

# 公正な M&A の在り方に関する研究会

## 第 7 回 議事要旨

1. 日時：平成 31 年 4 月 19 日（金）9 時 30 分～11 時 30 分
2. 場所：経済産業省本館 17 階第 1 特別会議室
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、北後委員、川藤様（山田委員代理）、井上課長、竹林参事官  
（欠席：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 2（公正な M&A の在り方に関する指針（案））について説明（その中で、善管注意義務違反の有無等に関する記載は、会社法等の解釈を示すものではなく、本研究会における議論の結果を示すものであると補足）を行った。その後、討議を行い、指針案の最終的な取りまとめとその公表時期について座長一任となった。討議の概要は以下のとおり。

【北後委員】アセットオーナー・公的年金として、フィデューシャリーデューティーを踏まえ、受給者を代表して、株主利益に最も優先順位を置いてこれまで意見を述べさせていただいてきた。この場で、特に弁護士先生からあまりに抵抗が大きく、正直驚いた。とはいえ、全体的に見れば、私が前回申し上げたことが反映されている部分もあり感謝する。例えば指針案 27 ページ 3.2.4.7、特別委員会の委員の報酬について、私は前回、特別な報酬など払うべきではないというような話をさせていただいたが、ケチケチするなとか、社外取締役の「なり手」がいなくなるとか、特に弁護士先生方からいろいろご意見もあった。本末転倒な反論ばかりであって、私が意図していたところは、上場会社の社外取締役を引き受けるに当たって、どんな会社であっても、こういう親会社との利益相反の問題の担当をする立場になる可能性はあるので、最初からこれは職責に含まれているものだというこ

とである。別途報酬を払った方がよいというお気持ちは分かる。おそらく契約する際には、こんなことは起きないだろうというくらいの報酬で契約をしているのではないかと思うが、そこは契約をした先生方の責任であり、交渉事が得意な弁護士先生方からこのようなご意見が出るという日本の実態に、驚いた。今後は是正するなりして、もちろん残業代というような考え方もあるとは思うが、普通の会社の偉い人に残業代はないので、そういったつもりでもやっていただければと思う。その点、この指針案45ページ「おわりに」において、きちんと社外役員の職務に含まれていると書いてある。これは株主としては非常に安心感があるというか、当たり前だろうという文章である。強いて言わせていただくと、最後のセンテンス、「我が国におけるM&Aが健全な形で」となっているが、少しプラスする形で、「国際的にもオープンになり」というような言葉も入れていただきたい。今、海外投資家に頼らなければいけない部分がたくさんあるが、そんな中で、海外投資家が少しここはおかしいのではないかと思うような点が非常にたくさんあることも踏まえて、今まで議論いただいてきたので、国際的にも通用するような資本市場になっていただきたいと思う。

指針案27、28ページ3.2.5もよろしいかと思うし、指針案33ページ3.3.2.3もおおよそ事情が分かったのでよろしいかと思うが、つけ足しさせていただければ、第三者評価機関が成功報酬をもらう立場であることは、指針案21ページ脚注37で特別委員会委員候補者が成功報酬を受領する場合は、M&Aの成否からの独立性に疑義を生じさせる例であるということも記載されているので、それもここで同じように通用するのではないかと思うので、財務アドバイザーと第三者評価機関が同一のケースが多いのは日本の特有の話ではないが、そういったこともある中で成功報酬をもらう立場にあることはきちんと書いていただいて、それが疑義を生じさせる例であるといったことも一言書いていただけるとよいと思う。それから指針案36ページ脚注74について、これを入れていただくことによって、できれば競合提案が来たときに取締役会が簡単に蹴ることのないことを本当に望んでいる。今の状態だと競合提案したいと海外投資家が来ても、いや、やめてくださいというようなことを簡単に言うような状況が多々あるので、これもしっかりワークすればよいと思う。

【別所委員】各種意見を、玉虫色にならない形でとりまとめをしていただいたのではないかと考えており、感謝している。3点ほどコメントさせていただく。まず1点目は指針案25ページ3.2.4.4、前回も議論になったいわゆる特別委員会における拒絶権の付与について、

結論的には今のような書きぶりでのよいのではないかと考えており、その背景・考えとして、諮問型がよいのか直接交渉型がよいのかという論点はもちろんあるが、そのタイプのどちらがよいのかというよりは、やはり日本のプラクティス、実情としての取締役の在り方、ないしは構成の成り立ちが考慮されるべきではないかと思う。すなわち、前回も他の委員からコメントがあったと思うが、デラウェア州においては、拒絶権も付与されているので、違和感がないのではないかというお話もあり、デラウェアの観点ではそのとおりだと思うが、やはり米国をはじめとする企業の実情は、大部分が社外取締役で構成されており、例示的にいうと9人のうち7人が社外取締役、CEOとCFOだけが社内者、その7人のうち特にファイナンスに詳しい人が特別委員会としてこういった議論を審議するという、取締役の中のサブコミッティというような成り立ちになっていることがアメリカなどは多いと思う。その観点においては、そういうサブコミッティとしての特別委員会が拒絶権ももって交渉するのは非常に自然だが、日本の場合、社外取締役のメンバーがまだ2人とか3人という状況なので、我々投資銀行の観点からは、そういう方たちに拒絶権まで与える形をデフォルトとするのは、今の日本の取締役会の在り方の進展度合いからは少し違和感があると思うので、結論的には今のような書きぶりでのよいのではないかと思う。

2点目、少し自分たちにも関係するが、指針案33ページ3.3.2.3、第三者評価機関・アドバイザーの独立性について、M&Aの成否に利害関係を有するかどうかという意味においては、投資銀行をはじめとするアドバイザーが成功報酬を頂戴することはプラクティスとしてある。そこに潜在的なリスクがあることはもちろん我々も否定をしないので、それに伴う情報開示等をしっかりすべきだが、成功報酬そのものも望ましくないということになると、そもそも報酬をもらうこと自体おかしいのではないかという極論に話がいつてしまうので、そのあたりの表現は、現状のように留意いただくことでよいのではないか。また、売り手側のアドバイザーが買収ファイナンスを提供する、いわゆるステーブルファイナンスも何度か議論に上っており、こちらも当然潜在的な利益相反があるが、現実の世界においては、ステーブルファイナンスが効用を持つ場合もある。すなわち、競合提案を考える人にそういったファイナンスが提供されている、準備されていることによって競合提案を出しやすくする、ないしはそれによって買収価格が上がっていくという効用もないわけではない。だから何でもやってよいのではないかということではないが、例えばこの書きぶりは、「やむを得ずこのような事態に至る場合には」という書き方で、仕方がないので、そういう独立性のない人を選びましたという書きぶりになっているが、もう少し清々と、

「合理的な必要性に基づいてこのような事態に至る場合には」というような、理由があってそういうことをしている場合にはという書き方でよいのではないかと思う。その理由や状況をしっかり開示することによって、一般株主に害をもたらさないようなセットアップを目指すのがよいのではないかと思う。

3点目は、やや細かいが、指針案42、43ページ3.6.2.2、算定書、フェアネス・オピニオンに関する情報開示について、予測キャッシュフロー期間以降の成長率というような書きぶりがある。すなわち、5年なら5年のフリー・キャッシュフローの後の価値をどうみるのかということ、非常に重要である。やや技術的な話になるが、その部分の価値は、成長率を伸ばして算定する場合もあれば、一定の倍率を乗じて算定する場合もあるので、「成長率」と限定するよりは、「成長率など継続価値の考え方」について開示を求めるといった表現のほうがよりフェアであり、ご覧になる株主にも資する情報になるのではないかと思う。

**【角田委員】** 別所委員がおっしゃった売り手の買収ファイナンスが効用をもつ場合とは、おそらくマーケット・チェックの有無と非常に密接にリンクすると思っており、例えば、我々が行うケースだと、未公開会社をオークションで売却する際に、売り手である株主の同意をとった上で、パッケージでファイナンスを買い手側に提供しますという、少なくとも売り手のFAからファイナンスをもらえるので、それ以上のレバレッジを前提として値段をつけられるという意味で値段を上げたり、競争を促進する効果がある。しかし、今回議論しているMBOや親子会社間取引で、マーケット・チェックやオークションをあまり前提としていない取引では成り立たないケースが多いのではないかと感じる。

**【神作委員】** 指針案25ページ脚注49について、実質はあまり問題ないと思うが、指針案18ページで、まず独立した特別委員会は、本来取締役期待される役割を補完するという記載がある。補完する機関であると述べながら、それにもかかわらず、取締役会が特別委員会にいわば丸投げするような形になっているのは、形式的に整合しないのではないかという気がする。もう少し具体的に申し上げると、脚注49では、どのような場合でもこうした決定が望ましい、あるいは会社法上適法というわけではないと思う。というのは、特別委員会がどのようなメンバーから構成されているかといったことにも依存すると思うし、少なくとも最低限のレビューを取締役会にするのではないか。特別委員会でどのような議

論をして、その結果どのような結論になったかということもみないで、取締役会が特別委員会の結論に盲目的に従うということはないではないかと思う。この点について、少し表現ぶりを修文する余地があるのではないかと感じた。

【藤田委員】今回提示いただいた指針案は、基本的にこの方向性でよいのだと思う。少し前までの版では気になる表現がいろいろあったが、そういうものはほとんどなくなって、完成形に近づいていると思う。そういう中で、1点だけ特に気になった点についてコメントする。表現だけの問題かもしれないが、指針案10ページ2.1.3で、新たに両取引、つまりMBOと支配株主による従属会社の買収との違いを記載している。こういう議論は確かにあったし、両取引は違うという強い意見も出たので、ここで書いてあることそのものに強い違和感があるわけではない。しかし、書き方として最初の段落の末尾に、「このように、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も同一ではないと考えられる」と力強く言った上で、次の段落では少し反論的なことを、こういう指摘もあるという形で記載されている。これだと、全然違うと強く言った上で、異論もあったと書いていることになるが、それではその後の記述と上手く整合していかないと思う。MBOと支配株主による従属会社の買収には違いはある、だけれども、その違いゆえに後者は取り上げないという話ではないというのがこの指針の基本的なスタンスのはずで、指針案17ページ脚注26はそう書いてある。この2点で違いはあるが、だからといって公正な取引条件の実現を担保するための措置が必要であることは同じであるとはっきり記載されている。そういう意味では、先ほどの説明の後に結び的なものがないままにしまうと、つながりが悪くなる気がするので、そこを注意していただければと思う。

【石綿委員】

まず、指針案25ページ3.2.4.4の特別委員会の権限について、私が考えていたのは、基本的には、この指針が出れば、従前の特別委員会の実務は相当程度変容が求められることになると思っている。もっとも、特別委員会の「交渉」といってもいろいろな交渉があって、直接テーブルを挟んで、相手方と丁々発止の交渉をする場合もあれば、誰かを間に介して間接的な交渉を行うことも含まれる。例えば、FAが持ち帰ってきた結論を聞いて、それだったら我々としては賛成できないということで、もう一回相手に条件を出し直させる形

で交渉する、といったような間接的な交渉も、特別委員会の「交渉」といいうると考える。そのような場合も、取引に反対する権限を実質的に持っているといいうるわけであって、日本でも実質的にRight to Say Noがあるのだという議論をすればよいと個人的には思っている。従って、取引に反対する権限と書くのであれば、本文にも括弧書きなどで、実質的な意味での取引に反対する権限があればよいというように書いておけばよいのかと思う。それから、先ほどから財務アドバイザーの報酬について、成功報酬はだめだという意見が出てきているが、一言申し上げたいのは、確かに成功報酬が取引成立に向けた動機づけをする面があるのも事実だが、一方で、成功報酬はだめだと言ってしまうと、成功しようが失敗しようが、財務アドバイザーに対して高額なフィーを払わなければいけないという話になる可能性がある。つまり、案件が失敗して上手くいかなかったときもかなりの金額を払わなければいけないという話になる。仮にそうなったとしても、とにかく成功報酬はやめてくれという形で強く投資家の方々がお考えになられるのであれば、もちろんそういう政策判断もあるのかもしれないが、現状の実務において、財務アドバイザーに一定の成功報酬を容認してきた背景としては、取引が行われないのに多額なコストを会社に発生させたくないという会社側の思いもそれなりにあったわけであり、それを当然にだめだというような話にするのは、個人的にはまずいのではないかと思っている。なので、成功するかどうかで特別委員会の委員の報酬が大きく変わるのはおかしいという議論はさておき、財務アドバイザーについては、その辺りの実務感覚も踏まえた判断がなされるべきであるし、場合によっては特別委員会などがレビューすれば、成功報酬もあり得るといような政策判断もあるのではないかと思っている。

それから、財務アドバイザーが買収資金を支援するのが深刻な利害関係だと書いてあるが、ここも少し違和感があって、非常に情報管理が求められている中で、相見積をとって、他の人達と同等以上の経済条件が確保されるというような中で、かつ非常に関係当事者が入り乱れているようなときに、絶対に資金は外部の人から調達しなければいけないという形にまでする必要はあるのか、疑問なしとしない。それは個別の状況判断というか、他の関係当事者のリテンションの状況など、条件が客観的にみて公正性が担保されているかなどをみてある程度柔軟性を残しておくような記載があってもよいのではないかと思う。

それから、指針案29ページ脚注56について、おそらくこの問題は究極的には独立性があるかという話である気がしているが、世の中の的に法律顧問という表現は極めて多義的に使われており、初めて相談を受けたときもプレスで法律顧問と書くというような慣行もある。

なので、顧問契約があるから直ちに云々というよりは、独立性がないようなリーガルアドバイザーを使ったらだめだという、むしろそういう観点での記載にしたほうがよいのではないかと思っている。

細かいことをいくつか申し上げたが、全体としては、多様なベクトルの意見が上手く取りまとめられており感謝する。

【角田委員】石綿委員がおっしゃった1点目と2点目、結論は賛成だが、1点目について、第三者間のM&Aを欧米でやると、社外取締役の方と面と向かって、その場で値段を交渉することにはやはりならなくて、FA経由で値段を出させていただいて、だめだと言われる。例えば、FAを通じて、ここまで上げろとか、エクスクルーシビティをくれるのだったらここまで上げるという形でやり取りが行われ、社外取締役の方とはあまり会うことはない。ただ、値段をお出しするとノーといわれて返ってきてしまう。上げろ、上げろといわれるのをFA経由で聞いているというのが実感かと思うので、石綿委員がおっしゃったとおりかと思う。

2つ目はFAの成功報酬で、逆にアセットオーナーの方にお伺いしたいのだが、例えば高く売れたらFAにもっと高く払うというような成功報酬のやり方もあるので、我々も特に対象会社側や売り手側につくときは、そのほうが気が楽でもある。そのように高く売れたら多くいただくという体系も用意はしているので、そのようなものをもっと使えと例えば投資先にいっていただく等のやり方もあるのかと思う。

【北後委員】その辺りの米州慣行は経験もしているし十分理解しているつもりだ。私の発言のどこをどう聞いたらそういう理解になるのかまったくわからないが、成功報酬をもらってはだめだとは一言も言っていない。成功報酬はクライアントと財務アドバイザーとの間の契約関係なので、それは勝手にすればいい。いくら払うかは、払う側の企業の経営、ひいては株主が納得すればいいだけの話だ。何度も言っているが、私が申し上げたいのは、第三者評価機関が成功報酬をもらう立場にいる場合には、それを開示すべきである、ということである。それをもって株主がどう判断するかは株主次第である。ただ、日本ではという言い方は正しくないかもしれないが、財務アドバイザー＝第三者評価機関という場合には、売る方向にインセンティブを持つことが多いということであれば、本当は第三者評価機関と財務アドバイザーは別にすればよいのではないかと前回申し上げたが、そうもい

かないときもある、と強い、株主が納得のいく証拠や意見があるのであれば、そういった開示をしないと株主は分からないので、開示したほうがよいという意図で申し上げた。指針案33ページの書きぶりで私はとりあえずのところ満足している。財務アドバイザーという、成功報酬を払われる立場にある組織の別のチームが第三者評価機関である、という事実は非常に大きい。すなわち、しつこいようだが、成功すれば報酬が出る、ということであれば、その第三者評価機関だって成功するような評価をするインセンティブは大いにあるわけで、それはいくら組織内の規律やウォールを作ろうが、「可能性がある」事実には変わらない。それをきちんと開示し、それがどういうリスクを持っているのか、株主の判断材料にしなければ公正とは言えない。

#### 【井上（光）委員】

細かいところよりは、少し大きいところで議論させて頂きたい。今回の指針はMBO指針のバージョンアップというよりは、タイトルも含めて公正なM&Aの在り方に関する指針ということで、これまで特に海外投資家からみて日本の株式市場における問題点とされてきた課題に対してしっかりと対応されており、非常によい指針になっているのではないかなと思う。その意味で、事務局の努力に敬意を表したい。私は研究者なので、この指針について我々が今後どのように情報を発信していったら、どのように海外で捉えられるのかということが非常に重要と考えている。今まで日本は、大株主と少数株主の利害対立で少数株主を守るという発想が弱いということが、国際比較研究における基本的な評価になっている。そうした評価が海外大学の授業やMBAのコースで再生産されて、そういう思いを海外の実務家や研究者が持って日本市場を見ているということに、私は非常に悔しい思いをしていたので、今後はそういうものに対してしっかりと対応していけるのではないかなと思う。例えば我々がよく使うGoogle Scholarという研究のサーチマシンだと、2015年以降、MBOは8,000件の論文が書かれていて、Protection of Minority Shareholdersは2015年以降に1万6,800本論文が書かれているという意味でいうと、MBOというのは問題のごく一部分であって、基本的には大株主がいる場合の少数株主保護に関する問題点が世界の関心の中心である中で、今までそういうものに対する明確な指針がなかった。それだけに今回経産省がこういう指針を出されるということは非常に意義があると思っている。その上で、私が繰り返している視点なのだが、こういうものが出れば特に研究者などは内容を細かく見るので、国際比較の視点でみてどう評価されるのかということは重要である。おそらく



基本的に海外の研究のポイントは米国、英国、EUのテイクオーバー・ディレクティブが投資家保護のフロントランナーにいて、それに対して日本はどのくらい遅れているのかという評価になってくる。これまで、日本には少数株主保護の積極的保護の基準はないという状況で来ていたが、今後は本指針が、いや、日本にはきちんとこれだけのプロテクションがあると主張する1つの基準になるという意味で、非常に重要な基準だと思っている。その中で今回、個別項目でいうと、公正性担保措置の具体的手順の幾つか提案はしているが確実な履行の要求はしていないような形になっている。それについては、これだけのものが公正性担保措置として重要で、ただ、個別の事情があって、それを導入できないケースは当然あり、それを強引にやると阻害行為があるので、導入できない理由に関して対外的にもきちんと説明ができ、しかもそれを代替する措置があれば、そういうものはとらなくてもよいという趣旨でこの指針の議論は進んできた。こうした議論の中で、その一番重要な機能が特別委員会である。実効性を持つ特別委員会が、この指針のボトムラインになっている。私もこれから外に対してこの指針を説明するときは、指針においてこれだけの措置が精神的には要求されていて、ただ、個々の事情においていくつかの措置が採用できないときに、特別委員会がそれを担保していくのだという説明をするのだろうと思っている。実際、指針案19、20ページ3.2.2には、特別委員会の役割の最後に、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というように書いてあるので、一個一個全部やる必要があるという話ではない、やらない場合はそこを補填する、補う機能が特別委員会にあると理解している。その意味で、以前のバージョンまでは、私個人的な理解としては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というところに、「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、より充実した工夫を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になる」と書いてあって、ここが1つのポイントかと思っていた。ここによって、公正性担保措置のいくつかは障害があり採用できないけれども、その部分は特別委員会が頑張るのだと明記されており、おそらくこういう説明が重要だと思っていたが、今回のバージョンではここは削除されており、説得力をもって説明するのは寂しいという思いを持っている。恐らく積極的なマーケット・チェックやマジョリティ・オブ・マイノリティ条件への抵抗感もあってここが削除されたのではないかと推察をしているが、ここで書くのが難しければ、他のどこかでこの点を説明する部分が必要だと思っている。どこがよいのかは分からないが、個人的には指

針案41、42ページ3.6.2.1、特別委員会に関する情報という項目があり、その中で、d)が「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、答申書の内容に関する情報」の充実した開示が望まれるものになっていると読める。ここに「手続の公正性、特に本指針に示された公正性担保措置の採用状況」というような一言を加えることによって、特別委員会の説明責任が明確化でき、ボトムラインが担保できるのではと考えている。手続の公正性は上位概念であり、その下に実務的な公正性担保措置があるのだが、先ほど申し上げた3.2.2の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受ける文章がないので、開示の要請でもう少し一歩踏み込んで書いていただけると、今後この指針の機能を対外的に発信する際に、コンプライ・オア・エクスプレインではないが、それに近い概念で特別委員会がしっかり役割を果たすので、これで日本の指針は、部分的に公正性担保措置を事情に応じて採用しないケースにおいても、しっかりと特別委員会が株主の立場に立って判断して少数株主利益保護を担保しているという説明が可能になるのではないかと思う。海外からは、いや、明確にマーケット・チェックやMoMを要求していないのでしょうかといわれれば、苦しいかもしれないが、特別委員会の議論の充実した開示義務が実現すると、対外的な説明力が増すのではないかと思う。

【青委員】3点意見を述べさせていただければと思う。まず1つ目は確認だが、指針案6ページの「企業価値」の定義について、「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」という形で記載されているが、収益的な意味でのキャッシュフローだけでなく、非事業用資産の価値も企業価値の内容に当然含まれるということだと思う。非事業用資産の価値が企業価値の算定に当たって外されているのではないかというようなことを主張する株主も存在するところなので、この定義の箇所で言及するかどうかは別として、企業価値の内容として非事業用資産の価値がきちんと含まれていることを確認させていただければと思う。

2点目は、指針案12ページの図で描いていただいた「M&Aを行わなければ実現できない価値」と「M&Aを行わなくても実現可能な価値」との関係について、M&Aが行われていない状態での経営資源を使って実現ができる部分は「(a) M&Aを行わなくても実現可能な価値」のほうに入ると考えている。例えば、MBO前に適切な経営がなされていなかった会社において、MBO後、MBO前と同じ経営陣が単に経営態度を変えることによって企業

価値が上がるといった場合、この部分の価値は「(a) M&Aを行わなくても実現可能な価値」のほうに入ることが分かるのが本来よいと思うので、可能であればこの点についての記載をご検討いただきたい。

それから、指針案36、37ページの3.4.4、対抗提案があった場合について、まず1点目として、競合する買収提案が具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案であるにもかかわらず、対象会社が競合買収提案者に適切な情報提供を行わないために、企業価値向上に資する買収提案かどうか分からないことを競合買収提案を拒絶する言い訳にしてしまうことはだめだということが脚注76を入れた趣旨だと思っており、この点を記載いただき感謝する。もう1点として、指針案37ページの本文で、通常買収提案では企業価値の向上と一般株主が受ける利益はリンクすると記載されているが、両者がリンクしない例外的なケースは一般株主へのプレミアムの配分バランスの差異によって生じることが考えられると思うが、そのような場合であっても一般株主への配分が不当であってはならないということは貫徹されるべきであるし、一般株主への配分が不当にならないように十分な交渉が行われることを前提にここは記載していると思う。したがって、いかなる場合においても一般株主への配分を適切に行うことが前提であって、企業価値の向上を不当に優先することが是認されることではないということが分かるような形で記載したほうが、企業価値という説明だけで不当に一般株主の利益が阻害されることが起きにくくなるのではないかと思うので、ここについても表現上の工夫をしていただきたい。

**【三瓶委員】** 2点ほどコメントさせていただく。まず、非常に丁寧にまとめていただいたことに感謝する。その中で特に指針案25、26ページ3.2.4.5について、かなり加筆をしていただき、分かりやすくなったと思う。

もう1つは、確認と意見だが、指針案43ページの脚注89に非事業資産についてのコメントが入っているが、これは前回、田中委員からご指摘があったところだと思う。私もそのとおりだと思って賛同しているが、ただ、この脚注の「事業資産と非事業資産の切り分けが重要性を有する」という書き方が少し分かりにくいと思う。私の理解では、非事業資産の活用等が株式価値算定において重要性を有する場合ということではないかと思う。

**【神田座長】** 青委員の1点目のご指摘にも少し関係し得る話で、重要な点ではないかと思う。株主からみた企業価値という場合に、非事業用資産は将来キャッシュフローを生み出

さないので計算に入れないということになりかねない。

【児玉委員】企業の立場から幾つか発言をさせていただく。基本的には古本委員から完全子会社化の場合について毎回かなりご意見を頂戴しており、途中から私はそちらのところはお話をしなかったのだが、今回、改めて指針案10ページ2.1.3で、このように本文で両論併記という形にさせていただいて、この点評価できると思う一方で、改めて読み直すと、先ほど藤田委員もおっしゃっていたことに近いが、脚注ではなく本文に来ると結びが欲しくなるのが本音で、今度結びをしようと思うと集約できないからこそ両論併記にしたという矛盾が悩ましいと思う。確かに世の中、上場会社とか子会社というところある程度独立性がないような、コントロールがきいている場合の方が、おそらく統計をとったらマジョリティであるとも思うが、例えば委員の皆様が思っているような状況ではないところもあり、親会社のコントロールがきかない独立性の非常に高い上場子会社もあるのが実態である。だからといって玉虫色にするとつくった意味がなくなってしまうので、難しいと思うのだが、やはり結論が欲しいと思う見方で読み直したときには、やはりケース・バイ・ケースで、世の中のマジョリティではないかもしれないが、必ずしも典型的にここに書いてあるようなことが当てはまらないような完全子会社化もあるのだというニュアンスが出ていて良いのではないかと思う。やはり両論併記という形ではなく、本文に記載するのであれば何か一言結論が欲しい。

次に、実務的というよりも、もう少し突っ込んだ形でお話をさせていただきたいところなのだが、海外に対して発信することも考慮して、今回は特別委員会に焦点を当てて、ここで担保するということだと思う。井上委員が研究者という立場からこういう形で発信していくとおっしゃっており、私も本当にそのとおりで思っている。井上委員がご指摘のところの繰り返しなのだが、指針案19、20ページ3.2.2の最後の一文、「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」と、ここまで特別委員会がやるのだというっており、私は以前特別委員会の責任が重たくなっていて、この中から何か落とすのは難しくなるというようなことは申し上げたことがあり、それは今もそう思っている。その点を理解しながらドラフトさせていただいて、以前のドラフトでは、マーケット・チェックやマジョリティ・オブ・マイノリティ条件などを落とすこともあり得るのだということが具体的に書いてあった。井上委員もご指摘されたと思うが、ここではやはり、条件のうちの何かを落とすこともあるのだということに言及している方が

良いと思っている。

最後に神作委員のおっしゃったところなのだが、指針案25ページ3.2.4.4、特別委員会の拒否権について、理屈として最終的なファイナルバックは取締役会で、神作委員はせめてレビューという形ででもということをおっしゃったが、そのとおりだと思う。実務的にも、やはりいかに特別委員会に権限を付与して、実態としてそこに拘束されるような形であるとしても、やはり最終的には実務としては、取締役会がもう一回レビューするというような形が残ると思う。

【石綿委員】 神作委員と児玉委員にご指摘いただいた点だが、実際に特別委員会を運営している者からすると、社長を含む取締役会が、今、特別委員会がどのような審議をしているか教えてほしい、それを開示してほしいみたいな感じで、取締役会としてそれを聞かなければいけないという話になってくると、陰に陽に特別委員会が経営陣や執行部の影響を受ける可能性が出てくるのが懸念される。少し違う文脈だが、危機管理の際の第三者委員会などの実務では、とにかく絶対に経営陣には何もみせずに、公表当日にその場でみせるという実務がかなり確立している。M&Aの特別委員会はそこまで執行部に自浄機能が働かない場合ではないので、そこまでやる必要はないが、公正性を担保していく上で、似たような配慮をしながら実務は運営している。勿論、最終的には、取締役会が法的な機関決定をするわけではあるが、利益相反のおそれがあるといわれた取締役がレビューしなければならないというところをあまり強調すると、実務の運用が非常に難しくなる。したがって、やはり取締役会として、もちろん特別委員会の委員がきちんとそういうものを判断するのに適格な人かなどを善管注意義務に照らして確認する必要はあるが、ただ、判断内容に関わるような形でレビューをしなければいけないみたいなメッセージをあまり強調しない方がよいのではないかと考える。実際の実務においては、取締役会で決議する日やその前日までぎりぎりの交渉を行い、直前に、相手方とこの価格でまとめましたという形で答申書をもってきて、その場で決議して公表ということもある。独立性のある特別委員会の運用に支障を生じさせないよう配慮する必要があると思う。

【玉井委員】 今の話に関連する2つのポイントがあって、交渉権限自体を特別委員会に正面から与えるのか、実質的に与えられるのと同視できるような手続を確保するのかという問題と、取締役会自体の最終的な判断権、あるいは検討の権限を残すべきなのか、そうで

はないのかという問題があると思う。まず1つ目の交渉の部分については、今の実務を諮問型とか答申型と呼ぶかどうかは別として、バックで交渉を支援する、影響を与えるというやり方で、正面から交渉権限をもって前の席に座らなくても、結果的にはそれと同等のことは実現できるのではないかと考えているので、あまり交渉権限のところを前面に出したような書きぶりをする必要はないのではないかと、あるいはそれをするによる現状の実務への影響が少し大きくなってしまわないかということ若干懸念している。そこはもしかしたら、石綿委員のご意見と少し違うところもあるのかもしれないが、その観点からいうと、例えば指針案25ページ3.2.4.4の書きぶりについて、「取締役会においてあらかじめ決定した上で」の後ろの①と②を並列の形で書いていただくのがよいと思うと申し上げた点だが、この②について、例えば交渉について方針を定めるとか、主体的な関与の仕方をより具体的に明記してしまうことがよいのかどうかはむしろ少し迷っている。どちらかという、あくまでバックで、現状こういう交渉状況なのだけれどもどうかと対象会社から報告を受け確認された際に、最終的にはこれではポジティブな意見は出せないというようなことをただ言い続けることによっても、実質的には対象会社に有利な形で執行側を通じて条件の交渉を動かしていくことはできると思うので、そのあたりはフレキシビリティを確保できるような書きぶりを残していただく、あるいはそういう形で一定の余地を残していただくとうれしい。2つ目の点について、私は脚注49の書きぶりについては、非常に微妙な調整をしていただいた中で、大分よい感じになってきていると思うが、「取引に反対する権限を付与することになる」とまで明記するというよりは、「実質的にはそういう権限を付与するのと同等と評価できる」というような書きぶりのほうが整合すると思っている。議論の中で何度も出ているが、実際に特別委員会が最終的にネガティブな結論を出したときに、それにもかかわらず取締役会がもう一回よく検討して、やはり取引をやろうという結論になることは少し考えにくいので、そこについて取締役会には全く判断する権限がないのだとか、全て任せてしまっているのだからノーという権限はもう特別委員会に移っているのだというような形で整理する必要はないのではないかと。神作委員のご懸念の点も考慮すると、もしかしたら中間的な少し玉虫色と思われるかもしれないが、この書きぶりは先ほど申したような書き方で終わらせてよいのではないかと考えている。もう1つは独立性について、その中身をみると、指針案21、22ページ3.2.4.2の独立性の箇所、まず特別委員会の委員の独立性について記載している。その中で1つが買収者からの独立性、もう1つがM&Aの成否からの独立性とあり、M&Aの成否からの独立性という

きには、当事者は大きく分けて2つあって、対象会社と買収者とあるので、どちらからもM&Aの成否という意味では、対象会社のためであろうが、買収者のためであろうが成否に利害関係をもっていると独立性が懸念されると整理されているのかと思う。そのように考えると、これは特別委員会の委員だけではなくて、脚注38にあるように、その他のアドバイザーの独立性も基本的には同じ考え方だということになっているので、先ほどから第三者評価機関の独立性の観点でも出てきているが、フィナンシャルアドバイザーの独立性のところも同じような考え方が基本的には適用されることになる。そうすると、先ほどから成功報酬の話が出ているが、株式価値算定書の話だけではなくて、フィナンシャルアドバイスをすることについての報酬が成功報酬であることが独立性に懸念を生ずるというような書きぶりにみえる。そういう趣旨もあるのかもしれないが、そこについてはまた逆の意見もある。少し今の書きぶりからすると、M&Aの成否からの独立性のところについては、理屈としては双方あてはまるものの、買収者側にとっての成否からの独立性と対象会社側で関与する場合の成否からの独立性の問題は程度の差があるということについて、もう少しどこかで書いてもよいのではないかと思う。

最後に、結局、この指針ができて実務に出ていけば、どんな形であっても、それをベースにして動いていくことになるので、非常に大きな影響のあるものだと思う。いろいろな方面から、あるいは立場からの意見がある中で、大変微妙な調整をしていただいて、非常によいものに仕上がってきていると思う。

**【福島委員】** 指針案42、43ページ3.6.2.2の株式価値算定やフェアネス・オピニオンに関する情報に関して幾つかコメントさせていただく。以前は、この開示の内容に関して、a、b、c、dという形で株式価値算定とフェアネス・オピニオンそれぞれの開示がどういう形になるのかが分かりにくい面があったが、今回の指針案は株式価値算定において、フェアネス・オピニオンにおいて、あるいは両者においてという形で開示を整理されたと理解しており、分かりやすくなったと思う。

また、計画について、M&Aの実施を前提とするか否かを開示に加えることによって、実施を前提としない計画のみならず、実施を前提とする計画の使用と開示の可能性があるという形になったと理解している。

最後に、組織再編における財務予測の開示に関して、本文もしくは脚注で触れられる形になっている。脚注88において、自主的に対象会社の財務予測を開示することになってお

り、今までより一歩進んだ形になることが明確になったかと思っている。親会社の計画の開示をどのように考えるのかは、まだ論点としては残るだろうと思っており、将来において、子会社の規模が相当程度大きい場合に、おそらくこの部分をどのように判断するかを個別に検討することになるだろうと思う。そういった事例を積み重ねることによって、このあたりの解釈が将来にわたって一歩一歩明確になり進んでいくだろうと考えている。

【武井委員】まず指針案26ページ脚注52、アドバイザーの選定の時期に絡むが、法務アドバイザーはかなり最初の段階で、財務アドバイザーの前に選ばれる。要は手続の話なので、最初に手続のことをアドバイスしないと話が進まないため、最初に法務アドバイザーが選ばれる、最初に法務アドバイザーが選ばれて、それから特別委員会を設置する。特別委員会を設置する前に法務アドバイザーがいることはアメリカでも多いので、その場合既に選ばれている法務アドバイザーについて独立性を後で特別委員会は確認するのだと思うが、脚注52の事後承認を含む事例として、あらかじめ選んでいる法務アドバイザーが独立性に問題がないのであれば、それをそのまま承認しても構わないという例も一言追記いただきたい。脚注では若干ネガティブなほうしか書いていないが、先に法務アドバイザーが選ばれるという時間的前後関係もあり得るので、特別委員会が設置された後で、法務アドバイザーの独立性を特別委員会が確認することもあり得る。アメリカで普通にやっていることなので、それを書いておいていただければというのが1点目である。

2点目が先ほどご発言があったが、指針案43ページ脚注88で、前回の議論を踏まえて上手くまとめていただいたと思うが、株式を対価とするM&Aに対する阻害効果の懸念についてもう少し書いておいたほうが分かりやすいかと思う。まず1点が、前回私が、これからまだ上場を維持する会社のフリー・キャッシュフロー予測が出るというような問題点を話し、それは今回、明確に「対象会社の」と書いていただいたので、買う側、上場している親会社側のフリー・キャッシュフローが出ることまで求めていないことが明確になった。ただ、それであっても、なお懸念としては、結局先ほどの両社の規模が同等程度の場合も含めてだが、子会社側だけであったとしてもフリー・キャッシュフロー予測が出ることで、比率などを通じて、親会社側のフリー・キャッシュフロー予測が公に推知できてしまう懸念はやはりあるのだと思う。規模が大きいといろいろな予測が推知できるのだが、子会社だけでも出てしまうことで、今後も上場している親会社側のフリー・キャッシュフロー予測が公に推知できてしまう面があるという懸念が1点目である。2点目が、もともとこれはい



ろいろな議論があったが、上場子会社のアズイズ価値に親会社のグループにいることである程度シナジーが入っていて、株対価の場合には前のほうにも記載されているとおりに交付される親会社株式の保有を通じて将来のシナジーを享受できる構造だが、こういった情報を出すことによって、その場でシナジー分配が現金で精算される現金対価と同じようなシナジー分配が求められる方向にならないか、親子会社間でのシナジーの分配において、子会社側により有利なシナジー・プレミアムを支払うべきではないか、株の対価によって分配されるシナジーを超えて、より有利なシナジーの分配が求められる方向になるのではないかという懸念である。これは現象面としての懸念である。そういった懸念もあることを踏まえて結局、「指摘もある」という形でとどまっているのだと思うが、そういった懸念点を若干加筆していただいたほうがこの文章は分かりやすいと思う。

最終的にもし自主的に開示をしないのであれば、特別委員会でフリー・キャッシュフロー予測をきちんと精査するという文書をつけていただいてもよいので、懸念をもう少し書いたほうが分かりやすいと思う。

**【馬場委員】** これまでいろいろな議論があった中で、非常に幅広い意見を上手くまとめていただき感謝する。私が前回申し上げたサブタイトルのところも今回ご修正いただき、株主利益の確保という表現が入ったことで主旨が明確化されて、よりよいものになったと思っている。

指針案40ページ3.6の一般株主への情報提供の充実においては、これまでの議論を踏まえて記載が十分なされている。サブタイトルで記載しているとおりに、一般株主による判断に資する重要な判断材料を提供するために、41ページの充実した開示が期待される情報という形で、十分な内容が記載されている。どこまでいっても情報の非対称性は起こるわけだが、そこにも十分配慮しつつ可能な範囲で情報開示していくということが読み取れると思う。

**【古本委員】** いろいろな立場からの意見を上手く、かつ議論がぼやけない形でまとめていただいたと思っている。2点、発言させていただく。本日出た意見について特に反対があるというわけではないが、今まとめていただいている指針案について、私が非常に重要だと思っているのは、今回の指針の目的というか、趣旨のところ、前の指針から時間がたつ中で実務の蓄積があり、それも踏まえてベストプラクティスを提示していくという点で

ある。ここははっきり整理していただいていると思うが、重要なところなので、ぜひこの内容を維持していただきたいと思う。

2点目は、MBOと完全子会社化の違い。両者の差異について本文に明記いただき感謝する。ただ、藤田委員や児玉委員もおっしゃっていたが、この部分に結論がないということで、何を書くかということになる。そこの書き方で随分イメージが変わるので、その部分はよくご相談させていただきたいと思う。標題が差異、違いとなっているので、正確にいうと違うということを用いて、例えば藤田委員がおっしゃったように、MBOにも完全子会社化にも公正性担保措置が必要である、つまり利益相反性がゼロではないということについては差異がないので同じであるという趣旨のことが結論に入ると、それはそれで正しいのだが、いろいろな差異はあるかもしれないが、結局は同じなのだと思われかねないので、そうならないように、正確に書く必要があると思う。この点は、指針案13、14ページ2.2.3の買収対価の種類についても全く同じである。この二つはパラレルのような関係になっているが、差異があることと公正性担保措置が必要であるということは、完全には対応しないので、どういう形でそれを結論めいて書くかについては、文言も含めてよくご相談させていただきたい。

もう一点、特別委員会に取締役会から権限をどれだけデレゲートするのかについて申し上げますと、完全子会社化のケースにおいては、全て特別委員会が交渉して、社外以外の特別委員会に属さない取締役は極端な場合はオフリミット、情報も渡されないであるとか、取締役会に何らの意思決定権限も残っていないなどというのは、今の実務からしても極めて違和感があるので、あまりそこは強く出ない形で表現を工夫していただければと思っています。

**【井上（隆）委員】** 本当に多様な意見を取りまとめていただき感謝する。指針案は公正性担保措置を最大限に取り入れるべきだという投資家の立場とM&Aを促進しようという企業の立場の双方にうまくバランスよく配慮した形になっており、大変よい形でまとまったと思っている。

また、冒頭で、ベストプラクティスとしての位置づけも明記されているので、こういう形での普及を是非していただきたい。今後いろいろ問い合わせ等もあると思うが、その際もこれはやはりベストプラクティスなのだということをはっきりとさせてほしい。

先ほど複数の委員からご指摘があったが、海外に対する発信が重要である。ますます市場

のグローバル化が進んでいって、海外の投資家の重要性が増している。先週、経団連でニューヨークとワシントンで日本のガバナンスシステムが改善されていることを産業界から海外の投資家に説明してきたが、やはり日本のガバナンスの向上は非常に評価されているのは実感している。そういう面でも、本指針で少数株主の権利をきちんと守るということもしっかり海外に対しても発信していただきたい。ただ、その発信の際に重要なのはガバナンス自体を規制ではなくて、経営者が自らの責任だと思ってやらないとガバナンスにならないと思うので、そこは先ほどの冒頭に結びつくが、ベストプラクティスが示されたとしても経営者が責任をもってやるべきなのだとするところもうまく説明しながら広めていただきたい。

最後に、先ほど武井委員のご指摘のあった株式対価のM&Aについては、やはり少し阻害効果を懸念している。

**【田中委員】** 多岐にわたり、しかも方向性の異なる様々な意見を集約していただいた努力に感謝したい。今回も各委員から意見が出ているが、委員の中には変えてほしいという意見もあるが、そのままよいという意見もあって、だからこそ意見を言っていないということもあると思う。今回、積極的に出た意見を取り入れるとまた反対が起こる可能性がある。したがって、基本的にはよほどのことがない限り変えないという方針でやったほうがよいのではないかと思う。私自身も個人としては、もっとこうしてほしいという意見もあるが、もはやこれは学者として論文などで主張すべきことであると考えているので、あまりここでは述べないことにしたいと思う。ただ、幾つかやはり何かをしなければならないところが出てきているかと思うので、それについてお話しする。

まず、先ほど来議論のある完全子会社化とMBOの差異について、やはり結論がないという指摘はそのとおりだと思うので、何か結論めいたことを書かなければならないと思う。その際には、やはりMBO指針から変えた大前提としては、MBO指針はMBOを対象にしていたが、完全子会社化も含めるというのが結論ではあるので、含めるということが表れていなければならないのではないかと思う。そのことについては、指針案10ページ2.1.3の最後の段落で、支配株主による従属会社の買収においても、最後の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う記載があり、やはりここが結論ではないかと思う。以前はここが結論になっていたところ、脚注にあったものが2.1.3に入ったので、結論がぼやけていると思うが、最後の部分はやはり動かせないのではないかと

う。その上で、古本委員がご指摘されたMBOと支配株主による買収では、取引の構造上の差異がある点について、この差異がどの程度あるかということも意見が分かれていると思うが、少なくともマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の取引阻害効果が相対的に大きくなるということと、マーケット・チェックに期待できる部分が相対的に小さくなるということかと思っており、これについて、取引の構造上の差異に配慮しつつとか、そういう文言を入れて、企業価値の向上と公正性担保措置、公正な取引条件の確保が求められるというようなことが結論になるとよいのではないかと思う。

それから、これまで企業実務家の委員のご意見を拝聴しており、やはり本研究会に出席されている委員はエスタブリッシュされた企業のご出身で、実際に濫用的なことをしていないし、濫用といわれるとぴんとこないということはあるのだと思う。ただ、私が相談を受けた乏しい経験なので、統計上どれほど多いかといわれれば分からないのだが、その案件の中では、上場会社が上場子会社を完全子会社化するときには、完全に直近の市場価格で株式交換比率を決めて、交渉の余地は全くない。子会社の市場価格はキャッシュフロー予測をはじめたときの内在的価値と一致するのかの検討もないし、現在の市場価格による分配がシナジーの公正な分配になっているのかといったことは例えば特別委員会を設置して交渉させてみなければ分からないことではないかと思うが、これは数年前の話ということもあり、特別委員会も設置されておらず、単純に押しつけるという感じである。それにもかかわらず、実際にそれで裁判をしたら、少数株主が勝てるかという点と簡単ではない。つまり、キャッシュフロー予測等は開示されないので、株主としては現在の市場価格が不公正かどうか分からず、とっかかりがない。なので、法的救済を受けられるかどうかという点でいうと、微妙なことになってしまう。そのくらい少数株主は、実際に戦うとなると弱い立場にいて、企業が率先して取引条件の公正さを確保してくれることに期待している部分が多いと思う。そういった面もあり、今回、取引の構造上の差異に十分配慮した上で、MBO指針の対象範囲を支配株主による買収にも拡大することは大きな意義があると思うので、ぜひこの根本的な結論のところは確保していただきたい。

その他、先ほど申し上げたように本日出た意見にしたがって変えるとまた反対が起こることの例として、指針案43ページ脚注88なども私自身は今いったことから株式を対価とするM&Aに関する阻害効果ということ自体にひっかかりを覚えているところであり、日本は株式対価にすると、直近の市場価格の比率で決めればよいといっているのだが、それは諸外国では通用しない論理だと思う。なので、この阻害効果というものが何かを書くとは

常に異質なものになると思う。今でも私は阻害効果という言葉に納得していない。こういう指摘があったということで書くことには反対しないが、これ以上付言して書くのは避けていただきたいと考えている。

最後に、特別委員会に任せたときにいわゆる実質的な反対権限を付与することについて、私の考えでは、これは取締役会の経営判断として認められることである。つまり、買収に賛成するかどうかといったようなことは、最終的な決定権限は取締役会にあるので、これはフォーマルに特別委員会に下ろすことはできない。ただ、そのときに取締役会がどのような方法で決定を行うのかについて、独立性が確保された特別委員会に交渉を任せて、その特別委員会がこの取引は飲めませんということであれば、改めてそこで取締役会で2度目の判断をするのではなくて、そこではもう拒否するというをあらかじめ決定するということである。こういうことをすることは、取締役会の経営判断なので基本的に認められてよいことであって、特別委員会の自主的な権限は、そういうものとして認められると思っている。しかし、今いったようなことも学者が論文で書いて、そして裁判所にこれでもよいかを問うような話であって、実際には指針の中で書くようなことではないのではないかと考えている。特に指針には法的解釈について自主的な解釈権限はなく、そういうものを書くことは避けるのは当然かと思うので、この部分についても基本的には記述をこれ以上改めない。あるいは玉井委員がおっしゃった実質的に付与するのに近い状況になると書くのはよいかと思う。先ほども方向性の違う意見が出ており、何かを変えるとまた反対が起こるのではないかと思うので、それ以上は改めなくてもよいのではないかと思う。

最初に申し上げたように、根本的には皆様の多大な努力によって非常によいものができたと思っており、この指針を起点にして、我が国のM&Aが公正かつ透明なものになることを期待している。

**【武井委員】** 指針案43ページ脚注88について、この阻害効果が懸念されるという表現は、先ほど申し上げた上場している親会社側の数字が分かるとか、そういうことが書いてある話である。自主的に開示するという結論は動かしていなくて、指摘もあるということが書いているわけであって、自主的に開示することはそれでよいということをしており、おおよそ修正するなというのはさすがに賛同できないので、ここは直していただきたい。

**【Sneider委員】** 細かい表現については特に追加のコメントはないが、他の委員も指摘し

たように、非常によくこの指針をまとめていただき大変感謝する。いろいろなご意見がある中では、かなりよくバランスがとれた指針ができたと思うので、これから日本のM&A市場に大きく貢献することを期待している。

井上光太郎委員がおっしゃったように、これからいろいろな国際比較が当然出てくると思っており、中には海外の投資家から、これが不十分とか、これらの公正性担保措置が望ましいとか、義務づけが足りないとか、いろいろな批判の声が当然出てくると思うが、特に指針の位置づけの観点から考えると、これをもっていろいろな進展はできるのではないかと思っている。それを説明する責任は我々委員だけではなくて、日本の市場の関係者の皆様にもあると思う。

当然、指針の中には、いろいろな裁量のところが非常に多く残っていて、例えばこういう公正性担保措置がとれない場合は他の公正性担保を十分充実させないといけないとか、こういう指摘は非常に歓迎しているのだが、最終的にはそれを判断するのが特別委員会の取締役員全員の責任になるので、井上隆委員がおっしゃったように、これからそういった取締役員の役割が非常に重要になる。最終的にはこの指針はどのように解釈されるのか、どのように適用されるのか、海外の投資家だけではなくて、資本市場全体が厳しく判断すると思うので、それを踏まえてぜひ関係者のご努力を大きく期待している。

**【藤田委員】** 座長代理として最後にご挨拶をさせていただく。今後もさらにいろいろな手続があり、微修正はあるかもしれないが、大変立派な指針の原案がとりあえずまとまったことは大変喜ばしく思う。短期間でまとまったのは、委員の皆様が意見の対立はありながら、最終的にはまとめる方向で建設的な形で議論してくださったこと、そして何よりも事務局の献身的な努力の賜物だと思う。個人的にも、この研究会に参加して非常に勉強になった。委員の一人として自画自賛するのもどうかと思うが、この指針は前のMBO指針と同じく、あるいはそれにも増して非常に大きなインパクトがあるのではないかと思っている。積み重なった実務を踏まえてMBO指針を見直すという動機で始まった作業ではあるけれども、既存のプラクティスを最大公約数的にまとめたようなものでは決してなくて、従来の認識や発想を根本的に変えることも要求する部分がある、そういう点が非常に大きな意義だと思っている。また、どういう措置をとるべきかという各論もいろいろ具体的に書かれているが、それに加えて、その背後にある考え方が非常に丁寧に説かれていることが特徴だと思う。

それだけに、この内容が正しく受容されることが非常に大切だと思う。海外への発信も必要であるが、国内において、ここで書かれたことが理解されることは非常に重要である。我々は委員として議論してきたので、どことなくわかった気になっているが、初めてこれを読んだ人がどう受けとめるか。報告書の真意を理解するには非常にハードルが高い面もあるかと思う。それだけにMBO、M&Aに関与される方々の努力に期待するところが大きいわけで、私もM&Aを直接実施する立場ではないけれども、この指針の理解のためにできるだけことはしたい、努力したいと思っている。

【神田座長】座長として私も一言ご挨拶をさせていただく。皆様には大変ご多忙の中、非常に積極的かつ建設的なご意見を多数お寄せいただき感謝申し上げます。また、意見が非常に分かれた点も多いけれども、何とかとりまとめられそうでうれしく思う。いうまでもなく、とりまとめること自体が目的ではなく、こういう指針ができて日本のM&Aがよくなるということが目的なので、その点についておそらく皆様に意見の一致があると思うので、ぜひそのことを期待したいと思う。これまで積極的に参加いただいたことについて厚く御礼申し上げます。

以上