

公正な M&A の在り方に関する研究会

第 2 回 議事要旨

1. 日時：平成 30 年 12 月 7 日（金）11 時 30 分～13 時 30 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、藤田座長代理、青委員、石綿委員、井上光太郎委員、井上隆委員、加藤委員、児玉委員、三瓶委員、武井委員、田中委員、酒井様（角田委員代理）、Sneider 委員、馬場委員、福島委員、古本委員、別所委員、北後委員、山田委員、井上課長、竹林参事官
（欠席：江良委員、神作委員、玉井委員、柳川委員）
4. 議題：取引類型による差異、特別委員会
5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料 2（「事務局説明資料（取引類型による差異、特別委員会）」）について説明を行った。次に、石綿委員より資料 4、続いて別所委員より資料 5 についてご説明いただいた後、討議を行った。石綿委員のご説明及び討議の概要は以下のとおり。

【石綿委員】資料4を用いて、過去4年間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についてお話をしたい。まず、2ページをご覧いただきたい。今回の調査では、恣意的な調査にならないように、基本的には、2014～2017年の4年間における公開買付届出書の記載に基づきMBO及び親子会社間の取引とわかるもの、それぞれ20件、23件ついて、どのような公正性担保措置及び利益相反回避措置がとられているかを確認した。特に本研究会のトピックとして掲げられている特別委員会やMajority of Minority条件、株式価値算定、フェアネス・オピニオン、マーケット・チェックなどに重点を置いている。特別委員会については、案件によって「第三者委員会」や「独立委員会」という表記をされることもあるが、実質的には同じものということで、「特別委員会」とまとめている。3ページについて、まず、特別委員会の設置状況だが、過去4年間をみると、MBOについても親子会社間についても、全ての案件において特別委員会が設置されている。ちなみに、今回の調査の対象外ではあるが、2013年以前においては、親子会社間取引事例において

特別委員会が設置された事例は、12件のうち2件しかなく、2013年の段階では親子会社間の取引ではほとんど特別委員会は設置されていなかった。ただ、2014年以降、急遽、設置されるようになり、以後、必ず設置されるという形で実務が運用されてきているというのが現在の状況かと思う。

4ページ、特別委員会の委員の構成について。まず、実際の特別委員会の委員だが、社外取締役については、全43件中11件、つまり26%で委員になっていた。社外監査役については、43件中23件、つまり47%において委員になっていた。社外有識者については、全ての案件で委員として選任されていた。これが現在の状況である。先ほど事務局の方から、特別委員会の委員を選定するに当たって属性と専門性とどちらを重視するかという話があったが、必ずしも一概には申し上げられないが、それなりに専門性も重視した結果として、社外有識者が選ばれることが過去においては多かったのかもしれないと考えている。また、社外取締役の数が単純に少なかったということも背景にあって、社外取締役よりも社外監査役のほうが結果として多く選ばれてきたということかと思うが、ご承知のとおり、昨今、社外取締役の数が非常に増えてきているので、足元の状況を申し上げると、社外取締役の選任状況は増えてきている状況と考えている。

5ページについて、特別委員会に諮問事項という形で諮問をしているわけだが、それに際して、明示的に交渉権限を付与した旨を開示している例があるかということについては、ご覧になっておわかりのとおり、まず、左側のMBO事例においては、14年においては5件中2件あったが、15、16、17年にそういう交渉権限を付与しているという事例はなかったので、結果として、20件中2件のみが交渉権限を付与していると明記をしていた。一方で、親子会社間の取引事例においては、そのような形で交渉権限を付与したと明記されている事例はなかった。そういう意味では、43件中2件において、交渉権限が明示的に付与されているということになる。しかしながら、交渉権限を付与すると明示的に記載されていなくても、その記述の中で、交渉に当たった、ないしは交渉に実質的に関与したと記載されている例も多少あり、その辺は公開買付届出書の記載内容によって、ないしは、公開買付届出書によっては、その記載内容の程度にかなり差があるという状況かと考えている。

6ページ、特別委員会の会合の回数や検討期間だが、会合の回数は、4～6回が一番多く、43件中33件で、順に、7～9回が次、10以上がその次ということになっている。検討期間としては、31～60日が最も多く、続いて16～30日、そして61～90日が次に多いという状況になっている。先ほど事務局の方から、特別委員会をいつ設置するかという問題提起が

なされたが、通常、この種の案件をやっていく上では、もちろんケースバイケースではあるが、3ヵ月くらい前には検討がスタートしていることが多いことを考えると、どちらかという、案件検討当初に設置されるというよりは、途中のどこかの段階で設置をされているケースが比較的多いのかと思っている。

7ページに移らせていただき、特別委員会による独自のアドバイザーの選任ということだが、特別委員会において独自の財務ないし法務アドバイザーを選任したと記載されている事例は少なく、対象の中では親子会社間の取引で1件のみだった。では、アドバイザーを使っていないのかということではなく、すなわち、会社のアドバイザーを使っているということを意味しており、会社が選任した財務アドバイザー、法務アドバイザーの助言に従って特別委員会が運営されていることが多いということになる。その理由としては、わが国において、独自のアドバイザーを特別委員会が選任した場合のメリットが特に明確にされていないというところもあり、特別委員会独自のアドバイザーを選任することへのインセンティブがあまり大きくないのかもしれない。または、コスト面の負担を考えて、あまりコストが発生し過ぎないようにしているということも指摘できると考えている。それから、ここでは表れていないが、有識者の中に弁護士や会計士を選んでいるケースがかなりの頻度であり、そういう意味では、委員の中に弁護士を選ぶことによって、特別委員会の内部で法務アドバイザー的なものを取り込んでいるケースもかなり多いということもできるのではないと思う。すなわち、特別委員会が全くもって独自のアドバイザーを有していないというよりは、この種の専門性を持った有識者を委員として選任することによって対応しているケースも多いということかと思う。

8ページ、Majority of Minority条件ということで、少数株主のうちの過半数が賛成することを取引の条件としているケースがあるかということだが、MBO事例においては、20件中11件のケースにおいてこのような条件が設定されている。それに対して、親子会社間の取引事例においては、23件中、Majority of Minority条件が設定されているケースはゼロとなる。これは、MBOと親子会社間取引において、それぞれMajority of Minority条件が取引阻害効果をどのくらい持つのかということの違いによるところが大きいと思う。MBOの場合には、取引開始時点において買収者が株を持っていない、ないしはそれが少量であることが多いため、Majority of Minority条件をつけたとしても、スクイズアウトをするのに必要な3分の2の条件をどうせ設定するのであれば、Majority of Minority条件をつけてもあまり取引阻害効果はないということになるわけだが、親子会社の場合には、

最初から親会社が50%前後株を持っているわけなので、それにMajority of Minority条件をつけてしまうと、取引成否に必要な株式の割合が75%とか、ないしはそれ以上になっていくことになるので、アクティビスト株主の介入などによる取引阻害効果が大きいことが懸念されて、Majority of Minority条件がつけられていないということかと思う。

9ページ、株式価値算定書については、全ての案件において取得されている。一方で、フェアネス・オピニオンが取得されるケースは非常に例外的なものにとどまっており、親子会社間の取引事例1件のみとなっている。こちらも費用面の負担感が原因の一つと思われるほか、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ということが背景にあるのではないかと考えている。

10ページ、公開買付期間について、MBO指針において30営業日以上にすることが望ましいという記載がなされたことも踏まえ、全ての案件で30営業日以上に設置されている。この30営業日という形で法定の必要最低期間である20営業日より10営業日多くする、事案によっては35~40ないし40営業日以上に設定するということによって、事実上、対抗公開買付けなどが出る機会を多少なりとも確保しようとしているということがみてとれるのかと考えている。

11ページ、最後に、マーケット・チェックについて、公開買付け公表前のタイミングにおいてマーケット・チェックをしたという事例は非常に少ない。一方で、取引保護条項が対象会社と買付者との間で合意されているケースも極めて少数にとどまっているというのが現在の状況になる。

まず、入札手続が行われたと明記されているものはなく、複数の候補者と協議を行ったと記載されているのがMBO事例で1件あった。他方、親子会社間の取引事例において、事前のマーケットチェックが記載されているものは1件もなかった。なお、親子会社間やMBO以外においても、事前のマーケット・チェックについて記載されているケースはあまり多くない。一方で、わが国においては、対象会社と買収者との間で取引保護条項を結ぶことはほとんどなく、そもそも契約自体を結ばないことが一般的であり、そういう意味では、対抗公開買付けが出てきたときに、対象会社において対抗公開買付けに賛同を示すことについての法的制約のようなものがそもそも加えられていないという形で運用されてきているのが特徴的である。そういう意味では、公表して比較的長い取引期間を確保し、かつ、

取引保護条項を入れないことによって、対抗公開買付けが出てくる可能性を確保しているというのが、日本の実務の運用ではないかと考えている。

【古本委員】まず、取引類型による差異について申し上げる。MBOと、我々企業が大きな関心を持っている上場子会社の完全子会社化の相違点、似てはいるものの同じではないということについては、前回も申し上げたが、その点、もう少し補足させていただきたい。まず、コンフリクトや情報の非対称性があるという類似点があるのは確かだが、MBOと上場子会社の完全子会社化とは相当な差異があると認識している。事務局説明資料にも記載いただいているが、MBOの場合は、実質的に経営者本人が買収者であるのに対し、上場子会社の完全子会社化の場合は、買収者は親会社であってインサイダーである子会社の経営者ではない。親会社は、株式による支配を通じて子会社の取締役や経営者等のインサイダーに対して影響力を有するにすぎないのであり、この違いは実態的にはかなり大きなものになる。例えば、情報という観点でみると、MBOの場合は、実質的には経営者本人が買収者なので、ターゲットとなっている会社の情報は、秘密情報も含めて全て詳しく頭に入っている。これに対して、上場子会社の完全子会社化の場合は、親会社の指名を受けた取締役社長といえども、守秘義務や善管注意義務を負っている。端から端まで全て情報を共有するということはできず、この点において大きな差がある。また、上場を維持している限り、子会社においても経営の独立性が保たれており、親会社のいいなりになることはない。昨今注目されている事例などをみても、株式所有だけで会社を意のままに動かせるわけでは必ずしもないということがよくわかるのではないかと。また、事務局説明資料にも記載いただいているが、投資家は上場子会社の資本構成、つまり、議決権の過半数をおさえている親会社が存在していること、そして、そうした場合に会社法上どのようなことが起こり得るのか、上場規程での規律がどうなっているのかということを知った上で、そのような上場会社の株式に投資しているのが現実であると思う。MBOの場合は、そうではなく、いきなり買収提案がなされるため、リスクの発生に関する事前の認識という意味で、両者には大きな違いがある。このあたりはプレミアムの問題であって手続の公正さとは別だという議論もあるかもしれないが、結局のところ企業買収においてはプレミアムが一番重要になるので、無関係ではないと思う。また、買収する側にとっても、MBOと上場子会社の完全子会社化では状況が随分異なる。MBOの場合、経営者は買収をかける時点では支配権を持っておらず、そのためのコストをまだ負担していないというケースが

多いのではないかと思います。これに対して、上場子会社の完全子会社化の場合は、親会社は既に株式支配のためのコストを負担している。この点も大きな違いであり、資本の論理が貫かれることを信じて、会社法、上場規程に照らして株式保有のコストを負担している事業会社の立場からすると、完全子会社化がMBOと全く同じに扱われるとすれば、それは厳し過ぎるという思いがある。もちろん、MBOと上場子会社の完全子会社化では、差異はあるものの、類似する点もあることは事実なので、MBOにおいて望ましいとされたことやベストプラクティスと考えられることが、完全子会社化においても望ましいものとして考慮されるべきであるということとはよくわかる。他方、前回、ミニマムスタンダードという言葉も出ていたので、あえて申し上げるが、上場子会社の完全子会社化の文脈において実質的に何らかの規制がかかることは望ましくないと考えている。次に、特別委員会についても、MBOと上場子会社の完全子会社化との関係という視点から、意見を申し上げたい。まず、事務局説明資料43ページでは、「対象会社の取締役会の役割」について、「対象会社の取締役会が会社内部の独立した判断主体としての役割を果たすことができない場合」とある。これは、完全子会社化の場合には、まず当てはまらないと思う。先ほど申し上げたように、株式による支配だけで、取締役会や取締役による意思決定、業務執行まで支配できるわけではない。仮に「独立した判断主体たり得ない」ケースがあったとしても、それはごくごく例外的ではないかと思う。したがって、株式交換比率といった買収の条件は、上場子会社の取締役会が責任をもって交渉して判断すべき事項になると考えられる。そうであれば、上場子会社の完全子会社化においては、特別委員会を設置する場合でも、委員会はあくまでも第三者として中立的な意見を述べるために設置されることになり、交渉への関与や設置の時期については、MBOの場合とはおのずから異なってくるので、MBOとは区別して議論すべきではないかと思う。それから、先ほど別所委員からもご紹介があったが、上場子会社の完全子会社化の場合、東証の上場規程でカチツとしたルールが既に設定されている。上場規程第441条の2には、支配株主を有する上場会社が株式交換、TOBに関する意見表明等について、支配株主その他施行規則で定める者が関連する取引をする場合には、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行うものとする旨が定められており、各々の用語についても、かなり詳細に解説されている。例えば、「支配株主との間の利害関係を有しない者」については、「買収防衛策導入会社の実務において実施されている特別委員会に相当するような第三者委員会や、支配株主と利害関係のない社外取締役又は社外監査役などが含まれる」とした上で、フェアネ

ス・オピニオンは「意見の入手」を行ったものとして取り扱うが、株主交換比率の算定書の取得のみでは「意見の取得」とは認めない旨、記載されている。実務においては、この規程に従って、株式交換による完全子会社化であれば、株式交換の目的の合理性、手続における公正性、条件の公正性・妥当性、そして、それらを踏まえ、株式交換が少数株主にとって不利益なものではないことについて意見書を取って、その概要を開示することになっている。完全子会社化については、こうした詳細なルールがあるので、これがどういう観点から設定されたのかも参考に、MBOにおいて望ましい手続きなりベストプラクティスなりを考えるという逆のアプローチもあるのではないかと。MBOにおいて特別委員会が望ましいから上場子会社の完全子会社化においても特別委員会を設置すべきだというような議論をすべきではないと思う。先ほど別所委員からご紹介があったが、弊社でも、この数年間で株式交換による上場子会社の完全子会社化を3件行っている。この論点について言えば、1件は特別委員会から意見書を取得しており、もう1件はフェアネス・オピニオンの取得で代替しており、最後の1件は社外監査役からの意見書を取っている。以上のおお、ケースバイケースということではあるが、特別委員会の設置が完全子会社化においても必須となるようなことは、実際的ではないと思う。

【Sneider委員】特別委員会、特にその役割、検討対象と、それに伴って特別委員会の機能をどうすべきかについてコメントさせていただく。まず、機能についてだが、いつ委員会を設置すべきか、交渉に関与すべきか、アドバイザーを自分で選定するか、こういった論点について判断するに当たっては、まず特別委員会の本来の目的と役割を検討せざるを得ないと思う。事務局説明資料44ページには、検討対象の事項がA～Eまであり、取引条件の妥当性が1つの検討対象だと書いてある。これは対価の妥当性の確認、言い換えれば、対価がフェアかどうかを確認するという役割になると思う。ただし、フェア・プライスは必ずしもベスト・プライスではないので、フェア・プライスの確認が役割なのか、それとも株主の代理人としてベスト・プライスを交渉することが役割なのか、これを検討すべきではないかと思う。その検討の結論は、機能の議論にもつながると思う。要するに、目的がフェア・プライスの確認であれば、今の日本のプラクティスの現状はあまり変える必要はないかもしれないが、株主の代理人として株主に最も有利な価格を担保することが目的であれば、いつ委員会を設置すべきなのか、交渉に関与すべきなのか、結論が変わってくると思う。私はいつも米国の観点から拝見しているが、ご存じのように、デ

ラウェア州の判例では明らかに特別委員会の役割がベスト・プライスの担保であるので、特別委員会が早い段階で設置されること、直接交渉に関与すること、そして、自分でアドバイザーを選定することが非常に重要であると裁判所で評価されている。だからといって、日本でもそうするべきだとは申し上げないが、少なくとも課題として特別委員会の基本の役割をどうするべきかを議論していただきたい。

【山田委員】私も特別委員会についてコメントさせていただく。Sneider委員のコメントに近いのかもしれないが、今のプラクティスにおいて、特別委員会を設置して議論することは非常に重要なことだと思うし、ある意味、これがマーケットに対する説明責任を果たしているというシステムになっていると思う。重要なのは、何を議論するかというところで、事務局説明資料44ページのA～Eの検討対象に関して、ベスト・プライス、フェア・プライスという議論があると思うが、私はフェア・プライスだと思う。もう1つは、このMBOが会社や株主だけではなくて、各ステークホルダーにとって一番よいものなのかどうかを議論すべきだと思う。議論を深めるためにも、議論のスタート時期はある程度早い時期であるべきである。議論の期間については、今のプラクティスでは40日間程度で実施されているというお話が石綿委員からもあったが、現状割と十分な期間でしっかり議論されているというのが実態であると思う。一方で、議論すべきは委員の選定の論点だが、この期間で、特に価格や、各ステークホルダー、会社にとって本当によい提案であるのかどうかということを議論しようと思うと、提案されてから委員を外部からもってきて、会社のことをよく理解して、この案が本当によいのかどうかを判断するのは、極めて難しいのではないかと考えている。したがって、やはり社外取締役がベースになった特別委員会が構成されるべきだと思う。その前提として、その社外取締役がどういう社外取締役であるかが極めて重要になってくる。事業のことを理解される方を選定することが優先されるが、事業とマーケットの両方をよく理解される方は、日本ではあまりいない。マーケットのことがよくわかる社外取締役を企業が選定しておけば、提案が来たときに慌てて新たに外部の方をアポイントする必要がおそらくなくなると思う。コーポレートガバナンスのほうに影響するのかもしれないが、そういう社外取締役を任命するというプラクティスが行われれば、あまり大きなマーケットからの議論にはならないのではないかとと思う。

【田中委員】取引類型、特にMBOと親子会社間取引では差異があるのかという論点があ

ったが、判例は、相互に資本関係のない独立当事者間と親子会社間取引を分けて、親子会社間取引の場合は利益相反のために子会社株主に不利な取引が行われるおそれがあるということで、独立当事者間取引よりも審査を厳格に行う方針を示しており、それは理由があると思っている。基本的に判例は、取締役は自分を選んだ株主のために働くインセンティブを持っているだろうという考え方であって、独立当事者間取引の場合は双方の当事会社の取締役は自社の株主の利益のために買収条件をめぐって交渉することが期待できるので、原則として、裁判所は当事者間で約定された取引条件を尊重する。しかし、親子会社間取引の場合、子会社取締役は自分を選んだ親会社の利益を気にしないということはなかなか難しい。現実には、親会社の利益に沿った交渉をしてしまうのではないかというおそれがあるということかと思う。もちろん、古本委員がおっしゃるように、我が国の上場子会社の取締役は高い見識をお持ちで、そういった経済的なインセンティブがあっても、子会社株主のために交渉する人も多いのかもしれないが、現実的に取締役を選任できる実際上のパワーを親会社が持っていることは否定できないので、外にいる投資家からみて、心配がない取引をするということを考えれば、公正担保措置をとる必要性はMBOに劣らず高いのではないかと考えている。また、前回の研究会でも、子会社の株主は、最初からリスクを認識した上で子会社少数株主になっているのであって、そこがMBOとは違うのではないかというご意見が出たようだが、こういった議論はアメリカにもある議論だと思っており、割と出てくる話である。ただ、その点に関しては、子会社の株主がリスクを認識した上で、そのリスクを反映した価格でしか子会社株式を取得しないとすると、子会社の株式はそれだけディスカウントされた価格になってしまうわけで、子会社株式の時価総額、ひいては社会の富が損なわれるということになる。したがって、社会の富を失わないという観点からすれば、子会社株主は親会社との取引で搾取されるかもしれないといったリスクによって、割り引かれた価格で株式を取得するのではなくて、そういったリスクから守られているという安心のもとに、ディスカウントされていない価格で株式を取得できる状態のほうが好ましいのではないかと思う。もちろん、このことはコストとベネフィットを考えずに過剰な負担を親子会社間取引に課すべきだということではない。例えば、Majority of Minority条件を必須のものとする、1人の株主が決定権を持っていわゆるホールドアップを行うというおそれがあるので、Majority of Minorityを必須の条件として課すことは費用対効果の面で必ずしも適切ではないと思う。ただ、そのことは親子会社間取引において費用対効果の期待できないことを必須条件とすべきではないということで足りるので

あって、親子会社間取引ではそれほど利益相反がないとか、あるいは、子会社株主は最初からリスクを認識した上で取引しているといったことをいう必要はないのではないかと思う。實際上、実務において、これからどのような対応をとるかということだが、親子会社間取引については、TOBを前置するタイプの取引でさえ、2013年以前は特別委員会の設置は一般的ではなかったということを指摘したい。先ほど石綿委員からもご指摘があったが、森・濱田松本法律事務所の弁護士と私たち研究者とで共同で実証研究をしたものがあり、そのときは2013年以前の取引を扱ったのだが、その際には親子会社間のTOBでも独立委員会の設置は一般的ではなかった。ところが、この4年間でかなり状況が一変しており、プラクティスを変えることは可能なのではないかということを示していると思う。それから、伝統的に組織再編ではあまり特別委員会を設置しなくてもよいだろうと思われていたのは、おそらく株式対価の場合は子会社が親会社の株式を取得するので、後に結合企業のシナジーにあずかれるから、あまり気にしなくてよいという発想があったのではないかと思うが、分配を受けるべきシナジーは、公正な取引を行ったときに実現する程度のシナジーなのであって、その時点での市場株価に応じたシナジーを受け取ればそれでよいとは必ずしもいえないと思う。親会社の市場株価か子会社の市場株価のどちらかが企業価値を反映していないということもあり得るわけで、だからこそ、株式算定によって双方の企業価値を算定しているのだと思うので、そういった点からしても、親子会社間取引についてはもう一段の高いプラクティスを求めるとしても、必ずしも無理ではないのではないかと思う。

【三瓶委員】 流通市場、また、少数株主の視点でコメントをさせていただく。まず、MBOと完全子会社化の共通点と相違点について、私なりの考え方を申し上げたい。まず、明らかな共通点としては、この両方の取引の結果、少数株主が排除されるということである。だからこそ、非常に気になるというのが少数株主の視点である。ただ、構造的に少し異なるのではないかというご指摘はごもっともで、例えば、買収側の意思決定をする方が執行権を持っているのかどうかという点である。MBOの場合には執行権のある方がその買収を決定するが、その方々は議決権の上で支配権を持っているのかということ、大抵の日本の会社の経営者を見る限り、経営陣がマジョリティの株を持っているということはずがない。一方で、完全子会社化を行う親会社はどうかということ、先ほど古本委員からもご説明があったが、厳密に言えば、経営の執行権限は持っていない。ところが、議決権上は

支配しているという関係である。これは逆といえば逆だが、親会社が議決権で支配をしているというときには、影響が相当あると考えるのが普通である。子会社が独立に執行しているといっても、思うように子会社として動いてくれなければ、議決権行使によってその人間を代えることはできるわけで、相当な影響力がある。今の2つの点、執行権限と議決権の権限を別々にしていくと、両者はちょうど逆の関係にあるようにみえるが、セットで考えたときに、同じという語弊があるが、その2つを利用するという意味では、少数株主からみたら同じである。なので、細かいところでの1つ1つは違うのだけれども、その結果、利益相反関係が生ずる、情報の非対称性も生ずるということは、全く同じだと思う。また、もう1つの観点で、先ほど田中委員も解説してくださったが、支配株主が既にある上場企業の少数株主になること自体が、もうそんなことはわかっているのだから仕方ないだろうというのは、ちょっと違うと思う。まず、市場に公正担保を守ってくれる仕組みがあると思えるから少数株主となれるのであって、それが「仕方ない」ということでは、そもそも市場の規律が働かないということになると考える。先ほどアメリカの話も出たが、私の知る限りでは、アメリカではこういった支配株主がいる子会社が上場しているケースは限定的である。その理由は、まさに田中委員がおっしゃったように、市場でディスカウントの評価を受けている。ディスカウントの評価を受けているということは、資本コストが高いということである。資本コストが高いのに、子会社を上場させ、資本市場で資金調達をするというのは、本当はメリットがないので、そういう状況ではその市場を活用しない、だから上場しないというのが、今、アメリカでは普通になっている。そういう意味でも、既に支配株主がいるから仕方ないのだということは、ちょっと違うのではないかと思う。そして、特別委員会については、非常に感動的な話で申しわけないが、例えば、買収防衛策というものを考えたときに、買収防衛策の説明に企業の方が来られるときに、必ず特別委員会等が設立されて、「こういうふうにはチェックをしていくので、この買収防衛策は公正妥当に機能する」という説明があるが、私の知る限り、ほとんどの機関投資家はその説明を聞いても納得していない。特別委員会があるから大丈夫だと思っている機関投資家は、流通市場にほとんどいないのではないかと思う。それは、私もそうだが、現実として、特別委員会が期待するような機能を果たしてくれるという期待がないというのが現実である。なので、今回、詳しく、どういう目的で、どういう機能をもたせるかとか、どういうメンバーがよいのかという論点があるので、改めてそこについて議論できるのは興味深い。出発点としては、言い方は悪いが、「どうせだめだろう」と思っている、そのく

らい信頼されていないのが現実だと思うということを申し上げさせていただきたい。

【藤田委員】2点、特別委員会と取引類型についてコメントさせていただく。まず、特別委員会のほうからお話するが、存在意義、何のためにこのようなものを置くのかというところである。裁判などで、キャッシュ・アウトされる株主には最終的には公正な価格が保障されるわけだが、そこでいう公正な価格の考え方は、基本的には独立当事者の真摯な交渉がなされたならとれたであろう価格という発想に最終的になるのだと思う。もしそういうことを念頭に置くのであれば、特別委員会は重要な意味を持つてくる。それは、そういう委員会を置いて交渉したことが独立当事者間の交渉と同じようなものとみなせるような要件の1つとして考えられるからである。Sneider委員がおっしゃったことと密接に関係するが、その場合の目的、目標について、ベスト・プライスカフェア・プライスカという表現は私はあまり好きではないが、最終的に裁判所が算定するのはフェア・プライス、公正な価格である。ただし、裁判所が公正な価格を算定する際に、どうして特別委員会を置いた形で決まった価格が公正な価格とみてもらいやすいかということ、それは特別委員会がベストを尽くして相手と交渉したからであって、単純に、裁判所に行ったらとれるであろう価格をエンドースすればよいという話では決してない。真摯に交渉して、一生懸命とったけれどもここまでしかとれなかった。しかし、それは独立当事者間の交渉といえるだけの実質があったのだといえることで、初めてその値段が公正な価格と裁判所にみてもらえるという関係になると思う。したがって、裁判所に行ったらもらえる価格をエンドースするという役割をこの特別委員会に期待するのはおかしく、そういう意味では、Sneider委員がおっしゃったことと同じだと思うが、目標、特別委員会の行為規範としては、そういう真摯な交渉、相手方からどれだけ高い値段をとれるかということで、ベストな値段をとろうと努力することになるのだと思う。そのことは、最終的に株主がとれるのはフェア・プライスであることに何も矛盾しない。ここの考え方の整理はきちんとする必要があると思う。そういったことからすると、タイミングというのも、最終的にディールが決まるまでに特別委員会が関与すればよいのだということは決してないというのは当然だと思う。ただ、どこまで前倒しできるかというのは、日本の実務を踏まえてもう少し丁寧に考えなければいけない。このあたりは実務の方に伺いたいのだが、日本だとどうして特別委員会の設置が遅れがちになるのか。やむを得ない事情があってそうせざるを得ないのであればある程度は考慮するが、理由なく遅れているのであれば、尊重する理由はないので、

もしこのあたりがわかるようであれば、ぜひ情報をいただければと思う。それから、構成員、メンバーについていうと、もし交渉して相手方からできるだけよい値段を引き出すということを考えるのであれば、一番普通の発想で適切なのは社外取締役で間違いない。社外有識者に交渉して値段を引き出してくれなどというのは随分変な話といわざるを得ない。社外監査役すらおかしいと思う。監査役は、交渉して何かディールをつくる立場ではない。なので、おそらく社外取締役というのが一番適任なのだと思うが、ここで問題が出てくるのは、どなたかおっしゃったが、その能力があるような人がいるかということである。そういう人を事前に選任できればよいのだが、M&Aをかけられることを想定してそういうことに対処できる人という、なかなかハードルが高くなる。なので、専門知識に関してそれを補うような形で社外有識者を使うことは否定すべきではないと思う。したがって、社外取締役が望ましいが、専門知識を補充するという形では社外有識者を入れるのはよいけれども、ただ、社外有識者だけの委員会というのは基本的には極めて望ましくないと思う。交渉は少なくとも取締役が責任をもってやるべきものだと考えるからである。そういう意味で、やや玉虫色だが、どういう理由で社外者が容認されるかということを考えて上で、構成についての在り方も考えるべきなのだと思う。それから、取引類型のほうについては、意見がすごく対立するように受け取られた方もいるかもしれないが、必ずしも私はそのようには考えていない。およそMBOの議論が参考にならない、一顧だに値しないと思っている方はさすがに一人もおらず、問題は、どのくらいそのまま議論を妥当させてよいかということなのだと思う。そのコンテキストで1つだけ確認しておきたいのは、例えば、これはMBOも含めてだが、ここでどのような基準を立てても、その手続を踏まなければおよそそのディールができなくなるという議論をしているのではないということである。その手続を踏めば、おそらく事後的に裁判所はそのようにして決まった価格を公正な価格と尊重してくれるだろう期待が高まる、そういう手続は何かを考えているので、それをやらない場合には常に不当な価格だといっているわけではない。なので、まず、そういったものとして理解すべきであって、MBOについての基準を立てて、それが例えば完全子会社化、株式交換などに当てはまると仮にいったとしても、その手続を踏まないで行ったことが常に違法になると、そんな話をしているのでは決してないということをまず押さえておく必要があると思う。その上で、いろいろ言われた議論の中で、例えば、取締役自身に直接利益相反があるわけではないとか、それは確かにその通りなのだが、最終的に問題の取引は独立当事者が行った取引と同じような条件になっていると裁判所が受け取って

くれるような実質があるかと考えると、やはり疑いの目でみられても仕方ないようなところはあるのだと思う。したがって、経産省の別の研究会では、子会社の独立性を非常に強調するような議論もしているが、最終的に子会社の取締役が交渉したことが独立当事者間の取引と当然にみなしてもらえとは考えないほうがよいし、裁判所がそうみてくれると期待してルールをつくるというのも、やはりしないほうがよいと思う。さはさりながら、いろいろと細かなところで微調整は必要となってくる。これは指摘のとおりで、例えば、マーケット・チェックがこのコンテクストだとあまり意味はないというのはその通りだと思うし、そういう個別の取引類型に基づく微調整は必要となってくるが、およそ違った類型だからカテゴリカルに非常に違った発想でものをみななければいけないような違いがあるとは思っていない。最後に、子会社に投資する人は、子会社であることをわかって投資しているのだからという議論は問題があるということは田中委員のおっしゃったとおりなのだが、もう1点だけそれにつけ加えさせていただくと、継続的に子会社の状態で子会社が親会社と取引している場合もリスクはあるのだが、子会社を完全子会社化するような場合、これが最後となるようなときになされる取引条件は、少数株主にとっては不利益なもので終わりにされてしまうというリスクが非常に高いので、そういう意味でも、この局面における利益相反というのはあまり過小評価すべきではないという印象を持っている。

【井上（光）委員】 ファイナンス研究者の立場から3点、類型について2点と情報開示について1点コメントさせていただく。事務局説明資料35ページでは、買収対価の種類ということで、株式対価であれば、M&Aによって生じる対象会社の企業価値の増加分を間接的に享受することができるので、取扱いが違うのではないかということが書かれている。これはその下にも書いてあるとおり、取引規模の問題があり、たとえば2003年以降2010年までの買収金額100億円以上の上場企業の主要な国内M&Aの統計をとると、買い手企業に対してターゲット企業は中央値で10%くらいの規模になっている。その意味でいうと、統合後にターゲット企業の株主が受け取り可能なシナジーはそもそもかなり希薄化されたものになる。また、買い手企業の規模が圧倒的に大きいので、ターゲット企業の既存株主にとっては、投資対象の性格が大きく異なることになるので、投資継続は当然のこととして前提に出来ない。このようにシナジーが事後的に得られる部分は非常に小さく薄まったものになるので、株式対価ではM&Aによる価値の増加分を間接的に享受可能として、それを根拠にするのは厳しいのではないか。もう1点は、株式か現金かという対価の選択は、

かなり買い手企業側の都合に依存しており、内部留保で現金がたくさんあるから現金で支払おうとか、今は親会社の株価が高いから株式で支払おうというような選択が入ってくる。その意味でいうと、ターゲット企業の一般株主側にしてみると、いわゆる逆選択の立場におかれ、そうした状況に対して保護されていないという状況が生じ得る。事実、上場企業の機関投資家比率が日本でも50%を超えているが、パッシブ投資家は投資方針に従ってM&A後に機械的に売却しなければいけないということが生じる。特に規模の大きいM&Aでフローバックとして大量のターゲット企業株の売りが出てくることを見れば、ターゲット企業の株主が当然のように統合した企業に残るということをなかなか前提にできないという事情もある。その意味では、株式対価のM&Aでは株主は価値の増分に間接的に享受できるとの議論はかなり難しいのではないかと。最後になるが、対価が現金か株式かというところで、例えばTOBについては株式対価のTOBが可能になるなど、今後10年くらいでM&A対価に関する制度改正が進んでいくと思うが、対価の柔軟性が高まっていく中で、単純に現金か株式かということで対応を分けるというのは、後で禍根を残すのではないかと。M&Aの対価が現金か株式かは、海外の株式市場では同じものとして扱われており、株式の場合も受け取った者が売却し、現金化することが基本になっている。こうした状況に鑑みて、ファイナンス研究者の視点からみると、対価が現金か、株式かで大きな差を主張するのはやや難しいのではないかとこの所見を持っている。次に、MBOと完全子会社化の違いの点だが、ここはこれまでも議論にあったとおり、事前に親会社が50%持っているけれども、統合に大きな経済効果があるといったM&Aを阻害しないというところの配慮は非常に重要になるかと思う。ただ、事務局説明資料39ページに2つの議論が並列で置いてあり、特に青色の「従属会社の一般株主は、支配株主の存在を認識した上で株主として留まっている」という指摘について、事前のターゲット企業の株価がディスカウントされるというのは、アメリカのように情報を極めて効率的に反映している市場であればそういうことはあり得るが、日本ではそうした傾向は見られないのも事実である。日本の支配株主は機会主義的行動をとるので、事前に注意しなければいけないのだという前提では、投資家も子会社株式を買っていないし、その意味では日本の子会社株式への市場の信頼は悪くない状況と考える。それを「親会社の支配権行使の影響は、一般株主が事前に想定すべきことだ」としてしまうと、一般株主の保護という視点からすると問題があると考えている。この問題については今後の議論だと思うが、国際的に、米国、EUの制度はここ10年くらいでかなり変わってきている部分があって、少数株主保護が強くなって

きている部分もあるので、それらと今後の日本の制度の整合性は非常に重要である。現在、国際比較研究がかなり一般化しており、例えば、各国の株主の権利をインデックス化して各国を評価するといった動きも出てきているので、そうした中で、国際的な整合性も重要な論点ではないかと思う。最後に、情報開示について、事務局説明資料57ページでは、開示すべき情報の案が示され、これはまだ決まったものではないが、仮にこれを使うと、A～Dはどちらかというとそのプロセスに関する開示ということだと思う。そして、Eは判断の根拠・理由とある。利益相反、情報の非対称性、この2つの要素が今回の議論のベースにあるのだとすると、特に情報の非対称性をいかに解消するかが重要で、そのときに、A～Dはどちらかという公正な手続を担保するということの開示だと思う。それをベースにしてEの判断の根拠・理由があるので、Eが信頼できる開示になっているというのがA～Dの部分ではないかと思っている。その意味でいうと、Eは公正な価格というところだと思うが、Eが非常に重要で、ここは東京証券取引所等もこれまで強化してきているところだと思うが、妥当な買収価格を事前的に買収プレミアム等で一律に判断できないとすると、各個社においての状況をしっかり把握して評価できる資料、すなわち第三者による企業価値評価が測定可能な情報が提供されることが非常に重要だと考えている。ファイナンス研究者としてはEの情報の質と量が、問題の根源に関わる非常に重要なところではないかということで、ここは1つ議論に含めていただきたい部分として考えている。

【児玉委員】企業の立場で申し上げると、という前提はつくが、MBOと完全子会社化が、全くもって違うとは申し上げないが、明らかに違うファクターがある。改めて理屈を繰り返すことはしないが、企業家としては間違いなくそのように思っている。ゼネラルカウンセラーという立場で物事を考えると、本日の委員の皆様と同じように、どちらかという、親会社、子会社というのは独立したリーガル・エンティティであると考えている。これは間違いはないが、他方で、親会社の執行、経営という立場で申し上げると、間違いなくグループで物事を考えている。2つ申し上げたいことがあるが、グループ経営で考えるという前提で、何ゆえに子会社が上場をするかというところをアメリカとの比較で是非一度お考えいただきたいと思うが、日本において資金調達という手段が上場以外には非常に考えにくい。他の手段がないので、資金調達という側面で上場を必ず考えざるを得ない。もう1つ、このグローバル競争の中で、機動的判断が必要になる場面が必ず出てくる。1つの巨大な組織の中で1部門としてやっていると、とても太刀打ちできない。なおかつ、資金調

達も今のグローバルなビジネスの中でこの部分はいけるという、この2つのファクターを考えて、子会社とはいえ上場させるしかないという、このグループ経営の判断は必ず行っている。これがまず1つである。先ほどから子会社の少数株主の話がかなり話題になっているが、実は少数とおっしゃる株主様も、1つの子会社だけ、あるいは1つの親会社だけをみているのではなくて、グループ経営という形で株主になっておられる方が、私は統計をとったことはないので無責任なことは申し上げられないが、意見をお聞きしていると多いという実感を持っている。なので、そういう実務的な視点をぜひ踏まえていただきたいと思う。特に、ここ何十年もの間はずっと分社化がある意味流れだったが、私の属しているこの世界は、今後、逆の動きになるのは間違いないと思っている。IoTの時代になって、グローバルな競争についていくためには、一旦切り出したプロダクトの部門をインターネットでつなげるために、それをもう1回取り戻さなければいけない。したがって、今持っている子会社を完全子会社化していくという流れは、これからの経済界としては間違いなく必要になるという、この2点を古本委員の意見に足して、実務的体験として申し述べさせていただきます。

【加藤委員】取引類型について1点と、特別委員会のアドバイザーとの関係で1点、コメントをさせていただきます。取引類型の点で、MBOと支配株主との取引について、研究者の立場からどう考えるかということについては、田中委員と藤田委員の意見につけ加えることはなく賛成する。1点補足すると、本日の別所委員ご提出資料4ページで、支配株主との組織再編で特別委員会が設置されない理由の1つとして、これは東証の支配株主との重要な取引等のガイドラインに基づくものではないかという推測がされており、私もこれはあり得る気がする。さらに、コーポレートガバナンス・コードでは、支配株主との取引に関する各会社の方針などについて開示するということが記載されている。この両者に共通するのは、日常的な親会社と子会社の取引と、藤田委員がおっしゃった最後の取引を区別していないということである。この最後の取引、つまり、完全子会社になる取引の場合、もちろん少数株主にとって、そこで子会社との縁が切れてしまうという、自分の投資家としての立場の変更ということだけではなくて、子会社の取締役のインセンティブにも大きな変化があるのではないかと思う。つまり、日常的な親会社と子会社との取引については、子会社の株式は上場されているし、子会社自身が金融商品取引法に基づいて種々の開示義務を負っているので、日常的に通信簿をつけられているような世界で子会社の取締役は経

営判断をしていると思う。しかし、最後の場合には、子会社の取締役として成績が開示されることはなくなるので、これまでは子会社の取締役として子会社及び子会社の少数株主のために頑張ってきたけれども、最後はどうか、本当に同じように考えられるのかは少し疑問の余地がある。関連して、特別委員会の話だが、最近、私は、支配株主が存在する会社における社外取締役はどれくらい株主の利益の保護に機能するのか、個人的に興味があって調べているが、最近、支配株主が存在する場合でいかにして取締役に独立した立場から行動してもらえるかには、やはり工夫が必要ではないかという研究成果がアメリカでもヨーロッパでも出ている印象なので、ここではそういった海外の状況も意識しながら議論を進めていく必要がある。また、特別委員会が独自のアドバイザーを選任しない理由の1つとして、そもそも有識者として著名な弁護士事務所の方だとか会計士の方を選任しているということが、もしかしたらあるのではないかという推測が石綿委員からあった。それで気になったのは、例えば、石綿委員が特別委員会の有識者として選任された場合に、その特別委員会としての職務を果たされる際に、所属事務所の人的・物的リソースは使われるのかという点である。これは実際に実務の方がどのように期待されているかということで、つまり、委員に個人として選任された場合と、外部のアドバイザーとして選任された場合で、会社に提供されるサービスは本当に同じなのかは少し気になる。

【石綿委員】まず、藤田委員からのご質問で、特別委員会の設置時期がなぜ遅いのかということだが、大きく2つあるのではないかと考えている。1点目は、まだ特別委員会をいつどのように設置して運用していくべきかということについてのコンセンサスが、広く一般に形成されていないがゆえに、アドバイザーを選任して、アドバイザーの助言を受けて初めて特別委員会を設置するという形で動き始めることが多い。アドバイザーを対象会社が選んで、アドバイザーの助言に従ってやっていくと、どうしても特別委員会の設置時期が遅くなっていくというのが1つである。2つ目は、その善し悪しはさておき、日本の実務においてはまだ条件面についての評価が特別委員会の主な機能だと考えられている向きが大きいのではないかと考える。そうすると、条件面についての交渉が始まるのは、事業計画の策定やデューデリジェンスが終わって取引条件の交渉が始まるタイミングなので、取引条件の交渉が始まるタイミングまでに設置すればよいと考えているケースが多いのではないかと考えている。次に、加藤委員のご質問（つまり、当職が特別委員会の有識者として選任された場合に、所属事務所の人的・物的リソースを使うのかという質問）だが、

私自身は特別委員会の委員にならないので、架空の質問ということになるが、依頼者の意向・趣旨によると思う。つまり、特別委員会の委員において、所属事務所の弁護士を動員して職務を遂行するか、それとも、個人として活動し、作業は他の法律事務所に依頼するか否かというのは、依頼会社の意向に応じケースバイケースで決まってくるところがあって、一概には決まっていないのではないかと思う。ただ、少なくとも今までの特別委員会の有識者の方々の動きをみていると、自分の補助者として1人、2人弁護士を連れてきて、答申書の作成作業などに当たってもらっているケースというのは見受けられるが、どちらかという少人数で動いているケースが多いというのが私の印象である。

【山田委員】実務者のレベルからだが、なぜ遅いのかということについて、日本の場合はほとんどが買収者、我々のようなファンドとか、そういったところがマネジメントに仕掛けに行き、マネジメントとのディスカッションが始まった後、ある程度の取引概要が決まってくるというケースがほとんどだと思う。ところが、欧米のケースはむしろマネジメントが仕掛ける。なので、マネジメントがもともとアイデアを持っていて、買収者を連れてくるというケースがほとんどで、取引の概要が既にある程度マネジメントのほうででき上がっている。したがって、彼らは早く設置ができるということだと思う。

【別所委員】石綿委員、山田委員がおっしゃったことはそのとおりだと思う。もう少し加えるとすると、設置のタイミングについては追加的にいくつかあるかと思っている。1つは、形式的な要件のみ整えてミニマムにしたいという誘因がどうしても働いているところは否めない。我々アドバイザーがそれではリスクがあるという話をして、少し煙たがられたりすることもある。ただ、一方で、面倒くさいから形式だけ整えたいということだけを会社の方が考えているかという、そうでもないケースもあって、それは特別委員の方の属性やその資格にも関連すると思うが、1つには、忙しい方々なので、物理的に集まるのが難しいから、特別委員会の設置タイミングが早過ぎるとプロジェクトの進行が遅れてしまうという現実的な悩みである。さらにいうと、先ほどのどういった方を選任するかということにもよるが、誤解を恐れずにいうと、コーポレートファイナンスやM&A取引といったテーマについてほとんどおわかりになっていない方もいらっしゃるの、その方にもそも論のところから話すと、議論がスタックしてしまって進まないということもあるので、そこは実務なり特別委員の選定そのものの本質にもつながってくるのではないかと思

う。最後に、類型の論点は、私もいろいろなお立場の方がそれぞれの立場からおっしゃっていることをお聞きすると、片やでそれはそうだなと思いつつ、別の方のお話を聞くと、そちらにも一理あり、やや葛藤するものはある。ただ、もう一段高い視点で申し上げると、例えば、MBOをすると、資本市場とは関係がなくなるので、もう資本市場の評判は関係ない、と思うかもしれないが、将来的に再上場するということを考えると、やはり市場の方はそういうことを覚えていらっしゃるので、そのときの評価につながってくると思うし、企業の方の完全子会社化という形においても、いろいろな相違点はあるにしても、投資家についてももう少し考えてほしいというパーセプションであったり、レピュテーションというものは、その会社様自身の株価形成にも何らかの影響はあるのだろうと思う。逆に、投資家の方も、その手続なり情報開示をものすごく厳しくすることによって、企業のM&Aに関する意欲が冷え込むとしたら、それは結局、資本市場の発展を阻害することになるので、それぞれの立場は違うが、それぞれの立場で共通している資本市場の発展に資するような枠組みがつけられるとよいのではないかと、こういう業務に携わっている者としては、理想主義かもしれないが、そのように思う。

【青委員】まず、取引類型については、支配株主が従属会社を買収する類型で最も重要な点は、最終的に対象会社から退出を求められる既存株主が存在していることから、それらの既存株主の利益に対して適切な配慮が必要であるということだと考える。少なくとも、株主が多数存在するパブリックカンパニーである上場子会社においては、支配株主がいることをわかったうえで株主になっているとか、支配株主は資本多数決のもと議決権の過半数を保有しているということだけをもって、少数株主をないがしろにするようなことはあってはならないと考えるし、そのような資本市場は我々の求めるものではないという形で考えるべき。退出を求められる既存株主の利益に対して適切な配慮を行うという観点からすると、例えば、取引条件の公正さや妥当性の確保をいかに行うかが中心的な課題であり、形としてはいろいろなやり方があるかもしれないが、考え方の柱としては、MBOであろうと完全子会社化であろうと、それほど変わらないのではないかと。もっとも、2つの類型において、例えば、コントロールプレミアムがどうなるか、流通性のある株式が対価になるか、あるいは、プレミアムについてどういう値を設けるのかというあたりで違いは出てくるかと思うが、少数株主の立場を考えてしっかりと行動するというその基礎の部分、普遍的な話ではないか。例えば、支配株主による従属会社の買収の類型ではMajority of

Minorityやマーケット・チェックの機能がなかなか期待できないという面もあるかもしれないが、仮に公正性を確保することが難しい部分があるのであれば、それを補うような措置や手続がほかにないかということもあわせて考えた上で、全体のバランスをとることが適切ではないか。次に、特別委員会については、藤田委員からのご指摘があったように、少数株主の立場に立ってベストを尽くすことが一番重要であり、それをいかに確保するかがポイントと考える。上場会社、とりわけ上場子会社において、平時からそのガバナンスがしっかり機能していること、そして、少数株主をはじめとするさまざまなステークホルダーの利益を図っていくということが極めて重要である。独立性の高い社外取締役がしっかり活用されていることが普段から期待されていると考えるし、とりわけ利益相反の可能性が高い取引が行われるときには、社外取締役、特に親会社からも当然独立性のある方がしっかりと機能していくことが重要であるので、本来であれば特別委員会の委員を選任する段階を含め、相応の人数の独立性の高い社外取締役が対象会社に存在していることが望ましいと考える。もっとも、そのような社外取締役が存在しない場合に社外有識者を活用することは現実的にはあるであろうが、そのときも、どういう意味合いでその社外有識者を特別委員会の委員に選任するのか、あるいは、どういうことを当該社外有識者に期待しているのかといったことを十二分に意識して、方向感をしっかり共有した上で選任し、きちんとした運営が行われるようにすることが重要と考える。

【井上（隆）委員】何社かに事前にヒアリングしてみたが、やはりヒアリングした全ての企業から、MBOと完全子会社化は実態としては全然違うという意見が出ている。支配権が移転するかしないか、グループ会社としての経営の舵取りが変わるのか変わらないのかということころは、やはり大きい違いだと思う。もっとも、少数株主も含めて、公正性を担保するというのは重要な観点なので、そこはしっかりやっていかなければならないと思うが、これまであった株価の実例の中で、公正性に照らしてどういう問題があったのかということも研究する必要があるのではないかと思う。そういう前提でいくと、特別委員会についても、MBOと並列で原則として設置が望ましいとあるが、ここは少し違うのではないかという意見を持っている。また、社外取締役について、ここは実務の観点から、現時点でもかなり人選が困難だという実態があるので、さらに社外取締役に重責を課すということだと、さらに探すのが非常に大変になるという印象を持っている。また、交渉への関与についても、特別委員の法的な権限や責任は特に明確化されているわけではないので、

ここで交渉を担うべきということまでいってしまうのは少し違和感がある。

【武井委員】第一に、MBOと完全子会社化の現金対価と完全子会社化の株対価の3レイヤーがあると思っていて、それぞれについて求められる公正担保措置の中身が違ってくるのだと思う。特別委員会についてどこまで差があるのかというのは、現行の東証ルールの公正担保措置をどうみるのかということとも関連していると思うが、論理的には3つのレイヤーでやはり差があると思う。完全子会社化の株対価についても、いろいろな指摘が出ているが、例えば、日本の上場会社でも親会社より規模の大きい上場子会社もあるし、いろいろな上場子会社の実態・類型があるので、一概に現金対価と株対価は一緒でよいという話ではないと思う。親会社株式を取得することによるシナジー享受の点もやはり違うし、あと私の理解だと、アメリカでは株対価の場合は株式買取請求権は付与されておらず単に市場で売却するマーケット・アウトだけなのに対し、日本では株対価でも買取請求権を付与していてマーケット・アウト以外の保護まで与えている。その点で、株対価について、現金対価とは異なる帰結が出てくる点があると思う。特に次回に議論となるMajority of Minority条件やマーケット・チェックについては差が出ると思う。第二に、先ほどの藤田委員の、ベストを尽くしていればフェアなプライスなのだというのはわかりやすい話だと思った。それもあってなおのこと、「ベスト」という言葉を指針で使うことは何かと避けたほうがよいように思う。「ベスト」という言葉を使うとどうしてもベスト・プライスをとりにいくというふうに誤解されやすい面がある。藤田委員もベストという言葉は嫌いだとおっしゃっていたが、A円とB円という2つの価格がフェアなレンジに入ってきたときでも、高いB円のほうをとりにいかなければ公正ではないと誤解する人がいるように思う。「ベスト」という言葉を使うことには慎重であるべきと思う。今の点に絡むが、前回の研究会でも申し上げたが、先ほどの3レイヤーにしても、いろいろな選択肢を書くと、外部の人はそれを全部やれといってくる実務となることがどうしても懸念される。なので、もし本当にレイヤーを分けて書くのだったら、全部が必須ではないのだということを明確に書く必要があると思う。3つ目のレイヤーでも全部やれとなり、挙げ句にベストな価格をとれと言い出す人も出て来かねない。この中身の議論はいろいろ難解なので全部わかって読む方々ばかりではないことも想定して、細かくわかりやすく書くことと調整していく作業になるのだと思う。第三に、特別委員会の権限と構成について。まず、藤田委員のおっしゃるとおりで、角突き合せた交渉をやっているかどうかをみるということが大事である。

その観点から、どういう人が何をみたかということが問われる。特別委員会の人選的には、社外取締役は確かに1つの有力な選択肢だと思うが、例えば、東宝不動産事案の東京高裁決定で詳細に認定されているとおり、売り手側と買い手側とがきちんと評判のあるLA、FAを雇って、お互いがアドバイザーを含めてガチで交渉している。そのガチで交渉している部分を特別委員会が上からみている。上からみているが、特別委員会がある意味最後に意見書を出さないとこのディールはできないので、そういう意味では、特別委員会に事実上の強い拒否権があることでガチの交渉を成り立たせるという、そういう事例も否定されるべきではない。なので、先ほど石綿委員もおっしゃっていたとおり、特別委員会自身が交渉権限を持たなければガチの交渉にならないというのは現実問題としてもそうではなく、どういう形でガチの交渉がされているか、それをみるのが特別委員会だという建付けでもよいのだと思う。実際、東宝不動産の判例でも、特別委員会の交渉権限がないことと今日議論しているテーマはすでに裁判例として争点化されて審議されており、その上でガチの交渉がされているということを詳細に認定し公正であったと判示されている。交渉権限までなければいけないということではないと思う。なお、社外取締役が入るという点について、いくら社外取締役の人数が近時増えているとはいえ、こうしたMBOとか完全子会社化という、将来あるかないかわからない話のことだけ考えて社外取締役を選定できるわけではない。もっと重要な日頃の話のほうで求められる社外取締役としての素養・多様性がある。それだけに専門性による補いとかも当然必要となる。特別委員会の構成としては、第一に社外取締役等の社外役員という立場による責任・重み、第二に専門性、これはFAとLAが果たせると思うが、企業価値評価がわかる人、法務の専門家。第三に汗をかいて手を動かせる人。ざっくりいうとこれらの役割を果たせる多様性で特別委員会が構成され、特別委員会でベストを尽くした交渉がされたというのをみるという建付けでもよいのだと思う。第四に、特別委員会の設置の時期だが、設置が遅くなっている理由の1つは情報管理上の要請である。この手の話は極めてセンシティブなインサイダー情報なので、特別委員会を置けば今度は情報が外に広がっていくという懸念がどうしてもある。ただそういう中で、交渉が事実上終わっているのに設置するのでは遅いことは明らかだと思うので、その点は明記すべきだろう。その上で、設置を早めにとっても、特別委員会自体をフルで置かなければいけないのか、それとも、社外取締役だけには話をしておくとか、いろいろなやり方があると思うので、そういう選択肢も柔軟に書いたほうがよいように思う。最後に第五に、報酬面について今日は余り議論されていないが、社外取締役等が特別

委員会に入るのであれば、特別委員の報酬は、規定されている役員報酬とは別に追加で払うべきなのだと思う。仕事の中身が違うので、そこは別途に払うべきだと思う。

【福島委員】 特別委員会の役割の論点に関して、既に触れられていることも含めてコメントさせていただく。1つは、社外取締役の役割だが、過度な責任は、現在のコストやリソース、そういった適任の方がおられるかどうかも含めて、非常に難しいのではないかと考えている。したがって、交渉型と記載されている部分はあり得ると思うが、諮問型のほうが多いかと思う。それから、裁判事例等になった場合においては、特に価格などが争点になるかと思うが、そういった点も含めて、このディール全体の中で検討される仕組みが担保されるということのほうが重要かと思っている。もう1つは、買収会社と対象会社、特別委員会、3つの当事者がいる。そうした中で、特別委員会が交渉の一定の役割を担っていったときに、対象会社がどういう立場に置かれるのか。また、これら3者に係る人を雇うとか、アドバイザーを雇うとか、そういったことも含めて、トータルのコストの部分が非常に重くならないかどうか重要だと思う。そして、3者それぞれいろいろな役割を持つという話になると、ディールをスピーディに進めることが困難になる局面が出てくるかと思うので、M&Aのこういった取引をスピーディに完結させるために、こういった仕組みがよいのかという点も考慮に入れる必要があるかと思っている。

【北後委員】 海外の投資家の声も聞いているので、前回と同様、その辺も交えて、コメントさせていただく。前回、私は誰にとって公正であるべきかという話をさせていただいた。公正性を阻むものは、やはり利益相反の不透明な部分だと思う。MBOにしる、M&Aにしる、その辺の区分に関しては研究者の先生方にお任せするが、時間があれば、どのステージやどの場面でどのような利益相反があるのかということをもう少し洗い直したほうがよいのではないかと考える。それから、特別委員会について、外部取締役、できれば少数株主の意見を代表している「はず」であると我々が思っている社外取締役の方が中心になってされるのがよいのではないかと考える。専門性が必要という話があるが、専門性の部分については専門家をその社外取締役の責任において雇うということで、やはり特別委員会をできるだけ早く設置して、特別委員会に入っている社外取締役が責任者となって、もちろん権限も当然付与して、とはいえ交渉は別に特別委員会の社外取締役がやる必要はないと思うが、少なくともその交渉の場にはいることで、しっかりと責任をとれるような状況、責

任の所在がはっきりするような状況をつくったほうがよいのではないかと思う。集团的無責任体制であってはいけない。あとは、事務局説明資料39ページについて、海外の投資家からみると、逆に親子上場というのは1つのオポチュニティーである。ただでさえオポチュニティーの少ない日本の市場なので、親子上場をみると、もちろんファンダメンタルをしっかり研究した後の話であるが、そのうちまた完全子会社化するのではないかとか、そういったようなもくろみのもとにも株を買ったりして、つい最近もそういった事例もあったようであるし、そういったところで、逆に親子上場がアクティビストを引きつけている面があるということもご認識していただきたい。この種のオポチュニティーにおいて市場の論理が通用しないとなれば、遅かれ早かれ海外投資家の期待と熱は再び冷める。もう1点、我々も同意見ではあるが、海外の投資家の間では、親会社がいれば大株主としてしっかりと価値の最大化をしてくれるのではないかという期待感のほうが逆にある。もちろん、東証のルールがあって、独立性を重んじるという主旨のことを都合のいい時にだけ持ち出す傾向もあるようだが、上場親会社には自分のバランスシートに載っているアセットの価値の最大化という義務が自分達の株主に対してあるので、この極度に矛盾したルールは何とかすべきであるし、親会社がいるからディスカウントでもよいかではなく、逆に、親会社があるからガバナンスはしっかりしているだろうという期待と、株価への期待の高さもあると投資家は捉えていることをご理解いただきたい。

【酒井様（角田委員代理）】私からは、特別委員会の構成と、交渉への実質的な関与という点についてコメントさせていただく。構成について、藤田委員がおっしゃったとおりだが、当然ながら、社外取締役のほうが適切かと考えており、特に事務局説明資料51ページにもあるとおり、社外取締役は株主総会で選任されており、当然ながら、会社法上の義務、責任を負う。このような観点もあるし、それに加えて、有識者に比べると対象会社の事業を含めて、対象会社自身についてよくご存じだという観点からも、社外取締役が入るべきだという意見に賛同する。しかし、専門性だとか経験の観点から、有識者が委員に入っていたほうがよいというケースもあると思われるし、委員になられた社外取締役の方も、おそらくそういった方がいらっしゃるほうが心強いという点もあるのではないかと思うので、社外有識者を委員に選任することは必ずしも否定するべきではないのではないかと考えている。これらの点について、最近のトレンドだが、近年では社外取締役が増えている影響もあると思うが、特に当社が関与している構造的な利益相反がある案件では、社外取

締役が委員として選任されるケースが非常に多くなってきており、特に今年関与した案件では、ほとんどの案件で社外取締役が委員に選任されているという事実がある。しかし、中には独立性や、もしかすると専門性の方もあるかもしれないが、社外有識者のみで特別委員会が構成されているケースもあり、どうしても独立性だとか適性の観点から社外有識者に頼らざるを得ないケースもあるかと思うので、必ずしも社外有識者だけの特別委員会を禁止するという方向ではなく、社外取締役に適切な方がいるのであれば、なるべく社外取締役を推奨するという方向がよいと考えている。それから、交渉への実質的な関与について、皆様もおっしゃられているとおりでが、独立当事者間の交渉と同等に値するような交渉を担保するという観点が重要だと思う。特別委員会の委員の方が前面に立って交渉するのが望ましいかもしれないが、交渉の前面に立つことを想定して社外取締役にいられているような方はあまりいらっしゃらないのではないかという事実もあると思うし、そこまで求めると、委員の引き受け手を探すことが困難になるといったような案件の阻害要因にもなりかねないかと思うので、事務局説明資料54ページに記載されている、例えばB①、B②にあるような、取引を拒絶するような権限を付与するとか、交渉に実質的に関与させるという、B②の例のように交渉の重要な局面で特別委員会に意見を求める、かつ、その意見については対象会社として尊重するなど、そういった行動を求めることで十分ではないかと考えている。

【武井委員】私が先ほど申し上げた、プロセスが角を突き合せてやっているかどうかという観点からすると、特別委員としては、社外取締役に限らず、親会社から独立した社外監査役でもよいのだと思う。現実問題としても、会社経営者の出身の方の中には、社外取締役でなく社外監査役になっていらっしゃる方も相当程度いらっしゃる。事業に精通していて、しかも、対象会社の関係で法的責任を負っている人であるという話なので、特別委員会に参加する社外役員の候補者としては、社外取締役に限定せず、社外監査役についても何ら否定されるべきでないと思う。

以上