

「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– (案)」
 に対する主なパブリックコメントの概要及びコメントに対する経済産業省の考え方

凡 例

本資料においては、以下の略称を用いています。

正式名称	略称
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–	本指針
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– (案)	本指針案
公正な M&A の在り方に関する研究会	本研究会
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	MBO 指針

なお、英文でご提出いただいたコメントについては、事務局にて原文を和訳した上で、その概要を記載しています。

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	全般	
1	本指針案について概ね賛同する。	本指針の策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。
2	本指針案は全体の構成においても細部の具体的な記述においても、ほぼ完全な出来栄である。よって、今後各界からの意見を参考に本指針案を修正することがあっても、文言をより分かりやすくする等の修正にとどめるべきである。特に、第3章の「実務上の具体的対応 (公正性担保措置)」の内容が後退することがあってはならない。	

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
3	<p>経済産業省及び本研究会が MBO 指針の改訂という重要な問題に取り組んだことを賞賛する。また、神田教授及び本研究会委員が、この重要な問題について、M&A のプロセスを向上させ、少数株主の利益を保護するために、慎重に、かつ思慮深く検討したことに感謝の意を表す。本指針案は、間違いなく、透明性及び開示を前進させる。本指針案を大いに支持し、最終版の公表を待ち望む。</p>	
4	<p>今般、本指針案の対象範囲として追加された「親会社による上場子会社の完全子会社化等の取引」においては、現在既に、各取引当事者が、現行の法令及び上場金融商品取引所の各種規制のもと、それぞれの創意工夫の中で必要十分な公正性担保措置を取っているものであり、こうした取引において、投資家を含めた少数株主から利益相反や情報の非対称性に関する具体的な懸念が示されることは稀である。このことは、これらの公正性担保措置が有効に機能していることを示唆するものである。このような中、本指針案の一部には、現行の市場プラクティスに比べて過度な公正性担保措置を推奨する内容が含まれており、本指針の公表により、上場子会社の完全子会社化等の取引において、必要以上に公正性担保措置を講ずる市場プラクティスが、事実上、形成されることが懸念される。公正性担保措置は、各取引当事者が自ら合理的と判断する範囲で行われるべきものであり、必要以上の措置は、企業による機動的な M&A、ひいては事業ポートフォリオの組み換えによる企業価値向上を阻害しかねない。</p>	<p>本研究会の議論において、支配株主による従属会社の買収においては、構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在するため、これにより株主としての地位を失う一般株主の立場から、一般株主の利益よりも買収者の利益が優先され、買収者の情報優位性も利用して一般株主に不利な取引条件で M&A が行われることにより、本来は一般株主が享受すべき利益を享受することができず、これを買収者が享受しているのではないかとの懸念の指摘があり、そうした指摘を踏まえて、支配株主による従属会社の買収を本指針の対象に含めることとされたものです。</p> <p>また、本指針においては、各公正性担保措置の実施は、MBO 及び支配株主による従属会社の買収において公正な取引条件を実現するための条件ではなく、個別の M&A における具体的状況に応じて、いかなる措置をどの程度講じるべきかが個別に検討されるべきものであり（本指針 3.1.1）、事案に即した適切な公正性担保措置を判断し、実施することが重要となるとされており（本指針 3.1.2）、状況に応じて、各取引当事者が自ら適切と判断する公正性担保措置を実施することが想定さ</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
		<p>れているため、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。</p> <p>なお、本指針においては、企業価値の向上に資する望ましい M&A に対して阻害効果を及ぼし、又は当事会社が過度に委縮することは、一般株主にとってもまた望ましいことではないとされ、M&A の関係者には、企業価値の向上に資する M&A が一般株主の利益に配慮しつつ積極的に行われる健全な資本市場の発展に向けて、リスク回避に傾くことなく、費用対効果の視点も含めてバランスのとれた対応をとることが求められるとされています（本指針 3.1.4）。</p>
5	<p>本指針案は、副題において「株主利益の確保」をうたっているが、手続面での議論に終始しており、それで果たして「株主利益の確保」のための指針として十分に機能するのか、疑問なしとしない。</p> <p>手続の問題は、対象会社（従属会社）の株主に対して公正な対価の交付がなされるという実質を確保することに向けられているべきものだが、手続面を通じて、どのようにその公正性が確保されるかについて、形式的な議論の連続ではなく、実質面の記述が説得的になされることが期待される。</p> <p>なお、デラウェア州の判例法理において、conflict of interest がある場合には Business Judgment Rule が適用されず、裁判所の判断基準は Entire Fairness、すなわち fair dealing（手続面での fairness）と fair price（実質面での fairness）の両面を総合的に検討することとされている。デラウェア州が正しいと主張するものではないが、考え</p>	<p>本指針においては、MBO 及び支配株主による従属会社の買収においては、企業価値の向上と公正な取引条件の実現が担保されるべきであるとされた上で（本指針 2.1.2）、取引条件の公正さについて一義的・客観的な基準を設けることが困難であることを踏まえて、取引条件の公正さを担保するための手続（公正な手続）の在り方について指針を示し、こうした手続を通じて M&A が行われることにより、一般株主が享受すべき利益が確保されるべきものと考えられるとされています（本指針 2.2.2）。</p> <p>したがって、本指針は、主として手続面から、我が国企業社会における公正な M&A の在り方を提示するものであるものの、ご指摘のとおり、本指針において提示される各公正性担保措置を講じる目的は、取引条件の公正さを担保することという実質面にあります。このことも踏まえて、本指針 3.1.3 においては、公正性担保措置を講じた外形が整え</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>方として、手続面「だけ」では公正性の確保には十分とは言えない、と考える観点から、本指針案のアプローチに対して、果たしてそれで実効的な指針となるか、の疑問が残る。</p> <p>もし仮に手続面のみに焦点を当てるのであれば、それを通じて実質が達成できるにはどのようにすべきか、より深い議論がなされるべきであり、また、手続面だけに限定している本指針案の構成では、形式さえクリアすれば公正性が確保されていると強弁する余地を残してしまうとの懸念がある。</p> <p>日本の企業法務の実務の実情に鑑み、そのような懸念は杞憂ではないと考えており、形式のみに墮すことなく、本指針の意図が実現するには今後どのような方策が必要かについて、さらなる真摯な検討をも期待したい。</p>	<p>られても、各措置が有効に機能していなければ、公正性担保措置としての意味はなく、形式上講じられた公正性担保措置の数よりも、講じられた措置が全体として果たす機能の実質が重要となるとされています。</p> <p>このような本指針の趣旨の理解と実現に向けて、必要に応じて今後もフォローアップをしてまいりたいと考えています。</p>
	1.2 本指針の意義	
6	<p>ロジックの問題であるが、予見可能性があるから我が国資本市場に対する信頼を高めるとはいえない。</p> <p>仮に、必ずしも株主利益の確保が十分にはなされていないような市場である、という点での予見可能性が高まった場合、当然ではあるが、市場への信頼が低くなる。</p> <p>問題は、投資先として、日本の資本市場では、株主利益が確保されるという期待を合理的に持つことができ、それが確保される事例が積み重なることを通じて形成された予見可能性が重要ということである。</p> <p>すなわち、予見可能性だけが意味のあるものではなく、実質と実績を伴</p>	<p>本指針 1.2 第 3 段落において、「M&A を実行する上での予見可能性を高めることで企業価値の向上に資する M&A を促進し、我が国における M&A の健全な発展に資する」という文言及び「我が国資本市場に対する信頼を高め、グローバルな市場間競争の中で我が国企業への中長期的な投資を呼び込む上でも有益である」という文言は、並列的な関係にあり、いずれも直前の「公正な M&A の在り方を明らかにし、我が国企業社会の関係者の共通認識の形成を図っていくことは」という部分を受けた文言となっています。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>ったものとしての予見可能性でなければならないと考えるものである。</p> <p>本指針が、市場への信頼が形式だけでも予見可能性があればいい、という誤ったメッセージを発信することにならないように期待したい。</p>	
1.3 本指針の位置付け		
7	<p>第2段落に「本指針で提示する原則論や実務上の対応等は、あくまで、M&Aの公正性を担保しつつ、経済的意義を有するM&A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示するものであり、M&Aに新たな規制を課す趣旨で提示するものではない」とあり、この記述自体に異論はないが、ではどのようにして、実効性を確保するのであろうか。M&Aに関係する当事者において、公正なM&Aを実現していこうというインセンティブはあるのか、あるとすれば、それは何であろうか、モラルハザードのリスクはないか。これらの点について、どのように考えて本指針案は策定されているのか。</p>	<p>本指針は、基本的には、企業社会の関係者によって尊重され、企業社会の関係者が率先して本指針の趣旨の理解と実現に向けて努力することを期待するものですが、本指針第3章において提示される公正性担保措置が実効的に講じられている場合には、「公正な価格」についての裁判所の審査においても、当事者間で合意された取引条件が尊重される可能性は高くなることが期待され、また、通常は、対象会社の取締役の善管注意義務及び忠実義務の違反が認められることはない想定されることを踏まえると（本指針注1）、本指針が企業社会の関係者によって尊重されることは期待されると考えられます。</p> <p>また、本指針3.1.3においては、公正性担保措置を講じた外形が整えられても、各措置が有効に機能していなければ、公正性担保措置としての意味はなく、形式上講じられた公正性担保措置の数よりも、講じられた措置が全体として果たす機能の実質が重要となるとされています。</p> <p>このような本指針の趣旨の理解と実現に向けて、必要に応じて今後もフォローアップをしてまいりたいと考えています。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
8	<p>第2段落に「本指針は、我が国における M&A が今後更に健全な形で発展していくことを目的として、MBO 指針策定後に蓄積されてきた実務も踏まえ、今後の我が国企業社会におけるベストプラクティスの形成に向けて公正な M&A の在り方を提示するものである」とあるが、この記述には違和感はない。本指針案が新たな規制を課すものではないとし、法的な規範性がないものなのであれば、慣行・プラクティスの形成に向けて、一つの「在り方」を提示するというのは一貫する。したがって、本指針はベストプラクティスを示すものではなく、ベストプラクティスの形成に向けた公正な M&A の在り方を提示するものとして、一貫して記述されることが望ましい。</p>	<p>本指針の策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。</p>
9	<p>第3段落に「本指針で提示する原則論や実務上の対応等は、会社法上の明確な位置付けを行うことを直接意図して提示するものではなく、より広範な視点として、公正な M&A の在り方に関して企業社会において共有されるべきベストプラクティスとして位置付けられるべきものである」とあるが、この記述では本指針案がベストプラクティスであるとまで踏み込んでいる。</p> <p>この記述は、内容的に異論がある。本指針案は、随所に「抜け道」を埋め込んでおり、ベストプラクティスを提示したものとは言い難い。具体的な事案において、公正性担保措置の在り方も異なるし、またすべての公正性担保措置を講じるものではないことは、むしろ自然であるが、本指針案の具体的な内容は、必ずしも厳格な指針ではなく、個々の公正</p>	<p>本指針 1.3 第3段落においては、本指針において提示される原則論や実務上の対応等は、会社法上の明確な位置付けを行うことを直接意図して提示されるものではなく、我が国企業社会において共有されるべき公正な M&A の在り方を提示するものであるという趣旨で、ベストプラクティスという用語が用いられております。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>性担保措置の内容も多方面の意見を反映して妥協的な内容となっていることが伺われる。</p> <p>むしろ、本指針案がベストプラクティスであると位置付けないことこそが、ベストプラクティスの形成に向けて日本の M&A 実務が発展していけるのではないか。</p> <p>あわせて、そのような M&A 実務の形成・発展を後押しする施策が検討され、実施されることを希望する。</p>	
1.4 本指針の対象と他の取引類型における議論の参照		
10	<p>一般株主利益保護の観点から、注 2 で例示されているような取引のみならず、例えば、いわゆる買収防衛策等における独立委員会による対抗措置発動の是非検討にも本指針案で明記されている特別委員会の設置その他の公正性担保措置は準用されるべきである。したがって、少なくとも、注 2 に「いわゆる買収防衛策等としての対抗措置発動」を例示することを提案する。</p>	<p>本指針の対象である MBO 及び支配株主による従属会社の買収において存在する課題と、敵対的買収の局面において存在する課題とは、問題状況を異にする側面もあると考えられますが、ご指摘を踏まえて、このような差異に関する整理も含めて今後の検討課題の一つとして指摘する趣旨で追記しました。</p>
11	<p>第 2 段落に「本指針は、……MBO および支配株主による従属会社の買収をその対象とするもの」としつつ、一方で、これらに「該当しない M&A においても……本指針を参照することは、当該 M&A の公正さを担保することに資する……」とあり、その射程がはっきりしない。本指針案は、もともと MBO や支配株主による従属会社の買収等、取引の類型上、情報の非対称性が高く、少数株主の利益が害される蓋然性が高い M&A において、公正な取引条件が担保されることを目的とするものであるが、いたずらにその適用範囲が拡大解釈され、意義ある M&A の成立</p>	<p>本指針において、支配株主とは、原則として、東京証券取引所の有価証券上場規程に規定される「支配株主」が該当するが、個別の M&A ごとに、本指針の趣旨を踏まえて、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題の有無やその程度、他の大株主の存否等を勘案して実質的に判断されることが想定されるとされており（本指針 1.5 の c)）、買収者が保有する対象会社の議決権の割合が過半数か否かという形式基準によって画一的に本指針の対象となる支配株主による従属会社の買収か否かが画されるものとはされていません。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>を阻害することは避けなければならない。こうした観点から、本指針案の趣旨に照らして、対象外であることが明らかな取引、例えば「議決権比率 20%以上 50%以下の上場関連会社の子会社化取引」等については、本指針の対象ではないことを明記すべきである。</p>	
1.5 本指針において用いる用語の意義		
12	<p>a)に「MBO（マネジメント・バイアウト）とは、現在の経営者が全部または一部の資金を出資し、事業の継続を前提として一般株主から対象会社の株式を取得することをいう」とあるが、買収は、（資産の売却目的のものでない限り）一般的に事業の継続が前提となっている点に鑑みても、「事業の継続」がMBOの特徴ではないのは明らか。</p> <p>MBOは、買収者側にマネジメントがあり、買収後にマネジメントの交代が予定されていないものである以上、「経営の継続」とすべきところではないか。</p>	<p>本指針においては、MBO 指針及び企業価値研究会「企業価値報告書 2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～」（2006年3月31日）におけるMBOの定義が基本的に受け継がれています。</p>
2.1.2 両取引の課題		
13	<p>第4段落に「MBOにおいては、対象会社の取締役自らが一般株主から対象会社の株式を取得することとなり」とあり、一般的には、これまで取締役が業務執行をしている場合が多かったといえるが、MBOの特徴をとらえるならば、その主体は「取締役」というよりは、経営陣（又は経営陣である取締役）とすべきではないか。</p> <p>同様に、本指針案 2.1.3 第2段落に「MBOの場合には、対象会社の取締役自身が買収者となり、買収対価を低くすることに対して直接的な</p>	<p>本指針においては、一般に、相互に独立した当事者間で行われる通常のM&Aにおいては、当事会社の取締役が会社及びその株主の利益のために行動することが期待されるのに対して、MBO及び支配株主による従属会社の買収においては、それぞれの取引構造上、利益相反の問題が存在するため、対象会社の取締役が対象会社及びその株主の利益のために行動することを当然に期待することはできないと考えられることが、両取引の課題の一つとされていることを踏まえて（本指針 2.1.2）、</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>利害関係を有するため」とある点も、MBOの主体として「取締役」ではなく、経営陣とすべきである。</p>	<p>対象会社の取締役に利益相反が生じているか否かという観点から整理が行われています。</p> <p>もっとも、MBOを行う経営者が取締役ではない場合においても、一定程度の構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が存在する場合には、その問題の程度等に応じて本指針は参考になる場合があると考えられます。</p>
14	<p>第5段落に「支配株主が株主総会における議決権の行使や取締役の派遣等を通じて従属会社の経営に一定の影響力を及ぼし得る」とあるが、支配株主の影響力に関して、「一定の」というような柔らかい表現では言い表せないのではないか。ここは、端的に「支配力」と明示することが妥当というべきであろう。(親会社の定義で実質的支配基準が使用されている点からも、「支配」は、法的にも、財務会計上も通常用語として使用されており、むしろその方が適切な表現であり、あえてぼかした表現とするのは適当ではない。)</p>	<p>本指針2.1.2第5段落においては、本指針の対象とされる支配株主による従属会社の買収の中には、支配株主が保有する従属会社の議決権の割合(過半数に満たない場合から3分の2以上に至る場合まで幅があり得る)や、支配株主と従属会社の関係(支配株主と従属会社の人的関係・取引関係、事業分野の異同、支配・従属関係の形成経緯等により、従前より従属会社の支配株主に対する依存度が強い場合もあれば、ある程度独立して経営されている場合もある)等において多様なものが含まれ得るところ、このような多様性に応じて支配株主が従属会社の経営に及ぼし得る影響力の程度には差異が生じ得ると考えられることを踏まえて、「一定の影響力」と記載されています。</p>
15	<p>注10に「例えば、一般株主の立場からは、……企業価値の向上の観点からは必要性や合理性に乏しいにもかかわらず、単に自らの利益追求のみを目的としてM&Aが行われているのではないかと疑念が指摘されている」とあるが、支配株主による従属会社の買収に関していうと、支配株主は自らの株主やステークホルダーのために自らの企業価値の向上のためM&Aを行うのであり、その意味では従属会社のためで</p>	<p>本指針注10において紹介されている指摘は、M&Aが当事会社の企業価値の向上に資するものでないにもかかわらず、対象会社の市場株価が一時的に過小評価されているタイミングを利用して、本来は一般株主が享受すべき利益を買収者が享受することを目的として行われるような場合を念頭に置いたものであり、ご指摘のような支配株主が自ら</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>はなく「自らの利益追求のみを目的として M&A を行う」こと自体は非難されるべきことではないと思われる。そのため、本脚注は、MBO のみに対する指摘にとどめるべきではないかと考える。</p>	<p>の企業価値の向上を目的とした M&A を行うことを問題とする趣旨ではありません。</p>
16	<p>第 8 段落に「上記の構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題に対応することにより、企業価値の向上と公正な取引条件の実現が担保されるべきであるといえる」とあるが、本指針案の副題に株主利益の確保がうたわれている点に鑑みても、「株主利益の確保」されたものであって初めて「公正な取引条件」といえる点を明示することは重要である。「上記の構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題に的確に対応することにより、企業価値の向上と株主利益の確保された公正な取引条件の実現が担保されるべきであるといえる」と修正して、文意の明確化・疑義の解消を図るべきである。</p>	<p>本指針において、「公正な取引条件」とは、M&A による「企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような取引条件」とされ（本指針 2.1.2）、MBO 及び支配株主による従属会社の買収においては、「企業価値の増加分が一般株主に公正に分配されるような取引条件」とされているため（本指針 2.2）、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。</p>
<p>2.1.3 両取引の差異</p>		
17	<p>第 3 段落に「支配株主による従属会社の買収の場合には、従属会社の取締役は、買収対価を低くすることに対して直接的な利害関係を有するわけではなく、買収者となる支配株主の従属会社の取締役に対する影響力を通じて、支配株主と一般株主との間の利益相反関係の影響を受け得るに留まる」とあり、従属会社の取締役は、買収対価の高低に直接的な利害関係がないとされているが、そのことから直ちに間接的に利益相反の影響を受けるにとどまる、というのは妥当ではない。</p> <p>従属会社の取締役は、支配株主の意向に従った行動をとらなかった場合には、自らの地位を失うリスクが高く、現実には、従属会社の独立</p>	<p>本指針 2.1.3 第 3 段落においては、ご指摘のような問題状況も含む趣旨で、「買収者となる支配株主の従属会社の取締役に対する影響力を通じて、支配株主と一般株主との間の利益相反関係の影響を受け得る」とされています。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>性は、支配会社・親会社の許容する範囲での限定された自由・独立性というのが実態ととらえられ、したがって、従属会社の取締役は、自らの利益を考えると、支配株主の利益を図る又はその意向を反映した行動をとる直接かつ具体的なインセンティブがある。その点で、あたかも間接的な利害関係しかないという記述では、問題状況を適切に表現しきれていないのではないか。</p>	
2.2.1 M&A に際して実現される価値についての概念整理		
18	<p>第1段落に「M&A に際して実現される価値は、理論的には、(a) M&A を行わなくても実現可能な価値と、(b) M&A を行わなければ実現できない価値の2種類に区別して考えることができる」とあるが、理論的な整理をした論稿などを注などで追記し、出典を明記すべきであろう。</p>	<p>本指針においては、その性格に鑑み、出典等の記載は基本的に省略されていますが、本指針 2.2.1 における M&A に際して実現される価格についての概念整理は、MBO 指針における MBO に際して実現される価格の概念整理が基本的に受け継がれています。</p>
19	<p>第2段落に「M&A によって一般株主はスクイズ・アウトされることとなるものの、一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる」とあるが、ここは、重要なポイントであり、「しかるべき部分」の享受というような表現ではなく、一般株主にも「公正な分配」がなされるべき、という考え方を示すべきではないか。</p>	<p>本指針においては、MBO 及び支配株主による従属会社の買収においては、公正な取引条件、すなわち企業価値の増加分が一般株主に公正に分配されるような取引条件の実現が担保されるべきであるとされており（本指針 2.2）、ご指摘の趣旨に沿った考え方が示されていると考えられます。</p>
20	<p>注 16 に「会社法上、組織再編における株式買取請求手続における株式の買取価格は『公正な価格』と定められており（会社法第 785 条第 1 項等）、同価格は、①組織再編によって企業価値の増加が生じる場合は、組織再編が公正な条件で行われ、それによって、当該増加分が各当事会社の株主に公正に分配されたとすれば、基準日において株式が有する価値をいい、②組織再編によって企業価値の増加が生じない場合は、組</p>	<p>本指針においては、その性格に鑑み、出典等の記載は基本的に省略されています。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>織再編を承認する株主総会決議がなかったならば基準日において当該株式が有していたであろう価格をいうと解されている」とあるが、解釈に関して、通常は出典が注記されるので、本指針案においても割愛せずに記載すべきであろう。</p>	
2.2.3 買収対価の種類		
21	<p>第1段落に「買収対価が買収会社の株式である場合には、対象会社の一般株主は、取引後に買収会社の株主としてその株式の保有を継続する選択肢が提供されるため、その株式の保有を通じて(b)の価値を享受することができる」と指摘されている」とあるが、買収者の株式が市場性のある有価証券である場合（通常はそうであるはず）、対価となる株式の価値はその時点で金銭的な評価をすることができ、また換金もできる以上、理論上は、金銭対価と買収者の有価証券の対価という対価の種類の違いは（トランザクションコストの点を除き）本質的な差異ではないというべきではないか。</p>	<p>ご指摘のとおり、買収対価が買収会社の株式である場合であっても、取引条件の公正さは買収対価が金銭である場合と同様に問題となることを踏まえて、本指針においては、支配株主による従属会社の買収に関して、金銭を買収対価とする場合と、支配株主の株式を買収対価とする場合が共に対象とされ（本指針1.5 b）、また、本指針2.2.3においては、公正な手続を通じて M&A が行われることにより一般株主利益が確保されるべき点において、買収対価の種類によって差異が生じるわけではないと考えられるとされています。</p>
2.3 M&A を行う上での尊重されるべき原則		
22	<p>「第2原則：公正な手続を通じた一般株主利益の確保」として「M&A は、公正な手続を通じて行われることにより、一般株主が享受すべき利益が確保されるべきである」とあるが、手続の適正性は、本来は対価の公正性を推認させる間接的な要因にすぎないはずであり、公正な手続であれば対価が公正だと断定することは困難であるはずである。</p> <p>他方、手続的な公正さが確保されていない場合であっても、対価が公正であるという場合も観念できる点も踏まえると、本指針案が手続面</p>	<p>本指針においては、MBO 及び支配株主による従属会社の買収においては、企業価値の向上と公正な取引条件の実現が担保されるべきであるとされた上で（本指針2.1.2）、取引条件の公正さについて一義的・客観的な基準を設けることが困難であることを踏まえて、取引条件の公正さを担保するための手続（公正な手続）の在り方について指針を示し、こうした手続（公正性担保措置の実施）を通じて M&A が行われる</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	に主眼を置くのは、それだけですべての解決が図れるというわけではないはずである。	ことにより、一般株主が享受すべき利益が確保されるべきものと考えられるとされています（本指針 2.2.2）。
23	私見では、本指針案の正当性を基礎付ける上で補充が必要な視点は、「実現可能性」の視点と考える。仮に、理念的にいくらが公正価格であると言ったとしても、買収が実現しなければ、その価格も実現しないため、実現可能性のある価格としてどのような価格が公正か、を考えることにならざるを得ないからである。Revlon 基準で、単に best price とはせず、「best price reasonably available to shareholders」としている点にも表れているように、公正の考え方は、現実を踏まえたものとならざるを得ないことは付言されてもよいのではないかと考える。ただし、その場合であっても、我が国の M&A 実務では、「形式だけ」で済ませようとする傾向が根強い点で、そのような安易なアプローチを懲り懲りする実務家の都合のいい言い訳にならないよう留意すべき点も付言しておくべきであるとともに、紛争になった場合に、裁判所が表層的な対応をして事足りれりとするのがないように、警鐘を鳴らすことも必要であると考えている。	本指針においては、公正な手続に関する基本的な視点の一つとして、「対象会社において M&A の是非や取引条件の妥当性についての交渉および判断が行われる過程（以下「取引条件の形成過程」という。）において、M&A が相互に独立した当事者間で行われる場合と実質的に同視し得る状況、すなわち、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題に対応し、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保する」という視点 1 が提示されていますが、これは、「企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる」とあるように、ご指摘のような実現可能性を踏まえた対応を前提とするものと考えられます。 また、本指針 3.1.3 においては、公正性担保措置を講じた外形が整えられても、各措置が有効に機能していなければ、公正性担保措置としての意味はなく、形式上講じられた公正性担保措置の数よりも、講じられた措置が全体として果たす機能の実質が重要となるとされており、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。
2.4 公正な手続に関する基本的な視点		
24	視点 1 に「構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題に対応し、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保	本指針は、基本的には、企業社会の関係者によって尊重され、企業社会の関係者が率先して本指針の趣旨の理解と実現に向けて努力することを期待するものですが、本指針第 3 章において提示される公正性担

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>する」とあるが、対象会社において、このような状況を目指した努力がなされるインセンティブについての検討が欠けているのではないかと懸念する。それが理想ではあるのは間違いないが、そのような努力がなされる期待可能性はあるのか。あるとすればそれはどのような場合かを問い、そのような状況・条件の整備・具備をも本指針案ではカバーしていく必要があるのではないかと。(根本的な問題として、外見上やったふりをしていけばよい、というモラルハザードの防止として機能するものを考えなければ、いくら美辞麗句を並べても、画餅に帰するのではないかと、との懸念が拭えないからである。)</p>	<p>保措置が実効的に講じられている場合には、「公正な価格」についての裁判所の審査においても、当事者間で合意された取引条件が尊重される可能性は高くなることが期待され、また、通常は、対象会社の取締役の善管注意義務及び忠実義務の違反が認められることはない想定されることを踏まえると(本指針注1)、本指針が企業社会の関係者によって尊重されることは期待されると考えられます。</p>
25	<p>視点2に「一般株主に対して、適切な判断を行うために必要な情報を提供し、適切な判断を行う機会を確保する」とあり、この表現自体に異論はないが、その内実が何かを問う必要がある。</p> <p>これまでも「それなりの」情報提供しかなされていなかった(情報開示が十分とはいえない)ことに関する対処を講じることなく、視点2を示しても、やはり公正なM&Aの実現は難しいのではないかと。</p> <p>また、例えば、利害関係があるFAがいた事例を想定した場合に、利害関係から支配株主その他の買収者の利益を優先し、一般株主の利益が損なわれるような場面において、利害関係の事実が開示されたからといって、公正なM&Aが実現するものではない。開示だけではなく、開示した後、その開示内容において問題(例えば本来のFAとしての義務違反)に係る責任を負わされることがなければ、開示だけで公正なM&Aが実現するものではない。(開示すれば、「悪いこと」をしなくてもいい</p>	<p>本指針においては、MBO及び支配株主による従属会社の買収においては、買収者と一般株主との間の情報の非対称性により、取引条件の妥当性等について一般株主による十分な情報に基づいた適切な判断(インフォームド・ジャッジメント)が行われることが当然には期待しにくいことを踏まえて、一般株主に対して、適切な判断を行うために必要な情報を提供し、適切な判断を行う機会を確保するという視点から、例えば、一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上の公正性担保措置としての機能と望ましいプラクティスの在り方が整理され、「特別委員会に関する情報」、「株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関する情報」及び「その他の情報」それぞれについて、充実した開示が期待される情報が整理されています(本指針3.6)。</p> <p>M&Aの際に情報開示を充実させることは、一般株主による取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を提供することによ</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>のではないのは当然で、やはり開示しても泥棒猫が泥棒をしている事実には変わらず、その責任を問われる法的状況になれば、開示だけでは公正性は実現されず画餅にすぎないことになってしまう)。</p>	<p>り、そのインフォームド・ジャッジメントを可能にするとともに、取引条件の形成過程の透明性が向上し、一般株主等の目を意識したより慎重な検討・交渉等や算定が行われることが期待でき、これらを通じて、公正な取引条件の実現を担保することに資するものと考えられます。</p> <p>なお、本指針は、基本的には、企業社会の関係者によって尊重され、企業社会の関係者が率先して本指針の趣旨の理解と実現に向けて努力することを期待するものですが、本指針第3章において提示される公正性担保措置が実効的に講じられている場合には、「公正な価格」についての裁判所の審査においても、当事者間で合意された取引条件が尊重される可能性は高くなることが期待され、また、通常は、対象会社の取締役の善管注意義務及び忠実義務の違反が認められることはないと思定されることを踏まえると（本指針注1）、本指針が企業社会の関係者によって尊重されることは期待されると考えられます。</p>
	<p>3.1.1 公正性担保措置の位置付け</p>	
26	<p>第3段落に「個別のM&Aにおける具体的状況に応じて、いかなる措置をどの程度講じるべきかが検討されるべきものであり、また、講じられる措置を全体として見て取引条件の公正さを担保するための手続として十分かどうかの評価されるべきものである」とあるが、何のために「個別のM&Aにおける具体的状況に応じて、いかなる措置をどの程度講じるべきか」の視点をもっと明確に出すべきと考える。</p> <p>前段と後段を「また」でつないでいるが、前段の文中で、「個別のM&Aにおける具体的状況に応じて、取引条件の公正さを担保するための手</p>	<p>本指針においては、特別委員会は、当該M&Aにおける具体的状況を踏まえて、全体として取引条件の公正さを手続的に担保するために、いかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討を行う役割を担うことが期待されるとされており（本指針3.2.2、3.2.3）、また、充実した開示が行われることが望ましい特別委員会に関する情報として、「手続の公正性（公正性担保措置の実施状況等）についての特別委員会の判断の根拠・理由」が提示されており（本指針3.6.2.1d）、その一環として、当該M&Aにおいて講じられた公正性担保措置を全体として</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>続として、いかなる措置をどの程度講じるべきか」と記述し、そのうえで、講じられる措置を全体として見て取引条件の公正さを担保するための手続として十分かどうかの評価されるべき、とすべきではないか。</p> <p>さらに、そのような評価を特別委員会などが実質的にしっかりと行うこと、その評価について、「十分と判断した根拠」を具体的に説明・開示すること、その説明において、推奨される公正性担保措置のうち実施されなかったものについて、それでも公正といえる積極的な理由（代替措置の合理性）が示されるべきこと、などを示すことが必要というべきである。</p> <p>抽象的に視点を提示するだけにとどまらず、（指針という以上は）それらが実際に効果を生むべきものとなる上でどのような行動が求められるかまで踏み込んで記載すべきではないか。</p> <p>さらに、そのような特別委員会等の判断に関して、裁判手続においても、実質的にレビューされるべき、と裁判所に向けた期待をも書き込むことを期待したい（我が国の裁判所は特に JCOM の最高裁決定を受けて、形式重視の表層的な対応だけでいい、という対応になりかねない危惧があるため）。</p>	<p>見て取引条件の公正さを担保するための手続として十分かどうかについての判断についても、適切な開示が行われることが期待されていると考えられるため、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。</p> <p>また、本指針 3.1.3 においては、公正性担保措置を講じた外形が整えられても、各措置が有効に機能していなければ、公正性担保措置としての意味はなく、形式上講じられた公正性担保措置の数よりも、講じられた措置が全体として果たす機能の実質が重要となるとされており、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。</p>
27	<p>注 22 に「公正な取引条件は、本章で提示する各公正性担保措置を講じることによってのみ実現されるわけではなく、公正性担保措置を講じることによらずとも大半の一般株主から支持を得られるような公正な取引条件が実現される場合もあると考えられる」とあるが、この記述には注意が必要だと考える。</p>	<p>ご指摘を踏まえて修正しました。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>「公正な取引条件が実現」したといえるためには、単に「大半の一般株主から支持を得」という事実だけでよいのかといえ、そうではないはずであり、「大半の支持」だけではなく、それ以外にも一定の条件が整っていなければ、公正とはいえないはずである。具体的には、例えば、レックスの MBO では、TOB への応募数が多かったからといって、価格が公正と直ちには言い難いものであったが、それは強圧性の問題もあったし、TOB 開始前の開示の問題もあったのは知られているとおりである。したがって、注 22 が間違っているというつもりはないが、もう少し配慮のある記述を期待したい。</p>	
	<p>3.1.2 個別の状況に応じた適切な措置の選択の必要性</p>	
28	<p>第 4 段落に「事案に即した適切な公正性担保措置を判断するに当たっては、構造的な利益相反の問題の存在にかんがみ、買収者等からの独立性の確保された主体が、利益相反に関する重要な事実関係を把握した上で実質的に関与することが重要となる」とあるが、「実質的に関与」という表現では弱く、「主導的な役割を果たす」くらいまで踏み込んで記載すべきである。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
	<p>3.2 独立した特別委員会の設置</p>	
29	<p>本指針案は、間違いなく、特別委員会及び独立取締役の独立性を大いに向上させ、より公正な取引及び日本の少数株主の保護の向上につながる。特に、特別委員会に関する本指針案は、M&A における公正性を飛躍的に向上させ、少数株主にとって好ましい結果がより実現されることを促進する。</p>	<p>本指針の策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	3.2.1 機能	
30	<p>第 2 段落に「特別委員会は、独立性を有する者で構成され、重要な情報を得た上で、企業価値の向上および一般株主の利益を図る立場から、M&A の是非や取引条件の妥当性、手続の公正性について検討および判断を行うことにより、取引条件の形成過程において、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題に対応し、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で当該 M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保する機能を有する」とあるが、特別委員会の果たす役割を考えると、この記述は踏み込み不足であり、この程度の関与の仕方では、特別委員会の意義は大きく減殺されてしまう。具体的には、M&A の是非や取引条件の妥当性、手続の公正性についての「検討と判断」だけでは、公正な条件の実現は現実には難しく、予定された MB0 や支配株主による従属会社の少数株主の排除を、予定どおりに進める上で、それなりの形式を整える程度の機能しか果たせない。なぜなら、「検討や判断」は他の者による交渉を前提として、その内容を検討することや判断することを含意しており、当初から交渉は別の者が行うこと、そして特別委員会はいわば受け身であることが既定路線となった措置となっているからである。その点で、このような記述ではベストプラクティスとは言い得ない。</p> <p>どの程度まで関与するか、個別の状況に応じて適切な措置が選択される（本指針案 3.1.2）というのであれば、より深く関与して 1) 交渉を担うこと、2) 交渉を主導するものではないが、交渉担当者と密接に連</p>	<p>ご指摘のとおり、特別委員会がその役割を果たす上では対象会社と買収者との間の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することが望ましいことを踏まえて、本指針 3.2.4.4 において、その方法が提示されています。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>絡をとりながら進め、主体的に関与し、実質的に交渉を主導すること、3)交渉の主導までしないが、実質的に主体的に関与するといえる連携を図ること、4)交渉担当者からの報告を受けて、検討と判断をすること、などの複数のアプローチがあることを明確に示すことがあってもよいのではないか。本指針案では、その後に関連する記述があるが、この箇所での記述で概括的にでも記述すべきであり、最低でもクロスレファレンスが必要である。</p> <p>特別委員会の機能の冒頭で、「検討と判断」という狭い範囲に限定した記述とすることは、ミスリーディングでもあり、本指針案の価値を限定する結果にもなりかねない。</p>	
31	<p>第3段落に「特別委員会は、基本的には、買収者および対象会社・一般株主に対して中立の第三者的な立場ではなく、対象会社および一般株主の利益を図る立場に立って当該 M&A について検討や判断を行うことが期待されるものであり、そのような意味で特別委員会が有効に機能した場合には、公正性担保措置として高く評価されると考えられる」とあるが、特別委員会が有効に機能した場合に、公正性担保措置の一つとして大きな意義があり、ここは本指針案のキーの一つであるといえる。そうであるならば、むしろ「有効に機能した」といえるためには、何がキーとなるかをより明確に打ち出すことが必要なのではないか。</p> <p>少なくとも、特別委員会は形式的対応ではダメであることなど、留意点も明確に示しておくべきではないか。</p>	<p>ご指摘のとおり、MB0 及び支配株主による従属会社の買収において取引条件の公正さを担保する上での特別委員会を設置することの意義の大きさに鑑み、特別委員会が形式的に設置されるにとどまらず、有効に機能することが非常に重要であると考えられることを踏まえて、本指針 3.2.4 においては、特別委員会が有効に機能するために講じることが望ましい実務上の工夫が提示されており、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。</p> <p>また、本指針 3.1.3 においても、公正性担保措置を講じた外形が整えられても、各措置が有効に機能していなければ、公正性担保措置としての意味はなく、形式上講じられた公正性担保措置の数よりも、講じられた措置が全体として果たす機能の実質が重要となるとされており、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	3.2.2 役割	
32	<p>仮に特別委員が合理性に疑問を持つ計画が作成された場合に、その点を修正するよう指示する権限が明示的に与えられていなければ（抽象的には交渉への関与や意見形成の権限を通じて存在するものと理解はしているが）、そのような事業計画に基づいて株式価値算定や交渉が行われる可能性が懸念される。そのため、特別委員会に提供された事業計画に不合理な点があると判断した場合には、その点を修正するよう指示する権限を明示的に付与するべきと考え、本指針案 3.2.2 にはかかる記載が必要と考える。</p>	<p>対象会社の作成した事業計画に不合理な点があることが疑われる場合には、特別委員会は、対象会社と買収者との間の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与し（本指針 3.2.4.4）、また、取引条件の妥当性等について検討し判断を形成する等の過程において、対象会社やアドバイザー等に対して疑問点を指摘し、説明を求め、又は修正を促す等の適切な対応をとることが当然に期待されていると考えられ、このような対応を通じて、事業計画に不合理な点があれば適切に是正されることが想定されます。</p>
33	<p>注 28 に「DCF 法を用いて株式価値算定を実施する場合には、これに必要な将来フリー・キャッシュフローの予測の基礎となる事業計画の内容いかんによって結論が大幅に異なり得るところ、企業において作成される事業計画は、その作成の目的や態様等によって、その数字が楽観的な場合から保守的な場合まで様々であることから、事業計画の合理性やその作成経緯を確認することの重要性が指摘されている」とあるが、買収価格の評価の上で、事業計画の内容も確かに結論に影響するといえるが、より大きな差異をもたらす、恣意的な操作のリスクが高い割引率・ディスカウントレートについても、この注 28 で言及しておくべきではないか。</p> <p>または、注 29 において、事業計画の内容とともに、結論に大きな影響を与え得るものとして、割引率・ディスカウントレートの合理性について、分かりやすく記載しておくべきである。現在の注 29 は、割引率・</p>	<p>本指針においては、ご指摘のような点も踏まえて、株式価値算定の前提条件のうち特別委員会が特に合理性を確認することが望ましい事項の例示として、DCF 法における割引率の計算根拠に関する指摘が紹介されており（本指針注 29）、また、充実した開示が行われることが望ましい株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関する情報として提示されている「各算定方法に基づく株式価値算定の計算過程に関する情報」の例示として、「割引率の種類（株主資本コストか加重平均資本コストか等）や計算根拠」が提示されています（本指針 3.6.2.2 a) (iii)）。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	ディスカウントレートの影響についての記載があっさりとし過ぎているきらいがある。	
3.2.3 公正性担保措置としての意義		
34	<p>上場会社が遵守すべき東京証券取引所の企業行動規範である「支配株主との重要な取引等に係る企業行動規範に関する実務上の留意事項等」は、親会社による上場子会社の完全子会社化など支配株主と上場会社の重要な取引に関し、上場子会社に「支配株主との間に利害関係を有しない者による、……少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手」を求めているところ、この「意見」には、例えば支配株主と利害関係のない社外取締役又は社外監査役からの意見や、いわゆる第三者委員会の意見、また組織再編行為に際してはフェアネス・オピニオンが含まれ、現行の市場プラクティスにおいては、これら3つの公正性担保措置は並列的な関係にある。この規範の下、これまで各取引の当事者は、それぞれの事情（親会社の上場子会社に対する議決権比率、役員体制含む上場子会社のガバナンス、両社の事業内容、取引スキーム、利益相反のおそれの程度など）に応じて、前記の3つの公正性担保措置の中からそれぞれが適切と考えるものを組み合わせて採用してきている。</p> <p>これに対し本指針案は、特別委員会を「手続の公正性を確保する上での基点として」位置付け、「特別委員会を設置することの意義は特に大きいといえ、これを設置することが望ましい」としており、現行の市場</p>	<p>特別委員会は、特定の役割を果たすことを目的に選定された複数の委員で構成される合議体であり、このような特別委員会において検討及び判断が行われることは、複数の委員相互の協議・意見交換等を通じてより慎重な検討及び合理的な判断が行われること、実質的な独立性が確保されることや、買収者等に対する交渉力がより強化されること等が一般に期待されるという点において有意義であると考えられます。</p> <p>このような意義も踏まえて、本指針においては、一般に有効性が高いと考えられる典型的な公正性担保措置として特別委員会が取り上げられた上で、その機能及び役割を踏まえて、M&Aの公正性を担保する上で有効性の高い公正性担保措置であり、手続の公正性を確保する上での基点として位置付けられるとされるとともに、MBOや支配株主による従属会社の買収において取引条件の公正さを担保する上で特別委員会を設置することの意義は特に大きいといえ、これを設置することが望ましいとされています（本指針3.2.3）。</p> <p>また、本指針においては、特別委員会の設置及びフェアネス・オピニオンの取得はそれぞれ異なる機能を有すること等を踏まえて、それぞれの公正性担保措置としての意義が提示されています（本指針3.2.1から3.2.3まで、3.3.2.2）。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>プラクティスに過度な方向付けがなされ、市場プラクティスが硬直化・形式化することが懸念される。</p> <p>支配株主から独立した者を関与させることで取引条件の公正さを担保するという目的においては、独立役員個人であれ、数人の会議体であれ、それぞれに長所短所があるのであり（例えば、会議体の一般則によれば、会議体の意思形成は構成員の多数決によることになるが、この場合、少数株主の利益をより擁護する立場の意見が埋没するおそれもある。）、会議体という形式のみにこだわる必然性はない。</p> <p>いずれにしても、例えば、「支配株主と利害関係のない社外取締役又は社外監査役からの意見取得」など、これまでの確立された市場プラクティスが、有効な公正性担保措置であり、特別委員会の設置と同等の実務上の工夫と評価される旨を明記すべきである。</p>	<p>なお、東京証券取引所の有価証券上場規程において企業行動規範として規定されている「支配株主との重要な取引等に係る遵守事項」は、支配株主による権限濫用が行われた際に、一般株主が重大な影響を受ける可能性のある局面で行われる支配株主と従属会社との間における取引全般を広く対象として、最低限求められる手続を規定するものとされているのに対して、本指針は、従属会社の取締役が現在の株主から監督を受ける継続的な関係がなくなるいわば最後の取引である支配株主による従属会社の買収を対象として、我が国企業社会において共有されるべき公正な M&A の在り方を提示するものであり、東京証券取引所が定める「支配株主との重要な取引等に係る遵守事項」と本指針とは対象となる取引の範囲及び趣旨を異にするものであると考えられます。</p>
35	<p>第3段落に「特別委員会を設置することの意義は特に大きいといえ、これを設置することが望ましい」とあるが、この記述では、形式的な対応として、設置だけしておこう、という対応をも誘発してしまうのではないかと懸念する。</p> <p>本来、特別委員会の「設置」だけではなく、設置された特別委員会が「機能すること」にポイントがあるのは当然であり、そのような基本的なことが誤解されないように、「特別委員会が〇〇のように機能することの意義は特に大きい…」等の記述に修正することを検討されたい。</p>	<p>ご指摘のとおり、特別委員会が形式的に設置されるにとどまらず、有効に機能することが非常に重要であると考えられることを踏まえて、本指針 3.2.4 においては、特別委員会が有効に機能するために講じることが望ましい実務上の工夫が提示されており、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。</p>
	3.2.4.1 設置の時期	

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
36	<p>「特別委員会が設置された時点で既に取引条件等が事実上決定されており、これを覆すことが困難な状態に至っている等、特別委員会を設置する意義が実質的に失われることとなる事態を防ぐ観点から、対象会社を買収者から買収提案を受けた場合には、可及的速やかに、特別委員会を設置することが望ましい」とあり、この記述の趣旨は正当と考えるが、このままでは骨抜きにされる余地があると懸念する。</p> <p>脱法的な対応を企図する者は、正式な買収提案の時期を遅らせた上で、特別委員会が設置された時点で既に取引条件等が事実上決定されている状況であるにもかかわらず、「指針の3.2.4.1では提案を受けた場合に可及的速やかに設置することが望ましい」とされており、その通りにしていると主張しかねないからである。</p> <p>対策として、いたずらに提案を遅らせるなどは特別委員会を設置しても公正性に疑義を残すなどの警告を明確に注記することのほか、正式な買収提案の受領はなくとも、買収条件の打診などを受けた場合には、可及的速やかに設置を検討すべきなどの記載が考えられよう。</p> <p>注33の記述は、まさに上記の懸念を現実化させかねない。</p>	<p>ご指摘のとおり、特別委員会の設置時期を遅らせるためにいたずらに正式な買収提案の時期が遅らせられることや、正式な買収提案の前に取引条件等が事実上決定されることは、本指針3.2.4.1の趣旨に反し、望ましくないと考えられます。</p>
37	<p>注33に「『買収提案を受けた場合』とは、客観的に見て具体的かつ実現可能性のある真摯な買収意向が示された場合をいう」とあるが、どのような事実があればこのような買収意向が示されたと対象会社の取締役会は判断すればよいか。</p> <p>一般的には、買収に当たって必要な資金的な手当てがなされていると対象会社の取締役会が判断できるような状況であれば「客観的に見</p>	<p>買収者から示された買収意向の具体性、実現可能性や真摯性について一律の基準を設けることは困難であり、個別のM&Aごとに、必要に応じて対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役の関与の下（本指針3.2.4.3）、具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべきものと考えられますが、ご指摘のような資金的な手当ての有無・状況や、大株主</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>て具体的かつ実現可能性のある真摯な買収意向」があると判断できるのではないかと思うが、判断に当たっては、例えば金融機関からの融資意向表明書のような書面の提出を求めるべきか。また、MBO のケースで、MBO を行う取締役と大株主（例えば、特定の株主が議決権の 3 分の 1 以上を保有しているような場合）が異なり、当該大株主が MBO に反対しているようなケース（実際には、対象会社に対して提案する前に支配株主その他の大株主に対して意向確認をしているケースもあり、対象会社を買収意向を正式に受け取る前に支配株主の方が意向を鮮明にしているケースもあり得る。）は、「実現可能性」がない「買収意向」として取締役会は特別委員会の設置をしないという判断をすることが許されるか。</p>	<p>が存在する場合におけるその意向等は考慮要素の一つとなり得ると考えられます。</p>
	3.2.4.2 委員構成	
	A) 独立性	
38	<p>第 2 段落に「個別の M&A ごとに、委員候補者と買収者や対象会社との関係や当該 M&A との関係等の具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべきものと考えられる」とあり、実質的な判断はもちろん重要であるが、それだけでなく、具体的な状況を踏まえた判断（利害関係の存否と独立性の阻害要因とならない積極的な理由）に係る開示がともなって機能すると考える。そこで、開示の点もあわせて言及するか、または開示の記述へのクロスリフェレンスの追記を検討されたい。</p>	<p>ご指摘のとおり、特別委員会の委員の独立性に関する情報の開示の重要性を踏まえて、本指針 3.6.2.1 において、充実した開示が行われることが望ましい特別委員会に関する情報として、「委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報」が提示されており、その例示として、「委員の独立性……に関する情報」が提示されています。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
39	<p>注 34 に「典型的には、当該 M&A が成立することにより委員候補者が成功報酬を受領する場合は、M&A の成否からの独立性に疑義を生じさせる例である」とあるが、万一、アドバイザーの関係者が特別委員会のメンバーとなることがあれば、当然独立性はない。通常の独立役員の判断だけでなく、M&A の関係者との関係を広く問われることを明確に示すことが妥当ではないか。</p>	<p>特別委員会の委員の独立性は、個別の M&A ごとに、具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべきものと考えられます（本指針 3.2.4.2 A)）。</p>
40	<p>MB0 を行う取締役と支配株主が異なるような場合で、支配株主が MB0 に反対しているようなケースの場合、支配株主から派遣されているような取締役又は支配株主が推薦して社外取締役になっているような人物は②当該 M&A の成否からの独立性の観点から独立性は否定されるべきと考えられるか。</p>	<p>ご指摘のような場合において、MB0 に反対している支配株主から派遣された社外取締役又は当該支配株主の推薦により就任した社外取締役は、その一事をもって直ちに当該 M&A の成否からの独立性が否定されるというわけではなく、当該社外取締役の独立性は、当該社外取締役が、当該 M&A の成否に関して一般株主とは異なる重要な利害関係を有しているか、ひいては企業価値の向上及び一般株主の利益を図る立場から適切な判断を行うことが一般に期待できるかという観点から、個別の M&A ごとに、具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべきものと考えられますが（本指針 3.2.4.2 A)）、その際、ご指摘のような当該社外取締役が就任した経緯は考慮要素の一つとなり得ると考えられます。</p>
41	<p>社外役員は支配株主からの推薦で役員に就任しているようなケースもあり、「独立性」の判断に当たっては、社外役員就任の経緯も十分に留意されるべきではないかと思われる。</p> <p>社外有識者に関しても、対象会社の顧問弁護士のような場合、支配株主や MB0 の主体となる取締役からの推薦で顧問に就任しているような</p>	<p>ご指摘のような場合において、支配株主の推薦により就任した社外役員又は支配株主や MB0 を行う取締役の推薦により就任した顧問弁護士は、その一事をもって直ちに買収者からの独立性が否定されるというわけではなく、これらの者の独立性は、これらの者が、企業価値の向上及び一般株主の利益を図る立場から適切な判断を行うことが一般に</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>ケースもあり「独立性」の判断に当たっては、会社と関係を持った経緯も十分に留意されるべきではないかと思われる。</p>	<p>期待できるかという観点から、個別の M&A ごとに、具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべきものと考えられますが（本指針 3.2.4.2 A)）、その際、ご指摘のような当該社外役員が就任した経緯や、当該社外有識者が対象会社と関係を有するに至った経緯は考慮要素の一つとなり得ると考えられます。</p>
42	<p>第 4 段落に「一律の客観的な基準を設けることは困難であり、個別の M&A ごとにその具体的状況を踏まえて実質的に判断することが必要となる」とあり、それはそうであるが、実質的な判断の合理性を担保する上で具体的にどのようなことをすべきか、を明示すべきである。そうでないと、ご都合主義を許容する指針との指弾を受けることになりかねない。その一つが、上記の実質的な独立性が確保されているという積極的な理由の開示としてあげられる。また、アドバイザーの意見や監査役等の意見を開示書類に記載することも具体的な案件では検討されるであろう。</p>	<p>特別委員会の委員となる者が独立性を有することの重要性を踏まえて、本指針 3.6.2.1 d)においては、充実した開示が行われることが望ましい特別委員会に関する情報として、「委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報」が提示されるとともに、その例示として、「委員の独立性……に関する情報」が提示されており、その一環として、委員が独立性を有することの理由等についても、適切な開示が行われることが期待されていると考えられるため、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。</p>
43	<p>日本では独立性についての厳格な審査がないため、委員の属性の独立性ばかりに着目しているが、委員の属性が独立性のある外観を有していても、実際には独立性に疑義が残る事例は少なくない。問題の根源は、委員をどのようなプロセスで選定したかについて、これまで問われなかったからである。</p> <p>米国デラウェア州の裁判上は、独立性のない主体に選任されたのであれば独立性が認められないと扱われる、と理解している。本指針案ではそこまで踏み込んだ記述をするのは難しいかもしれないが、コーポ</p>	<p>ご指摘のとおり、特別委員会の委員の選定が構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除することが重要であることを踏まえて、本指針 3.2.4.3 においては、対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役が特別委員会の委員の選定に主体性を持って実質的に関与することが望ましいとされており、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>レートガバナンス・コードでも、選任プロセスの独立性や透明性客観性などが問われるようになってきていることを踏まえ、選任プロセスについても独立性が確保されることが望まれる、等の記述が必要なのではないか。</p>	
	<p>B) 属性・専門性</p>	
44	<p>a)に「独立性を有する社外取締役がいる場合、原則として、その中から委員を選任することが望ましい」とあり、独立性を有する社外取締役から選任することが望ましいのは、そのとおりであるが、独立性の点へのクロスレファレンスを注記しておくことが適当であろう。その際に、M&A の関係者との関係を広く問われることを明確に示すことも検討されたい。</p>	<p>ご指摘のとおり、3.2.4.2 B) a)においては、3.2.4.2 A)の独立性を有する社外取締役を指して、「独立性を有する社外取締役」と記載されています。</p>
45	<p>東京証券取引所の企業行動規範である「支配株主との重要な取引等に係る企業行動規範に関する実務上の留意事項等」は、親会社による上場子会社の完全子会社化など支配株主と上場会社の重要な取引に関し、上場子会社に「支配株主との間に利害関係を有しない者による、…少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手」を求め、この意見には、社外取締役「又は」社外監査役からの意見が含まれるとされており、この文脈において、社外監査役は社外取締役と同列の関係にある。</p> <p>また、①我が国の上場会社の約7割は監査役会設置会社であり、経営者、弁護士、公認会計士など高い専門知識を有する者が社外監査役を務めており、社外取締役となる者と経歴等において差異はない（実際</p>	<p>本指針3.2.4.2 B)においては、特別委員会が担う重要な役割に、買収者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保するという経営判断にわたる役割があることを踏まえて（本指針3.2.2）、取締役会の構成員として経営判断に直接関与することが本来的に予定された社外取締役が委員として最も適任であると考えられるとされ、社外監査役は本来的にこのような経営判断に直接関与することが予定された者ではないものの、間接的な形で経営に関与することを踏まえて、社外取締役を補完するものとして委員としての適格性を有するものと考えることが妥当であるとされています。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>に、ある企業では社外監査役となっている者が他の企業で社外取締役となっている例は多数存在する。) こと、②監査役は取締役会における投票権はないが、4年間で任期とし独立した機関として強力な監査権限を背景に、監査役会設置会社のガバナンスにおいて極めて重要な役割を果たしていること、③監査役は経営判断に直接関与しないことから、自ら行った経営判断を事後監査する、いわゆる「自己監査」の問題は生じないこと、④少数株主の利益保護は「守り」の局面であるが、前述した監査役の特性は「守り」の局面でより発揮されることが考えられることからすると、社外監査役は「特別委員会」の委員としては、社外取締役を「補完」するものであると位置付ける本指針案は、我が国における監査役の実情を踏まえないものと言わざるを得ない。</p> <p>本指針案が予定する特別委員会の役割において、社外取締役と社外監査役との間に有意義な差異は認められず、社外監査役も社外取締役と同程度の適格性を有する旨を明記すべきである。</p>	
46	<p>実務においては、当事会社の事業環境、将来性の理解が深い委員と企業価値評価に関する専門性を持つ委員がいなければ、企業の実態に沿った深い検討や説得力を持った交渉は期待することができない。特別委員会の重要な役割に株式価値に関連する意見形成やこれに基づく価格交渉が含まれるため、委員として事業環境に対する理解が深い社外取締役等と、企業価値評価に関する専門性を持つ有識者を加えるか、後者についてはアドバイザーとして起用することが不可欠と考える。特</p>	<p>ご指摘のとおり、特別委員会が有効に機能するためには、特別委員会が、独立性を有することに加えて、対象会社の事業に対する知見やM&Aに関する専門性を備えることも重要であると考えられることから、本指針3.2.4.2 B)においては、これらの観点も踏まえて、社外取締役、社外監査役及び社外有識者の特別委員会の委員としての適格性が整理され、対象会社の事業に一定の知見を有していること等を踏まえると社外取締役が最も適任であると考えられ、社外監査役は社外取締役を補完するものとして適格性を有すると考えることが妥当であるとされ</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>別委員の属性・専門性とアドバイザーに関する記述については、かかる観点からの追記が必要と考える。</p>	<p>た上で、M&Aに関する専門性を補うために、社外取締役及び社外監査役に加えて、社外有識者を委員として選任することは否定されない(ただし、社外取締役に期待される基本的な役割は、自ら専門的判断を行うことではないと考えられるため、社外取締役がM&Aに関する専門性を有しないということだけでは、特別委員会の委員として選任しないことが正当化されることにはならない)とされていますので、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。なお、ご指摘を踏まえて、M&Aに関する専門性に、企業価値評価に関する専門的知見も含まれることが明確になるよう修正しました。</p> <p>また、ご指摘のとおり、M&Aに関する専門性は、アドバイザー等から専門的助言を得ること等によって補うことも考えられることを踏まえて、本指針3.2.4.5においては、特別委員会が自らの役割を適切に理解し、その役割を十分に果たす上では、手続の公正性や企業価値評価に関する専門的知見に基づいて検討・判断することが必要となるとされた上で、特別委員会の委員自身においてはこのような専門性を十分に有していない場合も少なくないと考えられるところ、このような場合をはじめとして、特別委員会が信頼して専門的助言を求めることができる財務アドバイザー・第三者評価機関や法務アドバイザーが存在していることが望ましいとされていますので、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。</p>
	<p>3.2.4.3 特別委員会の設置・委員選定のプロセス</p>	

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
47	<p>「特別委員会の設置の判断、権限と職責の設定や委員の選定については、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除する観点から、対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役がこれらのプロセスに主体性を持って実質的に関与することが望ましい」とあり、独立社外取締役等が主体性をもって実質的に関与することが望ましい点は否定しないが、それだけしか記述しないことで、「形」だけを整えることを許容したことになりかねないと懸念する。</p> <p>経営陣その他の独立社外取締役ら以外の者が関与することが、特別委員会の独立性を損なうこととならないように、設置・委員選定プロセスは適切に進めることが重要などの留意点も注記すべきではないのか。</p>	<p>ご指摘のとおり、特別委員会の設置の判断、権限と職責の設定や委員の選定プロセスは、構造的な利益相反の問題による影響を受け、特別委員会の独立性が損なわれることのないよう適切に進められることが望ましいと考えられ、こうした趣旨から、本指針 3.2.4.3 が提示されています。</p>
48	<p>注 41 に「原則として、金融商品取引所に独立役員として届け出られている社外取締役や社外監査役が該当する」とあるが、「原則として」という枕詞があるとはいえ、本指針案 3.2.4.2 A) の独立性に関する記述とのダイレクトなつながりが明示されていない点で、修正が必要である。</p> <p>独立役員として届けられている者を独立社外取締役や独立社外監査役と呼ぶことを否定するものではないが、メンバーの独立性を議論している以上、M&A との関係での利害関係の点を勘案すべき点についての言及を欠くのは、ミスリーディングともなりかねない。適切なクロスレファレンスを付すことが必要と考える。</p>	<p>本指針 3.2.4.3 においては、特別委員会の設置の判断、権限と職責の設定や委員の選定についての検討が開始される初期の段階においては、未だ本指針 3.2.4.2 A) の独立性について十分な検討が行われていない、又は十分な検討を行うために必要な事実関係が明らかになっていない場合もあると考えられることを踏まえて、これらのプロセスに関与する対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役には、原則として、金融商品取引所に独立役員として届け出られている社外取締役や社外監査役が該当するとされています。</p> <p>もっとも、当初より、これらの社外取締役等の一部が当該 M&A に関して本指針 3.2.4.2 A) の観点から独立性を欠くことが明らかである場合には、当該社外取締役等は本指針 3.2.4.3 における独立社外取締役</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
		<p>等に該当しないものとして取り扱うことが適当と考えられますので、ご指摘を踏まえて、このような趣旨が明確になるよう修正しました。</p> <p>また、検討を進める過程で、上記のプロセスに関与している社外取締役等の一部が当該 M&A に関して本指針 3.2.4.2 A) の観点から独立性を欠くことが明らかになった場合において、以後当該社外取締役等は本指針 3.2.4.3 における独立社外取締役等に該当しないものとして取り扱うことは、上記のプロセスが構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除するための実務上の対応の一つとして、本指針 3.2.4.3 の趣旨に沿うものと考えられます。</p>
49	<p>特別委員会の設置や委員の選定に一般株主の意思を反映させる手続を設けるべきである。</p>	<p>本指針 3.2.4.3 においては、特別委員会の設置の判断、権限と職責の設定や委員の選定については、対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役がこれらのプロセスに主体性を持って実質的に関与することが望ましいとされています。</p> <p>これは、特別委員会が、それ自体、M&A の公正性を担保する上で有効性の高い公正性担保措置であること（本指針 3.2.3）に加えて、個別の M&A においていかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討を行う役割を担うことを期待されており、手続の公正性を確保する上での基点として位置付けられること（本指針 3.2.3）に鑑みると、上記のプロセスが、構造的な利益相反の問題による影響を受けることなく、対象会社及び一般株主の利益を図る観点から適切に行われることが、手続の公正性を確保する上で重要であると考えられるためです。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
		<p>このような趣旨に鑑み、独立社外取締役や独立社外監査役が上記のプロセスに関与する（本指針 3.2.4.3）際には、対象会社及び一般株主の利益を図る観点から関与することが望ましいと考えられます。</p> <p>また、本指針 3.2.4.2 B)においては、株主総会において株主の付託を受けて選任されているか否か等の観点を踏まえて特別委員会の委員としての適格性が整理され、社外取締役が最も適任であると考えられ、また、社外監査役は社外取締役を補完するものとして適格性を有すると考えることが妥当であるとされています。</p>
50	<p>特別委員会の社外有識者の選任権限は、委員長となるべき社外取締役に当然に委任されていると理解してよいか。</p>	<p>特別委員会の委員又はその選任方法は、対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役の関与の下（本指針 3.2.4.3）、最終的には特別委員会の設置に係る取締役会の決議によって決定されるものと考えられるため、社外有識者委員の選任権限が委員長となるべき社外取締役に当然に委任されるわけではないと考えられます。なお、例えば、①特別委員会の委員として選任される予定の社外取締役が社外有識者から他の委員の人選を行い、特別委員会の設置に係る取締役会の決議によって、当該社外取締役及び当該社外取締役が指名した社外有識者を特別委員会の委員として選任することや、②当該取締役会の決議によって、社外取締役を特別委員会の委員として選任した上で、当該社外取締役に社外有識者から他の委員を選任する権限を委任することも、実務上の対応の一つとして可能と考えられます。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
51	委任契約書等において会社を代表・代理する者として、誰の名義を記載することが適切か。	対象会社を代表又は代理して特別委員会の委員との間で委任契約を締結する者は、本指針 3.2.4.3 の趣旨も踏まえて、対象会社において適切に判断されるものと考えられます。
3.2.4.4 買収者との取引条件の交渉過程への関与		
52	交渉主体は、当事会社の役職員、特別委員、アドバイザーが考えられるが、このように選択肢が複数あるため、主な交渉主体を初期段階で定めないうまま実務が進行するケースが見受けられ、交渉主体が明確化されるのがプロセスの後半になることにより、相手方との交渉期間が減少したり、買い手の提示価格が既成事実化するなどにより、交渉可能性が減退してしまうことが実務で懸念される。取締役会と委員会の構成、スキル（経験値）、相手方との交渉力とを勘案して、交渉主体と第三者算定機関の役割（業務範囲）を委員会の組成段階で明確化し、必要に応じて委員会として、適切に交渉が行われるよう交渉主体や第三者算定機関の役割に対する推奨を行うべきと考える。以上から、本指針案 3.2.4.4 には、取締役、特別委員、アドバイザーの役割分担について、初期段階から明確化して実務を進行すべきことを明記するのが望ましいと考える。	本指針 3.2.4.4 においては、特別委員会が自ら直接取引条件の交渉を行うのではなく、対象会社の担当役員やプロジェクトチーム等の社内者やアドバイザーが交渉を行う場合には、特別委員会は、例えば、交渉について事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況を確保することが考えられるとされているところ、その過程において、交渉主体や、特別委員会、社内者及びアドバイザーの役割分担等が明確化されることが想定されず。
53	第 2 段落に「交渉自体は対象会社の担当役員やプロジェクトチーム等の社内者やアドバイザーが行うが、特別委員会は、例えば、交渉について事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況を確保することが考えられ」とあり、	ご指摘のとおり、本指針 3.2.6 の考え方は、買収者との間で取引条件に関する交渉を行う対象会社の担当役員やプロジェクトチーム等の社内者についても妥当すると考えられます。

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>本指針案 3.2.6 において社内の検討体制の記述はあるが、ここでの記述においても、交渉に関与することが不適切な「対象会社の担当役員」の考え方についての整理をするか、又は本指針案 3.2.6 へのクロスレファレンスをすべきである。</p>	
54	<p>特別委員会が対象会社と買収者との間の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与する方法として、「①特別委員会が取引条件の交渉を行う権限の付与を受け、自ら直接交渉を行うこと」、及び「②交渉自体は対象会社の担当役員やプロジェクトチーム等の社内者やアドバイザーが行うが、特別委員会は、例えば、交渉について事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況を確認すること」という 2 つの方法が記載されているが、①の方法でも、実質的な交渉の主体は特別委員会だとしても実際の買収者・FA との日々のやり取りや、日程調整に関しては、対象会社のプロジェクトチームが事務局的な役割を担う必要があり、両者の差はさほどないのではないかという印象がある。</p>	<p>ご指摘のとおり、特別委員会が自ら直接取引条件の交渉を行う（本指針 3.2.4.4 第 2 段落の①の方法）のではなく、対象会社の担当役員やプロジェクトチーム等の社内者やアドバイザーが交渉を行う場合（同②の方法）であっても、②に記載のような対応が講じられれば、特別委員会が取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況が確保されるため、①の方法との差異は相対的なものとなると考えられます。このことも踏まえて、本指針 3.2.4.4 においては、①の方法及び②の方法のいずれも、特別委員会が対象会社と買収者との間の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与するための望ましい方法とされています。</p>
	3.2.4.5 アドバイザー等	
55	<p>外部専門家の選定を行うのは、取締役会ではなく特別委員会に限るべきである。</p>	<p>本指針 3.2.4.5 においては、特別委員会が自らの役割を適切に理解し、その役割を十分に果たす上では、特別委員会が信頼して専門的助言を求めることができるアドバイザー等が存在していることが望ましいことを踏まえて、特別委員会が自らのアドバイザー等を選任することが有益であるとされています。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
		<p>また、特別委員会が対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等を利用することも否定されるべきとはいえないとされていますが、これは、当該アドバイザー等が高い専門性を有しており、独立性にも問題がない場合等、特別委員会として当該アドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合であることが前提とされており、特別委員会が対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等を無条件で利用することは想定されていません。さらに、特別委員会が対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等を利用する場合には、特別委員会に対して、対象会社の取締役会のアドバイザー等を指名する権限や、対象会社の取締役会のアドバイザー等を承認（事後承認を含む）する権限を付与する等、対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等により提供され、特別委員会による検討や判断の重要な基礎となる専門的助言の信頼性を担保する工夫を講じることが望ましいとされています。</p>
	3.2.4.7 報酬	
56	<p>一部の大手企業を除き、社外取締役や社外監査役の報酬水準は、その責任の重さに比して安く設定されていることから、特別委員会の委員としての業務はその社外取締役や社外監査役の職務の対価とは別に報酬を発生させるべきではないかと考える。特に、社外監査役の場合、監査をすることが任務であり、特別委員会の委員としての職務は全く別物であると考えられ、監査役報酬とは別に報酬は支払われるべきであると考えられる。</p>	<p>本指針 3.2.4.7 においては、ご指摘のとおり、特別委員会に係る職務には通常の職務に比して相当程度の追加的な時間的・労力的コミットメントを要すると考えられるところ、元々支払が予定されていた役員報酬には、委員としての職務の対価が含まれていない場合も想定されることを踏まえて、このような場合には、別途、委員としての職務に応じた報酬を支払うことが検討されるべきであるとされています。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
57	<p>第 2 段落に「元々支払いが予定されていた役員報酬には、委員としての職務の対価が含まれていない場合も想定される。そこで、このような場合には、別途、委員としての職務に応じた報酬を支払うことが検討されるべきである」とあり、報酬の支払いそのものは必要かつ合理的と考えるが、報酬額の決定プロセス、開示の問題、独立性への影響についても、本指針案では考え方を示すことが必要ではないか。</p> <p>少なくとも、報酬の決定を経営トップが行うようでは、特別委員会の独立性には大いに疑問符が付きかねない。報酬委員会の決定によるか又は任意の報酬諮問委員会を活用することが望ましいなどの考え方を示すべきと考える。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、本指針 3.2.4.3 の対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役が主体性を持って実質的に関与することが望ましいプロセスに特別委員会の委員の報酬の決定を追記しました。</p>
3.2.6 対象会社の社内検討体制		
58	<p>第 2 段落に「取引条件の形成過程において構造的な利益相反の問題による影響を排除する観点からは、上記の取締役会決議の段階だけでなく、その前の検討・交渉段階から、個別の M&A の具体的状況に応じて、『特別の利害関係を有する取締役』も含む一定の利害関係を有する取締役等を対象会社における検討・交渉過程から除外する等、可能な限り買収者から独立した立場で検討・交渉等を行うことができる体制を対象会社の社内に構築することが考えられる」とあるが、この記述内容は、特別委員会が自ら交渉する場合でないとしても、検討・交渉プロセスの公正性を実質的に特別委員会による交渉と同様のものとする上で重要な考え方を提示しているものであり、「考えられる」という緩い記述は妥当ではない。独立当事者間の交渉と同様の交渉プロセスを確保</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>することに重要な意義がある、と考えるならば、上記に先立つ第1段落に記述されているプロジェクトチーム等において行われる交渉等では、(その実態によっては)公正なプロセスといえないと評価され得るなどの踏み込んだ記述が必要ではないか。</p>	
59	<p>本指針案は、対象会社における交渉・検討体制について、取締役会決議より前の段階である「検討・交渉」段階から「一定の利害関係を有する取締役等」を除外する等の社内体制を構築することが考えられるとしているが、M&Aの実務感から乖離している。</p> <p>対象会社における取引条件等の意思決定は、最終的には対象会社の取締役会決議によって決せられるが、この取締役会決議に先立ち、必要十分な公正性担保措置が取られるほか、会社法上も「特別の利害関係を有する取締役」が議決から除外されるという手当がなされているところであり、これに加えて、「検討・交渉」段階から「一定の利害関係を有する取締役等」を除外することまで求める必要はない。また、「一定の利害関係を有する取締役等」という文言・概念は抽象的であり、取引の「検討・交渉」段階から除外すべき者が拡大解釈され、もっぱら社外取締役のみが親会社と検討・交渉すべきという硬直化した実務を助長しかねない(あるいは、親会社の議決により選任されたのであり、「親会社との一定の利害関係」を否定できないとすれば、検討・交渉を行う者がいなくなってしまう。)</p> <p>上場子会社の経営トップを含む幹部役職員は、親会社出身者が務めることも多いと考えられるが、親会社の出身者であったとしても、現在</p>	<p>本研究会の議論において、実務上の慎重な対応として、過去に買収者の役職員であった取締役等は、買収者の役職員であった時期等にかかわらず、広く対象会社における検討・交渉過程から除外するという対応がとられることも少なくなく、その結果、対象会社における検討・交渉過程において対象会社の事業に精通した取締役等を確保し、十分な検討・交渉等を行うことに支障が生じる場合もあるとの指摘があり、そうした指摘を踏まえて、本指針 3.2.6 においては、十分な検討・交渉等を行うことが可能な取締役等を確保するという観点から、独立した特別委員会が設置され、有効に機能している場合には、検討・交渉過程から除外する取締役等の範囲に関して、過去に買収者の役職員であった者はその一事をもって全て除外されるべきとまで考える必要はなく、例えば、現に買収者の役職員を兼任する取締役等が除外されれば足りるとの整理も考えられるとされており、ご指摘の趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>は少数株主を含めた全株主に対し対象会社の企業価値を最大化する責任を負う立場にある幹部役職員が、親会社による子会社化を検討・交渉する段階から、社内検討チームから除外されているという事態は、およそ現在の取引実務に鑑みて想定しがたい。また、仮に弁護士、フィナンシャルアドバイザー等の社外専門家を起用するとしても、会社事業に精通した幹部役職員抜きで、社外取締役のみで親会社による子会社化を検討・交渉することは、現実的には困難である。</p> <p>したがって、本項の趣旨を明確にするため、本指針案 3.2.6 において、買収者から独立した立場で検討・交渉等を行うための対象会社の社内検討体制を構築することを目的として「検討・交渉」段階から除外すべき者は、現に親会社の役職員を務める兼務者に限るべきである。</p>	
	<p>3.3 外部専門家の独立した専門的助言等の取得</p>	
60	<p>「手続の公正性や取引条件の妥当性について慎重な検討・判断過程を経る上では、以下のように、外部専門家の独立した専門的助言等を取得することが望ましい」とあり、外部アドバイザーの専門的助言は、手続の公正性や取引条件の妥当性についての検討・判断において有益であると期待されるが、常にそうではなく、有益な価値を有するために必要な要件は何かという観点からの検討をすべきであったのではないか。独立した専門的助言に関して、本指針案 3.3.1 にも記述があるが、法務アドバイザーに限らず、外部アドバイザーに共通する問題として、独立性について記述することが妥当ではないか。</p>	<p>ご指摘のとおり、外部専門家の専門的助言等が公正性担保措置として有効に機能するためには、その独立性が重要と考えられることを踏まえて、本指針においては、外部専門家の独立した専門的助言等を取得することが望ましいとされた上で（本指針 3.3）、外部専門家の独立性については、本指針 3.2.4.2 A) の特別委員会の委員の独立性と同様に、①買収者からの独立性及び②当該 M&A の成否からの独立性の観点の問題となるとされています（本指針注 48）。</p> <p>また、外部専門家の独立性については、その程度や重点はそれぞれ異なり得ると考えられることを踏まえて（本指針注 48）、法務アドバイザ</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
		一及び第三者評価機関それぞれについて、独立性に関する考え方が提示されています（本指針 3.3.1、3.3.2.3）。
3.3.1 法務アドバイザーからの助言の取得		
61	「法務アドバイザーは、……財務アドバイザーや第三者評価機関の独立性の検討等においても、重要な役割を果たし得る」とあるが、実務的には、法務アドバイザーよりも先に財務アドバイザーが選任されており、財務アドバイザー主導のもと財務アドバイザーが選任されるケースも多くあり、特に財務アドバイザーの独立性の検討等を財務アドバイザーからの推薦で後から選任された法務アドバイザーが行うことは困難なことも多いと考えられる。	法務アドバイザーが選任される前に既に財務アドバイザーや第三者評価機関が選任されている場合であっても、法務アドバイザーが当該財務アドバイザーや第三者評価機関の独立性を検討し、対象会社の取締役会や特別委員会による判断が適切になされるよう補助することは可能と考えられます。
62	注 50 に「特に、特別委員会の法務アドバイザーや特別委員会の設置に関与する法務アドバイザーの独立性が重要となる。例えば、買収者と顧問契約を締結して常時経営陣から法律相談を受けているために買収者に対する依存度が強い弁護士を法務アドバイザーとして選任することは、買収者からの独立性の観点から望ましくない」とあり、内容はまさにその通りであるが、M&A 実務の現状では、まだ特別委員会に独自のアドバイザーを付すことは一般化していないと理解しているが、ベストプラクティスを目指すのであれば、独立性に係る問題を軽視すべきではないことをより明確にして、実務の深化を促す記述をすべきではないか。具体的には、監査役会がアドバイスを必要とする場合に、経営陣側の依拠する顧問弁護士を利用せずに、監査役会が独自にそのアド	ご指摘のとおり、特別委員会が対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等を利用する場合には、構造的な利益相反の問題に起因して、当該アドバイザー等が特別委員会に対して一般株主の利益よりも買収者側の利益や M&A の成立を優先した助言や情報提供を行う可能性について懸念が示されることもあることを踏まえて、本指針 3.2.4.5 においては、①特別委員会が自らのアドバイザー等を選任することが有益であるとされるとともに、②対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等が高い専門性を有しており、独立性にも問題がない場合等、特別委員会として当該アドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができる判断した場合には、そのアドバイザー等を利用することも否定されるべきとはいえない（ただし、②の場合には、特別委員会に対して、対象会社の取締役会のアドバイザー等を指名する権限や、対象会

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>バイザーを求めると平行に考えられるなどの例示も有益ではないか。</p>	<p>社の取締役会のアドバイザー等を承認（事後承認を含む）する権限を付与する等、対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等により提供され、特別委員会による検討や判断の重要な基礎となる専門的助言の信頼性を担保する工夫を講じることが望ましい）とされています。</p>
<p>3.3.2 第三者評価機関等からの株式価値算定書等の取得</p>		
63	<p>注 51 に「対象会社のために価格交渉等の助言や補助を行う財務アドバイザーは、その業務の一環として株式価値算定書等の提供も行い、第三者評価機関を兼ねる場合が多い」とあり、これは、現状の紹介としての記述になっているが、財務アドバイザーについても、現在の実務慣行を是認するのではなく、特別委員会が依拠できるような存在といえるためには、独立性のあるアドバイザーであることが求められることを明確に示すべきである。</p>	<p>財務アドバイザーの独立性については、本指針 3.2.4.5 及び 3.3.2.3 をご参照ください。</p>
<p>3.3.2.2 フェアネス・オピニオンの取得</p>		
<p>B) 公正性担保措置としての意義</p>		
64	<p>第三者評価機関の高度な専門性及びレピュテーションは、第三者評価機関の信頼性との関連が強く、かつ明確な情報に基づいて判断する必要がある。</p> <p>具体的には、第一に、レピュテーションを評価するに当たっては、同業者、又は同業者以外であっても株式価値評価を行う企業・専門家によるレピュテーションを重視する必要がある。</p> <p>第二に、高度な専門性の判断基準を明確にする必要がある。具体的には、国家資格（例えば公認会計士等）や学位（例えば会計学・商学・経</p>	<p>対象会社の取締役会や特別委員会において第三者評価機関を選定するに当たっては、本指針 3.3.2.2 B) のとおり、専門性及びレピュテーションの観点も含めて、その信頼性が適切に判断されることが期待されます。</p> <p>なお、レピュテーションについては、第三者評価機関による株式価値算定の内容や計算過程等が事後的に開示され、対象会社の一般株主等がその合理性・信頼性を検証・評価することが可能となることにより、不適切であれば事後的にそのことが明らかになり、当該第三者評価機</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>営学・経済学等の価値評価に関連する分野の博士等)を一つの判断基準とすることが考えられる。</p>	<p>関のレピュテーションが傷つくという意味において、第三者評価機関はそのレピュテーションに応じたレピュテーションリスクを負うこととなり、これにより、より慎重な算定が行われることが期待できると考えられます。</p>
3.3.2.3 第三者評価機関の独立性		
65	<p>第2段落に「当該第三者評価機関が買収者に対して自ら買収資金の融資も行う場合」とあるが、銀行からの融資に限らず、証券会社による資本市場での引受であっても同じ問題が生じるため、「買収資金の調達支援（融資、及び株式や社債の発行引受等）」とすべきである。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、貸付け以外の方法による買収資金の提供の場合にも同様の問題が生じ得ることが明確になるよう修正しました。</p>
66	<p>第2段落に「基本的には上記の機能を果たす上で望ましくないと考えられるが、合理的な必要性からやむを得ずこのような事態に至る場合には、」とあるが、当該箇所を削除しても本指針案の内容には影響しないと思われる一方で、「望ましくない」とまで否定的な議論は現状なされていない中で、偏った価値判断が読み手に伝わって誤解を招き、実務上、資金調達に支障が生じるおそれがあるため、当該箇所は削除すべきである。</p>	<p>本研究会の議論において、対象会社側で株式価値算定を実施する第三者評価機関が買収者に対して自ら買収資金の融資も行う場合において当該第三者評価機関が有する利害関係に関する指摘があり、そうした指摘を踏まえて、本指針3.3.2.3第2段落の考え方が提示されているものです。</p> <p>なお、「当該第三者評価機関が買収者に対して自ら買収資金の融資その他の資金提供も行う場合」は、「当該第三者評価機関が当該M&Aの成否に関して深刻な利害関係を有している場合」の例示として記載されているところ、本指針注59において、当該第三者評価機関が「買収者に対して自ら買収資金の融資その他の資金提供も行う場合において当該第三者評価機関が有する利害関係の程度は……具体的な事情によっても異なり、当該第三者評価機関が深刻な利害関係を有しているとまではいえない場合もあると考えられる」とされているため、このような</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
		<p>場合には、本指針 3.3.2.3 第 2 段落において提示されている考え方は妥当しないことになると考えられます。</p>
67	<p>注 59 に「なお、対象会社側で株式価値算定を実施する第三者評価機関自身が深刻な利害関係を有している場合だけでなく」とあるが、これは「特別委員会の第三者評価機関（特別委員会が自らの第三者評価機関を選任しない場合には対象会社の第三者評価機関）の独立性」に関する議論に係る脚注であるため（本指針案 3.3.2.3 第 1 段落）、別の表現を使うことによって、対象となる第三者評価機関の範囲が変わったとの誤解を招かぬよう、用語を統一すべきであり、「なお、特別委員会の第三者評価機関（特別委員会が自らの第三者評価機関を選任しない場合には対象会社の第三者評価機関）自身が深刻な利害関係を有している場合だけでなく」と修正いただきたい。</p>	<p>ご指摘を踏まえて修正しました。</p>
68	<p>注 59 に「第三者評価機関の独立性に対する懸念を緩和することも考えられるとの指摘もある」とあるが、我が国では、市場仲介者としての経営の独立性・健全性の確保、利益相反の防止、市場仲介者間の公正な競争の確保等のため、金融商品取引法令等において多岐にわたる「弊害防止措置」が設けられ、金融グループに属する銀行、証券会社等は、顧客同意のない非公開情報の共有原則禁止やグループ利益相反管理等の体制を既に構築し、かつ、これらの体制は監督当局等による検査対象にもなっている。また、グループに銀行を持つ証券会社もその実績や知見をもとに、M&A 市場において一定の役割を果たしている。現在の注 59 の文言では、これら証券会社の第三者評価機関としての独立性に対し</p>	<p>銀行法や金融商品取引法等に基づく利益相反管理体制の整備等の眼目と、本指針 3.3.2.3 において問題とされている利害関係とは、その趣旨を異にする面もあると考えられますが、ご指摘を踏まえて、第三者評価機関の独立性に対する懸念が緩和されると考えられる事情として、法令に基づく利益相反管理体制の整備等を追記しました。</p> <p>なお、本指針注 59 においては、基本的に、特別委員会の第三者評価機関（特別委員会が自らの第三者評価機関を選任せず、対象会社の取締役会が選任した第三者評価機関を利用する場合には当該第三者評価機関）についての考え方や指摘が記載されているものですが、ご指摘も踏まえて、その趣旨が明確になるよう修正しました（No. 67 参照）。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>て不必要な過度の懸念が生じ、結果として、第三者評価機関を選定する対象会社にとって、依頼すべき第三者評価機関の選択肢が狭められる、あるいは、銀行をグループ会社を持つ証券会社が第三者評価機関となるケースにおいて買い手の資金調達の選択肢が不必要に狭められる可能性があり、ひいては円滑な M&A の実施の障害となることが懸念されるため、「第三者評価機関の独立性が確保されると考えられる」とすべきである。</p>	
69	<p>注 59 に「一方、このような場合でも、第三者評価機関とそのグループ会社との間に情報隔離壁（いわゆるファイアーウォール）等を設定する等の措置を講じることにより、第三者評価機関の独立性に対する懸念を緩和することも考えられるとの指摘もある」とあるが、我が国においては、証券会社の独立性確保・利益相反防止・証券会社間の公正な競争確保等の観点から法令上証券会社とグループ会社との間に多岐の弊害防止措置が定められており、また、銀行法・金商法等の適用法令に基づき、銀行・証券会社等の金融機関において適切な利益相反管理が実施されている。また、グループに銀行を持つ証券会社もその実績や知見をもとに M&A 市場において一定の役割を果たしている。第三者評価機関の独立性に懸念ありとの記載が本指針に残れば、これら証券会社の第三者評価機関としての独立性に対して過度の疑念が生じ、結果として、対象会社又は対象会社の特別委員会にとっては、依頼すべき第三者評価機関の選択肢が必要以上に狭められ、一方、買収者側も、調達条件に関わらず第三者評価機関を務める証券会社のグループ銀行からは資金</p>	

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>調達ができない等、資金調達の実行が必要以上に狭められる可能性があり、ひいては円滑な M&A の実施の障害となることが懸念される。かかる観点から、「この点については、銀行・証券会社等の金融機関は、銀行法・金融商品取引法等の適用法令の下、厳格な利益相反管理態勢を構築しており、第三者評価機関とそのグループ会社との間では情報遮断等の適切な利益相反管理が実施されていることから（加えて、金融商品取引法に定められる「弊害防止措置」（ファイアウォール規制）によっても第三者評価機関とそのグループ会社との間には厳格な情報隔離壁等の措置が講じられているため）、第三者評価機関の独立性に対する懸念は払拭されていると考えられる。」と修正いただきたい。</p>	
70	<p>注 60 に「当該第三者評価機関が買収者に対して自ら買収資金の融資も行う場合には、特別委員会において、当該第三者評価機関の独立性や利害関係の内容に関連する事項として、当該第三者評価機関が第三者評価機関として受領する報酬に加えて、当該融資に関して受領する経済的利益の内容に関する情報等について確認を行うことも考えられる」とあるが、これは、当該第三者評価機関における情報遮断等の利益相反対応がしっかりなされているかを確認する趣旨であると理解している。例えば、金融機関グループの証券会社が対象会社の FA を担い価格評価も行う一方で、銀行が買い手に融資するようなケースでは、情報遮断に十分留意して対応しており、現在案のかかる記載により影響を受けるものではないと考える。ただし、この記載が拡大解釈されて特別</p>	<p>本指針注 60 においては、特別委員会がその第三者評価機関（特別委員会が自らの第三者評価機関を選任せず、対象会社の取締役会が選任した第三者評価機関を利用する場合には当該第三者評価機関）の独立性を確認する際に、当該第三者評価機関が第三者評価機関以外の立場においても当該 M&A に関与する場合には、当該第三者評価機関が第三者評価機関として有する利害関係に加えて、当該立場に関して有する利害関係の内容についても確認を行うことが適切と考えられることを踏まえて、当該第三者評価機関が買収者に対して自ら買収資金の融資等を行う場合には、当該第三者評価機関が第三者評価機関として受領する報酬に加えて、当該融資等に関して受領する経済的利益の内容に関する情報等について確認を行うことも考えられるとされているものです。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	委員会が過度に上記のようなケースを回避する可能性もあるため、利益相反に留意の上対応可能であることを明示していただきたい。	
71	特別委員会は対象会社サイドの機関であるため、対象会社がリテインした第三者評価機関に買収融資の内容をヒアリングしても「情報遮断されており分からない」という回答になるはずであるが、その程度の確認で十分であればその旨明示いただきたい。	特別委員会に対しては、その第三者評価機関（特別委員会が自らの第三者評価機関を選任せず、対象会社の取締役会が選任した第三者評価機関を利用する場合には当該第三者評価機関）の独立性を適切に判断するために必要な情報については、合理的に可能な方法により確認を行うことが期待されると考えられますが、確認を行う情報の範囲は、個別の M&A の具体的状況に応じて異なり得ると考えられます。また、特別委員会としては、確認を行った情報に基づき当該第三者評価機関の独立性を判断し、その結果を踏まえて適切な対応を講ずることが期待されると考えられます。
3.4 他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）		
72	マーケット・チェック（go shop）プロセスの導入は、全ての取引において、少数株主にとってよりよい条件及び企業価値の向上につながる。	本指針の策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。
3.4.2 実施方法		
73	第2段落に「間接的なマーケット・チェックについては、例えば、M&Aの実施に際して、①公表後、対抗提案が可能な期間を比較的長期間確保するとともに、②対抗提案者が実際に出現した場合に、当該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等を行わないといった対応を行うことが考えられる」とあるが、通常の M&A の場面では、買収者にとって、マーケット・チェックを通じて、	本指針の策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>stalking horse となることは避けたいと考えるのが自然であり、break-up fee や、対抗策としての Match Right を求めるのが一般的と理解する。</p> <p>しかしながら、MBO や支配株主の買収案件では、対抗提案の出現の可能性が高くないことに鑑みれば、マーケット・チェックについて否定的な記述とするよりは、むしろ、公正性担保措置の一つとして積極的に位置づける記述が合理的であり、その点で上記の記述は妥当である。</p>	
74	<p>注 62 に「どの程度長期間確保するかという点については、間接的なマーケット・チェックが有効に機能するために必要な期間は少なくとも確保することが必要となるが、そのような期間は対象会社の規模や個別案件の性質（例えば、企業の再生局面において、特に迅速な取引が求められる場合等）によっても異なり得るため、一律の基準を設けることは困難である」とあるが、画一的な基準を明示することができないとしても、一定のレンジなどを示すこともできるのではないか。一般論に逃げてしまうのは、妥当ではない。</p> <p>また、マーケット・チェックの期間の相当性について、判断基準の考え方を示すことも検討されてしかるべきであろう。</p>	<p>本指針注 62 のとおり、間接的なマーケット・チェックが有効に機能するために必要な期間は対象会社の規模や個別案件の性質によっても異なり得るため、本指針においてご指摘のような一定のレンジを提示することは困難であると考えています。</p>
75	<p>注 62 に「そのような期間よりも更に長期間確保する場合には、間接的なマーケット・チェックの有効性がより高まることも期待できるが、余り長期間確保すると、従業員や取引先等が不安定な地位に置かれ、対象会社の事業に悪影響が生じる可能性もある点にも留意する必要がある」とあり、一般論として、「不安定な地位」に置かれることには弊害</p>	<p>本指針注 62 においては、間接的なマーケット・チェックにおいて、公表後、対抗提案が可能な期間を、間接的なマーケット・チェックが有効に機能するために必要な期間よりも更に長期間確保することの意義及び影響が整理されているものであり、間接的なマーケット・チェックの意義を低減する趣旨ではありません。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>があることは確かではあるが、M&Aにおいて、不安定な状態は、実は珍しい事態ではない。例えば、独禁法の審査の結果待ちを含め、不確定な状態が継続することは必ずしも少なくない。</p> <p>M&Aは、巻き戻しが困難である点でも、そのプロセスを慎重に進めることに大きな意義があり、不安定さの点を過度に強調して、マーケット・チェックの意義をあえて低く示すことになるとすれば、本指針案のアプローチはPEその他のプレーヤーの利害を忖度しているのではないかと、との批判が妥当することにもなる。</p>	
3.4.3.1 買収者が支配株主でない場合		
76	<p>第4段落に「マーケット・チェックについては、対象会社の取締役会や特別委員会において、当該M&Aにおける具体的な状況を踏まえて、各方法の有効性や弊害の有無等を判断し、適切な方法で実施することが望ましいと考えられる」とあるが、この記述は、いわゆる積極的なマーケット・チェックについては妥当とするとしても、間接的なマーケット・チェックについては、妥当とはいえない。本指針案3.4.2の記載のとおり、比較的長期間のTOB期間の設定と対抗者の出現の場面でこれを阻害しないようにすべきである。上記の記述は、念頭に置いている場面を積極的なマーケット・チェックに限定している旨明記すべきである。</p>	<p>本指針3.4.3.1第4段落においては、「マーケット・チェックについては……適切な方法で実施することが望ましいと考えられる」とされているように、基本的には、何らかの方法によりマーケット・チェックを実施することが望ましいと考えられるとされているため、個別のM&Aにおいて、各方法の有効性や弊害の有無等を判断した結果、積極的なマーケット・チェックは実施しないこととする場合には、間接的なマーケット・チェックを実施することが望ましいと考えられることとなり、ご趣旨に沿ったものとなっていると考えられます。</p>
77	<p>支配株主がMBOに反対しているようなケース（対象会社に対して提案する前に支配株主に対して意向確認をしているケースもあり、対象会社が買収意向を正式に受け取る前に支配株主の方が意向を鮮明にし</p>	<p>買収者から示された買収意向の具体性、実現可能性や真摯性について一律の基準を設けることは困難であり、個別のM&Aごとに、必要に応じて対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役の関与の下（本指</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>ているケースもあり得る。)は、そもそも積極的なマーケット・チェック以前に「実現可能性」がない「買収意向」として取締役会は特別委員会の設置をしない形で終了させることもあり得るのではないか。</p>	<p>針 3.2.4.3)、具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべきものと考えられますが、ご指摘のような支配株主が存在する場合におけるその意向等は考慮要素の一つとなり得ると考えられ、買収意向に実現可能性がないと判断される場合には、特別委員会の設置やマーケット・チェックの実施に至らないということも考えられます。</p>
3.4.3.2 買収者が支配株主である場合		
78	<p>マーケット・チェックは、消極的・間接的なものを含め、親会社による上場子会社の完全子会社化の場面においては、公正性担保措置として機能しないと思われる。積極的なマーケット・チェックを行ったことで取引情報が漏洩し、株価が「公正価格」を超えて変動するケースや、かかる株価の変動により取引自体が成立しなくなるリスクがある上に、親会社による上場子会社の完全子会社化の場合、仮に時間をかけて間接的なマーケット・チェックを行ったとしても、既に親会社と上場子会社の間で一定のシナジーが発現しており、また、対抗提案者が支配権を取得できない以上、真摯な対抗提案が親会社以外の者から出てくるとは考えにくく、「より高い売値」の実現だけを目的とする者の出現を助長し、ひいては意義ある公正な M&A 案件の成立の支障となりかねない。</p> <p>したがって、マーケット・チェックは、MBO においてのみ考慮されるべき措置である旨を明記すべきである。</p>	<p>本指針 3.4.3.2 においては、買収者が支配株主である場合には、ご指摘のとおり、既に対象会社の支配的持分を有している支配株主が対象会社を買収しようとしているのであり、第三者への売却に応じる意思が乏しい状況下において、真摯な対抗提案がされることは通常は考えにくいことを踏まえて、マーケット・チェックが公正性担保措置として機能する場面は限定的であり、実施する意義が乏しい場合が多いと考えられるとされた上で、ただし、買収者が支配株主である場合であっても、例外的にマーケット・チェックが機能し得る場合もあり得るため、対象会社の取締役会や特別委員会において、このような特段の例外的事情が存在しないか等を念のため確認することが望ましいとされています。</p> <p>なお、注 65 において、マーケット・チェックが機能しないと考えられる場合であっても、公開買付期間等 M&A の公表後の期間を比較的長期間確保することは、一般株主が当該 M&A の是非や取引条件の妥当性について熟慮し、適切な判断を行うための期間としては機能し得るため、なお意義を有すると考えられるとされています。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
79	<p>第 2 段落に「買収者が支配株主である場合であっても、例外的にマーケット・チェックが機能し得る場合もあり得るため、対象会社の取締役会や特別委員会において、このような特段の例外的事情が存在しないか等を念のため確認することが望ましい」とあるが、この記述についても、積極的なマーケット・チェックを念頭に置いたものである点明確にすべきである。</p>	<p>本指針 3.4.3.2 においては、積極的なマーケット・チェック及び間接的なマーケット・チェックを含むマーケット・チェック一般の買収者が支配株主でない場合における公正性担保措置としての意義が整理されています。</p> <p>なお、注 65 において、マーケット・チェックが機能しないと考えられる場合であっても、公開買付期間等 M&A の公表後の期間を比較的長期間確保することは、一般株主が当該 M&A の是非や取引条件の妥当性について熟慮し、適切な判断を行うための期間としては機能し得るため、なお意義を有すると考えられるとされています。</p>
3.4.4 対抗提案を受けた場合の対応		
80	<p>注 69 に「このような場合であっても、企業価値の増加分が一般株主に公正に分配されるような取引条件の実現に向けて、上記のような合理的な努力は貫徹されるべきであり、企業価値が向上することだけを理由に一般株主の利益が不当に害されることのないようにすべきである」とあるが、このような記述こそが本指針案として重要な注記である。</p>	<p>本指針の策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。</p>
81	<p>注 70 に「いずれの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は慎重な判断が求められ、企業価値の概念を恣意的に拡大することにより、このような判断を不明確にすることは望ましくない」とあり、この記述も正当であるが、望ましくは、判断の主体が、委員会や（独立性がある）取締役会であって、利害関係のある経営陣等の</p>	<p>ご指摘のとおり、実際に対抗提案者が出現した場合において、いずれの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慎重に判断する上では、原則として、対象会社の取締役会や特別委員会において検討することが望ましいと考えられます（本指針 3.4.4、注 67）。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	意向を反映して、その判断が歪められることがあってはならない等の注記をも追記されたい。	
3.4.5 対抗提案者に対する情報提供の在り方		
82	<p>競争法上の懸念についての指摘は妥当である。</p> <p>なお、日本の公正取引委員会の実務では、M&Aの場面における競争事業者間での情報の授受に競争阻害性があることが十分に認識されておらず、DDなどにおける買収候補者による情報の管理（競争法上の懸念を惹起しないように、例えば競争法上センシティブな情報へのアクセスを制限し、案件が中止となった場合にも、入手した情報がM&A検討以外の目的で利用されないように管理措置を講じるという措置）が講じられていない点で、まだ実務は先進的とは言い難い。</p> <p>本件では直接関係しない問題ではあるが、そのような意識が事業会社において希薄である点は、海外M&Aでは大きな問題を惹起しかねない点で、競争当局だけでなく、産業政策当局としても、適切に実務の発展を促す必要があると考える次第である。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
3.5.1 機能		
83	<p>マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が事前の条件として設定されずに支配会社により買収が行われ、結果として買収者が買収を成功させたものの、マジョリティ・オブ・マイノリティの賛同を得られなかった場合には、その賛同が得られなかったことが買収条件への不満を示すものではないと判断すべき特段の事情がない限り、買収者の提示価格の公正さを疑わせる一つの重要な事情となり得ることを論じるべき</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>ものとする。これは、マジョリティ・オブ・マイノリティの賛同を買収の条件が公正であったかどうかを事後評価する際の重要な事情の一つとして位置付けるものである。本指針案がこのような考え方を記載することにより、それが一つのきっかけとなって、支配株主による買収の際の株式買取請求事件の裁判実務においてもこのような考え方が考慮されるようになれば、将来の支配株主の買収案件においても、マジョリティ・オブ・マイノリティの賛同を得られないような買収条件は株式買取請求事件で公正さが否定されかねない、という意味で買収者に対するソフトな牽制効果をもたらすことが期待できる。</p>	
84	<p>公開買付けにおいて、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が強圧性の低減という効果があるとの視点を削除したのはなぜか。</p>	<p>強圧性がないことは、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が適切にその機能を発揮するための条件とも考えられることを踏まえて、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の機能に関する本指針 3.5.1からは削除されました。なお、強圧性の排除については、一般株主が公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保する上での重要性を踏まえて、公正性担保措置の一つとして取り上げられています（本指針 3.7）。</p>
3.5.2 公正性担保措置としての意義		
85	<p>マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は、親会社による上場子会社の完全子会社化及びその他類似の M&A 案件において、少数株主に拒否権を与えるものであり、会社法上、組織再編や株式併合等によるスクイズ・アウトの手続の中で、少数株主に拒否権を与える代わりに少数株</p>	<p>マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することは、一般株主による判断機会の確保をより重視することにつながるとともに、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、一般株主にとって有利な取引条件で M&A が行われることに資するという機能を有するため（本指針 3.5.1）、MBO か支配株主による従属会社の買収かにか</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>主に株式買取請求権が付与されていることと両立せず、会社法の改正なくして、制度化するのは適当ではない。</p> <p>実質的にも、支配株主の議決権比率が大きければ大きいほど、少ない議決権数でマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の成立を阻止できるのであり、買付価格と同一価格でのスクイーズ・アウトが予定されていることや株式買取請求権の存在も背景に、親会社の買収提案が公正価格であるにもかかわらず公開買付けに応募とする行動がパッシブ投資家などに顕著であること、「より高い売値」の実現だけを目的とする者等による濫用も懸念されることから、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は、およそ親会社による上場子会社の完全子会社化の場面にはなじまない。</p> <p>したがって、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定は、MBOにおいてのみ考慮されるべき措置である旨を明記すべきである。</p>	<p>かわらず、これを設定することにより M&A を成立させるために得ることが必要となる一般株主の賛成の数が相当程度増加する場合には、取引条件の公正さを担保する機能があると考えられます(本指針 3.5.2)。もっとも、本研究会の議論において、ご指摘のように、支配株主による従属会社の買収のように買収者の保有する対象会社の株式の割合が高い場合における企業価値の向上に資する M&A に対する阻害効果の懸念等に関する指摘もあり、そうした指摘を踏まえて、本指針 3.5.2 においては、常にマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することが望ましいとまでいうことは困難であり、対象会社の取締役会や特別委員会は、当該 M&A における具体的状況を踏まえて、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の有効性や弊害の有無等を総合的に判断し、その要否を検討することが望ましいと考えられるとされたものです。</p> <p>なお、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定を含めて、本指針で提示される各公正性担保措置は取引条件の公正さを担保することに資する実務上の具体的対応をいうとされ(本指針 1.5 g)、その実施は、MBO 及び支配株主による従属会社の買収において公正な取引条件を実現するための条件ではないとされており(本指針 3.1.1)、これを制度化するものではありません。</p>
86	<p>マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は、全ての取引において、公正性の標準としてより拡張されるべきである。特に支配株主による買収において、少数株主は過去に相当な不正及び濫用を経験してきた。</p>	<p>本指針 3.5.2 においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は、これを設定することにより M&A を成立させるために得ることが必要となる一般株主の賛成の数が相当程度増加する場合には、取引条件</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>支配株主が上場子会社の将来の業績見通しに影響を及ぼす手段及び機会を有している不公正な買収の例が多く存在する。さらに、上場子会社の経営者は、しばしば支配株主と密接に働いてきたか、支配株主に対して忠誠心を感じている。さらに、支配株主による従属会社の買収の場合には、対抗公開買付けや効果的なマーケット・チェック（go shop）の可能性はより低いため、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は特に重要な保護である。マジョリティ・オブ・マイノリティ条件による保護のより広範な実施を確実にすることは、日本におけるコーポレートガバナンス及び企業価値の向上に資する。</p>	<p>の公正さを担保する機能があるとされている一方、企業価値の向上に資する M&A に対する阻害効果の懸念等も指摘されていることを踏まえて、対象会社の取締役会や特別委員会において、当該 M&A における具体的状況を踏まえて、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の意義や弊害の有無等を総合的に判断し、その要否を検討することが望ましいと考えられるとされています。</p>
87	<p>支配株主による従属会社の買収の場合には、買収者が買収を公正価格を著しく下回る対価により強行しようとするのが典型的に予想されるため、このような場合こそ、取引条件の公正さを担保する上でマジョリティ・オブ・マイノリティ条件が有効に機能することが期待される場面であり、原則としてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定すべきであり、その設定が妥当でない特段の理由がある場合に限って例外を認めるべきである。</p>	
88	<p>マジョリティ・オブ・マイノリティの位置付けについて、（特に支配株主による買収の場合の）ベストプラクティスとしては、同条件の設定が望ましいとすべきではないか。</p>	
89	<p>注 74 に「①買収者の保有する対象会社の株式の割合が高いほど、M&A の機会に対象会社の株式を買い集める等により、少ない株式取得によって M&A を容易に妨害することができ、企業価値の向上に資する M&A</p>	

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>に対しても阻害効果を及ぼす懸念が高まる」とあるが、そのような買い集め行為を行う場合には、自らの買い集め行為によって対象会社の株価が上昇し、取得コストがかさむ。マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の成就を妨害できるためには、短期間に大量の割合の株式を取得する必要があり、そのような大量の株式を取得するために取得コストをかけても、買収者の提示した買収価格が著しく低い例外的な場合を除けば、買い集め行為により上昇した株価が平均取得コストを上回る高い水準で推移する保証はなく、むしろ、買収者が一旦買収を中止又は延期する（若しくは買収者の TOB が最低取得の条件を満たさずに不成立となる）場合、そのように見込まれる場合には株価は下落するであろうから、買い集めた者は、損失を抱えた対象会社の株式の大量のポジションを抱えることになる。その意味で、懸念されるような買い集め行為を行なうことにはかなりのリスクが伴い、経済的合理性は疑問である。当該買収を阻止すること自体が目的で経済的合理性を度外視する者が買い集めを行う特別な場合ならともかく、経済的合理性が説明できない買い集め行為のリスクをファンドの運用者等の投資家が積極的に取ることは考え難く、この懸念がマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定を否定すべき現実的な懸念として考慮すべきものか疑問に思われる。</p>	
90	<p>注 74 に「①買収者の保有する対象会社の株式の割合が高いほど、M&A の機会に対象会社の株式を買い集める等により、少ない株式取得によって M&A を容易に妨害することができ、企業価値の向上に資する M&A</p>	

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>に対しても阻害効果を及ぼす懸念が高まる」とあるが、株式の買い増しにより、当該少数派株主は Exit の機会を失うリスクを負うことになり、現実的にそのような場面では当該状況における買収を支配株主が停止することで当該リスクに少数派株主は容易に晒されることになるので、①の指摘する場面が具体的にどれほど顕在化するかは定かではない。</p>	
91	<p>注 74 に「①買収者の保有する対象会社の株式の割合が高いほど、M&A の機会に対象会社の株式を買い集める等により、少ない株式取得によって M&A を容易に妨害することができ、企業価値の向上に資する M&A に対しても阻害効果を及ぼす懸念が高まる」とあるが、M&A においてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件が既に標準的な実務となっている英国及び香港を含む法域における多くの例に基づき、少数株主は一般にかかる行動を取らないと考える。むしろ、少数株主は、実際には、支払われる価格が被合併会社の増加価値の公正な割合である、企業価値を向上させる取引への参加に賛成して投票する可能性が高いと考える。</p>	
92	<p>注 74 に「②特に近年の我が国の資本市場の動向としてパッシブ・インデックス運用ファンドの規模が拡大しているところ、その中には、取引条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募を行わない投資家も存在するため、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が本来の機能を発揮することを妨げるとともに、上記の取引阻害効果をより高める要因が存在する」とあるが、買収者が支配会社で買収後は対象</p>	

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>会社を非上場会社とする意図を表明している場合には、パッシブ・インデックス運用ファンドといえども公開買付けに応募せざるを得ないはずであるため、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の有効性を否定する懸念材料にはならないと思われる。対象会社が非上場会社化されない場合も、パッシブ・インデックス運用ファンドが大株主であって、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定すると買収ができないような対象会社が現実にどれだけあるか疑問に思われる。むしろ、パッシブ・インデックス運用ファンドは発行企業の浮動株総数に対して一定の比率の保有割合を維持するように調整する傾向にあると認識しているため、そのような認識が正しければ、パッシブ・インデックス運用ファンドが買収に応じずに大株主としてその保有を買収後も継続するというシナリオは考え難いと思われる。</p>	
93	<p>注 74 に「②特に近年の我が国の資本市場の動向としてパッシブ・インデックス運用ファンドの規模が拡大しているところ、その中には、取引条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募を行わない投資家も存在するため、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が本来の機能を発揮することを妨げるとともに、上記の取引阻害効果をより高める要因が存在する」とあるが、「パッシブ」に運用しているファンドが支配株主の存在する株式について、プレミアムが付された買収への賛同を自動的に拒否する場合はどの程度主流であるかが定かではない。</p>	

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
94	<p>注 74 に「③会社法上、組織再編における株式買取請求手続における株式の買取価格である『公正な価格』やキャッシュ・アウトの場合に裁判所が決定すべき価格は、組織再編等によって増加した企業価値の公正な分配分をも含む価格とされているため、取引条件いかにかわらず、株式買取請求権を行使し得る地位を確保するために、株主総会において反対の議決権行使をすることや公開買付けへの応募をしないことに対してインセンティブが働きやすい要因が存在する」とあるが、現在の判例法理に従えば、むしろ公正な手続を経ている場合には株式買取請求権を行使できる地位を確保することへのインセンティブは減じられると考えられる。</p>	
3.6.2 充実した開示が期待される情報		
95	<p>親会社による上場子会社の完全子会社化においては、会社法、金融商品取引法又は東京証券取引所上場規則等が、少数株主保護の観点から、上場子会社側に必要十分な開示義務を課しており、新たなルールを設ける必要はない。なお、仮に支配株主と被支配会社との M&A において、通常の M&A よりも充実した情報開示を求めるとしても、特に企業価値評価においてはその前提となる情報の中に多くの企業秘密が含まれることは当然であり、自ずから情報開示に一定の制限があることを念のため付言しておく。</p>	<p>本指針 3.6.2 においては、MBO 及び支配株主による従属会社の買収において、法令や金融商品取引所の適時開示規制による開示制度を遵守するにとどまらず、自主的に、一般株主の適切な判断に資する充実した情報を分かりやすく開示する場合に、特に充実した開示が期待される情報が提示されているものであり、新たな開示義務を課するものではありません。</p> <p>また、ご指摘のとおり、対象会社には企業秘密等の公表に馴染まない情報も存在することから、一般株主に対して開示することができる情報の範囲には限界があることを踏まえて、特別委員会が一般株主に代わって非公開情報も含めて重要な情報を得た上で M&A の是非や取引条件の妥当性について検討及び判断を行うとともに（本指針 3.2.4.6）、</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
		これに対する信頼性を確保する観点からは、特別委員会に関する情報の開示の充実を通じて、特別委員会が機能したか否かについて、一般株主が判断できるようにすることが重要であるとされています（本指針3.6.2.1）。
96	日本企業のグローバル化を考慮すると、海外で追加的な開示を行うケースがあるが、企業は少数株主がインフォームド・ディシジョンを行うために必要な当該情報を日本において開示することを不合理に拒否すべきではない。言い換えれば、日本の投資家は開示レベルの差異や劣後によって不利な条件に置かれるべきではない。	貴重なご意見として承ります。
3.6.2.1 特別委員会に関する情報		
97	e)に「委員の報酬体系に関する情報」とあるが、これに加えて、報酬の決定プロセスに係る情報も重要と考えられる。この点の追記が妥当ではないか。	本指針3.6.2.1 a)においては、充実した開示が行われることが望ましい特別委員会に関する情報として、「委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報」が提示されており、その例示として、「委員の独立性……に関する情報」が提示されていますが、その一環として、特別委員会の委員の報酬の決定プロセスに関する情報を開示することも考えられます。
3.6.2.2 株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関する情報		
98	第三者評価機関の報酬が成功報酬である場合には、第三者評価機関が当該取引の成功に対してインセンティブを持つことになるため、第三者評価機関のインセンティブ構造は当該情報の信頼性にかかる重要な情報であると考えられる。したがって、ベストプラクティスの整理と	ご指摘のとおり、第三者評価機関の報酬体系は、そのインセンティブ構造に影響を与え得る重要な要素であると考えられ、これに関する情報は、対象会社の一般株主等が、株式価値算定結果やフェアネス・オピニオンの合理性・信頼性を検証・評価するに当たって重要な判断材料であると考えられることを踏まえて、本指針3.6.2.2 c)においては、充

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>しての本指針案の位置付けとしては、報酬の形態に係る指摘を加えるべきではないか。</p>	<p>実した開示が行われることが望ましい株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関する情報として、「第三者評価機関の重要な利害関係に関する情報」が提示されるとともに、その例示として、「第三者評価機関の報酬体系（当該 M&A の成立等を条件に支払われる成功報酬か、当該 M&A の成否にかかわらず支払われる固定報酬か等）に関する情報」が提示されています。</p>
<p>3.6.2.3 その他の情報</p>		
99	<p>注 83 に「対象会社の業績の下方修正後に M&A を行うような場合等、M&A が成立しやすくなるように意図的に市場株価を引き下げているとの疑義を招く可能性がある場合には、特に充実した説明を行うことが望ましい」とあるが、この記述では、どのような開示をすることが充実した開示といえるのか、その視点が欠けているので、その補充が必要なのではないか。</p> <p>開示ルールの基本として、記載が虚偽であることや記載すべき重要な事項が欠けている場合だけでなく、誤解を生じさせないために必要な重要な事項の記載が欠けている場合には開示が違法となり、損害賠償責任の基礎となり得るが、下方修正が短期的にはマイナスの業績インパクトがあるとしても、それだけでなく、それが中期的にはプラスになることもあわせて説明しなければ、一方的な説明（ミスリーディングな記述）となる等の注記も必要なのではないか。</p> <p>さらに、上記の一方的な説明とならないようにすべきとの私見と同様の開示の考え方は、ホワイト&ケース法律事務所の下記の報告抜粋</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>(本研究会第4回提出資料3「米英における Conflict of interest のある M&A の情報開示事例」p.2 の(a)取引の目的)において、「メリット」と「デメリット」の両面の記載が求められている点に注目すべきである。取引の影響を一面的に記載するのでは不十分であり、両側面の開示が必要となるのは、開示ルールの基本というべきである。</p> <p>「対象会社、その関連当事者、及び独立株主(unaffiliated stockholders)に対し、本取引によりどのような影響が生じるか(本取引による、それぞれに対する税務上の影響を含む)。かかる影響についての記述は、本取引によるメリット・デメリットについて、合理的な程度に詳細に記載しなければならない。また、かかる影響は、定性的なものだけではなく、可能な限り定量的な側面も述べなければならない(対象会社の帳簿価格及び純利益に対する金額、及び割合での影響)」</p> <p>Regulation MA, Item 1013 参照。</p>	
100	<p>d)に「対象会社と買収者との間で行われた取引条件等に関する協議・交渉の具体的な経緯に関する情報」とあり、e)に「他の買収方法や対抗提案の検討の有無に関する情報」とあるが、d)とe)は重要なポイントになるところであり、d)は、交渉・検討プロセスの公正性を判断する上で、極めて重要な情報であるため、具体的な経緯の記載が必要であるのはまさにそのとおりであるが、MBO や支配株主の関係者のうち、特に誰がいつ接触を開始したのかなどの情報が重要といえる。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>e)は「他の買収方法や対抗提案の検討の有無」だけではなく、他の買収手法ではなく、この手法を採用した理由、対抗提案ではなくなぜこの提案が選択されたかについての理由の説明などを通じて、公正性に関する投資者の判断を基礎付ける情報が提供されることが必要になることを本指針では示すべきある。</p> <p>なお、Regulation MA, Item 1013 も参考にされるべきであるが、ホワイト&ケース法律事務所の報告（本研究会第4回提出の資料3「米英における Conflict of interest のある M&A の情報開示事例」p.2）では、</p> <p>「a)本取引の目的 (Purposes of the Transaction)</p> <p>非公開化取引（本取引）の対象会社及びその関連当事者は、本取引の目的を開示しなければならない。かかる開示事項には、以下の事項を含む。」</p> <p>とした上で、</p> <p>「・検討した他の代替的な手法、及びそれらを採用しなかった理由 ・本取引のストラクチャーを選択した理由及び本取引を実施する理由（以下略）」</p> <p>を報告しているが、上記の2番目の項目は、Item 1013 (c) Reasons において、「State the reasons for the structure of the Rule 13e-3 transaction and for undertaking the transaction at this time」とされており、「at this time」の訳出が欠けている。なぜこの時期に非公開化取引を実施するのか、についての理由説明を求めている点が</p>	

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>報告から漏れている。これは見落としてはならない重要であるので付言する。タイミングによっては、非公開化が投資家にとって不利な時期であることがあるからである（米国では株価が低迷した 70 年代に非公開化取引が多く行われ、批判があったことを受けて 13e-3 ができたこともあり、この時期を選択した理由の開示を求めており、歴史的な背景として重要であっただけでなく、例えば、典型的にはレックスの MBO のような場面においても、あの時期の MBO をあえて実施した理由の開示を求めるといって、株主・投資家にとって望ましくない時期をあえて経営陣等が選択して MBO や非公開化を実施することを戒めようとしている点には留意が必要であり、見落としてはならない重要な視点というべきである。</p>	
101	<p>f)に「M&A への賛否等を決定する取締役会決議において反対した取締役または異議を述べた監査役がいる場合には、その氏名および反対または異議の理由に関する情報」とあるが、反対・異議があるにもかかわらず、現在の買収案を支持する理由の積極的な説明がなされるべきである以上、「反対・異議の理由」にフォーカスするのはおかしいのではないか。決議に反対・異議の理由を誤解されないように記載した上で、反対・異議にもかかわらず決議が成立した理由が積極的に記述されるべきなのではないか。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
<p>3.7 強圧性の排除</p>		
102	<p>a)に「公開買付け後のスクイズ・アウトに際して、反対する株主に対する株式買取請求権または価格決定請求権が確保できないスキーム</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
	<p>は採用しないこと」とあるが、米国 Regulation MA では、appraisal remedy の概要についての説明を記載することが求められており (Regulation MA, Item 1004(d))、株主の正当な権利の行使をし損なうことがないように配慮がなされている。</p> <p>上記は、最低限のものであり、本当は、それでは投資家・株主の利益を図る法制（開示法制）とは言えないと考える。(株主・投資家保護に関して、この程度しかやっていない、求めているというのが我が国の M&A の状況である。)</p>	
	第 4 章 おわりに	
103	<p>第 2 段落に「本指針が我が国企業社会においてベストプラクティスとして定着し、企業価値の向上と株主利益の確保を両立する公正な M&A の実現に貢献していくためには、企業社会の関係者が本指針の趣旨を踏まえてそれぞれの役割を適切に果たしていくことが重要となる」とあるが、本指針案がベストプラクティスという位置付けには、やはり抵抗感がある。まだ我が国の実情は、ベストプラクティスといえるレベルに向けて歩みを進めている段階であり、本指針を活用してベストプラクティスが形成されていくことが期待される、という位置付けが実態にも合っており、かつ実務の発展を促すメッセージとしても適当であると考え。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
	その他	
104	<p>M&A で対象会社を買収しても、対象会社から高度な人材が流出してしまえば、M&A の意味と価値がないと考える。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

No.	コメントの概要	経済産業省の考え方
105	<p>スクイーズ・アウトを可能にするとした場合、少数株主とされる比率については、(特別支配株主の請求でなくとも)90%以上とすべきである と考える。2/3以上ではあまりに緩すぎると思われるのであるが、株式会社という公的な性質を持つ会社形態の社会的機能を重視した上で、 会社法の改正を含めた規制を行うようにしていただきたいと考える。</p> <p>(一般に、所有株率30%は、主要株主の一角と言うべき大株主という様な 立場であったりするであろうが、これでも制度適用の際の少数株主に 含まれてしまうのである。あまりにM&A推進側に傾けすぎているの ではないかと考える。その様な過度の「少数株主締め出し」偏重は社会 全体を望ましくない方向に遷移させる可能性が大きいと思われるので (注目が薄い企業等への他国による乗っ取りが多発するのではないかと 危惧する。)、止めていただきたい。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>