

## 公正な M&A の在り方に関する研究会

### 事務局ヒアリング 議事要旨

1. 日時：平成 31 年 1 月 25 日（金）14 時 00 分～16 時 30 分
2. 場所：経済産業省本館地下 2 階講堂
3. 出席者：藤田座長代理、青委員、内田様（石綿委員代理）、仲田様（江良委員代理）、三瓶委員、伊達様（武井委員代理）、田中委員、西村様（玉井委員代理）、酒井様（角田委員代理）、Sneider 委員、吉村様（福島委員代理）、森久様（古本委員代理）、別所委員、川藤様（山田委員代理）、西原専門官（井上課長代理）、坂本局付（竹林参事官代理）  
（欠席：神田座長、井上光太郎委員、井上隆委員、加藤委員、神作委員、児玉委員、馬場委員、北後委員、柳川委員）
4. プレゼンター：
  - ・ RMB キャピタル パートナー 細水政和様
  - ・ 早稲田大学大学院経営管理研究科（早稲田大学ビジネススクール）  
鈴木一功様
  - ・ 株式会社アイ・アール ジャパン 代表取締役社長 CEO 寺下史郎様  
（北村雄一郎様、今戸智恵様）
  - ・ 祝田法律事務所 弁護士 川村一博様（西岡祐介様、清野訟一様）
5. 議事概要：

細水様、鈴木様、寺下様（北村様、今戸様）、川村様（西岡様、清野様）の順で、それぞれプレゼンテーション及び質疑応答を行った。各プレゼンターのご説明及び質疑応答の概要は以下のとおり。

【細水様】RMBキャピタルは、アメリカのシカゴを本拠地とする運用会社だが、これまで私も含めて日本株チームが、日本株の特に小型株などを中心に扱っており、その中でMBOやTOBのターゲットになるような会社が多くあったので、投資家としての立場から、10年以上にわたってこの問題は考えてきた経験がある。資料1ページにもあるが、実際にいわ

ゆる買取価格決定申立ての裁判も行った経験があるので、そういった観点から経験も交えて今回、MBO指針の改訂という研究会の趣旨に合わせてお話しできればと思う。

タイトルとしては、「独立委員会の独立性確保について」ということで挙げさせていただいている。MBO指針に関して、論点は多岐にわたると思うが、特にこの点について、本日、私から説明させていただく。

まず、資料2ページについて、問題意識としては、私の経験から、率直に申し上げて、日本のMBO・TOBのプラクティスに対する海外投資家の評価は結構低いという現実を私はひしひしと感じている。ここに挙げているDone deal、Stolen againなどは、私の知っている日本株をみているインターナショナル投資家などからよくディールがあるたびに指摘され、じくじたる思いをすることも間々あり、それが翻っては株式市場の信頼性に関わってくるのではないかというのが私の問題意識である。いろいろ研究している中で、そういった信頼性を維持するためには、少数株主利益といった観点が重要ということは、皆様の議論の中でも出ているとおりであるし、私もそのように思う。一方で、本来ならアメリカのように裁判例が蓄積されれば、それが望ましいのだが、日本ではなかなかそういう現実がなかったということなので、こういった指針の改訂という形で、より現実在即した方針というのを出していくというのがよいのではないかと思う。

資料3ページについて、「MBO指針の目的は何か」ということで書かせていただいている。本題と近いところなのだが、我々から申し上げると、不利な立場にある少数株主を保護することである。なぜならば、議論にもいろいろあったとおりだが、買付者が構造的に有利にあり、情報の非対称性がある。こういった中でさらに利益相反関係というものがある中、少数株主の保護が非常に重要な観点であると思っている。ひいては、先ほど申し上げた日本市場制度を公正にしようという理念に繋がる。昨今のガバナンス・コードなども共通する観点だと思うが、特に支配株主がいる中で、支配株主がいつでも有利な条件で買収できてしまうということであっては、一般株主、少数株主が安心して投資できない。いってみれば市場の機能が損なわれてしまう。そういったことならば、それはなくそうと。そうすると、この少数株主利益の保護という観点でいろいろな方向性を決めるのがよいのではないかという見方である。キーワードとしては、本日のテーマである独立性の確保である。結論、ここに記載しているが、基本的には独立性とは何か、誰のための独立性かといったことをもう少し丁寧に議論して方向性を決めるのがよいのではないかと思う。

資料4ページについて、早速だが「独立委員会の独立性について」ということで、少し妙

なタイトルになってしまうのだが、そもそも誰から独立した独立委員会なのかという点である。私は、第三者委員会という言い方は、正直なかなかミスリーディングであり好きではないのだが、第三者委員会といった場合もそうであるが、誰が第一者、第二者、第三者なのか。結局、少数株主と利益相反にある当事者からの独立であるということと考えている。つまり、買付者、対象者の取締役会から独立している委員会がつくられるべきであると考えている。では、そういった独立委員会は誰のために動くべきかという点については、先ほど申し上げたとおり、立場上不利にある少数株主を保護し、ひいては市場規律を保護するという観点で動くべきであると考えている。ただ、いろいろな投資先のMBO、TOBや実際の裁判などの実務も通して気づいたのだが、実務上、独立性はあまり厳密に認識されていない。資料に少し例示しているが、実際に裁判している中でも第三者委員会の委員長が、きちんとやりましたということで陳述書を提出するということはよくあるが、その中で、資料に記載しているとおり、第三者委員会の役割は、対象会社でも少数株主の利益でもなく、あくまで中立した立場から、そういう意味での独立した立場から考えて行動するものと思っているということをおっしゃるわけである。この点について、私は違うのではないかと思う。資料に記載しているとおり、独立委員会は、中立というよりはむしろ不利な立場にある少数株主の手助けになるような、助けてあげるような、守ってあげるような立場にあるのではないかと考えている。なぜならば、それ以外に誰も守ってくれないからである。本来は取締役会が守ってあげるべきだが、利益相反があるのでそれが期待できない中で、独立委員会がその役割を全うすべきということである。では、少数株主のために独立委員会はとんでもない値段をつけるのかというと、そういうわけではなく、合理的な範囲で検討して、その利害関係者、利益相反関係にある人たちと独立委員会の影響の両方の立場がある中で交渉等が行われ、公正な価格が決まるということになるべきだというのが私の考えである。もしあえていうならば、実際に中立的立場は、事後的に裁判所が、天の声ではないが、本当に誰からも独立した話を入れるということはあると思うが、あくまで独立委員会は少数株主のためにあると考えている。

そのためにはどうすればよいかということで、資料5ページ以降について、逐一説明するというわけではないが、本当に基本的な定義を1つ1つきちんとやるということである。特によく引用されるのが、東京証券取引所の社外取締役等の独立性基準などだが、それが本当にこういったMBOや親会社による上場子会社に対するTOBのような有事の場合にも適切な基準になるのか。実はもっと独立性は厳しくあるべきなのではないかというところが

このページの趣旨である。実際に役員の独立性というのは、結局会社の取締役からの独立性である。しかしMBOやTOBの場合、そこにさらに親会社とか買付者という別の存在が出てくるわけで、そこに対する独立性というのが厳密にチェックされていないのではないかなと思う。

資料7ページ以降に図を作成した。このように、現状、取締役会、利害関係にある役員、つまり親会社から派遣されている役員が当然利害関係、利益相反にあるのはもとよりであるが、社内取締役とか社外取締役、社外監査役も、現実として選任したのは買付者である大株主である親会社であったり、例えば創業家であったり。そういった選任関係にある中で、この人たちが独立して動けるのかというのがまず1つの疑問点である。現状では、ほとんどの場合、買付者、基本的にマジョリティーの株主としての親会社から社内、社外を問わず取締役、監査役が選任され、こういった方々が独立委員会の委員長を兼務したりであるとか、こういった方々を含めて取締役会全体が社外有識者を外部から連れてくるということで、そういった人たちが選んだ独立委員会が、真に取締役会等から独立して少数株主のために働くのかというのは、甚だグレーであるとみている。

であれば、どうすればよいかということで資料8ページに記載しているが、先ほどの繰り返しにもなるが、基本的には独立性をきちんと確認するというプロセスが必要だと考えている。例えば、社外取締役、社外監査役を委員として兼務させるのであれば、独立性をより厳格にチェックするということである。社外有識者を呼ぶ場合も、取締役会全体で探してくるというよりは、社外取締役、社外監査役のみに選ばせて、しかもきちんと属性等を確認して、しかも開示するといったプロセスを経ることによって、より利益相反関係というものがどんどん薄まっていったりより独立性が高まるので、そういったプロセスを丁寧にやっていったら、少数株主のための独立委員会を作ることが必要であるという見方をしている。

資料9ページについて、「独立性の確保（2）」ということで、本研究会等でよく聞く、独立委員会がFA、LAを選任すべきかどうかということだが、これは必須であると考えている。少数株主の立場からすれば、必須であるといっても差し支えないかなと思う。論理的にということにもなるが、基本的に裁判等を通じて算定書を非常に詳細にチェックさせていただくという経験があるが、例えば算定書は、操作というか、特にDCFなどを含めて算定株価は買い手からするとなるべく低くしたい数値なわけであるが、手口というか手段が非常に巧妙化・複雑化しており、資料に例示した中でもあるとおり、事業計画をいじるのは当然なの

だが、ベータ値やターミナルバリューのマルチプルをいじるということが起きている。驚いたのは例えば無リスク資産である。要は日本国債の10年ものでよいのではないかと普通であれば思うのだが、これをいじってしまうとか、そんなとんでもないことも起こったり、ありとあらゆる、よくここまでクリエイティブになったなというくらいのいろいろなことをやっている場合が現実としてある。これは別に少数株主でなくても、理論的に考えてもおかしいことを、算定機関がしれっとやってしまうという事例は枚挙にいとまがない。そういった経験も含めて、独立委員会、社外取締役なり外部の有識者が本当に見抜けるのか、専門家が作成したものなので専門家のチェックが必要なのではないかと考える。さらに、実際に算定書があれば、例えば実務的なものでもあるが、裁判になった場合にも、裁判所にとっても非常に重要な資料になる。LAについても、実質的な議論の進行とか、具体的に言えばアジェンダとか答申書の案とかそういったものに関わる等、非常に影響力がある。そういった中で、独自のFA、LAが必要であると思っている。

その図を描いたのが資料10、11ページであり、現状としては、残念ながら取締役会が用意した算定書とかLAをそのまま独立委員会が使ってしまうという現状になる。そうすると何が問題かということ、本当にチェックできたかということもあるし、そもそも取締役会が選任したFA、LA、特にFA・算定書に関しては、どうしても利益相反の観点から問題があるという疑念が残る。統計的にいっても、今手元にあるわけではないが、取締役会の算定書を独立委員会が独自のFAを雇わずに覆して変えたという話は、私は今まで何百件という取引がある中で一度たりとも聞いたことがない。そんなことがあり得るのかということも含めての問題提起であり、であるならば、いっそのこと独立委員会で、きちんと独自のFAを雇って算定書をつくる、LAも雇ってしまうということにしたほうが極めてすっきりするし、クリーンになる。利益相反関係も明確に遮断できるという意味でメリットがあるかと思う。実際にそういったプロセスを踏むことによって、特に親会社による上場子会社に対するTOBの場合だと、親会社の人たちは、レピュテーションリスクをもってきちりやっているということを対外的にみせるという意味でも、非常に有意義ではないかと思う。

資料12ページ以降はその他の論点について記載している。基本的には本研究会で議論されていることであるが、1つ目としては、完全子会社化は少数株主からみればMBOと同じではないかという点である。2つ目としては、実際に交渉役に立つ社外取締役が独立かどうかということも非常に怪しいのではないかという点である。3つ目としては、情報開示の充実ということで、今のままでは情報開示はまだまだ不足しているのではないかという点

である。例えば、独立委員会が取締役会に出す答申書なども、本来は少数株主のために答申しているわけなので、そういった内容を一般公開しても差し支えないのではないかと考えている。株価算定書に関して、これもそもそも取締役会が取り寄せたものであれば独立委員会が作成したものであれば、少数株主のためのものなので、これは公開してしかるべきであるというふうに考えている。そうすることによって、MBOに参加するかTOBに参加するか、少数株主が判断するために非常に助かり、ひいては公正な取引になると思う。実際に最後に記載しているが、開示を前提とするということになれば相当きちんとしたものを作成しなければいけないので、答申のほうもきちんと議論した上で独立委員会が作成しなければいけないということで、そういった牽制が働くという意味でも、健全化という意味では非常によいのではないかと考えている。

【青委員】上場子会社を完全子会社化するケースについて、グループの事情からすると、親会社とその子会社との間でグループの戦略として完全子会社化することがまず最初にありきというようなケースも実態としては見受けられるかと思う。その場合においても、子会社においては完全な独立する立場の人というのを設けて、それで親会社との間でしっかりと交渉をするということが基本的な必要事項かと考えるが、その際、親会社はなかなか第三者に対してその株を手放すということはないので、その交渉が実態として難しい面があり、子会社には親会社の支配が強く働くところなので、そういった場合において子会社の独立性を保つ手続というものはなかなか難しい面があると思う。その点に関して特に留意すべきこととしてご示唆があれば教えていただきたい。

【細水様】交渉が難しいというのは、子会社の役員だからということか。誰が交渉するときに難しいということか。

【青委員】親会社からすれば、対抗買付者が仮に出てくるかどうかというときに、第三者に対して売るつもりがないということで、その親会社との間でしか交渉する余地がないというような事象が生じるなど。

【細水様】当然だが、対抗馬がいれば交渉はしやすいのだろうが、売らない、もしくは取締役会として親会社のTOBに賛同しないという意見表明も可能である。つまり売らない、

いわゆるWalk Awayするオプションも含めて交渉するというのは十分可能なのではない。そのときに根拠となるのは、子会社の方々からすると、むしろまさにそのために独立委員会が設立されて、独立委員会独自のFAがこういう算定書を出しているという価格交渉がきいてくるのではないかと思う。それがだめであれば、そもそもその子会社化はすべきではない子会社化だとすら私は思う。

もう1つ補足すると、本研究会の議論の中でも、あまりルールを厳しくすると、そういった親子上場の再編とか社会的に有意義な可能性の高い企業再編が行われず、萎縮してしまうのではないかという問題が挙げられていたかと思うが、結局社会的意義、公益のバランスだと思う。当然そういった再編が行われるという公益もあると思うが、一方で、東京証券取引所の公益というか、日本の証券市場で少数株主が守られる、そういった市場の規律を守るという公益もある。私は、どちらかというと後者の方が圧倒的に重いと思っている。前者はあくまで一企業、一企業グループの公益といえるので、そういった中でそれらのバランスをとるときに、交渉のために何か有利な方法を考えるという意味では、独立委員会はむしろ便利なツールなのではないかとすら考える。

【田中委員】資料11ページ枚目に記載されているFAとLAの選任に関して、お話では、取締役会が選んだFA、LAを独立委員会がそのまま用いるのは利益相反の関係から問題があるので、独立委員会が独自にFA、LAを選ぶのが望ましいというお話だったかと思う。その関係でお聞きしたいのは、日本のこれまでの買収実務においては、独立委員会が必ずしも買収交渉の初期段階から設立されておらず、後から設立されているので、独立委員会が設立されたときには既にFAもLAもいるという状態がおそらくかなり通常事態になっているのではないかと思う。そういうときに、独立委員会が設立されてから既にいるFA、LAをチェックして、この人たちなら信頼できるから、この人たちを選任し続けようという選択をしてもよいとお考えか、それとも、その場合には独立委員会は重複して自分たちのFA、LAを選任したほうがよいとお考えかお聞きしたい。

【細水様】結論からいうと、独立委員会の説明責任という観点からも重複して雇うべきだと考えている。残念ながら現在、独立委員会の説明責任を追及する仕組みがないが、仮にもし責任を問われる立場になった場合、委員は、取締役会がそのFAから取り寄せた算定書が、少数株主にとって何の落ち度もない立派な算定書であるということを完全に証明する

ことができるのかという話である。そういった委員本人のリスクや少数株主利益が損なわれるリスクと比べた場合に、算定書を独立委員会がとるコストはどれほどのものかということである。算定書を取得すること自体のコストは、せいぜい1,000万円とか数千万円程度というのが私の実感であり、一方で、MBOやTOBで非上場化して市場から退出するというのは、それ自体重要なことであるし、また、そもそも上場コストというのは年間数億円かかっている。そういったコストもある意味浮くという大変だが、そういった中で第三者委員会が使う数千万円というコストは、重要性、全体の金額という意味でも大したことはないコストかと思う。重複ということになるが、それでも構わないと私は思う。独立委員会が少数株主のために動いているというのが前提条件だが、むしろ独立委員会が取得する算定書の方が、より少数株主に近いので、そこで取得した算定書の方がより重要ではないかと考えるからである。なので、そういった意味でも、逆に独立委員会が算定書を重複してでも取らないという理由が分からないというのが私の見方である。もっといえば、独立委員会の設置のタイミングであるが、なるべく早い段階で設立されるべきであると考えている。実際に独立委員会が交渉役になるのか、それが難しければ取締役会が引き続き交渉役になるのかということはあるかと思うが、いずれにせよ独立委員会が算定書をとっていれば、当然LAも含めて交渉はできるはずであるし、また、仮に市場で取締役会がフロントで交渉に入るとしても、独立委員会が交渉の内容、条件に対して、算定書をもとに少数株主のために影響を行使できるといったメリットもあるかと思う。そういう意味で、重複することは全く問題ないと考えている。

裁判という意味でもそういったものが重要であり、私の意見書の中でも書いたと思うが、実際に裁判の実務においても、実際に出てくる算定書は、現実問題として取締役会が取り寄せた算定書しかない。そこで独立委員会の算定書がない場合、当然反対株主は裁判の中で算定書を作成するわけであるが、裁判官からすれば、自分たちがなるべく高く売りたいから算定書を高く見積もっているのではないかという疑いが拭い切れず、結局信用できないだろうと考えられる。その一方で、取締役会が取得した算定書は、少なくとも外形上は独立委員会、第三者委員会からの、一応合理的でない面はないというお墨つきというか、そういったものがあるということで、比較的信用できるという形で採用されてしまっているというのが現実かと思う。それは結果的にMBO、TOBで決まってしまった株価を裁判所が追認せざるを得ない状況になっているということである。算定書が独立委員会で取得されていれば、そういった事後的な形でも、裁判所が両方をみながらその違い等を見比べら



れるというメリットもあるので、そういった点からも重複してとることは非常に意味があると考えている。

【鈴木様】本研究会では、どちらかというと手続論ということでお話をされていると議事録等から承っている。私は企業価値評価の専門で、もともとはM&Aの仕事をやっており大学に移った。今でも実際に現場へのアドバイスを定期的に行っており、最近の事例についてもそれなりの理解があるつもりである。それをベースに、先ほど細水様からもご説明のあった、かなり恣意的に企業価値評価がなされて算定書が出ているのではないかということに関係するが、いくつか算定方法に関して、エビデンスをお示ししたいというのが本日の趣旨である。

まず、私の個人的な立場であるが、M&Aを実際にやってきた者からすると、手続の公正性それ自体の議論に対して、私は特に異論を唱えるものではないが、いくら手続をやっても価格の正当性を証明することにはならないと思っている。なので、この2つは別の次元で議論され、もちろんリンクはあるが、別々の判断をしなければいけない。実際にM&Aをやっていた者からすると、相手に希望価格があれば、それになるべく近づけて算定書を出すというのが、ある意味フィーをいただいている立場からすると当然である。もちろん理不尽な水準である場合、レピュテーションリスクがあるので出さないが、なるべくそこに近づけるというのは自ずとやることである。なので、できる範囲でその手のバイアスは当然かかっているという理解を私自身はしており、その分について実際のデータをみてみようというのが本日の話である。

2013年に東証の開示ルールが厳しくなり、算定書のかなりの内訳について内容が開示されることになった。もちろん、本研究会で問題になっているMBO及び事業再編に係る取引のみということであるが、そこに関してはリリースの中でかなりのデータがとれる。それを実際に規制が始まってから2018年12月末までの58件について分析をしたというのが本日の報告である。

資料10ページについて、実際にそのデータをとった内訳がある。58件あるが、実際は56社である。なぜ58件になるかというと、2件はフェアネス・オピニオンと算定書を別々に、フェアネス・オピニオンは第三者委員会、算定書は取締役会がとっているケースである。したがって、同じ案件に関して算定書が2件出ているというケースが2つあり、58件のデータということになる。

実際にどのような手法を使って価格算定をしたかということであるが、いわゆる市場株価法といわれる直前の株価の平均値を使うものが58件中57件。それから類似企業比較法が25件で約半分以下ということになる。上場企業なので、現状の株価を尊重するという考え方かと思う。DCFに関しては58件中58件、すなわち100%実施されており、DCFをやっていない算定書はないということになる。具体的にDCFにおいて、一番最後の問題として継続価値、いわゆる予測期間以降の価値をどのように算定するかということなのだが、これはいわゆる恒久成長法、最終年度のキャッシュフローが一定比率で将来にわたって恒久的に成長するということを前提にしたモデルが58件中51件である。それからマルチプル法、いわゆるEBITマルチプルもしくはEBITDAマルチプルを使ったものが11件である。足して62件になる理由は、一部の企業は両方お使いになっているからということである。公開買付けがDCFの価格レンジ内に入っているものが58件中51件である。何らかの算定手法のレンジ内に入っているものが58件中53件である。では、それ以外のレンジから外れてしまったものはどういう外れ方をしているかということだが、これは100%レンジが下ぶれ、すなわち公開貸付価格が上である。したがって、それを下回った公開買付価格がついている、いわゆる算定したものよりも低い買付価格がついているという事例は、私が調べた限りではない。

実際に開示の実態をみると、後ほど特に取り上げてお話しするが、割引率のばらつきが非常に大きくて、一番低いもので2.8%、一番高いもので16.2%ということなので、これは単純に恒久成長率0%のモデルでやると、両方の算定、同じキャッシュフローに対して6倍のバリュウの差が出るということになる。逆にいうと、逆数をとれば16.7%ということになるので、要は85%までのディスカウントができるような状況でバリュエーションが行われている。これは正直いって、資料にも赤字で記載しているが、何でもありだという現状になっているということである。

業績予測については、大体平均4年分であるが、4分の1は3年以内ということである。それから、売上高の成長率平均は4%ということであり、継続価値のTVは恒久成長モデルが多い。シナジーを勘案するかどうかというのもリリースするようにと東証からいわれていると思うが、勘案したケースは3件のみであり、それ以外は、お決まりの文句ではあるが、現時点では算定するに至るだけの十分な情報がないので算定できないという形になっている。それから、フェアネス・オピニオンを取得したケースは5件である。また、資料には記載していないが、MBOといわれる上場子会社の完全子会社化で違いがあるかということ

について、データの的にはプレミアムのレベル、割引率の算定の仕方、全てに関して有意な差はない。

次に資料12ページの実際のデータについて、本日お話ししたいのは、特にこの割引率の運用ということである。

資料13ページについて、これが実際の分布である。先ほど16.25%が一番上だという話をしたが、一番下が2%、平均は大体7%前後である。ただ、10%超えるものもそこそこあり、全部で7件あった。

我々のファイナンス理論で教えているレベルでいうと割引率は大体6~7%程度、WACCであればもう少し低くて5%程度と教えているが、そこから極端に外したのは何らかの意図があるのではないかとということで、実際にデータをとったのが資料14ページと資料15ページである。プレミアムのレベルと関係あるのではないかと思ったが、ここはほぼ関係はないということである。一方で、少し分かりにくいのが、DCFで設定した範囲の中の何%程度のレンジのところに買付価格があるかということに関しては、有意な差が出ている。右側に少し極端なデータがあるので、それを外す等いろいろな検証をやっているが、どれでも有意である。具体的には、レンジが下がる、割引率が高くしているということは、逆にいうと、そのレンジの下ギリギリのところを買付価格がある。割引率を低くしているというのは、レンジの上ギリギリのところを買付価格があるということなので、当初の予想と逆なのだが、おそらく、相当割引率を下げたときに、それよりも下にギリギリいきそうだったので無理やりレンジを下げたか、逆に上のほうは、割引率を上げないとレンジが上がってこないのか、何とかそのレンジの中に収めるために割引率を下げたのではないかと考えている。ここは、もう少し検証が必要かと思う。

資料16ページ以降は若干私の意見が入っているが、「調整項目化するDCF割引率」というテーマを挙げている。ご高承のとおり、最高裁のセイコー・フレッシュフーズという案件において、割引率に関しては特に一定の資本還元率で還元すればよい、つまり、そこからディスカウントしてはいけないが、割引率については特に判断がなかったということが関係しているのかは分からないが、割引率のところに負荷をかけてレンジを合わせているのではないと思われる案件が非常に増えている。我々学者の中でも、どういう割引率が妥当かということに関しては必ずしも一貫した考え方があるわけではなく、例えばリスクフリー金利はどのようなものを使うか、使用する国債の残存期間をどの程度のものにするか、マーケット・リスクプレミアムはどこから引っ張ってくるか、ベータをどう推定するか等、

一つ一つのファクターにいじれる要素があることは事実である。最近流行のものとして小型株プレミアムというのがあって、小さな会社なのでプレミアムをつけますというものである。時として10%という小型株プレミアムを乗せるという慣行があって、実際にそうやったと思われる事例が、少し戻るが、資料13番ページの16.25%の根拠である。小さな会社なのでプレミアムを乗せたと、はっきりリリースの中に書いてある。ちなみに、先ほどのMBOと上場子会社の完全子会社化との差異についてだが、資料13ページでいうと割引率の高かった上位2件は上場子会社の完全子会社化であり、MBOが3番目である。なので、少なくともエビデンスをみる限り、上場子会社の完全子会社化だったらまともにやっているということは必ずしもいえないということかと思っている。

資料19、20ページはおさらいで、特に資料20ページ、サイズプレミアムについてどのようなことが行われているかということだが、式をみていただくと、普通のCAPMもやった後に、小さいから3%乗せる、場合によっては10%乗せるということで、ここで一気に割引率を引き上げてくるという作業が行われている。エビデンスとしては、イボットソン・アソシエート・ジャパンが発行している「日本株の小型プレミアム」という本があり、そちらが主に根拠としてリファアされている。個人的に私自身がやって発表したそのデータの検証では、結論からいうと、イボットソンのやっている検証手法は、簡単にいってしまうと、毎年大きい順に10個、東証一部上場銘柄を並べ、その後、1年間のパフォーマンスを計測する。1年経過すると、またバランスし直して10個に分け、また1年トレースする。これを平均したものがプレミアムということである。一方でM&Aの場合は、小さい会社を買って、大きくなったらリバースするかというと、しない。基本的に持ちっ放しとなる。したがって、1年の計測ではなくて、少なくとも小さい株が5～10年でどれくらいオーバーパフォーマンスしたのかということを見なければいけないが、今の検証方法では1年ごとにみて、リバランスしているということになっているということである。なので、実際にやってみると約6%程度プレミアムが落ちてしまうので、今10%お使いの方からいうと、約4%程度しか本来使えないはずというふうに個人的には思っている。この辺も一つの問題点として、今後、別の場で提起させていただければと思っている。

最後に、資料24ページについて、非常に話題になっていたのご存じかと思うが、アルパイン・アルプス電気の統合比率の算定の事例をご紹介します。これはファンドが入ってきて非常に騒ぎになったので、その関係でいろいろな算定書が飛び交っていろいろな内容が開示された結果として、本来東証の開示基準では出てこないはずのデータが、いろいろと出

てきており、面白いのは、アルパインサイドが2社アドバイザーを雇っていることである。アルパインもアルプス電気も両方とも出しているが、1社はいわゆるフェアネス・オピニオンに相当するもの、もう1社は算定書というケースであるが、算定書のほうはSMBC日興証券で、アルパインに対しては5.97～6.97%の割引率、アルプス電気に対しては8.27～9.27%の割引率を適用している。もう1社、フェアネス・オピニオンを出した山田コンサルティンググループであるが、こちらは先ほどのサイズプレミアムを適用した結果として、アルパインのほうが市場規模、いわゆる時価総額が小さいのでアルパインのほうが高いとしている。見ていただくと分かるように、2社でほとんど逆転した割引率を使っているということになる。この部分について、かなり厳しい突っ込みがファンド側及び個人株主からされていたが、最終的な同社の回答としては、割引率に対しては決まった考え方がないので自分たちは知らない、算定者が使ったものだから、自分たちに判定する利益もなければ権限もないというような回答になっていた。もちろん、複数のアドバイザーから意見をとることによって、このような逆転が起こることはある意味健全だという考え方もあると思うが、正直いうと、ここまでひっくり返ってしまうと、一体何のモデルを使って、どうしてどうなっているのか、外からみるとわけが分からないというのが実態だと思う。なので、個人的な意見として、少なくとも割引率に関しては、現状の東証のガイドラインでは「割引率」という言葉でしかなくて、それが株主資本コストなのか加重平均資本コストなのかについてすら分からない。WACCをいえばよいのか、REをいえばよいのかということも分からないという状況なので、この部分については明らかにしていただくということと、できればその算定根拠の部分についてもある程度パラメーターの開示をしていただきたい。結論からいうと、それ以外の業績等はみれば分かってしまうので、何で40%も50%も伸びるのかということで、負荷をかけにくいということが実際のデータからみても分かる。その部分についてそんなにばらつきはない。結局アドバイザーが目的とする数字を使うときに一番使いやすいのが、現状は割引率になっているというのが私の結論である。

【田中委員】シナジーについて、少数ながらもシナジーを算定しているものもあるわけだが、価格算定をするときにシナジーを算定しようと思うとどのような方法があり得るのか。レックス・ホールディングス事件の東京高裁決定は、統合企業の企業価値を算定して、それから個別企業の単体の企業価値を算定して、その統合企業の企業価値と単体の企業価値の単純な和の差としてシナジーを算定すればよいとなっているが、しかし対象会社はその

算定に必要な証拠を出さないで、市場価格+20%プレミアムで算定するのだという決定である。このような東京高裁が示唆したような算定方法は、算定の実務においてどの程度現実的な算定手法たり得るのか、こういうことをやろうと思えば可能なのかという点である。特にこれが問題になるのは、日本の場合、公正な価格の算定においてはシナジーの公正な分配を含めなければならないという立場だと理解されているので、本来、これは計算しなければならないはずである。その計算が現実的に今どの程度行われるのかというあたりのご感触を教えてください。

【鈴木様】 実際の実務の裏側で、私が少なくともアドバイスしているケースでは、シナジー込みのバリュエーションを行っているのは、半分くらいではないかと思う。この辺は実際に手元に持っている。特に買収者サイドの場合にどこまで買い上げられるかという、これは一般的なQBではない。一般的なM&Aの交渉において買収後のキャッシュフローのイメージというのは、作っておかないとその後のPMIの問題もある。その目標値までいかなかったら買収としては負けているわけで、それに基づいてバリュエーションをやって買っているわけであるので、その辺も含めて実際の算定は行う。ただ、1つ問題があって、一般的には、その対象企業のシナジーのみを求めるケースが多い。したがって、買収者にメリットがあるという部分については乗ってこないケースが多いと思う。本来は対象会社をバリュエーションして、買収者にも本来は何か付加的なメリットがあるはずだが、その部分はある意味無視して、現状だとこの辺まで例えば売上が伸ばせるとか、コストが減らせる、といったことを心づもりとして行う。ただ、それを算定書として書けるかというと、これは非常にハードルが高いと思う。数字がひとり歩きしてしまうので、それを開示することに対しては企業としても抵抗があると思うし、私自身アドバイザーをやっていた立場からいうと、それに対してcertificationしろといわれるのはもっとつらい。そんな事業のことが分かるわけもないので、相手が言ったとおりの数字を作っただけであるといったみたいに逃げたくなるというのが本音なので、実態としては、手元資料としてはやっているが、外に出せる形で出せるかということになると、かなり厳しいかと思う。

【Sneider委員】 開示事例にみるDCF法の運用実態についての質問なのだが、資料11ページ、業績予想について、過去の事例では、基本的には業績予測は1つだけなのか、それとも複数存在するケースもあるかについてご説明していただきたいと思っており、鈴木様の

算定書作成の観点から、例えば複数のケースの価値はどこまであるのか、この辺りについてご説明していただきたい。

【鈴木様】複数ケースのシナリオは、先ほどの田中委員のご質問に似るが、作ってはいるが、実際には1つを出すケースが多いと思う。いわゆる楽観シナリオ、メインシナリオ、悲観シナリオということで算定書の中には複数載せているケースはあるが、東証の算定書の開示基準も、逆に複数載せてしまうとどちらなのだといわれそうな雰囲気もあり、リリースの中では、おそらくその中のメインシナリオだけが抽出されて開示されていると思うし、実際問題として、それを本格的に開示したことによって追加的な情報がさほどあるとは個人的には思っていない。やらないよりはましかもしれない。複数のシナリオが開示された事例ではないが、厳密にいうと、1社で2つのオピニオンをとっているケースで、業績予測がトップラインは同じ、売上高は同じだが、フリーキャッシュフローが違っているケースがあった。つまり、フェアネス・オピニオンを書いた人と算定書を書いた人でフリーキャッシュフローが違うということは、どれくらい投資が必要かというところの見積もりが異なり、出てきたキャッシュフローの中から必要とされる取り分が変わるので、結果としてフリーキャッシュフローが違っているというケースはあった。それが1件だけで、それ以外は全部1シナリオであった。

【吉村様（福島委員代理）】資料13ページについて、先生の表現で「何でもあり」というふうな言い方をされていたところは、私どもは非上場の買収の評価書を拝見させていただく機会がたくさんあるので、その感覚知はおっしゃるとおりなのだろうと思っている。一方で、どちらかという、かなりトリッキーなものが出てきたときにどうするかというところが大体いつも論点になる。いつもきちんとしたものを出してくださる方はいつもきちんとしたものを出してくださるし、そうでない場合にはそうでないということが現実的に多いということと、私どもの経験上、裁判所のサポートをさせていただくときに裁判官にこういったことを説明するということが非常に大変なことになってくることが多い。そういった状況の中で今の鈴木様のご発言のご趣旨は、少なくとも割引率に関しては一定の何らかの着地をさせていきたいということだと思うが、それは最後のご発言でいうと、やはり開示の充実で図っていくべきだということをおっしゃっているという理解でよろしいか。

【鈴木様】ご質問に対しては、そのとおりと申し上げたい。もちろん基準をある程度示すことは可能だと思うが、文字どおり、おっしゃったようにケース・バイ・ケースである。例えば、スタートアップ直後のベンチャーにおいて何%使うかというのは、理論的にも一定の基準があるわけではなく、場合によるとファンドの使っているような20%という数字を使っているFAもいるということは理解している。なので、私自身は、データを出せば自ずと世間の目に触れるので、いい加減なことはできなくなるはずだと思う。もちろん、それでもいい加減なことをやる人はいると思うが、ただ、もし継続的に取引を行いたいということであれば、レピュテーションリスクは相当大きくなるので、あまり無茶なことはしないのではないかと考えている。1社だけ攻撃してもしようがないのだが、先ほどの16.25%の算定書を出されたFAは、いわゆる大手ではなく、2人程度でつくられた事務所だということを確認した。別に、だからというつもりはないが、継続性であるとか外の目にさらされて変なことは言えないというのは、ある程度の歯止めにはなっていると思う。

【寺下様】私自身も未上場のときにMBOをやっておりますので、MBO自体は、非常にワークするというか、極めて重要なM&Aの手法で重要性は高いので、是非これは阻害されないように、よりいろいろなところで活用してもらいたいという意味で「公正な」ということがついていると思っている。私自身は、日本におけるMBOはもっともっと進むべきだろうと考えた中でお話をさせていただく。

資料の「新指針が必要とされる市場の変化」について、何をいいたいかというと、まず日本の機関株主は、実は世界で最もダイバーシティーが進んでいるということである。アメリカよりも日本のダイバーシティーのほうが実は進んでいて、そこはまず理解するべきである。全世界から投資家が来ているし、アメリカはどちらかというと自国の機関株主が主体としたfiduciary dutyがかかっているが、日本は個人株主も多いので、世界に稀にみるほどダイバーシティーが進んでおり、今、金融庁の施策でNISAが始まっているように、極めて個人株主も大切にしようとしている。東証の指摘もあるが、ここは諸外国とは少し違い、機関株主だけではなく、個人株主も極めて国家的に大切にしているし、これからもそこは重要視していかなければいけないということが、まずフットノートとしておきたいところである。アクティビストは、ご存じのように是認されているので、今さらアクティビストをどうのこうのという時代はもう終わったと思う。むしろマーケットメイクとしては、マ



ーケットオピニオンとして極めて重要な手段である。もう一方の会社側の変化であるが、私もCGS研究会の委員をさせていただいているが、社外取締役は当然義務化になるし、かつて企業価値研究会でお話があったときに現在のMBO指針をつくったが、今や社外取締役がない時代とは抜本的に違う状況にある。発行企業も、昔のように社外取締役がない中でどうするかという時代ではないということをはっきり認識しなければいけない。となると、結局3番目であるが、何を置くかという、先ほどの細水様と全く同じ話が入る。日本の独立委員会とか独立性、少数株主保護。上場とは一体何なのだ、上場企業たるものは一体どういうことか、上場企業の取締役たるものの善管注意義務の中の極めて重要な要素は何かという点は、上場していない企業と比べると少数株主の保護であるというのは、これは絶対的な概念であって、ここをどう担保していくかというのが今後施策として重要になっていく。ただ、残念なことに、これは形だけ作ればよい、要するに独立委員会さえ作ればよいのというふうにMBOもみられることも事実である。そこは是非気をつけたい。ということで、結論から言うと、第三者の委員会を組成するプロセス、委員選定、第三者委員会が独立したアドバイザー、FA、LAを使ったり、特に日本の概念で一番抜けているconflict of interestを取締役の方々に徹底して教えなければいけない、トレーニングしなければいけないというのが重要なポイントだと思う。このconflict of interestをまず理解していない日本の取締役が大企業にもかなり多いということが重要な要素だと思う。したがって、議論としてMajority of Minority条件の話が当然出てきても仕方ないということである。ということで、支配株主以外の有する議決権の過半数の概念というのは、当然考えてもよいのではないかと思う。ただ、これは必須ということではなくて、こういうことがあるということのを是非ご理解いただきたいというところである。これは後ほど、簡単にお話する。次に、ここが重要なのだが、MBOが提案された場合にすぐに第三者委員会を立ち上げて、言い方は悪いが、丸投げしてしまうケースが横行している。要するに、そのMBOがよいのかどうかも含めて第三者委員会に丸投げしてしまおうという動きがみられるのは事実である。なので、今の現行取締役が、MBOが出る前に独立委員会を作るもしくは作らない、事前にどういう善管注意義務をもっているのかということをもう一度指針で整理することは極めて重要である。ただ単純に第三者委員会を作るとか、そこに独立性があるということ自体は、私も驚くような案件をたくさん現場でみているので、是非要注意していただきたい。また、第三者委員会のメンバーについて、当然株主総会で選ばれた社外取締役は第一候補になるのだが、これもCGS研究会で現在独立性の基準が非常に曖昧になっているので、

その点を踏まえると、第三者委員会は独立性のある方々ということで他から選んでくるということは事実なのだが、実は現状の問題を一言でいうと、MBOを成立させるための委員会といった、そういう人たちが選ばれていることも事実であり、是非ご理解いただきたいが、性悪説に立つと、独立であれば、この人たちさえ選んでいればこのMBOは上手くいくだろうと、そのように選ばれるのはどうかと思う。その辺の要件もかなり厳しくしておいたほうがよいということである。それと同時に、先ほど申し上げた社内・社外取締役のM&Aのトレーニング、これは是非金融庁でもご理解をとということである。

日本において徹底的に抜けているのはレブロン義務で、レブロン義務について取締役会に話してもなかなか理解してくれていないのが現状で、日本においてレブロン義務は関係ないといわれればそうなのだが、レブロン義務がアメリカにあるということで、M&Aがグローバルで進んでいるという事実は、改訂する指針において強調して伝えていただきたい。そこは重要だと思う。レブロン義務を採用する・採用しないに関わらず、取締役になる以上、善管注意義務としてレブロン義務は当然のこととして知っていなければいけないということを是非ご理解いただきたい。それが結果的には少数株主の保護になるということである。

最後に株価について、これも日本でよくみられるボラタリーに業績が変動しているときになぜかMBOをやってしまうというのは、是非やめていただきたい。そこはかなりしっかりとしたチェックが必要かと思う。

最後になるが、必要とされるM&A指針について、私も未上場のときにMBOをやったので、是非この指針は非上場会社に対しても何らかの形で効果的であるべきであると思っており、小さい会社にこんなものを適用してどうだという話もあるし、社外取締役の選任が進まないといっているが、そうはいつでも日本の場合、譲渡制限がかかっている株式会社の少数株主の保護はどうするのかという概念が抜けている。常にそのフェアバリューが算定されないので、どうも中小企業にいても、株価は安ければよい、これが税対策になるという話になるので、公正な株価というものは、上場、非上場を問わず是非こういうものがあるということを本研究会のような場で議論していただければ有り難い。

北村と弁護士の今戸から別資料についてご案内をさせていただく。

【北村様】 普段はM&Aのアドバイザーをしているが、当社は、特にアクティビストが入っているような少し特殊なディールが多いという特徴がある。

資料5-2は、S&Pのベンダーから落としたデータベースという形になるが、アメリカで行われているM&Aの中で特別委員会が設置をされているものという条件で抜粋をしてきたもので、左側から対象会社、買収者、FA、トランザクションタイプと並んでいる。網羅性は確認ができていないが、大体年間で10件弱程度special committeeが設置をされているディールがあるということが確認できる。もう1つ目につくのがFAの欄であり、2列に分かれているところからも一目してお分かりのとおり、フェアネス・オピニオンプロバイダーとトランザクション・アドバイザーがあえて分かれている。一定の開示の情報を通じてこういうものが当然ながら識別できているわけであるが、先ほど鈴木様から、まさに手続の公正性と価格とは別だというお話があったが、価格の算定をするという業とFAというものがまず分かれていて、さらに全体感として目につくのは、FAが複数入っているディールが非常に多いということが特徴的だと思う。実際の案件を個別に論じていく場ではないので割愛するが、案件を見ていくと、それぞれのFAの役割があり、資金を引っ張ってくる役割なのか、もしくは独立委員会の側でリテインをされているFAなのか、あるいはアクティビスト側からカウンターの提案みたいな別のよい、そのM&Aとは違うスキームのものが提案されているような局面で当該提案を検討するために、よりコンフリクトのないFAが必要だなどというような局面かもしれないし、そういう状況と実態に応じて、単純にFAの社数をふやせばよいという話ではなく、実態に応じてこういうリテインがされているのだと理解をしている。本日のお話との兼ね合いでは、寺下からも申し上げたとおり、こういったFAの立場でFAを増やせというと、それは商売になるからそうですねとかいわれてしまいそうなのだが、これは自戒を込めて資料の中から感じたところである。また、鈴木様もおっしゃられたとおり、開示がされているということはどういう役割であるかというプレッシャーの中に置かれると自戒を込めて思うので、そういう中で衆人環視の下で公正なディールが進んでいるのだろうというのが、資料の中から全体として感じたところである。今戸から、特別委員会についてご案内させていただく。

【今戸様】特別委員会について少し補足させていただく。既に本研究会でご検討されているかと思うが、こちらの資料、全てイエスのものになっている。当然公正なM&A取引を目指すというところの観点から、アメリカでも特別委員会が必ずしも求められているわけではないということは理解しており、MBOであるとかMEOであるとか支配株主による買収等かなりコンフリクトの状況が厳しい、裁判にいった場合にかなり厳しい判断基準が適用

されるであろうという事例において、次善の策としてこのような公正性担保のための措置がとられていると理解をしている。これも今までお話も出てきたところではあるが、特別委員会を設置すればよいということではないので、いかに実効的に機能していたのかということが判例上も問われていると理解している。設置の時期について、日本では独立委員会はかなり後の段階になって設置をされるという実情があるが、アメリカで公正性の担保措置として有効に機能し得るために、やはり交渉の開始前に設置されているというのも一つの重要な要素である。また、特別委員会独自の判断をできるという意味では、独自にアドバイザーを自由に選任でき、それをもって交渉というか独自の見解を出せることと、そういった権限が実際に与えられたものかどうかということが非常に重視されていると考えている。もちろん日本の独立委員会とアメリカの特別委員会では、両国の法制度も異なるので、そのまま当てはまるものではないが、このあたり、権限をきちんとどういうふうの実効的に機能させていくのかというところは参考になるところがあるのではないかと考えている。

【田中委員】我が国においてレブロン義務に関する議論がされていないというのは学者の怠慢というのもあるかと思うが、日本の買収実務において、対象会社の取締役会が、レブロン義務が求めているような行為規範が求められることに対して、率直に言って、抵抗があるということがあるのかと思っている。具体的にいうと、レブロン義務は、基本的には対象会社株主の利益を他の考慮に優先させるべしという意味になっているので、例えばMBOで100%現金買収であって、2つの買収提案があって、両方とも資金調達可能性については特段問題がないということになると、レブロン義務だと、価格が優先され、高くつけたほうを優先させなければいけないのだが、日本の対象会社の取締役会は必ずしもそのように考えていないのではないか。要するに、MBOをやった後の事業を上手くやっていくかどうかということも大事で、その辺も含めて買収者を選びたいと思っているのではないかと思う。実際に実務をやっておられて、実感としてそういうものがあるかということと、もう一つは、率直に言って、そこはどのように考えるべきなのか、やはり高い価格を優先させるべきなのか、そうでなければ、我が国にふさわしい規範としてどういうものがあるのかという点をお聞きしたいと思う。

【寺下様】最近、ある種アクティビストが出てきたが、現在の日本の取締役会という中に

においてコントローラーのような中でやっているというのが現実的である。議決権がある程度確保できており、自分がコントローラーのような中で、仮に対抗が出てきてもそれに十分勝てるだろうというような意味合いの下でやられている、つまり、このディールは絶対成功するのだという、できレースのような中でできていることが事実である。それは、環境が整ってなくて、まだいろいろなアクティビストも来ただけなので、当然ながらマーケット・チェックがまだきいていないという点はある。ただ、私が本日申し上げたかったことは、私は実は取締役会の評価やいろいろなトレーニングをやらせていただいているが、そういうことが起こったときに、こういうのはどういう判断をしなければいけないのか、要するに価格だけではなく、長期的なキャッシュフローでも優先しなければいけない場合もあるし、対抗者が現れた場合ということ意識した上で、できレースでなく少数株主をしっかりと保護する考えの下で取締役会が判断をしているのかということである。また、そういうことをきちんとコンフリクトのないアドバイザーと話をしているのかというところに問題があると考えている。支配権も全て含めて結構コンフリクトで固まっている中で、全部ではないにしても、ある程度できレースの中でかなり進んでいるということが実情なので、そこはかなり注意していかなければいけないと思う。

【内田様（石綿委員代理）】資料5-2について、読み方を教えていただければと思うが、網羅性の確認ができてないというご説明をいただいたので、その前提で承っているが、日本と大分違うなというのは、フェアネス・オピニオンの部分について、一見すると全ての事案でアドバイザーの名前が書いてあるという点である。それもトランザクション・アドバイザーとは違うアドバイザーの名前が書いてあるということで、さすがアメリカというか、全ての事例で取られているのかと見たのだが、よく見ると、中にはAdvisor to Buyerという記載が、数でいうとおよそ3割か4割程度、相当数あるのかと思っており、バイヤーとなると目線がまた大分違うのかという気がする。そうは言っても、ターゲットのアドバイザーがフェアネス・オピニオンを出しているということになれば、かなり多くの事例でフェアネス・オピニオンが出ているという理解はできるのかと思う一方で、中にはバイヤーということで、バイヤーがフェアネス・オピニオンを出すというのも、これはまた日本のプラクティスとも大分違うのかと思う。その辺の資料の読み方を教えていただけると助かると思った次第である。

【北村様】 このデータ自体は、このまま読むというところまでしか認識をしておらず、なぜそうなのかというところまでは実は背景を存じ上げていないので、もしスナイダー委員のから米国の実務的な部分があれば教えていただきたいというところである。私としては単純に、フェアネス・オピニオンについては大半がターゲット側なのだが、純粋にバイヤーの側からつけることもあるというように理解をした。

【スナイダー委員】 おそらくターゲット側にアドバイザーがついて、原則的には提供されたことが前提になると思う。普通は、特別委員会はバイヤーのフェアネス・オピニオンに頼ることはない。中身をみると複数のフェアネス・オピニオンが存在しているかもしれないので、おそらくそういうことではないかと思う。

【三瓶委員】 ただ単純に数えたので会社ごとではないが、ターゲットは23件、バイヤーが23件、セラーが14件ある。本来であればAdvisor to Sellerが一番多くてしかるべきかと思ったところ、バイヤーというのが意外に多いというところである。ターゲットと同じだけあるというので、いま一つ理解ができてない状況なので、できればここについて追加の解説を、後日でよいのでいただけると助かる。

【川村様】 資料にも記載しているが、当法律事務所はカネボウ事件からジュピターテレコム事件まで、株主側の代理人として価格決定の裁判に関わることが多くあった。そして、2016年のジュピターテレコム事件最高裁決定の後も、現在、東京地方裁判所や大阪地方裁判所で価格決定の事件を担当している。また、先ほど鈴木様からもご指摘があったアルプス-アルパインのM&A取引の場面においても、株主の代理人として株主の意見を会社に伝える等のことを行っていた。裁判の経験等に基づいて簡単に我々の考えをご説明させていただく。

まず、MBO指針に関して、裁判においてどのように理解されているかを簡単に申し上げると、MBOだけでなくいわゆる一般のM&A取引における手続の公正さや、特に構造的な利益相反が存在するといわれている支配株主によるスクイズ・アウトのような事例において、利益相反を排除する措置として手続が十分に機能していたか、またはとられていたかという判断要素において、裁判所もMBO指針の基準を重視するということが実務として行われている。なので、MBO指針の改訂は裁判実務、特に価格決定の実務においては非常に

大きな直接的な影響があると理解している。

また、裁判所の決定、基準に基づいて、それが逆に実務に浸透していくというような流れが本来の姿なのかもしれないが、日本においては、残念ながら裁判官がMBOの実務やバリュエーション、株式価値算定といったものについて精通していない。もっと言うてしまうと、ほぼ素人であるという実態があり、特に海外の機関投資家を代理することが多いが、我々のクライアントからは、裁判を通じて権利が保護されるというのは非常に難しいという意見も伺うことがある。その上で、実務として今後自分たちの権利を守るために何をすべきかという観点で、このMBO指針の改訂の検討に関しては、非常に高い関心と期待が示されていることを日々感じている。

それでは、清野から資料の説明をさせていただく。

【清野様】今回は、いわゆる公正担保措置の各論点について、我々が裁判を通じて、裁判における立証、証拠としてどう出てくるかというところまで含めた意見である。

資料1ページについて、先ほど川村からご説明差し上げたとおり、基本的に上場会社の案件のみ載せている。三井生命の件は日生による買収で非上場だったが、TOBが行われた案件なので上場会社に準じるということで載せている。株主側でも会社側でもやっているの、バランスのよい意見が言えるのではないかと自負している。非上場の会社の価格決定はここに載せていないが、裁判もかなりやっており、そこでは非上場の会社の場合だと普通に鑑定が裁判において行われているので、その辺りも踏まえて意見が言えると思っている。

資料2ページ、目次であるが、本日は、主にここに記載している4点の公正担保措置について申し上げる。

資料3ページが株式価値算定書とのフェアネス・オピニオンの現状の問題点、我々が感じている問題点をまとめているものである。一番あるのが、価値算定の前提となる財務予測、これは基本的には会社が作るわけだが、会社は当然利益相反があるので、そこで作られた財務予測が不合理に過少になっていないか、それを算定人が修正している場合もあると思うが、この財務予測が作られた経緯が全く見えないというところがある。特に中長期経営計画で最近はそれなりに詳細なものが出ることもあるが、それと異なるものが平気で使われた算定書が相当ある。裁判をやってみないと算定書は見ることはできないので、裁判をやって初めて違う事業計画を使っていたというのが分かるわけなのだが、それが開示され

てないということも相当ある。また、算定書が開示されていないため、株主側が検証することができない。これも裁判をやって初めてきちんとした検証をすることができるという状況で、いわゆるレピュテーションリスクがあるから変なことはしないということをおっしゃる方もいるが、現状、レピュテーションリスクにさらされていない。裁判をやって、算定書を出すなら秘密保持誓約書を入れろなどといわれて、本来、株主側がなぜ秘密保持誓約書を出さないと算定書を裁判の場ですら出してもらえないのかというのはよく分からないが、裁判を円滑に進めるために出すことが多いのであるが、これは当然広く開示されるべきだろうというところである。

具体的に不合理に価値算定を低下させているという疑義について、何件もやっていると、またこの論点かというのが出てくることがある。それを簡単に4つ挙げているが、1つがDCFの継続価値の算定であるが、永久成長率法が理論的にも大原則であるとされているわけだが、そこで倍率法（マルチプル法）を使われているものもある。そういったときに、永久成長率法と併存して2つやっていればまだよいのだが、倍率法だけを採用しているものもある。そういった場合に継続価値は非常に低く算定されているのではないかと思う。マルチプル法だと、当然類似会社のマルチプルを使って継続価値を算定しているので、その類似会社の選定の妥当性というところにかかわってくる。マルチプル法のときに、最終的な算定結果から逆算して永久成長率法に引き直すとどういった永久成長率になるのか、インプライで永久成長率を出すことができるわけであるが、それを実際出してみると、マルチプル法はすごく低いマルチプルが使われていることが多い。鈴木様のデータでは永久成長率0%が中心とされることが多いわけだが、マルチプルをやってみると、平気でマイナス3とかマイナス4という数字が使われていたりするというのも現状として存在する。また、多く出てくるのが事業資産と非事業資産の切り分けである。特に保有現金を運転資金に含めるかどうかというところは、非常にグレーだと思っている。例えば、何百億キャッシュをもっており、このうちの例えば何割運転資金だといわれてしまうと、その分、価値算定には非事業資産として足されるものから抜けるので、非常に直接的にインパクトがあり、最終的な結果に響く。では、運転資金がどれだけ必要かということに関しては、ほとんど開示や説明がなく、当社としてはこれが運転資金だといわれてしまう。そうすると、裁判になるとその妥当性が間違っているということを立証するのはほぼ不可能な状況なので、ここをきちんと検証できないと、少数株主を保護できないと考えている。次に、先行投資の回収前に予測期間の打ち切りというところがあるが、これはDCFで財務予測の期



間を、例えば3年間として、1年目、2年目すごく投資するので、そうすると、利益とかキャッシュフローも低くなるということであるが、当然先行投資すると、それを回収する期間まで予測をしてくれないといけないわけであるが、例えば3年目で打ち切られてしまう。そして、その後は3年目のままずっと横に引っ張るということをされてしまうと、その先行投資は株主にとってはマイナスで終わってしまうので、そこはきちんと先行投資したものを回収されるところまで財務予測して、そこからならす等をしてくれないといけないのだが、それをやっていないのではないかと疑われる事例が散見される。最後に保有不動産の評価というところで、これも不動産会社などに多いのだが、もっと価値ある不動産なのではないかということである。不動産の会社だと、DCFは不動産から収益が主になってくることがあると思うが、そこがもっと価値のある不動産なのではないかということも論点で出てくるところである。

資料4ページが第三者算定機関の役割についてであるが、財務予測は利益相反状況にある経営陣が作成したということが根底にあり、だからこそ公正担保措置というところなので、第三者機関による算定は経営陣が作成した財務予測をそのまま採用したというのでは公平な算定が期待できないのではないかと考える。第三者算定機関が財務予測をきちんと検証する責任があり、この検証が不十分な場合には、いくら価値算定書を出したとしても公正担保措置は機能しないということをきちんと明確にする必要があるのではないかと考えている。

資料5ページについて、財務予測は経営陣が作ったのか、それを第三者算定機関が修正したのかという点である。修正したのであれば、第三者算定機関にも責任があるし、それを受け入れたという意味で経営陣にも責任があるということを明確にするべきだと考える。また、事業用資産・非事業用資産の切り分けであるとか類似会社の選定、その判断が経営陣と第三者算定機関のいずれにあるのか非常に曖昧になっている。なので、そこについてきちんと責任を明確化すべきなのではないかと考えている。

資料6ページはフェアネス・オピニオンについてであるが、現状、日本ではそもそもフェアネスと出てくるのであるが、算定書と何が違うのかというのが全く明確になっていないと思う。裁判所も、算定書とフェアネス・オピニオンについて、我々の実感としては全く区別できていないと考えている。フェアネスというからには、やはりそれを出した人の責任をきちんと問う、変なことをやったら責任を問われるという構造にしていない限り、フェアネスといっても意味がないと考えている。安易にフェアネス・オピニオンを出す人も

いるということがある。このような状況で、フェアネス・オピニオンが出ていれば、公正担保措置を積極的に評価するとしてしまうと、それは問題で、その前提として、フェアネスとは何なのかと、フェアネスを出した人の責任を整理してからでないと、フェアネス・オピニオンを公正担保措置とするのは危険であると考えている。

資料7ページは、第三者算定機関の独立性についてであるが、現状、第三者算定機関には投資銀行等が就任することが多いのであるが、算定業務だけでなく、通常、FA業務も行っていると理解している。そういった場合は、報酬体系は一定のリテイナーと、それからM&A自体の成功報酬が定まっており、大部分はこの成功報酬であると思う。算定業務だけで個別にいくらとはなっていないのが一般的と思う。そういった状況だと、第三者算定機関といっても、M&Aを実施する方向にも極めて強いインセンティブを持っており、それ自体大きな問題なので、第三者算定機関は、第三者といってしまうとすごくミスリーディングなのだが、報酬が強いM&Aの実施にインセンティブをもっているということは明確に意識する必要があると思っている。また、3点目、MBOとか子会社の非公開化は事実上実施すると結論が最初から決まっているという点についてである。できレースというお話も既にあったが、同じような実感は持っているところである。価格についても最初から決まっているのではないかと、上限値は分かっているのではないかと、というところがある。そうなる、算定をどの段階からするかというところで、最初に算定を行うタイミングが重要で、価格が握られた後だと意味がないというところがあると考えている。

資料8ページ、情報開示についてだが、既に申し上げている株式価値算定書、これは当然に開示して市場による検証を受けるべきだと考える。株式価値算定書の合理性を検証するためには、その前提となっている財務予測等がないと検証できないので、これらも開示すべきであると思う。この算定の前提の開示はなかなか会社からすると抵抗感が強いというお話も聞く。どこまで開示すべきかというところであるが、これは抽象的な言い方としては、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と考えている。これがどこまでかというところなのだが、この点については、我々は専門家ではないので申し上げるのは難しいので、専門家の方々から、どこまで開示すべきか、どこまで市場の検証にさらすべきかというところをぜひ意見を集約していただきたい。

資料9ページについて、先ほど報酬の話を書いたが、今は日本の開示だと、FAの報酬は開示されていない。なので、その独立性の程度はなかなか分からないのだが、現状でもアメリカでは、Form-F4が出ると報酬は載っている。我々が実際体験したこととしては、

クライアントが日本の開示は何も書いてないので、最初からあまり見ておらず、日本の会社のM&Aであるにもかかわらず、アメリカの開示をみているということがある。当然アメリカの開示に載っているのは重要な事項だからこそ載っているわけなので、日本は情報開示が不透明な市場だと思われてしまっていることはすごく憂慮している。

資料10ページで特別委員会の論点を挙げている。現在、特別委員会の役割が少し曖昧になっているかと思うが、一番重要な役割は、一般株主の保護の見地から取引条件の妥当性をみるということだと思っている。これも、裁判になると第三者委員会の答申書が出てくるわけであるが、会社側に立って物事をみているという印象を非常に受ける。例えば、会社側の見解が不合理とまでは認定することはできないなどといった記述があるわけだが、これは立場が全然違うのではないかと思う。当然裁量の範囲があるので、不合理とまでは認定できないということはあると思うが、不合理と認定しなければ何か意見を言うてはいけないのかという話であるが、一般株主保護の役割を担う委員会であればそれは違いただろうと考えている。また、委員の責任が不明確という点もある。さらに、委員の選任プロセスだが、現在の開示だと特に選任プロセスについての開示はなく、この人を第三者委員会の委員にするということだけ記載されているが、実際は誰から紹介を受けたとか、そういった人間臭いところが実態はあるわけであるので、そういった選任過程もきちんと公表しないと独立性が判断できないのではないかと考えている。また、検討、交渉の内容、判断の根拠等の開示内容も非常に乏しい。結構紋切り型の開示が多いので、開示資料だけ見ていると、特別委員会がきちんと働いてくれたのかどうかというところがよく分からないような状況になっているのではないかと思う。

今申し上げたところが総論的なところで、資料11ページ、これも既に申し上げたとおりで、特別委員会の役割は一般株主の保護だということをもっと明確に打ち出すべきだろうと思っている。特に価格に関して、フェア・プライスはある程度幅があり得るかもしれないが、可能な限りベスト・プライスを追求する、そういった観点からみるべきだというのはMBO指針で言及していただく必要があると思っている。M&A自体の是非について、この点は一般株主の保護という観点からはあまり関係がない論点だと思っている。これは将来のことでもあるし、対象会社の取締役は、当然そのM&Aはやったほうがよいと思っているからやるわけなので、それを特別委員会が、それはやるべきではないなどといった意見を到底言えるものではないだろうと思っている。代替的な買収提案の有無、マーケット・チェックについて、特に上場子会社ではマーケット・チェックが難しいというお話あったが、それ

を補完する意味でも、特別委員会がやっていなければいけないのではないかと考えている。資料12ページについて、これは既に申し上げたが、算定の問題点である。ここについて、特に特別委員会はみる必要がある。FAのバリュエーションの範囲内だからよいといった意見では特別委員会の意味がない。これを批判的に検討するということに特別委員会の意味があると思っているので、ベスト・プライスを追求するという観点から批判的に算定書を検討すべであるということを是非言及していただく必要があると思っている。

資料13ページは委員の構成についてであり、誰がよいかという話はあるが、端的にいうと、責任を追及されるリスクがある立場の人がやるべきであると考えている。このリスクがない限り、適当な意見を言ってしまうても別に何も責任を問われないということだと何でもできてしまうので、そういう意味でいうと、やはり社外取締役が一番よいのではないかと考える。なお、社外監査役も一応法的な責任があるというところである。

資料14ページについて、日本では社外有識者は選任されるケースが非常に多いと思うが、この方々は独立性だとかM&Aに対する専門性という点では有益な場合も多いが、どういった責任を負っているのかというところが非常に曖昧で、事実上、この方々が訴訟で訴えられて負けるということはないので、そこを明確にすべきであると考えている。

資料15ページは、先ほど申し上げたように、委員の選任プロセスを開示すべきということである。

資料17ページについて、マーケット・チェックは非常に重要だと考えている。現在、公開買付期間を30営業日でやればマーケット・チェックを実施していることになっているのではないかという議論もあるが、実際問題、その期間でデューディリジェンスを行わずに対抗買付けを行えといっても、これはほぼ不可能だと思っているので、それをもってマーケット・チェックを実施したと評価するのは少し違うのではないかと考えている。Go Shop条項については、これは明らかに一般株主保護に有益なので、逆にGo Shop条項がついていないものを否定的に評価する等、そういったことにすれば、少しはマーケット・チェックの代替になるのかというところである。

資料18ページ、実際に対抗提案を受けた場合の対応について、実際に対抗提案を受けた取締役は、一般株主が受け取る価値を最大化すべきという観点から検討する義務があるということは、きちんと言及していただくことが大事であると思っている。また、先ほど親会社は売る気がないのだからという話が出たが、そうであれば、最低限こういった対抗提案者の提案を材料にして親会社と交渉するというところまでは絶対にできることなので、そ

こについては求めていただきたいというところである。

資料19ページはMajority of Minority条件についてであるが、こちらは裁判所が誤解をしていると見受けられる記載もある。Majority of Minority条件が付いているM&Aであるということであらかじめ公表して、その結果Majority of Minorityがとれたということが重要なのであって、TOBをやって、Majority of Minority条件がついてないのに結果として多数応募したというケースについても裁判所の判決では肯定的に評価している場合もあるが、それは大きな勘違いであり、逆にTOBに強い強圧性があった結果として多数応募したというケースもある。それを市場で承認されたのだと評価してしまうと、本末転倒な議論になってしまうと思う。Majority of Minority条件というのはこういう意味であるということをしちゃんと指針で記載していただくと、裁判所も変な誤解をしなくなるのではないかと考えている。

最後に資料20ページ目、Minorityの範囲についてである。日本の上場会社だと、役員、OB、従業員持株会、持ち合い先であるとか、安定株主が相当いるので、そういった人が応募した場合にそれをMinorityに入れてしまうと、これはきちんとしたMajority of Minority条件になっていないと思うので、そこは意識していただければと思う。

【西村様（玉井委員代理）】資料17ページGo Shop条項について、日本のプラクティスで事前に、例えばTOBの後スクイズ・アウトというような2段階買収が行われるときに、初めのTOBの段階で買付者側と対象者側で契約を結ばない事例がむしろ多いかと思っており、そういう事例を念頭に置いたときに、ここでGo Shop条項を置くべきという問題意識をもたれているのは、例えば契約を事前に結ばない事例等だと、もっと積極的に何かをすべきとお考えなのか、契約を結ばないケースはどういうことを想定されているのかお伺いしたい。

【清野様】契約を結ばないということは、本質的にはGo Shop条項があるということともいえると思うが、おそらくその辺りは意識されていないのではないかと考えている。なので、逆にGo Shop条項をつけたら評価するだとか、そういったことを指針で言及していたら、そういった実務が変わるのではないかと期待している。

【西岡様】補足だが、Go Shop条項については、ある案件で我々のクライアントが対抗提

案を行ったというケースがあり、対抗提案をしたにもかかわらず正当に評価されなかった、対応してもらえなかったもので、そういうところから、Go Shop条項を普及させていくように何か働きかけをしてほしいということを言われており、そこできちんと対応してもらえるような形で実務が改善していけばよいと考えている。

【伊達様（武井委員代理）】2点ご質問がある。1点目が資料11ページの特別委員会の役割のところ、当該M&Aの是非自体を特別委員会で検討することの重要性は乏しいのではないかというご指摘があったが、実務上は、特別委員会が設置される場合、取締役会の諮問機関として通常設置されて、たいていの場合、その諮問事項のおそらく1番目のところに、MBOにしても完全子会社案件にしてもそうであるが、それが企業価値を増加させるものかどうかということは大前提の諮問事項として入っていることが多いと思っている。実際に、例えば企業価値を毀損するようなM&Aは本来やるべきではないし、濫用的買収者が一番の典型例だと思うが、そういったものを特別委員会で判断するということはそれなりにあり得ることなのではないかと思っている。そういった企業価値を毀損させるものかどうかということは、利益相反関係がある取締役が本当に判断できるかということはあると思うので、全く特別委員会ができないということでもないし、究極的にみると少数株主の保護にも役に立つことなのかと思うので、全くやらなくてよいというご趣旨なのか、もう少しお考えをお伺いしたい。

続いて2点目であるが、特別委員会の委員の責任について、資料13、14ページで、これは私も常々思っているところではあるが、特別委員会の委員が法律上どういう責任を負っているのかということは、確かにあまり明確ではないように思っている。その中で社外取締役と社外監査役は、もともと会社に対して責任を負っているので適任なのではないかというご意見だと思うが、例えば社外取締役であれば、最終的に対象会社であれば公開買付けに対して取締役としての賛同の意見表明をすると思うので、そこに近いことをされているということはいえると思うが、監査役の場合に特別委員会の委員として何かをするということと、会社の監査役としての業務として何かをするということは本質的には異なるはずなので、社外監査役であれば特別委員会の委員としても会社に対して責任を負うというのはどういうロジックかというのは常々疑問に思っているので、先生方のお考えをお聞かせいただきたい。

【西岡様】まず1点目について、社会的に企業価値を増加させるものかどうかということ、いわゆる会社に対して善管注意義務を負っているという観点からのものではないかと理解しており、細水様からのご指摘があったが、第三者委員会は少数株主保護のためにあるという観点からは、そのところはあまり必要性がないと思っている。加えて、答申書などをいろいろ拝見しても、企業価値を増加させるものであることについてかなり検討されているという感想をもっており、そこよりはもっと検討してほしいことがあるという観点からの指摘だと受け取っていただければと思う。

【清野様】1点目について、少し重複するが、答申書をもても、会社側の見解をなぞっているだけのものが正直多いと思っている。独自に何か検討していることが伺われることはほとんどなく、それであれば別にいらないのではないかと思います。検討すべきでないということではないが、まずそういった問題意識とともに、そもそも何の委員会なのかというところを意識していただきたい。M&Aが価値を増加させるかどうかを判断すべき人たちなのか、それとも少数株主の保護のための人たちなのか、その意識付けはしていただいたほうがよい。あくまでも少数株主保護のための委員会ではあるが、その前提としてM&A自体の是非も検討するという、そういうような優先順位はあるのだろうと思っている。委員の責任については、まず委員の方々にきちんと実効的に働いてもらうためにはどうすべきかということを考えたときに、やはり変なことをすると後から訴えられるリスクがあるということではなかなか担保できないと考えている。そういった観点から社外取締役が一番よいと思っていて、確かに正直申し上げて監査役も何か理論的に整理できているということではない。ただ、少なくとも善管注意義務、会社に対して責任を負っている方々は、社外有識者に比べると法的には責任を負っているのは明確かと思っている。少し曖昧な言い方になってしまったかと思うが、そこは確かに監査役の立場とどうかといわれると、十分整理できて申し上げているわけではないというところではある。

【吉村様（福島委員代理）】資料3ページに記載されていることは、感覚として私どもも持っており、なかなかこういったところに判例で踏み込んでいただくというのは、現実的に難しいのかということでは正直な感覚として持っている。先ほど鈴木様にお伺いしたこととも趣旨は同じなのだが、運用指針があり、開示としてマーケットに対してさらす部分と、最後に訴訟としての裁判という手段がある場合に、川村様、清野様の目からご覧になって、

特にフェアネス・オピニオンは少し否定的に書かれているようにお見受けするが、なかなか実際の価格のバリュエーションの中身に踏み込んだ判例というものは難しいのだと思うが、その前の株式価値算定書のところで、例えばこういった領域であれば裁判によって一定の方向性が出てくるというものがあるかもしれないとお考えがあれば教えていただきたい。

【川村様】ご指摘のとおりで、裁判官がそのバリュエーションの中身について何らかの意思決定をするというのは非常に難しい現状がある。大阪地方裁判所では、専門委員を裁判所が独自に選任して、アドバイスを受けながら意思決定をするということが行われているが、東京地方裁判所ではそういったプラクティスがないので、東京地方裁判所においてはより裁判官の裁量が強く働き、かつ専門的な知識がないと決定ができないということになっている。ただ、今我々が裁判において直面している問題は、裁判官が判断をするかしないかということ以上に、要は十分な情報の開示を受けることができないということである。我々も裁判において、例えば価値算定書は出てきたが、その基礎となる、その背後にある情報資料については提出を受けられず、そのまま決定にいつてしまうということも多く経験している。なので、我々は、裁判を意識しても、求めるべきは情報開示の在り方だと考えている。

【三瓶委員】伺いたいことが2点ある。資料13ページの特別委員会の委員の構成等について、PMIを考えたときに、例えば完全子会社化の場合に、完全子会社の買収の後、100%子会社として存続する場合と、完全に吸収される場合があり得ると思う。またはMBOのときには、こちらは社外取締役だけが関係すると思うが、社外取締役または社外監査役のポジションが、通常考えたらなくなるということがある。ただし、このディールの後で例えば完全子会社化の場合に、親会社がPMIで社外取締役に迎えたいのだとか、そういう話があるかないかというのは、実際にチェックがされているか。されるべきだと思うが、そういうことは前提としてあって、ここで社外取締役が最も適切であるとか社外監査役も適格性があるということなのか。

【清野様】ご指摘の問題意識は強く持っている。確かにグループ会社では、グループ内で実質的な異動をやっている例が多々あると思うので、そこはきちんとチェックすべきだと思っているし、開示もしなければいけないと思っている。ただ、なかなかハードルが厳し



い。実際、現実として違う会社の取締役役に就いているということを裁判で指摘するが、それは後から決まったことであると言われる。そんなわけないだろうと思うし、もともと決まっていたというのが実態なのだが、裁判だと平気で、それは後から決まったことである、たまたまであると主張される。そうすると、こちらは何も証拠を持っていないので、主張をひっくり返すことは非常に難しい。また、そういった意味で言うと、社外取締役はその危険が極めて高い方々なので特に注意が必要である。そういう意味で社外取締役は、場面にもよると思うが、危険の濃淡は大分あるかと思っており、独立性の高い人であれば、そのグループ内で転々とするということもリスクとしては低いのかと思う。他の適任者というと、ここにも記載しているが、社外の人だとどういう責任を負っているかというところをクリアにしなければ、要はお友達を連れてくるだけに終わってしまうのではないかと思う。そういった本当は友達であろうということも、裁判だと証拠がないので、そこは何もいえないというのは問題意識がある。

【三瓶委員】もう1点は資料17ページのマーケット・チェックであるが、ここは私の記憶があまり明確でなく申し訳ないが、海外の市場、例えば英国の市場などでは通常、独立した上場会社同士がM&Aをする場合、たいていすぐにカウンタービッドが入ってくる。そうすると、カウンタービッドが入ってきて、また交渉があって、別のカウンタービッドも入ってくると、それぞれが優先交渉権を持つ期間がある。ただ、その順番で次のビッターに対して交渉権が与えられて、次々と新しいビッドが入ってくると、交渉期間がずっと長引いていた記憶がある。ということは、最初から期間が限られている、お尻が決まっているわけではなく、新たなビッドが来る度に、そこからまた交渉権を得て交渉期間が与えられているような仕組みであると思うが、その辺海外はどういう仕組みになっていて、とにかくある期限までにビッドを入れれば、そこから新たに交渉期間が確保できるというような仕組みなのかどうか、もしお分かりであれば、その辺の事例などをご教示いただきたい。

【川村様】海外においてそういった後続のビッドが入ってきたときに、さらに交渉期間を延ばす義務があるかについては、申し訳ないが分からないので、回答いたしかねる。また、我々も、マーケット・チェックにおいて日本で同じような義務を設けるべきだという意見をもっているわけではない。ただ、マーケット・チェックという考え方自体が非常に日本のM&Aにおいて馴染まないというような意見も他方あると理解している。ただ、それを強

調し過ぎてしまうと、仮に第三者が再度、対抗提案を行おうとする場合にでも、その是非というのが検討されないまま進んでしまうということがあり得るので、現在の現状については適切ではないと考えている。

【Sneider委員】算定書、フェアネス・オピニオンの情報開示についてお伺いしたい。資料9ページではForm-F4を尊重されていて、アルプスの案件もForm-F4のファイリングが行われたと理解しており、そこでかなり包括的な開示が行われたことが背景にあると考えているが、先ほどのご説明では、国内の日本語の資料には、Form-F4に開示された情報は開示されていないということの確認をまずさせていただきたい。

2つ目は、米国の開示基準、特にフェアネス・オピニオンに関する開示基準と今の日本の現状を比較すると、米国の基準はどのように評価しているのか。それだけで十分なのか、それでもまだ足りないところがあるのか、この辺のご意見を伺いたい。

最後に、算定書、フェアネス・オピニオンに関していろいろな問題点が指摘されていて、算定書の前提の合理性などはどこまで包括的な開示によって現在の弊害を直すことができると考えるか。例えば、割引率についてこうしろであるとか、開示以外のルールも考えられるが、開示だけによってどこまで改善されるのかについてもご意見を聞かせていただきたい。

【川村様】まず、最初のご質問だが、ご指摘のとおりで、Form-F4において開示されていた第三者算定機関の報酬体系、報酬の内容については、日本の開示資料に記載は全くなかった。それについては株主総会でも質問したが、当然日本の義務をきちんと果たしているので特に開示の必要はない、というような回答が会社からあった。

【西岡様】どれくらい開示することによって影響があるかという点だが、結局、ディールにおけるFAの報酬と算定の報酬というのをきちんと分けていただいて、どちらのほうがどれくらい大きいのかということをはっきりさせることによって、その第三者機関がどういうインセンティブで動くのかということが明らかになると思う。そういう観点で第三者算定機関の算定結果を、裁判所がどういう色眼鏡でみってくれるかという言い方になると思うが、きちんと信用に足りるものかどうかという判断を裁判所がしてくれるのではないかと考えている。

【Sneider委員】報酬だけではなく、他の算定書の内容等、例えばアルプスの案件では複数の業績予測も開示されている。どこまでそういった開示を要求するべきかについてもご意見を伺いたい。

【川村様】アルプス-アルパインの案件だけではないが、当然会社のほうは、法律上義務がある範囲で開示をすれば足りる。ただ、それが株主にとっては疑問点を十分に明らかにする回答ではないということも多々あり、それについてレターを送ったり公開質問状を出すこともある。ただ、それについては、会社が開示説明義務が厳密にはないものなので、あくまでも特定の株主と会社の間とのやりとりにすぎないということになっている。

最後に株主総会の場合が設けられる場合には、会社には説明義務があるので、同じ内容を会社に質問をして、株主総会場で初めて、会社は株主がもっている疑問について回答するというようなことが現在行われている。そういう意味では現在の開示のルールでは、株主が事前に他の株主に知ってもらいたいということが会社の意見として開示されるということとは行われていない。主に株主の関心は株式価値算定にいつてしまうのだが、非常に多くのレターを会社との間でやりとりはしているが、それが他の一般株主に内容として伝わるのは株主総会当日で、事前に投票してしまっている株主も多くいるし、もう時既に遅しという状況である。我々が委任状勧誘等やっていると、意外に一般株主にもより踏み込んだ意見を持っているような方もたくさんいらっしゃるの、もっと事前に我々の意見に対する会社の意見を周知させておきたかったと思うこともよくある。なので、どこまでというのは難しいが、一番は算定の考え方、基礎資料に関する情報の開示が大事かと思っている。

以上

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