

公正な M&A の在り方に関する研究会

第 6 回 議事要旨

1. 日時：平成 31 年 4 月 5 日（金）9 時 30 分～12 時 00 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、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、北後委員、川藤様（山田委員代理）、井上課長、竹林参事官
（欠席：藤田座長代理、柳川委員）
4. 議題：公正な M&A の在り方に関する指針（案）
5. 議事概要：

事務局より資料 3（公正な M&A の在り方に関する指針（案））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】大きく2点、指針ができ上がったときに、会社で実務を担っている者からどのように見えるかという観点からコメントさせていただく。1点目は、MBOと上場子会社の完全子会社化の違いについての記載ぶりについてである。MBOと上場子会社の完全子会社化との違いについては、今の案でもいろいろと脚注を中心に書いていただいております。私の理解が足りないからかもしれないが、まだ何か腑に落ちないというか、もやもやとしたところが残っているように感じる。その原因の1つと思われるのが、MBOと完全子会社化の違いについて、総論というか、2章の「原則と基本的な視点」のところ、何がどう違うのか、同じなのかどうなのかについて、十分な整理がなされていないからではないかと思う。私の感覚から申し上げますと、両者の違いには2つの面があり、1つは、ディールの前のそれぞれの支配構造の違いであり、もう1つは、両者には、利益相反性と情報の非対称性の程度において違いがあるということではないかと思っている。支配構造の切り口で見ると、MBOは、新たに支配権をとりに行くディールである。これに対して完全子会社化は、既に支配権を有している状態から、それを100%にするディールであり、ここには大きな違いがあると思う。指針案3ページ目、1.2の第3パラグラフの冒頭に、「M&Aは」と定義

のような記載があるが、「企業の支配権を巡る取引である」とある。このように、取引のスタート時点での支配関係の違いというのはかなり大きな違いではないかと思う。実際、この支配構造上の違いがあるからこそ、それぞれの公正性担保措置が妥当するかという3.2以下の各論において、MBOと完全子会社化との間で一定のカテゴリカルな差が出てくるのである。具体的には、指針案に記載されているとおりだが、完全子会社化においては、マーケット・チェックについては対抗馬が現れにくく、MOMについては、アクティビストの介入などによって弊害が出やすい構造にあると、こういった差が生じる結果につながっているのだと思う。もう1つの、利益相反性、情報の非対称性の程度の違いについては、総論部分の2では、今の案は両論併記の形になっている。つまり、程度に差があるかないかは議論があるとして、はっきり答えを出さないで、あとは個別の取引における具体的状況に応じてそれぞれ考えてくださいという形になっている。つまり、読み手から見ると、総論部分では、MBOも完全子会社化も、コンフリクトの程度の差についての議論はあるものの、コンフリクト自体があることには変わりがない。要は、同じように、公正性担保措置を検討すべきものであって、MBOとか完全子会社化といったカテゴリカルな違いではなくて、個々の取引の具体的状況に応じてどういった公正性担保措置をとれるかを検討しなさいと、こういう建付けになっているように読めるわけだが、それが本当にそうなのか、実態感覚と若干ずれていて、違和感を覚えるのではないかと思う。私のもつ実務感覚としては、MBOと完全子会社化とでは、コンフリクトの程度にも差がある。少なくとも差があることが多いということであり、両者の間には、先ほど申し上げた支配構造上の差異に加えて、コンフリクトの程度にも差異がある。ただし、コンフリクトの程度については、そうではないという指摘もある、という整理が腑に落ちる。申し上げたいのは、このようにカテゴリカルな差が結果的に生じる原因について、つまり、MBOと完全子会社化とでは支配構造上というか、支配権のとりようからくるカテゴリカルな違いがあるということ、2の総論部分においても記載すべきではないかということである。今は、脚注に1行少し入っているだけで、それで結論がこれだけ変わってくるというのはしっくりこない。もう少し書き込んだ上で、「個々の取引における具体的状況」には、コンフリクト等の程度の違いだけではなく、支配構造上の違いも当然含まれるということをはっきりと明らかなにして、そうした個別の状況に応じてとるべき公正性担保措置を検討すべきだという流れになると、もう少ししっくりくるのではないかと思う。

もう1点申し上げておきたいのは、特別委員会に関する記載についてである。今の案では、

17ページ目、3.2.1に書かれているが、ここの冒頭を拝見すると、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」に設置されるとある。また、具体的な望ましい工夫が記載されている指針案19ページ目から始まる3.2.4でも、およそ特別委員会を設置するからには、「以下のような実務上の工夫を講じることが望ましい」とあり、その上で、「構造的な利益相反の問題が大きく、対象会社の取締役の独立性への懸念が特に大きい場合」、これはどういう場合を指すのかははっきりとは分からないが、この場合に加えて、「積極的なマーケット・チェックの実施やMOM等の公正性担保措置を講じない場合」も、3.2.4に記載されている工夫を積極的に講じることが重要であるとなっている。完全子会社化の場合にどうなるのかが一番気になるわけであるが、マーケット・チェックやMOMを実施しないケースとなると、上場子会社の完全子会社化はかなりの確率で該当するように思う。そうすると、ここでいわんとしているのは、およそ完全子会社化においては、3.2.4に記載の、実務上の工夫を講じることが望ましく、かつ、マーケット・チェックやMOMを実施しない限りは、そうした工夫を積極的に講じなさい、つまり、3.2.4.1以下にあるような厳格な要件を満たす特別委員会を設置することが本来的に望まれるという内容になっていると思う。どのような場合に特別委員会を設置すべきかについては、これまでの事務局資料では、「取引構造上の利益相反性から、対象会社の取締役が会社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できない場合」となっており、それを前提に、そうした場合にはどういう機能や役割を特別委員会に持たせるのが望ましいかということだったように記憶している。今回のように、おそれがあるだけの場合に何が望ましいかといった議論ではなかったように思う。完全子会社化において、社外取締役のみからなる特別委員会を、TOBが起きた後可及的速やかに設置して、その特別委員会に取引を拒絶したり条件について直接交渉したり、または交渉上の指示を出す権限まで委ねる、そうしたディールそのものに「主体的に関与する」特別委員会を設置することが完全子会社化において本来的に望ましい姿であって、それを可能な限りやりなさいというのは実務感覚では相当受け入れがたい。もし本当にそういう意図で書かれているのであれば、私は反対である。ここはよく見直していただきたいと思う。

それから、指針案26ページ目、3.2.6については、これも、私の目からみればということではあるが、問題が多いと思う。ここの部分がどういう場合について書かれているかを見て

みると、まず、MBOにも完全子会社化にも広く適用がある前提となっているようであり、その上で、第2パラグラフに、特別の利害関係を有する取締役についての記載がある。特別の利害関係を有する取締役への言及自体は会社法の規定を書いているだけなので特に異論はないが、脚注41には、特別の利害関係を有する取締役にどこまでが含まれると考えるべきかについて、両論併記となっている。この指針として、例えば完全子会社化においてこうした決議をする際にどうすべきであるといっているのかがよく分らない。混乱が生じるだけではないかと思う。また、それに続くところに、「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」が交渉する場合には、「一定の利益相反性を有する取締役等」を除外するのが望ましいとあるが、これは完全子会社化における実務の感覚に合わないし、最後の段落で、除外すべき者を兼務者等に絞り込むことが許される条件として、「独立性の高い特別委員会が設置され、それが有効に機能している場合」とあるが、これは要するに、先ほどの3.2.4で望ましいとされた厳格な条件を満たす特別委員会を設置していれば、会社側で交渉にタッチできない役員を絞り込むことができるが、そうでないときはどうすればよいのだろうか、絞り込めないのではないかと読めてしまう。総論の3ページ目の1.3の「本指針の位置づけ」では、指針の記載は「企業社会において共有されるべきベストプラクティス」とあるが、今のままでは、私の感覚では、完全子会社化の実務とは合わない。そもそも、この3.2.6の記載内容については、議論が十分されていないと思う。この部分を残す必要があるのか疑問に思う。

関連するところを申し上げると、MOMの最後のところになるが、指針案38ページ目に、「その上で」で始まる段落があるが、ここのニュアンスは、特別委員会を設置するのは当たり前で、MOMを採用しない場合には、3.2.4の条件を満たす特別委員会を設置すべきであるということなのだろうと思う。特別委員会を設置することを前提に、MOMを採用しないのであれば、3.2.4の条件を満たす特別委員会を原則設置しなさいといっているように読めるわけだが、それは指針全体の考え方に合わないと思う。また、このままの記載にはならないと思うが、もしこういった考え方を何らかの形で書くとすれば、3の総論部分にあたる3.1にまとめて記載すべきで、これは今、各論においてMOMのところにだけに書いているような気がするが、各論の個々のところでいちいち書く必要はないと思う。

また、指針案15ページ目の3.1.1の2段落目に、「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は担保されないというわけではない」とあり、それは、全部をやらなくてもよいという趣旨だと思うが、全てをやらないといけないわけではないという、

幾つかは必ずやらないといけないのではないかという捉え方も出てくるし、今まで申し上げたことからすると、特別委員会はマストというふうに読めかねないので、3.1.1のこの記載は、より正確に、例えば「常に全て、またはある特定の公正性担保措置を講じなければいけないというわけではない」などを書いてはいかがかと思う。英語に直す際も、そのほうがよろしいのではないかと思う。

特別委員会に話を戻すと、どのような場合に設置するか、どのようなメンバー構成にして、どのような権限を付与するのが適切かは、原則として、取引における支配構造上の特性や利益相反性の程度も含む概念としての「個別の取引の具体的状況に応じて」柔軟に判断されるべきであると思う。この指針においても、この「具体的状況に応じて」というフレーズを上手くポイントポイントに散りばめていただいて、特別委員会の中身についても個別の取引の具体的状況に応じたものとすべきであるという本来の趣旨が、ずっと読み手に理解されるような記載にしていただければと思う。

【北後委員】指針案21ページ目の3.2.4.2の属性や専門性の監査等委員は他の社外取締役と同様に考えるということによいかという点については、取締役としての法的責任と同様の責任があるのであれば別に構わないのではないかとは思いますが、できれば社外取締役のほうがよいのではと個人的には思う。

指針案24ページ目、「取引を拒絶する権限」について、こちらは後ほど幾つか申し上げようとは思いますが、基本、あくまでも組織としての意思決定は取締役会がするというところからは外れないほうがよいと思う。ただ、もちろんせっかく特別委員会をつくるのだから、その特別委員会の判断をしっかりと尊重して云々という形にするほうがよいと思う。権限という言葉を使ってしまうと、例えば投資家として、この案件についてエンゲージメントをしたときに、経営陣のほうから、いえいえ、これは特別委員会の判断なので、我々のほうから何ともというふうに逃げられてしまうような可能性もあるので、あくまでも判断は取締役会でというほうが形式的には望ましいと思う。

3.2.4.7の「報酬」について、「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」という文言があるが、これは、そんなわけではないだろうというのが率直な意見である。特別委員会の委員とならない社外取締役についてももちろん、案件の利益相反解消に努めることが期待されているので、委員になっている、なっていないということで差をつけるというのは特に意味がないのではないかと思う。こういった案件は当然、社外取締役を引

き受けた時に含まれた責任の範囲であり、その受託した責任を果たすにあたってさらに報酬を払う、というのは疑問。親子間の利益相反に関わる仕事はその範疇ではない、とでもいうことだろうか。金額の問題ではない。引き受ける方々の覚悟、常識の問題で、「こんなことをすることは想定していなかった」などというのであれば、はなはだ日本の社外取締役の「資質」に世界中から大いに疑問が投げかけられると思う。親子上場の子会社の社外取締役でなくても、どんな上場会社の社外取締役でもこういう立場になる可能性はあるわけで、きわめて違和感がある。ただ、世界標準対比日本の社外取締役の報酬が安く設定されている、というのであればそれを交渉せずに引き受けたのは引き受けた方々の責任だろうし、今更「さらに報酬を」という後出しじゃんけんは虫のいい話。とはいえ、反対も多いだろうから、せいぜい「過度な負担になる場合には」という言葉はつけてもよいのかと思う。繰り返すが、特別委員会の委員になったということで社外取締役に特別な報酬をとるのは、全然関係ないし、必要もないと、投資家の立場というか、アセットオーナー側の立場からは世界の一般常識として思う。

次に、3.2.5、特別委員会の判断の取扱いについて、あくまでも意思決定は対象会社の取締役会がするというので、特別委員会はもちろん、もろもろの独立した考えでもって判断をするが、取締役会はその内容を適切に理解・把握した上で、もちろん、開示とか説明責任も取締役会が持つということで、取締役会としての意思決定を行うべきだと思う。

3.2.6について、先ほど古本委員からもこの章についてはご意見があったが、3段落目、「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」という記載は、私も、別の意味で反対に近い。幾つか理由があり、1つ目、親子会社の場合、人事交流が盛んなケースもあるし、現在兼任関係がなくても、親会社にそれなりのポジションで戻ることが想定されている取締役とか、あるいは従業員もいるので、それらもできれば除外すべきだと思う。もちろん、実務上の制限等はあるとは思いますが、概念としてはそういうことを考えている。もちろん、成約の折には、それなりのポジションに考えている、あるいは約束されている役職員も多いのであろうから、本当はその人たち皆さんを除外したいのだが、実務上はそういうわけにもいかないであろうから、その辺も一応概念として望ましいというように書いていただければと思う。2つ目だが、本件、初期段階の話と書いてあるが、独立性の高い特別委員会を設置したら有効に機能しているかどうかというのはこの段階でまだ分かっていないのではないかと思う。さらに、初期段階に特別委員会を設置するか否か等の重要な決定もなされることもあろうから、初期段階で

あれば利益相反を緩く捉えてよいという書き方もまた問題ではないかと思う。したがって、初期段階ではまだ取引スキームが未確定な場合も想定されるため、この点では買収者と一定の関係性を有する者が関与した場合であっても、それだけで不公正とは考えないが、取引スキームがある程度確定してくれば、速やかに厳しい基準で除外すべきというような考え方の書き方にしていいただければと思う。

次に、3.3.1、法務アドバイザーからの助言について、財務アドバイザー等と比べて独立性が強調されていないが、それは一応納得感はある。ただ、例えば買収者の顧問弁護士等を法務アドバイザーにすることは少なくとも避けるべきとか、その程度の記述は必要なのではないかと思う。というのは、実務上、法務アドバイザーが特別委員会を設置する場合のその委員とか、あるいは財務アドバイザーの選定にも絡んでくることがあるので、この辺は、一言加えていただければと思う。

それから、3.3.2、第三者評価機関についてである。先ほど申し上げたが、私も海外ではあるが、上場会社で売却も買収も携わってきたというような経験もあるので、その経験を踏まえた上で、対象会社の少数株主という立場では気になるところがあるので申し上げる。指針案28ページ目の脚注、「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」というところについて、やはりそこをきっちり分離するというようなガイドラインにしていいただきたいと思う。財務アドバイザーの方々は案件成立に対して強いインセンティブを持っている立場なので、第三者評価機関を兼ねるということは、投資家の立場からみると独立性を害するのではないかと思う。また、財務アドバイザーは買収者側とも密に接触する立場であるため、買収者への今後の営業活動等を期待する立場でもあるということを見ると、第三者評価機関を兼ねるべきではないと考える。クライアントであった経験から言えば、クオリティの高い第三者評価機関は日本にもたくさんいる。そして、申し訳ないが、クオリティの低い投資銀行もいくらでもいる。なので、「そんな第三者評価機関は日本にはいない」などという誤解を招くような言い訳はやめてほしい。

それから、次のページになるが、ここに入れるべきことかどうかわからないが、第1段落の最後のほうに「企業価値の増加分の分配を含む一般株主が享受する価値が実現されるものと整理される」という記載がある。もちろんそのとおりなので分かるが、企業価値の増加分は非常に数字の置きようによって大きなムービングパーツであるし、概念的にはそのとおりなのであるが、それを担保する方法は、ある意味ない。日本企業は全体として、こ

こ数年海外企業の買収を記録的なペースで行っているようである。買収にも関与した経験もあるが、プライシングに関しては、海外案件だと、いってみれば大盤振る舞いをしている。なので、株主のことを考えるのであれば、国内で各子会社を完全子会社にするに当たっても同様のプライシングポリシーを採用すべきであり、子会社株主に提示する評価は第三者を買収すると仮定して算出した評価と、評価の考え方、仮定条件等に説明できない差異があるべきではないと私は固く、株主として思っている。ということで、そういう一文ができれば欲しいというのが株主としての、アセットオーナー側としての気持ちである。マルチプルを一緒にするといったことをいっているわけではなく、第三者案件は絶対に欲しいから高い金を払うが、子会社だったら別に安く買ってもよいだろうと、そのような虫のいい考えでやってもらっては困るといった趣旨である。さらに申し上げると、子会社の場合には、上場させたときには親会社は十分妙味をとっているわけで、上場したという事実の責任である。それから、上場していることのコスト、こういうことをこういうときにこそしっかりと履行してほしいとアセットオーナーの立場からは考える。

あとは細かいところになるが、3.4.2の「実施方法」について、「過度に制限するような内容の合意等を行わない」の「過度」という文言を削除していただきたい。「一切制限するような合意はしない」としていただきたい。

それから、3.4.3.1と3.4.3.2の両方にまたがるが、3.4.3.1のほうでは、積極的なマーケット・チェックを行わないのであれば、間接的なマーケット・チェックは必須としていただければと思う。

3.5.2については、MOMと同様に、マーケット・チェックを設定しない場合には特別委員会の実効性をより高めることによって云々という記載を追記すべきではないかと思う。

3.4.3.2について、「買収者が支配株主である場合」と分けているが、やはり株主、アセットオーナー側からみると、なぜこれを区別するのだろうかというのが本当に素朴な疑問である。別にここで区別する必要はないと思う。買収者が支配株主である場合であっても、競合ビットが出てくる可能性は、特に海外投資家や同業他社だと、今となっては十分あると考えるので、こうやって門戸を閉めていくということではなく、買収者が支配株主でない場合、ある場合というのはもう1つにまとめて、買収者が支配株主かどうかは関係ないというガイドラインにしていきたい。

最後に3.4.4の「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」だが、「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」という文言は非常にきれいな言葉

だが、取締役会によってこれは恣意的な判断が可能な言い方になっている。なので、「合理的な理由なく」とは書いてあるが、これはあくまでも、いつも事後説明となり、説明を聞いてそれで終わりというふうにならざるを得ない可能性がある。これもどうしようもない部分もあるが、「具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案であるか否かについては慎重な判断が求められ」、例えば提案については、「価格を除いて、提案者名などは適時開示の対象とし、特別委員会に意見を求めた上で判断すべき」とか、もう少し厳し目の言葉にさせていただいたほうがよいと思う。競合提案が来た場合に、提案しないでくれなどと平気でおっしゃる親会社の方がいるというのも私の耳に聞こえてきているので、やはりそういうことを防ぐためにも、真摯なところはきちんと検討するというような形にさせていただければと思う。

その他細かい意見は別途事務局に送付させていただく。

【別所委員】北後委員からいただいた論点についてご質問なのだが、指針案28ページ目の脚注のところにも関連する、財務アドバイザーの立ち位置、成功に向けた働き方であったり、報酬を受け取る等の問題というのはおっしゃるとおりであり、それが不当に利用されてはならないということについては、当事者の立場としてもそれはそのとおりだと思っている。財務アドバイザーが結果としてその株式価値算定書を提供する第三者評価機関を兼ねることが実務的には多いということに対して、やはりそこは分けるべきではないかというようなお話があったが、これは海外、我々モルガン・スタンレーのグローバルで行っているプラクティスの観点も含めてなのだが、そういった利害関係のないピュアな第三者を求めるとすると、実際そういう方はいらっしゃるのかと思っている。具体的にはどのような方を想定されているか。

【北後委員】もちろん、アメリカであればそれで全く構わない。モルガン・スタンレーがフェアネス・オピニオンを出すということは全く構わない。ただ、日本においてはそのフェアネス・オピニオンの重みは違うと皆さんからお聞きしたので、となると、日本ではこのような措置が必要なのではないですかと、こういう意味で申し上げた。

【角田委員】今の点だが、先ほど営業があるから親会社のことを慮るというような話があったが、会社の中には確かにそういう立場の者もいるが、例えば私や別所委員のような立

場にいる者は、プロジェクトベースで雇われるし、ある意味、案件だけでなく、自分としてきちんとしたプライスを引き出さないといけないという意識が割と強いと思うので、そのあたりは、別に記載しなくてよいが、あまりこういうところをご心配になられなくてもよいのではないのかとは思っている。

ただ、構造的には成功報酬制が取引を成立させる方向に誘引するというのは確かであり、そのため、アメリカはcontingent upon completionのフィーの金額はFAとして開示させられている。また、特別委員会がイエスといってもノーといっても、フェアネス・オピニオンはデリバーするだけで報酬を受領する、取引の成否には連結しないという形でやっているような業者が、基本的には大手は当社も含めて大多数だということを皆さんにご理解いただいた上で、何か表現を考えていただければと思う。

【石綿委員】今の話から入ると、グローバルなM&Aのスタンダードと違う、日本特有の制度とか、日本ではこうだみたいなことをあまりやり過ぎないほうがよい気がする。独立系の第三者算定機関のクオリティが必ずしも高いわけではない。クオリティの高いレピュテーションリスクを負った人がきちんとしたバリュエーションしてくれるということが投資家にとって一番大事なはずであり、形式的に独立してさえいけばよいというような話で第三者算定機関を分けなさいというような話になっていくと、結果として投資家のためにならないことになるのではないかという気がする。実際に、私は色々な算定機関をそのクオリティも含めてみているが、あまりそこの点に執着し過ぎないほうがよいのではないかという気がする。日本の特殊性は、残念ながら、アメリカやヨーロッパに比べるとプレーヤーが限定されている。日本の市場自体もそれほど大きいわけではないので、そういう中で、実もとりながら信頼感も勝ち得ていくという意味では、あまりその形式的なところに意識し過ぎないほうがよいと思う。かつ、公正な価格はやはり交渉によって形成されていくところもあるので、第三者算定機関は交渉に一切関与しないというようにすることが、公正な価格は何なのかを判断していく上で本当に望ましい考え方なのかということについても少し疑問があるので、私はわざわざ財務アドバイザーと算定機関を分離すべきだということにこだわるべきではないと思う。

また、指針案21ページ目の監査等委員会設置会社の監査等委員については、普通取締役会の決議に一取締役として意思決定に参加しているわけであり、今回の特別委員会の位置づけは取締役会が行うことを特別委員会に委嘱しているというところがあるので、別にそ

の点において、取締役会の決議で監査等委員であるか否かによって、普通、分かれているわけではない。このM&Aの決定をするときに監査等委員であるかどうかによって何か分かれているわけではないので、特別委員会の委員として活動する場合も、別に監査等委員であるかないかというのは、この文脈においてはあまり関係はないのではないかと思う。

それから、24ページのright to say noについて、確かにこのように書かれた理由はよく分かる。ただ、実務家としてまず感じるのは、多分、社外取締役の人たちに取引を拒絶する権限を与えると、取締役会議事録の中に取引を拒絶する権限を付与するなど書くということはやや違和感があると思う。それはなぜなのかというと、取締役会でやっていること自体がそもそも承認するか承認しないかということを決めているわけであり、取締役会で拒絶するというようなことを決議しているわけではなく、もちろん決議しようと思えばできるが、普通は承認するしないということを決議しているわけなので、拒絶する権限という表現自体は、私はもう少し考えたほうがよいのではないかと思う。ここで実質的に言いたいことは、今まで特別委員会は諮問機関であって、助言をもらえばよいというような実務が一部あったことを否定していく趣旨だと思う。助言を与えればよいということではなくて、その取引に対して反対する、ないしは承認しないという意思表示をしていただいても結構なのだということである。何か第三者的な立場で助言だけしているのではなくて、承認しないという判断をしてもらってよいのだということを示すということに意味があるし、そこが実際確保されていれば、事実上は、特別委員会が承認しないといったにもかかわらず取締役会が承認するということがまずあり得ないことになると思うので、実質的な目的は達成できると思う。私としては、取締役会が承認しないということになぞらえて、取引を承認しないことができる権限とか、そのような表現でもよいのではないかと考えている。あとは脚注で、特別委員会が反対した場合には承認すべきではないということを書いておけばそれで足りるのではないかと思う。

それから、指針案25ページ目の社外役員の報酬について、報酬を払わないほうがよいというようなご意見もあったが、それは多分実態をご理解いただいていないからだと思う。私は、実際取締役会に臨席することも非常に多いが、それを拝見して思うのは、特別委員会の委員になることによって取締役に生じる負担は多分倍以上のものがある。多分、3倍、4倍の負担が出てくると思う。年間、取締役会に15回くらい出席しているが、今後この形で特別委員会をやることになると、この特別委員会だけで出席することが多分15回とか十何回ということになっていくであろうし、期中で、そういう意味で出席の回数自体も

単純に倍以上になっていく可能性があるし、加えて、普段取締役会に社外取締役が出席するときは、そうはいつでも、やや受け身的というか、受け身でよいのかということはあるが、基本的に執行部が資料を準備して、執行部がドラフトしたものをみて、それについて意見をいうということになってくるが、こういう形で特別委員会をやっていくことになるのと、執行部が書いてくれたものがそもそも存在しない中で特別委員会が動いていくことになるので、そもそも報告書を書いたり、期日間の間にそれなりの業務が発生するので、それに対してきちんと対価を払うというふうにやらないと、最終的には特別委員会の委員の方がきちんと働かないという問題につながってしまう。なので、多少そこでお金を払ったとしても、最終的にはしっかり特別委員会の人に働いていただいたほうが逆に投資家のためになるので、あまりそんな小さいお金をけちるべきではないのではないかと思います。なので、きちんと報酬は支払う、しかも、これも検討すべきという話なので、そのくらいのニュアンスで書いておくのはむしろ大事だと思う。逆に、これを書かないと、結構日本の企業さんは社外取締役の人は無報酬でやってくださいということがあるので、そうすると、社外取締役としても何で自分たちはそこまでやらなければいけないのかということになる。この局面で非常によく問題になるのは、社外取締役は、こういうM&Aのようにイレギュラーなことを承認するインセンティブがあまり大きくない。例えば非公開化取引が行われれば社外取締役は当然退任することになるので、それが多額ではないとしても、一定の報酬はもうもらえなくなるし、今まで社外取締役である程度の仕事はしていたものがなくなっていくことになるので、彼らとして、この取引が起きてほしいかという、別に強くそのようにいう立場にもいないわけで、あまり社外取締役に対してプレッシャーをかけ過ぎたりすることによって、逆にこういう取引がより起きにくくなる。起きにくくなることによって、プレミアムつきで投資家が株を売却する機会が減っていくことにはなるので、そういう意味では、あまり社外取締役にプレッシャーをかけ過ぎるのもどうなのかと思っている。

【玉井委員】幾つかだけポイントをお伝えしようと思う。1点目はご相談ということだが、指針案8ページ目の図だが、左側がMBOで、右側が完全子会社化の取引を指していると思う。直前の文章をみると、MBOと支配株主による従属会社の買収では、それぞれ問題が存在するので、対象会社の取締役が適切な行動をとることが期待できないということが今回の問題の出発点だと思うが、MBOのほうは少し置くとして、右側の図をみると、情報の非

対称性、これは支配株主はグループとして従属会社の情報をかなり吸い上げられるということで情報が多いうところを一般株主との比較で書いているということでのよいのかと思うが、ここの利益相反というところの矢印だが、確かに売り手と買い手は利益が相反するというのは、これは独立当事者間の取引においても全く同じ状況で、これだけ書いてあると、普通の売買取引とどう違うのということになる可能性があると思う。本来の問題は、従属会社の取締役が支配株主との間でよりよい条件を引き出す、独立当事者間の取引であればそこが期待されるわけだが、特定の支配株主のほうの顔色をうかがってしまって、一般株主のためにきちんと働いてくれないのではないかとということが利益相反のポイントだと思うので、何らかその趣旨がもう少し出るようにしたほうがよいのではないかとみていて思ったので、少しご検討いただいてもよいかと思う。

次に、おそらく趣旨としては皆さん前提にされているかと思うが、指針案13ページ目の2.3、「M&Aを行う上での尊重されるべき原則」の第1原則で「企業価値の向上」について、この企業価値の向上がある取引において一般株主の利益がきちんと確保されるというその2つが重要であるということだが、ここでの企業価値が、MBOでは基本、単体ベースの考えでよいと思うが、今回、支配株主による従属会社の買収が入ってくるので、そこでの企業価値の考え方をグループ全体の企業価値が向上するような取引であるべしということかと思うが、もしできれば、そういう2つの違った取引類型を扱っているので、脚注でも入るとよいかと思う。

次に、先ほどから出ている指針案24ページ目の特別委員会の「取引を拒絶する権限」に関連してだが、先ほど石綿委員から詳しくご意見があったが、私も実務家としては全くその実務感覚を共有しており、特に今まで、この指針をみると、本来あるべき姿、あるいは望ましい姿としては、特別委員会に交渉権限を与えて、だから拒絶することもできて、そういう建付けであれば拘束されるべきでないかと、何となくワンセットで、非常に強力な特別委員会の仕組みというか、制度が貫かれているような感じがするが、実務はもう少ししなやかにやっているというか、必ずしも交渉権限を与えるのでなくても、結局、バックで最終的に反対の意見が出てしまうということであれば取引はできないわけなので、そういう形で、行きつ戻りつしながら、もう少し頑張らなければいけないなど実際の交渉を担当している取締役会の方々が思えば、そこで取引の条件は上がるわけなので、そういう実質重視の進め方も十分に勘案した書き方にしたいと思っている。その観点は入っているのだと思うが、基本、やはり交渉権限を与える形がベストプラクティスなのだというニュアン

スも何となく感じられるので、そこはもう少し詳細にみて、具体的に指摘させていただこうと思うが、現状やられている実務の工夫があまり否定されないような形、あるいはその形が続くような形になるとよいと個人的には思っている。そういう意味でいうと、拒絶するという表現は、例えば反対意見という趣旨なのかと思うが、少し強過ぎるという感じがする。先ほどあった取締役会で承認するしないという話との関係でいうと、特別委員会がネガティブな意見を出してくると、結局、拒絶とかといわなくても、取締役会としては上程もできなくなってしまうのではないかというのが実際の実務だと思うので、あまりこの書きぶりだがちがちに書かなくてもよいのではないかと考えている。

それと、先ほど報酬についての話があったが、ここも実務感覚的には全く石綿委員と同じことを思っており、無償で頑張れというどどのようなかという、例えば上場子会社の社外取締役になろうという方が躊躇されてしまうとか、そういうことを考えると、最初から報酬を高目にしなければいけないのではないとか、全体としての方向性があまりよくないほうにいく可能性もあるので、ここはやはり適切な対価ということは検討してもよいのではないかと考える。

先ほど複数のご意見が出たところなので、補足で私のほうからお願いするが、指針案27ページ目の3.2.6の一番最後の「その際」云々というところについて、もともと私がこういうことも入れてもよいのではないかとって入ったところかもしれないが、2行目の「買収者の関係者」という言い方をすると何となく広がりがあるが、たしかこのドラフトはもともとは「買収者の出身者」という書き方になっていたと思う。それが単に出身者で、随分前にやめてしまっている、それも、会社、あるいはグループのやり方によっては一方通行で、今上場子会社の役員になっている方がグループの他の会社に行くということはもうないのだと、分かりやすくいえば、これが上がりのポジションだという方が担っているということもよくあると思う。そのような場合について、もう随分前に親会社にいたからといって、それだけで外してしまうということによって、むしろ交渉を担当する執行側の交渉パワーというか、あるいは適切な人が適切に交渉する、そういう能力をもった人を排除してしまうということがもったいないと思われる事例もあるので、そのフレキシビリティを確保したいということであった。

あと脚注43、先ほどからこの第三者評価機関を別にすべきかどうかというところについて、先ほど北後委員がおっしゃっていた分離すべきではないかというところについては、私も少し実務へのインパクトが大き過ぎるのではないかと思うし、その能力的な点という

ことを考えても、あまり分離というところにこだわるべきではないのではないかと思う。どういうところを選定するかというそのチョイスを多くもっておくべきということであるとそういうふうに考えている。

【Sneider委員】まず、マーケット・チェックについてコメントさせていただきたいと思う。3.4.3.1の中には、マーケット・チェック、言葉の表現の選択が提示されていて、有効に機能する場合が多いか、一定の意義があるかとあるが、これについてはぜひ、より強い表現にさせていただきたいと思っている。一般投資家にとっての有利な条件を見つけるには、マーケット・チェックの有効性が非常に高いのではないかと思う。もちろん、レブロンルールが適用される米国デラウェア州では、こういった案件ではほぼ絶対条件としてマーケット・チェックが要請される。その理由は、一般株主の利益の保護の観点、特に経済的な利益の保護の観点から有効性が高いから、それが要求されているのではないかと思う。もちろん、日本ではレブロンルールがないことは十分認識している。なので、必ずしもベストプライスとして応募する義務はないが、ここに書いてあるように、日本では、企業価値を高めつつ、一般株主にとっての可及的な有利な条件、その両方の目標があるのであるが、取締役会にとっては、本当に有利な条件とれたかどうかという観点でマーケット・チェックを行うことがとても大事ではないかと思っており、最終的には、企業価値向上の観点から、一番高い値段よりはより低い値段にしてもよいが、一応手続としては、マーケット・チェックは一般の場合は望ましいので、ぜひここでは「有効に機能する場合が多い」という表現にさせていただくことによって、特にグローバルな投資家の期待に応えることにもなると思う。

これに関連して、脚注55について、これは積極的なマーケット・チェックを必ずしも行う必要はないという本文になっていて、本文のほうは特に異論はなく、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ないということはよい。ただ、その脚注の表現はかなりグローバルの投資家のほうから批判の対象になるのではないかと思う。あちこち、我が国においてという記載があるが、先ほど石綿委員もおっしゃったように、なるべく日本特有のことを強調しないで、客観的な観点からその理由をつけたほうがよいのではないかと思う。もちろん、日本の法制度、市場では独特な性質はなくはないので、例えば先ほど申し上げたレブロンルールがなくて、日本の法律では企業価値向上が非常に重要視されていることは日本の法制度の重要なところになるが、例えば③取引保護条

項の経験がないからマーケット・チェックは必要ないかもしれないというが、私の理解では、今現在、取引保護条項がない理由の一つは、既存の指針では非常に否定的な立場になっている。マーケット・チェックと一緒に取引保護条項も非常に大事だと思って、一旦それを推奨する指針になれば、これからどんどん日本の市場の中でそれは利用されることになって、その経験ができて上がるので、これは本当に正当なその理由になるのか、かなり疑問がある。あるいは①についても、経営者と投資ファンドの関係が長いからということは日本独特の現象でもないもので、そもそも我が国なのという表現が必要なのかという疑問もある。

【馬場委員】2点申し上げる。いわゆる監査等委員の位置づけについて、何か注記をしたほうがよいのではないかとということでお話をさせていただく。指針案21ページ目では、委員の属性ということで、社外取締役、社外監査役、社外有識者という3つの分類が記載されているが、日本の中で監査等委員会設置会社が既に上場企業の25%ぐらいまで増加してきているということを踏まえ、この監査等委員である取締役は、取締役ではあるが、従来の監査役からスライドする方が大半ということもあり、そういったところについて何か注記をしたほうがよいのかと考えている。この監査等委員である取締役だが、株主総会においては、いわゆる取締役とは区別して選任されて、かつ、任期も違うということで、やはりこの監査等委員会設置会社においては少し異なるような位置づけであり、どちらかというと監査役に近い位置づけであるのかと考えており、全体の建付けの中では、もちろん委員として適格であるとは思いますが、このa)の社外取締役のところでもっとも適任かということで申し上げると、若干そこは表現的にはひっかかるということでお話をさせていただいた。2点目だが、今回、指針のタイトル、サブタイトルをお示ししていただいているが、タイトルは「公正なM&Aの在り方に関する指針」ということで、シンプルな形でよろしいかと思う。サブタイトルは、おそらく指針案13ページ目の第1原則、第2原則の表現をまとめたような形でつくっていただいているかと思う。この第1原則「企業価値の向上」というところと、第2原則のほうは「公正な手続を通じた一般株主利益の確保」という表現になっているかと思うが、おそらく第2原則のところをどう縮めてサブタイトルに入れるかというところをご苦心されたのかと拝見していたが、ここで公正な手続を通じて一般株主が受け取るべき利益が確保されるべきであるということをメッセージ性を込めてこのサブタイトルにどう入れるかということが大事と思う。手続のほうを重視して入れるのか、ある

いは一般株主の利益の確保というところを重視してそちらを入れるのかというところをご議論いただいて、おそらくここはかなり前面に出てくる部分だと思うのでご検討いただければよいかと思っている。私は個人的には、やはり日本は少数株主の保護が十分でないという批判が海外からもあると聞いているので、そういった意味では、この少数株主、いわゆる株主の利益を確保するというところをアピールするような形でのサブタイトルというふうには何か工夫いただければよいと思う。

【福島委員】私のほうから1点、株式価値算定に関するコメントをさせていただく。この指針が目的とすることは、利益相反性、情報の非対称性の解消というものがあると思う。通常のM&Aにおいては、買収者と一般株主は、対象会社に対しては、情報という意味では同等の立場である。ただ、本件においては、買収者がより対象会社に情報の観点で近くなるために、買収者が一般株主に対して情報の非対称性において有利な立場に立つ。その点をどういった形で緩和していくのか、あるいは一般株主に対して説明していくのかと、一応そういう建付けになっているかと思う。その観点から、指針案29ページ目において、株式価値算定の位置づけを書いている中で、そうはいつでも、M&Aの実施を前提としない財務予測に基づいて株式価値を算定していると記載されている。いわゆる、一般的にいうスタンドアロンの価値になるのだが、ただ、MBOや親子間の場合においては、M&Aを行った場合、どういった付加価値が出てくるのかというのを分配する。そういう趣旨から考えると、スタンドアロンだけの株式価値算定ではなくて、増加価値を含んだものを検討していくことになる。その中で、例えば脚注44で、「もっとも」という注記が、一定可能な範囲で加味した財務予測を作成する場合もあるという形で、付加する形をとっていただいている。そのストーリーからすると、特別委員会のレビューを経て、指針案41ページ目に開示を一定程度することによって一般株主に対して説明できるだろうという建付けだと理解している。そうすると、例えばここb)における財務予測の作成経緯といった場合に、今、実務上スタンドアロンのことが多いが、将来に向かっては、その増加価値の部分が含まれているか含まれていないか、あるいは含まれた場合の計画を開示できるのであればそれに関するコメントを付記するとか、そういった形の建付けがよいのではないかと考えている。

【井上（隆）委員】一般論になるが、上場子会社のガバナンスの話は、3月7日の政府の未

来投資会議でも議論になり、その延長線上に、この上場子会社の完全子会社化の議論や少数株主の保護の議論も含まれると思う。その未来投資会議で経団連の中西会長からは、リーマンショック前に、23社上場子会社があったものを4社まで減らしたという話をされて、要は、株主に対して、あるいは市場に対してきちんと説明がつくかどうかというところで、説明がつかないものについてはどんどん減らしていつているということであり、そういうことから考えると、やはり今後も日本の企業にとって、この上場子会社の完全子会社化という手段は本当に使っていかななくてはならないツールになっていくと思うので、今回こういう指針がまとめられて、予見可能性が明らかになって、より必要な完全子会社化が進むということを期待するという意味で、全般的にこの指針がこういう形でとりまとめられるというのは、私としても非常によいことだと思ひ、前向きに捉えたいと思ひている。以上が総論である。

続いて細かい点に移るが、指針案14ページ目の視点1、取引条件の形成過程におけるところについて、この独立当事者間取引と同視し得る状況の確保の「企業価値を高めつつ」というところは分かるが、「一般株主にとって可及的に有利な条件で行われることを目指して」というほうが強調されてしまっているような感じがして、あくまでこれは企業価値を高めるということが重要だと、表現の仕方かもしれないが、少し気になった点である。もう1点がディスクロージャーのところ、指針案41ページ目の3.6.2.2のところである。今回の指針全般的に語尾が「望ましい」というものが多くて、本当にご苦労の跡がみえるという感じだが、その他にも、「考えられる」とか「有益である」とか「検討すべき」みたいなものがあるが、指針案41ページ目の3.6.2.2の「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」というのは、その他の特別委員会の「望ましい」というよりは、もう少し、「検討すべき」とか、取引によってかなり充実すべき開示内容が違ふと思ひるので、例示的な表現ぶりにしたほうがよろしいのではないかと思ひ。

【青委員】 まず指針案4ページ目の定義におけるMBOと支配株主による従属会社の買収の対象となる取引類型について、TOBを行わずに一発でキャッシュアウトするケースであるとか、対象会社自身が自社株TOBを行った後、少数株主をスクイズ・アウトするケースも時々あるので、そういった取引類型も基本的には今書いている取引類型と同じような発想の手当てが必要であることについてどこかで言及していただくとよいと思ひる。

脚注8について、エージェンシー問題と利益相反の2つの話を書きいただいているが、本指針でMBOと支配株主による従属会社の買収の課題とされている利益相反を中心に位置づけるほうがより明確になると思うので、エージェンシー問題については触れない形でここは趣旨が伝わるのではないかと考える。

指針案10ページ目について、MBOの意義を様々書きいただいているが、MBOが行われる場合、基本的には一般株主を排除するという形になるので、十分に積極的な意味合いがあるときにMBOが実施されるべきであるということを書きいただくのがよいと考える。

指針案12ページ目について、2.2.1にある「(a)M&Aを行わなくても実現可能な価値」はかなりの幅があるところなので、本来的にはM&Aを行う前に既存の経営者が対象会社における「(a)M&Aを行わなくても実現可能な価値」を精いっぱい高めておくということが求められており、このことがしっかりと平時から実行されることが重要であるということに記載しておくのがよいのではないかと考える。

指針案13ページ目の企業価値の向上という第1原則について、企業価値を「十分に」向上させるということを書きいただいたほうが適切ではないかと考える。対抗提案がされた場合に、企業価値の向上という言葉を用いることでよい対抗提案まで排除することのないようにすることが重要と考えるので、企業価値の向上という言葉がきちんとした対抗提案を排除するような形にならないように配慮した表現にすることが必要ではないかと考える。

指針案20ページ目の特別委員会の委員の独立性に関して、M&A後の処遇が定まっていない役職員もいるケースがあるが、それらの役職員に独立性があるとするについては慎重に考える必要があると思うので、その点についても言及してよいのではないかと考える。

指針案21ページ目の監査等委員会設置会社の監査等委員の位置づけについては、監査等委員も基本的には社外取締役と位置づけられているところなので、ほかの機関設計における社外取締役と同様に考えるのが基本的なところであるという筋は外さないようにしていただくことが適切ではないかと考える。監査等委員会設置会社の監査等委員の実際の人選がほかの機関設計における社外取締役とは異なるタイプの人を選んでいるということであればそれは個別の能力の判断で是非を考えるべきことであり、監査等委員も基本的には社外取締役として位置づけるのが適切ではないかと考える。

特別委員会が今回の指針における公正性担保措置の一番の肝になっていると思うが、指針案23ページ目の3.2.4.3の特別委員会の委員の選定プロセスについて、実際に交渉するかは

別として、対象会社の独立社外取締役ができる限り主体性を持つ、きちんと判断をするということが大事だと思うので、受け身となることのないように、「実質的に判断する」という表現だとか、可能であれば「主体的に関与することが望ましい」などという形で、もう少し関与の仕方について強調する形のほうがよいのではないかと考える。

指針案28ページ目の財務予測については、財務予測の出し方にはかなり差が生じうるるので、やはり第三者の目できちんと財務予測自体についても何らかの確認をすることが重要であるということを書いていただくのがよいのではないかと考える。

脚注44について、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出してしまうと買収者が自らの手の内をさらすことになるとして、情報を出すことの問題点が書かれているが、3.6.2.1の「特別委員会に関する情報」のところで書いていただいているように、特別委員会にだけそれらの情報を開示するといったアレンジも考えられるという整理をいただいているので、その整理と関連づける記載にさせていただくのが適切ではないかと考える。

また全体的なところとして、上場子会社の完全子会社化について利益相反性が強いということが昨今方々で指摘されているところでもある。グループ全体としての企業価値向上や資本効率性の観点から、上場子会社として維持することが最適でない場合には、上場子会社についてはできる限り他社への売却や完全子会社化していくということが重要と考えるが、完全子会社化を行う場合には、手続において上場子会社の少数株主がないがしろにされる形になるということ自体が上場子会社のガバナンスとして問題だと思うので、上場子会社の少数株主に十分に配慮しながら、指針の内容について検討を進めていくことが重要ではないかと考える。

【三瓶委員】 研究会が始まった当初、特別委員会の機能発揮については期待していない、信頼していないと申し上げたが、結果的には、特別委員会の在り方、役割、どういう人選が必要かということ非常に丁寧に議論していただいたので、その期待値が詳しく書かれている。したがって、今は、それをきちんと実行できるなら、これは期待できている。そこで非常に大事になってくるのは、特別委員会がどのように実際に役割を果たしているかということの開示であると思う。そこでコメントさせていただく前に、日本の市場の実態に関するデータがちょうどタイムリーにクレディ・スイス証券から最近出たので、これをご紹介したいと思う。ユニバースとしては、全上場企業の中で時価総額100億円以

上の発行体側と保有側のペア3,557件を対象にした調査である。上場の親会社、子会社の話に関連して、まず、企業株主を持たない会社のキャッシュフロー投下資本収益率は6.1%である。これはキャッシュ・ベースの計算なので通常の会計上のROICと違って、数字が低目に出る傾向がある。一方で、50%以上を支配する企業株主がいる上場子会社のCF投下資本収益率は4.4%で、著しく低い。さらに、そういった上場子会社を支配している親会社のCF投下資本収益率は3.2%である。ここに、今ここで議論している市場の効率性が悪いことが経済全体の足かせになっている可能性があるということの問題の証左として表れている。これを解消していくことはよいことだと思うが、解消していくときにフェアなやり方でやっていただきたいということだと思う。

そこで、まず1つ目だが、指針案8ページ目の脚注9では、表面的に米国や英国と並ぶ水準の支配プレミアムを払っているとなっているが、今のような状況下では、例えば先ほどの上場子会社について30%のプレミアムを払って買収したとしても、そのバリュエーションはそういった親会社がない会社にほど遠く、届かない。30%のプレミアムつけても、まだ30%足りないという状況である。なので、ここにこのような脚注を入れることにはどういう意味があるのだろうか少し違和感がある。

また、指針案39ページ目または41ページ目の辺りに情報開示について記載があるが、例えば指針案41ページ目の脚注70で株式対価のコメントが書いてある。先ほど申し上げたような今の状況からすると、株式対価だったら財務予測の具体的な数値の開示はしなくてよいのかというと、これはそういうことではない。というのは、株式対価であるから、最終的なその株式を株式交換で受け取って、その後一定のシナジーを享受できるのだから、財務予測の具体的な数値の開示までしなくてよいだろうということかもしれないが、先ほど申し上げたように、そもそも親会社のほうが投下資本収益率が低い状況である。そんなところに任せたらろくなことにならないと考えるのが通常である。したがって、合理的な投資家が何をするかということ、株式対価で株式を受け取った場合には、そこで現金化する。もともと期待しないわけだからである。ということは、ここで大事なものは株式交換の比率になるので、これは現金でどういった買収プレミアムをつけるかということと全く同じポイントで、その交換比率に焦点が当たるということである。そのため、その交換比率を算出したときの財務予測の具体的な数値の前提は同様に必要になる。

また、その下にある脚注71について、割引率の計算や類似会社の選定は外部者でも可能であるから必要ないというのは、文章として理由がよく分からない。外部者はもちろん自分

でこうあるべきだろうというふうに試算をするが、それをもって、なぜこんな算出根拠になっているのであろうかと比較するわけで、それを出してもらわないと比較検証はできないので、この脚注は若干不可解だというところがある。

監査等委員会委員である社外取締役の適格性について、私は、これは適格としてよいのだと思っている。既にご説明があったが、監査等委員として、また社外取締役として利益相反性は常に観点にあってみているはずである。そういうことからすると、わざわざそこについて疑義を唱える必要はなかろうというのがある。

それと指針案24ページ目、特別委員会に対して取引を拒絶する権限を与えるかどうかについて、確かにこの表現というのは非常に強くみえる。取引を拒絶する権限を与えるということは、取締役会で議論されたときに、取締役会は自動的にストップしなければいけないということなのかどうか、となると、取締役会で議論することの意味は何かということ、指針案26ページ目にもう少しそれが書いてあるが、ここは通常取締役会の議案と同様に審議をして、そこで明らかに特別委員会としての結論を伝えるのであろう。そこで、これは賛同しかねると、問題点がこういうところにあるということを確認に述べるのであって、そうすると、通常は、先ほど他の委員がおっしゃっていたが、そこで無理やり突破して、それでもこのディールはこのまま成立させるというふうにはならないのだと思う。もう一回差し戻しということになるのだと思う。ただ、それがまれに、そういうことがない、多数決で決めてしまうような取締役会もある。そういうことからすると、一つの手は、特別委員会がこれについてはそのまま続行すべきではないといったにもかかわらず、多数決が何かで、きちんとした審議がなく、説得力のない形で突破してしまった場合には、特別委員会にその議事の内容、また特別委員会の提出した内容について、事後的でもよいので開示させるというような権限があったらよいだろうと思う。

また、指針案7ページ目、2.1.1の「両取引の意義で考え方が説明されているが、少しひっかかったのは上から2つ目のパラグラフの3行目、「大胆な構造転換を伴う『選択と集中』等が実現しやくなる」という記載である。この「選択と集中」という言葉は、私からすると時代遅れの言葉だと思っている。というのは、M&Aの話において、今や色々な企業が、異業種に参入していくということがものすごく大事になっており、「選択と集中」と昔から言われていたこととは少し違う動きが重視されてきているので、少しどうなのかと思う。

「選択と集中」の代わりに「事業モデルの再構築」とか、もう少しさらっと書いたほうがよいと思う。

【児玉委員】今までずっと実業界の立場を代弁するという役割に徹してこの委員会で発言してきたつもりであるが、その一方で、グローバルな視点で考えたとき、今回のテーマは日本として今何らかのメッセージを世界に向けて発信しなければならないということも十分理解しており、その意味で、どういう方向で集約していいのか、との関心を持っていた。特別委員会をハイライトして、グローバルにも対応できるような、評価されるような、かつ、同時に日本のある種の特殊性にも配慮した形で、事務局の方々を中心にまとめていただけたこと、これは本当に素晴らしく、短期間で本当に良くぞここまでおやりになったなと思っている。

人材という側面から、先ほど来議論のあった指針案26ページ目の報酬の部分、また、それに関連していると思うが、指針案24ページ目、今、三瓶委員からもお話があったright to say noについて申し上げる。社外取締役を採用する判断の一つとして、本研究会でこういう方向が出てきたからということによって、それをファクターとして社外取締役を選出していくということまでにたどり着くには相当時間がかかると思う。社外取締役に入ってもらった最大の眼目というのは、ビジネスオリエンテッドな視点がやはり今後とも強いだろろうと考えている。そういう前提でお話をさせていただくと、報酬の部分だが、こういった特別委員会のようなところでかなり集中的に作業が発生する部分についての報酬は、これまで含めた上で社外取締役の報酬に対応しているという企業は今後少ないだろろうと思うので、おそらくこれは別枠での報酬がないと、実態として、人材として機能しないのではないかと思う。それに関連して人材という意味からいうと、表現としては取引を拒絶する権限まで特別委員会に与えるということはかなり難しいと思う。なので、やはり別枠の報酬は要るし、権限をそこまで与えるということには、正直いって、実務の先生方のおっしゃることと全く同感だが、別の側面から、これはそこまで言い切ってしまうのはかなり難しいということを感じている。

実業界の立場から申し上げますと、完全子会社化することに対してあまり阻害要因になることについては懸念を持っている。そういう意味からすると、個別に本当に事務局の方でよく反映してもらい、まず指針案3ページ目の1.3の「本指針の位置付け」で、ずっと私は少し全体として重たい、将来に不安があるということを漠然と申し上げていたが、ベストプラクティスだということで、これが全て必要ではないということ念を押していただけており、これは大変実業界としてはありがたい部分だと感じている。同じく、指針7ページ

目について、「両取引の意義」であるが、こちらでも、基本としては、完全子会社化に関して、グループとして企業価値の最大化を図るための有効な手段であると指摘されているというようなことも言及していただいております、配慮いただいているということは評価させていただきたいと思う。なお、思いついたところで、先ほど、指針案3ページ目の「選択と集中」、言葉が古いというご指摘があったが、1つアイデアとして申し上げると、「機動的なポートフォリオの転換」という言葉を私はよく外で申し上げている。IoTを中心とした世界では、今はいろんな切ったり張ったりをするものも含めて、しかも機動的に、短時間でやらなければいけないという意味で、そういう表現も1つご参考になればと思う。

最後に、よくまとめてくださったと思ったのは、指針案17ページ目と36ページ目の両方だが、企業価値増加に対する阻害効果というところにご配慮いただき、指針案17ページ目では企業価値の増加の阻害効果に対する言及、それから、それに対応して、そういった案件等も含めて指針案36ページ目の3.4.5のところでは、最後のパラグラフ、情報提供に関して、そういった阻害効果を与えるような真摯ではないようなケースも念頭にいただき、情報提供について、段階的なやり方についても言及していただいたというところの努力は大変感謝したいと思っている。

【井上（光）委員】

本研究会の最初の議論から、国際比較で見劣りしない少数株主保護を打ち出す一つのきっかけになればという趣旨があると理解しているが、かなりそうした趣旨に沿った指針になっているのではないかと考える。

今回の指針が全体として、他国、特に比較対象となる米国、英国、EUの買収指針等と比較して、どういう位置づけになっているのか。そうしたことのスタディはやはりしておくべきではないかと思う。単純に公正担保措置の有無を○×で比較するのはよくないというご批判もあるかもしれないが、やはりそういう見方は海外からされることは十分予測される。今回の指針案は、例えばMOMやマーケット・チェックを実施条件として要求するのではなく、場合によってはそうした措置の代替的機能を特別委員会がしっかり果たしていくということになっていると思うので、そういうところの説明は指針の中でもしっかりしていかないと、指針が外に出たときに大幅に見劣りする懸念があり、そうした見方をされることは我々として非常に心苦しいので、やはり英米や欧州と実質的に見劣りしないという点をしっかりと担保していく、国際比較の視点でしっかり日本の市場は、少数株主保

護のベスト・プラクティスによって一般外部株主をきちんと守っている、欧米の基準に比較してもそこから大きく離れていないということを見せることに対しては非常に努力が必要ではないかと考えている。ぜひそういうことをしていただければと思う。

2点目はあまり大きな話ではなく、他の委員も何名か触れられているが、指針案13ページ目のM&Aを行う上での尊重されるべき原則の第1原則と第2原則があり、原則1は企業価値の向上ということで、これはずっとこうしたものではよく触れられているが、ある意味で、私からすると、もちろんそうではあるのだが、精神条項だと思っている。これに対して、原則2がやはり今回の最大のテーマであり、原則1はある意味で前提となりながらも、原則2に特にフォーカスしているのだということが、先ほどのご発言もあった点だが、もう少し前に出てもよいのではないかと考えている。

最後に、情報開示について何人かの委員からご発言があって、特に三瓶委員から、脚注70で東証の現状の開示との乖離について、むしろこれでよいのではないかというお話があったが、私も、今回はベストプラクティスということでいうと三瓶委員のご発言に強く同意できる。そもそも企業価値の向上やシナジー価値については、あまりデータとしては今回の指針の中で明確には求めていないと理解している。なぜかという、第三者評価などのベースの財務予測というのは、基本的に多くの場合シナジーの部分は明示的に反映されていない。すなわち、スタンドアロンバリュエーションなのであり、この指針でいうと、M&Aを行わなくても実現可能な価値の確認のための財務予測であるということになっていると考えている。そうすると、やはり子会社またはMBO対象会社単独でも実現可能な価値の適正価値を算定可能な状態にするための開示がベストプラクティスで求められるべきだと思っており、その意味でいうと、ここについて、東証の現状の開示規定との間では差があるが、この指針はむしろベストプラクティスとしては現金対価でも、株式対価の場合でも両方で分け隔てなく財務予測は開示されるべきではないかと考える。シナジーの分配などの議論は先ほど三瓶委員がおっしゃっていたが、そこはここで要求している開示内容には実はあまり関係なくて、そもそもターゲット企業の単独としての価値を外部からきちんと容易に計測可能な状況にすることが重要である。現状では少なくともシナジーを反映しなさいとは書いていないので、そこでできる最大限のことは、実は対象会社の単独での価値、M&Aを行わなくても実現可能な価値をきちんと確認できる情報提供をしましょうということなので、ここはやはりこのベストプラクティスにおいて非常に重要なところではないかと考えている。

私自身の理解では、M&Aにおいて公平性が問題となる本質は、情報の非対称性であり、買い手側が情報の非対称性を利用して安く買うタイミングがあるときに、そのタイミングを利用して買うということを考えている。東証の開示要請をみると、両方とも上場会社で市場株価があるのだから、著しく不利な価格では取引はされないだろうと書いてあるが、実は市場において株価が一時的にミスプライシングになるという事例があることは十分実証されているわけであり、情報の非対称性と買い手側のオポチュニスティック（機会主義的）な行動を考えると、そうしたタイミングにM&Aが行われるのが懸念される場所である。そういった懸念に対する一般株主の保護を考えると、ここはやはりしっかりと開示されるべきところかと思っており、先ほど、お二人の委員から、記載の文末について、望ましいか、検討に値するか、どちらが良いかというお話があったが、私としてはここは、必ずしも重要性で劣位する部分ではなくて、やはり書き方としては望ましいと書くべきレベルの話なのではないかと思う。シナジーの多寡は分からなくとも、せめて市場株価が大きくミスプライシングになっていない、今の株価について確認する情報はしっかり開示しましょうという意味でいうと必要不可欠な情報であるためである。東証としては、効率的市場において市場株価は常に正しいという立場かもしれないのでなかなかミスプライシングの可能性を踏まえた開示要請になっていないのかもしれない。しかし、ベストプラクティスの指針としては、ミスプライシングを利用した機会主義的な行動が行われる可能性があるという意味でいうと、やはり開示要請の書き方としては「望ましい」なのではないかと思っている。

同じ趣旨で、田中委員もおっしゃっていたが、脚注71は私も非常に違和感をもっており、やはりしっかりと開示対象になるべきではないかと思うので、脚注71の表現は私も少し違和感がある注になっている。ファイナンス研究者の立場からいうと、しっかりとした情報開示が一番、全ての公正担保措置に対する規律付けの効果を持つと思っているので、小さい問題ではないと思っており、ここはぜひ今回のベストプラクティスの中で、現状の開示基準よりも上がるかもしれないが、しっかりと開示を要請すべき重要な部分と思っている。

【田中委員】 それぞれの意見も取り入れられていると思う。例えば子会社の完全子会社化について、MBOとは異なるというような意見も脚注10などを中心に取り入れられている。その一方で、現実的に親子会社間の取引においては、各当事会社の取締役が自社の株主のために交渉し、そして各会社の株主はそれが自社の利益になるとき、つまり、自分の利益

になるときだけ買収に賛成するという前提が必ずしも成り立っていない。特に親会社は子会社において支配しているわけで、買収条件が子会社にとって有利であるという場合だけ買収に賛成するという前提条件が成り立っていないので、利益相反があることは否定できないと思う。この点に関しては、ジュピターテレコム事件最高裁決定に代表されるように、判例でも明確に認められているので、現在あるこの指針案以上に、完全子会社化について利益相反がないとか、あるいは乏しいというような言い方をすると、判例自体を批判して、別途の論理を構築しなければならないくらいの話になると思っている。現在でも、実務的なご意見に充分配慮した形になっていると私は認識している。

意見が分かれたところについて申し上げる。まず、指針案24ページ目の「取引を拒絶する権限」について、これは確かに少し強烈に感じられるかもしれないが、このフレーズ自体は、米国デラウェア州の判例法理によって特別委員会が実効的に機能したというためには、この取引を拒絶する権限があることが必要という判示がされて以来、グローバルといっぺよいかどうかは分からないが、世界的にみれば、かなりなじみのあるフレーズでないかと思う。なので、グローバルスタンダードに配慮するという言い方を私はあまり使いたくはないが、この表現があるということ自体は、私はそれほど違和感をもっていない。石綿委員、玉井委員からご指摘があったような実務の状況、つまり、フォーマルにこういう権限を付与していなくても、実際は特別委員会の反対を押し切って取引を行うということはまずないという状況があるということはおそらくそのとおりなのだと思うが、もしそうだとすれば、このような「取引を拒絶する権限」という言い方をしても、実質的には実務においてそれほど大きな違いをもたらさないということになるのではないかと思う。どうしてもこの表現がいきなり卒然と出てくることに違和感があるとすれば、これも既にご意見あったかもしれないが、取引をするかどうかを選択する実質的な判断権（いわゆる取引拒絶権限）というような言い方をするのはいかがかと考えている。

2点目はマーケット・チェックに関することである。Sneider委員からご指摘もあったが、私も、実効的なマーケット・チェックが有効で、かつ、日本においてまだ改善の余地があると考えているので、この指針案34ページ目の「積極的なマーケット・チェックの方が」という部分は「より有効に機能する」という文言を私は推したいと思う。一方において、研究会で積極的なマーケット・チェックの問題点の指摘もあったので、その点については脚注55で指摘するというところでよいかと思う。ただ、この点について、Sneider委員からのご意見も伺って考えたが、まず1つは、「我が国」という言い方はしないほうがよいと思

う。特にここで書かれている①は、事務局のほうで非常に苦心して、実質的な理由を書いていたのだと思う。以前はここはもう少し簡単だったと思うが、しっかり書いていただいていたと思っていて、これは別に我が国に特有の問題ではない、どこの国であっても考えなければならない問題のはずなので、我が国を堂々と外して、こういう理由からの反対論もあったのだということを書けばよいと思う。問題は③だが、ここは何か我が国の固有の事情が書かれているようにも見える。これについて少し今考えたところでは、③は、すっきりと「取引保護条項がない状態での間接的マーケット・チェックも十分有効にし得ること」、これだけにするというのはどうか。我が国の法制度は、もともとこの研究会自体が、法律上の義務はともかくとして、ベストプラクティスを考えていこうということでやっているの、そのときに我が国の法制度はこうなっていると、あるいは不明確性があるからどうこうという、やはり、特に外国の機関投資家からは言い訳がましくみられてしまうのではないかと思う。③で言っているのは、要するに間接的なマーケット・チェックで特に取引保護条項がなければよいのだという考え方だと思う。私は必ずしもそういう考え方に同意できないが、そういう意見が出たことは確かなので、それを書けばよいのではないか。その上で、Sneider委員が以前からおっしゃっていた積極的マーケット・チェックをするのであれば、その結果、結ばれる契約について一定の取引保護条項は入れてよいであろうというのは、これは積極的マーケット・チェックをむしろ支持する議論の中で、脚注ではっきりそういう意見が出されたと書けばよいのではないかと思う。これで研究会の意見は全部集約したことになるし、少し言い訳がましい文章を書かなくても済むので、ぜひそのような形でご検討いただければと思う。

指針案41ページ目の株式価値算定書について、私も井上先生と同意見で、ここに書かれた開示事項に関してはやはり「望ましい」という言葉を使ってもよいのではないかと思う。ここに書かれていることは、いやしくも株式価値算定書やフェアネス・オピニオンをつくる以上は当然考慮していなければならないことかと思うので、これを開示することに大きな負担があるとは私には思えない。欲をいえば、この中にさらに非事業用資産についての考え方も加えていただければさらによいと思う。これは私が知っている事件で、実際に株主がそのことを理由に取引に異議を述べているというものがあつたので、あつてもよいのではないかと思う。それから、このことに限らないが、実際の事件ではやはり開示しないことで反対株主から突っ込まれるということが相次いでいるように思うので、紛争の防止という観点からも開示しておいたほうがよいこともあるのではないかという気がして

いる。

それから、先ほど来出てきた脚注71だが、私もここは三瓶委員と同じで、外部者ももちろん割引率の計算や類似会社の選定はできるのだが、自分でやったことと、算定書になぜそれが生じているかについて知るためには、やはりこの点についての開示をすることが重要ではないかと思う。そのため、ここについては、もしこの記述を残すのであれば、今申し上げたような指摘もあったという両論併記的な形にしていただくのがよいかと思う。

それから、その前の脚注70自体は、株式対価の場合にフリー・キャッシュフロー予測の開示は必要ないという趣旨ではなくて、現在の取引所規則だと開示が必要ないことになっているが、本文で述べているように、取引所規則で要求されている以上の開示をすることが望まれる分野ということでこれを挙げているという趣旨だと伺ったので、現在私はここには違和感を持っていない。ただ、もし今いったような趣旨であれば、脚注70の後に、要求されていないが、株主への十分な情報提供という観点からはこの点について開示することは考えられるというような文言を足すと誤解がないのではないかと思う。

最後に、監査等委員は社外取締役なので、社外取締役として特別委員会の委員になれると思う。

また、私も、特別委員会の委員の負担は非常に大きいので、報酬については別途契約して払ったほうがよいと考えている。

【武井委員】 まず、指針案4ページ目のMBOの定義について。これは後でも触れるが、現金対価のことを想定していると思うので、現金対価という言葉を入れたほうがよいと思う。2点目が、指針案20ページ目で、独立性の話がここに書いてあり、独立性の意味は、買収者からの独立性と買収取引自体に対する独立性があるのだが、この独立性の考え方は、指針案27ページ目以降にも出てくる他の独立性と書いてある箇所にも広く考えが適用されるのだということを書いたほうがよいと思う。

また、M&Aからの独立性とは、おそらく、M&Aの成否からの独立性というイメージかと思っており、M&Aからの独立性という文言は少し抽象的かと思うので、例えば典型的には、その取引を成功することによって、成功報酬などの経済的便益を受けるといった例も含めて書いたほうがよいと思う。また今の皆さんの話を聞いていると、成否の「否」のほう、やらないほうが得するという逆の意味での利害関係がもしかしたらあるのかとも思う。M&A取引の成否からの独立性とした上で、その具体例も脚注などで書いたほうがよいと思う。

3点目が、監査等委員は、私も、何の問題もなく同じだと考える。もともと手続の公正性、つまり手続がきちんとできているかどうかという公正性をみることがこの公正な価格に繋がるわけであり、監査の担当役員は手続の公正性は全然みられるので、監査の担当役員であるからといって何ら差異を設けるべきではないと思う。

4点目が、指針案23ページ目で、皆さんもおっしゃっているように、今回、特別委員会の特に社外取締役の方を含めた社外役員の方の負担が重くなるのだが、社外役員の方がコンサバに走る懸念はやはりこれによって増えるのだと思う。理論的には、会社法429条による責任追及はあり得る立場になる人は結構コンサバな対応をしかねないこともある。そこで、しかるべきプロセスを経て善管注意義務を果たしていれば、社外役員の方に不当な責任は生じないという、コンフォートな言葉もあったほうがよいと思う。

5点目が、指針案28ページ目の法務アドバイザーの箇所について。先ほどの独立性の定義を明確に書くことで、ここでいっているのはあくまでも買収者からの独立性と買収取引の成否からの独立性なので、別に日ごろから対象会社、特に完全子会社化の場合の上場子会社の法律顧問をやっている顧問事務所が、およそ独立性が否定されるということにはならないと思う。買収者からの独立性と買収取引からの独立性があるのであれば、対象会社の顧問弁護士も別に法務アドバイザーの独立性を否定されないと思うので、対象会社の顧問弁護士はだめだという記載は書くべきではないと思う。

6点目が、指針案34ページ目の積極的なマーケット・チェックの脚注55について。ここに加筆するとしたら、指針案36ページ目の真ん中の箇所に、買収の意向を示すことに対してきちんとコミットメントがあるということに関する厳格な規制がないという記載があるが、この文章をむしろ脚注に加筆するとよいと思う。3.4.5にあるが、真に買収する意思がない買収提案に対する厳格な規制がないという文章は脚注55の例としてここにも妥当だと思う。

また、積極的なマーケット・チェックで、それぞれの方法によるという点であるが、指針案34ページ目の「適切な方法を検討する」が、もし積極的なマーケット・チェックだけを指しているのであればその要否を検討することになるし、間接と両方指しているのであれば適切な方法のままでよいと思うが、この文章は少し分かりづらいと思った。

最後、これが一番大きな点だが、指針案41ページ目の開示の箇所について。a) b) c)のDCF法による算定の前提としたフリー・キャッシュフロー予測をおよそ開示しなければいけないのか。今の脚注70にある「市場株価と比較し従属会社の株主にとって著しく不利

な場合を除き」という要件を変えるという話にまでなるのかどうか。これまでの議論は、MBOでは現金対価、完全子会社化でも現金対価を前提とした議論が多かったが、完全子会社化における株式対価については、どこが同じでどこが違うのかについて、これまで実はそこまで議論を深くしてこなかったように思う。完全子会社化の株対価の場合にも、このDCF法におけるフリー・キャッシュフロー予測をおよそ開示しなければいけないというのは相当大きなインパクトで、これについて私は慎重に考えるべきではないかと思う。理由のひとつが、ここでいっているDCFのフリー・キャッシュフロー予測なるものが、完全子会社化の株式対価でやるときに、対象会社だけの話をしているのか、買収者の話まで必要なのかで、もし買収者側についてまでおよそDCF法による株式価値算定額とかフリー・キャッシュフロー予測を外に開示しろということであれば、これはかなり大きな話である。上場を維持している状態で、その上場している株に関してDCF法での株式価値算定額とかフリー・キャッシュフロー予測まで開示していないわけで、それを強制するというのはかなり大きな話になると思う。株対価の場合、株の交換比率の話である。しかも株式保有を通じたシナジー分配がなされるわけで、対象会社の株を現金で買ってこの段階でシナジーを払わなければいけないということとは異なる。株の交換は、基本的には市場価格同士の比較によって対象会社の株主がその支配株主の株をもらうことでシナジーにアクセスしているという根本の構造が違う面がある。それなのに現行の「市場株価と比較して著しく不利な場合だけ」という取扱いを変えてまで、およそ対象会社側も買収者側もDCF法での株式価値評価額とフリー・キャッシュフローを開示しろというのは、取引に対する阻害効果が強いように思う。情報の有益性は分かるのだが、完全子会社化の株対価の場合におよそDCF法のフリー・キャッシュフローを全部出せというところまでいくというのは違和感がある。しかも、その開示も外への開示なのか裁判上の開示なのかという段階もあって、別に裁判上の開示という手段もあり得る。株対価の場合に関しては、a) b) c) については強制的な文言は記載すべきではないと思う。

【加藤委員】簡潔に、1点目は買収対価の種類について、既に何名かの委員からもご意見があったが、指針案5ページ目の定義では、支配株主による従属会社の買収については、買収の対価が現金である場合と、その支配株主の株式である場合は両方含まれるとしているわけである。しかし、その後の記述で、これは意図的だと思うが、買収対価の種類についての言及は先ほど来問題になっている脚注

70のところまでない。少なくとも一般株主の立場からすれば、対価の種類は結局その価値の問題であって、種類は変わらないということだと思うが、その点を例えば10ページ以下の「買収対価に関する基本的整理」のところで書いたほうがよいのではないかという気がする。

2点目は脚注8の、今、別の研究会で取り組んでいる「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」との整合性を考えたほうがよいと思うが、ご議論を伺っていると、いわば親子上場には利益相反関係があるからその解消を妨げないほうがよい、つまり、解消させようという方向での整合性をとろうとする形と、もしくは、現状では利益相反の問題があるから、よりそれが深刻化するであろうその最後の取引の場合にはより公正な手続が必要だという方向でのバランスの取り方もあって、私は後者のほうに少し傾く。要は、脚注8だけで引用すると少しよくない気がしたので、もし可能であれば、例えば特別委員会の冒頭のあたりでも、例えば脚注35でも既に引用はされているのだが、例えば脚注26あたりでも利益相反があると指摘があるような形で引用すると、その2つの報告書の関係も明確になるのではないかという気がする。

以上