

独立委員会の独立性確保について

公正なM&Aの在り方に関する研究会 場外ヒアリング

2019年1月25日

RMBキャピタル パートナー 細水 政和



RMB
Asset Management

RMBキャピタルについて

- 米国シカゴを本拠とする独立系資産運用会社。長期投資を基本とする運用方針
- 2013年より日本株の個別株投資に参入
- 日本株チームは他の運用機関で2005年より小型株を中心に運用
- これまで多数の投資先企業がMBO、完全子会社化の対象に
- 買取価格決定申立の裁判を複数経験
 - ホリプロ（創業家によるMBO、2012年～）
 - 三井情報（親会社である三井物産によるTOB、2014年～）

問題意識

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低い

- 「出来レース (Done deal) 」
- 「また盗まれた (Stolen again) 」
- 日本の株式市場の信頼性に関わる

少数株主利益保護の観点からMBO指針の改定必要

- 本来は米国のように裁判例の蓄積が望ましいがそのような形になっていない
- ベストプラクティスという形で指針である程度方向性、基準を示すことが望ましい

MBO指針の目的は何か

不利な立場にある少数株主を保護するため

- 買付者（経営陣、親会社等）が構造的に優越的地位にある
- 情報の非対称性：買付者はインサイダー情報にアクセスできる一方、少数株主は公開情報しか得られない
- 対象会社取締役会と少数株主の利益相反関係が存在する

日本の市場制度を一般株主から見てより公正にしようという理念

- 支配株主がいつでも有利に買収できるのであれば少数株主は安心して投資できない
- コーポレートガバナンス・コードなど昨今の一連の改革の文脈と同じ
- 「少数株主利益の保護」という理念に立脚すれば、細目についても自ずと方向性が決まる

キーワード: 独立性の確保

- 少数株主にとって公正な手続きを担保するためには、（１）独立委員会の独立性、（２）フィナンシャル・アドバイザー（FA）、リーガル・アドバイザー（LA）の独立性、を厳密に定義・確保する必要がある

独立委員会（第三者委員会、特別委員会）の独立性について

そもそも、誰から独立した独立委員会なのか？

- 少数株主と利益相反関係にある当事者からの独立
 - 買付者、および対象会社の取締役会

誰のための独立委員会なのか？→不利な立場にある少数株主を保護するため

- 一方、実務において根本的な誤解が生じている可能性
 - 「第三者委員会の役割は、（対象会社）又はその少数株主の利益代表として動くことではなく、あくまで、中立かつ独立した立場から、（中略）意見を述べることにありと考えておりました」（某第三者委員会委員長陳述書より）
- しかし、独立委員会は「中立的な立場」に立つのではなく、少数株主の利益を代弁すべき
 - 利益相反関係にある取締役会がその役割を果たすことが期待できないため
- そして、「公正な価格」は、買付者と（独立委員会の影響下にある）取締役会との交渉の結果決まるもの
- 社会正義のために「中立的な立場」に立つのは（事後的な買取価格決定の申立における）裁判所

独立性の確保（１）：独立委員の選任プロセス

社外取締役・社外監査役は独立委員として適正か？

- MBO・完全子会社化のような有事においては、より高度な独立性が求められるのではないか
 - 東証の独立性基準はあくまで平時の独立性基準。自社の社内取締役からの独立性をチェックするのみ
 - 1年基準、報酬基準、近親者基準など
 - より高度な（有事の）独立性基準を本指針改定で示すことが望ましいのではないか
 - MBO・TOBは対象会社取締役会だけでなく買付者からの独立性も問われる特殊な類型→有事
 - 実例（日本）：委員長に選任された社外監査役が親会社の顧問弁護士

社外有識者の独立性はどう担保するか？

- 厳密な独立性チェックが必要
 - デラウェア判例：CEOの友人が委員長として不適格とされた事例
 - 実例（日本）：委員長が対象会社のCFOの元上司（前職で創業者CEOとCFOの関係）

独立性の確保（１）：独立委員の選任プロセス（続き）

より高度な(有事の)独立性基準の類型化

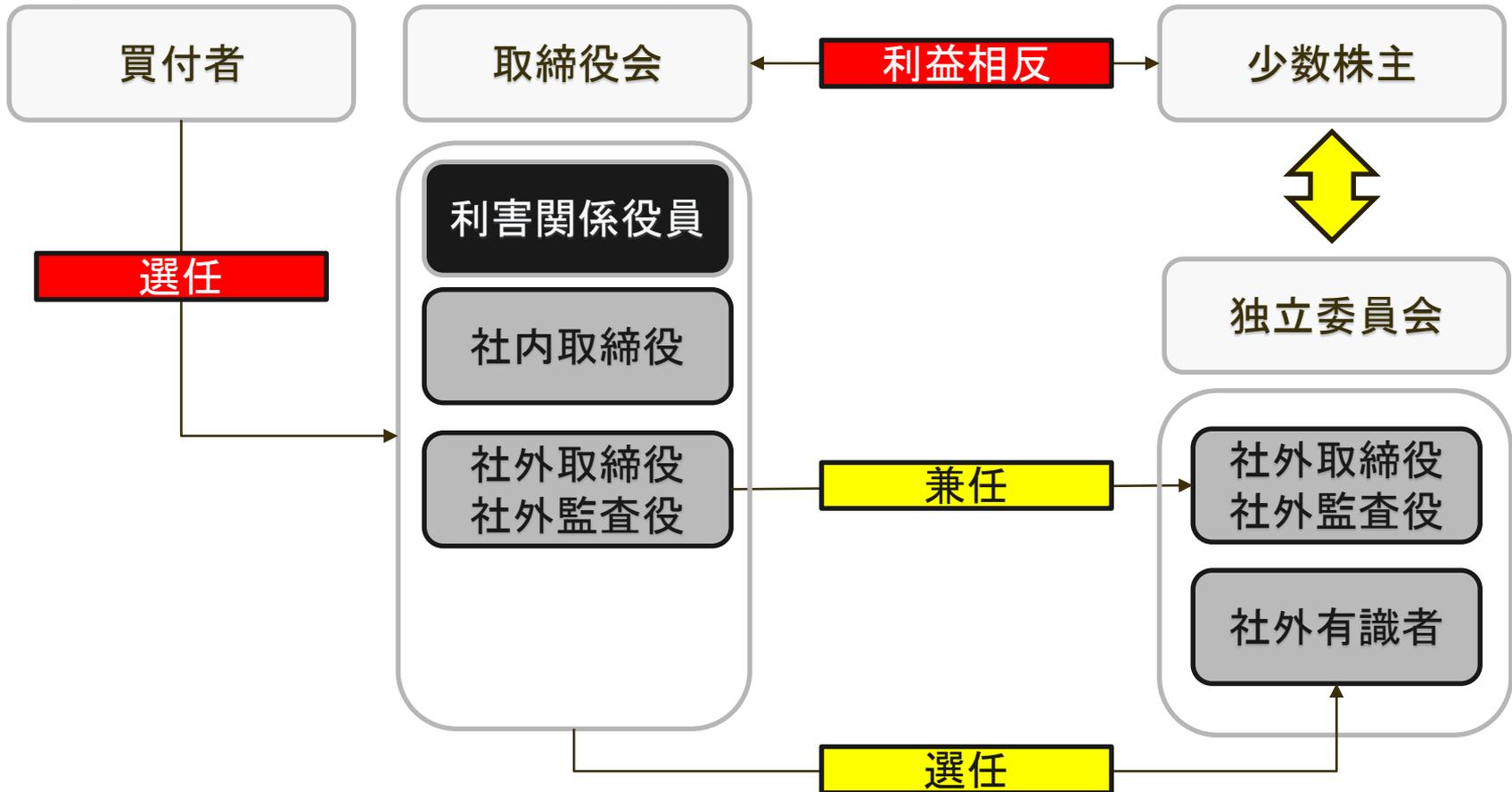
- 東証の（平時の）独立性基準より厳格化すべき
 - 以下、問題提起として例示
 - 「主要な取引先」→「主要」の定義は恣意的にならないか？
 - 「多額の金銭」→「依存度の高さ」は恣意的にならないか？
 - 「近親者」→「二親等内」は適切か？「長年の友人」は？
- 「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」など参照
 - 正に「有事」の独立性が求められる状況であり、考慮に値する
 - 報酬の多寡にかかわらず顧問弁護士は不適格、等

詳細な開示の必要性

- 社外取締役・監査役、社外有識者について、取引や報酬の多寡、過去何年遡るかなど基準を設けず、あらゆる人的、業務上の関係を開示すべきではないか。そのうえで少数株主に判断させるべき

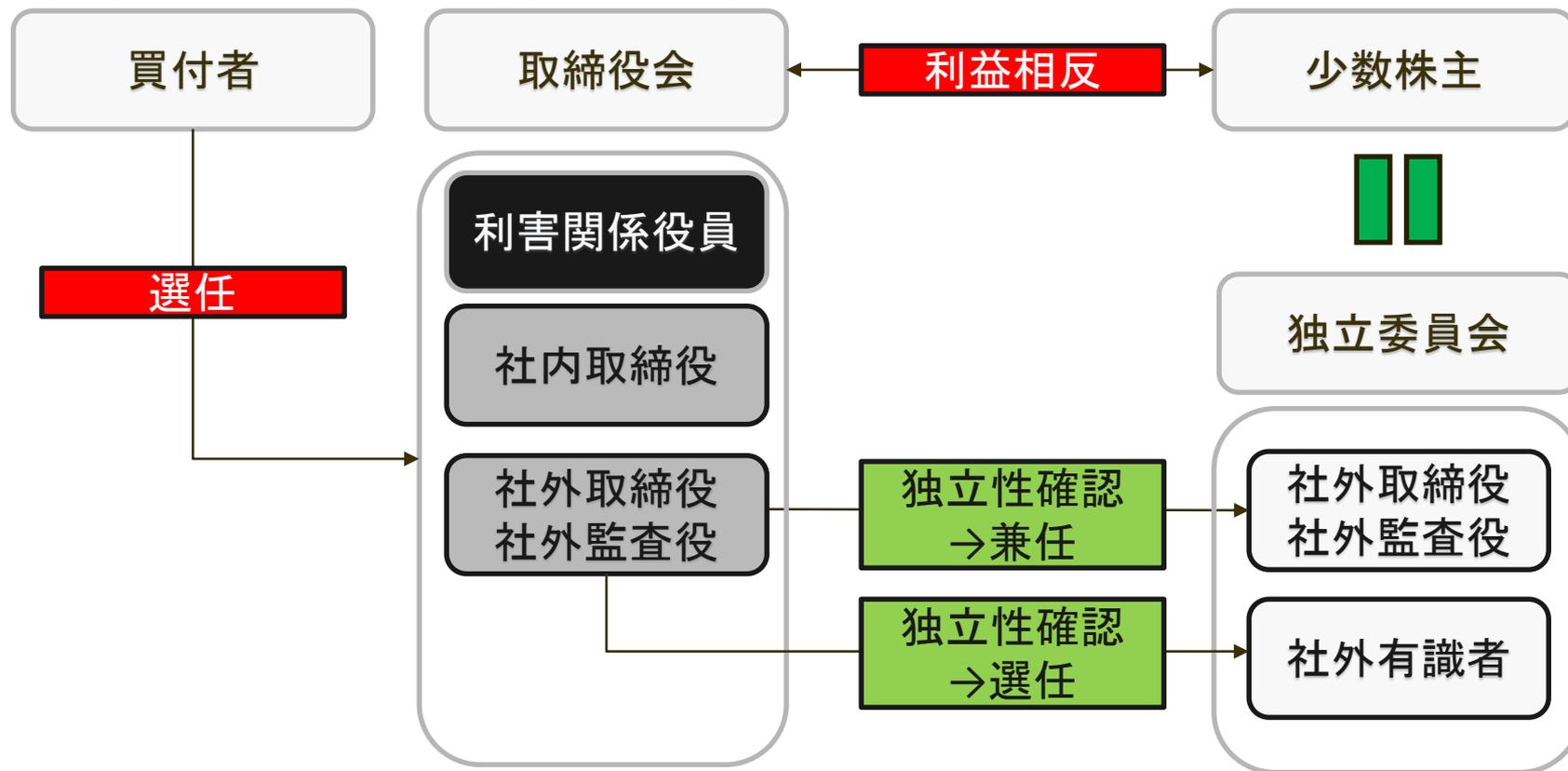
独立委員の選任プロセス（現状）：独立性のチェックが緩い

- 支配株主である買付者が選任した社外役員の場合は利益相反を断絶できない
- 対象会社の取締役会が選任した独立委員会では利益相反を断絶できない



独立委員の選任プロセス（改善案）：厳格な独立性のチェック、開示

- 社外役員を選任する場合は独立性をより厳格にチェック・開示する
- 社外有識者の選任は社外役員のみで行い、独立性もチェック・開示する



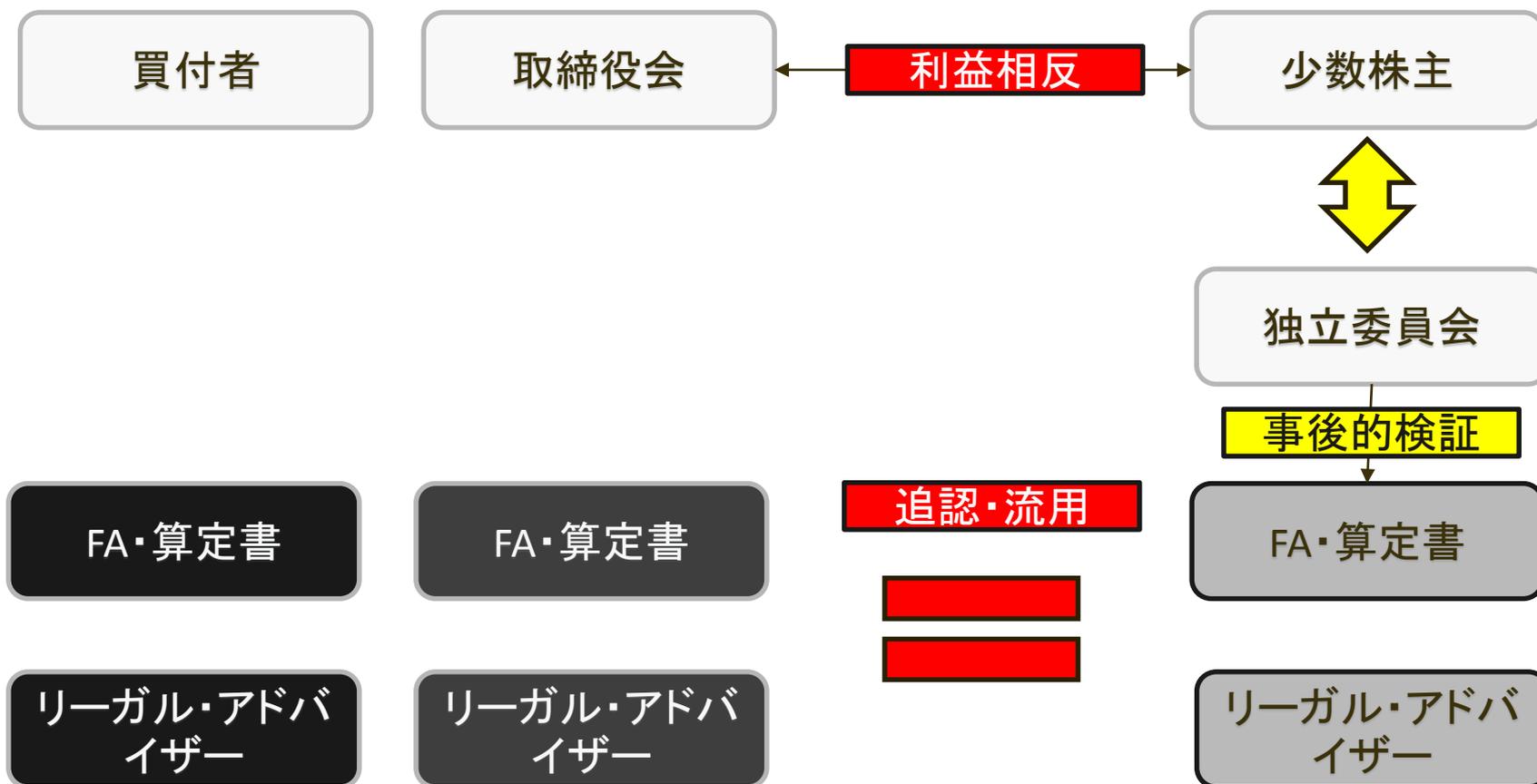
独立性の確保（２）：独自のFA・算定書、リーガルアドバイスは不可欠

独立委員会は独自のフィナンシャル・アドバイザー（FA）、リーガル・アドバイザー（LA）を選任すべき

- 算定書の恣意性を見抜けない（見抜かない）リスク
 - 算定書の操作は近年より巧妙化している
 - （DCF法において）事業計画の数値（コスト等）、ベータ値、マルチプル、無リスク資産、リスクプレミアム、政策保有株の不算入、などの恣意的選択
- 反対株主のための事後的な救済（買取価格決定の申立）における重要な資料になる
 - カルチャーコンビニエンスクラブ（CCC）大阪地裁判例
- 議論の方向性を誘導されるリスク（独自のLAがない場合）
 - 会議のアジェンダや答申書案の作成に深く関わる
 - 委員会の会場が（利益相反関係にある）取締役会側LAの事務所
- 独自の（＝少数株主のための）FA・算定書、LAは不可欠であり、必須とすべき

FA・算定書、リーガルアドバイス（現状）

- 既存のFA・算定書、LAの追認・流用では利益相反関係の断絶が期待できない



FA・算定書、リーガルアドバイス（改善案）

- 独自のFA・算定書、リーガルアドバイスを取得することで利益相反関係を確実に断絶



その他の論点（１）取引類型 - MBOと完全子会社化は異なるのか？

基本的に同じ。スクィーズアウトされる少数株主からすれば何ら違いはない

- （１）利益相反があり、（２）少数株主の保護が必要、という点でMBOも親会社によるTOBも全く同じ
- したがって、利益相反の状況がある以上、取引類型にかかわらず独立委員会の設置など少数株主保護の仕組みは必須
- 買付者である親会社にもメリットがあるはず。第三者委員会の組成など適切なプロセスを踏んだほうが、「少数株主利益をないがしろにしているのではないか」という疑念、レピュテーション・リスクを払拭できる

その他の論点（２） 対象会社の社内取締役の独立性

いわゆる「社内取締役」の独立性はどう担保するのか？

- 直接的に利益相反関係にある取締役（親会社から派遣されている等）は決議・交渉から除外されるのが通常
- では、それ以外の社内取締役は独立と言えるのか？
 - MBO、完全子会社後の雇用関係の継続性を考慮すると独立性に欠けると言えないか？
 - 事例：社内取締役（CFO）が完全子会社化後に親会社の執行役財務部長に就任
 - そのような社内取締役に交渉を委ねることは少数株主の利益にならないのではないか？
- したがって独立委員会が交渉すべきではないか？
 - そうするとますます独立委員会が独自にFA、LAを選定しサポートを得る必要がある

その他の論点（3）情報開示の充実

対象会社取締役会・独立委員会は少数株主のために行動するのだから、積極的に情報開示すべき

- 独立委員会の答申書
 - 本来は少数株主のためのものであり開示すべき
- 株価算定書
 - 取締役会側および独立委員会側（現状は買付者側の算定書のみが公開されることが多い）
 - 本来は少数株主のためのものであり開示すべき
 - 事業計画、各種前提条件・変数の選択理由
 - 交渉終了後であれば開示に問題はないのではないか
- 開示を前提とすれば、事後的な公開に耐えうる内容でなければならない、という牽制が働く