

# 公正な M&A の在り方に関する研究会

## 第 1 回 議事要旨

1. 日時：平成 30 年 11 月 9 日（金）16 時 00 分～18 時 00 分
2. 場所：経済産業省本館 17 階国際会議室
3. 出席者：神田座長、青委員、石綿委員、井上光太郎委員、井上隆委員、江良委員、加藤委員、神作委員、児玉委員、三瓶委員、武井委員、玉井委員、角田委員、Sneider 委員、馬場委員、福島委員、古本委員、別所委員、北後委員、柳川委員、山田委員、井上課長、竹林参事官  
(欠席：藤田座長代理、田中委員)
4. 議題：MBO 指針の見直しの要否・方向性、今後の検討事項等
5. 議事概要：

はじめに、本研究会の進め方等について、資料 2（「公正な M&A の在り方に関する研究会について（案）」）記載のとおりとすることについて委員の了承を得た。次に、事務局より資料 3（「事務局説明資料（開催の趣旨、今後の検討事項）」）について説明した後、討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

【古本委員】MBO 指針を改めて拝見したが、実務の感覚では違和感のない、バランスのよい考え方の整理がなされていると感じている。したがって、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。特に、今回は、親会社による上場子会社の完全子会社化について、スコープを広げる、議論を深めるというご提案であり、それはそれでももちろん結構だと思うが、当社の場合、ここ数年でもかなりこの種の案件を実行しており、この点は非常に関心のあるところである。この点については、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。また、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。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。MBO と上場子会社の完全子会社化は似ているとはいえ、同じではない。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。また、今回例示されている論点であるが、例えばマーケット・チェックとか、Majority of Minority に関して、仮に MBO には何らかの手続が望ましいとなった場合でも、それが上場子会社の完全子会社化にも同様に当てはまるのかということ、そのようなことはないと思う。マーケット・チェックについては、指針にも記載があるが、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。要するに、論点ごとの射程として、MBO に当てはまるのが、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。いずれにしても、新たな規制を課すものではないという基本的な考え方との関係も踏まえた上で、丁寧な議論を期待

したい。

【北後委員】 企業年金連合会は、公的年金の1つであり、アセットオーナーである。顧客・クライアントは年金受給者のみということで、株主、しかも少数株主の観点に立った意見を申し上げたい。まず、MBO 指針のスコープを広げるのは非常によいことだと思うので、同意する。また、古本委員がおっしゃったように、現状の MBO の指針も、割といろいろしっかり書いているとは思っている。書いてあればみんな従うかと言われれば、そうではないだろう。指針の「精神」をしっかりと守ることが大事で、指針どおりにやっていますよ、という「体裁」だけの対応ではすぐに限界が来る。利害関係者が多く、そこから不平・不満が出てくるということだ。ただ、今回、公正な M&A ということだが、誰にとって公正かというところが、まず大事ではないかと思う。もちろん株主だけにとって公正な指針が必要だというつもりはないが、いろいろな方面を見つつ、公正な指針を考えていく必要があるのではないか。私はコーポレート・ガバナンス担当部長をしているが、ヘッジファンドのポートフォリオの当社の担当部長もしており、その職責柄、いろいろな海外のアセットマネジャー、ヘッジファンド、アクティビストファンドなどともよく話をしている。ただし、アクティビストに我々は投資していないので、ここでする発言に利益相反はないことをあらかじめ申し上げておく。したがって、アセットマネジャーとして日本に興味がある投資家たちが、私にいろいろなことを聞いてくる、いろいろなことを言ってくるとか、そういったこともコメントをする。現状では、向こうからは日本市場慣行は公正だ、という言葉は全く聞こえてこない。M&A はもちろん、MBO も含めて、親会社の子会社を完全子会社化するとか、そういうパターンもそうであるし、新聞に載ったりする、あるいは大きな案件になってくると、アセットマネジャーから「これは一体どういうルールでやっているんだ」とか、あるいは「日本以外ではこんなことあり得ないぞ」といったことが聞こえてくる。そのため、まずは、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。もう1点であるが、今のことを深掘りすると、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こと、透明性の部分である。例えば、キャッシュ TOB にしろ、株式交換にしろ、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、それを少なくともフードチェーンのもう少し上、本当は一番上がよいのだが、お国柄そういうことにもならないかもしれないから、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。そういった海外でも行われるようなこと、あるいは少数株主たちが文句を言わないような指針になれば、海外投資家は、もっともっと日本の株に投資をしてくるだろうし、あるいはそれが逆方向になれば、海外の投資家は割と機動的なので、簡単に「日本は難しいから、他のマーケットへ行こう」ということになると思われる。実際にそう言っているアセットマネジャーもいる。海外や世界に誇るオープンな日本のマーケットにしないと、どんどん強硬手段に出てくるアクティビストが増えてくる、そんな例が増えてきていることに皆さんもお気づきだと思う。

**【角田委員】**今日のフィナンシャル・タイムズに、レオ・ルイス記者が、「金曜日の午後には、23人の強いエキスパートのパネルがこういうことを議論する」という記事を書いており、その中では、昨日か一昨日公表された、ミネベアによるユーシン、これは完全な第三者同士の買収案件だが、これについても触れられている。事務局説明資料 20 ページの図だと、彼が文句を言っているのは、右上の独立第三者による TOB。完全子会社化なので、どうしても二段階買収になるが、この中の強圧性と囚人のジレンマ構造という、MBO だけでなく一般的なスクイズ・アウトでは必ず起こるもの。彼はおそらく外国の投資家の代弁者としてお書きになっているのだから、そういう意見も強いということに改めて感じた。ただ、私個人としては、ここまで統制しにいこうとか、規制しにいこうとなると、テイクオーバー・コードみたいなものをつくって、パネルをつくったりして、パネルもコールド・ショルダーリング（違反者への制裁）以外でどう参加者に規律を守らせていくのかという議論までいかなければならない。あつたほうがよいとは個人的には思うが、今この段階で、独立第三者による買収まで規制するような、統制するような機関をつくってまとめていくのは、まず難しいであろうという観点では、事務局がまとめた利益相反性、情報の非対称性の中で、特に強いものを集中してやっていって、ベストプラクティ

スを示していくというのは、非常に賛成である。当社は上場子会社の完全子会社化のお手伝いを仕事でやっており、今年は5件ほど、昨年は7件関与した。当社の顧客では、非常にしっかりとした、いろいろなことをお考えになって意思決定をされるような会社やられている。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、しっかりとご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、小さいものにはきっとあるのであろうから、そういう実務を通した、私どもの経験とか、知見を使って、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。

【山田委員】MBOにおいて、マネジメントと一緒にお金を出して非上場化するという、ある意味買収会社の観点から、いろいろな形でコメントをさせていただく。まず、この会のディスカッションとして、何をベースにディスカッションするかというのは大事だと思っており、先ほどお話があったが、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。先ほど北後委員のほうからあったが、フェアネスも大事だと思うが、ディールが起これないところには投資家は集まってこないの、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考えている。事務局説明資料を見ると、残念ながら件数が減っているということは、コンサーンを持つところであり、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。そういう中から、1つは、市場が健全に機能しているということベースにしないと、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、絶対あるということベースにすると、株価って何なのだという話で、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い議論で、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される。

また、プロセスの中でぜひ議論していただきたいのは、第三者委員会というものが、これはある意味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、実際起きていることは、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が、ここはぜひ議論していただければと思う。また、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。最後に、市場の価格が実態を充分反映されているとすると、コントロールプレミアムは何か正しいのかというのが、1 つ議論の的かと思っている。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。

**【玉井委員】** 本研究会では、MBO 指針策定時からの議論の継続性の観点と、新しい視点とを両方織り交ぜて、実務にも役立つ有意義な議論ができればよいと思っている。本日の討議のポイントは今後取り上げるアジェンダを確認することだと思うので、今考えていることをごく簡単にお伝えする。まず、MBO 指針の見直しの要否が最初に挙げられているが、この 10 年の間に、実務も蓄積し重要な判例も出ているので、それらを踏まえて、ぜひ実務にとって使いやすい、よりよいものに改訂をしていただければと思っている。私自身は上場子会社を完全子会社化する取引に関わることが多く、その中で、この指針自体のスコープは MBO ではあるが、この指針が実務のガイダンスになって、かなり確立したプラクティスが形としてはできてきていると感じる。ただ、改めて指針を見ると、当時、MBO というのはどういう取引なのかというところをまずしっかり議論した上で、

論点整理をして、抽出した問題点に対してどういう工夫をすべきかというふうに、丁寧に議論が進められている。今般、もし上場会社の完全子会社化取引をこの指針の範囲に含めるということであれば、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と考えている。完全子会社化取引については、先ほど古本委員からもお話があったが、例えば、既にマジョリティをとっている親会社が完全子会社化をするときに、プレミアムはどのような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く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。その観点に限らず、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くと有り難い。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。さらに、ホワイト&ケースの先生方の調査の結果、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。議論するのに遅くないタイミングで共有できるものがあれば、五月雨式でも共有いただくと助かる。もう 1 つ、既に出ている話であるが、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よい。あと 2 つ、小さな論点だが、普段からフェアネス・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に考えられるのか。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考えている。先ほども話が出たが、TOB 期間の長短につい

て、MBO にしろ、親子上場の完全子会社化にしろ、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、疑問がなくもないので、その辺も少し触れていただけるとありがたい。

【三瓶委員】私は、いわゆる純投資、少数株主の立場から、この問題に関わらせていただきたいと思っている。いくつか関心を持っている点がある。事務局への質問になるのかもしれないが、論点として具体的には挙げられていないが、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、海外ではフェア・ディスクロージャー・ルールがあることが大前提だが、あえてそこでセレクトティブにコンタクトをとることがある。そういったことを日本ではやっていないのだろうと思うが、そういったことも今回の議論の中に入ってくるのかどうか。もう 1 つ、情報の非対称性というのはわかるようで、いまひとつぴんとこないところがある。そもそも情報の非対称性というのはあるのだろうが、それをどう解決したい、改善したいということなのかというのが、あまり明確にわからないところがある。既に挙げられた議論の論点としては、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ということである。それと今日、たまたま新聞に「社外取締役の MBO 関与拡大」ということが出ていたが、せっき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。先ほど他の委員がおっしゃっていたが、市場の機能や統計的なエビデンスを見ながらというときに、一番気になるのは、日本の市場機能が海外と随分違う働きをしていることである。私は 14 年ほど海外市場で株式投資をし、その後、日本市場に 15 年ほど向き合っているが、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。ホワイト&ケースに海外の事例を紹介していただくということなので、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。先ほど玉井委員がおっしゃっていたが、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。

**【Sneider 委員】** この研究会では、米国の弁護士の観点から、これからの日本の公正な M&A の在り方について、コメントさせていただきたいと思う。今日は、検討対象取引のスコープについて、簡単にコメントするが、基本のスコープは、MBO 指針の見直しと、支配株主の従属会社の買収、特に親子関係の完全子会社化の取引は、基本的には正しいと思うが、これについては、弾力的に考える必要もあるのではないかと思う。角田委員がおっしゃったように、全く第三者の買収を視野に入れるのは正しくないかもしれないが、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がある。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と思っている。

**【別所委員】** 海外が全て正しいというわけではないが、ニューヨーク、ロンドン等グローバルのモルガン・スタンレーの感覚からのコメントをいくつか例示的に紹介する。例えば現金対価の 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。他には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と思っている。最後に、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ので、そのあたりの在り方も皆様のご意見をお伺いしながら、議論に参加させていただきたい。

**【馬場委員】** 私は株主の立場で、スチュワードシップ活動として議決権行使や対話活動などを実施している。基本的にはこういった再編の中で、議決権行使という形で株主の意見を問う際に関わっているが、MBO 指針の中にあるとおり、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。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とさせ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。また、昨今のいろいろな事例を見ている中で、ジュピターテレコム事件の事例で、公正さを担保するところが大前提となっているが、ただし書きのところで、「予期しない変動が生じたと認めるに足る特段の事情」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。

**【加藤委員】** 1 点目は、MBO 指針の見直しの必要性ということだが、MBO 指針が公表された後、既に何度も言及されている J:COM 事件などをはじめとして、非常に重要な判例法理の発展もあるので、それを踏まえた見直しは必要かと思う。J:COM 事件は、株式の買取価格の決定手続ではあるが、それ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。これについては、レックス・ホールディングス事件の損害賠償請求事件の東京高裁で、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、こういった措置が

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と思っている。2 点目も、既に他の委員のご意見と重なる面はあるが、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、事務局説明資料 29 ページで指摘されているとおり、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と思っている。

**【井上（光）委員】** ファイナンス研究者として M&A 関係やコーポレート・ガバナンスの実証研究を中心にやっており、その観点から発言させていただければと思う。この問題の一番の重要性は、情報の非対称性という問題で、MBO と親子間 M&A のいずれの問題にしても情報を持っている人と、持っていない人が存在し、その両者が直接取引を行うことが根本にある。ここでは親会社に限らず、支配株主など親密な関係のある大株主または経営者は内部情報を持っている人で、外部株主は持っていない人という位置づけになる。この両者が取引をすることの潜在的な問題点が、特に M&A において顕著に出現してくる。情報の非対称性の下では、いくら経営者や企業側が「きちんとした手続きで株主のことを注意してやっていますよ」と主張しても、内部情報を持っていない株主が、情報を持っている人と直接の取引を強いられるケースでは、自分の知らない情報に基づき「何か不利な取引を強いられているのではないか」という懸念が出てくるので、事前にそうした懸念を防いでいくことが、日本の株式市場からの信頼を高め、企業としても取引コストを引き下げる上で重要と考えている。私自身も実証研究者として海外の研究を見ていると、例えば、先ほど Sneider 委員がおっしゃったようにパーシャル・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なので、ホワイト&ケースの調査は日本の制度の欧米の制度との比較可能性という意味で重要と思っている。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って、機会主義的行動が行われているのではないかという懸念が大きいときに、いかにこれを解消していくかという意味では、その解決策として情報開示は重要である。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。先ほど山田委員から、最近、取引の数が落ちているというご指摘があったが、確かにそういう点もあるかと思う。一方で、これは事務局説明資料の 7 ページ、8 ページのスライドに当たるが、2008 年から 11 年ぐらいにかけて、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、これはリーマンショックの後の株価の下落時に多くの MBO や親子間 M&A が起きていることを示す。実は、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、2012 年のアベノミクスのスタートで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。そうすると、もう 1 つ問題になってくるのは、支配プレミアムの議論は重要ということがあっても、全体の平均的水準はあまり参考にならないことである。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く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。いずれにしても、情報の非対称性があるがために、いろいろな懸念が市場に出てきてしまうので、それへの対応が市場の効率性を高める点で必要になってくる。最初、古本委員がおっしゃった、支払い対価が株式か現金かということは同じように議論できないのではないかということは、そのとおりだと思うが、一方で、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を考えている。

**【児玉委員】** 当社は M&A を当事者としてやる会社であり、この委員会では、実務的な観点から情報提供、意見する立場と理解している。なお、私自身は、典型的な日本の企業である日立製作所のゼネラルカウンセルではあるが、バックグラウンドはアメリカ法で、実務経験も 14 年間にわたって、インハウスとして、シリコンバレーで M&A を中心とした仕事を継続して、現地の法律あるいは実務に携わってきたというものである。現行の MBO 指針を今回改めて拝読して、非常に正しい方向であり、素晴らしいものだと思う。善か悪かではなく、企業として必ず問題として出てくる忘れてはならない観点として、やはりアクティビストの存在がある。例えば先ほど山田委員から、買収者側も期間を延長するということに対して引ききみであるというご発言があったが、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、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。繰り返しになるが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。今、この研究会で向かおうとしている方向が、片方のファクターとして、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ということを、恐らく法律的な、直接的なイシューにはならないと思うが、冒頭なのでこの場で、この視点をぜひお願いできればと考えている次第である。例えば売価を決定する立場のときには、どういう国でアクティビストが出てくる可能性がどれくらいあるか、あるいは機関投資家はどれくらいか、分けて考える。それによって、オファーをする額も変えるというのが、現実の実務としてそういう方向になっているし、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い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。歯止めになるファクターではあるが、また、ポイントに影響するわけではないが、全体的な流れの中で、そういうネガティブ・ファクターもお考えいただければと思っている。

**【福島委員】** 私からは各論になるが、2点申し上げたい。1つは、株価の算定の報告書、あるいはフェアネス・オピニオンに関してである。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、なかなか使いづらいつ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ういう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と思っている。もう1つは、情報開示の点である。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ことも、1つの論点かと思っている。

**【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。また、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、丁寧な議論が必要と考える。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いけないことであり、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。なお、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と考える。

**【石綿委員】** 私は、11 年前に MBO 指針を取りまとめるときも参加させていただいた。ちょうど MBO 指針が出来上がった直後に、MBO 指針の表現を使いながら、日興コーポリアルグループの特別委員会をつくったのが非常に懐かしく思い出されるが、それ以降、MBO 指針は実務で使えるのか使えないのか、ないしはどのくらいワークするのかを試しながら、10 年強やってきた。いろいろな議論について、今後各論でお話しさせていただければと思う。日本はアメリカと少し違う面があり、アメリカは、判例によって M&A のルールが積み上がって、形成されてきているわけだが、日本は裁判所がそこまでクリエイティブなことを必ずしもしないところもある。そうすると、どうしても経済産業省のようなところで、各界の方々の意見を取りまとめて、ルール形成をしていくということが、日本では意味を持つことになる。そして、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。先ほども話があったが、私としても、わが国が、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。もちろん悪い企業買収は起こらないようにしなければならないが、よい企業買収に対する阻害効果を持ち過ぎてはいけないというところで、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

なるのだろうと思っている。そういう観点では、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、今日、事務局が議論すべき事項という形でスコープの話を挙げているが、私は、事務局説明資料 20 ページで記載されているように、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、先ほど Sneider 委員もおっしゃったように、ここの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とと思っている。先ほどアクティビストという話もあった。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ものは、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なっ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とと思っている。

**【井上（隆）委員】** 多くの委員からご意見が出たが、現行の指針をつくる时候にも、経済界側から随分意見を出したが、一番たくさん意見が出たところは、恐らく規制を課す趣旨ではないというところを、どういうふうによく持っていくかということだったと思う。今回、環境変化があるので、見直しはもちろん進めていかななくてはならないが、経団連としては、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に加え、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、先ほど意見が出たが、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。

**【江良委員】** ブラックロックで議決権行使を担当している。また、当社の投資先企業に TOB がかったときなどに、ポートフォリオ・マネジャーと、価格が妥当かといった議論もすることも多い。本研究会には、投資家、少数株主の観点から議論に参加させていた



だ。既に何名かの委員からもご発言があったように思うが、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。

日本において、価格の妥当性を判断するときいつも悩むところだが、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。誤解のないように、敵対的買収やアクティビストがどんどん増えればよいということをお願いするつもりはない。ただし、対案があまりにも少な過ぎるという感想も持っている。これは要はバランスの問題かと思う。対案の活性化という観点からは、ほかの委員のご発言にもあったように、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かと思う。最後に、本研究会において、さまざまな投資家やステークホルダーの意見を募集するのはよいアイデアだと思う。ただし、一方で、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。なぜ違うかということ、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。

**【神作委員】**事務局説明資料 5 ページに引用されている、平成 28 年のジュピターテレコム最高裁の決定は、これまで何名かの委員もご指摘されたが、裁判所としては公正な実務の慣行に大幅に委ねた面がある。このような最高裁の決定を受けると、本研究会でスコープの拡大も視野に入れつつ MBO 指針について見直しをすることは、まさに時宜を得たものであると思われる。一般に公正と認められる手続とは何かということについて、改めて検討する必要性が非常に高くなっていると思われる。2 点目は、特に MBO についての質問であるが、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けると、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と少し違う点なのではないかという気もしているので、是非そういったことについても機会があれば教えていただきたい。

【武井委員】まず、MBO 指針の改訂自体には賛成で、もちろんアップデートもしなければいけないと思う。ただ、現在の MBO 指針自体を改めて読めば読むほど、よくできている中身になっていて、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、改訂に当たってはこういった各論をアップデートすることなのかということなのだと思う。2 点目は、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。根底には MBO とはそもそも果たして何なのかという定義・射程の点がある。そもそも MBO 指針が当初考えていたガチガチの MBO は、創業者がバーンと買主になって、すごい非対称な情報を持っていて、強度の利益相反がある取引を前提にしていた感がある。しかしその後、指針前段の箇所でそうでない取引もあると留保されて書かれているにもかかわらず、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 年間が経過して、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。3 点目が、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。以上です。

【柳川委員】私も 11 年前の研究会に出ていたのですが、そういう意味では、改めてこういう議論ができるのは意義が深いとともに、大分時間がたったのだと感じる。武井委員が先ほどおっしゃったことだが、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もので、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。ただし、その中で、具体的なところをどうするのかというプラクティスの部分と、それから全部をやることはできないので、焦点を絞ったというところ、この 2 つが今のところは課題であって、プラクティスの部分であれば事例は積み重なってきたし、あるいは先ほどのように、いろいろな事例の中で使える情報が入ってきた、あるいは社外取締役が進んできたとか、いろいろあるので、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と。それから、フォーカスを絞った上で、あまり議論しなかった部分。実は今日出ているような完全子会社化の話も、議論の中では出てきたが、それを入れて全てをつくらうとすると、焦点がぼやけてしまうということで、あえて入れなかったというところがあるので、ここは今回、少し時間をかけてやるのであれば、ここもやるということなのだろうと思う。まず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、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ことかと思う。プラクティスの話でいけば、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なかったという言い過ぎになるが、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、ここは、私は実務家ではなくわからない部分が多いが、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。また、話が出ていた海外との連携。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。それは海外にもいろいろな方がいるので、それはそれぞれどう考えるかだが、こ  
こは強く意識する必要があるのだろうと思う。最後だが、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。皆  
様からお話があったように、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で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ぎり詰めてしまうと、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いの  
で、それを皆様のお知恵をできるだけ活用して、そこそこのものでおさめられるかとい  
うことかと思う。

以上

お問合せ先  
経済産業政策局 産業組織課  
電話：03-3501-6521  
FAX：03-3501-6046