

CORPORATE NEWSLETTER

2019年7月号 (Vol.28)

—M&A—

「公正な M&A の在り方に関する指針」の策定

I. はじめに	森・濱田松本法律事務所
II. 総論	弁護士 内田 修平 TEL. 03-5220-1859 shuhei.uchida@mhm-global.com
III. 原則と基本的視点	
IV. 実務上の具体的対応（公正性担保措置）	弁護士 辻 純一 TEL. 03-6213-8178 junichi.tsuji@mhm-global.com 弁護士 毛阪 大佑 TEL. 03-6213-8155 daisuke.mosaka@mhm-global.com

I. はじめに

経済産業省は、2019年6月28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—」（以下「本指針」といいます。）を策定しました。

本指針は、「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）における議論等を踏まえ、また、2019年5月14日から同年6月12日にかけて行われたパブリックコメントの手続を経て策定されたものであり、2007年9月4日に策定された「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」といいます。）を全面改訂するものです。

本ニュースレターでは、本指針の概要について、MBO 指針からの変更箇所を中心に解説します。

II. 総論

ポイント

- ✓ 本指針は、MBO 指針の位置付けを基本的に受け継ぐもの
- ✓ 本指針の対象となるのは、上場会社を対象とする「MBO」及び「支配株主による従属会社の買収」

1. 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とされ、M&A に新たな規制を課す趣旨で提示されたものではなく、今後のわ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とされて

CORPORATE NEWSLETTER

います。また、本指針において提示され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たものではなく、ベストプラクティスとして位置付けられるものとされています（本指針 1.3）。

2. 本指針の対象

本指針の対象となる取引類型は、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」及び「支配株主による従属会社の買収」（いずれも上場会社を対象とするもの）とされています（本指針 1.4）。

支配株主による従属会社の買収については、MBO 指針においても「基本的に MBO の議論と同じ考え方ができる」と指摘されていましたが、本指針においては、明確に対象に含まれた点に意義があるといえます。なお、「支配株主」には、原則として東京証券取引所の有価証券上場規程 2 条 42 号の 2 に規定される「支配株主」が該当するものの、個別の M&A ごとに、本指針の趣旨を踏まえて実質的に判断されることが想定されています（本指針 1.5）。

また、上記の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も資するとともに、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指摘されています（本指針 1.4）。

Ⅲ. 原則と基本的視点

ポイント

- ✓ M&A に際して実現される価値についての概念整理や、M&A において尊重されるべき原則については、基本的に MBO 指針の考え方を維持
- ✓ 公正性担保措置を整理するための基本的な視点として、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」及び②「一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の確保」を明記

1. M&A に際して実現される価値についての概念整理

本指針は、M&A に際して実現される価値については、MBO 指針の概念整理を受け継ぎ、(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の二種類に区別しています。その上で、(a) について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り、(b) については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しています（本指針 2.2.1）。

CORPORATE NEWSLETTER

2. M&A を行う上での尊重されるべき原則

本指針は、M&A において尊重されるべき原則についても、MBO 指針の整理を受け継ぎ、「企業価値の向上」（第 1 原則）及び「公正な手続を通じた一般株主利益の確保」（第 2 原則）の二つの原則を掲げています（本指針 2.3）。

3. 公正な手続に関する基本的な視点

本指針では、MBO 及び支配株主による従属会社の買収を実施するにあたっては、上記の第 2 原則に基づき、一般株主利益を確保するために、個別の M&A における具体的状況に応じて、公正性担保措置を講じることが望ましいとされています。そして、それらの公正性担保措置は、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されています（本指針 2.4）。

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

視点 2：一般株主による十分な情報に基づく適切な判断機会の確保

IV. 実務上の具体的対応（公正性担保措置）

1. 総論

上記の原則及び基本的視点を踏まえ、本指針は、一般的に有効性が高いと考えられる典型的な公正性担保措置を取り上げていますが、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く、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の評価されるべきとしています（本指針 3.1.1）。さらに、個別の M&A における具体的な状況に応じて、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であり、また、その判断に当たっては、買収者等からの独立性の確保された主体による実質的な関与が重要となるとされています（本指針 3.1.2）。

2. 独立した特別委員会の設置

ポイント

- ✓ 特別委員会は手続の公正性を確保する上での基点として位置づけられる
- ✓ 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
- ✓ 特別委員会の委員としては、社外取締役が最も適任である
- ✓ 特別委員会は、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

CORPORATE NEWSLETTER

(1) 機能・役割・意義

本指針では、特別委員会は、中立的な第三者的な立場ではなく、対象会社及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及び判断を行うことにより、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題に対応する機能を有するとされています（本指針 3.2.1）。

また、特別委員会は、第 1 原則の観点から、M&A の是非について検討・判断するとともに、第 2 原則の観点から、(i) 取引条件の妥当性及び (ii) 手続の公正性について検討・判断する役割を担うとされています（本指針 3.2.2）。

手続の公正性については、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おり、手続の公正性を確保する上での基点として位置づけられています。以上を踏まえ、特別委員会を設置することの意義は特に大きく、これを設置することが望ましいとされています（本指針 3.2.3）。

(2) 特別委員会が有効に機能するための実務上の工夫

ア 設置の時期

本指針では、特別委員会を設置する意義が実質的に失われることを防ぐ観点から、対象会社が買収者から買収提案を受けた場合¹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とされています（本指針 3.2.4.1）。

なお、特別委員会の設置の判断、委員の選定等のプロセスには、対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役が主体性を持って実質的に関与することが望ましいとされています（本指針 3.2.4.3）。

イ 委員の構成等

本指針では、特別委員会の委員となる者は高度な独立性を有することが望ましいとされ、具体的には①買収者からの独立性と②当該 M&A からの独立性²を求められるべきとされています。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も踏まえ、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とされています（本指針 3.2.4.2A）。

また、委員の属性については、社外取締役が最も適任であるとされています。社外監査役も社外取締役を補完するものとして適格性を有し、また、社外有識者は、M&A に関する専門性を補うために社外取締役及び社外監査役に加えて委員として選任することも否定されないとされていますが、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

¹ 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とされています。

² 本指針では、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、M&A の成否からの独立性に疑義を生じさせる典型的な例として挙げられています。

CORPORATE NEWSLETTER

バイザーから専門的助言を得ること等により補うという形態が最も望ましいとされています³（本指針 3.2.4.2B）。

なお、社外役員が特別委員会の委員となる場合であって、その役員報酬に委員としての職責の対価が含まれていない場合には、別途委員としての職務に応じた報酬を支払うことも検討すべきであるとされています（本指針 3.2.4.7）。

ウ 買収者との取引条件の交渉過程への関与

本指針では、特別委員会は、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とされています。そして、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、①特別委員会が取引条件の交渉権限の付与を受け直接交渉を行うこと、又は②特別委員会が事前に交渉の方針を確認し、適時に意見を述べ、指示や要請を行うこと等により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るとされています（本指針 3.2.4.4）。

また、実際に M&A への賛否等を決定する取締役会においては、特別委員会の判断内容を最大限尊重して意思決定を行うことが望ましく、例外的に特別委員会の判断内容と異なる決定を行う場合には、十分な説明責任を果たすことが望ましいとされています⁴（本指針 3.2.5）。

エ アドバイザー等

本指針では、特別委員会が自らのアドバイザー等を選任することが有益であるとされています。対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等を特別委員会が活用することも直ちには否定されないものの、その場合には、対象会社の取締役会のアドバイザー等を指名又は承認（事後承認を含む。）する権限を付与する等、当該アドバイザー等の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とされています（本指針 3.2.4.5）。

オ 情報の取得

本指針では、情報の非対称性の問題を解消するため、特別委員会は、一般株主に代わり、非公開情報も含めた重要情報の取得を行うことが望ましいとされています（本指針 3.2.4.6）。

³ 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のみをもって、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とされています。

⁴ 特に、特別委員会の判断内容に反対する者がいる場合には、誰が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重要であるとされています。

CORPORATE NEWSLETTER

4. 外部専門家の独立した専門的助言等の取得

ポイント

- ✓ 独立したアドバイザー等の専門的助言等を取得することが望ましい
- ✓ 第三者評価機関の独立性について情報開示を行い、十分な説明責任を果たすことが望ましい
- ✓ 対象会社の取締役会又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することが望ましい
- ✓ 一定の要素を備えた第三者評価機関からのフェアネス・オピニオンの取得は、公正性担保措置として積極的に評価すべき

(1) 法務アドバイザー・第三者評価機関の独立性

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、法務アドバイザー、第三者評価機関等の外部専門家の独立した専門的助言等を取得することが望ましいとされています。

特に、株式価値算定書やフェアネス・オピニオンがその機能を果たすためには、第三者評価機関の独立性が重要となり、当該第三者評価機関が M&A の成否について重要な利害関係を有している場合、その独立性や利害関係の内容について情報開示を行い、十分な説明責任を果たすことが望ましいとされています⁵(本指針 3.3.2.3)。

(2) 第三者評価機関からの株式価値算定書等の取得

本指針では、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又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とされています(本指針 3.3.2)。

その上で、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の水準等を考慮して、取引条件の検討、交渉及び判断を行うことが望ましいとされています(本指針 3.3.2.1 B)。

(3) フェアネス・オピニオンの取得

本指針では、独立した第三者評価機関からのフェアネス・オピニオン(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

⁵ 例えば、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、第三者評価機関が M&A の成否に関して深刻な利害関係を有している場合には、第三者評価機関がその機能を果たす上で望ましくなく、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、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とされています。

CORPORATE NEWSLETTER

について、財務的見地から意見を表明するもの)の公正性担保措置としての有効性は事案により一様でなく、その取得の要否については、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されています。

但し、①独立性・中立性、②慎重な発行プロセス、③高度な専門性・実績、④レピュテーションといった要素を備えた第三者評価機関からのフェアネス・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すべきものとされています(本指針3.3.2.2)。

5. 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)

ポイント

- ✓ 買収者が支配株主でない場合において、積極的なマーケット・チェック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が、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

本指針において、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(対抗提案)が行われる機会を確保すること(マーケット・チェック)は、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、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とされています(本指針3.4.1)。

特に、買収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機会が多いとされ、いわゆる積極的なマーケット・チェック⁶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ものとされています。但し、M&Aに対する阻害効果の懸念や情報管理の観点等から、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ず、対象会社の取締役会や特別委員会において、各方法の有効性や弊害の有無等を判断し、適切な方法によりマーケット・チェックを実施することが望ましいとされています(本指針3.4.3.1)。

具体的かつ実現可能性のある真摯な対抗提案がなされた場合、対象会社の取締役会や特別委員会としては、当該対抗提案の内容についても真摯に検討する必要があるとあり、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とされています。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には、対象会社の取締役会及び特別委員会は、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とされています(本指針3.4.4)。

なお、対抗提案者に対する情報提供の在り方については、買収提案者間の平等を図

⁶ 積極的なマーケット・チェックには、①M&Aの公表前に入札手続(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、②M&Aの公表後一定期間、対象会社が対抗的な買収提案を積極的に勧誘する方法(いわゆるゴーショップ)とが存在します。

CORPORATE NEWSLETTER

べきとの指摘がある一方で、企業秘密等の情報流出のおそれや、取引情報の漏洩等による経営や株価への悪影響のおそれ等の指摘もあり、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ことには合理性があるとされています（本指針 3.4.5）。

6. マジョリティ・オブ・マイノリティ（MOM）条件の設定

ポイント

- ✓ MOM 条件は、一定の場合には公正性担保措置として評価されるが、常に MOM 条件を設定することが望ましいとまではいえない

本指針においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ（MOM）条件⁷を設定することにより M&A の成立に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、MOM 条件は公正性担保措置として評価されるものとされています。但し、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の M&A に対する阻害効果の懸念等も踏まえ、常に MOM 条件を設定することが望ましいとまではいえず、対象会社の取締役会や特別委員会において、MOM 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されています（本指針 3.5.2）。

7. 一般株主への情報開示の充実とプロセスの透明性の向上

ポイント

- ✓ 一定の情報について、法令等による開示制度を遵守するにとどまらず、特に充実した開示を行うことが期待される

本指針では、MBO や支配株主による従属会社の買収において、買収者と一般株主の間の情報の非対称性を解消するとともに、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）を可能とするため、一定の情報について、法令等による開示制度を遵守するにとどまらず、特に充実した開示を行うことが期待されるものとしています。その概要は、以下のとおりです（本指針 3.6）。

⁷ 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じるか否かにより、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が保有する株式の過半数の支持を得ることを取引の前提条件とし、かかる前提条件をあらかじめ公表することをいうものとされています。

CORPORATE NEWSLETTER

<p>特別委員会 に関する情報</p>	<ul style="list-style-type: none"> a) 委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報 b) 特別委員会に付与された権限の内容に関する情報 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 d) 当該 M&A の是非、取引条件の妥当性や手続の公正性についての特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容に関する情報 e) 委員の報酬体系に関する情報
<p>株式価値算定書や フェアネス・オピニオン に関する情報</p>	<ul style="list-style-type: none"> 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 b) フェアネス・オピニオンに関する情報（発行プロセス、「公正性」に関する情報等） c) 第三者評価機関の重要な利害関係に関する情報
<p>その他の情報</p>	<ul style="list-style-type: none"> 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 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) 他の買収方法や代替的な買収提案の検討の有無に関する情報 f) M&A への賛否等について決議する取締役会の議決において反対した取締役又は異議を述べた監査役がいる場合には、その氏名及び反対又は異議の理由

(当事務所に関するお問い合わせ)
 森・濱田松本法律事務所 広報担当
 mhm_info@mhm-global.com
 03-6212-8330
 www.mhmjapan.com