

利益相反構造が存するM&Aにおける取引条件の公正さを担保することに資する措置の各論点について

2019年1月25日

祝田法律事務所

弁護士 川村 一博

弁護士 西岡 祐介

弁護士 清野 訟一

Iwaida Partners

目 次

1	株式価値算定書、フェアネス・オピニオン	2
(1)	機能、取引条件の交渉・決定における位置付け・役割、取得の要否・効果	3
(2)	独立性	6
(3)	情報開示	7
2	特別委員会	9
(1)	機能、役割、検討対象	10
(2)	委員の構成等	12
(3)	独立性	14
(4)	情報開示	15
3	マーケット・チェック	
(1)	実施の要否・効果、実施方法	16
(2)	対抗提案を受けた場合の対応	17
4	Majority of Minority	
(1)	定義	18
(2)	「Minority」の範囲	19

1 株式価値算定書、フェアネス・オピニオン

● 現状の問題点

- ✓ 株式価値算定の前提となる財務予測等が不合理に過小なものとなっているとの疑義がある事例が存在するところ、財務予測等の合理性に関する責任の所在が、会社の経営陣にあるのか、第三者算定機関にあるのかが不明確である（特に公表値と異なる財務予測が用いられる場合）。
- ✓ 株式価値算定書や前提となっている財務予測等が開示されないため、株式価値算定書の合理性を検証することができない。
- ✓ 以下の場面において、不合理に株式価値を低下させているとの疑義がある事例が多い。
 - ◆ DCF法における倍率法（マルチプル法）による継続価値の算定（類似会社の選定）
 - ◆ 事業資産・非事業資産の切り分け（例：保有現金を運転資金であるとして事業資産へ切り分けること）
 - ◆ 先行投資の回収前における予測期間の打ち切り
 - ◆ 保有不動産の評価

1 株式価値算定書、フェアネス・オピニオン

(1) 機能、取引条件の交渉・決定における位置付け・役割、取得の要否・効果

- 第三者算定機関の役割等

- ✓ DCF法において、利益相反状況にある経営陣が作成した財務予測をそのまま採用したのでは、公正な算定が行われることを期待することができない。
- ✓ 第三者算定機関には、株式価値算定を行うに当たって、算定の前提となる財務予測等の合理性について検証する責任があること、及び、この検証が不十分な場合には、株式価値算定書は公正担保措置として機能しないことを明確にすべきである。

1 株式価値算定書、フェアネス・オピニオン

(1) 機能、取引条件の交渉・決定における位置付け・役割、取得の要否・効果

● 第三者算定機関の役割等

- ✓ 第三者算定機関が、経営陣の作成した財務予測等の一部を修正したものを算定に用いている場合がある。この場合、財務予測等の合理性に関する責任の所在が特に曖昧になるが、修正したという点で、第三者算定機関に責任があり、当該修正を受け入れたという点で、経営陣に責任がある、ということを明確にすべきである。
- ✓ 上記の他、事業資産・非事業資産の切り分け、類似会社の選定など、その判断に関する責任の所在が、経営陣か、第三者算定機関か、曖昧になっているものがある。この責任の所在の曖昧さが、不合理な算定の原因になっている可能性があるため、両者に責任があることを明確にすべきである。

1 株式価値算定書、フェアネス・オピニオン

(1) 機能、取引条件の交渉・決定における位置付け・役割、取得の要否・効果

● フェアネス・オピニオン

- ✓ フェアネス・オピニオンの定義やフェアネス・オピニオンを出した第三者算定機関の責任が不明確である。
- ✓ 現在のところ、株主がフェアネス・オピニオンを出した第三者算定機関の責任を追及することは困難であるため、安易にフェアネス・オピニオンを出す第三者算定機関も存在し得る。
- ✓ このような状況において、第三者算定機関がフェアネス・オピニオンを出していることを公正担保措置として積極的に評価してしまうと、一般株主保護の観点から大きな問題がある。

1 株式価値算定書、フェアネス・オピニオン

(2) 独立性

- ✓ 第三者算定機関は、会社から算定業務だけでなく、FA業務も受託していることが一般的であり、通常、報酬体系は、一定のリテイナーフィー及び成功報酬（報酬の大部分を占めることが通常）により構成されている。算定業務に対する報酬は別途定められない。
- ✓ 第三者算定機関はM&Aを実施する方向に強力なインセンティブを有しているため、このような報酬体系は、第三者算定機関が公正に算定業務を行うことの構造的な障害になっていることを明確に意識すべきである。
- ✓ MBOや子会社の非公開化の場合、事実上、「実施する」という結論が最初から決まっている。独立当事者間取引と最も異なる点の1つは、この点である。そのため、対象会社側の第三者算定機関は、取引の当初、つまり、自らが算定する以前の時点から、買主側が受け入れることができる価格の上限値を把握している場合が多いと推測される。このような場合、その価格を忖度しようとして自らの算定結果に影響が出る。そこで、最初に算定を行うタイミングも重要である。

1 株式価値算定書、フェアネス・オピニオン

(3) 情報開示

● 株式価値算定書

- ✓ 株式価値算定書は当然に開示し、市場による検証を可能にすべきである。
- ✓ また、株式価値算定書の合理性を検証するためには、算定の前提となっている資料(財務予測等)が不可欠であるため、これらの資料も開示すべきである。
- ✓ 算定の前提(財務予測等)については、不合理な算定結果となっている原因を検証することが可能な程度の開示が必要である。
- ✓ どのような情報があれば、批判的な検証ができるかについては、企業価値評価の専門家の意見等を集約すべきである(加えて、批判的な検証の方法についても意見等を集約し、特別委員会が検証すべき事項(11頁)に活用すべきである。)

1 株式価値算定書、フェアネス・オピニオン

(3) 情報開示

- 第三者算定機関の報酬体系

- ✓ 第三者算定機関の報酬体系は、第三者算定機関の独立性や株式価値算定書の合理性を検証するに当たって重要な情報であるため、開示すべきである(第三者算定機関の報酬体系は、現在でも米国においてForm-F4を提出する場合には開示されている。)

2 特別委員会

- 現状の問題点

- ✓ 特別委員会は、利益相反構造が存するM&Aにおいて、取引条件の公正さを担保することに資する措置として設置されるものなのであるから、一般株主の保護の見地から取引条件の妥当性を検証すべきであるが、株式価値を低下させるような論点について、「会社側の見解が不合理とまで認定することはできない」というように、利益相反構造下にある経営陣の判断を正当化する方向で検討を行っている事例も散見される。
- ✓ 社外有識者が特別委員会の委員に就任する場合、会社や株主に対していかなる責任を負っているのか不明確である。
- ✓ 委員の選任プロセスが開示されないため、委員の独立性・専門性等について検証することができない。
- ✓ 検討・交渉経緯の内容、判断の根拠・理由等の開示内容が乏しいため、特別委員会の答申の合理性を検証することができない。

2 特別委員会

(1) 機能、役割、検討対象

- ✓ 特別委員会の最も重要な役割が一般株主の保護にあることを明確にすべきである。
- ✓ 特別委員会においては、幅が認められると考えられるフェア・プライスの中でも、可能な限りベスト・プライスを追求するという観点から検討を行うべきであることを明確にすべきである。
- ✓ M&A自体の是非を特別委員会で検討することの重要性は低い。これは、当該M&Aが社会的に有益かという観点からのものであり、一般株主保護の観点からは関連性が低い。M&A自体の是非は、将来の業績に関わることであるから、妥当性の判断は極めて困難であり、特別委員会が経営陣の判断を批判的に検証することは期待できない。
- ✓ 代替的な買収提案の有無（当該M&Aの提案を行った買収者以外にも潜在的な買収者がいないかの確認）は、会社自身によるマーケット・チェックを補完する観点から積極的な価値を認めるべきである。

2 特別委員会

(1) 機能、役割、検討対象

- ✓ 第三者算定機関による算定結果の合理性の検証が特別委員会の重要な役割であることを明確にすべきである。また、第三者算定機関によって不合理な算定が行われる危険性がある項目（例えば、下記の項目。その他の項目については、専門家の意見を集約すべきである。）について、特別委員会が特に注意して検証すべきであることを明確にすべきである。特別委員会においては、幅が認められると考えられるフェア・プライスの中でも、可能な限りベスト・プライスを追求するという観点から検討を行うべきであることを明確にすべきである。
 - ◆ DCF法における倍率法（マルチプル法）による継続価値の算定（類似会社の選定）
 - ◆ 事業資産・非事業資産の切り分け（例：保有現金を運転資金であるとして事業資産へ切り分けること）
 - ◆ 先行投資の回収に十分な財務予測期間が確保されているか
 - ◆ 保有不動産の評価

2 特別委員会

(2) 委員の構成等

- ✓ 以下の理由から社外取締役が最も適切である。
 - ① 株主総会で選任され、会社に対して法律上義務・責任を負う。
 - ② 取締役会の構成員として経営判断に関与することが本来的に予定された存在である。
- ✓ 社外監査役も、株主総会で選任され、会社に対して法律上義務・責任を負うという観点から適格性がある。

2 特別委員会

(2) 委員の構成等

- ✓ 社外有識者は、高度な独立性やM&Aに関する専門性を確保するという観点から有益な場合も多い。ただし、会社から報酬を受領する一方で、会社や株主に対して何の責任も負わないのでは、構造的に一般株主保護に資する活動を期待することはできないため、委任契約上、委員が善管注意義務を負う旨を明確に規定すべきである。
- ✓ 特別委員会の重要な職責の1つは、第三者算定機関による算定結果の合理性を批判的な観点から検証することである。したがって、そのような能力がある委員が選任されることが重要であり、第三者算定機関の算定結果の検証を、特別委員会がディールの成功にインセンティブを有しない別の第三者算定機関に委嘱することも有益である。

2 特別委員会

(3) 独立性

- ✓ 委員の選任プロセスを詳細に開示することで市場による一定のチェックを期待することが可能である。

2 特別委員会

(4) 情報開示

- ✓ 検討・交渉経緯の内容、判断の根拠・理由の詳細な開示が不可欠である。
- ✓ 特に価格の妥当性に関する判断の根拠・理由については、価格が株式価値算定書で示された価格の範囲内であるからという形式的な理由で妥当性を認めるのであれば、特別委員会を設置する意味がない。したがって、特別委員会は、一般株主保護の視点から、株式価値算定書が理論的に正当化できることを積極的に検証し、その検証の過程・結果を詳細に公表すべきである。
- ✓ 仮に株式価値算定書の内容に疑義があるのであれば、特別委員会は、一般株主保護の見地から、なぜ当該M&Aにおいてそのような取扱いが正当化できるのかを積極的に検証し、その検証の過程・結果を詳細に公表すべきである。
- ✓ (3)に記載のとおり、委員の選任プロセスを詳細に開示すべきである。

3 マーケット・チェック

(1) 実施の要否・効果、実施方法

- ✓ 第三者算定機関による算定結果の妥当性を検証する観点から、何らかのマーケット・チェックを行うべきである。
- ✓ 公開買付けを実施する場合に、公開買付期間を30営業日に設定したとしても、デューディリジェンスの機会を与えられずに対抗的な公開買付けを実施することは著しく困難であるから、これをもって一定のマーケット・チェックが実施されたと評価すべきではない。
- ✓ Go Shop条項(M&A契約締結後一定期間、対象会社が対抗提案を積極的に勧誘することを認める条項)は、明らかに一般株主保護のための措置として有効であるため、Go Shop条項が付されていないM&Aには、公正担保措置の観点から否定的な評価を行うべきである。

3 マーケット・チェック

(2) 対抗提案を受けた場合の対応

- ✓ 一般株主を保護するため、対象会社の取締役会には、一般株主が受け取る対価を最大化するという観点から、対抗提案を真摯に検討する義務があることを明記すべきである。
- ✓ また、対象会社の取締役会には、最低限、対抗提案者による提案を従前のM&Aの条件を改善するための再交渉の材料に使うことを求めるべきである。

4 Majority of Minority

(1) 定義

- ✓ 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株主の意思表示が行われる場合に、利害関係を有しない株主のうちの過半数が賛成することを取引の前提条件とし、その前提条件を予め公表することが必要であることを明確にすべきである。
- ✓ 裁判例においては、公開買付けにおいて、一般株主の過半数に相当する株数を公開買付けにおける買付予定数の下限としていなかったにもかかわらず、結果的に一般株主の多数が公開買付けに応募したことをM&Aの手続の公正性を根拠付ける事実として認定しているものが散見される。
- ✓ しかしながら、結果的に一般株主の多数が公開買付けに応募したことは、公開買付けに存在した強圧性が発現した結果に過ぎない場合もあるため、Majority of Minorityの意味を明確にすることは重要性が高い。

4 Majority of Minority

(2) 「Minority」の範囲

- ✓ 日本の上場会社においては、役員、OB、従業員持株会、取引先持株会、持合い先、取引先金融機関等が安定株主として存在しており、これらの株主を「Minority」に含めるのは、Majority of Minorityの趣旨に照らして適切ではない。

事務所紹介

祝田法律事務所

〒100-0005

東京都千代田区丸の内三丁目4番1号 新国際ビル9階

URL:<http://www.iwaidalaw.com/>

