

第2回 公正なM&Aの在り方に関する研究会

事務局説明資料

(取引類型による差異、特別委員会)

平成30年12月7日

経済産業政策局産業組織課

目次

1	前回の議論の整理	2
2	取引類型による差異	24
3	特別委員会	40
4	今後の検討スケジュール	58

1. 前回の議論の整理

MBO指針の見直しの要否、位置付け（1/3）

- MBO指針について、策定後の実務等の蓄積や判例法理の発展等を踏まえて、また、日本における望ましいM&Aに関するルール形成の観点から、見直しが必要であるという点については、意見が一致した。
- その上で、以下のとおり、MBO指針の見直しに当たっては、その基本的な位置付け等は踏襲すべき旨のご意見や、取引関係者にどのように受け止められるかという点にも十分配慮する必要がある旨のご意見、利益相反の程度に応じて必要な措置も異なり得るのであり、常に全ての措置を講じる必要があるわけではないことを明確にすべき旨のご意見があった。

古本委員： 骨格というか、基本となる部分は、今の形を維持するのがよいと考えており、今回の議論においても、**新たな規制を課す趣旨ではない**ということと、**あくまでベストプラクティス形成のための考え方の指針**であるという基本を堅持していただきたい。

角田委員： ベストプラクティスのルールとか、完全子会社化指針みたいなものがなくても、しっかりと議論されてやっている企業がある一方で、そうではないようなものも・・・あるのであろうから、・・・よりよいベストプラクティスをつくれたらよいと思っている。

別所委員： ミニマムスタンダード、ベストプラクティス等の議論があって、きちんとした会社はそういうものを踏まえながら、実態論での議論をするが、ともすれば「**こういうことをやればよいということか**」というように、**あまり本質的でない形式論に今回の議論が活用される**というのは、**恐らく誰も望んでいないことだ**と思う。

MBO指針の見直しの要否、位置付け（2/3）

- 青委員： 事務局説明資料で「ミニマムスタンダード」という言葉が使われているが、これさえクリアしていればよいという形で受けとめられることのないような形の取りまとめにすべき。
- 井上（隆）委員： 現行の指針と同じように、**規制の強化とならない**ということと、**目的は意義のあるMBOをいかに増やしていくか**であるということ。
- 武井委員： 事務局説明資料29ページにあった、二者択一的でなく、ミニマムスタンダードという点だが、これはそのとおりだと思う。MBO指針ができた後に起きていることをひとつ紹介しておきたい。・・・**開示規制などの現場実務の中で、MBO指針で書かれているいろいろな選択肢について、そこまで利益相反がガチガチでない取引態様のものであっても、全部同じようにやれと求められることが一部で起きている。**そこは**冷静に利益相反の強度ごとに、いつでもフルメニューが要るわけではなく、いろいろな選択肢があるということ、アラカルト・メニューであることをわかりやすく示すべきだ**と思う。10年間に経過して、**何でもかんでも全部フルメニューが必要などといった誤解をなくす意味でも、今回の改訂に当たっては一つ一つ丁寧な議論をすべきだ**と思う。
- 柳川委員： この指針が書かれた当時は、圧倒的にまだそういう事例がなかったので、いわゆるケースとか、判例に基づいて何かを考えるということではできなかった。そんな中で、基本的なコンセプトとか、プリンシプルを考えて、白黒のつかないところにある程度線を引く、これが一番の目的だったと思う。そういう意味で、**コンセプトの部分は、恐らくこの時点でもそんなに大きく変わってはいない。**・・・**プラクティスの部分は、今の経験と事例を踏まえて、何か付加できたり、あるいは単純化できたり、あるいは細かくできることがあるのではないか。**・・・**特別委員会や社外取締役**といったところは当時はほとんど・・・見えていなかった部分があったが、これがどう動くのかというのがだいぶわかってきて、あるいはどう動かないのかということもわかってきたので、・・・このあたりをどう動かすことができるのかという、**実質的なところにうまく踏み込むことができれば、それを生かしていくことが大事か**と思う。

MBO指針の見直しの要否、位置付け（3/3）

- MBO指針の見直しに当たっては、MBO指針の基本的な位置付けを踏襲しつつ、以下のような位置付けとすることでどうか。
 - 「実務上のMBOの公正なあり方を模索することにより、今後我が国企業社会においてベストプラクティスが形成され、今後の我が国におけるMBOが、公正・健全な形で更に発展していくことを目的とするもの」（MBO指針1(2))
 - 「本指針で提案されている原則論や実務上の対応等は、あくまで、MBOの公正性を担保しつつ、経済的意義を有するMBOを発展させるためにはどのような点に留意するのが適切かとの観点から提案されたものであり、MBOに新たな規制を課す趣旨で提案されたものではない」（MBO指針1(2))
 - 指針で提案される取引条件の公正さを担保することに資する各措置は、利益相反構造のあるM&Aにおいて取引条件の公正さを手続的に担保するために一般的に有効と考えられる手段（ツール）と位置付けられるものであり、したがって、公正な取引条件を実現する上での必要条件ではない（各措置を講じない場合でも、公正な取引条件を実現すること自体は可能）。

検討対象取引（スコープ）（1/2）

- 検討対象とすべき取引（スコープ）については、以下のようなご意見があったが、MBOに加えて、「支配株主による従属会社の買収」についても本研究会の検討対象とするという点については、概ね意見が一致した。

スナイダー委員： …スコープ…については、弾力的に考える必要もあるのではないかと。…**完全子会社化ではない、ただ利益相反性のあるM&A取引は他にもあるので、例えば、大株主が一部のTOBをかけながら、増資によって支配株主になり、その会社が上場会社として残るといった場合**にも同じような利益相反性の問題は潜在的にあるので、ここまで検討する必要があるかどうか。あるいは、**支配株主は何なのか**。一般的には、もちろん過半数の株主は支配株主になるが、**この定義についても弾力的に検討する必要**もある。米国の判例を拝見しても、例外的ではあるが、20数%の少数株主でも、特殊な事情で過大な影響力を持つ場合には、支配株主としてみなされる。そういった事情も考えられるので、**スコープについても、なるべく弾力的に検討していただきたい**。

井上（光）委員： …**パーシャル・ビット（部分買収）に対して株主保護の観点で強い懸念があり、多くの国で部分買収は制限されている**。これには欧州のように全部買付義務を課したり、米国では支配株主に対する様々な制限を課したりしている。M&Aの在り方は、欧米の研究では各国の少数株主に対する扱いの象徴的な側面として扱われており、そうした影響も考慮すると国際比較の視点は重要。

青委員： スコープとしては、利益相反という観点が一番注意すべきポイントであることから、**利益相反関係にある場合を幅広く検討していった上で、最終的にどう取りまとめるかを考えていくのがよいのではないかと**。

検討対象取引（スコープ）（2/2）

石綿委員： あまり細かいところまで決めきることはおよそ不可能であり、・・・MBOと支配株主による二段階買収と組織再編を取り扱うのをベースとして議論するのがよいかと思う。ただ、・・・**中核的なところでなされた議論は、周辺の部分においても、当然、適宜準用されていくという関係に立っていく。**そういう意味では、**実務は必要に応じて同様の視点で考慮しながら、周辺の部分をストラクチャリングしていくという形になっていくと思う。**ただ、議論をあまり複雑にしないために、まずはここで議論すべきものとしては、**今申し上げた3つのものをベースに考えるのがよいのではないか。**

取引類型間の共通点・相違点等（1/4）

- 検討対象取引（スコープ）を拡大する場合、取引構造、利益相反性、情報の非対称性等に係る取引類型間の共通点・相違点等について丁寧な分析が必要である旨のご意見や、実際には両類型には連続性があり、取引も、またその公正さを担保することに資する措置の最適な組合せも多様であることを意識して見直しを行うべき旨のご意見があった。

古本委員： 今の指針では、**上場子会社を完全子会社化する場合等も基本的にはMBOにおけるものと同じ考え方が可能**であると考えられるという記載があり、**一般論としては、全く違和感はない**。…ただ、今後、MBOについて、今ご提示いただいているような論点に関して、**ある程度具体的なところを指針に盛り込んでいくということになると、それぞれの論点がMBOには適用があるとしても、上場子会社の完全子会社化にはどこまで適用があるか、という疑問が生じてくる**と思われる。…論点ごとの射程として、**MBOに当てはまることか、どこまで上場子会社の完全子会社化に当てはまるか**ということについては、**指針の記載を具体的にしていけばいくほど、丁寧に議論しなければならないのではないか**と思われる。

玉井委員： MBOという取引と完全子会社化という取引の**取引構造の違い、あるいは利益相反の違い、情報の非対称性**の違いなどをまずきちんと踏まえた上で、その問題点なり、工夫なりを論じていく、というふうに議論を進めていけるとよいのではないか。

三瓶委員： MBOと上場子会社の完全子会社化というところは、利益相反の問題からすると共通点があるが、それ以外のところについて、**株価形成にしてもいろいろ違うことがあるので、まず何が共通で、何が違うのかという整理をした上で、指針なりの検討の仕方を丁寧にやっていく必要がある**と思われる。

取引類型間の共通点・相違点等（2/4）

加藤委員： MBOと支配株主によるキャッシュ・アウト、組織再編の差異を十分認識した上で見直しをするというのは、まさにそのとおりだが、もう1つ、重要なのではないかと思うのは、**両者の境界線はそんなにしっかりと切れるものではない**ということで、MBOと呼ばれるものの中には、実際に創業家のオーナー、それなりの株式を持っている人が買収したというものもある。そういった事例なども考えて、スコープを広げる際も、**ある程度連続性があることを認識した上で議論したほうがよい**のではないか。連続性があるからこそ、・・・いわば**取引条件の公正さを担保することに資する措置の最適な組み合わせが多様であることを認識した議論が必要**ではないか。つまり、MBOと支配株主による組織再編などは違うのだが、実は似た要素もあって、連続性がある。さらにいうと、**支配株主による組織再編でも、買収者が上場会社である場合と、例えば個人の資産管理会社である場合もしくはプライベート・エクイティ・ファンドである場合に、取引の構造も違うような気がしており、望ましい措置も違っているような気がする**。要は、そういった**取引の多様性を意識しながら、新しい指針のようなものをつくれればよい**。

青委員： MBOと完全子会社化については、利益相反構造にあるという点では共通しているが、**個別の論点では注意すべきポイントが異なっているところもあるため、丁寧な議論が必要**。

井上（隆）委員： 経団連としては、・・・**上場子会社の完全子会社化**が一番の論点になると思う。そこについては、・・・**通常のMBOと違った観点がいくつか出てくると思うので、丁寧なご議論をお願いしたい**。

柳川委員： 完全子会社化の話についていえば、全く同じだと考えていらっしゃる方は、恐らくいないのだと思う。全く同じルールの中でやるかどうかというのは、少し考えどころではあって、**結局、どこが同じで、どこが違うのかということ**を、**うまい形でどこまで整理できるのか**。それを指針という形で、**どういう形で落としていくのか**ということが大事だと思う。**まずは何が違って、何が共通なのか**というところの**合意がどこまでとれるか**というところかと思う。

取引類型間の共通点・相違点等（3/4）

- MBOと支配株主による従属会社の買収の具体的な共通点・相違点等については、以下のご意見があった。

古本委員：

・・・現行の指針においては、**コントロールプレミアム**については同様の議論はできないという趣旨の記載があり、これも正しい指摘だと思う。・・・**MBOのほうがコンフリクトはより直接的かつ鮮明だし、情報の非対称性の程度も大きい**と思われる。**上場子会社の少数株主は、実態として、親会社が存在することを認識した上で株主として留まっている**のであり、そうした状況から完全子会社化されるケースと、経営者が株主の気がつかないところで準備しつつ上場廃止を目指して突如株式を買いに入るMBOの場合とでは、**株主にとっての影響も同じではない**と考える。例えば、親子関係にある場合は、同業の場合などは独禁法の問題もないので、市場戦略や価格戦略まで共有しており、そうした**メリットは既に株価に織り込まれた状況にあるので、プレミアムも相対的に小さくなってきてしかるべきだ**という違いがあると思われる。・・・**マーケット・チェック**については、・・・上場子会社の完全子会社化の場合は、**既に親会社が存在しているので、対抗TOBをかけようなどということはまず起こらない**ので、相見積もり云々といったステップが求められると、機動的な完全子会社化が妨げられてしまうだけのように思われる。また、**Majority of Minority**の議論についても、MBOであれば実質概ね過半数プラスアルファの議決権を取れば実行できるわけであるが、**上場子会社の完全子会社化の場合には、3分の2以上の議決権を取るに至ってもなお条件を満たさない**といったことになると、**逆に厳しいことになってしまうので**、このあたりも考慮していただく必要があると思われる。それから、同じ完全子会社化にしても、**株式交換による場合は株主の意思を確認した上で進められるのに対して、TOBによる場合はそうではない**ということで、そのあたりも類型によって違ってくるので、**場合分けをした議論が必要**ではないかと思われる。

取引類型間の共通点・相違点等（4/4）

- 玉井委員： マジORITYをとっている親会社が完全子会社化をするときに、プレミアムはどういう考え方でオファーできるのかという点と、とはいえ、100%化するについては、それなりのプレミアムを乗せていないと市場で株が集まらないという点との関係で、**完全な第三者間取引と上場子会社の完全子会社化取引で、実際にプレミアムの多寡についてどれぐらいデータ上違いがあるのか**といったあたりも、個人的には興味がある。
- ・・・TOB期間の長短について、MBOにしる、親子上場の完全子会社化にしる、どちらも今、30営業日は確保するような実務で流れてきているわけだが、**期間の長短が親子上場の解消の件にどれぐらい意味があるのか**については、疑問がなくもない。

検討の視点（1/5）

- 今後の検討における視点について、以下のご意見があった。

(1) M&Aの公正さの担保と円滑化とのバランス

- 山田委員： このルールをベースに**健全なマーケットが育成されて、業界再編がもっと起こり、企業価値が上がるようなシステムにしていく、それを促すようなものでないといけない**ということだと思う。フェアネスを重視するあまり、牽制機能、検証プロセスを増す方向になると、やはりトランザクションが止まってしまう。・・・ディールが起こらないところには投資家は集まってこないの**で、ある程度ディールが起こるような、しかも健全性が担保されるような、両方の観点から指針を出す必要がある**のではないかと思っている。・・・決して今の指針が何か阻害しているとは全く思わないのだが、**買収者のほうからすると手間がかかるプロセスになっていることは間違いない**ということかと思うので、ある意味**手間がかからなくて、フェアネスを担保するかという観点から、ぜひ議論が進めばよい**と思っている。
- 馬場委員： 企業価値向上といった観点で、**公正な取引がしっかりなされる市場であることが大事**だと思っている。
- 青委員： 全体的な目線としては、**産業競争力が高まることに役立つようなディールはぜひ積極的に進められるべき**と考える。ただし、キャッシュ・アウトされる場合を例に言えば、既存株主はMBOや完全子会社化によって株主たる地位を失うことになるので、**事業を抜本的に見直して対象会社の競争力が高くなる**といった**必要性があること**や、それが**株主の地位を失う形でない**とできないことであり、かつ、それに見合うような**十分な対価を既存株主が得られる**ということについて、**既存株主側の納得感が得られるような手続となっていることが重要**と考える。また、株価だけではなく、**対象会社でどのような検討が行われたとか、あるいは買収者側との間でどういう交渉をするか**といった点も、**既存株主からすると大きな関心事項**であると考えている。

検討の視点 (2/5)

石綿委員：ここでつくられたルールは、実務においてかなりの影響力を持つことになる。そのため、本研究会において、バランスのとれた結論が求められている。…**グローバルな観点からM&Aの公正性が担保されている国になってほしい、そして投資家の信頼をグローバルに勝ち得てほしい**という思いがある。一方で、**M&AのルールがM&Aに阻害効果を持ち過ぎてはいけない。…公正性の担保と、企業買収に対する阻害効果とのバランスをどういう形でとっていくのか**ということが大事になる。

江良委員：**少数株主保護と戦略的に合理性のある案件が過度に阻害されないか、という点のバランスも重要なポイント。**

(2) 誰にとっての公正か

北後委員：公正とは、**誰にとって公正か**という部分と、日本国内だけではなく、**海外投資家に対しても公正**であるという必要があると考えている。

江良委員：公正な価格が**誰にとっての公正なのか**というのは、**立場によって相当違う**。ポートフォリオ・マネジャーによっても相当意見が違う。なぜ違うかというと、株を買ったタイミングによって違うという話であり、自分が買った株価よりも高ければ売りたい、低いと不満という現実もあるので、そのような現実も踏まえて、議論をすべきと思っている。

検討の視点 (3/5)

(3) グローバルな視点

北後委員： どこが公正ではないと海外投資家が言ってくるかという、**透明性**の部分である。例えば、キャッシュTOBにしる、株式交換にしる、**一体どうやって価格が決まったのか**ということはもちろんだが、**一体どうやって合併なり吸収なり、そういったことが決められたのか**という手続的な面のものである。それらのことは、きっちりとした仕組みでやっていることを**開示できるようにすべき**。日本の場合、ステークホルダーは大事だが、なぜか株主というのは、ステークホルダーのフードチェーンの一番下にいるような感じがあるので、**・・・ステークホルダーの中で株主の地位をもう少し上に考えてもらって、株主にとって何が一番よいのか**。そうすると、「どうやって算出したのですか」、「この価格は安いと思うのですけど」とか、せめてそういった**意見を言う場をつくる**とか、あるいはどんな場合にでも**きちんとした独立性を担保された第三者機関がフェアネス・オピニオンを出す**とか、そういう基本的なところである。

玉井委員： 各論点を議論するに際し、**・・・海外の制度がどうなっているのか**について情報があると有り難い。もちろん、異なる国・法制のもとでの取組みや議論をそのまま日本に持ってくるということがないように留意すべきとは思われるが、特に日本では余り議論がみられない論点に関しては、検討のきっかけとして参考になるのではと思われ、非常に興味がある。

三瓶委員： 一番気になるのは、**日本の市場機能が海外と随分違う動きをしている**ことである。・・・一番違うのは、**海外ではビッドが入ったときに、必ずと言ってよいほど対抗のビッドが出てくる**。それがあって初めてマーケットが成り立つということである。ということは、それを予期しながら、誰が取っていくのかということを考えながらマーケットが動くので、**発表があった後の株価の動きが、日本の株価の動きとは全く違う**。・・・**もっと活発な市場の場合には何が起こるのか、どういう株価形成がされるのか**ということ、**1つのエビデンスとして見ながら、それが日本でなぜ起こっていないのか**ということも含めて、**検証ができればよい**と思う。

柳川委員： 海外との連携、グローバル化がより進んできたと言ったほうがよいか。そういう意味での**海外の目は、より重要視する必要**があると思う。

検討の視点 (4/5)

(4) その他

- 玉井委員： 各論点を議論するに際し、実際の**取引に関する統計的な情報**をいただけると有り難い。例えばMBO取引又は上場子会社の完全子会社化取引で、どういう工夫がどのくらいの取引件数で取り入れられていたのかとか、利益相反状況の強弱を見るに際し対象会社の取締役会の構成はどうだったのかなどの情報が考えられる。
- 加藤委員： 株式取得買取価格決定手順と同じくらい**重要なのは、MBOに直面した対象会社の取締役の義務**かと思う。・・・まだ最高裁の判断はないが、**取引条件の公正さを担保することに資する措置を導入するリード役となるのは対象会社の取締役**なのだと思う。もちろんベストプラクティスとして、こういった指針をつくる際に善管注意義務の解釈をするというのはおかしいわけだが、**特に対象会社の取締役の役割を念頭に置いて、どういった措置が望ましいのかということ意識しながら、議論する必要がある。**
- 武井委員： 直すべき箇所がどこなのかというのは冷静に考えるべきである。というのもこの指針は元々、いろいろなプリンシプルが書かれている内容なのであって、この10年でそうした基本的考え方までもが何かおかしいといったところまでいった箇所はあまりないと思う。なので、改訂に当たっては**どういった各論をアップデートするの**かということなのだと思う。・・・MBOに対してはいろいろな評価があるが、上場廃止という観点から、今の上場会社において、**上場を自ら廃止する一つの貴重な手段**となっているという、**上場制度のあり方からの視点も大事**だと思う。

検討の視点（5/5）

柳川委員： この種のものに関しては、残念ながら**適切な価格を決めるということとはできない**。適切な価格というものは、マーケットがあって、取引が多くあって、事例が多く出てきてこそ初めて価格がつくわけである。・・・情報の非対称性がかなりあって、それを解消するような仕掛けはつくったほうがよいが、解消はしない。しかも参加する当事者がかなり少数で、利害関係がいろいろな形に入っている人たちが入っているとすると、**およそこのあたりのところではよいのだろうということは考えられても、ザ・プライスが決まるという話ではないので、本当に正しい価格は何なのかということをごりごり詰めてしまうと、むしろそれ自体がかなりコストになったり、取引を縛ってしまう可能性がある**。このあたりのところを、それこそプラクティスで、そうはいつでも何でもよいというわけにいかないので、そこそこのところでおさめられるというのが、ここで考える公正だということだと思う・・・。

各論 (1/7)

- 公正性を担保することに資する各措置については、以下のご意見があった。

(1) 特別委員会

- 山田委員： 第三者委員会というものがあり、・・・第三者からのフェアネスな価格という意味での担保ということでは、非常によいプロセスだと思う。ただ、実際起こっていることは、判断プロセスとしては**割と形式的になっているというのが現状**である一方、第三者委員会の委員は、ある一定のライアビリティを負っているという認識は薄い。何を担保しないといけないのかということからすると、この非上場化が会社にとってバリューが増すことであるとともに、提示された価格がフェアであるということであれば、**極論すればフェアネス・オピニオンだけでよいのではないか**という感じもする。
- 玉井委員： ジュピターテレコム事件の最高裁決定が実務にとっては大きな影響があるところで、当該決定にいう「一般に公正と認められる手続」というのは何なのか、について議論を深められるとよい。特に第三者委員会が例示されていることもあり、実務としては益々その設置がスタンダードな実務になってくることからして、**第三者委員会を実質的に独立した委員会として運営し機能させていくために、どのような工夫ができるのか**については、踏み込んだ議論ができるとうい。
- 三瓶委員： 社外取締役の関与拡大について、せっきやく会社法の改正でその関与ができる方向へ進められているので、それと特別委員会の関係はどうなのかということは、重要な論点だと思う。
- 別所委員： **特別委員会の権限や機能が形式的なのではないか**という話もあるので、そのような話の深掘りができればよい。

各論 (2/7)

石綿委員： Majority of Minorityを日本でどのくらい求めていくのかどうかという議論は、アクティビストによる企業買収阻害効果も見据えて議論が必要となる。そういう問題もある中であって、大事なのは、特別委員会の在り方だと思う。日本のM&Aの今の実務において、特別委員会が頻繁に用いられるようになってきているところ、**特別委員会が形式だけではなくて、実質的に機能するようにしていくためにはどうしたらよいか**というところを重点的にしっかり議論して、それなりのメッセージを外部に発信することができたらよいのではないか。

江良委員： 少数株主の観点から、**情報の非対称性がある**と考えており、それをどう解消していくのかは重要な論点。ただし、投資家はアウトサイダーであるため、**情報の非対称性は解消せず、一定程度存在する前提で、どのようにオファー価格の妥当性を判断していくのか**、関心として強い。その際に重要になるのが、例えば**特別委員会の独立性**や**必要なスキルセット・バックグラウンドをお持ちなのか**、**委員会が実効性を伴うような活動、議論をされているのか**、このような点について重点的に見ている。したがって、**形式的な点だけではなくて、実効性をどのように担保していくべきなのか**という議論は、**今回、ぜひ踏み込んでできるとよい**と思っている。

(2) 株式価値算定、フェアネス・オピニオン

玉井委員： **フェアネス・オピニオンとバリュエーション・レポートの違い**について、日本ではどういうふうと考えられるのか。ほとんどフェアネス・オピニオンをとることがないように思うが、この辺についても皆様のお考えを聞いた上で、何らかのヒントが出ればよいと思っている。

福島委員： **フェアネス・オピニオン**は、日本で導入されたとはいえ非常に事例が少ない。要は**取引を円滑に進める中で、なかなか使いつらい点等々がある**と理解している。今後、議論を重ねる中で、1つ参考になるのが、例えば**オーストラリアにおいて、インディペンデントのエキスパートのレポートがある**。**独立した立場**というの**はどのようなものなのか**ということが、議論の1つの論点かと思うが、そういったことも勘案しながら議論を深めることができればよい。

各論 (3/7)

(3) マーケット・チェック

- 山田委員： 期間の延長については、確かにいろいろな人を呼び込むことは重要だと思うが、これは買収者からするとかなり大変なことであり、相当時間をかけて、コストをかけてやったのに、またほかが出てきてしまうということになると、かなり買収者が慎重になり、案件が減少しかねない。これについても、もともと20日がミニマムで、それが今、別に決まったわけではないけれども、30日とか40日というのが適当というプラクティスとして行われているわけだが、十分な期間なのではないかと個人的には思っている。
- 江良委員： 日本において、**価格の妥当性を判断するとき**にいつも悩むところ点が、**対案がないということ**。この点は諸外国と比較という観点からも重要なポイントかと思っている。
- 児玉委員： ……現実にM&Aを実行する企業の立場、上場子会社の完全子会社化・売却等々のやりとりを行っている立場からすると、(公開買付) **期間が長くなる**ということは、**間違いなくアクティビストが参入してくる可能性を広げる**ことになる。……アクティビストが善か悪かという判断ではなく、企業価値向上を目的とした再編において現実に経験している企業の立場から申し上げると、決してありがたいことではない。……この研究会で向かおうとしている方向が、……**日本企業にとってネガティブ要因にならないようにしていただきたい**…。……シリコンバレー界限では、ランド・オブ・クレイジネスという言葉方をされているらしいが、「とにかく誰も入ってこないように高い価格でもよいから買ってしまえ」という乱暴なやり方が横行している。そういう方向性が、日本の向かう方向として正しいのかどうか。

各論 (4/7)

(4) 情報開示

- 別所委員： (海外からは) **現金対価のTOBと株式交換という組織再編**は、買収というものがあって、その対価を現金にするか株にするかという選択の問題なのに、**情報開示の在り方がかなり違うのは**どういうわけなのかとか、あるいはTOBが特に顕著だが、**買い手によるバリエーションの開示は**かなり詳しく要請される一方、**対象会社での意思決定や、価値評価に対する考え方が**必ずしも充実していないというのは、むしろ逆なのではないかという声を聞く。
- 馬場委員： 実際取引を行う際に、**公正な手続を経ているのか**、それは**株主の利益にきちんと資するものなのか**という視点で、**情報開示の充実を**しっかりしていただきたいと思っている。**公正かどうかの判断をする際にも、基礎となる情報について日本のみならず、海外を含めて開示をしていくところがベースであり、それを見た投資家がどう判断をしていくかが重要である**と考えている。

各論 (5/7)

井上（光）委員：取引関係者間の情報の非対称性の存在は、情報を持っている側が、それを利用して機会主義的行動をとってしまうのではないかという懸念を増大させるのであり、これに対して一番重要なのはマーケット・チェックという視点だと思う。一方で、マーケット・チェックは、日本でなかなか起きづらいのも事実である。そうすると、情報の非対称性がある、…いかにこれを解消していくかという意味では、…いかに内部者が機械主義的行動を取っていないと株主が安心できる水準の情報開示が担保されるかということが重要と思う。…株式対価の買収というのは、実は株価の高い時期ほど取引数が増えて、株価が低いと現金対価買収が増えるというような、ここにも情報の非対称性から発生した機会主義的な選択が行われていると解釈可能な部分もある。株価が高いときは、当然、買い手側は株を発行することが望ましい。株価が低くなってくると、そんなときに株は発行できないということで、現金買収が増えるという問題である。そのような支配株主側の支払対価の選択問題もあるので、株式市場における株価形成を完全に信用できない部分（株価のミスプライシング問題）が存在する以上は、本当はマーケット・チェックの中で真の株価に関する情報がだんだん明らかになりそこで本当の公正な価格がついていくということが、1つの理想系かもしれない。しかし、そういう形のマーケット・チェックが実現難しいというのも事実としてあるので、そうすると、この研究会の中で議論すべき大きな問題として、株主保護において象徴的な企業間の支配権の取引において、情報の非対称性により発生する市場の懸念に対して、いかに問題の根源である情報の非対称性を緩和するような情報開示を担保するかということと考えている。

福島委員：情報開示を推進するに当たって、それが使い勝手がよくないと情報開示が進まないといった中で、指針あるいは指針を受けたガイドラインにおいて、そういったものをどこまで踏み込んで出していくのかというのも、1つの論点かと思っている。

各論 (6/7)

(5) その他

- 山田委員： **市場が健全に機能しているということ**をベースにしないと、いろいろな制限を増した方がいいという話になると思われる。例えば、当然情報の非対称性といったものはあるが、…**基本的には上場会社は株価に影響するような重要事項についてはアナウンスしないといけないというルール**になっているわけで、それを隠して、**株価が抑えられているのは本来おかしな議論**で、それをどういうふうにしてレポートさせるようにするのかというほうを議論するべきであって、それを担保するために何か制限をかけるというのは、**逆にいうとマイナスになってしまうのではないか**と思われる。…**コントロールプレミアムはよく30%とか、40%とか**言われるが、**何の根拠もなく、過去のトランザクションからのデータ**ということなので、**フェアなコントロールプレミアム／買収価格は何か**という議論をするのも、1つの論点かと思っている。
- 三瓶委員： 例えば何らかのM&A、MBOまたは完全子会社化ということで、スクイーズ・アウトするときに、そのときの**少数株主の中でもトップクラスの保有である株主**に対して、…**あえてそこでセレクトティブにコンタクトをとる**ということがある。…**特別委員会、フェアネス・オピニオン、株式の株価算定**、このあたりが**非常に関心の高いところ**である。というのは、このあたりが**今まで市場にいる者として機能していたように感じ**とっていない。
- 馬場委員： ジュピターテレコム事件の事例で、…「**予期しない変動が生じた**と認めるに足りる**特段の事情**」というような表現がある。例えば、業績の上方修正など、**M&Aが発表された後に発生した事象、つまり価格算定した後に起こった事象が、算定した時点と違う前提に立つ**という場合は、**どういうケースなのか**といったようなところについても皆様から何かご見解等があれば、お聞かせ願いたいと考えている。

各論 (7/7)

神作委員： MBOの中には、完全にゴーイング・プライベートした後に、再上場するものがあり、特に諸外国ではそういうものも相当あるし日本でも実例が生じていると思う。**MBOの後、再上場するとき、一体どれくらいの期間で、どれくらいの価格で上場しているのかということについて、データ等教えていただけるようなものがあると、大変ありがたい。**短期間で締出しの価格よりもかなり高い価格で再上場するケースにおいては、もちろん経営努力によってということもあると思うが、情報の非対称性などを利用したケースもあり得る。データをお示しいただくと、いろいろな観点からデータを分析することが可能になるのではないかと思うし、**その点がMBOがグループ会社の完全子会社化と少し違う点**なのではないかという気もしている。

井上（光）委員： MBOも親子間の**いわゆる**完全子会社化も、ちょうど同じような軌跡（2008年後の時期に取引急増し、その後に減少）を描いており、・・・日本のM&A全体の趨勢（リーマンショック後の時期に減少し、その後に再度上昇）と比べると、これは特異な動きをしている。MBOや親子間M&Aが株価の低い時期に急に増えて、・・・株価が上がってくると、急激に減ってくる。こういうことは海外の投資家もしくは実証研究者から見ると、**株価の低いときにこそ、支配株主や内部経営者が、対象会社の「株価が低くなった」ということで買収をしようとした、つまり支配株主や経営者が機会主義的行動をしていた証拠として捉えられることである。・・・実はこのリーマンショック後の時期のプレミアムは大きい。なぜならば事前の株価が非常に下がっている**ので、取引を成立させるためにプレミアムが大きくなっている。この後の株価の回復時期は徐々にプレミアムが小さくなっているという意味でいうと、**プレミアムも過去3ヶ月平均で何%といったような画一的な議論は適切でなくて、プレミアムが事前の株価に依存することも考慮した丁寧な議論が必要だ**と思う。

2. 取引類型による差異

取引類型による差異

- MBOと「支配株主による従属会社の買収」との間に、取引条件の公正さを担保することに資する措置の必要性や有効性等に影響を与える重要な差異はあるか。
- 取引類型間の差異や、問題となるM&Aの具体的状況に応じて、取引条件の公正さを担保することに資する措置を講じる必要性の有無・程度や、講じるべき措置の種類・有効性、措置を講じることに伴う弊害の有無・程度などが異なり得るとも考えられる。

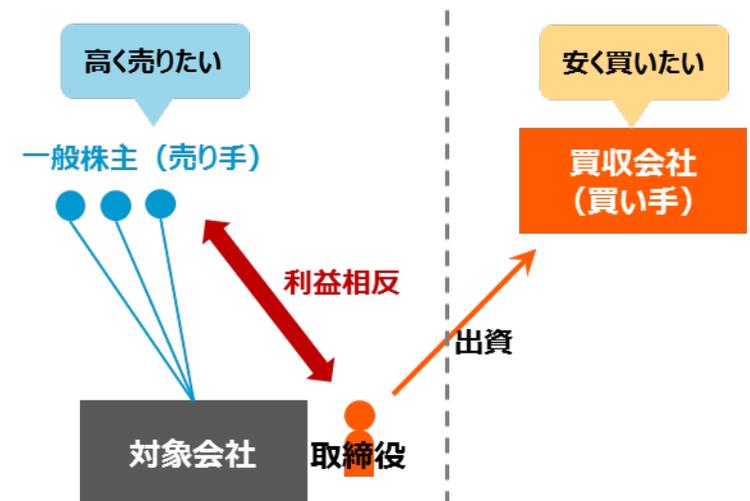
取引類型による差異の例（1/10）

(1) 利益相反構造

- MBOと支配株主による従属会社の買収における利益相反性の内容（関係）には差異があると指摘されている。

■ MBO

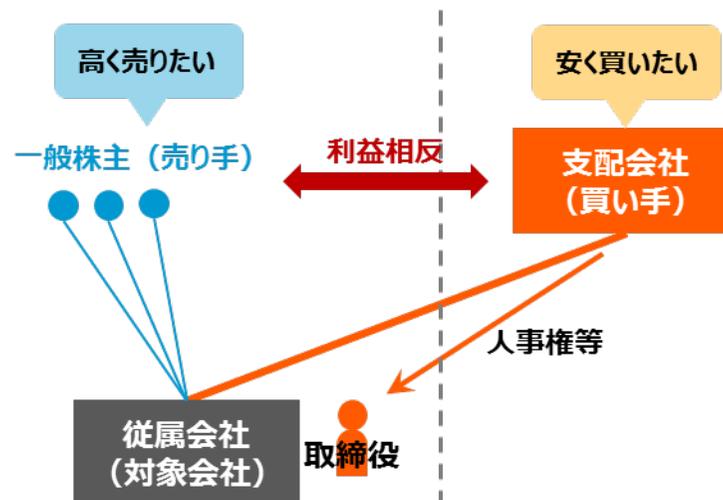
- MBOにおいては、本来は企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき対象会社の取締役（経営者）が、自ら対象会社の株式を対象会社の株主から取得することになるため、株式の売り手と買い手という関係に立つ株主と取締役との間には構造的な利益相反関係が認められると指摘されている。
- すなわち、対象会社およびその株主のために行動することを期待される対象会社の取締役が買収者と共通した利益を有するという意味での利益相反が問題となる。



取引類型による差異の例（2/10）

■ 支配株主による従属会社の買収

- 支配株主による従属会社の買収においては、支配株主と一般株主との間には一般株主が保有する株式の買い手と売り手という関係が生じることになるため、両者の間には構造的な利益相反関係が認められると指摘されている。
- そして、支配株主は従属会社を支配しているため、従属会社の取締役（経営者）は、従属会社およびその一般株主ではなく、支配株主の利益を優先して一般株主の利益を害する可能性が存在すると指摘されている。



取引類型による差異の例（3/10）

(2) 情報の非対称性

- MBOと支配株主による従属会社の買収における情報の非対称性の状況をどのように考えるか。

■ MBO

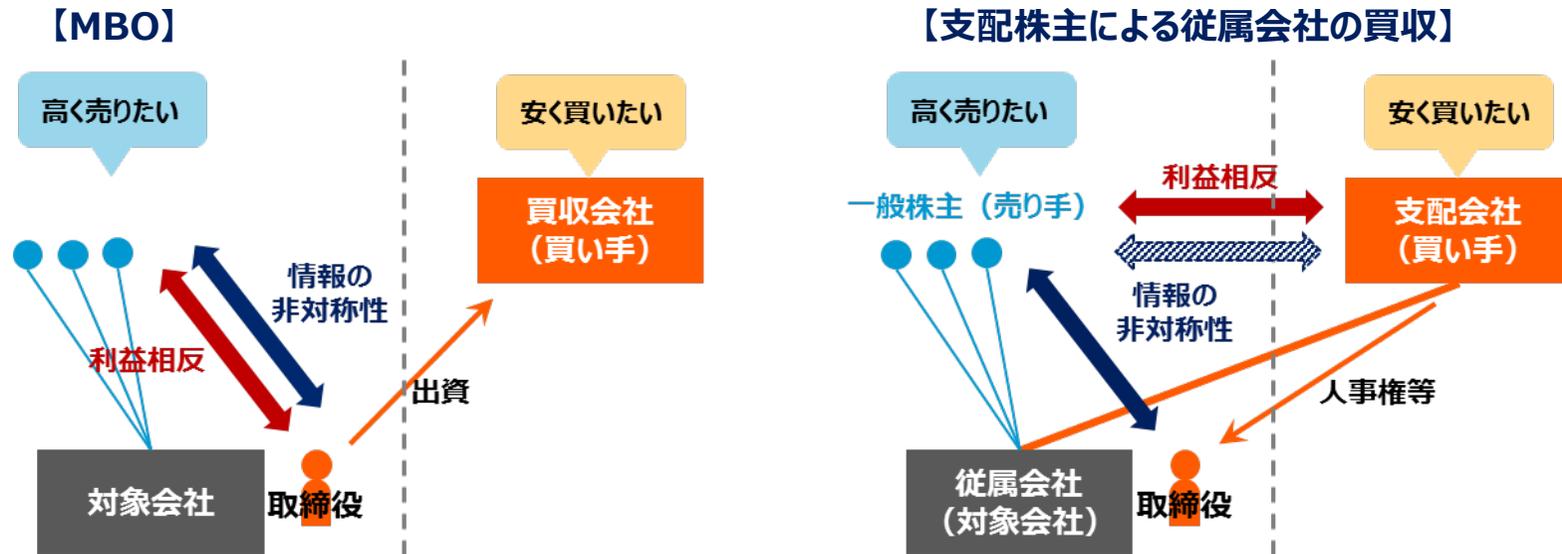
- 「取締役は対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、MBOの場合には、株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間に、大きな情報の非対称性も存在することとなる」（MBO指針2(2)）と指摘されている。
- なお、MBOにおいては、株主と取締役との間の利益相反の程度が顕著であることから、かかる情報の非対称性によって株主が害される可能性がMBO以外のM&Aの場合よりも高いと指摘されている。

■ 支配株主による従属会社の買収

- 支配株主による従属会社の買収において、一般株主との間の情報の非対称性を考慮すべき主体（支配株主、従属会社の取締役等）や情報の非対称性の程度について、どのように考えるか。

取引類型による差異の例（4/10）

- MBOでは、利益相反性と情報の非対称性が共に一般株主と取締役との間に存在し、2つの問題点が重なるのに対して、支配株主による従属会社の買収の場合には、これら2つの問題点は必ずしも重ならず、情報優位に立つ取締役の利益相反性は間接的とも考えられる。
- このような利益相反性と情報の非対称性の構造の違いが、取引条件の公正さを担保することに資する措置の在り方にどのような影響を及ぼすと考えられるか。



取引類型による差異の例（5/10）

(3) 対象会社の株主構成

- 対象会社の株主構成に関して、MBO指針においては、以下の点が指摘されている。
 - 「支配会社の有する議決権の割合が既に高い場合には、支配会社が不十分な価格での取引を行い従属会社の株主の利益が害されるとの恐れはMBOに比しても高く、MBOにおける議論より更に厳格に考える必要もあるのではないかと指摘」（MBO指針6）
 - 「既に支配権が支配会社に移転している場合には、従属会社との間で組織再編等を行ったとしても、一般株主はそもそもコントロールプレミアムを享受すべき地位にないことから、実際の不利益はMBOの場合よりも小さいと指摘」（MBO指針6）
 - 「支配会社が存在する場合には、…対抗買付の機会を確保したとしても、対抗者が出現する可能性が低く、必ずしも適正性の担保とはならない」（MBO指針6）
 - 「売却者側に大株主や親会社等が存在し、かつ、総体としての株主と取締役等との合理的な交渉が成立する場合には、取締役が不合理にMBOを行うことや不当に低い価格でMBOを行うことがそもそもできない場合も存在する」（MBO指針6）

取引類型による差異の例（6/10）

(4) 対象会社の取締役会の状況

- MBOや支配株主による従属会社の買収においては、買収者側と共通の利害関係を有する者（またはその人事権等に服する者）が対象会社の取締役として、当該取引を行うか否かや取引条件の決定に影響を与えることで対象会社の一般株主の利益が不当に害されないよう、特別委員会等の措置を講じることにより対処する必要があると指摘されている。
- もっとも、これら2つの取引類型間の相違や個々の取引の具体的状況に応じて、対象会社の取締役会の判断の独立性の程度は異なり得ると考えられ、これにより、特別委員会等の措置を講じる必要性やその程度も異なり得るとも考えられる。

MBO

- 買収者側に参加している取締役が取締役会において占める割合、関与の強弱、他の取締役に対する事実上の影響力の強弱など

支配株主による 従属会社の買収

- 支配株主の従属会社に対する支配の程度、従属会社の取締役の経歴、支配株主との関係など

(参考) 取引類型による差異の例 (7/10)

(5) 買収者の状況

- MBOにおいては、以下の事情などにより、取締役（経営者）がMBOに対して有する経済的利益の程度（＝対象会社の一般株主との間の利益相反の程度）が異なり得るという指摘がある。
 - 取締役以外の出資者（投資ファンド等）の関与の有無
 - 取締役と他の出資者の役割の主従
 - MBOを行う取締役が保有している株式の処分方法
 - MBOを行う取締役のMBOにおける出資比率
 - 取締役のMBO後の身分保障の有無・程度

(参考) 取引類型による差異の例 (8/10)

- その他、買収者については、単数か複数か、個人か法人か投資ファンドか、法人の場合には上場企業か非上場企業かなどの差異も考えられる。
 - MBOにおいては、個人として買収者側に参加する取締役は、できるだけ買収価格を低額にすることに対して直接的な利害関係を有するのに対して、支配会社による従属会社の買収においては、支配会社の取締役と支配会社の株主の間に存在するエージェント問題のため、支配会社の取締役は支配会社の株主利益最大化のために行動するとは限らず、できるだけ買収価格を低額にすることを最優先には考えない可能性もあり得ると指摘されている。

(参考) 取引類型による差異の例 (9/10)

(6) 買収方法

- 買収方法が、公開買付けとスクイーズ・アウトによる二段階買収か、組織再編による一段階買収かによって、現状では、特別委員会等の措置の実施状況に差異があるという指摘があるが、かかる差異に合理性はあるか。

■ 買収方法による差異の要素 (例)

- 株主の意思の確認の方法 (個々の株主がその意思により株式の売却に応じることで同意を得るのか、会社法の規定に基づき株主総会の特別決議を経ることで同意を得るのか)
- 強圧性の有無・程度
強圧性：公開買付けに応じない対象会社の株主に対しては、二段階目のスクイーズ・アウトにおいて不利益に取り扱うことを事前に示唆することで、公開買付けに応じるか否かに関する株主の判断を歪めるリスク。二段階買収の場合、取引条件に反対する株主も、株式を公開買付価格で早期に現金化するために公開買付けに応じる誘因が生じるという指摘がある。
- 法令等により要求される情報開示の方法・内容
- M&Aや取引条件に不満を持つ株主の救済手段 (差止めの可否等)
- 取引に関与する当局 (関東財務局の関与の有無等)

(参考) 取引類型による差異の例 (10/10)

(7) 買収対価の種類

- 買収対価が買収会社の株式の場合、対象会社の一般株主は、買収会社の株式を保有することで、**M&Aによって生じる対象会社の企業価値の増加分（いわゆるシナジー等）を間接的に享受することができる**のに対して、買収対価が金銭の場合、かかる企業価値の増加分を享受することができないという指摘がある。
- 他方、買収対価が買収会社の株式の場合であっても、対象会社の規模が買収会社に比して小さい場合などには、対象会社の一般株主は、M&Aによって生じる対象会社の企業価値の増加分を十分には享受することができないという指摘もある。

(8) その他

- 当事会社や案件の規模（どこまで手続コストをかけられるか）
- 取引の迅速性・緊急性（企業の再生局面でのM&Aなど）

(参考) MBO指針の整理 (1/3)

- MBO指針は、MBOについて指摘されている複数の論点に言及した上で、MBOに特有の論点として、主に利益相反に関する論点から検討を行っている。

MBO指針

- 「MBOは、本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、自ら株主から対象会社の株式を取得することとなり、必然的に取締役についての**利益相反的構造**が生じる。そして、取締役は対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、MBOの場合には、株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間に、大きな**情報の非対称性**も存在することとなる。そこで、株主の立場から、MBOが有する意義から逸脱して不合理な取引が行われ、又は価格が不当に低く設定され、取締役が不当に利益を享受しているのではないかといった懸念が指摘されている。
また、MBOに伴う非上場化により有望な投資先が市場から退出する場合に、そのことが**資本市場に与える影響等**に関する議論や、非上場化によって会社に対する市場の規律が働かなくなり、**会社のガバナンスが緩む**場合もあり得るといった弊害に関する議論もなされている。また、非上場化の際に生じ得る**株主への強圧的な効果**に関する議論等もなされている。
加えて、MBOはLBOの形態により実行されることが通常であるため、**既存債権者との関係**についての議論や、**過度なレバレッジが会社に与える影響等**の議論もなされている。」(2(2))
- 「MBOでは、取締役が自社の株式を買い付けるという取引の構造上、必然的に**利益相反的構造**が生じる。そして、この点が**MBOの取引に特有の論点**であると考えられる。上記のとおり、MBOをめぐる論点は、**利益相反に関する点以外**にも複数指摘がなされているが、それらは**必ずしもMBOに特有の論点ではない**と考えられることから、**本指針では、(それらの観点も視野には入れつつも) 主に利益相反に関する論点からの検討を進めた。**」(2(3))

(参考) MBO指針の整理 (2/3)

- MBO指針は、現在の経営者が資金を出資して対象会社の株式を購入する取引を幅広く検討の対象としつつ、MBOの形態は一樣ではなく、その内容により利益相反性にも程度の差が生じ得るとした上で、議論の単純化のため、「基礎的取引構造」以外の事情を捨象して検討を行っている。

MBO指針

- 「実際には、現在の経営者以外の出資者（投資ファンド等）が個々の案件に応じて様々な形で関与する等、MBOの形態も一樣ではなく、その内容により利益相反性にも程度の差が生じ得る。
この点、まず基本的には、MBOでは取締役が自ら対象会社の株式を取得することから、**本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき対象会社の取締役が、株式の買付者側の性格も併せ持つこととなる。**以下、このようなMBOにおける基本的構造を『**基礎的取引構造**』という。
ただし、実際のMBOにおいては、当該基礎的取引構造に加えて、特段の事情が存する場合がある。例えば、オーナー経営者等の『**取締役兼株主**』が、経営者としては残るものの、自ら保有する株式についてはその多くを、当該MBOを機に手放すような場合等には、当該経営者はむしろ株式の売却者側の性質が強く株主の立場に近い場合も想定し得る。このように、**MBOを行う取締役が保有していた株式の処分方法やMBOにおける出資比率によって、利益相反性には差異が生じ得る。**
…その他、**企業の再生局面におけるMBOや、売却者側に大株主や親会社等が存在し、総体としての株主と買付者との合理的な交渉が成立**するような場合等、個別の事情に応じ**株主保護の必要性の程度が異なる**と考え得る場合もある。
本指針においては、まず単純化された取引として、**基礎的取引構造以外の事情は捨象して検討**を行った上で、上記のような基礎的取引構造以外の特段の事情がある場合については、当該基礎的取引構造に関する議論を応用する形で検討を進めている（下記6参照）。」(2(4))
- 「上記2(4)におけるオーナー経営者等の例のように、MBOを行う取締役が保有していた株式の処分方法やMBOにおける出資比率によって、利益相反性には差異が生じ得る場合がある。したがって、上記の議論についても、これらの**利益相反性に関する特段の事情がある場合には個別的な検討が可能であり、必ずしも全てのMBOについて上記の議論が適用されるわけではない。**」(6)

(参考) MBO指針の整理 (3/3)

- MBO指針は、MBOを中心に提言を行いつつ、支配株主による従属会社の買収についても、MBOとの共通点と相違点に言及した上で、相違点以外についてはMBOの議論と同じ考え方ができるとしている。

MBO指針

共通点

- 「親会社が上場子会社を完全子会社化する場合等、支配会社と従属会社の関係にある会社間で組織再編が行われるような場合については、**構造上の利益相反問題が存するという点ではMBOと同様**であり、基本的には、MBOに関する上記の議論と同じ考え方が可能であると考えられる。

相違点

更に、**支配会社の有する議決権の割合が既に高い場合には、支配会社が不十分な価格での取引を行い従属会社の株主の利益が害されるとの恐れはMBOに比しても高く、MBOにおける議論より更に厳格に考える必要もあるのではないかとの指摘**もある。

他方で、支配権の移転が伴うMBOの場合には、一般株主は、支配権の移転に伴う上乗せ価値（コントロールプレミアム）を享受できる地位にありながら、それを享受できない不当な低価格の対価しか受けられない恐れがあるのに対し、**既に支配権が支配会社に移転している場合には、従属会社との間で組織再編等を行ったとしても、一般株主はそもそもコントロールプレミアムを享受すべき地位にないことから、実際の不利益はMBOの場合よりも小さいとの指摘**もある。

また、支配会社が存在する場合には、MBOにおける上記議論のように**対抗買付の機会を確保したとて、対抗者が出現する可能性が低く、必ずしも適正性の担保とはならないとの指摘**もある。

したがって、これらの相違点についてはMBOと同じ議論は適用できないと考えられるが、その他の点については、基本的にMBOの議論と同じ考え方ができるものと考えられる。」(6)

MBOとの比較における支配株主による従属会社の買収の特殊性

- 両類型の利益相反構造の相違（29頁）や、支配株主による従属会社の買収の特殊性を踏まえて、その取引条件の公正さを担保するための対応・措置の在り方について、どのように考えるか。

- 支配株主による従属会社の買収における一般株主の保護の要請（レベル）については、以下の指摘がある。

「支配会社の有する議決権の割合が既に高い場合には、支配会社が不十分な価格での取引を行い従属会社の株主の利益が害されるとの恐れはMBOに比しても高く、MBOにおける議論より更に厳格に考える必要もあるのではないかと指摘」（MBO指針6）



「従属会社の一般株主は、支配株主の存在を認識した上で株主として留まっている」（前回の委員からのご意見）

- また、取引条件の公正さを担保するための措置の有効性や弊害について、以下の指摘もある。

マーケット・チェック	➤ 対抗的な買収提案が現れる可能性が低く、マーケット・チェックが機能しにくい
Majority of Minority条件	➤ 支配株主が保有する従属会社の株式の数が多いほど、MOM条件を利用して買収を妨害するために必要な株式の数は少なくなり、買収に対する阻害効果が大きくなる

3. 特別委員会

(参考) MBO指針の整理 (1/2)

- MBO指針は、MBOにおける構造上の利益相反の問題の存在に鑑み、不当に恣意的な判断がなされないようにするための意思決定のプロセスにおける実務上の工夫の1つとして、社外役員または独立した第三者委員会等に対する諮問等を提案している。

MBO指針

- 「MBOが行われる場合には、**構造上、利益相反の問題が存在することにかんがみ、取締役の不当に恣意的な判断がなされないように、又はその疑義が生じないように、意思決定のプロセスに実務上の工夫を加えることが考えられる。**
…例えば、以下のような対応例が考えられ、実際の案件に応じてこれらの対応を組み合わせる等して、意思決定のプロセスを工夫することが考えられる。
① (社外役員が存在する場合には) 当該役員、又は**独立した第三者委員会等に対するMBOの是非及び条件についての諮問** (又はこれらの者による**MBOを行う取締役との交渉**)、及びその結果なされた判断の尊重
… (注1) ①③④における「独立性」要件をめぐる議論は、社外取締役・社外監査役における独立性の要件も含め、従来から議論が行われている。MBOの場面においては、端的には、**構造的な利益相反状態にあることによる不透明感を払拭するだけの、実質的に独立した監督能力・アドバイス能力等を備えている必要がある。**かかる観点から、**社外役員や第三者委員会の委員が有する会社との利害関係については十分に精査される必要がある**、「独立性」の内容についても、**対象会社から株主に対して十分な説明がなされる必要がある。**
(注2) 社外役員・第三者委員会等の社外者の活用は、意思決定の透明性・合理性を確保する上で重要であり、単なる諮問等の確認手順のみならず、**MBOを行う取締役との間で、独立当事者間の交渉と同視し得る実質的な「交渉」を担わせるべきとの指摘もある。**特に、**下記の対抗的な買付の機会の確保による工夫や株主意思確認の尊重の見地からの工夫を行わないような場合には、当該実質的な「交渉」が重要であると考えられる。**他方で、実際には、**責任の重大性又は責任関係の不明確性の観点から、引き受け手を探すのが極めて困難であるとの指摘もある。**
…これらの役割は、**社外役員に担わせる方が、それ以外の第三者に担わせる場合と比べ責任の所在が明確であることから望ましいとの指摘がある一方で、仮に社外役員であっても、当該交渉に関する会社法上の責任の所在は必ずしも明確ではないとの指摘もある。**」(5(2)(i))

(参考) MBO指針の整理 (2/2)

- MBO指針は、社外役員または独立した第三者委員会等に対する諮問等を、必ずしも実行する必要はないものの、採用することでMBOの透明性・合理性が高まる実務上の工夫として位置付けている。

MBO指針

- 「以上、実務上考えられる対応につき、上記3種類の枠組みに従って検討をしたが、これらの各対応は同列の関係で整理されるものではない。
まず、MBOについて判断をするのは株主であり、その前提として当該株主に適切な判断の機会を確保する必要があるという見地からは、上記(1)「株主の適切な判断機会の確保」で検討した各対応は、MBOを行う際には共通して対応すべき事項といえることができる。
他方で、上記(2)(3)及び(4)については、**株主に対して適切な判断機会を確保した上で、更にMBOの透明性・合理性を確保するという見地から、実務上考えられる対応の枠組みを示したものである。(2)(3)及び(4)の工夫は必ずしも全てを実行する必要はなく、いずれかの実務上の工夫を採用することで、MBOの透明性・合理性は高まると考えられる。ただし、各工夫は排除し合うものでもないため、それぞれの具体的対応を組み合わせる等して、より透明性・合理性を高めることも可能であると考えられる。」**(5(5))

- ※ (1) 株主の適切な判断機会の確保
- (2) **意思決定過程における恣意性の排除**
- (3) 価格の適正性を担保する客観的状況の確保
- (4) その他

役割・機能

- 特別委員会は、取引構造上の利益相反性から、対象会社の取締役会が会社の利益（一般株主の利益）のために適切な判断を行う主体としての役割を果たすことが期待できない場合において、取締役会に代わる独立した判断主体として設置されるもの。
- こうした設置趣旨を踏まえ、特別委員会の機能をどのように考えるか。

機能（例）	実現方法（例）
利益相反の問題（リスク）の解消	➤ 独立性を有する者で特別委員会を構成し、一般株主の利益を図る観点から適切な判断を行う
情報の非対称性の問題の解消	➤ 特別委員会が一般株主に代わって重要な情報を得る
公正な取引条件の実現	➤ 特別委員会が買収者との交渉に関与することにより、独立当事者間のM&A（利益相反性がない取引）における交渉と同視し得る実質的な交渉が行われることを確保する

役割・検討対象（1/3）

- 特別委員会の役割・検討対象をどのように考えるか。

検討対象として指摘されている事項（例）

- | | |
|----------|---|
| A | ➤ 手続の公正性
（当該M&Aにおいて講じられる措置を全体として見て、取引条件の公正さが担保される手続となっているかの確認） |
| B | ➤ 取引条件の妥当性
（特に買収対価の金額（金銭対価の場合）や株式交換比率（株式対価の場合）の妥当性の確認など） |
| C | ➤ 当該M&A自体の是非
（当該M&Aが企業価値の向上に資するものかの確認） |
| D | ➤ 他の買収スキームの可能性
（当該M&Aを実行する上で、他に適切なスキームがないかの確認） |
| E | ➤ 代替的な買収提案の有無
（当該M&Aの提案を行った買収者以外にも潜在的な買収者がいないかの確認） |

次回以降の回でも
別途議論予定

役割・検討対象（2/3）

競合する買収提案を受けた場合の対応

次回以降の回でも別途議論予定

- 対象会社が競合する買収提案を受けた場合における特別委員会の役割・検討対象について、どのように考えるか。

競合する複数の買収提案のいずれに賛成すべきかについての考え方（例）

- | | |
|----------|------------------------------|
| A | ➤ 自由に選択することができる |
| B | ➤ 株主が受け取る対価を最大化させる買収提案に賛成すべき |
| C | ➤ 企業価値を最大化させる買収提案に賛成すべき |

役割・検討対象 (3/3)

MBO指針

- 「例えば、MBOを行う取締役が対象会社との間で、対抗者との接触等を一切禁止するような取引保護条項を合意することは過度の制限であると考えられる。他方、このような過度な制限を禁止するのみならず、**特段の事情がない限り対抗者に対象会社の買収監査の機会を付与することを原則とすべきとの指摘**もある（ただし、この場合でもブレイクアップフィー条項等の取引保護条項を定めることは、合理的な範囲内であれば妨げられないものと考えられる）。しかし、当該指摘に対しては、**必ずしも買収監査の機会を付与しなくとも対抗買付は可能であるとの意見**もある。
…いずれにしても、対抗者が出現する可能性をどの程度確保すべきか、又は実際に対抗者が出現した場合にどのような対応をとるべきか、という点は、この方法により透明性・合理性を確保する場合における最も重要なポイントである。特に、対抗者が実際に出現した場合には、一方でMBOとしての買付が行われている以上、**対象会社の取締役会としては、当然に、当該対抗者の提示する代替的な買付提案についても真摯に検討する必要がある、合理的な理由なくこれを拒絶することは適切とはいえない**。また、**取締役会が下した判断の合理性については、株主に対して十分な説明を行うことが求められる**。MBOを行う取締役はこれらの点を十分に認識し、また、MBOの買付価格の合理性についても十分に検討した上で、MBOを行うことが重要である。」(5(3))

設置の要否

- MBOや支配株主による従属会社の買収における特別委員会の設置の要否の考え方について、どのように考えるか。

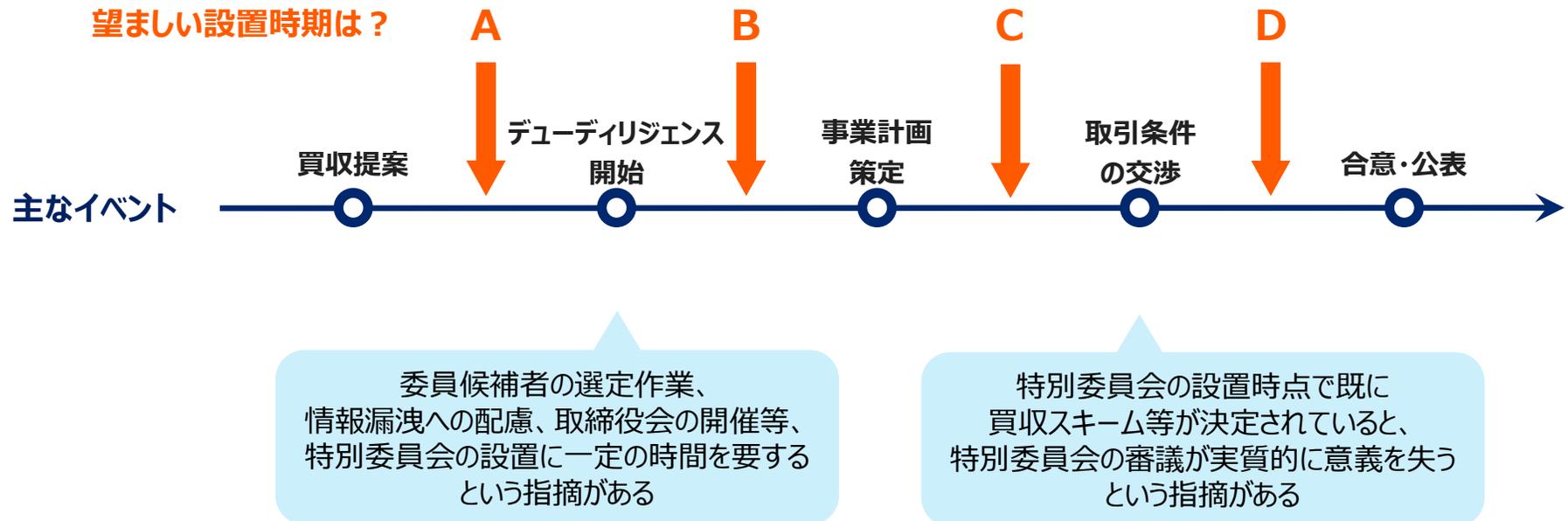
- 例えば、以下のような考え方について、どのように考えるか。

- MBOや支配株主による従属会社の買収においては、原則として、特別委員会を設置することが望ましい。
- もっとも、例えば経営破綻企業の救済案件等、緊急性が高く、迅速な実施が要求される場合など、特別委員会を設置することが困難な場合もあると考えられる。
- また、利益相反性の強弱、買収者側から提示された取引条件の内容、当該M&Aにおいて講じられる他の措置等、個々の取引の具体的状況に応じて、特別委員会を設置する必要性の程度は異なり得ると考えられる。

設置の時期

- 望ましい特別委員会の設置の時期について、どのように考えるか。

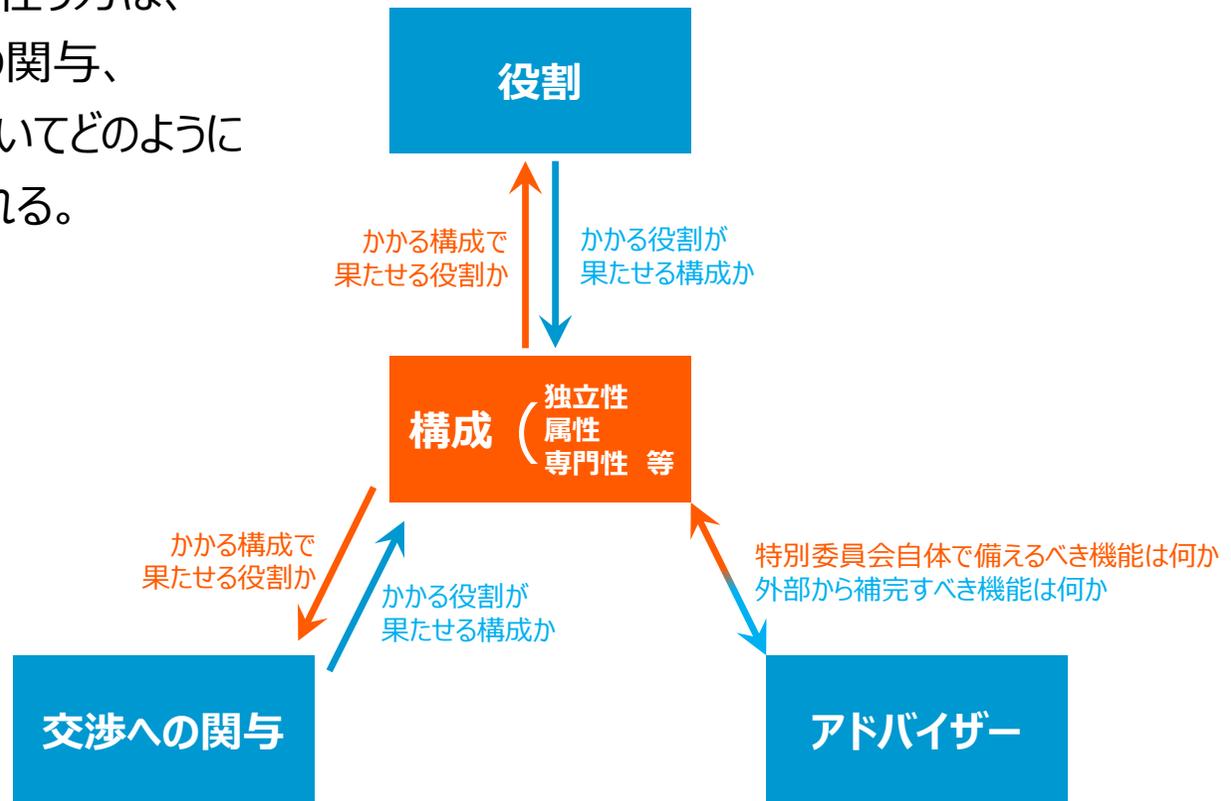
- 現状、日本では、特別委員会は、当事会社間で検討・協議・交渉がある程度進んだ後に設置されることも多いと指摘されている。



構成（総論）

- 特別委員会の役割を踏まえ、望ましい委員構成の在り方について、どのように考えるか。
- その際、委員としての適格性を構成する各要素（例えば、独立性、属性、専門性等）について、どのように考えるか。また、各要素相互間の優劣関係についてはどのように考えるか。

- 望ましい特別委員会の構成の在り方は、特別委員会の役割、交渉への関与、アドバイザー等の他の論点についてどのように考えるかとも関連すると考えられる。



構成（独立性）

- 独立性は、特別委員会の委員となる者に求められる必須の前提条件と考えることでよいか。
 - 独立性の内容について、どのように考えるか。
 - 買収者からの独立性
 - 対象会社からの独立性
 - 当該M&A（取引）からの独立性（利害関係がないこと）
 - 独立性の程度について、どのように考えるか（例えば、取引関係や人的関係等についてどのように考えるか等）。
 - 独立性を担保するための委員の選任プロセス（誰が主導するか）等について、どのように考えるか。

構成（属性）（1/2）

- 望ましい特別委員会の委員の属性について、どのように考えるか。
 - 現状、日本においては、特別委員会は社外取締役、社外監査役および社外有識者から構成されているが、このうち、社外有識者が特別委員会の委員として選任されることが最も多く、社外取締役が選任されることは少ないと指摘されている。

属性	当該属性に対してなされている指摘（例）
社外取締役	<ul style="list-style-type: none">➤ ①株主総会で選任され、会社に対して法律上義務・責任を負う、②取締役会の構成員として経営判断に関与することが本来的に予定された存在であることから、委員として最も適切➤ 現状の日本の社外取締役の独立性や、企業買収に関する専門性が必ずしもないことに懸念がある
社外監査役	<ul style="list-style-type: none">➤ ①株主総会で選任され、会社に対して法律上義務・責任を負う、②業務執行の適法性監査の対象には取締役の善管注意義務・忠実義務違反も含まれる、③取締役の不正の行為や法令違反・著しく不当な事実の報告義務を負うことを踏まえると、委員としての適格性があると言える➤ 本来的に経営判断に関与することが予定された存在ではない
社外有識者	<ul style="list-style-type: none">➤ 高度な独立性や企業買収に関する専門性を確保することが可能➤ 株主総会で選任された存在ではなく、また、株主に対する責任関係も不明確（これに対しては、委任契約上、委員が善管注意義務を負う旨を明確に規定すること等で対処可能という指摘もある）

構成（属性）（2/2）

コーポレートガバナンス・コード

【原則4-7. 独立社外取締役の役割・責務】

上場会社は、**独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待される**ことに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

(iii) **会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること**

(iv) **経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること**

コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）（別紙2（社外取締役活用の視点）2.2.3.）

○会社と経営陣・支配株主等との利益相反が生じ得る場面においては、**利害関係のあり得る者がその判断に関与することは適切ではない**。このため、**独立的・客観的な立場から社外取締役がその妥当性を判断することで、積極的に監督に関与することが期待される**。

○会社と経営陣・支配株主等との利益相反が生じ得る場面の例として、以下のような場面が考えられる。

- 役員報酬の決定
- **MBO（マネジメント・バイ・アウト）や支配株主等による買収への対応**
- 支配株主等との取引
- 敵対的買収への対応（買収防衛）
- 企業不祥事への対応 等

構成（専門性）

- 特別委員会の委員が企業買収に関する専門性を有することの要否について、どのように考えるか。
 - また、専門性と属性の優劣関係について、どのように考えるか。
- 現状、日本では、法律や会計の専門家等の社外有識者が特別委員会の委員に選任されることが多いと指摘されている。

専門性についての考え方（例）

A	➤ 専門性よりも属性を優先すべき
B	➤ 属性よりも専門性を優先すべき

交渉への関与（1/2）

- 望ましい特別委員会の交渉への関与の在り方について、どのように考えるか。

- 現状、日本では、諮問型の特別委員会が多く、交渉型の特別委員会は少ないと指摘されている。

諮問型：取引の公正性を検証し、取締役会に意見を述べる職責を担う

交渉型：買収者である取締役や支配株主との交渉を行う職責を担う

特別委員会の交渉への関与についての考え方（例）

A

- 特別委員会が交渉を担うべき（交渉型）
（特に、利益相反性が顕著で、対象会社側で買収者側との対等な交渉が期待できない場合）

B

- 特別委員会が交渉を担うことは不可欠でない（諮問型）
（現状の日本における特別委員会の構成や、特別委員会の役割に対する認識を踏まえると、かえって機能しないおそれがある）

B①

- 特別委員会に取引を拒絶する権限を付与すべき

B②

- 特別委員会を交渉に実質的に関与させ、十分な交渉が行われることを確保すべき
（例：交渉の重要な局面で随時特別委員会に意見を求める）

交渉への関与（2/2）

MBO指針

- 「社外役員・第三者委員会等の社外者の活用は、意思決定の透明性・合理性を確保する上で重要であり、**単なる諮問等の確認手続きのみならず**、MBOを行う取締役との間で、**独立当事者間の交渉と同視し得る実質的な「交渉」を担わせるべきとの指摘**もある。他方で、実際には、責任の重大性又は責任関係の不明確性の観点から、**引き受け手を探すのが極めて困難であるとの指摘**もある。」(5(2)(i))
- なお、上記記載については、「社外役員または第三者委員会等の委員の責任関係については、会社法上必ずしも整理し切れていないのではないかとの議論がなされた。まず、取締役の会社法上の義務との関係については、**忠実義務の議論の一環として位置づけることが可能であるとの指摘**もあるものの、**わが国における善管注意義務・忠実義務をめぐる議論の経緯からすると、必ずしも明確に位置づけることはできないとの指摘**もなされた。加えて、**社外取締役に関しては、当該「交渉」を担うことと業務執行性（会社法二条一五号）との関係や、当該「交渉」を担うことと社外監査役の権限の範囲との関係等についても、会社法の議論との関係が必ずしも明確でないとの指摘**がなされた。これらの経緯から、脚注において、会社法上の責任関係について両論併記としている。」と説明されている（梅津英明『「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針』の概要」商事1811号9頁）。

会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱案（仮案）（会社法制（企業統治等関係）部会資料26）

- 第2部の第2の1 業務執行の社外取締役への委託
MBO等の場面において、**対象会社の社外取締役が、対象会社の独立委員会の委員として、当該MBO等の検討をするにとどまらず、交渉等の対外的行為を伴う活動**をすることは、一般的に、**株式会社と業務執行者その他の利害関係者との間の利益相反の問題を回避する観点から、会社法の趣旨に適うと考えられていることを前提に**、株式会社と取締役との利益が相反する状況にある場合その他取締役が株式会社の業務を執行することにより株主の共同の利益を損なうおそれがある場合には、仮に、社外取締役の行為が株式会社の業務の執行に該当するときであっても、株式会社が、その都度、取締役会の決議等によって、当該行為をすることを社外取締役に委託することができるものとし（ただし、業務執行取締役の指揮命令の下に執行する業務については、この限りでないものとする。）、**当該社外取締役が当該行為をすることにより社外取締役の要件を満たさないこととはならないものとするというセーフ・ハーバー・ルールとしての規律を設けるものとする**ことが提案されている。

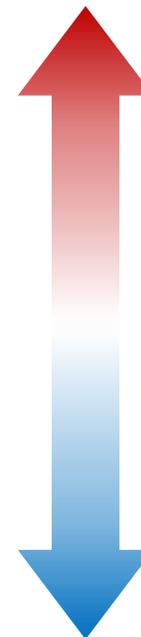
アドバイザー

- 特別委員会がその機能を十分に果たす上で、財務アドバイザーおよび法務アドバイザーから十分な専門的助言を得られることが望ましいと考えられる。
- 望ましいアドバイザーの指名・選任の在り方について、どのように考えるか。

- 現状、日本では、特別委員会は、対象会社が選任したアドバイザーから助言を得ていることが多く、独自にアドバイザーを選任していることは少ないと指摘されている。

アドバイザーの指名・選任に係る特別委員会の権限についての考え方（例）

A	➤ 対象会社のアドバイザーとは別途、独自のアドバイザーを選任する権限を付与すべき
B	➤ 対象会社のアドバイザーを指名する権限を付与すべき
C	➤ 対象会社のアドバイザーを承認（事後承認を含む）する権限（不承認の場合には別のアドバイザーを指名可）を付与すべき
D	➤ 特段の権限は不要（対象会社が指名・選任したアドバイザーから助言を受けることでもよい） （特に、特別委員会自体が専門性を備えている場合）



- アドバイザーから提供を受ける情報に対する**買収者からの影響を遮断**することが望ましいという指摘
- 委員の選定作業等に一定の時間を要し、**特別委員会の設置前に、対象会社がアドバイザーを選任していることが多い**という指摘
- 対象会社が選任するアドバイザーに加えて特別委員会が独自にアドバイザーを選任すると、**対象会社が負担する買収費用が大幅に増加**するという指摘

情報開示

- 望ましい特別委員会に関する情報開示の在り方について、どのように考えるか。

- 特別委員会に関する情報開示には、対象会社の一般株主等が、特別委員会がその機能を果たしたか否かを判断することを可能とする機能があると考えられる。

開示すべき情報として指摘されている事項（例）

A	➤ 設置の有無
B	➤ 委員の氏名・属性等、独立性・選任理由
C	➤ 付与された権限の内容
D	➤ 検討・交渉経緯の内容
E	➤ 判断の根拠・理由

4. 今後の検討スケジュール

今後の検討スケジュール（案）

日程	議事内容
第1回（11/9（金）16:00-18:00）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ MBO指針見直しの要否 ➤ MBO指針見直しの方向性・今後の検討事項
▶ 第2回（12/7（金）11:30-13:30）	➤ 論点の議論①（取引類型による差異、特別委員会）
第3回（1/10（木）9:30-11:30）	➤ 論点の議論②
第4回（2/1（金）10:00-12:00）	➤ 論点の議論③
<p>パブリックコンサルテーション（予定）</p> <p>※より広い視点から分析・検討を更に深めるため、広く国内外の関係者から各論点に関わる情報・意見の提供を募集するプロセス</p>	
第5回（2/22（金）10:00-12:00）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ パブリックコンサルテーションの結果報告 ➤ 論点の議論④
第6回（4月上旬）	➤ 取りまとめに向けた議論①
第7回（4月下旬）	➤ 取りまとめに向けた議論②
<p>パブリックコメント（検討中）</p>	
第8回	➤ 予備日（パブリックコメントの結果報告等）

※第6回以降の日程は現在調整中

※研究者・実務家等に対する事務局ヒアリング（委員任意参加）の実施も検討中