

第5回 公正なM&Aの在り方に関する研究会

# 事務局説明資料

(パブリックコンサルテーション概要報告、  
事務局ヒアリング概要報告、論点の整理・議論)

平成31年2月22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	パブリックコンサルテーション概要報告	48
3	事務局ヒアリング概要報告	120
4	論点の整理・議論	130
	(1) 基本的な考え方	130
	(2) 特別委員会	134
	(3) 株式価値算定、フェアネス・オピニオン	150
	(4) マーケット・チェック	156
	(5) 競合する買収提案を受けた場合の対応	160
	(6) Majority of Minority条件	163
	(7) 情報開示	168
	(8) その他の論点	175
5	今後の検討スケジュール	177

# **1. 前回の議論の整理**

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（1/31）

## （1）機能

- 株式価値算定およびフェアネス・オピニオンの機能については、株主に帰属すべき理論的価値を明らかにすることにより、情報優位にある経営者や大株主が、情報の非対称性を利用して、一般株主からファンダメンタルバリュー未満で対象会社株式を買い取ることを防止する機能を有する旨のご意見や、対象会社の取締役会・特別委員会が判断の難しい価格の公正性・妥当性を判断する際に必要なプロセスである旨のご意見等があった。

井上（光）委員：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。…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。…**株式市場が個別会社を過小評価しているとき…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。（次頁に続く）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（2/31）

井上（光）委員：（前頁の続き）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。

山田委員：トランザクションが起これると、**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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（3/31）

## (2) 株式価値算定の位置付け

- M&A取引の実務においては、合意価格の公正さの算定・審議の局面では、基本的・概念的には、シナジー効果を加味しない、いわゆるスタンドアロンベースの企業価値評価との比較において算定・審議が行われる一方、価格交渉の局面では、対象会社としてよりよい価格を実現するために、想定されるシナジー効果も交渉材料としつつ交渉が行われる旨のご意見があった。また、実際問題としても、買収後のバリュー・クリエーションの一部を吐き出さなければ、取引が成立しない旨のご意見があった。
- また、株式価値算定は、対象会社が自分が売ろうとしている物の価値という、いわば出発点を確認する機能を有する一方、価格に関する概念整理はいわばゴールとして位置付けられ、ゴールを意識しながら特別委員会が価格の引き上げを図るべく交渉を行うと整理される旨のご意見があった。

角田委員： 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。（次頁へ続く）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（4/31）

角田委員：（前頁の続き）今はどうかと申し上げますと、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。・・・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行っていることとは、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。

別所委員：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、・・・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・・・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**を算定ないしは審議する・・・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・・・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・・・**ということを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、・・・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、もっといえは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と、ああいうこともあるのではないかと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向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。（次頁に続く）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（5/31）

別所委員： （前頁の続き）・・・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、・・・**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、常にフルバリュー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も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・・・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・・・。

山田委員： 実態の実務として何が行われているかという、**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、・・・**時価どおりでTOBをかけて取引が成立するかという、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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（6/31）

福島委員： 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。…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、…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。**

加藤委員： 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、何か物を買おうとする人が、要は損をしないためには自分も持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、…**市場価格と、いわゆるスタンドアロ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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（7/31）

古本委員： 上場子会社の完全子会社化について・・・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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（8/31）

## (3) フェアネス・オピニオンの位置付け

- フェアネス・オピニオンは、M&A取引によって実現する付加価値を含まないスタンダードローベースの株式価値算定を基礎とするものである以上、会社法上株主に保障される「公正な価格」自体を直接的に算定するものとして位置付けることはできず、それを下回る買収提案を受けてはならないという意味での「最終防衛ライン」を明確化した上で交渉を行うためのツールという機能を有すると整理される旨のご意見があった。
- また、フェアネス・オピニオンの取得を必須とする、ないし強く推奨すべき旨のご意見はなかったが、取得した場合にどのような意味があるのかを整理し、指針において示すことは有益である旨のご意見があった。
- その他、日本では、「公正」、「妥当」、「合理的」といった言葉が厳密な区別なく用いられているところ、それぞれの意味の違いを整理していくことが望ましい旨のご意見もあった。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（9/31）

別所委員： 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。

石綿委員： **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。  
・・・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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（10/31）

藤田委員： 概念整理・・・は・・・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。・・・漠然と、実はジュ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。・・・**M&Aによって実現する付加価値**・・・を含んでいないものが**スタンドアロンのベース**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、それを含んでいるわけである。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、名前は公正とついでいて、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ある程度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、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**スタンドアロンの価値を下回るような買収は基本的に受けてはいけ**ないはずなので、**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。（次頁に続く）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（11/31）

藤田委員：（前頁の続き）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んでい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。

古本委員：フェアネス・オピニオンは・・・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だと思う。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、・・・**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何か変わるのか**というのと、**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**と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**というのと、**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**というのと、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、・・・**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**。

井上（隆）委員：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。（次頁に続く）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（12/31）

井上（隆）委員：（前頁の続き）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、**・・・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ことに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**で十分ではないかと考えている。

玉井委員：（株式価値算定書とフェアネス・オピニオンの違いについて）**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**も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・オピニオンを取るとす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**・・・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**というの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、**・・・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、**それほどの違いがあるのか**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**・・・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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（13/31）

藤木様（江良委員代理）：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、全てのデールでフェアネス・オピニオンが必要かという、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。

田中委員：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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（14/31）

武井委員： 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、しかも現実には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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（15/31）

## (4) 信頼性を高めるための要素

- 株式価値算定やフェアネス・オピニオンの信頼性を高めるための要素としては、評価者の良心、レピュテーションリスク、独立性、検証可能性を高めることによる抑止効果、金融関係の監督に服していること等のご意見があり、レピュテーションリスクや検証可能性を高めることの前提として、情報開示の在り方が重要となる旨のご意見があった。
- フェアネス・オピニオンにより意義が認められるためのプロセスや要件をある程度具体的に示すことを通じて、フェアネス・オピニオンに意義付けが与えられやすくすることが有意義である旨のご意見があった。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（16/31）

角田委員： 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。…**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**ので、**金融的な監督に服しているというのは我々的にも別に自然であるし、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**。小さいところやブ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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（17/31）

井上委員： 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、本当に第三者的に評価したら、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に入った後のもの**…。この根拠は、…WACCという割引率の算定の根拠…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、非常にファイナンス研究でもなかなか…理論的にも定まらず、経験的にしか、結局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く。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%動かすだけでちょうど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、なかなか本当に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ぽり埋めてしまうくらいなのがほとんどのケースであり、その意味でいうと**価値評価そのものに、自動的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、…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のために有力なファームがリテインされて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つの要素があり、1つは**評価者としての良心**という部分で、もう1つはおそらく**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か**と考えており、私も過去みた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、先ほど免許であるとか、そういうものもあり、むしろ私は、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というように市場が判断できて、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、初めて担保される**と考えている。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（18/31）

石綿委員： 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っ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の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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（19/31）

藤田委員： 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な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： 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、ど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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（20/31）

加藤委員： 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、要はアメリカでいう場合、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**と、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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（21/31）

## (5) 発行プロセス

- 株式価値算定書やフェアネス・オピニオンの発行プロセスについては、当該案件に関与していない者で構成されたコミッティーによるレビューの仕組み、当該案件におけるカウンターパーティーとの利害関係の考慮等、特に慎重な手続を経て発行する旨のご意見があった。

角田委員： 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적으로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れば、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、お客様との相対峙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っ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。（次頁に続く）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（22/31）

角田委員： （前頁の続き） 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りましょうとか、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、・・・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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（23/31）

別所委員： 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というのが一点目。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、結論的に我々はそういうことはできない。例えば・・・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。

福島委員： 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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（24/31）

## (6) 株式価値算定に関連する留意点

- 株式価値算定に関連する留意点としては、DCF法における財務予測、前提条件、割引率の問題、市場株価法において参照される直前の株価が意図的に低迷させられているのではないかという問題、類似会社比較法における類似会社の選定の問題等のご指摘があった。
- 株式価値算定の前提となる事業計画の妥当性等について、特別委員会や第三者評価機関がある程度検証を行う必要がある旨のご意見や、株式価値算定を全て専門家に任せにするのではなく、重要なポイントについては特別委員会が自ら精査し、その結果問題がなかったことを説明することが重要である旨のご意見があった。
- 非公開化によって実現するとされる価値の中には、本来は非公開化をしなくても実現できる価値が含まれているのではないかという疑念が存在している旨のご意見があった。
- 指針において、割引率に関する論点等、株式価値算定において問題となりやすい主な論点についての言及があると有益である旨のご意見があった。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（25/31）

三瓶委員： 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。

…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ではないかということになる。**これが大きく事後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。

（次頁に続く）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（26/31）

三瓶委員：（前頁の続き）・・・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どうかというこ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**とシナジーよりもっと手前にあるというか、権限さえ持ってい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、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る。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（27/31）

山田委員： 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證券さん、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か月、6か月、1年に対して十分なプレミアムがあるかどうか**も検証する。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。（次頁に続く）

・・・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り、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。

玉井委員： MBOで割と問題のある事例があるのではないかと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いますが、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考えると、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**というものも結構あると思う。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（28/31）

田中委員： 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ドアロ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、・・・付加価値の公正な分配分を受けられ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**ところ、**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いう疑問がある**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にあって、**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いてしまっているのではないかという問題**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ことで企業価値が高まることがある。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いう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**という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。（次頁に続く）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（29/31）

田中委員： （前頁の続き）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**ところを、**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がない部分もあるか**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**のではないかと思う。

…**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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（30/31）

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、・・・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い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。

・・・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、少なくともおかしい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。

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（31/31）

- 武井委員： 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。・・・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。
- 三瓶委員： 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はいくつかの懸念を申し上げた。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。
- 井上（光）委員： 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アーがみたものが開示されるべきではないかと思う。

# 情報開示（1/14）

## (1) 開示の充実が期待される情報

- 開示の充実が期待される情報としては、特別委員会に関する情報（属性、独立性、検討経緯、交渉状況）、株式価値算定やフェアネス・オピニオンに関する情報（フリー・キャッシュフローレベルでの事業計画、成長率、事業計画が第三者のレビューを受けているか否か、発行プロセス）、代替的な手段・方法に関する情報、そのタイミングで非公開化を行う必要性に関する説明等のご指摘があった。また、米国における各開示事項について、日本で開示することができないかを検討することが有益である旨のご意見もあった。
- 他方、特に株式価値算定に関する詳細な情報については、開示によって得られるメリットが乏しく、開示に要する実務負荷も踏まえると、開示の充実には疑問がある旨のご意見や、機微情報の開示が求められると、効率的な交渉の阻害要因になり得る旨のご意見もあった。
- 情報の非対称性の完全な解消は不可能である中で、過度な情報開示を求めるのは本旨ではなく、一般株主が価格の妥当性について納得感をもって判断でき、市場において公正なM&A取引が行われることを担保できる範囲の情報開示が肝要である旨のご意見や、実際の議決権行使の場面では、最初に検討プロセスのチェックを行い、疑義がある場合にはバリュエーションの詳細なチェックが行われることから、検討プロセスに関する情報開示を強化することが有益である旨のご意見があった。

## 情報開示（2/14）

朝山様： （米国における開示では）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。**・・・（英国における開示では）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。**・・・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。

井上（光）委員： 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、会社ができ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って、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。

石綿委員： 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。

## 情報開示（3/14）

藤田委員： ヨーロッパの制度との比較にしても、・・・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・・・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関的なものと官庁の役所がやるものとが一応あるが、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を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。

## 情報開示（4/14）

スナイダー委員：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しており、その株式交換は米国のSECにも登録する必要があって、・・・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。・・・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、・・・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、そうになると実際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。

別所委員：事務局資料67ページに・・・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うが、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。

# 情報開示 (5/14)

古本委員： 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た、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くなっており、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。**

## 情報開示（6/14）

馬場委員： 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**とか、**そういう納得感がある情報開示かどうか**が重要である。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…**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した判断をした**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。

# 情報開示（7/14）

井上（隆）委員：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： 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。

・・・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の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、しっかりしていないところである。

## 情報開示（8/14）

藤木様（江良委員代理）：**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……。そういう意味でも……**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ると思っているので、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：**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。……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、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ことらしく、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**ということとはできない。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。（次頁に続く）

## 情報開示（9/14）

- 田中委員：（前頁の続き）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。…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。
- 武井委員：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。
- 神田座長：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、…**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：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。

# 情報開示（10/14）

井上（光）委員：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**と考える。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**と考える。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。

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**を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。

# 情報開示（11/14）

## (2) 情報の非対称性の解消の在り方、情報開示の方法

- 情報の非対称性の完全な解消は不可能であることを前提に、一般に対する開示のみに過度に期待するのではなく、これに加えて、特別委員会に対する開示や事後の裁判手続等における開示を適切に使い分けることが重要である旨のご意見があった。また、その際、特別委員会の専門性を含めた実効性や、独自のアドバイザーの選定も重要となる旨のご意見があった。
- 他方、特別委員会に対して財務データ等の詳細情報を提供したとしても、親会社および子会社において行われる価値算定よりも正しい独自の価値算定をできるかについては疑問がある旨のご意見があった。

三瓶委員： **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、ここが出発点である。

石綿委員： 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…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労することもある。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。

## 情報開示（12/14）

古本委員：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う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。

玉井委員：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、どういう方を選任して、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。

# 情報開示（13/14）

田中委員： **本当に全部開示しようとする**と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。・・・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もらうので、提言という形でする分には問題ないか**と思う。

青委員： 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ど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。

# 情報開示（14/14）

武井委員： 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。

三瓶委員： 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を意味している。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、・・・**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。

## 2. パブリックコンサルテーション概要報告

# パブリックコンサルテーション結果概要

- パブリックコンサルテーションを実施した結果、14件の意見・情報が寄せられた。
- 寄せられた主な意見の概要は、次ページ以降のとおり。

- 募集期間：平成30年12月28日（金）～平成31年2月5日（火）
- 提出方法：電子メールまたは郵送
- 寄せられた意見・情報：14件

(50音順)

分類①	団体	8件
	個人	6件

分類②	和文	8件
	英文	6件

分類③	投資家	7件	Oasis Management Company Ltd.、 Kaname Capital, L.P.、株式会社ストラテジック キャピタル、投資家フォーラム有志の会、個人3名
	経済団体	3件	経営法友会、一般社団法人日本経済団体連合 会、在日米国商工会議所
	企業実務家	2件	個人2名
	算定機関	1件	株式会社プルートス・コンサルティング
	法律実務家	1件	個人1名

次頁以下では、パブリックコンサルテーションにおいて寄せられた意見について、事務局にて適宜の項目ごとに整理した上で、その概要をとりまとめている。とりまとめに当たっては、各意見を要約し、また、同趣旨と判断されるものについては同一の意見として取り扱っている場合がある。また、英文で提出された意見については、参考和訳である点に留意いただきたい。

# 全般（1/2）

## 検討対象取引

- 本研究会の検討対象取引について、例えば以下の意見があった。
  - 議決権比率20%以上50%以下の上場関連会社の子会社化は対象外と理解。（法友会）
  - 公開買付けによる従属会社買収だけでなく、親会社の子会社を株式交換、合併等の組織再編によって完全子会社化とする場合にも新たなガイドラインは適用されるものとすべき。（ストラテジック）
  - MBOのみならず敵対的買収提案を受けた場合を含む、あらゆるタイプの提案された支配権取引をカバーする、シンプルで効果的な枠組みを発展させるべき。いかなるタイプの支配権取引も、取引や提案者の性質に関わらず、利益相反の要素を有する。日本の対象会社の取締役会が敵対的買収提案を受けた場合、取締役会は当該提案を真摯に検討する義務を負わず、実際にも、当該提案を検討していない。ほとんどの日本の上場会社における低い独立取締役の割合等、日本の会社支配権市場における現状を考慮すると、全ての支配権取引に特別委員会による検討の要請を全面適用することが望ましい。（個人（投資家）③）
  - MBO、第三者割当、TOB、合併、スクイーズ・アウト、優先株・オプションの発行、1年以内にこれらの取引を組み合わせて行われる一連の事実上関連した取引、会社の資本構成または議決権の重大な変更につながる一連の事実上関連した取引、その他の重要な関連当事者取引を含む、利益相反と情報の非対称性の問題の著しい影響を受けるあらゆる取引を対象とすべき。（個人（機関投資家）②、個人（企業実務家）①、ACCJ）

# 全般 (2/2)

## 改訂指針の位置付け

- 改訂指針の位置付けについて、例えば以下の意見があった。
  - 支配株主と被支配会社とのM&Aに関して、新たな規制を設ける趣旨であれば、意義あるM&A案件の成立、ひいては日本企業の競争力強化を阻害することになりかねない。あくまでベストプラクティスとして位置付けるべき。ミニマムスタンダードと位置付けた場合、形式を整えるだけのプラクティスを助長し、かえって少数株主保護に逆行する結果となりかねない。(法友会)
  - 本質的な利益相反の問題を解決せずに、特別委員会、株式価値算定書およびフェアネス・オピニオン、マーケット・チェックの望ましいプラクティスに関してルール作りをすることは、「ルールを形式的に満たしていれば法的なリスクが減る」という免罪符を買収者および特別委員会の委員に与えるだけであり、むしろ、少数株主の実質的な保護に反する。(個人(投資家)①)

# 取引類型間の共通点・相違点（1/6）

## 共通点

- 取引類型間の共通点について、例えば以下の意見があった。
  - 対象会社の取締役と一般株主との間の利益相反関係や情報の非対称性により、一般株主の利益を害し得る。（経団連）
  - 支配株主による従属会社の買収の場合、取締役・経営者は、支配株主の意向次第で地位が脅かされる立場にあり、ほとんど常に支配株主の意向に沿うように動く動機付けがあることになり、そこには利益相反性がみられる。MBOにおいては、経営者がこれに参画して得られる可能性のある経済的利益は、当該経営者のそれまでの報酬・資力に比してかなり大きくなる可能性があり、そのような場合には、強い経済的動機によりこれらの経営者の利益相反性が高まることになる。また、独立取締役以外のMBOに参加しない取締役についても保身のためファイナンシャル・スポンサー寄りの判断をするインセンティブが働きがちでもある。（個人（法律実務家））
  - 情報の非対称性については、MBOの場合と支配株主による従属会社の買収の場合とでは、大きく異なる。MBOにおいては経営参画者に、支配株主による従属会社の買収においては支配株主と経営者にそれぞれ情報が集中しているか、支配株主がこれをいつでも得られる事実上の立場にある。（個人（法律実務家））
  - 買収者が少数株主から可能な限り低い価格で会社を買い取る強いインセンティブを有しているという点で類似している。（個人（投資家）①）

# 取引類型間の共通点・相違点（2/6）

## 共通点（続き）

- 経営者を含むMBO後の株主が価格を抑え支配権を握りたいインセンティブがあるため、ネガティブ情報を出し、その後抑えられた価格にプレミアムを乗せて買い付けることが可能である。執行陣もディール後の処遇の決定権者である買収資金の出し手となった新たな大株主に対し合理的に行動すると考えられ、「最後の取引」において既存株主に価値を与えるインセンティブは働かなくなる。親会社の子会社を買収し完全子会社にしようとする案件でも、親会社としてはできるだけ安く買いたいインセンティブがあり、これに対して、親会社の意向を強く受ける子会社取締役が安い価格付けに賛成する、などが行われ、少数株主が本来受け取るべき支配権価値を含む価格の獲得を阻害することがある。（投資家フォーラム有志の会）
- 機関投資家はMBOや子会社買収時においてしばしば不適切な価格付けに接している。30%のプレミアムなら十分はずといったナイーブな実務が投資銀行部門によって行われるとすれば、投資家の意見を適切に反映しているとは言えない。（投資家フォーラム有志の会）
- 利益相反構造のあるM&Aの在り方を検討するに際し、最も重視すべきは少数株主の利益保護である。その理由は、MBOと親会社による従属会社買収の共通点は、いずれも対象会社の意思決定に大きな影響力を持つ経営者または大株主が買い手であるところ、少数株主から割安な価格で株式を取得したいとの動機があることは当然で、さらに、現在の日本においては、それが可能であるため、買い手側が意図的に被買収企業の株価を低迷させて、被買収会社の少数株主から株式を強圧的に安く買い叩くことができるからである。（ストラテジック）

# 取引類型間の共通点・相違点（3/6）

## 共通点（続き）

- MBOおよび支配株主による従属会社の買収は、いずれもインサイダーおよび他の株主の間の情報の非対称性を含み、私的取引のリスクが高い。（カナメ）

# 取引類型間の共通点・相違点（4/6）

## 相違点

- 取引類型間の相違点について、支配株主による従属会社の買収の方がMBOよりも問題が少ないとする意見としては、例えば以下の意見があった。
  - 支配株主による従属会社の買収の場合、MBOよりも、利益相反性や情報の非対称性の程度が小さい。（経団連、法友会）
  - 支配株主による従属会社の買収の場合、MBOと異なり、コントロールプレミアムが発生しないため、対価が不当に低価格となるリスクが小さい。（経団連）
  - 支配株主による従属会社の買収の場合、MBOよりも、公正性担保措置を講じる必要性が低い。（経団連）
  - 支配株主と被支配会社の間でのM&Aは、MBO指針改訂により深掘りするよりも、市場プラクティスにゆだねたほうが良い論点も多い。理由は、①取引事例が極めて限られるMBOと異なり、多数の事例が存在しており一定の市場プラクティスが確立している。②会社法に基づく少数株主保護、金融商品取引法による各種開示、東証上場規則等による開示を含む行為規範が上場子会社に課されていることを踏まえ、当事者が必要十分な利益相反回避措置を取っている。③少数株主側から利益相反に関する具体的な懸念が示されることは稀である。（法友会）

# 取引類型間の共通点・相違点（5/6）

## 相違点（続き）

- MBOは少数株主にとって不意打ちになりやすいのに対し、親会社による上場子会社の完全子会社化の場合、上場廃止の可能性や親会社との利益相反リスクを認知したうえで、株価が形成されている。（法友会）
- MBOの場合、バイアウト・ファンド等による経営の効率化や、傘下の同業社との間での新たなシナジーの創出により、少数株主にプレミアムとして配分する余地が相対的に大きいのに対し、親会社による上場子会社の完全子会社化の場合、すでに相当程度のシナジーが発現しており、完全子会社化の過程で生ずるシナジーは限定的で、少数株主に配分するプレミアムは小さい。（法友会）

# 取引類型間の共通点・相違点（6/6）

## 相違点（続き）

- 他方、支配株主による従属会社の買収の方がMBOよりも問題が大きいとする意見としては、例えば以下の意見があった。
  - MBOには、支配株主による従属会社の買収よりも多様性があり、対策の強弱にも多少のバリエーションがあってもよい。（個人（法律実務家））
  - 日本においては、従属会社の取締役の大半が支配株主の（元）従業員・役員である等、支配株主が従属会社を実質的には完全に支配していることが多い。加えて、MBOの場合と異なり、支配株主による従属会社の買収においては、支配株主が既に過半数の株式を保有しており、当該株式はいかに高い価格であっても売却されることがないことから、第三者から代替的な買収提案がなされることはない。したがって、支配株主による従属会社の買収の方が、買収者や従属会社の取締役と少数株主との間により大きな利益相反関係が存在し、より厳格な公正性担保措置の必要性が存在する。（個人（投資家）①）
  - 親会社の子会社を買収する際にはコントロールプレミアムは相対的に小さくしてしかるべきという考え方は誤りである。親会社の子会社を買収する場合にもマーケット・チェックが行われるとの前提であれば、既に大株主だからコントロールプレミアムは小さくても良いとの考え方は成立しない。（ストラテジック）

# 公正性担保措置全般（1/3）

## 公正性担保措置全般

- 公正性担保措置全般について、例えば以下の意見があった。
  - 企業が効果が弊害（迅速性、費用面）を上回ると判断する範囲内で講じるべき。（経団連）
  - 支配株主による従属会社の買収も、案件によって利益相反性や情報の非対称性の程度に差が生じるため、柔軟な対応を可能とすべき。（経団連）
  - MBOおよび支配株主による従属会社の買収のいずれの場合も集合行為問題に加え情報の非対称性が大きく、従って強いゲートキーパーが必要なのであるが、この前置的判断を行うべき取締役会には強い利益相反性が存在するため、利益相反性のなく情報の非対称性もない代替的アドホックの機関または補正的運用が行われる既存の機関による前置的判断が必要となる。（個人（法律実務家））
  - 支配株主による従属会社の買収の場合、米国デラウェア州の判例であるMFW事件の基準に準じたものが採用されるべき。（個人（法律実務家））

# 公正性担保措置全般（2/3）

## 公正性担保措置全般（続き）

- MBOおよび支配株主による従属会社の買収等、構造的に利益相反関係が存在する場合に、少数株主の利益を保護する方法は、端的にいうと2通りしかない。  
まず第一に、厳格な司法によるチェック機能が働く環境において、「公正価値」に関する専門家から構成される特別委員会により実質的に適切な判断がなされることである。日本の特別委員会は、企業価値評価の専門家ではない者（弁護士、会計士や大学教授）から構成されることがほとんどであり、かつ独自のアドバイザーを選任する権限も有していないことから、適正な価格による買収を実現することにより少数株主を保護するという特別委員会の目的を遂行するのに適していない。また、たとえ特別委員会が設置・運営されたとしても、特別委員会の構成・運営・評価が最終的に正しいかどうかを第三者的視点からチェックする機能がなければ、そのような仕組みは絵に描いた餅であるところ、特別委員会の委員は、会社から報酬を支払われており、会社に厳しい意見を述べると、次回から他の会社からは声がかからないことは容易に想定できる。更に言う、「取引価格に関して厳しい意見を言う」という評判が立ってしまうことから、特別委員会の委員の仕事に限らず、以後、買収側・対象会社のいずれからもアドバイザーの仕事も来なくなるというリスクが存在する。かような状況で、経済的インセンティブに反して、良心に基づき、取引価格の正当性を厳格にチェックすることを特別委員会に期待するのは極めて難しいと言わざるを得ず、その行動を律する唯一のインセンティブは、リーガルリスク、事後的な司法によるチェックである。（次ページに続く）

# 公正性担保措置全般（3/3）

## 公正性担保措置全般（続き）

（前ページの続き）第二に、市場機能を活用することである。通常、会社を売却する際には、売却価値を最大化するため、公正かつ競争的な入札手続を開催するべきである。しかしながら、MBOにおいては、事業に対する影響力・情報力の差異から経営陣の買収案が有利になる傾向があり、公正かつ競争的な入札手続の実施は容易ではない。支配株主による従属会社の買収の場合には、支配株主の持分の取得が事実上不可能であることから、公正かつ競争的な入札手続の実施は事実上不可能である。その場合に、買取価格の適切性を確保するためには、（MOMを含めた）スクイーズアウトの条件を厳格化することが必要不可欠である。そうすることによってはじめて、少数株主が「強圧的な買収」に怖気づくことなく、買収条件が適切か否かを検討する機会が与えられる。

これらを日本についてみると、まず、司法によるチェックについては、そもそも日本の裁判制度上ディスカバリーの制度がないことに加え、ジュピターテレコム事件最高裁決定が、裁判所が原則として特別委員会の判断を尊重するという（現状追認的な）判断を下したことから、期待するのが極めて難しい状況である。にもかかわらず、日本のスクイーズアウトの閾値は、3分の2という欧米諸国より低い水準となっており、MOM等の措置も要請されていない。その結果、現在、日本の市場は、世界的に見ても、極めて稀な「少数株主を自由に害することのできる市場」となっている。日本の裁判制度上ディスカバリーの制度の導入が困難であることを前提とすると、特別委員会制度の改善ではなく、スクイーズアウトの条件を厳しくするという方向でしか、構造的な利益相反の問題は解決できないと考えられる。司法による少数株主の保護が限定的であるにもかかわらず、特別委員会の設置により構造的な利益構造問題を解決することはできない。（個人（機関投資家）①）

# 特別委員会（1/22）

## 全般

- 特別委員会全般について、例えば以下の意見があった。
  - 親会社による上場子会社の完全子会社化において、特別委員会の設置を義務付けたり、その具体的な運用に指針を設けたりすることは、企業による選択肢を狭め、また、必要以上の手続を課すことになり、取引コスト増大、取引の遅延を招き、ひいてはM&Aの実行を阻害しかねない。親会社と上場子会社との関係性（上場子会社の取締役会の独立性の程度等）に照らし、上場子会社の取締役会が適切な方法を採用できるよう柔軟性を持たせた実務運用とすべき。（法友会）
  - 日本では実務上、「経営陣や支配株主のために」買収がスムーズに進むための形式的な「証拠作り」を行う組織になってしまっている。（個人（機関投資家）①）
  - これまで特別委員会では価格付けについて投資家を納得させる検証が行われていると信頼させるに十分ではないケースが多かった。DCFなどの知識のみならず、利益相反、対抗ビッドなどについて十分な検証が行われるように知識とスキルを持つことが示される方策を要望する。（投資家フォーラム有志の会）

# 特別委員会（2/22）

## 機能

- 特別委員会の機能について、例えば以下の意見があった。
  - 目的の経済的合理性や価格の合理性を検証し、第三者視点から公平性を担保する。（経団連）
  - 特に取締役について利益相反性のある取引について、その利益相反性を解消する役割を有する。（個人（法律実務家））
  - 特別委員会を設置する目的は、経営陣や支配株主が、買収対象の少数株主の利益を損なうのを防止する、というただ一点にある。（個人（機関投資家）①）
  - 意思決定が株主の利益になるように行われることを確保し、執行経営陣から潜在的な利益相反を取り除く。（個人（機関投資家）③）

# 特別委員会（3/22）

## 役割・検討対象

- 特別委員会の役割・検討対象について、例えば以下の意見があった。
  - 委員となる人材の不足や設置コスト（委員報酬、アドバイザーのコスト）に鑑み、ある程度限定的に考えるべき。特に支配株主による従属会社の買収の場合、取引の事後的な確認・検証など、さらに限定的に捉えるべき。（経団連）
  - 特別委員会では、企業価値の形成要因について第三者算定機関と十分に意見交換を行った上で、取引目的の正当性および少数株主への影響について判断することが必要。その上では、企業が策定する事業計画やその前提とした情報や条件の合理性の検討や、第三者算定機関による株式価値算定の合理性を検討することが必要。また、算定結果として示された幅に対して、取引価格が幅の上方または上回っていればよい、中央値より上であるべきという機械的、感覚的な議論に時間を割くのではなく、どの算定手法を重視すべきか、算定結果の幅はどのように形成されたものであるかといった株式価値算定結果の意味付けを理解した上で、取引価格の合理性を検討することが必要。（プルータス）
  - 特別委員会はディールを阻止するためにあるのではなく、少数株主が「最後の取引」で受け取るべき価値を保全する役割を担う。（投資家フォーラム有志の会）
  - 情報の非対称性を利用した情報操作が無かったかどうかの検証・説明責任。（投資家フォーラム有志の会）
  - ディールの根拠となる経営計画の開示・買収価格への反映の検証。（投資家フォーラム有志の会）

# 特別委員会（4/22）

## 役割・検討対象（続き）

- 取締役会の一般株主に対する受託者責任の全う。（投資家フォーラム有志の会）
- 最も重要な役割は、TOB価格（または買収の対価）が少数株主にとってフェアであるか否かを判断すること。その他の特別委員会の役割としては、マーケット・チェックについて第三者である買い手にデュー・デリジェンスをさせるべきか否かおよびMajority of Minority条件を満たしていることの確認。（ストラテジック）
- 常設委員会が独立した判断が必要であるとする取引について、分析し、交渉し、推奨（または反対推奨）の意見を述べること。（個人（機関投資家）②、個人（企業実務家）①）
- 過去に関心を示した他の買収者候補との類似のまたは代替的取引について十分に検討し、交渉を試みるべき。（個人（機関投資家）②、個人（企業実務家）①）
- 独立のアドバイザーを利用して、最低でも他の買収者候補に接触することによりマーケット・テストを行い、場合によっては競争入札またはその他の競争手続を行う。（個人（企業実務家）①）
- 重要な取引の最終合意または当該取引に関する重要な合意（または当該取引に関する意見の公表）の前に、提案された取引、代替手段および推奨についての十分な分析、ならびに承認する場合には、提案された取引を実行することが他の全ての代替取引よりも望ましい理由を含む書面による詳細な報告書を取締役に提出すべき。（個人（機関投資家）②、個人（企業実務家）①）

# 特別委員会（5/22）

## 役割・検討対象（続き）

- ▶ 第三者特別委員会は最高価格を獲得する義務を負うべきであり、委員会のメンバーは可能な限り高い価格を獲得する旨を宣言する宣誓陳述書に署名すべき。取締役は最高価格を獲得した旨を証言すべき。（オアシス）
- ▶ 他の買収者を探し求める義務を負うべき。（オアシス）
- ▶ 特別委員会は、入札を取り巻くプロセスを管理し、価格の公正さをテストするために市場で形成された価格のシグナルを当該プロセスに注入し、ダブル・チェックとして第三者の入札を促し、株主総会においてMajority of Minorityの議決権行使を得るために株主に対して調査結果を提供する責任を負う。特別委員会の目的は、少数株主に対して最大量の情報をできる限り明確かつ速やかに提供すること。（カナメ）

# 特別委員会（6/22）

## 設置の要否

- 特別委員会の設置の要否について、例えば以下の意見があった。
  - 利益相反性の程度、代替措置の有無等に応じて、企業の柔軟な判断を認めるべき。特に支配株主による従属会社の買収の場合、原則的な設置の推奨は不適當。（経団連）
  - 特別委員会の設置を標準とする必要はない。特別委員会に委託することは、株主にとって応募することが当面のベストディールであるかどうかの取締役会が意見表明するためのひとつの手法であり、取締役会が自ら検討したり、ファイナンシャルアドバイザーを採用したり、弁護士等専門家を採用したり、ケースに応じて取締役会が最善となる方法を選ぶべき。取締役会がどのような意見表明をしてもしなくても、それを参考情報のひとつとして個々の株主が自ら応募判断をする。特別委員会の設置を標準とすると、あたかも、ガイドラインが、対象会社の取締役会が支配株主による公開買付けを成立させるような支援をするためのルートを作っているように見える。（個人（企業実務家）②）
  - MBO取引および支配株主による従属会社の買収のいずれにおいても必要とされるべき。組織再編による一段階買収の場合においても当然必要。（個人（法律実務家））
  - MBOであろうとその他の支配権取引であろうと、特別委員会が設置されるべき。（個人（機関投資家）③）
  - 内在する利益相反または自己利益を含む取引が、独立社外取締役のみで構成された特別取締役会で承認されることは、一般株主の保護にとって決定的に重要である。（ACCJ）

# 特別委員会（7/22）

## 設置の要否（続き）

- 親子会社間の買収において不可欠。（カナメ）

# 特別委員会（8/22）

## 設置の時期・タイミング

- 設置の時期・タイミングについて、例えば以下の意見があった。
  - 案件、利益相反性の程度、情報管理上の必要性等に応じて、適切なタイミングを案件ごとに判断すべき。特に支配株主による従属会社の買収の場合、事後的な検証が主な役割であるため、MBOとは同視できない。（経団連）
  - 取引の交渉開始前。（個人（法律実務家））
  - MBOまたは完全子会社化実施の決定後速やかに独立社外取締役が設立。（投資家フォーラム有志の会）
  - TOB開始までは最低でも数ヶ月間の活動期間を設けるべき。（ストラテジック）
  - 入札の公表後直ちに設立すべき。（カナメ）

# 特別委員会（9/22）

## 設置の時期・タイミング（続き）

- なお、常設の委員会を設置すべきという意見もあった。
  - 3名の独立取締役で構成される常設委員会を常に設置し、メンバーを事前に特定して、開示すべき。会社に委員会の委員を務める3名の独立取締役が存在しない場合、利害関係のない社外取締役および必要に応じて外部の専門家アドバイザーを充てるとともに、かかる委員会の構成に賛成の議決権を行使した取締役の氏名および取締役会決議日を明記した上で、かかる構成で十分と考える理由、各メンバーが負う法的責任の程度（もしあれば）を事前に説明すべき。幹部は、取引について最初に提案を受けた、または真剣に検討した時に、特別委員会に知らせるべき。（個人（機関投資家）②、個人（企業実務家）①）

# 特別委員会（10/22）

## 構成

- 特別委員会の委員の属性について、例えば以下の意見があった。
  - 基本的には社外役員が適切。必要に応じて法律、財務・会計の専門家を加えることも適当。（経団連）
  - 特別委員会の重要な役割に株式価値に関連する意見形成が含まれるため、委員として事業環境に対する理解が深い社外取締役等と、企業価値評価に関する専門性を持つ有識者を加えるか、後者についてはアドバイザーとして起用することが不可欠。（プルータス）
  - 社外取締役、社外監査役、有識者その他、ファイナンシャル・アドバイザーおよび法律アドバイザーの支援を得て、相手方と対等に交渉できる能力・資質がある者。利益相反のない取締役が参画することが望ましいが、経過的次善の策としてそれ以外の人材の参画も止むを得ない。（個人（法律実務家）氏）
  - 株主に対し善管注意義務を負っており、かつ、少数株主の利益代表である社外取締役とスチュワードシップ責任を負っているおよび機関投資家から構成されるべき。被買収会社は、M&Aの可能性および特別委員会の設置を公表し、例えば委員のうち3名を株主である機関投資家から募る。（ストラテジック）
  - 独立取締役で構成されるべき。（個人（機関投資家）③、個人（機関投資家）②、個人（企業実務家）①）

# 特別委員会（11/22）

## 構成（続き）

- バリュエーションの専門家、銀行家、少数株主の代表者、弁護士および会計士、ならびに全ての独立取締役から構成されるべき。（オアシス）
- 社外監査役の位置付けについて、例えば以下の意見があった。
  - 独立役員である社外監査役または、独立役員である監査等委員または監査委員である取締役は必ずしも構成委員とならないが、MBOまたは完全子会社化公表前後の企業情報発信の市場への影響、ディール公表時期の妥当性について検証・説明責任を負う。（投資家フォーラム有志の会）
  - 第三者特別委員会に受託者責任を加えるため、監査役は委員会に出席すべき。（オアシス）
- 社外有識者の懸念点について、例えば以下の意見があった。
  - 第三者の専門家は、取締役ではないため法律上信認義務を負っておらず、取締役会に出席していないため、しばしば会社およびその長期的戦略についての知識が乏しい。（個人（企業実務家）①）
  - 株主から選ばれておらず、株主または会社に対して明確に信認義務を負わない非取締役による法的根拠のない委員会は問題がある。（ACCJ）

# 特別委員会（12/22）

## 構成（続き）

- 特別委員会の委員の独立性や選定プロセスについて、例えば以下の意見があった。
  - 特別委員会の本来の目的に鑑みれば、その委員構成に関しては、少数株主の声が反映されるべきであるが、実際は、少数株主と利益相反の関係にある現経営陣や支配株主、あるいはそれらから多大な影響力を及ぼされる事務局が特別委員を選ぶことになっている。（個人（機関投資家）①）
  - 特別委員会構成委員は、ディール完了後に買収者側から、ポジションを斡旋されるような約束が予めないことを誓約するなど個人ごとに公正性の担保が必要である。（投資家フォーラム有志の会）
  - 第三者特別委員会は、臨時株主総会において少数株主の過半数によって選出され、取引の評価および推奨において会社の取締役会とは独立に機能すべき。3%超の株式を所有する株主によって招集された臨時株主総会において、株主が第三者特別委員会を解散することを可能とすべき。（オアシス）
  - 現在の東京証券取引所の独立性の定義は第三者特別委員会のメンバーの独立性を正当化するためには十分でない。メンバーは過去にいかなる関連会社との関係においても真に独立している必要がある。（オアシス）
- 特別委員会の委員の適格性について、例えば以下の意見があった。
  - 取締役および第三者委員会は、外部の算定専門家が利用する手法を十分に理解し、当該専門家に対してそのプロセスおよび適切性について質問する十分な能力を有すべき。（オアシス）

# 特別委員会（13/22）

## 交渉への関与の在り方

- 特別委員会が直接交渉を行うことは必ずしも必要でないという意見として、例えば以下の意見があった。
  - 交渉を行うことを否定するものではないが、M&Aの機動性阻害、委員の負担増加による引き受け手の減少に鑑み、「交渉を担うべき」とすることは不適當。（経団連）
  - MBOのように利益相反性が大きい場合は交渉を行うことも考えられるが、支配株主による従属会社の買収の場合、交渉が必要になる案件は想定しにくい。（経団連）
  - 実務では、特別委員会が意見をとりまとめる過程において、対象会社の経営陣、FA、買収者の経営陣に対してインタビューすることもよく行われており、当該インタビューのプロセスが、FAによる企業価値評価の精査や、親会社との実質的な代理交渉として機能している。このような実務上の工夫とこれまでの事例の蓄積を無視して、一律の取扱いを義務付けることには反対。（法友会）
  - 特別委員会が最終的に意見を形成するためには、適切な交渉プロセスが機能することが大前提となるため、交渉主体と第三者委員会の役割（業務範囲）を委員会の組成段階で明確化し、必要に応じて委員会として、適切に交渉が行われるよう交渉主体や第三者算定機関の役割に対する推奨を行うべき。（プルータス）

# 特別委員会（14/22）

## 交渉への関与の在り方（続き）

- 特別委員会が直接交渉を行うことが必要という意見として、例えば以下の意見があった。
  - 諮問への答申だけでは全く不十分であり、相手と直接交渉し、交渉が決裂した場合に当該取引を不成立とする権限を有すべきである。（個人（法律実務家））
  - 提案を評価し、対象会社の代わりに重要な条件について交渉する権限を付与すべき。（個人（機関投資家）③）
  - 第三者特別委員会またはその代表者は交渉プロセスを行うべき。（オアシス）

# 特別委員会（15/22）

## アドバイザー

- 特別委員会が独自のアドバイザーを選任することは必ずしも必要でないという意見として、例えば以下の意見があった。
  - 特別委員会がアドバイスを受けるアドバイザーは対象会社の影響下から独立していることが適当。ただし、一律に「独立のアドバイザーを選任すべき」とすることは、費用対効果、機動性の観点から不適當。（経団連）
  - 特別委員会に対象会社のアドバイザーの指名・選任権を認める場合、対象会社のアドバイザーから任意に意見聴取できる仕組みがある場合等は、独自のアドバイザーの選任は不要。（経団連）
  - 特別委員会に独自にFAを起用する権限を与えることを義務化することについては、慎重に考えるべき。特別委員会がFAを起用して独自に対象会社の企業価値評価を行う場合であっても、その基礎となる対象会社の事業計画、将来キャッシュフロー計画等は対象会社の業務執行者が策定するのであり、これらをベースに複数のFAが行う企業価値評価は、概ね似たような結果となると想定され、時間とコストをかけて複数の企業価値評価を行う意義は乏しい。（法友会）
  - 実務では、特別委員会が意見をとりまとめる過程において、対象会社の経営陣、FA、買収者の経営陣に対してインタビューすることもよく行われており、当該インタビューのプロセスが、FAによる企業価値評価の精査や、親会社との実質的な代理交渉として機能している。このような実務上の工夫とこれまでの事例の蓄積を無視して、一律の取扱いを義務付けることには反対。（法友会）

# 特別委員会（16/22）

## アドバイザー（続き）

- 特別委員会が独自のアドバイザーを選任することが必要という意見として、例えば以下の意見があった。
  - 独自にファイナンシャル・アドバイザーおよび法律アドバイザーを選任できる権限を有することが必須である。（個人（法律実務家））
  - 委員会が独自に独立のアドバイザーを選任すべき。（ストラテジック、オアシス）
  - 特別委員会を代表するために雇われた外部の法律専門家および財務アドバイザーの助力が必要。特別委員会に適切な専門的アドバイスを提供することは、委員会のメンバー自身が戦略的取引を評価する経験を直接有しているか否かに関わらず、意思決定が適切な情報に基づくことを確保する。（個人（機関投資家）③）
  - 独自に選定した独立の財務アドバイザーを雇い、アドバイスを受け、独自に選定した独立の専門家から独立したフェアネス・オピニオンを取得し、取引に十分先立ってこれを公表すべき。（個人（機関投資家）②、個人（企業実務家）①）
- 特別委員会のアドバイザーの資質・選定プロセスについて、例えば以下の意見があった。
  - 第三者特別委員会によって選定されたアドバイザーは、国際的に認知され、ベストグローバルプラクティスに沿って義務を果たす能力を有すべき。（オアシス）
  - 少数株主の過半数が第三者特別委員会が独自に選任したアドバイザーを承認すべき。（オアシス）

# 特別委員会（17/22）

## その他の権限・責任等

- 特別委員会のその他の権限・責任等について、例えば以下の意見があった。
  - 特別委員会は、企業が策定した事業計画が不合理な箇所があると判断した場合には、その点を修正するよう企業に指示をする権限を付与することを明確化すべき。（プルータス）
  - 経営者に対する質問その他会社の情報に確実・速やかにアクセスできる権限・体制。（個人（法律実務家））
  - 取引または代替取引に関する情報をいつでも要求する権限。（個人（機関投資家）②、個人（企業実務家）①）
  - 常設委員会が必要と考えた場合、他の買収者候補と接触する権限。（個人（機関投資家）②）
  - メンバーによって選ばれた常設委員会の委員長は、委員会の意見を代表し、取引を交渉し、常設委員会が必要と考えた場合、および10%以上の株式を所有する株主が主要な取引相手として関与するいかなる提案された取引、または政策保有株の合計が純資産の9%より大きい場合、他の買収者候補と接触する権限。（個人（企業実務家）①）

# 特別委員会（18/22）

## その他の権限・責任等（続き）

- ▶ 第三者特別委員会は、いかなる提案も十分に高い価格または会社を売却するのに適切な水準に達しない場合、取引を行わないことまたはすべての提案を拒絶することを推奨する義務を負うべき。入札における現時点での最高価格は、必ずしも十分な価格を意味しない。（オアシス）

# 特別委員会（19/22）

## 報酬

- 特別委員会の報酬について、例えば以下の意見があった。
  - 原則として当事者の自由裁量とすべき。（経団連）
  - 社外役員が委員となる場合、役員報酬とは別に報酬を支払うことになるのではないか。その場合、会社法上の報酬規制や関連当事者取引開示との関係を整理する必要がある。（経団連）
  - 取引の成立・不成立についてどちらかに偏ったインセンティブが働かない設計になっていることが必要（外部アドバイザーに関しても、同様）。（個人（法律実務家））

# 特別委員会（20/22）

## 情報開示

- 特別委員会に関する情報開示について、例えば以下の意見があった。
  - 設置の事実、構成員、最終答申書の結論は開示すべき。途中経過や最終答申書の詳細な内容は、自由な意見交換の促進、機微情報保護の観点から、開示に適しない。委員の報酬額も、委員のなり手がいなくなるおそれがあるため、開示は不適當。（経団連）
  - 現状においてはまだ十分に人材が育っておらず、当面は完全に利益相反性が解消できておらずお飾りとなりがちな状況が想定されるため、具体的に特別委員会がどのように活動・機能しているかについて、株主が原則として事前、場合によっては事後に十二分に開示・精査できるようになっていることが必要である。（個人（法律実務家））
  - 特別委員会の構成委員についての情報（選定プロセス、属性・選任理由、公正性の検証が可能な知識・スキルを備えているか、役割と責任を理解しているか（宣言・誓約など）、少数株主との利益相反性がないことの保証）。（投資家フォーラム有志の会）
  - 特別委員会の設置は早めに公表すべき。（ストラテジック）
  - 特別委員会の委員が適切に責務を果たしていることを確認するため、議事録および取締役会に提出する意見書または報告書の作成を義務付け、これらを公表すべき。（ストラテジック）

# 特別委員会（21/22）

## 情報開示（続き）

- 委員の報酬については、MBO等の公表時において合わせて公表されるべき。（ストラテジック、オアシス）
- ①メンバーの氏名、②独自に選任した独立の財務アドバイザーの雇用および受けたアドバイスに関する情報、③独自に選任した独立の専門家から取得したフェアネス・オピニオンの内容、④他の買収者候補との類似のまたは代替的取引を検討し、交渉を試みたか否か、⑤他の買収者候補に接触することによりマーケット・テストを行ったか否か、場合によっては競争入札またはその他の競争手続を行ったか否か、⑥提案された取引、潜在的な代替手段および取引に関する特別委員会の推奨についての十分な分析を含む報告。（個人（機関投資家）②）
- 5%超の株式を所有する株主は第三者特別委員会へのアクセスを許可されるべき。加えて、委員会の議事録は3%超の株式を所有する全ての株主に入手可能とすべき。（オアシス）
- 会社、潜在的買収者および第三者特別委員会との間の全ての関係および潜在的利益相反を開示すべき。（オアシス）
- 第三者特別委員会は受領した全ての提案を、交渉して承認された後ではなく、受領直後に開示すべき。（オアシス）

# 特別委員会（22/22）

## 情報開示（続き）

- 全てのアドバイザーに対する支払い、第三者特別委員会による全ての交渉プロセス、第三者特別委員会によって取得され依拠された全てのバリュエーションレポートおよびフェアバリュー・オピニオンレポート、第三者特別委員会によってバリュエーションレポートに利用された全ての基礎資料。（オアシス）
- 第三者特別委員会は、株主からの直接の質問に回答すべき。（オアシス）
- 特別委員会のメンバーの全ての経歴。（オアシス）
- 特別委員会による最高価格を獲得するための交渉の全ての経緯および記録された議事録。（オアシス）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（1/11）

## 機能

- 株式価値算定およびフェアネス・オピニオンの機能を積極的に評価する意見として、例えば以下の意見があった。
  - 株式価値算定は、第三者が算定した公正な株式価値を取得することにより、取締役の善管注意義務を充足する機能。フェアネス・オピニオンは、第三者の評価により公正性を担保し、取締役の善管注意義務を充足する機能。（経団連）
  - 株式価値算定の機能は、適切に取得された情報に基づいて理論的に算定される株式価値の幅を表示し、取締役会や特別委員会が企業価値を判断するための参考情報を提供すること。フェアネス・オピニオンの機能は、第三者算定機関自体が意見形成主体となって一点で決定される取引価格について合理性に関する意見を述べるものであり、取締役会や特別委員会が行う取引価格に関する判断をより直接的に補完する機能。（ブルータス）
  - フェアネス・オピニオンは、善管注意義務を満たしているとの根拠の一つと考えられてもよいが、それ以上の万能薬ではない。（個人（法律実務家））

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（2/11）

## 機能（続き）

- 株式価値算定およびフェアネス・オピニオンの機能に疑問を呈する意見として、例えば以下の意見があった。
  - 株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンを作成する事業者は、会社から報酬を支払われており、会社に厳しい意見を述べると、次回から他の会社からは声がかからないことは容易に想定できる。かような状況で、自分の顧客ではなく、少数株主の利益のために、株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンを作成することを期待するのは極めて難しいと言わざるを得ない。（個人（機関投資家）①）
  - インカムアプローチについては、事業計画は依頼者（買収者）が作成しているという建前になっており、株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンの作成者は、その内容や妥当性についてまったく説明責任を負っていないため、実際は、現行の実務運用の下においては、第三者による価格の正当性のチェック機能は十分には果たされていないと言わざるを得ず、少数株主にとっては、そのような株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンは実質的に公正価値を担保するものではない。すなわち、買収者は、自己の取得価格を正当化できる企業価値算定を目的とする事業計画を作成し、第三者からの形式的なお墨付きをもらっている、というのが実情である。株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンについて、いかにルール作りをして開示を求めても、それを形式的には満たす形での紋切り型の説明にとどまることは目に見えており、司法が実質判断を拒否している現状においては、かかるルールに少数株主の保護を期待するのは極めて難しいと言わざるを得ない。（個人（機関投資家）①）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（3/11）

## 機能（続き）

- 日本の裁判所と買い手の意向を忖度するアドバイザーでは、少数株主にとってフェアな価格算定は期待できない。（ストラテジック）
- 日本においては、フェアネス・オピニオンを取得してもその価格算定は全くフェアではなく単なる株価計算式であり、株価算定書以上の価値は無いのに費用が高つく可能性が高い。（ストラテジック）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（4/11）

## 位置付け・役割

- 株式価値算定およびフェアネス・オピニオンの位置付け・役割について、例えば以下の意見があった。
  - 株式価値算定は、株式価値決定プロセスにおける参考書類であり、取引条件の決定において重要な影響を与える。フェアネス・オピニオンは、直接的には取引条件の決定には影響しない。（経団連）
  - 株式価値算定は、意思決定を行い得る幅を画する。フェアネス・オピニオンは、価格交渉においては、フェアネス・オピニオンの取得を前提とした取引において、これを提供する専門家の賛同も得られなければならないという点で企業側が交渉力を増す一要素として機能することが期待され、取締役および特別委員会の意思決定においては、価格決定の合理性判断が補完される役割。（プルータス）
  - 株式価値算定書は、取引当事者が交渉においてどのような価格を提案するか、どのような価格を受け入れるかの判断を行う際のいわゆる“sanity check”として重要な機能を有する。株式価値算定書自体を交渉の材料とすることは、殆どないと思われる。（個人（法律実務家））
  - フェアバリュー・オピニオンは特別委員会が受け入れるべき最低価格に関するガイダンスとなるべき。（オアシス）
  - 算定は株主にとって可能な限り高い価格を獲得するために採用されるべきであり、後知恵ではなく、交渉の推進力とねるべき。（オアシス）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（5/11）

## 位置付け・役割（続き）

- 可能な限り、生きた入札に合意する取引価格を決定させ、フェアネス・オピニオンは重大な価値の漏出が起きていないかのダブル・チェックとして利用すべき。（カナメ）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（6/11）

## 問題点

- 株式価値算定およびフェアネス・オピニオンの問題点について、例えば以下の意見があった。
  - DCF、最近の価格の平均、類似会社比較、などでは明示的に把握できない支配権を含む潜在価値評価の欠如。最近の価格の平均が不適切であることは、例えばMBO案件発表前に買収側経営者による大幅な減損計上や積極的な先行投資による減価償却費増加による減益などで価格が抑制されている場合が分かりやすい。DCFや類似会社比較でも支配プレミアムの存在を忘れていたりあるいは対応を避けていると思われることが多い。（投資家フォーラム有志の会）
  - 日本の市場の特異性は、株主総会で機関投資家が合理的な理由で反対しても、反対比率はせいぜい30%程度で、そのような状況で経営陣を変えることはできないし、TOBを外部から掛けても成功しないという状態の株価形成がされているところにある（海外より大きいコントロール・ディスカウントの可能性）。このような市場の価格形成に対して支配株主になるプレミアムが海外と同じでよいとする論理は全体を把握できておらず一貫性・整合性を欠く。（投資家フォーラム有志の会）
  - 株式価値算定およびフェアネス・オピニオンは、しばしば、事業の潜在的な価値をほとんど参照することなく、当事者間で既に合意された価格を形式的に承認する（rubber-stamp）ために利用されている。（オアシス）
  - 日本の投資銀行は少数株主の権利よりも顧客の意向を優先させるプレッシャーを受けている。「フェアネス」オピニオンは、エージェンシー問題に満ちており、通常買収者にとって「より公正」である。（カナメ）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（7/11）

## 取得の要否、効果、弊害等

- 株式価値算定およびフェアネス・オピニオンの取得の要否、効果、弊害等について、例えば以下の意見があった。
  - 株式価値算定は原則的に取得すべき。フェアネス・オピニオンの取得は対象会社の判断に委ねるべき。フェアネス・オピニオンは、取得に要するコストが高額であり、案件の金額規模によっては過大となるため、一律に「取得すべき」とするとMBO等の妨げとなる。（経団連）
  - 株式価値算定書は、MBOや親会社による上場子会社の完全子会社化のみならず、上場会社の買収に当たっては、これを取得するプラクティスがすでに確立しており、新たに指針を設ける意義に乏しい。フェアネス・オピニオンは、取得するか否か、その内容・発行手続はプラクティスに委ねるべきであり、一律の義務付け等にはなじまない。（法友会）
  - 株式価値算定は、取締役と特別委員会が株式価値に関する意見形成を行うにあたり、取得が必須。フェアネス・オピニオンは、取締役会や特別委員会のみでの判断では十分な合理性を説明しえない可能性がある場合に、専門的な外部者に独自の意見提供を求めるのは有用な手段。（プルータス）
  - 弊害はない。プロセスの一環であり、中心ではないが、役に立つ。（カナメ）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（8/11）

## 算定内容

- 株式価値算定内容について、例えば以下の意見があった。
  - 算定においては、すべての現金および証券は非運転資本とみなすべき。運転資本の定義は公開の独立した研究によるべきであり、経営陣の気まぐれによるべきでない。（オアシス）
  - 国際的なスタンダードが利用されるべき。0%の成長率を適用することは、日本では一般的であるが、国際的には一般的でなく、もはや許容されない。（オアシス）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（9/11）

## 第三者評価機関

- 第三者評価機関について、例えば以下の意見があった。
  - 企業から提供された情報を株式価値算定に利用可能か分析、検討を行わずに用いている場合や、外部機関から取得した情報を論理性、合理性の検討をすることなくパラメータとして用いている場合、主観的、恣意的な数値を用いている場合など、機械的な算定を行う機関もある。（プルータス）
  - 第三者評価機関には高い専門性と独立性が求められる。専門性の判断については同種の取引等への関与実績や関連する論文等の文献の検討が有用。独立性の判断については、企業との継続的契約や過去の取引関係の検討と、取引成立による成功報酬の有無の検討が有用。（プルータス）
  - 特別委員会が、恣意的な判断をおこなうインセンティブがない報酬体系のもとで独自に選定し採用すべき。（個人（法律実務家））
  - ゲートキーパーとして一定のレピュテーション・リスクを負える投資銀行等。ただし、他方このような投資銀行は、取引が多岐にわたるなど利益相反関係が多くなる傾向があるので採用するにあたり注意を要する。（個人（法律実務家））

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（10/11）

## 第三者評価機関（続き）

- 独立FAについても投資家は利益相反性の疑いは皆無ではないと考えている。例えば、投資銀行はディールのアドバイザー当事者になることもあれば、第三者意見の立場に回ることもある。仮に独立FAが買収者側の提示価格を全面否定したら、次のディールには指名されなくなるなど、相互依存関係にあるのではないかと疑っている。  
（投資家フォーラム有志の会）
- フェアバリュー・オピニオンの発行者はそのオピニオンについて受託者責任を負うべき。（オアシス）
- 特別委員会の独立したメンバーにより選任された真に独立したファームがフェアバリュー・オピニオンを行うべき。  
（オアシス）
- 公正であると主張する価格で業務を行う義務を負わない場合、第三者のフェアネス・オピニオンに疑念を抱く。  
（カナメ）
- 独立性が信頼性である。（カナメ）

# 株式価値算定、フェアネス・オピニオン（11/11）

## 情報開示

- 株式価値算定およびフェアネス・オピニオンに関する情報開示について、例えば以下の意見があった。
  - 算定における仮定、成功報酬などの報酬の設定、対象取引以外の点からの利益相反がないかなど、算定の客観性に影響を及ぼし得る詳細な情報の開示がなされるべきである。フェアネス・オピニオンについても同様である。（個人（法律実務家））
  - 選定過程、利益相反性（フィーの計算も含む。）および仮定を含むオピニオン自体の開示が必要。（個人（法律実務家））
  - 株式交換の場合、単なる算定における比率のレンジおよびフェアバリュー・オピニオンレポートではなく、算定における株式価値のレンジを開示すべき。（オアシス）
  - オピニオンの前提条件となる全ての関連する情報および全てのバリュエーション・オピニオンは、全ての関連するフィナンシャル・モデルを含めて、適示に日本語および英語で一般に公開されるべき。（オアシス）
  - オピニオンの提供者に対して支払い可能な全ての手数料を開示すべき。（オアシス）
  - 全ての不動産の時価を開示すべき。（オアシス）
  - 発行手続は、全ての少数株主に対して、議決権行使の前に開示されるべき。（カナメ）

# マーケット・チェック（1/7）

## 共通

- マーケット・チェックについて、MBOおよび支配株主による従属会社の買収に共通する意見として、例えば以下の意見があった。
  - 「より高い売値」と「公正価格」は同一ではない。株価が存在する上場会社の買収において、入札を実施したり、当事者間の契約締結後に対抗提案を積極的に勧誘すること（いわゆるgo-shop）を求めたりすることは、必ずしも価格の公正性の確保に資するとは認識していない。マーケット・チェックを行ったことで取引情報が漏洩し、株価が「公正価格」を超えて変動するケースや、かかる株価の変動により取引自体が成立しなくなるリスクがある。特に親会社による上場子会社の完全子会社化の場合、真摯な対抗提案が親会社以外の者から出てくるとは考えにくく、「より高い売値」の実現だけを目的とする者の出現を助長し、ひいては意義あるM&A案件の成立の支障となりかねない。（法友会）
  - 金商法による最低20営業日という周知徹底期間の短さが対抗ビッドが出にくい原因であると考え。MBOや子会社買収は特に買収者側が大量のインサイダー情報を持っている一方で、外部の投資家が改めて同等の情報を獲得することは短期では難しい。価格付けをできるだけ適切に行うためには、対抗ビッドが出やすい環境を作っていくことが望まれる。（投資家フォーラム有志の会）
  - 日本で対抗馬が出てこないのは、「出来レース」だからとの意見が多い。発表した時はもう内輪で決まっている。価格の合理性が優先するとの信頼がされていない。（投資家フォーラム有志の会）

# マーケット・チェック（2/7）

## 共通（続き）

- 被買収会社の取締役会は、自らの責務を株主利益の最大化であると理解したうえで、第三者からの買収を前提としたデュー・デリジェンス要請にも応じ、敵対的買収を排除しないようにして、マーケットメカニズムが働くようにすべき。（ストラテジック）
- 市場本位の価格発見（market-based price discovery）は、裁判所の専断的な評価よりもはるかによい決定要因である。対象会社が取締役会が推奨する取引を実行に移す場合、取締役会は競合提案を考慮するよう義務付けるべきである。（個人（機関投資家）②）
- マーケット・チェックを行うことは、全ての株主の公正な取扱いを確保するために必要。当初のマーケット・チェックおよび積極的なGo Shopプロセスが理想的なプラクティスである。（オアシス）
- 買収提案がなされた場合、入札手続の透明性を確保することは取締役会の責任である。（カナメ）

# マーケット・チェック（3/7）

## MBO

- MBOにおけるマーケット・チェックについて、例えば以下の意見があった。
  - MBOの場合、当初よりオークションを行いこれを通じたマーケット・チェック（fiduciary-outとしてのマーケット・チェックではなく）が適正に行われていることが必要となる。この場合、もちろん適正な情報の開示が行われていることが前提となる。適正な開示と言えるためには、事実関係・法律関係の要約にとどまらず、時系列、契約等の背後の資料も開示されることが必要である。（個人（法律実務家））
  - MBOの際のマーケット・チェックは、当初よりオークションまたは複数の潜在的候補者に個別に打診する方法によることが望ましい。一定の場合にはMBO当事者との契約が済みその後Fiduciary-outとして行われるGo-shopによるマーケット・チェックが適切である状況も考えられるが、他のビッドャーは経営者が関与しないとなると情報の非対称性や経験のある経営者の知恵・手腕も利用できないなど不利な条件のもとでのビッドを差し控える傾向があるので、効果的なマーケット・チェックを行うには、このような不利な状況を回避した「レベルプレーイングフィールド」が確保されたフェアなGo-shopの設計が必要である。たとえば、他のビッドャーにとっては追加コストとなるブレイク・フィーのレベルを下げる、他のビッドャーの経営者に対する情報や戦略面での質問その他のアクセスを確保する、当該ビッドャーと経営者との共同がももとのスポンサーとの関係で契約上・事実上制限されていない、MBOの当事者のマッチング権を制限することなどの条件下でのみ認められるべきである。（個人（法律実務家））

# マーケット・チェック（4/7）

## MBO（続き）

- 全てのM&Aの提案の検討においてより均等な機会を確保することは、MBOを計画する経営チームに対して、競合する外部の入札のリスクを最小化するために当初の値付けを株主にとって公正な価格で行うインセンティブを与える。（個人（機関投資家）③）

# マーケット・チェック（5/7）

## 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におけるマーケット・チェックについて、例えば以下の意見があった。
  - 一律に「行うべき」と定めることは不適當。理由は、①支配株主による従属会社の買収の場合、対抗TOBはまず起こらないにも関わらず、時間・コストがかかり、機動的な完全子会社化が妨げられる。②誰が最終的に買収するか分からない段階では営業秘密の保護等に配慮せざるを得ず、結果として、役員・支配株主よりも有力な買い手を見つけることは難しい。③濫用的・悪質な買収提案や、真に買付けを行う意思のない妨害的な提案に対する対応方針が明確でない。（経団連）
  - 支配株主による従属会社の買収の場合、第三者が、マイノリティー株の全部だけを取得しようとすることはほとんどないため、通常マーケット・チェックは実際上あまり機能しない。（個人（法律実務家））
  - 支配株主の取締役の善管注意義務の観点からは、第三者からのより高い価格の提案は受け入れるべきであるが、取締役会において、企業価値・株主価値の最大化の優先順位が極めて低い日本においては、支配株主自らが買収しようとしていた従属会社の株式を、買収を断念して第三者に譲渡する決定をすることは、価格がいかに高いとしても、期待できない。その結果、そのような支配株主の行動を前提とするような提案が、第三者からなされることもない。（個人（機関投資家）①）

# マーケット・チェック（6/7）

## 支配株主による従属会社の買収（続き）

- 支配株主による従属会社の買収においては、支配株主の持分が売却されることが事実上ないことから、「支配株主の買収価格以上の条件ならば、支配株主はその持分を売ることを約束する」といった条件のない限り、コントロールプレミアムを支払うことのできる他の買収者が現れることはなく、マーケット・チェックは実質的な意味を有さない。日本においては、そういった前提が全くないにもかかわらず、形式的に、TOB期間を長時間確保したり、契約上、対象会社に、より良い提案があったら交渉する義務を負わせる実務が存在するが、これは実質上意味のない規定であるにもかかわらず、あたかも公正なプロセスであるかのような形式を整えることのみを目的としているものであり、少数株主の保護の観点からは望ましいプラクティスではない。（個人（機関投資家）①）
- 親会社取締役としては、自社の完全子会社とすると決定した後であっても、第三者のTOBに応じた方が良いのかについて、当該第三者のTOB価格も踏まえた上で、善管注意義務に従って真剣に検討すべき。（ストラテジック）
- 株主の存在によってマーケット・チェックを軽視すべきでない。少数株主の保護にとって理想的な場合は、買収者が支配株主の値付けよりも高い価格を提案した場合、支配株主はより高い価格で対抗するか、または当該価格で当該他の提案者に株式を応募すべきである。（オアシス）
- マーケット・チェックは概念的には効果的であるが、親子会社間の買収においては実行し難い。（カナメ）

# マーケット・チェック（7/7）

## 競合する買収提案を受けた場合の対応

- 競合する買収提案を受けた場合の対応について、例えば以下の意見があった。
  - 特別委員会が認める買い手候補には、デューデリジェンスをさせるべき。（ストラテジック）
  - 必要な秘密保持契約の締結を条件に、全ての潜在的な買収者に対して、デューデリジェンス、データルームおよび経営陣への公平なアクセスを与えるべき。（オアシス）

# Majority of Minority条件（1/7）

## 機能

- MOM条件の機能について、例えば以下の意見があった。
  - 支配株主による従属会社の買収は、MBOよりもMajority of Minorityの条件が必要となる取引である。この場合、Majority of Minorityの条件は、支配株主による従属会社の買収における実質的な自己取引としての利益相反を回避し独立当事者間取引と同じ構造の手続とするため少数株主の意思決定を求めるものとしての位置付けを有する。しかし、Majority of Minorityがあれば問題がないということではなく、情報の非対称性の問題がなく少数株主の集合行為問題を回避する役割を担う特別委員会による支配株主との交渉およびこれに基づく情報開示が適切に行われており、株主はこれに基づいて判断していることが大前提となる。（個人（法律実務家））
  - ディスカバリーの制度がなく、かつ裁判所が少数株主の保護に消極的である日本においては、MBOや支配株主による従属会社の買収においては、公正なプラクティスとして、(1)イギリス、フランス、ドイツのように90%または95%という高い数値をスクイズアウトのための条件とするか、または(2)MOMの条件の設定を要請することが、唯一効果的な少数株主保護の方法である。（個人（機関投資家）①）
  - 細かい形式的なプロセスに関するルールを策定するのではなく、単純にMOMを用いることが、買収手続の重点が煩瑣な形式面から実質に移行することから、プロセスの手間の削減という観点からも望ましい。（個人（機関投資家）①）

# Majority of Minority条件（2/7）

## 機能（続き）

- 特別委員会、株式価値算定書・フェアネス・オピニオン、マーケット・チェックはいずれも少数株主を保護する方向で機能していないことからすれば、これらはMOMを代替するものとはなり得ない。（個人（機関投資家）①）
- MOM条件の設定は、経営陣が少数株主にとってより公正な価格を追求し、合併を正当化する開示を促進することを確保する。（オアシス）
- MOM条件は公正性の重要な試金石（litmus test）である。（カナメ）

# Majority of Minority条件（3/7）

## 設定の要否、弊害等

- MOM条件の設定の要否、弊害等について、例えば以下の意見があった。
  - 会社法が認める支配株主の権利を不当に制限することになるため、設定は不適當。（経団連）
  - 少数株主に拒否権を与えるものであり、会社法上、組織再編や株式併合等によるスクイズ・アウトの手続の中で、少数株主に拒否権を与える代わりに少数株主に株式買取請求権が付与されていることと両立せず、会社法の改正なくして、制度化するのは不適當。支配株主に対する一定の牽制にはなり得るものの、公正価格であるにも拘わらず公開買付に不応募とする行動がパッシブ投資家などに顕著であること、「より高い売値」の実現だけを目的とする者等による濫用も懸念される。各社がそれぞれの事情に応じて採否を検討すべきものであって、一律にベストプラクティスと位置付けられるものではない。（法友会）
  - Majority of Minority条件を課すとすれば、支配株主による従属会社の買収が成立しない可能性は高くなるが、支配株主による従属会社の買収に経済合理性が十分でない場合に安易にこれを試み、経済的に悪いスクイズ・アウトを行うことを阻止する役目を果たすもので、このような積極的な面も評価されるべきである。  
（個人（法律実務家））
  - MOM条件は、MBOの場合のみではなく、従属会社買収についても適用されるべき。子会社に限定することなく、10%以上の主要株主である大株主である企業が行う買収であれば、同様に扱うべき。（ストラテジック）

# Majority of Minority条件（4/7）

## 設定の要否、弊害等（続き）

- 既に有意の株式を所有する株主が関与するいかなる取引、または対象会社に著しい水準の忠実な株主が存在する場合におけるいかなる取引においても、MOM条件が要求されるべき。忠実な株主は、条件に関わらず、ほぼ間違いなく経営陣の希望に従い、したがって、独立当事者間の少数株主とは異なる利害を有する関連当事者として行動する。（個人（機関投資家）②）
- MOMの承認は、少数株主を保護し、会社のフルバリューを獲得し、多数派株主または最大株主が会社を客観的に獲得可能な価格よりも低い価格で買収することを防ぐために必要な絶対的最低条件である。（オアシス）
- MOM条件を設定することの意図せぬ結果は、企業が関連のある株式保有を深めるという予想に反するインセンティブを持つこと。（カナメ）

# Majority of Minority条件（5/7）

## Minorityの範囲

- Minorityの範囲について、例えば以下の意見があった。
  - MBOにおけるマネジメント、スポンサー以外の者であっても一定の利益相反のある株主は“Minority”から除外されるべきである。対象会社買収における支配権株主以外の株主で支配権者の影響下にあるなどして利益相反のある者もMinorityから除外されるべきである。これらの者の具体的範囲は、取引の具体的事情によって異なり得る。（個人（法律実務家））
  - 安定株主は多くの場合買収されようとする会社との事業上のメリットを受け取ることを目的としており、買収価格の適切さにインセンティブが低いことが多い。それゆえ事業上の目的のための安定株主が価格付けなどに興味を持たず、現経営陣の継続を望むことでその他の少数株主と価格付けに対する利益相反が起こる。（投資家フォーラム有志の会）
  - 政策保有株主は少数株主には算入すべきではない。買収提案者と関係ない少数株主の多数が賛成することで、公正性が担保されるとの考え方からは、無条件で取締役会の提案に賛成する政策保有株主を少数株主と定義することはできない。この政策保有株主か否かの判定は、最終的には特別委員会が被買収会社に対し、当該株主との取引関係や株主となった経緯等を確認して行うことになる。（ストラテジック）
  - 忠実な株主（allegiant shareholders）も関連当事者の定義に含めるべきである。（個人（機関投資家）②、個人（企業実務家）①）

# Majority of Minority条件（6/7）

## Minorityの範囲（続き）

- 「Minority」は、対象会社が純投資以外の目的で株式を所有する全ての株主の議決権を除外して定義すべき。（個人（企業実務家）①）
- 議決権の不行使は合併に反対の議決権行使とみなすべきである。（オアシス）
- 提案者の全ての関連当事者は少数株主とみなされるべきではない。（オアシス）

# Majority of Minority条件 (7/7)

## Majorityの考え方

- Majorityの考え方について、例えば以下の意見があった。
  - 特別決議について2/3 の賛成が要求されている場合には、“Super Majority of Minority of Minority”が要求されるということになろう。(個人 (法律実務家) )
  - 会社再編である以上は少数株主の2/3超の応募または賛成を必要とすべき。(ストラテジック)

# 情報開示（1/4）

## 全般

- 情報開示全般について、例えば以下の意見があった。
  - 取引所が定める開示基準では何が不足しているかを明らかにすべき。（経団連）
  - 支配株主による従属会社の買収の場合、MBOよりも情報の非対称性が小さいため、MBOと同程度の範囲を設定すべきでない。特に、上場株式を対価とする組織再編の場合、市場株価が存在しているため、情報開示の必要性は低い。（経団連）
  - 会社法、金融商品取引法または東証上場規則等が、少数株主保護の観点から、上場子会社側に必要十分な開示義務を課しており、新たなルールを設ける必要はない。（法友会）

# 情報開示（2/4）

## 機能

- 情報開示の機能について、例えば以下の意見があった。
  - 取引の公正性を損なう行動が行われているのではないかという懸念を解消する。（経団連）
  - 情報の非対称性の回避には、特別委員会レベル、株主レベルおよびマーケット・チェックにおけるMBOの当事者以外の第三者ビッドに関する情報の非対称性がある。（個人（法律実務家））
  - 情報開示は、全ての株主にとっての正確で公正な価格を獲得することに役立つ。完全な開示は、投資家が情報を得た上での決断（informed decision）を行い、取締役会、特別委員会および投資家同士と適切な対話を行うことに役立つ。（オアシス）
  - 日本の裁判制度にはディスカバリーの制度がなく、将来のリーガルリスクが著しく低いことから、利益相反関係が現実化している状況で、会社が自己に都合の悪い情報を隠すことを効果的に防止する方法はないと言わざるを得ない。したがって、現行の裁判制度を前提とするかぎり、情報開示のみによって、少数株主の保護を実現するのは、論理的に考えて極めて難しいと言わざるを得ない。（個人（機関投資家）①）

# 情報開示（3/4）

## 開示することが望ましい情報

- 開示することが望ましい情報について、例えば以下の意見があった（特別委員会、株式価値算定およびフェアネス・オピニオンに関する情報開示については、上記参照）。
  - 株主に対してなるべく情報の非対称性がなくなるように開示さされるべき。特別委員会においても、情報開示についてのイニシャティブを与えるべき。特に、株主に対する開示については、米国における1934年証券取引所法Rule 13e-3及び米国デラウェア州会社法関連の判例で情報開示に関するものが参考になる。（個人（法律実務家））
  - 投資家にとって重要なのは、価格の公正さであり、その検証の機会を与えるためにも、価格算定の根拠となった情報や価格算定方法のより詳細な開示が望ましい。（個人（機関投資家）①）
  - 特別委員会で買収者のバリュアップシナリオを明確化し説明責任を課せれば、少数株主にも潜在的対抗者にも判断材料にはなるため、非公開後の経営計画、買収価格の前提条件・前提シナリオを開示すべき。また、交渉経緯と結果、買収価格についての公正性検証についての意見も開示すべき。（投資家フォーラム有志の会）
  - 潜在的買収者および取締役の間のすべての関係および潜在的利益相反を開示すべき。（オアシス）
  - 英語および日本語の開示を同時に行うべき。（オアシス）
  - 全ての開示は適時に行うべき。（オアシス）

# 情報開示（4/4）

## 開示が困難な情報

- 開示が困難な情報について、例えば以下の意見があった。
  - 具体的な事業計画その他営業秘密に関する情報。（経団連）
  - 企業価値評価の前提となる情報の中には多くの企業秘密が含まれるため、情報開示に一定の制限がある。（法友会）
  - 対等な交渉ができるような情報の開示は求められるべきであるが、それ以上の開示は求めるべきではない。（個人（法律実務家））
  - 対象会社に損害を与えない範囲で推奨される。（カナメ）
  - 将来の見通しに関する記述。（カナメ）

# その他の論点（1/8）

## ハード・ローによる対応

- ハード・ローによる対応について、例えば以下の意見があった。
  - スクイズアウトについては、最低67%のハードルは低すぎる問題がある。任意の努力で引き上げるのではなく規制で9割以上にすべき。（投資家フォーラム有志の会、オアシス）
  - 金融庁、法務省、東京証券取引所およびその他の政策決定／規制主体の間の協調的な取組みによる、利益相反取引の現実に対処するために必要な会社法等のハード・ロー、上場基準および年金ガバナンスの総体的、統合的でより効果的な一連の改革が必要。（個人（機関投資家）②、個人（企業実務家）①）
  - 取締役の株主に対する義務について明確化することはマーケットにとって有益である。十中八九、これは、会社法を改正し、取締役の関連当事者取引の場合に適切な手続に従う義務、および新株発行の価格と手続における公正義務を明確化することを必然的に伴う。同時に、株式買取請求権の改正もおそらく必要だろう。（個人（機関投資家）②）
  - 提案された取引の実行前に、公正についての適切な判決がなされるまで当該取引を延期する差止命令を株主が裁判所に対して求めることを可能にする明確な仕組みは有益である。（個人（機関投資家）②）
  - 不公正が明白である場合に原告株主となり得る者が訴訟または差止命令の要請を支持する証拠として十分な情報を取得することを可能とするために、民事訴訟における強化されたディスカバリー制度は有益である。（個人（機関投資家）②）

## その他の論点（2/8）

### ハード・ローによる対応（続き）

- 買収防衛策を禁止するとともに、義務的公開買付けが必要となる水準をより低く（30%）すべき。（個人（企業実務家）①）
- 独立または社外取締役による業務執行に関する責任のリスクの懸念なく常設委員会による交渉等を可能にするため、関連する証券取引法および会社法の規制を改正すべきである。（個人（企業実務家）①）
- レブロン義務およびユノカル基準に類似した明確なルールが、最初はガイドラインにおいて、可能な限り速やかにハード・ローにおいて、必要である。（個人（企業実務家）①）
- 会社が財政難にある場合を除き、30%超の株式を有する支配株主に対する第三者割当を禁止すべき。投資前の20%超の希釈化をもたらす、按分比例によらないいかなるタイプの株式の発行も、事前の株主の承認を必要とすべき。（個人（企業実務家）①）
- 関連当事者および関連当事者取引を構成する最低限の範囲をコーポレートガバナンス・コードにおいて詳細に定義するとともに、有価証券報告書においてあらゆる関連当事者取引の全面開示を要求すべき。（個人（企業実務家）①）
- 違反の場合に株主が明確な法的救済手段を有さない拘束力のないソフト・ローとしてのガイドラインは、経営陣や支配株主が内在する利益相反や自己利益を有する基礎的な企業間取引において株主の利益を十分に保護するためには不十分である。（ACCJ）

## その他の論点（3/8）

### ハード・ローによる対応（続き）

- 上場企業の経営陣において構造上または実際上の会社との間に利益相反性がある事項につき、取締役会承認決議を行ったことが取締役の善管注意義務に違反した旨を主張して提起される株主代表訴訟に関しては（例外として、当該決議が独立社外取締役のみで構成される「特別取締役会」による場合を除き、）立証責任を原告株主から被告取締役に転換すべき。支配株主との取引の場合、立証責任を転換するためには、MOM条件の設定等の追加的な手続を講じるべき。（個人（機関投資家）②、個人（企業実務家）①、ACCJ）
- すべてのメンバーが独立社外取締役のみで構成される「特別取締役会」に対して取締役会がその専決事項の決定を正式に委任することを認める改正も行われるべきである。（ACCJ）
- エクイティ・ファイナンスの場合、経営陣が他の株主を犠牲にして特定の株主の所有権のラインを変えるために第三者割当を利用する不公正な実務を不可能にするために、上場会社は、第三者割当ではなく、募集または売出しを利用すべきである。（個人（機関投資家）②）
- 部分買付け後に第三者割当を行う2ステップでのM&Aに大きな懸念がある。①自己株式は発行済株式の1%に制限すべき。②部分買付けの利用を検討すべき。特に、株式を取得するために公開買付けを利用することなく、対象会社が買収者に対して第三者割当を行うことを違法とすべき。③最良の公開買付けのescalationを研究すべき。（カナメ）

# その他の論点（4/8）

## 裁判手続における審理

- 裁判手続における審理の在り方について、例えば以下の意見があった。
  - MBOおよび支配会社による従属会社の買収に際してなされる公正な価格決定の申立て手続きにおいて裁判所が実際の取引価格をそのまま公正な価格として取り扱ってよいのは、そのような取引の価格が「ベター・プラクティス」ではなく「ベスト・プラクティス」に準拠した取引の手続きを踏んで行われた場合に限られるべきである。例えば、MBOの場合については、Revlon Dutyに基づく最高価格を得る手続が實際上理想に近い状況において機能している場合にのみベスト・プラクティスとして取り扱われるべきである。（個人（法律実務家））
  - 利益相反取引の法的検討を拡大し、価格の公正さに加えて、少数株主の利益を保護するための取締役会のプロセスの精査を含めることが日本のマーケットにとって有益である。（個人（機関投資家）②）

# その他の論点（5/8）

## 上場子会社

- 上場子会社の在り方について、例えば以下の意見があった。
  - 上場子会社においては、支配的な株主が存在しない上場会社よりもガバナンス体制は厳格であるべきである。例えば、上場子会社については、親会社が持てる議決権は20%未満、上場子会社は過半数か3分の2以上の独立社外取締役を選任し、親会社からの支配権を取り除くことを条件とするなどしないとこの問題は解決しない。（投資家フォーラム有志の会）
  - 過半数を支配された上場会社を上場資本市場から最大限排除すべき。上場子会社は公的な制裁措置を通じて推奨しないこととすべき。（カナメ）

## その他の論点（6/8）

### 支配株主の信認義務

- 支配株主の信認義務について、例えば以下の意見があった。
  - 個別性の高い個々M&A取引に関し、誰が買収者であるかに基づき取引類型を検討するよりも、MBOを含むすべての非上場化M&Aにおいて、買い手の支配株主としての持分を通じた経営コントロール度に応じて少数株主が一定の保護を得られるスタンダードを確立すべき。上場会社の議決権の3分の2超を所有する支配株主に対し、少数株主へのFiduciary Duty（信認義務）を課すような行為標準を定めることを提案する。支配株主の行為標準の例としては、「支配株主と対象会社間の取引や契約の開示」、「支配株主と対象会社取締役との間の取引や契約の開示」に加えて、「（存在する場合は）それら契約がアームズレンクスである旨の表明」をすることを標準とする。加えて、「対象会社の非上場化を通じた少数株主のスクイズアウトを行う際は、対象会社の取締役会が速やかに意見表明をすること」を標準とする。ただし、「公開買付から非上場化までを同じ条件で一連の取引として行う場合においては、90%超の議決権所有ができた以降は支配株主の行為標準である開示や表明を求めない」という標準の導入も、併せて検討いただきたい。支配株主に対し、上記のような少数株主へのFiduciary Duty（信認義務）を課すような行為標準を定めることにより、MOM条件を標準とすることは必ずしも必要なものではなくなる。（個人（企業実務家）②）

# その他の論点（7/8）

## 企業買収に関する承認機関の設立

- 企業買収に関する承認機関の設立について、例えば以下の意見があった。
  - 市場専門家（規制当局、会計士、弁護士、銀行家、バイサイド投資家およびその他のステークホルダーの代表者を含む）から成り、経済産業省、金融庁または東京証券取引所が指定する企業買収の承認委員会を設立し、300億円超のすべての関連当事者取引（現在の株主との合併、MBO等の経営陣が重要な当事者となる取引を含む）について、M&Aプロセスの適切な実行を承認し、合理的に公正な価格がもたらされることを確保する。（オアシス）

# その他の論点（8/8）

## その他

- その他、例えば以下の意見があった。
  - 個別案件の価格付けの検討に投資家が参加する方法は打開策の一案である。インサイダーとなるのでうまく第三者的投資家を探す必要はあるが、少数株主、通常（持ち合いなどではない）株主あるいは非株主の投資家代表が価格付けを含む検証を行えるようにできれば、根強い不信感払拭に効果的である。（投資家フォーラム有志の会）
  - 株式交換の場合、単なる株式交換比率ではなく、絶対的な最低価格またはfloor priceを設定すべき。（オアシス）

## **3. 事務局ヒアリング概要報告**

# 事務局ヒアリング概要報告（1/9）

- 平成31年1月25日に事務局ヒアリングを実施し、各スピーカーによるプレゼンテーションおよび委員との質疑応答を行った。
- 各プレゼンテーションの概要は、次ページ以降のとおり。

- 実施日時：平成31年1月25日（金）14時00分～16時30分
- スピーカーおよびプレゼンテーションのテーマ：

テーマ	スピーカー
「独立委員会の独立性確保について」	RMBキャピタル パートナー 細水政和様
「企業価値評価実務の現状とファイナンス理論からの考察」	早稲田大学大学院経営管理研究科（早稲田大学ビジネススクール） 鈴木一功様
「新MBO指針等公正なM&Aの在り方に関する考察と意見」	株式会社アイ・アール ジャパン 代表取締役社長CEO 寺下史郎様 （北村雄一郎様、今戸智恵様）
「利益相反構造が存するM&Aにおける取引条件の公正さを担保することに資する措置の各論点について」	祝田法律事務所 弁護士 川村一博様（西岡祐介様、清野訟一様）

# 事務局ヒアリング概要報告（2/9）

## ①細水様プレゼンテーション概要

- 日本のMBO・TOBのプラクティスに対する海外投資家の評価は低く、日本の株式市場の信用性に関わる問題となっている。不利な立場にある少数株主利益の保護の観点からMBO指針を改訂し、少数株主が安心して投資できる、より公正な市場制度にすることが必要。
- 独立委員会は「中立的な立場」に立つのではなく、少数株主の利益を代弁すべき。「公正な価格」は、買付者と（独立委員会の影響下にある）取締役会との交渉の結果決まるもの。
- 独立委員にはより高度な独立性が求められ、厳格な独立性のチェック・開示が必要。社外有識者の選任は、利益相反関係を断絶するため、社外役員のみで行うべき。
- 利益相反関係を確実に断絶するため、独立委員会独自のFA・算定書、リーガルアドバイスは不可欠。既存のFA・算定書、LAの追認・流用では、利益相反関係の断絶が期待できない。重複選任によって生じるコストは、得られるメリットや取引全体の金額と比べれば重要ではない。
- MBOと完全子会社化の取引類型にかかわらず、独立委員会の設置など少数株主保護の仕組みは必須。

# 事務局ヒアリング概要報告（3/9）

## ①細水様プレゼンテーション概要（続き）

- 社内取締役は、MBO・完全子会社化後の雇用関係の継続性を考慮すると独立性に欠けると言え、そのような社内取締役に交渉を委ねることは少数株主の利益にならないのではないかと懸念が示された。
- 独立委員会の答申書、取締役会側・独立委員会側の株価算定書は、本来は少数株主のためのものであり、積極的に情報開示すべき。

# 事務局ヒアリング概要報告（4/9）

## ②鈴木様プレゼンテーション概要

- DCF法の割引率（中心値）は2.75%～16.15%に分布しており、ばらつきが大きい。恒久成長率を0%として計算すると、同一キャッシュフロー企業でも現在価値に5.8倍の差が生じ、「何でもあり」という印象。割引率を操作することでDCF法によるレンジを合わせている、すなわちDCF法の割引率が算定結果の調整項目化している懸念。
- DCF法の割引率には各ファクターに操作し得る要素があるが、特に小規模の企業に対してサイズ（小規模）プレミアムを適用するという慣行が存在しており、一律に3%～10%を加えるなど、割引率を一気に引き上げる作業が行われている。
- 現在適用されているサイズプレミアムは、1年毎に規模別10分位ポートフォリオの組み換え（リバランス）を行うという計測方式が採用されている結果、過大なものとなっていると思料される。
- アルパインとアルプス電気の経営統合事案では、アルパイン側が依頼した2社の企業価値算定機関間でサイズプレミアムの適用の有無が分かれた結果、割引率が大きく異なる結果となっているなど、外部から不透明感を抱かれるおそれがある。

# 事務局ヒアリング概要報告（5/9）

## ②鈴木様プレゼンテーション概要（続き）

- 東証の適時開示における「割引率」の内容（株主資本コストか加重平均資本コスト（WACC）か）の明確化が必要。割引率の算定根拠についても、用いた変数がある程度開示することが望ましい。開示を充実させれば不適切な操作等はやりにくくなるため、自ずと規律が働く。
- 当事会社がシナジー込みのバリュエーションを実施し、判断材料として手元に持っているケースもある。しかし、これらを算定書として外部に開示することは、数字が独り歩きしてしまうおそれがあり、予測値に対する裏付けも困難であることなどから、非常にハードルが高いと思われる。

# 事務局ヒアリング概要報告（6/9）

## ③寺下様・北村様・今戸様プレゼンテーション概要

- 日本の株式市場は、外国人株主のプレzensの増加、個人株主育成活動の高まり等により、世界で最もダイバーシティーが進んでいる。発行体（上場企業）の側も、社外取締役の選任が増加する等、MBO指針策定時とは抜本的に異なる状況にある。
- 改訂指針において強化されるべき視点は、少数株主の保護。第三者委員会を形だけ作ればよいとみられることもあるので、少数株主保護の視点を取り入れた、真の意味での独立性の担保ならびにConflict of Interestを考慮した委員会構成委員、FA、LA等のアドバイザーが選定されることを示唆すべき。多くの企業においてはConflict of Interestの理解が不十分。
- MBO提案が出された場合、即第三者委員会を設立しその判断を丸投げすることが横行している。MBO提案に対する取締役の善管注意義務の内容を整理することが重要。
- 第三者委員会の委員に「MBOを成立させるための委員」が選定されることがある。委員および選定要件の厳格化が必要。

# 事務局ヒアリング概要報告（7/9）

## ③寺下様・北村様・今戸様プレゼンテーション概要（続き）

- レブロン義務がグローバルM&A進展の背後にある事実は重要。日本での同基準の採否に関わらず、取締役である以上はレブロン義務を理解し、出来レースではなく、少数株主保護をしっかりと認識した上で取締役会が判断することが必要。
- 株価・業績変動時におけるMBOの実施に対しては慎重なチェックが必要。
- 非公開会社における少数株主保護の概念が軽視されている。上場・非上場を問わず、公正な株式価値を議論することが必要。
- 米国では、株式価値算定を行うフェアネス・オピニオンプロバイダーとトランザクション・アドバイザーが分かれるケースもあり、また、複数のFAが選任される案件も多く、状況に応じて異なる役割を担う複数のFAが使い分けられていることが窺われる。
- 米国では、特別委員会は、交渉の開始前に設置され、独自にアドバイザーを選任する権限が与えられていることが重視されており、特別委員会を実効的に機能させていく上で参考になる。

# 事務局ヒアリング概要報告（8/9）

## ④川村様・西岡様・清野様プレゼンテーション概要

- 第三者算定機関には、株式価値算定の前提となる財務予測等の合理性について検証する責任があることを明確にすべき。
- フェアネス・オピニオンの定義や発行した第三者算定機関の責任が不明確であるため、安易に発行する第三者算定機関も存在し得る状況において、フェアネス・オピニオンの取得を公正担保措置として積極的に評価してしまうことは問題。
- 第三者算定機関の報酬体系は、M&Aを実施する方向への強力なインセンティブとなっており、第三者算定機関が公正に算定業務を行うことの構造的な障害になっている。
- 株式価値算定書に加えて、算定の前提となっている資料（財務予測等）についても、不合理な算定結果となっている原因を検証することが可能な程度の開示が必要。第三者算定機関の報酬体系も開示すべき。
- 特別委員会の最も重要な役割が一般株主の保護にあることを明確にすべき。特別委員会においては、可能な限りベスト・プライスを追求するという観点から検討を行うべき。

# 事務局ヒアリング概要報告（9/9）

## ④川村様・西岡様・清野様プレゼンテーション概要（続き）

- 特別委員会の重要な役割は第三者算定機関による算定結果の合理性の検証。したがって、そのような能力がある委員が選任されることが重要。検証をディールの成功にインセンティブを有しない別の第三者算定機関に委嘱することも有益。
- 検討・交渉経緯の内容、判断の根拠・理由の詳細な情報開示が不可欠。委員の選任プロセスも詳細に開示すべき。
- 公開買付期間を30営業日に設定したことをもって一定のマーケット・チェックが実施されたと評価すべきではない。Go Shop条項が付されていないM&Aには否定的な評価を行うべき。
- 対象会社の取締役会には、一般株主が受け取る対価を最大化するという観点から、対抗提案を真摯に検討する義務があることを明記すべき。
- MOM条件については、利害関係を有しない株主のうちの過半数が賛成することを取引の前提条件とするだけでなく、その前提条件を予め公表することが必要であることを明確にすべき。
- 安定株主を「Minority」に含めるのは適切ではない。

## **4. 論点の整理・議論**

### **(1) 基本的な考え方**

## 基本的な考え方（1/3）

- 一般に、①当事会社の企業価値を向上させるとともに、②取引条件に買収者と対象会社の一般株主との利害が適切に調整された結果が反映されることにより、増加価値（M&A取引を行うことにより実現される価値）が対象会社の株主に公正に分配されるM&A取引は、望ましいM&A取引といえる。
- 独立当事者間のM&A取引においては、一般に、取締役が会社および株主全体の利益のために行動することが期待できること、および株主が当該M&A取引に賛成するか否かを判断する機会を与えられていることから、企業価値の向上と公正な取引条件の実現が期待できる。
- 他方、MBOや支配株主による従属会社の買収においては、一般に、**構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題**の存在により、企業価値の向上に資するM&A取引であるか否かについて不透明感が伴うおそれや、取引条件に買収者と対象会社の一般株主との利害が適切に調整された結果が反映されず、増加価値が対象会社の株主に公正に分配されないおそれがある。そこで、**これらの問題を解消し、独立当事者間の取引と同視し得る状況を確保することにより、企業価値の向上と公正な取引条件を実現するための方策**として、取引条件の公正さを担保することに資する措置（公正性担保措置）を講じることが望ましい。

## 基本的な考え方（2/3）

※ なお、MBOや支配株主による従属会社の買収において企業価値の向上と公正な取引条件が実現される場合は、必ずしも必要な公正性担保措置を講じる場合のみに限られるものではなく、**かかる措置を講じることによらない場合においても、企業価値の向上と公正な取引条件が結果として実現される場合があり得る**と考えられる。本研究会は、前者の場合、すなわち、MBOや支配株主による従属会社の買収において企業価値の向上と公正な取引条件の実現を手続的に担保しようとする場合における当該手続を公正性担保措置として捉え、そのうち一般的に有効と考えられるものを検討対象とするものと整理されるが、後者の場合があり得ることを否定するものではない。

## 基本的な考え方（3/3）

- 各公正性担保措置は、一義的・客観的な基準を設けることが困難な**取引条件の公正さを手続的に担保するために一般的に有効と考えられる手段（ツール）**と位置付けられるものであり、したがって、各措置の実施は**公正な取引条件を実現する上での必要条件ではなく、常に全ての措置を講じることが求められるわけではない。**
- すなわち、個々のM&A取引における構造的な利益相反の強弱（対象会社の取締役会の独立性の程度）等の**具体的状況に応じて、いかなる措置をどの程度講じるべきかが検討されるべき**であり、また、講じられる措置を**全体として見て取引条件の公正さを担保するための手続として十分かどうか**が**評価されるべき。**
  - ※ 例えば、個々のM&A取引において一定の措置が有効に機能せず、または弊害が大きい場合には、他の措置を充実させることによってこれを補い、全体として取引条件の公正さを担保することが望ましい。
- 現実のM&A取引は多様であり、それに応じて、公正性担保措置の**最適な組合せも多様**となり得る。構造的な利益相反の問題の存在に鑑みると、個々のM&A取引において、最適な組合せの公正性担保措置を選択・判断するに当たっては、**独立性の確保された主体が主体的に関与**することが重要である。

## **4. 論点の整理・議論**

### **(2) 特別委員会**

# 特別委員会：機能

- 特別委員会は、取引構造上の利益相反性から、対象会社の取締役会が会社・一般株主の利益のために適切な判断を行う主体としての役割を果たすことが期待できない（またはそのおそれがある）場合において、取締役会を補完する独立した判断主体として設置されるものであり、その機能については、以下のように考えられるのではないか。

## 特別委員会の機能（案）

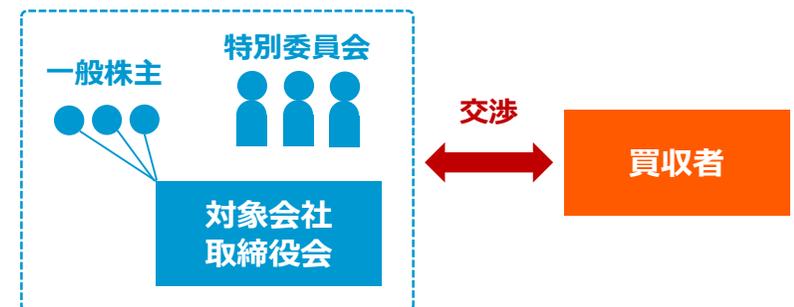
A	構造的な利益相反の問題の解消	▶ 独立性を有する者で構成された特別委員会が、会社・一般株主の利益に配慮してM&A取引の是非や取引条件の妥当性の検討・交渉等を行うことにより、取引条件の形成過程における構造的な利益相反の問題による影響を排除する。
B	情報の非対称性の問題への対処	▶ 特別委員会が一般株主に代わって重要な情報を得た上で、M&A取引の是非や取引条件の妥当性の検討・交渉等を行うことにより、買収者への情報の偏在を利用して一般株主に不利なM&A取引が行われる等、情報の非対称性の問題による弊害を防止する。
C	公正な取引条件の実現	▶ 特別委員会が対象会社と買収者との間の交渉に関与することにより、対象会社の交渉力が強化され、独立当事者間の取引における交渉と同視し得る実質的な交渉が行われることを確保する。

# 特別委員会：位置付け

- 特別委員会の位置付けについては、以下のように考えられるのではないか。

- 特別委員会が、構造的な利益相反の問題等の存在により、対象会社の取締役会が会社・一般株主（MBOでは買収者以外の株主、支配株主による従属会社の買収では少数株主）の利益のために適切な判断を行う主体としての役割を果たすことが期待できない（またはそのおそれがある）MBOや支配株主による従属会社の買収において**公正な取引条件を実現するための方策**として位置付けられることからすると、特別委員会は、基本的には、**一般株主の利益を図る立場**に立つものとして理解することが適切と考えられ、そのような役割を果たすものとして特別委員会が有効に機能した場合にこそ、公正性担保措置として高く評価されると考えられる。

- ※ 特別委員会がある特定の株主の利益代表となるという趣旨ではない。
- ※ ただし、M&A取引の是非を検討する場合や競合する買収提案を受けた場合など、特別委員会において、企業価値の向上に資するか否かという観点からの検討等が求められる場合もあると考えられる。
- ※ なお、独立当事者間の取引などの構造的な利益相反の問題の少ない事案等において、対象会社による検討・判断により慎重を期すために、特別委員会を設置して第三者的・中立的な立場から検討等を行うことを否定する趣旨ではない。



# 特別委員会：設置の要否

● 特別委員会の設置の要否については、以下のように考えられるのではないか。

- 特別委員会は、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題の解消において**有効性の高い公正性担保措置**であり、他方で**弊害の懸念は比較的少ない**と考えられる。
  - 加えて、特別委員会自体が、当該M&A取引においていかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討の基点としての役割を担うという重要な位置付けを有することを踏まえると、MBOや支配株主による従属会社の買収において取引条件の公正さを担保する上で、特別委員会を設置する必要性は特に高いといえ、**特別委員会を設置することが望ましい**と考えられる。
- ※ もっとも、例えば経営破綻企業の救済案件等、緊急性が高く、迅速な実施が要求される場合など、特別委員会を設置することが**困難な場合**もあると考えられる。

# 特別委員会：役割

- 特別委員会の役割については、以下のように考えられるのではないか。

## 特別委員会の役割（案）

<p>企業価値の 向上の観点</p>	<p>当該M&amp;A取引 自体の是非</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 当該M&amp;A取引が対象会社の企業価値の向上に資するか否かの検討</li> </ul>				
<p>株主利益への 配慮の観点</p>	<p>取引条件の 妥当性</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 主に以下の2つの観点から、対価の種類、買収対価の金額（金銭対価の場合）や株式交換比率（株式対価の場合）、買収スキーム・方法などの取引条件の妥当性を確保する             <table border="1" data-bbox="679 629 1991 1172"> <tr> <td data-bbox="679 629 928 829"> <p>実質的な 交渉の確保</p> </td> <td data-bbox="938 629 1991 829"> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 一般株主にとってより有利な取引条件を追求するために努力が尽くされる状況を確認する。</li> <li>➤ この役割との関係で、交渉に実質的に関与することが望ましい。 ▶「交渉への関与」</li> </ul> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="679 843 928 1172"> <p>取引条件の 合理性の確認</p> </td> <td data-bbox="938 843 1991 1172"> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 株式価値算定内容およびその前提とした財務予測・前提条件等の合理性を確認する。</li> <li>➤ 特に合理性を確認することが望ましい項目として、例えば、割引率の計算根拠や類似会社の選定理由等が指摘されている。</li> <li>➤ かかる確認を可能とする観点から、株式価値算定に関する専門性を備えることが望ましい。 ▶「構成」「アドバイザー」</li> </ul> </td> </tr> </table> </li> </ul>	<p>実質的な 交渉の確保</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 一般株主にとってより有利な取引条件を追求するために努力が尽くされる状況を確認する。</li> <li>➤ この役割との関係で、交渉に実質的に関与することが望ましい。 ▶「交渉への関与」</li> </ul>	<p>取引条件の 合理性の確認</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 株式価値算定内容およびその前提とした財務予測・前提条件等の合理性を確認する。</li> <li>➤ 特に合理性を確認することが望ましい項目として、例えば、割引率の計算根拠や類似会社の選定理由等が指摘されている。</li> <li>➤ かかる確認を可能とする観点から、株式価値算定に関する専門性を備えることが望ましい。 ▶「構成」「アドバイザー」</li> </ul>
<p>実質的な 交渉の確保</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 一般株主にとってより有利な取引条件を追求するために努力が尽くされる状況を確認する。</li> <li>➤ この役割との関係で、交渉に実質的に関与することが望ましい。 ▶「交渉への関与」</li> </ul>					
<p>取引条件の 合理性の確認</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 株式価値算定内容およびその前提とした財務予測・前提条件等の合理性を確認する。</li> <li>➤ 特に合理性を確認することが望ましい項目として、例えば、割引率の計算根拠や類似会社の選定理由等が指摘されている。</li> <li>➤ かかる確認を可能とする観点から、株式価値算定に関する専門性を備えることが望ましい。 ▶「構成」「アドバイザー」</li> </ul>					
	<p>手続の公正性</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 当該M&amp;A取引において公正な取引条件の実現を手続的に担保するために、（マーケット・チェックやMajority of Minority条件を含めて）いかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討（当該M&amp;A取引における具体的状況に応じて、最適な公正性担保措置の組合せを検討し、コーディネートする役割）</li> </ul>				

# 特別委員会：有効に機能するための実務上の工夫

- 特別委員会が形式的に設置されるに留まらず、有効に機能するために、以下の点について実務上の工夫が考えられるのではないか。

- 設置の時期
- 構成
- 交渉への関与
- アドバイザー
- 報酬
- 情報開示

(詳細は次ページ以降)

# 特別委員会：設置の時期

- 望ましい特別委員会の設置の時期については、以下のように考えられるのではないかな。

- 特別委員会が早い段階から関与することにより、プロセス全般にわたって公正性を担保する機能を果たすとともに、特別委員会が設置された時点で既に買収スキーム等が事実上決定されていることなどにより特別委員会の審議が実質的に意義を失うこととなる事態を防ぎ、その実効性を確保する観点から、対象会社が買収者から**買収提案を受けた時点以降可能な限り早期に設置**することが望ましい。

- ※ 例えば、社外有識者委員の候補者の選定作業や情報漏洩への配慮、取締役会の開催等のために、特別委員会の設置に一定の時間を要することは許容される。

- ※ 「買収提案を受けた時点」とは、具体的かつ実現可能性のある真摯な買収意向が示された時点。

# 特別委員会：構成（1/4）

- 望ましい特別委員会の委員構成については、以下のように考えられるのではないか。

## 独立性

- 特別委員会は、独立性を有する委員で構成されるからこそ、構造的な利益相反の問題を解消する機能を有し、公正性担保措置としての機能を果たす。したがって、特別委員会の委員の独立性は、委員となる者に求められる**必須の前提条件**であり、**高度な独立性**が求められると考えられる。
- 具体的には、特別委員会の委員となる者には、①**買収者からの独立性**および②**当該M&A取引からの独立性（利害関係がないこと）**が要求され、これらの独立性は、対象会社および一般株主の利益を図る観点から適切な判断を行うことが一般に期待できるかという観点から、**個々のM&A取引における具体的状況を踏まえて判断**すべきものと考えられる。
  - ※ したがって、社外役員については、業務執行者からの独立性を中心とする一般的・抽象的な基準である会社法上の社外性や取引所規則上の独立性の基準を満たすことのみをもって、特別委員会の委員として必要な独立性がある、ということには必ずしもならないことに留意する必要がある。
- 上記のうち①買収者からの独立性に関して、支配会社による従属会社の買収の場合における支配会社の出身者の取扱いについては、会社法上の社外性の基準（会社法2条15号イ）も踏まえて、少なくとも過去10年以内に支配会社の業務執行取締役等の地位に就いたことがないことが必要と考えられる。

# 特別委員会：構成（2/4）

## 委員の選定プロセス

- 特別委員会の委員の独立性を担保する観点から、対象会社の**独立社外役員が委員の選定プロセスに主体的に関与**し、委員候補者の独立性その他適格性を検討することが望ましい。

## 属性・専門性

- 特別委員会の役割・検討対象（特に一般株主にとってより有利な取引条件を追求するために努力が尽くされる状況を確認する役割）に照らすと、①株主総会で選任され、会社に対して法律上義務・責任を負い、株主代表訴訟の対象ともなり得る、②取締役会の構成員として経営判断に関与することが本来的に予定された存在であり、③対象会社の事業にも一定の知見を有している**社外取締役が委員として最も適任**であると考えられ、独立性を有する社外取締役が存する限り、原則として、**少なくとも1名は委員に加わることが望ましく、社外取締役が委員長を務めることが望ましい**。
- **社外監査役**は、本来的に経営判断に関与することが予定された存在ではないものの、①株主総会で選任され、会社に対して法律上義務・責任を負い、株主代表訴訟の対象ともなり得ること、②対象会社の事業にも一定の知見を有していること等を踏まえると、**社外取締役を補完するものとして、委員としての適格性を有する**といえる。

# 特別委員会：構成（3/4）

## 属性・専門性（続き）

- これに対して、**社外有識者**は、社外役員に比して会社や株主に対する責任関係が不明確であり、株主による責任追及も困難であるものの、M&A取引に関する**専門性を補うために、社外取締役および社外監査役に加えて、社外有識者を委員として選任することは妨げられない。**
  - ※ ただし、最も有効に機能するベストプラクティスとしての形態としては、特別委員会は会社に対して法律上義務・責任を負う社外取締役のみで構成し、M&A取引に関する専門性は、特別委員会独自のアドバイザーを選任すること等によって補うという形態であると考えられる。
- また、いずれの社外取締役も、当該取引との関係で、独立性等の問題から委員として選任することに支障が存する場合には、**社外監査役および専門性を有する社外有識者のみで特別委員会を構成することも次善の策**としてやむを得ないと考えられる。

# 特別委員会：構成（4/4）

## 属性・専門性（続き）

- 他方、社外取締役に期待される基本的な役割は、特別委員会の役割を適切に理解した上で、会社に対して法律上負う義務・責任を背景に、責任を持って、アドバイザーの助言や専門性を有する委員の知見も活用しつつ、公正な取引条件の実現に向けて特別委員会を適切に運営することであり、自ら専門性を発揮することではないと考えられるため、社外取締役がM&A取引に関する**専門性を有しない**ということだけでは、**社外監査役および社外有識者のみで特別委員会を構成し、社外取締役が一人も特別委員会の委員に加わらないことを正当化する理由にはならない。**
  - また、社外有識者については、会社や株主に対する責任関係が不明確である等の懸念が呈されていることを踏まえて、**委任契約上、委員が会社に対して善管注意義務を負う旨を明確に規定**することが望ましい。
- ※ かかる善管注意義務の一内容として、委任契約上、一般株主の利益を図る立場としての委員の役割を明確化することも考えられる。

# 特別委員会：交渉への関与

- 望ましい特別委員会の交渉への関与の在り方については、以下のように考えられるのではないか。
  - 構造的な利益相反の問題等が存在するMBOや支配株主による従属会社の買収において、独立当事者間の取引と同視し得る状況を確認するためには、対象会社が**一般株主にとってより有利な取引条件を追求するために努力を尽くし、買収者との間で独立当事者間の取引における交渉と同視し得る対等な交渉**が行われることが必要となる。
  - 独立性を有する委員で構成された**特別委員会が交渉に実質的に関与**することは、交渉過程における構造的な利益相反の問題の影響を排除し、一般株主の利益に配慮して真摯な交渉が行われることの担保となり、対象会社の買収者に対する交渉力の強化につながる。
  - そこで、特別委員会に対して**取引を拒絶する権限を付与**した上で、①**特別委員会が自ら直接交渉を行う**こと、または②交渉自体は対象会社の取締役やそのアドバイザーが行い、特別委員会は**適時に交渉状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、交渉について要請・指示**することが望ましいと考えられる。

※ 取引を拒絶する権限：特別委員会の設置等に係る取締役会決議において、特別委員会の賛同推奨がなければ、取締役会として賛同意見や承認等の決議を行わない旨を併せて決議するという方法が考えられるか。

## 特別委員会：アドバイザー（1/2）

- 望ましい特別委員会のアドバイザーの在り方については、以下のように考えられるのではないか。
  - 特別委員会が自らの役割を適切に理解し、その役割を十分に果たす上では、株式価値算定や手続の公正性に関する十分な専門性を備えていることが必要であるところ、かかる専門性を特別委員会の委員構成自体において備えていない場合など必要な場合には、**財務アドバイザーおよび法務アドバイザーから十分な専門的助言**を得られることが望ましい。
  - その場合、特別委員会の検討・判断の基礎となるアドバイザーから提供を受ける助言や情報の重要性に鑑みると、アドバイザーの専門性を確保しつつ、その独立性を担保し、これらの助言・情報に対する**構造的な利益相反の問題の影響についての懸念を払拭する工夫**を講じることが望ましい。
  - したがって、ベストプラクティスとしては、特別委員会に対して、①対象会社のアドバイザーとは別途、**独自のアドバイザーを選任する権限**を付与することが、公正性担保措置として高く評価されるところが、②**対象会社のアドバイザーを指名する権限**を付与することや、③**対象会社のアドバイザーを承認**（事後承認を含む。不承認の場合には別のアドバイザーを指名可）**する権限**を付与することも有効な方法となると考えられる。

## 特別委員会：アドバイザー（2/2）

- ※ なお、上記①の特別委員会が、対象会社の財務アドバイザーとは別途、独自の財務アドバイザーを選任する場合であっても、特別委員会が自ら直接交渉を行う場合等を除き、当該特別委員会独自の財務アドバイザーの主要な役割は、対象会社の財務アドバイザーが行った株式価値算定の合理性について特別委員会が確認を行うに際して専門的助言を提供することが中心となる場合もあるとも考えられ、かかる役割は、対象会社の財務アドバイザーと比較すると限定的である場合もあるとも考えられるところ、このようなプラクティスの費用面や手続負担面における実現可能性について、どのように考えるか。

## 特別委員会：報酬

- 望ましい特別委員会の委員の報酬の在り方については、以下のように考えられるのではないか。
  - 特別委員会がその役割を十分に果たす上では、委員に対して支払う報酬は、その**責務に応じた適切な内容・水準**とすることが望ましい。
  - 社外役員が特別委員会の委員となる場合、元々支払いが予定されていた役員報酬には、委員としての職務の対価が含まれていない場合も考えられるところ、この場合、別途、委員としての職務に応じた報酬を支払うことも検討すべきである。
  - 委員の報酬を当該M&A取引の成約を条件とした成功報酬とすることは適当でない。

# 特別委員会：社外役員が委員となる場合の位置付け

- 社外役員が特別委員会の委員となる場合における会社法上の位置付けについて、どのように考えるか。
  - 社外役員による特別委員会の委員としての職務は、会社法上の**社外役員の職務の一部として捉えるか、これとは別に委託を受けたもの**と解するか。
  - 社外取締役については「当該株式会社の業務を執行した」場合に社外取締役の要件を満たさないこととなるという制約、監査役については監査権の範囲の制約との関係で、**買収者との間で交渉を行うことや、会社を代理してアドバイザーとの間でアドバイザリー契約を締結することは可能か。**
    - ※ なお、会社法制（企業統治等関係）部会第19回会議（平成31年1月16日開催）において決定された「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱案」における「業務執行の社外取締役への委託」に関する規定が施行された後は、社外取締役については上記の制約はなくなる。
  - 社外役員に特別委員会の委員としての職務懈怠があった場合、**株主は、会社法429条に基づき任務懈怠による損害賠償責任を追及することが可能か。**
  - 社外役員の特別委員会の委員としての職務の対価は、**会社法361条の報酬規制に服するか。**

## **4. 論点の整理・議論**

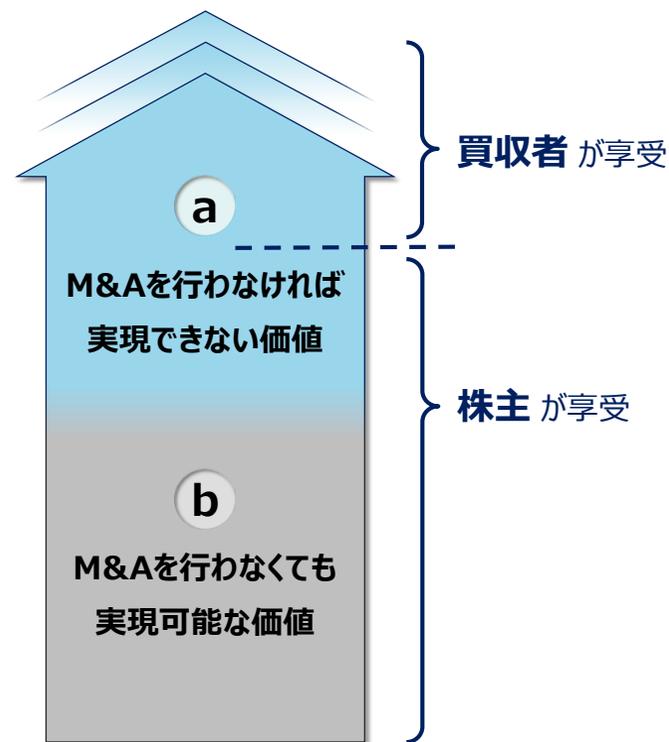
### **(3) 株式価値算定、フェアネス・オピニオン**

# M&A取引に際して実現される価値の概念整理

- M&A取引に際して実現される価値については、MBO指針における概念整理が同様に妥当し、以下のように考えられるのではないか。

- M&A取引に際して実現される価値は、(a)M&A取引を行わなければ実現できない価値（増加価値）と(b)M&A取引を行わなくても実現可能な価値の2種類に区別され、(b)の価値は基本的には株主が受けるべきである一方、(a)の価値には株主および買収者が受けるべき部分の双方が含まれていると整理される。

- もっとも、上記はあくまでも概念整理として位置付けられ、実際の案件においては、上記(a)および(b)の価値の客観的な区別・算定や、(a)の価値のうち株主および買収者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ため、M&A取引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M&A取引を行うことにより、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。



公正な手続を通じて  
M&Aを行うことで担保

# 株式価値算定（1/2）

● 株式価値算定の位置付けと機能については、以下のように考えられるのではないか。

- 株式価値算定の実務においては、前ページの概念整理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取引の実施を前提としない財務予測に基づいて株式価値を算定**しており、かかる算定結果を踏まえつつ、**より有利な取引条件の獲得に向けて検討・交渉するプロセス等を通じて、増加価値の分配を含む株主が享受すべき価値が実現されるもの**と整理される。
- そのため、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取引において、**株式価値算定結果から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。

※ なお、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。

# 株式価値算定（2/2）

- このような位置付けを踏まえると、株式価値算定は以下のような機能を有すると考えられる。

## 株式価値算定の機能（案）

A	➤ 当事者が取引条件の検討、交渉および決定を行うに当たって対象会社の価値に関する重要な参考情報となる
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

- したがって、対象会社においては、株式価値算定結果に加えて、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取引において一般に付与されるプレミアムの水準、想定される付加価値、当該M&A取引を行わなくても実現可能な価値、代替取引の有無等を考慮して、取引条件の検討・交渉・決定を行うことが望ましいと考えられる。

# フェアネス・オピニオン（1/2）

- フェアネス・オピニオンの機能については、以下のように考えられるのではないか。

- 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取引等の当事者に対し、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い、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）について意見を表明する点で、各種の算定方法に基づく対象会社の株式価値の算定結果を（通常は一定の幅をもって）報告するに留まり、意見を述べるものではない株式価値算定とは異なる。
- したがって、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、以下のような機能を有すると考えられる。

## フェアネス・オピニオンの機能（案）

A	➤ 財務に関する専門性を有する第三者評価機関が、当事者とは独立した立場から慎重な検討を行った上で、当事者間で合意された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、【対象会社の価値に関するより重要性の高い参考情報が得られる】
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か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

## フェアネス・オピニオン（2/2）

- 一方、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は、付与されるプレミアムの水準も考慮に入れつつも、その基礎とする株式価値算定自体は、通常は、M&A取引の実施を前提としない財務予測に基づくものであること、また、日本では、フェアネス・オピニオンの発行に関する規制・ルールは特段存在せず、その定義や発行手続について十分な共通認識が形成されるに至っているとは言い難い状況にあることや、不合理なフェアネス・オピニオンの発行を行った第三者評価機関の法的責任が追及される環境が十分に整っているとも言い難い状況にあること等を踏まえると、フェアネス・オピニオンを**取得したことの意義は事案により一様ではない**可能性が否定できない。
- 以上を踏まえると、フェアネス・オピニオンを取得するか否かは、個々のM&A取引における具体的状況を踏まえて、対象会社の**取締役会・特別委員会の判断に委ねられる**と考えられるが、**以下のような要素を備えた第三者評価機関からのフェアネス・オピニオンの取得が行われた場合には、公正性担保措置として積極的に評価される**と考えられる。したがって、対象会社の取締役会・特別委員会は、第三者評価機関の選定に当たっては、かかる要素も考慮して検討することが望ましい。

### フェアネス・オピニオンの取得がより積極的に評価されるための要素（案）

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

## **4. 論点の整理・議論**

### **(4) マーケット・チェック**

# マーケット・チェック（1/3）

- マーケット・チェックの機能とその望ましいプラクティスの在り方については、以下のように考えられるのではないかと。
- マーケット・チェックとは、市場における潜在的な買収者の有無の調査・検討等を行うことをいい、以下のような機能を有すると考えられる。

## マーケット・チェックの機能（案）

A	➤ 対象会社の価値に関する重要な参考情報となる
B	➤ 潜在的な対抗提案者の存在を交渉材料として利用することにより、対象会社の買収者に対する交渉力が強化され、買収者が潜在的な対抗提案者が提示できるであろう以上の取引条件を提示することを検討するようになる

## マーケット・チェック（2/3）

### MBO

- 日本では、通常、MBOにおいて対象会社と買収者との間で取引保護条項が合意されないことや、対象会社の取締役に対していわゆるレブロン義務に相当する義務が厳格に要求されているとは必ずしも考えられていないこと、取引に至る経緯において積極的なマーケット・チェックの実施に馴染みにくい実態が存在すること、事前のマーケット・チェックには競合他社等への情報流出や情報漏えいによる経営への悪影響のおそれ等による取引阻害効果が懸念されていること等を踏まえると、**事後の間接的なマーケット・チェックも公正性担保措置として一定の意義を有する**と考えられる。
- もっとも、事後の間接的なマーケット・チェックに対しては、検討に必要な時間や情報の制約のため、実際上は対抗提案を行うことに困難が伴うとして**一定の限界**が指摘されていることも踏まえると、**積極的なマーケット・チェックの方がより有効性が高い**と考えられ、これが行われた場合には、**公正性担保措置として高く評価される**と考えられる。
  - ※ なお、積極的なマーケット・チェックを行う場合において適切な内容の取引保護条項を合意することは認められると考えられる。
- 他方で、競合する買収提案を受けた場合の行動規範の在り方も含めて、**事後の間接的なマーケット・チェックの有効性を高めていく環境を整備していく工夫も求められる**と考えられる。

# マーケット・チェック（3/3）

## 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、既に対象会社の支配的持分を有している支配株主が、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求しようとしているのであり、したがって第三者への売却に応じる意思が乏しいという状況下において、真摯な対抗提案がなされることは通常は考えにくいことを踏まえると、マーケット・チェックが公正性担保措置として**適切に機能する場面は限定的**であり、実施の必要性がない場合が多いと考えられる。
- もっとも、支配株主の株式保有割合が低い場合、非常に魅力的な対抗提案がなされた場合には支配株主が売却に応じる可能性がある場合や、支配株主が従属会社を一旦は完全子会社化するものの、その後、その全部または一部の売却を予定している場合等、支配株主による従属会社の買収においても、**例外的にマーケット・チェックが適切に機能し得る場合もあり得る**ため、対象会社の取締役会・特別委員会において、このような特段の例外的事情が存在しないか等を念のため確認することが望ましい。
- また、支配株主による従属会社の買収の場合で、マーケット・チェックが適切に機能しないと考えられる場合であっても、**公開買付期間など公表後の期間を比較的長期間確保することは、マーケット・チェックとしてではなくとも、一般株主・投資家等が当該M&A取引の是非や取引条件が十分か否かについて検討を行うための期間として機能し得るため、意義を有すると考えられる。**

## **4. 論点の整理・議論**

### **(5) 競合する買収提案を受けた場合の対応**

# 競合する買収提案を受けた場合の対応（1/2）

- 競合する買収提案を受けた場合の望ましい対応の在り方については、以下のように考えられるのではないかと。
- 対象会社が競合する複数の買収提案を受けた場合における望ましい対応の在り方についてどのように考えるかは、事後の間接的なマーケット・チェックを有効に機能させる観点からも重要と考えられる。
- 対象会社の取締役会・特別委員会としては、競合する買収提案についても、具体的かつ実現可能性のある真摯な提案である限り、**真摯に検討**する必要があり、**合理的な理由なくこれを拒絶することは適切とはいえない**。
- ①**対象会社の企業価値の向上により資する買収提案**と、②**株主が受け取る対価がより大きな買収提案**とは、**通常の場合、一致するもの**と考えられるところ、例外的に、これが一致せず、②**株主が受け取る対価がより大きな買収提案が他に存在するにも関わらず、①対象会社の企業価値の向上により資すると判断する方の買収提案に賛同する場合**には、対象会社の取締役会・特別委員会には、かかる判断について**十分な説明責任**を果たすことが求められると考えられる。
- ※ なお、いずれの買収提案も、具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案であることが前提。

## 競合する買収提案を受けた場合の対応（2/2）

- 対抗的な買収提案者に対する情報提供の要否・程度について、望ましい対応の在り方をどのように考えるか。
  - 対抗的な買収提案者に対する情報提供の要否・程度や段階的な情報提供を行う際の考え方については、以下の指摘がある。
- ※ なお、いずれの買収提案も、具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案であることが前提。

### 付与の必要性に関する指摘

- 買収提案者に対して合理的な情報の提供を行わない場合、事実上、当該買収提案を行うことが困難になることもある
- 一旦競合する買収者が現れた場合には、対象会社の取締役は買収者間の平等を図る必要があり、特定の買収者を他の買収者よりも優遇してはならない



### 付与に伴う弊害等に関する指摘

- 競業他社に対する情報流出のリスクや企業秘密の外部流出のリスクから、企業買収を控える動きが少なからず生じ、企業買収に対する阻害効果が懸念される
- 「必ずしも買収監査の機会を付与しなくとも対抗買付は可能であるとの意見もある」（MBO指針5(3)）

## **4. 論点の整理・議論**

### **(6) Majority of Minority条件**

# Majority of Minority条件（1/4）

- Majority of Minority条件の機能とその望ましいプラクティスの在り方については、以下のように考えられるのではないか。

## 機能

- MOM条件とは、M&A取引の実施に際し、株主総会における賛否の議決権行使や公開買付けへの応募の有無により株主の意思表示が行われる場合に、買収者と共通の利害関係を有しない株主のうちの多数が賛成することを取引の前提条件とし、かかる前提条件をあらかじめ公表することをいう（結果として上記株主のうちの多数の賛成があったというのみではMOM条件としては評価されない）。
- MOM条件を設定することには、以下のような機能があると考えられる。

### Majority of Minority条件の機能（案）

A	➤ 利害関係のない株主の多数が取引条件について満足していることの確認を通じて、取引条件の公正さが推認される
B	➤ M&A取引を実行するためにはMOM条件を達成可能な水準の取引条件とすることが必要となるため、対象会社の取締役会・特別委員会の買収者に対する交渉力が強化される
C	➤ 公開買付けにおいてMOM条件を設定する場合、強圧性を低減させる

# Majority of Minority条件（2/4）

## 望ましいプラクティスの在り方

- MOM条件は、これを設定することによりM&A取引を実行するために確認することが必要となる株主の賛成の数が増加する場合には、取引条件の公正さを担保する上で**有効性の高い措置**であるため、MOM条件を設定した場合には、**公正性担保措置として評価**されると考えられる。
- 他方、買収者の保有する対象会社の株式の数が多いほど取引阻害効果の懸念が高まること、日本の法制度および実務上、株主総会における賛否の議決権行使や公開買付けへの応募をしないことに経済合理性が生じやすい懸念があること、米国でも必ずしも必須の要件とされているわけではないこと等を踏まえると、常にMOM条件の設定を義務付けることは妥当でなく、対象会社の**取締役会・特別委員会において当該M&A取引の具体的状況を踏まえてMOM条件の設定の必要性や弊害の有無等を判断し、その要否を検討**することが望ましいと考えられる。
- ※ MOM条件が対象会社の買収者に対する交渉力を強化する機能を有することに鑑みると、その要否の判断に当たっては、買収者が保有する対象会社の株式の割合、買収者と対象会社との関係（対象会社の独立性の程度等）、当該M&A取引の交渉過程における買収者の態度等が考慮要素となると考えられる。

# Majority of Minority条件（3/4）

## 望ましいプラクティスの在り方（続き）

- ※ MOM条件の設定の必要性が高いM&A取引において、その設定を行わないこととする場合には、例えば、特別委員会が取引を拒絶する権限の付与を有した上で、独自のアドバイザーを選任すること等により、その独立性と実効性を一段と高めるなど、**他の措置を充実させることによって取引条件の公正さが担保されるよう留意**することが望ましい。

# Majority of Minority条件（4/4）

## 利害関係のない株主（Minority）の範囲

- MOM条件の機能に鑑みると、**当該M&A取引について買収者と重要な利害関係を共通にする株主**は、MOM条件において多数の賛成を確認する対象となる株主からは除外すべきと考えられる。
- かかる株主の範囲は、個々のM&A取引における具体的状況を踏まえて実質的に判断すべきと考えられる。
- 現在の公開買付けの実務上、公開買付届出書の提出に際し、買収者との間で応募合意をした株主は、一律にMinority（MOM条件において多数の賛成を確認する対象となる株主）から除外すべきとの運用が行われているところ、買収者と利益を共通にしないような大株主の場合、売主として大きな利害関係を有する大株主との独立当事者間交渉により応募合意に至ったことは、むしろ取引条件の公正さを裏付ける要素とも言い得るため、応募合意をしたことのみをもって当該株主をMinorityから除外することは必ずしも適切でない。

## Majorityの考え方

- MOM条件においては、利害関係のない株主のうち、**過半数**の賛成を確認すればよいと考えられる。

## **4. 論点の整理・議論**

### **(7) 情報開示**

# 情報開示：機能

- 情報開示の機能については、以下のように考えられるのではないか。

## 情報開示の機能（案）

		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								
<b>A</b>	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	<table border="1"><thead><tr><th data-bbox="768 601 1183 651">情報の内容</th><th data-bbox="1193 601 1902 651">機能</th></tr></thead><tbody><tr><td data-bbox="768 658 1183 765">株式価値算定結果に関する情報</td><td data-bbox="1193 658 1902 765">取引条件が十分か否かの判断に直接役立つ</td></tr><tr><td data-bbox="768 772 1183 879">株式価値算定の計算過程や評価機関等に関する情報</td><td data-bbox="1193 772 1902 879">株式価値算定結果の合理性・信頼性の検証・評価に役立つ</td></tr><tr><td data-bbox="768 886 1183 1008">上記以外の取引条件の形成過程（プロセス）に関する情報</td><td data-bbox="1193 886 1902 1008">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</td></tr></tbody></table>	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	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
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									
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									
<b>B</b>	透明性の向上を通じた手続の慎重さの担保	<p>対象会社の取締役会・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</p> <p>※ 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</p>								

# 情報開示：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は、以下のように考えられるのではないかと。
- 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。
- もっとも、①一般株主・投資家を含め**広く一般に開示**する方法には一定の限界があることから、かかる方法と、②**特別委員会**が、**一般株主に代わり**、非公開情報も含めて**重要な情報を入手**し、これを踏まえて検討・判断を行うという方法を**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、買収者への情報の偏在を利用して一般株主に不利なM&A取引が行われる等、情報の非対称性の問題による弊害を防止し得る状況を確保することが重要と考えられる。
- その上で、②の方法に対する信頼性確保の観点からは、特に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、株主が判断できるようにすることが重要と考えられる。

# 情報開示：開示の充実が期待される情報（1/4）

- 開示の充実が期待される情報については、以下のように考えられるのではないか。

## 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。

### 開示の充実が期待される情報（案）

A	委員の適格性（独立性・専門性等） （例：委員の属性、選任理由、独立性、選定プロセス等）
B	付与された権限の内容 （例：取引を拒絶する権限、独自のアドバイザーを選任する権限等）
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 （例：当該M&A取引における主要な検討事項と、その点に関する判断内容、根拠・理由）
E	委員の報酬スキーム

# 情報開示：開示の充実が期待される情報（2/4）

## 対象会社・特別委員会側の株式価値算定／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。
- かかる観点から、一般論としては、対象会社の一般株主等が**株式価値算定内容の合理性・信頼性を検証することが可能な程度の開示**がなされることが望ましいと考えられる。

# 情報開示：開示の充実が期待される情報（3/4）

## 株式価値算定／フェアネス・オピニオンに関する情報（続き）

### 開示の充実が期待される情報（案）

A	DCF法における算定の前提とした財務予測（特に組織再編の場合）
B	DCF法における算定の前提とした財務予測の作成経緯（特別委員会または財務アドバイザーによる合理性の確認を経ているか否か、公表済みの財務予測と大きく異なる財務予測を用いる場合にはその理由等）
C	割引率の計算根拠 ➔ これに対して、割引率は外部者も計算可能であるため、必要性は高くないという指摘もある。
D	類似会社の選定理由 ➔ これに対して、類似会社は外部者も選定可能であるため、必要性は高くないという指摘もある。
E	フェアネス・オピニオンの発行プロセス、フェアネス・オピニオン自体
F	第三者評価機関の重要な利害関係【（報酬スキーム、重要な取引関係等）】

# 情報開示：開示の充実が期待される情報（4/4）

## その他の情報

### 開示の充実が期待される情報（案）

A	対象会社の取締役等が有する利害関係の具体的な内容、当該取締役等の対象会社における意思決定過程への関与の有無・内容
B	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
C	代替的な買収方法・代替的な買収提案の検討の有無

## **4. 論点の整理・議論**

### **(8) その他の論点**

# 対象会社における検討体制

- 対象会社における検討体制を構築する際の考え方について、どのように考えるか。
  - MBOや支配株主による従属会社の買収において特別委員会を設置する場合においても、当該M&A取引の是非や取引条件の妥当性、手続の公正性についての（第一次的な）検討や、買収者との交渉は、対象会社の取締役会やその下のプロジェクトチーム等において行われる場合が想定され、また、最終的には、対象会社の取締役会において、特別委員会の答申を受けて、当該M&A取引の賛否等についての決議が行われることとなる。
  - 当該取締役会決議については、会社法上、「特別の利害関係」を有する取締役は議決に加わることが禁止されているところ、MBOや支配株主による従属会社の買収における構造的な利益相反の問題の存在に鑑みれば、かかる議決の段階だけでなく、その前の検討・交渉等の段階から、利益相反性を有する取締役は排除することが望ましいと考えられる。
  - その際、検討・交渉等から排除することが望ましい取締役の範囲について、どのように考えるか。例えば、買収者の出身者について、独立性の高い特別委員会が設置され、有効に機能している場合には、現に買収者との間に兼任関係が存在する取締役を排除すれば足りると考えることについて、どのように考えるか。

## **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"> <li>➤ MBO指針見直しの要否</li> <li>➤ MBO指針見直しの方向性・今後の検討事項</li> </ul>
第2回（12/7（金）11:30-13:30）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 論点の議論①（取引類型による差異、特別委員会）</li> </ul>
第3回（1/10（木）9:30-11:30）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 論点の議論②（マーケット・チェック、Majority of Minority条件）</li> <li>➤ 海外調査中間報告</li> </ul>
1/25（金）14:00-16:00	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 事務局ヒアリング</li> </ul>
第4回（2/1（金）10:00-12:00）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 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）</li> </ul>
第5回（2/22（金）10:00-12:00）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ パブリックコンサルテーション概要報告</li> <li>➤ 事務局ヒアリング概要報告</li> <li>➤ 論点の議論④（①～③の積み残し論点、その他の論点）</li> </ul>
第6回（4/5（金）9:30-11:30）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 取りまとめに向けた議論①</li> </ul>
第7回（4/19（金）9:30-11:30）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 取りまとめに向けた議論②</li> </ul>
パブリックコメント（検討中）	
第8回	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 予備日（パブリックコメントの結果報告等）</li> </ul>

## 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

※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