

及され、従来より実務上実施されてきたM&Aの事実の公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築したうえでM&Aを実施するといういわゆる間接的マーケット・チェックとは別に、入札手続および対抗提案の積極的勧誘(Go shop)を想定した積極的なマーケット・チェックの意義についても言及している(M&A指針3・4)。もつとも、M&A指針上は、M&Aの阻害効果と情報管理等の観点や、経営者との信頼関係を醸成して実施するという実態に照らし、MBOの場面においては常に積極的なマーケット・チェックを実施することが望ましいとまではいえないとの立場が示されている(M&A指針3・4・3・1)。このような事情もあり、「積極的マーケット・チェックを行わない理由」を開示する例はみられるが、対象会社による積極的マーケット・チェックが行われた事例は現段階で1件に限られている<sup>24)</sup>。

この点、M&A指針においては、会社の企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が享受する利益(買収対価)がより大きな買収提案とは、通常は一致すると考えられると指摘されており(M&A指針3・

4・4)、入札手続による積極的なマーケット・チェックを実施した場合には、基本的には、当該手続において最高価格を提示した候補者を選定することになる。

日本法やM&A指針上も、いわゆるレブロン義務(売却価格の最大化の義務)は厳密には採用されていないと解されているものの、特に、積極的マーケット・チェックを実施した場合、他の候補者からの提案内容の概要および最終的な候補者の選定理由(特に提案された買収価格が最も高い価格であったか否か)について、当局からも開示書面等において説明が求められることになり、最高

価格を提示していない候補者を選定することについては、事実上大きなハードルがある<sup>25)</sup>。このような点も、MBOにおいて積極的なマーケット・チェックを採用することが困難とされている一因となっているように考えられる。

なお、互応化学工業(株)のMBOにおいては、MBOの実施主体である社長によって、対象会社へのMBOの提案前にマーケット・チェックの一貫としての入札手続が実施されており、それを特別委員会において公正性担保措置として評価している。当該案件における対応は、MBOを実施する経営陣自らが、取引の公正

性を高めるために行える措置として参考になると考えられる。もつとも、このような入札手続をマーケット・チェックとして評価するためには、対象会社および特別委員会としては、経営陣によって実施された入札手続が十分であったかや、手続の公正性が実質的に担保されているかについて事後的に検証したうえで、公正性担保措置として評価することが妥当かについて実質的な検証を行うことが肝要になると考えられる。

<sup>24)</sup> ㈱オリバーのMBO  
<sup>25)</sup> M&A指針において、買収提案が対象会社の企業価値の向上により資するかについて、企業価値の概念を恣意的に拡大することにより判断を明確にすることは望ましくない(脚注20)と指摘されていることについても留意する必要がある。

## 第4章 大株主側が留意すべき 応募契約の締結における実務ポイント

●(この章のエッセンス)  
●MBOにおいては、特定の大株主との間で応募契約を締結し、当該

株主の応募を確保しておくことも多いが、近時、応募株主側から見た応募契約の締結に関わるリスクが再検証されてきている。

●応募契約の締結に際しては、大株主の取締役としての善管注意義務にも留意しつつ、応募契約の締結に応じることの意義を慎重に検討す