

公正な M&A の在り方に関する研究会

第 4 回 議事要旨

1. 日時：平成 31 年 2 月 1 日（金）10 時 00 分～12 時 35 分
2. 場所：経済産業省本館 17 階国際会議室
3. 出席者：神田座長、藤田座長代理、青委員、石綿委員、井上光太郎委員、井上隆委員、藤木様（江良委員代理）、加藤委員、神作委員、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、山田委員、井上課長、竹林参事官
（欠席：児玉委員、柳川委員）
4. 議題：株式価値算定、フェアネス・オピニオン、情報開示等
5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料 2（「事務局説明資料（株式価値算定、フェアネス・オピニオン、情報開示）」）について説明を行った。次に、ホワイト&ケース法律事務所（Nels Hansen 様、朝山様）より資料 3 についてご説明いただいた後、討議を行った。ホワイト&ケース法律事務所のご説明及び討議の概要は以下のとおり。

【Hansen様（ホワイト&ケース法律事務所）】資料3の米国の開示ルールについて簡単にご説明する。まずは1ページ目について、ご存じのとおり取引のやり方というのは基本的に2つあって、ワンステップとツーステップがあるが、いずれの場合でも開示ルールは重複している部分があり、特に今回のお話については同じところがほとんどだというようにご理解いただければと思う。Regulation M-Aのところとか、Rule 13e-3の適用というところで基本的に株主を選択し、意味のあるものにするためのルールが共通している。一般的な米国の上場会社の買収案件は利益相反のない場合でもかなり情報の開示ルールが厳しいが、こういう利益相反のある案件であればさらにより一層の要求がある。特に非公開化を目的とする会社の案件であればRule 13e-3の適用により、より詳しく関係者にとってこの取引はどのような影響があるのか、そして関係者ではない少数株主にとっても、どのような影響があるのかというのを分けて開示することが求められる。開示の項目は大きく分けると、特

に重要性の高いものとして考えられる取引の目的については、どういう経緯でこれを決断することになったのか、ほかの選択肢は何かあったのか、なぜそれを選ばなかったのかといったようなところまで開示する必要がある。また、少数株主で関係者ではない株主にとっても、どういう影響があるのかというところまで開示しなければいけない。取引の公正性も重要な項目の1つかと思う。今回は一緒になっている場合が多いが、この開示を作成しているのは対象会社であるとか、買収者であるとか、独立株主に対して本当にフェアであると信じているのかという開示もしなければいけない。どのような主要な事項に基づいて、その結論に至ったのか、どういう取締役が反対したのか、なぜ反対したのか、取締役会の決定プロセス、決定の理由についても詳しく開示しないと行けない。さらに、独立取締役の過半数が承認したのかどうか、独立取締役の過半数が取引の交渉を任されたのかといったところも開示しなければいけない。フェアネス・オピニオンなどのレポートを入手している場合には、その詳細も一般的な案件であっても開示しなければいけないが、こういった案件であれば少数株主にとってもフェアであるかどうかというところと、将来の財務予測、マネジメントから提供されていることが多いが、フェアネス・オピニオンの中で影響されていて、どういう理由でこういうプロジェクションがつけられたのかや、フェアネス・オピニオンのweighted average cost of capitalの決め方についても多少言及しないと行けない。

【朝山様（ホワイト&ケース法律事務所）】 開示のサンプルについて、かいつまんでご説明させていただく。アメリカとイギリスの事例を1例ずつ挙げているが、アメリカのほうは2016年のOracleによるNetSuiteの買収という事例を取り上げている。こちらは支配株主による完全子会社化事例である。

8ページ以降は2016年1月21日にOracleの senior representativeが対象会社であるNetSuitsの senior representativeに対して、買収について興味を持っているということ伝えた日から始まって、最終的に2016年7月28日にMerger agreementを締結したという日までの経緯が日ごとに記載されている。この経緯を全てご紹介する時間はないが、例えば本日事務局資料64ページの特別委員会において今後開示を充実させることが期待される情報と比較すると、いわばAとB、委員の属性だとか権限の内容は割と淡泊に簡易に書かれているという印象である。その中でCの検討・交渉経緯の内容に非常に重点が置かれていて、いわばDの判断の根拠・理由といったところはCの中に含まれているというような体裁にな

っているかと思う。こちらのOracle事例だが、買付者からアプローチがあつてから4日後にはLAが選任されて、6日後には委員会が設立され、9日後にはFAがリテインされている。

資料10ページから14ページについて、本日の議題ではないが、マーケット・チェックに関して委員会が議論しているところをご参照としてハイライトしている。本研究会でも支配株主がいる場合にマーケット・チェックがワークするのかという議論があつたかと思うが、この案件でもまさに同じような議論がされていることがお分かりいただけるかと思う。

資料15ページから18ページにかけては、ボードがこの件を推奨する理由が記載されている。プレミアムはもちろんであるが、資料16ページに記載しているように、Financial Conditionがないであるとか、Majority of Minority条件が設定されているであるとか、Merger agreementにおいて対抗提案を受け入れられる仕組みになっていること等が重要な項目として挙げられている。

資料19ページから24ページにかけては、FAからのオピニオンに関して記載されている。FAが行った主要な分析としてはDCF、類似会社比較法、類似取引比較法の算出方法が示されている。本日の議論になるかと思うが、例えばDCFの割引率や、類似会社の選び方に関してはWACCによるであるとか、類似会社についてはFAが判断したという簡単な記載があるだけで、その根拠までは記載されていない。開示資料ではこの程度の記載が一般的で、詳細な情報は裁判になったときにディスカバリーなり、証人尋問なりで出てくると聞いている。

続いて、英国のほうも簡単にご説明させていただく。資料5ページに戻り、イギリスの事例としてはMBOの事例を取り上げている。こちらは2012年にBoomerangというウェールズのテレビ制作会社のMBOを、PEファンドと組んで行ったという事例をご紹介している。オファードキュメント自体は資料30ページ以降に抜粋をしている。ドキュメント自体は80ページ程度あるが、手続に関する記載が非常に多く、内容に当たる記載は引用しているPart 1とPart 2がメインとなっている。まず初めに、Part 1として引用しているのは資料32ページ以降であるが、こちらは対象会社の独立取締役から株主に対するレコメンデーションのレターになっている。黄色でハイライトしている冒頭に、まずMBOなどで買付者側に加わるマネジメントにどのようなコンフリクトがあるのか記載されている。その後で、ここでいうと対象者側のFAであるfinnCapからtermがfair and reasonableと聞いているということが記載されている。資料33ページの冒頭にはプライスの説明があるが、こちらはプライスとプレミアムの説明しかなく、アメリカのようにDCFがどうであるとか、算定の根拠といったものは一切触れられていない。財務状況もここは別の場所で監査済みの財務諸表が引用されて

いるだけで、それ以上の情報は開示されていない。最後にPart 2として買付者側のFAからのレターが記載されており、そちらはマネジメントチームとのアレンジについての説明が主になっている。

以上がイギリスの事例のご説明であるが、米国と比較すると非常に簡潔な開示であるといえるかと思う。今までの調査の印象としては対象会社のFAがfair and reasonableだといったという事実が非常に重く受けとめられていて、アメリカだと、では何でフェアなのか、リーズナブルなのか、根拠を示せという話になると思うが、イギリスではそういう方向に働いておらず、fair and reasonableという意見があったことを前提に、あとはプレミアムを考慮して株主に判断いただくという整理がされているのではないかと考えている。

【角田委員】以前、株式価値算定書とフェアネス・オピニオンの違いが分かりにくいというご指摘があったので、古くから業界にいる方々に聞いてみた。日本において株式価値算定書がアドバイザーサービスから独立して取得されることが多いのは、一説によると、バブル崩壊から2000年くらいまでの間、なかなかM&Aアドバイザーに仕事がなく、日本企業間のM&Aをやるときに価格は当事者が決めるというような場合が多かったことが背景にあるようだ。FAはプロの目から見て価値をどう思うのかだけ出してくれば、自分たちで価格は合意するという例が多く、結果として株式価値算定書のようなレンジがあるものがあり、その中で当事者間がお決めになって、それで十分だという慣習があったようである。今はどうかと申し上げると、私どものような大手はそういう切り分けのサービスはほとんどしていない。株式価値算定もするが、付加価値があまり大きくないので、あくまで価格を交渉するとか、高く売る、安く買う、十分な説明責任を担保するためにオピニオンを出す形でお手伝いをするといったように、いろいろなものを含んだパッケージの中での分析を行う。分析した結果のかたまりとしては株式価値算定書が出てくるが、あくまでそういったサービスパッケージの一部として提供している。投資銀行はそういう形で提供していると思う。そういう意味では、いわゆる算定書だけを切り取って出して実務をやっている、いわゆるコンサルタントみたいな方々と我々がやっていることとは、名前は同じではあるが、趣旨や位置づけが違うと思っている。

誰が評価するかという問題もあったと思うが、ホワイト&ケース法律事務所から、普通アメリカではブローカーディーラー登録をしているというご報告があった。野村証券は今ブローカーディーラーでやっているし、過去ブティックと提携していたときも、ブティック

といっても我々のパートナーはどこもFSAとかSECにきちんとブローカーディーラー登録していた。考えてみれば有価証券上場会社のM&Aの場合は有価証券の勧誘に非常に近い行為になるし、委任状の勧誘にも近いのかもしれないし、MNPI (Material Non-Public Information)、いわゆるインサイダー情報のようなものを大量に取り扱っているの、金融的な監督に服しているというのは我々の的にとって別自然であるし、おそらく行政の方からしても自然なのかと思う。ホワイト&ケース法律事務所のご説明ではFINRAだったので、日本でいうと証券業協会なのかもしれないが、ブローカーディーラーとして自主規制機関に入るので、ある程度プロトコルとかフェアネス・オピニオンコミッティーをつくれというルールを設定することができるし、場合によっては処罰することもできるという意味では株式価値算定書やフェアネス・オピニオンを提供する人を規制する等、クオリティーを保つような仕組みにもなっていると感じている。これで1つ思ったのは、全ての金融機関は証券業協会、金融庁などから利益相反管理方針を決めて開示しようといわれていて、当社は方針を決めてホームページ等で開示しているが、このように開示していると事実上、いわゆる仲介とか双方代理はできない。小さいところやプティックがやっているような行為は、やはり大手はそういった意味でもできなくなる。また、KYCやマネーロンダリングのようなものもみた上でやるので、かなり面倒くさくやっているというのが事実なのかと思う。基本的に我々は仕事上、この会社はどれくらい価値があるといったことは日常のお話している。ただ、実際に契約が入っているかどうかは別として、エンゲージをして、これから自分たちのアウトプットというか、お客様の意思決定に確実に使われそうであるとか、パブリックになると分かった時点から、その案件をやるチームを縛るようにしている。例えば、勝手にロゴがついている分析したものを出してはいけない等である。株式価値算定書のようなものは当然出ないし、意見を表明するようなこともなかなかできないような形にする。また、経験が非常に豊かなベテランからジュニアの層も含めて、各層のメンバーからバリュエーションのコミッティーというものをグループ内に持っており、メンバーでその案件に参加していないユニットからシニアのチェアマンを置く。さらにジュニアで細かいところをみる人もアサインして、お客様に提出する株式価値算定書の場合はこの人たちが実際に中身を細かくみている。株式価値算定そのものではなくて実際にトランザクションになっていくと、例えば売り手であればいろいろなレンジがある中で、ある特定の手法でしかカバーされていないような安い値段でお客様が売りそうになっていけば、それはないだろうと指摘をする。事実上、評価だけを審査しているのではなく、お客様との相対

時の仕方まで触れるような形になるし、例えば買い手側でレンジを全部突き抜けてしまつてこんな高い値段で買おうという話になったら、シナジーを入れたらカバーできるのか、できないのかみたいな議論にもなってくる。チームとしては委員会にも言われているし、最終的に自分のチームとして会社のロゴの入った提出物を出せないということになると困るので、かなり強くお客様の前で抵抗というか、もっと高い値段で売るために頑張らましようとか、そのための手段としてMajority of Minority条件等、いろいろな手段を弁護士の方とご相談しながら工夫し、なるべくレンジの中でも説明のつくような方向にもっていくように努力する。投資銀行の中には、このように審査の仕組みを通じてより良い価格にもっていくようなメカニズムがあるのではないかと思う。

最後に、フェアネス・オピニオンは、見本の通り、オピニオン自体は文書であり無味乾燥だが、フェアネス・オピニオンを出すときは自社の立場を非常に気にしている。カウンターパーティー、取引の相手であるお客様がどのくらい弊社にとって重要な取引をしているかも考慮する。例えば、その案件でお金を相手方から頂戴することは双方代理になるのでやらないわけだが、他の案件でたくさんお金を頂戴しているとか、過去頂戴していたかとか、日本では開示の義務がないが、アメリカだと開示されてしまうので、それらは気にした上でオピニオンにどこまで書くかというのも考えている。また、利益相反関係、株などの保有ポジションについても考慮する。自己ポジションは独立しているのでよいが、いわゆる持ち合い関係にあるような会社様を対象にするとか、相手方にするようなときは、その量とか、野村グループが持っている理由とか、そういうものを結構慎重に考えた上で、レター自体には出てこないが、これはオピニオンを出して大丈夫なのかといったことを、フェアネス・オピニオンコミッティーはさらに調べているというイメージである。

【別所委員】角田委員からのお話に、我々三菱UFJモルガン・スタンレーとしても基本的に違和感がないが、私のほうから2つ、コメントさせていただく。1つ目は、フェアネス・オピニオンと株式価値算定書の違いやそれらの社内プロセスについてである。2つ目は、事務局資料35、36ページに記載されているが、株式価値評価についての投資銀行における実務についてである。

まず1点目、フェアネス・オピニオンと株式価値算定書については基本的に角田委員のお話のとおりだが、我々、特に本社がニューヨークにあるモルガン・スタンレーというグローバルの組織で、最も訴訟リスクにさらされ敏感なのが本社なので非常に厳しいスタンダー

ドになっているものの、やはりフェアネス・オピニオンと株式価値算定書の違いという意味では、いわゆるプロジェクトチームが行うことは基本的に同じである。同じではあるが、同じ作業に基づいて最後、法律文書的な意見表明を公式に出すか、出さないかというところが違いである。そういう意味で特にアメリカの観点からすると、そのプライス1点が妥当である、フェアであると意見表明をすることによって、法的リスクが格段に上がるというのが整理である。そういう中でのプロセスは野村証券さんと基本的に同じであるが、そういう高い責任を負った算定であるということなので、そういったプロセスないしは算定内容のフェアネスをどう担保するかということが重要で、この間の事務局ヒアリングでは、そのあたりが何でもありだというようなコメントもあったが、そういったご意見は弊社としては非常に違和感のあるところである。まず算定内容について評価する者がグローバルに経験のあるマネージングディレクターにより組成されるコミッティで、当該プロジェクトに全く関与していない者の中から無作為に抽出されるということなので、完全に社内でプロジェクトから独立した経験のある者が算定内容をレビューすることが一点目。2点目は、これは時々ありがちなのだが、交渉の過程でもっと値段を上げないといけないということになって、後づけでそういう評価が正当化できるようなバリュエーションになりませんかという依頼をお客様からいただいたりもしがちなのであるが、結論的に我々はそのようなことはできない。例えばこの間も議論になった割引率について、後から少し細工することができないように、プロジェクトにおいて最初の価値算定を行うときからそういったインディペンデントなコミッティーメンバーの評価を受けることによって、どういう割引率をどういう前提で設定するのかということを行うので、それを後から不合理にロジックを変えることによって調整することができないといったものになっている。さらには交渉の中で、こういった水準ではコミッティーに最終的に審議を諮るが、チームの感触としてフェアネス・オピニオンを出せないかもしれないということは、お客様から仮に不興を買ったとしてもお伝えするようにしているというのが弊社のプラクティスである。

事務局資料35、36ページの株式価値評価について、率直に言うと少し悩ましいところがあるのではないかと感じており、裁判での判例なり法律的な解釈があることは認識しているが、M&Aの投資銀行の株式価値評価の実務でどう考えているかということをお伝えすると、すなわちシナジーというものが入るのか、入らないのかというのがかなり象徴的に語られるのだが、まず大前提として我々投資銀行がM&Aに関するアドバイスをするときには、もちろん今回議論になっているような利益相反の問題は非常に留意はするが、純粋な株式価値

評価の観点からは、MBOであっても、上場子会社の完全子会社化であっても、はたまた完全な第三者間のM&A売買であっても、株式価値評価のアプローチそのものが変わるということはない。そういう中でシナジーがあるのかないのかという点については、すなわち価格のフェアネスというものを考えるときには、基本的にはスタンドアローン、つまりシナジーを加味しないベースの会社の価値評価との比較において、今回の合意価格がフェアであるかということ算定ないしは審議するということである。これが評価であり、審議なのだが、ではシナジーというものは全く考慮しないのかということについては、ボトムラインは以前Sneider委員もおっしゃった、b「MBOを行わなくても実現可能な価値」の中でのフェアネスなのであるが、全く別の頭に切りかえた価格交渉という過程において、例えば対象会社側についたアドバイザーという観点でいくと、よりよい価格を実現するためにスタンドアローンに加えて、あなたはこういうシナジーもあるでしょう、こういうこともあり得るでしょうということ列挙した上でシナジーの分配的なものを勝ち取れるように交渉で全力を尽くすということが、おそらく実務なのではないかと思う。ただ、これはあくまで概念的に、ないしはビジュアルにわかりやすいという意味で、事務局資料36ページでも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」というように分けているが、スタンドアローンの価値とシナジーの価値というのを明確に因数分解することはできないし、もっといえばシナジーというものは買い手の考えることなので、対象会社側からシナジーの価値を正確に把握することはできない。ただ、スタンドアローンに加えてこういうこともあるのではないか、ああいうこともあるのではないかということをそれなりに論理立てて説明、交渉することによって、交渉のレバレッジないしは一方的に不当な条件にならないように交渉に全力を尽くす。それによって両者の合意が成立するというのが実務なのではないかと思う。

【井上（光）委員】 ファイナンス研究者としてバリュエーションは専門分野なので、そういった観点から意見を申し上げる。別所委員のご発言と被りながらも、やや反する部分もあるかと思う。まずバリュエーションについてだが、基本的に何をやっているかという、少数株主に対する公正な価格の担保の手續だと考えている。まず最初にb「MBOを行わなくても実現可能な価値」、いわゆるスタンドアローンの部分といわれるものであるが、ここについては、今回上場企業について議論しているので、基本的にはベンチマークとして市場価値というものが既にあるということかと思う。これは株式市場の効率性を前提にすれば、

株価というものがbを表しているだろうということは推定できる。株式市場が効率的であれば、結局bの部分は担保されており、実はあまり問題にならないのではないかと思う。なぜかということ、一般に市場株価未満で買い取ることは、いわゆる強圧的買収等を行わない限りは実現しないので、ここについてはあまり懸念がないということになる。ところが、最初の前提の株式市場は効率的であるかということについて、既にファイナンス研究の中で、おおむね市場は効率的であるけれども常に効率的とは限らないということは判っている。株式市場ではしばしばある個別株式、またはセクター、状況によっては株式市場全体がファンダメンタルの価値に対して乖離することは実証的に指摘されている。市場が効率的でない状況の中で大きな問題となるのは、今回議論されている大株主と少数株主の間、また少数株主と経営者の間に情報の非対称性があるという状況において、大株主または経営者が機会主義的な行動をとる、すなわちそうした株価のゆがみを使って実際のファンダメンタル価格未満で買い取ろうという誘引が働いてしまうことである。これが今回の問題の核心の一つだと思う。株式市場が対象銘柄を過大評価しているときは、実は経営者も自分の会社を買おうとは思わないのでMBOは起きない、または起きる余地というのは少ない。そこで問題になるのは株式市場が個別会社を過小評価しているときである。このときに情報優位で真の価値、いわゆるファンダメンタルバリューを知っている大株主とか、経営者というものが少数株主の保有株式を割安に買い取ることを防ぐことが、バリュエーションの大きな役割だと考える。株価が過小評価でないこと、または過小評価されているとすれば、それに対してファンダメンタルズでどういう価値が理論的に株主に帰属すべき価値なのかということの第三者の保証行為がフェアネス・オピニオンだと私は理解している。実はここはb部分だけである。ある意味で狭義のフェアネス・オピニオンで、aの部分、いわゆるプレミアムの部分というのは少し別の議論としてあるのかと思う。一般的には、そういう中で株価というのは将来収益の割引現在価値で決まっているというのが理論的な株主価値算出方法なので、そうしたものについて、しっかりと情報開示をしながらやっていくことが必要になってくるということだと思う。事務局ヒアリングの中で株式価値評価について、ある意味何でもありだというご発言があったということで、先ほど別所委員からは非常に違和感があるというご発言があったが、ある意味で別所委員のお勤め先等は、業界内でもトップクオリティーのところであり、多分別所委員とか角田委員からみれば非常に違和感のあるご発言かと思う。一方で私自身も、やはり価値評価そのものにあまり過大な期待をしきることはできない、どんな人がやっても、それを信用できるというものではな

いと考えている。なぜかという、例えば1,000億の会社を買おうと思い、専門家がバリュエーションをして、一切を本当に第三者的に評価しても、おそらく900億から1,100億のどこかであるというレンジまではいくが、さらにこれを980億から1,050億の間なのでこのバリューはフェアであるというのは、かなりプロフェッショナルジャッジメントの入ったもので、一般の価値評価より一歩先に進んだ部分になってくるかと思う。この根拠は、少し細かい話になるが、先ほどWACCという割引率の算定の根拠という話があったが、そこで使われているリスクプレミアムという概念がある。どのくらいその会社にリスクがあるかということで、このリスクプレミアムは、ファイナンス研究でもなかなか定まらない部分である。理論的にも定まらず、経験的に、すなわち過去の株価でしか定まらない部分であり、算定の期間であるとか、そういうものによって動いてしまう。その意味でいうと、例えば今一般的な日本企業の資本コストは6%程度かと思うが、これを0.5%動かすだけで先ほどいったように、実態として900億から1,100億になってしまうことがあるので、本当にM&Aにおいて、これがフェアか、フェアでないかと争われる価格レンジをすっぱり埋めてしまうくらいのレンジとなることもありうる。その意味でいうと価値評価そのものに、誰がやってもフェアなものが出ているわけではないという限界はあると思う。したがって、フェアネス・オピニオンの話に入るが、価値評価算定書、またはフェアネス・オピニオンで入っているような狭いレンジ、フェアだといわれているレンジは、まさにプロフェッショナルジャッジメントを行える有力なファームが雇われているということだと理解しているが、ここがそのようにしっかりしたプロフェッショナルジャッジメントでフェアネスが担保されるためにはおそらく2つの要素があろう。1つは評価者としての良心という部分で、もう1つはより重要なものとしてレピュテーションリスクだと思う。やはりフィー、報酬の構造もあるので、この2つがないとバイアスのきいたバリュエーションレポートが出てきてしまうことは十分考え得る。私も過去みたレポートの中でそう感じざるを得ないようなものもある。そのように考えていくと、やはり評価者がしっかりしたレピュテーションリスクを負う前提としては、先ほど免許などの議論もあったが、私は、情報開示の範囲とその質というものが非常に重要であると思う。フェアネス・オピニオンを出している業者がするのか、会社がするのかについては少し微妙なところがあるが、いずれにしても、そうして出てきたものを「確かにそうだ」という確認を市場ができて、もし変なことをしていれば後でレピュテーションリスクが、フェアネス・オピニオン、またバリュエーションを行った会社に返ってくるような情報開示があつて、そのレポート内容の妥当性が初めて担保され

ると考えている。

【山田委員】私は買収者の立場からコメントをさせていただくが、買収者の立場なので、交渉相手、いわゆる特別委員会であったり取締役会であったり、売り手サイドがどのような算定書をどのように使っておられるかというのは分かりようがない。ただトランザクションが起ると、我々が提示した価格がフェアであるか、コンペティティブなプライスであるかどうか、取締役会もしくは第三者委員会、特別委員会が判断しないといけないときに、資本市場をよく理解している方とか、またはFAをリテインしている場合は判断できるのかもしれないが、通常の場合、提示された価格が妥当なのかどうかというのを判断するのは非常に難しいと思う。従ってやはり一定の算定書なりフェアネス・オピニオンが必要だと考える。取締役会もしくは第三者委員会として、これが株主にとってフェアな価格であるということを証明するには必要なプロセスであるのではないかと思っているし、我々もプロセスをやる上で、実は算定書を取ることを推奨している。

実態の実務として何が行われているかというのと、我々が投資をした後にどういうプラン、どういうことにイニシアチブをして、どのような業績計画になるのかについて、実際に特別委員会と議論をして価格が決まっていく。大体我々が提示した価格より高い価格で合意することがほとんどのケースで、この交渉プロセスを通じ価格が決まっていくのが今の実務で行われていることだと思う。したがって、もし仮に株式算定書がプレミアムを乗せていない価格をベースに算定されているとすると、実際に決まる価格は、プレミアムが入った価格というのが実態だと思う。

もう1つ考えないといけないのは、実際に先ほど井上委員がおっしゃったが、時価どおりでTOBをかけて取引が成立するかというのと、これは成立しない。したがって、やはり最低のプレミアム、最近だと30%とか40%程度ということだが、よくコントロールプレミアムというが、買収者の観点からするとある意味シナジーが入れた価格となる。したがって、ある程度我々の買収後のバリュー・クリエーションの一部を吐き出さないとトランザクションが成り立たない。この両方の枠組みで実際のトランザクションが行われていることを申し上げる。

【三瓶委員】少数株主の立場で発言させていただく。意見をいう前に、先ほどホワイト&ケース法律事務所の先生方からご説明していただいた中で、米国と英国の例をご紹介いた

だった。1つ簡単に質問したいのだが、英国のBoomerangの例であるが、開示について米国に比べればかなり限られている、あるいは簡単であるが、英国の場合にはテイクオーバー・パネルがあって、そこでレビューすることになっているので、その役割との関係ではそうではないかと思う。テイクオーバー・パネルがどういう役割を担うのかということについて簡単にご紹介いただければと思う。

【朝山様（ホワイト&ケース法律事務所）】テイクオーバー・パネルは、もちろんレビューはするが、いわゆる日本の金融庁だとか、ドイツとかフランスとは違って案件を止める権限のもとにレビューしているというよりは、その内容の充実性に関してこれが正しいのか、少数株主にとって十分な情報になっているのかということ、日々コンサルテーションという形で相談してやっていく機関なので、最終的なプロダクトは非常にあっさりとしたものであるが、この裏側にある案件の進行に従って非常に細かく相談をして詰めていくというイメージかと思う。

【三瓶委員】では、ここから意見を申し上げる。私は、簡単に申し上げると30年ほど機関投資家として株式投資をしてきているが、前半の14年は海外、ニューヨークやロンドンで投資をしていた。そういうことを踏まえて、日本の市場が全く同じではないということ踏まえてお話ししたいと思う。まずバリュエーションについて、大きなポイントは3つあると思う。まず利益相反の問題である。それとこれまでのご発言を踏まえて、市場の価格形成の背景といった問題、それとバリュエーションそのものの手法である。

利益相反に関して申し上げると、明らかに少数株主からみたときにはそのディールに関与している、ディールによって報酬をもらう立場の方、またはディールによって最終的に成立した場合に創出される価値の享受者、例えばそのときに支配株主になる場合もあるし、MBOの場合には経営陣が直接の株主にはならないかもしれないが、経営陣として、その後、違う株主に対して責任を持つ。多くの少数株主に対して責任を持っていたのは上場している間であり、非公開化されたときには、そのときに資金を出してもらったプライベートエクイティの方や大きな株主がいる中で、今度そちらに向けて仕事をする。結果を出さなければクビになることがある。なので、そういったところでの利害関係である。それと情報の非対称性は、どこまでいっても解消ができないと思う。解消ができることになると相当なインサイダー情報を少数株主がもつことになるので、それはあり得ない。なので、こ

それをどうやって担保するのかというのが、まず1つの問題であり、そこが出発点である。そして市場の価格形成について、事務局資料にもエージェンシーコストという言葉が出ていたが、日本でそもそもエージェンシー理論というのが市場または経営者の頭の中にどれだけ浸透しているのか。この話が出るたびに必ず結論は出ないまま、議論はそのまま空転するというようなことだと思っており、そのくらい浸透していない。それと資本コストについて、昨年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードに明確に書かれたが、これについては今さらかというくらい活発な議論がまた始まっている。昨年末に東証で資本コストに関するセミナーがあり私も講演者として出たが、300人くらいの席について募集をかけて3時間で全部埋まってしまうくらいなので、もう一回追加で2日目もやった。そのくらい関心が高いというか、もう一回今から勉強するというくらいである。そういう状況で、では市場の価格形成というのは資本コストを考えた上での形成がされているかどうかということである。ここに関しては先ほど何度か議論があったが、事務局資料36ページにあるa「MBOを行わなければ実現できない価値」の部分とb「MBOを行わなくても実現可能な価値」の部分で、bの部分は少数株主のみの市場だとしたときのある価格で、aの部分は支配株主のみの場合の実現できる価値というように簡単に整理することができる。今の話は日本の場合にはエージェンシー理論もそうであるし、資本コストもそうだが、本来であれば株主のためにももう少し頑張って価値を上げていかなければいけない。市場に残っている間でも上げていかなければいけないが、それができていない。なので、aの部分は全く市場では実現されない状態であり、こんなバリュエーションの低い状態になっている。ただ、ご存じのとおり米国や英国等、海外の市場では必ず市場からのプレッシャーがあって、ある程度aの部分も実際に市場でもう実現している。それはバリュエーションの手法も違っていることにも関わる。そういうものがまず市場の価格形成の背景である。

3点目、先ほど申し上げた手法についてである。手法はさらに2つに分解できると思う。1つは、何の価格算定をしているのかである。あるべき株価の算定をしているのか、それとも理論価値の算定をしているのか。あるべき株価というものの算定自体、非常に難しいが、あるべき株価といったときにはかなり現実的な市場の状況を考えなければいけないということである。それは私たちが常にやっていることである。もう一方、理論価格というのは、先ほど井上委員からご説明いただいたが、これは理論的に一つ一つロジックを積み上げていくわけであるが、それでも同じロジックのもとでも調整の幅というか、絶対がないので相当な幅が出てくる。そして顧客とのやりとりの中では、理論価格をベースに説明するこ

とになる。したがって、理論的にきちんとサポートができる、説明ができる価格となる。かなり幅があるわけであるが、それを使って希望価格に合わせていくということになると思う。具体的な手法として、また手続としてDCF、過去6カ月の市場価格、類似会社との比較というのがあるが、ここに一つ一つ問題というか、課題が出てくる。DCFは先ほどからいろいろなお話があったとおり、そもそものプロジェクション、アサンプションの問題がある。それと割引率の問題もある。過去6カ月の市場価格についても著しい問題があると思っている。市場関係者で話をすると100%、皆が不満に思っている。というのは大抵過去6カ月の株価を参照して平均をとるが、起点になる6カ月前の数日前に決算説明会等で減益を発表する。またはそこで下方修正をするということが行われている。なので、それまで順調に上がってきた株価がそこからぐーっと低迷する。低迷してしばらくしたところでMBOの発表等があるので、それを株主としてみている人間からすると、ああ、そういうことだったかということになる。MBOのための準備として最終的にプレミアムを払うけれども、プレミアムの根拠になる株価は抑制されているのではないかということになる。これが大きく事件的に取り扱われるような例もあったが、そうではない例でも大抵そうである。これがまず市場が納得がいていないというところである。それと類似会社というときには、類似会社の選び方がある。類似会社の価格形成というものが先ほど申し上げた市場の価格形成に基づかれているので、そういう意味で類似ということでも十分なのかどうかということになる。ではどうしたらよいかということであるが、主に情報開示のところでお話ししたいと思う。

それともう1つ、事務局資料36ページのaとbの話だが、相乗効果、いわゆるシナジーということでお話しされているが、ここに入っているのはシナジーだけではなく、未実現の潜在価値というものもある。例えば、現金保有が相当ある場合などである。その現金について市場でも、世の中の的にもよく日本企業の現金保有の高さをいわれるが、それが外からつついてみても何も動かない。ただし、支配株主になった時点で、その現金をどのように有効活用するかということとは意思決定ができる。なので先ほど支配株主のプレミアムという話もあったが、これは大きく違うことである。それと含み益も同様である。これだけの含み益があるが、それをバリュエーションに入れるべきか、入れないべきかについて、実現できない人が入れてみても架空の計算のようになる。なので支配株主として、それを実際にどう活用するかというように実現ができる人は、自分たちの理論価格に算入することが可能になる。なので、これはどちらかということシナジーよりもっと手前にあるという

か、権限さえ持ってしまうればできることなので、かなり確実な潜在価値である。こういったことも本来であれば市場にいる間に果たしていくべきことである。なので米国のアクティビストが日本に入ってきて、それをしようとするわけであるが、なかなかそうはならない。そういった市場の価格形成や価値が相当あることが、MBOまたは完全子会社化するときのシナリオとして説明されているかということ、十分にされておらず、周りは分からない、または、分からないままカウンタービッドが出てこないということにつながっていている。以上が市場にいる者から、また少数株主の立場から見たときの課題だと思う。

【角田委員】先ほど英米の開示の違いとパネルがどのくらい機能しているかという質問があったので、私の個人的な考えであるが申し上げます。イギリスには3年いたが、帰ってきて昨年、ちょうどイギリスに上場している会社の案件を弊社で担当した。イギリスだと、例えばブレイクアップ・フィーは競合提案の阻害効果になるので、そういうものは認めないとか、ある意味株主が自由に決められていろいろな競合ができやすいようになっているので、さらっとした開示になっているのかと思う。アメリカは逆にこういう条件を満たせばentire fairnessではなくてbusiness judgement ruleでできるとか、ある一定の防衛、取引を保護する項目を入れられるので、入れられるのであれば入れた取締役がどう決めたのかをしっかりと書かなければならないということかと個人的には感じている。パネルの効果は非常にあって、昨年の案件では、こちらは買い手であったが、CEOが何か言うと、それは株主を誤導するから言わせるなといった連絡が来て怒られる。パネル自体は業界の出向者もいて、おそらく投資銀行でワールド・ショルダーされた人はいないと思うが、ハブるといふか、村八分にするという制裁がある。個人を制裁する機能があるので、みんな非常に気にしていて、この人とは取引してはいけませんというような布告のようなものが出るので、そんなの死んでも載りたくないとなる。先ほど井上委員のおっしゃっていたまさにレピュテーションの話なので、私も私の同僚もとても気にしていて、パネルに怒られるとその言うことを聞き、逆にお客様に怒られるところがあったりもする。

【石綿委員】まず、日本の裁判所においては、特に株式価値算定書に加えてフェアネス・オピニオンを取得していたとしても、それについて言及することはあったとしても特段の法的効果の違いを与えてはいない。そういう状況の中で、我々実務家がクライアントからフェアネス・オピニオンを取ったほうがよいか、裁判所ではどうかと聞かれると、今申し

上げたとおりにいわざるを得ない。そうするとクライアントとしては、では要らないのではないかという話にどうしてもなりやすくなる。効果が伴わないとなかなか必要性の認識がされず、必要性の認識がされないと実務的に利用されない。

一方で、ただ、フェアネス・オピニオンというものは、グローバルなM&Aの実務という観点からみても株式価値算定書とは違う位置づけが与えられてきているので、それを日本の社会で上手く利用していかない手はないわけで、そういう意味では、何とか我が国のM&A実務の中に、フェアネス・オピニオンというものが1つの工夫として使われるようになっていったほうがよいと私も思っている。

ではどうしたらよいのかという話だが、別に我々は立法機関ではないので、そこに法的効果を与えるわけにもいかない。例えば、フェアネス・オピニオンを出す人たちが一定の金融業者であるとか登録等をしていて、そこで自主規制機関があつて何らかやっていくということであれば、それは1つのやり方だと思うが、現実問題、登録業者以外の方々もフェアネス・オピニオンを出しているのが今の日本の実情なので、安易にそのようにするわけにもいかない。一方で、フェアネス・オピニオンを出している人にも色々な人たちがいて、慎重な手続を経ている会社とそうではないところとあるという話なので、一概にフェアネス・オピニオンといっても、それに当然何らかの効果を与えるわけにもいかないということになる。そのような中で、こういった研究会の報告書であるとか、いわゆるソフトローといわれている分野かもしれないが、そういうところでどういうプロセスで、どういう要件を満たして取得されたフェアネス・オピニオンについては、どういう意義づけが与えられるべきというようなことを積極的に書いていくということは、事実上有意義ではないかと思う。そして、どのような要件を満たしたフェアネス・オピニオンにどのくらいの重みを与えていくべきかというのは、ある程度具体的に報告書に書けるとよいのではないかと個人的には思っている。加えて、例えばフェアネス・オピニオンがどのようなプロセスで作成されたものかみたいなことを開示してもらおうということも考えられるかもしれない。

2つ目に、日本では、公正とか妥当とか合理的という言葉が混在して用いられていて、裁判所自身も公正といいながら合理性の議論をしていたりするので、それが日本の公正なのかもしれないが、とにかくその辺りがあまり区別されないまま来ているということもある。その辺りも徐々にだが、やはりそれぞれの言葉の意味の違いを区別していくようにしていったほうがよいのではないかと思う。

最後に、情報開示について、先ほどプレスリリースで開示をするという話と、特別委員会

に開示をするという話、2つの観点で非対称性を解消することをご指摘いただいた。それについては異論はないが、あともう1つ、実務的に問題になるのは、裁判所における開示の問題というのがある。例えば、クライアントがアドバイザーに守秘義務を負っていることがあり、裁判所に書類を出すに当たってもアドバイザーの同意を取得することが必要となることがある。実務的には、そのアドバイザーの方々の同意を得ることに苦勞することもある。このような問題にどう対処するかということも検討が必要になる。

【藤田委員】バリュエーションの話の前に三瓶委員がいわれたことから若干議論があった、ヨーロッパの制度との比較にしても、前回少しお話ししたが、若干補足させていただく。日本証券経済研究所が出した英国M&A制度研究会報告書、ヨーロッパM&A制度研究会報告書という、経済産業省、金融庁も参加して現地調査を行った2つの報告書があり、先ほどの仲間外れのやり方などもきちんと書いた報告書であるが、アメリカは完全に落ちている。なぜ落ちているかという、ヨーロッパ型の事前に公開買付けの段階で規制当局が何らかの形で関与するようなタイプと、そうでないタイプと大きく分かれて、関与するタイプの中に自主規制機能的なものや官庁の役所がやるものが一応あるが、ヨーロッパも実はやっていることは実際調査すると相当違う。ただ、その違いが自主規制機関か役所の違いで来ているのか、そうではなくてもっと別なところから来ているのかよくわからないが、イギリスについていうと、規制当局があまり値段そのものをみるという発想がない。値段は株主が決めるものであるが、ただ、意思決定を阻害する、ゆがめる要因があるか否かということに非常に慎重にみるという性格で、ヨーロッパの一部の国は異なっており、値段そのものを多少はみる。そのように規制当局が値段をコントロールするという仕組みがある国と、ない国は全然違うし、日本はないほうのタイプなので、そういうところでの開示の在り方とかを勉強するのはよいが、どういう意味で参照するかは慎重になるべきだと思う。本論から外れるが、前回も少し申し上げたとおり、並べてどこの国より高い、低いとか、その手の議論は非常に紛らわしいし、危険なので注意すべきだと思う。

バリュエーション関係では2つ大きな問題がある。1つ目が位置づけ、概念整理の問題であり、2つ目にどうやってバリュエーションの信頼性を高めるかという話である。

まず概念整理のほうだが、これは今回の報告書で世の中でおそらく全く認識されていないようなことが書かれているので、非常に重要な意味がある。これは石綿委員もいわれたことで、概念整理をきちんとしないと今後先に進めないのが重要だと思う。漠然と、実はジ

ユピターテレコム事件も含めて株式価値算定書だとか、フェアネス・オピニオンというものを、専門家がいった意見だから尊重するという程度の認識で言及されている可能性すらないわけではないかと思うが、実はそこでいわれている算定の内容などをみると、そう簡単に参照できるかどうか論理的にはよくわからないところが本日の最初の重要な指摘である。シナジーというと三瓶委員のいわれたように少し狭過ぎるところがあるので、私はM&Aによって実現する付加価値という言葉をよく使うが、それを含まないものがスタンダードローンのベースなのである。これはM&Aにおいて法律的に少数株主に保証されている公正な価格とは違う。公正な価格というのは、それを含まれているわけである。したがって、フェアネス・オピニオンですらそういったものではない、そういったものを含まないものを算定している以上、名前は公正とついていて、フェアであるというように宣言している文書かもしれないが、法律的な意味での公正な価格とは直接関係がない値段を算定しているといわざるを得ないということになる。ここから先は2つ方向があり得て、では法律上の公正な価格に合うようなフェアネス・オピニオンにしましょうという議論も論理的にはあり得る。ただ、諸外国のフェアネス・オピニオンと性格が変わってくることは別置くとしても、この手の付加価値の源泉というものがどうも買収者にあたりする。また買収者が買収した後に何が実現できるかということに依存するものだとすると、これを対象会社側のフェアネス・オピニオンで正確にいえというのはあまり現実的ではないのかもしれない。もしそうだとすると残る道は、フェアネス・オピニオンというのは公正な価値そのものの算定ではないというように位置づけた上で、ではどのような意味が手続的にあるのかというような、ややもって回った間接的な議論の位置づけをしなければいけないということである。その結論はおそらく事務局資料でもある程度出ていると思うが、結局スタンダードローンの価値を下回るような買収は基本的に受けてはいけなければならないので、まず自分たちの最終防衛ラインをはっきりさせた上での交渉をするためのツールを手にするということかと思う。さらには別所委員の言われたような、もう少し積極的な意味合いも財務アドバイザーに期待できるのかもしれないが、そういった形で最終防衛ラインを決めた上で、さらにはそこから何かシナジーをとりに行く交渉をしたということが、おそらくここでの独立当事者間取引に類するような手続をやったという中で評価されるという間接的な役割をもつことになると思う。この辺は外国と違う。アメリカはそもそも公正な価値というか、保証されている価値がシナジーを含まないのが判例法だとすると、ここは比較的フェアネス・オピニオンのフェアネスと結びつくのだが、日本はそうではない以上は今いったよ

うな位置づけしかできないのだと思う。裁判所が今までフェアネス・オピニオンをどう扱うかよくわからないのであまり取ってもこなかったという実務も、このあたりを整理することで取ってくれるようになるのであれば、それは大変結構なことだと思う。今いった間接的な位置づけをはっきりさせたことで取るイニシアチブが弱くなるのであれば、これは仕方ないということになると思うが、私は今言ったような意味であっても取得する意味は十分あると思うので、おそらく最終的には取る位置づけがはっきりして、フェアネス・オピニオンが今言ったような意味で評価され、取られるようになってくるように進むと思っ
てはいる。

もう1つの、どうやって株式価値算定書とフェアネス・オピニオンの信頼性を高めるかという
ことだが、ある種不確実性があるのはもう避けがたいことである。問題なのは目標値があ
って、それに合わせて事後的に数字を操作しているのではないかというようなことを言
われることである。それは一流のアドバイザーからすればいかに不本意であれ、そういう
ことをいわれる素地があること自身は否定できないので、これをいかに防止するかという
ことになる。方法は2つしかなくて、算定機関の独立性をいかに確保するかということと、
もう1つは検証可能性を与えるということである。開示でやるのか、少なくとも事後的に裁
判には出てくるというレベルでよいのかはともかく、事後的なチェック、検証可能性を高
めることで抑止効果を図るという2つしかないと思う。独立性のほうはいろいろ難しい議論
があって、例えば特別委員会が最初から選任した人でないとだめというようにいうか、あ
るいは既に選んでいる人がいる場合には、それを単純に後で事後承認するだけでよいのか、
この辺りはまだ詰めていないが、かなり効いてくる話だと思う。検証可能性のほうは次の
開示なので今深入りしないが、考え方としては最終的に裁判などで明るみに出ること
で抑止効果が働くとすると、事前の開示というのが全部である必要は必ずしもないの
かもしれない。ただ、最終的にはいかなる根拠でそのような割引率を採用したのかとい
った点も含めた検証可能性が要求されることだけは間違いないと思う。

【福島委員】 まず株式価値算定、バリュエーションについて述べさせていただく。そも
そも、利害相反になる取引を前提としているときに買い手の立場と、売り手、対象者の立場
は異なる。したがって、株式価値算定の意味するところは、この立場によって異なるもの
である。そうするとそのギャップをどういった形で埋めていくのかということが今回議論
することになると考えている。対象会社の場合は売る価格の下限を示しており、下限から

どんどん上げていくことを目指す形になる。買い手の場合は、これはなかなか難しいが上限というか、上のほうからどんどん下に落としていくことを企図している部分が潜在的にあるかと思う。このギャップは、先ほどの具現できない価値であったりとか、シナジーであったりとか、あるいはMBOを行わなければ実現できない価値とか、いろいろな形で整理はできるかと思う。そのギャップを埋めることを考えるにあたり、情報の非対称性の部分を少なくしていく努力がここに大きく寄与してくると考えている。特に対象会社側においては買付者の今回買収する企図とか、それによって追加、付加的に具現する価値というものを意図して持っているが、これを対象会社にどれだけ理解してもらうか、あるいは伝えるかというのを、情報を制限する部分と開示していく部分を整理しながら徐々に共有していく工夫が必要と思う。その過程が、例えば取締役会の説明であったりとか、特別委員会の説明であったり、あるいは初期的な開示の話、あと事後的な開示で整理できると考えている。

次に、フェアネス・オピニオンに関して述べさせていただく。フェアネス・オピニオンは弊社においても特別に慎重な手続を経て出している。フェアネス・オピニオンコミッティーを組成する、フェアネス・オピニオンを出せる人は非常に限定した立場にある者とする、さらに株式価値算定書を出していたとしても、また別のチームを組成してフェアネス・オピニオンをやる等、そういった形で非常に慎重な手続を行っている。それは意見を表明することに対する我々ファームがもつ姿勢である。フェアネス・オピニオンに関して何がフェアであるかといった議論をする場合に、一般的なフェアであるという形ではなく、今回においてはおそらく取引においてフェアであるかという部分が1つの視点として入ってくるかと思っている。もう1つは、フェアネス・オピニオンを取ることに限っては株式価値算定機能に加えると、少数株主の視点を非常に意識している。なので、慎重な手続をとることにつながるのだが、その視点は考慮すべき点かと思っている。では、フェアネス・オピニオンの位置づけというものがなかなか確立しない中で、こういった形で実務を形成していくかという部分に関しては裁判の事例というものがまだまだ少ない中で、日本においては別の方法も同時に模索しなければならないと理解している。それが算定する機関に求められる役割とか機能に関して、手続に織り込みそして開示の中で充実させていくことである。あとフェアネス・オピニオンそのものに関してどれだけ開示していくかということも、この実務を形成していく中では議論する点として重要かと考えている。

【山田委員】先ほどの三瓶委員のお話で少し実態と違うご認識かと思い、それをコメントさせていただければと思う。先ほどありました決算予想を下回る数値を発表した後に、株価は下がったところでTOBがかかる、MBOが発表されるというお話がありましたが、実際は株主から訴訟されるライアビリティがあるので、こういう場合はTOBをローンチしないというのが実務かと思う。これは多分アンダーライトされる野村証券さん、三菱UFJモルガン・スタンレー証券さんが、例えばTOBエージェントであったとすると、多分そういう状況ではTOBエージェントを受けていただけないというのが今のプラクティスだと思う。あと仮にそういうことでもしTOBをしたとしても、TOBの価格というのは今の株価プラスプレミアムだけではなくて、今プラクティスとしては3ヵ月、6ヵ月、1年に対して十分なプレミアムがあるかどうかを検証する。それから過去1年に最高株価を上回っているかどうかというのも1つのチェックマークになるので、そう簡単に意図的に業績が下がっているからといって、それをレバレッジしてTOBをかけることはないし、それはすごくリスクが高いと思っている。特にアメリカでこれをやると確実に訴えられるので、そういうことをまずしない。

あともう1点、アンダーバリューされているアセットがあって、それをレバレッジして買うという話があったが、これは皆無とはいわない。ただ、今アクティビストがいるのでかなり株価は是正されているというのが実態だと思うし、仮にそういうことがあったとして、それでTOBをかけて、例えば土地を売却して買収資金を回収したとしても残る事業があるので、それをどのようにするかというのは買収者からしてみると非常に重要である。残った事業がエグジットできるのかということがあるし、単にその事業を精算するにしても、レピュテーションの問題が残る。レピュテーションはこの仕事をしていく上で非常に重要なので、そういうケースは過去を振り返ってもあまり起こっていないのではないかと思う。特に最近の事例はほとんどないのではないかと思う。

【Sneider委員】情報開示についてコメントさせていただく。事務局資料や委員の皆様のご指摘のように、情報開示が非常に重要な役割を果たすことはいうまでもないと思う。それに今の日本のM&A市場の情報開示が不十分ということも、おそらく広く認められていると思うが、日本のM&A市場の国内の開示と米国の開示にどれほどギャップがあるのか。例えば去年のアルプス＝アルパインの案件が少し参考になると思っており、その株式交換は米国のSECにも登録する必要があって、先ほどホワイト&ケース法律事務所の先生方が紹介されたRule 13e-3の開示基準に従う開示が求められて、そのフェアネス・オピニオンの開示を拝見

すると、40ページをかけて、取締役会の手続、それにフェアネス・オピニオンの内容、財務分析、業績予想など、非常に細かく米国基準に従って開示された。にもかかわらず、国内の開示にはその情報はほとんど提供されなかったと理解している。この事情を考えると、日本のIPOなどの資金調達市場の経験は参考になると思う。二十数年前に、90年半ばごろに日本の大企業は初めて、いわゆるグローバルオファリングによって国内と海外、同時に資金調達を行うことになった。例えば1996年の日本政府の日本たばこの株の売出しの経験を思い出すが、その仕事を開始したところでもまずリスクファクターを書くよう野村證券に依頼された。日本では企業は自分の事業に伴うリスクは開示する義務がないが、今回海外も米国基準に従って開示が必要になり、どうしてもリスクファクターが必要になるので、まず英語で米国基準に従ったリスクファクターを書いて、最終的には和訳されて日本の目論見書にも任意的に入れられることになった経験があって、その後、日本の開示基準も変わって、リスクファクターの開示も一般的になったし、他の面でも米国と日本の開示基準は全く一緒というわけではないが、かなり開示のギャップが非常に縮小されたことはいえると思う。この経験を考えると、M&A市場の開示も全くRule 13e-3を導入するべきだとは申し上げないが、まずどのような情報が最も株主にとって重要なのか、それを考えた上で、ぜひ開示基準を改善していただきたいと思う。例えばこれからおそらく特別委員会の役割と機能がかなり強化されることになると思うのだが、そうなる与实际その機能を果たしている担保策としては、もちろん適切な手続の開示も同様に必要になると思う。

【加藤委員】2点、意見を述べさせていただく。1点目は、株式価値算定の機能ということについてである。事務局資料41ページの整理について、私は非常に賛成する。1つ感じたのはM&Aも一応会社の売買であって、何か物を売ろうとする人が、要は損をしないためには自分もっているものの価値を知るのが当然であると思う。上場会社であれば株価があるわけだが、やはりMBOとか支配株主の取引については、要は買収者側が取引のタイミングを選択できるという点が、他の独立当事者間の取引とは大きく違うのかという気がする。その結果、これは井上委員がおっしゃったことだが、市場価格と、いわゆるスタンドアローンの価値というものが、いわば乖離しているような場合、目立ってとはいわないが、それを疑われるような場合に取引が行われるという危険もあるので、市場価格だけではなくて、株式価値の算定で改めて出発点を確認してもらうのが望ましいことかという気がする。これとMBO価格の概念整理で35ページ以下に指摘されていることはゴールの話であって、出発

点として今、要は対象会社の特別委員会にとって自分が売ろうとしているものの価値がどれほどかを確認し、ではどこまでそれを引き上げられるかというのは、35ページ以下で書かれているようなことを意識しながら交渉するのが特別委員会の委員に就任する者の義務であると、そのように整理されるのかと私は思っている。

2点目は、株式価値の算定とフェアネス・オピニオンの差ということであるが、これは実務に携わっている方のお話を伺うと、どこまでやっていることが違うのかということがまず1つで、あとレピュテーションリスクというか、意見を表明することによって、リスクを引き受けているということを非常に強調されていたと思う。ただ、それが例えばアメリカやヨーロッパのような法制度のもとで負っているリスクと、日本の法制度のもとで負っているリスクというものが同じように扱ってよいのかという話があり、日本の法制度のもとでフェアネス・オピニオンもするという場合に、要はアメリカという場合、もちろんグローバルな案件ではフェアネス・オピニオンをすることは、当然海外でもリスクを負うことになるので共通するかもしれないが、日本の取引に関してフェアネス・オピニオンを入れることによって一体どういったリスクを負っているかという、やはりレピュテーションリスクというものが重要になるのだと思うが、そのためには情報開示という点で少し何か追加的な工夫が必要になるという気がした。

【別所委員】それでは、株式価値算定と情報開示について1点ずつ申し上げる。価値算定のほうは、先ほどの私の説明を事務局資料36ページの図をご覧になりながらお聞きになって、何か誤解をされた方がいるといけないなと思つての補足のご説明なのだが、この図をみると、概念を表した1つの分かりやすい図ではあると思うのだが、株価というのがbで、aはシナジーという整理になっている。そういう中で、では投資銀行はスタンドアローンしかみないのか、というロジックで聞いてしまうと、結局は株価の妥当性をみているだけなのかということになるが、それは大きく違うところであり、もちろん株価がスタンドアローンの価値を表章する1つのベンチマークであるのはそのとおりだと思うが、先ほど三瓶委員からもご指摘があった部分も含めると、株価が常に会社の理論的価値を100%表しているとは限らず、例えば事業計画があったとしても詳細まで一般株主は分からないし、実現可能性云々のリスクを考えると、常にフルバリュエーションはつけないというディスカウントファクターが働く。ないしは、これはあまり良くないことかもしれないが、現金価値に代表されるような埋もれた価値的なものが正しく株価に反映されていないということもある。したが

って、価値算定においてはスタンドアローン価値であったとしても、この事業計画を経営陣の意思によって実行したときに達成される価格の理論的な水準はどうなのか。それを勘案する場合においては現金価値などが株価に正しく反映されていないとしたら、そういうものも価値評価に正しく加えた上で、税金の効果なども加えた上で出すというのが私が申し上げたスタンドアローン価値ということになるので、多くの場合、それは株価との比較においてはプレミアムというものが顕出される。さらに先ほど申し上げたように、交渉の過程でより良い価格を勝ち取るためにシナジーの議論などもしていく。そういう構成なのではないかというのが価値算定についてのコメントである。

それから情報開示について1つだけ、事務局資料67ページに、それから先ほどホワイト&ケース法律事務所の先生方のご説明にもあった取引条件そのもののみならず、代替的な手段、代替的な方法についても開示すべきというところについて、これは私も大いに賛成であり、もっといえば情報開示よりも本質的な特別委員会で検証、議論すべきところにも関わってくると思うが、例えば完全子会社化の取引を株式交換で行ってこの比率にしたいという提案があった場合に、往々にしてその比率が妥当かというところに議論はすぐに集中してしまいが、そもそも株式交換が本当によいのか、それより現金TOBにしてもらったほうがよいのではないか。ないしは、なぜ株式交換なのかというところもしっかり議論、検証をして適切な開示をすることは、投資家保護も含めた正しい取引の在り方としてはあるのではないかと思う。

【古本委員】上場子会社の完全子会社化についてコメントさせていただきたい。先ほどからお話に出ているように株式価値算定書については、これが必要であるということに異論はない。弊社においても上場子会社の完全子会社化については当然取っているし、他の会社さんにおいても当然お取りになっているという認識である。

では、フェアネス・オピニオンはどうかというと、これは実務では取る場合もあれば、取らない場合もある。どうしてかについては、先ほどから他の委員がご説明されたとおりでと思う。まず1点目としては、フェアネス・オピニオンを出していただくにはそれ相応の報酬が必要であるということがある。これは実務にとっては重たい話である。もう1つは、角田委員、別所委員がご説明されていたが、フェアネス・オピニオンを出してもらう前提で価値算定書を出していただくのと、それは必要ないという前提で出していただくのとで何か変わるのかというと、私どもの認識としては変わらないということなので、その中であ

えて高額という用語弊があるかもしれないがフェアネス・オピニオンを出していただくのかということ、必ずしもそうはならないケースが多いというのが実態ではないかと思う。では、どういう場合にフェアネス・オピニオンを取得するのかということ、それは少数株主に幾分なりとも安心して参加していただきたいということもあるし、また別の言い方をすると、完全には防げないにせよ、アクティビストの参入を抑止するためのお守りのような存在であるという意識をもっている。今回の指針の中でこれをどう扱うかについては、実務の実態にもご配慮いただき、フェアネス・オピニオンが必須であるとか、非常に強く推奨されるといった印象を与えることにはならないようにしていただきたい。

2点目は開示についてだが、特に株式価値算定の部分については、これはどこまでいっても何が正しい解かというのがない世界で、細かい手法がどうであったかといったようなことを開示せよということになると、それは実務負荷とのバランスからいっていかがなものかと思う。アメリカの事例を紹介されていたが、私は実務に携わるものとして、必ずしもアメリカのやり方が常に正しいとは思っていない。弊社でも、Form F-4を出したケースが最近あった。そのときにはご紹介あったとおりディールの経緯とか、リスクファクター等、非常に詳細な書き方を求められた。考え方の違いではないかと思うが、特にリスクファクターについては、日本であればこのようなことはおよそ書かなくてもわかるだろうというようなことを、アメリカの場合は全部網羅的に書くことになる。したがって、項目は非常に多くなって作業も大変であるし、当然コストもかかるということになるが、我々からすると、その違いが本当にそれほど外からみて効果があるのだろうかと感じた。DCFにおける割引率が重要なポイントになることから詳細を開示すべきだという議論もあるのかと思うが、割引率は、アドバイザーによって違うが、弊社の過去のケースではせいぜいプラスマイナス1%とか、プラスマイナス0.5%といった狭いレンジで計算し、開示されている。先ほど井上委員から980億から1,050億といった例についてお話があったが、現実的にそこまで企業価値を狭く絞り込むことはできないわけで、プラスマイナス0.5%とか1%というのは私はかなり限定されたレンジであると思っており、それが開示されている中で、割引率が正しいかどうかについて、細かい情報をもとに外からああだ、こうだというのは、あまり実益がないのではないかという気がする。今の東証のルールでも、株式価値算定に使用する財務データに30%以上増減値が含まれる場合には開示しないといけないことになっており、これは妥当な線ではないかと思う。開示することによって得られるメリットと、開示や説明にかかる実務負荷も考慮の上でこういう話は検討すべきであって、私の立場から

申し上げますと、現行ルール以上の開示が本当に意味があるものなのか、特に株式価値算定の部分については疑問があるところである。

もう1点、事務局資料63ページに、株主や投資家など一般向けに開示するのではなく特別委員会に開示してはどうか、これをどう考えるかというご指摘があるが、このところは現実的にどうワークするのかについて疑問を感じている。上場子会社の完全子会社化で考えると、親子それぞれ別のFAを起用するわけであるが、ベースは同じ連結の財務データを使うわけで、独自に別のデータをもとに算定するわけではないのだから、親子でそれぞれFAがきちんと評価すれば、それほど大きな差が出るものではない。そうした情報を詳細データも含めて、特別委員会の委員の方に渡したところで、親子でそれぞれFAがやっているものに比べて、もっと本当に正しい価値算定というものができるのかということ大いに疑問であるし、もしそれを本当にやろうとすれば、特別委員会が第3のFAを起用するなどということになるわけであるが、これは大変なコストアップになる。そうしたコストをターゲットたる子会社側でダブルに負担して、結論的にはほとんど変わらないであろうことをやるといのが正しいやり方と言えるのか。プロセスとして頭の中ではわからないではないが、私が考えるに、少し現実感に乏しいのではないかと思う。この辺りも含めて、開示については現実感のあるご議論をしていただければと思う。

【馬場委員】情報開示についてお話しさせていただきたいと思う。株主の立場でリリースを拝見しているが、今まで議論にあるとおり、価格が本当に妥当なのかどうかというのは、情報も十分ではない中で、本当に分からないというのが現実かと思う。ただ、分からない部分がある中でも株主として判断をしなければいけない立場に立てば、少なくともこの価格は妥当性があるというように判断ができるのか、そういう納得感がある情報開示かどうか重要である。あとは株主がその情報をもとに判断をすればよいということではないかと思っている。そういう意味でいうと情報の非対称性というのは先ほどまでもあるとおり、必ず存在するのが大前提だと思う。公正な形でのM&Aがなされるためには、利益相反がないのかということが肝要であり、そういった観点で設置される特別委員会に関する情報開示について充実させていくことが重要であると考えている。そういう意味で既に事務局資料などにも出ているが、特別委員会についてどういう形で委員の方が選ばれて、その独立性がしっかりとしたものなのか、具体的に実際どういう形で特別委員会が機能されたのか、その中での検討経緯、交渉の状況を踏まえ委員会としてもしっかりと判断をした

といった点についてしっかりと開示をしていただくことが重要である。開示された情報を踏まえて株主が判断する。このような形が現実的ではないかと思っている。価格の算定のところもどこまで開示するのかという点については、結局どこまで出したとしても、本当にその裏づけとなる要因とか因果関係というのは外からいくらみても分からないのはどこまでいっても発生するので、過度に開示し過ぎるのも本筋ではないと思っている。最終的には公正なM&A取引がしっかりと市場の中でなされることが担保できる範囲での情報開示が肝要かと思っている。

【井上（隆）委員】企業の法務担当の方に何社かお伺いしたが、まず株式算定とフェアネス・オピニオンについてだが、やはり気になるのは取締役の善管注意義務をどうやって充足させていくかという点であり、第三者から株式価値算定書を取得することでかなり充足、機能するのだろうと思う。またフェアネス・オピニオンも第三者から公平性を担保いただくという意味ではその機能を有するのだと思うが、やはり先ほどご意見もあったが、双方同時に求めるというのは少しやり過ぎではないかという感じがする。少なくとも価値算定はもう必ず実施するという点でよろしいかと思うが、フェアネス・オピニオンについては一律ということではなくて、それはもう会社の自由な裁量に任せるということでは十分ではないかと考えている。

情報開示についても、既に東証での開示基準もあるので、そこでの整理が必要だと思うし、また完全子会社化とMBOを全く同じような内容の開示でよいのかどうかというのも、1つの論点になるのかと思う。また将来のキャッシュフロー予測など、かなり機微なところに関しては全て一律に開示をすることになると、かえって交渉の段階で、そういうことが開示されることを気にしながらの交渉ということにもなりかねず、逆に効率的な交渉が進まないのではないかという懸念を示す企業もいらっしまったので、現行の開示基準の上にさらに何が本当に必要なのかということを考えながら、ご検討いただきたいと考えている。

【玉井委員】1つは、先ほど三瓶委員と山田委員のほうでやりとりがあった、MBOで割と問題のある事例があるのではないかというご指摘に関連してなのだが、そういうものも過去にあったとは思うが、基本的に企業が上場していて順調に事業が回っている間にわざわざ非公開化して、MBOをして市場から退場しようと思うかということを見ると、やはり事業上の必要性とか、何らかのマーケットの行き詰まりとか、いろいろな事情があってそうい

うことを考え始めることが結構多いのではないかと考えると、バッドフェイスなものもあるかもしれないが、グッドフェイスに考えた結果として、そういうことを検討している事例というのも結構あると思う。他方で、実際タイミングを経営者が選べるということ自体は非常に大きなポイントなので、なぜ今これをやるのかということについて市場とか経営環境、あるいは自分たちの事業上の制約とかを踏まえた開示、情報の説明を充実させることで一部解消していくべきことなのかなと思う。過去の事例でも、例えば業績予想の下方修正と、それからMBOを検討し始めた時期の重複というのがあったのかどうかといった辺りが問題になった事例があると思うが、その辺りも含め、情報を開示していく形で担保していくことができるポイントなのかなと思う。

次に、フェアネス・オピニオンについてである。これは角田委員から、前に私から株式価値算定書との違いがよく分からないという話をしたところでお話しされていたが、先ほど石綿委員からもご説明があったように裁判の場ではどうも違いがないということになっている。他方でより多くの株主の方たちに賛同いただいてディールを成功させるという観点で、もしフェアネス・オピニオンを取ること自体が一定の説得力を増すものなのであれば、それを取ることそれなりに取引との関係では意味があるだろうと思う。その観点から私自身が実務で持ってきた感覚からすると、フェアネス・オピニオンを取るのはハードル自体は相対的には株式価値算定書と比べて高く、特にレピュテーションリスクの高いインベストメントバンクのファームから取ることになると、例えばニューヨークでのきちんとしたコミッティーを通らないと出ませんというように言われたり、それなりの慎重な手続を経て出ることなのであれば、株主に対する1つの説得材料として、ここまで対象会社としてはやっているという意味が定性的にはあるのかもしれないというように漠然と思っていたが、他方で先ほど古本委員からもお話がありましたように、よく会社さんから聞かれるのはフェアネス・オピニオンを取るのは非常に高額であり、それを取る明確な意味がない限りは、わざわざ追加で取るというようには思わないと言われる。これを取る意味があるとすれば、こういうことだということを今回報告書の中で少し整理して、別に取っても取らなくてもよいのだが、取るとすればこういう趣旨、意味合いが加わるのではないかということを示せばよいのかと思う。ただ、他方で今回いろいろお話を伺ってみて、フェアネス・オピニオンであっても基本はスタンドアローンベースでの検討ということであるとか、今別所さんからもお話があった、基本的には同じチームで同じような作業をするということからすると、それほど違いがあるのかというのは個人的にも少し疑問があ

り、選択肢の1つとして用意しておくのはよいが、大きな意味があるというような整理はなかなかしにくい状況なのかと、本日の議論を聞いて思った。どちらかという先ほど申し上げていた交渉の出発点として、本件はフェアネス・オピニオンを取ってやりますということが交渉する上で、相手方に対して若干の影響があるのかどうかといったところかと思う。

次に、情報開示について、本日のお話を聞いていて、事務局資料にもあったが、基本的に直接株主に説明するという情報開示を非常に充実させるタイプのアプローチと、英国のパネルのような考え方もかもしれないが、むしろきちんとした、日本でいえばそれがもしかしたら特別委員会が役割としては担い得るのかもしれないが、特定のところにかなりの情報をお渡しして、そこに判断していただいた意見、答申の内容を一般株主に開示すべき情報の中に入れるといった間接的な方法と、一応議論の方向性としては、理屈としては2つあるのかと思った。ただ、もし特別委員会にそのような役割を持たせるのだとすると、どういふ方を選任して、その中でどの程度の実質的な議論がされたかということの説明の重要性が増すので、また少し特別委員会の役割の議論を深める必要があるのではないかと思った。最後に、株式価値算定書に関して、これは現行の法律の制度上、事務局資料78ページでまとめていただいているが、この算定書をもし取った場合に開示しなければいけないのは、金商法の観点からいうと支配株主、あるいはMBOをする側ということになっており、これが非常に実務感覚から違和感のあるところである。本日の議論でも対象会社におけるフェアネス・オピニオンを取るかどうかとか、株式価値算定書の取得がどうかという話をずっとしていたと思うので、買付者側で算定書を取った場合に開示することの意味合いは少し疑問に思っているところである。特にもともとMBOを前提に入ったのかと思うが、MBOの場合、ファンドと一緒にやる場合はプロがついているということもあり、あえて公開されるような株式価値算定書を取らないでやることが一応実務的にはできる状況になっているかと思う。他方で支配株主が完全子会社化する場合に何にも取らないということはなかなかないので、結果的には支配株主である親会社のほうが開示をしなければいけないという実務の状況になってしまっていて、何となくそれが本来あるべき姿とずれているような気がして、しっくりいっていないところである。

【藤木様（江良委員代理）】基本的に先ほどの古本委員と井上委員の意見にも近いが、議決権行使の実務という立場でも、フェアネス・オピニオンを取るか、取らないかというところ

ろに関していうと、必ずしも取らなくてはならないとは認識していない。通常の議決権行使の意思決定のプロセスでは、まず最初にプロセスチェックをして、意思決定に至るプロセスのところで何か疑義が発生する場合であるとか、利害相反の懸念が高いといった場合になると、さらに踏み込んでバリュエーションが本当に妥当かどうかといったところをみていく。そういった思考回路で対応するので、検討プロセスにおける情報開示がまず第1段階で、それに類義が生じる場合にはフェアネス・オピニオン、バリュエーションの前提とか、割引率とか、そういったいろいろ細かいところをみていくような形になるので、全てのディールでフェアネス・オピニオンが必要かということ、そうではないのかと思っている。フェアネスオピニオン取得のコストの意識というご指摘もあったが、その辺りはもちろんそういったコストベネフィットのところをみてご判断いただければと思う。そういう意味でも最初のホワイト&ケース法律事務所の先生方のプレゼンテーションで、米国の開示のところは違和感がないというか、非常に我々が求めているところに近いというような感じがしており、やはりどういった検討プロセスなのかとか、他にどういったオプションがあったのか、なぜそのオプションをとらなかったのか、そういったところの議論の部分をぜひ開示していただきたい。詳細な交渉の経緯の情報公開といったところは非常にセンシティブリティが高かったり、時間的制約がある場合は、事後でも構わないので、公開もありうるという前提での規律効果も期待できているので、そういったプロセス部分の情報開示というのはぜひ充実していただければ有難いと思う。

【田中委員】 これまでのご報告、ご発言でいろいろ勉強させていただいた。私はまずシナジーについてのコメントから始めて、それからフェアネス・オピニオンと株式価値算定書についての課題と、情報開示について順にお話ししたいと思う。

まずシナジーに関連した話だが、これまでのご報告でご指摘いただいたように、現在の株式価値算定は、フェアネス・オピニオンであったとしても、基本的には対象会社のスタンダードローンベースの価値を算定するということであるかと思う。シナジーを算定するには買収後の企業価値がわからないと算定できない。理論上そうなるので、買収後の企業価値を算定するには買付者側が持っているさまざまな情報の開示を求めなければならないので、事実上限界があるというだけでなく、規範的にも果たしてそれを求めるべきなのかという問題があると思う。したがって、現実的には日本法では確かに株主はシナジーというか買収による企業価値の増加分、付加価値といってもよいと思うが、付加価値の公正な分配

分を受ける権利があるとしつつ、裁判所は厳密な算定を求めておらず、独立当事者間の取引といえるような交渉が行われており、その交渉の結果として決まっていることをある程度重視して、その場合には付加価値の分配もなされているであろうという形で、実際上はシナジーを厳密に算定しないまま価格の公正を認めていることが多いと思う。もちろんそれでもよいのだが、私自身が懸念しているのは、買収価格は対象会社のスタンドアローンベースの価値プラス買収による付加価値だと分けられるとしても、特にMBOの場合は他の事業会社と結合するわけではなく、対象会社をそのまま買うのでMBOによって実現する価値と呼ばれているものは、実際はMBOをしなくても実現できる場所、ただ、経営者がMBO前にはやっていた事業計画をMBOになったらやるという事実だけがあるのではないかとこの疑問があるということかと思う。先日の事務局ヒアリングで、MBOだけではないが非公開化取引に対して否定的な投資家から、MBOがあると盗まれたというようにいわれるというご発言もあったが、盗まれたという感情を持つのはそういうところであって、本来は別に買収しなくても実現する価値を、買収によって持っていつてしまっているのではないかとこの問題なのだと思う。これについては、確かにMBOなどによって株式が経営者と、それから企業についてよく知っている投資家に保有が集中するということが企業価値が高まることである。これはファイナンスの理論が長らく主張してきたことなので、そういうことはあるとは思いますが、現実的に価値を盗んでいるのではないかとこの懸念があるのは事実としてもそうだと思うし、現実的な懸念だと思うので、そういう部分で本当にスタンドアローンバリューを求めているといっても、そのときに経営者が本来は出すべき事業計画を実際は出していないのではないかとこの部分の疑いというか、疑念が常につきまとっているのだということ意識すべきかと思う。MBOばかり申し上げたが、理論上は完全子会社化でも同じかと思う。子会社レベルで事業をできる場所を、完全子会社化してから事業をすることになると、やはり盗まれたというように投資家が思っても仕方ない部分もあるかと思う。そういう面でスタンドアローンバリューの価値も本当に実現できているかどうかというところを、厳しくみる必要があるのではないかとこの思う。

それからフェアネス・オピニオンと株式価値算定書の話だが、これまでたくさんの方からご指摘があったように、あまりフェアネス・オピニオンを取るインセンティブが生まれていないということがあるかと思う。これは裁判所がフェアネス・オピニオンを重視しないというよりも、むしろ株式価値算定書を十分に重視してくれるので、それがあればもうかなり既に有利になるところがあるので、重ねてコストをかけてフェアネス・オピニオンを

取るインセンティブがないということかと思う。この状況下において、フェアネス・オピニオンを取るように動機づけることがよいかどうかということなのだが、これも事務局資料に記載されていたとおり、日本の場合、フェアネス・オピニオンの作成主体とか、あるいはフェアネス・オピニオンの作成手続について十分な規制とか、ガイドラインがあるわけではないので、単純にフェアネス・オピニオンを取ってくださいという提言をしたり、あるいは裁判所に対してフェアネス・オピニオンであることをもっと重視してくださいといっても、名前がフェアネス・オピニオンだというだけで、それを重視するというのはかなり悪い影響を与える可能性がある。したがって、フェアネス・オピニオンの価値を否定するわけではないが、現在日本で考えるべきことは、フェアネス・オピニオンを取るかどうかというよりも、むしろ株式価値算定書の作成プロセスをよい方向に改善していくことにもっと努力を集中したほうがよいのではないかと思う。

情報開示に関することだが、今回イギリスとアメリカの制度が紹介されて、イギリスは実は意外と情報開示もあっさりしているということである。実は藤田委員が参加されていたイギリスとヨーロッパのM&A法制の研究に私も参加させていただいたのだが、イギリスはパネルの存在が強いのだが、実務家に対する信頼というか、M&Aプラクティショナーの信頼というのは非常に強くて、フェアネス・オピニオンを信頼するところがあるのかと思う。ただ、これはいくつかご指摘のように、いわゆるコールド・ショルダリングといって慣行に反することをした実務家を村八分にするような制度があって、これが機能するというところらしく、日本では一朝一夕にできるものではないので、なかなかイギリスを模範にするのは難しいところがあるかと思う。それとイギリスは、やはり株主に任せるというところに価値を見出しているのだが、日本の場合、おそらく少数株主の多数の承認を買収成立の必須条件にするということにはできない。おそらくそういう議論に今なっておらず、究極的に株主に任せるわけにいかないものになっていると思うので、イギリス型を採用することに限度があると思う。もちろん実務的にはコストがかかるという批判も強いと思うが、アメリカのような情報開示を充実させ、かつ裁判所の関与をもう少し強くしてもらおうという方向を目指すのがより現実的なのではないかと思う。もちろん今のままでよいのだという考え方もあり得るのかもしれないが、本研究会や事務局ヒアリングで伺った限りで、現在の実務に対する投資家の懸念というものもかなり強いと思うので、情報開示をする、具体的にいえば、やはりアメリカの開示事項をみて、これは本当に日本でできないのかということを考えていくのがよいと思う。これは藤木様がおっしゃったが、開示している事項自

体は割と常識的なことなので、対象会社自身の記録はもう既にあるようなものばかりなのではないかと思っており、あとは開示するかどうかという問題になるのではないかと思うので、ものすごくコストということなのかどうか、私はよく分からない部分もあると思う。さらに裁判所に開示するという部分で、これは必ず残るはずである。つまり三瓶委員からも指摘があったが、本当に全部開示しようとする内部情報まで開示しなければならないので、それは不可能である。なので、結局世の中一般には開示しないが、裁判所に出てきたら開示するという部分が残らざるを得ないと思う。この辺り、私は石綿委員のお話を聞いて少しショックを受けた。いまだに何か株式価値算定書とかフェアネス・オピニオンの開示を渋るところはあるのかということで、私はそういうことは、もうレックス・ホールディングス事件の高裁決定で終わった、本来終わるべきことで、当然裁判になったら開示しなければならないものだと思っている。それが高裁決定の判示だと思っているし、最高裁で追認されているわけなので、当然開示されるべきだと思う。本研究会は確かに法制度についての提言はできないかもしれないが、我々が勝手に変えられないというだけであって、実際には指針で提言すると裁判所もそれを読んでくださるので、提言という形でする分には問題ないかと思う。

その上で希望としては、株式価値算定書を作成するときどこが課題になるかという辺りを、例示でもよいので出すのがよいのではないかと思う。例えばもちろん割引率であるが、先ほど少し議論があった、価格は割引率の逆数みたいなものなので、割引率が1%変わったら価格は10%程度変わるはずなので、1%でも小さいということではないと思うし、それから事務局ヒアリングのお話でもあったが、もちろん大手の信用ある算定機関であれば、割引率については自ずと適正な範囲というのがあるかもしれないが、現在は別に算定機関の選択について特段規制があるわけではないので、対象会社のほうでピックアップするという形でかなり割引率に幅を持たせることは可能になっているのではないかと思うので、割引率の構成要素と、そこについての論点に関して、少し具体的に書くということは考えられると思う。あとは、例えば非事業用の資産とかキャッシュについて、それはどうして事業用と非事業用に分けたのかというのは、少なくとも裁判で問題になったときは当然答えられなければいけないし、答えられないのだとすると、それ自体疑わしいという根拠になると思う。その他、実際の事件でかなり株式価値算定書のポイントみたいなものは出てきていると思うので、これらいくつかについて論点を指摘して、できれば現在におけるスタンドアローンのプラクティスについても言及があるとありがたいと思う。

【青委員】事務局資料36ページに記載されているMBO価格等の概念整理について、こうした形で提示することは、現状、用語の使い方で混乱が生じている部分について整理ができ、有意義だと考える。ただ、先ほど田中委員からもご指摘があったが、MBO等が行われなくても今の経営者がもう少ししっかりと経営を行ってれば企業価値が上がると考えられるケースも少なくないと思われる。特にMBOでは出資するファンドのさまざまな援助により企業価値が上がることはあるかと思うが、一般的にはMBO等を行わなくても企業価値を上げられる余地があるようにみえるケースが多いのではないか。そのように考えると、どこまでをaのMBO等を行わなければ実現できない価値の部分に入れて、どこまでをbのMBO等を行わなくても実現可能な価値の部分に入れるのかは実際には相当難しいと思っている。この辺りは特に株式価値算定書の算定価格やMBO等のタイミングなどに関する投資家の不信感の根っこになっていると思うので、よく考えたほうがよいと考える。

また、株式価値算定の結果についてかなり幅があるのが実態であるという話があったが、割引率に関しては株主でも計算できるものだと理解しており、また、極端なケースであればその割引率はおかしいということがあるかもしれないが、大方妥当な割引率の範囲内での割引率にするかということだと思うので、この辺りについて開示を充実することで株主の納得感が出ればよいが、開示だけに過度に期待すべきではないと考える。むしろ、特別委員会の委員の構成だとか、特別委員会がどういう姿勢で交渉してくれるかとか、交渉の仕組みといった過程が重要と考えており、真に一般株主の立場に立ち、株主全般の利益を考えて交渉できるような方が、相当程度信頼のある情報をしっかりと確保した上で真剣に交渉を行うことをもって公正で、なおかつ一般株主からみて妥当と思える価格を見出していくことが柱になるのではないかと考える。株主との関係でもめたり批判されるケースを考えてみると、そういったデュープロセスの面が問題になっているものが多いと考えており、特に留意すべき点としては、一般株主の代弁者がきちんと一般株主の立場に立って、適切な株式価値を算定してくれる者を自らきちんと選び、そうして選ばれた株式価値を算定する者が一般株主にとって不利になっていないものかというところの目線をしっかりと持った上で適切な株式価値の算定をしていただき、また、株式価値の算定の前提となる事業計画が本当に妥当なのかをきちんと検証していただくということが重要と考える。現状、事業計画の妥当性について誰も検証を行っていないのが実態ではないかと思っているが、交渉を行う特別委員会、あるいは株式価値を算定する者のどちらでも構わないが、完璧な

検証を行うのは難しいとしても、株式価値の算定の前提となる事業計画の妥当性について相応の検証、少なくともおかしなところはないという程度の検証はきちんと行う必要があるといった辺りは今後の議論で重視していく話ではないかと考える。

【武井委員】まずフェアネス・オピニオンを行為規範として強制するのはいろいろな理由で難しいと思う。第一に、皆様がおっしゃったとおり、 a プラス b が対象であるときに、 b のところはいろいろなルートで担保された公正さがあるとしても、 a のところはなかなか難しい。 a に関する公正さは財務専門家であってもいえる話ではない。日本では a プラス b の公正さの話をしているときに、 b だけの公正さをいうことにどのくらい意味があるのか疑問がある。アメリカも b だけの世界でやっている中でのフェアネス・オピニオンなわけで、そこを a プラス b の世界である日本に入れて意味があるのか、かえって読み手を混乱させるのではないか。第二に、日本の裁判所も、田原補足意見はあったものの、裁判現場でも「 a がいくら、 b がいくら」という算定・判定は結局のところ行っていない。第三に、フェアネス・オピニオンは、いろいろなコストや負担がかかるし、しかも現実に大手外資系も意見主体として多い中で米国等の本社を説得できるだけのフェアネス・オピニオンが準備できるのかという問題もある。そこまでのコストをかけてまで取得することを求めるとなると、逆にディールへの阻害効果のほうが強いと思う。 b の部分だけのフェアネス・オピニオンを求めてもどうしても分かりづらい。そもそもフェアネス・オピニオンの意味が何なのかは、結構みている人によってばらばらな気がする。以上の点から、フェアネス・オピニオンは日本でもあったほうがよいという単純な話ではないので、慎重であるべきかと思う。

ちなみに a の部分は、最後ガチンコでどのくらい交渉したかという話である。従って、ガチンコの交渉プロセスに関する開示は強めざるを得ないということだと思う。ガチンコの交渉に関する開示の強化の中では、事務局資料にもあるが、3つのルート、すなわち①一般株主・投資家への開示、②特別委員会への開示、あと③裁判における開示を上手く使い分けて、どの部分をどこに出すべきかを丁寧にやっていくということだと思う。あと特別委員会に関しても、特別委員会に関する開示などもきちんとやっていくのだと思う。

先ほど田中委員が実務家への信頼感について触れられたが、先ほどの a に関する公正さは財務専門家であってもいくらが公正であるか、いえる話でもない。アメリカのフェアネス・オピニオンでも a が公正であると言っていない。 a プラス b を含めた公正さは、プロセス面での公正さで担保されることになるので、法律の専門家もきちんと一般株主の目線を持って

関与しているという手続面が重要になるだろう。特別委員会において法律専門家は、委員としての関与なのか外部専門家としての関与なのかはさておき、手続面での公正性を一般株主の目からチェックすることが重要なのだと思う。

【神田座長】本日は時間がないが、特別委員会自体についての開示の在り方は、ぜひ後日でも個別にご意見いただきたいと思う。結局一般株主は利益相反の中で閉め出されるわけなので、特別委員会のメンバーの独立性ということは当然かもしれないが、一体何時間会議をしたのかとか、報酬をいくらもらったかくらいは何の負担も費用もかからないので、途中で開示しなくてもよいので全部終わってから、どこかのタイミングで開示してもらわなければならないと思うのだが、いずれにしても、問題提起だけさせていただき、またご意見をいただければと思う。

【三瓶委員】情報開示に関してだが、先ほど石綿委員がおっしゃった公正、妥当、合理性について、これらが曖昧だというのが非常に重要な問題だと思うのだが、そこは少数株主の立場から考えると、まずこの案件に関して情報の非対称性が生じているということから生じる利益相反において、何らかの立証する根拠はあまり手元になく、非常に弱い立場である少数株主をどうやって保護するかということが大事なことである。それが公正、妥当、合理性のところに入ってくる重要なポイントだと思う。それでこの問題というのは具体例を出していくとどんどん個々の問題になってしまうのだが、これは個々の問題ではなく、支配株主と少数株主という経済主体間の利益相反の制御問題である。これができていない市場であるということは非常に非効率であって、経済の資源配分が効率的に回らないということの意味している。なので、これは国にとっても大変な損失である。では、どうしたらよいかというところだが、先ほど藤田委員がおっしゃった検証可能性というところが非常に大事だと思う。ただ、検証可能性を全て裁判に任すかというのと、どれだけコストをかけて裁判に毎回毎回もっていくかということもある。勝てるかどうか分からないところで、それをするのかということがあるので、その手前で、やはり開示というのは大事だと思う。ただ、開示は広く一般にというのは何か聞こえはよいが、現実的ではないと思う。なので、内部者としてかかわる特別委員会に対して開示をするということになるのだと思う。ただ、そうすると特別委員会の問題になってきて、特別委員会はもちろん知識、スキルが必要だが、おそらく通常考えられる範囲で特別委員会をつくると、その方だけでは足りない。と

なると特別委員会が第三者のFAを選定するということが必要だと思う。それに対してコストがかかるということは、大きな問題としてそもそもそういう事案を取り扱うのであれば、そのコストというのはかけるべきだと思う。

特別委員会の話はまた別途とあったが、簡単にいうと、先ほどバリュエーションのところで行った懸念を申し上げた。そういったことについて重要ポイントを精査しているのかどうか、した結果、明らかな問題はなかったということで、責任を持って確認したということを中心に言うということだと思う。これは専門家に委ねて、専門家がこういったからよいというオピニオンではだめだと思う。自分たちで確認したということが重要になる。あともう1つは、少しずれるかもしれないが、きちんと確認しているとか、プロセス等が問題ないというときに、本当は対抗ビッドが出てくる余地があって、それもあった上で、先ほど選択肢という話があったが、その選択肢もあって確認したというほうがより重要である。

あとは、これも少しずれてしまうが、スクイーズ・アウトが67%は低過ぎるということはある。開示をされて特別委員会がきちんとみたといったときに、それでも少数株主が、いやいや、違和感があるといったときに何か責任追及はできるかという、そこについては具体的な方法、手段というのは思い浮かばない。唯一特別委員会の中に社外取締役会の方がいるとすれば、その方についての善管注意義務ということで再任議案についてどうするかということくらいかと思うが、それでは若干弱いと思う。

最後に、事務局資料64ページに特別委員会に関する情報について記載されている。ここでA、B、C、D、E、それぞれ必要かと思うが、Aのところの独立性という言葉は少しひとり歩きしそうなので、これは利益相反性ということで考えていただいたほうがよりよいと思う。極端なことをいうと社外取締役の方が将来ディールの後で、例えば完全子会社化の場合であれば親会社の社外取締役として迎えられるとか、いろいろな次のステップのことも考えたときに本当に利益相反性はないのかということは、きちんと証明していただきたい。

【井上（光）委員】 情報開示について述べさせていただきたいと思う。先ほど藤田委員、玉井委員などから開示と、あともう一段階、裁判で情報が出てくることを担保するというご発言があり、そのとおりだと思うが、一方でいろいろ市場の懸念があることを考えると最低限開示で担保すべきところがあると思う。すなわち一般株主が簡単に低コストで価値算定ができるだけの情報は提供すべきではないかと思う。そうすると何かというと、1

つは事業計画がしっかり開示されるべきである。事務局資料でも事業計画が開示されていない事例があるが、事業計画は特に利益相反の取引においては開示されるべきではないかと思う。そこにおいて問題なのは、利益相反があるということは利益相反当事者が作成した事業計画なので、これを誰かがレビューしなければいけないのではないかということである。これが価値算定者か、フェアネス・オピニオン提供者かというのはわからないが、少なくともそこがないと、実はなかなか情報が信頼できないという議論は続いてしまう。私が実務でみてきた中で将来の事業計画は会社側が提供したもので、これに関する妥当性、公正性まではみていないというレポートが結構あり、フェアネス・オピニオンはそういうことがないと思うのだが、この点において価値算定書とフェアネス・オピニオンとでは実務的に差がある部分ではないかと感じている。例えばレックスのときなどでも価値算定所が裁判の中で出てきたもので、事業計画については何もみていないという実態が出ていた。それでは信用できないので第三者のレビューがみたものが開示されるべきではないかと思う。

2つ目に、価値評価する上で、もう1つ必要なのは事業計画がフリーキャッシュフローレベルで出てくるということである。先ほど別所委員からもあったタックスポジションであるとか、設備投資計画であるとかが重要で本来はこれらの開示が理想的だが、実際には最後のフリーキャッシュフローが開示されていれば、ある程度は価値の検証可能というところはあるので、フリーキャッシュフローレベルで出てきてほしい。あとはその成長率、事業計画期間を超えたところをどのように考えているのかが出てこない、一般株主が低コストでバリュエーションができない。実は割引率とか類似企業株価倍率法の会社というのはある程度の市場知識があれば自分でできる話であるし、わからなければ6%で割ってしまえということがあるので、そういう意味でいうと、キーになるのは事業計画と、その成長率である。ここについてはアメリカでもゴーイング・プライベートにおいてはかなりきちんと先ほどの開示事例でも出ているので、ここがあるとかなり一般株主としての検証は低コストでできる。一般株主でも価値評価の検証を低コストで出来る状態こそが、先ほどいったようにフェアネス・オピニオンや株価価値算定書に伴うレピュテーションリスク、規律づけになっていくということだと思う。そこをきちんとやっていなければ、なぜこの事業計画でこんなバリューになるのかということが出てくるので、そこはぜひ出していただきたい。かつ、先ほど言ったように事業計画書を誰かがレビューしている、もしレビューしていないのであれば、レビューしていないものであるということ価値算定書の提供者が

しっかり明示してくれないと、どこまで信用すべきか判断できない。そこは一般株主にとって1つのコストの部分である。裁判所に持ち込んだときにフェアネス・オピニオンと株式価値算定書のどこまでクレディビリティがあるのかというのは、事業計画のレビューがどこまでされているのかがキーになってくるのではないかと考える。

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