

近時の利益相反構造のあるM&Aにおける 公正性担保措置の実施状況

2018年12月4日
森・濱田松本法律事務所
弁護士 石綿 学

目 次

1. はじめに	2
2. 特別委員会の設置	3
3. 特別委員会の構成	4
4. 特別委員会による交渉への関与	5
5. 特別委員会の検討プロセス	6
6. 特別委員会による独自のアドバイザーの選任	7
7. Majority of Minority条件	8
8. 株式価値算定書／フェアネス・オピニオン	9
9. 公開買付期間	10
10. マーケット・チェック	11

はじめに

調査範囲

2014年1月1日以降2017年12月31日までに開始された公開買付けのうち以下のものに関する公開買付届出書の記載

- MBOの事例(20件)
- 親子会社間取引の事例(23件)

(注)一部の調査対象事項については、実施されている場合でも公開買付届出書に記載されていない(記載する実務が定着していない)可能性がある点に留意が必要

調査対象

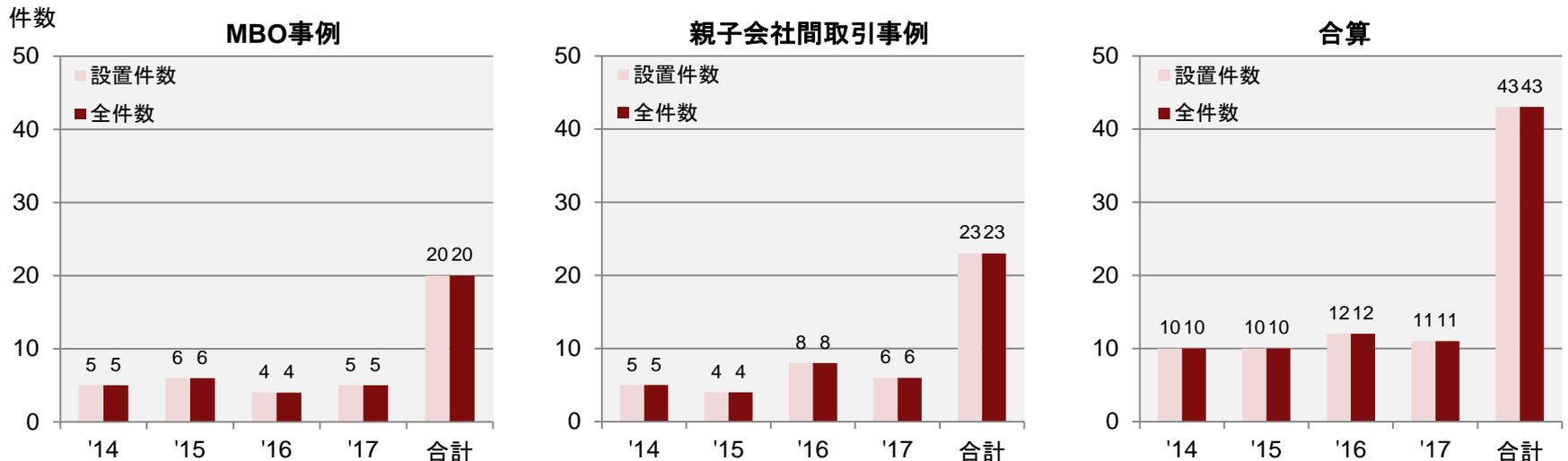
以下の公正性担保措置及び利益相反回避措置の実施状況

- 特別委員会(第三者委員会、独立委員会等)
- Majority of Minority条件
- 第三者評価機関による株式価値算定／フェアネス・オピニオン
- マーケット・チェック

特別委員会の設置

特別委員会は、調査対象の公開買付けのうち全ての事例で設置

■ 特別委員会の設置状況とその推移

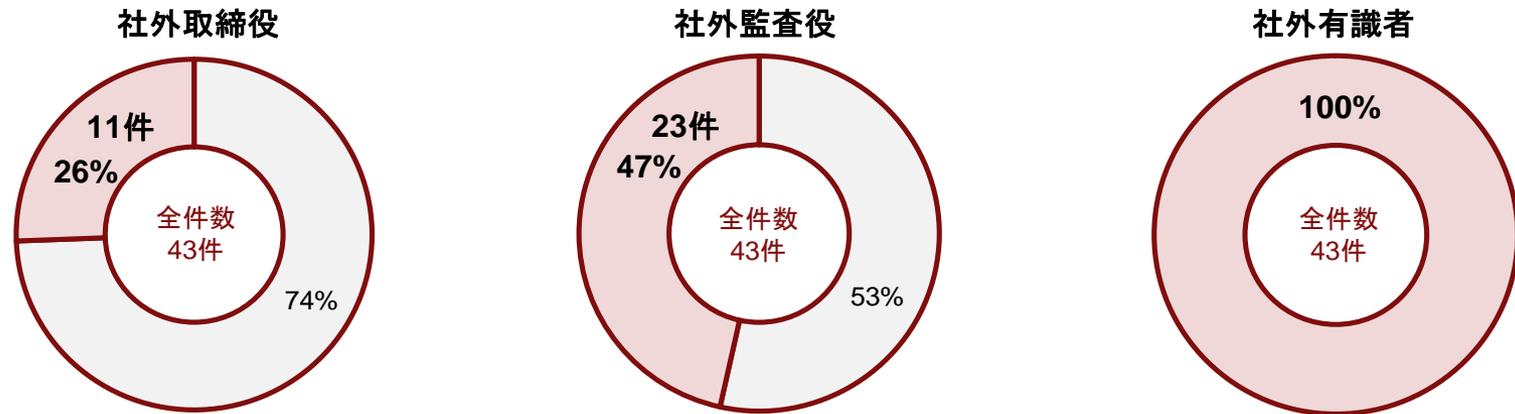


- MBO事例では2012年頃からこのような傾向が現れていた一方、親子会社間取引事例では、2013年に開始された公開買付け12件のうち2件のみであるなど、特別委員会の設置は広く定着しているとはいえなかった
- 近時の実務においては、MBO事例・親子会社間取引事例のいずれにおいても、常に特別委員会が設置されるようになっている

特別委員会の構成

社外取締役、社外監査役、社外有識者から構成され、特に社外有識者が目立つ

■ 特別委員会の委員の構成

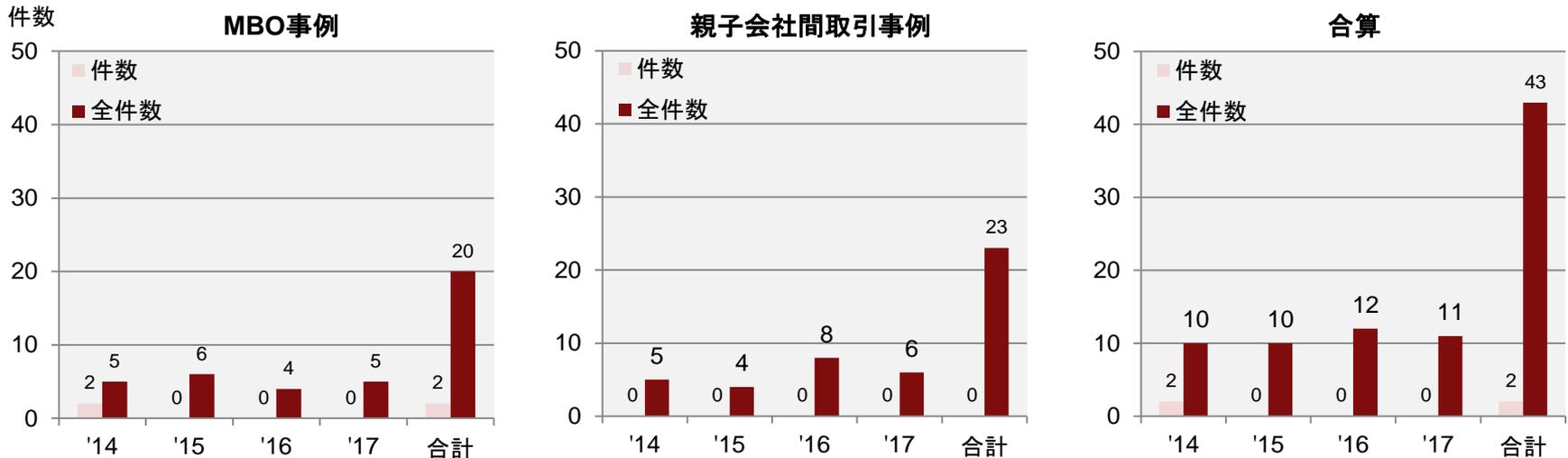


- 2013年以前には、社内監査役を委員とする例も一部みられたが、調査対象の公開買付けにおいては、そのような例はみられず、社外取締役、社外監査役又は社外有識者から構成
- 社外有識者が全ての事案で委員に含まれており、委員の総数に占める有識者の割合は約70%に至る
- 近時のコーポレート・ガバナンスに関する制度改革を踏まえた社外取締役・独立取締役の選任数の急激な増加を踏まえ、社外取締役の割合が増加していく可能性もある

特別委員会による交渉への関与

特別委員会に明示的な交渉権限が付与された旨を開示する例は少数にとどまる一方、特別委員会が交渉に実質的に関与する事例はみられる

■ 特別委員会への交渉権限付与事例

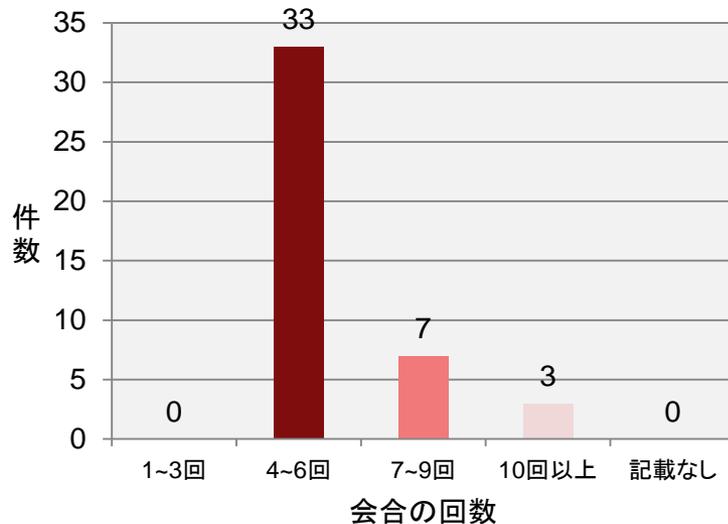


- 特別委員会に買収者との交渉を行う権限が明示的に付与される例は多いとはいえ、調査対象の公開買付けにおいても、43件中2件（いずれもMBO事例）と、2013年以前（2011年～2013年は48件中11件）より減少
- 他方、対象会社に対して価格引上げに向けた交渉を要請・指示するなどの方法で、特別委員会が対象会社と公開買付者との交渉に実質的に関与する例もあるが、公開買付届出書での開示内容は事案によって差異あり

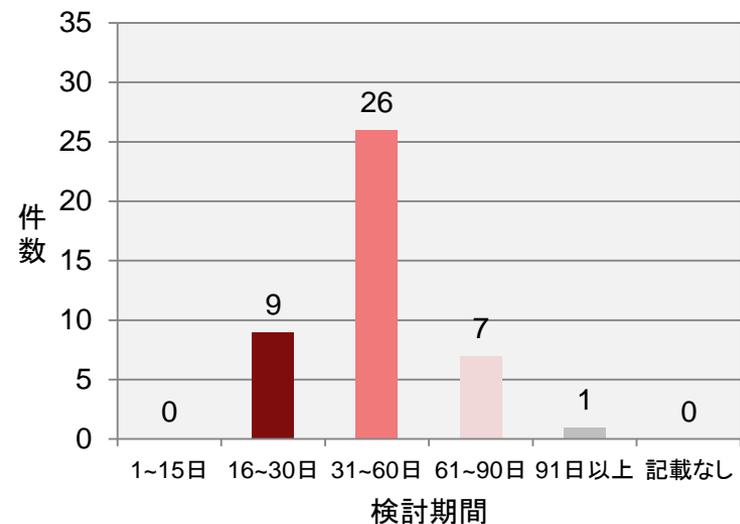
特別委員会の検討プロセス

特別委員会の会合の回数は4～6回の事例が多く、平均検討期間は約43日

■ 特別委員会の会合の回数



■ 特別委員会の検討期間



- 会合の平均回数は5.16回、平均検討期間は42.93日となり、実務的には概ね定着
- 特別委員会が審議すべき内容は、取引の内容・状況等によって大きく異なる可能性があり、短期間で集中的に検討し、意思決定を行うことが求められる場合も少なくない点に留意

特別委員会による独自のアドバイザーの選任

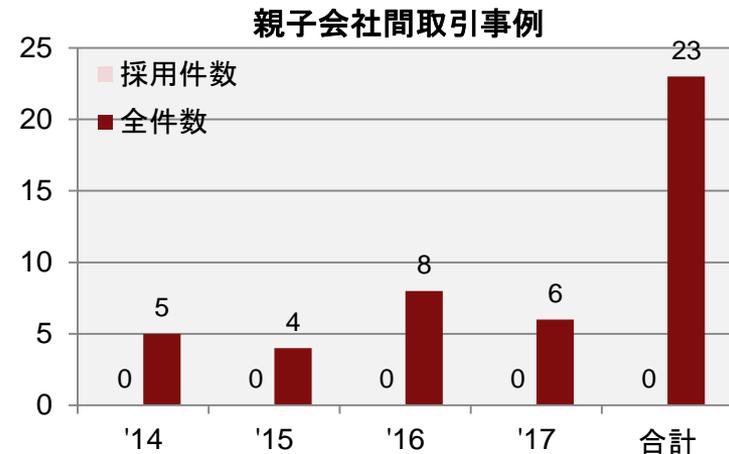
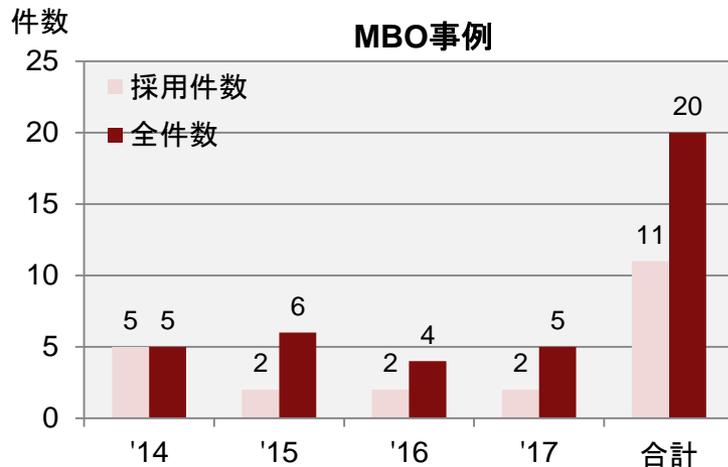
特別委員会による独自の財務・法務アドバイザーの選件事例は依然として少ない

- 特別委員会による独自の財務・法務アドバイザーの選件事例は、我が国においては依然として少なく、調査対象の公開買付けにおいては、親子会社間取引事例の1件のみ
- 理由としては、以下のものが考えられる
 - 裁判において独自のアドバイザーの選任がどの程度評価されるか明らかになっていないこと
 - コスト面の負担等
 - 委員である社外有識者等や対象会社側のアドバイザーから適切な範囲で助言を受けることで実質的に足りると考えられる場合も存在

Majority of Minority条件

MOM条件は、MBO事例では過半数で採用されている一方、親子会社間取引事例での採用は進んでいない

■ MOM条件の採用状況とその推移



- MBO事例(公開買付者が予め保有する株式数が少ない場合)では、スクイーズアウトを確実に実施しうるような買付予定数の下限(3分の2以上)を設定すれば、自動的にMOM条件となる
- 親子会社間取引事例では、MOM条件による買収阻害効果が過大になる等の問題あり
- 分母となるMinority株主の範囲等、MOM条件の詳細については検討の余地あり
 - ✓ 公開買付者との間で応募合意をした株主を一律に分母から除外して計算すべきとの財務局の運用

株式価値算定書／フェアネス・オピニオン

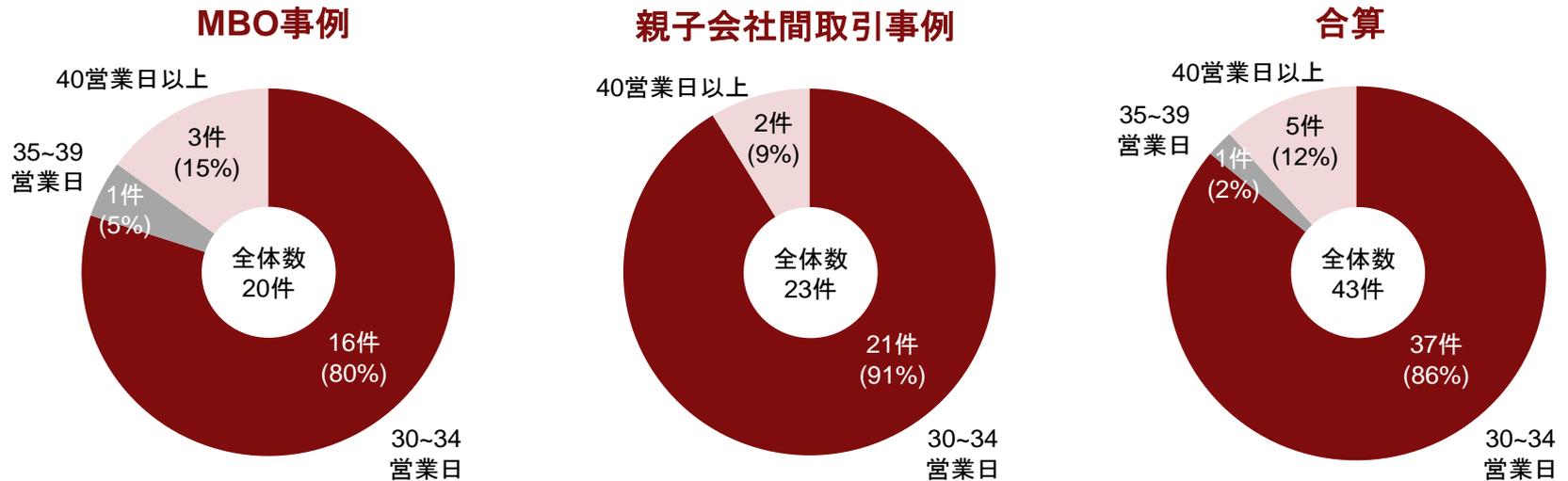
対象会社において、株式価値算定書は全ての事例で取得されている一方、フェアネス・オピニオンを取得する事例は少数にとどまっている

- 調査対象の公開買付けの全てにおいて、対象会社は第三者算定機関から株式価値算定書を取得
- 他方、対象会社がフェアネス・オピニオンを取得している事例は、親子会社間取引事例の1件のみ
- 費用面の負担のほか、株式価値算定書に加えてフェアネス・オピニオンを取得することのメリットについて、必ずしも実務の共通認識が形成されていない可能性

公開買付期間

全ての事例で公開買付期間は30営業日以上に設定されている

■ 公開買付期間 (注)延長されている場合は延長後の期間



- 調査対象の公開買付けの全てにおいて、公開買付期間は30営業日以上に設定
- 30~34営業日の事例が最も多いが、40営業日以上の実例も見られる

マーケット・チェック

事前のマーケット・チェックについて開示する例は多いとはいえない一方、取引保護条項が合意される例は少ない

- 調査対象の公開買付けのうち、公開買付届出書において、対象会社による入札手続きが行われた旨を明記している例はなく、また、複数の候補者と協議を行った旨を明記している例は、MBO事例の1件のみ
- 利益相反構造のある取引のみならず、独立当事者間の取引でも、対象会社による事前のマーケット・チェックについて、公開買付届出書で明記する例は多いとはいえない
 - 公表前に多数の候補者にアプローチすることによる情報漏えい等の懸念
- MBO事例や親子会社間取引事例において取引保護条項が合意されることは少ない
 - 調査対象の公開買付けのうち、公開買付者と対象会社との間で取引保護条項又はこれに準じた合意がなされた可能性がある案件は、MBO事例1件(対象会社が賛同表明する旨を合意)及び親子会社間取引事例1件(既存の資本業務提携契約において各種の事前協議事項を合意)のみ