

中小M&Aガイドライン「第二版」の M&A仲介実務に与える影響と仲介者 の行為規範

柴田堅太郎 弁護士

一 はじめに

二〇二三年九月二日、中小企業庁は「中小M&Aガイドライン」の改訂版を公表した（本稿では中小M&Aガイドラインを単に「ガイドライン」といい、特に改訂箇所に言及する際は「改訂ガイドライン」という）。今回の改訂は、二〇二〇年のガイドライン初版制定以降、中小M&Aは定着してきたものの、特にマッチング支援やM&Aの手続進行に関する支援を専門に行うM&A専門業者、すなわち、M&A仲介事業者（以下「仲介者」という）およびフィナンシャルアドバイザー（以下「FA」という）に関して見受けられたさまざまな課題に対応するため、特にM&A専門業者向けの基本事項を拡充すると

ともに、中小企業向けの手引きとして、仲介者・FAへの依頼における留意点等を拡充したものである（注一）（注二）。本稿では、かかる改訂の趣旨を踏まえ、ガイドラインのうちM&A専門業者の行為規範に関する記述（具体的に第二章「支援機関向けの基本事項」Ⅰ・Ⅱ）のみを対象として、かつ、M&A専門業者の中でも中小M&A実務においてきわめて大きな役割を果たしている仲介者にフォーカスを当て、改訂ガイドラインが仲介者に与える影響と仲介者のあるべき行為規範について検討を試みる。なお、本稿は、筆者が中小M&Aの当事者のみならず、仲介者およびFAの法務アドバイザーとして助言を行う中で経験した事例および形成した事実認識をもとに検討したものであり、かかる事例および事実認識を踏まえた傾向に言及す

目次

- はじめに
- ガイドラインの位置づけ
- ガイドラインの法的拘束力
- ガイドラインの目的と保護の対象
- 業規制との関係
- 仲介者の善管注意義務と忠実義務の内容
- 善管注意義務と忠実義務
- 仲介者が負う善管注意義務・忠実義務の内容
- プロセスごとの仲介者のあるべき行為規範
- 仲介契約締結時の重要事項説明義務
- マッチング支援
- 企業概要書とDD対応
- バリユエーション
- 最終契約案の作成・提供
- 直接交渉の制限
- 交渉の場面における中立性・公平性
- 成功報酬の明確性と合理性
- 職業倫理の遵守と支援の質の確保・向上
- 結び
- 仲介者——行為規範のさらなる具体化を当事者——アドバイザー登用の啓蒙

る箇所があったとしても、これをもって仲介者の関与する中小M&A全般に適用する一般論であると主張する意図があるものではない。

二 ガイドラインの位置づけ

1 ガイドラインの法的拘束力

ガイドラインそれ自体は仲介者を含むM&A専門業者に対して法的拘束力を持つものではなく、基本的にはいわゆるソフトローに分類されるものである。しかし、M&A専門業者がM&A支援機関として登録し、仲介手数料およびF A手数料について補助金を受けるためには、ガイドラインの遵守を宣言することが登録の要件とされている(注三)。そして、ガイドラインに違反したときなど一定の事由がある場合、中小企業財務課長は登録を取消し、または取消しと併せて二年以内の期間を定めて、当該支援機関の当該登録をしないことができる(注四)。二・三にて後述のように仲介業務およびF A業務を行うために許認可等は不要と解されており、支援機関登録をせずともM&A専門業者としての業務を行うことはできるが、手数料の補助金交付という大きなメリットを受けられること、支援機関登録を行っている優良なM&A専門業者であることを(潜在的)顧客に示すというシグナリング効果が期待できること等から、実際には多くのM&A専門業者が支援機関登録を行っている。そのため、ガイドラインは、これに違反すると支援機関登録をしてい

るM&A専門業者にその登録を取消しまたは登録停止というサンクションが課される可能性があるという限りにおいて、間接的なエンフォースメントが認められるといえる。

2 ガイドラインの目的と保護の対象

では、ガイドラインは何を目的として、誰を保護するものなのか。この目的を確認しておくことが今後の検討の前提となるため問題となる。この点、ガイドラインは、中小M&Aは、大企業を対象とするM&Aと異なり、「特に譲り渡し側は、M&A未経験であることがほとんどであり、M&Aに関する経験・知見が乏しい傾向にある。……加えて、中小M&Aにおいては、M&Aそのものに多額のコスト(特にM&A専門業者や士業等専門家等の手数料や報酬)を掛けられない傾向にある」という実情があると指摘している(注五)。また、「中小M&Aについての専門知識を有する支援機関は、そのような(筆者注：中小企業がM&Aについての専門知識を有しないことを指す)中小企業の意思決定やその後の諸手続の段階において適正なサポートを行うことにより、我が国における中小M&Aの促進に資する役割が期待される。

その際、依頼者(顧客)である中小企業が、支援機関の専門的な業務や手数料の妥当性等について、一般的には適切に判断することが困難である現状を踏まえて、依頼者(顧客)の利益

に真に忠実に動くことが求められる点を改めて認識する必要がある」としている(注六)。

以上の記述を踏まえると、ガイドラインは、①後継者不在の中小企業の事業承継のためのM&Aの促進を究極的な目的として、②その手段として、第一章「後継者不在の中小企業向けの手引き」をもつて中小企業のM&Aに関するリテラシーを向上させるとともに、第二章「支援機関向けの基本事項」をもつて、仲介者をはじめとする支援機関による業務遂行の適正化を図っているといえる。そして、③それらの反射的效果として、M&Aのリテラシーが十分とはいえない中小企業の売主であるオーナー経営者(以下「売主」という)の利益を保護しているように思われる。多くの中小M&Aは個人を売主とするものではあるが、消費者契約法の対象となる取引ではない(注七)。しかし、買主が大企業である場合の買主やM&Aの専門知識を有するM&A専門業者と比較して、中小企業のオーナー経営者は、多くの場合M&Aのリテラシーを持っているとはいえず、情報の偏在が認められる(または実質的に対等ではないと認められる)ため、中小M&A、ひいては事業承継促進という目的達成に必要な範囲で後見的な利益保護を図った、またはこれに配慮したものと思われる。

3 業規制との関係

ガイドライン上、「M&A専門業者については、許可制・免許制等は採用されておらず、業界全体における一般的な法規制も存在していない」とされている（注八）。この点、M&A専門業者の行うM&Aアドバイザリー業務は、株式の売買の媒介または株式に係る投資助言を行っているとして金融商品取引法（以下「金商法」という）上の業規制が適用されないかが問題となるが、M&Aアドバイザリー業務の対象となつているのは、「事業」ないし「企業」であるから、その業務内容がM&Aアドバイザリー業務としての一般性を有するものである限り、金商法上の業規制の対象外と解する見解が有力である（注九）。金商法上の業規制は投資家保護を主眼としたものと解されるのに対して（注一〇）、ガイドラインがM&A専門業者に規律を必要としていることの趣旨は、2で前述のように対象会社株式を取得して投資家の立場に位置づけられる買主というよりは、株式を売却する売主を保護の主眼に置いていることから、金商法上の規制になじむとまではいえず、同法の規律の適用がないことそれ自体は妥当であると考ええる。そのため、仮にM&A専門業者を法的に規制するとすれば金商法の業規制とは別の新たな枠組みにより検討することになるが、M&A専門業者の行為規範のあり方が確

立されているとは必ずしもいえない現状においては、現在のようなガイドラインと支援機関登録制度とを組み合わせた緩やかなソフトローによる規律が少なくとも当面の間は合理的のよう

三 仲介者の善管注意義務と忠実義務の内容

1 善管注意義務と忠実義務

M&A専門業者に業規制の適用はないものの、改訂ガイドラインでは、M&A専門業者は、善良な管理者の注意義務（善管注意義務）や忠実義務を負うものとされ、合わせて職業倫理の遵守が求められた（注一一）。M&A専門業者との契約においてそれらの善管注意義務および忠実義務が常に明記されているとは限らないが、①法的な見地からは、M&A仲介契約およびFA契約の法的性質を準委任契約と解せば、受任者であるM&A専門業者は少なくとも善管注意義務を負っていると解されること（民法六五六条、六四四条）（注一二）、②実質的に考えても、M&A専門業者が取り扱う業務の専門性および情報の非対称性等（注一三）から、M&A専門業者は善管注意義務という重い責任を負ってその業務を遂行することが期待されることから、改訂ガイドラインがこれらの義務を課

したことは基本的に妥当と考える。

2 仲介者が負う善管注意義務・忠実義務の内容

M&A取引の一方当事者を顧客とするFAがこのような善管注意義務および忠実義務を負うことは、業務の実態からしても特に違和感はない。これに対して、仲介者は、その業務の性質上、果たして文字どおりの善管注意義務および忠実義務を負うことができるのか。一般に、善管注意義務とは、「債務者が属する階層・地位・職業などにおいて一般に要求されるだけの注意」義務をいうとされている（注一四）。また、忠実義務とは、株式会社における取締役の善管注意義務との関係での議論であるが、諸説あるものの、善管注意義務と異なる意味を有するものではなく、これをより明確にしたものであるという見解が多数説とされている（同質説）（注一五）。

改訂ガイドラインにおいて、M&A専門業者の善管注意義務および忠実義務の具体的な内容について以下のように述べられている（注一六）。

- ① M&A専門業者は、仲介業務・FA業務の依頼の本旨に照らして、善良な管理者の注意をもって仲介業務・FA業務を処理しなければならない（善管注意義務）。
- ② M&A専門業者は、依頼者との契約に基

づき、依頼者の利益を犠牲にして自己または第三者の利益を図ってはならない（忠実義務）。

③ 仲介者は、潜在的には利益が相反する関係にある依頼者から依頼を受けて、当事者間の利害の調整を行うという業務の性質に照らして、いずれの依頼者に対する関係でも公平・公正でなければならず、いずれか一方の利益を優先し、またはいずれか一方の利益を不当に害するような対応をしてはならない（公平・公正義務）（注一七）。

前記のうち、②の忠実義務の内容については、仲介者はM&A取引の相対立する当事者の双方を依頼者とするものである以上、支援機関に共通して求められる「顧客利益の最大化」（注一八）を当事者双方のために図ることは限界があるし、一方当事者の利益を犠牲にして他方当事者の利益を図ることがあり得るため、仲介者の負う忠実義務の内容は当事者の一方を顧客とするF Aとは異なり、自己または「当事者以外の」第三者の利益を図ってはならないという範囲にとどまらざるを得ないであろう（注一九）。そこで、仲介者および仲介業務にはこのような構造的な利益相反があることから、③のとおり、仲介者には（F Aにはない）公平・公正義務を負うことが求められたものと解される。公平・公正義務の内容は明らかではないが、仲介者は成功報酬の合意のもとでM&Aの

実現に向けて尽力する立場である以上、「いずれか一方の利益を優先し、又はいずれか一方の利益を不当に害するような対応をしない」を超えて、たとえば裁判官に求められるような水準の厳格な公平性、公正性までを仲介者に期待することは困難であるように思われる。もっとも、中小M&Aは事業承継の手段である以上、売主のほとんどが一度きりの顧客となるのに対して、買主（特に大企業）は今後もM&Aを行う「リピーター」となることが期待できるため、仲介者は買主の利益を優先して行動する動機があるという指摘があることから（注二〇）、仲介者の職務の適正化を図るための動機づけおよびメッセージとして、改訂ガイドラインが公平・公正義務を明記したことは妥当と考える。

このように善管注意義務および忠実義務の内容の具体化を試みたとしても、中小M&Aのプロセスにおける行為規範としてはなお抽象的であり、具体的にどのような行動をとればこれらの義務を尽くした、またはどのような行為が義務違反といえるのかは明らかではない。そのため、ガイドライン第二章Ⅱ4以下では、各工程（プロセス）でのM&A専門業者の行動指針を定めている。これらの行動指針は、実際に仲介者の義務違反または不適切行為が問題となった際にも裁判規範として機能することが期待される（注二一）。そこで、以下では改訂ガイドラインの記述を踏まえ、プロセスごとに仲介者の

あるべき行為規範について検討を試みる。

四 プロセスごとの仲介者のあるべき行為規範

1 仲介契約締結時の重要事項説明義務

改訂ガイドラインでは、仲介契約・F A契約に関し、M&A専門業者は、契約締結前に契約に係る重要な事項を記載した書面（重要事項説明書）を交付して、明確な説明することが求められ、合わせて重要事項説明書のサンプルも公開されている（注二二）。業者が重要事項の説明義務を負う例としてなじみが深いものは、宅地建物取引業者による宅地建物取引に係る売買契約の際に行われる場合であるが、宅地建物取引業者に求められる重要事項説明と改訂ガイドラインにおいてM&A専門業者に求められている重要事項説明とは、その説明事項が大きく異なる。宅地建物取引業者の説明内容が「売買契約等（物件や取引条件等に関する事項）」という譲渡対象とその取引条件そのものであるのに対して（注二三）、M&A専門業者の説明内容は、M&A取引の対象会社やM&A契約の取引条件といった譲渡の対象と取引条件ではなく、仲介かF AかというM&A専門業者の契約形態、提供する業務のスコープ（提供「しない」業務も含む）、報酬の条件等のM&A専門業者

との契約の取引条件である。改訂ガイドラインはM&A専門業者に重要事項説明義務を課す理由として「依頼者は、M&Aについて必ずしも十分な知識を有しているとは言えず、また、一般に、仲介契約・FA契約の内容は多岐にわたる複雑なものとなるため、仲介とFAの違い等や契約内容を理解することは容易ではない」としている（注二四）。筆者の肌感覚としても、

①デュー・ディリジェンス（以下「DD」という）や最終契約サポート等で依頼者がM&A専門業者、特に仲介者の業務スコープに誤解を抱いており、それがトラブルの原因となることが少なくないため、紛争予防の必要があること、②対象会社のDDや最終契約の条件は、本来当事者が別途アドバイザーを登用するなどして自己の責任により検討・実施するべきものであつて、これらについてまでM&A専門業者に調査、検討を行わせ、依頼者への説明義務を課することは到底現実的でないことから、M&A専門業者との契約内容に限って重要事項説明義務を課することは妥当であると考え。なお、現実には、依頼者が、仲介者の仲介契約違反などの不適切な作為または不作為を表向きの理由としつつ、実質的には（仲介契約内容への誤解も相俟つて）事後的に対象会社の問題が発見された、相手方と紛争が発生したなどしてM&A取引が意図したとおり奏功しなかったために仲介手数料の不払いまたは返還請求を試みることも珍しい

ことではない。そのため、依頼者のみならず、仲介者の立場からも重要事項説明を行っておくことはこのような事後のトラブル防止に資する。

2 マッチング支援

M&Aの当事者のマッチング支援は、多くの中小M&A案件において、仲介者、FAを問わずM&A専門業者の重要な役割である。この点、改訂ガイドライン第一章Ⅱ3(2)・1②において、FAではなく仲介者を選択する「用例」（旧版では「活用するのに適するケース」と記載）として、「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」としている。仲介者にはこのようなニーズもあり得るところであろうが、仲介を選択するM&Aの当事者が現実にも最も期待していることは、自己の利益の最大化に向けたM&Aの専門的な助言というよりは、マッチング支援、すなわち、仲介者の営業力、ソーシング力を背景として、適切な相手方（売り手にとってはより良い条件で買ってくれる買い手、買い手にとっては自社の戦略や条件面等に適った適切な対象会社）候補者を探して連れてくること、そして相応に妥当な条件でM

&A取引を成約、実行させることであろう（注二五）。

それだけに、仲介者は、自己が前述の善管注意義務、忠実義務、公平・公正義務を負っていることを自覚して、仲介者の意向・要望に従わなければ希望するM&Aが実現できないという当事者の懸念を不合理に利用して、不適切な行動をとることは厳に慎むべきであろう。具体的には、ケースバイケースではあるが、たとえば以下のような点に留意するべきではなかろうか。

- ・ 実際にはそれほど緊急性があるわけでもないのに、今すぐに決断しなければ、売主は他の買主候補者に行ってしまう、または買主は買収の検討から降りてしまうと申し向けるなどして、不合理に当事者の意思決定を焦らせないこと
- ・ 仲介者自身の決算年度内での成功報酬の売上取込みなど、自社の都合を理由として当事者に決断と実行を急がせないこと
- ・ 当事者の引き合わせだけでなく、成約し、クロージングまで行つてはじめてマッチング支援の役割を果たしたことになるから、その後のクロージングまでに必要なエグゼキュション業務を適切に行い、おざなりにしないこと

なお、初版の同じ箇所に存在した「譲り渡し側の事業規模が小さく、支援機関に対して単独

で手数料を支払うだけの余力が少ないが、できるだけ支援機関のフルサービスを受けた場合」という記述が改訂版では削除されている。しかし、中小M&Aにおいてその規模等の事情から当事者の双方にFAその他のアドバイザーが付いていないことが珍しくない現状においては、このニーズもなお無視できず、むしろそのような現状を前提として、仲介者としての行為規範のあり方を検討することが望ましいように思われる。

3 企業概要書とDD対応

(1) 企業概要書の正確性・完全性

中小M&Aでは買主がアドバイザーを別途登用したDDを実施しないことも珍しくない。これは、案件規模が小さく、仲介手数料に加えてDDに要する費用に予算をかけられないこと、買主も非上場会社や個人であることも珍しくなく、上場会社のように自社の対株主責任に配慮してDDを実施する必要があるとは考えない傾向にあることなどが背景にあると思われる。このような買主は、DDを実施していないため、仲介者の作成した企業概要書を含め仲介者から得た対象会社情報に依拠せざるを得ない。その結果、クロージング後に企業概要書の記載とは異なる、または企業概要書にない事実が発見されたためにトラブルに発展し、買主が仲介者に対して仲介報酬の返還請求をする、仲介者に損

害賠償請求するなどによりその責任を追及しようとすることも珍しくない。しかし、本来、買主がDDを実施するかどうかは自己の責任に基づいて判断することであって、買主がDDを実施しなかったことに起因して発生した事故について仲介者が責任を負うべきものではない（注二六）。また、仲介者にとっては売主もまた依頼者であって、その公平・公正義務から、一般的な水準で企業概要書を作成すること、買主の依頼に応じて情報開示の手配をすることを超えて、買主のために開示情報の正確性、完全性を保証する、または対象会社の調査義務を負うことまではできない。その意味で、重要事項説明書と仲介契約において、仲介者の提供業務にDD実施が含まれるものではないこと、対象会社の提供した情報の正確性、完全性について保証するものではないことを確認し、買主側の理解を求めることは紛争防止の観点からも重要である。

(2) 売主にどこまでDD実施に協力させるべきか
仲介者は売主に対して買主によるDD実施への協力をどこまで求めるべきか。一般論としては、DDは当事者の情報の非対称性を埋めるために必要であり、売主としては合理的な範囲で協力するべきであるし、M&Aの専門家であるところの仲介者もその方向で売主に説明することが期待される。しかし、中小M&Aにおける売主は、DDの必要性について必ずしも理解し

ていないことが多いため、買主が満足する程度の情報開示への協力に応じないことがある（注二七）。このような場合、当事者の意向が衝突し、公平・公正な立場であるべき仲介者は苦しい立場に置かれる。難しい問題であるが、仲介者としてはいずれの当事者にも過度に肩入れすることのないよう、売主に対しては合理的な範囲での情報開示への協力を求めるとともに、買主に対してはDDのスコップおよび方法を合理的な範囲にとどめるよう協力を求め（注二八）、そのような努力を尽くしてもDDに関して解決が図れないようであれば、取引を先に進めるかどうかについて当事者の判断に委ねざるを得ないのではないか。

(3) DD結果の共有

ガイドラインは、「仲介者は、譲り受け側によるDDの場合には、可能であれば……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」としている（注二九）。このガイドラインの記述の趣旨としては必ずしも明らかでないが、DDは買主側の利益のために行われるものであるため、仲介者の公平・公正義務の観点から、売主の利益とのバランスと当事者間の武器対等を図ったものと想像する。しかし、買主アドバイザーにより対象会社に関する情報の分析がなされたDD結果は、あくまでも買主の利益のために作成されたものであり、これを売主に

開示するとすれば、来るべきバリュエーションおよび最終契約交渉に向けて「手の内を明かす」ことを求めるに等しい。そのため、買主にDD結果まで求めることが（売主が特に希望した場合に仲介者がその希望を買主側に伝えることは格別）「公平・公正」に適う「望ましい」実務とまでいえるのか疑問である。

4 バリュエーション

ガイドラインは、仲介者が関与している場合のバリュエーション（企業・事業価値評価）のあり方に関して大要以下のように定めている（注三〇）。

- ・ 一般的に、バリュエーションには一方当事者の意向が反映されやすいため、両当事者を依頼者とする仲介者は、確定的なバリュエーションを実施すべきではないこと
 - ・ 仲介者が参考資料として自ら簡易評価した、概算額・暫定額としてのバリュエーションの結果を両当事者に示す場合、確定的なものではなく、あくまで参考資料である旨を両当事者に対して明示すべきこと
 - ・ 当該簡易評価の際に一方当事者の意向・意見等を考慮した場合、当該意向・意見等の内容を相手方当事者に明示すべきこと
- 中小M&Aでは、その規模感から、当事者が仲介者にマッチング支援業務を委託するのに重ねてFAを登用し、自己のためにバリュエー

ションを依頼することは、売主はきわめて少なく、買主側であってもそれほど多いことではない。そのため、仲介者が参考値として簡易算定結果を提供することが期待される。しかし、バリュエーションは価格交渉の前提として、一定の方針の下で行われるものである以上、仲介者として中立な、最大公約数的な価値算定を行うことはできない。そのため、ガイドラインのとおり、仲介者が簡易評価を行ったとしても参考資料であって、当事者は自己の責任において利用することを明示し、当事者に理解を求める必要がある。

5 最終契約案の作成・提供

ガイドラインは、最終契約に関して、「両当事者の権利義務を規定する重要なものであるため、可能な限り、中小M&Aに関する知見と実務経験を有する弁護士との関与の下で締結することが望ましい」と定める（注三一）。しかし、現実には中小M&Aでは、その規模感から、当事者の双方、特に売主が法務アドバイザーを登用しないことが珍しくない。当事者双方に法務アドバイザーがいない場合、仲介者は、参考または叩き台として最終契約のひな型または先例を基にした最終契約案を提供するが、当事者が専門的な見地からの助言を受けないため、交渉がほとんどなされることもなくほぼそのままの内容で締結されることも珍しくない。このよう

な仲介者による最終契約案提供に関する運用は、仲介者の公正・公平義務との関係で悩ましい問題がある。

すなわち、中小M&Aでは、法務アドバイザーによるレビューを受けずに最終契約が締結されることが多い一方、筆者の肌感覚としては、大企業間のM&Aと比較して、売主の表明保証違反または義務違反による補償請求などの紛争が発生しやすいように感じる。これは個別事情に起因するところも大きいが、あえて一般的な傾向を指摘するとすれば、主として①対象会社の内部統制やコンプライアンス体制が十分でないためにDDでは発見されなかった問題が後に発見されやすい、②当事者が仲介者以外のアドバイザーを登用していない、③個人である売主がM&A契約のような比較的複雑な契約類型に習熟していないために、契約内容を理解できていない、または契約遵守意識が十分でないことが原因のように思われる。そして、このような紛争は、仲介者に対しても、当事者からの成功報酬の不払いもしくは返還請求、または損害賠償請求といったかたちで「飛び火」することも珍しくない。

そもそも、最終契約の内容・条件には、最大公約数的な条件があるわけではないし、当事者双方にとって一義的に公平・公正と評価できるものがあるわけでもない。最終契約による当事者の公平なリスク配分は、あくまでも当事者の

交渉を経てはじめて実現できるものである。そうだとすると、最終契約について何らかの素材がなくては最終合意ができないので、仲介者としてはやむを得ず最終契約案を提示せざるを得ないが、当事者がその意味を十分意識することなく原案のまま締結した最終契約の各条項が当事者に与える悪影響は現実問題として大きい。たとえば、売主がほとんど意識せずに受け入れた表明保証事項に基づいて買主から後日表明保証違反を問われたとしても、本来は法務アドバイザーを登用しなかった売主の自己責任の結果にすぎないはずである。しかし、売主が法務アドバイザーを登用することが少ないという現状にかんがみると、筆者個人としては望ましい事態とは考えないが、仲介者が売主に表明保証責任の意義を十分に説明しなかったという説明責任が問われる可能性もあり得る（注三三）。そこで、このような将来の紛争リスクにかんがみれば、仲介者は最終契約案を提示するとしても、あくまでも叩き台にすぎない旨を十分説明することに加えて、特に売主に対しては、後日の補償請求により重大な個人責任を負うことがあるので、法務アドバイザーを登用して最終契約案のレビューを依頼することを強く推奨することが望ましいものと考ええる。また、買主に対しては、後日表明保証違反が発生して売主に対して補償請求をしても、売主がこれに応じず損害を回復できない可能性が相当程度ある（注三

三）。そのため、法務アドバイザーからの助言を受けることに加えて、補償請求権の保全のため、中小M&A向けの表明保証保険の付保を提案することが望ましいものと考ええる（注三四）。

6 直接交渉の制限

改訂ガイドラインでは、仲介契約に直接交渉の制限に関する条項を設ける場合の(i)制限される候補先（紹介した候補先に限定されるか）、(ii)制限される交渉の範囲（M&Aに関する事項に限定されるか）および(iii)有効期間（テール条項の対象となるか）といった留意点が新たに設けられた（注三五）。直接交渉の制限に関する改訂ガイドラインの規定は、初版から設けられていたM&A専門業者との契約における専任条項およびテール条項に関する規定と合わせて、「特定のM&A専門業者による合理性のない依頼者や案件の囲込みを防止してM&Aプロセスに関する中小企業の自由な経営判断を確保するという点や、事前の説明にとどまらず契約内容自体の合理性を確保する」（注三六）ための連続性のあるものという趣旨も含めて妥当と考ええる。売主は多くの場合法務アドバイザーを登用しないため仲介契約自体の修正を求めることが特に期待できないという実情を踏まえると、仲介契約の直接交渉の制限等の当事者の行動を制約する規定は前述の趣旨を踏まえ、弾力的に解釈適用がなされるべきであろう。このような考え方が

らすれば、改訂ガイドラインにおいても直接交渉の制限が許容されている仲介者が紹介した候補先との間のM&Aに関する交渉であっても、直接交渉の制限に関する条項を根拠として当事者間の円滑な交渉を仲介者の都合で不合理に妨げるべきではないと考ええる。たとえば、スケジュールがタイトな案件において仲介者の担当者の予定が合わないために当事者間の協議の開催が不合理に遅滞するといった事態は望ましくなく、「仲介者の担当者は当事者間の協議には常に同席しなければならない」という直接交渉の制限の帰結も、当事者の利益のために柔軟に運用することが望まれる。

7 交渉の場面における中立性・公平性

ガイドラインは、中小M&Aの交渉に関して、「仲介者は、一方当事者の利益のみを図ることなく、中立性・公平性をもって、両当事者の利益の実現を図る必要がある」と定める（注三七）。この規定は初版からあるところ、ここでいう「中立性・公平性」という文言と、改訂ガイドライン第二章II 3(1)で新たに設けられた「公平・公正」義務（前述三二参照）との関係性が一応問題となる。もともと、交渉の場面における規範・理念を「中立性・公平性」と表現したにとどまり、仲介者の「公平・公正」義務と実質的に同義と解してよいものと思われる。ガイドラインは、仲介者は交渉の場面で「中立

性・公平性」をもって、「両当事者の利益の実現を図る必要がある」とされている点に留意する必要がある。この点に関連して筆者が中小M & Aの一方当事者を依頼者として法務アドバイザーを担う際に注意している運用として、DDおよびバリュエーション結果の報告や、最終契約の条件に関する依頼者との打合せに、仲介者の担当者が同席していることである。これらの場は来るべき交渉方針に関する内部協議であつて、相手方当事者とも仲介契約関係にある仲介者がその内容を把握すると相手方当事者に伝わる可能性があり、一方当事者の法務アドバイザーの立場からは望ましい事態とはいえない(注三八)。そのため、仲介者としては、どのような場面でも同席して「中立性・公平性」の名目の下で調整を図るということではなく、自らの構造的な利益相反を意識して、「両当事者の利益の実現」をいたずらに害することのないよう、一方当事者内部の作戦会議のような場面にはあえて参加を控えることも望まれる。中小M & Aの当事者としても、自己のみに対して善管注意義務・忠実義務を負うFAとは異なり、仲介者は何でも情報を開示して相談できる存在ではなく、一定の緊張感をもって接する必要があること、安易に内部協議に担当者と呼ばないことに留意する必要がある。

なお、この規定の直前に「中小M & Aにおいては、特に譲り渡し側がM & Aを経験すること

が初めてである場合が多く、慣れない依頼者にも中小M & Aの全体像や今後の流れを可能な限り分かりやすく説明すること等により、寄り添う形で交渉をサポートすることが必要である」と規定されている。この規定と「中立性・公平性」との整合性が問題となり得るが、M & Aに習熟しておらず、多くの場合独自のアドバイザーを登用しない売主の実質的な武器対等を図るという観点からは、仲介者が買主の利益を不当に害しない合理的な範囲で売主をサポートし、一定の後見的な役割を担うことも許容されるものと考ええる。

8 成功報酬の明確性と合理性

仲介者の手数料、特に成約または実行時に支払われる成功報酬は当事者と仲介者の双方にとって重要な関心事項であり、ガイドラインにおいても算定方法について説明するとともに(注三九)、仲介契約への明記や、テール条項の留意点をはじめとしてさまざまな規律が設けられている。これらのガイドラインの規定に補足して、成功報酬に関して実務上以下の点に注意することが望ましいものと考ええる。

① 算定基準の明確性

成功報酬のうち、いわゆるレーマン方式の算定基準は、仲介契約で明確に規定されることが望ましい。たとえば、仲介契約上、その算定の基礎が、単に「企業価値」や「時価」と定める

にとどまり、その定義がなされていない例がみられるが、成功報酬の額に紛争が生じ得るため適切でないことから、具体的な譲渡対価の額とすることが望ましい。また、(i)買主が発行済株式の全部を取得しない場合において、株式価値全額を手数料の算定基礎とするケースや、(ii)対象会社の事業の一部を譲渡する場合にもかかわらず、対象会社の企業価値全体を手数料の算定基礎とするケースなど、個々の事案のストラクチャーを反映していない算定方法を定めることも適切ではなく、(i)については取得割合に応じた額を基礎とする、(ii)については対象事業の譲渡対価を基礎とするなど、ストラクチャーに応じた算定基準を明確に定めるべきと考ええる。

もつとも、仲介契約締結時にはM & Aのストラクチャーや譲渡対価の算定方法などが未定であることも多く、すべての場面に適用できる明確な成功報酬の算定基準をあらかじめ設けるには限界がある(注四〇)。そこで、仲介契約締結時には確定できない部分は仲介契約の当事者間で誠実に協議する旨の規定を設けつつ、できる限り取引の実態を反映した規定を設けることが望ましい。

② 「公平・公正」義務との関係での合理性

成功報酬はレーマン方式の料率や最低手数料など金額の多寡に焦点が当たりやすいが、それだけでなく、仲介者の公平・公正義務との関係で、仲介者が一方当事者だけに有利な行動をと

るインセンティブを与えるような成功報酬の設計にしないように留意する必要があるように思われる。たとえば、一方の当事者との間で、仲介契約締結後に、(他方当事者には秘して) M & A の条件等について当該当事者の望む方向で行動し、それが実現すれば成功報酬を当初合意額に上乗せして支払う旨を事後的に合意するような場合は、公平・公正義務との関係で問題が生じやすいのではないか。

五 職業倫理の遵守と支援の質の確保・向上

改訂ガイドラインでは、M & A 専門業者に善管注意義務などの契約上の義務だけでなく、①職業倫理として、依頼者の意思を尊重し、利益を実現するための対応を求めるとともに、②支援の質の確保・向上を図るため、(i) 知識・能力の向上、および(ii) 適正な業務遂行を図るための取組みを求め、取組みの具体例を紹介している(注四二)。改訂ガイドラインの「実態として M & A 専門業者の経済的利益と M & A の成立が強く結びついていることもあり、場合によっては M & A 専門業者にとって M & A の成立が目的化してしまい、必ずしも依頼者の真の利益の確保につながらないような形での成約が目指されるおそれがあるという指摘」、および「中小 M & A 市場の拡大に伴い、M & A 専門業者の新規参

入も増加しており、必ずしも M & A 支援の経験や知見を十分に有していない人材が支援に携わるケースもある」(注四二)という指摘は筆者の個人的な経験からも頷けるところであり、このような職業倫理の遵守と支援の質の確保・向上の取組みを今まで以上に行っていくことはきわめて重要であると考える。

六 結び

以上、改訂ガイドラインによる仲介者の影響およびあるべき行為規範について検討してきたが、最後に筆者が今後の中小 M & A 実務の質の向上と適正化のために、仲介者と当事者それぞれの立場にとって重要と考える課題に触れて結びとしたい。

1 仲介者——行為規範のさらなる具体化を

改訂ガイドラインによりかなり具体的な行動指針が設けられたが、それでも、当事者の双方を依頼者としてしている一方で売主は買主に比して M & A に習熟していないことが多いという仲介者の立場の難しさから、M & A の具体的な場面での行為規範はなお明らかでないところが多く、仲介者がどのように行動すれば責任を尽くしたといえるのか、予見可能性がなお十分とはいえない。そこで、第一義的には、仲介者各社の行動指針(注四三)および現在策定中とされ

ている統一的な業界ルール(注四四)のように自主的な行為規範の策定によって図るべきであろう。もっとも、あるべき行為規範の姿は、具体的な事案が発生してはじめて検討可能となるという側面がある。そこで、ガイドライン違反、不適切な対応等を原因とする中小企業庁財務課長による M & A 支援機関登録の取消しまたは登録停止等の審査(注四五)を通じた問題事例の蓄積も合わせて期待される。

2 当事者——アドバイザー登用の啓蒙

中小 M & A の当事者が、仲介者のみならず、それぞれ F A や法務アドバイザーを登用していれば、当事者は自己のためだけに専門的な助言を受けることができるため、仲介者の構造的な利益相反はほぼ問題にならないはずである。そのため、仲介者の利益相反問題の本質・原因は、利益相反それ自体だけでなく、当事者が独自のアドバイザーを登用しないことにもあると感じる。現状、中小 M & A はその規模の小ささ等の事情から仲介者の手数料に加えて費用をかけて独自のアドバイザーを登用する実務はなお確立されているとはいえない。しかし、M & A はリスクの高い取引であるし、とりわけ売主にとっては経営者人生の最後を締めくくる重要な場面であるため、時間をかけてアドバイザー登用の重要性に関する啓発、啓蒙を図ることが期待される。そして、当事者は独自のアドバイ

ザーを登用しないのであれば、それにより生じるリスクは自己の責任をもって引き受けるべきものであることを、ガイドライン第一章を熟読するなどして深く理解するべきであって、ひとたび問題が生じたからといって何でも不合理に仲介者の責任にするべきでないものと考えられる(注四六)。

(注一) 経済産業省ウェブサイト「中小M&Aガイドライン」を改訂しました(二〇二三年九月二二日)。

(注二) 改訂ガイドラインの立案担当者解説として、田尻雄裕「松田育子」河野匡宏「中小M&Aガイドライン(第二版)の解説」本誌二三四三号(二〇二三)四頁参照。

(注三) M&A支援機関登録制度公募要領(令和五年度)2(2)①。

(注四) 中小企業庁財務課「M&A支援機関登録制度の取消し等に関する要領」(二〇二三年五月一五日)三条一項。

(注五) ガイドライン第一章I-I。

(注六) ガイドライン第二章I-I。

(注七) 消費者契約法上の消費者とは個人を意味するが、事業としてまたは事業のために契約の当事者となる場合におけるものが除外されている(同法二条一項)。

(注八) ガイドライン第二章II-I。

(注九) 有吉尚哉「大越有人」M&Aアドバイザー業務の位置づけ——金融商品取引業との関係を中心に」本誌二二四一号(二〇二〇)五六

頁。

(注一〇) 金商法の目的論については諸説あるが、投資者保護を否定する見解は見受けられない(黒沼悦郎「太田洋編著『論点体系金融商品取引法1(第二版)』(第一法規、二〇二二)二頁以下参照)。

(注一一) 改訂ガイドライン第二章II-I。

(注一二) 田尻ほか・前掲(注二)一一頁。

(注一三) M&A専門業者に求められる職業倫理の遵守の根拠(改訂ガイドライン第二章II-I)を参照。

(注一四) 我妻榮「有泉亭」清水誠「田山輝明『我妻・有泉コンメンタール民法 総則・物権・債権(第八版)』(日本評論社、二〇二二)五四六頁、七四六頁、一三七二頁。

(注一五) 落合誠「編『会社法コンメンタール8——機関2』(商事法務、二〇〇九)五二頁。

(注一六) ガイドライン第二章II 3(1)。

(注一七) 改訂ガイドラインでは仲介者が公平・公正「義務」を負うとまでは明言していないが、「公平・公正で『なければならず』とされていることから、義務を課す趣旨と解される。

(注一八) ガイドライン第二章I-I見出し。

(注一九) 仲介契約上も、仲介者が相手方当事者のためにも行動することを許容する旨が明記されていることが多く、仲介者はその限りにおいて相手方当事者の利益のために行動しないという意味での忠実義務を免責されているといえる。

(注二〇) ガイドライン第二章II 3(1)。

(注二二) 顧客であるM&A当事者との間の法的

な争訟のみならず、M&A支援機関登録の取消または不継続の審査の基準にもなる。

(注二二) 改訂ガイドライン第二章II 4(2)。

(注二三) 中小M&Aガイドライン見直し検討小委員会第一回事務局説明資料七頁。

(注二四) ガイドライン第二章II 4(2)。

(注二五) FAに依頼したとしても、仲介のメリットとされる「円滑なコミュニケーション」に支障が生じるとは必ずしもいえないはずである。

(注二六) もっとも、仲介者が買主に対して誤った情報を開示したことについて、仲介者に故意または重過失が認められる場合には、仲介者が買主に対して開示情報の正確性に関する法的責任を負うこともあり得る。この点に関連して、対象会社が販売代理店であり、その販売元から株式譲渡について承諾を得ることが必要であった事案において、仲介者は当該承諾を得られたか否かについて正確かつ適切な情報提供をするという注意義務を負っており、仲介者が当該承諾を得られたという誤情報を買主に伝えたことには当該注意義務に著しく違反した重過失が認められるため、不法行為責任が成立するとした下級審裁判例が参考となる(東京地判令和五年四月一七日金融・商事判例一六七三号四二頁)。

(注二七) 中小M&AにおけるDDの現場では、売主であるオーナー経営者が買主とそのアドバイザーは過度な要求をしているととらえ、感情的なトラブルが生じることがしばしばである。

(注二八) ガイドラインも、「譲り渡し側に過大な負担が生じないようにDDの調査対象を適切な

範囲内」とするよう買主側に働きかけることが望ましいとしている（ガイドライン第二章Ⅱ4（7））。

（注二九） ガイドライン第二章Ⅱ4（7）。

（注三〇） ガイドライン第二章Ⅱ4（3）。

（注三一） ガイドライン第二章Ⅱ4（8）。なお、第一章Ⅱ3（8）においても中小オーナー経営者宛に最終契約の概要がサンプルとともに解説されている。

（注三二） 仲介者という立場では、一方当事者に對して最終契約が有利になるような助言はできないし、そもそも法務の専門家ではない仲介者の担当者が最終契約のリスクを責任持つて説明することはできない（弁護士法上も禁止されている）。そのため、必要に応じて法務アドバイザーを選定して検討すべきことを説明している限り、それを超えて、仲介者に法的な説明義務違反が成立する可能性は、一般論としては低いように思われる。もっとも、仲介者の提供した最終契約案のベースが当該仲介者の全社的な方針に基づいて公平性・公正性にできる限り配慮したひな型ではなく、仲介者の担当者がたまたま以前に担当した案件の先例を特段の配慮もせずそのまま用いたものであったところ、その先例が一方当事者に極端に不利だったようなケースでは、結果として一方当事者に積極的に損害を与えているという側面があるため、合理的な説明が困難となるのではないか。

（注三三） 売主が個人であるため補償能力が十分でない場合もあれば、契約遵守意識に欠けるために意図的に踏み倒すこともあり得る。

（注三四） 仲介者が買主に中小M&A向け表明保証保険を提案することは、①買主への保険金給付により売主も補償を免れること、②保険会社による売主への求償は売主の詐欺的行為に起因する場合などに限定されているため、売主のクリーンエグジットに資することから、売主の利益にもなりえ、公平・公正義務との関係でも望ましいものと思われる。

（注三五） 改訂ガイドライン第二章Ⅱ7。

（注三六） 田尻ほか・前掲（注二）一三頁。

（注三七） ガイドライン第二章Ⅱ4（5）。

（注三八） そこで、場合によっては仲介者の担当者には不参加または退席を求めることがある。

（注三九） 改訂ガイドライン第一章V1（4）、2（4）。

（注四〇） たとえば、純負債・運転資本調整や、アーンアウトなど事後的な価格調整条項が協議の結果設けられることもあるが、その場合、クロージング時点では最終的な譲渡対価の額は確定しないため、クロージング時点に支払われる調整前譲渡価格を算定の基礎とするか、またはそれを算定の基礎とすることを基本としつつも誠実に協議する旨の規定を設けるなどの措置をとらざるを得ないように思われる。

（注四一） 改訂ガイドライン第二章Ⅱ3。

（注四二） 改訂ガイドライン第二章Ⅱ1。

（注四三） ガイドライン第二章Ⅱ2。

（注四四） 改訂ガイドライン第二章Ⅱ3（6）。

（注四五） 中小企業庁財務課・前掲（注四）参照。なお、登録取消し等の是非は、中小企業庁財務課長の諮問に基づき、第三者委員会が登録

取消し等について答申を行うことにより検討、審査することが想定されている（同五条）。

（注四六） 仲介者の行為規範が不明確だと、正当な理由がないのに、支援機関の苦情窓口に通報されたくなければ仲介手数料を免除または返還するよう要求するといった当事者の機会主義的行動も起きやすくなる。

（しばた・けんたろう）