獲得できる手数料も上昇するという結果が導かれる。このように、投資銀行にとっての報酬体系は、対象会社の株主価値の最大化という目標と売主側の投資銀行とを理論上結びつけている。そのため、売主側の投資銀行は、go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックを実施する際に、より高い取引価格を付ける對抗提案者を発見することが期待されている。

しかし、実際には、go-shop 手続においてより高い取引価格を付ける對抗提案者を発見したことから得られる売主側の投資銀行の利益は、僅かなものである¹⁸⁾。売主側の投資銀行は、こうした僅かな利益を追求するよりは、買収者となっている買主側のプライベート・エクイティ・ファームとの関係性（現在も継続的な取引関係を有しているプライベート・エクイティ・ファームとの関係性のほか、将来的に取引をする可能性があるプライベート・エクイティ・ファームとの潜在的な関係性も含む¹⁸⁾）から得られる利益を追求しようとする可能性がある。このように、投資銀行が買主側のプライベート・エクイティ・ファームとの関係性から得られる利益を獲得することを重視する場合には、たとえ go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの実施を業務とする売主側の投資銀行で

あったとしても、go-shop 手続の実施によってより高い取引価格を付ける対抗提案者を発見しようとはしない可能性がある。

それゆえ、本来的には go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックを実施することで対象会社の株主価値を最大化するという義務を負っているはずの売主側の投資銀行であっても、実質的には買主側のプライベート・エクイティ・ファームとの関係性を維持したいという強いインセンティブを持っている場合がある。こうした投資銀行のインセンティブが現れる場合には、go-shop 手続の有効性を減殺するおそれがある。

(b) Subramanian 教授による売主側投資銀行のインセンティブの評価

Subramanian 教授は、対象会社（売主）側の投資銀行が買収者（買主）側のプライベート・エクイティ・ファームとの関係性を重視した可能性があると考えられる事例として、プライベート・エクイティ・ファームである Leonard Green Partners (LPP) が二〇一六年に実施した ExamWorks の買収事例を挙げる⁽¹⁸⁾。

この事例において、ExamWorks（対象会社）の投資銀行であった Goldman Sachs は、過去二年間の間に買収者である LPP から約五三〇万ドルの手数料を受け取っていた。これに対して、ExamWorks から受け取った手数料は、LPP から受け取った手数料の約四分の一に相当する一三〇万ドルに過ぎなかった。

このように、本来は対象会社によって雇用された投資銀行であっても、買収者側のプライベート・エクイティ・ファームから得られる手数料が魅力的である場合には、投資銀行は将来買収者側のプライベート・エクイティ・ファームとの取引によって得られる利益を重視してしまうおそれがある。投資銀行がこのようなインセンティブを持つ場合には、go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性が減殺される可能性がある。

(三) 買主（買収者）側の投資銀行が go-shop 手続に干渉する場合

(a) 総説

投資銀行による利益追求のインセンティブが go-shop 手続におけるマーケット・チェックの有効性を減殺し得る第二の場合は、買主（買収者）側の投資銀行が go-shop 手続に干渉する場合である。買主側の投資銀行は、自らにとって多額の利益をもたらすプライベート・エクイティ・ファームの歓心を獲得するべく、go-shop 手続に参入しようとする潜在的な対抗提案者（prospective go-shop bidders）の入札意欲を削ぐようとする可能性がある。⁽¹⁸⁶⁾このように、買主側の投資銀行は、go-shop 期間中における対抗提案者の入札を可能な限り阻止すること、go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性を歪めることが可能となる。⁽¹⁸⁷⁾

現状、プライベート・エクイティ・ファームの歓心を獲得しようとする意欲的な（overzealous）投資銀行が go-shop 手続の実施に干渉した場合、それがいかなる法律や規範に違反することになるのかは明確ではない。そのため、投資銀行は、go-shop 手続に干渉するという行為を容易に行う可能性がある。⁽¹⁸⁸⁾

したがって、買主側投資銀行による go-shop 手続への干渉は、go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性を減殺するおそれがある。

(g) Subramanian 教授による裁判例における買主側投資銀行の go-shop 手続への干渉の評価

Subramanian 教授は、買収者（買主）側の投資銀行が go-shop 手続に介入して対抗提案者による入札を妨害しようとした事例として、Norcraft 事件⁽¹⁸⁹⁾を挙げる。

Norcraft 事件では、Fortune Brands（戦略的買収者）が Norcraft（対象会社）の買収を実施した。買収者である Fortune Brands に対しては、投資銀行である Royal Bank of Canada (RBC) が買収に際して助言を行った。

Fortune Brands のCEOを務めていた Christopher Klein 氏は、Norcraft との合併契約において、Norcraft が三五日間の go-shop 手続を実施すると規定されていたことを好ましく思っていなかった。⁽¹⁹⁾ このような Fortune Brands の CEO の意向を熟知していた RBC は、go-shop 手続において Fortune Brands にとっての Norcraft の特別な戦略的価値を強調し、他の潜在的買収候補者が Norcraft の買収を検討しようとする意欲を減少させようとした。⁽²⁰⁾ 実際に、RBC と Klein 氏とは、go-shop 期間中に出現し得る潜在的買収候補者が Norcraft の買収に興味・関心を持たないようにすることで意見が一致していた。⁽²¹⁾

このような状況であるにもかかわらず、Fortune Brands 及び RBC が Norcraft による go-shop 手続を妨害したことが、どのような法律ないし規範に違反しているのかは、未だに明らかになっていない。

六、go-shop 手続の設計・構築及びその実施に伴う諸問題⁽²⁴⁾

(一) 総説

この他に、go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性を減殺する第五の要因として、go-shop 手続の設計・構築及びその実施に伴う諸問題がある。具体的には、当初買収者にマッチ・ライトが付与されていることによる対抗提案者の入札抑止効果、go-shop 手続の時間制限 (ticking clock)、その他様々な条件 (取引保護条項) の相互作用による go-shop 期間の実質的短縮などの問題点がある。これらの問題は、オークションがどのような形式で実施されるかにかかわらず、go-shop 手続を実施することで必然的に生じるか、または生じる可能性があるものである。

以下、go-shop 手続の設計・構築及びその実施に伴う諸問題を順に検討する。

(二) マッチ・ライト条項による対抗提案者の入札抑止効果

go-stop 手続において当初買収者にマッチ・ライトが与えられている場合、契約締結後のマーケット・チェックの有効性が減殺されるおそれがある。

前述の通り、マッチ・ライトは、当初の買収提案に優越する買収提案がなされた場合に、当初の買収提案を提出した買収者に優越する買収提案と取引条件を競争させることを許容する権利である。当初買収者がマッチ・ライトを行使した場合、通常三〜五営業日にわたって対象会社と取引条件を交渉することが可能となる。⁽¹⁹⁵⁾

Subramanian 教授の実施した二〇一〇年一月から二〇一九年六月にかけての取引調査では、対象となった go-shop 手続を伴う全てのプライベート・エクイティ・ファームによる取引（一一四件）において当初買収者にマッチ・ライトが付与されていた。⁽¹⁹⁶⁾そして、これらのマッチ・ライトのほとんど全てが「何度でも行使することが可能な (unlimited)」ものであった。⁽¹⁹⁷⁾

当初買収者にマッチ・ライトが付与されている場合、対抗提案者による対抗提案がなされるのは、現行の取引価格のみならず当初買収者の最大支払意思額 (the first bidder's full willingness to pay) をも超える取引価格を提示してもなお利益になると対抗提案者が判断した場合である。⁽¹⁹⁸⁾しかし、現行の取引価格はオープンになっているのに対して、最大支払意思額は通常公開されない。そのため、対抗提案者がリスク回避的 (risk averse) である場合には、当初買収者にマッチ・ライトが付与されていることによって対抗提案が抑止される。⁽¹⁹⁹⁾また、当初買収者が買収によるシナジー等 (synergy and fit) を公表すること、対抗提案者にとっては当初買収者が非常に高い支払意思を有していることをシグナリングする効果を持つ。このとき、対抗提案者は対抗提案を行うことを躊躇する。

マッチ・ライトは、当初買収者が対抗提案を検討することを可能にするという事後効果 (ex post effect) のみ

ならず、そもそも go-shop 期間中に對抗提案者が出現することを阻止するという事前効果 (ex ante effects) を持っている。⁽²⁰⁾ 二〇一〇年から二〇一九年までの間に実施された go-shop 手続を伴う取引において、全ての取引においてマッチ・ライトが付与されていた。このようにマッチ・ライトが一般的になったのは、当初買収者がマッチ・ライトに対抗提案の事前抑止効果があり、取引の確実性を高めることができるという機能に期待しているからであると考えられる。⁽²¹⁾

(iii) go-shop 手続の実施に伴う時間制限 (ticking clock) 問題

(a) 総説

go-shop 手続を実施するに際して一定の期間が設けられていることも、go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性を減殺する要因となる可能性がある。

既に述べた通り、MBOの局面で契約締結後 (go-shop 手続) にマーケット・チェックが実施される場合、当該マーケット・チェックのオークション形式は、英国型オークションとなると考えられる。ここで、オークション理論の想定する英国型オークションのモデルでは、厳格な入札期日が設けられていることは想定されてはいない。たとえオークションにどれだけの時間を要したとしても、入札者が最後の一人になるまで価格競争が継続されることが前提とされているからである。go-shop 期間が設けられていることは、むしろ eBay などのインターネット・オークションのメカニズムと類似する特徴であると考えられる。⁽²²⁾

go-shop 期間は、一般的に三〇日から六〇日間であることが多い。Subramanian 教授による二〇〇六年一月から二〇一五年六月の間に公表された MBO (四四件) を対象とした前述の MBO サンプルにおいて、go-shop 期間の平均値は四四・五日 (中央値は四五日) であった。⁽²³⁾

これに対して、MBOを実施することが検討され、ある買収者と対象会社の経営陣とが買収に関する契約を締結するに至るまでには、水面下で時間をかけた入念な交渉が実施されることが一般的である。すなわち、契約締結前の段階では、対象会社の買収を検討している買収者は四五日以上時間をかけてじっくりと対象会社の財務情報等を検討することが可能になる。⁽²⁹⁾このことと比べると、平均約四五日間という go-shop 期間の時間制約は非常に厳格であるといえる。契約締結後のマーケット・チェックにおいて対象会社の買収を検討しようとしている買収者は、契約締結前から対象会社の買収を検討している買収者と比べて、時間的に不利な地位にある。

このように、go-shop 手続を実施する上で極めて厳格な時間制限があるために、これまでに紹介した、情報の非対称性、経営陣固有の価値、価格上昇を忌避する経営陣の経済的インセンティブの各問題は、より顕著になる。

たとえば、go-shop 期間に厳格な時間制限が設けられていることは、対抗提案者が実施するデュー・デiligエンスに大きな制約をもたらす。特に、go-shop 期間中の対抗提案者が複数出現した場合、対象会社の経営陣はそれらの複数の対抗提案者に自身の時間を割かねばならない。そのため、対抗提案者は当初からの買収者と比べて限定的にしか経営陣と接触することができず (management's only partial attention)、十分なデュー・デiligエンスを行うことができなくなる可能性がある。そのため、情報の非対称性 (買収者が共通価値で対象会社を評価している場合は、情報の非対称性に伴う勝者の呪い) をさらに悪化させる。

また、対象会社の情報を検討する時間が限られているのは、経営陣が対象会社に付している固有の価値 (についての情報) も獲得することが困難になる。経営陣の固有の価値がいくらであるかを推計する時間的余裕がなければ、当該経営陣と同等の価値を対象会社に付与し得る新経営陣を発見する時間的猶予がなくなり、対抗提案者は入札を思いとどまると考えられる。

さらに、対象会社の株式を廉価で購入するインセンティブを持つ経営陣は取引価格の上昇を好まないところ、go-shop手続の厳格な時間制限ゆえに価格引上げを伴う対抗提案も出現しにくい。したがって、go-shop手続が設けられていることは、価格引上げを嫌う経営陣（究極買主である経営陣）にとって有利な効果をもたらす。⁽²⁶⁾

このようにして、go-shop手続の実施に伴う時間制限があることは、既に述べたマーケット・チェックの有効性を減殺する三つの要因をさらに悪化させる。しかも、go-shop手続は、取引の規模が大きくなればなるほどより用いられる傾向にある。MBOサンプル中、伝統的なcash-on-hand型取引（市場勧誘を行った後、当該取引相手と排他的に交渉する取引）の取引額平均値は一四億ドル（中央値は四億六五〇〇万ドル）であったのに対して、go-shop型取引（契約締結前に特別委員会が単一のパートナーとのみ交渉するか、または複数の潜在的買収者を渉猟した上でgo-shop手続を実施する取引）の取引額平均値は三三億ドル（中央値は九億八三〇〇万）ドルであった。このことから、go-shop手続は、取引額平均値の大きいMBOにおいてより一層用いられているといえる。そして、取引の規模が大きくなると、以下の二つの点で時間制限問題が顕著になる。⁽²⁶⁾

第一に、取引の規模が大きければ大きいほど、go-shop期間中に対抗提案がなされる可能性が低くなる。なぜなら、取引の規模が大きいと、それだけ対象会社の継続企業価値を把握することも困難になると考えられるから、対象会社についてより詳細なデュー・ディリジェンスを実施する必要がある。しかし、そうした詳細なデュー・ディリジェンスを、go-shop期間という厳格な期間内に完了することは困難であるからである。

第二に、取引の規模が大きければ大きいほど、入札者らが共同入札を実施することが困難になる。なぜなら、大規模な取引においては、PEファンドの多様性の要求、資金調達上の制約、投資リスクの分散等の様々な観点から、共同入札を行うことがほぼ必須となる。しかし、そうした共同入札を行うためには、数週間から数か月間を要する

ことがあるため、go-shop 期間内に共同入札を完成させることは困難であるからである⁽²⁰⁷⁾。

前述のような対象会社のデュー・ディリジェンスを実施する必要性及び共同入札を実施する必要性に鑑みると、大規模な取引では go-shop 期間を延長することが好ましいといえる。しかし、Subramanian 教授らが示した実証研究によると、二〇〇六年から二〇〇七にかけて実施されたプライベート・エクイティ・ファームによる大規模取引（取引額が一〇億ドル以上の取引）における go-shop 期間の平均日数は三九・二日であった。これに対して、二〇一〇年一月から二〇一九年六月にかけて実施されたプライベート・エクイティ・ファームによる大規模取引における go-shop 期間の平均日数は三八・〇日であったことが示されている。また、二〇一五年から二〇一九年というより最近の時間軸で実施されたプライベート・エクイティ・ファームによる大規模取引に限定した場合には、go-shop 期間の平均日数は三六・一日であったことが示されている⁽²⁰⁸⁾。

このように、とりわけ大規模取引において go-shop 期間の平均日数が短縮されつつある理由は、go-shop 手続という取引技術に関する経験の浅い実務家たちが、取引の規模の大小を考慮に入れず、先例となる取引（“benchmark” transaction）における典型的な go-shop 期間を提示しているからである⁽²⁰⁹⁾。go-shop 手続のような革新的な取引技術は、ゼロから構築されていくものであるため、通常は関連する構造的・状況的要因（たとえば、デュー・ディリジェンスの必要性、共同入札の必要性など）に合わせて修正されるべきである。しかし、構造的・状況的要因の違いを考慮に入れないまま、先例となる取引における go-shop 期間を取引規模に関係なく提示した場合には、必然的に大規模取引における go-shop 期間の平均日数は短くなってしまう。このように大規模取引における go-shop 期間の平均日数を短くすることは、対抗提案がなされる可能性を低くし、当初買収者による取引の確実性（deal certainty）を高めることにつながる。そのため、買収者側（buy-side clients）にとって好ましい効果をもたらすと

いえる。⁽²⁰⁾

(a) Subramanian 教授による Dell 事件における時間制限問題の評価

前述の go-shop 手続の実施に伴う時間制限が Dell 事件における契約締結後のマーケット・チェックの有効性にどのように影響したかについて、Subramanian 教授は以下のように分析する。

Dell 事件においては、二〇一三年二月五日から go-shop 手続が開始され、当該 go-shop 期間中には、GE Capital・Icaln・Blackstone の三者が対抗提案を行った。

このうち、特に Blackstone は、Dell 社の積極的な協力を得つつ、かつ Dell 社企業買収部門の前責任者であった David Johnson 氏と共に Dell 社のデュー・デiligjエンス手続を実施した。それにもかかわらず、Blackstone は、go-shop 期間が満了してから一〇日後の段階においてもデュー・デiligjエンスに着手したばかりで、かつビジネスプランを計画し始めて間もない状態であったと評価する報道があった。⁽²¹⁾ go-shop 期間が満了してもなおデュー・デiligjエンスが十分に進んでいないということは、四五日間という go-shop 期間は、対抗提案者にとってデュー・デiligjエンスを実施する上で非常にタイトな時間制約を伴うものであることを示している。⁽²²⁾ 実際に、Dell 事件衡平法裁判所も、Dell 社の規模及び複雑性が他の取引の約二五倍であったことに着目して、四五日間の go-shop 期間は（他の取引と比較すると一般的な長さであったとはいえ）Dell 事件においては不十分な長さであった。⁽²³⁾

こうした go-shop 手続の実施に伴う時間制限からくる困難を予見する対抗提案者は、そもそも入札手続やデュー・デiligjエンスを開始することを思いとどまると考えられる。

(四) go-shop 手続における様々な条件 (取引保護条項) の相互作用による go-shop 期間の実質的短縮

(a) 総説

go-shop 期間の長さ²⁴⁵が他の取引と比べて平均的な長さであったとしても、対象会社及び当初買収者の間で締結される合併契約の定めによつては、実質的に go-shop 期間を短縮することが可能となる場合がある。go-shop 期間が実質的に短縮されると、その分対抗提案者が特別当事者の地位を獲得することが困難となる。そのため、go-shop 手続において対抗提案がなされなくなるおそれがある。

go-shop 期間が終了する以前に対抗提案者が出現し、かつ当該対抗提案者が一定の要件を満たした場合、対象会社の取締役会は当該対抗提案者を「特別当事者」(the Excluded Party) に指定することがいえる。⁽²⁴⁾ go-shop 期間中に出現した対抗提案者が特別当事者の地位を獲得し、かつ対象会社の買収者となった場合、対象会社は高額の解約金 (break-up fee) の支払いを免除されるというメリットがある。多くの go-shop 条項は、go-shop 期間中に出現した対抗提案者が特別当事者に指定されるために、「優越提案 (Superior Proposal) を提示するか、または優越提案を提示することが合理的に期待される」買収者であることを要件としている。⁽²⁵⁾ デラウェア州裁判所は、この「合理的に期待される」という文言を肯定的に評価しており、対抗提案者が go-shop 期間中に「全てのことを完遂する」(“get the whole shebang done”)⁽²⁶⁾ 必要がない場合には、go-shop 手続はより有意義なものであると判示している。ここでいう「全てのことを完遂する」とは、対抗提案者が特別当事者として指定されるためには、go-shop 期間中に対抗提案者から優越する対抗提案がなされ、当初買収者がマッチ・ライトを行使できる期間を経過した上で、対象会社が当初買収者との間で締結した合併契約を解除し、さらに対抗提案者との間で新たに買収に関する契約を締結することなどが要求されていることを意味する。このような要求がなければ、対抗提案者は go-shop 期間の終了

時までには完璧な優越提案を作成する必要がなくなり、特別当事者の資格を獲得するためのハードルが低くなるため、より多くの対抗提案者が go-shop 手続に参入すると考えられるからである。

もっとも、go-shop 手続を設計・構築するに際して当初買収者と対象会社との間で合意された複数の条件（取引保護条項）が相互に作用することによって、対抗提案者が特別当事者の地位を獲得しにくくなる場合がある。対抗提案者が go-shop 期間中に特別当事者の地位を獲得できない場合で、それでもなお対抗提案者が対象会社を買収しようとする場合には、対象会社は高額の解約金を当初買収者に対して支払うことを余儀なくされる。対抗提案者にとっては、対象会社が低額の解約金を負担する場合に比べて高額の解約金を負担する場合の方が買収対象としての対象会社の魅力が低下すると思われる⁽²⁷⁾。このように、特別当事者の地位を獲得することが困難であるか、または困難であると予想される場合、対抗提案者が go-shop 手続に参入するを思いとどまる可能性があるため、go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性が減殺され得る⁽²⁸⁾。

そこで、以下では、米国デラウェア州の裁判例及び事例において go-shop 手続の設計・構築の際に設けられた条件が相互に作用して go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性を減殺する場合を順に検討する。具体的には、対抗提案者が go-shop 期間中に特別当事者 (the Excluded Party) の地位を獲得するに際して、①対象会社が当初買収者との間の契約を解約した上で対抗提案者と新たな買収契約を締結する必要がある場合、②対抗提案者が書面による真正な優越提案 (a bona fide written Superior Proposal) を提出することが求められる場合、③ go-shop 手続開始後一定期間経過後に当初買収者が公開買付けを通じて対象会社株式の過半数を獲得することが可能となるような合意がなされており、特別当事者の地位を獲得することを望む対抗提案者が go-shop 期間の終了よりも相当前の段階で優越提案を行わなければならない場合である。

(b) 対象会社が当初買収者との間の契約を解約した上で対抗提案者と新たな買収契約を締結する必要がある場合

① 対抗提案者と新たな買収契約を締結する必要があることによる弊害

前述の通り、デラウェア州裁判所は、*Leav* 判決において対抗提案者が go-shop 期間中に「全てのことを完遂する」必要がない場合には、go-shop 手続はより有意義なものであると判示している。それにもかかわらず近時のいくつかの取引では、こうしたデラウェア州裁判所の判示を無視し、対抗提案者が特別当事者の資格を獲得するため（優越提案を提示すると合理的に期待されるだけでは足りず）、対象会社が当初買収者との間の契約を解約した上で対抗提案者と新たな買収契約を締結することを要求するものがある。

たとえば、対象会社と当初買収者との合併契約において、以下のような規定が設けられている場合が確認されている。すなわち、対抗提案者が特別当事者の地位を獲得するために、① go-shop 期間中に対象会社に対して優越する対抗提案を提示すること、② 当初買収者に付与されているマッチ・ライトの行使期間が終了すること、③ 対象会社の取締役会が対抗提案を優越提案であると判断して当初買収者との合併契約を解除すること、④ 対抗提案者と対象会社との間で新たな合併契約を締結してもらう必要があることなどである。対抗提案者がこうしたことの全てを厳しい時間制約を伴う go-shop 期間中に実施するのは、事実上不可能であるといえる。⁽²⁰⁾ そのため、上記のような条項が盛り込まれている go-shop 手続が実施された場合、対抗提案者は特別当事者の地位を獲得できないおそれがあることから、対抗提案を行うことを思いとどまると考えられる。

さらに、これらの取引では、いずれも当初買収者に対して行使回数に制限のないマッチ・ライトが付与されている。当然のことながら、対抗提案を行う時点では、対抗提案者は当初買収者がマッチ・ライトを何回行使するかを

知ることはできない。そのため、当初買収者がマッチ・ライトを複数回行使することが想定される場合には、対抗提案者は複数回のマッチ・ライトの行使を見越して go-shop 期間の比較的早い段階で対抗提案を行うことを余儀なくされる。このことは、そもそも厳格な時間制限のある go-shop 期間をさらに実質的に短縮することになり、対抗提案者は対象会社の内部情報等を十分に検討することができないまま対抗提案を提出せざるを得なくなることを意味する。

このように、対抗提案者が go-shop 期間中に対象会社との間で新たに合併契約を締結しなければ特別当事者としての地位を獲得し得ないことは、そもそも対抗提案者が出現する可能性を低くするものであるといえ、go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性を減殺する。

② Subramanian 教授による裁判例等の評価

Subramanian 教授は、これらの取引において対象会社側がデラウェア州裁判所の判示事項を無視し、非常に特殊で go-shop 手続の価格発見機能を著しく低下させる契約条項に同意をしたことを問題視する。その上で、これらの取引において実施されたような go-shop 手続は、価格発見のメカニズムとしては事実上無意味であると評価する。⁽²¹⁾そして、Subramanian 教授は、このような go-shop 手続が実施された一つの理由として、対象会社側の弁護士たち (plaintiffs' bar) が、対抗提案者が特別当事者としての地位を獲得する際の要件を十分に監視・監督していなかったことを指摘する。そのため、対象会社側の弁護士たちが取引を適切に監視・監督しない限り、M & A 取引を構築する弁護士たちは対抗提案者が特別当事者としての地位を獲得する際の要件を厳格化しようとするインセンティブを発揮することになるとする。これは、go-shop 期間が短くなればなるほど、その分当初買収者にとつての取引の確実性は増すからである。

(c) 対抗提案者が書面による真正な優越提案 (a bona fide written Superior Proposal) を提出することが求められる場合

① 真正な優越提案の提出を求められることによる go-shop 期間の実質的な短縮

対抗提案者が go-shop 期間中に特別当事者の地位を獲得する要件に関して、対抗提案者は単に優越提案と判断され得る合理的な可能性のある提案を行うのみでは足りず、書面による真正銘の優越提案を行うこと（すなわち、対象会社の取締役会が優越提案であると誠実に [in good faith] 判断する買収提案を提出すること）まで必要であるとされている場合がある。対抗提案者が真正な優越提案を行うことまで求められている場合には、優越提案と判断され得る合理的な可能性のある提案を行えばよいとされている場合に比べてより多くの検討時間を必要とすると考えられる。すなわち、真正な優越提案の提出を要求することは、go-shop 期間を実質的に短縮する効果をもたらし、対抗提案者は特別当事者の地位を獲得することが困難になる。

このように、対抗提案者が go-shop 期間中に確実に特別当事者の地位を獲得できるとはいえない場合、対抗提案者は go-shop 手続に参入することを思いとどまると考えられる。したがって、go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性が減殺される。

② Subramanian 教授による SciQuest の買収事例の評価

Subramanian 教授は、二〇一六年に実施されたプライベート・エクイティ・ファームである AccelKKR (AKKR) による SciQuest の買収事例を例にとり、以下のように評価する。

SciQuest の買収事例では、go-shop 期間は二五日間（二〇一六年五月三日から同年六月二四日）であると規定されており、go-shop 期間中に出現した対抗提案者が特別当事者としての地位を獲得するためには書面による真正

な優越提案を提出しなければならないことが合併契約において規定されていた⁽²²⁾。仮に對抗提案者が真正な優越提案を行うことができず、特別当事者の地位を獲得できなかった場合には、当該對抗提案者との全ての協議・交渉を直ちに中止すること及び對抗提案者がSciQuestから得た全ての内部情報 (confidential information) を返還または破棄しなければならないことも規定されていた⁽²³⁾。さらに、当初買収者であるAKKRには、五営業日にわたってSciQuestと独占的に交渉することを許容する無制限マッチ・ライトが付与されていた。これらのSciQuestの買収事例における合併契約の規定から、Subramanian教授は、①SciQuestの買収に際して設定されたgo-shop期間は二五日間と比較的短い期間であったこと、②この二五日間のgo-shop期間が終了した時点で對抗提案者が真正な優越提案を行うことができなかった場合、對抗提案者は特別当事者の地位を獲得できず、対象会社であるSciQuestとの買収に関する交渉を行うことや内部情報にアクセスすることが不可能となることを指摘する。しかも、③仮に、go-shop期間中にAKKRがマッチ・ライトを行使し、對抗提案よりも取引条件のよい提案を行った場合には、對抗提案者の提示した對抗提案はもはや優越提案とは評価されず、特別当事者の地位を獲得できなくなる。そのため、特別当事者の地位を獲得することを望む對抗提案者は、AKKRが複数回マッチ・ライトを行使する可能性を考慮に入れ、go-shop期間中の比較的初期の段階で優越提案を提示する必要がある⁽²⁴⁾。しかし、AKKRには無制限のマッチ・ライトが与えられていたことから、對抗提案者がgo-shop期間中に特別当事者の地位を確実に獲得できる方法は事実上存在しなかったと評価する⁽²⁴⁾。

さらに、SciQuestの買収事例では、對抗提案者が真正な優越提案を行って特別当事者の地位を獲得したとしても、SciQuestと交渉が許容される「特別当事者の交渉期限」(“Excluded Party Deadline”)は一五日間であると言われていた。この特別当事者の交渉期限を徒過すると、go-shop期間中に真正な優越提案を行うことができなかった

場合と同様に、特別当事者であっても SciQuest との全ての協議・交渉を行うことができなくなり、かつ、SciQuest から得た全ての内部情報を返還または破棄しなければならないことが規定されていた。⁽²⁵⁾ この合併契約の規定から、Subramanian 教授は、go-shop 期間中に出現した対抗提案者は、真正な優越提案を行わなければ特別当事者としての地位を獲得できないという go-shop 条項の高いハードルをクリアした (run the gauntlet of the SciQuest go-shop provisions) としても、特別当事者の交渉期限を徒過することによって SciQuest の買収プロセスから追いつ出されてしまう可能性があったと指摘する。そして、対抗提案者は、この特別当事者の交渉期限を徒過する可能性があることを懸念して、go-shop 手続への参入を躊躇してしまおうと評価する。⁽²⁶⁾

その上で、Subramanian 教授は、SciQuest の買収事例のような go-shop 手続が実施されてしまった理由として、買収条件の交渉担当者の専門性に顕著な非対称性があることや、交渉担当者（特に対象会社である SciQuest 側の交渉担当者）が特定の問題に注意を払わなかったことを指摘する。⁽²⁷⁾ たとえば、SciQuest の買収事例において主に go-shop 条項を設計したのは、当初買収者である AKKR の法律アドバイザーを務めた Kirkland & Ellis (K&E) であった。K&E は、M & A 取引に関する経験が豊富であり、とりわけプライベート・エクイティ・ファームによる買収における go-shop 手続を伴う取引を得意としている。そのため、K&E に所属する弁護士たちは、特別当事者及び優越提案の定義、マッチ・ライトの期間及び内容の重要性（これらの規定が go-shop 手続の有効性にどのような影響を及ぼすか）を熟知していたはずである。それゆえに、K&E は、go-shop 条項に非常に特殊な条項 (highly unusual provisions) を盛り込むこと、SciQuest の go-shop 手続を事実上無意味なものにすることができた。

これに対して、対象会社である SciQuest の法律アドバイザーは、ノースカロライナ州の法律事務所である Smith Anderson であった。Smith Anderson は、K&E に比べて公開会社の M & A 取引に従事した経験及び go-

shop 手続を伴う取引を行った経験が著しく少なかった。⁽²³⁾ また、go-shop 手続を実施することとされた主幹事銀行 (the lead banker) である Stifel は、これまでに一度も go-shop 手続を実施した経験がなかった。⁽²⁴⁾ さらに、SciQuest の取締役会においても、go-shop 期間以外に go-shop 手続の詳細について検討・合議されたという記録はなかった。⁽²⁵⁾ このように、対象会社である SciQuest の交渉担当者、優越提案及び特別当事者の定義、マッチ・ライトの期間及び内容、さらにはそれらがどのような相互作用をもたらすかについて十分に理解していたとはいえない。Subramanian 教授は、SciQuest の買収事例から、適切に構築された go-shop 手続であるといえるかを判断するためには、go-shop 期間の長短、解約金の額の多寡といった比較的容易に観察できる特徴だけではなく、前述した全ての特徴の相互作用も含めて検討される必要があると結論付ける。⁽²⁶⁾

(ロ) go-shop 手続開始後一定期間経過後に当初買収者が公開買付けを通じて対象会社株式の過半数を獲得するところが可能となるような合意がなされており、特別当事者の地位を獲得することを望む対抗提案者が go-shop 期間の終了よりも相当前の段階で優越提案を行わなければならない場合

① 当初買収者の公開買付けを併用することによる実質的な go-shop 期間の短縮

仮に、go-shop 手続において対抗提案者が特別当事者の資格を獲得する要件が判例の要求する水準 (優越提案を提示するか、または優越提案と判断される可能性が合理的に高い対抗提案を行えばよい) を充足していたとしても、当初買収者が go-shop 手続の実施と同時になされる公開買付け (a concurrent tender offer) を利用して対象会社の支配権 (a control stake) を取得することを通じて、実質的に go-shop 期間を短縮し、特別当事者の定義を厳格化することが可能になる場合がある。

すなわち、当初買収者と対象会社との合併契約において、go-shop 期間中に当初買収者が公開買付けを実施する

ことが可能となる旨を規定しておく。そして、公開買付けの対象となる対象会社株式（特に、対象会社のCEO及びその親族、その他大株主などが保有する株式を指す。以下では、これらの者が保有する株式を集合的に「対象株式（“covered share”）」と云うことがある。）につき、go-shop 期間の終了と同時にまたは終了前後の一定期日まで、かつ当初買収者がマッチ・ライトを行使し得る期間よりも前に公開買付けに応じなければならぬ旨も併せて規定しておく（支配権獲得支援契約 [Support Agreement]。以下、単に「応募契約」という）。これにより、対象会社の支配権を取得した当初買収者は、対象会社の一般株主の締出し（フリーズ・アウト）を実施して対象会社の買収を完了することが可能となる。

このとき、対抗提案者が go-shop 期間の終了日に優越提案を行ったとしても、当初買収者による公開買付け及びそれに引き続くフリーズ・アウトを止めることができなくなる場合がある。この場合には、特別当事者の地位を獲得することを望む対抗提案者は、go-shop 期間の終了よりも早い段階で優越提案を余儀なくされる。

このように、go-shop 期間を実質的に短縮するような取引条件の相互作用が認められる場合には、go-shop 期間中に対抗提案はなされにくくなるため、go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性は減殺される。

② Subramanian 教授による裁判例の評価

Subramanian 教授は、前述の Norcraft 事件を例にとり、go-shop 手続の実施と同時になされる公開買付けを用いた実質的な go-shop 期間の短縮につき以下のように評価する。⁽²³⁾

Fortune Brands による Norcraft の買収事例では、合併契約において以下のような応募契約が盛り込まれた。すなわち、対象会社である Norcraft の CEO である Buller 氏及びその親族やその他大株主が保有する株式は、一定

の期日までに Fortune Brands の実施する公開買付けに応募されなければならない旨が規定されていた。なお、対象株式の総数は、Norcraft の発行済株式総数の約五四％に相当するものであった。⁽²³⁾

Norcraft 事件における go-shop 期間は、三五日間（二〇一五年三月三〇日から同年五月四日まで）とされた。また、Norcraft の取締役会は、上記 go-shop 期間の終了までに、「優越提案を構成するか、または結果的に優越提案となることが合理的に期待される」入札を行う対抗提案者を特別当事者であると判断する権限を与えられていた。そのため、Norcraft 事件では、前述の（c）において検討した SciQuest の買収事例とは異なり、特別当事者の地位を獲得することを望む対抗提案者は go-shop 期間の終了時点までに真正な優越提案を行うことまでは要求されていなかった。これらの go-shop 手続の規定は、いずれも判例の要求する水準を充足するものといえる。

しかし、Norcraft 事件では、上記の応募契約と go-shop 期間の相互作用によって、実質的に go-shop 期間をさらに短縮し、かつ特別当事者の定義を厳格化するという効果が生じていた。具体的には、下記で説明する通り、合併契約に規定された go-shop 期間を三五日から三〇日以下に短縮するという効果をもたらした。また、特別当事者の定義を厳格化し、少なくとも go-shop 手続の開始後三〇日以内に（優越提案の合理的な可能性を示すだけでは足りず）優越提案を提示して合併契約を締結しなければならないことを余儀なくされた。これにより、当初買収者は、go-shop 期間中の対抗提案を抑止するための「抜け道（“back door”）」を獲得した。⁽²⁴⁾

Norcraft の合併契約では、Fortune Brands による公開買付けは、go-shop 期間中の二〇一五年四月一四日に開始され、二〇営業日経過後の同年五月一日に終了すると規定されていた。そして、応募契約においては、対象株式は公開買付け開始後「速やかに（promptly following）」応募されなければならない、「いかなる場合においても当初の公開買付期間の終了日の二営業日前までに応募されなければならない」ことが規定されていた。このことは、

対象株式は遅くとも五月七日⁽²³⁾までには公開買付けに応募されなければならないことを意味していた。

そして、応募契約は、対象株式がいったん公開買付けに応募された後は、「合併契約の定めるところに従って公開買付けが終了しない限り」、対象株式は公開買付けへの応募を撤回することができないと規定していた。ところが、合併契約は、Norcraftの取締役会が合併契約を解除ないし終了することができると規定していた。場合であると規定していた。すなわち、Norcraftの取締役会は、対抗提案が優越提案となる可能性があるだけでは合併契約を解除ないし終了させることはできなかった。しかも、合併契約は、Norcraftの取締役会が合併契約を解除ないし終了させるために、Fortune Brandsに四営業日にわたってマッチ・ライトを行使する期間を与えることが必要であると規定していた。

これらの規定の相互作用により、Norcraftの買収を成功させようとする対抗提案者は、go-shop期間の終了よりもはるかに前に優越提案を作成しておかなければならないことになる。たとえば、Norcraftの取締役会が、go-shop期間の終了日（五月四日月曜日）に優越提案を行う可能性が合理的に高いと思われる対抗提案者を特別当事者であると判断したとし、翌五日に当該対抗提案者が実際に優越提案を行ったとする。Norcraftは、このことを当初買収者であるFortune Brandsに知らせる。Fortune Brandsは、Norcraftが合併契約を解除ないし終了させる前に、四営業日にわたってマッチ・ライトを行使するか否かを判断することが認められる。そのため、Fortune Brandsは、五月六日（水曜日）から五月十一日（月曜日）までNorcraftと取引条件について交渉することが可能になる。しかし、応募契約は、五月七日（木曜日）までに対象株式が公開買付けに応募されなければならないことを規定していた。⁽²³⁾すなわち、Fortune Brandsは、公開買付けが終了する五月十一日の時点でNorcraftの株式の過半数（少なくともNorcraftの経営陣らの保有する約五四％）を保有してNorcraftの支配権（voting control）を獲

得することが可能であった。これにより Norcraft の支配株主となった Fortune Brands は、合併契約で提示した取引価格と同じ価格を対価として交付すること⁽²³⁷⁾、Norcraft のその他一般株主の保有する株式を取得すること（フリーズ・アウト）が可能となる⁽²³⁷⁾。

対抗提案者が上記の状況を防ぐためには、go-shop 期間が満了する五日前の二〇一五年四月三〇日（木曜日）までに優越提案を行う必要があった。Fortune Brands と Norcraft との合併契約によれば、仮に二〇一五年四月三〇日に優越提案がなされた場合、Norcraft の取締役会は、同年五月一日（金曜日）及び四日（月曜日）の二営業日をかけて招集・開催され、当該対抗提案を優越提案であると決定することとなる⁽²³⁸⁾。そして、Fortune Brands は、マッチ・ライトを行使するか否かを決定するための期間として五月五日（火曜日）から五月八日（金曜日）までの四営業日が与えられる⁽²³⁹⁾。また、応募契約により、対象株式は五月七日（木曜日）までに Fortune Brands による公開買付けに応募されなければならないことになっていたが、Fortune Brands は五月一日（月曜日）までは公開買付けを終了できないことになっていた。仮に、五月八日（金曜日）に Fortune Brands はマッチ・ライトを行使しないことを決定したとする。そして、その決定は、Norcraft が Fortune Brands との合併契約を解除ないし終了させることが可能になることを意味する。これにより、Fortune Brands が自らの公開買付けを終了させ得る五月一日よりも前の時点で、対象株式も公開買付けへの応募から撤回することが可能になる⁽²⁴⁰⁾。対抗提案者は、ここまでのプロセスを踏んで初めて自身が Norcraft を確実に買収できることになる。

もちろん、上記の議論は、Fortune Brands がマッチ・ライトを行使しないことを前提としている。Fortune Brands がマッチ・ライトを行使することが想定される場合には、対抗提案者は四月三〇日より前に最初の優越提案（its original Superior Proposal）を提示することを余儀なくされる。しかも、対抗提案者は、Fortune

Brands が何度マッチ・ライトを行使するかを知り得ない。そのため、Fortune Brands が複数回マッチ・ライトを行使することが想定される場合、たとえ対抗提案者自身が自らの対抗提案が最高の取引価格であることを知っていたとしても、なお Fortune Brands との買収競争に確実に勝利するとはいえなかった。

これらのことから、Subramanian 教授は、Norcraft 事件において実施された go-shop 手続は価格発見のメカニズムとして有効ではなかったとした。

そして、Subramanian 教授は、このような不十分な go-shop 手続が実施されてしまった理由として、(SciQuest の買収事例と同様に) Norcraft 事件でも当初買収者である Fortune Brands 側の交渉担当者と対象会社である Norcraft 側の交渉担当者との間に専門性の顕著な非対称性があったからであるとする。たとえば、Fortune Brands の CEO を務める Klein 氏は、Fortune Brands がマッチ・ライトを保持していることを他の対抗提案者の Norcraft の買収意欲を削ぐ要因として強調するとともに、go-shop 手続の開始後すぐに公開買付けを開始できるようにすることを強く要求した。また、Fortune Brands の M & A チームの責任者である Jason Baab 氏は、Norcraft による go-shop 手続の実施期間中に Fortune Brands が公開買付けを開始することができる無制限のマッチ・ライトを有していることが、Norcraft による go-shop 手続において対抗提案がなされる可能性を低くしていることを理解していた。⁽²⁴⁾これに対して、Norcraft 側は、go-shop 手続の基本的な特徴すら限定的にしか理解していなかったことが明らかになっている（なお、上記の専門性の非対称性に関して、デラウェア州衡平法裁判所も、Subramanian 教授らによる意見と同趣旨の認定を行っている。⁽²⁵⁾）。

第五 結び

以上、どのような要因がMBOにおける契約締結後（go-shop手続）のマーケット・チェックの有効性を減殺するかを確認した。具体的には、MBOにおいてマーケット・チェックが実施される場合には、①対象会社にとっての経営陣固有の価値、②情報の非対称性と勝者の呪い、③価格上昇を忌避する経営陣の経済的インセンティブ、④投資銀行による利益追求のインセンティブ、⑤go-shop手続の設計・構築及び実施に伴う諸問題という各要因が生じる可能性があることを示した。これらの要因があると、マーケット・チェックに対抗提案者が参入したとしても十分な価格競争がなされなくなる可能性がある、あるいはそもそも対抗提案者がマーケット・チェックに参入しなくなる可能性があるという弊害が生じることが考えられる。そのため、たとえマーケット・チェックを実施し、対抗提案者の数を増やしたとしても、取引価格の引上げにつながらない可能性がある。それゆえに、マーケット・チェックを実施する際には、これらの要因がもたらす弊害に十分配慮するべきであると考えられる。

本稿では、日本においてマーケット・チェックが実施されているのがほとんど契約締結後であることから、契約締結後（go-shop手続）におけるマーケット・チェックに限定して議論を行った。仮に、本稿に意義があるとするれば、以下のような点が挙げられると思われる。

まず、経済学上のオークション理論の議論も参考にしつつ、MBOの局面において実施される契約締結前及び契約締結後のマーケット・チェックがいかなる形式のオークションであるかが明らかにされた。そして、検討の結果、（原則として）契約締結前のマーケット・チェックは一位価格封印入札、契約締結後（go-shop手続）のマーケット・チェックは英国型で実施されるということが示された。

つぎに、上記の整理を前提とすると、特に米国デラウェア州の裁判所や先行研究が用いている「勝者の呪い」と

いう概念は、オークション理論で指摘されている勝者の呪いとは若干のニュアンスの違いがあることが明らかにされた。オークション理論では、主に一位価格封印入札の局面（石油探掘権モデル）で勝者の呪いが議論されている。このことから、オークション理論のいう（いわば純粋な）勝者の呪いの問題は、同じく一位価格封印入札が実施されると考えられる契約締結前のマーケット・チェックにおいて顕著になるということがいえるように思われる。

さらに、go-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性（価格発見機能）を減殺する要因は、単にgo-shop 期間が厳格であることだけではないということも明らかにされた。日本においても、契約締結後にマーケット・チェックが実施される際には、法定の公開買付期間を延長するなどの具体的な対策がとられている。しかし、本稿で示した各要因がgo-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性を減殺しているとすれば、単にgo-shop 期間を延長するという工夫だけでは十分な対策とはいえない可能性がある。今後、契約締結後のマーケット・チェックが実施される場合には、本稿で示した各要因がgo-shop 手続における契約締結後のマーケット・チェックの有効性に悪影響を及ぼしているのではないかという点について、実務家及び裁判所によって検証され、かつ蓄積されていくことが望ましいように思われる。

残された課題としては、以下のようなものがあると考えられる。米国及び日本では、契約締結前に十分な時間をかけてマーケット・チェックを実施するのが望ましいとされている。そして、マーケット・チェックが有効に機能したといえるか否かは、本来は契約締結の前後を含めて対象会社の売却過程全体を通じて判断されるべきものである。本稿で紹介した契約締結後のマーケット・チェックの有効性を減殺する各要因のうちの一部は、契約締結前にマーケット・チェックが実施される局面でも問題となり得ると思われる。本稿で紹介したマーケット・チェックの有効性を減殺する各要因が契約締結前のマーケット・チェックにおいてどのように影響するのかという問題点につ

いては、別稿で検討することを予定している。

また、本稿は、マーケット・チェックの有効性を減殺する各要因を紹介・指摘するにとどまり、どのようにすれば各要因の弊害を回避または軽減し得るかという具体的対策については言及していない。これらの対策については、契約締結前にマーケット・チェックを実施する場合に本稿で紹介した各要因がどのような影響を及ぼすかという問題と併せて検討することが望ましいように思われるからである。そのため、これらも別稿で検討することを予定している。

さらに、本稿は、マーケット・チェックがオークション理論を基礎にしていることに示唆を得て、専らオークションを評価する一つの基準である売主の期待収入の最大化のみに着目して議論を展開した。しかし、オークションを評価する基準としては、効率性 (efficiency) という別の評価基準も存在する。効率性を重視すると、対象会社の本源的企業価値を最も高く評価している者が対象会社の支配権を取得するべきであるということになる。したがって、たとえ最大の取引価格を提示する (売主の期待収入を最大化する) 買収者でなくても、МВОを実施することによって対象会社の本源的企業価値を最も高められる可能性のある買収者が企業買収を実行するべきであるという価値判断につながる。これは、M & A 指針の副題のうちの一つである「企業価値の向上」の実現に資すると思われる。すなわち、企業価値の向上の実現を目指すことで、売主及び買主の余剰の総和が最大化され、社会的に望ましい状況が生まれると考える可能性も残されているように思われる。このような、売主の期待収入の最大化と効率性とのバランスをどのように図るべきかという問題は、マーケット・チェック等の各公正性担保措置の枠組みを超えて、望ましい企業買収の在り方を広く考察していく中で明らかにされるべき問題であるように思われる。しかし、本稿でこうした検討を行うことは、現時点での筆者の能力を明らかに超えるため、不可能であった。

本稿がマーケット・チェックの議論の進展に役立つことを願いつつ、さらに検討を進め、マーケット・チェックに関する議論がより一層成熟することに貢献したい。

* 本稿の一部は、関西新世代商事法研究会（二〇二〇年三月九日）で報告し、木村健登先生、熊代拓馬先生、津野田一馬先生、増田友樹先生、湯原心一先生（五〇音順）から非常に多くの有益な御示唆・御助言を賜った。また、本稿の草稿につき、久保大作先生、清水真希子先生、津野田一馬先生、松尾健一先生（五〇音順）にご一読いただき、やはり貴重な御意見を賜った。本稿の完成は上記の先生方の御意見・御助力なくしてはあり得ない。ここに記して感謝を申し上げさせていたたく。なお、本稿に残された誤りが筆者個人の責に帰することは論を俟たない。

- (1) 経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針―企業価値の向上と株主利益の確保に向けて―」（二〇一九年六月二十八日）三五頁。以下の本文及び注では、同指針を単に「M&A指針」と表記する。
- (2) M&A指針三五―三六頁。
- (3) この他にも、対象会社の多数株主ないし経営陣と対象会社の少数株主との間には、情報の非対称性が認められることが指摘されている。M&A指針七頁参照。
- (4) 特別委員会とは、「構造的な利益相反の問題が対象会社の取締役会の独立性に影響を与え、取引条件の形成過程において企業価値の向上および一般株主利益の確保の観点が適切に反映されないおそれがある場合において、本来取締役会に期待される役割を補完し、または代替する独立した主体として任意に設置される合議体」のことをいう。M&A指針一九頁。
- (5) 白井正和「現状を踏まえた利益相反回避措置に関する検討」（田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け―制度と実証』有斐閣、二〇一六年）一六九―一七一頁参照。
- (6) 以上につき、M&A指針二〇頁。
- (7) M&A指針では、「買取者が支配株主である場合（すなわち、MBOを行う経営者が支配株主である場合およびそれ

以外の支配株主による従属会社の買収」には、当該買収者は他の第三者に対象会社を売却する意思が乏しいことから、マーケット・チェックは限定的にしか機能しないと指摘されている（M&A指針三七頁。この場合でもなお例外的にマーケット・チェックが機能し得ると考えられる局面についてはM&A指針三七頁注六六）参照）。そこで、本稿でも、対象会社の支配株主ではない経営陣がMBOを実施する場合を念頭において議論を進める。

（8） 以上につき、M&A指針三五頁。

（9） 以上につき、M&A指針三七―三八頁。

（10） 石綿学「近時の利益相反構造のあるM&Aにおける公正性担保措置の実施状況」（経済産業省「公正なM&Aのあり方に関する研究会」第二回資料四）二頁、一一頁参照。

（11） 石綿・前掲注（10）一一頁及び経済産業省「公正なM&Aのあり方に関する研究会」第三回事務局説明資料五三頁参照。

（12） ②・③につき、経済産業省「公正なM&Aのあり方に関する研究会」第三回事務局説明資料五三頁参照。

（13） M&A指針三六―三七頁参照。

（14） 阿南剛「M&A指針策定後のTOB事例分析―公正性担保措置の実施状況について―」資料版商事法務No.434（有斐閣、二〇二〇年）六四頁。また、同論文は、情報管理等の実務上の問題があることを踏まえ、他の公正性担保措置の実施状況に鑑みて、特別委員会が積極的マーケット・チェックを実施しなくともよいと判断した事例も存在することを指摘している。

（15） 経済産業省「公正なM&Aのあり方に関する研究会」第三回事務局説明資料五三頁参照。

（16） 石綿・前掲注（10）一〇―一一頁、阿南・前掲注（14）六五頁。

（17） 経済産業省「公正なM&Aのあり方に関する研究会」第三回事務局説明資料五三頁参照。

（18） なお、対象会社の取締役と少数株主との間に構造的利益相反関係が認められるM&A取引において、米・英・仏・独の四か国の法制度を比較した場合、対象会社の買収に際してマーケット・チェックを実施するのは米国のみである。ホワイト&ケース法律事務所「利益相反構造のあるM&A海外法制調査（中間報告）」（経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する研究会」第三回資料三）一〇頁参照。

(19) 以上につき、津田裕介「MBOにおける「公正な価値」の算定の際に取引価格が尊重されるための考慮要素(一)——Dell事件判決の分析——」阪大法学第六九巻第五号(二〇二〇年)一〇九頁及び注(7)参照。

(20) 津田・前掲注(19)一一頁及び注(19)参照。

(21) Guhan Subramanian, *Deal Process Design in Management Buyouts*, 130 Harv. L. Rev. 590 (2016).

(22) See, In re Appraisal of Dell Inc., No. 9322-VCL, 2016 Del. Ch. LEXIS 81 (Ch. May 31, 2016), at *72-73; Iman Anabtawi, *Predatory Management Buyouts*, Vol. 49 U. C. Davis, L. Rev. 1285 (2016), at 1320. また、飯田秀総「株式買取請求における市場株価とMBOの取引価格」商事法務二一九一号(二〇一九年)四七頁参照。なお、ここでいう「会社支配権市場の効率性」とは、対象会社の支配権が価値ある資産として評価されている市場において、当該支配権を取得すべく複数の経営者が活発に争っていることを意味する。後述の、オークション対象物を最も高く評価する入札者に当該対象物を分配するというオークション理論の「効率性」とは異なる。会社支配権市場の意義について、文堂弘之『株式公開買付け(TOB)の仕組みと機能』(中央経済社、二〇〇一年)四五頁参照。

(23) オークション対象物を最も高く評価している入札者に当該対象物を分配するという帰結がもたれることを、オークションが効率的である(efficiency)と云う。オークションの結果が効率的であるか否かは、売主の期待収入の多寡と並んでオークション・メカニズムを評価する上での基準となつてゐる(See, Vijay Krishna, *Auction Theory* (2nd ed.), Academic Press (2009), at 5 [revenue versus efficiency]). 通常は、対象物を最も高く評価している者に当該対象物を分配することで、売主の期待収入も最大化される。ただし、オークションを実施した結果、売主の期待収入が高くなるといふ帰結をもたらしたとしても、最高評価値を持つ入札者に常にオークションの対象物が分配されるとは限らない。たとえば、(本稿が直接検討対象としない一位価格封印入札の局面での議論であるが)異なる価値評価関数を持つ入札者が同時に入札に参加してきた場合で、いわゆる「弱い入札者」が「強い入札者」に勝利する場合である(Id. at 46-53)。また、ティモシー・P・ハバード、ハリー・J・パーシユ著、安田洋祐監訳、山形浩生訳『入門オークション 市場をデザインする経済学』(NTT出版、二〇一七年)九二—一〇一頁(特に、強い入札者と弱い入札者との価値評価と入札額との関係性を図示した一〇〇頁図五がわかりやすい)参照)。このように、現実を実施されるオークションでは、売主の期待収入の最大化とオークションの効率性の双方が常に充足されるわけではない。そこで、本稿では、オークションの結果が効

率的であるかどうかは検討の対象としないこととしたい。なぜなら、後述の通り、マーケット・チェックはオークションにおいて入札者が増えると活発な価格競争が実施され、結果的に売主の期待収入も増加するという機能を重視する制度であると考えられる。しかし、これを超えて、マーケット・チェックの結果が効率的でなければならぬということまで要求すると、マーケット・チェックを実施した結果、売主の期待収入が最大化されたと評価できる事例（マーケット・チェックが取引価格の引上げという観点で有効に機能したと評価できる事例）であつても、効率性を満たしていないがゆえに不十分であると評価されるおそれがあるからである。もし、企業買収の局面においてオークションの効率性を重視するのならば、対象会社を最も高く評価した買収者に対象会社を取得させるのみで足りる（そしてそのことがバレート改善をもたらし、社会的な富の総和を増加させる）という評価も可能となる。この場合、売主である一般株主の期待収入の増加の要請は副次的なものにとどまり得る。企業買収において効率性を希求することは、一般株主の経済的対価保障の観点から取引価格の引上げを企図するマーケット・チェック及びその他公正性担保措置の枠組みを超えろと考えられるため、本稿の検討範囲を超える。なお、バレート改善の意義につき、ステイブン・シャベル著、田中亘・飯田高訳『法と経済学』（日本経済新聞出版社、二〇一〇年）九七頁注八参照。

(24) Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 611.

(25) 具体的には、①各入札者の評価値が独立分布していること（独立性）、②各入札者は自身の期待利潤の最大化を求めること（リスク中立性）、③各入札者は、それぞれ自己の評価値まで支払う能力を持つこと（非予算制約性）、④各入札者の評価値が、同一の分布関数 F に従って分布していること（入札者間の対称性）である。これらの要件が充足される場合には、いわゆる独立私的価値モデルが成立する。なお、Vijay Krishna, *supra* note 23, at 37は、上記四つの要件を収入同値定理（評価値が独立・同一に分布しており、各入札者がリスク中立的であつて、評価値がゼロの入札者の期待支払額もゼロとなるという条件のもとでは、いかなる標準的なオークション・メカニズムであつても売主に同一の期待収入をもたらすという原則をいう。See *id.* at 27-28）が成立する前提とするが、収入同値定理が成立するということは原則として対称的独立私的価値モデルも成立しているといえる（例外的に、後述の共通価値という条件下であつても、各入札者のシグナルが独立してさえいれば、なお収入同値定理が成立するとされる。Id. at 107）。そのため、本稿ではこれらの前提条件を、対称的独立私的価値モデルが成立する前提条件として論じる。対称的独立私的価値モデルをより厳密に定義づける

ものとして、Paul Milgrom, *Putting Auction Theory to Work*, Cambridge University Press (2004), at 74がある。なお、上記四つの前提条件が満たされない場合、収入同値定理は成立しなくなる。そのため、オークション・メカニズム間で売主の期待収入の多寡について差が生じ得る（リンケージ原理）。しかし、本稿は、あくまでも契約締結後（go-shop 手続）のマーケット・チェックが英国型オークションに類似していると評価できることを前提にしつつ、契約締結後のマーケット・チェックの有効性を減殺する要因を紹介することを目的としている。そのため、いかなるオークション・メカニズムを採用することが売主の期待収入を最大化するかという議論（オークション・メカニズム間の優劣の比較）は行わないこととする。

(26) オークション理論の想定するオークション・モデルについては、現行の入札価格やオークションへの参加人数などのオークション過程が各入札者にとって公開であるか非公開（封印）であるか、落札者が支払う価格が一位価格であるか二位価格であるか、オークションの進展に伴って入札額が順次引き上げられていくか引き下げられていくかにより、大きく分けて以下の四つの類型がある。すなわち、①英国型オークション（公開・一位価格・価格引上げ）、②一位価格封印入札（封印・一位価格・価格引上げ）、③ヴィックリー・オークション（封印・二位価格・価格引上げ）④ダッチ・オークション（公開・一位価格・価格引下げ）である。Vijay Krishna, *supra* note 23, at 44。そして、対称的独立私的価値モデルの下では、ある買収者の評価値を v とし、かつ買収者が n 人いると仮定した場合、当該買収者の入札額（売主の期待収入額）は $(1 - 1/n) \times v$ で表されるとされる（ケン・ステイグリッツ著、川越敏司ほか訳『オークションの人間行動学 最新理論からネットオークション必勝法まで』（日経BP社、二〇〇八年）八八頁参照）。また、この数式は、オークションの参加者（ n ）が増えれば増えるほど、ある買収者が他の買収者に勝利するために入札額を引き上げる必要があるということも表している。したがって、オークションにおいて参加者を増やすことは、価格競争が活発化し、売主の期待収入の増加が見込まれるということになる。

(27) Jeremy Bulow & Paul Klemperer, *Auctions versus Negotiations*, *The American Economic Review*, Vol. 86, No. 1, (Mar. 1996), at 189（「シグナルが独立しており、かつリスク中立的な入札者であるという条件の下で、 $N+1$ 人の入札者による完全な英国型オークションは、 N 人とのいかなる交渉よりも多くの期待利益をもたらす。」）²⁷。そして、「この結果は、交渉スキルの価値は入札者を増やして競争を活発にすること（additional competition）の価値よりも相対的に小さ

- 「bids」を「示唆する」とする。See, id. at 180.
- (28) 価格発見機能及びその他のオークションの便益につき、テイモシー・P・ハバード、ハリー・J・パーシュ・前掲注(23) 二〇頁以下参照。その他、オークション理論につき、Paul Milgrom, *supra* note 25; Vijay Krishna, *supra* note 23; Guillaume Haeringer, *Market Design: Auctions and Matching*, The MIT Press (2017) 参照。
- (29) Stanley Foster Reed & Alexandra Reed Lajoux, *The Art of M&A: A Merger/Acquisition/Buyout Guide*, McGraw-Hill Education (4th. ed. 2007), at 497-498. なお、同書は、米国で最も著名なM&Aに関するハンドブックの一つである。
- (30) See, Guhan Subramanian, *Go-shops vs. No-shops in Private Equity Deals: Evidence and Implications*, *Business Lawyer* 63, No. 3 (May, 2008), at 729-730.
- (31) Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 611.
- (32) なお、Subramanian教授は、契約締結後に出現する対抗提案者によって取引価格が引き上げられる場面を想定しているようである(「jumped」という用語の意味につき、契約締結後に第三者のオファーがなされる場面をいうと定義しては可い)。See, Guhan Subramanian, *supra* note 30, at 729-731; Guhan Subramanian, *supra* note 30, at 611 note 160, 434. Subramanian教授以外にも、「jump bid」がなされる状況について、最初の合併契約(an initial merger agreement)が締結された後に、第三者が会社に入札を行うことをいふと論じるものがある。See, J. Russel Denton, *Stacked Deck: Go-Shops and Auction Theory*, *Stanford Law Review* Vol. 60, No. 5 (Mar., 2008), at 1550.
- (33) See, Vijay Krishna, *supra* note 23, at 86-87.
- (34) See, Paul Klemperer, *What Really Matters in Auction Design*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, No. 1 (2002), at 184 (二〇〇〇年前後の欧州におけるいわゆる第三世代(3G)携帯のライセンスに関するオークションを例として、「pay designされたオークションは、それ一つでどんな局面にも対応できるような汎用性のあるもの(one size fits all)ではない。オークションは、「[実際にオークションが利用される]状況の詳細に影響を受けざるを得ない」ことを示す。なお、「」内は筆者が補った。)；Paul Klemperer, *Auctions: Theory and Practice*, Princeton Univ. Pr. (2004), at 104 (「ほとんどのオークション理論の文献は、実際のオークション・デザインに関する重要性について副次的(second-order)であるとする。オークション理論の文献は、主に非協力的に(non-cooperatively)入札を行う一定数の

入札者に焦点を当てる。そしてそのことは、リスク回避的性向 (risk aversion)、情報の相関性 (correlation of information)、予算制約性 (budget constraints)、相補性 (complementarities) の影響などの問題を強調する。オークション理論の研究者たちは、他の経済学上の理論からの恩恵を受けてこれらの問題に重要な進歩をもたらした。そして、オークション理論は、政治経済学・ファイナンス・法と経済学・労働経済学・産業組織論など、一般的にオークションであるとは考えられてこなかった学問分野に対しても効果的に応用されるようになった。しかし、これらの文献の多くは、現実にはオークションをデザインするためにはあまり役に立たない。J) : Guhan Subramanian, *Negotiations: New Deal-making Strategies for A Competitive Marketplace*, W. W. Norton & Co. Inc. (2010), at 118 「オークション理論は、多くの現実のオークションが実際にどのように機能しているかについてほとんど述べていない」。

(35) 以上につき、Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 611-612 参照。

(36) Dell 事件につき、In re Appraisal of Dell Inc., No. 9322-VCL, 2016 Del. Ch. LEXIS 81 (Ch. May 31, 2016), Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd., 177 A.3d 1 (Del. Dec. 14, 2017) 参照。また、津田・前掲注 (19) 一〇七頁以下及び津田裕介「MBOにおける「公正な価値」の算定の際に取引価格が尊重されるための考慮要素 (二・完) — Dell 事件判決の分析 —」*阪大法学第六九巻第六号* (二〇二〇年) 一一二頁以下参照。

(37) 繰り返しになるが、本稿は、契約締結前のマーケット・チェックの有効性について論じるものではない。本項の記述は、あくまでも契約締結後 (go-shop 手続) のマーケット・チェックの特徴を明確にするために、契約締結前のマーケット・チェックにおけるオークション形式を紹介するにとどまる。

(38) オークション理論では、一位価格封印入札における各入札者は各入札者の入札額は知り得ないものの、現行価格で購買意欲があることを示す入札者の総数は把握できると想定されている。しかし、MBOの局面では、各買収者は買収者 (入札者) の総数すら知り得ない場合があると考えられる。そのため、MBOにおける契約締結前のマーケット・チェックが、全て純然たる一位価格封印入札の形式で実施されるとは評価できない可能性もあるように思われる。マーケット・チェックを実施する際に、理論的なオークション類型が想定している形式を厳密に遵守せねばならないかは、一つの問題点となり得る。この問題に関し、Huff Fund Inv. Pship v. CKx INC., 2013 Del. Ch. LEXIS 262 at *46-47 は、オークション・プロセスが、純粹な英国型オークションであるか、二位価格封印入札 (すなわちウィックリー・オークション) で

あるか、あるいは他のオークションのフォーマットであるかといったオークション理論上の標準形式 (theoretical standard) に従っている必要はないことを示している。なお、当該事案では、原告側の専門家 (Dr. Robins) が、以下のような主張を行った。すなわち、対象会社であるCKxの売却過程においてヴィックリー・オークションが実施された。それにもかかわらず、CKxの筆頭株主でありかつ経営陣でもあるSillerman氏は、複数の買収者らと入札価格や買収者らの行動について意見交換 (交渉) を行っていた。また、CKxの取締役会が取引価格の最大化を図るべく雇用したGleacherは、CKxの買収者の一つであるApolloに対して、他の買収者 (the Party B) の最終入札は十分な資金調達を可能にするものではないことを伝えていた。それゆえに、CKxのオークション・プロセスは、「ヴィックリー・オークションの特徴を備えているとはいえず」株主価格の最大化に向けられた有効な (well-run) オークション・プロセスではなかった (「」内は筆者が補った)。こうした原告側の主張に対して、デラウェア州衡平法裁判所は、当該売却過程では買収者が最後の一人になるまで価格が引き上げられたこと、英国型オークションでは他者の入札額の引き上げを観察できること、英国型オークションとヴィックリー・オークションとで収入が同値になると考えられていることなどを理由に、当該売却過程ではむしろ伝統的な英国型オークションが実施されていたといえると評価した (See: *id.* at 47-48)。こうしたデラウェア州衡平法裁判所の判断からは、あるオークションの形式を満たしていなくても、別のオークションの形式を満たしているといえるのならば、オークションとしてのマーケット・チェックの有効性を阻害するものではないということになると考えられる。なお、オークションの方式でマーケット・チェックが実施されたが、オークションのいずれの形式にも該当しない場合にも当該マーケット・チェックが有効であると評価されるかは、なお問題として残されていると考えられる。

(39) なお、柳明昌「公正な価格」の判断枠組みとマーケット・チェックの意義・射程—オークション理論を手掛かりとして」商事法務三二〇七号 (二〇一九年) 三六頁は、対象会社の売却過程を「①「完全なオークション (一般には封印入札)」から、より限定的な②「事前のマーケット・キャンパス」を経て、③「個別交渉」、そして④「事後のマーケット・チェック」まで幅と広がりがある」と分類する。そして、その上で、各売却過程について、①のオークションでは一位価格封印入札または二位価格封印入札が用いられ、②の事前のマーケット・キャンパスあるいは④事後のマーケット・チェックでは競り上げ (イングリッシュ) オークションが用いられているとする。もともと、②の事前のマーケット・キャン

バスが実施される場合には、他の買収者の買収対価（取引価格）が明らかになるとは考えにくい場合もあるように思われる。そこで、本稿では、同論文のいう「競り上げ（イングリッシュ）オークション」の意味を、英国型オークションという意味ではなく、オークション形式が公開か非公開かを問わず単に価格を競り上げるタイプのオークションという意味で用いていると理解する。

(40) 金融商品取引法第二七条の三参照。

(41) 会社法七四九条第一項第二号ロ等参照。

(42) 本項の記述は、Guhun Subramanian & Annie Zhao, *Go-Shops Revisited*, 133 Harv. L. Rev. 1216 (2020), at 1219-1226 によるものが大きい。

(43) *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 506 A.2d 173 (Del. 1986).

(44) *Id.* at 182.

(45) レブロン義務及びレブロン基準について詳細に説明している文献として、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』（商事法務、二〇一三年）二四二頁参照。

(46) See, Guhan Subramanian, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, 113 Yale L. J. 621 (2003), at 647-648.

(47) もっとも、フィデューシヤリー・アウト (fiduciary out) 条項が設けられている場合には、対象会社の取締役会はお優越提案を行い得る買収候補者と交渉することが可能となる。白井・前掲注(45)七八―八二頁参照。

(48) この秘密保持契約が締結される際には、スタンドスティール条項が盛り込まれることがある。スタンドスティール条項とは、潜在的買収者は、潜在的買収者と対象会社の間で合意された期間（通常は六か月間から一二か月間）は、対象会社の株式を買い集めたり、対象会社の取締役会に対する委任状争奪合戦を実施したり、敵対的公開買付けに着手することを禁じるものである。白井・前掲注(45)二四七頁注八一五参照。

(49) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1220-1221.

(50) go-shop 期間中に対抗提案者が現れると対象会社は高額の解約金の支払いを免除されることから、「特別」当事者と比べ、*Id.* at 1220.

(51) 二〇一〇年一月から二〇一九年六月までの M & A 取引（一四件）を対象としたサンプルでは、全ての go-shop 条項

を用いた取引において当初買収者にマッチ・ライトが付与されていた。Id. at 1229 table 2.

(52) 後に検討する通り、実際には、当初買収者にマッチ・ライトが与えられていることは、対抗提案者に対して強い入札抑止効果をもたらし得る。そのため、対抗提案者がgo-shop手続に参入することを思いとどまり、そもそも当初買収者との間での価格競争が生じないおそれがある。

(53) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1220.

(54) In re Topps Co. Shareholders Litigation, 926 A.2d 58 (Del. Ch. 2007). なお、Topps 事件において、契約締結前のマーケット・チェックは実施されていない。

(55) Id. at 65–66.

(56) Id. at 66.

(57) Id. at 86. なお、Topps 事件では、対抗提案者から優越提案が提出されていたにもかかわらず、対象会社 (Topps) の取締役会が当該優越提案を受諾しなかった。デラウェア州衡平法裁判所は、この行為につき対象会社の取締役が信認義務違反が認められるとした。Id. at 87–92.

(58) In re Lear Corp. Shareholder Litigation, 926 A.2d 94 (Del. Ch. 2007). Lear 事件において、Topps 事件と同様に契約締結前のマーケット・チェックは実施されていない。なお、Lear 判決は、Topps 判決の翌日、同一の裁判官 (Vice Chancellor Strine) によって下されたものである。

(59) Id. at 108.

(60) Id. at 108.

(61) Id. at 107.

(62) Id. at 119–120. ただし、Lear 判決では、上記のようなgo-shop条項にもかかわらず、対象会社はなお合併契約締結後にマーケット・チェックを実施し得たと考えられることなどから、対象会社の取締役の信認義務違反は認められないとした。

(63) go-shop条項の有効性を肯定的に評価する見解につき、より詳細にはGuhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1221 note 16に挙げられた各文献を参照。

(64) See, Guhan Subramanian, *supra* note 30, at 751-755. 実際には、go-shop 条項を用いた取引の方が、no-shop 条項を用いた取引よりも、約五%ほど高い取引価格を導いたことが報告されている。さらに、Subramanian 教授は、まず、go-shop 条項を用いてなされた取引のうち、契約締結前にもマーケット・チェックが実施された取引(“add-on” go-shops)と、契約締結前のマーケット・チェックは実施せず、専ら契約締結後の go-shop 手続においてマーケット・チェックが実施された取引(“pure” go-shops)とを比較した結果、専ら契約締結後の go-shop 手続においてマーケット・チェックが実施された取引の方がより多くの対抗提案を導いたとする(“add-on” go-shops では五%、“pure” go-shops では一七%)。このことから、Subramanian 教授は、対象会社の交渉力が強いために go-shop 条項が盛り込まれるようになったという説明は妥当ではないとする。

(65) go-shop 条項の有効性を否定的に評価する見解につき、より詳細には Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1221 note 17 に挙げられた各文献を参照。なお、Subramanian 教授は、go-shop 手続の有効性についてはむしろかような否定的な評価をする見解の方が一般的であったとする。See, id. at 1223 note 29.

(66) Guhan Subramanian, *supra* note 30, at 730. 同実証研究では、二〇〇六年一月から二〇〇七年八月における全てのプライベート・エクイティ・ファームによるバイアウト取引(all PE buyouts)は一四一件あり、そのうち go-shop 条項を用いた取引は四八件あったとされている。

(67) すなわち、適切に構築された go-shop 条項は、対象会社の取締役会に課されるレプロン義務を果たしつつ、対象会社の株主に対してもより高い対価を保障するところ効果があるところなのである。See, id. at 741-755, 757.

(68) See, Jin Q. Jeon & Cheolwoo Lee, Effective Post-Signing Market Check or Window Dressing? The Role of Go-Shop Provisions in M&A Transactions, 41 J. Bus. Fin. & Acct. 210, (2014); Sridhar Gogineni & John Puthenpurackal, The Impact of Go-Shop Provisions in Merger Agreements, Fin. MGMT., Spring 2017.

(69) See, Adonis Antoniadis, Charles W. Calomiris & Donna M. Hirschrich, No Free Shop: Why Target Companies Sometimes Choose Not to Buy ‘Go-Shop’ Options, 88 J. Econ. & Bus. (2016).

(70) See, Guhan Subramanian, *supra* note 30, at 748-757.

(71) go-shop 手続の有効性を再考するにあたり、Subramanian 教授は、二〇一〇年一月から二〇一九年六月までの間に

公表されたフィナンシャル・バイヤーが関与する取引で、go-shop条項が付されており、かつ取引額が五〇〇万ドルを超える取引を対象としたサンプルを構築している。これは、上記で紹介した先行研究がカバーしている取引が、二〇一二年までのものであり、それ以降に実施されたgo-shop条項が付された取引を対象とした実証研究がみられなかったためである。そして、Subramanian教授は、こうした実証研究を行うことで、go-shop条項がもはや価格発見という目的の上で有効とはいえなくなつたと評価し得る潜在的転換点 (the potential inflection point) を明らかにし得ると考えている。

See *supra* note 42, at 1226-1229.

(72) See, Guhan Subramanian, *supra* note 30, at 759-760.

(73) 繰り返しになるが、以下で検討する各要因は、契約締結後 (go-shop 手続) にマーケット・チェックが実施される場合のみならず、契約締結前にマーケット・チェックが実施される場合にも問題となり得るものがあると考えられる。米国デラウェア州の裁判所は、対象会社の売却過程の頑健性を判断する際、取引全体を審査対象としていることからすれば、本来ならばこれらの要因が契約締結前のマーケット・チェックの有効性にどのような影響を及ぼすのか (あるいは影響を及ぼさないのか) が明らかにされるべきであると考えられる。各要因が契約締結前のマーケット・チェックにどのような影響を及ぼすかについては、別稿で検討することを予定している。

(74) 本項の記述は、Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 619-623によるところが大きい。なお、Subramanian教授は、この対象会社にとっての経営陣固有の価値の問題を、MBOにおいて取引の場の平等性を歪める第二の要因であると分析している。すなわち、Subramanian教授の分析は、情報の非対称性及びそれに伴う勝者の呪いを第一の要因とし、それに続いて経営陣固有の価値を第二の要因とする。しかし、Subramanian教授は、仮に対象会社の経営陣に固有の価値がないと評価された場合には、情報の非対称性の問題は解消されるとしている。また、そもそもMBOは対象会社の経営陣がMBO後の新法人に経営陣として残る (少なくとも、MBO後の新法人の持分を有する) ことを前提としているため、固有の価値を有さない経営陣は想定しにくいと考えられる (もしMBO後の新法人に経営陣として残らないのならば、それは単なるバイアウトとなり、情報の非対称性等の前提である構造的利益相反関係を有しなくなる)。これらのことから、本稿では、対象会社の経営陣が固有の価値を有していることがより本質的なMBOの特徴であると考え、対象会社にとっての固有の価値の問題を最初に検討することとした。

- (75) ティモシー・P・ハバード、ハリー・J・パーシユ・前掲注(23)五三一―五四頁、一一三―一六頁参照。なお、Vijay Krishna, *supra* note 23, at 3 は、他者の利用可能な情報によって影響を受ける評価値を、「相互依存的な評価値(interdependent values)」とし、相互依存的な評価値の概念は「状況をより正確に記述する」ための用語法であるとする(Id. at 3 note 1.)。そして、実際にそのような用語法に従って、相互依存的な評価値である場合と共通価値である場合とを厳密に区別して論じようとする文献も存在する(e.g. Paul Milgrom, *supra* note 25, at 24 [private values], 94 [interdependent values], 178 [common values]; Guillaume Haeringer, *supra* note 28, at 16-17)。しかし、これらの文献は、いわゆる「油田探掘権モデル(drainage tract model)」において想定されているような、各入札者は対象物の価値について異なるシグナルを持つが対象物の実際の価値はどの入札者にとっても同一になる場合を共通価値(ないし純粹共通価値[pure common values])と定義する。すなわち、相互依存的な評価値の極端な場合(私的価値と対極にある場合)を共通価値であるとする。相互依存的な評価値であるか共通価値であるかは程度問題であると考えられ、両者の用語を使い分けることで直ちに何らかの解答が得られるわけではないといえる。そこで、本稿では、各入札者が相互依存的な価値評価に基づいてオークション対象物の価値を評価しているという想定も含めて「共通価値(common values)」という用語で表す。なお、油田探掘権モデル及びその入札者の行動については、以下の文献が参考になる。Wilson Robert, Competitive Bidding with Disparate Information, *Management Science* 15 (7) (1969), at 446-448. See, Wilson Robert, Competitive Bidding with Asymmetric Information, *Management Science* 13 (1967), at 816-820.
- (76) See, Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 619-620.
- (77) 以下で論じる通り、対称的独立私的価値モデルが成立する前提条件である独立性の要件が満たされるか否かによって、各入札者がオークション対象物を私的価値で評価しているか、それとも共通価値で評価しているかが区別されることになる。
- (78) 対称的独立私的価値モデルの成立する前提条件について、前掲注(25)参照。
- (79) 以上に引き、Paul Milgrom, *supra* note 25, at 20 note 21, 40; Vijay Krishna, *supra* note 23, at 2-3 参照。このほか、私的価値に基づいて入札がなされる場合として、自身の出身校の卒業アルバムに入札する場合なども想定される。ティモシー・P・ハバード、ハリー・J・パーシユ・前掲注(23)五二―五三頁。

(80) もちろん、入札者がこの美術品を他者に転売することも視野に入れている場合（たとえば、入札者が美術品の転売で利益を上げようとする骨董商である場合など）は、当該他者の価値評価を無視するわけにはいかなくなる。このように、自己の価値評価と他者の価値評価とが混在している場合を、相関価値（affiliated values）というが、オークション理論では、理論的な解析を容易に行うため、両極端の共通価値と私的価値という概念が用いられている。横尾真『オークション理論の基礎―ゲーム理論と情報科学の先端領域―』（東京電機大学出版局、二〇〇六年）六三頁。相関価値については、ティモシー・P・ハバード、ハリー・J・パーシュ・前掲注（23）一一五―一一六頁参照。

(81) たとえば、前述の石油探掘権モデルにおいては、油田から産出される石油の埋蔵量（ひいては産出される石油が取引される際の国際市場価値）はどの入札者にとっても共通であるということが想定されていた（共通価値）。しかし、この場合であっても、石油を採掘するために利用可能な技術の洗練度や、要するコスト・費用等について入札者毎に異なる可能性がある。この場合には、もはや共通価値の想定は成り立たず、相互依存的价值評価の想定が妥当すると考えられる（See Guillaume Haeringer, *supra* note 28, at 17 note 4）。既に述べたとおり、本稿では、純粹共通価値と相互依存的价值の双方を含む概念として「共通価値」と表記する。

(82) 以上に引き、Paul Milgrom, *supra* note 25, at 157-162; Vijay Krishna, *supra* note 23, at 2-3 参照。このほか、共通価値に基づいてオークションが実施される場合として、硬貨が詰められた瓶に入札する場合や、石油探掘権のオークションが実施される場合も想定される。たとえば、前者の例では、瓶の中に詰められた硬貨の総額はどの入札者にとっても同一の価値を持つが、当該総額を知らない各入札者は独自に総額を推計せざるを得ない。したがって、各入札者がそれぞれ異なった推計額を持ち得る。後者の例では、いったん採掘された石油は石油市場価格に基づいて取引がなされるが、各入札者は入札時点では石油埋蔵量を正確に知り得ない。したがって、こちらもやはり石油埋蔵量について独自に推計をせざるを得ない（このようになる）。See, R. H. Thaler, The winner's Curse, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1 (1988), at 191-193.

(83) 本稿の直接の検討対象ではないが、公開オークションであってもダッチ・オークションの場合には本文の記述は当てはまらない。価格が引き下げられていくダッチ・オークションでは、ある入札価格で他の入札者が入札を継続しているという情報を獲得したとしても、自分が当該価格でオークションから降りるべきか否かを推測することはできないからであ

る。すなわち、ダッチ・オークションにおいて他の入札者の持つ私的情報（シグナル）を獲得することは、自身の評価値を更新することにはつながらない。横尾・前掲注（80）七九—八〇頁参照。

（84）たとえば、ある美術品のオークションにおいて、美術品の転売を意図する骨董商Aがオークションの対象となつていゝる美術品の価値を一億円であると推計したが、他の骨董商B・Cが一億円を超えてもなお入札を継続すると見込まれる場合、Aは自身の価値評価が低すぎたと判断し、入札額をより高値に修正し得る（Aに当該美術品の入札に関する予算制約がなければ、少なくとも現行入札額が一億円を超えてもなお継続して入札に参加することが可能となる）。また、逆にB・Cが一億円に満たない段階でオークションから降りた場合、Aは自身の価値評価が高すぎたと判断し、入札額をより低値に修正したり、そもそもオークションから降りるという選択をすることが可能となる。

（85）なお、入札者がオークション対象物の価値を共通価値で評価している場合に生じる顕著な問題点として、後の第四・

三・（二）（a）で説明する勝者の呪い（winner's curse）がある。この勝者の呪いの影響を避けるために、各入札者は入札額を低く抑えたとされる。企業買収の局面においても、買収者が対象会社の企業価値を共通価値に基づいて評価している場合には、勝者の呪いが働くから、マーケット・チェックを実施したとしても、十分な価格引き上げがなされないという懸念があると考えられる。企業買収の局面で生じる勝者の呪いがマーケット・チェックに与える影響については、第四・

三・（二）（b）で改めて可能な限り詳細に検討する。勝者の呪いについては、たとえば、R. H. Thaler, *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life*, Princeton Univ. Pr. (1994) 参照。その他、ティモシー・P・ハバード、ハリー・J・パリーシュ・前掲注（23）二四六頁、横尾・前掲注（80）八九—九二頁参照。

（86）買収案件に対してエクイティを抛出し、M & Aや資本再構成を通じて投資の回収を企図する当事者をいう。日本バイアウト研究所編『日本のLBOファイナンス』（さんざい、二〇一七年）三七九—三八〇頁参照。

（87）対象会社の経営権の取得後、さらに自ら事業を継続する当事者をいう。前掲注（86）三七九—三八〇頁参照。こうした戦略的買収者は、取引価格を提示する際に、買収によって生じるシナジーを織り込んだ金額を提示し得るため、（現実としてはともかく）理論上はフィナンシャル・バイヤーよりも高値な取引価格での買収が実現されるといわれることがある。なお、戦略的買収者であるが買収後も対象会社の経営陣を据え置くことを前提に対象会社の買収を検討している場合も考えられ得る。経営陣を据え置く場合であっても、戦略的買収者の場合には事業会社ごとの事業上のシナジーがあると

考えられる。たとえば、欧米諸国に主な販路を持つ戦略的買収者がアジア諸国に主な販路を持つ対象会社を買収することによって、戦略的買収者の製品の販路がさらに拡大することが見込まれるが、アジア諸国への製品の販売については当面の間対象会社の経営陣に委ねるといった場合などである。もともと、自ら事業を行うことを意図するという事業会社の性質に照らして考えると、戦略的買収者がMBO後も経営陣を据え置くことを前提に対抗提案を行うという整理は、理論上はあり得ても現実にはあまり考えにくい。

(88) たとえば、Dell事件衡平法裁判所は、go-shop期間中に対抗提案を行ったフィナンシャル・バイヤーであるBlackstoneやIcahnらが、自身の入札を成功させるためにDell氏が必要不可欠であるとはみなしていなかったと認定している。これは、対象会社であるDell社にとってのDell氏の固有の価値を重視していなかったということを意味すると考えられる。具体的には、BlackstoneはDell氏に代わる取締役候補者を探しており、Icahnは株主投票の結果Dell氏を含む現職経営陣らが取締役を解任されたならばDell社の利益は急増すると考えていたと認定されている。こうした認定は、最高裁判所においても維持されている。In re Appraisal of Dell Inc. No. 9322-VCL, 2016 Del. Ch. LEXIS 81 (Ch. May 31, 2016), at *146-147; Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd., 177 A.3d 1 (Del. Dec. 14, 2017), at 34. また、津田・前掲注(36) 二三七—一四一頁参照。

(89) 戦略的買収者ではないフィナンシャル・バイヤーは買収によるシナジーを生み出すことはできないと考えた場合、当該フィナンシャル・バイヤーが対象会社の本源的企业価値を真に私的価値で評価しているといえるかは疑問であるとの反論も想定される。しかし、類型③及び類型④の場合におけるフィナンシャル・バイヤーにとって、対象会社の経営陣が買収後の会社の経営陣となることはない。そのため、対象会社の現職経営陣が経営する会社の価値がいくらであるかには関心がないと考えられる。そのため、類型③及び類型④のフィナンシャル・バイヤーは、対象会社の本源的企业価値を私的価値で評価していると分類した。

(90) 対抗提案者として買収に参加する買収者の類型を限定しないのは、これらの買収者が対象会社の売却過程に参入することによって取引価格が上昇するのならば、マーケット・チェックの価格発見機能が十分に発揮されていると考えられるからである。

(91) 私的価値の下では、各買収者の有する私的情報(シグナル)が独立していると想定されており、他の入札者の私的情

報を獲得しても、自身の推計額を修正・更新するために利用できないからである。これに対して、共通価値オークションが実施される場合には、入札者の私的情報（シグナル）が関連（affiliated）していると想定されている。すなわち、対象会社の企業価値を共通価値で評価している対抗提案者は、当初買収者である対象会社の経営陣及びパートナーであるフィナンシャル・バイヤーの入札額（情報通の投資家の入札額：smart money）を参考に入札することが可能となる。Subramanian教授は、対抗提案者がこのようないわばフリー・ライド戦略を採り得る具体例として、Revlon事件（Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)）を挙げる。同事件は、以下のような事件件である。まず、Ronald Perelman氏がCEOを務めるフィナンシャル・バイヤーであるPantry Pride（敵対的買収者）は、Revlon（対象会社）に対してLBOの方法による買収提案を行った。一九八五年六月時点では、Revlonの株式の買収対価は、一株当たり四〇〇五〇ドルであった。しかし、一九八五年八月一九日、Revlonは、Pantry Prideによる買収のための資金調達が高利回り債券（ジャンク債：junk bond）を用いてなされようとしているなどの理由から、当該買収提案を拒否した。さらに、Revlonは、敵対的買収防衛策として債務証書を対価として自己株式を取得するとともに、Revlonの株式を同社の債務証書と交換できる権利（債務証書買付権）を付与した。この債務証書の契約条項には、Revlonの独立取締役の同意がなければ、Revlonによる資産の売却や債務の負担が禁止されるという条項が付与されていた。買収防衛策の導入により、Revlonの買収が困難になりつつあったにもかかわらず、Pantry Prideはさらに公開買付価格を上昇させ、一九八五年九月二七日には一株当たり五〇ドル、同年一〇月一日には株あたり五三ドル、同年一〇月七日には一株当たり五六・二五ドルとなった。これに対して、同年一〇月三日、Revlonは、Pantry Prideによる買収に代替するべく、別のフィナンシャル・バイヤーであるForstmanによるRevlonのLBOに同意した。Forstmanによって提示された買収価格は、一株当たり五六ドルであった。ForstmanによるLBOを成功させるために、Revlonは債務証書買付権の償却及び債務証書の放棄を決定した。それゆえにRevlonの債務証書の価値が下落した。そこで、一九八五年一〇月一二日、Revlonは、債務証書の所持人から訴訟を提起されることを回避するために、Forstmanから買収価格を一株当たり五七・二五ドルに引き上げてもらい、また債務証書の価格を支えてもらうこととした。その際に、Revlonは、Forstmanに対して取引保護条項としてno-shop条項等を付与した。これに対して、Pantry Prideは、no-shop条項等の差止めを求めて提訴した。この事案では、フィナンシャル・バイヤーであるPantry PrideとForstmanとが、いずれも

LBOによってRevlonの株式を取得しようとしている。このことから、Revlonの買収条件の競争は、共通価値オークションの状況下で行われたと考えられる。そして、Revlonの株式を取得するための手段として、公開買付けという手段が用いられている。そのため、Pantry Pride及びForstmanとは、互いに相手方の買収対価を参考に自身の買収対価を決定することが可能であった。したがって、対象会社であるRevlonの経営陣から快く思われていないPantry Prideも、Forstmanの設定した買収対価に少額のコストを上乗せするだけでオークションの勝者となり得た。このように、共通価値オークションが実施される場合で、かつ他の買収者の入札額を観察することが可能となる場合には、ある買収者は他の買収者の取引価格を参考に自身の取引価格を決定し得る。See, Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 619-620.

なお、以下は私見であるが、上記のSubramanian教授の説明には、若干の疑問を差し挟む余地があるといえるかもしれない。すなわち、対抗提案者が戦略的買収者である場合であっても、なお当初買収者の提示した取引価格にフリー・ライドすることが有益かつ可能なのではないかという疑問である。オークション理論で想定されている私的価値オークションの局面では、各人札者は自らの内在的価値評価のみによって入札額を決定することができるとされていた。すなわち、対象物の価値を私的価値で評価している入札者は、自らの効用に基づいて正確に対象物の価値を評価できることが前提とされていた。そのため、私的価値オークションの下では、ある入札者が他の入札者の評価値や情報を知ったとしても、自らの評価値が修正されるという事態は想定されていなかった。これに対して、MBOの局面で対抗提案者が戦略的買収者である場合も、戦略的買収者は対象会社の本源的企業価値を私的価値で評価していると考えられる。しかし、いかに戦略的買収者が対象会社の事業に精通しているといっても、対象会社の経営陣以上に対象会社の本源的企業価値を正確に評価することは困難であるように思われる。すなわち、対抗提案者たる戦略的買収者と当初買収者（対象会社の経営陣及び当該経営陣とパートナーであるフィナンシャル・バイヤー）との間には、なお情報の非対称性が認められる場合があり得る。このとき、戦略的買収者としては、当初買収者の提示した取引価格（入札額）を参考にすることで、情報の非対称性を解消することが可能となる場合があり得るだろうと思われる。また、既に検討した通り、契約締結後のマーケット・チェックの局面では、当初買収者の提示した取引価格は公開されている。そのため、戦略的買収者も、当該取引価格を参考にGo-stop手続に参入するか否かを決することは、十分に考えられる。そうだとすると、Subramanian教授の説明は、私的価値オークションに変化することで当初買収者の取引価格にフリー・ライドできなくなることが問題であるというよりは、

最も対象会社の内部情報に通じている経営陣の情報を利用することが困難になる買収者がおり、そうした買収者は⁹⁸ go-stop 手続に参加しなくなるおそれがあることが問題であるという意味で理解することが妥当であるように思われる。

(92) 買収者が対象会社の現職経営陣につき固有の価値を有していないと評価している場合は、現職経営陣はMBO後の新法人における持分を有さなくなると考えられる。この場合、現職経営陣は、MBOによって対象会社の株主の地位を失うことになる対象会社の他の一般株主と同じく、買収対価（取引価格）を最大化することが、自己の経済的利益を最大化する最後の機会であるといえる。そのため、買主として対象会社の株式を廉価で購入しようとするインセンティブは働かない。したがって、固有の価値を有していない対象会社の現職経営陣は、自己の保有する対象会社株式をできるだけ高額で売却するため、より積極的に対抗提案者を勧誘して、価格競争を活発化することを好むと考えられる。したがって、経営陣が固有の価値を対象会社に付与していないと買収者が評価した場合は、MBOにおいて対抗提案が最もなされやすいという結論が導かれる。Guhra Subramanian, *supra* note 21, at 622.

(93) 経営陣の固有の価値がない場合、各買収者は、対象会社の本源的価値の算定に際して、経営陣が付与しているであろう固有の価値を推計する必要がある。そのため、当初買収者しか知り得ず、それ以外の買収者には開示されない固有価値部分の比率が小さくなる。したがって、マーケット・チェックは共通価値オークションに近づくといえる。このとき、対抗提案者は、対象会社の企業価値を正確に推計する上で最も優れた私的情報（シグナル）を有する当初買収者の取引価格を参考にして対抗提案をなし得る（いわば、当初買収者の入札にフリー・ライドすることが可能となる）。それゆえ、情報の非対称性は緩和される。なお、経営陣に固有の価値がない場合、情報の非対称性に加えて、後述する価格上昇を回避する経営陣の経済的インセンティブの問題及び go-stop 手続の時間制限問題も大幅に緩和される (largely go away)。

まず、経営陣が固有の価値を持たない場合、当該経営陣がMBO後の新法人に残ることはない（MBO後の新法人において持分を有さない）と考えられるから、合理的な経営陣は価格引上げを忌避する経済的インセンティブを持たない。つまり、対抗提案者は当初買収者の入札額を対象会社の真の本源的企業価値を表すシグナルとして利用することが可能となるから、当初買収者の入札額を参考にして早期に対抗提案をなし得る。したがって、対抗提案者がデュー・ディリジェンスに要する時間を短縮することが可能となる。Id. at 622.

(94) Id. at 619-620⁹⁹、経営陣が固有の価値を保有している場合、市場の勧誘 (a market canvass) は共通価値オーク

- ションから私的価値オークションに類似するため、当初買収者以外の買収者が当初買収者の入札額（取引価格）にフリー・ライドできなくなり対抗提案者の入札戦略が変更されてしまうことを問題視する。ただしこれは、経営陣が固有の価値を有していることそれ自体が好ましくないという意味ではなく、当初買収者のみが経営陣を通して会社の価値に関する個人的かつ特殊な情報源を有している（当初買収者以外の入札者がそうした経営陣の有する情報を利用できない）ことを問題視するという趣旨であると考えられる。See, id. at 621（「本分析の目的は、固有の価値を持つ経営陣（valuable management）の問題を批判することではない（当然、経営陣が固有の価値を持っていることはよいことである）。すなわち、本分析の目的は、単にMBOのプロセスにおける市場での対抗提案者の勧誘（market canvass）の有効性に対して経営陣固有の価値が持つ特徴の関わり合う（implications）を指摘するに過ぎない。」）。
- (95) See, id. at 619.
- (96) See, In re Appraisal of Dell Inc., No. 9322-VCL, 2016 Del Ch. LEXIS 81, at *142-143（なお、Dell事件衡平法裁判所及び最高裁判所が認定した事実関係や裁判所の評価・判断について、Subramanian教授のDell事件に対する評価を理解する上で必要となると考えられるものは本文及び注において適宜補った。以下の各要素に関するSubramanian教授の評価を述べた箇所についても同にである。）。
- (97) See, Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd., 177 A.3d 1, at 33.
- (98) Nadia Damouni & Poornima Gupta, DealTalk-Blackstone Heading to Texas to Firm Up Dell Strategy, REUTERS, Apr. 6, 2013, 19:28, <https://www.reuters.com/article/dell-blackstone/blackstone-heading-to-texas-to-firm-up-dell-strategy-idINDEF93504K20130406>（110110年九月一日最終閲覧）。
- (99) David Carey & Jack Clark, Dell, Silver Lake Said to Reap 90% Gain a Year After LBO, BLOOMBERG, Nov. 6, 2014, 14:01, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-11-06/dell-silver-lake-said-to-reap-90-gain-a-year-after-lbo>（110110年九月一日最終閲覧）。
- (100) Guhan Subramanian, Appraisal After Dell, in Steven Davidoff Solomon & Randall Stuart Thomas ed., The Corporate Contract in Changing Times: Is the Law Keeping Up?, The University of Chicago Press (2019), at 231-233.
- (101) 本項の記述は、Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 613-619に於けるものが大半である。ベンチ・リポート条項に関する

記述については、併せて Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1233-1238⁹⁹を参照された。

(102) なお、一位価格封印入札が実施され、かつ各入札者が共通価値に基づいて対象物の価値を評価している場合、情報劣位者の期待利得はゼロとなることが示されている。Paul Milgrom, *supra* note 25, at 177; Vijay Krishna, *supra* note 23, at 120, 122.

(103) なお、ここである「優れた情報」には、当該情報が買収者に知れ渡ると対象会社の株式価格を上昇させると考えられる情報と、逆に下落させると考えられる情報の双方が含まれ得ると考えられる。後に検討するように、経営陣が究極買主である場合には株式価格を上昇させる情報について、逆に経営陣が究極売主である場合には株式価格を下落させる情報について、それぞれ開示されないようにするインセンティブが働くと考えられる。

(104) 各入札者間の間に情報の非対称性がある場合、情報優位者は、自身が対象物を高く評価していることを他の入札者（情報劣位者）に知らなければ、激しい価格競争を行うことなく比較的廉価で対象物を取得し、より多くの利潤を獲得することが可能となり得る。そのため、このような状況を問題視し、情報優位者に対象物の価値の高低に関する情報を正直に申告させるようなメカニズムを構築できないかを考察する議論がある（横尾・前掲注（80）九六頁以下）。しかし、上記の議論は、情報優位者が複数存在することを前提に、ある情報優位者Aが自身の情報を秘匿したとしても、他の情報優位者Bが情報を開示した場合には、Aがオークションから排除される可能性があるという抑止力をもって情報の非対称性を解消しようとする議論であるように思われる。日本における企業買収の局面では、買収者が自身の有する情報を正直に開示しなかったからといって買収過程から排除されるというサンクションが課されるわけではないと考えられるため、上記の議論は検討対象としない。

(105) 戦略的買収者は、対象会社の事業内容等に関する専門的知識を有しており、対象会社の本源的価値を推測する上で優位性（edge）がある。また、自ら積極的に対象会社の現職経営陣よりも優れた新経営陣の選任を目論むフィナンシャル・バイヤーも、現職経営陣と新経営陣のいずれが対象会社の価値を高め得るかを判断し得るからこそ新経営陣を選任するという判断を行っているといえる。そのため、かかるフィナンシャル・バイヤーも対象会社の事業内容等に関して非常に洗練された知見を有していると考えられ、やはり対象会社の本源的価値を推測する上で優位性を持つと評価し得る。このような類型のフィナンシャル・バイヤーは、戦略的買収者に類似するといえる。これらの買収者は、対象会社のデ

ユー・ディリジェンスを実施することで、対象会社の現職経営陣と同程度に対象会社の本源的価値を評価し得ると考えられる。したがって、これらの買収者が直ちに対象会社の経営陣に比して情報劣位にあるとはいえないと思われる。

(106) もっとも、この問題は、理論上、對抗提案者にも同様に情報の意味づけを与えることを経営陣に契約上具体的に義務付けることによって緩和される。しかし、こうした契約責任による対処は、契約の文言が詳細であるか抽象的であるかによって対策の有効性が大きく左右される。また当該義務付けのみでは情報の非対称性の問題を完全に解消するに至らないのは本文で述べるとおりである。Guban Subramanian, *supra* note 21, at 616.

(107) ここでいう「MBOに関する情報」とは、たとえば、経営陣がMBOの実施を検討しているか否かに関する情報や、いかなる買収者とパートナーとなるうとしているかに関する情報などをいうと考えられる。こうした情報が対象会社の取締役会や特別委員会に与えられなければ、対象会社の取締役会や特別委員会は効果的なマーケット・チェックを実施することが困難になると考えられる。

(108) 情報の非対称性が存在する場合に生じる他の弊害として、対象会社の経営陣が、自身及びパートナー関係にある買収者と市場との間の情報の非対称性が最大である場合にMBOを開始し、取引価格のベースラインとなる市場株価を意図的に選択することが可能となるという問題がある。すなわち、経営陣が機會主義的にMBOを実施するおそれ生まれる。なお、Dell事件衡平法裁判所は、Dell社経営陣であるDell氏は機會主義的にMBOを行わなかったと認定した。衡平法裁判所は、Dell事件においてDell社の本源的価値と市場株価との間に評価落差(valuation gap)が存在しており、Dell氏ら経営陣も当該評価落差の存在を認識していたとする。そして、Dell社経営陣はこうした評価落差を解消するべく、Dell社は市場株価以上に価値を有しているということを市場に理解させようと努力したが、業界筋(market observer)がDell社経営陣らの見通しに懐疑的であったため、評価落差は解消されなかったとする。このことから、Dell氏によるMBOは評価落差を利用してMBOを実施しようとしたとはいえないと結論付けた(In re Appraisal of Dell Inc. No. 9322-VCL, 2016 Del. Ch. LEXIS 81, at *109-111. これに対し、¹⁾ 実際に米国で機會主義的行動がなされた例として、²⁾ In re Dole Food Co. Stockholder Litig., 2015 Del. Ch. LEXIS 223, at *4-5, *93-94)。日本においても、対象会社の経営陣が情報の非対称性があることを奇貨として、機會主義的にMBOを実施することを懸念する見解がある。機會主義的なMBOの実施に対して、マーケット・チェックは有効な対策になり得る(以上につき、経済産業省「公正なM&Aのあ

り方に関する研究会」第二回事務局説明資料二二頁（井上光太郎委員発言）参照。しかし、本稿で述べる各要因があるため、契約締結後のマーケット・チェックを実施しただけでは機会主義的なMBOに対する対策として不十分であると評価される場合もあると考えられる。

(109) 入札者がオークション対象物の価値を共通価値で評価している場合に情報の非対称性がどのように問題となるかについて、オークション理論では以下のような説明がなされる。まず、共通価値について分析した石油探掘権モデル（ただし、当該モデルでは、一位価格封印入札が実施されることが前提とされている。そのため、以下の分析は、基本的には契約締結前のマーケット・チェックが実施される場合にあってはまる）において、情報優位者である隣接企業が情報劣位者である非隣接企業に対してどのような行動をとるか（入札者間相互の情報戦略）を分析する。情報優位者が石油埋蔵量を正確に推計するための優れた情報を持っているほど、情報劣位者が被る勝者の呪いが増幅される。このことから、情報優位者が対象物の真価につき自身よりも優れた情報を有していると情報劣位者が信じているほど、情報劣位者は慎重な入札を行うようになるため、情報優位者の利潤が増加する。したがって、情報優位者は、対象物の真価を推計する上で自身が優れた情報を有していることを情報劣位者に信じさせるインセンティブが働くことが示されている。つぎに、売主のみが利用できる情報を開示した場合に、売主の収入にどのような影響を与えるか（売主の情報戦略）を分析する。売主が情報を収集して公開すると、各入札者の私的情報（シグナル）の価値（特に、情報優位者の情報の私的性）を軽減することができ。これにより、情報優位者の期待利潤を減少させ、売主は自身の期待収入を増加させることが可能となる（公表効果・publicity effect）。そして、売主の開示した情報が、情報優位者の私的情報の有用性を増幅させる情報補完的（informational complements）なものではなく、私的情報の有用性を減少させる情報代替的（informational substitutes）なものであるならば、当該情報の開示は情報優位者の期待利潤をさらに減少させることが示されている（重み付け効果：weighting effect）。以上が、一位価格封印入札における情報の開示のもたらす影響である（Paul Milgrom, *supra* note 25, at 175-181）。これに対して、入札者の人数や入札額が観察できる英国型オークションでは、オークション過程で各入札者の私的情報がある程度明らかにされる。そのため、ある入札者は、他の入札者の入札額等を利用して自身の推計値を更新することが可能となる。英国型オークションにおいては、オークション過程の中で他の全ての入札者のシグナルは勝者に顕示されるため、入札者は入札の帰結について後悔しない（no regret）ことが示されている。これは、

英国型オークションの事後均衡の一つである (Id. at 189-190; Vijay Krishna, *supra* note 23, at 91-94)。この事後均衡が成立する場合、ある入札者には他の入札者のタイプや行動についての情報を集めようとするインセンティブは存在しない。もっとも、通常想定されている売主と買主とが分離されている英国型オークションでは、売主が売主のみしか利用できない情報を保有していることがあり得る。そのため、なお売主の情報開示が売主の期待収入にどのような影響を与えるかが問題となり得る。このとき、入札者の価値評価額が売主の情報に依存しないのならば、情報開示の価格効果はゼロとなる。しかし、入札者が対象物の共通価値を推計する上で売主の情報が有意義であるならば、情報開示によって売主の期待収入が増加する可能性がある (Paul Milgrom, *supra* note 25, at 198-200)。以上のようなオークション理論の想定に対して、MBOの場合には、対象会社の経営陣は、対象会社の株式につき売主と買主の地位を併有する。そのため、対象会社の経営陣が有する優れた情報 (対象会社の企業価値を正確に評価する上で有用な情報) は、経営陣自身が買主として入札する際に利用されると考えられる。このことから、MBOにおいて契約締結後にマーケット・チェックが実施される局面では、オークション理論の想定する売主のみしか利用できない情報は想定しにくいといえる。とりわけ、MBOにおいて契約締結後 (go-shop 手続) のマーケット・チェックは、英国型オークションで実施されると考えられる。そうであるとすると、対象会社の経営陣の持つ情報はある程度他の買取者に観察される可能性があると考えられる。

(110) Dell 事件においては、二〇一三年二月五日から三月二三日に至るまで go-shop 手続が実施された。そしてこの期間中に、対抗提案者として三月二日に GE Capital が、三月二日に Icahn 及び Blackstone がそれぞれ対抗提案を行った。

津田・前掲注 (19) 一一七頁参照。

(111) In re Appraisal of Dell Inc., No. 9832-VCL, 2016 Del. Ch. LEXIS 81 (Ch. May 31, 2016), at *140-141; Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd., 177 A.3d 1 (Del. Dec. 14, 2017), at 32-33. この判示事項を重視するならば、Dell 事件において入札者相互間の情報の非対称性は解消されていた (もしくは、解消される余地があった) と評価できるかもしれない。

(112) See, Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 615 note 173, うち Subramanian 教授の主張は、単に対象会社の内部事情に詳しい者が対抗提案者の構成員となったり、対抗提案者にデュー・ディリジェンスを実施させたりしただけでは情報の非対称性は解消されず、真に情報の非対称性を解消するためには対抗提案者が実際に対象会社の現職経営陣とパート

ナーになる必要があることを意味するものであると考えられる。

- (113) Silver Lake は、二〇二二年八月に Dell 社の MBO に関心を有しており、同年九月には Dell 社との間で秘密保持契約を締結している。したがって、Silver Lake は二〇二二年九月の段階で既に Dell 社の内部情報にアクセスしていたと考えられる。なお、Silver Lake 及び Dell 氏と Dell 社との合併契約が公表されたのは、二〇二三年二月五日である。津田・前掲注 (19) 一一四—一一五頁参照。

- (114) Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 617 note 179, note 180.

- (115) 既に述べた通り、Dell 事件では、デラウェア州衡平法裁判所及び最高裁判所は、Dell 氏はいかなる入札者ともパートナーになる意思があつたと認定している。しかし、経営陣が買収対価を低く抑えようとするインセンティブを持つ場合、なお対抗提案者による入札は抑止されるおそれがある。当該インセンティブを持つ経営陣は、取引価格の引上げという結果をもたらしかねない当初買収者以外の買収者とパートナーになることを嫌う可能性があるからである。

- (116) 情報の非対称性が認められると勝者の呪いの問題が顕著になるということは、たとえば Dell 事件衡平法裁判所及び最高裁判所も認めている。In re Appraisal of Dell Inc., No. 9322-VCL, 2016 Del. Ch. LEXIS 81, at *140-142; Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd., 177 A.3d 1, at 32; 津田・前掲注 (36) 一二四—一二五頁参照。

- (117) 共通価値の意義については、第四 二 (一) 参照。

- (118) 勝者の呪いにつき、たとえば、R. H. Thaler, *supra* note 85 参照。

- (119) 以上につき、See, Paul Milgrom, *supra* note 25, at 188. 勝者の呪いは、情報の非対称性が存在する場合に生じる取引市場の非効率性(逆選択)の一例である。

- (120) Vijay Krishna, *supra* note 23, at 87.

- (121) Id. at 86-87.

- (122) Id. at 87. 例外的に、他の入札者の情報を知ったからといって自身の推計額を更新できないのは、①二人の入札者によってオークションが実施される場合と、②各入札者が私的価値に基づいて対象物を評価している場合である。なぜなら、①の場合は、いずれか一方の入札者がオークションから降りるとそこでオークションが終了してしまうため、最後まで入札を継続した入札者(オークションの勝者)はオークションから降りた入札者の情報を利用して入札額を修正することが

できなくなるからである。また、②の場合は、他の入札者の情報を入手しても、それが自身の価値評価には何ら影響を及ぼすことはないからである。

(123) 英国型オークション（の対称均衡）においては、オークション過程の中で他の全ての入札者のシグナルは勝者に顕示される。そのため、すでに述べた通り入札者は入札の帰結について後悔しない（no regret）ことが示唆されている。これは、英国型オークションの事後均衡の一つである。この場合でも、勝者の呪いがなお問題となるのは、オークションの勝者はなおオークション対象物の真の価値（各入札者の入札額の平均値）を上回る価格で入札することになるからである。この勝者の呪いは、共通価値オークションである場合は（程度の差はあるが）常に生じることが示唆されている。See Guillaume Haeringer, *supra* note 28, at 104（「共通価値オークションの下でオークションが実施される文脈で」）「落札者は、オークション対象物の価値を必然的に（necessarily）過大評価し、対象物の価値以上を支払う。」）。

(124) このことから、共通価値オークションが実施され、かつ入札者のシグナルがA関連（affiliation：正の価値関連）にある場合における一位価格封印入札と英国型オークションの期待収入とを比較すると、一位価格封印入札の期待収入は、英国型オークションの期待収入の少なくとも同額（英国型Ⅳ一位価格封印入札）にとどまることが指摘されている（Vijay Krishna, *supra* note 23, at 100）。したがって、売主の期待収入の最大化という観点からは、英国型オークションの方が好ましい結果が得られることになる。MBOの局面でマーケット・チェックが実施される場合、少なくとも勝者の呪いの影響の多寡という関係に限っては、一位価格封印入札が実施されると考えられる契約締結前のマーケット・チェックよりも、英国型オークションが実施されると考えられる契約締結後のマーケット・チェックの方が有利であるといえそうである。なお、正の価値関連とは、ある一つの確率変数の実現値が高いときには、他の確率変数の実現値が高くなりやすいうことを言う（Paul Milgrom, *supra* note 25, at 181-182）。

(125) 契約締結後のgo-shop手続におけるマーケット・チェックにおいて対抗提案者が当初買収者よりも高い取引価格を付けた結果、対象会社の本源的企業価値を上回ってしまうことに対する後悔は、マーケット・チェックがオークションという形式で実施される以上は当然に生じることであるといえる。なぜなら、オークションで勝利するためには、対抗提案者は当初買収者よりも高い取引価格を提示しなければならないからである。このことは、経済学上のオークション理論が指摘する勝者の呪いの概念とは若干異なるように思われる。なお、契約締結前にマーケット・チェックが実施される場合は、

一位価格封印入札が実施されると考えられることから、経済学上のオークション理論でいう勝者の呪い（石油採掘権モデル）は妥当しやすいように思われる。

- (126) 契約締結後にマーケット・チェックが実施される局面を念頭に置く本稿の検討対象ではないが、性質上、一位価格封印入札が実施されると考えられる契約締結前のマーケット・チェックにおいては、英国型オークションが実施されると考えられる契約締結後のマーケット・チェックよりも、勝者の呪いの懸念が強くなると考えられる。一位価格封印入札では、オークション過程で他の入札者の私的情報（シグナル）が開示されず、対象会社の価値についての自身の推計額を更新することは困難であると考えられるからである。

(127) See, Guhan Subramanian, *supra* note 34, at 87-88. また、白井・前掲注(45) 七一頁注一九六参照。

(128) 白井・前掲注(45) 七〇頁。

(129) なお、デラウェア州衡平法裁判所及び最高裁判所は、Dell事件における勝者の呪いの問題を契約締結後のgo-shop手続の問題として取り扱う。すなわち、契約締結前のマーケット・チェックが実施された段階で、勝者の呪いがどのように影響したかは論じられていない。勝者の呪いは本文で述べたような入札抑止効果を持つことから、契約締結前のマーケット・チェックが実施された段階でも勝者の呪いが働いていたために十分な数の入札者がマーケット・チェックに参入しなかった可能性がある。今後は、契約締結前の段階で勝者の呪いが働いていたか否かも検討されるべきであると思われる。

(130) Subramanian 教授は、「Dell氏に対抗して勝利を収めようとするどのような入札者も」勝者の呪いの影響に直面したと述べており（Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 615）¹ go-shop 期間中に登場した対抗提案者であるBlackstoneも勝者の呪いの影響を受けたと評価している。実際に、たとえばBlackstoneがMBO後の新法人においてもDell氏の戦略的重要性から同氏にCEOを務めて欲しいと考えていたことを示唆する報道があった（Matt Wirtz & Sharon Terlep, Blackstone Is Open to Keeping Michael Dell as CEO, The Wall Street Journal, Mar. 27, 2013, 20:56, <https://www.wsj.com/articles/SB10001424127887323501004578386593802808294>）²。ただし、BlackstoneはDell氏をMBO後の新法人における「好ましい経営者（preferred choice）」であると考えている一方³、BlackstoneはPCCメーカーであるCompaq Computer CorporationのCEO兼会長を務めたこと⁴で知られるMichael Cappelletti氏⁵がDell氏に代替する経営者として最もふさわしいと考えていることを示唆する報道もあった（Nadia Damouni &

Poornima Gupta, Dealtalk-Blackstone Heading to Texas to Firm Up Dell Strategy, REUTERS, Apr. 6, 2013, 19:28, <https://www.reuters.com/article/dell-blackstone/blackstone-heading-to-texas-to-firm-up-dell-strategy-idINDEF93504K20130406> (二〇一〇年九月一日最終閲覧)。そのため、Blackstoneが、Dell社を買収した後、なおもDell氏を経営陣として選任することを望んでいたと評価するのか、それとも別の経営陣を選任することを望んでいたと評価するのかについては、判断が分かれ得たように思われる。仮に、BlackstoneがDell氏をMBO後の新法人として選任することを望んでいたという点を重視するのなら、BlackstoneはDell社の企業価値を共通価値で評価していると考えられるため、Blackstoneは勝者の呪いを受けたと評価し得る。これに対して、Dell事件衡平法裁判所及び最高裁判所は、BlackstoneやIcahnは、Dell氏以外の別の経営陣を選任することを示唆するなど、必ずしも全ての買収者がDell氏をMBO後の経営陣とすることを前提とはしていなかったことを認定している。ただし、最高裁判所は、上記の認定に続く箇所、仮に衡平法裁判所の見解に依拠するとしても、BlackstoneやTPG及びその他の評判の高い買収者(reputable buyer)が入札競争に勝利したからといって、Dell氏がDell社CEOを辞職することにはならないとする。その理由として、最高裁判所は、Dell社特別委員会の要求があれば、Dell氏は他の全ての潜在的な対抗提案者や資金提供源を探索しなければならぬという契約上の義務を課されていたほか、Dell氏は他の買収グループとも協働する意思を實際に持っていたといえるからであるとする。そして、最高裁判所は、最終的に、Dell氏の固有の価値及びDell氏と買収グループとの関係性が、どの程度go-shop手続の効率性を減殺する要因であったのかを特定することは困難であるとした(津田・前掲注(36)一三九—一四一頁参照)。確かに、最高裁判所の判断によれば、Dell氏の固有の価値及びDell氏と買収グループとの関係性が契約締結後のマーケット・チェックの有効性をどの程度減殺した要因であったのか特定することは困難であるという結論を導くことは可能であると思われる。しかし、それを超えて対抗提案者がDell社の企業価値を私的価値で評価していたと理解するべきなのか、それとも共通価値で評価していた(それゆえに勝者の呪いの影響を受けていた)と理解するべきなのかまでは不明瞭である。今後は、マーケット・チェックにおいて勝者の呪いほどの程度影響したといえるのかを分析するためにも、各買収者が私的価値または共通価値のいずれを重視して対象会社の企業価値を評価していたと考えられるかが可能な限り明らかにされるべきであるように思われる。

[13] See, In re Appraisal of Dell Inc., No. 9322-VCL, 2016 Del. Ch. LEXIS 81, at *140-142; Dell, Inc. v. Magnetar Glob.

Event Driven Master Fund Ltd., 177 A.3d 1, at 32-33. 津田・前掲注(19) 一一五—一二七頁及び津田・前掲注(36) 三四—一三七頁参照。

(132) Guhan Subramanian, *supra* note 100, at 230-231.

(133) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1237-1238. 最高裁判所の見解の下では、勝者の呪いは対抗提案者が対象会社の本源的企業価値を超える取引価格を付けた対抗提案を行うことを防止する機能をもたらすことになる。したがって、むしろ対抗提案者にとっては望ましい効果をもたらすといえることになる。

(134) Guhan Subramanian, *supra* note 100, at 230-231; Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1238.

(135) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1238.

(136) See, id. at 1233-1238.

(137) See, id. at 1234, 1237.

(138) Guhan Subramanian, *supra* note 30, at 735.

(139) この研究では、経済的に重要な取引に焦点を当てるため、五〇〇〇万ドル以上の取引を対象としている。また、フィナンシャル・バイヤーによる上場企業の買収がなされた事例であっても、対象会社に支配株主が存在する場合や倒産局面など、平常時になされる取引と異なる観点からの評価が必要となる取引は除かれている。Id. at 741; 745 table 2.

(140) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1229 table 2. ながらも、経済的に重要な取引に焦点を当てるために五〇〇〇万ドル以上の取引を対象としている。

(141) Id. at 1233.

(142) Id. at 1236-1237.

(143) SciQuest, Inc., Current Report (Form 8-K) Ex.2-1, at 8.6.2 (e) (May 30, 2016).

(144) SciQuest, Inc., Definitive Proxy Statement (Schedule 14A), at 31 (June 24, 2016).

(145) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1233; Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 614 ["short fuse"].

(146) 本文で述べた通り、当初買収者にマッチ・ライトが付与されていない場合には、対抗提案者が買収を成功させる可能

性は高くなる。ただし、オークション理論の観点からは、マッチ・ライトがない場合の go-shop 手続のオークション形式（入札価格は公開されているが、入札者間での価格競争がなされずに最高価格を付けた者が落札する）⁽¹⁴⁶⁾は、イレギュラーなものであるといえる。入札者間で価格競争がなされるか否かという観点からみれば、当初買収者にマッチ・ライトが付与されていた方がより活発な価格競争が生じる場合がある。すなわち、当初買収者がマッチ・ライトを行使したほうが取引価格は引き上げられ、対象会社の株主にとって利益をもたらすという結論にもつながり得る。Subramanian 教授が主張したいことは、あくまでもマッチ・ライトが一般的になっている米国現状が契約締結後の go-shop 手続におけるマーケット・チェックの有効性（価格発見機能）を減殺している（それゆえに go-shop 手続の問題点を明らかにして対策を講じる必要がある）ということであって、当初買収者にマッチ・ライトを付与するべきではないという主張ではないと考えられる。

(147) Subramanian 教授も、「入札者に特有のシナジー (bidder-specific synergy) がなければ」、対抗提案者は対象会社に対して過剰に対価を支払う結果になる可能性があるとする⁽¹⁴⁸⁾。See, Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1233.

(148) なお、Subramanian 教授は、マッチ・ライト条項が勝者の呪いを悪化させる原因として、以下のように説明する。すなわち、go-shop 期間の時間制限（“ticking clock”）のない契約締結前の段階から対象会社の情報を精査している当初買収者は、go-shop 手続において対象会社の売却手続に参入することになった対抗提案者よりも情報優位にある。このような状況下で、対抗提案者が当初買収者との入札競争に勝利することになった場合、対抗提案者は情報優位者である当初買収者の最大の支払意思額を超える金額を入札してしまったことになる。それゆえに、対抗提案者は、対象会社に対して対価を支払いすぎってしまう。Subramanian 教授の説明は、当初買収者が対象会社の本源的企業価値を熟知しており、最も正確に価値評価できることを前提に、マッチ・ライトの行使によって入札価格は当該当初買収者の価値評価額（最大の支払意思額）までは引き上げられ得るから、この価格を超えて入札する対抗提案者は対象会社の本源的企業価値を上回る取引価格を提示することを余儀なくされる。このことが、勝者の呪いをより一層悪化させる、という内容であると考えられる。See id. at 1233-1234.

(149) 以上「*Guhan Subramanian, supra* note 34, at 129 参照」。なお、対抗提案者がリスク回避的 (risk averse) であ

ことも、マッチ・ライトが付与されていることが対抗提案を抑止する可能性を増幅させることが示唆されている。この問題については、後述する。See Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1234-1235.

(150) 本項の記述は、Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 624-629及びGuhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1240-1253によるところが大き。なお、Subramanian教授は、本項で検討する対抗提案者による対抗提案を抑止しようとする経営陣の経済的インセンティブこそが、go-shop手続におけるマーケット・チェックの有効性（価格発見機能）を減殺する最も重要な要因となっていると指摘する。Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1241.

(151) いわゆるレフロン義務と呼ばれる義務である。Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes, Holdings, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

(152) LBOのメカニズムでは、通常、①対象会社の経営陣及びファンドなどのフィナンシャル・バイヤーが出資することによって、買収目的会社（Special purpose company：SPC）が設立される、②銀行などが、SPCに買収資金を提供する（デット・ファイナンス）、③SPCは、対象会社の経営陣及びファンドによる出資と、銀行等からの融資によって調達した資金で、対象会社の既存株主から株式を取得する、④SPCと対象会社とが合併契約を締結し、非公開化する、⑤MBO後の新法人の経営に成功し、株式を再上場して利益を獲得する、という流れが取られる。MBOが奏功した際に得られると見込まれる期待利益は、現在価値に引き直すとより小さくなると考えられる。たとえば、MBOを実施することを決定した時点では、将来MBOが成功するかどうかは未知数である。このような不確実性が大きければ大きいほど、経営陣がMBOによって得られると見込まれる期待利益の現在価値は小さくなる。また、MBO実施後、通常は会社を非公開化し、その後再上場するというプロセスが取られる。しかし、株式を再度上場するまでには、少なくとも数年間の期間を要することが一般である。すなわち、経営陣がMBOの成功によって得られると見込まれる期待利益の現在価値は、さらに小さくなる。このように、割り引かれた期待利益の現在価値と対象会社の株式の売却益とを比べて、前者が後者を上回る場合には、経営陣は究極買主としてのインセンティブを持つ（逆に、後者が前者を上回る場合には、経営陣は究極売主としてのインセンティブを持つ）と理解することも可能であると考ええる。

(153) ここで、Subramanian教授は、経営陣の全株式を新法人に移転（roll over）する場合には、経営陣は究極買主となるとする。対象会社の経営陣が売主兼買主の地位を有していることを前提に、SPC等によって取得される対象会社（売主

側)の株式数が減少すると究極買主となると評価しているようである。しかし、直ちにこのように評価し得るかどうかは、疑問の余地があるように思われる。具体的には、前掲注(152)で述べた通り、対象会社を非公開化し、さらに株式を再上場することによって獲得できる経営陣の利益(率)も考慮に入れなければ、究極買主であるか究極売主であるかを決定できないのではないかという疑問が残されている。SPCには、経営陣が持株を移転するほか、フィナンシャル・バイヤーも出資する。したがって、MBO実施によって上昇した企業価値から、銀行等からの借入金及び利息を控除した後に残った利益を経営陣とフィナンシャル・バイヤーとで分け合うことになる。そのため、MBOによって上昇した企業価値のうち、経営陣が獲得できる利益はどれだけかを見る必要がある。また、借入金(レバレッジ)の比率によって利率も変動し得るから、支払う利息額がいくらとなるかも問題となり得る。これらのことから、単に経営陣が対象会社の持株のうちどれだけに移転するかをみるだけでは、必ずしも経営陣の経済的インセンティブを決定するとはいえないように思われる。

(154) See, Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1244.

(155) 『Catch-22』は、米国の現代小説家であるJoseph Heller氏が一九六一年に発表した戦争における人間の不条理性や醜態さを描いた小説のタイトルである。『Catch』は「陥穽・罠」、『22』は米国空軍パイロットの軍務規則の条項名をそれぞれ意味するものである。米国空軍爆撃部隊に所属する主人公(John Joseph Yossarian)は、戦争という極限状況下における周囲の人間や自らの狂気に怯えており、自らが精神的な障害を患っているとして空軍からの除隊を申し出る。しかし、軍規二二項の適用により、自分が精神障害にあるということを自ら判断できる者は未だ精神障害であるとはいえないと判断され、除隊を認めてもらえない。このことから転じて、『Catch-22』は、「板挟み」「ジレンマ(の状態)」「問題解決の障害となる状況や規則、落とし穴」を意味する言葉として用いられている。井上永幸ら編『ウイズダム英和辞典(第四版)』(三省堂、二〇一九年)三一九頁参照。

(156) この状況を打破する第一の解決策として、経営陣にMBO後の新法人における無償株式(free share)を割り当てることが考えられる。なぜなら、MBO後の新法人における経営陣の持株比率を上昇させつつ、経営陣の負担するコストを下げるができるからである。ただし、同法人におけるフィナンシャル・スポンサー(PE firm)の持株比率も相対的に下がり、取引から得られるフィナンシャル・スポンサーの利益も減少する。自身の利益を減少させる無償株式の割当てを好まないフィナンシャル・スポンサーも多い。また、第二の解決策として、経営陣を究極売主となるように取引を構成

することが考えられる。なぜなら、仮に経営陣を究極売主とすることができれば、経営陣が高額な対価を獲得しようというインセンティブを持つからである。しかし、価値ある経営陣は、MBO後の新法人における持分割合を増加させ、支配権を維持したいと考えるのが通常である。経営陣が売却する株式が多ければ多いほど、より多くの利益を得ることが可能となる場合もあり得るであろうが、それは自身の新法人における持株比率が低下することも意味する。このように、いずれも完全な解決策ではない。Guhhan Subramanian, *supra* note 21, at 627.

(157) これら以外の残りの三件の取引は、委任状に含まれる情報が不十分であったか、委任状勧誘の時点で経営陣の買主としての持分がまだ決定されていなかったため、いずれの取引にも分類できなかった。Id. at 628 note 228.

(158) たとえば、二〇一六年三月に公表された Apollo Global Management (A.G.F.) にて Fresh Market (食料品会社) の買収がなされた事案では、Fresh Market の創業者兼 CEO である Ray Berry 氏は、取引が公表される約半年前の二〇一五年の時点で既に Apollo Global Management がフィナンシャル・スポンサーとなる取引において自らの全株式を譲渡 (roll over) することを同意していた。しかし、このことは対外的に公表されておらず、Fresh Market による Schedule 14D-9 は、単に Berry 氏が全株式の譲渡を「検討する」と述べたのみであった。また、Schedule 14D-9 は、Berry 氏が他の潜在的なフィナンシャル・バイヤーとパートナーとなることをどの程度忌避していたかについても開示していなかった。この事案においては、株主が開示が不十分であったとして提訴したが、デラウェア州衡平法裁判所は原告の主張を認めなかった。これに対して、デラウェア州最高裁判所は、Berry 氏の有する財務的利益は重要なものであったのに、それが十分に開示されていなかったとし、衡平法裁判所の判決を覆している。See, *Morrison v. Berry*, C.A. No. 12808-VCG, 2017 WL 4317252 (Del. Ch. Sep. 28, 2017); *Morrison v. Berry*, 2018 WL 3339992 (Del. July 9, 2018); Guhhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1243-1244.

(159) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1244.

(160) Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 628-629.

(161) 中立的取引は、取引価格が上昇するとその分多額のレバレッジが必要となる。そのため、MBO後に経営陣が得られる利益を減少させるから、分析的に究極買主取引と類似する。そのため、Subramanian 教授は、究極買主取引と中立的取引とを同じカテゴリに分類している (Id. at 628)。ただし、この指摘がそのままあてはまるか否かについてはな

お疑問が残されているように思われるのは、既に検討した通りである。

(162) 両者のプレミアム額の差異を分析するに際しては、母集団の分布に正規性があるかが不明であったため、ウィルコクソンの符号順位検定 (Wilcoxon signed-rank test) を用いた。両者のプレミアム額の差異についての仮説検定の結果、統計的に九〇%の信頼度で有意な違いがあった。Id. at 628 note 229.

(163) この他、①取引価格が低かったために経営陣が究極買主になろうと考えたから、あるいは②そもそも究極買主は究極売主とは性質の異なる経営陣であるからという可能性もあり得るとされている。Id. at 629.

(164) 二〇一〇年から二〇一九年の間に公表されたM&A取引において、対象会社の経営陣 (CEO) が株式を譲渡しない、あるいは買収者側の株式ないし持分を受け取らない場合には、取締役が特別委員会を設置せず、対象会社の経営陣が潜在的買収候補者と交渉する事例がみられた (当該期間中に実施されたM&A取引の四二%が、対象会社の経営陣が潜在的買収候補者と交渉を行っていた)。特別委員会ではなく対象会社の経営陣が潜在的買収候補者と交渉を実施する理由は、一般的には以下のように考えられている。すなわち、経営陣が株式を譲渡しないあるいは買収者側の株式・持分を受け取らない場合には、当該経営陣は取引価格が上昇すればするほどより高額な株式の売却益を獲得できる。そのため、当該経営陣は可能な限り高額な取引価格を獲得しようという経済的インセンティブを持っており、こうした経営陣に取引条件の交渉を委ねても問題はないと考えられる、というものである。しかし、以下で検討するように、プライベート・エクイティ・ファームはMBOの実施後も対象会社の経営陣を維持したいとの意向を表明する。したがって、仮に対象会社の経営陣が買収者側の株式・持分を獲得していない場合であっても、当該経営陣はM O I Cに基づいた買収者側の報酬を獲得する可能性がある (実際に買収者側の報酬を獲得するかどうかは別として、少なくとも取引の交渉段階では経営陣が獲得し得る報酬についての議論がなされる)。そのため、買収者側の報酬を獲得することを望む経営陣は、なお取引価格を低く抑えるインセンティブを持つ。このことから、Subramanian教授は、対象会社の経営陣の利益相反関係を解消して独立当事者間での交渉がなされたといえる状況を担保するために、①特別委員会を設置し、特別委員会が取引条件を決定するまでは経営陣は自らの雇用及び報酬についてプライベート・エクイティ・ファームと議論・交渉することを禁止し、②買収候補者がデュー・ディリジェンスを実施するために対象会社の経営陣と接触する (access) 必要がある場合には、社外の弁護士等の「立ち合」 ("chaperoned") の下で実施されるべきであるとする。See, Guhan Subramanian & Annie

Zhao, *supra* note 42, at 1252–1253.

(165) 一九八〇年代に行われた企業買収は、業績の良くない経営陣を排除することが目的とされた。しかし、今日では、プライベート・エクイティ・ファームの多くは、経営陣を取引後も維持することを一般的な慣行として公表している。See id. at 1244–1245.

(166) See, Guhan Subramanian, *supra* note 30, at 757.

(167) See, Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1245.

(168) Id. at 1245 note 128.

(169) Id. at 1246 note 129.

(170) Id. at 1246 note 130, note 136.

(171) たとえば、経営陣が十分な額の業績連動報酬を受け取るべくプライベート・エクイティ・ファームが期間を二年間として一五％のIRRを要求した場合を想定する。この場合において、仮に経営陣が一年目に獲得した利益が〇％であったとせよ、一五％のIRRを「達成する（“catch up”）」ためには二年目に三三・三％の利益を獲得せねばならないことになる。See, id. at 1246.

(172) たとえば、経営陣が十分な額の業績連動報酬を受け取るべくプライベート・エクイティ・ファームが二・〇倍のMOICを要求している場合を想定する。この場合において、仮に経営陣の経営する会社が数年間の業績の不調を経験したとしても、イグジット・プランによって示されたイグジット時点で二・〇倍のMOICを達成していればよいことになる。すなわち、会社の業績不調を経てもなお所定のMOICを達成できる可能性が残される。See, id. at 1246–1247.

(173) もちろん、IRRに基づいて経営陣の報酬を決定した場合であっても、対象会社の経営陣が取引価格を低く抑えるインセンティブは生じ得る。しかし、本文で述べたとおり、IRRに基づく業績水準はMOICに基づく業績水準ほど容易には達成できない可能性がある。それゆえに、MOICに基づいて経営陣の報酬が決定される場合の方が、より一層取引価格を抑えようとする経済的インセンティブが働き得る。See, id. at 1247 note 140.

(174) See, id. at 1247–1249.

(175) Id. at 1251.

- (176) 津田・前掲注 (36) 一三八頁及び一四七頁注 (120) 参照。See, In re Appraisal of Dell Inc., No. 9822-VCL, 2016 Del. Ch. LEXIS 81 (Ch. May 31, 2016), at *144.
- (177) 津田・前掲注 (36) 一四〇—一四一頁参照。
- (178) Guhan Subramanian, *supra* note 100, at 233.
- (179) 本項の記述は、Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1253-1258 (以下「Zhao論文」) が大きく。
- (180) See, Alan D. Morrison & William J. Wilhelm, Jr., The Demise of Investment Banking Partnerships: Theory and Evidence, 63 J. FIN. 311 (2008).
- (181) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1254.
- (182) See, id. at 1254 note 163.
- (183) たとえば、売主側の投資銀行が獲得可能な手数料が、go-shop 手続を実施することによってなされた取引額の一・五%であったとする(なお、これは、投資銀行の受け取る典型的な手数料額である)。また、対象会社と当初買収者が合併契約を締結しており、go-shop 手続を実施したところ、当初の合併契約よりもさらに一〇%高い取引価格を付けて入札を行う對抗提案者が現れたとする。そして、對抗提案者の提示した取引額は総額一〇億ドルであったとする。このとき、売主側の投資銀行が獲得可能な手数料は、対象会社と当初買収者との取引によって得られた手数料よりもわずか〇・一五%高い一五〇万ドル(一〇億ドル $\times$ 一〇% $\times$ 一・五%)に過ぎない。See, id. at 1254 note 164.
- (184) See, id. at 1256.
- (185) Id. at 1254-1256.
- (186) Id. at 1254.
- (187) Id. at 1256.
- (188) もちろん、買主側の投資銀行が常にgo-shop 手続に干渉しているという体系的な証拠は存在しない。しかし、①買主側投資銀行によるgo-shop 手続への干渉という現象が存在し、そうした干渉を規律する法律や規範が存在しないこと、②訴訟等で争われることによって顕在化しない限りは投資銀行によるgo-shop 手続への干渉がなされたことを発見するのは困難であるということとは明らかである。Id. at 1257-1258.

(88) Blueblade Capital Opportunities LLC v. Norcraft Cos., C.A. No. 11184-VCS, 2018 Del Ch. LEXIS 255 (Del. Ch. July 27, 2018). なお、Norcraft 事件では、Norcraft (対象会社) を買収したのは戦略的買収者である Fortune Brands であった (Fortune Brands はプライベート・エクイティ・ファームではないため、Subramanian 教授が二〇一〇年から二〇一九年の間に実施した M & A 取引のサンプルには含まれていない)。しかし、Fortune Brands が顕著な買収意欲を見せていたことから、投資銀行にとってはプライベート・エクイティ・ファームと同様に何度も取引をする相手方 (repeat-buyer) となり得た。そのため、Subramanian 教授は Norcraft 事件を例に挙げている。Guhun Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1256.

(90) See, id. at 1256–1258.

(91) 同前。Fortune Brands の顧問弁護士である Robert Biggart 氏がトリアルにおいて証言している。Id. at 1256–1257, note 175.

(92) 以下は私見であるが、Fortune Brands は戦略的買収者であり、買収に際して発生するシナジーを取引価格に織り込むことが可能であったと考えられる。go-shop 期間中に Norcraft の買収を検討しようとする対抗提案者がプライベート・エクイティ・ファームであった場合には、シナジーを取引価格に織り込むことは困難であるといえるから、仮に当該プライベート・エクイティ・ファームが入札を行っても Fortune Brands に勝利することは不可能であると考えて入札を思いとどまった可能性がある。これに対して、Norcraft の買収者がプライベート・エクイティ・ファームであった場合にも Fortune Brands と同様に戦略的価値を強調すること、他の買収者の参入を抑止できたかどうかは、なお検討の余地が残されているように思われる。

(93) Id. at 1257 note 176. なお、RBC が Fortune Brands についての Norcraft の特別な戦略的価値を強調したのは、いずれもプライベート・エクイティ・ファーム (Onex・AEA・American Securities) に対してであったことも明らかにしている。

(94) 本項の記述は、Guhun Subramanian, *supra* note 21, at 629–631 及び Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1233–1240, 1258–1266 にそれぞれが大半を占める。

(95) Guhan Subramanian, *supra* note 30, at 735.

- (196) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1229 table 2.
- (197) これは対照的に、(非常に稀であるが)当初買収者に一度だけ行使する)ことが可能なマッチ・ライト (one-time match right) が与えられる場合もある。たとえば、Del事件では、当初買収者であるSilver Lakeには一度きりのマッチ・ライトが与えられており、デラウェア州衡平法裁判所及び最高裁判所はこうした一度きりのマッチ・ライトは一般的な無制限のマッチ・ライトに比べて相対的に柔軟であったと肯定的に評価している(津田・前掲注(36)一三三頁参照)。ただ、こうした一度きりのマッチ・ライトであっても、当初買収者が対象会社と交渉すれば再度マッチ・ライトを獲得できる可能性がある。そのため、マッチ・ライトを行使し得る回数が一度きりであることから直ちにマッチ・ライトの抑止効果が小さいという結論を導くことは困難である。See, Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1233.
- (198) Fernan Restrepo & Guhan Subramanian, The New Look of Deal Protection, 69 Stan. L. Rev. 1013 (2017), at 1059; Brian JM Quinn, Re-evaluating the Emerging Standard of Review for Marrying Rights in Control Transactions, 36 Del. J. Corp. L. 1011 (2011), at 1025; Merton Capital L. P. v. Lender Processing Servs., Inc., C.A. No. 9320, 2016 WL 7324170 (Del. Ch. Dec. 16, 2016), at *25.
- (199) リスク回避的とは、「純粋に金銭的なリスク(金銭の取り分が変動すること)を嫌う態度」のことをいうとされている。そして、ある主体の資産に照らして損失が大きく、その主体の効用に大きく打撃を与えるような状況下では、リスク回避的であることが大きく影響するとされている。MBOの局面では、買収対価が巨額になり得ることから、ある買収者の資産に照らして損失が大きい場合は容易に想定され得る。したがって、対抗提案者がリスク回避的であり、go-shop手続に参入することを躊躇する可能性がある場合は、一定程度存在すると考えられる。リスク回避の説明につき、ステイブン・シャベル・前掲注(23)二九四—二九五頁参照。
- (200) マッチ・ライトが一般的であるとはいえなかった二〇〇六年一月から二〇〇七年八月までに実施されたブライベート・エクイティ・ファームによるバイアウトの事例で、かつgo-shop手続を伴う取引(四八件)のうち、当初買収者がマッチ・ライトを付与されていなかった取引は一五件、逆に当初買収者がマッチ・ライトを付与されていた取引は三三件あった。価格引上げを伴う対抗提案は、いずれの取引類型においても三件ずつ(合計六件)生じた。価格引上げを伴う対抗提案がなされた割合は、マッチ・ライトが付与されていない取引では二〇%(一五件中三件)、マッチ・ライトが付与さ

れている取引では九%（三三件中三件）となった。以上の実証研究の結果から、Subramanian 教授は、マッチ・ライイトは go-shop 手続における対抗提案を抑止する効果があると結論付ける。Guhan Subramanian, *supra* note 30, at 744, 745 table 2, 748.

(201) See, Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1236.

(202) このように入札期日に制限がある場合、入札者は、他の入札者が自身の入札に応じて対抗入札をする時間を与えないようにするため、オークション期日の終了直前に入札をすることがある（入札の狙い撃ち：bid sniping）。入札の狙い撃ちをすることにより、頻繁に入札額を更新し、オークションで一番になるのに必要な最低額で常に入札を行う漸増入札者（incremental bidders）との価格競争を避けることが可能になる。結果的に、入札の狙い撃ちを行った入札者は、価格競争が行われた場合よりも低い価格で落札しやすくなる。また、オークション期日の終了直前に入札を行うことで、オークション対象物について自身の持っている情報を他の入札者に知られないようにすることが可能となる。特に、入札者らが対象物を共通価値で評価している場合、情報劣位者にとっては、情報優位者の価値評価推計額に関する情報を獲得することと自身の推計額を修正することが可能となる。そしてそのことは価格競争につながり得る。そのため、情報優位者は、できる限り自身の情報を他の入札者に利用されないようにするために入札の狙い撃ちをするインセンティブがある（なお、入札の狙い撃ちは、非戦略的な理由でなされることもあり得る）。See, Guillaume Haeringer, *supra* note 28, at 54-56.

(203) Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 629.

(204) 特に、日本においてMBOが実施される際には、ファンドが経営陣にアプローチを行って、長期間（事例によっては数年程度）時間をかけることが一般的であると指摘されている（経済産業省「公正なM&Aのあり方に関する研究会」第三回事務局説明資料八頁（山田委員発言）参照）。そして、日本においては、契約締結後のgo-shop手続において対抗提案がなされやすくなるために、法定の公開買付期間を延長するという運用が採られている。しかし、法定の公開買付期間の延長といっても、三〇日程度であることが一般的である。このことから、日本においてMBOが実施される局面では、契約締結前の時点から対象会社のMBOを検討している買収者は、契約締結後のgo-shop期間中に初めて対象会社のMBOを検討する買収者よりも相当長期間にわたって対象会社の情報を精査する時間が与えられることになるといえる。

(205) See, Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 629-630.

- (206) Id. at 629-630. Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1239.
- (207) Subramanian 教授により、一五〇億ドルを超える一〇件の非公開化取引のうち、六件において共同入札者が存在していたと示されている。Guhan Subramanian, *supra* note 21, at 630-631, 630 note 233.
- (208) なお、取引額一〇億ドルを下回る（小規模）取引については、二〇〇六年から二〇〇七年に実施された取引における go-shop 期間の平均日数は三六・三日であり、二〇一〇年から二〇一九年に実施された取引における go-shop 期間の平均日数は三五・五日であった。もっとも、二〇一五年から二〇一九年に実施された取引における go-shop 期間の平均日数は三七・九日であった。こうしたデータをもつて、Subramanian 教授らは、相対的にみて大規模取引における go-shop 期間のほうがより短縮されていると結論付けている。See, Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1238-1239.
- (209) See, id. at 1239-1240.
- (210) また、売主側の投資銀行は買収者側のプライベート・エクイティ・ファームと良好な関係を維持することによって莫大な手数料を獲得できることから、売主側の投資銀行であってもより短い go-shop 期間を好む可能性がある。以上につき、Id. at 1240 参照。
- (211) Nadia Damouni & Poornima Gupta, DEALTALK-Blackstone heading to Texas to firm up Dell strategy, REUTERS, Apr. 5, 2013, 07:06 (<https://www.reuters.com/article/dell-blackstone-idUSL2N0CROY920130404> [二〇一〇年九月一日最終閲覧])。なお、Blackstone が go-shop 手続終了後もなお対象会社である Dell 社のデュー・ディリジェンスを継続していたのは、Blackstone が go-shop 期間終了後もなお対象会社と交渉することができるとの特別当事者 (the Excluded Party) の地位を獲得していたからである。
- (212) なお、Dell 事件においては、原審も最高裁も共に四五日間という go-shop 期間の長さを他の事案と比較して一般的な長さであったとしている。また、対象会社との交渉に関しても、対抗提案者がいったん特別当事者 (the Excluded Party) の地位を獲得すれば、go-shop 期間終了後も約四カ月間の交渉期間を与えられたことが示されている（津田・前掲注 (36) 一二九—一二〇頁参照）。そのため、Dell 事件衡平法裁判所及び最高裁判所の判断によれば、Dell 事件における go-shop 手続は厳格な時間制限を伴うものではなかったとの評価も可能となり、Subramanian 教授の主張は妥当性を欠くようにも思われる。しかし、特別当事者としての地位を獲得するためには、優越提案であるかまたは結果的に優越提案

となることが合理的に予想されると特別委員会が判断するに足りる取引構造の概要を示す必要があるとされている。Subramanian 教授が問題視するのは、四五日間という期間では、對抗提案者が優越提案またはその概要を提示するために必要なデュー・ディリジェンスすら十分に行うことができなくなる可能性があるということであると考えられる。

(213) In re Appraisal of Dell Inc., No. 9322-VCL, 2016 Del. Ch. LEXIS 81 (Ch. May 31, 2016), at *40-42.

(214) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1220.

(215) *Id.* at 1258-1259.

(216) In re Lear Corp. Shareholder Litigation, 926 A.2d 94 (Del. Ch. 2007), at 119-120; In re Appraisal of Dell Inc., No. 9322-VCL, 2016 Del. Ch. LEXIS 81 (Del. Ch. May 31, 2016), at *40.

(217) 對抗提案者が当初買収者に対して一定額の解約金を支払わなければならないとされている場合も、同様の指摘があてはまる。すなわち、對抗提案者が高額の解約金を支払わなければ対象会社を買収できないということは、その分買収コストが高くなるということを意味する。こうしたコストの増加が見込まれる場合、對抗提案者は go-shop 手続に参加することを躊躇するおそれがあるといえる。

(218) デラウェア州の判例法理に基づく、単独で go-shop 手続の有効性（価格発見機能）を減殺するような取引条件が go-shop 手続に盛り込まれる可能性は、通常は考えにくい。これは、以下のような理由による。特定の条件が単独で go-shop 手続の有効性を阻害する場合とは、たとえば go-shop 期間を数日間という僅かな日数に設定したり、go-shop 手続に係る解約料（termination fee）を取引額の数％に相当する額に引き上げたりするなどの非常に極端な場合が想定され得る。しかし、仮に実務家たちがこうした条件を盛り込んだ go-shop 手続を実施した場合、デラウェア州裁判所は go-shop 手続の有効性（ひいては、対象会社売却過程の頑健性）を認めないはずである。したがって、M & A 取引を実施しようとする当事者が、将来的に訴訟が提起された場合に裁判所によって承認されないような取引条項を取って盛り込むことはないと考えられるからである。See, Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1258.

(219) たとえば、①二〇一八年一月に実施された Silver Lake による Blackhawk Network Holdings の買収事例、②二〇一八年一月に実施された Vista Equity Partners による Mindbody の買収事例がある。これらのいずれの事例においても、go-shop 期間中に對抗提案は

なされなかった。See, id. at 1259-1261.

(220) go-shop 条項の内容について、前述の Lear 判決も、当初買収者との合併契約を解除し、さらに対抗提案者との間で新たな合併契約を締結する旨を実現することは現実には不可能であったとしている。In re Lear Corp. Shareholder Litigation, 926 A.2d 94 (Del. Ch. 2007), at 119-120.

(221) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1261-1262.

(222) Id. at 1262 note 200. これに引き続いて、Subramanian 教授は、SciQuest の買収事例における特別当事者の定義の厳格化は前述の六、(四) (b) 及び前掲注 (219) で紹介した三件の事例における go-shop 手続と同等の機能を持つとする。これは、いずれも対抗提案者が go-shop 期間内に特別当事者の地位を獲得するための要件を厳格にすることで対抗提案がなされにくくしており、go-shop 手続におけるマーケット・チェックの有効性（価格発見機能）を減殺しているという点で共通しているという主張であると思われる。

(223) Id. at 1263 note 201.

(224) AKKR (当初買収者) 及び SciQuest (対象会社) との合併契約の規定から、特別当事者の地位を獲得することを望む対抗提案者は、少なくとも go-shop 期間の終了する一週間前である二〇一六年六月一七日までに優越提案をする必要があった。これは、以下のような理由による。当該合併契約において go-shop 期間が終了するとされていた同年六月二四日は金曜日であった。そして、AKKR には五営業日にわたって SciQuest と独占的に交渉することが認められるマッチ・ライトが付与されていた。合理的に考えると、AKKR は go-shop 期間の終了日（六月二四日）にマッチ・ライトを行使するはずである。そして、AKKR によるマッチ・ライトが行使されると、AKKR の取引条件のほうが対抗提案よりも良い条件になるはずである。そのため、対抗提案者の提出した対抗提案はもはや優越提案とは評価されなくなり、特別当事者の地位も獲得できなくなる。このことから、対抗提案者は、AKKR がマッチ・ライトを行使する可能性を見越して、go-shop 期間の終了時よりも先に優越提案を行うことを余儀なくされる。他方で、AKKR が六月二四日にマッチ・ライトを行使した場合、六月二〇日月曜日から同月二四日金曜日までの五営業日の間、SciQuest と独占的に取引条件を交渉することが可能となる。また、六月一八日及び一九日はそれぞれ土曜日・日曜日であることから、実質的に AKKR は七日間 (calendar day) にわたってマッチ・ライトを行使するか否かを判断する期間が与えられていたことになる。そのため、

特別当事者の地位の獲得を望む対抗提案者は、go-shop 期間の終了日より一週間早い六月一七日までに優越提案を行っておく必要があった。しかし、このことは、対抗提案者には go-shop 手続の開始後わずか一八日間しか猶予が与えられていないことを意味する。また、AKKR には行使回数に制限がないタイプのマッチ・ライトが付与されていた。仮に AKKR が二回マッチ・ライトを行使するものが予想された場合は、AKKR がさらに五営業日（実質七日間）をかけて SciQuest と独占的に交渉することになる。そのため、対抗提案者はさらに遡って二〇一六年六月九日に優越提案を行う必要があることになる（AKKR は、六月一〇日金曜日から六月一六日木曜日までマッチ・ライトを行使するか検討できる）。このような状況では、対抗提案者が優越提案を提示する可能性はほとんどなかったといえる。Id. at 1263-1265.

(225) Id. at 1263.

(226) また、AKKR に付与されたマッチ・ライトは、五営業日にわたって SciQuest との独占的な交渉を認めるものであった。そのため、対抗提案者は、当該期間中は SciQuest と交渉を行うことはできないことになる。このことは、当初買収者である AKKR と対抗提案者との間の情報の非対称性の懸念を高める。したがって、情報の非対称性の拡大の観点からも対抗提案者の入札は抑止されたと考えられる。Id. at 1264.

(227) Id. at 1266.

(228) Subramanian 教授によれば、二〇一〇年から二〇一七年までの期間における Merger Metrics database を調べたところ、K&E が関与した公開会社における M & A 取引は Smith Anderson が関与した同じ M & A 取引の約二〇倍であった。Id. at 1265.

(229) Id. at 1265-1266.

(230) Subramanian 教授は、AKKR が SciQuest の買収取引のクロージング後も現職経営陣を維持することを明確にしていたため、go-shop 手続を無意味なものにすること望んでいた可能性があるとする。Id. at 1265-1266.

(231) Id. at 1266.

(232) なお、公開買付けを併用して go-shop 期間を短縮・厳格化した事例は、Norcraft 事件が最初というわけではない。二〇一〇年一月から二〇一九年六月に実施された M & A 取引のうち、二五件は go-shop 期間の終了時の前後に公開買付けが終了している。当初買収者が公開買付けを利用して対象会社の株式の多数を取得することが可能であった事例につき、

Id. at 1270-1271参照。

(23) Blueblade Capital Opportunities LLC v. Norcraft Cos. C.A. No. 11184-VCS, 2018 Del Ch. LEXIS 255 (Del. Ch. July 27, 2018), at *26. Norcraft 事件のように、対象会社の発行済株式総数に占める対象株式の割合が過半数を超えていることは、当初買収者がフリーズ・アウトを実施することを容易にするといえる。しかし、仮に応募契約において公開買付けに応募されなければならないとされた対象株式の割合が対象会社の発行済株式総数の過半数を下回っていた場合であっても、なおフリーズ・アウトが実施されてしまう可能性があると考えられる。なぜなら、go-shop 手続においてマーケット・チェックが実施され、対象会社ないし特別委員会が対抗提案者と取引条件を交渉している場合であっても、一般株主は必ずしも当該交渉の事実 (go-shop 手続におけるマーケット・チェックの結果、対抗提案者が出現したこと) を知っているとはいえない。そのため、一般株主は、公開買付けに応募することで自己の株式を高値で買い取ってもらえると考え、公開買付けに応じてしまうかもしれないからである。

(24) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1269.

(25) 二〇一五年五月九日・一〇日はそれぞれ土曜日・日曜日であり、営業日に参入されないためである。See, id. at 1267.

(26) 五月七日の時点では、Fortune Brands がマッチ・ライトを行使して対抗提案よりも良い取引条件を提示する否かにつき Norcraft と交渉中であるから、Norcraft の取締役会は対抗提案者による対抗提案が優越提案であると判断することはできない。そのため、Norcraft の取締役会は、合併契約を解除ないし終了させることはできず、応募契約も解除することはできない。Id. at 1268.

(27) 仮に、Fortune Brands がフリーズ・アウト取引においても合併契約において定められた取引価格 (Norcraft 事件における取引価格は二五・五〇ドルであった) を一般株主に支払えば、完全な公正性 (Entire Fairness) の基準は適用されないであろうと考えられる。なぜなら、フリーズ・アウトの際に一般株主に支払われる対価 (the freezeout price) すなわち取引価格は、Fortune Brands が支配株主となる以前に決定されているため、独立当事者 (arms length) 間での交渉を経て決定されたと評価されるからである。このように、当初買収者の設定した取引価格がそのままフリーズ・アウトの対価となるのであれば、取引価格を引き上げるべく実施された go-shop 手続は、ほとんど無意味なものになってしまうといえるように思われる。See, Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 Yale L. J. 2 (2005) [freezeout].

- (238) Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1268-1269.
- (239) *Id.* at 1268-1269.
- (240) Norcraft 事件デラウェア州衡平法裁判所も、「go-shop 手続に参入するか否かを検討している全ての対抗提案者 (any potential bidder) は、四月三〇日より後に優越提案を行うことはもはやできず、(Subramanian 教授の用語法によれば、四月三〇日が優越提案を行う「最後の明確なチャンス」である)」とする。See, Blueblade Capital Opportunities LLC v. Norcraft Cos., C.A. No. 11184-VCS, 2018 Del Ch. LEXIS 255 (Del. Ch. July 27, 2018), at *16, *22, *26.
- (241) See, Guhan Subramanian & Annie Zhao, *supra* note 42, at 1270, note 231.
- (242) Norcraft 事件衡平法裁判所は、「トライアルにおける Subramanian 教授の証言を引用する形で」、「Fortune Brands 側はチェスを、逆に Norcraft 側はチェッカーを「こつこつに思われる」とした。Blueblade Capital Opportunities LLC v. Norcraft Cos., C.A. No. 11184-VCS, 2018 Del Ch. LEXIS 255 (Del. Ch. July 27, 2018), at *22. 衡平法裁判所のこの判示事項は、「当初買収者である Fortune Brands と対象会社である Norcraft との間に専門性の非対称性があることを (比喩的に) 指摘したものであると考えられる。Subramanian 教授の指摘及び衡平法裁判所の判示事項に照らせば、今後は go-shop 手続が設計・構築及び実施されるに至った過程を審査する際に、M & A 取引や go-shop 手続の設計・構築に關与した経験の有無などの点で当初買収者及び対象会社の交渉担当者相互の間に専門性の非対称があったか、そうした専門性の非対称を解消するための方策がとられたか、などが検討対象とされるべきであるように思われる。」