
公正な M&A の在り方に関する指針

— 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて —

2019年6月28日

目 次

第1章	はじめに	1
1.1	本指針の策定経緯	1
1.2	本指針の意義	2
1.3	本指針の位置付け	2
1.4	本指針の対象と他の取引類型における議論の参照	3
1.5	本指針において用いる用語の意義	4
第2章	原則と基本的視点	6
2.1	MBO と支配株主による従属会社の買収の意義と課題	6
2.1.1	両取引の意義	6
2.1.2	両取引の課題	7
2.1.3	両取引の差異	9
2.2	買収対価に関する基本的整理	11
2.2.1	M&A に際して実現される価値についての概念整理	11
2.2.2	実際の事案における整理	12
2.2.3	買収対価の種類	13
2.3	M&A を行う上での尊重されるべき原則	14
2.4	公正な手続に関する基本的な視点	15
第3章	実務上の具体的対応（公正性担保措置）	16
3.1	総論	16
3.1.1	公正性担保措置の位置付け	16
3.1.2	個別の状況に応じた適切な措置の選択の必要性	17
3.1.3	実効的な機能発揮の重要性	18
3.1.4	望ましい M&A が阻害されないことの重要性	18

3.2	独立した特別委員会の設置.....	19
3.2.1	機能.....	19
3.2.2	役割.....	20
3.2.3	公正性担保措置としての意義.....	20
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.....	21
3.2.5	対象会社の取締役会における特別委員会の判断の取扱い.....	28
3.2.6	対象会社の社内検討体制.....	28
3.3	外部専門家の独立した専門的助言等の取得.....	29
3.3.1	法務アドバイザーからの助言の取得.....	30
3.3.2	第三者評価機関等からの株式価値算定書等の取得.....	30
3.4	他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）.....	35
3.4.1	機能.....	35
3.4.2	実施方法.....	35
3.4.3	公正性担保措置としての意義.....	36
3.4.4	対抗提案を受けた場合の対応.....	37
3.4.5	対抗提案者に対する情報提供の在り方.....	38
3.5	マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定.....	39
3.5.1	機能.....	39
3.5.2	公正性担保措置としての意義.....	40
3.6	一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上.....	41
3.6.1	機能.....	41
3.6.2	充実した開示が期待される情報.....	42
3.7	強圧性の排除.....	45

第4章 おわりに 47

添付1：委員等名簿

添付2：審議等経過

第1章 はじめに

1.1 本指針の策定経緯

経済産業省は、2007年9月4日、「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（以下「MBO指針」という。）を策定した。MBO指針は、当時、MBO（マネジメント・バイアウト）について一定数の事例が蓄積され、一定の制度整備も進む中で、MBOに関する公正なルールの在り方として、原則論を含めた考え方の整理と実務上の対応について提示したものである。その目的は、実務上のMBOの公正な在り方を模索することにより、我が国企業社会においてベストプラクティスが形成され、我が国におけるMBOが健全な形で更に発展していくことであつた。

MBO指針の策定から10年以上が経過した。この間、我が国はMBOを含む多くのM&Aを経験し、その中で、公正なM&Aについての議論と理解が深まり、これを実現する上で有効な実務上の対応についての知恵が蓄積されてきた。M&Aを巡る法制度や上場ルールの改正・整備もされ、判例法理の発展も見られる。また、社外取締役の選任の増加に代表されるコーポレートガバナンス改革の進展や株式保有構造の変化をはじめとして、我が国上場会社を取り巻く社会経済情勢にも大きな変化が生じている。こうした状況を踏まえて、MBO指針の見直しについて検討する時期に来ているとの指摘がされていた。

また、構造的な利益相反の問題等が認められる支配株主による従属会社の買収等、MBO以外の取引類型についても、その意義と課題に関する論点を整理すべきとの指摘もされていた。

こうした問題意識を受け、経済産業省は、MBO指針策定後の実務の蓄積や環境変化等を踏まえて、MBO指針の見直しの要否とその方向性について、公正なM&Aの在り方という観点から検討を行うため、2018年11月に、会社法研究者、機関投資家、企業実務家、弁護士等各界を代表する有識者から成る「公正なM&Aの在り方に関する研究会」（座長：神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授。委員等名簿は添付1参照）を立ち上げ、2019年4月まで7回にわたる開催を通じ、諸外国における法制度や実務、国内外の関係者から提供された意見等も踏まえつつ、我が国におけるM&Aを健全な形で更に発展させていく観点から検討を行ってきた（審議等の経過は添付2参照）。

経済産業省は、同研究会における議論等を踏まえて、MBO および支配株主による従属会社の買収を中心に、我が国企業社会において共有されるべき公正な M&A の在り方として、原則論を含めた考え方の整理と、その考え方に基づいた実務上の対応について改めて提示することとし、ここに MBO 指針を改訂し、本指針を策定する。

1.2 本指針の意義

本指針の目的は、MBO および支配株主による従属会社の買収を中心に、主として手続面から、我が国企業社会における公正な M&A の在り方を提示することである。

我が国企業を取り巻く経営環境の非連続的な変化と経営課題の複雑化が進む現在、各企業が M&A を有効に活用し、ビジネスモデルの強化や事業ポートフォリオの最適化に向けた中核事業の強化を通じて持続的成長を実現させることで、我が国全体として経営資源の最適な配分を実現することの重要性は一層増している。

M&A は数多くのステークホルダーが絡み合う企業の支配権を巡る取引である。我が国の企業活動や資本市場の更なるグローバル化が進む中、我が国の法制度や社会規範に根差しつつ、国際的に活動する投資家も含む国内外のステークホルダーからの期待にも応え、その理解と信頼を得られる公正な M&A の在り方を明らかにし、我が国企業社会の関係者の共通認識の形成を図っていくことは、M&A を実行する上での予見可能性を高めることで企業価値の向上に資する M&A を促進し、我が国における M&A の健全な発展に資するとともに、我が国資本市場に対する信頼を高め、グローバルな市場間競争の中で我が国企業への中長期的な投資を呼び込む上でも有益である。

1.3 本指針の位置付け

本指針は、MBO 指針の位置付けを基本的に受け継ぐものである。

すなわち、本指針で提示する原則論や実務上の対応等は、あくまで、M&A の公正性を担保しつつ、経済的意義を有する M&A を発展させるためにはどのような点に留意するのが適切かとの観点から提示するものであり、M&A に新たな規制を課す趣旨で提示するものではない。本指針は、我が国における M&A が今後更に健全な形で発展していくことを目的として、MBO 指針策定後に蓄積されてきた実務も踏まえ、今後の我が国企業社会におけるベストプラクティスの形成に向けて公正な M&A の在り方を提示するものである。

また、本指針で提示する原則論や実務上の対応等は、会社法上の明確な位置付けを行うことを直接意図して提示するものではなく、より広範な視点として、公正な M&A の在り方に関して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して位置付けられるべきものである。したがって、本指針は、例えば、第 3 章で提示する各公正性担保措置を講じるか否かと M&A の適法性との関係について整理を行うことを意図したものである¹⁾。

1.4 本指針の対象と他の取引類型における議論の参照

本指針は、典型的に構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在する MBO および支配株主による従属会社の買収をその対象とするものである（下記 2.1.2 参照）。

この点、両取引類型には該当しない M&A においても、一定程度の構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題が存在する場合があるとの指摘がある²⁾。本指針は、基本的には、典型的にこれらの問題が特に大きいと考えられる上記両取引類型にその対象を限定しており、他の取引類型を直接の対象とするものではないが、両取引類型に該当しない M&A においても、一定程度の構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題が存在する場合には、その問題の程度等に応じて本指針を参照することは、当該 M&A の公正さを担保することに資するとともに、その公正さについて一般株主や投資家等に対して説明責任を果たす際にも役立つものと考えられる。

¹⁾ 本文記載の M&A の適法性との関係に加えて、本指針は、例えば、第 3 章で提示する各公正性担保措置を講じるか否かと、会社法上の「公正な価格」やこれについての裁判所の審査の在り方との関係や、対象会社の取締役の善管注意義務および忠実義務との関係等について整理を行うことを直接意図したものでない。もっとも、第 3 章で提示する公正性担保措置が実効的に講じられている場合には、「公正な価格」についての裁判所の審査においても、当事者間で合意された取引条件が尊重される可能性は高くなることが期待され、また、通常は、対象会社の取締役の善管注意義務および忠実義務の違反が認められることはない想定される。

²⁾ 例えば、大株主等に対する第三者割当増資や大株主等による部分的公開買付けによる実質的支配権の取得においても一定の利益相反の問題が生じ得るとの指摘がある。また、敵対的買収への対応における特別委員会の活用の在り方等についても整理が必要との指摘もある。今後、このような M&A の公正な在り方についても更に議論が深まることが期待される。

1.5 本指針において用いる用語の意義

- a) **MBO**（マネジメント・バイアウト）とは、現在の経営者が全部または一部の資金を出資し、事業の継続を前提として一般株主から対象会社の株式を取得することをいう³⁾。

なお、MBOには、上場会社におけるMBOと非上場会社におけるMBOが存在するが、本指針は、その対象を、株式が不特定多数の投資家によって分散保有されており、株主利益の確保がより問題となりやすい、上場会社において非上場化を目指して行われるMBOに限定している。

また、本指針では、現在の我が国の実務にかんがみ、金銭を買収対価として、まず公開買付けを行い、その後にスクイズ・アウトを行うことによって対象会社の株式全部を取得する、いわゆる二段階買収の場合を主に念頭に置いているが、一段階目の取引として買収者による公開買付けに代えてまたはこれと前後して対象会社による自己株式の取得を行う場合や、二段階買収ではなく株式併合等の一段階の取引によって対象会社の株式全部を取得する場合も該当し得る。

- b) **支配株主による従属会社の買収**とは、従属会社の支配株主が一般株主から従属会社の株式全部を取得することをいう。

なお、支配株主による従属会社の買収には、従属会社が上場会社である場合と非上場会社である場合が存在するが、本指針は、その対象を、株式が不特定多数の投資家によって分散保有されており、株主利益の確保がより問題となりやすい、上場会社である従属会社の非上場化を目指して行われる支配株主による買収に限定している。

買収の方法については、まず公開買付けを行い、その後にスクイズ・アウトを行うことによって従属会社の株式全部を取得する、いわゆる二段階買収の場合と、株式交換等の組織再編や株式併合等の一段階の取引によって従属会社の株式全部を取得する場合を共に対象としている。また、買収対価の種類についても、金銭を買収対価とする場合と、支配株主が上場会社等である場合にその株式を買収対価とする場合を共に対象としている。

³⁾ 企業価値研究会「企業価値報告書 2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～」45頁（2006年3月31日）参照。

- c) **支配株主**とは、原則として、東京証券取引所の有価証券上場規程に規定される「支配株主⁴⁾」が該当するが、個別の M&A ごとに、本指針の趣旨を踏まえて、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題の有無やその程度、他の大株主の存否等を勘案して実質的に判断されることが想定される。
- d) **一般株主**とは、対象会社の株主のうち、買収者および当該 M&A に関して買収者と重要な利害関係を共通にする株主を除いた者をいう。
- e) **企業価値**とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性またはその程度をいい⁵⁾、概念的には、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^{6),7)}。
- f) **取引条件**とは、M&A の条件をいい、典型的には、金銭を買収対価とする M&A における買収価格や、株式を買収対価とする M&A における株式交換比率等が該当する。
- g) **公正性担保措置**とは、取引条件の公正さを担保することに資する実務上の具体的対応をいう。なお、本指針では、公正性担保措置のうち、一般に有効性が高いと考えられる典型的な措置を下記 3.2 から 3.7 までで取り上げている。

⁴⁾ 東京証券取引所の有価証券上場規程において、「支配株主」とは、「親会社又は議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する者として施行規則で定める者をいう」とされており（有価証券上場規程第 2 条第 42 号の 2）、具体的には、次の①②のいずれかに該当する者をいうとされている（有価証券上場規程第 2 条第 2 号、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第 8 条第 3 項、有価証券上場規程施行規則第 3 条の 2、金融商品取引法第 163 条第 1 項）。

① 親会社（他の会社等の財務および営業または事業の方針を決定する機関（株主総会その他これに準ずる機関をいう。）を支配している会社等）

② 自己の計算において所有している議決権と次のア・イに掲げる者が所有している議決権とを合わせて、上場会社の議決権の過半数を占めている主要株主（自己または他人の名義をもって総株主の議決権の 100 分の 10 以上の議決権を保有している株主をいい、親会社を除く。）

ア 当該主要株主の近親者（2 親等内の親族をいう。）

イ 当該主要株主およびアに掲げる者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等（会社、指定法人、組合その他これらに準ずる企業体（外国におけるこれらに相当するものを含む。）をいう。）および当該会社等の子会社

⁵⁾ 経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」2 頁（2005 年 5 月 27 日）。

⁶⁾ 企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」1 頁（2008 年 6 月 30 日）。

⁷⁾ 企業価値研究会「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」（2005 年 5 月 27 日）においては、企業価値は、株主に帰属する株主価値と幅広いステークホルダーに帰属する価値の合計であり、ステークホルダーの会社に対する貢献の向上は長期的な企業価値の向上につながり得るとの整理がされている。

第2章 原則と基本的視点

本章では、まず、MBO および支配株主による従属会社の買収の意義と課題に関する論点整理と、買収対価に関する基本的整理を行い、これを通じて、両取引を行う上での尊重されるべき原則と、その原則の実現に向けて実務上の対応を検討する際の基本的な視点を明らかにする。

2.1 MBO と支配株主による従属会社の買収の意義と課題

本指針は MBO および支配株主による従属会社の買収を対象として公正な M&A の在り方を提示しているが、それは、両取引にはそれぞれ経済的意義が認められる一方、それぞれの課題も存在し、公正な M&A の実現を手続的に担保するために特段の実務上の対応を講じることが期待されるためである。

2.1.1 両取引の意義

MBO および支配株主による従属会社の買収には、以下のような経済的意義が認められる。

両取引は、これにより対象会社の株主構成が変更され、その株式が事業内容に通暁した経営者等や支配株主に集中することで、資本市場における短期的利益の実現への期待や圧力から解放された長期的思考に基づく柔軟な経営戦略や、大胆な事業構造改革を伴うビジネスモデルの再構築、機動的な事業ポートフォリオの転換等が実現しやすくなる、株主による経営陣の監視が容易になる等の経済的意義が指摘されている。特に、いわゆる親子上場の場面において上場親会社が上場子会社を完全子会社化する取引については、グループとしての全体最適と上場子会社としての部分最適との緊張関係を解消し、機動的・効率的なグループ経営を実現することでグループとしての企業価値の最大化を図るためにも有効な手段であると指摘されている⁸⁾。

⁸⁾ 支配株主による従属会社の買収は、支配株主と一般株主との間の構造的な利益相反の問題の解消を図る取引として位置付けることが可能である。親子上場における利益相反の問題については、経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2019年6月28日）の「6. 上場子会社に関するガバナンスの在り方」参照

（https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/ggs/190628ggsguideline.pdf）。

また、企業のライフサイクルの中で、上場を継続することが適さなくなった場合に、MBO や支配株主による従属会社の買収により非上場化し、各企業の状況に適した資本構成を実現することの意義も指摘されている。

対象会社の一般株主にとっても、市場株価を超える価格での株式売却の機会が提供される場合には、このような機会が提供されること自体にも意義が認められるとの指摘もある。

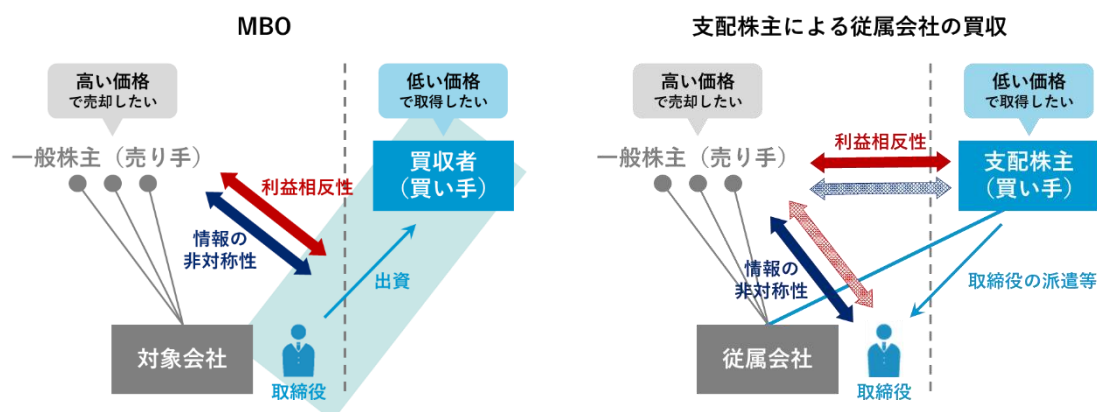
以上のような経済的意義を有する MBO や支配株主による従属会社の買収が有効に活用され、当事会社の企業価値が増加することは望ましいといえる。

2.1.2 両取引の課題

他方で、MBO および支配株主による従属会社の買収には、以下のような課題も存在する。

一般に、相互に独立した当事者間で行われる通常の M&A においては、当事会社の取締役が会社およびその株主の利益のために行動すること、すなわち、会社の企業価値を増加させるか否かの観点から M&A の是非を検討するとともに、会社や株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力を行うことが期待される。そのため、当該 M&A は、当事会社の企業価値を増加させ、かつ、その企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような取引条件（以下、このような取引条件を指して「公正な取引条件」という。）で行われるものと考えることができる。

これに対して、MBO および支配株主による従属会社の買収においては、それぞれの取引構造上、利益相反の問題が存在するため、対象会社の取締役が上記のような行動をとることを当然に期待することはできないと考えられる。



すなわち、MBO においては、対象会社の取締役自らが一般株主から対象会社の株式を取得することとなり、買収対価を低くすることに対して直接的な利害関係を有する買い手としての性格を併せ持つという取引の構造上、当該取締役と株式の売り手である一般株主との間に必然的に利益相反関係が生じることとなる。

また、支配株主による従属会社の買収においては、株式の買い手と売り手の関係に立つ支配株主と一般株主との間に利益相反関係が生じるところ⁹⁾、支配株主が株主総会における議決権の行使や取締役の派遣等を通じて従属会社の経営に一定の影響力を及ぼし得るという関係上、従属会社の取締役が一般株主の利益よりも支配株主の利益を優先してしまうおそれや、支配株主がそうした影響力を背景に自己に有利な取引条件を一方的に決定してしまうおそれが指摘されている。

加えて、両取引においては、一般に、株式の買い手である取締役や支配株主は、株式の売り手である一般株主よりも、対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、買収者と一般株主の間には大きな情報の非対称性が存在し、両者間の自主的な情報の移転も当然には期待し難い。

このように、両取引においては、それぞれに構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在するため、これらの取引により株主としての地位を失う一般株主の立場から、一般株主の利益よりも買収者の利益が優先され、買収者の情報優位性も利用して一般株主に不利な取引条件で M&A が行われることにより、本来は一般株主が享受すべき利益を享受することができず、これを買収者が享受しているのではないかといった懸念が指摘されている¹⁰⁾。

⁹⁾ 経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2019年6月28日）の「6.1.3 上場子会社の利益相反構造」においては、上場子会社とその親会社との間において①直接取引、②一部事業部門の譲渡・関連事業間の調整や③完全子会社化等が実施される場合には、親会社と上場子会社の一般株主との間に利益相反関係が生じ、その取引条件の設定によっては一般株主の利益が害され得るため、上場子会社における実効的なガバナンス体制の構築を通じ、一般株主の利益に十分配慮した対応を行うことが求められるとされている。本指針は、このような利益相反の問題が最も深刻化し得る上記③の取引類型について、その公正な在り方を提示するものと位置付けられる。

¹⁰⁾ 例えば、一般株主の立場からは、本文記載のような情報の非対称性の下で、対象会社の内部情報に通じた取締役や支配株主により、対象会社の市場株価がその本源的価値と比較して一時的に過小評価されているタイミングを利用して、企業価値の向上の観点からは必要性や合理性に乏しいにもかかわらず、単に自らの利益追求のみを目的として M&A が行われているのではないかの疑念が指摘されている。とりわけ MBO については、MBO 後に計画されている事業構造改革等は、必ずしも非上場化をしなくとも、上場を継続したまま経営努力を尽くすことにより実現可能なものも多いのではないかの疑念も指摘されており、このような疑念が払拭されるだけの積極的な意義があるべきとの指摘もある。

こうした懸念や疑念を払拭するため、MBO および支配株主による従属会社の買収においては、M&A を行うプロセスや一般株主に対する情報提供に際して特段の実務上の対応を講じ、上記の構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題に対応することにより、企業価値の向上と公正な取引条件の実現が担保されるべきであるといえる。

2.1.3 両取引の差異

MBO と支配株主による従属会社の買収の差異については、以下のような議論がある。

そもそも、支配株主による従属会社の買収の場合には、M&A の前から既に対象会社の支配的持分を有している支配株主が買収者となるのに対して、MBO の場合には、買収者となる取締役がこのような支配的持分を有しているとは限らないという点において、両取引には構造上重要な差異が存在する¹¹⁾。

また、MBO の場合には、対象会社の取締役自身が買収者となり、買収対価を低くすることに対して直接的な利害関係を有するため、当該取締役と一般株主との間に直接的な利益相反関係が生じる。また、当該取締役は、対象会社の内部情報にも自由にアクセスすることができる。これに対して、支配株主による従属会社の買収の場合には、従属会社の取締役は、買収対価を低くすることに対して直接的な利害関係を有するわけではなく、買収者となる支配株主の従属会社の取締役に対する影響力を通じて、支配株主と一般株主との間の利益相反関係の影響を受け得るととどまる。また、支配株主といえども、従属会社のあらゆる内部情報を有しているわけではない。加えて、従属会社といえども、上場会社として独立して経営されており、支配株主に完全に追従するわけではないとの指摘もある。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。

これに対して、支配株主による従属会社の買収の場合には、買収者となる支配株主の保有する議決権の割合が M&A の前から既に高いため、支配株主が自己に有利な取引条件を一方的に決定し、従属会社の一般株主の利益が害されるおそれは MBO に比しても高く、MBO よりも更に厳格に考える必要があるとの指摘もある。また、支配株主による従属会社の買収は、これにより従属会社の取締役は現在の株主から監督を受ける継続的な関係がなくなる、いわば最後の取引である点で、このような関係が継続する状況下

¹¹⁾ 取引類型の差異に関しては、注 25) も参照。

で行われる通常の支配株主と従属会社との間の取引とは異なり、従属会社の経営の独立性を当然の前提とすることはできないとの指摘もある¹²⁾。

以上を踏まえると、MBO と支配株主による従属会社の買収との取引構造上の差異や、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の差異には配慮を要するものの、一般に、企業価値の向上と公正な取引条件の実現を担保するために特段の実務上の対応が講じられるべきであるという点においては、両取引類型間に一般的・類型的な差異があるわけではないと考えられる¹³⁾。

¹²⁾ 本文記載の差異に加えて、MBO（買収に参加する経営者が支配株主ではないもの）の場合には、他に潜在的な買収者を想定することができるのに対して、支配株主による従属会社の買収の場合には、他に潜在的な買収者を想定することが実際には困難な場合が多いため、従属会社の一般株主が享受すべき利益の源泉が限られるとの指摘がある。他方、MBO の場合には、対象会社は他の潜在的な買収者の存在を経営者に対する交渉材料として利用することが可能であるのに対して、支配株主による従属会社の買収の場合には、従属会社の交渉相手は支配株主に限定される場合が多いため、従属会社の交渉力が弱まる可能性があるとの指摘もある。

また、支配株主による従属会社の買収の場合には、従属会社の一般株主は支配株主の存在やその場合に適用のある法令等の規律を認識の上で株主としてとどまっている点において、対象会社の一般株主は対象会社が MBO により買収されることを予期していない MBO の場合とは、リスクの発生に関する一般株主の事前の認識や一般株主の保護の必要性に差異があるとの指摘がある。また、従属会社の一般株主はもともと減価された株価で従属会社の株式を取得しているとも考えることもできるとの指摘や、従属会社は支配株主の信用による利益を享受している面もあるとの指摘、従属会社の一般株主の中には従属会社が支配株主に買収されることを期待して株式を取得した者も存在し得るとの指摘もある。これに対して、支配株主により不公正な取引条件で M&A が行われるリスクを反映した分だけ従属会社の株価が減価される状態よりも、そのようなリスクから一般株主を保護することにより、従属会社の株価がそのようなリスクを織り込まない価格に復する状態の方が、従属会社の株式の時価総額ひいては社会の富を損なわないという観点からは望ましいとの指摘や、従属会社といえども、そもそも上場し、一般投資家が自由にその株式を売買することができる状態にしている以上は、一般株主の利益を保護することは大前提の責務であるとの指摘もある。

¹³⁾ ただし、各公正性担保措置の中には、両取引類型間の構造上の差異に起因して、支配株主による従属会社の買収の場合には、類型的に、有効に機能しにくい、または弊害の懸念が大きいものも存在する。そのような措置に関しては、取引類型の差異を踏まえた考慮を行うことが適当と考えられるため、本文 3.2 以下では、該当する箇所において、取引構造上の差異も踏まえて整理を行っている。

2.2 買収対価に関する基本的整理

以上のように、MBO および支配株主による従属会社の買収においては、企業価値の向上と公正な取引条件、すなわち企業価値の増加分が一般株主に公正に分配されるような取引条件の実現を担保するために、特段の実務上の対応が講じられるべきであるが、このような実務上の対応の在り方を検討する前提として、M&A に際して実現される価値や、一般株主が享受すべき利益についての考え方を明らかにすることが有益である。そこで、次に、これらについての基本的な概念整理を行う。

2.2.1 M&A に際して実現される価値についての概念整理

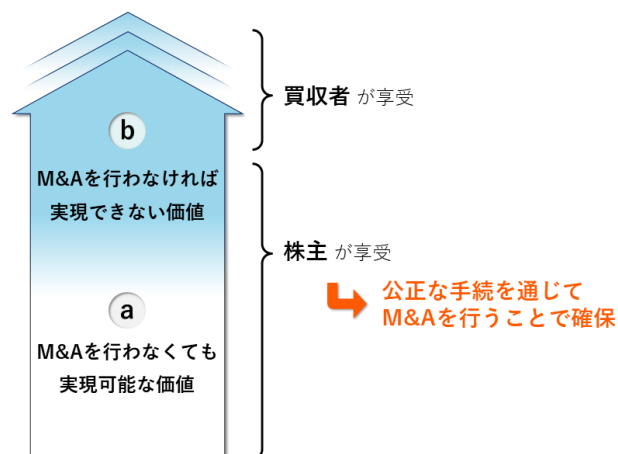
M&A に際して実現される価値は、理論的には、(a) M&A を行わなくても実現可能な価値と、(b) M&A を行わなければ実現できない価値¹⁴⁾の 2 種類に区別して考えることができる。

そして、上記(a)および(b)の価値はいずれも全ての株主がその持株数に応じて享受すべきものであるが、これらを一般株主がスクイズ・アウトされる形態での M&A について理論的・概念的な整理を行うとすれば、まず、上記(a)の M&A を行わなくても実現可能な価値は、一般株主を含む全ての株主がその持株数に応じて享受すべきものであると考えられる¹⁵⁾。他方で、上記(b)の M&A を行わなければ実現できない価値については、

¹⁴⁾ MBO の場合には、理論的には、それ自体では企業結合等の場合のような相乗効果（いわゆるシナジー）は発生しないが、一般株主が存在しなくなることによるコスト削減効果（一般株主との利害調整コスト、開示コスト等の削減）や、インセンティブ構造が変化したことに伴い、MBO において人的な資本を拠出する経営者等の努力により創出される価値等が(b)の M&A を行わなければ実現できない価値に含まれると考えられる。また、経営者が投資ファンド等と共同で行う MBO の場合には、投資ファンド等の支援による経営の効率化や、投資ファンド傘下の他の事業会社との間で創出されるシナジーも(b)の価値に含まれ得ると考えられる。

¹⁵⁾ 例えば、多額の含み益を有する遊休資産を売却するのみで得られる利益等は、M&A を行わなくても実現可能な価値であり、本来的には買収者が独占すべきものでなく、全ての株主が享受すべきものであると考えられる。また、M&A 後に他社と事業提携等を行うことにより実現することが想定されていた価値についても、概念上は、M&A を行うことによって実現する事業提携なのか、M&A を行わなくても可能な事業提携なのかで区別することができ（実際の判別は困難であるが）、後者の場合には、当該価値は本来的には買収者が独占すべきものでなく、全ての株主が享受すべきものであると考えられる。

M&A によって一般株主はスクイズ・アウトされることとなるものの、一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる¹⁶⁾。



2.2.2 実際の事案における整理

以上のように、M&A に際して実現される価値についての概念整理をすることが可能であるものの、実際の事案においては、上記(a)および(b)の価値を客観的かつ厳密に区別・算定することや、M&A 公表前の市場株価が(a)の価値をどれほど反映しているかを判別することは困難である¹⁷⁾。加えて、(b)の価値についても、一般株主が享受すべき部分には一定の幅があると考えられ、その分配の在り方について一義的・客観的な基準を設けることは困難である。そのため、上記の理論的な概念整理から直ちに、実際の事案における妥当な買収対価の算定方法を導くことや、市場株価と比較して「プレミアムが

¹⁶⁾ 会社法上、組織再編における株式買取請求手続における株式の買取価格は「公正な価格」と定められており（会社法第 785 条第 1 項等）、同価格は、①組織再編によって企業価値の増加が生じる場合には、組織再編が公正な条件で行われ、それによって、当該増加分が各当事会社の株主に公正に分配されたとすれば、基準日において当該株式が有する価値をいい、②組織再編によって企業価値の増加が生じない場合には、組織再編を承認する株主総会決議がなかったならば基準日において当該株式が有していたであろう価格をいうと解されている。組織再編以外の方法によるキャッシュ・アウトの場合に裁判所が決定すべき価格についても、同様に解されている。

¹⁷⁾ M&A を行う前から保有している既存の経営資源を活用して実現可能な価値は、実際には実現されていない場合であっても、(a)の M&A を行わなくても実現可能な価値に含まれると考えられる。この点に関連して、本来、(a)の価値は、MBO や支配株主による従属会社の買収により非上場化をする前から十分に実現していくことが期待されるものの、上場を継続している間には十分に実現されていない場合も少なくなく、このような状態を前提に株式市場の価格形成もされているとの指摘がある。

何%以上であれば公正である」といった一義的・客観的な基準を設けることは困難である。

したがって、買収対価等の取引条件自体について何らかの一義的・客観的な基準を設けることは適当とはいえず、取引条件の公正さを担保するための手続（以下、このような手続を指して「公正な手続」という。）の在り方について指針を示し、こうした手続を通じて M&A が行われることにより、一般株主が享受すべき正当な利益（以下、このような利益を指して「一般株主が享受すべき利益」や「一般株主利益」等という。）が確保されるべきものと考えられる。

2.2.3 買収対価の種類

買収対価が金銭である場合には、M&A 後に実現される上記(b)の価値のうち対象会社の一般株主が享受すべき部分は、取引時点で現金化され、一般株主に交付されるのに対して、買収対価が買収会社の株式である場合には、対象会社の一般株主は、取引後に買収会社の株主としてその株式の保有を継続する選択肢が提供されるため、その株式の保有を通じて(b)の価値を享受することができると指摘されている。

もっとも、買収対価が買収会社の株式である場合であっても、株式交換比率等の取引条件が公正でないとき、すなわち対象会社の一般株主が交付を受ける買収会社の株式の数が不足するようなときは、対象会社の一般株主が取引後に買収会社の株式の保有を通じて享受することができる(b)の価値は大幅に減少するのであり、その意味では、取引条件の公正さは買収対価が金銭である場合と同様に問題となるため、公正な手続を通じて M&A が行われることにより一般株主利益が確保されるべき点において、買収対価の種類によって差異が生じるわけではないと考えられる¹⁸⁾。

¹⁸⁾ また、買収対価が買収会社の株式である場合であっても、対象会社の規模が買収会社に比して小さい場合には、対象会社の一般株主が取引後に買収会社の株式の保有を通じて享受することができる(b)の価値は大幅に希釈化されたものになるとの指摘や、対象会社と買収会社の投資対象としての性格の差異や、一般株主の投資方針等によっては、対象会社の一般株主が取引後に買収会社の株式の保有を継続することを当然の前提とすることはできないとの指摘もある。

2.3 M&A を行う上での尊重されるべき原則

以上の整理を踏まえると、まず、M&A において尊重されるべき原則として、以下のような原則論が導かれる。

第 1 原則：企業価値の向上

望ましい M&A か否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべきである¹⁹⁾。

第 2 原則：公正な手続を通じた一般株主利益の確保

M&A は、公正な手続を通じて行われることにより、一般株主が享受すべき利益が確保されるべきである。

いずれの原則も、MBO や支配株主による従属会社の買収の場合だけでなく、通常の M&A 一般にも当てはまるものであるが、第 2 原則は、特に MBO と支配株主による従属会社の買収において重要なものであると考えられる。

そして、両原則は、まず第 1 原則を満たした企業価値の向上に資する M&A であることを前提に、これを実施するに当たっては、第 2 原則に則り、公正な手続を通じて行われることにより一般株主利益が確保されるべきであるという関係に立つものと考えられる²⁰⁾。

¹⁹⁾ 支配株主による従属会社の買収の場合には、第 1 原則は、グループとしての企業価値を向上させるか否かという観点から判断することも想定される。

²⁰⁾ 企業価値を向上させるか否かの判断は実際には容易でないが、M&A が公正な手続を通じて行われ、第 2 原則を満たす場合には、対象会社の取締役会や特別委員会があえて企業価値の向上に資するものでない（よって、M&A を行わなければ実現できない価値が想定されず、これが一般株主に分配されることもない）M&A に賛同することは通常は考えにくいことから、当該 M&A は企業価値を向上させるものであり、第 1 原則も満たすものである場合が多いと考えることができる。

2.4 公正な手続に関する基本的な視点

以上のように、MBO および支配株主による従属会社の買収は、第 2 原則に則り、一般株主利益を確保するために、公正な手続を通じて行われるべきである。このような公正な手続を構成する実務上の具体的対応が公正性担保措置であり、MBO および支配株主による従属会社の買収においては、個別の M&A における具体的状況（構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等）に応じて、公正性担保措置を講じることが望ましい。公正性担保措置には様々なものがあり得るが、それらはいずれも、以下の視点から公正な取引条件を実現するための手段と整理することができる。

視点 1：取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保

対象会社において M&A の是非や取引条件の妥当性についての交渉および判断が行われる過程（以下「取引条件の形成過程」という。）において、M&A が相互に独立した当事者間で行われる場合と実質的に同視し得る状況、すなわち、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題に対応し、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保する²¹⁾。

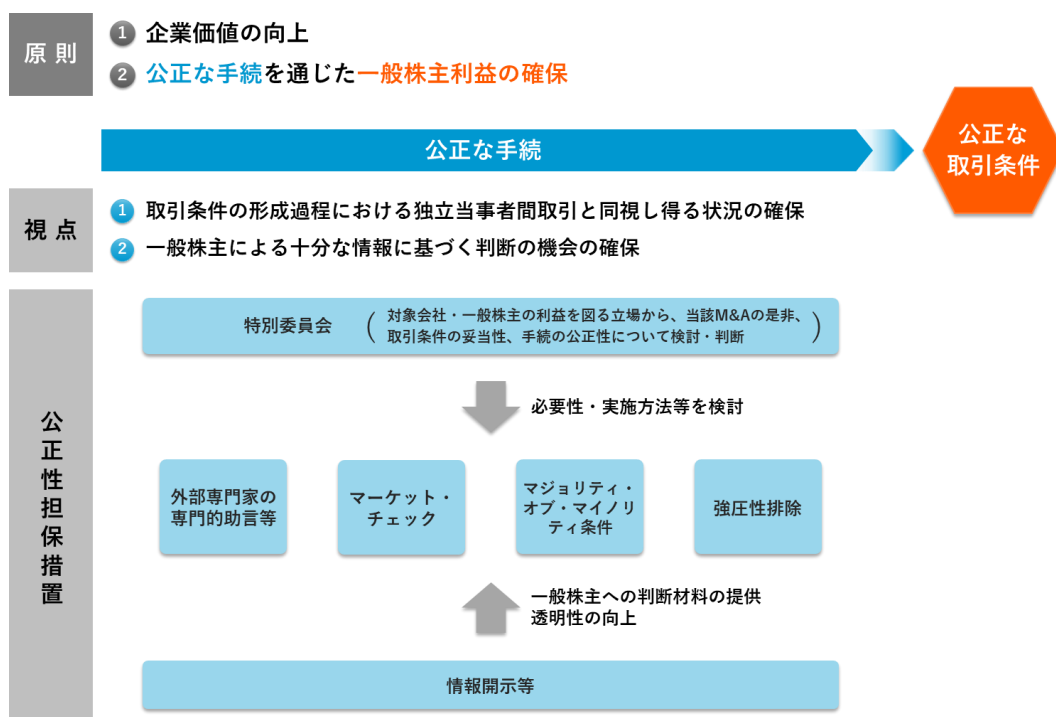
視点 2：一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保

MBO および支配株主による従属会社の買収においては、買収者と一般株主との間の情報の非対称性により、取引条件の妥当性等について一般株主による十分な情報に基づいた適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）が行われることが当然には期待しにくいことを踏まえて、一般株主に対して、適切な判断を行うために必要な情報を提供し、適切な判断を行う機会を確保する。

²¹⁾ 視点 1 は、取引条件の形成過程において対象会社側で講じられる公正性担保措置を検討する際に問題となる視点であり、基本的には対象会社にとっての視点となる。すなわち、取引条件の形成過程において、買収者側で、自らにとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われることは通常の M&A の場合と同様であり、視点 1 はこのことを否定する趣旨ではない。視点 1 は、このことを前提に、対象会社側でも通常の M&A と同様に、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保することにより、全体として見て M&A が相互に独立した当事者間で行われる場合と実質的に同視し得る状況を確保し、そのような状況の下で取引条件の交渉および判断が行われることを通じて、取引条件の公正さを担保することを意図するものである。

第3章 実務上の具体的対応（公正性担保措置）

以上の原則と基本的視点を踏まえて、本章では、MBO および支配株主による従属会社の買収における公正性担保措置のうち、一般に有効性が高いと考えられる典型的な措置を3.2から3.7までで取り上げ、その機能や望ましいプラクティスの在り方を提示する。



3.1 総論

3.1.1 公正性担保措置の位置付け

本章で提示する各公正性担保措置は、いずれも、一義的・客観的な基準を設けることが困難な取引条件の公正さを手続的に担保するための手段と位置付けられるものである。

したがって、各公正性担保措置の実施は、MBO および支配株主による従属会社の買収において公正な取引条件を実現するための必要条件ではなく、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が担保されないというわけではない²²⁾。

すなわち、個別の M&A における具体的状況に応じて、いかなる措置をどの程度講じるべきかが検討されるべきものであり、また、講じられる措置を全体として見て取引条件の公正さを担保するための手続として十分かどうかが評価されるべきものである。

3.1.2 個別の状況に応じた適切な措置の選択の必要性

現実の M&A は多様であり、個別性が高い。すなわち、MBO や支配株主による従属会社の買収といえども、実際の形態は一様ではなく、その内容により構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題にも程度の差が生じ得る²³⁾。また、実際の M&A においては、一般株主への配慮の必要性が異なり得る特段の事情がある場合もある²⁴⁾。

そして、公正性担保措置の位置付けが上記 3.1.1 のようなものである以上、その適切な組合せも、個別の M&A の多様性に応じて多様なものとなり得る。

²²⁾ 更にいえば、公正な取引条件は、本章で提示する各公正性担保措置を講じることによるみ実現されるわけではなく、これらの公正性担保措置を講じることによらずとも、公正な取引条件が実現され、大半の一般株主から納得が得られる場合もあると考えられる。

²³⁾ 実際の MBO には、現在の経営者が自ら対象会社を買収する場合もあれば、他の出資者（投資ファンド等）と共同で買収する場合もある。例えば、オーナー経営者等の「取締役兼株主」が、経営者としては残るものの、自ら保有する株式についてはその多くを、当該 MBO を機に手放すような場合等には、当該経営者はむしろ株式の売却者側の性質が強く一般株主の立場に近い場合も想定し得る。このように、経営者以外の出資者の関与の有無・役割の主従、MBO を行う経営者が保有していた株式の処分方法や MBO における出資比率等によって、経営者が MBO に対して有する経済的利益の程度、ひいては構造的な利益相反の問題の程度には差異が生じ得る。

また、支配株主による従属会社の買収においても、支配株主が保有する従属会社の議決権の割合（過半数に満たない場合から 3分の2以上に至る場合まで幅があり得る）や、支配株主と従属会社との関係（支配株主と従属会社の人的関係・取引関係、事業分野の異同、支配・従属関係の形成経緯等により、従前より従属会社の支配株主に対する依存度が強い場合もあれば、ある程度独立して経営されている場合もある）等に応じて、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題の程度には差異が生じ得る。

²⁴⁾ 例えば、企業の再生局面における M&A には、当該企業の状態によっては、株主が享受すべき利益が存在しないような場合もあると考えられる。また、MBO において、対象会社に大株主や親会社等が存在し、かつ、総体としての株主と買収者との合理的な交渉が成立する場合には、経営者が不合理に MBO を行うことや不当に低い価格で MBO を行うことがそもそもできない場合も存在すると考えられる。

したがって、個別の M&A において、その具体的状況に応じて、事案に即した適切な公正性担保措置を判断し、実施することが重要となる²⁵⁾。その際、個別の M&A において一定の措置が有効に機能しない、または弊害が懸念され、当該措置を講じることが困難な場合には、他の措置をより充実させることによってこれを補い、全体として取引条件の公正さを担保するという観点も重要である。

そして、事案に即した適切な公正性担保措置を判断するに当たっては、構造的な利益相反の問題の存在にかんがみ、買収者等からの独立性の確保された主体が、利益相反に関する重要な事実関係を把握した上で実質的に関与することが重要となる。

3.1.3 実効的な機能発揮の重要性

公正性担保措置を講じた外形が整えられても、各措置が有効に機能していなければ、公正性担保措置としての意味はない。形式上講じられた公正性担保措置の数よりも、実効的に講じられた措置が全体として果たす機能の実質が重要となる。

3.1.4 望ましい M&A が阻害されないことの重要性

企業価値の向上に資する M&A が公正な手続を通じて行われることは、M&A に際して実現される価値が一般株主にも付与されることを意味し、一般株主の利益にも資するものである。

したがって、企業価値の向上に資する望ましい M&A に対して阻害効果を及ぼし、または当事会社が過度に委縮することは、一般株主にとってもまた望ましいことではない。M&A の関係者には、企業価値の向上に資する M&A が一般株主の利益に配慮しつつ積

²⁵⁾ 本文 2.1.3 のとおり、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は同一ではない。もっとも、この点に関する議論を踏まえると、構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題に対応し、公正な取引条件の実現を担保するために事案に即した公正性担保措置が講じられるべきである点において、両取引類型間に一般的・類型的な差異があるわけではなく、個別の M&A において取引類型の差異に起因して生じる固有の事情については、適切な公正性担保措置を判断するに当たって考慮すべき具体的状況の一要素として位置付けることが適当と考えられる。

極的に行われる健全な資本市場の発展に向けて、リスク回避に傾くことなく、費用対効果の視点も含めてバランスのとれた対応をとることが求められる²⁶⁾。

3.2 独立した特別委員会の設置

3.2.1 機能

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おいて、本来取締役会に期待される役割を補完し、または代替する独立した主体として任意に設置される合議体である。

特別委員会は、独立性を有する者で構成され、重要な情報を得た上で、企業価値の向上および一般株主の利益を図る立場から、M&Aの是非や取引条件の妥当性、手続の公正性について検討および判断を行うことにより、取引条件の形成過程において、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題に対応し、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で当該M&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保する機能を有する（視点1）。

このように、特別委員会は、基本的には、買収者および対象会社・一般株主に対して中立の第三者的な立場ではなく、対象会社および一般株主の利益を図る立場に立って当該M&Aについて検討や判断を行うことが期待されるものであり、そのような意味で特別委員会が有効に機能した場合には、公正性担保措置として高く評価されると考えられる²⁷⁾。

²⁶⁾ 例えば、社外取締役を含む特別委員会の委員は、自らの善管注意義務に照らし、本指針を踏まえて適切な手続の下でその職務を遂行している限り、通常は、損害賠償責任等の法的責任を負う事態に至るものではないと考えられる。

²⁷⁾ MBOや支配株主による従属会社の買収において設立される特別委員会は「第三者委員会」といわれることもあるが、本文記載のとおり、基本的には、買収者および対象会社・一般株主に対して中立の第三者的な立場に立つのではなく、対象会社および一般株主の利益を図る立場に立つという点において、例えば企業等に対する中立性が求められる企業等不祥事における第三者委員会とはその位置付けを異にする点に留意する必要がある。

3.2.2 役割

上記 3.2.1 の機能を果たすため、特別委員会は、①対象会社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、M&A の是非について検討・判断するとともに、②一般株主の利益を図る観点から、(i)取引条件の妥当性および(ii)手続の公正性について検討・判断する役割を担う。

このうち、②(i)取引条件の妥当性については、(a)買収者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保すること、および (b)取引条件の妥当性の判断の重要な基礎となる株式価値算定の内容と、その前提とされた財務予測²⁸⁾や前提条件²⁹⁾等の合理性を確認することを通じて、検討することが重要である。また、買収対価の水準だけでなく、買収の方法や買収対価の種類等の妥当性についても検討することが重要である。

また、②(ii)手続の公正性については、当該 M&A における具体的状況を踏まえて、全体として取引条件の公正さを手続的に担保するために、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。

3.2.3 公正性担保措置としての意義

特別委員会は、適切に運用することにより、構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題への対応に資するものであり、M&A の公正性を担保する上で有効性の高い公正性担保措置である。

加えて、上記 3.2.2 のとおり、特別委員会は、個別の M&A において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が期待されており、手続の公正性を確保する上での基点として位置付けられる。

²⁸⁾ DCF 法を用いて株式価値算定を実施する場合には、これに必要な将来フリー・キャッシュフローの予測の基礎となる事業計画の内容いかんによって結論が大幅に異なり得るところ、企業において作成される事業計画は、その作成の目的や態様等によって、その数字が楽観的な場合から保守的な場合まで様々であることから、事業計画の合理性やその作成経緯を確認することの重要性が指摘されている。

²⁹⁾ 特に合理性を確認することが望ましい事項として、例えば、DCF 法における割引率の計算根拠や、類似会社比較法における類似会社の選定理由等が指摘されている。

以上を踏まえると、MBO や支配株主による従属会社の買収において取引条件の公正さを担保する上で、特別委員会を設置することの意義は特に大きいといえ、これを設置することが望ましい³⁰⁾。

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

特別委員会が形式的に設置されるにとどまらず、有効に機能するためには、以下のよう実務上の工夫を講じることが望ましい。

特に、構造的な利益相反の問題が大きく、対象会社の取締役会の独立性への懸念が特に大きい場合³¹⁾や、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、特別委員会の実効性を高める工夫を積極的に講じることが期待される。

3.2.4.1 設置の時期

特別委員会を早期段階から関与させることにより、取引条件の形成過程全般にわたってその公正性を担保する機能を果たさせるとともに、特別委員会が設置された時点で既に取引条件等が事実上決定されており、これを覆すことが困難な状態に至っている等、特別委員会を設置する意義が実質的に失われることとなる事態を防ぐ観点から、対象会社が買収者から買収提案を受けた場合には、可及的速やかに、特別委員会を設置することが望ましい^{32),33)}。

³⁰⁾ もっとも、例えば経営破綻企業の買収等、対象会社の財務状況や法規制等により緊急性が高く、迅速な実施が要求される場合等においては、特別委員会を設置することが困難な場合もあると考えられる。

³¹⁾ 例えば、MBO に参加する取締役や MBO に関して重要な利害関係を有する取締役が取締役会に占める割合や他の取締役に対する影響力の観点から取締役会を支配しているような場合や、支配株主と従属会社の資本関係や人的関係・取引関係上の依存度、事業分野の異同、支配・従属関係の形成経緯等により、その関係が強固である場合等が考えられる。

³²⁾ 例えば、取締役会の開催や、社外有識者委員を選任する必要がある場合における候補者の選定等のために、特別委員会の設置に一定の時間を要することはやむを得ないと考えられるが、いたずらに特別委員会の設置時期を遅らせるべきではなく、可及的速やかに設置すべく合理的な努力をすることが望ましい。

³³⁾ 「買収提案を受けた場合」とは、客観的に見て具体的かつ実現可能性のある真摯な買収意向が示された場合をいう。

3.2.4.2 委員構成

A) 独立性

特別委員会は、独立性を有する委員で構成されるからこそ、構造的な利益相反の問題に対応する機能を有する。また、特別委員会の委員の独立性は、特別委員会に対する一般株主の信頼の礎となるものでもあり、委員となる者は高度な独立性を有することが望ましい。

具体的には、特別委員会の委員となる者には、①買収者からの独立性および②当該 M&A の成否からの独立性（当該 M&A の成否に関して、一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないこと³⁴⁾）が求められるべきであり、これらの独立性は、企業価値の向上および一般株主の利益を図る立場から適切な判断を行うことが一般に期待できるかという観点から、個別の M&A ごとに、委員候補者と買収者や対象会社との関係や当該 M&A との関係等の具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべきものと考えられる³⁵⁾。

このうち、①買収者からの独立性に関して、支配会社による従属会社の買収の場合における過去に支配会社の役職員であった者の取扱いについては、会社法上の社外性要件（会社法第 2 条第 15 号イ等）も踏まえると、少なくとも過去 10 年以内に支配会社の役職員であったことがない者であることが望ましい。

また、買収者との間の取引関係や上記以外の人的関係については、金融商品取引所が定める独立役員の独立性基準³⁶⁾を買収者との関係について当てはめることも参考になると考えられるが、一律の客観的な基準を設けることは困難であり、個別の M&A ごとにその具体的状況を踏まえて実質的に判断することが必要となる。その際には、その関係が存在していた時期や、その関係の委員候補者にとっての重要性等が重要な考慮要素となると考えられる。

³⁴⁾ 典型的には、当該 M&A が成立することにより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。

³⁵⁾ したがって、社外役員については、業務執行者からの独立性を中心とする一般的・抽象的な基準である会社法上の社外性要件や金融商品取引所が定める独立性基準を満たすことのみをもって、特別委員会の委員として必要な独立性を有するというには必ずしもならないことに留意する必要がある。

³⁶⁾ 東京証券取引所「上場管理等に関するガイドライン」III 5.(3)の 2 参照。

B) 属性・専門性

特別委員会は、構造的な利益相反の問題による影響を排除する観点から、社外者、すなわち社外取締役、社外監査役または社外有識者で構成されることが望ましいが、それぞれの特別委員会の委員としての適格性は、一般に、以下のように考えられる。

- a) **社外取締役** - 社外取締役³⁷⁾は、①株主総会において選任され、会社に対して法律上義務と責任を負い、株主からの責任追及の対象ともなり得ること、②取締役会の構成員として経営判断に直接関与することが本来的に予定された者であること、③対象会社の事業にも一定の知見を有していること等を踏まえると、特別委員会の役割に照らして、社外取締役が委員として最も適任であると考えられ、独立性を有する社外取締役がいる場合には、原則として、その中から委員を選任することが望ましい。また、社外取締役が委員長を務めることも、特別委員会の実効性を高めるため実務上の工夫の一つとして考えられる。
- b) **社外監査役** - 社外監査役は、①本来的に経営判断に直接関与することが予定された者ではないものの、取締役会への出席・意見陳述義務や取締役の行為の差止請求権等を通じて、間接的な形で経営に関与すること³⁸⁾、②株主総会において選任され、

³⁷⁾ 監査等委員会設置会社の監査等委員である社外取締役および指名委員会等設置会社の監査委員である社外取締役を含む。

³⁸⁾ 本文 3.2.2 のとおり、特別委員会が担う重要な役割に、買収者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保するという経営判断にわたる役割があるところ、社外監査役は本来的にこのような経営判断に直接関与することが予定された者ではなく、間接的な形で経営に関与するにとどまるという点において、その委員としての適格性を社外取締役と異にする要因がある。

なお、上記の点とも関連して、社外監査役による特別委員会の委員としての職務を、会社法上の社外監査役職務の一部として捉える考え方（職務包含説）と、これとは別に委託を受けたものと解する考え方（別途委託説）とが存在する。職務包含説の考え方をとった場合には、社外監査役は、監査役職務権限の範囲の制約との関係で、買収者との間で交渉を行うことや、会社を代理してアドバイザー等との間でアドバイザー契約等を締結することはできないという帰結となるのに対して、別途委託説の考え方をとった場合には、社外監査役はこれらの行為も行うことができるという帰結となる。なお、別途委託説の考え方をとった場合であっても、特別委員会の委員としての職務に対して監査役としての監査義務は及ぶと考えることは可能であるため、これに懈怠があった場合には、株主は、当該義務に違反があったものとして、会社法第 429 条に基づき任務懈怠による損害賠償責任を追及することができないわけではないとの意見もある。この論点については必ずしも意見の一致をみているわけではなく、今後、更に議論が深まることが期待される。

会社に対して法律上義務と責任を負い、株主からの責任追及の対象ともなり得ること、③対象会社の事業にも一定の知見を有していること等を踏まえると、取締役会に占める社外取締役が少数にとどまる現状においては、社外取締役を補完するものとして、社外監査役も委員としての適格性を有するものと考えることが妥当である。

- c) **社外有識者** - これに対して、社外有識者は、株主総会において株主の付託を受けて選任されているわけではなく、社外役員に比べて会社や株主に対する責任関係も不明確であり、株主による直接の責任追及も困難であるものの、M&Aに関する専門性（手続の公正性や企業価値評価に関する専門的知見）を補うために、社外取締役および社外監査役に加えて、社外有識者を委員として選任することは否定されない³⁹⁾。

いずれの社外取締役も、独立性等の問題により委員として選任することに支障がある場合には、社外監査役および社外有識者のみで特別委員会を構成することも次善の策として考えられる。

他方、社外取締役に期待される基本的な役割は、特別委員会の役割を適切に理解した上で、会社に対して法律上負う義務と責任を背景に、責任を持って、アドバイザー等の専門的助言等も活用しつつ、特別委員会を適切に運営することであり、自ら専門的判断を行うことではないと考えられるため、社外取締役がM&Aに関する専門性を有しないということだけでは、当該社外取締役を特別委員会の委員として選任しないことが正当化されることにはならない。

なお、特別委員会は、委員として最も適任である社外取締役のみで構成し、M&Aに関する専門性は、アドバイザー等から専門的助言を得ること等によって補うという形態

さらに、上記の論点とも関連して、特別委員会の委員としての職務の対価として社外役員に対して報酬が別途支払われる場合に、これが会社法上の役員報酬規制に服するか否かについても必ずしも意見の一致をみているわけではないが、いずれにしても、対象会社は、特別委員会の委員としての職務を行う社外役員に対してその職務に応じた報酬を支払うことができるよう、適切な対応をとることが望ましい。

³⁹⁾ 社外有識者を特別委員会の委員として選任する場合には、その社外有識者は、対象会社との間の委任契約における受任者として、対象会社に対して善管注意義務を負うことになると考えられるが、本文記載のとおり、社外有識者については、会社や株主に対する責任関係が不明確である等の懸念が示されていることを踏まえて、委任契約上、委員が会社に対して善管注意義務を負う旨を明確に規定することが望ましい。また、委任契約上、この善管注意義務の内容として、企業価値の向上および一般株主の利益を図る立場としての委員の役割を明確化しておくことも考えられる。

が最も望ましいと考えられる。現状では、社外取締役が少数にとどまり、こうした形態をとることが困難な企業も多いと考えられるが、今後、多くの企業において、独立社外取締役が多数選任されるようになり⁴⁰⁾、このようなより望ましい構成の特別委員会を設置しやすくなることが期待される。

3.2.4.3 特別委員会の設置・委員選定のプロセス

特別委員会の設置の判断、権限と職責の設定、委員の選定や報酬の決定については、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除する観点から、対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役⁴¹⁾がこれらのプロセスに主体性を持って実質的に関与することが望ましい。

3.2.4.4 買収者との取引条件の交渉過程への関与

上記 3.2.2 のとおり、特別委員会は、買収者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保する役割を担う。特別委員会がこのような役割を果たす上では、特別委員会が対象会社と買収者との間の買収対価等の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することが望ましい。

その方法としては、特別委員会が取引条件が妥当でないと判断した場合には当該 M&A に賛同しないことを取締役会においてあらかじめ決定した上で⁴²⁾、①特別委員会が取引条件の交渉を行う権限の付与を受け、自ら直接交渉を行うこと、または②交渉自

⁴⁰⁾ 経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2019年6月28日）の「6. 上場子会社に関するガバナンスの在り方」においては、上場子会社における利益相反リスクに適切に対応し、一般株主利益を保護するための実効的なガバナンスの仕組みの構築について一義的な責任を担うのは取締役会であることから、その独立社外取締役比率を高めること（1/3 以上や過半数等）を目指すことが基本となるとされている。

⁴¹⁾ 原則として、金融商品取引所に独立役員として届け出られている社外取締役や社外監査役（当該 M&A に関して本文 3.2.4.2 A)の観点から独立性を欠くことが明らかである者を除く。）が該当する。

⁴²⁾ これにより、特別委員会が取引条件が妥当でないと判断したにもかかわらず、対象会社の取締役会が当該取引条件による M&A に賛同するという事態が生じないことが保障されることになり、特別委員会に対していわば取引に反対する権限を付与する状況と実質的に同様の状況が確保されることになる。なお、このような決定を行った場合も、対象会社の取締役会は特別委員会の判断内容を適切に理解・把握した上で最終的な意思決定を行うことが想定される。

体は対象会社の担当役員やプロジェクトチーム等の社内者やアドバイザーが行うが、特別委員会は、例えば、交渉について事前に方針を確認し、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況を確保することが考えられ、個別の M&A における構造的な利益相反の問題の程度や特別委員会の委員構成等の具体的状況に応じて、適切な方法や態様で関与することが望ましい。

3.2.4.5 アドバイザー等

特別委員会が自らの役割を適切に理解し、その役割を十分に果たす上では、手続の公正性や企業価値評価に関する専門的知見に基づいて検討・判断することが必要となる。特別委員会の委員自身においてはこのような専門性を十分に有していない場合も少なくないと考えられるところ、このような場合をはじめとして、特別委員会が信頼して専門的助言を求めることができる財務アドバイザー・第三者評価機関や法務アドバイザー（以下「アドバイザー等」と総称する。）が存在していることが望ましい。

その方法としては、特別委員会と対象会社の社内者のいずれが買収者との協議・交渉を担うか等の個別の M&A における具体的状況に応じて、適切な方法が検討されることが望ましい。具体的には、特別委員会が①自らのアドバイザー等を選任することが有益であるが⁴³⁾、②対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等が高い専門性を有しており、独立性にも問題がない場合等、特別委員会として当該アドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、そのアドバイザー等を利用することも否定されるべきとはいえない。ただし、②の場合には、構造的な利益相反の問題に起因して、対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等が特別委員会に対して一般株主の利益よりも買収者側の利益や M&A の成立を優先した助言や情報提供を行う可能性について懸念が示されることもあることを踏まえて、特別委員会に対して、対象会社

⁴³⁾ 特別委員会が自らのアドバイザー等を選任する場合において、対象会社の取締役会も別途自らのアドバイザー等を選任するか否かはいずれの場合も考えられ、取締役会は特別委員会が選任したアドバイザー等から必要に応じて専門的助言を受けるという対応も考えられる。

⁴⁴⁾ 特別委員会が自らのアドバイザー等を選任することが予定されている場合も、アドバイザー等が特別委員会の設置前から M&A に関与する場合も想定されるところ（法務アドバイザーについては本文 3.3.1 参照）、このような場合には、設立後の特別委員会が当該アドバイザー等の独立性を確認し、問題がない場合には、当該アドバイザー等を自らのアドバイザー等として改めて選任することが考えられる。

の取締役会のアドバイザー等を指名する権限や、対象会社の取締役会のアドバイザー等を承認（事後承認を含む⁴⁵⁾）する権限を付与する等、対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等により提供され、特別委員会による検討や判断の重要な基礎となる専門的助言の信頼性を担保する工夫を講じることが望ましい。

3.2.4.6 情報の取得

MBO および支配株主による従属会社の買収においては、買収者への情報の偏在を利用して一般株主に不利な取引条件でM&Aが行われるのではないかといった情報の非対称性の問題から生じる懸念に対応する必要がある。もっとも、対象会社には企業秘密等の公表に馴染まない情報も存在することから、一般株主に対して開示することができる情報の範囲には限界があり、一般株主への直接の情報開示のみによって情報の非対称性の問題に対応することは困難である。

そこで、特別委員会の各委員が対象会社に対する秘密保持義務に服していることを前提に、特別委員会が、一般株主に代わり、非公開情報も含めて重要な情報を入手し、これを踏まえて検討・判断を行うという方法も組み合わせることにより、全体として、重要な情報を十分に踏まえた上で、M&Aの是非や取引条件の妥当性についての検討・判断が行われる状況を確保することが望ましい。

そのため、特別委員会は、必要に応じて執行陣に情報提供を求め、買収者との協議に十分に関与する等、その検討および判断に必要な情報を得よう努めることが望ましい。

3.2.4.7 報酬

特別委員会がその役割を十分に果たす上では、委員に対して支払う報酬は、その責務に応じた適切な内容・水準とすることが望ましい。

また、社外役員が特別委員会の委員としての職務を行うことは、上記3.2.4.2 B)のとおり、社外役員の職責から期待されることであるが、特別委員会に係る職務には通常の職務に比して相当程度の追加的な時間的・労力的コミットメントを要すると考えられる

⁴⁵⁾ 例えば、対象会社の取締役会の既存のアドバイザー等の独立性に問題がある場合に、特別委員会がこれを承認しないことが考えられる。特別委員会が対象会社の取締役会の既存のアドバイザー等を承認しない場合には、既存のアドバイザー等を変更する、特別委員会が指名・承認する他のアドバイザー等を対象会社の取締役会が別途追加で選任する、または特別委員会が別途自らのアドバイザー等を選任すること等によって解決することが考えられる。

ところ、元々支払いが予定されていた役員報酬には、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。そこで、このような場合には、別途、委員としての職務に応じた報酬を支払うことが検討されるべきである。

3.2.5 対象会社の取締役会における特別委員会の判断の取扱い

M&A に際して特別委員会を設置した場合においても、特別委員会が会社法上の機関ではない任意の機関である以上、通常、M&A への賛否等については、最終的には取締役会において意思決定を行うこととなるものと考えられる⁴⁶⁾。

その際には、取締役会は、特別委員会の設置の趣旨にかんがみ、特別委員会の判断内容を適切に理解・把握した上で、これを最大限尊重して意思決定を行うことが望ましい（なお、取締役会においてあらかじめ上記 3.2.4.4 の決定が行われた場合において、特別委員会が取引条件が妥当でないと判断したときは、取締役会は当該取引条件による M&A に賛同すべきでないことになる。）。

特別委員会を形式的に設置し、その判断に従って判断したというだけでは、直ちに取締役会の判断が正当化されることにはならないが、独立した特別委員会が設置され、有効に機能した場合には、原則として、取締役会は、特別委員会の判断内容に依拠して意思決定を行うことで、その説明責任を果たすことができると考えられる。

以上を踏まえると、取締役会が特別委員会の判断内容と異なる判断を行うことは本来例外的であると考えられるが、そのような事態に至った場合には、特別委員会の設置の趣旨にかんがみ、取締役会はその理由について十分な説明責任を果たすことが望ましい。

3.2.6 対象会社の社内検討体制

MBO や支配株主による従属会社の買収に際して特別委員会を設置する場合においても、当該 M&A の是非や取引条件の妥当性、手続の公正性等についての第一次的な検討

⁴⁶⁾ M&A への賛否等を決定する取締役会決議において、当該 M&A に重要な利害関係を有する者を除く取締役全員の賛成および監査役全員の異議がない旨の意見があった場合には、当該 M&A において公正性担保措置が有効に機能したことを示す事情の一つとなると考えられる。他方で、反対した者がいる場合には、誰が反対したのか、どのような理由で反対したのかを、取締役会議事録に記載することに加え、これを株主に対して明らかにすることが、一般株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会の確保の観点（視点 2）からは重要である（下記 3.6.2.3 f 参照）。

や、買収者との協議・交渉は、対象会社の取締役会や担当役員、その下に設置されるプロジェクトチーム等において行われる場合も多いと想定される。

M&A への賛否等を決定する対象会社の取締役会決議においては、会社法上、「特別の利害関係を有する取締役」は議決に加わることができないとされているが⁴⁷⁾、取引条件の形成過程において構造的な利益相反の問題による影響を排除する観点からは、上記の取締役会決議の段階だけでなく、その前の検討・交渉段階から、個別の M&A の具体的状況に応じて、「特別の利害関係を有する取締役」も含む一定の利害関係を有する取締役等を対象会社における検討・交渉過程から除外する等、可能な限り買収者から独立した立場で検討・交渉等を行うことができる体制を対象会社の社内に構築することが考えられる。

その際、独立した特別委員会が設置され、有効に機能している場合には、検討・交渉過程から除外する取締役等の範囲に関して、過去に買収者の役職員であった者はその一事をもって全て除外されるべきとまで考える必要はなく、十分な検討・交渉等を行うことが可能な取締役等を確保するという観点からは、例えば、現に買収者の役職員を兼任する取締役等が除外されれば足りるとの整理も考えられる。

3.3 外部専門家の独立した専門的助言等の取得

手続の公正性や取引条件の妥当性について慎重な検討・判断過程を経る上では、以下のように、外部専門家の独立した⁴⁸⁾専門的助言等を取得することが望ましい。

⁴⁷⁾ 会社法第 369 条第 2 項。MBO や支配株主による従属会社の買収における「特別の利害関係を有する取締役」の範囲は、解釈問題となるものの、取引条件の形成過程における手続の公正性を高めるという観点からは、当該「特別の利害関係」を広く解釈することも検討すべきとの指摘もある。例えば、MBO を行う取締役のみならず、買収者側への出資や経営参画について既に合意が成立している取締役も除外されると解釈すべきではないかとの指摘がある。他方、このような取締役以外の取締役であっても、その自己保身を企図する可能性もあり、当該解釈を広げることが必ずしも手続の公正性を高めるとは限らないとの指摘もある。

⁴⁸⁾ 外部専門家の独立性については、本文 3.2.4.2 A)の特別委員会の委員の独立性と同様に、①買収者からの独立性および②当該 M&A の成否からの独立性の観点の問題となるが、独立性の程度や重点はそれぞれ異なり得ると考えられる。

3.3.1 法務アドバイザーからの助言の取得

対象会社において適切な公正性担保措置を判断・実施し、手続の公正性を確保する上で、法務アドバイザーは重要な役割を果たす（視点1、視点2）。

法務アドバイザーは、公正性担保措置を講じることの意義について対象会社が十分に理解することを補助するとともに、特別委員会の設置や委員の選定⁴⁹⁾、案件の検討・交渉過程から除外されるべき特別の利害関係を有しまたはそのおそれのある取締役等の考え方の整理、財務アドバイザーや第三者評価機関の独立性の検討等においても、重要な役割を果たし得ることを踏まえ、初期段階から独立性を有する⁵⁰⁾法務アドバイザーの関与を得て、その独立した専門的助言を取得することが望ましい。

3.3.2 第三者評価機関等からの株式価値算定書等の取得

取引条件の形成過程において構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題に対応する上では、対象会社の取締役会または特別委員会において、専門性を有する独立した第三者評価機関から株式価値算定書等を取得し、これを判断の基礎とすることが望ましい（視点1）。

また、取引条件の形成過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力を行う上では、必要に応じて、M&Aのスキームや代替手段、代替取引の検討、価格交渉等において経験豊富な財務アドバイザーの助言や補助を得ることも有効である⁵¹⁾（視点1）。

以下では、特に前者の観点から、第三者評価機関から株式価値算定書やフェアネス・オピニオンを取得することの意義等について整理する。

⁴⁹⁾ 特別委員会の設置および委員選定のプロセスについては、本文3.2.4.3参照。

⁵⁰⁾ 特に、特別委員会の法務アドバイザーや特別委員会の設置に関与する法務アドバイザーの独立性が重要となる。例えば、買収者と顧問契約を締結して常時経営陣から法律相談を受けているために買収者に対する依存度が強い弁護士を法務アドバイザーとして選任することは、買収者からの独立性の観点から望ましくない。

⁵¹⁾ 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、その業務の一環として株式価値算定書等の提供も行い、第三者評価機関を兼ねる場合が多い。

3.3.2.1 第三者評価機関による株式価値算定の実施

A) 機能

専門性を有する独立した第三者評価機関による株式価値算定を実施することは、対象会社の株式の価値の幅を明らかにすることを通じて、対象会社の取締役会や特別委員会において、取引条件の検討、交渉および判断が行われるに当たって重要な参考情報が得られることに加えて、株式価値算定結果から説明することができない水準の取引条件で行われる M&A に賛同することが困難になるため、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題により取引条件が一般株主に不利に設定されるおそれを抑止する機能を有する（視点 1）。

また、株式価値算定の内容が対象会社の一般株主に対して開示されることにより、一般株主が取引条件の妥当性を判断する際の重要な判断材料となるという機能も有する（視点 2）。

B) 位置付け

株式価値算定の実務においては、上記 2.2 の一般株主が享受すべき利益についての概念整理等は念頭に置きつつも、多くの場合、(a) M&A を行わなくても実現可能な価値と、(b) M&A を行わなければ実現できない価値といった構成要素ごとに分けて価値を算定した上で合算するという形ではなく、通常は M&A の実施を前提としない財務予測等に基づいて株式価値算定が行われている⁵²⁾。上記 2.2 の概念整理との関係では、このような株式価値算定結果を踏まえつつ、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件の獲得に向けて検討・交渉するプロセス等を通じて、(b)の価値の分配を含む一般株主が享受すべき価値が実現されるものと整理される。

このように、株式価値算定結果は、上記 2.2 の概念整理における(b)の価値や、そのうち一般株主および買収者がそれぞれ享受すべき部分を直接的に明らかにするものでは

⁵²⁾ M&A 後の事業計画等は、それ自体不確実性を伴うものであることや、対象会社は買収者が想定する M&A 後の事業計画等や将来の可能性に関する情報を十分に有しておらず、これを前提とした財務予測等を合理的に推定することが困難な場合も少なくないことに加え、買収者が上記の情報を対象会社に対して詳細に開示することも、自らの手の内をさらすこととなり、買収戦略上自ずから限界があること等がその背景にある。もっとも、上場廃止による上場維持コストの削減等、M&A の実施を前提とした各種施策の効果についても可能な範囲で一定程度加味した財務予測を作成して株式価値算定が行われる場合もある。

なく、したがって、実際の M&A において、株式価値算定結果から対象会社が賛同すべき取引条件が機械的に定まるべきものではない。

したがって、対象会社の取締役会や特別委員会は、株式価値算定結果に加えて、算定の前提とされた事業計画の位置付けやその実現可能性、用いられた算定方法の特性、同種の M&A において一般に付与されるプレミアム(買収価格と従前の市場株価との差額)の水準、当該 M&A を行わなくても実現可能な価値、想定される当該 M&A による企業価値増加効果⁵³⁾、代替取引の有無や内容等を考慮して、取引条件の検討、交渉および判断を行うことが望ましい。

3.3.2.2 フェアネス・オピニオンの取得

A) 機能

フェアネス・オピニオンとは、一般に、専門性を有する独立した第三者評価機関が、M&A 等の当事会社に対し、合意された取引条件の当事会社やその一般株主にとっての公正性⁵⁴⁾について、財務的見地から意見を表明するものをいう。

すなわち、対象会社がフェアネス・オピニオンを取得することは、財務に関する専門性を有する第三者評価機関が、対象会社とは独立した立場から慎重な検討を行った上で、当事者間で合意された具体的な取引条件が対象会社の一般株主にとって財務的見地から公正であると判断し、その旨の意見を表明しているということの意味する。このように、フェアネス・オピニオンは、第三者評価機関が意見形成主体となるという点や、意見の対象が当事者間で合意された具体的な取引条件の対象会社の一般株主にとっての公正性であるという点において、株式価値算定書とは異なるものであり、対象会社の価値に関するより直接的で重要性の高い参考情報となり得るため、取引条件の形成過程において構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題に対応する上でより有効な機能を有し得るものと考えられる(視点1)。

また、欧米等では、構造的な利益相反の問題が存在する M&A 等において取引条件の妥当性等に関する重要な参考情報としてフェアネス・オピニオンを取得することは一般的なプラクティスであると指摘されており、国際的に活動する投資家も含めた一般株主に対する説明責任を果たすという観点からも、その有用性が指摘されている(視点2)。

⁵³⁾ 必ずしも具体的な企業価値増加効果を定量的に見積もることに限られない。

⁵⁴⁾ 取引条件の「妥当性」を意見表明の対象としている第三者評価機関もある。

B) 公正性担保措置としての意義

以上のように、フェアネス・オピニオンは、公正性担保措置として有効に活用し得るものである一方で、上記 2.2 の一般株主が享受すべき利益についての概念整理との関係⁵⁵⁾や、現在の我が国における環境⁵⁶⁾等も踏まえると、その公正性担保措置としての有効性は事案により一様ではないと考えられる。

したがって、フェアネス・オピニオンの取得の要否については、対象会社の取締役会や特別委員会において、個別の M&A における具体的状況を踏まえて判断することが適当と考えられる。

また、フェアネス・オピニオンの公正性担保措置としての有効性は、これを発行する第三者評価機関の信頼性により支えられるものであることから、①独立性・中立性、②慎重な発行プロセス⁵⁷⁾、③高度な専門性・実績、④レピュテーション⁵⁸⁾といった要素を備えた第三者評価機関からフェアネス・オピニオンの取得が行われた場合には、公正性担保措置として積極的に評価されるべきものと考えられる。

そのため、対象会社の取締役会や特別委員会は、第三者評価機関を選定するに当たっては、これらの要素も考慮して検討することが望ましい。

⁵⁵⁾ 第三者評価機関がフェアネス・オピニオンを発行するに当たって基礎とする株式価値算定は、本文 3.3.2.1 B) のとおり、多くの場合、(a) M&A を行わなくても実現可能な価値と、(b) M&A を行わなければ実現できない価値といった構成要素ごとに分けて価値を算定した上で合算するという形ではなく、通常は M&A の実施を前提としない財務予測等に基づいて行われており、フェアネス・オピニオンにおける取引条件の「公正性」も、このような株式価値算定結果との比較において判断されていると理解されている。また、フェアネス・オピニオンは、あくまで財務的見地からの意見を表明するものであるため、一般に、第三者評価機関がフェアネス・オピニオンを発行するに当たって、手続の公正性や代替取引の有無は直接の検討対象とはならないと理解されている。

⁵⁶⁾ 我が国では、一部の諸外国と異なり、フェアネス・オピニオンの発行主体や発行プロセスに関する規制やルールは特段存在しておらず、また、フェアネス・オピニオンにおける「公正性」の定義や発行に当たって実施すべき手続について十分に共通認識が形成されているとも言い難いため、これらは各第三者評価機関の運用に委ねられている面があり、第三者評価機関によっても異なり得る状況にあることや、不適切なフェアネス・オピニオンを発行した第三者評価機関の法的責任が追及される環境が十分に整っているとも言い難い状況にあること等が指摘されている。

⁵⁷⁾ フェアネス・オピニオンの発行に当たって、対象会社等に対する追加的なインタビューや、第三者評価機関内部に組成された経験豊富なメンバー等から成る独立した審査会による重層的なレビュー等、客観性・独立性の加重された慎重なプロセスを経ている第三者評価機関もある。

⁵⁸⁾ 注 56) のように、フェアネス・オピニオンを発行した第三者評価機関の法的責任が追及される環境が十分に整っているとは言い難い状況にある我が国において、フェアネス・オピニオンの機能は、第三者評価機関が負うレピュテーションリスクによって一定程度担保されていると考えられることから、レピュテーションが重要な考慮要素となる。

3.3.2.3 第三者評価機関の独立性

株式価値算定やフェアネス・オピニオンが上記の機能を有するためには、これを実施する特別委員会の第三者評価機関（特別委員会が自らの第三者評価機関を選任せず、対象会社の取締役会が選任した第三者評価機関を利用する場合には当該第三者評価機関）の独立性が重要となる。当該第三者評価機関が当該 M&A の成否に関して重要な利害関係を有している場合には、その独立性について一般株主が適切に判断することを可能とする観点から、その独立性や利害関係の内容に関する情報を開示することが望ましい。

もっとも、例えば、当該第三者評価機関が買収者に対して自ら買収資金の融資その他の資金提供も行う場合のように、当該第三者評価機関が当該 M&A の成否に関して深刻な利害関係を有している場合⁵⁹⁾には、その独立性に対する懸念が相当程度大きくなることから、基本的には上記の機能を果たす上で望ましくないと考えられるが、合理的な必要性からやむを得ずこのような事態に至る場合には、当該 M&A において当該第三者評価機関が得る経済的利益の内容を開示する等、少なくともその独立性や利害関係の内容について十分な説明責任が果たされるべきである⁶⁰⁾。

⁵⁹⁾ ただし、特別委員会の第三者評価機関（特別委員会が自らの第三者評価機関を選任せず、対象会社の取締役会が選任した第三者評価機関を利用する場合には当該第三者評価機関）が買収者に対して自ら買収資金の融資その他の資金提供も行う場合において当該第三者評価機関が有する利害関係の程度は、当該第三者評価機関にとっての当該融資等の重要性（例えば、当該第三者評価機関の事業規模等と比較した当該第三者評価機関による融資等の金額の大小等）や当該第三者評価機関が当該融資等において果たす役割（例えば、融資者が複数であるいわゆるシンジケートローンの場合等において、当該第三者評価機関がアレンジャー等として中心的な役割を果たすか、シンジケーションに参加するにとどまるか等）、当該融資等の条件等の具体的な事情によっても異なり、当該第三者評価機関が深刻な利害関係を有しているとまではいえない場合もあると考えられる。

なお、当該第三者評価機関自身が深刻な利害関係を有している場合だけでなく、そのグループ会社が深刻な利害関係を有している場合においても、両社の実態上の関係次第では実質的に同様の第三者評価機関の独立性に対する懸念が生じ得るとの指摘がある。一方、このような場合でも、銀行や証券会社等の金融機関においては、銀行法や金融商品取引法等に基づき、利益相反管理体制が求められており、現に、第三者評価機関とそのグループ会社との間では情報遮断等の利益相反管理が実施されていることや、金融商品取引法に定められる弊害防止措置（ファイアーウォール規制）によっても第三者評価機関とそのグループ会社との間では情報隔離壁等の措置が講じられていること等から、第三者評価機関の独立性に対する懸念は緩和されているとの指摘もある。

⁶⁰⁾ 例えば、特別委員会の第三者評価機関（特別委員会が自らの第三者評価機関を選任せず、対象会社の取締役会が選任した第三者評価機関を利用する場合には当該第三者評価機関）が買収者に対して自ら買収資金の融資等も行う場合には、特別委員会において、当該第三者評価機関の独立性や利害関係の内容に関連する事項として、当該第三者評価機関が評価業務に関して受

3.4 他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）

3.4.1 機能

M&A において他の潜在的な買収者による対抗的な買収提案（以下「対抗提案」とい
い、対抗提案を行う者を「対抗提案者」という。）が行われる機会を確保すること（以
下「マーケット・チェック」という。）は、当初の買収提案よりも条件のよい対抗提案
を行う対抗提案者の存否の確認を通じて、対象会社の価値や取引条件の妥当性に関する
重要な参考情報が得られることに加えて、当初の買収提案者に対して、対抗提案が出現
する可能性を踏まえて、対抗提案において想定される以上の取引条件を提示すること
を促す方向に働くため、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、企業
価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることに
資するという機能を有する（視点 1）。

3.4.2 実施方法

マーケット・チェックの方法としては、市場における潜在的な買収者の有無を調査・
検討するいわゆる積極的なマーケット・チェック⁶¹⁾や、M&A に関する事実を公表し、
公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上で M&A
を実施することによる、いわゆる間接的なマーケット・チェック等がある。

このうち、間接的なマーケット・チェックについては、例えば、M&A の実施に際し
て、①公表後、対抗提案が可能な期間を比較的長期間確保するとともに⁶²⁾、②対抗提案

領する報酬に関する情報に加えて、当該融資等に関して受領する経済的利益の内容に関する情
報等について確認を行うことも考えられる。

⁶¹⁾ 積極的なマーケット・チェックには、①特定の買収者との間で M&A を実施することにつ
いて合意・公表を行う前に入札手続（オークション）や複数の潜在的な候補者への個別の打診を
行う方法と、②当該合意・公表後一定期間、対象会社が対抗提案を積極的に勧誘する方法（い
わゆるゴーショップ）が存在する。積極的なマーケット・チェックを行う場合には、適切な内
容の取引保護条項を合意することは合理的と考えられる。

⁶²⁾ どの程度長期間確保するかという点については、間接的なマーケット・チェックが有効に機
能するために必要な期間は少なくとも確保することが必要となるが、そのような期間は対象会
社の規模や個別案件の性質（例えば、企業の再生局面において、特に迅速な取引が求められる
場合等）によっても異なり得るため、一律の基準を設けることは困難である。また、そのよ
うな期間よりも更に長期間確保する場合には、間接的なマーケット・チェックの有効性がより高
まることも期待できるが、余り長期間確保すると、従業員や取引先等が不安定な地位に置かれ、
対象会社の事業に悪影響が生じる可能性もある点にも留意する必要がある。

者が実際に出現した場合に、当該対抗提案者が対象会社と接触等を行うことを過度に制限するような内容の合意等を行わない⁶³⁾といった対応を行うことが考えられる。

3.4.3 公正性担保措置としての意義

買収者が支配株主でない場合と支配株主である場合とでは、マーケット・チェックが公正性担保措置として有効に機能するか否かに関して異なる状況が存在するため、以下それぞれについて有効性を整理する。

3.4.3.1 買収者が支配株主でない場合

買収者が支配株主でない場合(すなわち、MBOを行う経営者が支配株主でない場合)においては、マーケット・チェックが有効に機能するケースが多いと考えられる。

そして、間接的なマーケット・チェックについては、検討に必要な時間や情報の制約から、実際上は対抗提案を行うことに困難が伴うことも少なくないとして一定の限界も指摘されていることを踏まえると、間接的なマーケット・チェックよりも積極的なマーケット・チェックの方がより有効に機能するケースが多いと考えられ、これが実施された場合には、公正性担保措置としてより積極的に評価されると考えられる。

他方、積極的なマーケット・チェックについては、M&Aに対する阻害効果の懸念や情報管理の観点等からの実務上の問題⁶⁴⁾も指摘されていることを踏まえると、買収者が

⁶³⁾ 例えば、買収者が対象会社との間で、対抗提案者との接触等を一切禁止するような取引保護条項を合意することは過度の制限であると考えられる。他方、ブレイクアップフィー(解約金)条項等の形での取引保護条項を定めることは、その金額が過度に高額であり、実質的に、対象会社の株主に対して当該 M&A を承認することを強制する効果を持つものでない等合理的な範囲内であれば妨げられないものと考えられる。

⁶⁴⁾ 積極的なマーケット・チェックについては、①経営者と投資ファンド等が共同で行う最も一般的なタイプの MBO においては、対象会社の企業価値を増加させる上で、両者が MBO 後に強固な信頼関係の下で共同して経営を行うことが重要となるところ、経営者が投資ファンド等と長い時間をかけて信頼関係を醸成した上で初めて MBO の実施に踏み切るに至ることが多いという実態に照らすと、積極的なマーケット・チェックの実施に馴染みにくい面もあることや、②事前のマーケット・チェックには、当該プロセスを通じた競合他社等への企業秘密等の情報流出のおそれや、取引情報の漏えい等による事業や株価への悪影響のおそれ等の懸念があること、③買収者と対象会社との間で取引保護条項が合意されない状態で行われる間接的なマーケット・チェックも有効に機能し得ること、④一部の諸外国と異なり、我が国では買収意向を示すことに対して厳格な規制が存在しないため、真に買収する意思がないにもかかわらず、単に対象会社の情報を取得するため等、他の目的で買収意向が示される懸念が存在すること等が指摘されている。

支配株主でない場合においては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。

そこで、マーケット・チェックについては、対象会社の取締役会や特別委員会において、当該 M&A における具体的状況を踏まえて、各方法の有効性や弊害の有無等を判断し、適切な方法で実施することが望ましいと考えられる。

3.4.3.2 買収者が支配株主である場合

これに対して、買収者が支配株主である場合（すなわち、MBO を行う経営者が支配株主である場合およびそれ以外の支配株主による従属会社の買収）には、既に対象会社の支配的持分を有している支配株主が対象会社を買収しようとしているのであり、第三者への売却に応じる意思が乏しい状況下において、真摯な対抗提案がされることは通常は考えにくい。そのため、マーケット・チェックが公正性担保措置として機能する場面は限定的であり、実施する意義が乏しい場合が多いと考えられる⁶⁵⁾。

もっとも、買収者が支配株主である場合であっても、例外的にマーケット・チェックが機能し得る場合⁶⁶⁾もあり得るため、対象会社の取締役会や特別委員会において、このような特段の例外的事情が存在しないか等を念のため確認することが望ましい。

3.4.4 対抗提案を受けた場合の対応

実際に対抗提案者が出現した場合には、その対抗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限り⁶⁷⁾、対象会社の取締役会や特別委員会としては、当該対抗提

⁶⁵⁾ なお、このようにマーケット・チェックが機能しないと考えられる場合であっても、公開買付期間等 M&A の公表後の期間を比較的長期間確保することは、一般株主が当該 M&A の是非や取引条件の妥当性について熟慮し、適切な判断を行うための期間としては機能し得るため、なお意義を有すると考えられる（視点 2）。

⁶⁶⁾ 例えば、支配株主が保有する議決権の割合が低い場合や、非常に魅力的な対抗提案がされた場合には支配株主が売却に応じる可能性がある場合、支配株主が従属会社を一旦は買収するものの、その後、その全部または一部の売却を予定している場合等が指摘されている。

⁶⁷⁾ 対抗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か否かについては慎重な判断が求められ、その判断には特別委員会が実質的に関与することが望ましい。なお、買収者が支配株主である場合において対抗提案がされた場合については、既に対象会社の支配的持分を有している支配株主が対象会社を買収しようとしているのであり、第三者への売却に応じる意思が乏しい状況下において、通常は、実現可能性や真摯さが認められる場合は少ないと考えら

案の内容についても真摯に検討する必要がある、合理的な理由なくこれを拒絶することは適切とはいえない。

その上で、対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が享受する利益(買収対価)がより大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられるところ、例外的にこれらが一致せず⁶⁸⁾、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案が他に存在する中で、対象会社の企業価値の向上により資すると判断する買収提案に賛同する場合⁶⁹⁾には、対象会社の取締役会および特別委員会は、その判断の合理性について十分な説明責任を果たすことが望ましい⁷⁰⁾。

3.4.5 対抗提案者に対する情報提供の在り方

対抗提案者に対しても対象会社から合理的な情報提供が行われなければ、事実上、具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案を行うことは困難となる場合があるとの指摘がある。また、一旦対抗提案者が現れた以上は、買収提案者間の平等な競争の場を確保すべきであり、特定の買収提案者を他の買収提案者よりも優遇することは望ましくないとの指摘もある。

他方で、上場会社においては株式投資を行う上で必要な情報が既に公表されており、必ずしもデュー・ディリジェンスの機会を付与しなくとも対抗提案は可能であるとの指

れるが、この点も含めて、対抗提案の実現可能性や真摯さについては本文 3.4.3.2 と同様の考慮が当てはまると考えられる。

⁶⁸⁾ 例えば、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案が、ステークホルダー（例えば従業員）の取り分を減らして株主の取り分を増やすものである場合、自らの経営能力を過信する買収者によって買収が行われ、結果的に企業価値を損ねるものである場合、市場で一時的に過大評価されている買収会社の株式を買収対価とするものである場合等に、このような不一致が生じ、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案と対象会社の企業価値の向上により資する買収提案とが異なり得ると指摘されている。

⁶⁹⁾ 本文 2.4 の視点 1 のとおり、対象会社において、取引条件の形成過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われることが前提となる。このような合理的な努力が行われることにより、本文記載のとおり、対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられるが、本文は、このような合理的な努力が行われたにもかかわらず、なお、これらが一致しない場合を対象とするものである。このような場合であっても、企業価値の増加分が一般株主に公正に分配されるような取引条件の実現に向けて、上記のような合理的な努力は貫徹されるべきであり、企業価値が向上することだけを理由に一般株主の利益が不当に害されることのないようにすべきである。

⁷⁰⁾ いずれの買収提案が対象会社の企業価値の向上により資するかについては慎重な判断が求められ、企業価値の概念を恣意的に拡大することにより、このような判断を不明確にすることは望ましくない。

摘や、競合他社等への企業秘密等の情報流出のおそれや、取引情報の漏えい等による事業や株価への悪影響のおそれ等から、提供可能な情報には一定の限界があるとの指摘、一部の諸外国と異なり、我が国では買収意向を示すことに対して厳格な規制が存在しないため、真に買収する意思がないにもかかわらず、単に対象会社の情報を取得するため等、他の目的で買収意向が示される懸念が存在するとの指摘もある。

そこで、例えば、買収提案の具体性、実現可能性や真摯性の確認度合い等に応じて、情報提供の要否や提供する情報の範囲を検討する（例えば、当初は限定的な情報提供を行い、上記の確認度合い等に応じて漸次提供する情報の範囲を拡大することにより、段階的に情報提供を行う等）ことには合理性がある。

3.5 マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

3.5.1 機能

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件とは、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に応募するか否かにより、当該M&Aの是非に関する株主の意思表示が行われる場合に、一般株主、すなわち買収者と重要な利害関係を共通にしない株主⁷¹⁾が保有する株式の過半数の支持を得ることを当該M&Aの成立の前提条件とし、当該前提条件をあらかじめ公表することをいう^{72),73)}。

⁷¹⁾ 本文記載の買収者と重要な利害関係を共通にしない一般株主の範囲については、個別のM&Aにおける具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべきものと考えられる。

この点に関連して、現在の公開買付けの実務上、公開買付け届出書の提出に際し、買収者との間で応募合意をした株主は、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件において賛成を確認する対象となる一般株主（分母となる「マイノリティ」）から一律に除外すべきとの運用が行われている。しかし、買収者との間で応募合意をした株主は、買収者と重要な利害関係を共通にする場合もあればそうでない場合もあるところ、後者の場合には、株式の売り手として利害関係を有する株主との真摯な交渉により応募合意に至ったことは、むしろ取引条件の公正さを裏付ける要素とも言い得るため、応募合意をしたことのみをもって当該株主を一律に賛成を確認する対象となる一般株主から除外する必要はない。

⁷²⁾ マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定は、M&Aが①いわゆる二段階買収により行われる場合には、一段階目の公開買付けにおいて一定数以上を買付予定数の下限として設定することにより行い、②組織再編等の一段階の取引により行われる場合には、例えば、株主総会において一定数以上の賛成の議決権行使が行われなかったことを当該組織再編に係る契約の効力の解除条件として設定することにより（株主総会の特別決議に係る決議要件を加重する定款変更を行うことなく）行うことが考えられる。

⁷³⁾ 公開買付けにおいて、注72)のような買付予定数の下限は設定されず、結果として多数の株主の応募があったにとどまる場合には、本指針で取り上げるマジョリティ・オブ・マイノリテ

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することは、一般株主の過半数が取引条件について満足していることを直接確認することを通じて、一般株主による判断機会の確保をより重視することにつながる（視点2）。

また、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定する場合には、M&Aを成立させるためには、一般株主の過半数の満足が得られると想定される水準の取引条件とすることが必要となるため、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、一般株主にとって有利な取引条件でM&Aが行われることに資するという機能も有する（視点1）。

3.5.2 公正性担保措置としての意義

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は、これを設定することによりM&Aを成立させるために得ることが必要となる一般株主の賛成の数が相当程度増加する場合には、取引条件の公正さを担保する上で有効性が高いため、そのような場合にマジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定された場合には、公正性担保措置として評価される。

他方、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定については、支配株主による従属会社の買収のように買収者の保有する対象会社の株式の割合が高い場合における企業価値の向上に資するM&Aに対する阻害効果の懸念等⁷⁴⁾も指摘されていることを踏まえると、常にマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することが望ましいとまでいうことは困難であり、対象会社の取締役会や特別委員会は、当該M&Aにおける具体

イ条件の設定としては評価されない。また、一般株主に対して、適切な判断を行うために必要な情報が提供されていることも、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が機能する上での前提となる。

⁷⁴⁾ マジョリティ・オブ・マイノリティ条件については、①買収者の保有する対象会社の株式の割合が高いほど、M&Aの機会に対象会社の株式を買い集める等により、少ない株式取得によってM&Aを容易に妨害することができ、企業価値の向上に資するM&Aに対しても阻害効果を及ぼす懸念が高まること、②特に近年の我が国の資本市場の動向としてパッシブ・インデックス運用ファンドの規模が拡大しているところ、その中には、取引条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募を行わない投資家も存在するため、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が本来の機能を発揮することを妨げるとともに、上記の取引阻害効果をより高める要因が存在すること、③会社法上、組織再編における株式買取請求手続における株式の買取価格である「公正な価格」やキャッシュ・アウトの場合に裁判所が決定すべき価格は、組織再編等によって増加した企業価値の公正な分配分をも含む価格とされているため、取引条件いかににかかわらず、株式買取請求権を行使し得る地位を確保するために、株主総会において反対の議決権行使をすることや公開買付けへの応募をしないことに対してインセンティブが働きやすい要因が存在すること等が指摘されている。

的状況を踏まえて、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の有効性や弊害の有無等を総合的に判断し、その要否を検討することが望ましいと考えられる⁷⁵⁾。

その上で、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しない場合には、他の公正性担保措置を充実させることによってこれを補い、全体として取引条件の公正さを担保することが重要となる。

3.6 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上

3.6.1 機能

MBO や支配株主による従属会社の買収においては、買収者と一般株主との間に大きな情報の非対称性が存在することから、取引条件の妥当性等について一般株主による十分な情報に基づいた適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）が行われることは当然には期待しにくい。M&A の際に情報開示を充実させることは、情報の非対称性の問題に対応し、一般株主による取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を提供することにより、そのインフォームド・ジャッジメントを可能にするという機能を有する⁷⁶⁾（視点2）。

また、対象会社の取締役会や特別委員会による検討・交渉プロセスや判断根拠、第三者評価機関による株式価値算定の内容や計算過程等が事後的に開示され、対象会社の一般株主や広く一般のチェックの下に置かれることにより、取引条件の形成過程の透明性が向上し、一般株主等の目を意識したより慎重な検討・交渉等や算定が行われることが期待でき、これにより、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題への対応に資するという機能も有する（視点1）

⁷⁵⁾ マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の要否を判断するに当たっては、同条件が対象会社の交渉力を強化する機能を有することにかんがみると、M&A の前から買収者が保有する対象会社の議決権の割合、M&A の前における買収者と対象会社との関係（対象会社の独立性の程度等）、M&A の交渉過程における買収者の態度等が考慮要素となるとの指摘がある。

⁷⁶⁾ M&A の際に株主が取引条件の妥当性についてインフォームド・ジャッジメントを行う上で有益な情報には、①株式価値算定結果に関する情報、②株式価値算定の計算過程や第三者評価機関等に関する情報、③上記以外の取引条件の形成過程に関する情報等がある。①は取引条件の妥当性の判断に直接役立ち、②は①の情報の合理性・信頼性の検証・評価を通じて、取引条件の妥当性の判断に役立ち、③は公正な手続を通じて決定された取引条件か否かの確認を通じて、取引条件の妥当性の判断に役立つと考えられる。

なお、特に後者の機能との関係では、M&A の際の開示書類における一般株主への直接の情報開示のほか、裁判手続における証拠資料としての提出⁷⁷⁾や、その他の事後的な情報開示も重要な意義を有する。

3.6.2 充実した開示が期待される情報

MBO および支配株主による従属会社の買収においては、法令や金融商品取引所の適時開示規制による開示制度を遵守するにとどまらず⁷⁸⁾、自主的に、公開買付届出書、意見表明報告書や適時開示等を活用して、株主構成やその背景、属性等も十分に考慮して⁷⁹⁾、一般株主の適切な判断に資する充実した情報を分かりやすく開示することが望ましい。

特に充実した開示が期待される情報としては、以下の情報が挙げられる。

3.6.2.1 特別委員会に関する情報

特別委員会に関する情報の開示を充実させることは、対象会社の一般株主等が、特別委員会が有効にその機能を果たしたか否かを判断することに資する。上記 3.2.4.6 のとおり、情報の非対称性の問題から生じる懸念は、M&A の際の開示書類における一般株主への直接の情報開示のみによって解消することは困難であり、特別委員会が一般株主に代わって非公開情報も含めて重要な情報を得た上で M&A の是非や取引条件の妥当性について検討および判断を行うという方法も適切に組み合わせて、全体としてこれに対応し得る状況を確認することが重要であるところ、後者の方法に対する信頼性を確保す

⁷⁷⁾ この観点からは、対象会社や特別委員会に対して株式価値算定書やフェアネス・オピニオンを提供した第三者評価機関において、守秘義務条項等を理由として、事後の裁判手続において株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関する情報の提供に消極的になることは望ましくない。

⁷⁸⁾ MBO および支配株主による従属会社の買収において法令および金融商品取引所の適時開示規制により開示が要求されている情報の内容については、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令および同府令各様式や、東京証券取引所の会社情報適時開示ガイドブックにおいて定められている。以下では、これらの法令および金融商品取引所の適時開示規制による開示制度を前提として、これに加えて自主的に開示することが望ましい情報を整理している。

⁷⁹⁾ 例えば、機関投資家等の存在のみならず、個人株主等の存在にも配慮した丁寧かつ充実した説明も必要となろう。

る観点からは、特別委員会に関する情報の開示の充実を通じて、特別委員会が有効に機能したか否かについて、一般株主が判断できるようにすることが重要である。

具体的には、以下の情報について充実した開示が行われることが望ましい。

- a) 委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報
(例えば、委員の独立性、属性・選任理由、選定プロセス等に関する情報)
- b) 特別委員会に付与された権限の内容に関する情報
(例えば、取締役会においてあらかじめ上記 3.2.4.4 の決定が行われたか否か、特別委員会に対して自らのアドバイザー等を選任する権限や対象会社の取締役会のアドバイザー等を指名・承認する権限等が付与されたか否かに関する情報)
- c) 特別委員会における検討経緯や、買収者との取引条件の交渉過程への関与状況に関する情報
(例えば、特別委員会の設置時期、検討事項、受領した情報の類型、審議回数・審議時間等に関する情報)
- d) 当該 M&A の是非、取引条件の妥当性や手続の公正性（公正性担保措置の実施状況等）についての特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容⁸⁰⁾に関する情報
(例えば、当該 M&A に関する主要な検討事項がある場合には、当該事項に関する検討結果や根拠・理由に関する情報)
- e) 委員の報酬体系に関する情報

3.6.2.2 株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関する情報

対象会社の取締役会や特別委員会が取得した株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関する情報の開示を充実させることは、対象会社の一般株主等が、株式価値算定結果やフェアネス・オピニオンの合理性・信頼性をより具体的に検証・評価することを可能とし、これにより、一般株主が取引条件の妥当性等を判断するに当たり、その判断材料としての有用性がより高まる。

このような観点から、一般論としては、対象会社の一般株主等が株式価値算定結果やフェアネス・オピニオンの合理性・信頼性を検証することが可能な程度の情報の開示が

⁸⁰⁾ 特別委員会の答申書自体を開示する方法のほか、本文記載の事項を中心にその要旨を開示書類に記載する方法も考えられる。

されることが望ましく、具体的には、対象会社の取締役会や特別委員会が取得した株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関し、以下の情報について充実した開示が行われることが望ましい。

a) 各算定方法に基づく株式価値算定の計算過程に関する情報

(例えば、①DCF 法を用いて株式価値算定を実施した場合における(i)算定の前提とした対象会社のフリー・キャッシュフロー予測、およびこれが当該 M&A の実施を前提とするものか否か、(ii)算定の前提とした財務予測の作成経緯(特別委員会による事業計画の合理性の確認や第三者評価機関によるレビューを経ているか否か、当該 M&A 以前に公表されていた財務予測と大きく異なる財務予測を用いる場合にはその理由等)、(iii)割引率の種類(株主資本コストか加重平均資本コストか等)や計算根拠、(iv)フリー・キャッシュフローの予測期間の考え方や予測期間以降に想定する成長率等の継続価値の考え方等^{81),82)}、②類似会社比較法を用いて株式価値算定を実施した場合における類似会社の選定理由に関する情報)

b) フェアネス・オピニオンに関する情報

(例えば、発行プロセス、「公正性」の考え方に関する情報)

⁸¹⁾ 東京証券取引所が発出した 2013 年 7 月 8 日付通知「MBO 等に関する適時開示内容の充実等について」(東証上会第 752 号)においては、MBO および支配株主による公開買付けについては、DCF 法の算定の前提とした財務予測の具体的な数値の開示が要求されているのに対して、支配株主との間の組織再編で国内金融商品取引所に上場している上場株式を対価とする場合については、割当ての内容が市場株価と比較し従属会社の株主にとって著しく不利である場合を除き、財務予測の具体的な数値の開示は原則として要求されていない。本文 a)①(i)は、東京証券取引所の適時開示規制による開示制度においては財務予測の具体的な数値の開示が要求されていない組織再編により M&A が行われる場合において、自主的に、算定の前提とした対象会社のフリー・キャッシュフロー予測を開示することを想定したものである。

この点に関連して、株式を買収対価とする支配会社による従属会社の買収において DCF 法を用いて株式価値算定を実施した場合に、現在法令や金融商品取引所の適時開示規制による開示制度においては開示が要求されていない本文 a)①(i)~(iv)の情報について、金銭を買収対価とする M&A と同様に開示を行うことについては、上場を継続する支配会社側の DCF 法に基づく株式価値等についても一定程度公に推知可能となり得る等、株式を買収対価とする支配会社による従属会社の買収に対する阻害効果が懸念される場合もあるため、慎重な検討が必要との指摘もある。このような懸念により本文①(i)~(iv)の情報の中で自主的な開示を行わない情報がある場合には、特別委員会において、開示を行わない情報の範囲と理由の合理性および従属会社の株式価値の妥当性等について特段の検討を行い、検討結果を開示することが望ましいと指摘されている。

⁸²⁾ 企業価値には非事業用資産の価値も含まれるところ、非事業用資産が株式価値算定において重要性を有する場合には、これについての考え方を説明することが望ましいとの指摘もある。

- c) 第三者評価機関の重要な利害関係に関する情報
(例えば、第三者評価機関の報酬体系(当該 M&A の成立等を条件に支払われる成功報酬か、当該 M&A の成否にかかわらず支払われる固定報酬か等)に関する情報)

3.6.2.3 その他の情報

その他、例えば、以下の情報について充実した開示が行われることが望ましい。

- a) M&A を実施するに至ったプロセス等に関する情報
- b) 当該時期に M&A を行うことを選択した背景・目的等に関する情報⁸³⁾
- c) 対象会社の取締役等が当該 M&A に関して有する利害関係の具体的な内容に関する情報(例えば、MBO における取締役と他の出資者(投資ファンド等)の最終的な出資比率や、MBO 後の取締役の地位を保証する合意等に関する情報)や、当該取締役等の取引条件の形成過程への関与の有無・態様に関する情報
- d) 対象会社と買収者との間で行われた取引条件等に関する協議・交渉の具体的な経緯に関する情報
- e) 他の買収方法や対抗提案の検討の有無に関する情報
- f) M&A への賛否等を決定する取締役会決議において反対した取締役または異議を述べた監査役がいる場合には、その氏名および反対または異議の理由に関する情報

3.7 強圧性の排除

MBO や支配株主による従属会社の買収が公開買付けにより行われる場合には、一般株主が公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するために、強圧性⁸⁴⁾が生じないように配慮されるべきである⁸⁵⁾(視点 2)。具体的には、株主が公

⁸³⁾ 対象会社の業績の下方修正後に M&A を行うような場合等、M&A が成立しやすくなるように意図的に市場株価を引き下げているとの疑義を招く可能性がある場合には、特に充実した説明を行うことが望ましい。

⁸⁴⁾ 公開買付けの強圧性の問題とは、公開買付けが成功した場合に、公開買付けに応募しなかった株主は、応募した場合よりも不利に扱われることが予想されるときには、株主の公開買付けに応募するか否かの判断が不当に歪められ、買付価格に不満のある株主も、事実上、公開買付けに応募するように圧力を受けるという問題をいう。

⁸⁵⁾ 強圧性が生じないように配慮されるべきことは、MBO や支配株主による従属会社の買収の場合だけでなく、通常の M&A 一般にも当てはまるものである。

公開買付けに反対した（応募しなかった）場合の取扱いについて、以下のような実務上の対応が行われることが望ましい。

- a) 公開買付け後のスクイーズ・アウトに際して、反対する株主に対する株式買取請求権または価格決定請求権が確保できないスキームは採用しないこと
- b) 公開買付けにより大多数の株式を取得した場合には、特段の事情がない限り、可及的速やかにスクイーズ・アウトを行うこと。また、公開買付け後にスクイーズ・アウトを行う場合の価格は、特段の事情がない限り、公開買付価格と同一の価格を基準にするとともに、その旨を開示書類等において明らかにしておくこと

第4章 おわりに

MBO や支配株主による従属会社の買収が公正に行われることは、我が国資本市場に対する国内外からの信頼を確保する上で極めて重要である。

本指針が我が国企業社会においてベストプラクティスとして定着し、企業価値の向上と株主利益の確保を両立する公正な M&A の実現に貢献していくためには、企業社会の関係者が本指針の趣旨を踏まえてそれぞれの役割を適切に果たしていくことが重要となる。

このような局面において特に重要な役割を果たすのは、特別委員会の委員の担い手ともなる社外取締役をはじめとする社外役員である。社外役員には、このような局面における自らの役割を十分に理解し、一般株主をはじめとするステークホルダーからの期待に応えつつ、企業価値の向上に資する M&A が公正かつ円滑に行われるよう、適切にその役割を果たしていくことが求められる。

M&A の立案や実行において中心的な役割を担う経営者その他の企業実務家や、これら企業実務家をサポートする M&A 市場関係者に期待される役割も大きい。これらの企業社会の関係者一人ひとりが健全な資本市場の発展を実現する一翼を担っているという認識を持ち、率先して本指針の趣旨の理解と実現に向けて努力をすることが期待される。また、株主・投資家にも、提供された情報に基づいて適切な判断を行うことが期待される。

本指針が企業社会の関係者によって尊重され、我が国における M&A が健全で国内外に開かれた形で更に発展していくことを期待する。

以上

添付 1：公正な M&A の在り方に関する研究会 委員等名簿

(50 音順 敬称略)

座長	：	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科 教授
座長代理	：	藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
		青 克美	株式会社東京証券取引所 執行役員
		石綿 学	森・濱田松本法律事務所 弁護士
		井上 光太郎	東京工業大学工学院経営工学系 教授
		井上 隆	一般社団法人日本経済団体連合会 常務理事
		江良 明嗣	ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門 インベストメント・スチュワードシップ部長
		加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
		神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
		児玉 康平	株式会社日立製作所 執行役常務 ゼネラルカウンセル
		三瓶 裕喜	フィデリティ投信株式会社 ヘッド・オブ・エンゲージメント
		武井 一浩	西村あさひ法律事務所 弁護士
		田中 亘	東京大学社会科学研究所 教授
		玉井 裕子	長島・大野・常松法律事務所 弁護士
		角田 慎介	野村證券株式会社 経営役 M&A 兼ソリューションビジネス担当 グローバル・ヘッド・オブ M&A
		David A. Sneider	Simpson Thacher & Bartlett LLP 外国法事務弁護士
		馬場 真一	第一生命保険株式会社 総合審査部 産業審査グループ 部長
		福島 和宏	デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社 代表執行役社長
		古本 省三	日本製鉄株式会社 常務執行役員
		別所 賢作	三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 投資銀行本部 マネージングディレクター M&A アドバイザリー・グループ統括責任者
		北後 健一郎	企業年金連合会 年金運用部 コーポレート・ガバナンス担当部長
		柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科 教授
		山田 和広	一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会 会長 カーライル・ジャパン・エルエルシー マネージングディレクター 日本代表

(オブザーバー)

	井上 俊剛	金融庁 企画市場局 企業開示課長
	竹林 俊憲	法務省 大臣官房参事官

添付 2：公正な M&A の在り方に関する研究会 審議等経過

1. 研究会会議

第 1 回（2018 年 11 月 9 日）

- ・開催の趣旨、今後の検討事項について

第 2 回（2018 年 12 月 7 日）

- ・取引類型による差異、特別委員会について
- ・石綿委員プレゼンテーション（近時の利益相反構造のある M&A における公正性担保措置の実施状況）
- ・別所委員プレゼンテーション（利益相反型 M&A に関する分析）

第 3 回（2019 年 1 月 10 日）

- ・マーケット・チェック、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件について
- ・ホワイト&ケース法律事務所プレゼンテーション（利益相反構造のある M&A 海外法制調査（中間報告））
- ・加藤委員プレゼンテーション（判例法理における「一般に公正と認められる手続」の意義）

第 4 回（2019 年 2 月 1 日）

- ・株式価値算定、フェアネス・オピニオン、情報開示について
- ・ホワイト&ケース法律事務所プレゼンテーション（米英における Conflict of interest のある M&A の情報開示事例）

第 5 回（2019 年 2 月 22 日）

- ・パブリックコンサルテーション概要報告、事務局ヒアリング概要報告、論点の整理・議論について

第 6 回（2019 年 4 月 5 日）

- ・「公正な M&A の在り方に関する指針—企業価値の向上と公正な手続確保に向けて—」（案）について

第7回（2019年4月19日）

- ・「公正な M&A の在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」
（案）について

2. 海外法制度等調査

- ・実施期間：2018年10月15日～2019年2月28日
- ・委託事業者：ホワイト&ケース法律事務所
- ・調査対象国：アメリカ、イギリス、フランス、ドイツ
- ・調査結果の概要については、下記ウェブサイトの第3回研究会資料参照
https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/fair_ma/003.html

3. パブリックコンサルテーション

- ・実施期間：2018年12月28日～2019年2月5日
- ・パブリックコンサルテーションの実施要領等については、下記ウェブサイト参照
<https://www.meti.go.jp/press/2018/12/20181228003/20181228003.html>
- ・パブリックコンサルテーションの結果および寄せられた主な意見等の概要については、下記ウェブサイトの第5回研究会資料参照
https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/fair_ma/005.html

4. 事務局ヒアリング

- ・実施日：2019年1月25日
- ・事務局ヒアリングの概要については、下記ウェブサイトの第5回研究会資料参照
https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/fair_ma/005.html

5. パブリックコメント

- ・実施期間：2019年5月14日～同年6月12日
- ・寄せられた主なパブリックコメントの概要およびコメントに対する経済産業省の考え方については、下記ウェブサイト参照
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/fairmaguidelines_publiccomment.pdf



経済産業省

Ministry of Economy, Trade and Industry