

2019年2月5日

経済産業省経済産業政策局産業組織課

「公正な M&A の在り方に関する研究会」事務局 御中

「公正な M&A の在り方についての意見・情報提供の募集」に関する意見

経営法友会（代表幹事・小幡忍（日本電気株式会社）。以下「当会」。）は、1971年に「企業法務実務担当者の情報交換の場」として発足し、法人単位の会員組織として企業内の法務担当者によって組織され、企業の法務部門の充実強化を目的とした活動とともに、各省庁・関係団体に対し実務的見地からの意見提言・意見交換を行っており、現在、会員数1,250社を超える組織となっています（2019年1月現在）。

我が国の公正な M&A の在り方について検討を行うため、貴省が昨年11月に立ち上げた「公正な M&A の在り方に関する研究会」における諸議論、また、同研究会での議論にあたり、今般、貴省が実施する「公正な M&A の在り方についての意見・情報提供の募集」について、当会は、事業者の実務に大きな影響を与える論点が含まれていると認識していることから意見を提出することとしました。

今後、これらの意見をはじめ、事業者側の事情も踏まえた検討が行われることを強く願います。

経営法友会

<本意見の連絡先>

〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町3-9-10

茅場町ブロードスクエア2階

公益社団法人商事法務研究会内

経営法友会事務局

TEL：03-5614-5638

FAX：03-5643-7187

E-MAIL：keieihoyukai@shojihomu.or.jp

1. 総論

「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」)は、2007年9月に策定されてから10年以上が経過しており、この間のキャッシュ・アウト法制などの法令改正、企業買収(M&A)をめぐる取引事例や裁判例の蓄積なども踏まえ、今般、見直し検討を行うことは時宜を得たものである。

しかしながら、今般議論されているMBO指針改訂の内容は、MBOのみならず、MBOと同様の利益相反構造のあるM&Aとして、親会社が上場子会社を公開買付とキャッシュ・アウトの組合せ又は株式交換により完全子会社化する取引(以下「親会社による上場子会社の完子化」)など支配株主と被支配会社とのM&A(なお、議決権比率20%以上50%以下の上場関連会社の子会社化取引は対象外と理解している。)に、そのまま適用できるわけではない。

支配株主と被支配会社とのM&Aは、取引事例が極めて限られるMBOと異なり、多数の事例が存在しており一定の市場プラクティスが確立していること、また、被買収会社の少数株主の利益保護の観点においても、会社法に基づく少数株主保護、金融商品取引法による各種開示、また東証上場規則等による開示を含む行為規範が上場子会社に課されていることを踏まえ、各取引の当事者が、それぞれ必要十分な利益相反回避措置を取っていること、投資家を含めた少数株主側から利益相反に関する具体的な懸念が示されることは稀であることから、MBO指針改訂により深掘りするよりも、市場プラクティスにゆだねたほうが良い論点も多く存在する。

また、今般のMBO指針改訂が、支配株主と被支配会社とのM&Aに関して、新たな規制を設ける趣旨のものであれば、上場子会社の完全子会社化やその売却を通じた機動的な事業ポートフォリオの組み換えなど、意義あるM&A案件の成立、ひいては日本企業の競争力強化を阻害することになりかねない。

以下、親会社による上場子会社の完子化を念頭に、取引実務の観点から意見を述べる。

なお、仮に支配株主と被支配会社とのM&Aに関して、MBO指針を深掘りする場合であっても、下記2.で述べるようなMBOとの相違点を丁寧に議論・検証したうえで、あくまでベストプラクティスとして位置付けるべきである。ミニマムスタンダードと位置付けた場合、形式を整えるだけのプラクティスを助長し、かえって少数株主保護に逆行する結果となりかねず、妥当ではない。

2. 「論点1：取引類型間の共通点・相違点等」について

MBOと親会社による上場子会社の完子化は、少数株主との情報非対称性の点で異なる。すなわち、前者の場合は、買収者となる現経営陣が被買収会社の内部情報に最も詳しい上、必要に応じて内部情報に自由にアクセスでき、また、買収対価算定の基礎となる被買収会社の株価に影響を及ぼし得る情報開示をコントロールできる立場にあるのに対し、後者の場合は、親会社と上場子会社は別法人であり、親会社が上場子会社の内部情報を全て把握しているわけではなく、情報共有にも一定の制限が存在する。

MBOと親会社による上場子会社の完子化は、利益相反懸念の大きさの点で異なる。すなわち、前者の場合は、現経営陣が会社を買収する意図は買付が具体的に開始されない限りオープンにならず、少数株主にとって不意打ちになりやすいのに対し、後者の場合は、親会社の存在は開示されており、上場廃止の可能性や親会社との利益相反リスクを認知したうえで、株価が形成されていると考えられる。また、会社に対して善管注意義務・忠実義務を負う現経営陣が

株主との間で売主・買主の立場に立つ MBO と、一株主である親会社が上場子会社の少数株主との間で売主・買主の立場に立つ親会社による上場子会社の完子化とでは、質的にも、利益相反懸念の点で異なる。

さらに、MBO と親会社による上場子会社の完子化は、シナジー創出の余地の観点で異なる。すなわち、前者の場合は、新しい支配株主となるバイアウト・ファンド等が経営を効率化し、また傘下の同業社との間で新たにシナジーが創出され、少数株主にプレミアムとして配分する余地が相対的に大きいのにに対し、後者の場合は、すでに相当程度のシナジーが発現しているものであり、議決権をすでに支配権を獲得している水準から 100%とするプロセスで生ずるシナジーは限定的で、少数株主に配分するプレミアムは小さなものとならざるを得ない。

3. 「論点 2：特別委員会」について

上場会社が遵守すべき東証の企業行動規範である「支配株主との重要な取引等に係る企業行動規範に関する実務上の留意事項等」は、親会社による上場子会社の完子化など支配株主と上場会社の重要な取引に関し、上場子会社に「支配株主との間に利害関係を有しない者による、…少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手」と「必要かつ十分な適時開示」を求めている。この意見には、例えば支配株主と利害関係のない社外役員からの意見や、いわゆる第三者委員会の意見、また FA によるフェアネス・オピニオンが含まれるとされている。

各取引の当事者は、それぞれの事情（親会社の上場子会社に対する議決権比率、役員体制含む上場子会社のガバナンス、両社の事業内容、取引スキーム、利益相反のおそれの程度など）に応じて、前記の 3 つの措置の中からそれぞれが適切と考えるものを選択し、これに加え、各社が独自の判断として、上場子会社の取締役会決議に親会社出身者を参加させないこととしたり、後述の Majority of Minority 条件を設けたりするなど、少数株主の利益の確保に向けた取り組みを行っているところである。

また、特別委員会の設置等の議論は、買収者と対象会社とが独立当事者間の交渉が可能な関係にあるかという文脈で議論されているところ、現経営者自身が買収者となる MBO の場合と異なり、買収者である親会社と上場子会社との関係は千差万別であり、上場子会社の取締役会の独立性が高く、買収者となる親会社と対象会社である上場子会社との間で独立当事者間の交渉が期待できるケースも存在する。

こうした中、親会社による上場子会社の完子化において、特別委員会の設置を義務付けたり、その具体的な運用（委員としての独立社外役員の員数・割合の基準、特別委員会の委員に関する独立性基準、特別委員会に FA 起用権限や親会社との代理交渉権限を与えるなど）に指針を設けたりすることは、企業による選択肢を狭め、また、必要以上の手続きを課すことになり、取引コスト増大、取引の遅延を招き、ひいては M&A の実行を阻害しかねない。親会社と上場子会社との関係性（上場子会社の取締役会の独立性の程度等）に照らし、対象会社（上場子会社）の取締役会が適切な方法を採用できるよう柔軟性を持たせた実務運用とすべきである。

特に、特別委員会に独自に FA を起用する権限や代理交渉権限を与えることを義務化することについては、慎重に考えるべきである。仮に、特別委員会が FA を起用して独自に対象会社（上場子会社）の企業価値評価を行う場合、いずれにせよ、その基礎となる対象会社（上場子会社）の事業計画、将来キャッシュフロー計画等は対象会社（上場子会社）の業務執行者が策

定するのであり、これらをベースに複数の FA が行う企業価値評価は、概ね似たような結果となると想定され、時間とコストをかけて複数の企業価値評価を行う意義は乏しいと言わざるを得ない。また、実務では、特別委員会が意見をとりまとめる過程において、対象会社（上場子会社）の経営陣、FA、親会社（買収者）の経営陣に対してインタビューすることもよく行われており、当該インタビューのプロセスが、FA による企業価値評価の精査や、親会社との実質的な代理交渉として機能している。今回の指針改訂が、このような実務上の工夫とこれまでの事例の蓄積を無視して、一律の取扱いを義務付けるものであってはならない。

4. 「論点 3：株式価値算定、フェアネス・オピニオン」について

株式価値算定書は、MBO や親会社による上場子会社の完子化のみならず、特定の大株主との間の相対交渉で事実上買収価格が決まるようなケースを除き、上場会社の買収に当たっては、これを取得するプラクティスがすでに確立しているものと認識しており、仮にベストプラクティスと位置付けるとしても、新たに指針を設ける意義に乏しいと考えられる。

フェアネス・オピニオンについては、上記 3. で述べた通り、支配株主との利益相反を防止するための措置の選択肢の 1 つとして位置付けられており、取得するか否か、その内容・発行手続きはプラクティスにゆだねるべきであり、一律の義務付け等にはなじまない。

5. 「論点 4：マーケット・チェック」について

マーケット・チェックは、売り手が「より高い売値」を模索するプロセスであり、「より高い売値」と「公正価格」は同一ではないことに留意が必要である。確かにファンド等が非上場会社を売却する M&A などにおいては、株価のような基準が存在しないことから、売値の公正性を担保するため、当事者間の契約締結前後を問わず、マーケット・チェックを行う場合があることは認識している。

しかしながら、株価が存在する上場会社の買収において、入札を実施したり、当事者間の契約締結後に対抗提案を積極的に勧誘すること（いわゆる go-shop）を求めたりすることは、必ずしも価格の公正性の確保に資するとは認識していない。

実質的にも、マーケット・チェックを行ったことで取引情報が漏洩し、株価が「公正価格」を超えて変動するケースや、かかる株価の変動により取引自体が成立しなくなるリスクがある上に、特に親会社による上場子会社の完子化の場合、仮に時間をかけてマーケット・チェックを行ったとしても、すでに親会社と上場子会社の間で一定のシナジーが発現しており、また、対抗提案者が支配権を取得できない以上、真摯な対抗提案が親会社以外の者から出てくるとは考えにくく、「より高い売値」の実現だけを目的とする者の出現を助長し、ひいては意義ある M&A 案件の成立の支障となりかねない。

6. 「論点 5：Majority of Minority」について

MoM は、親会社による上場子会社の完子化において、少数株主に拒否権を与えるものであり、会社法上、組織再編や株式併合等によるスクイーズ・アウトの手続きの中で、少数株主に拒否権を与える代わりに少数株主に株式買取請求権が付与されていることと両立せず、会社法の改正なくして、制度化するのは適当ではない。

実質的にも、支配株主の議決権比率が大きければ大きいほど、少ない議決権数で MoM の成

立を阻止できるのであり、支配株主に対する一定の牽制にはなり得るものの、買付価格と同一価格でのスクイズ・アウトが予定されていることや株式買取請求権の存在も背景に、親会社の買収提案が公正価格であるにも拘わらず公開買付に不応募とする行動がパッシブ投資家などに顕著であること、「より高い売値」の実現だけを目的とする者等による濫用も懸念されることから、MoMは、各社がそれぞれの事情に応じて採否を検討すべきものであって、一律にベストプラクティスと位置付けられるものではない。

7. 「論点6：情報開示」について

親会社による上場子会社の完子化においては、会社法、金融商品取引法又は東証上場規則等が、少数株主保護の観点から、上場子会社側に必要十分な開示義務を課しており、新たなルールを設ける必要はない。なお、仮に支配株主と被支配会社とのM&Aにおいて、通常のM&Aよりも充実した情報開示を求めるとしても、特に企業価値評価においてはその前提となる情報の中に多くの企業秘密が含まれることは当然であり、自ずから情報開示に一定の制限があることを念のため付言しておく。

以 上