

# 公正な M&A の在り方に関する研究会

## 第 3 回 議事要旨

1. 日時：平成 31 年 1 月 10 日（木）9 時 30 分～11 時 45 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、小畑様（井上隆委員代理）、江良委員、加藤委員、澤田様（児玉委員代理）、三瓶委員、武井委員、田中委員、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：神作委員）
4. 議題：マーケット・チェック、Majority of Minority 条件、海外調査中間報告等
5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料 2（「事務局説明資料（マーケット・チェック、Majority of Minority 条件）」）について説明を行った。次に、ホワイト&ケース法律事務所（宇佐神様、Nels Hansen 様）より資料 3、続いて加藤委員より資料 4 についてご説明いただいた後、討議を行った。ホワイト&ケース法律事務所と加藤委員のご説明及び討議の概要は以下のとおり。

【宇佐神様（ホワイト&ケース法律事務所）】今回、委託を受けて海外法制調査を担当している。本日は中間報告をさせていただく。冒頭、各国の概要を説明させていただき、その後、比較法制上中心のパートとなる米国についてご説明をさせていただく。必要に応じて、全体について後ほどのディスカッションの中で適宜補足させていただく形をとらせていただく。

今回の委託調査の枠組みについて 2 ページに記載している。米国、英国、フランス、ドイツを調査対象としているが、法制比較の前提として、各国の MBO、支配株主による M&A の状況の把握のための統計調査も含めている。

各国の規制・実務について、調査の方法としては法制文献調査に加えて、当事務所のロン

ドン、パリ、フランクフルトオフィスのパブリックM&A担当弁護士のヒアリング、米国に関してはNels Hansenが現地米国でパブリックM&Aの担当をしてきた実務経験もあるので、Nelsからのインプットをとりまとめている。今後、各国の当局・投資銀行の実務担当者へのヒアリングの実施も予定している。今回の調査は、昨年10月以降、順次実施しており、現時点では中間的な報告となっており、十分詰め切れていないところもある点、ご容赦いただければと思う。

続いて、統計ページを簡単に説明する。4ページでは、調査対象各国の上場会社数を記載している。上場支配株主を有する上場従属会社数の統計もあわせて記載しており、親子上場の状況を各国一覧でまとめている。日本が若干突出した状況となっている。

5ページでは、支配株主による上場従属会社の買収の過去10年の合計件数を記載している。他国上場会社による買収を除いた数を括弧内に記載している。こちらでも日本が総体的に多いことがみてとれる。上場親子間の買収については日本が突出している状況である。

6ページでは、各国のMBOの件数を記載している。統計の基準とするために、mergermarketのデータを使用している。mergermarketのデータは、関与当事者のレポートベースであることに加えて、今回我々は上場会社のMBOをマニュアルで抽出しているため、統計の精度としては限界がある前提で、ご参考までにご確認いただきたい。

続いて、サマリーを説明する。8ページから10ページにわたって、全体の調査の比較をチャートでまとめている。具体的な詳細はその後ろに記載しているが、この場でのレポートリングとしては、8ページから10ページの内容をかいつまんで説明する。各国において、利益相反状況のあるM&A規制の前提としての一般的なパブリックM&A規制についてのアプローチがそれぞれ随分異なるので、そこについて踏まえた上で、国ごとに利益相反M&Aの規制アプローチを記載するアプローチをとっている。米国については、詳細は後ほど説明するが、まず米国、英国、フランス、ドイツについてそれぞれ説明する。

まず、8ページについて、米国に関しては、記載のとおり、利益相反状況のあるM&Aについて、基本的には、連邦証券法による開示規制制度、会社法レベルでの取締役の行為規制という枠組みででき上がっているが、具体的な規制内容は、特段、規制のレギュレーションがあるわけではなく、判例法の集積ででき上がっている。なので、特別委員会やMajority of Minority条件、マーケット・チェックなどの要素についても、いずれも法令・規制当局のルールによるものではなくて、事後的に取締役がfiduciary duty違反により訴えられることを前提に、事後の裁判でいかに勝てるかという観点から実務の運用はなされている。裁

判規範をベースにこういったものが発展してきたという特徴がある。なので、そういう前提で立て付けは随分と違っているということをまずご理解いただきたい。

続いて、英国に関しては、テークオーバーパネルという組織が、独立機関としてテークオーバーコードの改定、運用、個別案件の監督、実務運用を実施している。具体的なTOBやスキーム・オブ・アレンジメントにおける実務的な運用においては、パネルが個別案件ごとにテークオーバーコードを柔軟に解釈、運用していくという特徴がある。1つ前提としては、利益相反状況の有無にかかわらず、independent advisorの選任義務があり、このFAが独立アドバイザーとしてかかわっていくという特徴がある。それから、スクイーズ・アウトも、一般的な話だが、スレッシュホールドが高い。公開買付けでは、買付けの対象となった株式の90%、スキーム・オブ・アレンジメントでは買付者を除いた株主を母数として投票者の議決権で75%、頭数で過半数など、Majority of Minority条件より厳しい基準が課されているところがある。価格の公正性は株主が判断するものであるという原則が徹底されているところも特徴的なところであり、一度成立すれば事後的にパネルや裁判所で価格の不服申立ての手段がないのも1つの特徴である。

続いて、フランスについて説明する。フランスは、他のドイツ、英国、米国に比較して、最もガイドライン、ルールで実際の行為規範が細かに定められているという特徴がある。利益相反状況がある場合には、independent appraiserを選任してフェアネス・オピニオンを取得することが義務づけられているという特徴がある。フェアネス・オピニオンは全文が開示されることになっている。それから、英独と同じくスクイーズ・アウトの閾値が高いという特徴があり、株主議決権数の95%を求められることになっている。

ドイツに関しては、他の3ヵ国と比較して利益相反状況がある場合の特別な規制が少ないという状況がみてとれており、一般原則で対応しているようである。ドイツの現場でのヒアリングをしてみても、担当弁護士から聞いている限りにおいては、MBOの件数も少なく、スクイーズ・アウトの件数も比較的少ない。ドイツではdomination and loss-pooling agreementというものがあり、これを対象会社が主要株主、大株主、支配株主との間で締結することで、支配株主のコントロールをきかせることができるような契約関係を定めることができる。ポストクロージングの中では、そういった立て付けの中で実務運用がなされていくことがある。

駆け足になったが、各国、概要説明をさせていただいた。続いて、米国制度の詳細について、Nelsからご説明をさせていただく。

【Nels Hansen様（ホワイト&ケース法律事務所）】米国の利益相反にかかわるM&Aの枠組み、そしてそういった取引があったときの実務についても説明させていただく。

まずは、12ページについて、米国のM&A規制の基本的な枠組みだが、そもそも米国のM&A案件はどのように考えられるのかということ、完全買収に限定すると、公開買付け、すなわちTOBをかけて、その後、スクイーズ・アウト合併というパターンと、最初からワンステップで株主総会を開いて合併という2つのパターンがある。近年までは公開買付け後、90%達成する必要があったのだが、法の改正により、同じく過半数さえもっていれば、条件さえ満たせばよいということに簡略化されたので、基本的に同じようなハードルだと考えていただければ結構だと思う。

規制の種類は基本的に3つあり、1つは連邦法上の証券法である。開示を本当に詳細までしないといけないというのが特徴の1つかと思う。利益相反のところも含めて開示しないといけないのだが、利益相反のM&Aの一番肝心な規制というか、ルールというものは、基本的に州法のものである。特に取締役のfiduciary duty、信認義務のところは全ての原点だと考えていただければと思う。3つ目に、証券取引所の開示規制ないしは、場合によっては承認を必要とするルールもあったりするのだが、本日の話の観点から申し上げますと、州法のfiduciary dutyのところは主な規制だと考える。

続いて、14ページについて、どうやってこのルールがつくられているのかということ、先ほど申し上げたとおり、基本的に判例の積み重ねによってルール化されている。ルールほど硬いわけではなく、Sneider委員がおっしゃったように弾力的な枠組みなのだが、このように利益相反の実務は発展してきた。利益相反は、そもそも何なのかということからすると、基本的にケース・バイ・ケースで事実を踏まえながら、どういうものがこの人たちの頭の中にあるのかということ詳しく裁判でみられる可能性があることを念頭に置きながら、実務においても、事後的に裁判をみたときに、これは大丈夫だったということになるような手続を踏んでいく。例えば、人間関係だけでは通常、利益相反にならないが、そういった要素も含めて全ての事実を踏まえて総合的に利益相反の疑義がないかというチェックは、独立の弁護士から取締役に対する質問を含めて細かく実務においては確認した上で、どういう手続でこの案件を進めていくのかということを実務においてはやっている。

conflict interestの種類は3つほど書いているが、主に両サイドに何らかの利益のある人が関わっているということがこの研究会の主な課題かと考える。

15ページについて、判例ではどういう基準で皆さんの行動をみているのかというところだが、まずデラウェア州法の全体の枠組みとしては、取締役は基本的に会社ないし株主に対して善意をもって利益を目指すという観点からは、どうやってそれをやっていくのかというのを事後的に厳しくみることはあまり好ましくないということから、business judgement ruleという原点がある。ただし、利益相反があった場合にはもう少し厳しくみたほうがよいと考えられ、判例の積み重ねによってentire fairness standardということが、M&Aも含めて、利益相反のある取引においては適用されることが原点である。この研究会で研究されているような取引という観点からすると、business judgement ruleではなくentire fairness基準というようにみられると考えていただければと思う。entire fairnessの基準というのは、価格もそうだが、手続も含めて少数株主にとってフェアだったものなのかどうかというのをみられる、かなり厳しい基準なので、それを満たすのは大変だということで、どうやってbusiness judgement ruleの基準にシフトできるのかというところから実務においては動いていると思う。もちろんentire fairness standardでは、必ずだめだというような判決になるわけではなく、Majority of Minority条件なり独立委員会なりというのをやらないと絶対に罰せられるというわけではなくて、どうやってフェアであったものを証明するのかというのはケース・バイ・ケースで決められていると思う。

17ページだが、Majority of Minority条件の話と独立委員会というものは、どのようにbusiness judgement ruleにシフトできるのかという判例によってつくられている概念である。なぜそうなのかというと、基本的に利益相反が絡んでいると皆さんが必ず株主のためにやっていたという前提が崩れてしまうので、では代わりに誰か第三者的な立場から少数株主のためにこの取引を承認したのかということで初めて、改めて取締役たちの行動をより緩く判断されることは妥当になるというところである。

続いて、20ページについて、レブロン基準も他のところと同じく、取締役はどうやって義務を果たすべきなのかという具体的な話だけである。どういうものなのかというと、株主は、最後は現金をもらうということが決まった以上は、株主の立場からすると、価格のほかに長期的な会社の価値というものは関係なくなってしまったという状況に置かれているので、その状況になった瞬間からは、あまり取締役たちの行動に裁量を与えるというのは妥当ではないということからでき上がっている。controlling shareholderがいた場合には、それがどうやって適用されるのかという話もあるが、基本的にcontrolling shareholderの有無にかかわらず、レブロン基準は株主としては会社の長期的な利益から離れることが踏

み切られたときから発生するというように考えていただければと思う。なので、MBOの場合だと現金対価が多いので、レブロン基準が適用され得るということをご認識いただければと思う。

23ページについて、レブロン基準が適用されたら、マーケット・チェックというのは、達成の仕方の1つとしてつくられている。事前マーケット・チェックであろうと、事後マーケット・チェックであろうと、マーケット・チェックを行わなければならないということは細かく決まっているわけではなくて、取締役として最善を尽くすというのが義務なので、その状況を踏まえて、どうやって株主のために進めるのかというのが原点である。

25ページについて、取引全体のプロセスとしては、特にコンフリクトのある取引であれば、どうやって進めていくのかということ、最初のところでリーガルアドバイザーを起用して、そのリーガルアドバイザーから、どの取締役が利益相反の疑義があるのかというのを確認する。そうではない取締役のみで特別委員会を構成させる。その特別委員会には全ての権限を与えてしまって、完全にノーといえるような権限まで与えないとワークしないと判断される。その特別委員会は全部公表し切ってしまうと、相手のところだけと交渉するわけではなくて、いかなる選択肢を検討して、それを決めて、最後は取締役に対して報告して初めて承認するというところで、かつMajority of Minority条件も行われるのであれば、それも最初のところの条件として設定された上でプロセスを進める。常に株主から提訴されることも念頭に置きながらプロセスを行って行って、取締役会の議事録も含めて全部きちっと公開されることを前提につくりながらプロセスを進める。

**【加藤委員】** 研究会で議論されている取引条件の公正さを担保することに資する措置というものが、現在の判例法理においてどういう意味をもっているのかということについて、私なりの理解・整理を資料にまとめたので、報告する。

2ページに示されているとおり、構成は2つに分かれている。まず、最初に一般に公正と認められる手続と公正な価格の関係について判例法理をまとめている。この部分については既にご案内の方が多いと思うので、説明は省くが、親子会社間の組織再編であるか、MBOかを問わず、一般に公正と認められる手続によって組織再編などが行われた場合には、裁判所は価格決定手続においてその組織再編などの条件を尊重する。つまり、自分で改めて価格算定を行わないというのが現在の判例法理なのだろうと思う。そうすると、なぜこの判例法理が一般に公正と認められる手続を経て決定された組織再編などの条件を尊重して

いるのかという根拠が重要である。判例では、その根拠が明示的に示されているわけではないが、私なりに整理した上で、親子会社間の組織再編などにおいて、一般に公正と認められる手続を確保するにはどういった点に注意すればよいかを示したい。

6ページでは、裁判所が一般に公正と認められる手続を経て決定された組織再編などの条件を尊重する根拠とは何なのかという問いを立てている。この点については、テクモ事件の最高裁決定が重要であると思うので、その内容を整理すると以下の2つの点にまとめられると思う。1つ目は、会社に対して忠実義務を負う取締役が会社及び株主全体の利益のために組織再編契約などを作成することが期待できること、2つ目は、株主は組織再編契約などの内容が株主としての利益に与える影響を考慮した上で、組織再編契約などに賛成するか否かを判断する機会を与えられていることである。

しかし、7ページで紹介しているジュピターテレコム事件の最高裁決定は、多数株主によるキャッシュ・アウトの事案であって、この場合にはテクモ事件最高裁決定の1と2の双方を欠くことになるから、このままでは一般に公正と認められる手続とはいえないということになる。しかし、実質的に一般に公正と認められる手続と評価できるような、いわば多数株主によるキャッシュ・アウトの場合、何か補完するような要素があれば一般に公正と認められる手続として認められるということを行ったのがジュピターテレコム事件の最高裁決定だと理解している。

10ページに移るが、研究会のこれまでの議論を伺っていて、親子会社間の組織再編が重要なテーマになると思ったので、この場合に一般に公正と認められる手続を確保する方法としてどのようなものがあるかということ整理している。図表は、取引条件の公正さを担保することに資する措置としてこれまで研究会で掲げられたものを左側の列に挙げ、それとテクモ事件最高裁決定の先ほど紹介した2つの要素のどれに対応関係があるのかということを示したものである。特別委員会やマーケット・チェックは、まさに取締役会がどのように行動したかという要素にかかわるものであり、情報開示は株主の意思決定にかかわるものであるといえる。株式価値の算定とフェアネス・オピニオンについては、取締役会が交渉する際に、どういった情報に基づいて交渉したかという要素だけではなくて、さらに株主に対しても取締役会がどういう前提で交渉したのかということを示すという意味で、1と2の両方にかかわってくる。これらについては、これまでの判例法理や下級審の裁判例などをみても、その位置づけや重要性に関して、争いはないと思う。これに対して、Majority of Minority条件は、判例法理における位置づけが定まっていない状況にあると思

う。なぜかという、11ページに移るが、ジュピターテレコム事件の最高裁決定の事案は、まさに多数株主によるキャッシュ・アウトの事例であり、Majority of Minority条件について何らかの言及があってもよかったのだが、その言及がなかった。言及がなかったということをどう評価するかというのが非常に難しいのかと思う。

以下、12ページからは、学界でどのようにジュピターテレコム事件が評価されているかということ整理したというものよりも、自分なりの理解を示したものであるので、そういうものとしてお聞きいただければと思う。テクモ事件の最高裁決定とジュピターテレコム事件の最高裁決定を踏まえて、今後、Majority of Minority条件が判例法理においてどのように位置づけられていくかということ进行分析する際に、2つの視点、見方があるかと思っている。1つは機能的アプローチ、もう1つは規範的アプローチと呼んでいる。ただ、見方の問題なので、二者択一というわけではないと思うが、どういう差があるかということ、13ページに移る。テクモ事件の最高裁決定が、株主が承認したということなぜ重視しているかということ2つの意味があって、1つはまさに株主が承認したのだということ自体を重視するということである。もう1つは、株主の承認を得ることができるような条件を得るために取締役会が交渉したということである。aとbのどちらを重視するかが規範的アプローチと機能的アプローチの差なのかと思う。

14ページで、規範的アプローチを重視すると結局Majority of Minority条件の利用というものは、ある意味、ほぼ必須のものになってしまうわけなのだが、少なくともジュピターテレコム事件の最高裁決定からそういう解釈が導き出されるというわけではないし、さまざまな弊害があるということは既に研究会でご指摘されていたことかと思う。

これに対して15ページでは、機能的アプローチからどういった示唆が得られるかということ、結局、Majority of Minority条件は、子会社の取締役が親会社の影響力から自由な状態で子会社及びその少数株主の利益のために行動することを確保することに資する措置の1つということになるわけである。ただ、このことはMajority of Minority条件は不要だといっているわけではなくて、子会社の取締役が親会社と組織再編などの条件や組織再編などを行うこと自体について交渉する際に、研究会の議論においても評価が分かれているようだが、親会社に対して独立した立場で交渉できるという環境を整備するために、Majority of Minority条件が必要だと思えば入れるべきであるといった判断を取締役会や特別委員会を行うべきだという示唆を得ることができるかと思う。

ただ、機能的アプローチをとる場合には、どのような場合にMajority of Minority条件が

必要条件になるか、入れることが望ましい場合はどのような場合なのかということが演繹的に導かれるわけではない。これらの点のある程度明確な形で示すことができたらいという気はしている。私もこの点について確固たる見解があるわけではなくて、いくつか考えられる要素を16ページに記載しているが、1つは組織再編などの前から親会社が保有する子会社株式の割合であり、組織再編などの前からその親会社と子会社が一体どういう関係にあったのかである。さらに、実際に組織再編などの交渉過程によって、親会社がどういう態度で子会社に臨んでいたのかという要素が、機能的アプローチをとる場合には、Majority of Minority条件が必要であるかどうかを判断する要素になるかという気がしている。

【柳川委員】海外の事例を参考にしながら考えたほうがよいと思うが、もし可能なら今の加藤委員のお話を海外の事例をみられた方々からみて、そのような運営の仕方がどのようにみえるのか、感想をお伺いできればありがたい。

【朝山様（ホワイト&ケース法律事務所）】感想というのは少し難しいが、Majority of Minority条件の判断しかり、少数株主のうちどれだけが賛成しているのかという割合の感覚が、海外といってもいろいろあると思うが、我々が調査したアメリカはMajority of Minority条件があるし、ドイツ、フランスも閾値が非常に高い。そうそう簡単にはスクイーズ・アウトできないというスタンスが非常に強いのが日本と大きく異なる。そのため、conflict of interestに関していろいろな制度の質問をしたのだが、例えば特にドイツなど、もとの制度の仕組みとして保護が非常に高いので、特別な制度が必要だという考えがやや薄い、という印象が非常にあった。それは大きく違うところかと思う。

【神田座長】それでは、議論に移りたいと思う。まず、前回の積み残しの部分、すなわち特別委員会の委員の独立性について、もし追加でご意見等があればぜひお願いしたい。

【山田委員】独立委員の選定について、何を目的に独立委員を選定するのかが重要だと思うが、仮に株主から疑義をもたれないことを重視するのであれば、10年たっていればよいという判断は非常に曖昧であると思う。逆に、どのような人を取締役に呼んだほうが、取締役会の議論が活発化されるかということを見ると、いろいろな知見、それから会社

の中と違うものをもってこられる方をむしろ選んだほうが取締役会の活性化にもなると思うし、そういう目的であれば会社にいらっしゃる期間がどうかというのはあまり意味がないのではないのかと思う。

【三瓶委員】先ほどホワイト&ケース法律事務所の先生方からご説明いただいた中で、25ページの米国の例で、独立のLAが社外取締役各自の特別委員としての適否を判断というのがある。このときに独立性は考慮すると思うが、例えば日本において、今、社外取締役の選任について株主総会で決議をしたときに、賛成率が低いケースはほとんど独立性の問題があるということで株主が反対している。それでも可決するので社外取締役として就任しているが、その方を例えばこういった独立のLAの方が大丈夫、独立であるとした場合には、弁護士の方の独立性の判断と株主が株主総会で示した独立性はないと思っているという判断に差があるということになると思う。米国では、そこについてのそういった見方の差というのはほとんどないということではよいか。

【Hansen様（ホワイト&ケース法律事務所）】具体的にどのように実務において行っているのかということに戻ると思うが、例えば独立性が不十分であるという人たちを委員会に入れてしまったとすると、後の紛争の中で、それは独立委員会として認められませんということになってしまうので、基本的に弁護士がどのようにみているのかというと、保守的に、この人たちなら裁判で事実認定があったとしても大丈夫であろうという人だけを入れることにするというのが実務である。かつ、LAの選定だが、FAほど独立性が厳しくみられる判例は今のところないが、やはり今までのお付き合いとか報酬とかというのはきちんと報告した上で、どのLAにするのかというのは独立委員会の判断ということにするので、どちらが先なのかというのは若干曖昧なところがあるが、そういった実務である。

【馬場委員】今回の論点になるマーケット・チェック、Majority of Minority条件、こういった点についても特別委員の方が独立した立場でどう判断したのか、ガバナンスの問題として非常に重要な点ではないかと思っている。現行の指針の中には委員の独立性について、株主等に対して十分説明する必要があるという記載にとどまっているので、ここの記載については、もう一步踏み込んだ形で書くほうがよいと思っている。次の議論としては、それをどこまで踏み込んで指針に盛り込むべきか、ということになる。東証の独立役員

独立性基準についてはいろいろご意見があるかもしれないが、まずはこういった考え方などを発射台にし、M&Aにおける利害関係を含めてさらに踏み込むのかどうかというところを議論し、決めていくべきではないかと思っている。厳格にするほうが株主の立場としてはよくなるというのは間違いない。一方で、なり手の問題というのが出てくるかと思うので、バランスをうまくとりながら、独立性に関する考え方について指針の中に入れていくというのがよいかと思っている。

【藤田委員】社外性、独立性の話に限定してお話しする。これまで特別委員会の構成員について、社外有識者を入れるか否かということは議論があり、それとまた別に、社外取締役、独立取締役を入れることが望ましいということは議論してきたが、割と気楽に社外取締役や独立取締役という言葉を使ってきた。ところが、よく考えると、この概念は全く意味がない可能性がある。東証基準をベースにと言われた方もいらっしゃるが、やはりずれていると思う。何がずれているかという、社外取締役にせよ、独立取締役にせよ、それは基本的には業務執行者から独立した人を選ぶための基準としてまずは考えられていて、平成26年改正以降は利害関係者、例えば親会社株主だとか業務執行者の近親者みたいなものは除かれるようになったが、それらはやや緩めの基準で除いている。したがって、一番強い要請は業務執行者からの独立性、その次に一定の利害関係がある人をやや緩やかな基準で除くというのが社外取締役、独立取締役の基本的な発想である。しかし、ここでの問題となっているのは業務執行者からの独立性ではなくて、買収者からどれだけ独立しているかということが本質なのである。だから会社法の社外取締役の基準にせよ、東証の独立取締役の基準にせよ、本質からはずれている。そこをどう考えるかというのがここでのポイントで、問題提起はそこにあるのだと思う。

したがって、まず考えなければいけないのは買収者からの独立性を図る基準として我々は何を要求するかということで、少なくとも普通の社外取締役や独立取締役について、業務執行者の独立性という観点から自社との関係で要求されている要請、すなわち最低10年は関係をもたなかったとか、そういった要件は買収者との関係で満たしていないと、このケースではいけないのではないかとというのが、おそらく事務局の資料で示唆されていることだと思うし、私も基本そうなのだと思う。その上で10年というのがよいかとか、利害関係者について過去要件はおおよそ不要かどうかとか、それはその先の問題で、そもそも東証基準や会社法の基準そのものへの批判ということになるので、それは少し置いておくとする

と、最低限、買収者との関係で今行ったような要件を満たされていなければいけない。現在は東証基準の独立取締役であっても満たしていない基準だと思うので、その意味では要件の過重ということになる。なお理論的には、買収者からの独立性こそが本質で、業務執行者からの独立性は重要ではないといってしまうと、社外取締役ではなくても買収者との関係で今の基準を満たしていればよいという考え方もあり得るのかもしれない。しかし、そこまで割り切ってよいかどうかというのはまた別途、慎重に考慮すべきなのだと思う。もう1つは、社外取締役、独立取締役との大きな発想の違いは、会社法や東証基準が要求しているのは、一般的な、抽象的な基準であるという点である。ところが、ここでの問題は当該取引との関係で独立性がある人か否かということ個別に審査すべき話である。これはアメリカの発想でもそうであるし、ここでもそれは当てはまるはずである。やはりその発想を入れなくてはいけなくて、抽象的な業務執行者の近親者がだめだとか、支配株主との関係はどうこうとか、そういうことではなくて、当該取引との関係で何か歪んだ判断をもたらすような要素はないかということ個別にチェックするということが必要になる。逆にそれを取り入れるとすると、東証基準でいう取引先云々といった基準はそれに吸収される関係になると思う。

とにかく今言った2つの点で、ここで問題となる独立性、社外性は、従来、社外取締役、独立取締役で議論されているものとコンセプトがかなりずれるので、そこを意識して、強化するという場合も、単純に強化するのではなくて、そういう観点がズレている点を補正するという観点から強化するという発想が必要だと思う。

【石綿委員】申し上げたかったことは藤田委員のご意見と共通する。実務的にも東証の独立役員の基準だけで見るということはされてはいない。それはまさに藤田委員がおっしゃったように、買収者が出てきて取引が行われる場合には、最も利害関係が問題となるのは買収者との関係であるため、独立役員だからといって買収者との関係で利害関係がある者を特別委員会の委員にしてよいわけがない。そのため、実務では、独立役員とは別の基準で特別委員会の委員の独立性は判断している。

次に、買収者との関係における独立性はさておくとして、発行会社サイドとして、独立役員であれば、当然に特別委員会の委員にしてよいかという点のはその先の論点としてある。実務的には、独立役員であれば無条件に特別委員会の委員にしてよいと考えているわけではなく、先ほど三瓶委員などがおっしゃったような観点で、もう少し厳しくみなくてもよ

いかということ実務の中では議論となっている。ただし、社外取締役の独立性を厳格に見ていけば、特別委員会の委員に占める有識者や社外監査役の委員の割合は増えていくことになるが、そうなると、社外監査役や有識者よりも社外取締役こそが特別委員会の委員となるべきという議論との関係で悩ましい状態になる。従って、実務的には、個別具体的な案件に応じて、独立役員とされていても独立性がかなり問題視されそうな場合には排除するが、ある程度の独立性があって、株主から多少何かいわれていたとしても、有識者などを選任するよりは、当該社外取締役の方がよいと思われる場合には当該社外取締役を選ぶといった形で、個別具体的な判断が必要となり、独立性を一律厳しく見さえすればよいというほど単純な問題でもない。ただ、少なくとも独立役員だから特別委員会の委員にすることができるというほど簡単な判断はしていないというのが今の実務の状況ではないかと思う。

**【神田座長】** 続いて、本日の本題である、マーケット・チェックとMajority of Minority条件のどちらについてもご質問、ご意見をお出しいただければと思う。

**【別所委員】** 先ほどホワイト&ケース法律事務所の先生方からもあった海外での実例を踏まえて、私からは、2008年、10年以上前だが、MUFGが当時、彼らの上場子会社であったユニオンバンクを100%子会社化した案件を、海外の事例に日本企業が絡んだ案件ということで、ご参考として紹介する。ホワイト&ケース法律事務所の先生方がおっしゃったとおり、米国においてもMBOの場合と支配株主との取引においては適用される基準が違うということがあり、さらに日本においては、これもご説明にあったとおり、レブロン基準がそもそもあるかどうか、ないしはもっと広い意味での訴訟に対する一般性というものがあるので、米国がこうだったからこうだということを申し上げるものではないが、当時、私自身この案件を担当していたが、10年以上前は、特に日本企業においては親会社が上場子会社の完全子会社化をやりたいと思っているのであれば、取引確度は相当高い案件であるという風潮がやはりあったと思う。ただ、当時の米国の法律事務所から間違いなく訴訟になる可能性がある中で、そのプロセスの中での正当性というものは、買収者として必ずしもハッピーではない部分もあると思うが、対象会社がそういうスタンスをとってくるので、非常に強く留意すべきであるという指導を冒頭に受けたことを鮮明に覚えている。そういう意味で、今回の議論にも関係している3つの点がどうだったかということを紹介す

るが、special committeeについてはMUFGが初回の提案をした3日後に組成されている。それから、当時、MUFGが支配権50%超を保有していてかつ戦略上の理由で売却する意思はないということもあって、おそらくマーケット・チェックについてはされていなかったと思う。Majority of Minority条件については相当交渉したが、交渉の結果、それ以外の条件等々のバランスの中で、Majority of Minority条件はありという結果になった。ただこの1つの事例をもって全て日本においてもこうすべきだということではないが、special committeeの設置タイミングを含めて、やはり株主に対する配慮は相応になされている、ないしは米国の場合、相当強く意識されているというところがあるので、これを日本の実情であったりプラクティスに照らしてどのように行うのが買収者、対象会社、株主の中のバランスが正しいのかという議論になるのかと思うが、1つの事例としてご紹介させていただいた。

【古本委員】マーケット・チェックとMajority of Minority条件について、上場子会社の完全子会社化についてはどうかという観点から意見を述べさせていただく。最初に結論から申し上げますと、私の考えとしては、いずれについても、完全子会社化における対価の公正さを確保するための措置として推奨するのは行き過ぎであろうと思う。

まず、マーケット・チェックについてだが、考えないといけないのは、仮に対抗提案が出てきて、それが成立して完全子会社化が阻止された場合に、どういう絵姿になるのかということだが、MBOの場合は、対抗提案者が新たな支配者として出現することになるわけだが、完全子会社化の場合は、これが頓挫したときには、親会社がそれまでどおり支配株主として存在する中で、一定規模の少数株主が新たに出現するにすぎないということである。この違いを頭に入れておく必要があると思う。つまり完全子会社化における対抗提案は、うまくいっても支配権がとれるわけではなく、親会社が存在する会社において一定規模の株主になるにすぎないということである。また、プレミアムの額はM&A後の統合シナジーを踏まえて算出されると考えられるので、支配権がとれないような完全子会社化について対抗提案を期待するというのはなかなか難しく、第三者から真っ当な対抗提案がなされるとは通常は期待できないのではないかと思う。そうした中で、あえて完全子会社化に対抗提案を仕掛けてくる人がいるとすれば、それはまず間違いなくアクティビストであるというのが我々の認識で、その目的は企業価値の最大化といったようなものではなく、取得価格よりも高い価格でエグジットするということにあると思う。ということなので、我々、

完全子会社化を実行する立場の者からすると、完全子会社化においてマーケット・チェックを強く推奨すると、アクティビストを呼び込むリスクが高まるだけであって、完全子会社化の対価を公正なものにすることは繋がらないのではないかと思います。その観点からもう少し申し上げると、事務局資料44ページにマーケット・チェックの方法というところがあり、積極的なマーケット・チェックがいろいろ書かれているが、これは完全子会社化においては当てはまらないと思う。それから、事務局資料のもう少し後のほうにデューデリジェンスの機会の付与についての記載があるが、これも完全子会社化においては、我々の感覚からすればあり得ないと思う。企業の存続に重要な機微情報を、経営が望ましいと思わないようなディールを仕掛けてきた人に出す、つまりアクティビストに渡すというようなことは現実的には考えられない。

それから、Majority of Minority条件についてだが、これは株式交換による完全子会社化にはそもそも適用の余地がないと思う。3分の2以上の株主が賛成していても、あえて不成立としましょうというようなことを指針で推奨するということは会社法の書き換えになってしまうので、それはないのだろうと私は理解している。したがって、ここでの問いは、親会社がTOBを用いて完全子会社化をしようとするときに、Majority of Minority条件が妥当するかということになると思うが、Majority of Minority条件を完全子会社化に適用しようすると、親会社の株式保有比率が高ければ高いほど完全子会社化成立のハードルが上がるというおかしなことになってしまう。TOBの買付けの下限が高く設定されると、事務局資料にも記載があるが、アクティビストにとってはMBOの場合よりも圧倒的に少ない数の株式を押さえるだけでディールを支配することができる。つまり、微々たるコストを負担することによって、完全子会社化を実行しようとする親会社に対して、強圧的に価格の上乗せを要求できることになってしまう。したがって、完全子会社化においてMajority of Minority条件を推奨するのは、アクティビストの介入リスクを高めるので望ましくない。この点、別の言い方をすると、Majority of Minority条件というのはディールの帰結を少数株主の意思に委ねることなのだが、これがTOBによる完全子会社化において、本当に対価の公正さを確保することにつながるのかということ、私は必ずしもそうではないのではないかと思います。少数株主にとっては、1円でも高ければよい、高いほうに応募する、これは合理的な行動になるわけだが、先ほど言ったように完全子会社化が成立したときと対抗TOBが成立したときでは仕上がりの絵姿が違う。つまり、apple to appleでない中で価格のみを比較して行動する人たちに最終的なディールの帰結を委ねるのは、そもそも望

ましくないのでないか。実態的にもアクティビストを呼び込むだけであることから、完全子会社化においてはMajority of Minority条件を指針で推奨するのは望ましくない。

【Sneider委員】マーケット・チェックとMajority of Minority条件、両方について発言させていただく。まず、支配株主の取引でのMajority of Minority条件の問題だが、既にご指摘されたように、米国でもMajority of Minority条件を利用しない選択肢は裁判所にも認められているわけだが、その場合は経営判断ルールが適用されず、裁判所は取締役会の決定をそう簡単に認めるわけではない。なので、日本の場合もMajority of Minority条件を常に要請することは適当ではないかもしれないが、その場合はどのような措置によって少数株主の権利の利益を確保することができるかが問題になると思う。先ほど加藤委員からご紹介されたように、規範的なアプローチでは、裁判所はみずから公正価格を判定することによってその利益が守られることもあるし、機能的なアプローチでは、特別委員会にMajority of Minority条件を利用するかしないかの判断を任せる考え方はあると思う。特別委員会に任せることは考えられると思うが、そこでは前の議論、特別委員会の構成、機能、役割の議論にもつながると思う。それは実質的に独立した権限のある特別委員会でないとならば、本当にその判断は信頼できるかできないかということである。それだけではなくて、Majority of Minority条件を利用しなければ、その場合は特に特別委員会の役割、機能が非常に大事になってくる。それしか少数株主の利益を守るものがないからである。なので、その場合には米国の例に倣って早い段階から特別委員会が自分のアドバイザーを雇うこと、直接支配株主と買収の条件の交渉をすること、対抗提案者に対する情報開示など、このような権限と責任をぜひ特別委員会に任せていただきたいと思う。以上がMajority of Minority条件についての意見である。

次はマーケット・チェックだが、マーケット・チェックは特に支配株主が関係ない取引の場合はもちろんとても重要になってくると思う。やり方に関しては、米国と比べると、米国の場合は、マーケット・チェックは主に積極的で、対抗提案が出現できる期間が割と長い状況であるのに対して、日本の場合、マーケット・チェックが主に間接的で、期間が比較的短い印象をもっている。期間については、米国のM&Aの取引の類型はTOBよりはワンステップ、一段階の合併のほうが圧倒的に多くて、発表から終了までは大体10週間から4ヵ月の期間になる。しかも発表の前に事前マーケット・チェックが行われた案件は過半数よりはるかに高い比率になると思う。それに対して、では日本の買収はどうか。私の印象

では主に発表とTOBの開始が近くなって、事前のマーケット・チェックがなされていない。30営業日のTOBの期間の間接的なマーケット・チェックしか行われていないパターンになるのではないかと思う。こんな状況で対抗提案が本当に出現するのか。個人的にはその可能性はとても低いと思うし、事例をみるとほとんどないと伺っている。日本の今までの間接的マーケット・チェックの有効性にかなりの疑問をもっている。特にTOBが多く、ほとんどの場合、発表と開始が同時になるので、その場合、事前マーケット・チェックを推奨することが正しいのではないかと思う。ここではTOB期間がいろいろ指摘されているが、問題はTOB期間ではなくてディールの発表から終了までの期間である。取引が発表されてTOBはかなり先で開始された場合には20営業日のTOB期間でも許されるべきだと思う。ポイントは発表からの期間になるので、それも指針のほうで対応させていただきたいと思う。

最後に、支配株主の取引のマーケット・チェックなのだが、多くの場合に有効性がないから義務づけるべきではないという指摘に対しては異論はない。ただし、米国の例をみると有効性がある場合もたまにある。例えば、支配株主が売却しないと発表されたとしても、非常に魅力的な対抗提案が出ればその立場を変える可能性があるとして特別委員会が判断される場合、あるいは対抗提案が出る可能性があって、もし出れば支配株主の条件の公平性の評価に資すると特別委員会が判断される場合である。なので、マーケット・チェックの必要性を完全に否定するよりは、その必要性を特別委員会の判断に任せるべきではないかと思う。

【角田委員】 Sneider委員がマーケット・チェックのお話をされていたので、そちらから先にすると、支配株主及びMBOのところでも事前に広範なマーケット・チェックを行うというのは事実上、意味がないし、山田委員が初回におっしゃられていたように、株価が上がってしまったら、実行可能なよりよい取引もできなくなるという意味では、そこまでは必要がないのではないかと思う。ある案件では、公表した後にアクティビスト・ファンドが株をさらに買い増したのだが、場合によっては買収する用意があるといって、評価業者を使って、こんな高い価値があるなどといってデューディリジェンスをさせるよう主張していた。これは、親会社からすると必須の事業で戦略的に売らない、取り入れてシナジーを追求したい案件でそういわれても売る気がない、もしくはそのオファーはそもそもファイナンシャルにちゃんと準備されていない、bona fide superior offerとは全く思えないので、

デューディリジェンスをさせる意味も感じないようなものが出てきた。先ほど古本委員がおっしゃられたように、そういうときに出てくるノイズは、ほぼ値段を上げるだけを目的とするのではないかと事後のところでも支配株主関連におけるマーケット・チェックでは感じている。

もう一点、Majority of Minority条件のほうだが、これは加藤委員の機能的アプローチというのに私は非常に賛成というか、心を惹かれている。支配株主がお売りになられたいたい案件で対象会社のアドバイザーをさせていただいて、これはマーケット・チェックとの関係でいうと事前にかなりやった。狭い業界というか、プレーヤーが少ない業界だったので、世界中当たったし、逆に独禁法とかの制約があって、買っても売らなければならぬ、すなわちシナジーが出ないから第三者であってもあまりよい値段が出てこなかったりとかというのをやった上で実際のトランザクションをやった。この過程で情報がリークして株価がぼんと上がってしまった。株価が上がってしまったところで、マーケット・チェックはしているのだが、なかなかその株価に見合う買収価格が出てこない、上がった株価に対するプレミアムになかなかならない値段でも支配株主は売りたいというところで特別委員会が判断するにおいては、Majority of Minority条件というのは事後的にも支配株主以外の株主の承認を得られるという観点で、取締役が決定するために非常に力になったと思う。私どもFAとしても、Majority of Minority条件で成立するだけの価格を出してくださいという形で、最終的な買主になったところに激しく交渉することができた。冷や冷やものの案件で、最後、いろいろあったが、それで実際に値段も若干動いたので、その点においては結果的に有効であった。Majority of Minority条件は、結論をいうと一律に義務づけるのは反対だが、機会主義的で申し訳ないが、時と場合によっては、FAとしても最後の1円を絞り出すのに非常に役に立ったと考えているので、そのような感じの最終報告になるとよいかと考えている。

【北後委員】マーケット・チェックとMajority of Minority条件の話だが、マーケット・チェックはコントロール株主がいるから必要なんだとか、シナジーの価値を勘案しろとかアクティビストが入ってくるので嫌だ、とかといったこととは関係なく、買収される側、対象会社の取締役の対象会社の株主に対するfiduciary dutyの話なので、最大限努力するというのは、アセットオーナーからみれば当たり前の話と捉えている。親会社、コントロール株主からのオファーをオーケーという前に、それは果たしてフェアなプライスなのか、

あるいは価値を最大化するような値段なのかというのをきちりと証明する責任というのは当然取締役たちにあると考えている。直近の例で聞いた話であるが、こういった案件が出たときに対象会社の株をもっていた海外のファンド、アセットマネージャーが、そんな値段であれば我々が競合ビットを出したいというようなレターを対象会社に出した。そうすると、対象会社からは、いや、ビットしないでくれというレターが返ってきた。ビットしないでくれという主旨は、買ってくれると言っている親会社とのコンビネーションが最高のものなのだと思っているからであり、お願いだからビットして邪魔などしないでくれというレターを出されてきたというのを私は拝見した。そのような感覚で皆さんなさっておられるようであれば、マイノリティ株主としては非常に不満というか、fiduciary dutyは一体どこにあるのかというような感覚になることも理解していただきたい。TOB発表から応募締め切りまでの期間の問題もおそらくあると思う。現在、あまりcompetitive bidが出てこないとか、こうやって裏で消されているような投資家のビッドもあるのかもしれないが、私の勘違いであればご勘弁願いたい、おそらく問題になるのは、ビッドをしてからqualified bidderであるというお墨つきをもらうのに時間と手間がかかると聞いており、そのTOBの期間ないしはそういうのを待つ期間というのはもちろん1ヵ月でも2ヵ月でもよいと思うが、その後、きちりqualified bidderであるということが認定されるまでの期間までは待つといったことが担保されれば、マーケット・チェックというか、competitive bidが出てくる頻度は増えるのではないかと思う。マジョリティをもっている支配株主の分は結局売らないからアクティビストが買うことになる可能性が高い、というようなご意見が古本委員からもあった。そういった可能性はもちろんあるが、ファンディングのめどがきちんと立っており、きちり買う意思があるというようなことが確認され、そういったことがお墨つきをもらえれば、その値段で親会社もそのBidderに売るというのは、親会社の株主に対する価値最大化にも寄与するわけなので、それはそれでメイクセンスするのではないかとアセットオーナーとしては考える。とにかく、我々は超長期株主であるが、企業価値の最大化というのが取締役の最大の責任である、ということをきちりビジネスコミュニティに徹底していただきたい。

Majority of Minority条件は、アセットオーナーとしては賛成である。ご説明いただいた先生方のようにアカデミックにとか、サイエンティフィックにしゃべることはもちろんできないが、私どもが常々いろいろなところで申し上げている安定株主問題、しゃんしゃん株主総会と同じような性格のものであり、根っこは一緒だと思っている。安定株主問題は、

我々のような少数株主や、海外の投資家も是正を求めている問題であり、ぜひMajority of Minority条件はやるべきだと思っている。スコープについて、誰がマジョリティなのだというところは当然あるが、これはシンプルなルールにしたほうがよいと思う。明らかにダイレクトにもっている、コントローリングシェアをもっている親会社と、親会社が51%以上もっているエンティティの分というのがマジョリティである。これくらいシンプルなルールにすれば、割とわかりやすいのではないかと思う。ホワイト&ケース法律事務所の間報告について、米英のMajority of Minority条件というのは非常にメイクセンスすると私どもも思っているし、シェアホルダーも、我々アセットオーナーも責任をもって投資をしているので、特に買収されるほうの会社、対象会社の取締役にもfiduciary dutyという責任をもった行動を履行していただくように希望するというのが私の意見である。

【田中委員】まず、Majority of Minority条件について少しお話しさせていただく。Majority of Minority条件というものの基礎的な考え方は非常にシンプルであって、つまりそれは売り手と買い手が両方とも賛成している取引は合理的であろうという考え方であって、テクモ事件最高裁決定が示している考え方であると考えている。ところが、支配株主が買収者になっている取引だと、対象会社の株主の大半は買い手側になってしまう。そうすると、買い手だけでなく売り手も同意しているから取引は合理的であるという前提が成り立たなくなる。そうすると、この場合の売り手というのは、対象会社の株主から買い手側を除いた株主であるということになる。したがって、利害関係のない株主の多数決による承認を得れば合理的だという考え方だと思う。それでは、利害関係のない株主の多数派が合意していないとどうなるかということ、それは売り手が同意していないけれども、買い手が一方的に買うということをお認めということである。これは反直感的だと私は思う。この考え方は、基本的には日本以外の海外でとられている考えかと思う。Majority of Minority条件はもともと自然な発想ではないかと思う。日本は、なぜMajority of Minority条件に対して非常に否定的な考え方が強いのかというのは私には十分理解できないことがあるが、あえていえば日本の株式買取請求権は、アメリカと違って、アメリカの場合、買収取引がないと仮定した場合の価格なので、シナジーが除外されるわけである。なので、アメリカの場合、少数株主が裁判所に訴えても負けてしまう。つまり取引価格よりも低い価格になってしまうことがあるのだが、日本の場合、取引が公正だと認められれば、その価格が買取価格になって、公正だと認められないとさらに高い価格が買取価格になるので、負けが

ない。特にアクティビストのように裁判を何らいとわない、裁判もビジネスの一環と考えている株主にとっては非常に攻撃しやすい制度になっている。そこが一応理由になるのかと思っているが、一方で日本はクラスアクションがないとか、アメリカと比べたときに訴訟しにくい部分もあるので、本当にこれが決定的なのかわからない。いずれにせよ、先ほどご説明があったように、アメリカでもMajority of Minority条件付きで少数株主が賛成して、さらに実効的な特別委員会の承認があれば取引はbusiness judgement ruleになるわけだが、そうでなくても会社の側で取引価格は公正であるということを主張して裁判で立ち向かうことはできるので、Majority of Minority条件が必須ではないということは確かなので、この報告書でもMajority of Minority条件を必須にしないということはいいと思うが、あまりこういうことをいいたくないが、Majority of Minority条件のネガティブ面だけを強調すると、諸外国との対比でみたときに特異なことをやっていると思われるのではないかと思う。もちろん、外国からどうみえるかだけが重要ではないと思うが、最初に申し上げたように、Majority of Minority条件自体はごく自然な考え方が反映していると思うので、例えば報告書で、Majority of Minority条件を入れることで取引の公正さを確保しようということは非常に合理性があるけれども、日本は法制度上、やや少数株主に対する攻撃を部分的には受けやすい制度になっているということも考慮してMajority of Minority条件を入れないということもできる。しかし、Majority of Minority条件を入れないのであれば、先ほどSneider委員たちがおっしゃっているように、例えば特別委員会の独立性と実効性を確保して、特別委員会のところで取引の公正を図れるようにするような、こちらを入れなければ他のところで取引の公正さが確保されるようにしなければならないというニュアンスをもう少し打ち出したほうがよいのではないかと思う。それから、マーケット・チェックだが、私が申し上げようと思っていたことが既にほとんどいわれているのだが、まず支配株主との取引におけるマーケット・チェックが、そうでない場合と比べると機能する場面が限られるのではないかというのは一般的にはそのとおりなのだが、支配株主がいるとき、なぜマーケット・チェックが機能しないかというときに、支配株主がいる以上、もう売らないからというようなことをあまり強調し過ぎると、支配株主は自分が株を買うよりも自分が株を売ったほうが利益になるということは、対抗提案の内容によっては理論上あり得るはずなので、その場合でも支配株主が売らないということを前提にすると、支配株主は自分の株主に対する義務違反になっているのではないかということになるので、支配株主は絶対売らないということを必須の前提みたいに考え

る必要はないかと思う。ただ、一般的には支配株主がいるほうが対抗提案をする人にとってはハードルが高いので、實際上、マーケット・チェックをしても少数株主の保護のために機能しにくいのではないかというようなことはいえるかもしれないが、そのあたりのところは、Sneider委員がおっしゃったように特別委員会の判断に任せるとかというニュアンスにしたほうがよいかもしれない。

それと、マーケット・チェックに関しては、ずっと支配株主のケースを念頭に置いて議論されているが、報告書自体は支配株主を対象に入れるとしても、やはりMBOがあって、そちら側の支配株主のいない買収案件も対象にするので、マーケット・チェックが機能しないということにはなり得ないので、そこは必ず入れなければならないと思う。その際に、マーケット・チェックのときの対象会社取締役の行動規範について、現在の報告書でもかなり踏み込んだ議論はされているが、もう一步踏み込んだところがないか。例えば、対抗提案がされたときに、どういう場合に対象会社取締役は拒否してよいのか。先ほどいわれたような資金の裏づけがないとか、対象会社株主の利益からしても断ってもよいだろうというのはよくわかるのだが、資金の裏づけがあるときは価格だけで勝負しなければいけないのか。この辺は前回の報告書でも、必ずしも価格だけの勝負ではないというようになっているかと思う。それはアメリカのデラウェア州のレブロン義務とは違うかもしれないが、一定の合理性はあると思う。価格というのは、あくまで対象会社株主の利益だが、M&Aにとって本当に重要なのは対象会社の企業価値を高めるかどうかなので、その2つには究極的なずれが出てくるということは確かである。これは最初の報告書でも書かれていることだが、取締役が価格よりも企業価値を優先させるのだとすれば、それは当然説明責任が生じるので、どうして、どういう理由でこちらを選んだのかということは、特に価格が高いほうでないほうを選ぶのだとすれば、より一層、説明責任が課せられるのではないかと思う。そういったところを本当はもう少し議論した上でやったほうがよいのかもしれないが、その報告書に盛り込むほうがよいのではないかと思う。

**【山田委員】**このコミッティの中で、多分、私だけがMBOの実行者ということだと思うので、その観点からコメントさせていただく。まず、マーケット・チェックだが、大原則としてフェアなプライスを株主に提供するというのは絶対必要なことで、これをどう担保するかということだと思うが、ここは社外取締役、取締役の方がそのfiduciary dutyに基づき、フェアなプライスを追及する、というのが本当は一番よいのではないかと思っている。米

国と日本で取引の実態で行われていることが少し違うのでお話をさせていただければと思うが、米国の場合、経営者がMBOをしたいというときは、当然、全てのステークホルダーに対しての意識というか、フェアネスがすごく高いので、1社と話をするだけではなくて、多数のところと事前に話をして、よい条件のところを選ぶということが普通のプラクティスが行われているというのが現状だと思う。したがって、ある程度、オープンにする前にマーケット・チェックが行われているというのが米国の実態ということかと思う。一方、翻って日本だが、マネジメントがMBOをしようと思ってファンドを幾つかコンタクトするというケースはほぼまれであり、むしろファンドのほうが発行陣にアプローチして、数年かけて一生懸命口説いて取引が起こるとというのが日本の実態だと思う。要は日本において何が一番、価格の公平性を担保するのに適正なプロセスかということ、この発行陣と数年かけてファンドとの間で合意した価格が本当にフェアなのかどうかということをチェックするということが非常に重要なのではないかとということだと思う。したがって、先ほど角田委員がおっしゃっていただいたが、そこからマーケットにオープンにしてやると何が起こるかということ、株価が上がって取引は起こらないということが起こるので、やはり日本では特別委員会にある程度、このフェアネスをチェックする機能を委託することが非常に重要ではないかと思う。1つの判断材料としては、他にオファーがないかということもあるが、十分なプレミアムが本当に払われているのかどうかということをチェックするところが重要だと思う。価格の合理性については、今の社外取締役、特別委員会をどういう構成メンバーにするかにもよると思うが、それをきちんと判断できるようなサードパーティを選択する、いろいろなプロフェッショナルな意見を聞くということが日本にとっては一番プラクティカルだし、一番重要なのではないかと思う。

それから、Majority of Minority条件だが、コンセプトとしては非常にわかりやすいというか、合理性があると思われるが、私の1つの懸念は、古本委員がおっしゃったが、変な形でマンデトリーに入れるとアクティビストが喜ぶだけということになると思う。やはりどういう価格が本当にフェアなのかというのをチェックする機能を有するというのが大切である。Sneider委員の意見に近いのかもしれないが、案件によるかと思うが、特別委員会がある程度、その牽制機能、チェック機能を果たすというのが日本ではプラクティカルなのではないかと思う。

【玉井委員】まずマーケット・チェックに関して、支配株主との取引の観点でのマーケッ

ト・チェックというのはあまり機能しないのではないかということ自体は割と何度もいわれていることなので、それは後回しにさせていただき、MBOの局面でのマーケット・チェックの在り方がどうあるべきなのかというところからまず述べさせて頂く。先ほどの山田委員からお話を伺って少し自分自身の考えが揺らいでいる部分もあるが、基本的な考え方としては、事務局資料43ページにあるとおり、マーケット・チェックの機能とは何かについて事務局のほうで整理いただいているところを踏まえても、実際に取引条件の公正性を判断する、あるいは合理的に入手可能な最善の取引条件を判断する、さらにいえば交渉の材料として、もっと高い価格を引き出すためのベースにするといった役割が期待されているのであり、一旦ディールができてしまって公表されてから、こういうディールが合意されたけれどどうですかと一般に聞いてみるということよりは、やはり事前に同じ土俵で、同じ情報の中で条件を比べられるということが本来は重要なのではないかと思う。この点に関して、例えば実際にストラテジックバイヤーの場合にディールをどのように検討するかというと、事業の重なりがある場合には、独禁法の審査にかかるのか、どこの国でかかるのか、審査でどのように判断され得るのかというところが非常に重要なポイントになってきて、そこに事前の検討の時間と多くの情報が必要になる。それが無い中で、案件が公表されてから、公開情報だけをもとに現に先行して公表されている価格を基礎として、それより上の価格で提案にいくことができるかと考えたときに、これはなかなか難しいのではないかと思うので、本当はできれば事前のチェックがあるほうがよいのではないかというのが、実務をしている中での感覚ではある。

他方で、今いったような事前のマーケット・チェックの難しさということを前提にすると、現状の事後での最低限のマーケット・チェックをどのようにより機能させるかという観点も1つ重要な点かと思っている。現状、TOB期間を十分長くする、そして、取引を制限するような条項を対象会社と合意していないということだけが公開買付届出書等に出ているわけだが、では本当に対抗の提案が出てきたときに対象会社としてはどのように行動するつもりなのか、あるいはどの程度覚悟があるのかというところが分かるほうが本当はよいのかと思う。事務局資料のどこかにデューデリジェンスは後から来た人たちにさせるのかどうかという記載があったと思うが、これに関連する海外の例を紹介すると、私自身過去に英国のTOB案件をサポートした経験があり、その中で知ったことなのだが、ある買収者が取引を発表した後、TOBがかかっている期間中に仮に対抗提案があった場合には、対抗者に対しても同等の量の情報を開示して判断させなければいけないというルールが確か

あったと思う。非常に厳格なルールだと思う。日本では、その辺についてどのように行動すべきなのかというところは、あまり深掘りして議論されたものが公刊されていないのではないかと思うが、実務の中では本当にそうなったときにどうしたらよいのだろうかということは、内々には悩みながら議論しているところなので、仮に事後のマーケット・チェックの意義を認めるのであれば、それをより実効的にするための工夫について少し皆様のご意見が伺えるとよいかと思う。

**【角田委員】** イギリスは何でも株主に決めさせる。

**【玉井委員】** 以上がMBOを前提にしてのマーケット・チェックについての話である。

次に、支配株主との取引のときにマーケット・チェックをどう考えるのかというのは、古本委員ほか、皆様おっしゃっているように確かに機能しにくい。それは親会社がこの子会社の事業を強化しようと思って、上場子会社を100%化して抜本的な再編などをしようとしているときに、ある程度高い価格、親会社が買うよりは高い価格でのオファーがあったからといって、では売ろうかというようになるかということ、それではそもそも何のために100%化しようかと考えたのかという経営の基本方針がぶれてくる話で、考えにくいということだと思う。他方で、対抗提案を受けたときにどう行動すべきかのルールがよくわからないために企業の方たちは結構悩まれている、アクティビストだろうがそうでなかろうが、あるいは誠実なものであろうがそうでなかろうが、何らかの対抗提案が来てしまったときに自分たちよりも高い価格がオファーされてしまったら、どう対応したらよいのだろうか、やはり売らなければいけないのだろうかというようなことも含め、真剣に悩んで検討していたりもする。そんなはずはないということは説明するのだが、支配株主との取引は、結局、基本的には親会社が買うということしかなくて、あとは価格のフェアネスをどう確保するかの問題だと思うのだが、例外的に、例えば自分たちが一旦引き取り、その中で要るものは残し要らないものは売る、あるいは、売りたいのだけれども、上場子会社の状態でそのまま売るのがなかなか難しいので、一旦引き取って再編した上で、売りやすくしてから売るという少し変わった取引も、支配株主との取引の中には検討の材料としては出てくることがある。そういうことも考えると、売却モードの場合もあるわけで、必ずしもマーケット・チェックが機能しないとも限らず、支配株主との取引のケースでは常にワークしないという話でもなく、ベースケースはこうだけれども、事案の性質によってはマ

マーケット・チェックが機能する場合もあるといった、ケース・バイ・ケースの柔軟な書きぶりの指針になるとよいかと思う。

【福島委員】事務局資料62ページのデューディリジェンスの要否に関してコメントを簡潔にさせていただく。デューディリジェンスの要否や深度は買収者によって異なることになる。したがって、原則としてやる、あるいはやらないという形での取り決めは難しいと思う。デューディリジェンスの要否および深度について幾つかの要点がある。その要点というのは、MBO指針等にも含まれている部分等もあるが、まずは、そもそも情報管理をどうするか、競合他社への情報の開示をどういう形で考えるかということである。価格がフェアであるかどうか、あるいはその一部を構成することになるが、買収後の企業価値の向上に資するかどうかの要点もある。こういった、実務の手続がフェアかどうかということ判断する上での参考の要点を挙げることによって、必要かどうかという実務の形成を行っていくということが望ましいのではないかと考えている。

【青委員】マーケット・チェックとMajority of Minority条件の関係全般について、①取引の交渉や判断を行う主体が一般株主の代弁者として適切な人であることが確保されるということと、②一般株主の利益を十分に踏まえた上で公正な価格についての検討手続が確保されるということが一番大事だと考える。

その上で、MBOの場合、これまでの議論では事前のマーケット・チェックについては有効に機能する土壌がないという話もあったがそのように決めつけるのではなく、事前のマーケット・チェックも現実的な選択肢になり得るということは考えられると思うので、必須とするかは別にしても、そもそも不要だという形の話をするのは適当でないと思う。

次に、支配株主が従属会社を買収する場合、マーケット・チェックが有効に機能することがなかなか期待できないということがあるとすれば、冒頭申し上げた交渉・判断を行う主体や検討手続についてはより厳格性が求められるということになると思うので、より慎重に各社にご対応いただくことを求めていくというのが適切ではないかと考える。また、親会社を買収主体の場合、「対抗提案があっても自己が保有する子会社株式を売却することはない」という話についても、いかなる条件の対抗提案であっても子会社株式を売却しないというときには親会社の株主に対して合理性のある説明が必要になってくると思うので、そうした説明が適切に行えるよう、親会社としての考え方をしっかり検討し

た上で子会社株式を売却する可能性があるかについての判断はしていただくということが必要ではないかと考える。

また、Majority of Minority条件に関しても、支配株主が従属会社を買収するケースについてはなかなか難しい面も否めないと思うが、この点についても全体のバランスが重要であって、Majority of Minority条件を設定しないということであれば、冒頭申し上げた交渉や判断を行う主体だとか、判断の中身がしっかりしたものになるようにその他の手続を充実させることを徹底していくことが大事ではないかと考える。

価格に関しては、支配株主が従属会社を買収する場合においては、従属会社を完全子会社にするために手続上最低限必要な株式を取得できる価格になっていればよいという考え方もあるかもしれないが、一般株主の感覚からすると、TOBを前置する二段階取引の場合であれば1段階目のTOBに大多数の株主が応募することになるようなプレミアムを設定することが必要だろうし、株式交換等の株主総会決議のみが行われる一段階取引の場合においても一般株主の多数の賛成が得られるような交換比率等を目指していくというのが適切な態度ではないかと考える。

あと、アクティビストとの関係ではいろいろとご意見があるところかとは思いますが、ここについては、はなからアクティビストはだめだと決めつけるのではなくて、彼らが納得するような内容とし、その説明をしっかりとっていくということが大事だと考えている。そして、かかる説明を行う際は資本市場の中で通用する理屈が必要であって、対象会社の株主にとっての、また、場合によっては親会社の株主にとっての合理的な考え方をベースにして説明を果たすという形での説明責任の果たし方をしていただけると、日本の制度自体が信頼性のあるものだという形に納得が得られるかと思うので、そのような方向を目指すべきではないかと考える。

【井上委員】ファイナンス研究者の立場から申し上げさせていただくが、結論は、先ほど田中委員のおっしゃっていたところに近い。結論からいうと独立委員会にどれだけの有効性をもたせるかということになるのかということである。私はMajority of Minority条件とマーケット・チェックという個別のところではなく、1つには、やはりM&Aというのは基本的に価格メカニズムの下で、会社という貴重な経営資源を最適な所有者のもとに帰属させるメカニズムという意味では買収提示価格を重視するということである。ただし、利益相反のある取引ではそうした価格メカニズムがしっかりと機能しないので、そういう

中で少数株主の利益の保護も含めて、どれだけ本来得られる価格を担保できるかが重要である。この問題は、特に海外からみたとき、また、日本の株式市場に対する潜在的投資家からみたときに非常に重要になると考えている。実際にイギリスの実証研究でいうと、MBOにおいて最初の価格が出た後、訴訟や対抗ビッドなどさまざまな株主行動の中で、対抗ビッドが出たときに経営陣の提示する買収価格は一番上がる。提示価格が上がるというのは買い手側が上げて余地を残していることを示唆する。この事実は、必ずしも買い手がMBOにおいて出せる最大の価格を当初から出していないという実証的な状況の存在を示す。したがって少数株主としてはそもそも獲得可能なはずの価格を守ってもらえる措置が必要なのではないかということだと思う。親子でもMBOでも一緒であるが、少数株主の多くは、例えば親会社がいける、または経営者がいけるといって、ディールの成立見込みがかなり高いということになってくるので、価格に満足していなくても最終的には売らざるを得ないとの判断に追い込まれる状況が十分考えられる。それは強圧性という状況だと思うが、そうした中で重要なのは、経営資源の効率的な配分という意味から言っても、そういう不満足な条件、株主からみてこの会社の成長潜在性を考慮すればこのくらいの価格は払われてしかるべきだという価格に達しないのに売却せざるを得なくなるような状況を防ぐ措置はあってしかるべきと考える。その意味でいうと、Majority of Minority条件とか、それが難しいとすれば、特別委員会がノーといえる権利のように、少数株主が売らないという選択肢が確保できる措置が必要なのではないか。

そういう意味でいうと、特別委員会がノーといえるオプションをもつというのは非常に重要で現実的でもあると考えるが、もう1つ選択肢がある。今回のホワイト&ケース法律事務所の提出資料10ページについて、実は諸外国との比較でいうと、私自身はここが結構重要なのではないかと考えている部分がある。本日の説明で触れられていないが、一番最後にオファー成立後の応募（強圧性排除）と記載されている。これは、一般株主にとってどうせTOBが成立するのであれば、価格に満足しなくても売らざるを得ないというのに対して、他の株主はどう思っているかを確認できるものである。オファー成立後の応募権の下では、最終的にTOBが成立したら、後でTOBに応募しなかった株主はTOBの買い手に対して事後的に売る権利があるというもので、これが1つの強力な少数株主の保護措置になっている。ここが日本だけないという部分であり、気になっている部分である。

田中委員がご指摘されていたように、このように各国の株主保護措置が一覧表になるときに、最後にでき上がった日本における指針が同様な比較表の下で比較されるのは間違いな

い。これは学術研究の世界でもこのように一覧表で比較されており、そこで行われていることはMajority of Minority条件がありますか、何がありますかというのをスコア化して、最後に日本は今のところ少数株主の保護措置が一番低いですねとスコアリングされ分析されるというのが一般的な流れとなっている。そういう意味でいうと、でき上がりの指針の姿をしっかりと考えていかないと、逆に今回の新しい指針を出したことが、日本はまだまだ遅れていると海外に再度確認させるようなネガティブメッセージになるのは非常によくないのではないかと思います。田中先生もおっしゃったように、海外からの評価だけが重要というわけではないが、でき上がりは重要で、そういう意味では、例えばMBOにおいてはMajority of Minority条件等は非常に重要だと思うが、親子の場合には現実的に導入が難しいということであれば、例えばオファー成立後の応募権を付与するであるとか、そうした代替的措置である程度全体のバランスをとっていかないと、なかなか厳しい目でみられるのではないかと思います。

最後に、アクティビストの件で、確かに観察される事例一つ一つがお行儀がよいように私も全く思わないのであるが、一方でアクティビストがいたことで、こうした少数株主の保護といった問題が退歩したかということ、むしろ存在していることによって、前進しているという実感はある。そもそもアクティビストがなぜいるかということ、一般の少数株主にとってみると、そもそも買い手と交渉するというのは非常にコストが高い行為なので、基本的には一番経済合理性に合う行動は何もしないで売却するということになる。しかし、それでは一般株主にとって自らの利益の保護に結びつかないということが動機となり、アクティビストの背後には年金基金がいるわけで、年金基金は自分たちは買い手と交渉という行動は一々しないけれども、誰か代表して代理でそういうことをしてくれることで少数株主の利益が市場で守られるのではとの期待をもっている。アクティビストヘッジファンドに年金基金などが投資している理由は、絶対的なリターンの獲得というよりは、アクティビストの行動によって株式市場全体における少数株主の利益保護が図られるようになるという意義にあると解釈している。その意味でいうと一概にアクティビストだけが喜ぶような制度だと批判するよりは、その後ろには声なき少数株主の声もあるという理解が必要なのではないかと考えた。

【武井委員】第一にマーケット・チェックのほうについて。マーケット・チェックにはいろいろなメリットがあるときがあるというのはいろいろな委員の方もご指摘されていてそ

のと通りの面があると思うが、他方で何らかの弊害もある面があるので、義務づけという結論に至ることは慎重であるべきだと思う。特に議論となるのは完全子会社化よりもMBOのほうだと思うが、MBOにおいて常にいろいろなファンドにオークション的に声をかけなければならないというところにまでいきかねない義務づけは、先ほどの山田委員のお話をお伺いしていても、ディールの実行可能性の観点からもさすがにやり過ぎだと思う。MBOの場合にマーケット・チェックに意義がある場合があるということは何らか記載してもよいかと思うが、義務づけるかのような書き方はすべきでないと考える。マーケット・チェックについては、どういった競合提案があって、その上でなぜここを選んだのかといったことに対して特別委員会の説明責任を強化する形が考えられると思う。いろいろな入札の場では、参加してくるファンドの中には真摯ではないファンドがいる場合もあると認識している。何が真摯かという認定は難しいものの、ブラフなり妨害的な参加であったり、単に対象会社の情報をとりたい参加とか、そういった真摯でない参加もある。入札が常に必要だということに結びつく結論付けはいろいろな弊害があるので、なぜ本件ではこの買い手が最終的に選ばれているのかということや特別委員会はきちんと説明するという形態が考えられる。そうすると、アメリカのようなMBOのやり方ではない、さっき山田委員からお話があったが、日本のような何年もかけてMBOにもっていったといったファンド主導のMBOに対する阻害効果も十分考慮した上で、特別委員会の説明責任という形のほうがよいと思う。

第二にMajority of Minority条件のほうについて。おそらく論点はMBOのほうよりも完全子会社化の支配株主のほうにおけるMajority of Minority条件の話だと思うので若干補足コメントしておきたい。事務局資料70ページにいろいろと記載されていることにも絡む話で、またこの点はTOBでも完全子会社化でも共通なのだが、少数株主の多数の意思というのが本当に企業価値向上に適うかという観点から依拠して良い結果なのか、歪みがあるのではないかという点が論点になる。TOBにおける少数株主の多数意思の歪みに関しては事務局資料にも書かれてあるとおりで、TOBに応募していないという結果が、パッシブ運用の構造的なものや対応コスト等に伴うものなど、「企業価値が増大しないオファーだから応募していない」と単純にみてよいわけではない歪みがあるという指摘がある。そして、完全子会社化における株主総会での少数株主の議決権行使でも、同種の歪みがあって、代表的に言えることは日本の株式買取請求権制度から生じる歪みである。買取請求権制度の点は先ほど田中先生からもご指摘があったところであるが、さらに補足すると、日本の制度

の場合、アメリカの制度と違って、株対価の場合であっても株式買取請求権が保障されているというのと、ナカリセバ価格ではなくシナジーの分配までである。その結果、相当数のロットでアービトラージャー等からの買付けが行われた場合、他の少数株主にとっては、この日本の買取請求権制度によっていわゆる「負けがない」状態になるという歪みが生じる。賛成すると、買取請求権の保障がなくなりプレミアム分配が追加でもらえるかもしれないという機会を失うし、それだけでなく、株対価の場合に至っては、賛成した少数株主は、買取請求権で高値が出るとそれを負担する側にさえ回ってしまう。相当数のロット保有者が出現した場合にはそのことによる自らの議決権行使の影響力の低下と議決権行使に要するコストとの兼ね合いからの無関心さ、市場株価が高騰した場合には市場売却が合理的である等の事情も相まって、企業価値向上とは異なる理由で、賛成行使を敢えてしないことに経済合理性が生じうるのである。これらの制度的事情により、完全子会社化における少数株主の議決権行使を通じた意思であっても、企業価値向上とは異なる動機で、総会に賛成しない経済合理性が生まれる歪み・懸念がある。

先ほどの御紹介でMajority of Minority条件をやっているのは欧州にはなくアメリカの州だけと理解しているが、アメリカの制度とは先ほどの通り買取請求権制度の前提が違う中で、日本においてMajority of Minority条件を必須にすべきではないと考える。欧州との比較については3分の2とか95%との比較論もあろうが、こうした点もまさに制度論の話であって、この点の議論をもしするというのなら現行の買取請求権制度自体の歪みから併せて議論すべきであって、制度論・会社法改正の話になる。法改正を前提とした議論は行わないこの場の議論として、Majority of Minority条件の導入は、完全子会社化についても行うべきではないと考える。

完全子会社化というディールは今の日本の親子上場の状況からして今後とも行われていくべき面があるが、それがMajority of Minority条件等を入れることによって、親子上場の解消を本当にやりづらくしてよいのかという根本的な問題もある。親子上場が多いというのは日本のいろいろな特有な事情によるわけだが、Majority of Minority条件を義務づけるかのようなメッセージを出すことで、親子上場の解消がしづらくなることはすべきではないと考える。

#### 【藤田委員】

まず、大きな見方の問題で、今回、海外調査の一覧表をいただいて非常に参考になるが、

参考にするときに注意しなければいけない点を1点お話ししたいと思う。アメリカ、イギリス、フランス、ドイツと並べているが、根本的に制度が違うようなところで要求されている条件などを一覧表で比較して、例えば半分の国では要求されていないとか、そういう議論の仕方はしてはいけないと思う。ヨーロッパは、当局の承認が入っているあたりは決定的に違うところがある。どこまで承認のときに価格とか手続を当局がみているかは、また実態調査をしなければいけないのだが、私もヒアリングに行ったこともあるが、国によっては、MBOなどでは相当、実質まで審査することもあるやに聞いている。そういう国における手続と裁判所による価格の保障だけが最後の基本的な保障だという国とは発想が相当違うと思う。それでいうと、日本は圧倒的にアメリカに近い枠組みということになると思う。TOBなどはあるが、そこは価格の実質審査はしないという前提なので、それはアメリカに近いというべきなのだと思う。実際、でき上がりも非常に似ていて、一定の手続を踏んだ場合には、裁判所はその取引価格を尊重する、それを満たさない場合は独自の立場から審査する。アメリカはentire fairnessからbusiness judgement ruleというが、日本も基本的に似たようなことをいっている。ただ、どうもそのときに要求される手続のコンポーネントは日本とアメリカで若干違いそうである。以上が大きなピクチャーだと思っている。

その上で、本日実務の方のお話も伺っていると、日本における現在の考え方でいくと、基本的に独立当事者間取引とみなせるような手続はどんなことを実際にしなければいけないかということが問題となる。本日とりあげたマーケット・チェック、Majority of Minority条件に関していうと、これらをやればそのことが考慮されて、独立当事者間取引とみなしてもらいやすくなるというように考慮されることまでは異論はないが、いずれかが欠けると、およそ独立当事者間取引とはいえなくなり、裁判所が価格について審査し直さなければいけないというほどのものと考えることには、現在では弊害が大きいように思う。前回の特別委員会などは位置づけが相当違う。特別委員会、これを欠くと裁判所は強い疑いの目でみなさいということになるが、今回とりあげた要素は、例えば一方が欠けると絶対だめというような位置づけにはおそらくなならないという点と、個別のディールとの関係で要否を考えなければいけないという点で異なる。そして、特別委員会が個別に理由を示して、この取引との関係だと、例えばMajority of Minority条件を入れるのは弊害が大きいから入れないこととしたという説明をし、それを尊重することもあってよいのだと思う。次回やるFOの取得なども似たような要素があって、おそらく前回の特別委員会に比べると、これ

らもその他の考慮要素の1つということになるのだと思う。この点がアメリカとは相当温度差があることについてどう理解したらよいかというのは、むしろ研究者の重要なテーマなのではないかと思うが、この研究会でも今後ある程度は検討していただければと思う。田中委員が制度的な違いを指摘されて、武井委員もおっしゃったが、日本は株式買取請求という形で公正な価格が争われ、しかもその買取請求権の趣旨、公正な価格の中身も違う。日本のほうがある意味、濫用されやすいようにできている。しかも買取請求は決議に反対しないとだめなので、とにかく反対だけはしておくことに意味があるような使い方をされる。その点で損害賠償と違うというところもあるので、このあたりがどう効いてくるかが問題となる。またレブロン義務が厳格に要求されない国におけるマーケット・チェックの位置づけも論理的には違ってくる可能性もある。そういった制度的な違いと、実際の環境、たとえばどういう人がどういう形で買収しているかといった違いの組み合わせで、マーケット・チェック、Majority of Minority条件の位置付のアメリカとの違いが説明できるかもしれないし、あまり説明できないのかもしれない。このあたりの整理はもう少し丁寧にしていかないと、最終的な説得力がなくなってしまうかもしれないので、そのあたりは今後事務局でも研究していただければと思う。

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**