

第4回 公正なM&Aの在り方に関する研究会

事務局説明資料

(株式価値算定、フェアネス・オピニオン、情報開示)

平成31年2月1日

経済産業政策局産業組織課

目次

1	前回の議論の整理	2
2	バリュエーション	30
	(1) 株式価値算定	30
	(2) フェアネス・オピニオン	42
	(3) 第三者評価機関	55
3	情報開示	57
4	今後の検討スケジュール	82

1. 前回の議論の整理

特別委員会の委員の独立性（1/3）

- 特別委員会の委員の独立性については、指針において、ある程度明確な考え方を示すことが望ましい旨のご意見があった。
- 具体的な考え方として、委員となる者に求められる独立性は、①「買収者からの独立性」をその本質とするものである点で、「業務執行者からの独立性」を中心とする会社法上の社外性や取引所規則上の独立性の基準とは発想を異にしており、したがって、これらの基準は、「買収者からの独立性」という観点から読み替えた上で参照する必要がある、また、②この場面では、当該取引との関係で判断に歪みが生ずるおそれの有無を個別具体的に検討する必要がある点で、一般的・抽象的な基準である上記社外性・独立性基準とは異なる旨のご意見があった。
- また、委員のなり手の問題とのバランスにも配慮する必要がある旨のご意見があった。

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。…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こう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： 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。

特別委員会の委員の独立性（2/3）

藤田委員： 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。・・・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、そこまで割り切つ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**ということを個別に審査すべき話である。・・・**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**ということを個別にチェックする**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。

特別委員会の委員の独立性（3/3）

- 馬場委員： 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、**・・・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。**東証の独立役員の独立性基準・・・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。
- 石綿委員： 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。・・・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、・・・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・・・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はその先の論点としてある。・・・もう少し厳しくみなくてもよいかということは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、そうすると、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。

マーケット・チェック（1/12）

(1) 実施の要否（MBO／共通）

- 30営業日程度の公開買付期間中に行われる事後の間接的なマーケット・チェックの有効性には疑問があり、対象会社によって正式に対抗提案が承認されるまでには一定の期間を要する旨のご意見や、事前のマーケット・チェックの方が機能しやすい旨のご意見があった。
- これに対して、MBOの場合には事前のマーケット・チェックも事実上機能しにくい旨のご意見や、日本のMBOの場合、取引に至る経緯等が米国等とは異なっており、事前のマーケット・チェックの実施に馴染みにくい実態がある旨のご意見、事前のマーケット・チェックを求めると取引阻害効果が懸念される旨のご意見があった。

スナイダー委員：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。（次頁に続く）

マーケット・チェック（2/12）

スナイダー委員：（前頁の続き）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ので、**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。

角田委員：**支配株主及びMBOのところでは事前にマーケット・チェックを行うというのは事実上、意味がないし、・・・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。

北後委員：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、**・・・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**というのをきっ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。

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、**・・・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、・・・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か月でも2か月でもよいと思うが、その後、きっちり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。

マーケット・チェック（3/12）

山田委員：**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いうことだと思う。・・・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、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のもあるが、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。**

マーケット・チェック（4/12）

玉井委員： 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・・・基本的な考え方としては、・・・マーケット・チェックの機能・・・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**ない中で、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。

青委員： 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**と考える。

マーケット・チェック（5/12）

武井委員： 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・・・そのとお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に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のほうがと思うが、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、・・・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に記載してもよいかとは思いますが、義務づけるかのような書き方はすべきでないと思う。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について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、・・・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。

マーケット・チェック（6/12）

藤田委員： 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く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。・・・**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。

マーケット・チェック（7/12）

(2) 実施の要否（支配株主による従属会社の買収）

- 支配株主による従属会社の買収の場合、支配株主は、その事業戦略上、従属会社を完全子会社化してシナジーを追及しようとしているのであり、したがって第三者に売却する意思がない状況下で、真摯な対抗提案がなされることは通常は考え難いため、マーケット・チェックは適切に機能しない旨のご意見や、特に、積極的なマーケット・チェックは、支配株主による従属会社の買収の場合には妥当しない旨のご意見があった。
- これに対して、例外的ではあっても、支配株主にとっても売却に応じた方がより利益となるような魅力的な対抗提案がなされる場合等、マーケット・チェックが機能する場合もあり得るため、支配株主が存在する以上マーケット・チェックは一切機能し得ないとして一律にその有効性を否定すべきではなく、その採否は、特別委員会による個々のM&A取引の具体的な状況を踏まえた判断に委ねるべきとのご意見もあった。

別所委員： （MUFGが上場子会社のユニオンバンクを100%子会社化した案件では）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。

マーケット・チェック（8/12）

古本委員： 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、第三者から真つ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**と思う。…**積極的なマーケット・チェック…は完全子会社化においては当てはまらない**と思う。

スナイダー委員： 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つて、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。

マーケット・チェック（9/12）

- 角田委員：（支配会社が事業戦略上従属会社を完全子会社化してシナジーを追求したいと考えているときに）**出てくるノイズは、ほぼ値段を上げるためだけなのではないか**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。
- 北後委員：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・・・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、きっ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。**
- 田中委員：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、実際上、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、・・・**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。

マーケット・チェック（10/12）

玉井委員： 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、・・・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**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、・・・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。

青委員： 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、・・・**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、**親会社が買収主体の場合、「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**になってくることがあるかと思うので、**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。

マーケット・チェック（11/12）

(3) 競合する買収提案を受けた場合の対応

- 対抗的な買収提案者に対するデューデリジェンスの機会の付与の可否を含めて、対象会社が競合する複数の買収提案を受けた場合の望ましい対応の在り方を検討することは、事後の間接的なマーケット・チェックの実効性を高める上でも重要である旨のご意見があった。
- デューデリジェンスの機会の付与については、真摯でない対抗提案者に対して、機微情報も含めて情報を開示することは非現実的である旨のご意見があった。
- また、デューデリジェンスの機会を付与する／しないの二者択一ではなく、対抗提案者の属性等に応じて、実施の可否やその深度は異なり得ると考えられ、その際の判断要素を明らかにすることを通じて、実務の形成を図ることが望ましい旨のご意見があった。

古本委員： デューデリジェンスの機会の付与・・・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。

マーケット・チェック（12/12）

玉井委員： 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。・・・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。

福島委員： **デューデ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。

Majority of Minority条件（1/9）

- MOM条件の設定は、取引条件の公正さを担保する上で有効である旨のご意見や、MOM条件は、売り手と買い手の双方が賛成している取引は合理的であろうという自然な発想を基礎とするものである旨のご意見があった。
- 一方、買収者が保有する対象会社の株式の数が多いほど、買収を妨害するために必要な株式の数は少なくなり、例えばアクティビスト株主の介入のおそれ等による取引阻害効果が懸念される旨のご意見があった。
- このような弊害の懸念に加えて、株式買取請求権に関する日本の法制度や、米国でもMOM条件の設定は必須とされているわけではないこと等も踏まえると、MOM条件の設定を一律に義務付けるべきではなく、個々のM&A取引において、対象会社の取締役会・特別委員会にその要否の判断を委ねるべき旨のご意見があった。また、その場合、要否の判断を行う特別委員会の独立性と実効性の確保が重要になる旨のご意見もあった。
- また、MOM条件を設定しない場合には、他の措置によって取引条件の公正さの担保を補う必要があり、特別委員会の役割・機能が一層重要になる旨のご意見もあった。
- なお、株式交換による完全子会社化については、会社法上の株主総会の決議要件との関係で、MOM条件の設定の余地はない旨のご意見もあった。

Majority of Minority条件（2/9）

（1）設定の要否

加藤委員： 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、**・・・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条件が必要だと思ふのであれ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。これらの点が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、**・・・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。

Majority of Minority条件 (3/9)

古本委員： Majority of Minority条件・・・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。

(TOBによる完全子会社化において) Majority of Minority条件を完全子会社化に適用しようとする、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、・・・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と、私は必ずしもそうではないのではないかと思う。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、・・・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はないか。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。

Majority of Minority条件（4/9）

スナイダー委員： 支配株主の取引でのMajority of Minority条件の問題だが、・・・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。・・・そこでは・・・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たいと思う。

角田委員： （ある案件では）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（対象会社側の）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**。・・・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、・・・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。

Majority of Minority条件 (5/9)

北後委員： Majority of Minority条件は、**アセットオーナーとしては賛成**である。・・・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。

田中委員： 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・・・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。・・・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**ということを認めるということである。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。

・・・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・・・、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、アメリカと比べて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どうか分からない。(次頁に続く)

Majority of Minority条件（6/9）

田中委員：（前頁の続き）いずれにせよ、・・・**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**ということはよいと思うが、・・・Majority of Minority条件の**ネガティブ面**だけを強調すると、諸外国との対比で見たときに特異なことをやっていると思われてしまう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は思いますが、・・・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、・・・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。

山田委員：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、・・・変な形で**マンデトリー**に入ると**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。・・・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。

Majority of Minority条件（7/9）

武井委員： 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・・・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。・・・**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。・・・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条件を義務づけす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ない**と考える。

Majority of Minority条件 (8/9)

藤田委員： 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く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。・・・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。・・・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。

Majority of Minority条件 (9/9)

(2) 利害関係のない株主 (Minority) の範囲

北後委員： 誰がマジョリティなのだということは当然あるが、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、コントロール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。

その他 (1/3)

(1) 公正性担保措置の組み合わせ等

井上（光）委員：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。・・・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、特に海外から見たとき、また、日本の株式市場に対する潜在的投資家から見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、例えば親会社がいりつける、または経営者がいりつけるという、**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つてしかるべき**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。**

その他 (2/3)

(2) 諸外国との比較

井上（光）委員：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。・・・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う。・・・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かどうか、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いう感じがする。

藤田委員：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。・・・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。

その他 (3/3)

(3) 強圧性の排除

井上（光）委員：・・・オファー成立後の応募（強圧性排除）・・・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。

(4) アクティビストの評価

井上（光）委員：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、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、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。

2. バリュエーション

(1) 株式価値算定

意義、実施状況

- 株式価値算定とは、第三者評価機関によって実施される対象会社の株式の価値の分析をいい、この分析結果は株式価値算定書において算定手法ごとに（通常は一定のレンジで）示される。
- MBOや支配株主による従属会社の買収の場合、対象会社においては、買収方法の種類に関わらず、基本的に第三者評価機関からの株式価値算定書の取得が行われている。
- また、買収者においても、投資ファンド等である場合を除き、基本的に第三者評価機関からの株式価値算定書の取得が行われている。
- 最終成果物としての株式価値算定書自体が発行されるのは、通常、当事会社におけるM&Aに係る取締役会決議当日（又は前日）であるが、その前段階において、第三者評価機関から当事会社に対して予備的な株式価値算定結果が提供されることが多く、対象会社や特別委員会は、かかる予備的な株式価値算定結果も踏まえて、取引条件の検討・交渉等を行っている指摘されている。

MBO指針の整理（1/2）

- MBO指針は、MBOにおける構造上の利益相反の問題の存在に鑑み、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、独立した第三者評価機関からの算定書等の取得を提案している。

MBO指針

- 「MBOが行われる場合には、**構造上、利益相反の問題が存在することにかんがみ、取締役の不当に恣意的な判断がなされないように、又はその疑義が生じないように、意思決定のプロセスに実務上の工夫を加えることが考えられる。**
…例えば、以下のような対応例が考えられ、実際の案件に応じてこれらの対応を組み合わせる等して、意思決定のプロセスを工夫することが考えられる。
…④MBOにおいて提示されている価格に関し、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**
…（注5）算定方法の採用にあたっては、**複数の算定方法を利用する等合理的な算定方法を採用し、恣意的な価格の算定等がなされないように配慮することが必要である。**なお、当該算定書等は**複数取得することがより望ましいとの指摘もある。**ただし、**取得する数自体が重要なのではなく、算定書等の作成過程から当該第三者評価機関と真摯に議論をする等して、有効に活用することが重要であるとの指摘もある。**」(5(2)(i))

MBO指針の整理（2/2）

- MBO指針は、独立した第三者評価機関からの算定書等の取得を、必ずしも実行する必要はないものの、採用することでMBOの透明性・合理性が高まる実務上の工夫として位置付けている。

MBO指針

- 「以上、実務上考えられる対応につき、上記3種類の枠組みに従って検討をしたが、これらの各対応は同列の関係で整理されるものではない。
まず、MBOについて判断をするのは株主であり、その前提として当該株主に適切な判断の機会を確保する必要があるという見地からは、上記(1)「株主の適切な判断機会の確保」で検討した各対応は、MBOを行う際には共通して対応すべき事項といえることができる。
他方で、上記(2)(3)及び(4)については、**株主に対して適切な判断機会を確保した上で、更にMBOの透明性・合理性を確保するという見地から、実務上考えられる対応の枠組みを示したものである。(2)(3)及び(4)の工夫は必ずしも全てを実行する必要はなく、いずれかの実務上の工夫を採用することで、MBOの透明性・合理性は高まると考えられる。ただし、各工夫は排除し合うものでもないため、それぞれの具体的対応を組み合わせる等して、より透明性・合理性を高めることも可能であると考えられる。」**(5(5))

- ※ (1) 株主の適切な判断機会の確保
- (2) **意思決定過程における恣意性の排除**
- (3) 価格の適正性を担保する客観的状況の確保
- (4) その他

これまでの研究会での関連するご指摘

- 玉井委員： 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、日本ではどういふふうと考えられるのか。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。
- 田中委員： 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……。

MBO価格等の概念整理（1/5）

- 株式価値算定の機能を検討するに当たっては、その前提として、会社法上の「公正な価格」の考え方や、その裁判における判断枠組み、M&Aに際して実現される価値の概念整理と、実際の株式価値算定の実務との関係を整理することが有益と考えられる。

会社法上の「公正な価格」の考え方

- 会社法上、組織再編における株式買取請求の場合の株式の買取価格は「公正な価格」と定められており、同価格は、①組織再編によって企業価値の増加が生じる場合は、組織再編が公正な条件で行われ、それによって、当該**増加分が各当事会社の株主に公正に分配されたとすれば、基準日において株式が有する価値**（公正分配価格）をいい、②組織再編によって企業価値の増加が生じない場合は、組織再編を承認する株主総会決議がなかったならば基準日において当該株式が有していたであろう価格（ナカリセバ価格）をいうと解されている。
組織再編以外の方法によるキャッシュ・アウトの場合に裁判所が決定すべき価格についても、同様に解されている。

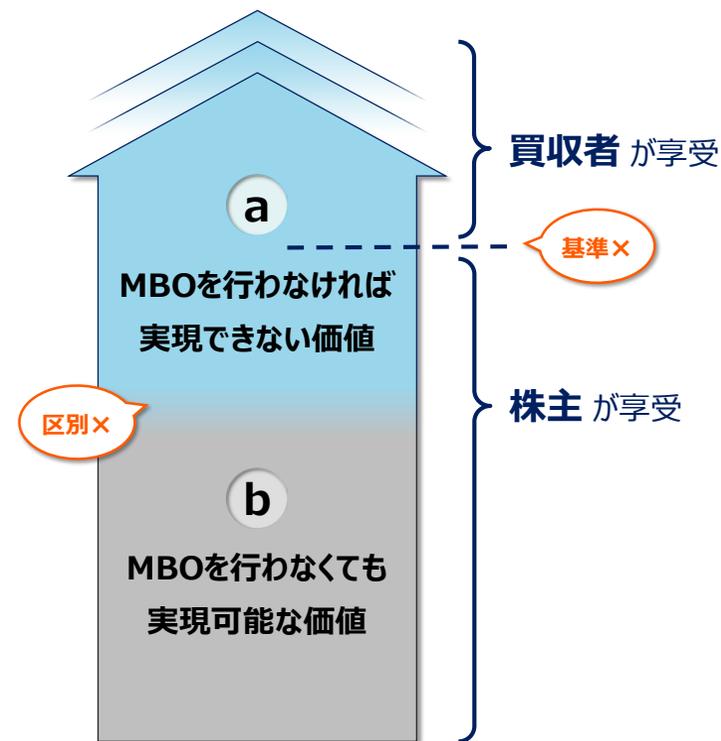
- ※ なお、米国デラウェア州では、一般会社法上、株主が株式の公正価値の評価を求めた場合に裁判所が決定すべき公正な価格の考え方は、（企業価値の増加の有無に関わらず）上記のナカリセバ価格と同様と指摘されている。

	企業価値の増加	公正な価格
日本	あり	公正分配価格
	なし	ナカリセバ価格
米国	—	ナカリセバ価格

MBO価格等の概念整理 (2/5)

MBO指針における「MBOに際して実現される価値」についての概念整理

- MBO指針は、MBOに際して実現される価値を、(a)MBOを行わなければ実現できない価値と(b)MBOを行わなくても実現可能な価値の2種類に区別した上で、(b)の価値は基本的には株主が受けるべきである一方、(a)の価値には株主及び取締役（買収者）が受けるべき部分の双方が含まれていると整理している。
- かかる概念整理は、引き続き妥当すると考えられる。
- もっとも、上記はあくまでも概念整理として位置づけられており、実際の案件においては、上記(a)及び(b)の価値の客観的な区別・算定や、(a)の価値のうち株主及び取締役が受けるべき部分についての一義的・客観的な基準の設定は困難であるとし、MBOの価格自体について何らかの客観的な基準を設けるのではなく、株主にとって公正な手続を通じてMBOを行うことにより、株主が正当な利益を享受できるように配慮がなされるべきとしている。



公正な手続を通じて
MBOを行うことで担保

MBO価格等の概念整理 (3/5)

MBO指針

「(ii)MBOに際して実現される価値の概念整理

MBOに際して実現される価値は、**(a)MBOを行わなければ実現できない価値**と、**(b)MBOを行わなくても実現可能な価値**の2種類に区別して考えることができる。

そのうち、(a)のMBOを行わなければ実現できない価値の意義については、理論的には、以下のような整理が考えられる。

- ・ 企業結合等の場合のような相乗効果（いわゆるシナジー）は発生しない。
- ・ 他方、MBOを行わなければ実現できない価値としては、一般株主が存在しなくなることによるコスト削減効果（一般株主との利害調整コスト・開示コスト等の削減）や、インセンティブ構造が変化したことに伴い、MBOにおいて人的な資本を拠出する取締役等の努力により創出される価値等が含まれると考えられる。

これらのMBOに際して実現される価値を、取締役又は株主のいずれが受け取るべきかを考えるにあたっては、株主が正当な利益を享受できるよう配慮する一方で、MBO後の経営計画につき、その実現の不確実性についてのリスクを負いながら、相当の努力を行う覚悟でMBOを行う取締役にも配慮が必要と考えられる。仮に取締役の当該リスク及び努力に対する配慮がない場合には、上記2(1)で指摘されているような経済的意義を有するMBOまで行われなくなってしまう可能性があるからである。

そこで、以上の検討をもとに、これらMBOに際して実現される価値を取締役又は株主のいずれが受け取るべきかについて理論的な整理を行うとすれば、まず、上記**(b)のMBOを行わなくても実現可能な価値は、基本的には株主が受けるべきもの**と考えられる。他方で、上記**(a)のMBOを行わなければ実現できない価値については、株主及び取締役が受けるべき部分の双方が含まれている**という整理が考えられる。

(iii)実際の案件における整理

上記のように、MBOに際して実現される価値についての概念整理は可能であるものの、実際の案件においては、当該**(a)及び(b)の価値を客観的に区別・算定することや、MBO実施前の市場株価がこれらの価値をどれほど反映しているかの判別は困難**である。加えて、**(a)の価値についても、株主及び取締役が受けるべき部分につき、一義的・客観的な基準を設けることは困難**である。したがって、上記の検討から直ちに、**実際の案件における妥当な価格算定方法を導くことや、市場株価と比較して「プレミアムが何%以上であれば妥当である」といった一義的・客観的な基準を設けることはできない**。

(iv)小括

上記のとおり、MBOに際して実現される価値についての概念的な整理は可能であるが、**実際には、その客観的な基準を設けることはできない**。

そして、当該MBOの価格について、**最終的に判断を行うのは株主**である。したがって、**MBOの価格自体について何らかの客観的な基準を設けるのではなく、株主にとって公正な手続を通じてMBOを行うことにより、株主が正当な利益を享受できるように配慮がなされるべき**と考えられる。」(3(4))

MBO価格等の概念整理（4/5）

裁判における「公正な価格」の判断枠組み

- レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件最高裁決定（最決平成21・5・29金判1326号35頁）は、「公正な価格を定めるに当たっては、**取得日における当該株式の客観的価値**に加えて、**強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額**をも考慮するのが相当である」とした原審（東京高決平成20・9・12金判1301号28頁）の判断は、「その裁量の範囲内にあるものとして是認することができる」と判断。
- 同決定に付された補足意見の中で、田原睦夫裁判官は、「公正な価格」とは、「①**MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値**と、②**MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分**とを、**合算**して算定すべきものと解することが相当である」と解釈。
- その後の多くの下級審裁判例は、上記判断枠組みを踏襲し、（手続の公正性いかに関わらず）上記①と②を独自に算定した上で合算することにより「公正な価格」を算定。
- これに対して、ジュピターテレコム事件最高裁決定（最決平成28・7・1民集70巻6号1445頁）は、手続的な審査に重点を置くとともに、一般に公正と認められる手続により公開買付けが行われた等一定の場合には、裁判所が取得価格の算定をやり直すことを否定し、公開買付価格をそのまま取得価格とすべき旨を示した。

MBO価格等の概念整理（5/5）

MBO等に関する適時開示実務

- 東証の適時開示実務の取扱いにおいては、MBO・支配株主による公開買付けに関する意見表明や支配株主との間の組織再編を行う場合には、開示資料において、算定の概要として、「（DCF法における）**算定の前提とした財務予測が当該取引の実施を前提とするものか否か**」について開示が求められている。
- これは、前記田原裁判官の補足意見において、「公正な価格」は、①当該取引が行われなかったならば株主が享受し得る価値と、②当該取引の実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受し得べき部分とを合算して算定すべきとされているところ、**DCF法における算定の前提とした財務予測が取引の実施を前提とするか否かにより算定結果に②の価値が含まれるか否かが異なることから、この点について投資家が算定結果を適切に理解するために必要と考えたためであると説明されている**（佐川雄規「MBO等に関する適時開示内容の見直し等の概要」商事2006号（2013）79頁）。
- もっとも、実際の開示事例においては、**取引実施を前提とした各種施策の効果を加味しているとするものは少ないと指摘されている。**

※ 他の開示事例としては、(i)（上場を維持したまま事業を継続することを前提としたものであり）取引の実行を前提とするものではないとするもの、(ii)上場廃止による上場維持コストの削減は加味するが、取引後の各種施策の効果については反映していないとするもの、(iii)（取引後の各種施策の効果を試算することが困難であるため）取引により実現が期待されるシナジー効果については、財務予測に反映していないとするもの等

株式価値算定の実務

- 株式価値算定の実務においては、MBO指針における概念整理や裁判における判断枠組み等は念頭に置きつつ、多くの場合、その構成要素ごとに分けて価値を算定した上で合算するという形ではなく、基本的にはM&Aの実施を前提としない財務予測に基づいて株式価値が算定されている。
- 上記の概念整理との関係では、このような算定結果を踏まえつつ、よりよい取引条件の獲得に向けて交渉するプロセス等を通じて、増加価値の分配を含む「公正な価値」が実現されるものと考えられるのではないか。

- 前記田原裁判官の補足意見を忠実に適用すると、例えば、まず、①M&Aを実施しない場合に実現する価値をDCF法で算定し、次に、②M&Aを実施する場合に実現する価値を、M&Aの実施後の各種施策の効果等も反映した収益計画に基づきDCF法で算定し、①の価値に、①と②の価値の差額のうち株主が享受してしかるべき部分を加えたものが「公正な価値」となるとも考えられる。
- もっとも、実際には、①と②の価値を厳密に区別して算定することは困難という指摘がある。
- また、対象会社において②M&Aの実施を前提とする財務予測を作成することは、実務上容易でないという指摘もある。すなわち、M&Aの実施を前提とする場合に加味し得る要素としては、大きく(i)上場維持コストの削減と、(ii)M&Aの実施後の**各種施策・シナジー効果等の実現による企業価値の向上**の2つがあるところ、(i)は見積もることが可能な場合もある一方、(ii)はその実現に不確実性を伴うこと等により、**対象会社がM&Aの実施前に具体的・定量的に見積もることは容易でない**と指摘されている。
- 実際のM&Aにおいては、「**プレミアム**」とは、対象会社株式の客観的価値を算定した上でこれに積み上げられるものではなく、**交渉を経て決定された買収価格と直近の市場株価等との差額という形で顕在化し、結果として認識されるもの**であるとも指摘されている。

株式価値算定の機能

- 以上を踏まえると、株式価値算定結果は、取引条件の実体的な公正さを直接的に保証するものではなく、したがって、実際のM&Aにおいて、株式価値算定結果から「公正な価格」や対象会社が合意すべき取引条件が一義的に定まるものではないと考えられる。
- 以上を前提に、株式価値算定の機能をどのように考えるか。
- また、以下のように、株式価値算定の機能を、いくつかの交渉・判断材料のうちの一つとして捉える場合、対象会社・特別委員会は、他にどのような要素を考慮して取引条件の交渉・決定を行うことが望ましいか。

(例) 算定の前提とされた事業計画の実現可能性、用いられた算定方法の特性、同種のM&Aにおいて一般に付与されるプレミアムの水準、想定される企業価値増加効果、当該M&Aを行わなくても実現可能な価値、代替取引の有無等
- また、株式価値算定が有効に機能することを担保するために、開示することが望ましい情報はるか。

株式価値算定の機能（例）

A	当事者が取引条件の交渉及び決定を行うに当たって対象会社の価値を探るために利用される重要な参考情報 (裏を返せば、いくつかの交渉・判断材料のうちの一つに留まる)
B	その内容が対象会社の一般株主・投資家に対して開示されることにより、一般株主・投資家が取引条件が十分か否かを判断する際の判断材料となる

2. バリュエーション

(2) フェアネス・オピニオン

定義、取得状況

- フェアネス・オピニオンとは、一般に、独立の第三者評価機関が、M&A等の当事者に対し、合意された取引条件の対象会社の一般株主にとっての公正性・妥当性について、財務的見地からの意見を表明するものをいう。
- 現状、日本では、MBOや支配株主による従属会社の買収の際、第三者評価機関からの株式価値算定書の取得は広く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ことは少ないと指摘されている。
- ※ 米国では、フェアネス・オピニオンの取得は法律上義務付けられているわけではないが、1985年のデラウェア最高裁判所によるSmith v. Van Gorkom事件判決を契機として、合併その他の買収案件において広く利用されるようになり、現在ではごく一般的な慣習となっていると指摘されている。同判決では、取締役会が合併条件を決議する際に十分な情報を得ていなかったことから取締役の善管注意義務違反が認定されたところ、その理由の1つとして、取締役会が第三者機関からフェアネス・オピニオンを取得していなかったことが指摘された。

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

これまでの研究会での関連するご指摘

- 玉井委員： **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と考えられるのか。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。
- 福島委員： **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、なかなか使いつらい点等々がある**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。
- 石綿委員： **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・・・いる。・・・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思っている。
- 藤田委員： **・・・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、その他の考慮要素の1つ**ということになるのだと思う。

株式価値算定との差異

- フェアネス・オピニオンは、第三者評価機関が当事者間で合意された具体的な取引条件の公正性・妥当性について判断して意見を表明するものである点で、各算定方法により算定された対象会社の株式の価値を（通常は一定のレンジで）示すに留まり、かかる意見は述べられない株式価値算定書とは異なる。

フェアネス・オピニオン業務

算定業務

	フェアネス・オピニオン業務	算定業務
業務目的	経営者が意思決定をした取引金額について、その評価額が財務的見地から公正であるか否かについて意見を表明すること。	投資意思決定等の参考値としての評価額を算定すること。
意見内容	対象となる取引価格に対して財務的な見地から「公正か否か」について意見を表明する。 結果としての取引価格が財務的見地から公正か否かに関する意見のみを記載し、個々の論点について個別具体的な意見は記述しない。	意見は表明するものではない。
依頼人による報告書の利用	報告書は、依頼人が意思決定をするに当たり善管注意義務を果たしていることを示すための一資料として利用する。	報告書は、参考情報として利用する。 報告書の意見を採用するか否かの経営判断は、依頼人がその責任の下で行う。
依頼人との契約関係	委任契約	同左
依頼人に対する責任	委任業務における債務不履行責任	同左
第三者に対する責任	保証業務ではないので、基本的には責任は無い。ただし、報告書の開示と利用に関しては注意を要する。	同左

(参考) 東証の企業行動規範における取扱い

有価証券上場規程441条の2、同施行規則436条の3

- **支配株主を有する上場会社**は、当該上場会社又はその子会社等の業務執行を決定する機関が、**支配株主その他施行規則で定める者が関連する重要な取引等を行うことについての決定**をする場合には、当該決定が当該上場会社の**少数株主にとって不利益なものでないこと**に関し、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**をことが義務付けられている。

東京証券取引所「会社情報適時開示ガイドブック（2018年8月版）」654頁

- 「合併、会社分割、株式交換及び株式移転等の組織再編行為に際して、支配株主と利害関係のない算定機関から対価の公正性等に関する評価（いわゆる「**フェアネス・オピニオン**」）を取得している場合（当該評価において、少数株主にとって不利益でないことに関して言及されている場合に限り。）は、「**意見の入手**」を行ったものとして取り扱います。ただし、**合併比率算定書等の取得のみでは、「意見の入手」とは認められません**のでご注意ください。」

検討対象、発行手続（1/2）

検討対象

- 第三者評価機関がフェアネス・オピニオンを発行するに当たって基礎とする株式価値算定は、株式価値算定の実務と同様、通常は、M&Aの実施を前提としない財務予測に基づくものであると指摘されている。
- また、フェアネス・オピニオンは、あくまで財務的見地からの意見を表明するものであるため、第三者評価機関がフェアネス・オピニオンを発行するに当たり、**取引条件の形成過程（プロセス）の公正性や代替取引の有無は直接の検討対象とはならない**と指摘されている。
- ただし、第三者評価機関は、フェアネス・オピニオンを発行するに当たって、同種のM&Aにおいて一般に付与されるプレミアムの水準（直近の市場株価等との差額）については検討を行っているとも指摘されている。

検討対象、発行手続（2/2）

発行手続

- フェアネス・オピニオンについては、リスクの大きさ等に鑑み、株式価値算定書を発行する際の手続よりも**更に客観性・独立性の加重された慎重な手続**（追加的なインタビューの実施、評価機関内部における重層的な検討・レビュープロセス等）を経て発行する評価機関も存在する。
- もっとも、現状、日本では、フェアネス・オピニオンの発行に当たって実施すべき手続についての共通認識が形成されておらず、各評価機関の**運用に委ねられているため、評価機関によって取られる手続は異なる**と指摘されている。

規制・ルール

- 日本では、フェアネス・オピニオンの発行に関する規制・ルールは特段存在しない。
 - 日本では、フェアネス・オピニオンの発行業務は、特段の業規制等の対象とはなっていないと指摘されている。
 - ※ 米国では、フェアネス・オピニオンの発行主体である財務アドバイザー（投資銀行）は、基本的に、ブローカーディーラーライセンス（SECへの登録）を取得する必要があると指摘されている。
 - また、日本公認会計士協会が公表した「企業価値評価ガイドライン」（平成19年5月16日公表、平成25年7月3日改正）では、フェアネス・オピニオン業務の概要、実施事例、実施手続、課題等がまとめられているが、規制・ルールを定めたものではないと考えられる。
 - ※ 米国では、自主規制機関である金融取引業規制機構（FINRA : Financial Industry Regulatory Authority）のRule 5150において、フェアネス・オピニオンに関するルールが定められており、報酬体系を含む会社関係者と投資銀行の利害関係、フェアネス・オピニオンの発行に係る社内手続及び担当者の人選基準、依頼者から提供された情報を当該投資銀行が独自調査の上で再評価したかなど、利益相反構造及び自由裁量に配慮した開示を要求している。

発行機関の責任

- 日本では、フェアネス・オピニオンの発行機関の法的責任が追及される事例は存在しない。
 - 英米では、財務アドバイザーを起用した企業やその株主が、財務アドバイザーを提訴することは珍しくないと指摘されている。
 - なお、英米においても、通常、財務アドバイザーは、責任限定条項や補償条項によって保護されているため、フェアネス・オピニオンの提供に関して直接金銭的損害を被ることは稀であると指摘されている。もっとも、財務アドバイザーにとって、提訴によるレピュテーション・リスクは非常に深刻であるとも指摘されている。

フェアネス・オピニオンにおける「フェア」の意義

- 現状、日本では、フェアネス・オピニオンにおいて表明すべき意見の内容（「フェア」の意義）についての共通認識が形成されていないと指摘されている。
- フェアネス・オピニオンにおいて表明すべき意見の内容（「公正」か「妥当」か、その意義）や、フェアネス・オピニオンにおける「フェア」と会社法上の「公正」の概念の関係について、どのように考えるか。
- ※ なお、米国では、フェアネス・オピニオンにおける「フェア」の定義について、例えば以下のような議論がなされている。
 - 例えば、フェアネス・オピニオンで示される「公正性とは、当該取引が最も利益적であるかではなく、情報を有している当事者であれば利益적であると判断し、取引を行うであろう範囲内にあるかを指している」という指摘や（永江亘「少数派株主の締出し取引における外部機関の意見について——フェアネス・オピニオンの意義と問題点の検討を中心に」私法75号（2013）259頁）、『「公正（fair）」という用語の普遍的な定義はないものの、最も一般的な見方では、財務的公正性とは、『取締役による公正、オープンかつ平等な方法で行われる競売プロセスにより取引が行われた場合に、企業と特別な利害関係を持たない株主が最低限受領するであろう対価の範囲』であると解されている」という指摘等がある（ケン・レブランほか「フェアネス・オピニオンと算定書——米国的観点からみた日本の慣行」商事1957号（2012）39頁）。

(参考) フェアネス・オピニオンに関する米国の議論

- 米国では、フェアネス・オピニオンの意義、問題点とその対応について、以下の議論がなされていると指摘されている。

意義	<p>肯定派は、フェアネス・オピニオンについて、①株主から個別の取引の承認を取り付けるのに有用であり、②これにより取締役の信認義務を充足し得る、③個別取引の公正性の検証が可能となる、④利益相反関係の下での取引価格及びその承認の公正性を高める、⑤経営陣の機会主義的行動を抑制し、エージェンシーコストを削減する、⑥株主の情報取得費用を軽減するといった意義を認める。</p> <p>いわば市場の価格形成機能を補完する役割として、専門家の知見によって示される価格ないしは公正性の意見に意義が認められると理解されている。</p>
問題点	<p>専門家の自由裁量についての指摘</p> <p>専門家には、評価手法の選択に係る自由裁量が存在するとの指摘</p> <ul style="list-style-type: none">➢ 専門家が理論的に価格を算出する際に、その過程で主観的な要素が混入するおそれを排除することができない <p>専門家には、公正性の概念を定義する上で自由裁量が存在するとの指摘</p> <p>専門家と株主との間の利益相反関係についての指摘</p> <p>財務アドバイザーの報酬構造についての指摘</p> <ul style="list-style-type: none">➢ 財務アドバイザーは取引全体のアレンジメントから報酬を得ており、フェアネス・オピニオンの提供はこのサービスの一環としてなされている。当該報酬がしばしば取引の成立を条件とした成功報酬となっているため、取引の成立に強いインセンティブを有している。取引の成立のためには、株主の承認を取り付ける必要があるところ、財務アドバイザーは、上記のインセンティブに誘われて、低額な取引価格であるにもかかわらず、公正性を認める意見を提供する傾向にある。
問題点への対応	<p>①裁判所・自主規制機関によるガイドラインの作成や、②裁判所による信頼の調整、③複数のオピニオンの取得、④フェアネス・オピニオンの内容の詳細な開示などが学説上有力に主張されている。</p>

機能

- 株式価値算定との差異や、日本と米国における環境の違いも踏まえて、株式価値算定書の取得に加えてフェアネス・オピニオンを取得することは、取引条件の公正さの担保という観点から、どのような意味・機能を有すると考えられるか。
- また、フェアネス・オピニオンの取得の要否を含めたそ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。

フェアネス・オピニオンの取得の機能（例）

A	財務に関する専門性を有する評価機関が、当事者とは独立した立場から慎重な検討を行った上で、取引条件が財務的見地から公正・妥当である旨の意見を表明することにより、取引条件の公正さの担保に資する
B	交渉の段階からフェアネス・オピニオンの取得が想定されている場合には、フェアネス・オピニオンを発行可能な水準の取引条件が否かをある程度見据えて交渉が行われることにより、より慎重な交渉が行われる

2. バリュエーション

(3) 第三者評価機関

有効に機能するための要素

- 株式価値算定とフェアネス・オピニオンが取引条件の公正さを担保する措置として有効に機能する上で、第三者評価機関に求められる要素は何か。
- これらの要素については、対象会社の取締役会・特別委員会が第三者評価機関の選定等を行うに当たって考慮すべきと考えられるのではないか。

求められる要素（例）

A	独立性・中立性
B	慎重な発行プロセス
C	高度な専門性・実績
D	レピュテーション

4. 情報開示

MBO指針の整理（1/2）

- MBO指針は、MBOにおける情報の非対称性の問題の存在に鑑み、株主の判断に資するための充実した説明を行うことを提案している。

MBO指針

- 「MBOが行われる場合には、**株主が納得して判断できる適切な判断機会を確保することが重要なポイント**となる。この点、MBOを行う取締役と株主との間には**情報の非対称性**が存することにもかんがみ、まず、**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**を行うことが必要となる。…それらの観点から、以下のような対応例が考えられる。
…株主の適切な判断に資するための十分な説明を行う観点から、各株主の背景や属性等も十分に考慮しながら、以下のような点に留意して説明を行うことが望ましいと考えられる。
① **MBOを実施するに至ったプロセス等**について、平成18年12月の公開買付け規制の改正、及び証券取引所の要請等により開示が要求されている趣旨にかんがみ、**充実した開示**が求められる。
② 業績の下方修正後にMBOを行うような場合等において、**MBOが成立しやすくなるように意図的に市場株価を引き下げているとの疑義を招く可能性がある場合には、当該時期にMBOを行うことを選択した背景・目的等**につき、**より充実した説明**が求められる。
③ 取締役と他の出資者（投資ファンド等）の最終的な出資比率や取締役の役職の継続予定等、**取締役が当該MBOに関して有する利害関係の内容**について、**より充実した説明**が求められる。
（※1）**MBO後も一定期間、対象会社の状況に関する情報提供を継続**するという工夫も考えられる。その具体的手段としては、任意の開示又は有価証券報告書等の提出義務を一定期間は免除申請しないこと等が考えられる。しかし、任意の開示の場合には、当該情報提供に際しての責任の所在が不明確であるとの指摘があり、また、有価証券報告書等を一定期間継続して開示することは、MBOの意義の一つである開示コスト等の削減の効果を減殺するとの指摘もあり、慎重に検討すべきとの考え方も強い。
（※2）**MBO後の中長期的な経営計画等・将来の可能性について株主に対して十分に説明することにより、MBOに際して実現される価値の可能性を示し、株主の判断材料とする**という工夫も考えられる。しかし、MBOにおいて策定される中長期的経営計画等を明らかにすることは、その実現の不確実性の高さから、かえって情報が混乱する恐れがあり、妥当ではないとの意見が強い。また、MBOに際して実現される価値は、株主のみが受けるべきものではなく、株主及び取締役双方が受けるべき部分が含まれていることにかんがみれば、今後の中長期的経営計画や将来の可能性について、明らかにすべき範囲は限定されるはずであるとの指摘もある。」(5(1)(i))

MBO指針の整理（2/2）

- MBO指針は、株主の判断に資するための充実した説明を行うことを、MBOを行う際には共通して対応すべき事項として位置付けている。

MBO指針

- 「以上、実務上考えられる対応につき、上記3種類の枠組みに従って検討をしたが、これらの各対応は同列の関係で整理されるものではない。
まず、**MBOについて判断をするのは株主であり、その前提として当該株主に適切な判断の機会を確保する必要がある**という見地からは、上記**(1)「株主の適切な判断機会の確保」**で検討した各対応は、MBOを行う際には**共通して対応すべき事項**といえることができる。
他方で、上記(2)(3)及び(4)については、株主に対して適切な判断機会を確保した上で、更にMBOの透明性・合理性を確保するという見地から、実務上考えられる対応の枠組みを示したものである。(2)(3)及び(4)の工夫は必ずしも全てを実行する必要はなく、いずれかの実務上の工夫を採用することで、MBOの透明性・合理性は高まると考えられる。ただし、各工夫は排除し合うものでもないため、それぞれの具体的対応を組み合わせる等して、より透明性・合理性を高めることも可能であると考えられる。」(5(5))

※ (1) 株主の適切な判断機会の確保

- (2) 意思決定過程における恣意性の排除
- (3) 価格の適正性を担保する客観的状況の確保
- (4) その他

これまでの研究会での関連するご指摘（1/2）

別所委員：（海外からは）**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。**

馬場委員：**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。**

井上（光）委員：**情報の非対称性は、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が大きく、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る、…いかにこれを解消していくかという意味では、…いかに情報開示が担保されるかということが重要と思う。…株価の高い時期ほど株式交換型が増えて、株価が低いと現金買収が増えるというような、ここも何となく情報の非対称性から発生した選択が行われているような部分もある。そのような問題もあるので、株式市場を完全に信用できない部分が物事を複雑にする部分で、本当はマーケット・チェックの中で情報がだんだんリヴィールしてくる、そこで本当の公正な価格がつくというのが、1つの理想系かもしれない。そういう形が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、大きな問題として、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、いかに情報の非対称性を緩和するような措置が議論されるかというのは、大きな論点かと考えている。**

福島委員：**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のも、1つの論点かと思っている。**

これまでの研究会での関連するご指摘（2/2）

- 石綿委員： 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。
- 井上（光）委員：事務局説明資料57ページ・・・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。
- 別所委員：・・・**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、・・・資本市場の発展を阻害することになる・・・。**

機能

- 情報開示の機能をどのように考えるか。

情報開示の機能（例）

A	一般株主に対する判断材料の提供、情報の非対称性の問題への対応	一般株主・投資家が、株主総会における賛否の議決権行使や公開買付けの応募の有無の判断等に当たり、取引条件が十分か否か等について判断する際の重要な判断材料となる	
		情報の内容	機能
		株式価値算定結果に関する情報	取引条件が十分か否かの判断に直接役立つ
		株式価値算定の計算過程や評価機関等に関する情報	株式価値算定結果の合理性・信頼性の検証・評価に役立つ
B	透明性の向上を通じた手続の慎重さの担保	上記以外の取引条件の形成過程（プロセス）に関する情報	公正な手続を経て決定された取引条件か否かの確認を通じて、取引条件が十分か否かの判断に役立つ
		対象会社・特別委員会による検討・交渉プロセスや判断根拠、第三者評価機関による株式価値算定内容等が事後的に公表され、対象会社の一般株主・投資家や広く一般のチェックの下に置かれることにより、一般株主等の目を意識したより慎重な検討等や算定が行われることが期待できる	
		※ かかる機能との関係では、開示書類における一般的な情報開示のほか、裁判手続における証拠資料としての提出や、その他の事後的な情報開示も重要な意味を有するとも考えられる	

情報の非対称性の問題への対応方法

- 情報の非対称性の問題への望ましい対応の在り方について、どのように考えるか。
 - 情報開示によりMBOや支配株主による従属会社の買収において存在する情報の非対称性の問題に適切に対応することは極めて重要。ただし、情報開示を過度に広範に求めると、効率的なM&A取引に対する阻害効果が懸念されるという指摘もある（競合他社等への営業秘密等の流出により対象会社の経営に悪影響を及ぼし得る、買収者に対して自らの手の内をさらすことを強いる等）。
 - この点、情報の非対称性の問題への対応方法としては、重要な情報を、①一般株主・投資家を含め**広く一般に開示**する方法のほか、②**特別委員会**が、**一般株主に代わり**、（非公開情報も含めて）かかる**情報を入手**し、これを踏まえて取引条件が十分か否か等について検討・判断を行うという方法も考えられる。
 - ②の方法による場合も、特別委員会に関する情報の開示を通じて、特別委員会が有効に機能したか否か（情報の非対称性の問題に適切に対応された上で合意された取引条件か否か）について、株主が判断することは可能と考えられる。
 - M&Aの公正さの担保と円滑化とのバランスの観点から、情報の性質等に応じて①と②の方法を適切に組み合わせ、全体として、**重要な情報を十分に踏まえた上で取引条件が十分か否か等についての検討・判断が行われる状況を確保**することが重要ではないか。

望ましいプラクティスの在り方（1/5）

- 情報開示の機能や、M&Aの公正さの担保と円滑化とのバランスの観点も踏まえて、望ましいプラクティスという観点から、今後開示を充実させることが期待される情報はるか。

特別委員会に関する情報

- 特別委員会に関する情報開示には、対象会社の一般株主等が、特別委員会が有効にその機能を果たしたか否かを判断することが可能となるという機能があると考えられる。

開示を充実させることが期待される情報（例）

A	委員の属性・選任理由等、独立性・選定プロセス
B	付与された権限の内容
C	検討・交渉経緯の内容 (例：設置時期、検討事項、審議時間、交渉への関与状況等)
D	判断の根拠・理由、答申書の内容
E	委員の報酬スキーム

望ましいプラクティスの在り方（2/5）

株式価値算定／フェアネス・オピニオンに関する情報

- 株式価値算定に関する情報開示には、対象会社の一般株主等が、株式価値算定内容の合理性・信頼性をより具体的に検証・評価することが可能となり、これにより、一般株主等が株主総会における賛否の議決権行使や公開買付けの応募の有無の判断等を行うに当たり、株式価値算定内容の判断材料としての有用性がより高まるという機能があると考えられる。
- また、一般株主等の目を意識したより慎重な算定が行われることが期待できるという機能もあると考えられる。
- 株式価値算定に関する情報開示については、例えば以下のような指摘がなされている。
 - DCF法については、現状の開示情報の下でも、株式価値算定の**計算過程はある程度検証可能**であるという指摘がある。他方で、現状の開示情報では、計算過程を**全て復元することは必ずしも容易でない**という指摘もある。また、算定の前提とした財務予測が非現実的でないか、従来の業績予想と不自然に乖離していないかを確認するという観点からは、それほど詳細な財務予測を開示する必要はないという指摘や、営業秘密等の流出による対象会社の経営への悪影響にも配慮する必要があるという指摘もある。
 - DCF法における**財務予測の出所**について、対象会社の作成した事業計画の数値か、算定機関による修正を経た数値かが不明瞭な記載もあるという指摘がある。

望ましいプラクティスの在り方（3/5）

株式価値算定／フェアネス・オピニオンに関する情報（続き）

- DCF法における**割引率**について、現在は数値のみが開示されているところ、**計算根拠**も開示することが望ましいという指摘がある。
- 類似会社比較法における**類似会社の選定理由**について、抽象的な理由が記載されており、類似会社としての適格性の具体的な検証が困難という指摘がある。
 - ※ なお、米国では、ゴーイング・プライベートが行われる場合に関するSEC規則13e-3の規制により、対象会社は、フェアネス・オピニオンなどの意見書、報告書、又は算定書を受け取ったかどうか、及びこれを受け取っている場合にはその要約を開示しなければならないとされている。そして、かかる要約には、採用された手法、その結果と意見、その結果を得るに至った根拠と方法、対象会社等から受領した指示、及び調査の範囲について対象会社から課された制限を含めなければならないとされている。また、意見書等それ自体を、添付書類として、提出しなければならないとされている。そして、実際に開示されている株式価値算定書においては、キャッシュフロー・割引率の数値も含めて開示されていると指摘されている。
- **算定機関の利害関係**（報酬スキーム、取引関係等）に関する情報を開示することが望ましいという指摘がある。
 - ※ なお、米国では、SEC規則13e-3により、対象会社は、意見書等を提出した第三者と対象会社等との間に過去2年間の間に存在していた、又は現在存在していると相互に考えている重要な関係と、その関係の結果として受領した又は受領する報酬について開示しなければならないとされている。

望ましいプラクティスの在り方（4/5）

その他に関する情報

- その他、以下の情報の開示を充実させることが望ましいという指摘がある。
 - 対象会社**取締役等が有する利害関係**の具体的な内容
 - 対象会社と**買収者との間で行われた協議・交渉**の具体的な経緯
 - **代替的な買収方法・代替的な買収提案の検討**の有無、検討することなく買収提案に賛同する場合にはその理由

- ※ なお、米国では、合併に関するproxy statementにおいて、対象会社と買収者及び買収者候補との間の交渉経緯については、ミーティングの日時、出席者、交渉内容等も含めて非常に詳細に記載されていると指摘されている。ただし、米国におけるproxy statementによる情報開示と日本における情報開示のタイミングの違いに留意する必要があるという指摘もある。

望ましいプラクティスの在り方（5/5）

情報開示の媒体・タイミング等

- 今後開示を充実させることが期待される情報がある場合、その中には、重要性や開示に伴う弊害の懸念の程度等に応じて、①**通常開示することが望ましいと言える情報**と、②通常開示することが望ましいとまでは言えないものの、**開示された場合には、取引条件の公正さの担保により資するベストプラクティスとして評価されるべき情報**の2種類があり得ると考えられる。
- また、情報開示の機能（**Ⓐ一般株主に対する判断材料の提供**、**Ⓑ手続の慎重さの担保**）のいずれにより関連するか等に応じて、**Ⓐ対象会社の全ての一般株主に対して判断材料として供され、参照されることが望ましい情報**（主に機能Ⓐに関連する情報か）のほか、**Ⓑ一部の者がチェックしようと思えばチェックし得る状況に置かれれば有効な公正性担保措置と認められる情報**（主に機能Ⓑに関連する情報か）があり得ると考えられる。
- そして、**ⒶとⒷいずれの情報であるか等に応じて、情報を開示する場所**（例えば、Ⓐの情報は、多くの一般株主の目に触れる資料（金商法上の提出書類や東証の適時開示書類）に記載し、Ⓑの情報は、当社のウェブサイト等に掲載し、確認したいと考える者が確認し得る状況に置く等）や**情報開示のタイミング**（例えば、Ⓑの情報の一部は事後的な開示でも足りる等）も異なり得てよいという考え方もあり得るか。

(参考) 金商法に基づく情報開示 (1/2)

株式価値算定書の開示

■ 公開買付者

- 金商法上、MBO又は親会社による子会社の公開買付けの場合においては、**公開買付者**が「買付け等の価格の算定に当たり参考とした第三者による評価書、意見書その他これらに類するもの」があれば、その写しを**公開買付届出書の添付書類として開示することが義務付けられている**。
- これは、**株主・投資家の投資判断の材料に供するため**である旨の説明がなされている（池田唯一ほか『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』（商事法務、2007）107頁）。

■ 対象会社

- 金商法上、**対象会社**が取得した株式価値算定書については、**開示することは特段求められていない**。
- 上記については、公開買付者にとっての価格の公正性（公開買付価格が高すぎないか）を確認するために取得される公開買付者側の株式価値算定書よりも、対象会社の株主にとっての価格の公正性（公開買付価格が低すぎないか）を確認するために取得される対象会社側の株式価値算定書の方が、株主・投資家の投資判断の材料としては有益であるとの指摘もある。

(参考) 金商法に基づく情報開示 (2/2)

MBO・親会社による公開買付けに関する記載事項の特則

■ 公開買付者（公開買付届出書）

- 「算定の経緯」欄に、「算定の際に第三者の意見を聴取した場合に、当該第三者の名称、意見の概要及び当該意見を踏まえて買付価格を決定するに至った経緯を具体的に記載すること」に加えて、「**買付価格の公正性を担保するためのその他の措置**を講じているときは、その**具体的内容**も記載すること」が求められている。
- 「公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容」欄に、「当該**公開買付けを実施するに至った意思決定の過程**を具体的に記載すること」、「**利益相反を回避する措置**を講じているときは、その**具体的内容**も記載すること」が求められている。

■ 対象会社（意見表明報告書）

- 「当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」欄に、「**利益相反を回避する措置**を講じているときは、その**具体的内容**を記載すること」が求められている。

(参考) 東証の上場規程に基づく情報開示等

東証の企業行動規範

- 東証は、MBO・支配株主による公開買付けや支配株主との間の組織再編については、企業行動規範上、**必要かつ十分な開示**を行うことを義務付けている。

株式価値算定書の取得・提出の義務付け

- 東証は、上場会社が、合併等の組織再編、公開買付け又は公開買付けに関する意見表明を行う場合においては、一定の場合を除き、算定機関が作成した**算定書の取得及び東証への提出を義務付けている**。
- ただし、提出された算定書は**公衆縦覧の対象となるものではない**。

(参考) 東証の適時開示内容 (公開買付けに関する意見表明) (1/5)

3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

(2) 意見の根拠及び理由

- 当該公開買付けに関する意見の根拠及び理由について、意見表明報告書と同等の内容を含め、わかりやすく具体的に記載する。
※意思決定に至った過程については、上場会社における**検討が開始された時期**、上場会社における**検討の経緯**、公開買付者との間の公開買付けの条件に関する**交渉の概要**を記載してください。
※意思決定に至った過程について、当該公開買付けの実施に至った背景や、**公開買付者の意思決定過程**について公開買付者から聴取した内容を記載することも考えられます。なお、公開買付者の意思決定過程を記載する場合、上場会社の意思決定過程と公開買付者の意思決定過程が区別できるように記載してください。
- 当該公開買付けに応募することを勧める意見である場合には、**買付け等の価格に関する判断の理由**を含め、**株主に対して当該買付け等に応募することを勧めるに至った考え方**についてわかりやすく具体的に記載する。
- 現金以外を対価として選択した公開買付けに対して当該買付け等に応募することを勧める場合には、その理由をわかりやすく具体的に記載する。特に、流動性が低いなど換価が困難と考えられる財産を対価として選択した場合には、他の財産による代替可能性等の観点を踏まえて理由を記載する。

〔MBO等に関して意見表明を行う場合〕

- MBO等に関して意見表明を行う場合において、**賛否・中立を表明している場合**には、**MBO等の実施による上場会社の企業価値の向上に関する判断の内容**を含め、その理由をわかりやすく具体的に記載する。
- MBO等に関して意見表明を行う場合において、当該公開買付けに**応募することを勧める意見である場合**には、**買付け等の価格に関する判断の理由**(*)、及び、**公正な手続きを通じた株主利益への配慮**に関する説明を含め、**株主に対して当該MBO等に応募することを勧めるに至った考え方**についてわかりやすく具体的に記載する。

「例えば、算定機関の実績、算定手法の選択の合理性、算定の前提条件が対象会社の実態に即したのかといった点を踏まえて、算定機関による算定結果の合理性を確認したうえで、買付け等の価格が算定結果と比較して合理的な水準にあるかといった観点から判断の理由を説明することが考えられる」

(*)例えば、算定結果の合理性を確認したうえで、買付け等の価格が算定結果と比較して合理的な水準にあるかといった観点から判断の理由を説明することが考えられます。なお、算定の前提条件において考慮されていない事象がある場合（例えば、市場株価法を用いる場合で、公開買付けに関する意見表明と同時に業績予想の大幅な上方修正を行う場合など）や、特殊な前提条件が存在する場合には、これらを踏まえて買付け等の価格に関する判断の理由について記載してください。

また、当該取引の公表前短期間に業績の大幅な下方修正その他株価が大幅に下落する開示を行った場合には、これらを踏まえて買付け等の価格に関する判断の理由について記載してください。

：佐川論文での解説

(参考) 東証の適時開示内容 (公開買付けに関する意見表明) (2/5)

3.当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

(3)算定に関する事項

①算定機関の名称並びに上場会社及び公開買付者との関係

- 算定機関の**名称**を記載する。
- 算定機関について**重要な利害関係がある場合**(*)は、その**関係の内容**及び重要な利害関係がある算定機関に算定を依頼することとした**理由**を記載する。また、その場合において、**弊害防止措置等**を講じているときは当該措置の内容を記載する。
(*)①算定機関が**関連当事者**に該当する場合、②**公開買付者** (公開買付者の株主、役員、フィナンシャルアドバイザー等を含む。) から**斡旋又は紹介を受けた算定機関に依頼した**場合、③算定機関が**上場会社・公開買付者の双方から依頼を受ける**場合、④算定機関の**関係会社から当事会社が融資を受けている**場合などが考えられます。
- 重要な利害関係がない場合には、その旨を記載する。

(参考) 東証の適時開示内容 (公開買付けに関する意見表明) (3/5)

- **具体的な算定方式、当該算定方式を採用した理由、各算定方式の算定結果の数値 (レンジ可) 及び各算定方式の算定の重要な前提条件(*)**を記載する。また、それに加えて、主として用いた算定方式がある場合にはその旨及び当該算定方式を主として用いた理由を記載する。
 - (*)①市場株価法を用いた場合は、市場価格の計算対象期間、算定基準日及び算定基準日が算定書作成日当日又はその前営業日でない場合には当該日を基準日とした理由を記載する。また、②ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法を用いた場合であって、買付け等の価格の算定の前提とした財務予測で大幅な増減益を見込んでいるときは、前提とした財務予測の概要 (計数を含む。) と増減益の要因 (大幅な増減益を見込んでいないときは、その旨) など算定の前提条件を記載する。
 - (注) 「大幅な増減益」に該当するかどうかについては、各当事会社の当該公開買付け実施後5事業年度のいずれかにおいて、各々の前事業年度と比較して、利益の増加又は減少見込額が5%未満であるか否かを目安とする。

〔MBO等に関して意見表明を行う場合〕

- MBO等に関して意見表明を行う場合には、算定の重要な前提条件として、上記の(*)に代えて、市場株価法、類似会社比較法及びディスカунテッド・キャッシュ・フロー法については、以下の内容を含めて記載する。その他の算定手法については以下の内容に準じて重要な前提条件を記載する。

3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

(3) 算定に関する事項

② 算定の概要

市場株価法	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 算定基準日、計算対象期間及び算定基準日が算定書作成日当日又はその前営業日でない場合には、当該日を基準日とした理由 ➤ 計算方法 (終値単純平均か加重平均かの別) ➤ その他特殊な前提条件がある場合には、その内容
類似会社比較法	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 比較対象として選択した類似会社の名称及び当該会社を選択した理由 「事業の類似性や、会社規模に関する抽出の基準を記載することが考えられる」 ➤ マルチプルとして用いた指標 (EV/EBITDA、PER、PBRなど) ➤ その他特殊な前提条件がある場合には、その内容 <ul style="list-style-type: none"> • 「投資家が算定内容を一定程度精査できるようにし、投資判断に資することを意図」 • 「複数のシナリオを用いて価値算定を実施する場合、複数のシナリオ間に重要な差異がある場合には、それぞれのシナリオについて財務予測の数値を記載することが適切」
DCF法	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 算定の前提とした財務予測 (各事業年度における売上高、営業利益、EBITDA及びフリー・キャッシュ・フローを含む。) の具体的な数値 ※上場維持を前提とする場合を除く。 ➤ 算定の前提とした財務予測の出所 「当該財務予測を対象会社が自ら作成し算定機関がそのままこれを利用したのか、算定機関において修正を加えたのか、又はいわゆるアナリスト・コンセンサスを使用したものなのかといった財務予測の作成の主体等を記載することが想定」 「いわゆる中期経営計画を開示している上場会社において、中期経営計画において公表している財務予測と大きく異なる財務予測を用いる場合には、投資家の理解を得るためには、その旨及びその理由 (例えば、中期経営計画を開示した後の事業状況の変化の概要や前提の違いなど) を記載することが適切」 ➤ 算定の前提とした財務予測が当該取引の実施を前提とするものか否か ➤ 算定の前提とした財務予測で大幅な増減益を見込んでいるときは、当該増減益の要因 ※上場維持を前提とする場合は、算定の前提とした財務予測で大幅な増減益を見込んでいるときはその概要 (計数を含む。) 及び増減益の要因を記載し、算定の前提とした財務予測で大幅な増減益を見込んでいないときはその旨を記載する。 ※「大幅な増減益」に該当するかどうかについては、各当事会社の当該公開買付け実施後5事業年度のいずれかにおいて、各々の前事業年度と比較して、利益の増加又は減少見込額が30%未満であるか否かを目安とする。 ➤ 割引率の具体的な数値 (レンジ可) 「最終的な割引率の数値が開示されれば足り、割引率の計算過程の開示は求めていない」 ➤ 継続価値の算定手法及び算定に用いたパラメータの具体的な数値 (レンジ可) ➤ その他特殊な前提条件がある場合には、その内容

: 佐川 / 川城論文での解説

(参考) 東証の適時開示内容 (公開買付けに関する意見表明) (4/5)

3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

(6) 公正性を担保するための措置

- 次に掲げる場合には、**公正性を担保するための措置の内容**をわかりやすく具体的に記載する。特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。
 - 上場廃止となることが見込まれる公開買付けに関して応募することを勧める旨の意見表明をする場合
 - **MBO等**に関して意見表明を行う場合
 - その他特に当該公開買付けに関する意見表明の公正性を担保する必要があると判断される事情がある場合
 - ※公正性を担保するための措置の例としては、意思決定過程における恣意性を排除する観点から、**算定機関から当該意見表明の内容に関する見解を記載した書面 (公正性に関する評価を含む。)**を取得することや、意思決定方法に関し、**弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイス**を取得し、その**名称並びに公開買付者及び上場会社との間における重要な利害関係の有無及びその内容**を明らかにすること、また、必要に応じてその**アドバイスの内容**を説明することなどが考えられます。

また、価格の適正性を担保する客観的状況を確保する観点から、**公開買付期間を比較的長期 (30営業日以上)**に設定することにより対抗的TOBの機会を提供することや、公開買付者との間で、上場会社による**対抗者との接触等を過度に制限するような内容の合意等 (いわゆる取引保護条項) を行わないこと**などが考えられます。
 - ※算定機関から公正性に関する評価 (いわゆる「フェアネス・オピニオン」) を取得している場合にはその内容を記載する (取得していない場合にはその旨を記載する。)
- 〔MBO等に関して意見表明を行う場合〕**
- 公正性を担保するための措置に関し、それぞれ以下の内容を含めて記載する。
 - **算定機関から算定書を取得した旨。**
 - **弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスを取得した場合には、その名称並びに公開買付者及び上場会社との間における重要な利害関係の有無及びその内容。**弁護士・アドバイザー等に途中で変更があった場合には、その旨及びその理由。
 - 公開買付者との間で、上場会社による**対抗者との接触等を過度に制限するような内容の合意等 (いわゆる取引保護条項)**をした場合には、その**内容及び当該合意等をした理由。**
 - **公開買付期間が短期間**に設定されている場合において、公開買付期間の延長請求を行わない場合は、その理由。

(参考) 東証の適時開示内容 (公開買付けに関する意見表明) (5/5)

3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

(7) 利益相反を回避するための措置

- 次に掲げる場合には、**利益相反を回避するための措置の内容**をわかりやすく具体的に記載する。特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。
 - **MBO等**に関して意見表明を行う場合
 - その他特に当該公開買付けに関する意見表明に関し利益相反を回避する必要があると判断される事情がある場合
- ※利益相反を回避するための措置の例としては、当該意見表明に至る**意思決定の過程において利害関係を有する取締役及び監査役の関与を排除**することや、当該意見表明に利害関係を有しない**社外監査役又は社外取締役が関与**すること、取締役会から独立した**特別委員会を設置**し、当該公開買付けに関する**意見表明に関し諮問**すること、当該**特別委員会に公開買付者との間で交渉を行うことを委嘱**することなどが考えられます。

〔MBO等に関して意見表明を行う場合〕

- 利益相反を回避するための措置に関し、それぞれ以下の内容を含めて記載する。
 - 当該意見表明に**利害関係を有する取締役及び監査役**に関し、**利害関係の内容及び上場会社の意思決定に至る過程への関与の有無**。
 - ※取締役又は監査役が公開買付者との間で**公開買付け後の役職員への就任等に関して合意**している場合には、その**内容**を記載する。
 - 取締役会から独立した**特別委員会を設置**した場合には、その**概要**（特別委員会を構成する**各委員の氏名・職業**など）。特別委員会の構成に途中で変更があった場合には、その旨及びその理由。
 - 取締役会から独立した**特別委員会又は独立役員**に対し、当該公開買付けに関する**意見表明に関する諮問**をした場合には、**諮問の内容及び諮問に対する答申の内容**（その理由を含む。）。
 - 取締役会から独立した**特別委員会又は独立役員**に対し、**公開買付者との間で交渉を行うことを委嘱**した場合には、その旨。
 - 利害関係を有する取締役及び監査役を除く**取締役及び監査役全員の承認**を受けている場合には、その旨。受けていない場合には、その理由。

(参考) 東証の適時開示内容 (支配株主との間の組織再編)

- 支配株主との間の組織再編についても、割当ての内容の根拠及び理由、算定に関する事項、公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置に関し、**MBO等と同様に充実した開示**が求められている。
- ただし、算定の概要のうち、DCF法の算定の前提とした**財務予測の具体的な数値**については、国内金融商品取引所に上場している上場株式を対価とする組織再編の場合、両社の普通株式について市場株価が存在すること等に鑑み、**割当ての内容が市場株価と比較し被支配会社である上場会社の株主にとって著しく不利である場合にのみ充実した開示**が求められている。
- 上記については、「現状の実務に鑑みれば、基本的には『著しく不利である場合』に該当する事例はまれであると考えられる（たとえば、合理的な期間における市場株価同士を比較した割当比率と同程度または被支配会社である上場会社の株主にとって有利な場合には『著しく不利』に該当しないものと考えられる）」と説明されている（佐川雄規「MBO等に関する適時開示内容の見直し等の概要」商事2006号（2013）80頁）。

(参考) 株式価値算定に関する情報開示 (まとめ)

		公開買付者	対象会社
金 商 法	算定書自体の開示	<p>【MBO、親会社によるTOB】</p> <ul style="list-style-type: none"> 買付け等の価格の算定に当たり参考とした第三者による評価書、意見書その他これらに類するものがある場合には、その写しを公開買付届出書の添付書類として開示（金商27条の3第2項、他社株府令13条1項8号） 	なし
	公開買付届出書／意見表明報告書における記載	<ul style="list-style-type: none"> 算定の際に第三者の意見を聴取した場合、当該第三者の名称、意見の概要及び当該意見を踏まえて買付価格を決定するに至った経緯を「算定の経緯」欄に具体的に記載（他社株府令第2号様式記載上の注意(6)f） 	<p>【MBO、親会社によるTOB】</p> <ul style="list-style-type: none"> 法令上、明示的に株式価値算定と記載されているわけではないが、利益相反を回避する措置を講じているときは、その具体的内容を「当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」欄に記載することとされており（他社株府令4号様式記載上の注意(3)d）、かかる措置として、立案担当者の解説では、第三者による独立の評価機関などを設け、公開買付価格を始めとする買付条件の客観性・公正性を担保すること等が例示されている。
取 引 所 規 則	算定書自体の開示	なし	なし
	プレスリリースにおける記載	<ul style="list-style-type: none"> 公開買付届出書と同等の内容を記載（適時開示ガイドブック） 算定機関の意見を聴取しない場合は、その旨を記載（適時開示ガイドブック） <p>（注）公開買付者又はその親会社が上場会社である場合のみ開示が求められる（有価証券上場規程402条1号x、403条1号o）。</p>	<ul style="list-style-type: none"> 算定書を取得した場合には、①算定機関の名称及び上場会社・公開買付者との関係、並びに②算定の概要を記載（適時開示ガイドブック） 算定書を取得しない場合は、その旨を記載（適時開示ガイドブック） <p>【MBO、支配株主等によるTOB】</p> <ul style="list-style-type: none"> 算定の重要な前提条件について、より詳細に記載（適時開示ガイドブック） <p>（注）対象会社が上場会社である場合のみ開示が求められる（有価証券上場規程402条1号y）</p>
	取引所への提出	<p>【上場廃止見込みのTOB、親会社によるTOB】</p> <ul style="list-style-type: none"> 算定機関が作成した算定書を、作成後直ちに、取引所に対して提出（有価証券上場規程421条1項、同施行規則417条13号） <p>（注）公開買付者が上場会社である場合のみ提出が求められる。</p>	<p>【上場廃止見込みのTOB、MBO、支配株主によるTOB】</p> <ul style="list-style-type: none"> 算定機関が作成した算定書を、作成後直ちに、取引所に対して提出（有価証券上場規程421条1項、同施行規則417条14号） <p>（注）対象会社が上場会社である場合のみ提出が求められる。</p>

(参考) 情報開示に関する裁判例 (1/3)

シャルレ損害賠償請求事件高裁判決

- 同判決（東京高判平成23・12・21判タ1372号198頁）は、MBOのための株式公開買付けが利益相反取引に関する開示の不備の指摘を経て最終的に撤回された事案について公開買付け公表の前後で対象会社株式を購入した多数の株主が対象会社の旧経営陣の不正行為（利益相反行為）が適切に開示されていなかったことに起因して損害を被ったとして対象会社やその元代表取締役に対して損害賠償を求めた事案について、MBOの公表後に株式を取得した株主との関係で、「利益相反行為につき、買収側取締役が、**投資者の株式評価を含む投資判断のために重要な事項について虚偽の事実を公表した**といえる場合、又は**公表すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の公表をしなかった**といえる場合に、上記損失に関して**買収側取締役の義務違反を認め得る**」と判示。

(参考) 情報開示に関する裁判例 (2/3)

レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決

- 同判決（東京高判平成25・4・17判時2190号96頁）は、「会社と取締役とは、委任の関係に立つものであり、個別の事案の具体的な事情の下で、MBOに関し、取締役に控訴人らが主張するような情報提供義務が生じる場合は当然あり得」るし、「MBOの場合でなくても、一般に、会社の業績等に関する情報開示を行うときには、取締役は、当該情報開示を適正に行うべき義務を、善管注意義務の一環として負っている」とし、公開買付けに対する意見表明の際の開示についても、「……法の趣旨〔注：改正後の金融商品取引法27条の10が意見表明報告書の提出を求めるのは、公開買付けについて対象会社がどのような意見を有しているかは株主が的確な判断をする上で重要な情報であるからであること〕に照らせば、本件MBO当時においても、取締役は、**善管注意義務の一環として、株式公開買付けにつき会社として意見表明をするときは、当該意見表明において、株主が株式公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき義務を負っていた**と解するのが相当であり、例えば、賛同意見表明において、**株主の判断のために重要な事項について虚偽の事実を公表したり、又は公表すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の公表をしなかった場合には、善管注意義務違反の問題が生じるもの**というべきである」と判示。

(参考) 情報開示に関する裁判例 (3/3)

シャルレ株主代表訴訟事件神戸地裁判決

- 同判決（神戸地判平成26・10・16判時2245号98頁）は、取締役は、「株式公開買付けに関して一般に対してMBOの対象会社として提出する意見表明を公表するに当たって、**株主が株式公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき**」義務を負っているものと判示。

5. 今後の検討スケジュール

今後の検討スケジュール（案）

日程	議事内容
第1回（11/9（金）16:00-18:00）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ MBO指針見直しの要否 ➤ MBO指針見直しの方向性・今後の検討事項
第2回（12/7（金）11:30-13:30）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 論点の議論①（取引類型による差異、特別委員会）
第3回（1/10（木）9:30-11:30）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 論点の議論②（マーケット・チェック、Majority of Minority条件） ➤ 海外調査中間報告
1/25（金）14:00-16:00	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 事務局ヒアリング
▶ 第4回（2/1（金）10:00-12:00）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 論点の議論③（株式価値算定、フェアネス・オピニオン、情報開示）
第5回（2/22（金）10:00-12:00）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ パブリックコンサルテーションの結果報告 ➤ 論点の議論④（①～③の積み残し論点、その他の論点）
第6回（4月上旬）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 取りまとめに向けた議論①
第7回（4月下旬）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 取りまとめに向けた議論②
パブリックコメント（検討中）	
第8回	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 予備日（パブリックコメントの結果報告等）

パブリック コンサルテーション （12/28～2/5）

※より広い視点から分析・検討を更に深めるため、広く国内外の関係者から各論点に関わる情報・意見の提供を募集するプロセス

※第6回以降の日程は現在調整中

※研究者・実務家等に対する事務局ヒアリング（委員任意参加）の追加実施も検討中