

2019年6月12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 1,260 社を超える組織となっています（2019年6月現在）。

今般の「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、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. はじめに

今般の「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)」(以下「本指針」)は、昨年 11 月に立ち上げられた「公正な M&A の在り方に関する研究会」における、研究者、投資家、実務家など様々なバックグラウンドを持つ委員による幅広い検討、また、同研究会が本年 2 月に実施した意見・情報提供の募集に応じて国内外から寄せられた多様な意見等を反映し、企業買収 (M&A) の市場実態も踏まえつつ、MBO などにおける公正な M&A のベストプラクティスを提示するものである。

しかしながら、MBO と同様に構造的な利益相反や情報非対称性の問題があるとして、今般、本指針の対象範囲として追加された「親会社による上場子会社の完子化等の取引」においては、現在すでに、各取引当事者が、現行の法令及び上場金融商品取引所の各種規制のもと、それぞれの創意工夫の中で必要十分な公正性担保措置を取っているのであり、こうした取引において、投資家を含めた少数株主から利益相反や情報の非対称性に関する具体的な懸念が示されることは稀である。このことは、これらの公正性担保措置が有効に機能していることを示唆するものである。

このような中、本指針の一部には、現行の市場プラクティスに比べて過度な公正性担保措置を推奨する内容が含まれており、本指針の公表により、上場子会社の完子化等の取引において、必要以上に公正性担保措置を講ずる市場プラクティスが、事実上、形成されることが懸念される。公正性担保措置は、各取引当事者が自ら合理的と判断する範囲で行われるべきものであり、必要以上の措置は、企業による機動的な M&A、ひいては事業ポートフォリオの組み換えによる企業価値向上を阻害しかねない。

以下、主に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。

2. 第 1 章「1.4 本指針の対象と他の取引類型における議論の参照」について

本指針は、「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」としつつ、一方で、これらに「該当しない M&A においても、…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…」としており、その射程がはっきりしない。

本指針は、もともと MBO や支配株主による従属会社の買収など、取引の類型上、情報の非対称性が高く、少数株主の利益が害される蓋然性が高い M&A において、公正な取引条件が担保されることを目的とするものであるが、いたずらにその適用範囲が拡大解釈され、意義ある M&A の成立を阻害することは避けなければならない。

こうした観点から、本指針の趣旨に照らして、対象外であることが明らかな取引、例えば「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」などについては、本指針の対象ではないことを明記すべきである。

3. 第 3 章「3.2 独立した特別委員会の設置」について

(1) 「3.2.3 公正性担保措置としての意義」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取締役又は社外監査役からの意見や、いわゆる第三者委員会の意見、また組織再編行為に際してはフェアネス・オピニオンが含まれ、現行の市場プラクティスにおいては、これら3つの公正性担保措置は並列的な関係にある。

この規範の下、これまで各取引の当事者は、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つの公正性担保措置の中からそれぞれが適切と考えるものを組み合わせて採用してきている。

これに対し本指針は、特別委員会を「手続の公正性を確保する上での基点として」位置付け、「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。」としており、現行の市場プラクティスに過度な方向付けがなされ、市場プラクティスが硬直化・形式化とすることが懸念される。

支配株主から独立した者を関与させることで取引条件の公正さを担保するという目的においては、独立役員個人であれ、数人の会議体であれ、それぞれに長所短所があるのであり（例えば、会議体の一般則によれば、会議体の意思形成は構成員の多数決によることになるが、この場合、少数株主の利益をより擁護する立場の意見が埋没するおそれもある。）、会議体という形式のみにこだわる必然性はない。

いずれにしても、例えば、「支配株主と利害関係のない社外取締役又は社外監査役からの意見取得」など、これまでの確立された市場プラクティスが、有効な公正性担保措置であり、特別委員会の設置と同等の実務上の工夫と評価される旨を明記すべきである。

(2) 「3.2.4.2 委員構成 (B) (b) 社外監査役」について

前述のとおり、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」を求め、この意見には、社外取締役「又は」社外監査役からの意見が含まれるとされており、この文脈において、社外監査役は社外取締役と同列の関係にある。一方、本指針は、この点につき、監査役は本来的に経営判断に直接関与することが予定されていないとして、「特別委員会」の委員としては、社外取締役を「補完」するものと位置付けている。

しかしながら、①我が国の上場会社の約7割は監査役会設置会社であり、経営者、弁護士、公認会計士など高い専門知識を有する者が社外監査役を務めており、社外取締役となる者と経歴等において差異はない（実際に、ある企業では社外監査役となっている者が他の企業で社外取締役となっている例は多数存在する。）こと、②監査役は取締役会における投票権はないが、4年間を任期とし独立した機関として強力な監査権限を背景に、監査役会設置会社のガバナンスにおいて極めて重要な役割を果たしていること、③監査役は経営判断に直接関与しないことから、自ら行った経営判断を事後監査する、いわゆる「自己監査」の問題は生じないこと、④少数株主の利益保護は「守り」の局面であるが、前述した監査役の特性は「守り」の局面でより発揮されると考えられることからすると、社外監査役は「特別委員会」の委員としては、社

外取締役を「補完」するものであると位置づける本指針は、わが国における監査役の実情を踏まえないものと言わざるを得ない。

本指針が予定する特別委員会の役割において、社外取締役と社外監査役との間に有意義な差異は認められず、社外監査役も社外取締役と同程度の適格性を有する旨を明記すべきである。

4. 「3.2.6 対象会社の社内検討体制」について

本指針は、対象会社における交渉・検討体制について、取締役会決議より前の段階である「検討・交渉」段階から「一定の利害関係を有する取締役等」を除外する等の社内体制を構築することが考えられるとしているが、M&Aの実務感から乖離している。

対象会社における取引条件等の意思決定は、最終的には対象会社の取締役会決議によって決せられるが、この取締役会決議に先立ち、必要十分な公正性担保措置が取られるほか、会社法上も「特別の利害関係を有する取締役」が議決から除外されるという手当がなされているところであり、これに加えて、「検討・交渉」段階から「一定の利害関係を有する取締役等」を除外することまで求める必要はない。また、「一定の利害関係を有する取締役等」という文言・概念は抽象的であり、取引の「検討・交渉」段階から除外すべき者が拡大解釈され、もっぱら社外取締役のみが親会社と検討・交渉すべきという硬直化した実務を助長しかねない（あるいは、親会社の議決により選任されたのであり、「親会社との一定の利害関係」を否定できないとすれば、検討・交渉を行う者がいなくなってしまう。）。

上場子会社の経営トップを含む幹部役職員は、親会社出身者が務めることも多いと考えられるが、親会社の出身者であったとしても、現在は少数株主を含めた全株主に対し対象会社の企業価値を最大化する責任を負う立場にある幹部役職員が、親会社による子会社化を検討・交渉する段階から、社内検討チームから除外されているという事態は、およそ現在の取引実務に鑑みて想定しがたい。また、仮に弁護士、フィナンシャルアドバイザー等の社外専門家を起用するとしても、会社事業に精通した幹部役職員抜きで、社外取締役のみで親会社による子会社化を検討・交渉することは、現実的には困難である。

したがって、本項の趣旨を明確にするため、「3.2.6」において、買収者から独立した立場で検討・交渉等を行うための対象会社の社内検討体制を構築することを目的として「検討・交渉」段階から除外すべき者は、現に親会社の役職員を務める兼務者に限るべきである。

5. 「3.4 他の買収者による買収提案の機会の確保」について

マーケット・チェックは、消極的・間接的なものを含め、親会社による上場子会社の完子化の場面においては、公正性担保措置として機能しないと思われる。積極的なマーケット・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、親会社による上場子会社の完子化の場合、仮に時間をかけて間接的なマーケット・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、ひいては意義ある公正なM&A案件の成立の支障となりかねない。

したがって、マーケット・チェックは、MBO においてのみ考慮されるべき措置である旨を明記すべきである。

6. 「3.5 マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定」について

MoM は、親会社による上場子会社の完子化及びその他類似の M&A 案件において、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、買付価格と同一価格でのスクイーズ・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、およそ親会社による上場子会社の完子化の場面にはなじまない。

したがって、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定は、MBO においてのみ考慮されるべき措置である旨を明記すべきである。

7. 「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」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