

論 説

中小 M&A 契約の主観的解釈とサンドバックング

— 米国法との比較法的考察から —

神戸大学大学院経営学研究科客員教授/弁護士 横井 伸

第一章 問題の所在

一 はじめに

中小 M&A 業界(注 1)は、中小企業庁による「中小 M&A ガイドライン」の改訂(注 2)や業界団体である「M&A 仲介協会」の自主規制ルールの策定・公表など、業界の質やモラル(倫理)の向上、M&A 活用の利便性の向上などに向けて、官民の取り組みが加速している。こうした中、売り手・買い手間で締結される中小 M&A の最終契約(以下、「中小 M&A 契約」という。)は、中小企業庁「中小 M&A ガイドライン」でもモデル契約例が公表されるなど、実務的な相場がほぼでき上ってきた状況である。大企業 M&A ほど複雑ではないものの、表明保証(注 3)や補償条項など、中小企業の売り手オーナーには理解が難しい内容も含まれる。

このような中小 M&A 契約には、使われ方次第では、売り手に対して反倫理的・不誠実な結果をもたらす可能性がある論点が存在する。それが、本稿で取り上げる、「買い手の認識」の問題である。これは、典型的には、デュー・ディリジェンス(注 4)で売り手が買い手に対して表明保証違反の事実を誠実に申告して開示したにもかかわらず、買い手は特段問題視せず、表明保証の付された最終契約を締結したような場合に問題になる(なお、中小 M&A ではありがちであるが、売り手には知識・経験不足などがあり、特にディスクロージャー・スケジュールなどの表明保証除外を整備していない、とする。)。この状態で、買い手は支配権を取得後、態度を一変させ、突如として表明保証違反を主張して売り手に対して補償請求を仕掛けてくることある。背景には、買って見たが不満足であったり、PMI がうまく行っていなかったり、契約外の様々な事情があり得る。しかしながら、契約を文言通りに解釈する限り、表明保証はある事実の有り無しについて保証するものなので、買い手はこれができる。

この買い手のやり方は、米国の M&A 実務では、「サンドバックング」(注 5)と呼ばれている。その語源は、19 世紀のギャング達が靴下に砂を詰めて近づき、相手の予測しない形で武器として使用したこと由来し、一見して無害な靴下が突如として有害な武器に変貌を遂げる点でよからぬ意図を隠して相手を出し抜く行為を意味した。サンドバックングは米国でも反倫理的・不誠実に見えるため(注 6)、表明保証責任の追及に契約に書かれていない

買い手主観を考慮してこれを抑止すべきとする考え方を「アンチ・サンドバックング」(注 7)と言う。反面、売り手は本来的には交渉によりディスクロージャー・スケジュールを整備しておくべきで、M&A 契約はあくまで文言通りに解釈すべきであるとして、サンドバックングを認める考え方がある。このような考え方を、「プロ・サンドバックング」(注 8)と言う。M&A 契約は高度なビジネス契約であるので、書かれた通りに処理すべきであって、サンドバックングは売り手の交渉上の落ち度に過ぎない、というのがこの立場である。

果たして、M&A 契約は当事者の合意した契約文言に忠実であるべきなのか、それとも M&A 契約に反倫理的・不誠実な要素を入れるべきではないのか、これが、ここでの議論の本質である。

二 先行研究の問題点と本論文の中核的主張

では、日本ではどのように議論が展開してきたのか。この問題は、日本では平成 18 年のいわゆるアルコ事件判決(注 9)以降、議論が加速した。アルコ事件判決では、「本件表明保証を行った事項に関して違反していることについて善意であることが原告の重大な過失に基づく認められる場合には、公平の見地に照らし、悪意の場合と同視し、被告らは本件表明保証責任を免れると解する余地がある」と判示した。従って、M&A 契約に表明保証を規定したとしても、買い手の主観次第では、補償請求ができない場合が生じることになったのである。これ以降、日本の M&A 契約実務では、買い手がクロージング後に表明保証責任を追及できない可能性に備え、表明保証違反の責任追及に買い手主観が影響しない旨の確認条項(いわゆる、プロ・サンドバックング条項)(注 10)を入れたり、特別補償(注 11)を入れたりする実務が普及し(注 12)、M&A 契約実務が一気に複雑化したのである。

では、学説はどうか。ここでは全てを網羅する紙幅が無いため代表的な見解だけを取り上げるが(注 13)、買い手主観の考慮に関して否定説と肯定説の両説が存在する(注 14)(但し、以下の議論では、特に大企業 M&A と中小 M&A を区別していない)。

例えば、藤原総一郎編『M&A の契約実務 第 2 版』では、「実務上、表明保証の相手方の主観的態様によって表明保証違反責任追及が制限されることは不合理である場合が多い。」として、否定説である(注 15)。また、弁護士の中中徹は、アルコ事件判例を取りあげた上で、買い手の落ち度は過失相殺において考慮すべき事象であるとして、否定説である(注 16)。

これに対して、弁護士の辰巳郁は、形式的な文言解釈では当事者の意思に合致するか疑問であるとした上で(注 17)、否定説では不誠実に映る可能性を考慮し、肯定説をとる(但し、原則としては買い手の主観的事情は考慮しないとしており、あくまで原則は否定説であり、信義則上特段の事情が認められる場合の例外として買い手の主観的事情を考慮する、としている)(注 18)。

以上は一例に過ぎず、様々な議論が存在するが、日本の議論の傾向をあえて一言でまとめれば、否定説が大勢であると言っていい。つまり、M&A 契約はあくまでビジネス契約であり、当事者同士が詰めた契約なのだから、アルコ事件判例の考え方とは異なり、契約で書か

れた通りに解釈すべき、と考えるのである。つまり、原則的にはサンドバックキングを認める方向である。

しかしながら、従来型の議論には問題がある。なぜなら、日本の議論はドメスティックな国内法の議論に終始する傾向があり、比較法的検討が十分に行われていないからである(注 19)。実は、この問題は、先ほど述べた通り、日本法だけの問題ではない。サンドバックキングの可否という形で米国法は勿論のこと、世界中で議論されているグローバルな M&A 契約上の一大論点である(注 20)。米国では、デフォルト・ルールとして買い手主観が表明保証に影響しない州をプロ・サンドバックキング州(サンドバックキング推進州)、買い手主観が影響する州をアンチ・サンドバックキング州(反サンドバックキング州)と呼び、全体としてプロ・サンドバックキング州が優勢ながらも、いまだに全米各州が 2 分されている状況である。また、カナダにも同様の問題があることに加え(注 21)、フランス(注 22)、アジア(注 23)、更には南米ラテン・アメリカ諸国にも同様の問題が存在(注 24)する。こうした世界的な広がりをもった論点であること自体、日本では殆ど知られていない。

そこで、本論文では差し当たり、米国州法、中でも世界の企業法実務に大きな影響を持つ 3 州、すなわちカリフォルニア州、ニューヨーク州、デラウェア州の状況をサンドバックキングの起源に遡ってリサーチした上で、そこからサジェスションを得る形で、日本法における解釈を考察する(注 25)。そして、プロ・サンドバックキング・ルールはニューヨークやデラウェアなどの大企業 M&A 領域で生成されてきた反面、アンチ・サンドバックキング・ルールはカリフォルニアの中小 M&A 領域で生成して来た事実に着目し、新しく M&A の種別により異なったルールの採用を提唱したい。結論として、日本の大企業 M&A 領域では原則契約文言通りでよいものの、中小 M&A 領域では、原則買い手主観を考慮すべきであり、サンドバックキングを否定する。個人的要素の強い中小 M&A 領域では、反倫理的・不誠実な要素を持ち込むべきではないのである。以上が本論文の中核的主張である。

第二章 サンドバックキングの米国法における展開

一 伝統的な問題意識

M&A 契約は契約法領域の問題であり、米国法では州法ごとに対処される。全米各州を横に見ていった場合、表明保証責任の追及に補償請求者の主観を考慮した M&A 判例として最も古いものの一つが、カンザス州法に関する 1976 年ランド判決(第 10 巡回裁判所)(注 26)である。これは、2 社合併のケースで、ランド社の企業価値は日本円で 5 億円程度(450 万 \$)の中小 M&A のケースであった。ランド社が上場企業であるローパー社に提出していた財務諸表や社長証明(Certificate of President)に誤りがあり、ローパー社が合併後にランド社側を訴えた、というものである。これに対して、ランド社側は、ローパー社の従業員やコンサルタントはクロージング前にランド社の財務情報に自由にアクセスでき、売上減少を十分知っていたはずだと反論した。

争点は、知っていながら責任追及することを許すべきか否か、法的には、保証責任の追及

には訴えた側の主観的要件である信頼 (reliance) が必要か否かであったが、訴訟に参加した当時のアメリカ市民たち (民事陪審) は市民感覚的にこれを必要と判断した。最終的に裁判所は、この問題についてカンザス州法は明確ではないことを認めつつも、統一商事法典 (UCC) 以前のカンザス州販売法 (The Sales Act) では保証責任の追及には信頼が必要とされていたことや、プロッサー教授 (William Lloyd Prosser) の不法行為法 (Tort) のテキストにおいて信頼が要件とされていることなどを根拠に、問題を知っていたはずのローパー社側の請求を拒絶している。

つまり、当時のアメリカ人は、M&A の場面における保証責任の問題は、純粋な契約責任というよりも、詐欺的な不法行為の要素(注 27)があると考えていたのである(注 28)。故意・過失による M&A 詐欺のような不実表示から買い手を救済することが保証責任の趣旨であれば(注 29)、買い手が全く騙されておらず、機会をとらえて逆にサンドバックキングするような不誠実な事態は、保証の趣旨にはそぐわないと考えたのである(注 30)。

二 カリフォルニア州—アンチ・サンドバックキングの牙城

カリフォルニア州は、典型的なアンチ・サンドバックキング州であるとされている(注 31)。もともと、1960 年代に M&A 事案では無いものの、売り手の保証違反を責任追及するには買い手に信頼 (reliance) が必要であるという判例が存在していた。それが、1969 年グリネル判決(注 32)である。この判決は、ポリオ・ワクチンの接種に関して健康被害があり、その際の広告に安全性に関する虚偽表示があったという事案であった。判決理由の一つとして、当時のカリフォルニア民法典における明示的保証の法理の条文には「買い手がそれを信頼して商品を購入するならば (if the buyer purchases the goods relying thereon.)」という表現が含まれていた点があげられている。裁判所は、保証責任は不法行為的要素があったと考えたのである。

その後、M&A の分野では 1991 年カゼロウニ判決(注 33)が重要である。本判決は、写真現像事業を営む中小企業の事業を日本円にして 3000-4000 万円程度 (31 万 \$) で譲渡したところ、譲渡後に収益に関する販売書類の虚偽記載が発覚して問題になった典型的な中小 M&A 事案であった。買い手による損害賠償の請求に対して、売り手は、買い手は当該事実を既に知っていたと反論した。

主要な論点は、知っている買い手が責任追及することを認めるべきか、法的には、1969 年グリネル判決と同じく明示的保証の法理を解釈するべきかであった。この時期、明示的保証の法理は民法典から商事法典に移行しており、条文から信頼の文言は消滅していた。ところが、本判決は、グリネル判決を引用しながら「一般的に明示的保証に関連する法の下では、原告は被告の表明に対して信頼 (reliance) を示さなければならない」と判示し、問題を知っていたはずの買い手の請求を認めなかった。これによりカリフォルニアが買い手主観を考慮するアンチ・サンドバックキング州であることが明らかにされた(注 34)。

では、M&A 契約の中で特にプロ・サンドバックキング条項の合意をした場合にどうなるの

か。この問題を取り扱ったのが、2006 年テレフィア判決（カリフォルニア州連邦地裁）（注 35）である。これは、携帯電話関連のテクノロジー事業の中小 M&A 事案であり、対価規模は日本円にして合計 4 億円・5 億円程度（2million \$ が現金、2million \$ が手形。但し、アーン・アウトの合意が別にあった。）で、譲渡後に表明保証違反が問題になった。本件では、最終契約中にプロ・サンドバックング条項が含まれていた（注 36）。売り手は、ガゼロウニ判決を引用しながら、買い手は既に知っていたと反論したものの、裁判所は「本条項は明確（clear）である」と述べて、この場合には買い手の信頼要素は不要であるとした。そして、判決文の脚注において（注 37）、本事案はプロ・サンドバックング条項が含まれている事案であることから、ガゼロウニ判決とは区別可能である、と補足説明している（注 38）。つまり、裁判所はガゼロウニ判決の結論には異論を挟まず、むしろそれを前提に、当事者間であえてプロ・サンドバックング条項を合意した時には当該条項の効力が優先する、としたのである。

以上がカリフォルニア・ルールの形成経緯である。カリフォルニア判例の特徴は、いずれも典型的な中小 M&A 領域を取り扱ったものであり、個人の故意・過失による不法行為的な保証責任の考え方が、そのまま M&A 領域にスライドしてきたのであった。これは、保証の趣旨から、契約書には必ずしも書かれていない買い手主観を要件とするため、契約に疎い売り手個人にとっては不誠実な買い手サンドバックングから守られて有利なルールである。反面、あえて当事者間でプロ・サンドバックング条項を合意すれば、契約通りの処理も認められる。その意味では、企業の予測可能性にも配慮されており、企業法のルールとしても十分な有用性・合理性が認められる。

三 ニューヨーク州—揺れ動くスイング・ステート

ニュー YORK 州は、一般的にはプロ・サンドバックング州であるとされる（注 39）。しかしながら、判例法の展開を見るとスイング・ステートといった方が正確である（注 40）。

まず、1990 年 CBS 判決（ニュー YORK 州控訴審）（注 41）が重要である（注 42）。本件は、売り手から買い手に対して雑誌事業を日本円換算で 400 億円近く（3 億 6250 万 \$）で売却するという大企業 M&A の事案であり、ゴールドマン・サックスも関与していた。最終契約締結後、クローリング前の状態で、買い手はデュー・ディリジェンスの結果から売り手の表明保証違反の事実について認識しており、売り手に懸念を伝えたものの、売り手はクローリングを主張し、そのままクローリングが行われた。その後、買い手が売り手を訴えた、というものである。売り手は、買い手は認識していたと反論したものの、裁判所は「核心的な問いは、買い手が保証された情報の真実性を信じていたか否かではなく、～（中略）～買い手がその真実性に関する売り手の約束（promise）を購入したと信じたか否かである。」と述べ、結論的には、買い手によるサンドバックングを認めたのである（注 43）。

この CBS 判決によって、ニュー YORK 州は一般にプロ・サンドバックング州になったとみなされた（注 44）。但し、判決の論理からは、当事者が真実性の約束を購入したと信じてい

ない場合もあり得ることになる(注 45)。この問題が取り扱われたのが 1992 年ガリ判決(第 2 巡回裁判所)(注 46)である。この判決において、ニューヨーク・ルールは大きな揺り戻しを経験することになった(注 47)。本判決は、複数の会社の株式を売り手が買い手に譲渡し、財務諸表の正確性等について広範な表明保証をしていたところ、譲渡後に様々な問題で表明保証違反が問題になったという事案であった。裁判所は、クロージング前に問題は売り手から買い手に対して開示されていたことを認定した上で、買い手が積極的なデュー・ディリジェンスにより自ら認識を持った CBS 判決の事案との違いを強調し、本件のような場合には「買い手は後に契約違反の主張をすることを禁じられて然るべきである。この状況では～(中略)～買い手は違反の主張を放棄した(waived)ものとする。」と述べたのである。

買い手主観を考慮したガリ判決に対して、2008 年ガスマオ判決(注 48)では再度の反転を見せる。本判決は譲渡対価が日本円換算で 80 億円程度(7650 万 \$)の大企業 M&A の事案であった。裁判所は、ガリ判決を引用しながらも「しかしながら、売り手が買い手の認識の情報源ではない場合、例えば、もし保証された事実が虚偽であることが単なる一般常識(common knowledge)であったり、買い手が誰か第三者から知らされていたりした場合には、買い手は保証違反の訴訟で勝つことができる」と判示したのである。

以上より、今日のニューヨーク・ルールは、原則として買い手の主観は表明保証違反の責任追及に影響しないものの、極めて例外的場合には権利放棄したものとみなされる場合がある、とまとめることができる状況(注 49)になった(注 50)。ベースになるのは CBS 判決であり、後続判決もその延長線上に自らを位置付けて CBS 判決の適用範囲を解釈しているに過ぎない。これは、次のデラウェア・ルールを理解する上でも重要なポイントである(注 51)。

四 デラウェア州—プロ・サンドバックング州は果たして本当なのか

典型的なプロ・サンドバックング州であると一般に認識されているデラウェア州であるが(注 52)、判例法の展開を丁寧に追っていくと、非常に複雑な状況に置かれていることが分かる。

まず、前提として、デラウェア州は州最高裁(superior court)と衡平裁判所(Court of Chancery)の 2 つの裁判所があることを知っておく必要がある。デラウェアの衡平裁判所の存在はデラウェア・ルールを企業法分野で事実上のグローバル・スタンダードにまで押し上げている要因の一つであるが、州法体系上は衡平裁判所の判断に不服があれば最終的には州最高裁が判断することになっており、法解釈において最上位に位置するのは州最高裁である(注 53)。

州最高裁がこの問題を扱った古典的ケースとして、2 社間合併において売り手の会計処理に関する表明保証違反が問題になった 2002 年ケリー判決(デラウェア州最高裁)(注 54)がある。このケースでは、州最高裁は「健全なデラウェア州法によれば(According to sound Delaware law)、原告は保証違反の請求を行う際には要件として信頼(reliance)を立証しなければならぬ」と述べていた。

転機は、2005 年インターリム・ヘルスケア判決（デラウェア州最高裁）（注 55）である。これは、ヘルスケア事業の大型株式譲渡に関する訴訟であり、対価総額は日本円換算 100 億円超（1 億 \$）の大企業 M&A の事案であって、買い手は数カ月にも及ぶ広範な法務・ビジネスのデュー・ディリジェンスを行った上で契約を締結した。州最高裁は「合理的な信頼は、明らかな契約違反の訴訟において求められてはいない」と述べて、2002 年ケリー判決から転換する姿勢を見せた。表明保証は純粋な契約違反に基づく訴訟であって、当事者が合意した契約文言が全てである、と考えたのである。

これに影響を受けたのが、衡平裁判所である。2007 年コバルト・オペレーティング判決（デラウェア州衡平裁判所）（注 56）は、対価総額は日本円換算 70 億円超（7 千万 \$）のラジオ局の大企業 M&A 事案において、最終契約中に対象事業の財務諸表の重要部分の正確性やその法令遵守に関して明示的で無条件の表明保証が含まれていることなどを理由に、表明保証責任の追及に何ら買い手の信頼の要素は必要ではない、と判断したのである。この頃までに、デラウェアは M&A 契約を文字通り解釈し、文言通りなら何をやっても許される、完全なるプロ・サンドバックینگ州になったと考えられた。

ところが、その後、実務に議論が巻き起こる（注 57）。それが、2018 年イーグル・フォース判決（デラウェア州最高裁）（注 58）である。州法体系の最上位に位置する州最高裁は、判決文の注釈において（注 59）、サンドバックینگに関する議論が存在していることを認識していると前置きした上で「我々はまだこの興味深い問題を解決していない」と宣言したのである。そして、ニューヨークの CBS 判決に多くの州が従っていること、そこで求められる信頼は表明保証が当事者間の取引内容の一部となっていることである、などを指摘した。素直に読む限り、州最高裁はニューヨーク・ルールを支持したと言える（注 60）。

これに対して、今度は州衡平裁判所が 2022 年アウッド判決（デラウェア州衡平裁判所）（注 61）を出す。本件は、譲渡対価が日本円換算約 20 億円（1600 万 \$）の廃棄物処理業に関するミッドキャップ規模の M&A 案件で、買い手は売り手の過剰請求などの表明保証違反の事実を知り得る立場にあり、サンドバックینگが正面から問題になった。衡平裁判所は、サンドバックینگの反倫理性について触れつつも、「デラウェアは、プロ・サンドバックینگ州である。又はそうあるべきだ（or should be a pro-sandbagging jurisdiction）。サンドバックینگの抗弁を認めることは、我々に深く染み込んでいる契約主義の考え方と整合しない」（下線部は筆者追記）と述べて、デラウェアはプロ・サンドバックینگ州であるべきことを強調した。

ここまで見てきて、デラウェアも決して純然たるプロ・サンドバックینگ一択では無いことが分かる。特に、州衡平裁判所の上位にある州最高裁は、2018 年イーグル・フォース判決において、プロ・サンドバックینگに前のめりである州衡平裁判所の過去判例を引用せず（注 62）、買い手主観を考慮し得る余地を残したニューヨーク州の CBS 判決をあえて引用している（注 63）。デラウェアは、将来的にニューヨーク・ルールに収斂して行く可能性すらあ

る(注 64)。

第三章 米国法の展開からの示唆と日本法における解決

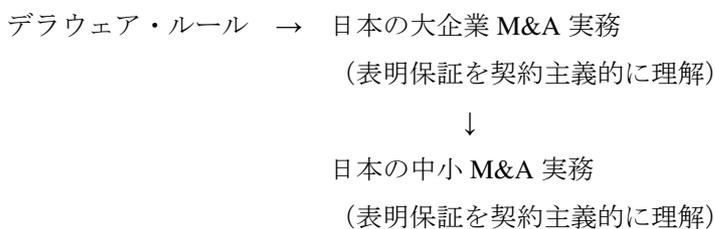
一 米国法の展開から分かること

以上の米国州法の展開から分かることは、何であろうか。表明保証違反による補償請求の考え方には大きく 2 つの系統があり、契約主義によるリスク分配を重視すればニューヨーク・ルールに収斂され（デラウェア・ルールもニューヨーク・ルールを志向していると考えられる。）、故意・過失による虚偽の申告により高く買わされたことからの救済を重視すればカリフォルニア・ルールになる、という点である。米国全体の傾向としては、契約主義的な前者の考え方が優勢であるものの、後者の考え方も根強く存在している。また、米国では契約主義と言っても、純粹に買い手主観を一切排除している訳ではない。プロ・サンドバックング州（デラウェア及びニューヨーク）とは言っても、必ずしも徹底的に表明保証を契約文言通りには解釈しないのである。それでは、日本法においてはどのように考えるべきであろうか。

二 考 察

日本では、特に大企業 M&A と中小 M&A の種別を意識することなく、M&A における表明保証の機能はリスク分配機能に重点が置かれ、契約主義的な考え方が大勢である。これは、日本では、M&A 先進国であるアメリカの M&A 実務（特に、表明保証などの英米法由来の仕組み）を、日本の M&A ロイヤー達を中心になって継受してきた際に、主にデラウェア・ルールを参照にしてきたからと考えられる。これは、デラウェアには州衡平裁判所が存在し、全米フォーチュン 500 企業の約 6 割が集中するという企業法の先進地帯であることを考えれば、無理なからぬことであった。その結果、大企業 M&A を中心に表明保証責任を契約主義的に理解する考え方が支配的となり、下図の通り、中小 M&A 領域にも波及してきているのが実情であろう。

【図 1：従来の姿】



しかしながら、同じ「M&A」といっても、大企業 M&A と中小 M&A では全く別物である。また、デラウェア・ルールがすなわちアメリカの M&A ルールというのも明らかな誤解である。

ここで注目したいのは、アメリカのルール形成過程における M&A 種別の違いである。デラウェア及びニューヨークでは、州判例の多くは、日本円換算で 100 億円規模に近い大企業 M&A である。このような M&A では、当事者は大企業で洗練 (sophisticated) されており、大規模法律事務所が双方について対等な立場で契約内容を詰め切るのが通常であり、当事者が十分に把握できていない大組織における諸問題や見えないリスクについて、表明保証のドラフト交渉により当事者間で徹底的にリスク分配を行う、というのは十分に理解できる。表明保証違反が交渉過程で判明していれば、例外的な場合を除き、適切にディスクロージャー・スケジュールを整備すべきであり、それを怠った売り手がサンドバックングを受けても自己責任なのである。

これに対して、カリフォルニアなどで見られるアンチ・サンドバックング・ケースの多くは、日本円換算でせいぜい数千万円から 4 億円-5 億円程度の中小 M&A のケースである。ここで形成されたルールは、オーナー個人の会社売買という色彩が強い中小 M&A の分野において、表明保証による補償請求を必ずしも契約主義的に理解しない(注 65)。ここでは、表明保証による補償請求は、不法行為的な側面が重視されており、オーナー個人による不実表示や間違った企業情報の申告によって知らずに高く買わされた相手方を保護する手段として理解される。従って、騙されていない (知っている) 買い手による補償請求は想定されておらず、買い手の信頼が要件とされる結果、逆に売り手オーナーをサンドバックングするような反倫理的・不誠実な状態は認められない。このような買い手は保護に値しないのである。

事実、米国の論文にも、サンドバックングに関するデラウェアやニューヨークのルール (契約主義的傾向) と、カリフォルニアのルール (非契約主義的傾向) の違いをもたらしている原因として、前者は大企業の影響が強く、大企業有利のルール形成が進んだのに対して、後者は大企業の影響が薄く、個人主義的なルール形成が進んだ点を指摘するものがある(注 66)。

要するに、前提にしている M&A の種別が州によって全く異なるのであって、日本が、従来、「M&A」という言葉だけでほぼ無条件にデラウェア・ルールを参照にしてきたのは問題があったし、日本円にして売上 100 億円規模の M&A 領域で形成されてきたルールを中小 M&A 領域にもあてはめるのには無理があった。この点につき、経済産業省/中小企業庁も、大企業向けには経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」(注 67)、中小企業向けには中小企業庁「中小 M&A ガイドライン」と、M&A の種別に応じてガイドラインを別に制定しており、日本法においても、M&A の種別ごとに異なるルールの適用があり得ることを示している。

以上からすると、日本の中小 M&A 契約を考える上で、比較法的な示唆を受けるべきなのは、下図のように、ダイレクトに米国の中小 M&A ルール (例えば、カリフォルニア・ルールなど) である。

【図 2：あるべき姿】

デラウェア・ルール →日本の大企業 M&A 実務
(表明保証責任を契約主義的に理解)

米国の中小 M&A ルール →日本の中小 M&A 実務
(カルフォルニアなど) (表明保証責任の追及に買い手主観を考慮)

三 要件・法律構成の検討

では、日本の M&A 契約を具体的にどう解釈すべきか。日本の大企業 M&A の場合、通常、双方に弁護士及び FA が入り、詳細な契約交渉を経て最終契約を締結し、クロージングに至る。また、表明保証はリスクが発生した場合の価格調整機能だけではなく、クロージング条件(注 68)と連動して、契約日とクロージングの間に発生するリスクを適切に分配する役目も担っている。大企業 M&A は、洗練された契約主義の世界であり、当事者が把握し切れていない大企業の諸問題や見えないリスクを、表明保証のドラフト交渉によって対等当事者間(会社間)で適切に分配して行く。従って、従来通り、ニューヨークやデラウェアのルールを参照に、原則として表明保証責任の追及には買い手の主観は影響しないと考えて問題ない(注 69)。M&A 契約は書かれた通りに解釈され、サンドバックングも原則許容される。

これに対して、日本の中小 M&A は「中小 M&A ガイドライン」が対象にしている M&A である。中堅・中小企業の事業承継型 M&A が多くを占めており、大半が株価数億円程度の未上場のオーナー企業の売却である。この領域では、売り手オーナーは価格よりも従業員の雇用維持や社名存続などを重視しており(注 70)、大企業 M&A とは異なり、弁護士や FA を入れて対等な立場で本格的な契約交渉を行うことは少ない(注 71)。反面、法的に情報開示の仕組みも整備されておらず、大企業 M&A と比べて、企業情報の把握は容易ではない。この状況で、当事者が表明保証に期待しているのは、弁護士同士による緻密な契約交渉により当事者が把握し切れないリスクを適切に分配するというよりも、企業情報や株価評価など重要事項に関する虚偽の申告により知らずに高く買わされてしまった場合の救済手段である(注 72)。なぜなら、売り手オーナーは情報の取扱いが分かっておらず、指摘されるまで黙っていたり、違法行為を適法行為と誤解していたりすることがあるためである。契約日とクロージング日が一致したり近接したりする中小 M&A では、クロージング条件と連動したリスク分配機能の部分はあまり意識されておらず、当事者が主に意識するのは、適切な金銭的補償の部分であり、そのために表明保証を入れている(注 73)。

この場合、カリフォルニア・ルールを参考に、表明保証違反の補償請求の場面では、信義則(民法 1 条 2 項)により、補償請求者の主観を考慮し、「表明保証違反の事実につき悪意で無いこと」を要件に加えるべきである。つまり、買い手は知っていれば責任追及はできない。その場合、買い手は売り手から開示を受けた場合はもちろんのこと、自ら知った場合であっても、事前開示して誠実に価格交渉を行うべきである。なぜなら、この場合には、知ら

ずに高く買われるような問題は生じておらず、悪意ある買い手による機会主義的で不誠実な態度まで保護する必要は無いからである。但し、カリフォルニア・ルールと同じく、別段の合意をすれば、当該合意が優先すると考えるべきである。契約で書かれた通りに行いたい場合には、当事者間で必ず請求できる旨のプロ・サンドバックング条項や特別補償の合意をすれば良い(注 74)。

四 中小 M&A 実務にもたらされる望ましい結果

このような解釈は踏み込んだものであるが、以下の諸点で中小 M&A 実務に望ましい結果をもたらす。

第 1 に、中小 M&A 特有の最初から表明保証違反状態が発生する問題に対して妥当な結論を導くことができる。売り手が法律専門家の支援を十分に受けずに、テンプレート通りの表明保証がなされることが多い中小 M&A では、「中小 M&A ガイドライン」も指摘する通り、売り手オーナー個人が表明保証の内容を正しく理解せずに、最初から事実と反する表明保証をしてしまうことも少なくない(注 75)。また、大企業 M&A から波及したおかしな表明保証項目も存在する。例えば、「中小 M&A ガイドライン」のモデル契約例(注 76)をはじめ、中小 M&A で一般的に使われる表明保証には、対象会社の計算書類等が「日本において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に従って作成」されたことの保証が含まれている。しかしながら、中小企業の会計実務ではいわゆる税務会計が大半であり、この内容だと最初から表明保証違反の状態になってしまっている。契約主義に従えば、一種のサンドバックングがなされ得るものの、買い手は全く騙されておらず、買い手主観を考慮して補償請求を否定するのが合理的である。

第 2 に、契約実務において、売り手オーナー個人ではなく、買い手に請求権保全のための契約対応を促すことになる。中小 M&A では、各所で指摘される通り、特に売り手には弁護士などの法律専門家が入らないことが多く(注 77)、大企業 M&A のような高度な契約交渉・対応を売り手に求めるのは無理がある。買い手主観を考慮する場合、売り手は買い手提案の表明保証をそのまま引き受けても救済の可能性がある反面、買い手は請求権保全のためにはプロ・サンドバックング条項や特別補償などの別段の合意を自ら用意する必要がある。売り手・買い手間の法律専門家支援の非対称性という構造がある中で、能力のある側に対応負担を課すのは合理的である。

第 3 に、中小 M&A 特有の情報の非対称性の問題を解消することに役立つ(注 78)。中小 M&A は、売り手・買い手間の情報の非対称性の大きさに特徴がある(注 79)。アンチ・サンドバックング・ルールの採用により、売り手は自ら積極的に情報を開示すればするほど有利になることから、情報開示を促すインセンティブが発生する(注 80)。従って、情報の非対称性の解消に有益である(注 81)。

第 4 に、「中小 M&A ガイドライン」の要請に沿った対応を当事者に促すことになる。「中小 M&A ガイドライン」は、「仲介者は、～(中略)～DD の結果を譲り渡し側にも開示し

て情報共有するよう、譲り受け側に対して働き掛けることが望ましい。」と明記し(注 82)、M&A 仲介業者に対して、中小 M&A におけるデュー・ディリジェンスの結果を買い手から売り手に対して開示するよう働きかけることを求めている(注 83)。しかしながら、デュー・ディリジェンスは買い手の費用負担で行われるものなので、実務的に開示を促すことは容易ではない。ところが、買い手主観を考慮する場合、買い手はデュー・ディリジェンスによって売り手の表明保証違反を認識した後でクローリングさせてしまうと責任追及ができなくなってしまふことから、事前に売り手に開示して価格に織り込ませるインセンティブが出てくる。従って、デュー・ディリジェンスの結果が買い手・売り手間で共有され、ガイドラインが望ましいとして求めている状態が実現されるのである。

第四章 結 論

本論文の結論は、大企業 M&A と中小 M&A によって異なるサンドバックング・ルールが適用されるべきだ、というものである。大企業 M&A の場合には原則として買い手主観は表明保証違反の補償請求に影響しない。これに対して、中小 M&A の場合には、原則として買い手主観は表明保証違反の補償請求に影響することになり、買い手が売り手の表明保証違反を認識しているような場合には、信義則によって補償請求はできないと解釈する。個人対会社の要素が強く、当事者の信頼関係が重要な中小 M&A においては、契約実務に買い手による反倫理的・不誠実な要素は持ち込まれるべきではない。

なお、以上の結論に対して、本論文には残された研究課題がある。今回、米国の主要州との比較法的研究を行ったが、第一章二でも述べた通り、M&A サンドバックングは世界的な M&A 法上の一大論点である。米国の他州の状況はもとより、カナダ・英国・欧州諸国・南米などの他の主要国・地域の状況との比較法研究は手つかずの状況である。こうした広い領域が、今後取り組むべき研究課題として残されている。

(脚注)

(注 1) 中小 M&A に明確な定義がある訳ではないが、中小 M&A 業界の自主規制団体である一般社団法人「M&A 仲介協会」の自主規制ルールでは、重説実施の範囲を原則として中小企業等としており(契約重要事項説明規程 3 条 2 項 1 号)、その中小企業等とは中小企業基本法 2 条 1 項に規定する中小企業者に加えて、社会福祉法人、医療法人、特定非営利活動法人、一般社団・財団法人、公益社団・財団法人、学校法人及び組合等を広く含めている。また、特に後継者不在などの限定もない。本稿では、これらを対象とする支配権の移転を広く中小 M&A と呼ぶことにする。

(注 2) 中小企業庁「中小 M&A ガイドライン(第 2 版) -第三者への円滑な事業引継ぎに向けて」(2023)。

(注 3) 表明保証とは、一般的に、契約当事者の一方が、他方当事者に対し、主として契約目的物などの内容に関連して、一定時点において一定の事項が真実かつ正確であることを表明し、その表明した内容を保証するものである。藤原総一郎『M&A の契約実務第 2 版』151 頁(中央経済社、2018)。

(注 4) 中小企業庁「中小 M&A ガイドライン」では、デュー・ディリジェンス(Due Diligence)とは、対象企業である譲り渡し側における各種のリスク等を精査するため、主に譲り受け側が FA や士業等専門家に依頼して実施する調査をいう(「DD」と略することが多い。)、と定義している。中小企業庁・前掲注 2)「中小 M&A ガイドライン」19 頁。

- (注 5) この言葉は、ゴルファーが本当のスコアを隠して相手を出し抜く場合にも使われ、通常、ネガティブな含意 (negative connotation) があるとされる。See Stacey A. Shadden, *How to Sandbag Your Opponent in the Unsuspecting World of High Stakes Acquisitions*, 47 Creighton L. Rev. 459 (2013-2014) 459.
- (注 6) 「Is sandbagging ethical?」See *Id.* at 474. 日本側の文献でサンドバックングが不誠実であると指摘するものとして、辰巳郁「表明保証と当事者の主観的事情(下)―サンドバックングの可否を中心に―」商事法務 1999 号 (2013) 38 頁。なお、後述の 2022 年アーウッド判決においても、デラウェア衡平裁判所はサンドバックングが反倫理的である点を検討している。See *infra* note 61.
- (注 7) サンドバックング条項については、藤田友敬編『M&A 契約研究 理論・実証研究とモデル契約条項』(有斐閣、2018) 61-63 頁。実務上「認識条項」と呼ばれることもある。横井伸編『買い手の視点からみた中小企業 M&A マニュアル Q&A(第 2 版)』(中央経済社、2021) 289-95 頁。
- (注 8) See *Id.*
- (注 9) 東京地判平成 18 年 1 月 17 日判時 1920 号 136 頁。
- (注 10) See *supra* note 7.
- (注 11) 特別補償とは、通常の表明保証の違反や義務違反に基づく補償条項とは別個に、特定の事項について特別の補償を定める条項のことである。森・濱田松本法律事務所編『M&A 法大系』(有斐閣、2015) 253 頁。特別補償が表明保証とは別に規定される意義としては、①後述のアルコ事件判決など、日本法では補償請求者にとって認識済みの問題点に関して表明保証違反が否定されるリスクがあるため、表明保証とは別の規定を設けることにより、補償請求者が悪意であったとしても補償条項の発動が可能であることを明確にする、②補償の期間・上限など、表明保証違反に基づく一般の補償とは異なる補償の方法を定める、という 2 点をあげることができる。森・濱田松本法律事務所編・前掲書 253 頁。
- (注 12) 藤原・前掲注(3)166 頁。
- (注 13) この問題を取り扱うものとして、玉井利幸「株式譲渡契約における表明保証違反と買主の主観的事情」一橋法学 21 卷 3 号(2022) 617-634 頁。酒井太郎「表明保証責任の対象となる不実開示の意義」一橋法学 12 卷 3 号(2013) 567-596。國友順市「表明保証責任に関する若干の考察-判例を素材として-」龍谷法学 44 卷 4 号(2012) 21-337 頁。水島治「判例研究 企業買収における売主の表明・保証違反に関して売手の買収会社に対する損害補償義務が肯定された事例(東京地判平成 18.1.17)」立命館法學 307 号 (2006) 855-881 頁。
- (注 14) 先行研究又は議論については、辰巳・前掲注(6) 35-37 頁に詳しくまとまっている。
- (注 15) 藤原編・前掲注(3)165 頁。
- (注 16) 村中徹「M&A 契約における表明保証条項を巡る実務課題の検討」同志社法學 61 卷 2 号 (2009) 369-385 頁。
- (注 17) 辰巳・前掲注(6)38 頁。
- (注 18) 辰巳・前掲注(6)38-39 頁。
- (注 19) 辰巳説は米国法に触れているが詳しい検討はしていない。ケースについても殆ど触れていない。
- (注 20) Charles K. Whitehead, *Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements*, Cornell Law Faculty Publications. Paper 919 (2011). Griffith Kimball, *Sandbagging: Eagle Force Holdings & the Market's Reaction*, 46 BYU L. Rev. 571 (2021). Daniel L. Chase, *M&A After Eagle Force: An Economic Analysis of Sandbagging Default Rules*, California Law Review, 108, 5, 1665 (2020). Jacek Jastrzębski, “Sandbagging” and the distinction between warranty clauses and contractual indemnities, 19 UC Davis Bus. L.J. 207-251 (2019). Brandon Cole, *Knowledge Is Not Necessarily Power: Sandbagging in New York M&A Transactions*, 42 J. CORP. L. 445, 446 (2016). Seth Cleary, *Comment, Delaware Law, Friend or Foe? The Debate Surrounding Sandbagging and How Delaware's Highest Court Should Rule on a Default Rule*, 72 SMU L. REV. 821 (2019). Adrian Szykowski, *Devils in the Details: An Essay Examining the Significance of Jurisdictional Default Rules in the Mergers and Acquisitions Context*, 4 Emory Corp. Governance & Accountability Rev. 441 (2017). Scott Macbeth, *That's Not the Way We Do It Here: Reconciling Sandbagging Provisions for Multinational Buyers*, International In-house Counsel Journal, vol.11, No. 44, (2018). Maxime Panhard, *When Contractual Good Faith Meets a Controversial M&A Issue: The Sandbagging Practice in International Arbitration*, 51 INT'L L. 69 (2018). See also Shadden, *supra* note 5.
- (注 21) See Macbeth, *supra* note 20, at 2.

- (注 22) *See Id. See also Panhard, supra note 20, at 75.*
- (注 23) *See Macbeth, supra note 20, at 2.*
- (注 24) *See Garrigues, Pro-sandbagging and anti-sandbagging clauses in M&A deals: regulation in Latin America (2021). available at https://www.garrigues.com/en_GB/new/pro-sandbagging-and-anti-sandbagging-clauses-ma-deals-regulation-latin-america. last visited Aug 7, 2023.*
- (注 25) 米国の文献も、代表的なこの 3 州の状況を取り上げることが多い。*See Szykowski, supra note 20, at 442. See also Whitehead, supra note 20, at 1087.*
- (注 26) *Land v. Roper Corp., 531 F.2d 445 (10th Cir. 1976).*
- (注 27) 米国法では伝統的に、詐欺的な不実表示には契約責任と不法行為責任の両方が問題になり得るものの、契約責任の中心はあくまで契約取消効であり、損害賠償請求は不法行為責任の問題と考えられてきた。平野晋『体系アメリカ契約法』276 頁(中央大学出版部,2009)。
- (注 28) なお、マサチューセッツ州判例で、現在のカンザス州の状況を評して「カンザス州最高裁は、今日であれば、『現代的』な契約主義的アプローチに従うよう判断を下すかもしれない」と述べているものがある。*See Mowbray v. Waste Mgmt. Holdings, Inc., 189 F.R.D. 194, 200 (D. Mass. 1999).*
- (注 29) 英米法における表明保証の起源を更に遡ると、イギリスの 1889 年デリー対ピーク事件に至るとされる。*Derry v. Peek, 14 App.Cas.337 (1889).* 本判例で、不法行為としての過失不実表示の損害賠償責任が否定されたことから、実務的対応として契約条項化がなされた。越知保見『「買主、注意せよ」から「売主、開示せよ」への契約観の転換 -債権法改正の基本方針の詐欺・不実表示・情報提供義務・債務不履行概念と表明保証- 東京地判平成 18 年1月 17 日判決の総合的検討-』早法 86 巻 3 号(2011) 12-13 頁。その意味でも、表明保証は不法行為と一体であったのであり、表明保証の趣旨は詐欺的・不法行為的な不実表示で騙された買い手を救済するためのものであったのである。
- (注 30) この時期、M&A 事案ではないものの、保証責任の追及には責任追及者の信頼が必要である、とする判例が全米各地で相次いでいる。例えば、1974 年アレイ・コンスター社判決(ミネソタ州最高裁)では、裁判所は契約責任としての保証責任の追及にも責任追及者の信頼が必要である旨を明言しているし、メリーランド州法に関する 1980 年フィッシュバック&ムーア社判決(第 4 巡回裁判所)においても、変圧器売買の事案でやはり保証責任の追及には責任追及者の信頼が必要であると判断している。*Alley Constr. Co. v. State, 219 N.W.2d 922, 924 (Minn. 1974). Fischbach & Moore Int'l Corp. v. Crane Barge R-14, 632 F.2d 1123, 1125 (4th Cir. 1980).*
- (注 31) *See Whitehead, supra note 20, at 1087. See Jastrzębski, supra note 20, at 215. See Cole, supra note 20, at 449. See Chase, supra note 20, at 1678.* なお、辰巳・前掲注(6) 37 頁でも、サンドバックングに対して「カリフォルニア州は否定的であると評される」と紹介している。
- (注 32) *Grinnell v. Charles Pfizer Co., 79 Cal. Rptr. 369 (Cal. App. 1969).*
- (注 33) *Kazerouni v. De Satnick, 279 Cal. Rptr. 74, 75-76 (Cal. App. 1991).*
- (注 34) *See Whitehead, supra note 20, at 1114.*
- (注 35) *Telephia, Inc. v. Cuppy, 411 F. Supp. 2d 1178, 1188 (N.D. Cal. 2006).*
- (注 36) SPA のセクション 6.1 には、"[n]o information or knowledge obtained in any investigation pursuant to this Section 6.1 shall affect or be deemed to modify any representation or warranty contained in this Agreement. . . ."という記載があり、典型的な認識条項である。*411 F. Supp. 2d 1178, 1188 (N.D. Cal. 2006).*
- (注 37) *See Id., note 5.*
- (注 38) *See Whitehead, supra note 20, at 1114.*
- (注 39) *See Whitehead, supra note 20, at 1112. See Jastrzębski, supra note 20, at 209.* なお、辰巳・前掲注(6) 37 頁でも、サンドバックングに対して「デラウェア州やニューヨーク州は肯定的」と紹介している。
- (注 40) *Cf. Cole, supra note 20, at 449.*
- (注 41) *CBS v. Zif-Davis Publ'g, 75 N.Y.2d 496 (1990).*
- (注 42) ニューヨーク州の場合、一般的な呼称とは異なり、控訴審(Court of Appeals)が最高裁にあたり、最高裁(supreme court)が下級審にあたる。
- (注 43) ベラコーサ(Bellacosa)判事は、判決の結論には賛成だが、過去 90 年にもわたってニューヨークで確立されてきた信頼要素を消し去ることに對して反対意見を書いている。
- (注 44) *See Kimball, supra note 20, at 580. See also Whitehead, supra note 20, at 1112.*
- (注 45) *Cf. Kimball, supra note 20, at 581.*

- (注 46) *Galli v. Metz*, 973 F.2d 145 (2nd Cir. 1992).
- (注 47) *See Kimball*, *supra* note 20, at 581.
- (注 48) *Gusmao v. GMTGroup, Inc.* 06 Civ. 5113 (GEL) (S.D.N.Y. Aug. 1, 2008).
- (注 49) *See Kimball*, *supra* note 20, at 581.
- (注 50) 米国の文献では、今日のニューヨーク・ルールをもって「nuanced」と表現しているものがある。要は、プロ・サンドバックキングともアンチ・サンドバックキングとも、様々な意味に取れるということを行っている。*See Jastrzębski*, *supra* note 20, at 209. *See also Kimball*, *supra* note 20, at 581.
- (注 51) *Cf. Id.*, at 579.
- (注 52) *See Kimball*, *supra* note 20, at 571. なお、辰巳・前掲注(6)37 頁でも、サンドバックキングに対して「デラウェア州やニューヨーク州は肯定的」と紹介している。
- (注 53) <https://corplaw.delaware.gov/jpn/litigation/>, last visited Aug 15, 2023.
- (注 54) *Kelly v. McKesson HBOC, Inc.*, C.A. No. 99C-09-265 WCC (Del. Super. Ct. Jan. 17, 2002).
- (注 55) *Interim Healthcare, Inc. v. Spherion Corp.*, 884 A.2d 513 (Del. Super. Ct. 2005).
- (注 56) *Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enters., LLC*, 2007 WL 2142926, at *28 (Del. Ch. July 20, 2007), *affd without op.*, 945 A.2d 594 (Del. 2008).
- (注 57) *See Kimball*, *supra* note 20, at 578-79.
- (注 58) *Eagle Force Holdings, LLC v. Campbell*, 187 A.3d 1209 (Del. 2018).
- (注 59) *See Id.*, footnote 185.
- (注 60) *See Kimball*, *supra* note 20, at 578-79.
- (注 61) *Arwood v. AW Site Services LLC*, C.A. No. 2019-0904-JRS (Del. Ch. March 9, 2022).
- (注 62) *See Kimball*, *supra* note 20, at 582.
- (注 63) 米国の文献でも、最も公平(the most equitable)であるがゆえに、デラウェアよりもニューヨーク・ルールの方が望ましいと指摘するものがある。*See Cole*, *supra* note 20, at 446.
- (注 64) *See Kimball*, *supra* note 20, at 582. 州最高裁の態度につきいくつかの可能性を検討しており、本論文と同趣旨の考察も行っている。
- (注 65) なお、ニューヨーク州判例の 1992 年ガリ判決は、譲渡対価は合算しても日本円換算で 2 億 3 千万円超であり、ニューヨーク州判例の中では例外的に中小 M&A のディール・サイズの案件であった。本判決は、本文で述べた通り、ニューヨーク州のプロ・サンドバックキングの流れを明確に反転させたアンチ・サンドバックキング判例であり、米国州法は、州ごとに買い手主観考慮の有無が異なるというよりも、ディール・サイズによって異なるという整理もできそうである。
- (注 66) *See Szykowski*, *supra* note 20, at 453-54.
- (注 67) 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-」(2019).
- (注 68) クロージング条件とは、M&A 契約を実行するための前提条件であり、売り手・買い手間で合意されたものが M&A 契約中に規定される。特に買い手からすると、支配権を取得するうえで譲れない必要条件が規定される。通常、①相手方が表明保証した事項が譲渡日において正しいこと、②相手方の譲渡日までの義務が遵守されていること、などが規定される。横井伸編著『M&A の視点からみた中小企業の株式・株主管理』(中央経済社、2023) 226 頁。
- (注 69) 辰巳説は「容認」と評価できる場合には信義則上サンドバックキングが否定されるとしており、その「容認」の判断要素の一つに「情報の出所」をあげている。前掲注(6) 39 頁。実質的には本論文の見解に近いと言えるが、本論文との違いは、M&A の種別を一切考慮しない点である。
- (注 70) 古瀬公博『贈与と売買の交錯する交換 -中小 M&A における経営者の葛藤とその解消プロセス』(白桃書房、2011)。中小 M&A の特徴として、①売り手が価格に対して非合理的な態度を取ること、②情報の非対称性の大きさ、③秘匿性の 3 点をあげている。
- (注 71) 中小 M&A では、特に売り手は弁護士を選任しないことが多く、買い手側の弁護士による一方的な契約交渉となることがある。このような状況に対して、売り手が法務アドバイザーを登用する慣行の確立を訴える実務家もいる。柴田堅太郎『中小企業買収の法務』129-30 頁 (中央経済社、2018)。
- (注 72) 古瀬・前掲注(70)61 頁でも、中小 M&A における情報の非対称性の大きさから売り手の機会主義的行動の危険性を指摘しており、その対処法として、表明保証をあげている。
- (注 73) 日本法においても、詐欺により契約を締結した当事者は、取消権を行使せず、不法行為による

損害賠償を請求しても良いとされており、請求権の競合状態が発生し得る。能見善久＝加藤新太郎『論点体系判例民法1』(第一法規、2018) 270 頁。

(注 74) この場合、内容次第では、M&A 仲介協会の自主規制ルールである広告・営業規程 12 条 1 項本文「リスクになり得る重要な事項」に該当し、M&A 仲介業者は、売り手に対して「他の支援機関による支援」(ここでは、主に弁護士が想定される。)を推奨しなければならないと考えられる。横井伸＝池田瑞季『中小企業 M&A スタンドアード 法務／業界ルールの勘所』(金融財政事情研究会、2024) 341 頁。

その限りで、当事者は契約内容を対等に詰めることができるので、これらの合意の効力を認めても問題は少ない。

(注 75) 中小企業庁・前掲注(2) 89 頁でも、「例えば、中小 M&A 時において交わされる株式譲渡契約書には、一般的に表明保証条項(「用語集」参照)が記載されることが多いが、特に中小 M&A の場合、経営者が表明保証の内容を正しく理解せず、事実と反することを表明保証することも想定される」と指摘している。

(注 76) モデル契約(別紙 1)甲が表明及び保証する事項(2)⑤計算書類等参照。

(注 77) See supra note 71.

(注 78) 情報の非対称性とは、取引において一部の人が知っている情報を他の人は知らないことを言う。神戸伸輔『入門ゲーム理論と情報の経済学』162 頁(日本評論社、2004)。

(注 79) 古瀬・前掲注(70) 61 頁。横井伸編「中小 M&A における金商法ルールの適用範囲 - 中小 M&A アドバイザリーの登録問題に関する比較法的考察から」Ph.D. Thesis, 一橋大学(2023) 81 頁。

(注 80) 藤田・前掲注(7)58-68 頁。

(注 81) 中小 M&A における情報の非対称性の問題は、場合によっては逆選択の問題を発生させている可能性がある。仮にそうである場合には、情報の非対称性の解消は M&A 対価に影響を与える可能性がある。この分野の実証研究が進めば、サンドバックリング・ルールと M&A 対価の関係もよりはっきりしてくるものと思われる。

(注 82) 中小企業庁・前掲注(2)71 頁。

(注 83) M&A 仲介業者が中小 M&A で果たす役割について、「中小 M&A ガイドライン」では、「M&A 専門業者は、M&A の仲介業務や FA 業務に従事する専門業者であり、中小 M&A の実現にとって重要な役割を有する支援機関である。M&A 専門業者がマッチング・交渉等についての支援を行うことで、これまでに数多くの中小 M&A が成立したと言え、M&A 専門業者は、近年の中小 M&A 市場の成長に相当程度の貢献を果たしてきた。」と指摘している。中小企業庁・前掲注(2)62 頁。

ここでは、M&A 専門業者は仲介・FA を一緒にしているが、特に仲介の役割について、「中小 M&A ガイドライン」では、FA と比較しながら、「譲り渡し側・譲り受け側双方から依頼を受けているため、いずれか一方の利益のみを優先的に取り扱うことはできないものの、双方の意向を一元的に把握し、双方の共通の目的である M&A の成立を目指し、助言や調整を行う」点を特徴としている。また、「譲り渡し側・譲り受け側が、自社にとって最も有利な条件(例えば、譲渡額の最大化・最小化等)で M&A を成立させることだけを重視するのではなく、仲介者が双方とそれぞれコミュニケーションをとることを通じて円滑に手続を進めることを重視する場合」をその活用例としている。中小企業庁・前掲注(2)38 頁。

以上をまとめると、仲介業者は、中立的な立場から、売り手側・買い手側の様々なステークホルダーと円滑にコミュニケーションを取り、価格だけに限られない様々な条件を調整しながら、顧客にとって最適な中小 M&A を実現するという役割を果たしていると言える。

なお、以上は日本におけるものであるが、M&A 仲介業は米国にも存在し、米国の方が日本よりも歴史が長く、業界団体を中心とした仲介業の役割に関して多くの議論が蓄積されている。横井伸『「仲介型」中小 M&A アドバイザリーの公正取引ルールと利益相反管理(1)』一橋法学 22 巻 3 号(2023) 361-89, 376-81 頁。