

**【公正な M&A の在り方に関する指針
—企業価値の向上と公正な手続確保に向けて—】（案）**

目次

1	はじめに	2
1.1	本指針の策定経緯	2
1.2	本指針の意義	3
1.3	本指針の位置付け	3
1.4	本指針の対象と他の取引類型における議論の参照	4
1.5	本指針において用いる用語の意義	4
2	原則と基本的視点	7
2.1	MBO と支配株主による従属会社の買収の意義と課題	7
2.2	買収対価に関する基本的整理	10
2.3	M&A を行う上での尊重されるべき原則	13
2.4	公正な手続に関する基本的な視点	13
3	実務上の具体的対応（公正性担保措置）	15
3.1	総論	15
3.2	独立した特別委員会の設置とその意義	17
3.3	外部専門家の独立した専門的助言等の取得	27
3.4	他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）	32
3.5	マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定	36
3.6	【情報開示の充実】	38
3.7	強圧性の排除	42
4	おわりに	43

1 はじめに

1.1 本指針の策定経緯

経済産業省は、2007 年 9 月 4 日、「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（以下「MBO 指針」という。）を策定した。MBO 指針は、当時、MBO（マネジメント・バイアウト）について一定の事例が蓄積され、一定の制度整備も進む中で、MBO に関する公正なルールの在り方として、原則論を含めた考え方の整理と実務上の対応について提示したものである。その目的は、実務上の MBO の公正な在り方を模索することにより、我が国企業社会においてベストプラクティスが形成され、我が国における MBO が公正・健全な形で更に発展していくことであった。

MBO 指針の策定から 10 年以上が経過した。この間、我が国は MBO を含む多くの M&A を経験し、その中で、公正な M&A についての議論と理解を深め、これを実現する上で有効な実務上の対応についての知恵を蓄積してきた。M&A を巡る法制度や上場ルールの改正・整備もなされ、判例法理の発展も見られる。また、社外取締役の選任の増加に代表されるコーポレートガバナンス改革の進展や株式保有構造の変化をはじめ、我が国上場会社を取り巻く社会経済情勢にも大きな変化が生じている。こうした状況を踏まえて、MBO 指針の見直しについて検討する時期に来ているとの指摘がなされていた。

また、構造的な利益相反の問題等が認められる支配株主による従属会社の買収など、MBO 以外の取引類型についても、その意義と課題に関する論点を整理すべきとの指摘もなされていた。

こうした問題意識を受け、経済産業省は、MBO 指針策定後の実務の蓄積や環境変化等を踏まえて、MBO 指針の見直しの要否とその方向性について、我が国の公正な M&A の在り方として検討を行うため、2018 年 11 月に、会社法研究者、機関投資家、企業実務家、弁護士等各界を代表する有識者から成る「公正な M&A の在り方に関する研究会」（座長：神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授。委員等名簿は添付 1 参照）を立ち上げ、2019 年 4 月まで 7 回にわたる開催を通じ、諸外国における法制度や実務、国内外の関係者から提供された意見等も踏まえつつ、我が国における M&A を公正・健全な形で更に発展させていく観点から検討を行ってきた（審議等の経過は添付 2 参照）。

経済産業省は、同研究会における議論等を踏まえて、MBO および支配株主による従属会社の買収を中心に、我が国企業社会において共有されるべき公正な M&A の在り方

として、原則論を含めた考え方の整理と、その考え方に基づいた実務上の対応について改めて提示することとし、ここに MBO 指針を改訂し、本指針を策定する。

1.2 本指針の意義

本指針の目的は、MBO および支配株主による従属会社の買収を中心に、主としてプロセス面から、我が国企業社会における公正な M&A の在り方を提示することである。

我が国企業を取り巻く経営環境の非連続な変化と経営課題の複雑化が進む現在、各企業が M&A を有効に活用して、ビジネスモデルの強化・進化やコア事業の強化に向けた事業ポートフォリオ戦略の実行を通じて持続的成長を実現させることで、我が国全体として経営資源の最適な配分を実現することの重要性は一層増している。

M&A は数多くのステークホルダーが絡み合う企業の支配権を巡る取引である。我が国の企業活動や資本市場の更なるグローバル化が進む中、我が国の法制度や社会規範に根差しつつ、国際的に活動する投資家も含む内外のステークホルダーからの期待にも応え、その理解と信頼を勝ち得る公正な M&A の在り方を明らかにし、我が国企業社会の関係者の共通認識の形成を図っていくことは、M&A に関する予見可能性を向上させることで企業価値を増加させる M&A を促進し、我が国における M&A の公正・健全な発展に資するとともに、我が国資本市場に対する信頼を高め、グローバルな市場間競争の中で我が国企業への中長期的な投資を呼び込む上でも有益である。

1.3 本指針の位置付け

本指針は、MBO 指針の位置付けを基本的に受け継ぐものである。

すなわち、本指針で提示されている原則論や実務上の対応等は、あくまで、M&A の公正性を担保しつつ、経済的意義を有する M&A を発展させるためにはどのような点に留意するのが適切かとの観点から提案されたものであり、M&A に新たな規制を課す趣旨で提案されたものではない。本指針は、今後の我が国における M&A が、公正・健全な形で更に発展していくことを目的として、MBO 指針策定以降、我が国企業社会において形成されてきたベストプラクティスを整理しつつ、今後に向けた公正な M&A の在り方を示すものである。

また、本指針で提示されている原則論や実務上の対応等については、会社法上の明確な位置付けを行うことを直接意図したものではなく、より広範な視点として、公正な

M&A の在り方に関し企業社会において共有されるべきベストプラクティスとして位置付けられるべきものである¹⁾。

1.4 本指針の対象と他の取引類型における議論の参照

本指針は、類型的に構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題が認められる MBO および支配株主による従属会社の買収をその対象とするものである。

この点、両取引類型には該当しない M&A においても、一定程度の構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題が存在する場合があるとの指摘がある²⁾。本指針は、基本的には、類型的にこれらの問題が特に大きいと認められる上記両取引類型にその対象を限定しており、他の取引類型を直接の対象とするものではないが、両取引類型に該当しない M&A においても、一定程度の構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題が存在する場合に、その問題の程度等に応じて本指針を参照することは、当該 M&A の公正さの担保に資するとともに、その公正さについて一般株主や投資家等に対して説明責任を果たす際にも役立つものと考えられる。

1.5 本指針において用いる用語の意義

- a) **MBO**（マネジメント・バイアウト）とは、現在の経営者が全部または一部の資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入することをいう³⁾。

なお、MBO の中には、上場会社における MBO と非上場会社における MBO が存在するが、本指針では、不特定多数の株主との関係について検討が必要な場合として、上場会社において非上場化を目指して行われる MBO に限定して、対象としている。

また、本指針では、現在の我が国の実務にかんがみ、まず公開買付けを行った後に、

¹⁾ 【したがって、本指針は、例えば、第3章で提示する各公正性担保措置を講じるか否かと、M&A の適法性との関係、対象会社の取締役の善管注意義務および忠実義務の違反の有無との関係や、会社法上の「公正な価格」やこれについての裁判所の審査の在り方との関係等について整理を行うことを直接意図したものではない。もっとも、第3章で提示する公正性担保措置が実効的に講じられていると認められる場合には、裁判所の審理においても、当事者間で合意された取引条件が尊重される可能性は高くなることが期待され、また、通常は、対象会社の取締役の善管注意義務および忠実義務の違反が認められることはない想定される。】

²⁾ 例えば、大株主に対する第三者割当増資や部分買収による実質的支配権の取得においても一定の利益相反の問題が生じ得るとの指摘がある。今後、こういった M&A の公正な在り方についても更に議論が深まることが期待される。

³⁾ 企業価値研究会「企業価値報告書 2006」（2006 年 3 月 31 日）45 頁。

スクイズ・アウトを実施し、対象会社の株式全部の取得を行う、いわゆる二段階買収の場合を前提としている。

- b) **支配株主による従属会社の買収**とは、従属会社の支配株主が一般株主から従属会社の株式全部を取得することをいう。

なお、支配株主による従属会社の買収の中には、従属会社が上場会社である場合と非上場会社である場合が存在するが、本指針では、不特定多数の株主との関係について検討が必要な場合として、上場会社である従属会社の非上場化を目指して行われる支配株主による買収に限定して、対象としている。

買収の方法については、まず公開買付けを行った後に、スクイズ・アウトを実施し、従属会社の株式全部の取得を行う、いわゆる二段階買収の場合と、株式交換等の組織再編により一段階で従属会社の株式全部の取得を行う場合を共に対象としている。また、買収対価の種類についても、金銭を買収対価とする場合と、支配株主が上場会社等である場合にその株式を買収対価とする場合を共に対象としている。

- c) **支配株主**とは、原則として、東京証券取引所の有価証券上場規程に定められている「支配株主」⁴が該当するが、個別の M&A ごとに、本指針の趣旨を踏まえて、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題の有無やその程度等を勘案して実質的に判断されることが想定される。
- d) **一般株主**とは、対象会社の株主のうち、買収者および当該 M&A に関して買収者と重要な利害関係を共通にする株主を除いた者をいう。

⁴ 東京証券取引所の有価証券上場規程において、「支配株主」とは、「親会社又は議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する者」とされており、具体的には、次の①②のいずれかに該当する者をいうとされている（有価証券上場規程第 2 条第 2 号、同条第 42 号の 2、同施行規則第 3 条の 2）。

- ① 親会社（他の会社等の財務及び営業又は事業の方針を決定する機関（株主総会その他これに準ずる機関をいう。）を支配している会社等）
- ② 主要株主で、当該主要株主が自己の計算において所有している議決権と、次に掲げる者（ア、イ）が所有している議決権とを合わせて、上場会社の議決権の過半数を占めているもの（親会社を除く。）
- ア 当該主要株主の近親者（2 親等内の親族をいう。）
- イ 当該主要株主及びアが、議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等（会社、指定法人、組合その他これらに準ずる企業体（外国におけるこれらに相当するものを含む。）をいう。）及び当該会社等の子会社

- e) **企業価値**とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性またはその程度をいい⁵⁾、概念的には、企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和を想定するものである^{6,7)}。
- f) **取引条件**とは、M&A の条件をいい、典型的には、金銭対価の M&A における買収価格や株式対価の M&A における株式交換比率等の買収対価が該当する。

⁵⁾ 経済産業省および法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（2005 年 5 月 27 日）2 頁。

⁶⁾ 企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（2008 年 6 月 30 日）1 頁の注 2。

⁷⁾ 企業価値研究会「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」（2005 年 5 月 27 日）においては、企業価値は、株主に帰属する株主価値と、従業員や顧客、取引先あるいは地域社会など幅広いステークホルダーに帰属する価値の合計であり、ステークホルダーの会社に対する貢献の向上は長期的な企業価値の向上につながり得るとの整理がされている。

2 原則と基本的視点

本章では、まず、MBO および支配株主による従属会社の買収の意義と課題に関する論点整理と、買収対価についての基本的整理を行い、これを通じて、両取引を行う上での尊重されるべき原則と、その原則の実現に向けて実務上の対応を検討する際の基本的な視点を明らかにする。

2.1 MBO と支配株主による従属会社の買収の意義と課題

本指針は MBO および支配株主による従属会社の買収を対象として公正な M&A の在り方を提示しているが、それは、両取引にはそれぞれ経済的意義が認められる一方、それぞれの課題も存在し、公正な M&A の実現を手続的に担保するために特段の実務上の対応を講じることが期待されるためである。

2.1.1 両取引の意義

MBO および支配株主による従属会社の買収には、以下のような経済的意義が認められている。

両取引は、これにより対象会社の株主構成が変更され、その株式が事業内容に通暁した経営陣等や支配株主に集中することで、資本市場における短期的圧力を回避した長期的思考に基づく柔軟な経営戦略や、大胆な構造転換を伴う「選択と集中」等が実現しやすくなる、株主による経営陣の監視が容易になる等の経済的意義が指摘されている。特に、いわゆる親子上場の場面において上場親会社が上場子会社を完全子会社化する取引については、グループとしての全体最適と上場子会社としての部分最適との緊張関係を解消し、グループとしての企業価値の最大化を図るためにも有効な手段であると指摘されている⁸⁾。

⁸⁾ 上記のように、MBO と支配株主による従属会社の買収は、対象会社における経営者と株主との間のエージェンシー問題や支配株主と一般株主との間の利益相反問題の解消を図り得る取引として位置付けることが可能である。親子上場における利益相反の問題については、経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2019 年●月●日）の「6. 上場子会社に関するガバナンスの在り方」参照（【URL】）。

また、企業のライフサイクルの中で、上場を継続することが適さなくなった場合に、MBO や支配株主による従属会社の買収により非上場化し、各企業の状況に適した資本関係を実現することの意義も指摘されている。

対象会社の株主にとっても、市場株価を超える価格での株式売却の機会が提供される場合には、このような機会が提供されること自体にも、意義が認められるとの指摘もある⁹⁾。

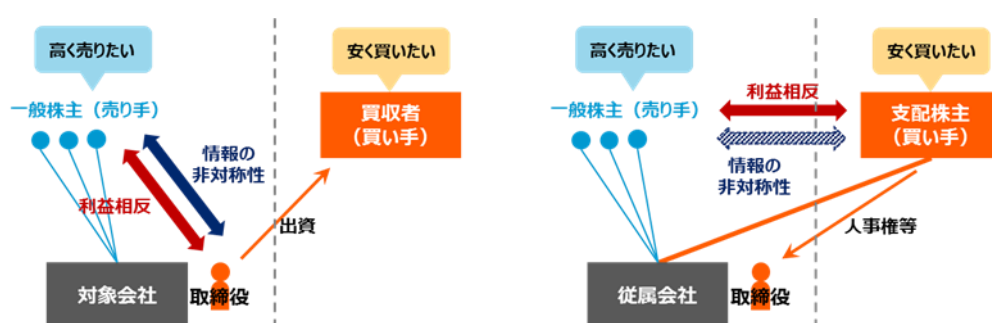
以上のような経済的意義を有する MBO や支配株主による従属会社の買収が有効に活用され、当事会社の企業価値が増加することは望ましいといえることができる。

2.1.2 両取引の課題

他方で、MBO および支配株主による従属会社の買収には、以下のような課題が存在する。

一般に、相互に独立の当事者間で行われる通常の M&A においては、当事会社の取締役に対して、会社および株主の利益のために行動すること、すなわち、会社の企業価値を増加させるか否かの観点から M&A の是非を検討するとともに、会社や株主にとって可及的に有利な条件で M&A が行われるように努めることを期待することができる。そのため、当該 M&A は、当事会社の企業価値を増加させ、かつ、その企業価値の増加分を当事者間で公正に分配するような条件で行われるものと考えることができる。

これに対して、MBO および支配株主による従属会社の買収においては、それぞれの取引構造上、利益相反の問題が存在するため、対象会社の取締役が上記のような行動をとることを当然に期待することはできないと考えられる。



⁹⁾ 【日本の公開買付けにおける支配プレミアム（買付価格と事前の市場株価との差）は、米国や英国と並ぶ水準になっているとの指摘がある。】

すなわち、MBO においては、対象会社の取締役自らが一般株主から対象会社の株式を取得することとなり、より安く株式を取得したいとの意向が働き得る買い手としての性格を併せ持つという取引の構造上、株式の売り手である一般株主との間で必然的に利益相反関係が生じることとなる。

また、支配株主による従属会社の買収においては、株式の買い手と売り手の関係に立つ支配株主と一般株主との間で利益相反関係が生じるところ、支配株主が株主総会における議決権の行使や取締役等の派遣等を通じて従属会社の経営に一定の影響力を及ぼし得るという関係上、従属会社の取締役等が一般株主の利益よりも支配株主の利益を優先してしまうおそれや、支配株主がそうした影響力を背景に自己に有利な取引条件を一方的に決定してしまうおそれが指摘されている。

加えて、両取引においては、一般に、株式の買い手である取締役等や支配株主は、株式の売り手である一般株主よりも、対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、買収者と一般株主の間には大きな情報の非対称性が存在し、両者間の自主的な情報の移転も当然には期待し難い。

このように、両取引においては、それぞれに構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在するため、一般株主の立場から、一般株主の利益よりも買収者の利益が優先され、買収者の情報優位性も利用して一般株主に不利な条件での M&A が行われるのではないかという懸念が指摘されているのである¹⁰。

¹⁰ MBO と支配株主による従属会社の買収の差異については、以下のような議論がある。

すなわち、支配株主による従属会社の買収の場合、従属会社の取締役等自身が直接的に一般株主との間で利益相反の立場に立つわけではなく、買収者となる支配株主の従属会社の取締役等に対する影響力を通じた間接的な利益相反関係が存在するに留まることに加えて、従属会社は上場会社として独立して経営されており、支配株主に完全に追従するわけではないという点や、支配株主といえども従属会社のあらゆる内部情報について共有されているわけではないという点等において、対象会社の経営者自身が買収者となり、直接的に一般株主との間で利益相反の立場に立つとともに、対象会社の内部情報にも自由にアクセスできる MBO の場合とは、実態上、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題の程度に差異があるとの指摘がある。

これに対して、支配株主による従属会社の買収は、これにより従属会社の取締役は現在の株主からの監督を受ける継続的な関係がなくなる、いわば最後の取引である点で、このような関係が継続する状況下で行われる通常の取引とは異なり、従属会社の経営の独立性を当然の前提とすることはできないとの指摘もある。また、買収者となる支配株主の保有する議決権の割合が既に高いため、支配株主が自己に有利な取引条件を一方的に決定し、従属会社の一般株主の利益が害されるおそれは MBO に比しても高く、MBO における議論より更に厳格に考える必要もあるのではないかと指摘もある。さらに、MBO（買収に関わる経営者が支配株主ではないもの）の場合には、他に潜在的な買収者を想定することができ、対象会社の取締役会ないし特別委員会はその存在を買収者に対する交渉材料として利用することが可能であるのに対し

すなわち、MBO および支配株主による従属会社の買収については、一般株主の立場から、①企業価値の向上の観点から必要性や合理性がないにもかかわらず行われているのではない¹¹、あるいは、②取引条件が一般株主に不利に設定され、本来は一般株主が受けるべき利益まで、買収者が不当に享受しているのではないかといった疑念が生じやすい。

こうした懸念や疑念を払拭するため、MBO および支配株主による従属会社の買収においては、M&A を行うプロセスや株主に対する情報提供に際して特段の配慮と実務上の工夫を行い、上記の構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題に対応することにより、企業価値の向上と公正な取引条件の実現を担保することが求められるといえる。

2.2 買収対価に関する基本的整理

以上のように、MBO および支配株主による従属会社の買収においては、企業価値の向上と公正な取引条件、すなわち企業価値の増加分を一般株主に公正に分配するような取引条件の実現を担保するために、実務上の対応において特段の工夫をすることが期待されるが、このような実務上の対応の在り方を検討する前提として、M&A に際して実現される価値や、一般株主が受けるべき利益についての考え方を明らかにすることが有益である。そこで、次に、これらについての基本的な概念整理を行う。

て、支配株主による従属会社の買収の場合には、他に潜在的な買収者を想定することが現実的には困難である場合が多く、従属会社の取締役会ないし特別委員会の交渉相手は支配株主に限定される場合が多いため、従属会社の交渉力が弱まる可能性があるとの指摘もある。

また、支配株主による従属会社の買収の場合、従属会社の一般株主は支配株主の存在を認識の上で株主として留まっている点において、対象会社の一般株主は対象会社が MBO により買収されることは予期していない MBO の場合とは、一般株主のリスクの発生に関する事前の認識や保護の必要性に差異があるとの指摘がある。

これに対して、支配株主により不公正な条件で M&A が行われるリスクを反映した分だけ従属会社の株価が減価される状態よりも、かかるリスクから一般株主を保護することにより、従属会社の株価がかかるリスクを織り込まない価格に復する状態の方が、従属会社株式の時価総額ひいては社会の富を損なわないという観点からは望ましいとの指摘や、従属会社といえども、そもそも上場している以上は、その一般株主利益を保護することが大前提であるとの指摘もある。

¹¹ 例えば、一般株主の立場からは、上記のような情報の非対称性の下で、対象会社の内部情報に通じた経営陣や支配株主により、対象会社の市場株価がその本源的企業価値と比較して一時的に過小評価されているタイミングを利用して、単に自らの利益追求のみを目的として、企業価値の向上に資さないにもかかわらず M&A が行われているのではないかという疑念や、MBO 後に予定されている経営計画等は、必ずしも非上場化をしなくとも、上場を継続したまま経営努力により実現可能ではないかという疑念が指摘されている。

2.2.1 M&A に際して実現される価値についての概念整理

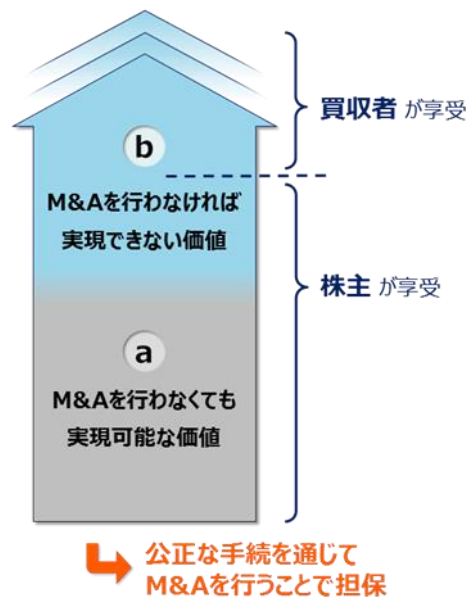
M&A に際して実現される価値は、理論的には、(a)M&A を行わなくても実現可能な価値と、(b)M&A を行わなければ実現できない価値¹²の2種類に区別して考えることができる。

そして、上記(a)および(b)の価値はいずれも全ての株主がその持株数に応じて享受すべきものであるが、これらを一般株主がスクイズ・アウトされる形態でのM&Aについて理論的・概念的な整理を行うとすれば、まず、上記(a)のM&Aを行わなくても実現可能な価値は、一般株主を含む全ての株主がその持株数に応じて享受すべきものであると考えられる¹³。他方で、上記(b)のM&Aを行わなければ実現できない価値については、M&Aによって一般株主はスクイズ・アウトされることとなるものの、一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる¹⁴。

¹² MBO の場合、理論的には、それ自体では企業結合等の場合のような相乗効果（いわゆるシナジー）は発生しないが、一般株主が存在しなくなることによるコスト削減効果（一般株主との利害調整コスト、開示コスト等の削減）や、インセンティブ構造が変化したことに伴い、MBO において人的な資本を拠出する取締役等の努力により創出される価値等が含まれると考えられる。また、経営者が投資ファンド等と共同して行う MBO の場合、投資ファンド傘下の他の事業会社との間でシナジーが発生する場合もある。

¹³ 例えば、多額の含み益を有する遊休資産を売却するのみで得られる利益等は、M&A を行わなくても実現可能な価値であり、本来的には買収者が独占すべきものでなく、全ての株主が受けるべきものであると考えられる。また、M&A 後に他社と事業提携等を行うことにより実現することが想定されていた価値についても、概念上は、M&A を行うことによって実現する事業提携なのか、M&A を行わなくても可能な事業提携なのかで区別することができ（実際の判別は困難であるが）、後者の場合には、当該価値は本来的には買収者が独占すべきものでなく、全ての株主が受けるべきものであると考えられる。

¹⁴ 会社法上、組織再編における株式買取請求手続における株式の買取価格は「公正な価格」と定められており、同価格は、①組織再編によって企業価値の増加が生じる場合は、組織再編が公正な条件で行われ、それによって、当該増加分が各当事会社の株主に公正に分配されたとすれば、基準日において株式が有する価値（公正分配価格）をいい、②組織再編によって企業価値の増加が生じない場合は、組織再編を承認する株主総会決議がなかったならば基準日において当該株式が有していたであろう価格（ナカリセバ価格）をいうと解されている。組織再編以外の方法によるキャッシュ・アウトの場合に裁判所が決定すべき価格についても、同様に解されている。



2.2.2 実際の案件における整理

上記のように、M&A に際して実現される価値についての概念整理は可能であるものの、実際の案件においては、当該(a)および(b)の価値を客観的かつ厳密に区別・算定することや、M&A 公表前の市場株価が(a)の価値をどれほど反映しているかの判別は困難である場合が少なくない。加えて、(b)の価値についても、一般株主が受けるべき部分については、一定の幅があると考えられ、その配分の在り方について一義的・客観的な基準を設けることは困難である。そのため、上記の理論的な概念整理から直ちに、実際の案件における妥当な買収対価の算定方法を導くことや、市場株価と比較して「プレミアムが何%以上であれば公正である」といった一義的・客観的な基準を設けることは困難である。

したがって、買収対価等の取引条件自体について一義的に何らかの客観的な基準を設けることは適当とはいえず、取引条件の公正さを手続的に担保するための手続の在り方について指針を示し、こうした手続を通じて M&A を行うことにより、一般株主が受けるべき正当な利益（以下、このような利益を指して、「一般株主が受けるべき利益」や「一般株主利益」などという¹⁵⁾。）を確保すべきと考えられる。

¹⁵⁾ ある特定の株主固有の利益を指すものではない。

2.3 M&A を行う上での尊重されるべき原則

以上の整理を踏まえると、まず、M&A において尊重されるべき原則として、以下のようない原則論が導かれる。

第 1 原則：企業価値の向上

望ましい M&A か否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべきである。

第 2 原則：公正な手続を通じた一般株主利益の確保

M&A は、公正な手続を通じて行うことにより、一般株主が受けるべき利益が確保されるべきである。

第 1 原則は、MBO や支配株主による従属会社の買収の場合だけでなく、通常の M&A 一般にも共通するものであるのに対して、第 2 原則は、通常の M&A 一般にも当てはまるものとも言えるが、特に MBO と支配株主による従属会社の買収において重要なものであると考えられる。

そして、両原則は、まず第 1 原則を満たした企業価値の向上に資する M&A であることを前提に、これを実施するに当たっては、第 2 原則に則り、公正な手続を通じて行うことにより一般株主利益を確保することが求められるという関係に立つものと考えられる¹⁶⁾。

【2.4 公正な手続に関する基本的な視点

以上のように、MBO および支配株主による従属会社の買収においては、企業価値の向上に資するものであることを前提に、それぞれの取引において存在する構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題に対応し、一般株主利益の確保を図るために、公正な手続を通じて行うための特段の実務上の対応（以下、このような実務上の具体的対応

¹⁶⁾ もっとも、M&A が公正な手続を通じて行われ、第 2 原則を満たす場合、対象会社の取締役会や特別委員会があえて企業価値の向上に資するものでない（よって、M&A を行わなければ実現できない価値が想定されず、一般株主に配分されることもない）M&A に賛同することは通常は考えにくいことから、第 2 原則を満たす場合には、企業価値を向上させ、第 1 原則も満たすものである場合が多いと考えることができる。

を「公正性担保措置」という。)を講じることが望ましい。そのような公正性担保措置には様々なものがあり得るが、それらはいずれも、以下の視点から公正な M&A を実現するための手段と整理することができる。

視点 1：取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保

対象会社において M&A の是非や取引条件の妥当性についての交渉および判断が行われる過程（取引条件の形成過程）において、相互に独立の当事者間で行われる取引と実質的に同視し得る状況、すなわち、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題に対応し、企業価値を高めつつ一般株主にとって可及的に有利な条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保する。

視点 2：一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保

MBO および支配株主による従属会社の買収においては、買収者と一般株主の間の情報の非対称性により、取引条件の妥当性等について一般株主が十分な情報に基づいた適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）を行うことが難しいことを踏まえて、一般株主に対して、適切な判断を行うために必要な情報を提供し、適切な判断を行う機会を確保する。】

3 実務上の具体的対応（公正性担保措置）

以上の原則と基本的視点を踏まえて、本章では、MBO および支配株主による従属会社の買収における公正性担保措置のうち、一般に有効性が高いと考えられる典型的な措置について、その機能や望ましいプラクティスの在り方を整理する。

3.1 総論

3.1.1 公正性担保措置の位置付け

本章で整理する各公正性担保措置は、いずれも、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の手段と位置付けられるものである。

したがって、各公正性担保措置の実施は、MBO および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上での必要条件ではなく、常に全ての公正性担保措置を講じなければ公正な取引条件の実現が担保されないというわけではない¹⁷。

すなわち、個別の M&A における構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題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ものであり、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ものである。

3.1.2 個別の状況に応じた適切な措置の選択の必要性

現実の M&A は多様であり、個別性が高い。すなわち、MBO や支配株主による従属会社の買収といえども、実際の形態は一樣ではなく、その内容により構造的な利益相反

¹⁷ 更に言えば、公正な取引条件は、本章で整理する各公正性担保措置を講じることによってのみ実現されるわけではなく、かかる措置を講じることによらずに【大半の一般株主から支持を得られるような公正な取引条件が】実現される場合もあり得ると考えられる。

の問題や情報の非対称性の問題にも程度の差が生じ得る¹⁸。また、実際の M&A においては、一般株主への配慮の必要性が異なり得る特段の事情がある場合もある¹⁹。

そして、公正性担保措置の位置付けが上記のようなものである以上、その適切な組合せも、個別の M&A の多様性に依拠して多様なものとなり得る。

したがって、個別の M&A において、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題の程度などの具体的状況に依拠して、事案に即した適切な公正性担保措置を判断し、実施することが重要となる。その際、個別の M&A において一定の措置が有効に機能しない、または弊害が懸念され、その措置を講じることが困難な場合には、他の措置をより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という観点も重要である。

そもそも、MBO と支配株主による従属会社の買収とでは、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題の状況は同一ではない。もっとも、この点に関する議論²⁰を踏まえると、MBO と支配株主による従属会社の買収とで、構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題に対応し、公正な取引条件の実現を担保するために実務上の対応を講じることが期待される点において一般的・類型的な差異があるわけではなく、個別の M&A において、取引類型の差異にも起因して生じる固有の事情があれば、適切な公正性担保措置を判断するに当たって考慮すべき具体的状況の一要素として考慮することが適当と考えられる²¹。

¹⁸ 実際の MBO には、現在の経営者が自ら対象会社を買収する場合もあれば、経営者以外の出資者（投資ファンド等）と共同で買収する場合もある。例えば、オーナー経営者等の「取締役兼株主」が、経営者としては残るものの、自ら保有する株式についてはその多くを、当該 MBO を機に手放すような場合等には、当該経営者はむしろ株式の売却者側の性質が強く株主の立場に近い場合も想定し得る。このように、MBO を行う取締役が保有していた株式の処分方法や MBO における出資比率によって、利益相反性には差異が生じ得る。

また、支配株主による従属会社の買収においても、支配株主が保有する従属会社の株式の割合（過半数に満たない場合から 3 分の 2 超に至る場合まで幅があり得る）や、支配株主と従属会社の関係（従前より従属会社の支配株主に対する依存度が強い場合もあれば、ある程度独立して経営されている場合もある）等に応じて、利益相反性や情報の非対称性には差異が生じ得る。

¹⁹ 例えば、企業の再生局面における M&A には、当該企業の状態（債務超過等）によっては、株主が受けるべき利益が存在しないような場合もあると考えられる。また、MBO において、対象会社に大株主や親会社等が存在し、かつ、総体としての株主と取締役等との合理的な交渉が成立する場合には、取締役が不合理に MBO を行うことや不当に低い価格で MBO を行うことがそもそもできない場合も存在すると考えられる。

²⁰ 脚注【10】参照。

²¹ 個別の公正性担保措置の中には、支配株主による従属会社の買収の場合には、買収者が既に対象会社の支配的持分を有しているという MBO の場合との構造上の差異に起因して、類型的

そして、事案に即した適切な公正性担保措置の判断を行うに当たっては、構造的な利益相反の問題の存在にかんがみ、買収者等からの独立性の確保された主体が、利益相反性に関する重要な事実関係を把握した上で実質的に関与することが重要となる。

3.1.3 実効的な機能発揮の重要性

公正性担保措置を講じた外形が整えられても、各措置が有効に機能していなければ、公正性担保措置としての意味はない。形式上講じられた公正性担保措置の数よりも、実効的に講じられた措置が全体として果たした機能の実質が重要となる。

3.1.4 望ましい M&A が阻害されないことの重要性

企業価値を増加させる M&A が公正な手続を通じて行われることは、M&A に際して実現される価値が一般株主にも付与されることを意味し、一般株主の利益にも資するものである。

したがって、企業価値を増加させる望ましい M&A に対して阻害効果を与え、または当事会社が過度に委縮的になることは、一般株主にとってもまた望ましいことではなく、M&A の関係者に対しては、企業価値の向上に資する M&A が一般株主の利益に配慮しつつ積極的に行われる健全な資本市場の発展に向けて、リスク回避に傾くことなく、費用対効果の視点も含めてバランスのとれた対応をとることが求められる。

3.2 独立した特別委員会の設置とその意義

3.2.1 機能

特別委員会は、構造的な利益相反の問題が対象会社の取締役会の独立性に影響を与え、取引条件の形成過程において企業価値の向上および一般株主利益の確保の観点が適切に反映されないおそれがある場合において、本来取締役会に期待される役割を補完し、または代替する独立した主体として任意に設置される合議体である。

に、有効に機能しにくい、または弊害の懸念が大きいものも存在するところ、そのような措置については、それぞれの箇所において言及している。

特別委員会は、独立性を有する者で構成され、重要な情報を得た上で、企業価値の向上および一般株主の利益を図る立場から、M&A の是非や取引条件の妥当性・手続の公正性について検討および判断を行うことにより、取引条件の形成過程において、構造的な利益相反の問題による影響を排除するとともに情報の非対称性の問題に対応し、企業価値を高めつつ一般株主にとって可及的に有利な条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保する機能を有する（視点 1）。

このように、MBO や支配株主による従属会社の買収において設置される特別委員会は、基本的には、買収者および対象会社・一般株主に対して中立の第三者的な立場ではなく、対象会社および一般株主の利益を図る立場に立って検討や判断を行うことが期待されるものであり、そのような意味で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²²。

3.2.2 役割

上記の機能を果たすため、特別委員会は、対象会社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、M&A の是非について検討・判断するとともに、一般株主の利益を図る観点から、取引条件の妥当性および手続の公正性について検討・判断する役割を担う。

このうち、取引条件の妥当性については、①買収者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとって可及的に有利な条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保すること、および②取引条件の妥当性の判断の重要な基礎となる株式価値算定内容と、その前提とされた財務予測²³や前提条件²⁴等の合理性を確認することを通じて、検討することが重要である。また、

²² MBO や支配株主による従属会社の買収において設立される特別委員会は「第三者委員会」などといわれることもあるが、上記のとおり、基本的には、買収者および対象会社・一般株主に対して中立の第三者的な立場に立つのではなく、対象会社および一般株主の利益を図る立場に立つという点において、例えば企業等に対する中立性が求められる企業等不祥事における第三者委員会とはその位置付けを異にする点に留意する必要がある。

²³ DCF 法を用いて株式価値算定を行う場合、これに必要な将来フリー・キャッシュフローの予測の基礎となる事業計画の内容いかんによって結論が大幅に異なり得るところ、企業が作成する事業計画は、その作成の目的や態様等によって、その数字が楽観的な場合から保守的な場合まで様々であることから、事業計画の合理性やそれを担保するためのプロセスを確認することの必要性が指摘されている。

²⁴ 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、DCF 法における割引率の計算根拠や、類似会社比較法における類似会社の選定理由等が指摘されている。

買収対価の水準だけでなく、買収の方法や買収対価の種類などの妥当性についても検討することが重要である。

また、手続の公正性については、当該 M&A における具体的状況を踏まえて、全体として取引条件の公正さを担保するために、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を行う役割を担うことも期待されている。

3.2.3 公正性担保措置としての有効性と必要性

特別委員会は、適切に運用することにより、構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題の解消に資するものであり、M&A の公正性を担保する上で有効性の高い公正性担保措置である。

加えて、上記 3.2.2 のとおり、特別委員会は、個別の M&A 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を行う役割を担い、手続の公正性を担保する上での基点としての位置付けを有する。

以上を踏まえると、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、これを設置することが望ましい²⁵。

3.2.4 特別委員会が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とどまらず、有効に機能するためには、以下のよう実務上の工夫を講じることが望ましい。

特に、構造的な利益相反の問題が大きく、対象会社の取締役会の独立性への懸念が特に大きい場合²⁶や、積極的なマーケット・チェックの実施やマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定等の他の公正性担保措置を講じない場合には、以下の工夫を積極的に講じることにより特別委員会の実効性をより高めることが重要となる。

²⁵ もっとも、例えば経営破綻企業の買収案件等、対象会社の財務状況や法規制等により緊急性が高く、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。

²⁶ 例えば、MBO に参加する取締役や MBO に重大な利害関係を有する取締役が取締役会に占める割合や影響力の観点から取締役会を支配しているような場合や、支配株主と従属会社の資本関係や人的関係・取引関係上の依存度、業種の異同等により、その関係が強固である場合などが考えられる。

3.2.4.1 設置の時期

特別委員会を早期段階から関与させることにより、取引条件の形成過程全般にわたって公正性を担保する機能を果たさせるとともに、特別委員会が設置された時点で既に取引条件等が事実上決定し、これを覆すことが困難な状態に至っていることなどにより、特別委員会を設置する意義が実質的に失われることとなる事態を防ぐ観点から、対象会社が買収者から買収提案を受けた時点以降可及的速やかに、特別委員会を設置することが望ましい^{27,28}。

3.2.4.2 委員構成

A) 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得る。また、特別委員会の委員の独立性は、特別委員会に対する一般株主の信頼の礎となるものでもあり、委員となる者には高度な独立性が求められる。

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 からの独立性（当該 M&A との関係で、一般株主は有しない重要な利害関係を有していないこと）が要求され、これらの独立性は、企業価値の向上および一般株主の利益を図る立場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、個別の事案ごとに、委員候補者と買収者や対象会社との関係や当該 M&A との関係等の具体的な状況を踏まえて実質的に判断すべきものと考えられる²⁹。

このうち、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関係者の取扱いについては、会社法上の社外性の基準（会社法第 2 条

²⁷⁾ 例えば、取締役会の開催や、社外有識者委員を選任する必要がある場合における候補者の選定作業等のために、特別委員会の設置に一定の時間を要することはやむを得ないと考えられる【が、いたずらに特別委員会の設置時期を後ろ倒しにすべきではなく、可及的速やかに設置すべく合理的な努力をすることが望ましい】。

²⁸⁾ 「買収提案を受けた時点」とは、【客観的に見て】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をいう。

²⁹⁾ 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の基準や金融商品取引所が定める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を有す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。

第 15 号イ) も踏まえると、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³⁰⁾の地位に就いたことがない者であることが望ましい。

【また、買収者との間の取引関係や上記以外の人的関係については、金融商品取引所が定める独立役員の独立性の基準³¹⁾を買収者との関係について当てはめることも参考になると考えられるが、一律の客観的な基準を設けることは困難であり、個別の事案ごとの具体的状況を踏まえて実質的に判断することが必要となる。その際には、その関係が存在していた時期や、その関係の委員候補者にとっての重要性等が重要な判断要素となると考えられる。】

B) 属性・専門性

特別委員会は、構造的な利益相反の問題による影響を排除する観点から、社外者、すなわち社外取締役、社外監査役または社外有識者で構成することが望ましいが、それぞれの特別委員会の委員としての適格性は、一般に、以下のように考えられる。

- a) **社外取締役** - 特別委員会の役割に照らすと、①株主総会で選任され、会社に対して法律上義務と責任³²⁾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者であり、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いる場合、原則として、その中から委員を選任することが望ましい。また、社外取締役が委員長を務めることも、特別委員会をより有効に機能させるため実務上の工夫の一つとして考えられる。【※監査等委員会設置会社における監査等委員について、他の社外取締役と同様に考えるということによいか検討】
- b) **社外監査役** - 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者ではないものの³³⁾、①株主総会で選任され、会社に対して法律上義務と責任を負い、

³⁰⁾ 支配株主の業務執行取締役等とは、支配株主またはその子会社の業務執行取締役もしくは執行役または支配人その他の使用人を指す（会社法第 2 条第 15 号イ参照）。

³¹⁾ 【金融商品取引所が定める独立役員の独立性の基準について、注記で補足】

³²⁾ 【義務と責任の内容について注記で補足】

³³⁾ 上記 2.2.2 のとおり、特別委員会が担う重要な役割に、買収者との協議・交渉過程等において、企業価値を高めつつ一般株主にとって可及的に有利な条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保するという経営判断にわたる役割があるところ、社外

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、社外取締役が少数にとどまる現状においては、社外取締役を補完するものとして、社外監査役も委員としての適格性を有するものとするのが妥当である。

- c) **社外有識者** - これに対して、社外有識者は、株主総会で株主の付託を受けて選任されているわけではなく、社外役員に比して会社や株主に対する責任関係も不明確であり、株主による直接の責任追及も困難であるものの、M&A 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否定されない³⁴。

いずれの社外取締役も、独立性等の問題により委員として選任することに支障がある場合には、社外監査役および社外有識者のみで特別委員会を構成することも次善の策として考えられる。

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と責任を背景に、責任を持って、アドバイザーの専

監査役は本来的にこのような経営判断に関与することが予定された者ではないという点において、その委員としての適格性を社外取締役と異にする要因がある。

【なお、上記の点とも関連して、社外監査役による特別委員会の委員としての職務を、会社法上の社外監査役の職務の一部として捉える考え方（職務包含説）と、これとは別に委託を受けたものと解する考え方（別途委託説）とが存在する。前者の考え方をとった場合、社外監査役は、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できないという帰結となるのに対して、後者の考え方をとった場合、社外監査役はこれらの行為も行うことができるという帰結となる。なお、別途委託説の考え方をとった場合であっても、特別委員会の委員としての職務懈怠があった場合に、株主は、委託された行為に対する監査役としての監査義務に違反があったものとして、会社法第 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できないわけではないという意見があった。かかる論点については必ずしも意見の一致をみているわけではないが、今後、更に議論が深まることが期待される。】

【さらに、上記の論点とも関連して、特別委員会の委員としての職務の対価として社外役員に対して報酬が別途支払われる場合に、これが会社法上の役員報酬規制に服するか否かについても必ずしも意見の一致をみているわけではないが、いずれにしても、対象会社は、特別委員会の委員となった社外役員に対してその職務に応じた報酬を支払うことができるよう、適切な対応をとることが望ましい。】

³⁴ 社外有識者を特別委員会の委員として選任する場合、その社外有識者は、対象会社との間の委任契約における受任者として、対象会社に対して善管注意義務を負うことになると考えられるが、上記のとおり、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示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。また、この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。

専門的助言等も活用しつつ、特別委員会を適切に運営することであり、自ら専門的判断を行うことではないと考えられるため、社外取締役が M&A に関する専門性を有しないということだけでは、当該社外取締役を特別委員会の委員として選任しないことが正当化されることにはならない。

なお、ベストプラクティスとしては、特別委員会は、委員として最も適任である社外取締役のみで構成し、M&A に関する専門性は、アドバイザーから専門的助言を得ること等によって補うという形態が最も望ましいと考えられる。現状では、社外取締役が少数にとどまり、こうした形態をとることが困難な企業も多いと考えられるが、今後、我が国においてコーポレートガバナンス改革が更に進展し、多くの企業において、独立社外取締役が多数選任されるようになり³⁵⁾、このようなより望ましい構成の特別委員会を設置しやすくなることが期待される³⁶⁾。

3.2.4.3 特別委員会の設置・委員の選定プロセス

特別委員会の設置の判断、権限や職責の設定や委員の選定が構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを可及的に排する観点から、対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役がこれらのプロセスに実質的に関与し、構造的な利益相反の問題による影響が生じないよう配慮することが望ましい。

3.2.4.4 買収者との取引条件の交渉過程への関与

特別委員会は、買収者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとって可及的に有利な条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保する役割を担うところ、このような役割を果たす上では、特別委員会が対象会社と買収者との間の買収対価等の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することが望ましい。

³⁵⁾ 経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2019 年●月●日）の「6. 上場子会社に関するガバナンスの在り方」参照。同指針では、【「上場子会社において、利益相反リスクに適切に対応し、少数株主利益を保護するための実効的なガバナンス」の「仕組みの構築について一義的な責任を担うのは取締役会であることから、その独立社外取締役比率を高めること（1/3 以上や過半数等）を目指すことが基本となる」】とされている。

³⁶⁾ 上記のような取締役会は、それ自体既にある程度高い独立性を有するといえ、この場合に設立される特別委員会は、取締役会から利害関係者を除外したもの、あるいはそのタスクフォースとしての性格に近づいていくと考えることもできる。

その方法としては、特別委員会に対して【取引を拒絶する権限】【※表記につき検討】を付与³⁷⁾した上で、①特別委員会が取引条件の交渉を行う権限の付与を受け、自ら直接交渉を行うことのほか、②交渉自体は対象会社の社内者やアドバイザーが行い、特別委員会は適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、交渉について指示や要請を行うことなどが考えられ、個別の M&A における構造的な利益相反の問題の程度や特別委員会の委員構成などの具体的状況に応じて、適切な方法や態様で関与することが望ましい。

3.2.4.5 アドバイザー

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、手続の公正性や株式価値算定に関する専門的知見に基づき検討・判断することが必要となる。特別委員会の委員自身においてはこのような専門性を十分に有していない場合も少なくないと考えられるところ、このような場合をはじめとして、特別委員会が信頼して専門的助言を求めることができる財務アドバイザーや法務アドバイザーが存在していることが重要である。

その方法としては、個別の M&A において特別委員会と対象会社の社内者のいずれが買収者との協議・交渉を担うか等に応じて、特別委員会が①自らのアドバイザーを選任することのほか³⁸⁾、②対象会社の取締役会が選任したアドバイザーから専門的助言を受けることも否定されない。ただし、②の場合、対象会社の取締役会が選任したアドバイザーから特別委員会が専門的助言を受けることに対しては、構造的な利益相反の問題がアドバイザーの独立性に影響を与える可能性について懸念が示されることもあることを踏まえて、特別委員会に対して、対象会社の取締役会のアドバイザーを指名する権限や、対象会社の取締役会のアドバイザーを承認（事後承認を含む³⁹⁾）する権限を付与す

³⁷⁾ 特別委員会に対して取引を拒絶する権限を付与する方法としては、特別委員会の設置等に係る取締役会決議において、特別委員会が M&A に反対する意見を勧告した場合には、取締役会として賛同意見表明等を行わない旨を併せて決議するなどの方法が考えられる。

³⁸⁾ 特別委員会が自らのアドバイザーを選任する場合において、対象会社の取締役会も別途自らのアドバイザーを選任するか否かはいずれの場合も考えられ、取締役会は特別委員会が選任したアドバイザーから必要に応じて専門的助言を受けるという対応も考えられる。

³⁹⁾ 例えば、対象会社の取締役会の既存のアドバイザーの独立性に問題がある場合に、特別委員会がこれを承認しないことが考えられる。特別委員会が対象会社の取締役会の既存のアドバイザーを承認しない場合には、既存のアドバイザーを変更する、別途追加で特別委員会が指名・承認するアドバイザーを対象会社の取締役会が選任する、または特別委員会が別途自らのアドバイザーを選任することなどによって解決することになる。

ることなどにより、このような懸念を可及的に払拭し、対象会社の取締役会が選任したアドバイザーにより提供され、特別委員会による検討や判断の重要な基礎となる専門的助言の信頼性を担保する工夫を講じることが望ましい。

3.2.4.6 情報の取得

MBO および支配株主による従属会社の買収においては、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 が行われる等、情報の非対称性の問題から生じる懸念に対応する必要がある。もっとも、対象会社には企業秘密等の公表に馴染まない情報も存在し得ることから、一般株主に対して開示することができる情報の範囲には限界があり、一般株主への直接の情報開示のみによって情報の非対称性の問題を解消することは困難である。

そこで、特別委員会の各委員が対象会社に対する秘密保持義務に服していることを前提に、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も組み合わせることにより、全体として、重要な情報を十分に踏まえた上で、M&A の是非や取引条件の妥当性についての検討・判断が行われる状況を確保することが重要である。

そのため、特別委員会には、必要に応じて執行陣に情報提供を求める、買収者との間で十分に協議を行うなど、その検討および判断に必要な情報を得よう努めることが求められる。

3.2.4.7 報酬

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。

また、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想定されるところ、このような場合には、別途、委員としての職務に応じた報酬を支払うことを検討すべきである。

3.2.5 対象会社の取締役会における特別委員会の判断の取扱い

M&A に際して特別委員会を設置した場合も、特別委員会が会社法上の機関ではない任意の機関である以上、通常、M&A への賛否等については、最終的には取締役会において意思決定を行うこととなる場合が多いであろう⁴⁰。

その際には、取締役会は、特別委員会の設置の趣旨にかんがみ、特別委員会の判断内容を最大限尊重することが望ましい（なお、特別委員会に取引を拒絶する権限を付与した場合において、特別委員会が取引を拒絶する旨の判断を行ったときは、取締役会はその判断に拘束されるべきことになる。）。

形式的に特別委員会を設置し、その判断に従って判断したというだけで、直ちに取締役会の判断が正当化されることにはならないが、実効性の高い特別委員会を設置し、これが有効に機能した場合には、原則として、取締役会は、特別委員会の判断内容に依拠して意思決定を行うことで、その説明責任を果たすことができると考えられる。

以上を踏まえれば、取締役会が特別委員会の判断内容と異なる判断を行うことは本来例外的であるはずであり、このような事態に至った場合には、特別委員会の設置の趣旨にかんがみ、その理由について十分な説明責任を果たすことが求められる。

3.2.6 対象会社の社内検討体制

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 の是非や取引条件の妥当性、手続の公正性等についての第一次的な検討や、買収者との協議・交渉は、対象会社の取締役会やその下に設置されるプロジェクトチーム等において行われる場合も多いと想定される。

対象会社の取締役会における M&A の賛否等についての決議においては、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⁴¹ところ、対

⁴⁰ かかる取締役会決議において、特別の利害関係を有する取締役を除く取締役全員の承認および監査役全員の異議がない旨の意見があった場合には、当該 M&A において公正性担保措置が有効に機能したことを示す事情の一つとなると考えられる。他方で、反対した者がいる場合には、誰が反対したのか、どのような理由で反対したのかを、株主に対して明らかにすることが、一般株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会の確保の観点からは重要である。

⁴¹ 会社法第 369 条第 2 項。MBO や支配株主による従属会社の買収における当該「特別の利害関係を有する取締役」の範囲は、解釈問題となるものの、取引条件の形成過程における手続の公正性を高めるという観点からは、当該「特別の利害関係」を広く解釈することも検討すべきとの指摘もある。例えば、MBO を行う代表取締役のみならず、買付者側への出資や経営参画につき既に合意が成立している取締役も除外されると解釈すべきではないかとの指摘がある。他

象会社における取引条件の形成過程において構造的な利益相反の問題による影響を排除する観点からは、かかる議決の段階だけでなく、その前の検討・交渉段階も含めた初期段階から、「特別の利害関係を有する取締役」も含めて、一定の利益相反性を有する取締役等をその過程から除外し、可能な限り買収者から独立した立場で検討・交渉等を行うことができる体制を対象会社の社内に構築することが望ましい。

その際、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、検討・交渉過程等から除外する取締役等の範囲に関して、買収者の関係者であるという一事をもって全て除外すべきであるとまで考える必要はなく、例えば、現に買収者との間に兼任関係が存在する取締役等を除外すれば足りるとの整理も考えられる。

3.3 外部専門家の独立した専門的助言等の取得

手続の公正性や取引条件の妥当性について慎重な検討・判断過程を経る上では、外部専門家の独立した専門的助言等を取得することが望ましい。

3.3.1 法務アドバイザーからの助言の取得

手続の公正性を担保するために対象会社において適切な公正性担保措置を判断し実施する上で、法務アドバイザーは重要な役割を果たす（視点 1、視点 2）。公正性担保措置を講じることの意義と必要性について対象会社が十分理解することを補助するとともに、特別委員会の設置や委員の選定⁴²⁾、案件の検討・審議から除外すべき特別利害関係を有したはそのおそれのある取締役等の考え方の整理、財務アドバイザー等の独立性の検討等においても重要な役割を果たし得ることを踏まえると、初期段階から独立性を有する法務アドバイザーの関与を得て、その独立した専門的助言を取得することが望ましい。

方、このような取締役以外の取締役であっても、その自己保身を企図する可能性もあり、当該解釈を広げることが必ずしも手続の公正性の向上に資するとは限らないとの指摘もある。

⁴²⁾ 特別委員会の設置および委員の選定プロセスについては、上記 3.2.4.3 参照。

3.3.2 第三者評価機関等からの株式価値算定書等の取得

対象会社における M&A の是非や取引条件の妥当性についての交渉・判断過程において、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題に対応する上では、対象会社の取締役会または特別委員会において、専門性を有する独立した第三者評価機関から株式価値算定書等を取得し、これを判断の基礎とすることが望ましい（視点 1）。

また、かかる交渉・判断過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとって可及的に有利な条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力を行う上では、M&A のスキームや代替手段、代替取引の検討、価格交渉等において経験豊富な財務アドバイザーの助言や補助を得ることも有効である⁴³（視点 1）。

以下では、特に前者の観点から、第三者評価機関による株式価値算定を実施することやフェアネス・オピニオンを取得することの意義等について検討する。

3.3.2.1 第三者評価機関による株式価値算定の実施

A) 機能

専門性を有する独立した第三者評価機関による株式価値算定を実施することは、対象会社が企業価値を高めつつ一般株主にとって可及的に有利な条件で M&A が行われることを目指して取引条件の検討、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になるとともに、株式価値算定結果から説明することができない水準の取引条件で合意することが困難になるという意味において、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題の存在により取引条件が一般株主に不利に設定されることを抑止する機能を有する（視点 1）。

また、株式価値算定の内容が対象会社の一般株主に対して開示されることにより、一般株主が取引条件の妥当性を判断する際の重要な判断材料となるという機能も有する（視点 2）。

⁴³ 多くの場合、対象会社のために価格交渉等の助言や補助を行う財務アドバイザーは、株式価値算定書等を提供する第三者評価機関を兼ねている。

B) 位置付け

株式価値算定の実務においては、上記 2.2 の概念整理等は念頭に置きつつ、多くの場合、(a)M&A を行わなくても実現可能な価値と、(b)M&A を行わなければ実現できない価値といった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、通常は M&A の実施を前提としない財務予測等に基づいて株式価値を算定している⁴⁴。上記 2.2 の概念整理との関係では、かかる株式価値算定結果を踏まえつつ、企業価値を高めつつ一般株主にとって可及的に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、企業価値の増加分の分配を含む一般株主が享受すべき価値が実現されるものと整理される。

このように、株式価値算定結果は、上記 2.2 の概念整理における(b)の価値や、そのうち一般株主および買収者がそれぞれ受けるべき部分を直接的に明らかにするものではなく、したがって、実際の M&A において、株式価値算定結果から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。

したがって、対象会社の取締役会や特別委員会においては、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位置付けやその実現可能性、用いられた算定方法の特性、同種の M&A において一般に付与されるプレミアム（買収価格と従前の株式の時価との差額）の水準、当該 M&A を行わなくても実現可能な価値、想定される当該 M&A による企業価値増加効果⁴⁵、代替取引の有無や内容等を考慮して、取引条件の検討、交渉および決定を行うことが望ましい。

【C） 算定方法、取得数

算定方法の採用に関しては、複数の算定方法を利用する等合理的な算定方法が採用され、恣意的な価格の算定等がなされないように配慮することが望ましい。

⁴⁴ M&A 後の経営計画等は、それ自体実現の不確実性を伴うものであることや、対象会社は買収者が想定する M&A 後の経営計画等・将来の可能性に関する情報を有しておらず、これを前提とした財務予測等を合理的に推定することも困難であることに加え、買収者がかかる情報を詳細に開示することも、自らの手の内をさらすこととなり、買収戦略上自ずから限界があることなどがその背景にある。【もっとも、上場廃止による上場維持コストの削減等、M&A の実施を前提とした各種施策の効果についても可能な範囲で一定程度加味した財務予測を作成して株式価値算定が行われる場合もある。】

⁴⁵ 【必ずしも具体的な企業価値増加効果を定量的に見積もることに限られない。】

なお、当該算定書等は複数取得することがより望ましいとの指摘もある。ただし、取得する数自体が重要なのではなく、算定書等の作成過程から当該第三者評価機関と真摯に議論をする等して、株式価値算定を有効に活用することが重要であるとの指摘もある。】【※現行 MBO 指針における記載を一部修正の上一旦転記。維持の可否についても検討】

D) 第三者評価機関の独立性

株式価値算定が上記の機能を有する上では、これを実施する第三者評価機関の独立性が重要となるところ、第三者評価機関が当該 M&A について重要な利害関係を有している場合には、その独立性に対する懸念が生じ得るため、その独立性や利害関係の内容について説明責任を果たすことが求められる。

特に、例えば、対象会社側で株式価値算定を実施する第三者評価機関が、買収者に対して買収資金の融資も行う場合のように、第三者評価機関が当該 M&A について深刻な利害関係を有している場合⁴⁶には、その独立性に対する懸念が相当程度大きくなることから、基本的には上記の機能を果たす上で望ましくなく、やむを得ずこのような事態に至る場合には、当該 M&A において第三者評価機関が得る報酬の内容を開示する等、少なくともその独立性や利害関係の内容について十分な説明責任を果たすことが求められる。

3.3.2.2 フェアネス・オピニオンの取得

A) 機能

フェアネス・オピニオンとは、一般に、独立の第三者評価機関が、M&A 等の当事会社に対し、合意された取引条件の【当事会社やその】一般株主にとっての公正性【や妥当性】について、財務的見地⁴⁷からの意見を表明するものをいう。

⁴⁶ 対象会社側で株式価値算定を実施する第三者評価機関自身が重要な利害関係を有している場合だけでなく、そのグループ会社が重要な利害関係を有している場合についても、両社の関係次第では、実質的には同様の第三者評価機関の独立性に対する懸念が生じ得るとの指摘がある。

⁴⁷ 一般に、フェアネス・オピニオンの発行に当たって、手続の公正性や代替取引の有無は直接の検討対象とはならないと理解されている。

すなわち、対象会社がフェアネス・オピニオンを取得することは、財務に関する専門性を有する第三者評価機関が、対象会社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具体的な取引条件が【対象会社の一般株主にとって】財務的見地から公正【または妥当】であると判断し、その旨の意見を表明しているということを意味する。このように、フェアネス・オピニオンは、第三者評価機関による意見の表明であり、かつ、意見の対象が当事者間で合意された具体的な取引条件の【対象会社の一般株主にとっての】公正性【や妥当性】であるという2点において、株式価値算定とは異なるものであり、対象会社の価値に関するより重要性の高い参考情報となり得、取引条件の形成過程において構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題に対応する上でより有効な機能を有するものと考えられる（視点1）。

また、フェアネス・オピニオンの取得は、欧米等では利益相反構造のあるM&A等の公正性を担保するための措置として一般的なプラクティスであると指摘されており、国際的に活動する投資家も含めた一般株主に対する説明責任を果たすという観点からもその有用性が指摘されている（視点2）。

B) 公正性担保措置としての有効性と必要性

以上のように、フェアネス・オピニオンは、公正性担保措置として有効に活用し得るものである一方で、上記2.2の一般株主が受けるべき利益についての概念整理との関係⁴⁸や、現在の我が国における環境⁴⁹等も踏まえると、その公正性担保措置としての有効性は事案により一様ではないと考えられる。

したがって、フェアネス・オピニオンの取得の必要性については、個別のM&Aにおける具体的状況を踏まえて、対象会社の取締役会や特別委員会の判断に委ねることが適当と考えられる。

⁴⁸ 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の実施を前提としない財務予測等に基づくものであり、したがって、上記2.2の(a)および(b)の価値との厳密な比較の下で取引条件の公正性や妥当性が判断されるというわけではないと理解されている。

⁴⁹ 日本では、一部の諸外国と異なり、フェアネス・オピニオンの発行に関する規制やルールは特段存在しておらず、その定義や発行プロセス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が指摘されている。

また、フェアネス・オピニオンの公正性担保措置としての有効性は、その発行者の信頼性により支えられるものであることから、①独立性・中立性、②慎重な発行プロセス⁵⁰⁾、③高度な専門性・実績、④レピュテーション⁵¹⁾といった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すべきと考えられる。

そのため、対象会社の取締役会や特別委員会は、第三者評価機関を選定するに当たっては、これらの要素も考慮して検討することが望ましい。

3.4 他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）

3.4.1 機能

M&A において他の潜在的な買収者による代替的な買収提案が行われる機会を確保すること（以下「マーケット・チェック」という。）は、より有利な条件で買収提案を行う他の買収提案者の存否の確認を通じて、対象会社の価値や取引条件の妥当性に関する重要な参考情報を得るとともに、買収者に対して、対抗的な買収提案が出現する可能性を踏まえて、そうした対抗的な買収提案において提示できると想定される以上の取引条件を提示させる方向に働くため、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、企業価値を高めつつ一般株主にとって可及的に有利な条件で M&A が行われることに資するという機能を有する（視点 1）。

3.4.2 実施方法

マーケット・チェックの方法としては、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討するいわゆる積極的なマーケット・チェック⁵²⁾や、M&A の公表後に他の潜在的な買

⁵⁰⁾ 一部の第三者評価機関においては、フェアネス・オピニオンを発行するに当たって、評価機関内部に経験豊富なメンバー等で構成される独立した審査会を組成し、そのレビューを経ることを義務付けることなどが行われている。

⁵¹⁾ 【注 51】のように、フェアネス・オピニオンの発行者の法的責任が追及される環境が十分に整っているとは言い難い状況にある我が国において、フェアネス・オピニオンの機能は、第三者評価機関が負うレピュテーションリスクによって一定程度担保されていると考えられることから、レピュテーションが重要な考慮要素となる。

⁵²⁾ 積極的なマーケット・チェックには、①M&A の公表前に入札手続（オークション）や複数の潜在的な候補者への個別の打診を行う方法と、②M&A の公表後一定期間、対象会社が対抗的な

収者が対抗提案を行うこと（以下、こうした対抗提案を行う者を「対抗者」という。）が可能なる環境を構築した上で M&A を実施する、いわゆる間接的なマーケット・チェックなどがある。

このうち、間接的なマーケット・チェックについては、例えば、M&A の実施に際して、①公表後の期間を比較的長期間確保した上で⁵³、②対抗者が実際に出現した場合に、当該対抗者が対象会社との間で接触等を行うことを過度に制限するような内容の合意等を行わない⁵⁴といった対応を併せて行うことが考えられる。

3.4.3 公正性担保措置としての有効性と必要性

買収者が支配株主でない場合と支配株主である場合とでは、マーケット・チェックが公正性担保措置として有効に機能するか否かに関して異なる状況が存在するため、以下それぞれについて有効性と必要性を検討する。

3.4.3.1 買収者が支配株主でない場合

買収者が支配株主ではない場合（すなわち、経営者が支配株主ではない場合における MBO）においては、マーケット・チェック【が有効に機能するケースが多い】に一定の意義がある【】と考えられる。

そして、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から、実際上は対抗的な買収提案を行うことに困難が伴うことも少なくないとして一定

買収提案を積極的に勧誘する方法（いわゆる Go Shop）とが存在する。積極的なマーケット・チェックを行う場合、適切な内容の取引保護条項を合意することは合理的と考えられる。

⁵³⁾ どの程度長期間確保するかという点は、対象会社の規模や個別案件の性質（例えば、企業の再生局面において、特に迅速な取引が求められる場合等）によって異なり得るため、一律の基準を設けることは困難である。【ただし、その他の公正性担保措置が十分に講じられないような場合には、手続の公正性を高めるため、その他の公正性担保措置が十分に講じられる場合と比しても、更に長期間確保することが望ましいと考えられる。他方で、余り長期間確保すると、従業員や取引先等が不安定な地位に置かれ、対象会社の事業に悪影響が生じる可能性もある点にも留意が必要である。】【※現行 MBO 指針における記載を一部修正の上一旦転記。維持の要否についても検討】

⁵⁴⁾ 例えば、買収者が対象会社との間で、対抗者との接触等を一切禁止するような取引保護条項を合意することは過度の制限であると考えられる。他方、ブレイクアップフィー（解約金）条項等の形での取引保護条項を定めることは、【その金額が過度に高額であり、実質的に、対象会社の株主に対して当該 M&A を承認することを強制する効果を持つものでないなど】合理的な範囲内であれば妨げられないものと考えられる。

の限界も指摘されていることを踏まえると、間接的なマーケット・チェックよりも積極的なマーケット・チェックの方が【より有効に機能する／有意義である】場合が多いと考えられ、これが実施された場合には、公正性担保措置としてより積極的に評価されると考えられる。

他方、積極的なマーケット・チェックに対しては、M&A に対する阻害効果の懸念や情報管理の観点からの実務上の問題等⁵⁵も指摘されていることを踏まえると、買収者が支配株主でない場合においては常に積極的なマーケット・チェックを実施することが望ましいとまではいえず、対象会社の取締役会や特別委員会において対象会社の具体的状況や当該 M&A に関する具体的事実関係を踏まえてそれぞれの方法によるマーケット・チェックの有効性や弊害の有無等を判断し、適切な方法を検討することが望ましいと考えられる。

3.4.3.2 買収者が支配株主である場合

これに対して、買収者が支配株主である場合（すなわち、経営者が支配株主である場合における MBO およびそれ以外の支配株主による従属会社の買収）、既に対象会社の支配的持分を有している支配株主が対象会社を買収しようとしているのであり、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。そのため、マーケット・チェックが公正性担保措置として機能する場面は限定的であり、実施する意義が乏しい場合が多いと考えられる⁵⁶。

⁵⁵ 積極的なマーケット・チェックについては、【①経営者と投資ファンド等が共同して行う我が国において最も一般的なタイプの MBO においては、対象会社の企業価値を増加させる上で、両者が MBO 後に強固な信頼関係の下で共同して経営を行うことが重要となるところ、経営者が投資ファンド等と長い時間をかけて信頼関係を醸成した上で初めて MBO の実施に踏み切るに至ることが多いという我が国における実態に照らすと、積極的なマーケット・チェックの実施に馴染みにくい面もあることや、②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事業への悪影響のおそれ等の懸念があること、③我が国においては、通常、MBO において買収者と対象会社との間で取引保護条項が合意されることは少なく、他の買収提案者から対抗的な買収提案がなされた場合に対象会社において当該買収提案に賛同することについて法的制約が加えられていないため、間接的なマーケット・チェックの過程で対抗的な買収提案が出現する可能性が確保されていることに加えて、我が国においては取引保護条項の有効性に関する議論が未だ十分に深化しておらず、不明確な点も残っている状況にあるため、取引保護条項を合意した上で積極的なマーケット・チェックを実施するという方法を直ちにとることに一定の困難性が存在すること等が指摘されている。】

⁵⁶ なお、このようにマーケット・チェックが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 M&A の公表後の期間を比較的長期間確保することは、一般株主が当該 M&A の是

もっとも、買収者が支配株主である場合においても、例外的にマーケット・チェックが機能し得る場合⁵⁷もあり得るため、対象会社の取締役会や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。

3.4.4 他の買収提案者による競合する買収提案を受けた場合の対応

実際に他の買収提案者が出現し、競合する買収提案がなされた場合、それが具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案である限り、対象会社の取締役会や特別委員会としては、当該買収提案の内容についても真摯に検討する必要がある、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。

その上で、対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が受ける利益（買収対価）がより大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられるところ、例外的にこれらが一致せず⁵⁸、一般株主が受ける利益がより大きな買収提案が他に存在する中で、対象会社の企業価値の向上により資すると判断する買収提案に賛同する場合、対象会社の取締役会および特別委員会には、その判断の合理性について十分な説明責任を果たすことが求められる⁵⁹。

3.4.5 競合する買収提案者に対する情報提供の在り方

競合する買収提案者に対しても対象会社から合理的な情報提供が行われなければ、事実上、具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案を行うことは困難となる場合があるとの指摘がある。また、一旦競合する買収提案者が現れた以上は、買収提案者間の平等

非や取引条件の妥当性について熟慮し、適切な判断を行うための期間としては機能し得るため、なお意義を有すると考えられる（視点2）。

⁵⁷⁾ 例えば、支配株主が保有する株式の割合が低い場合や、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、支配株主が従属会社を一旦は買収するものの、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が指摘されている。

⁵⁸⁾ 例えば、一般株主が受ける利益がより大きな買収提案が、ステークホルダー（例えば従業員）の取り分を減らして株主の取り分を増やすものである場合、自らの経営能力を過信する買収者によって買収が行われ、結果的に企業価値を損ねるものである場合、市場で一時的に過大評価されている買収会社の株式を買収対価とするものである場合などに、このような不一致が生じ、一般株主が受ける利益がより大きな買収提案と対象会社の企業価値の向上により資する買収提案とが異なり得ると指摘されている。

⁵⁹⁾ 企業価値の概念を恣意的に拡大することにより、かかる判断を不明確にしてはならない。

を図るべきであり、特定の買収提案者を他の買収提案者よりも優遇することは望ましくないとの指摘もある。

他方で、上場会社においては株式投資を行う上で必要な情報が既に公表されており、必ずしもデュー・ディリジェンスの機会を付与しなくとも買収提案は可能であるとの指摘や、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から、提供可能な情報には一定の限界があるとの指摘、一部の諸外国と異なり、我が国では買収意向を示すことに対して厳格な規制が存在しないため、真に買収する意思がないにもかかわらず他の目的で買収提案がなされる懸念が存在するとの指摘もある。

そこで、例えば、【当初は限定的な情報提供を行い、買収提案の具体性、実現可能性や真摯性の確認度合い等に応じて、漸次提供する情報の範囲を拡大する等、段階的な情報提供を行うこと／買収提案の具体性、実現可能性や真摯性の確認度合い等に応じて、情報提供の可否や提供する情報の範囲を検討すること】には合理性がある。

3.5 マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

3.5.1 機能

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件とは、M&A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、当該M&Aの是非に関する株主の意思表示が行われる場合に、一般株主、すなわち買収者と重要な利害関係を共通に

しない株主⁶⁰が有する株式の過半数の支持を得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^{61,62}。

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することは、一般株主の過半数が取引条件について満足していることを直接確認することを通じて、一般株主による判断機会の確保をより重視するという機能を有する（視点 2）。

また、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定する場合、M&A を実行するためには、一般株主の過半数の満足が得られると想定される水準の取引条件とすることが必要となるため、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、一般株主にとって有利な条件で M&A が行われることに資する機能も有する（視点 1）。

【さらに、M&A が公開買付けにより行われる場合、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することは、公開買付けにおける強圧性を低減させるという機能も有する（視点 2）。】

3.5.2 公正性担保措置としての有効性と必要性

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は、これを設定することにより M&A を成立させるために必要となる一般株主の賛成の数が相当程度増加する場合には、取引条件の

⁶⁰ かかる買収者と重要な利害関係を共通にしない一般株主の範囲については、個別の M&A 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。この点に関連して、現在の公開買付けの実務上、公開買付け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、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件において賛成を確認する対象となる一般株主（分母となる「マイノリティ」）から一律に除外すべきとの運用が行われている。しかし、買収者と重要な利害関係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真摯な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賛成を確認する対象となる一般株主から除外することは必ずしも適切でない。

⁶¹ マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定は、M&A が株式交換等の組織再編により行われる場合は、【例えば、株主総会において一定数以上の賛成の議決権行使が行われなかったことを当該組織再編に係る契約の効力の解除条件として設定すること】により行い、公開買付けにより行われる場合は、一定数以上の買付数を公開買付けの下限として設定することにより行うことが考えられる。

⁶² 公開買付けにおいて、上記のような下限を設定することなく、結果として多数の株主の応募があったというのみでは、【強圧性の問題が存在する中での応募であったことからして、】マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を充足したものとして評価することは適当ではないといふべきである。また、一般株主に対して、適切な判断を行うために必要な情報が提供されていることも、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が機能する上での前提となる。

公正さを担保する上で有効性が高いため、そのような場合に同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。

他方、同条件の設定については、支配株主による従属会社の買収のように買収者の保有する対象会社の株式の割合が高い場合における企業価値を高める M&A に対する阻害効果の懸念等⁶³も指摘されていることを踏まえると、常にマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することが望ましいということは困難であり、対象会社の取締役会や特別委員会において当該 M&A の具体的状況を踏まえてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の有効性や弊害の有無等を総合的に判断し、その要否を検討することが望ましいと考えられる⁶⁴。

その上で、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しない場合には、上記 3.2.4 のとおり、特別委員会の実効性をより高める等、他の公正性担保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重要となる。

3.6 【情報開示の充実】

3.6.1 機能

MBO や支配株主による従属会社の買収においては、買収者と一般株主の間に大きな情報の非対称性が存在することから、取引条件の妥当性等について一般株主がインフォームド・ジャッジメントを行うことは当然には期待しにくい。M&A の際に情報開示を

⁶³ マジョリティ・オブ・マイノリティ条件に対しては、①買収者の保有する対象会社の株式の割合が高いほど、M&A の機会に対象会社の株式を買い増す等により、少ない株式取得によって M&A を容易に妨害することができ、企業価値を高めるような M&A に対しても阻害効果の懸念が高まること、②特に近年の我が国の資本市場の動向としてパッシブ・インデックス運用ファンドの規模が拡大しているところ、その中には、取引条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募を行わない投資家も存在するため、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が本来の機能を発揮することを妨げるとともに、上記の取引阻害効果をより高める要因が存在すること、③我が国の会社法上、組織再編における株式買取請求手続における株式の買取価格である「公正な価格」やキャッシュ・アウトの場合に裁判所が決定すべき価格は、組織再編等によって増加した企業価値の公正な分配分をも含む公正分配価格とされているため、取引条件いかににかかわらず、株式買取請求権を行使できる地位を確保するために、株主総会において反対の議決権行使をすることや公開買付けへの応募をしないことに対してインセンティブが働きやすい要因が存在すること等が指摘されている。

⁶⁴ マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の必要性の程度を判断するに当たっては、同条件が対象会社の交渉力を強化する機能を有することにかんがみると、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 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の指摘がある。

充実させることは、かかる情報の非対称性の問題に対応し、一般株主が取引条件の妥当性等について判断する際の重要な判断材料を提供することでインフォームド・ジャッジメントを可能にするという機能を有する⁶⁵（視点 2）。

また、対象会社の取締役会や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や算定根拠等が事後的に開示され、対象会社の一般株主や広く一般のチェックの下に置かれることにより、取引条件の形成過程の透明性が向上し、一般株主等の目を意識したより慎重な検討・交渉等や算定が行われることが期待でき、これにより、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題への対応に資するという機能も有する（視点 1）

なお、特に後者の機能との関係では、M&A の際の開示書類における一般株主への直接の情報開示のほか、裁判手続における証拠資料としての提出⁶⁶や、その他の事後的な情報開示も重要な意味を有する。

3.6.2 充実した開示が期待される情報

MBO および支配株主による従属会社の買収においては、法令や金融商品取引所の適時開示規制による開示制度を遵守するにとどまらず⁶⁷、自主的に、公開買付届出書・意見表明報告書や適時開示などを活用して、株主構成やその背景、属性等も十分に考慮して⁶⁸、一般株主の適切な判断に資するための充実した情報を分かりやすく開示することが望ましい。

⁶⁵ M&A の際に株主が取引条件の妥当性についてインフォームド・ジャッジメントを行う上で有益な情報には、①株式価値算定結果に関する情報、②株式価値算定の計算過程や評価機関等に関する情報、③上記以外の取引条件の形成過程に関する情報などがある。①は取引条件の妥当性の判断に直接役立ち、②は①の情報の合理性・信頼性の検証・評価を通じて、取引条件の妥当性の判断に役立ち、③は公正な手続を通じて決定された取引条件か否かの確認を通じて、取引条件の妥当性の判断に役立つと考えられる。

⁶⁶ 上記の観点からは、対象会社や特別委員会のために株式価値算定を実施した第三者評価機関において、守秘義務条項等を利用して、事後の裁判手続において株式価値算定に関する情報の提供に消極的になることは望ましくないとの指摘がある。

⁶⁷ MBO および支配株主による従属会社の買収に関して法令および金融商品取引所の適時開示規制により開示が求められている情報の内容については、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令および同府令第 2 号様式、第 4 号様式等や、東京証券取引所の適時開示ガイドブックにおいて定められている。以下では、これらの法令および金融商品取引所の適時開示規制による開示制度を前提として、これに加えて自主的に開示することが望ましい情報を整理している。

⁶⁸ 例えば、機関投資家等の存在のみならず、個人株主等の存在にも配慮した丁寧かつ充実した説明も必要となろう。

特に充実した開示が期待される情報としては、以下の情報が挙げられる。

3.6.2.1 特別委員会に関する情報

特別委員会に関する情報開示を充実させることは、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に資する。上記 3.2.4.6 のとおり、情報の非対称性の問題から生じる懸念は、M&A の際の開示書類における一般株主への直接の情報開示のほか、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 の是非や取引条件の妥当性について検討および判断を行うという方法も適切に組み合わせて、全体としてこれに対応し得る状況を確保することが重要であるところ、後者の方法に対する信頼性確保の観点からは、特別委員会に関する情報開示の充実を通じて、特別委員会が有効に機能したか否かについて、一般株主が判断できるようにすることが重要である。

具体的には、以下の情報について充実した開示を行うことが望ましい。

- a) 委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報
(例えば、委員の独立性、属性、選任理由、選定プロセス等に関する情報)
- b) 特別委員会に付与された権限の内容に関する情報
(例えば、取引を拒絶する権限や独自のアドバイザーを選任する権限等が付与されたか否かに関する情報)
- c) 特別委員会における検討経緯や、買収者との協議・交渉過程への関与状況に関する情報
(例えば、特別委員会の設置時期、検討事項、受領した情報の類型、審議回数・審議時間等に関する情報)
- d) M&A 取引の是非、取引条件の妥当性や手続の公正性についての特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容⁶⁹に関する情報
(例えば、当該 M&A に関する主要な検討事項がある場合には、その点に関する判断内容、根拠・理由に関する情報)
- e) 委員の報酬【スキーム】に関する情報

⁶⁹ 特別委員会の答申書自体を開示する方法のほか、上記事項を中心にその要旨を開示書類に記載することにより開示する方法も考えられる。

3.6.2.2 株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関する情報

対象会社や特別委員会が取得した株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関する情報開示を充実させることは、対象会社の一般株主等が、株式価値算定内容やフェアネス・オピニオンの合理性・信頼性をより具体的に検証・評価することを可能とし、これにより、その判断材料としての有用性がより高まる。

このような観点から、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やフェアネス・オピニオンの合理性・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く、具体的には、以下の情報について充実した開示を行うことが望ましい。

- a) DCF 法における算定の前提としたフリー・キャッシュフロー予測（M&A が組織再編により行われる場合も含む⁷⁰⁾
- b) DCF 法における算定の前提とした財務予測の作成経緯（例えば、特別委員会による事業計画の合理性の確認や財務アドバイザー等によるレビューを経ているか否か、当該 M&A 以前に公表されていた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) DCF 法における割引率の計算根拠や【フリー・キャッシュフローの予測期間以降に想定する成長率の考え方】、類似会社比較法における類似会社の選定理由⁷¹⁾
- d) フェアネス・オピニオンの発行プロセス
- e) 第三者評価機関の重要な利害関係

3.6.2.3 その他の情報

その他、以下の情報について充実した開示を行うことが望ましい。

⁷⁰⁾ 東京証券取引所の 2013 年 7 月 8 日付通知「MBO 等に関する適時開示内容の充実等について」（東証上会第 752 号）においては、MBO および支配株主による公開買付けについては、算定の前提とした財務予測の具体的な数値の開示が要求されているのに対して、支配株主との間の組織再編で国内金融商品取引所に上場している上場株式を対価とする場合は、割当ての内容が市場株価と比較し従属会社の株主にとって著しく不利である場合を除き、財務予測の具体的な数値の開示は原則として要求されていない。

⁷¹⁾ 割引率の計算や類似会社の選定は外部者も可能であるため、必要性は相対的に高くないとの指摘もある。

- a) M&A を実施するに至ったプロセス等に関する情報
- b) 対象会社の業績の下方修正後に M&A を行うような場合等においては、M&A が成立しやすくなるように意図的に市場株価を引き下げているとの疑義を招く可能性があるため、当該時期に M&A を行うことを選択した背景・目的等に関する情報
- c) MBO における取締役と他の出資者（投資ファンド等）の最終的な出資比率や、MBO 後の取締役の地位を保証する合意等の対象会社の取締役等が当該 M&A に関して有する利害関係の具体的な内容に関する情報や、当該取締役等の取引条件の形成過程への関与の有無・内容に関する情報
- d) 対象会社と買収者との間で行われた取引条件等に関する協議・交渉の具体的な経緯に関する情報
- e) 他の買収方法や代替的な買収提案の検討の有無に関する情報
- f) M&A への賛否等について決議する取締役会の議決に参加した取締役および監査役の氏名、賛否等の意見の内容および反対の場合にはその理由

3.7 強圧性の排除

MBO や支配株主による従属会社の買収が公開買付けにより行われる場合、一般株主に対して適切な判断を行う機会を確保する上では、強圧性⁷²が生じないように配慮すべきである（視点 2）。具体的には、株主が公開買付けに反対した（応募しなかった）場合の取扱いについて、以下のような実務上の対応を行うことが望ましい。

- a) 公開買付け後のスクイズ・アウトに際して、反対する株主に対する株式買取請求権または価格決定請求権が確保できないスキームは採用しないこと
- b) 公開買付けにより大多数の株式を取得した場合には、特段の事情がない限り、可及的速やかにスクイズ・アウトを行うこと。また、公開買付け後にスクイズ・アウトを行う場合の価格は、特段の事情がない限り、公開買付価格と同一の価格を基準にするとともに、その旨を開示資料等において明らかにしておくこと

⁷² 公開買付けの強圧性の問題とは、公開買付けが成功した場合に、公開買付けに応募しなかった株主は、応募した場合よりも不利に扱われることが予想されるときには、株主の公開買付けに応募するか否かの判断が不当に歪められ、買付価格に不満のある株主も、事実上、公開買付けに応募するように圧力を受けるという問題をいう。

4 おわりに



以上

添付 1：公正な M&A の在り方に関する研究会 委員等名簿

(50 音順 敬称略)

座長	：	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科 教授
座長代理	：	藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
		青 克美	株式会社東京証券取引所 執行役員
		石綿 学	森・濱田松本法律事務所 弁護士
		井上 光太郎	東京工業大学工学院経営工学系 教授
		井上 隆	一般社団法人日本経済団体連合会 常務理事
		江良 明嗣	ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門 インベストメント・スチュワードシップ部長
		加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
		神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
		児玉 康平	株式会社日立製作所 執行役常務 ゼネラルカウンセル
		三瓶 裕喜	フィデリティ投信株式会社 ヘッド・オブ・エンゲージメント
		武井 一浩	西村あさひ法律事務所 弁護士
		田中 亘	東京大学社会科学研究所 教授
		玉井 裕子	長島・大野・常松法律事務所 弁護士
		角田 慎介	野村證券株式会社 経営役 M&A 兼ソリューションビジネス担当 グローバル・ヘッド・オブ M&A
		David A. Sneider	Simpson Thacher & Bartlett LLP 外国法事務弁護士
		馬場 真一	第一生命保険株式会社 総合審査部 産業審査グループ 部長
		福島 和宏	デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社 代表執行役社長
		古本 省三	日本製鉄株式会社 執行役員 法務部長
		別所 賢作	三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 投資銀行本部 マネージングディレクター M&A アドバイザリー・グループ統括責任者
		北後 健一郎	企業年金連合会 コーポレート・ガバナンス担当部長
		柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科 教授
		山田 和広	一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会 会長 カーライル・ジャパン・エルエルシー マネージングディレクター 日本代表

(オブザーバー)

井上 俊剛	金融庁 企画市場局 企業開示課長
竹林 俊憲	法務省 大臣官房参事官

添付 2：公正な M&A の在り方に関する研究会 審議等経過

（研究会）

第 1 回（2018 年 11 月 9 日）

- ・開催の趣旨、今後の検討事項について

第 2 回（2018 年 12 月 7 日）

- ・取引類型による差異、特別委員会について
- ・石綿委員プレゼンテーション（近時の利益相反構造のある M&A における公正性担保措置の実施状況）
- ・別所委員プレゼンテーション（利益相反型 M&A に関する分析）

第 3 回（2019 年 1 月 10 日）

- ・マーケット・チェック、Majority of Minority 条件について
- ・ホワイト & ケース法律事務所プレゼンテーション（利益相反構造のある M&A 海外法制調査（中間報告））
- ・加藤委員プレゼンテーション（判例法理における「一般に公正と認められる手続」の意義）

第 4 回（2019 年 2 月 1 日）

- ・株式価値算定、フェアネス・オピニオン、情報開示について
- ・ホワイト & ケース法律事務所プレゼンテーション（米英における Conflict of interest のある M&A の情報開示事例）

第 5 回（2019 年 2 月 22 日）

- ・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

第 6 回（2019 年 4 月 5 日）

- ・「公正な M&A の在り方に関する指針—企業価値の向上と公正な手続確保に向けて—」（案）について

第7回（2019年4月19日）

- ・「公正な M&A の在り方に関する指針―企業価値の向上と公正な手続確保に向けて―」（案）について

（公正な M&A の在り方についての意見・情報提供の募集（パブリックコンサルテーション））

- ・実施期間：2018年12月28日～2019年2月5日
- ・パブリックコンサルテーションの実施要領等については、下記ウェブサイト参照
<https://www.meti.go.jp/press/2018/12/20181228003/20181228003.html>
- ・パブリックコンサルテーションの結果および寄せられた主な意見等の概要については、下記ウェブサイトの第5回研究会事務局説明資料および参考資料参照
https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/fair_ma/005.html

（事務局ヒアリング）

- ・実施日：2019年1月25日
- ・事務局ヒアリングの概要については、下記ウェブサイトの第5回研究会事務局説明資料参照
https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/fair_ma/005.html

（パブリック・コメント）

- ・実施期間：2019年●月●日～同年●月●日
- ・提出された主なコメントの概要とコメントに対する経済産業省の考え方については、下記ウェブサイト参照

