

公正な M&A の在り方についての意見・情報提供の募集（案）

平成 31 年 1 月●日

経済産業省経済産業政策局産業組織課

1. 背景

経済産業省は、平成 19 年 9 月 4 日、MBO（マネジメント・バイアウト）¹に関する公正なルールの在り方を提示するため、「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」（以下「MBO 指針」）を策定しました。

MBO 指針については、策定後 10 年間の実務、裁判例や議論の蓄積、コーポレートガバナンス改革の進展等の上場企業を取り巻く環境の変化等を踏まえて、見直しについて検討する時期に来ているとの指摘や、支配株主による従属会社の買収等、MBO 以外の利益相反構造のある M&A についても論点整理を行うべきとの指摘があります。

そこで、経済産業省は、MBO 指針の見直しの要否およびその方向性を含めて、我が国の公正な M&A の在り方について検討を行うため、平成 30 年 11 月、「公正な M&A の在り方に関する研究会」（以下「本研究会」）を設置し、検討を開始しました。

本研究会では、これまでの議論の中で、MBO 指針を見直す必要があることや、見直しに当たっては、MBO に加えて、同様に利益相反性と情報の非対称性の問題が大きいと考えられる支配株主による従属会社の買収についても検討対象に含めるという方向性についてコンセンサスが得られており、今後は、下記 5 記載の論点をはじめとする各論について、我が国の M&A を公正・健全な形で更に発展させていく観点から、議論を深めることを予定しております。

そこで、本研究会での議論に当たって、これらの論点について、より広い視点から分析・検討を更に深めるため、経済産業省は、広く国内外の関係者から各論点に関わる意見・情報の提供を募集します。また、エビデンス（データや事例等の事実や分析）の提供も歓迎します。

2. 意見・情報提供の方法

下記 5 記載の論点についての意見・情報をお寄せください。

※ 下記 5 記載の論点の一部のみについての意見・情報提供でも結構です。

※ 下記 5 記載の論点以外の公正な M&A の在り方に関する重要な論点についての意見・情報提供も歓迎します。

¹ MBO とは、現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入することをいいます。

※ エビデンス（データや事例等の事実や分析）の提供も歓迎します。

- (1) 提出期限：平成 31 年 2 月●日（●）必着
- (2) 提出方法：下記宛先まで、電子メールまたは郵送でご提出ください。

電子メール：●●
〒100-8901
東京都千代田区霞が関 1-3-1
経済産業省経済産業政策局産業組織課
「公正な M&A の在り方に関する研究会」事務局 宛

- (3) その他留意事項
 - ・冒頭に下記事項を明記してください（必要に応じて、事務局から提供いただいた意見・情報等に関するご連絡をさせていただく場合がありますが、あらかじめご承知おきください。）。

- ・氏名、住所および所属または属性（個人投資家等）（法人その他の団体の場合は、名称、代表者の氏名および主たる事務所の所在地）
- ・連絡先（電話番号および電子メールアドレス）

- ・日本語または英語にて記載してください。
- ・下記 5 記載のどの論点・項目についての意見・情報かを明示して記載してください。
- ・長文（概ね A4 用紙で●頁以上）の意見・情報を提出いただく場合には、要旨を各項目の冒頭等に記載してください。

3. 提供いただいた意見・情報の取扱い

提供いただいた意見・情報については、事務局にて取りまとめた上、本研究会に報告し、本研究会での議論の参考にさせていただくことを予定しております。なお、提供いただいた意見・情報について、個別に回答等を行うことは予定しておりませんので、あらかじめご了承ください。

また、本研究会での議論の参考としての利用のほか、提供いただいた意見・情報は、住所、連絡先および個人の氏名を除き、その全部もしくは一部または事務局にて取りまとめた要旨を経済産業省のウェブサイト等において公表させていただく可能性がありますので、あらかじめご承知おきください。

なお、本研究会では、今後、提供いただいた意見・情報等も踏まえて各論について議論を深め、本年春を目途に議論の取りまとめを行う予定であり、これを受けて、経済産業省は、MBO 指針の改訂を行う予定です。

4. 参考情報

参考 1 : プレスリリース「『公正な M&A の在り方に関する研究会』を設置します」
<http://www.meti.go.jp/press/2018/11/20181107004/20181107004.html>

参考 2 : 本研究会の各回配付資料および議事概要
http://www.meti.go.jp/shingikai/economy/fair_ma/index.html

参考 3 : MBO 指針
http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/MB_Oshishin2.pdf

5. 意見・情報提供いただきたい論点

【論点1】取引類型間の共通点・相違点等

MBO 指針は、利益相反構造のある M&A のうち、MBO を中心に提言を行ったものであるところ、親会社が上場子会社を完全子会社化する場合ははじめとする支配株主による従属会社の買収等、MBO 以外の利益相反構造のある M&A ついても論点整理を行うべきとの指摘がある。

このような指摘も踏まえて、本研究会では、MBO 指針の見直しにあたっては、MBO に加えて、同様に利益相反性と情報の非対称性の問題が大きいと考えられる支配株主による従属会社の買収についても検討対象に含めることとし、今後、両取引類型に関する公正なルールの内実について議論を深めることを予定している。

この点について、本研究会では、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指摘や、実際には両取引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指摘がなされている。

以下の点についての意見・情報を提供いただきたい。

- ① MBO、支配株主による従属会社の買収等の各取引類型の間には、どのような共通点・相違点等が存在するか。
- ② ①の共通点・相違点等は、特別委員会の設置等の措置²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・程度などに、どのような影響を与え得るか。

【論点2】特別委員会

MBO や支配株主による従属会社の買収においては、独立した特別委員会（第三者委員会や独立委員会等と呼ばれることもある。）に、当該 M&A 取引の是非および条件についての諮問や買収者との交渉を委託し、特別委員会による判断等を尊重するという措置が講じられることがある。

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 MBO の是非および条件

² M&A 取引における取引条件の公正さを担保することに資する措置を指し、具体的には、例えば、特別委員会の設置、株式価値算定の実施、フェアネス・オピニオンの取得、マーケット・チェックの実施、Majority of Minority 条件の設定、情報開示の充実等の措置が想定される。

についての諮問（または MBO を行う取締役との交渉）およびその結果なされた判断の尊重を、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 つとして整理している。

現状、日本では、MBO、および公開買付けとスクイズ・アウトによる二段階買収の方法で行われる支配株主による従属会社の買収においては、多くの事例において、特別委員会が設置されているのに対して、組織再編による一段階買収の方法で行われる支配株主による従属会社の買収においては、特別委員会が設置されない場合もあると指摘されている。

以下の点についての意見・情報を提供いただきたい。

- ① 特別委員会の機能をどのように考えるか。
- ② 特別委員会の役割・検討対象をどのように考えるか。
- ③ 特別委員会の設置の要否について、どのように考えるか。
- ④ 例えば以下の点を含めて、特別委員会の望ましいプラクティスの在り方について、どのように考えるか。
 - ア. 設置の時期・タイミング
 - イ. 委員構成（例えば、委員としての適格性を構成する要素（独立性、属性（社外取締役、社外監査役、社外有識者等）、専門性等）やその内容、各要素相互間の優劣関係についての考え方等）
 - ウ. 交渉への関与の在り方
 - エ. 対象会社の、または特別委員会独自の財務・法務アドバイザーの指名・選任の在り方
 - オ. その他、特別委員会に対する権限付与の在り方
 - カ. 委員の報酬
 - キ. 情報開示

【論点 3】 株式価値算定、フェアネス・オピニオン

M&A 取引における株式価値算定とは、対象会社の 1 株当たりの株式価値を分析することをいい、この分析結果が算定手法ごとにレンジで記載されたものが株式価値算定書である。また、フェアネス・オピニオンとは、通常、対象会社の一般株主にとっての取引条件の公正性・妥当性について、独立の第三者である評価機関が意見を表明するものをいう。

MBO 指針は、対象会社において独立した第三者評価機関からの算定書等を取得することを、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つとして整理している。なお、MBO 指針は、フェアネス・オピニオンについては、特段の言及を行っていない。

現状、日本では、MBO および支配株主による従属会社の買収においては、多くの事例において、対象会社において株式価値算定書の取得が行われているのに対して、フェアネス・オピニオンの取得が行われる事例は少ないと指摘されている。

以下の点についての意見・情報を提供いただきたい。

- ① 株式価値算定とフェアネス・オピニオンの機能をそれぞれどのように考えるか。
- ② 株式価値算定とフェアネス・オピニオンの取引条件の交渉・決定における位置付け・役割をそれぞれどのように考えるか。
- ③ 株式価値算定とフェアネス・オピニオンの取得の要否やその効果、取得に伴う弊害等について、それぞれどのように考えるか。
- ④ 例えば以下の点を含めて、株式価値算定とフェアネス・オピニオンの望ましいプラクティスの在り方について、それぞれどのように考えるか。
 - ア. 発行プロセス
 - イ. 第三者評価機関の独立性、専門性等
 - ウ. 情報開示

【論点4】マーケット・チェック

マーケット・チェックとは、対象会社がある買収者から買収提案を受けた場合に、より条件の良い代替的な買収提案の有無を調査・検討することをいう。

MBO 指針は、他の買付者による買付の機会を確保し、MBO を行う取締役等にも対抗的な買付が出現する可能性を踏まえた MBO の価格を提示させることを、価格の適正性を担保し、取引の透明性・合理性を高めるための実務上の工夫として整理している。

現状、日本では、多くの事例において、M&A に関する事実の公表と公表後の潜在的な買収者の登場の可能性を通じた間接的なマーケット・チェックが行われているのに対して、積極的なマーケット・チェックが行われる事例は少ないと指摘されている。

以下の点についての意見・情報を提供いただきたい。

- ① マーケット・チェックの実施の要否やその効果、実施に伴う弊害等について、どのように考えるか。

- ② 例えば以下の点を含めて、マーケット・チェックの望ましいプラクティスの在り方について、どのように考えるか。
- ア. 実施方法（オークション（入札手続）、マーケット・チェック（複数の潜在的な候補者に個別に打診）、Go Shop（M&A 契約締結後一定期間、対象会社が対抗提案を積極的に勧誘することを認める）等）
 - イ. 対抗提案を受けた場合の対応（対象会社の取締役会の行為規範、対抗提案者に対するデューディリジェンスの機会の付与の可否等）

【論点 5】 Majority of Minority 条件

Majority of Minority 条件とは、M&A 取引の実施に際し、株主総会における賛否の議決権行使や公開買付けへの応募の有無により株主の意思表示が行われる場合に、利害関係を有しない株主のうちの過半数が賛成することを取引の前提条件とすることをいう。

MBO 指針は、MBO に際しての公開買付けにおける買付数の下限を高い水準に設定することを、株主意思確認の見地を重視した実務上の工夫として整理している。

現状、日本では、MBO においては、多くの事例において、Majority of Minority 条件が設定されているのに対して、支配株主による従属会社の買収においては、Majority of Minority 条件が設定される事例は少ないと指摘されている。

以下の点についての意見・情報を提供いただきたい。

- ① Majority of Minority 条件の機能をどのように考えるか。
- ② Majority of Minority 条件の設定の可否やその効果、設定に伴う弊害等について、どのように考えるか。
- ③ 例えば以下の点を含めて、Majority of Minority 条件の望ましいプラクティスの在り方について、どのように考えるか。
 - ア. 利害関係を有しない株主（Minority）の範囲
 - イ. 下限の水準（Majority）の考え方

【論点 6】 情報開示

情報開示には、対象会社の一般株主等が、当該 M&A 取引の是非および取引条件の妥当性について判断することを可能とする機能や、当該 M&A 取引において、取引条件の公正さを担保することに資する措置が十分に講じられているか否かを判断することを可能とす

る機能等があると考えられる。

MBO 指針は、MBO において、各株主が納得して適切に判断し、その意思を表明できることが重要なポイントとなることに鑑み、各株主の背景や属性等も十分に考慮して、株主の判断に資するための充実した説明を行う必要があるとしている。

以下の点についての意見・情報を提供いただきたい。

- ① 開示することが望ましい情報は何か。また、その理由は何か。
- ② 開示することが困難な情報は何か。また、その理由は何か。

【論点 7】 その他の重要な論点

論点 1～6 以外にも、公正な M&A の在り方に関する重要な論点についての意見・情報の提供を歓迎する。