

公正な M&A の在り方に関する研究会

第5回 議事要旨

1. 日時：平成 31 年 2 月 22 日（金）10 時 00 分～12 時 20 分
2. 場所：経済産業省本館 17 階国際会議室
3. 出席者：神田座長、藤田座長代理、青委員、石綿委員、井上光太郎委員、井上隆委員、江良委員、加藤委員、神作委員、児玉委員、三瓶委員、武井委員、田中委員、玉井委員、角田委員、Sneider 委員、馬場委員、福島委員、古本委員、別所委員、川藤様（山田委員代理）、井上課長、竹林参事官
（欠席：北後委員、柳川委員）
4. 議題：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
5. 議事概要：
事務局より資料 2（「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」）について説明を行った後、討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

【古本委員】次回以降のとりまとめに向けて、指針に記載すべき内容について意見を申し述べたい。当社は上場子会社の完全子会社化を実行する立場にあるので、今回の指針改訂が我々のような会社にとって、完全子会社化を行う上で事実上の制約となることのないようにご配慮をお願いしたい。その意味では、まず1点目として、ここで示されている「公正性担保措置」が指針においてどのような位置づけで語られるのか、これが非常に重要であると思う。もう1点としては、第1回、第2回研究会の際にも意見を申し上げたが、MBOと完全子会社化の違い、同じものとするのか、似て非なるものとするのか、全く同じでないということであれば、そうした違いが各論点においてどのように具体的に影響するのかといったことを丁寧に指針において示すべきであると思っている。今申し上げた2点が指針において明確に示されないと、完全子会社化を実行する上では、具体的にどこまでの措置をとることが指針において望ましいと捉えられているのかについて、完全子会社化を検討して実行する会社にとって理解が困難になってしまい、実務が混乱しかねないとい

う懸念をもっている。そのため、以上の2点の明確化をぜひお願いしたい。

1点目の、指針における公正性担保措置の位置づけについては、第1回研究会でも申し上げたが、あくまでもこういったことを実行すること、そういった手続をとることが「望ましい」ということであり、義務づけるであるとか、マスト、つまり取引を実行するのに必要な条件にしようということではないと理解しており、そういうご説明だったと思うが、そのあたりをこの場の議論に参加していない人が初めて指針を読んだときにも明確に理解できるような記載にさせていただきたいと思う。今はまだ論点整理、論点の議論のたたき台ということだからかと思うが、本日ご提示いただいている資料でも、「必要性」とか「要否」といった言葉が使われているし、MOM条件のところでは「義務づける」云々といった記載もあり、このままでは誤解が生じかねないと思っている。私の理解は、あくまでベストプラクティスを示そうとしていること、それから、あるべき公正性担保措置が講じられた取引については、価格であるとか交換比率であるといった取引条件の中身の妥当性の議論に入らなくても、妥当な手続がとられたことによって、裁判所が適法かつ公正なM&Aであるとして取り扱うことが期待されるということを示そうとしているのではないかと思うので、その点を明確にさせていただきたい。つまり、資料の中で「必要」とあるのは、そうした意味での公正性担保措置を確保するためには何が必要かという意味での必要性であって、ディール自体の適法性が認められるための必要条件ではないと理解している。そうしたことが読者に誤解のないように伝わるのが重要だと思う。

2点目のMBOと完全子会社化の違いについては、これまでいろいろなご意見が出たことでもあり、これをどう指針に落とし込むのか。曖昧なままでは、実務にとってはどう対応してよいのか分からないということにもなりかねず、それではよろしくないと思う。現行指針のような基本的な考え方の整理にとどまっているレベルであれば、少々漠然とした記載内容であっても対応できるであろうが、各論点をかなり細かく分析して指針に落とし込むということになると、このあたりが曖昧なままでは、なかなか実務としては対応しにくいということである。例えば、完全子会社化においては特別委員会の設置が一番可能性の高い措置と思われる。MOM条件とか、マーケット・チェックとかは実際には採用するのは難しいとなると、どうしてもこの特別委員会に焦点が当たってくるわけだが、以前も申し上げたように、完全子会社化のケースにおいても、「対象会社の取締役が会社（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、そのおそれのある場合」に一律に該当すると考えるべきなのかどうか、この点がまず

はっきりしていないように思う。私は当たらないと思っているわけだが、このあたりの明確化が必要ではないか。先の法制審議会の会社法制部会での議論では、特にMBOを念頭にターゲット会社の社外取締役が交渉、検討を行うことが業務執行には当たらないとみなす旨の法改正項目が盛り込まれたわけであるが、これがどこまで拡張されるのか。これがこの指針によって完全子会社化においても一律に当てはまるということなのかどうか、疑問が湧いてくると思う。他にも親子間の取引はたくさんあるので、そうした取引においてどこまで独立性の問題が影響してくるのかという、非常に広がりのある問題だと感じている。完全子会社化においては、私はターゲットの取締役会が株主に対して責任をもって執行し判断すべきであると思っているわけだが、検討、交渉、判断を特別委員会に全て委ねてしまう、取締役会の判断をオーバーライドする権限までも特別委員会に与えることがベストプラクティスだとすべきなのか、これについては、実務の感覚からは、今一つ現実感がないというのが正直なところである。

もう1つ、現実的に今一つよく分からないのは、特別委員会が検討、交渉するとなった場合に執行系列はどのように取引に関与すべきなのかということである。どのようにするのがよいという指針になるのか。例えば、執行系列は情報の出し手に徹して、判断は全て特別委員会にお任せして、自分はそうではないと思っても、特別委員会がこうだといえ、取締役会でそのとおりに決議するということが望ましいことなのかどうなのか、これについては大いに疑問を感じている。あまり現実から離れた形を推奨するのはいかがなものかと思うし、そういうことになると、形式ばかりを整える方向に動く会社が出てくる懸念もあると思う。こうした点も含めて、分かりやすく現実的な指針となるよう、記載について十分なお検討をお願いしたい。

【井上（光）委員】 この研究会ですべて申し上げてきたが、今回の論点を経済学的にいうと、情報の非対称性問題が存在し、それをいかに解消するかというところがやはり根本的な問題だと思っている。このため、どこに情報の非対称性があるか、その下でどのようにすれば一般株主が懸念をもたない形で取引に参加できるかというところを担保することが非常に重要だと思っている。例えば特別委員会であるとか、さまざまな公正性担保措置というのはそういうことを担保するための外堀というイメージで私は思っており、今回の指針により問題点の一部は埋められる部分もあるかと思っている。しかし、例えば買い手にとってのシナジーの有無みたいなものは、情報の非対称性はあるが、それはなかなか明ら

かにはできないし、ビジネス上も開示すべきものでもないかも知れないと考えている。一方で、現状、株式市場において非合理的に株価が安くなっている局面において、支配株主もしくは経営者がその影響力を行使して買収するというものが典型的な問題点かと考える。その問題点に対しては、対象会社側の作成する事業計画をベースに株式価値算定だとか、フェアネス・オピニオンとかが作成され、特別委員会の判断が下されて、価格条件について妥当であろうということが確認されるということになる。その事業計画の内容がどこでしっかりとレビューされているのか、また、そこがしっかりと開示資料で書かれているのかどうかというのが気になる部分である。例えば価値算定書について、自分の手元にあるものを幾つか見てみたが、ほとんどの算定書で、「本算定書は基礎とされる資料及び情報は全て正確かつ完全なものであることを前提とし、その正確性及び完全性に関して独自の検証は行っておらず」といったことが書いてあった。フェアネス・オピニオンについてはそうした価値算定書とは違い、前提となる事業計画の妥当性確認までしっかり踏み込んでやっているのだというお話もあったので、少しレベルの差があると思うのだが、少なくとも多くの特別委員会のベースとなる価値算定書においては事業計画のレビューはされていないということが算定書に記載されているわけである。実体的にはしているケースもあると思うが、そこには程度の差が大きいということだろう。次に、特別委員会がそうした価値算定書をベースに価格条件がフェアと認めたという、実はベースとなる事業計画について誰かが責任を持って検証したということがなく進んでいる懸念がある。やはりそこについてはしっかりと開示の中で、誰が事業計画の妥当性についてチェックしたのかということは明記されるべきではないかと考える。特に、具体的にいうと、事務局資料173ページに開示が期待される情報というのがあり、ここの部分が非常に重要かと考えている。ここについてはやはり企業の開示に差がある部分がある。例えば財務予測等があるわけだが、投資家、一般株主が自身で価値評価しようとする、詳細な事業計画の成り立ちの前提条件みたいなものは必要なくてなんとかなるが、むしろ将来のフリーキャッシュフローレベルでの予測がないことにより価値評価は難しいということである。もう1つは、予測期間はおおむね3年とか5年などが多いと思うが、その予想期間を超えた将来期間に想定される成長率も明記されるべきである。前回割引率の議論が行われたが、資本還元をするとき、割引率引く成長率により求められる資本還元率が必要であり、そこでは成長率の寄与がかなり大きいので、やはりその情報はしっかりみせていただきたい。その程度の情報で社内の非常に重要な内部情報が漏洩するとか、そういう可能性は非常に低いと思うので、成長

率は明記されるべきだと思う。また、割引率の計算根拠及び類似企業の判定理由について、必要性は高くないという指摘もあるということで、確かに外部から評価は可能だが、これは価値算定会社が一般に妥当と認められる基準で行った作業なので、開示することに何か企業側に大きな追加的コストが発生するものではないだろう。その意味でいうと、しっかりした算定が行われているということの信頼性を保つためには、一定の割引率のレンジを開示すべきであり、さらに、もしそこに通常でない、例えば少し細かい話になるが流動性割引をしたとか、何とかプレミアムを乗せて資本コストを算定したみたいなのは開示すべきものである。何らかの追加的なリスクプレミアム等を反映しているのであれば、その根拠と合理的理由といった辺りは非常に重要な情報となる。事務局資料では「必要性は高くないという指摘もある」と記載されているが、これはかなり誤解を招く表現で余計かと思う。ここは特別委員会がやる部分ではなく、プロフェッショナルなサービスを行う評価会社が行っている作業なので、そこはサービスを提供して対価を得るだけの説明責任を負っていると考える。そこにおいて対象会社に大きなコストがあるわけではないので、情報の非対称性をしっかり解消して、一般投資家が信頼できる状況を作り出すことが必要だ。そして、誰が事業計画についてしっかりレビューを行い、その妥当性を確認したのかについて、簡単な説明は必要ではないかと考えている。

【藤田委員】細かな話はまた後でする機会があり得るということを前提に、出だしの部分で、古本委員がいわれたお話だが、まず基本的におっしゃったこと自身は極めて重要なことだと思う。この指針の性格とその射程というか、これが一体何を意味しているかということについては、誤解ないようにメッセージをきっちり出してほしいというのは、私も全くそのとおりだと思う。その上で、位置づけも抽象論としては、古本委員がおっしゃったのは私もほぼ賛成で、ここでいっている話は、まず大前提として、公正な価格として保証されなければいけないのは、いわゆる独立当事者間価格であるという基本的な発想を前提に、ただ、MBOその他では独立当事者間の交渉がなされたとは当然にはいえないので、一定の手続がなされた場合には、あたかも独立当事者間で真摯な交渉がされて決まったかのようにみてあげて、その結果、裁判所は価格そのものの実質には踏み込まないでよいような場合を明確にしようというのが目的である。なので、ここで書いたことを実践することを全ての取引で要求する趣旨は毛頭なくて、それは極論すると、値段が公正か否かだけについていうと、社長が一存で決めたって、結果的には公正な値段になっていることは論理

的には幾らでもあり得る。ただ、そんなことは可能性があるからといって証明するのは難しい。決してそんなことを勧めているわけではないが、ここで記載されていることをやらない取引は全部違法だなどということは、いかなる意味でも含んでいない。しかも、大切なのは、ここで記載しているベストプラクティスを満たしていない場合は、裁判所は常に実質を精査しろとまでもいっていないとも私は理解している。さまざまな要素を勘案した結果、独立当事者間の取引と比肩すべきような実質があったと裁判所が判断するのであれば、そこから先は価格の実質には裁判所は踏み込まない。ただ、それがここで書かれているものそのものとは一致していなくても、そうみなされることがあり得るのかもしれない。ここは典型的に、ここまでやれば基本的にはみなしてくださいというものを示しているのであって、ここで満たしていなかったからといって、その取引が全部、独立当事者間取引とはみなさないままでいう含みもない。そういうものであるということがはっきりすれば、かなりの懸念が払拭されるのではないかと思う。実質に、当該取引との関係で、ここで書かれているようなものを形式的に完全に満たすとどうしても都合が悪いような場合には外すが、実態としてこれは独立当事者間取引といえるということは何らかの形で確保するようなことを全く妨げない。そこさえはっきりすれば、かなりこの指針の性格ははっきりすると思う。

その上で、完全子会社化について、なぜこれを完全に射程から外してしまうことに問題があるかということは、やはりきちんと押さえるべきだと思う。子会社の取締役、あるいは取締役会が子会社の利益を図るために真摯に交渉するのが理想である、また実際にはしているということを否定するつもりは全くないが、例えば子会社の吸収合併を念頭に置くと、結局いろいろ交渉して決裂した場合どうなるかという、普通の取引の場合、決裂すればなかったことになるが、この場合は決裂しないで、親会社の希望する条件で実現してしまう。それを前提とした交渉しかできない。そういう交渉をどのように考えるかということである。そういう交渉はおそらく放っておいたら独立当事者間取引にはならない。そこを何らかの要件を課すことで、その実質を確保する必要性はやはりはっきりとあると思う。したがって、これを完全に、おおよそ外してしまうというのはやはり発想としておかしいと思う。ただ、そこで古本委員がおっしゃったような疑問についてどのように考えた上で含めているかということは書いたほうがよいかと思うが、そこは外さないようにする必要があると思う。その上で、ただ、細かなところで、どのような手続が特に完全子会社化に関しては若干留意が必要であるということは細かく書き込んでいくこと自身には私は賛成

である。

【三瓶委員】まず最初に、事務局資料131ページの基本的な考え方について、冒頭でご説明いただいた際に、企業価値向上と一般株主の利益の観点からというお話だったが、その言い方はずっと入るといえば入るが、企業価値向上のためというのはいろいろなところに出てくる。ただ、よくよく考えるとあまり分からないところがある。というのは、企業価値向上ということと価値移転ということが今ここでは一緒くたになっている可能性があると思う。価値向上というのは、常時最適化が図られているかということが大事だと思う。ただ、その最適化は誰にとっての最適化か、誰にとっての価値向上かということがまた追加の疑問としてあるのだと思う。一方で価値移転となると、これは誰から誰へという話である。ここで特に議論されているのは、一般株主が締め出されて、そこから支配株主へ移るということであって、そのときに今回使われた増加価値という言葉を使うと、潜在的増加価値の分配が公正にされるのかということになる。なので、今ここでは主に価値移転の話をしているが、同時に、その背景には価値向上があるということで、並列で一緒に言葉を使ったときに、分かるようで、少し分からなくなるという点があるような気がする。ここは入口のところなので意外に大事かと思う。先ほどのこれが指針であるということからすると、基本的なスピリットとして、こういうことを分かった上で公正ということを考えていていただきたい。なので、ここに書いていないことでも、本来であればそれを類推して行動していただきたいということだと思う。細かい文言はということではあったが、例えば事務局資料131ページの3つ目の■の最後の部分にまさに企業価値の向上と公正な取引条件をと出てくるが、そういうことよりも、むしろ、例えば考えたのは、資本生産性を高める目的で行われるM&A等の取引において、経済主体間で潜在的な増加価値の移転（分配）が公正に行われ、当該経済活動の効率性を担保するための方策として、これこれの措置を講ずることが望ましいというように、ここで移転へ焦点を当てることというのが1つ必要ではないかと思う。移転と、そもそもある価値創造ということとを若干区別するという意味である。

そういうことも踏まえて、少し細かくなるが、事務局資料50ページにパブリックコンサルテーションのまとめがあるが、一番最初に経営法友会からということで、議決権比率20%以上50%以下は対象外と理解というコメントも来ているということは、私は明らかにこれは違うと思っている。いろいろなところで文言で支配という言葉が出てくるが、実質的な

支配ということなので、このように理解される方がいるというのは本意ではないと思う。支配というのは実質的なものである、こういった利益相反が生じる可能性があるものであるということはどこかで明確にする必要があるというのが1つである。

事務局資料50ページの矢じりの4つ目で、幾つかのケース、こういうのも入れてくれということが書いてあるが、その中で第三者割当というものがある。先ほど私が公正なM&Aと申し上げたのは、例えば第三者割当は本来スコープの中に入るだろうが、ただ、今ここで、第三者割当というのは、先ほどのMBOと完全子会社化は違うところがあるという議論からすると、またさらに違ってくるので、細かく整理すると、ややこしくなる。ただ、スコープとしては、利益相反関係があり得るという意味では考える、そのときも気にすべきものだという意味では、こういうものも考えの範囲には入るのだということはぜひご検討いただきたいと思う。

事務局資料162ページについて、ピンク色と水色の四角が2つあり、付与の必要性に関する指摘と、付与に伴う弊害等に関する指摘ということで分けてある。それぞれそういう論点があるのだろうと思うが、1つ重要なことは、例えば対抗ビットを出すときに、その当事者は、自分たちも同じような事業をしていて、それを統合したいという思惑があるとする、そこで公取の視点が必要になってくる。そうすると、デューディリジェンスがきちんとできなければ、その可能性をどこまで考えればよいかということは判断できないので、デューディリジェンスをするのに十分な情報がとれないということでは、そもそもそんなビットをかけてみようということはある得ないと思う。なので、ここの措置は重要で、必要な情報を提供するということが手続上ないと対抗的な買収者は現れないということだと思う。

事務局資料172ページの3つ目の■について、検証することが可能な程度の開示というのは、先ほどもお話があったが、どういうことかということ、例えば一般株主の中でも機関投資家などが実際に普段からDCF等は計算するが、そのときに自分たちは自分たちの前提でやるが、全部ではなくてもある程度の前提条件をいただければ、それについてもう一回検証、試算することができるわけである。幾つかの情報が足りなくても、それなりの情報があれば試算して、何が足りていないのか、または、自分たちには与えられていない条件はおそらくこういう条件なのであろうということとは類推できる。そこまでできると、なるほど、説明にはなかったが、こういうことが入っているのだということ判断ができる。それが1つか2つしか開示されなければ、類推することが多過ぎて、一体全体どういう条件なのか

は分からなくなるので、検証のための試算ができる程度の開示を求めているという理解をしていただきたいと思います。

事務局資料176ページはごもっともな指摘で、ただ難しいのだろうと思う。利害関係があるということからすると、当該取締役はその取締役会の決議からは排除されるということは、普通に聞いたらそうだろうと思う。ただ、どういう場合に利害関係があると認めて排除するかとなったときに、この基準づくりは極めて難しくなる。先ほどの支配関係のところでも申し上げたが、実質的ということになってくると、どこまでかという線引きはそう簡単にできないだろうと思う。そうやってきたときに、だから無理だと終わってしまうのはこれまた困るので、1つの方法として、その決議にどういう方が参加された、どの方は賛成して、どの方が反対しているということを事後でよいから開示していただく。そうすると、事後であっても、明らかにそれが偏っている、または、それぞれの方はどういう立場で、どういう賛否を投じたのかということが分かることは、その後の検証にはなると思う。例えばこれを聞きに行っても、それはいえないということであると、そこでとまってしまうので、こういう方法が一応あるかと思う。

【神田座長】 ご指摘の1点目について、前回の指針を策定するとき、企業価値を高めるということを第一原則にするのか、MBOが主として念頭にあったので、価値移転というか、公正な条件のほうを第一原則にすべきかが議論になった。bプラスaでいうと、aがゼロだったら分配は問題にならないのだが、MBOなので公正な条件が重要ということで、そちらを第一原則とする、当初そういう案だったと記憶する。しかし、社外の目からみて企業価値が増加するといったときにMBOはやる価値があるので、考え方自体は、bがあったときにやるのであろうというほうがまず原則で、次にaの公正に分けてくださいというのが重要なので、その順にした。なので、これはおそらく今回も引き継がれるのではないかと思うが、その2つが明確に別の概念であることは確かなので、その点は誤解されないようにしたいと思う。

【角田委員】 ハード・ローによる対応を求める方がいらっしゃったというのは、パネルも、テイクオーバーコードもなく、官庁がみているわけでもないこの国のM&Aのプラクティスに対していろいろな見方があるのだと思った。また、今、三瓶委員がおっしゃられたように、第三者割当のような、支配権も完全には移動しないが大きく動くもの、これもテイク

オーバーコードだと規制しているが、きちんと日本でも見てほしいという意見もあるのは承知した。ただ、方向性としては、今回の取り組み方が今、我々のできる最善のものなのではないかと思っている。取引から独立した取締役を中心とした皆様がFAに代表される道具や武器を使った上で、場合によっては、MOM条件のようなツールも使いながら、第三者間取引に近いようなものを勝ち取っていくためのフレームワークを示す、ベストプラクティスを示すという今の方向性でよいと私は思っている。

一方で、ハード・ローといった期待がある中で、個人的に悩んでいるというか、感じていることがある。例えば、昨年の親子間のある案件で、子会社のアドバイザーというか算定をしたのがメインバンクそのもので、親会社にも買収資金を貸していた。ルールにないからOK、誰も文句をいわないからなのか、裁判に期待できないからなのかかわからないが、利益相反がある金融機関に少数株主にとって大事な株価算定業務を依頼する状況が存在している状態なので、開示して見える化しても、それを是正というか、矯正というか、採択してもらえないままではないか。逆にそんなルールがなくてもそういうアドバイザーを避ける立派な子会社さんとか親会社さんも一方でたくさんいるが、ルールではないプラクティスとして我々の次の指針は期待に応えられるのかどうかというのが、私が問題意識をもっている点である。

【石綿委員】全体として、今までの議論をかなり上手にまとめてきていただいている。まず、全般的に、そうはいっても、前回MBO指針を出してから10年以上の間に、それなりに市場環境も変わってきていて、日本のマーケットの状況とか市場の期待値も変わってきている中で、さすがにこの指針を出して全く変わらないというわけにはいかないであろうし、今ここに書いてあるようなことが世の中に出れば、やはり実務は変わっていくとは思う。なので、当然これを出すことによって東証も開示基準を変えていく可能性があるし、裁判所だって当然これを見て考えていくことにはなるので、実務は変わっていくだろうという前提の中で議論していく必要があるだろうと思っている。幾つかの視点があって、市場が変わって、やはりグローバルな視点で見たときに、日本がすごく異質な国だ、日本はすごく異質なM&Aだとあまり言われ過ぎない配慮もしたものにしていかなければいけないだろうとは思う。全般的にかなり前進がみられるところは多いと思うが、少し私が気になっているのは、フェアネス・オピニオンの扱いが、やや日本が特殊になっているという気はする。前回の研究会のときに藤田委員なども、日本の公正な価格というのはそういうもの

なのだから、フェアネス・オピニオンというのはあまり意味がないとはおっしゃらなかったが、必ずしも公正な価格を日本法上のものでみせているわけではないといった話もあったが、あまり開き直ってしまうと、フェアネス・オピニオンを使っても意味がないのだという形になってしまって、フェアネス・オピニオンを日本の社会がうまく利用していくという仕組みができていかないような気もする。一方で、マーケットというのは、フェアネス・オピニオンに一定の意味を置いている海外の機関投資家は多いので、どういう形でそういうものをうまく日本の社会で利用していくのかというのは考えていったほうがよいのではないかと思っている。

一方で、こういう指針を出すときに、企業買収の阻害効果であるとか、個々人の萎縮効果というのはやはりかなりの程度において生じる。例えば対抗TOBについてデューディリジェンスをどんどんやらせるべきだという話になっていけば、こういう取引をすることをそもそも躊躇する会社は当然出てくる。だから何も考えてなくてもよいということをいうつもりではないのだが、そこら辺はかなりセンシティブな 이슈 である。先ほど独禁法上の観点のレビューをするためにデューディリジェンスが必要だという話があったが、独禁法の観点では必ずしもデューディリジェンスをそこまでやる必要はなくて、基本的にシェアに関する情報とか、資産とか売上高がわかれば、それでそれなりの確認ができる話だとは思う。ただ、一方で、やってもらわないと、そういうものについてあまり門戸を閉ざしてしまうと困るという投資家の声があるのも事実なので、そこら辺、どうやってうまくバランスを図っていくのかというのはよく考えていく必要があると思う。

あと、説明責任という言葉もいろいろなところで出てくるが、基本的にはもちろんそれに反対するものではないのだが、説明責任が課された個人は相当萎縮していく可能性もあるので、その局面において、本当に説明責任をどのくらいの表現で書いていったらよいかというのはよく微妙に調整されたほうがよいのではないかと思う。

あと、今まで日本の実務において行われていなかったことには、それなりの理由があることもあるわけである。例えば特別委員会がFAを使うと、FAの費用負担が課題だと思う日本企業が多いというのは現実問題としてあるわけであり、今回の指針により特別委員会でFAを指名したり、承認したほうがよいというニュアンスがかなり強く出てくるので、今後そうなることが当然想定されるわけであるが、そうなったときに、特別委員会が会社のFAを指名して、会社がそれを使っていくことだってよいであるとか、特別委員会のFAが取締役会に出て、特別委員会において算定したものはきちんと取締役会において説明し

てもよいのだという、要は、必ずしも2つ置かなければいけないというわけではなくて、案件の規模とか状況によっては、特別委員会が指名したり承認した1つのFAをうまく使いながら案件を実行していくこともできるのだとか、今まで世の中の的に弊害だとか問題だと思われていたものに対して、そうではないのだという答えみたいなものをある程度示唆できるようなものになるとよくなるのではないかと思っている。そういう意味では、これからの作業は非常に微妙な調整を要するものだと思う。

【井上（隆）委員】先ほどの古本委員のご発言とかなり重複するところはあるが、我々は産業界の現場の意見として、既にパブコメでもいろいろ出させてはいただいているが、当然のことながら、一般株主の利益や公正性を確保する措置は重要であるし、日本市場を対外的にも透明性を保つという面では非常に重要な指針になると考えている。ただ、現場の方の声を聞くと、MBOに関しては全く抵抗感がないが、どうしても完全子会社化のところは、MBOと全く同じかといわれると、同じだと捉える経営者は非常に少ないと思う。やはり程度の差というものがあると思う。もちろん非常に多様なものになってくるので、そのあたりがうまくケース・バイ・ケースで使い分けられるような指針にすべきだと思う。特別委員会の設置が一番重要なところになると思うが、当然指針なので、出したことによって実務が変わっていくわけであるが、指針を出したことによって完全子会社化をしようとする企業が萎縮してしまったりであるとか、そういうことにならないような配慮が必要だと思うので、さまざまな多様な取引に対して、むしろ予見可能性を広げていくというような前向きなメッセージになるようなものにしていただきたいと思う。

それと、全体を通して、実際に特別委員会とか社外取締役も含めてだが、人材とか、そういうところにまだまだ不足があるというのは現実の話であるし、フェアネス・オピニオンは別としても、さまざまなコストがかかっていくという面も当然出てくるので、この辺の経済的、あるいはコスト面でのバランスであるとか、当然コストがかかれば会社の企業価値自体も若干は減っていくわけなので、そういうところへの配慮も重要になってくるのかと思う。

【児玉委員】各論点について本当によくまとめられているがゆえに、全体的にでき上がってきたものをみると、実務界、産業界の立場からすると、かなり重たいものになるなということが第一印象であり、先ほど石綿委員もおっしゃっていたが、これで実務界はきっと

変わる。特に基本的な考え方のところで随分強調していただいているように、これが全て必要なのではないということは、ご指摘いただいて区別をいただくということは非常に大切なのだが、我々実務の側からすると、これはおそらくM&Aのディールの部隊と同じで、実務界のサポート体制が日本流にいう定食のように、弁護士事務所があって、FAがあつてと、皆さんビジネスができて上がる。これは間違いないところであり、そういう実態が何年か後にできたときに、果たして実務側から今回はこれは要らないと思うなどということはおそらく出てこないだろうと思う。対外的な専門家の方をお願いするという実務を考えたときには、これはおそらく結局全部やることになる、それがスタンダードになるのではないかと、うまくいえないが、漠然とした不安というか、重いなということを感じている。なので、全てやることを前提に、今回これを落とすには、逆にいうと合理的な理由をきちんと説明できないといけなくなるのだろうと思う。その負担は、実務側としては少し厳しいものが出てくるかもしれないという漠然とした不安をもっている。もう1点、事務局資料161、162ページについて、かなり生々しい、敵対的な買収も起こり得るということ踏まえてまとめていただき、一言でいうと真摯な提案という表現で、事務局の方の努力は本当によく分かる。これ以上書けないというのもよく分かるが、そうすると、やはり先ほどと同じで、指針とはいえ、こういうやり方をするということが書かれていると、なぜやらないのだということになる。真摯な提案に関していうと、基本的には全てが真摯な提案だと、まずそこから原則で入って、いやいや、おたくの提案はちょっと…というのを企業側がストレートにいえるかということ、なかなかいえない実態の中で、真摯な提案に対して、次のページに記載されている情報の開示をするということになる。そうすると、情報を開示してくれないから、例えばきちんとしたオファーができないとなる。敵対的というか、買収をかけている方に対してどれだけ説明するのか、どれだけ情報を開示するのか。日本の社会、日本の企業間でのみのディールを念頭に置くと、そんなにグロテスクな敵対的なものはそれほどないであろうと私も考えるが、もう少しグローバルに物事が動き出したときに、果たしてこれは本当に大丈夫なのだろうかと思う。この席では漠然とした表現しかできないが、そういう買収オファーというものもあるということをご理解の上で、このところは抽象的になると思うが、今後議論を進めていただければと思う。

【Sneider委員】まず、今までのコメントの中でも指摘されていたかと思うが、この改訂指針の日本の法制度の中での位置づけだが、特に海外からのコメントを拝見しても、実際こ

の指針はどのような役割を果たしているのか、ソフト・ローとかハード・ローといった表現があるが、ソフト・ローの中でも、例えば裁判所の判例、法律、取引所のルール、こういった全体の制度の中でこの指針の役割をどのように考えるべきなのか、今回の改訂指針の冒頭で、この点についてもう少し誤解を招かないように明確にしていただければと思う。その中では、指針はここまでのベストプラクティスということで、例えばこれから取引所、あるいは適当な政府の機関が法律の改正を検討することも考えられるとか、そういった内容であってもよいと思うが、とにかく、海外企業の立場からするとかなり分かりづらいものなので、そうした企業も含めてなるべく適正に改訂指針が理解されるよう、そういった観点も踏まえたご説明もお願いさせていただければと思う。

その他に、幾つか細かいポイントについてもコメントさせていただきたいのだが、本日の論点整理資料を拝見すると、改訂指針の方向性としては、特別委員会が公正性を担保する主体的な役割と責任を果たすことになるという印象が強く、それ自体は結構かと思う。ただし、おそらく投資家は、本当に特別委員会が期待通りうまく機能するのかという懸念を持つことになると思うので、特別委員会が強い独立的な主体としての役割を果たさなければフェアなM&Aは期待できない、という声が出てくることは間違いないと思う。その観点から、先ほどアドバイザーについてのお話があったが、個人的には特別委員会が独自の財務と法務のアドバイザーを雇うことは非常に重要ではないかと思っている。費用がかかっても、あるいは手続の面で若干手間がかかっても、ぜひアドバイザーを雇ってもらいたいと株主が考えることは決して間違ったことではないと考えており、その点をご検討いただければと思う。

次に、事務局資料158ページのマーケット・チェックと取引保護条項について、※にも記載されているが、既存の指針は取引保護条項に対してかなり否定的であったので、日本のM&A取引において取引保護条項は稀ということだと理解している。以前、石綿委員とこれについて議論する機会もあったが、マーケット・チェックとフィデューシャリー・アウトが存在する場合、フィデューシャリー・アウトについて申し上げると、要するに取締役の信認義務を果たすために契約を解約する権利を持つということになるが、これが存在する、機能するM&A市場において、取引保護条項を認めないことは、正しくないことだという思いは強い。皆さんにご理解いただきたいのは、マーケット・チェックと取引保護条項はセットということである。マーケット・チェックとフィデューシャリー・アウトについて実行されうるにもかかわらず、取引保護条項による保護のない買収契約とならざるを得

ないのであれば、先に契約を結ぶ買主は非常に不利な立場に置かれてしまうことになるため、そういった場合には買主はそもそもM&Aを諦めてしまうおそれもあるかと思われる。その観点から、指針の中では適切な取引保護条項について検討することも重要だと思う。最後に情報提供について、非常に敵対的なケースの場合、情報提供は行うべきではないと考えられるお気持ちも十分理解できるが、情報提供するかしないかという選択肢の中で、M&Aのプロであれば分かっていることであるが、情報提供というものは常に段階的に進んでいくものであるので、競合する買収提案に対して、まずはその提案が本当に実現可能性のあるものなのかを確認するというのであれば、限られた情報だけを提供するということも考えられる。もちろん取締役会として、あまりにも敵対的な相手だから協力しないという決議は考えられるし、あるいは明らかに実現不可能な提案や、情報の性質上提供は困難であるとか、その他何らかの事情で協力することが適当ではないということもありうるが、そういった事情がない限りは、やはり、特別委員会は段階的な情報開示を前向きに検討することが妥当ではないかと思う。

【別所委員】2～3点申し上げたいと思う。こういった指針のそのものの位置づけについて、やはりそれがMBOであれ、上場会社の子会社の完全子会社化であれ、日本企業が一般的に置かれている環境は、今後ますます競争が厳しく、スピード感が要求される経営環境にあると思うので、そういう中で迅速、果敢な意思決定ができる、そういった取引を制約するものではなくて、推進するためのガイドラインであるべきであると思うということが1点目である。一方で、少なくともグローバルのスタンダードと比較した現状でいうと、日本企業ないしは日本の関係者の少なからずにおいて、やはり利益相反に関する意識がまだ低いのではないかと思うので、この2点の両立が重要、大きな柱になるのだろうと思う。ただ、その柱の中では、今までお話があったとおり、MBOと完全子会社化の問題が同じ程度の利益相反、同じ公正性担保措置をすればよいということではないので、その峻別をしっかりとすることが2本柱の中身として重要であると思う。結果として、その取引を萎縮するというものは経済活動の低下になる。その一方で、形さえ整えれば何でもありということになると、日本のマーケットは少し特殊だという、グローバルからみてオフ・ザ・マーケットの感覚になるので、最終的にはそれが翻って日本の多くの企業が投資対象として魅力が低下する。これは以前もお話したが、自分に返ってきてしまう話なので、そのバランスが適切にとれるような気づきになることがやはり重要なのではないかと思

う。

【江良委員】とりまとめていただいた方向感については特に異論はない。基本的には高い透明性を求めていくが、透明性を担保するための手続きについては、その必要性も含めて具体的な判断を特別委員会、そして特別委員会の核となる社外役員に求めていくという方向は自然な考え方ではないかと思っている。一方で、特別委員会がきちんと機能するかがより一層重要となるが、説明責任自体もさらに求めていくことになるので、社外役員としてはいろいろと責任が重くなる一方である。最終的に、各種委員会等の実効性を担保するものは、社外役員、委員会メンバーのクオリティである。今回の取りまとめの方向でいくと、例えば、どのような局面で、MOM条件を付ける、付けない、このような判断について、非常に難しい判断を求められるようになるが、一方で、このような局面における実務経験がある社外役員の数もそんなに多くはないと思うので、委員として実効的な機能を果たしていただくためにも何かしらのサポートが非常に大事なのではないかと思う。例えばだが、このような局面に直面しやすいと考えられるような会社の社外役員を務める方にはあらかじめ心の準備をしていただく必要があるのではないか。このような局面で、このような判断を迫られる局面も十分にある可能性があるということへの認識、そして、事前の実務的な準備、そういったものも非常に重要ではないかと思う。そのような観点から、例えば、各種局面における実務を経験し、実際に機能したと考えられる特別委員会や委員の取り組みについて研究し、学ぶべきものがあれば、今回の指針に合わせてという話とは別に、今後整理した上で、共有することも検討の価値はあるのではないかと思う。

私も児玉委員と同感で、仮に自分が社外役員となって、特別委員会を努めることがあり、そしてまさに議論しているような局面において、どのようなプロセスを進めるかという点について判断を求められた場合、いずれかの公平性担保措置を外すという判断ができるかどうかというと、少し自信がない。結局、全てのオプションを採用するという選択をしてしまう気がするが、それが良いのだろうか。本来であれば、例えばディールの規模等を考慮するなど、各局面の状況次第合理的な取り組み内容は変わるべきである。このようにケース・バイ・ケースの判断をよりの確に、実効的に促すためにも、判断の際に参考となるようなベストプラクティスの在り方を議論し、補足することも、実効性を担保するという観点からは極めて重要ではないかと思う。

2点目だが、潜在的な買収提案者に対する情報の提供については、買収提案者からすれば、

当然提案するに当たっては一定の情報が必要というところはあると思うので、一般論としては、段階的に提供すべきではないかと思う。一方で、真摯な提案の真摯という言葉の定義や見極めは難しく、本研究会における様々なご意見にも、ごもっともだなと思うところもある。根本的な解決方法について個人的に持ち合わせているわけではないが、なんとか提案者の真摯度合いを見極め、真摯な潜在的買収者へは公開情報に多少プラスアルファしたレベルの情報をまずは提供するなど、段階的対応と情報の範囲という観点から整理ができないものだろうか。

【神田座長】まず、今ご指摘もあった情報開示については、内容も重要だが、三瓶委員が先ほどおっしゃったように、時期の問題もあると思う。進行中のプロセスで開示を求められるべきものと、全部終わってしまってからでもよいので、情報開示してもらうのがいいというのとがあると思うので、それを意識してご意見いただければと思う。それから、指針の役割について、児玉委員や古本委員は同じご趣旨かと思うが、何でこのような指針をつくるのかということは前のときも非常に議論されたが、これは基本的には、例えばMBOをやろうとしている上場会社さんがいて、どういうプロセスでやったらよいかよく分からないというときに、やはり指針は役に立つということはあると思う。ある程度きちんとしたということ大変失礼なのだが、ここに出ておられるような企業からすれば、これは重たい、負担感があるということだとすると、何か指針がおかしいということになりそうな気がする。なので、そこら辺の按配は難しいところだが、公正にという言葉を使わせていただくのとすると、やっていく上で、どうやったらよいか必ずしもよく分からないというときに、公正に実施していただく手引きを目指しているということである。ハード・ローとの関係や、裁判規範としてどうかということについては、確かにSneider委員ご指摘のように、こういう指針についてはその位置づけの問題になると思うが、その辺も重要な点だと思う。もう1点、冒頭の古本委員や石綿委員からご指摘があって、今もご指摘があったが、取締役会と特別委員会との関係というか、基本的なこと恐縮だが、どういうキャッシュアウトの取引をするかにもよるが、あくまで取締役会が決定する。そのプロセスとして、きちんとしたという表現を使わせていただくが、そういうきちんとした特別委員会のプロセスを経ていれば、もう取締役会は何も判断しなくてよいのか。それとも、それを踏まえて、それを信頼するというか、取締役会としての判断をするのか。それから、同じ社外の人がいるとしても、今のたたき台だと独立性の資格の点で重たくなるが、取締役会のほうでは

そこで積極的に審議する。それから、古本委員のおっしゃった業務執行取締役は、取締役会での議論には当然参加するわけだが、会社法上は特別委員会は何の権限もないので、取締役会があくまで責任を持つ。そこで会社法上の義務と責任が問題になるのか。特別委員会についても、取締役が参加する場合に業務執行に該当するかどうかということの問題提起されているが、それは取締役は職務の執行で、しかし、監査役の場合は職務の執行ではないのか。取締役会がメインなのだとしても、正当なプロセスを確保するために、アメリカ的な言い方をすれば、特別委員会を経た上で取締役会が決定していれば、エンタプライゼアネスではなくて、アメリカの言葉でいえばエンハンスド、ビジネスジャッジメントを基準に司法審査になるという話なのか。もっと実質を確保する意味で、指針としては、特別委員会を置いてください、これを推奨します、そこでこういうことをしてくださいというべきか、そして取締役会の決定はいつでもよいという言い過ぎであるが、特別委員会に従えばよいとするのかという両者の関係の問題がある。特に何人かの方がおっしゃっているが、社外取締役が1人か2人の会社もたくさんあるので、1人か2人のときにはあまり選択の余地がない。アメリカのようにたくさんいるときに、社外取締役からだけで成る特別委員会というのは比較的構成しやすい。他方、別に社外取締役が専門家である必要は全くなく、アメリカでも別にそんなに専門家ではないので、それは専門家をそこで雇えばよいという面もあると思う。その辺が今後難しいところになるので、ぜひご意見をいただければと感じている。

【馬場委員】 情報開示について意見をさせていただきたいと思う。これまで議論してきた点について、事務局で資料にまとめていただき、株主が議決権行使やTOBの応募の有無を判断するために十分な情報を開示するような形での案になってきていると考えている。事務局資料にもあるが、株主としての意思決定を行う際には、株式価値の算定の合理性や信頼性について十分な検証ができるように、財務予測やその作成経緯について十分な開示していただきたい。株主としての的確な判断ができるような形で、開示の充実を図っていただきたいということを改めて申し上げたいと思う。

一方で、情報開示の充実と矛盾する話にはなるが、開示された情報を実際にみる株主は、大手の機関投資家の場合もあれば、個人投資家の場合もある。様々なタイプの株主が開示された情報をみる形になるので、読み手の立場にも立って、分かりやすく簡潔にポイントを絞るといった視点も入れた形での開示資料としていただきたいと思う。

【川藤様（山田委員代理）】事前に山田委員とも議論したところを踏まえてコメントさせていただく。全体感として、MBOだとか完全子会社化といった実務上のコーポレートアクションの阻害要因にならない形で、一般株主をしっかりと保護していくという方針についてはしっかり反映いただいているかと思うが、細かい規律をどんどんかけていくというよりは、特別委員会やその雇い主となる取締役の重要性が非常に高まっていくということかと理解しており、これについてはガバナンス・コードやスチュワードシップ・コード等となりインラインな方向性だと思っているので、我々としても、理にかなっているのではないかという形で議論させていただいている。一方で、多くの方がご指摘のとおりかと思うが、取締役並びに特別委員会の方々の重要性が今後高まっていくということになるし、そういった方々が果たされるべき役割もかなり高まっていくと理解している。

1点、細かい点だが、事務局資料142ページにも記載があるが、社外取締役が委員長を務めることが望ましいというところもあるが、他方、社外監査役の方が入れられるというところについては少し慎重にみたほうがよいとみており、基本的に監査する立場と、アドバイスする立場というのは異なる部分があるかと思うので、こちらについては慎重にご検討いただいたほうがよいのかと思う。

【武井委員】取締役会と特別委員会の関係にも絡むが、大きいような小さいような点からいうと、1点目が事務局資料146ページのFAの選定で、先ほど石綿委員もおっしゃったが、3つ目の箇所「対象会社のアドバイザーとは別途、独立委員会が選ぶべき」という箇所がある。この表現だと、アドバイザーが対象会社側と特別委員会側の両方にあるのがベストプラクティスであるかのように読めるが、特別委員会がきちんと選んだアドバイザーが取締役会側をやる選択肢もあるわけで、そんなに何人もFAを選ぶことがベストプラであると考えべきではない。米国の事例などでも対象会社側のFAは、法的にはボードが選んでいるが、対象会社のボードが特別委員会を設置して特別委員会がFAを選んでいる事例があるわけなので、両方選ぶ必要があるというのは書き過ぎだと思う。そうすると、事務局資料147ページの※の問いのほうも解消すると思う。

2点目が、「交渉に関与」という言葉が事務局資料138ページに出てくるが、これは特別委員会の役割にも絡むが、その先に出てくる事務局資料145ページの3つ目、特別委員会自ら直接交渉する形態と、あと上からみている形態、要は東宝不動産の事例のようなパターン

の両方あるということを受けているのだと思うが、「交渉に関与」ということがこの両形態を含んでいるということが分かるようにしたほうがよいと思う。「交渉に関与」という言葉だけでどこまで伝わるのかだと思う。

3点目が、ここから若干本質的になってくるのだが、全般的にベスプラと書けば書くほど選択肢が厳しくて全ての選択肢はやらなくてもよいというようにしてくれという意見が出てくるわけだが、その絡みで、社外取締役の強調の箇所、社外監査役を外部の専門家並みに社外取締役の下に置いているという箇所が私はどうしても気になる。親から独立して、同じ役員として法的責任も負っている、しかも適格性のある方がいて、繰り返し申し上げるが、上場会社の社外監査役は経営者の方が就任されていることも結構多い。経営者の方を社外監査役であるからと言ってわざわざ外して外の人を選ぶのか、外部専門家並みに落としているのは序列としてどうかと思う。社外取締役との業務執行性の点での比較とか今回の会社法改正からの整理とかも差異を設ける決定打にはならないと思うので、今回、親からの独立で、しかも経済的な独立性まで求められて委員の人選を行うときに、実効性のある特別委員会を組成することこそが重要なので、社外監査役という選択肢を形式的理由で簡単に消さないほうがよいのだと思う。説明さえつくのであれば社外監査役でもう良いというトーンをもう少し出せないものかと思う。

あと、今の点に絡むが、さきほど江良委員がおっしゃった「MBOのときどうするのか」ということはおっしゃったとおりであって、そもそも誰が買収してくるのかもよくわからない中でMBOのときに向けてあらかじめどう備えておくのかという問題はあるので、社外役員の方のリテラシーを整えておかないと現実に回らないのだと思う。親子会社の完全子会社化の場合は、親から独立した社外役員を選んでくれという話は別途進んでおり、MBOの話に限らないのだろうが、こうした会社で社外役員が何のために就任しているのか、MBOなどがありそうな企業では、このような仕事をしなければいけないことを社外役員就任者にはあらかじめ理解しておいてもらうという問題意識を出しておいた方がよいと思う。

4点目が事務局資料149ページの箇所、これは法的な話に絡むが、アメリカと違って日本は会社補償もまだ十分に整備されていない、株主代表訴訟が提訴されやすい、会社法429条もあるという世界なので、関与する社外役員のかたが何らかコンサバな対応に陥ることも考えておかないといけない。個人に何か責任追求があり得るとなったら、これは世界中共通の問題意識だと思うが、個人としてきちんとやるべきことをやっていけば法的責任は普通問われないという旨も発信しておかないと、特別委員会を含めこの仕事を敬遠するお

それが出てくる。きちんと誠実に仕事をしていれば、会社法の善管注意義務違反や契約上の善管注意義務違反が問われないというセーフハーバー的な記載もあったほうがよいかと思う。事務局資料149ページは問題提起が書かれているが、きちんと誠実にやっていたら法的責任は問われないということも同時に書かれておいたほうがよいと思う。

5点目が事務局資料148ページで、報酬の話について。2つ目の■に報酬を支払うことも検討すべきとあるが、私は報酬は別途支払うべきだと思う。この特別委員会なりMBO等への関与は日頃の仕事とはかなり異なる特殊な仕事を行うことになるし、かといって平時からMBOが行われる前提で役員に就任しているわけでもない。こういう事態に至ったときにはエクストラな話ということだと思し、エクストラとして報酬は別途支払うべきである。日本の社外役員の方、特に上場子会社の場合、子会社の社外役員の報酬はかなり安い。その安い額の中で併せてやっておいてよとなると、特別委員会としての質を含めてますます悪循環となる。報酬は別途払うことを検討するのをベスプラにしたほうがよいと思う。

6点目が、アドバイザーということでFAとLAとが一緒に書かれているが、若干違う部分があると思う。LAに関しては、日頃から子会社をアドバイスしている弁護士が本当に親から独立していないかという、そうではないと思う。親子上場などの場合に、親からの独立性を保つために子会社に法律家が関与していることもあるので、親からの独立性がきちんとある者であれば、日頃から子会社の顧問弁護士とかアドバイスをしている者でも適格なのだと思う。アメリカの事例を見ても、LAが一番最初に選ばれる。要は、LAが最初に、手続全般、特別委員会をどのように構成するかなどを含めて独立性のある手続をアドバイスしていく。ボードがまずLAを選び、各ボードメンバーにどういう法的義務があるのかをアドバイスし、それから特別委員会を組成し、特別委員会がFAを選ぶという順番でやっている事例があるので、LAの選定はかなり最初の段階である。そのときに、きちんと親からの独立性があるのであれば、子会社の日頃の弁護士もLAとして否定されないと思う。

7点目、先ほど角田委員のおっしゃった点については、TOBファイナンスをやっていることによる利益相反をどう考えるかという問題について深く突っ込むのかどうか。もし日本が世界と違う特異なことをやっているのであれば何らかの説明が必要になるのだろうし、特異なことではないにしても、そういうファイナンスからの利益相反はないということの説明を子会社側のFAに関して行うという論点について、どう取り扱うのかを検討することになるのだろう。

8点目だが、先ほど児玉委員のおっしゃった気持ち悪いという点に関連するが、その気持

ち悪さにもいろいろな原因があると思うが、1つ思ったのが、事務局資料136ページなどだと、最初は「会社・一般株主の利益」のために適正な判断をする、「会社・一般株主」である。そこが途中から表現が全て「一般株主の利益を図る」となっていて、会社の利益という用語が消えており、特別委員会なり取締役会は少しでも高値であれば、そちらに売る判断をしないとイケないという誤解を生むのではないかという気がする。もし書くとしたら、会社の利益及び一般株主の利益に照らしてとすべき。アメリカの事例も、特別委員会が主導した上でのボードの意見というのは「対象会社及びその株主にとってadvisableかつbest interestな提案である」という意見であって、「会社及び株主の利益」となっている。会社を解体するような提案が出て、一銭でも高ければそちらに売らなければいけないと思ってしまうと、先ほどのどんな提案でも、何でもかんでも聞かなければいけないのではないかと誤解を生むように思うので、会社の利益及び一般株主の利益に対して書くとか、会社利益及び一般株主の利益に対して公正な価格と書くなど、単に「有利な」ということだけで書くと若干誤解を生むかと思う。アメリカの事例も「対象会社にとって」と書いているので、会社の利益という言葉は消さないほうがよいと思う。

最後9点目が、フェアネス・オピニオンに関して、日本ではフェアネス・オピニオンが取得されないというのに外国から見て違和感があるという石綿委員の意見はそのとおりの部分があるが、他方で日本の法制度が「aプラスb」でやっているというところが海外とどうしても違う点である。フェアネスとしてはbの部分しか検討していないところ、最終的な公正性は「aプラスb」の話なので、別にフェアネスであると誰かに無理して言わせようとするよりも、本筋としては、事務局資料173ページに書いている株式価値算定に関する開示で情報が出ているということのほうが重要ではないか。それでもどうしてもフェアネス・オピニオンという措置を対外的に使いたいのであれば、あくまでbの話しかしていないのだということを明記してのフェアネス・オピニオンになるが、bだけでもなお投資家にとって有益だというのだったら、bだけの話でやることになる。アメリカでもbの話しか言っていないので、bという形でフェアネスを出すことになるが、それでも本当に有益なのかという問いになる。無理してでもフェアといってもらうために要する労力なりコストを考えると、フェアネスという言葉にこだわるよりも、開示対応で進めたほうが楽でないかと思う。

【玉井委員】細かいところについては、むしろ今後指針のドラフトが出てきたところで、

微調整するタイミングでコメントさせていただければと思う。というのは、理屈として、確かに改めて整理するとこのような形が正しいと思われるところがたくさん入っていると思うが、他方で実務が本当に回るのか、あるいは、それらを踏まえると実務が萎縮して取引を回避してしまうのではないかという漠然とした心配もないわけではなく、そのあたりは書き込み方次第なのかと思う。石綿委員もおっしゃっていたが、そこは気をつけてまいりたいと思う。特に、事務局資料50ページに記載のあるパブリックコンサルテーションに寄せられた意見の中にある、20%以上50%以下の大株主による子会社化の取引は対象ではないと理解しているというコメントは、ある意味で強い牽制なのだと思う。もともとこの指針の位置づけについては、あくまでこのようにすると公正性担保措置としてはよいと思う、別にそれを義務化するものではないということを明確にしようと皆さんおっしゃっているので、もともとそういう趣旨のものなのであるが、こういう牽制のコメントが来てしまうというのは、一旦指針が出ると非常に影響があるので、安全サイドに立って、結局はみんな推奨されていることはやらなければいけなくなってしまうのではないかとこのことを思っただけのためではないかと感じた。やはり書きぶりの調整が重要であることに加え、一旦公表された後の実務の運用、つまりM&Aに携わる人たちがこの指針を使うときに、その本来の趣旨や意図どおりに使っていくということが重要なのかと思う。対抗提案の取り扱いについていろいろな意見が出ていたと思うが、MBOの場合は少し置くとして、完全子会社化の取引との関係では、対抗提案というのは余り想定されていないということは、どこかできちんと触れておいたほうが不必要な懸念が生じないのではないかという感じがした。前にも少し申し上げたと思うが、支配株主がいて、その支配株主が100%化しようとしている中で、他の対抗者が出てきたときに、それが具体的にどれほどの意味合いがあるのかということであると、最終的には支配株主が更に買い増して100%化しようとしている中で、より高い価格をつける対抗提案があるから自分たちは買うのをやめて売ろうと判断するかということなので、非常に非現実的な話なのかと思う。

それから、情報開示関連について、事務局資料170ページ、171ページに記載があるが、前回議論があったときに、直接パブリックに対して情報開示をするということが躊躇されるような情報があれば、間に特別委員会が入って、そこに営業秘密なり、非常に秘匿性の高いものを示した上で、特別委員会がきちんとそのような情報を吟味して判断したという立て付けをとるという工夫が考えられるという話があった。仮にその形をとるのであれば、事務局資料171ページに特別委員会絡みの情報が出ているわけだが、おそらくDの「判断の

根拠・理由」あたりに関連することになるかと思うが、そういったカテゴリーの情報として、具体的な中身を記載するわけではないが、どういう類型の情報を特別委員会として受領して、それを踏まえて判断したのかという、今いったパターンの工夫をするのであれば、そこまで踏み込んだ開示をしたほうがよいのではないかと思う。

もう1つ、これはどちらかという意見というか、感想だが、先ほどから幾つか出ている完全子会社化のコンテキストで、取締役というものがどういう立場にあるのかということについて、藤田委員がおっしゃったように、理屈の話としては、支配株主がいる中で、子会社側の取締役が支配株主等の意向に沿うような形の交渉ができないとなったときには、それで子会社側がこのディールはやめましょうと席を立ったというときに、資本の論理からすれば、それで取引が終わるだけではなくて、親会社は取締役を入れ替えることも含め、何らかの形でディールができるように持っていくということが可能な立場とも言えるので、そこに由来する利益相反関係というのはどうしても拭えない。ただ、おそらく実務の側から若干の抵抗があるご意見が出てきているのは、上場子会社にも、いろいろなタイプの上場子会社があって、古本委員や児玉委員がいらっしゃるような大きな企業グループの中では、上場子会社のプロパーの社員から取締役になるという方も結構いらっしゃるのだと思うが、きっとそれなりに独立して任せて運営させているという意識がある。なので、基本的には、取締役会の中で本当に利害相反のある、あるいは特別な利害関係のある方を除外すれば、社内取締役でもそれなりの交渉ができるはずなのではないかと思っ

ているのではないかと推測する。私がみている実務の中でも、そのように思われるような会社さんもあり、他方で親会社にむしろ依存しているように思われる、どちらかという小規模な会社もあり、様々な態様の上場子会社があるわけなので、利益相反の強弱も本当に違うのだと思う。資本の論理はあるものの、そういう実態があるので、あまり厳しいものが当然のように、みんなに1つのパッケージとして示されるということに抵抗があるというのは、実際に実務でみている中では理解できる。そういうこともあって、石綿委員もおっしゃったが、指針の具体的な書きぶりが実務の足かせにならない一方で、公正性の担保という観点では設計の自由度を保ちつつベターなものになるようにという、非常に微妙なさじ加減で、指針に書き込んでいく必要があるのではないかと思う。

【青委員】指針の策定に当たっては、公正なM&Aに関する考え方やその実質をいかに確保するかをまず前面に出した上で、それを実現するためのベストプラクティスを取りまとめ

ることが非常に重要と考える。上場会社の実務をみていると、M&Aの実施に際して一定の手続は整えているものの、少数株主への配慮という観点からは必ずしも十分ではないケースも少なくない。そのため、公正性を確保するうえで何が大事か、その幹となるものを指針において示すことが重要と考える。今後も、企業を取り巻く環境は大きく変化していくことが想定され、また、将来的に指針の見直しをする際も、そのよりどころになる考え方をしっかり示しておくことが長い目で見たときに資本市場が安定的に発展していくことにつながると思うので、ぜひその点はお願いできればと思う。

次に、そのような考え方の軸を示すときに、やはり「公正な価格」をどう捉えるのかについて共通理解がないと、株主側と会社側の意見の相違がうまく収斂しないという状況があるので、事務局資料151ページに記載されているところではあるが、できる限り公正な価格についての考え方をうまく示せるとよいと考える。そして、公正な価格を客観的に1つに決めるのは容易ではなく、相当の幅がある中で価格を決めていくことが必要になってくるのが実態かと思うので、公正な価格自体に相当の幅がある中で、独立当事者の立場からとか、合理的な材料を踏まえて交渉していくことを通じて、多くの既存株主が納得できるような価格に収斂していくしかないということが基本的なところではないかと思うので、そうしたことで適切に価格を決めていくことが基本的なところであることをまず示していただくのが大事だと考える。

公正性担保措置について、どの程度実施するかについてもそれなりに幅があると思うが、基本的には公正性担保措置を手厚く実施すれば、より既存株主に対する納得性や説得性が高くなるということであろうし、逆に簡素にしていくということであれば、手続について既存株主の納得感を得られなくなることが出てくると思う。そうすると、公正性担保措置を薄くした場合には、揉めるもとになりやすいし、逆に価格を高めることで既存株主の納得感を得るしかないということにもなりかねないこともある。そのあたりの手続とリスク、あるいは既存株主の納得感を得られるかというバランスも踏まえた内容が基本的な考え方のところに出てくると、各会社の方々も、どの程度の対応をどのようにとるとよいのかがよく理解できるのではないかと考える。

最終的な指針を書いていただくに当たって、やはり表現ぶりのニュアンスが非常に大事だと思っており、高い価格を求める方やそうでない方とか、いろいろ立場があるので、同じ言葉でもかなり見え方が変わってくるというところを十分に意識した言葉遣いが大事かと思うので、そのあたりは、繊細なところで大変だと思うが、ぜひ意識しながらご対応いた

だければと考える。

【竹林参事官】事務局資料149ページで社外役員の職務懈怠とか、会社法上の責任について言及されており、もしこの点について指針作成に当たって言及されるということであれば、先ほどの神田先生のご発言に尽きているのだが、社外監査役の職務の内容に鑑みて、社外監査役と社外取締役を同じように考えることができるのかということについては、委員の皆様のご意見を伺った上で整理いただければと考える。

【田中委員】今回の事務局資料を拝見して、この会議における多様な意見を非常に的確にまとめられた上で、ベストプラクティスとして望ましい実務を非常に前向きに打ち出されていると思う。まず、個々の意見に入る前に、さまざまに出てきたご意見について一言申し上げると、いろいろな意見は、既にこの資料の中で言及されていることが多々あると思っている。例えば、これまで複数の委員から、こういうものを出すと、公正性担保措置を全部そろえなければならないという印象を与えるおそれがあるというご意見が出たが、それに関しては、事務局資料133ページの基本的な考え方の一番最初のところで、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といっている。もともと指針そのものが法的な規制を意図しているわけではなく、この指針の性格上、その能力もないわけなので、もともとがベストプラクティスと考えている中で、さらに念押しで全ての措置を講じることが求められるわけではないといっているわけである。

それから、本日のお話の中で、特に上場子会社の完全子会社化の場面に焦点を合わせて、その子会社化のときに不適切な措置が求められると非常に困るというご意見もあったが、こういったところは大体において、支配株主による買収、あるいは買収者が多数の株式を有しているという形で言及が行われていると思う。例えば、支配株主がいる場合にマーケット・チェックなどがなかなか機能しないということもあったが、こういったことは事務局資料159ページではっきり書いてあると思う。MOM条件なども、完全子会社化で求められると、少数の株主にホールドアップの機会を与えて困るということもあるわけだが、そういったことは事務局資料165ページに書いてあると思う。書いていないことについて悪いほうに勘ぐられるという批判はもちろんあり得るわけだが、はっきり書いてあるときに、書いてはあるのだが、このように勘ぐられるという形で異論が出てくると、何を書いても、

ずっとそこで異論がくすぶり続けるということになって、まとまるものもまとまらないと思う。やはり書いてあることは書いてあるというようにみて、書かないところは、ここは書いたほうがよいという意見はあると思うが、書いてあることまで批判するという事になると永久にまとまらない。指針は法律ではないが、法律でも書いてあることが書いていないといわれると非常に困る。判例も同じで、特段の事情というように裁判所がわざわざ書いてあるところを書いていないようにみて批判されると非常に困る。指針も同じようなことがあるので、意見集約の段階になったら、そのような意見は基本的には控えて、書いてあること書いていないことで勝負したほうがよいのではないかと思う。これは全般的な意見である。

その上で、何点か、もう既に委員から指摘のあったことについて私の考えを申し上げる。1つは、情報開示について、事務局資料173ページのところで、これは井上委員からだったと思うが、例えば、割引率の計算根拠に関して必要性は高くないという指摘もあるとなっているであるとか、類似会社の選定理由についても同じ記述があるが、実際にはその必要性もあるのではないかというご意見があった。これに関しては両論併記していただきたいと私も思う。確かにもともとこの案をつくられた意図としては、ここに書いてあるのは、全て開示の充実が期待されている情報ということで上げられているので、上げているというところで既に開示を支持する意見になっていて、しかし、反対意見もあるので、それに関して反対意見だけを上げたということなのだと思うが、卒然とみたときに、積極的な意見がなくて消極的な意見だけが書いてあると、やはり消極的な意見のほうに引き寄せられるということがあるかと思う。これは先ほど申し上げた、書かれていないことで勘ぐられるという話なのではないかと思うので、これに関しては積極的な意見も入れていただきたいと思う。アメリカで事件になるものの結構多くの部分は、やはり割引率のところで論点になっており、何年か前に親会社が物すごい損害賠償責任を課されたサザンペル事件がデラウェア州であったが、あれは親会社が主導して、上場子会社と自分の完全子会社とを結合させたというケースで、その取引が上場子会社側に不利だったということだったが、あれも判決を読むと、責任を認められた1つの根拠として、割引率が不合理に設定されていて、完全子会社のほうの割引率は低くなっているが、その低くなっている理由が明らかではないということが問題になっていたということがある。割引率というのは、もちろん好きなように操作できるわけではないということはあるかと思うが、さまざまな評価が必要な要素があるので、操作しようと思うと操作できるという部分があることは否定できな

と思うので、そのような操作が行われていないということを確認するためにも、根拠に関してある程度開示させたほうがよいのではないかと私は思っているので、そういった意見も加えていただければと思う。その下の類似会社の選定理由も、これは日本であるが、実際の裁判で、何でこの会社を選定しているのかというところで、少数株主が異議を申し立てているケースが少なくないので、やはりここも何らか開示したほうがよいと思う。現状はむしろ紛争を誘発している部分がないにしてもあらずではないかと思っていて、本当は理由があって選定しているが、そこを書いていないから、少数株主による申立てを誘発しているのではないかと思うので、こういうところも開示があったほうがよいと私は思う。また、これはいわずもがなであるが、もちろん一般投資家、株主に対する開示も重要であるが、このことが独立委員会、取締役会に開示されているということが必要条件で、一般株主に開示すると世の中全般に情報が広がってしまうので、それが不都合だということがあるかと思うが、特別委員会と取締役会レベルではそういうことはないはずなので、基本的に全ての情報は開示されるべきだと思っている。

アドバイザーについて、先ほど武井委員から、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というので、これが原則みたいになっているというご指摘があった。事務局資料146ページについて、私はここに関してぜひ明らかにしていただきたいのは、特別委員会が自分のアドバイザーを持つということである。つまり、特別委員会の職務において、委員が信頼できる、自分たちの活動をサポートするために助言してくれるアドバイザーを持つということが一番大事だと思う。日本の裁判でも社外取締役が責任追及訴訟まで起こされて、一審では、責任はないけれども、義務違反はあったとまで認定された事件があったが、そのケースも、私、社外取締役は何ら悪気があって活動しているわけではなくて、むしろ非常に一生懸命やっているのだが、彼らにアドバイザーがついていなかったということが根本的に問題だったと思っており、日本に限らないが、必ずしもM&Aの専門家ではない人が特別委員会に入っているわけなので、アドバイザーがいるというのは必須ではないかと思っている。なので、とにかく特別委員会のために助言してくれるアドバイザーがいるというところを打ち出しておいて、現実的に、例えば日本の場合は、対象会社は既にアドバイザーを雇っているわけであり、その場合であっても、これは事務局ヒアリングでも何人かの方がおっしゃっていたが、重複して雇ってもよいのではないかという意見がある。私もそれはもっともだと思っており、そういうことも検討されるべきであると思う。しかし、實際上、対象会社のアドバイザーが信頼できるアドバイザーとして

利用できるという場面も現実にはあると思うので、その場合には、対象会社のアドバイザーを承認するという形で、対象会社のアドバイザーを利用してよいようにする。重複して選任するのが原則のように考えられると、例えばアメリカだと特別委員会がアドバイザーを選任しているので、おそらく、重複選任はないのではないかと思うので、重複して選任するのが原則とすると確かに少しおかしなことになるので、根本的には特別委員会がアドバイザーをつけるということの重要性を強調するのがよいと思う。

最後に、江良委員が役員教育の重要性をおっしゃっていたが、私もそれはもっともだと思っており、ガバナンスコードでも役員研修というものが項目に当てられているので、そういうことをするというのはよいのではないかと思う。それは新しいビジネスになるといわれるかもしれないが、社会的に有益な活動であればビジネスになってもよいと思うので、そういうことをうたうというのは、よい考えではないかと思う。

【福島委員】本指針が将来にわたって取引が円滑に進むように、また、実務的にも役立つようにという目的の観点からコメントする。1点目は株式価値の算定に関してである。まず株式価値はスタンドアロンで算定をする。対象会社はそれをベースに、交渉して、判断していかなければならない。そういったときに、このままだとすると、情報の非対称性、一般株主の説明など、まだまだ弱い部分があるかと思う。つまり、増加価値の部分に関して、情報をなかなか入手できない部分であるとか、それを分析するとか、そういったことが必要になってくるだろうと思う。そういう意味で、この点に関して指針において肉づけをする形で、もう少しそういったことがやりやすい環境を整えていくということが必要になってくると考えている。

2点目が、競合する買収提案を受けた場合の情報提供とデューディリジェンスに関してである。情報提供するかしないかというだけの議論ではなくて、いろいろな段階とか深度があるかと思っている。したがって、提案が真摯であるかどうかでまずフィルターをかけた上で、次に、情報提供を行う行わないという話になるが、行わないケースもあり得ると思う。その場合は行わないことを開示するなり説明するとか、そういったことになると思う。各段階において、様々な形で対応することになるので、ゼロ、100の話ではなくて、深度であったり、有無であったり、説明であったり、様々な対応を加えていくことによって、よりプラクティカルな指針になるかと思う。

【角田委員】 武井委員からの意見に若干の補足なのだが、上場会社のアドバイザーをやっている、売手FAとしてファイナンスをつけるのをステープルファイナンスと我々はいっている。何年か前に、米国の事例で投資銀行が和解金を払わされたり、裁判で負けているケースもある。当社やモルガンスタンレーは上場会社の売アドバイザーをやっている、特にアメリカみたいなレブロン義務を負っていらっしゃる方のFAをやっているときは、それはなかなかやらない。日本ではレブロンがないので、やってよいのかという方がいるのかもしれないが、どれくらい買手からフィーをもらっているのかみたいなのをフル開示しなければならないような議論はあるのかと思う。

2つ目は、フェアネス・オピニオンについて、これも別所委員が前回おっしゃっていたかと思うが、ゴーイング・プライベート、13E-3のときは、スタンドアローンの分析だけではなくて、他の選択肢、バイバックしたらどうなのだとか、他のストラテジックに売ったらどうなのかといった、いろいろな分析もさせられるというか、しなければならない。日本だとそういうルールがそもそもないし、今回の議論では、MBO、いわゆるゴーイング・プライベートの13E-3にひっかかるようなもので、加重した分析をなささいというのは定めていないが、ここは1回決めどころなのかと思う。ただ、これをやれというのと、やれるインベストメントバンクというか、アドバイザーは数が限られるし、コストが高くなってしまふかもしれないというのがある。

最後、皆さん、競合提案が来たときの情報開示のことを気になさっていたと思うのだが、日本でそれを感じられるのはごもっともだと思っている。どうしてかという、緩いとか、フェイクなオファーができてしまうからであり、例えばイギリスだとプットアップ・オア・シャットアップがあるので、買収意向を外に出したら、28日以内に本当にオファーをするか、やめるか、やめたら一定期間再提案できないというルールがある。そのオファーのときはキャッシュ・コンファメーションがあるので、資金調達が完全にできていないとオファーできない。コストをかけない、ふざけた人はオファーできないわけである。アメリカでもテスラのイーロン・マスクさんがMBOのファイナンスができたなどとツイートして、罰金を払って会長をやめさせられているので、向こうも多分いい加減にはできない。ただ、日本は今のところ誰も捕まっていないみたいであるし、多分そういうご事情を配慮して、ストラテジックの方が競合提案者への情報開示に危惧があるのはごもっともなご懸念だと思う。

以上

お問合せ先
経済産業政策局 産業組織課
電話：03-3501-6521
FAX：03-3501-6046