【座談会】

「公正なM＆Aの在り方に関する指針」の意義と影響

参加者（五十音順）
飯田秀総（東京大学大学院法学政治学研究科准教授）
石綿　学（森・濱田松本法律事務所 弁護士）
加藤貴仁（東京大学大学院法学政治学研究科教授）
神田秀樹（学習院大学大学院法務研究科教授・東京大学名誉教授）
後藤　元（東京大学大学院法学政治学研究科教授）
田中　亘（東京大学社会科学研究所教授）
角田慎介（野村證券株式会社 経営役）
【司会】藤田友敬（東京大学大学院法学政治学研究科教授）

内容

Ⅰ　M&A 指針の意義…… 64
Ⅱ　M&A 指針の適用範囲…… 71
Ⅲ　M&A 指針の基本的な考え方…… 89
Ⅳ　公正性担保措置…… 106
　1　総論…… 106
　2　特別委員会…… 112
　3　外部専門家の意見…… 132
　4　マーケット・チェック…… 141
　5　マジョリティ・オブ・マイノリティ（MOM）条件…… 148
　6　情報提供の充実とプロセスの透明化…… 153
　7　強圧性の排除等…… 159
Ⅴ　むすび…… 160

Ⅰ　M&A 指針の意義

1．なぜ MBO 指針を改定するのか？

藤田（司会）　2019 年 6 月 28 日，経済産業省によって「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」が公表されました（以下，原則として「本指針」という）。この指針は構造的な利益相反と情報の非対称性の問題が存在する M&A 取引に関して，ベストプラクティスとなることが期待される諸原則や具体的な実務上の対応を述べるものです。典型的なソフトローであると同時に，今，非常に注目を集めているものでもありますので，本誌で取り上げるのにふさわしいものだと考えられます。『ソフトロー研究』では，これまでも会社法に関わる様々な文書が採択される度に，検討を加えてきました。経済産業省関係の文書では，企業価値研究会報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（2008 年 6 月 30 日）について，検討したことがあります(1)。

経済産業省は 2007 年 9 月 4 日に「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」）を公表しています。MBO 指針は，黎明期にあった日本の MBO 実務に多大な影響を与えたとされています。本指針は，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検討を行うために設置された「公正な M&A の在り方に関する研究会」（以下，「研究会」）の検討の成果として，公表されたものです。

そこで，まず最初に，なぜ MBO 指針を改訂することとなったのか，今回改訂が必要となるに至った背景はどういうところにあるかという点から確認したいと思います。本指針は，改訂の理由について，「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

(1)「〔座談会〕企業価値研究会報告書『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』について」ソフトロー研究 12 号（2008 年）143 頁～227 頁。

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」と説明しています(2)。

実務家の方にお伺いしたいのですが，そもそも既存の MBO 指針では，従来何か問題があったのでしょうか。それとも，特に問題があったというわけでもないが，やはり 10 年も経つと見直さなければいけないということなのでしょうか。この辺りの感触をお教えいただければと思うのですが。

石綿　もともとの MBO 指針に，特に問題があったというわけではないと思います。むしろ，MBO 指針が導入された 2007 年以降の裁判例や実務の積み重ね，法規制や取引所規則の整備，学説の議論の深化などを踏まえて，今後の我が国におけるベストプラクティスの形成に向けて，MBO 指針を見直すこととしたと理解しています。

藤田　裁判例の積み重ねと言われましたが，とりわけジュピターテレコム事件（最決平成 28・7・1 民集 70 巻 6 号 1445 頁）をはじめとする最高裁決定が念頭にあるのでしょうか。それとも下級審の積み重ねでしょうか。

石綿　ジュピターテレコム事件やテクモ事件（最決平成 24・2・29 民集 66 巻 3 号 1784 頁），レックス・ホールディングス事件（最決平成 21・5・29 金判 1326 号 35 頁）といった最高裁の決定が主だったと理解をしています。

藤田　ジュピターテレコム事件やテクモ事件を通じ，キャッシュアウトや M&A 一般の条件の公正性については考え方が大きく判例上整理されてきたことを受け，MBO 指針で書かれたことも整理し直したほうがいい時期に来ているという感触でしょうか。

石綿　はい，そのような理解です。

藤田　他の方も同じような感触をお持ちですか。

角田　私は MBO 指針が定着して実際に使われていく過程で，判例の整理を一歩越えたものも求められていた気がします。諸外国の制度や規制の在り方を

(2)　本指針 1 頁。

研究して，MBO 指針には入ってはいないけれども有用な，例えばマジョリティ・オブ・マイノリティ（以下，「MOM」）のようなものが知られるようになってきました。その一方で，それを真摯に検討して採用の要否を判断する会社，アドバイザー，全く知らないままの会社やアドバイザーのように二極分化してきた中で，もう一度，再整理を図って，一段進んだガイドラインを作ることが求められていたのではないかなと個人的に感じています。

藤田　非常に興味深い指摘をありがとうございます。日本の MBO やキャッシュアウトについては，諸外国のプラクティスとの乖離があって，それを何らかの形で調整したり，考え直す必要があるという意識が，実務ではあるということでしょうか。

角田　M&A 全般が増えていく中で，M&A に関する海外ルール，アメリカでの判例の積み重ね，また最新の事例などもより深く知るようになりました。私個人は，たまたま海外に赴任して，イギリスのテイクオーバー・コードに基づいて執務したので強制的に習うことになりましたし，日本にいても，クロスボーダーの M&A を通じて，海外上場企業を買収する場合には，どのような義務や責任がある取締役会を相手に自分が交渉しているかを理解しながらやっていくことを通じて MBO，親子間取引に限らず，諸外国との乖離を知ることもあったと思います。

藤田　ありがとうございます。

神田　石綿さんがおっしゃったことは，そのとおりだと思いますが，若干付け加えさせていただきます。１つは範囲の問題で，MBO 指針は上場会社の完全子会社化ということを対象にしていなかったのです。しかし，MBO と同じ考え方でいきますということは言えると思われるので，今回の改訂では，指針の対象を広げるということがあったと思います。

それから，２点目に，関連する話として，指針の名称という問題があって，MBO 指針という名称ですと MBO だけを対象とするように見えるので，指針策定のもととなった研究会でもその略称を公正研にしましょうということとなりまして，本指針もその略称を M&A 指針とすることになりました。

３点目として，お二方が言ったことを敷衍することになりますが，特に海外の投資家からは，特別委員会というものに対して信頼が置けないということが言われる一方で，国内の実務としては，コーポレートガバナンス・コード（以

下,「CG コード」) などの影響で社外役員，独立社外取締役というのが少しずつ増えてきています。そういった中で，もう一度，特別委員会というものの位置付けや役割，在り方というものを議論してみましょうということになったということがあると思います。もちろん判例なども重要なのですが，付け加えて言えばそういうこともあると思います。

藤田　どうもありがとうございました。適用範囲の拡張の話は，改訂の動機でもあるのですが，内容としても重要ですので，あとで別途検討させていただきたいと思います。改正の経緯や動機などに関して，その他，何かご意見はありますか。ないようでしたら先に進めさせていただきたいと思います。

２．M&A 指針の実務的な影響

藤田　石綿さんは判例の進展ということに言及され，私も価格決定や株式買取請求をめぐって重要な判例の進展があったと思うのですが，本指針は，非常に慎重に会社法の公正な価格や裁判所の審査の在り方との関係を直接意図したものではない，つまり裁判規範となることを目的としているわけではないと断っています(3)。それにもかかわらず本指針は，実務的には裁判規範に対しても影響があると受け取ってよいでしょうか。そして今後の判例の考え方にも影響していくようなものなのでしょうか。

石綿　少なからず影響すると思います。たまたま私が関与している裁判においても，今回の指針が出たことを受けて，この指針を踏まえた主張立証の機会を設けるといった訴訟指揮が既に行われています。そういう意味では既に影響が出ていると思います。

藤田　作成する側としては，裁判所に対してこれが裁判規範だ，これに従って決定を出せというようなことを宣言して指針を書くわけにはいかないので，あのようにモデストな書き方をしていますが，裁判所が尊重してくれるというのなら，それはもちろん大歓迎で，裁判規範として作ったわけではないから裁判所に参照されてはおかしいとはまったく思わないでしょうね。そして実際，そうなってきているというのが，今の石綿さんの感触なのでしょう。

さて既に，本指針が早速裁判実務上重視され，現に裁判における主張立証に

(3)　本指針注１参照。

影響が出始めているとのお話がありましたが，裁判以外の場面，例えば M&A を行う際の当事者の行う手続にも影響を与え始めているのでしょうか。

角田　お配りした５案件[4]が本指針の公表以後この座談会までに公表された案件で，MBO または親子間のスクイーズ・アウト，非上場化案件を検索してみたものです。M&A 指針そのものをプレスリリース等の開示資料で明確に書いてあるものは見つからなかったのですが，記載の端々や，実際に取られている手段は，既にかなり指針を意識したものになっていると思われます。

興味深いものの１つは高松コントラクショングループによる青木あすなろ建設の完全子会社化です。M&A 指針と同時並行で策定された，「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）に言及していて，社外取締役の確保等の負担が極めて大きくなるので，非上場化することで負担から解放されることを理由のひとつとしています。実際に我々が実務を通じてお客様と話していても，来年度には必ず上場子会社を持っている理由，過渡的なものだという位置付けの下で，売却の方向に進むのか，完全子会社化のほうに進むのか，そのタイムフレームのようなことを回答せねばならないという点を，上場親会社の皆様が意識されていると思います。また，コーポレートガバナンス・コードの改訂や会社法の改正に関わるのかもしれませんが，私も驚いたのですが，本指針についてお客様に呼ばれて説明をしているときに，社外取締役はいらっしゃるのですが，本指針における独立取締役がいらっしゃらない上場子会社がかなり多くありまして，お客様，上場親会社，上場子会社両方ですが，真摯にどうすべきかということを検討されていると思います。

他に気が付いた点では，シャクリー・グローバル・グループの非上場完全子会社化というのは面白くて，自己株 TOB を 10 数％ぐらいのプレミアムで，ある特定の大株主から応募を受ける。それで既に親会社等の方が７割超を持っていらっしゃるみたいですので，株主総会の特別決議で株式併合をして，端株買取り代金は１段目の自己株 TOB よりも高い価格で，２割強ぐらいのプレミアムのようですが，スクイーズ・アウトし上場廃止をするという案件です。少数

(4)　リーバイ・ストラウスジャパンの買収（2019 年 10 月 11 日公表），シャクリー・グローバル・グループの買収（2019 年 10 月 7 日公表），ポラテクノの買収（2019 年 8 月 27 日公表），マジェスティゴルフの買収（2019 年 8 月 9 日公表），青木あすなろ建設の買収（2019 年 8 月 6 日公表）。

株主の皆様からすると，何もしないでもスクイーズ・アウトされ20%プレミアムを得られて算数的には望ましいのですが，事実上，特別決議を可決できる票数が集まった状況で開催される株主総会に少数株主として参加する意味はないように思えます。通常のスクィーズ・アウトだとTOBに応募する，しないという意思表示の場もあるのと比べても，MOMの議論がある中，非常に興味深い事案だと思います。

この開示を見ていますと，銀行グループで，子会社証券を会社側のアドバイザーに起用していると同時に，子会社銀行も会社と銀行融資取引をしているということを，きちんと書いた上で，情報隔離措置があるから大丈夫なのだとしています。コンフリクトは情報を隔離すれば問題がなくなるというものではないですけれども，意識した形でそういう記載がなされたと感じます。またそれ以外にも独立のアドバイザー，特別独立委員会も自ら独立系なのでしょうか，アドバイザーを雇って，銀行系証券以外に株式価値算定をさらに追加して依頼している。割引率は15〜21%，なかなかすごい数値を用いられているようですけれども，意識はされているのかなと思いました。

藤田　これらの案件は，仮に本指針が出ていなかったなら当事者の行動は相当変わっていたであろうと理解してよろしいですか。

角田　少なくとも開示のところは，相当意識されたのではないかなと。弊社がお手伝いしたのは，一番上にあるジーンズのリーバイス，アメリカの上場会社が日本に持っている上場子会社を完全子会社化する案件で，非常に自然な流れ，この種の取引に理解度が高い当事者の取引でしたので，本指針が出る前にやったとしても同じようにやったとは思いますが，より一層注意深くやって，開示も指針に則してやっていることがなるべく分かるように意識して記載するようにしていると思います。

藤田　M&A実務に対する影響も，本指針に合うような形で説明したり開示したりするようになるという形式面と，M&A取引の成否や条件が変わるという実質面の両方がありうると思います。なかなか判断は難しいと思いますが，実質についても影響は出てきつつあると考えてもいいですか。つまり従来とは違った条件で取引がなされたり，従来ならできたはずの取引ができなくなったりするという意味での影響ですが。

石綿　今回，ご提示いただいたものは，おそらく過渡的なものが少なからず

含まれているのではないかと思います。つまり，この指針が出る前にプロセスがスタートしていたものも含まれているように思います。指針が出た後にプロセスがスタートしている現在進行中の案件については，さらに影響が出ているという印象です。

何が変わったかと一言では難しいのですが，まず先ほど神田さんがおっしゃられましたが，M&A 指針の策定前は MBO 指針が支配・従属会社の取引にも参照されるという取扱いだったわけですが，M&A 指針により，MBO 指針という名称が変更され，支配・従属会社の取引が明示的に対象になったことによって，支配・従属会社の取引をする際に，当事者の方々が本指針を丁寧に読んで，忠実に守ろうという動きが増えてきているということが挙げられます。

次に，特別委員会の運用も変わってきています。まず，設置時期が早まっています。特別委員会に独自のアドバイザーを付けることも，増えてきていると思います。当然のことながら，１つの案件に従事するアドバイザーの数が増えてきて，交渉などについても，以前にも増して真剣に取り組んだり，事業計画などのレビューも慎重にやるようになってきていると思います。したがって，実務の実質はかなり変わってきているという印象があります。

一方で，実際に運用しようとしてみると，なかなかうまくいかないところも出てきています。例えば，プロセスの最初に，買収者との関係で独立性をチェックしようとしても，情報が足りず，分からないなど，いろいろ運営していく上で悩ましいこともあります。今後，実務が成熟していく過程の中で，関係当事者の理解が進むことである程度解消されていくことを期待したいと思っています。

藤田　どうもありがとうございました。そのほか，どの点でも，ご意見ありますでしょうか。

神田　すみません，角田さんが最初におっしゃったことを少しだけ補足させていただきます。独立取締役という話は，現在は証券取引所のルールもその独立性というものは，原則としては，経営者というか業務執行者からの独立性を求めているのです。ですから，今後，支配株主ないし親会社からの独立性を求めるように，ルールの変更をしましょうということになっています。近々，ルールの変更がされることになると思います。

藤田　「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」でも，その辺り

が非常に強く出ていて，支配株主からの独立性が必須であることを提言しています(5)。それを取り入れて規則まで直すと大きく変わりますね。

角田　そうですね，内閣の成長戦略実行計画（2019年6月21日）でも，東証の独立性基準の見直しを講ずるという明確な文章が入っていました（25頁以下）。

藤田　どうもありがとうございました。長期的にどうインパクトが出てくるかというのは，まだ時間をかけて見なければいけないところもあり，定着には，まだ時間が掛かるかもしれませんが，本指針が既に大きく影響を与え始めていることはよく分かりました。

本指針の影響との関係では，これを引き合いに出すことで，買収に関してとられた行動を正当化するという形で使われる例も出てきているようです。最近，有名なユニゾホールディングスの買収――日本では珍しく幾つものオファーが競合するというケースです――において，ユニゾホールディングス側がプレスリリースで本指針に明示的に言及して，自分たちの方針を正当化しようとしました。この事案は，実質に則するともう少し後で議論したほうがいいかもしれませんが，フィナンシャル・タイムズでも取り上げられていまして(6)，海外でも本指針が注目を浴びる契機にもなっていると思います。本指針は，早くも，いろいろな形で実務上引用されるようになってきているとは言えそうです。

Ⅱ　M&A指針の適用範囲

1．適用範囲の拡張

藤田　最初に神田さんから指摘のあった適用範囲の拡張について少し見たいと思います。拡張されたのは，MBOに加えて，支配株主による従属会社の買収を明示的に射程に取り込んだルールになったということです。これらは構造的な利益相反と，情報の非対称性の問題から取引条件がゆがめられる危険を有するという意味で，同じような問題を抱えているから包括的に規制の対象とするということです。その結果，もともとカバーされているMBOに加えて，2

(5)「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」6.3.3参照。
(6)　Leo Lewis and Kana Inagaki, Japan property group Unizo faces shareholder revolt in deal battle, *Financial Times*, September 29, 2019.

つの取引がカバーされることになりました。第１は支配株主によるキャッシュアウト，例えばジュピターテレコム事件のような類型です。第２は，親子会社間の組織再編，例えば少数株主のいる子会社の完全子会社化です。ただ経済界からは，後者の親子会社間の組織再編を MBO と同じように規律することについては相当強い抵抗もありました。研究会では，これらを範囲に一切含めるなとまで言われなかったと思うのですが，規律の内容については特別な配慮が必要であるということが，一部の委員から強調されました。この辺りは，どう受け止めていいか，私は今なおよく分からないところがあるので，皆さんの感触を伺いたいと思います。

支配株主・少数株主間の対立は経営者・株主間の対立とは性格が違うという切り方をするなら，支配株主によるキャッシュアウト，つまりジュピターテレコム事件類型も同じように抵抗があるはずなのですが，こちらについては経済界からもあまり抵抗が示されなかったように感じています。もしそうだとすると，親子会社間の組織再編，例えば完全子会社化だけが問題だと言っている，すなわちキャッシュアウトか否か，つまり対価が現金か否かで違いがあるとして反対していることになります。実際，開示の在り方に関して論じる本指針注 81 に関して，一部の委員から現金対価の場合と開示事項が同じではおかしいという強い意見が，とりまとめの最終段階で出されました(7)。やはり対価が現金か否かが日本では非常に重視される要素になっているのか。もしそうだとするとやはり，それにはそれなりの根拠があるのか，それとも単に従来あまり規制されていなかったので，抵抗を覚えているだけなのかといった点について，自由にご感触をいただければと思います。

田中　実務上のことは，後で是非ご解説いただきたいのですが，日本の会社法学においては，株式を対価とする組織再編の場合は，組織再編前の両当事会社の市場株価の比率に応じて組織再編比率を決めれば公正であるという考え方があったように思います。今の東証の上場規則で，株式対価の場合には開示事項が限定されているのも，多分その考え方に基づいているのではないかと思います。しかし，M&A において市場株価だけで対価の公正さを決めてしまいま

(7)「公正な M&A の在り方に関する研究会」第 6 回議事要旨 30 頁～31 頁［武井一浩委員発言］，「公正な M&A の在り方に関する研究会」第 7 回議事要旨 16 頁～17 頁［武井一浩委員発言］参照。

すと，当事会社の市場株価が非常に割安になっているようなケースでは問題が生じえます。特に利益相反のあるM&Aでは，割安のときを狙って買収する恐れが強い。これはアメリカの学説が論じていることで，買収におけるレモン市場といった呼び方をされていますが，支配株主のいる会社では，安い値段でキャッシュアウトされてしまうおそれがあるということから，普段から株価が割安になっている。そこで，市場株価に基づいて対価を決められれば公正だということになると，本当に安い値段でキャッシュアウトされてしまうことになる(8)。そういう問題があるので，やはり市場株価だけに基づいて対価の公正さを判断するのはよくないのではないかということがあります。それで，第三者評価機関に株価算定をさせたり，特別委員会を設置して交渉させたりするということですから，基本的には株式対価の場合でも現金対価のときと同様に，開示その他取引の公正性を担保する措置が必要になってくると思います。確かに，本指針の中で，例えば注81は，従来の考え方に慣れている方が強い規制を課すことに反対されたということから，このような記述が入れられたように思いますが，本文のほうでは，株式対価の場合にも，比較的開示に積極的な立場が記述に入れられました。私はそういう方向になったことはよかったと思います。

藤田　どうもありがとうございました。ほかにどなたかご意見はありますか。

神田　一言だけ，よろしいですか。今回の指針を議論した研究会では，ここにいらっしゃる方々もメンバーでいらっしゃったのですが，そこでの私の印象は，やはり対価が株か現金かというのが非常に違いとしてあったように思います。私はこの点で，田中さんと同じ意見なのですが，それはともかくとして，実務からは株が対価のものは場合が違うと，現金とは違うルールでという指摘があったし，実務もそうであったのではないかというような指摘もあったと思います。

話が長くなるかもしれませんが，日本のやや特別な歴史が２つあって，１つは株対価の組織再編は通常１ステップです。２段階をやらない。それと企業価

(8) Marcel Kahan and Lucian Bebchuk, Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts, in R. K. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, 2000, pp. 247–259.

値の評価は，今，田中さんがおっしゃったとおりです。そして，通常は非課税，すなわち課税繰り延べがあるので，1999 年の改正で株式交換と株式移転という制度が商法に新設されて，その課税繰り延べに乗って行われてきています。もう１つは，それがキャッシュアウトの取引にも，最初は税制優遇が適用されていて，つまり租税特別措置法があって，２段階キャッシュアウト取引も 1999 年の改正後，株式交換とかを使って第２段をやっていたのが，税制が本則に戻ったので，全部取得条項付種類株式を使うという方法に移行していったという歴史があります。いずれにせよ，２ステップか１ステップかということで言うと，株対価の場合は，通常１ステップであり，課税繰り延べであり，かつ企業価値の評価は，今，田中さんがおっしゃったとおりということで，それは実務的な感覚だと類型が違うので，キャッシュアウトと同じではありませんという感じの指摘があったという印象を研究会に出てた者としては受けました。

石綿　確かに，株式を対価として完全子会社化をする取引については，子会社の株主が親会社の株主となって，間接的に子会社に対する投資を継続するため，そこまで公正な手続を厳格に積み重ねなくてもよいのではないかという考え方が実務の一部に存在していたことは事実だと思います。一方で，その考え方を否定し，当時の MBO 指針を参照しつつ公正な手続を丁寧に履践するという実務も存在しておりました。つまり，株式対価の支配株主による従属会社の完全子会社化については，実務が分かれていたのですが，本指針が，MBO や現金対価による支配株主による従属会社の完全子会社化とともにこれを対象にすることを明確に定めたことにより，今後は，２つに分かれていた実務が１つに収斂していくのではないかと考えております。

藤田　買収実務のサイドからはどう捉えたらよいのでしょうか。現金が対価だと別というのが，何か経済実質の違いから来るものなのでしょうか。それとも一種の慣性のようなことからくる抵抗なのでしょうか。つまりキャッシュアウト取引はそもそも会社法改正まではできなかった，MBO 指針の頃にはじめてプラクティスが確立していったものだから，割と抵抗なく新しいルールに入っていけたのだけれども，親子会社間の組織再編は，昔からある取引類型なので，昔ながらの慣行が存在していた。その結果，石綿さんが言われた２トラックになってしまっていたのを，今回，理屈のほうを優先させて統合しようとしていたところに，非常に強い抵抗が生じたというような理解が正しいのでしょ

うか。もしそうだとすると，理論的と言うよりは，一種の既得権維持のための反発に過ぎないということになりますが。

角田　現実問題としては，いわゆる株式対価のプレミアムのほうが現金対価よりは小さいという事実はあると思うのですが，実務上，株式対価だからといって現金を含む同様の買収案件を全く意識しないで対象会社側の財務アドバイザーをやるかというと，多分それはありません。対価をどちらにするかは重要な選択ですし，株対価ではその後も親会社株の株価の上昇を通じて，シナジーを享受できるのかもしれませんが，逆に親会社という違う事業の事業リスクも持つことになるなど，いろいろ考えることが逆に多かったりもしますので。やはり皆さんがおっしゃるように実務は収斂していくような形になって，手続とかやり方ではむしろ同じぐらい注意を払って行うというのが多数になっているのではないかと。

藤田　先ほど田中さんの言われた市場株価を当然にベースにしていいかどうかということへの理論的な疑問，つまり情報の偏在があるときには，市場価格には反映していない情報があるため，情報を持っている側がイニシアチブを取る取引の場合には，そこを考えないといけないということが強調されるようになったのは，学界でも比較的最近です。昔から裁判所は市場株価というのは，「公正」だから，それに従っておけば問題がないというような，悪く言えば安易な依存を示すことがあったと思いますし，今でもそれはあると思います。

角田　例えば，上場子会社でよく議論になるのは，抱えている現金が株価に反映されているかどうかです。この現金は所有はしていますが，ほぼ株主に分配されることはなく，場合によってはキャッシュマネジメントプランを通じて親会社に入っていることもある。少数株主として投資されている方からすると，この価値を見てもらえるのはスクイーズ・アウトされるタイミングだけなのではないかということで，逆に非常に意識が高くなる。普段トレードされている平常時の上場子会社のときは，持っているけれども自分はもらえないものとして，市場株価に反映されてないように見えるのですが，完全子会社化取引が起こった瞬間から，現金の価値をちゃんと見ろと，ネコババするんじゃないぞというような議論がすごく出てきて，それまでの市場株価に反映されていなかった面を意識するようになります。

藤田　支配株主による買収への拡張の点について，ほかにどなたかご意見は

ありますでしょうか。

加藤　先ほど田中さんが批判的にご紹介された，株式対価の組織再編の場合には市場株価を基準にして条件を算定すれば問題はないという考え方について，別の研究会でそのような考え方は問題ではないかということを東証の方に質問したことがあります。回答は，我々の伝統的な立場は市場価格が公正価値そのものである，それに従っていれば問題ないというものでした。

藤田　M&A 取引をする上でですか。

加藤　はい。あと１点，私は本指針を議論した研究会に参加させていただいて，親子会社間の組織再編の取扱いは企業の方にとって非常にセンシティブな問題であることを実感しました。特に上場子会社という形態を修正する方向の政策が存在する一方で，株式を対価とした上場子会社の完全子会社化に関する規律を強化することは矛盾しているのではないかといった指摘が強かったことを記憶しています。

藤田　なるほど。そうすると，先ほどの質問でいえば，利益相反の観点から異なった扱いがされるべき違いがあるというのではなくて，完全子会社関係を作ることの望ましさという政策から異なった扱いを正当化しようとしているということですか。

後藤　ちゃんと完全子会社化をするべきであるということですね。

加藤　そのとおりですね。

飯田　純粋に論理的な可能性として，対価が株式か現金かで違うかということを考えたときに，２つあり得て，１つは MBO 指針で意識されていた訴訟類型が株式買取請求であり，外国のことを意識していたとすると，アメリカだと上場会社の株対価ならば買取請求の話は出てこないので，株対価の場合にうるさいことは言わないでいいのではないかという考え方です。アメリカでも支配・従属会社間の M&A については entire fairness の基準になるので，この考え方は間違っていますが，日本ではその話はあまり出てこないとすると，買取請求のことだけを考えて対価の種類による区別という議論がされたかもしれないということが，１つの論理的な可能性だと思います。

もう１つは，日本の伝統的な一部の学説で，キャッシュアウトは，それ自体として好ましくないといった意見がそれなりに根強くあったと思うのです。平成 17 年の会社法制定で私はそのような意見はもはや成り立たなくなったと思

いますが，しかし今でも学説では主張されています。そういう立場から見ると，やはり現金対価のときは厳しい手続が必要であって，株対価のときはそうではないのではないかということになります。私はその立場には反対ですが，そういう学説を参照すれば，そういう主張も一応，学術的な裏付けはある形で議論する要素があったように思います。

後藤　大分，無理な主張である気がしますけれども，どっちだとしても。

石綿　前者について，一般にどこまで認識されているかは分かりませんが，後者の点については，ご指摘のとおりだと思います。実務は，株式交換が導入されたときに，なしくずし的にキャッシュアウトを開始したわけですが，その際にいろいろな法的リスクがあるのではないかと考えて，相当，慎重な手続を経るようにしたわけです。実務の一部には，その頃の議論の影響がいまだに残っているように思われます。

藤田　キャッシュアウトがそれ自体として好ましくないという話は，そもそも対価が公正か否かにかかわらず，キャッシュアウトしてはいけないという結論につながるのに対して，今問題にしているのは，対価の公正さを確保するために一定の手続でやりなさいという議論をする際に，対価の種類によって差をつける必要があるかという話です。そうなると，キャッシュアウトそれ自体についての消極的な評価は，論理的にはつながらない気もするのですけれどもね。ただ，キャッシュアウトについては，やたら厳しく考え，従来型の組織再編には甘い立場の学説があるかもしれず，そういう立場からは，その結果手続も違うべきだという主張もあるのかもしれません。実際，会社法の制定の前後でも，キャッシュアウトの導入と買取請求権の内容の変更を結びつけたような議論があったのですが，その辺の残滓が今なお感覚としては残っているのかもしれません。

もしそうだとすると，本指針がそういう発想を拒絶したとすると，考え方の整理としては影響は大きいかもしれません。今の拡張について，どの点でも感触があれば伺いたいのですが，もしないようでしたら次に移りたいと思います。

２．非公開会社への適用

藤田　今の話に比べたらかなり細かな問題なのですが，適用範囲に関して，若干検討を続けたいと思います。１つは，非上場会社が適用範囲から外されて

いる点です。本指針では，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という理由から，適用範囲を上場会社に限定すると言っているのですが(9)，逆に，非上場会社なら，この指針で言われているようなことは意識しなくていいとか，守らなくていいというように取られると，これはまたそれでいいのかなという気もしないではありません。実務的には，非上場会社でも本指針の考え方を及ぼしていくことになるのでしょうか。

石綿　非上場会社においても，通常は，M&A 指針が参照されていくことになると思います。ただし，特に非上場会社の場合には様々なケースがあり得ます。例えば，全株主の同意の下に取引が行われることも少なくないわけでして，その場合に，本指針をどこまで参照する必要があるのかは，当然議論の余地があるわけです。そういう意味では，非上場会社の場合にも，M&A 指針の参照の要否を検討することを前提として，本指針の参照を不要とするような具体的な事情がどの程度あるのかということを考えていくことになるだろうと考えています。

藤田　受け止め方としては，非上場会社にはいろいろなバラエティがあるから一律に適用するということはしないけれども，本指針の考え方を適用してもおかしくないようなケースというのは幾らでもあるということでしょうか。

石綿　そうですね。

角田　本指針の前の時代から，有価証券報告書を提出している非上場会社は TOB 規制がありましたので，非上場会社の非公開株の TOB を受け付けるという仕事が証券会社でありました。上場会社用の公開買付届出書様式に合わせて準備するので，結果としてプロセスも一部援用しているみたいな形も昔からありましたし，今後もあるのではないかなと。

後藤　逆とまでは言わないのですが，非公開会社であると少数株主が搾取されやすいという状況はむしろ強いはずですので，ガイドラインの適用といったときに，後のほうで出てくる公正性担保措置を全部適用するかというと，それは確かにバリエーションもあるでしょうし，ちょっと違うかなという気もするのですが，利害対立がある状況で何を考える必要があるかという指針の前半で

(9)　本指針 1.5 a）および b）参照。

書かれているような考え方は当然当てはまるべきであるように思います。非公開会社についてマーケット・チェックというと，何をするのかなという気もするのですが，そうであるとするとMOMが必要になるというような形でのこの指針の意義は，否定できないのではないかという気がしているのですが。

藤田　非上場会社は本指針の適用外だから，指針に書かれていることは一切やらなくてもいいという形で理解されるべきではなく，どう適用するかは是々非々で個別に考えていくことになるというわけですね。非上場会社については，そもそも情報の偏在がない株主である可能性もあるし，そういう場合だとあまり厳しいことは言わなくてよい等，状況が多様なので個別に考える必要がある。

加藤　最近の『商事法務』に掲載されていた東京地裁と大阪地裁の商事事件等の概況（2209号28頁，2210号13頁〔いずれも2019年〕）によれば，非上場会社では買取請求権等が行使された場合の買取価格の算定のルール自体が異なっているように思います。テクモ事件最高裁決定やジュピターテレコム事件最高裁決定と異なり，裁判所は手続の公正さに着目することなく，いきなり価格を算定するという実務が紹介されていました。裁判所の意識が変わっていかないと，部分的にであれ，この指針が非公開会社の取引を行う際に参照されることはないと思います。

藤田　セイコーフレッシュフーズ事件最高裁決定（最決平成27・3・26民集69巻2号365頁）でも，裁判所はナカリセバ価格ともシナジー分配価格ともはっきりさせないまま，いきなりDCF法による株価算定の是非の議論を始めていたりします。非上場株式の価格算定になった途端，従来型の株式評価論の世界にいってしまう傾向が裁判所にはあるかもしれません。そうすると，そういう裁判所に対して，公開会社と同様の発想を持ち込めというには相当努力が必要かもしれません。

田中　ジュピターテレコム事件の最高裁決定は，非上場会社とか，さらには非公開会社にも射程が及ぶかというのは，1つの論点としてあると思うのです。同決定自体は，何も上場会社に限定していないので，自然に考えれば射程が及ぶということになるのですが，ただ，非上場で，しかも実態的にもあまり株式が流通していないような会社ですと，支配株主がレピュテーションリスクとか，そういったものを気にする動機があまりないし，メディアカバレッジも小さい

ために，実務を通じて支配株主と従属会社ないし少数株主との間の取引の公正さを図るには，支配株主側のインセンティブが小さい可能性があると思います。その辺りのところに配慮しないで，上場会社で一般的に行われているプラクティスを形式だけ行って，それで買収価格は公正である，だから価格決定手続においても実際の買収価格をもって買取価格としてよい，というような形で同決定が使われると，かなり危険なのではないかと思っています。決定文を自然に読めば，確かにジュピターテレコム事件最高裁決定は非上場会社にも適用されるのですが，その場合の公正な手続というのはかなり厳しく見ていかないと，やりたい放題というか，それに近いものになり兼ねないと思うのです。そういう意味でも，公正な手続というのはこの指針に書いてあるようなものであって，それが実質的に履践される必要があるのだということを学説も主張していくべきですし，裁判所もそういうことに気を付けていただくというのは大事だと思います。

藤田　非上場会社にも，いわばプリンシプルベースでこの指針の適用をしろということでしょうかね。それについては，一般論としては，多分多くの方が賛同するのではないかと思います。具体的にどういう適用の仕方かということになってくると，いろいろ個別事案での判断によるということになるのでしょうけれども。

３．M&A 取引ではない事例への適用

藤田　本指針が直接はカバーしていないものとの関係で，非常に重要な注が置かれています。本指針の注２を見ると，利益相反構造と情報の偏在が問題となるような他の取引類型あるいは会社法上の行為についても利益相反関係が存在するため，「このような M&A の公正な在り方についてもさらに議論が深まることが期待される」と書かれていまして，具体的には，買収防衛の決定，もう１つは大株主等に対する第三者割当増資について明示的に言及されています。さらに議論が深まるというのは，おそらく本指針で書かれているような何らかの措置をとることで条件の公正さを担保しようという方向での議論を意味しているのではないかと想像されます。

このうち，買収防衛のほうは，今までも利益相反的なことを意識して，実務的にも買収防衛策の発動についてはそれなりの手続を踏むように配慮してきた

ような印象はあるのですけれども，支配株主を相手にする第三者割当増資について，この指針で示されるような考え方が応用される，書かれている公正性担保措置がそのまま全部適用されるのではないにせよ，同じような発想が要求される，例えば特別委員会を置いてやらなくてはならないといった意識は，私が知っている限りはあまりないような気もするのですが，実務的には，抵抗なく受け入れられていくものなのでしょうか。

角田　うろ覚えなのですが，買収防衛策の発動に社外の方が関与するというのは，買収防衛策を認める株主総会での賛否をアドバイスする議決権行使助言会社のルールに入っていたように思いますので，もともとそれはかなり意識した形でできていたので，これによってもあまり変わらない。

藤田　買収防衛はそうでしょうね。

角田　大株主等に対する第三者割増当増資についてあまり記憶がなくて，アスクルから Yahoo! JAPAN を運営するヤフー株式会社に第三者割当増資したケースは，親会社ではない会社を割当先としていましたし。

藤田　親会社に限らず，ある程度以上の大きな持分を有する主要株主への第三者割当についてはどうでしょうか。

石綿　まず，大株主に対する第三者割当増資においても，本指針が参照されることはあるとは思います。ご承知のとおり，第三者割当増資の発行価格によっては，既存株主と引受株主との間の価値移転の問題がありますので，構造的な利益相反が存在し得ますし，情報の非対称性の問題もあるため，本指針が参照されるケースは出てくると思います。一方で，本指針に記載されている公正性担保措置を上場子会社の完全子会社化の場合と同様のレベルでやらなければならないとすると，今までの実務からすると，大変な問題になる可能性も否定できないとは思います。

また，第三者割当増資が行われる場合には，日本証券業協会の自主規制で，原則として決議直前日の株価に 10%の範囲内でディスカウントしてよいというルールの範囲内で実務が運用されてきたわけですが，本指針がそのような実務運用にどのような影響を与えるのかはよく分からないように思います。もしかしたら，これからはプレミアム増資のような話も出てくる可能性も否定できないと思います。

一方で，実際の世界において考えますと，支配株主に第三者割当増資をする

場面としては，支配株主が何か持分を増やしたい積極的な理由があるというよりは，子会社のほうが資金繰りに窮していて，救済してもらうべく増資を行うことが多い印象があります。

また，増資は，キャッシュアウトにより少数株主が排除される場合と異なり，増資後も少数株主が残ることになりますので，増資後，企業価値が増加していけば，その企業価値の増加分を少数株主も享受することができますし，増資による株式の取得割合も，比較的限定的であることが多い印象もあります。これら増資の特殊性を総合的に勘案していくと，本指針を参照するに際しても，比較的柔軟な形で参照されることが多いのではないかと推測しております。ただ，先生方がどう考えられるかは，是非ご教示いただければと思います。

藤田　他の先生方どうぞ。

飯田　実務について伺いたいのですが，第三者割当増資や会社との取引などのときに，東証の企業行動規範で，例えば社外取締役等の意見を取る，もしくは株主総会決議というステップが既にあります。その延長線上として，例えば社外取締役の意見を取るというのであれば，それは事実上特別委員会を設置しているのと同じだと言えば，スムーズに本指針の考え方は取り込めそうに思うのですが，東証の企業行動規範というのは，必ずしもそういうものとしては受け止められていないのでしょうか。

石綿　延長線上にあるというのはおっしゃるとおりだと思いますが，東証の企業行動規範は，独立社外者からの意見取得を求めているだけですので，わざわざ特別委員会を設置せずに，独立社外取締役個人の意見や，独立した第三者算定機関のフェアネス・オピニオンによって対応することが多かったように思います。今後は，特別委員会を作って，そこで承認を取るということが行われるケースが出てくる可能性があるとは思います。

飯田　逆に言うと，利益相反問題があるから，そこに対応する必要性があるというような意識でやっているというよりは，東証から要求されているから満たしているのですという感覚なのでしょうか。

角田　利益相反に限らないのではないでしょうか。例えばさっきのアスクルとヤフーの事案は，親会社を作り出すような第三者割当増資でした。古くは王子製紙による買収提案のときに北越製紙が第三者割当増資を三菱商事にしたというのも，買収から逃がれるためもあるのでしょう。株主総会を求めるまでは

いかなくても，経営陣だけで決めるのはよくないという点が先に東証の念頭にはあって，親会社との利益相反ということではなかったような記憶があるのです。

後藤　特別委員会は第三者割当には重すぎるかもしれないのですが，MBOとか親会社との組織再編以外の普通の友好的な組織再編一般においても，経営陣が保身を考えている可能性はないわけではないと思います。本指針の射程外だとは思うのですが，この場合には一般的に特別委員会は必要ないとしても，株主にとって最も有利な条件が得られるように交渉すべきであるという，この指針の背後にあるプリンシプルは友好的買収一般の場合にも当てはまるように思います。この場合に取締役会が具体的に何をすべきかと言うと，今のお話で言えばマーケット・チェックをやるというのに非常に近いことだと思うのです。

そうしますと，第三者割当についても，本指針のプリンシプルが及ぶべきであるというか，及んでいったほうがいいなという気がしているのです。ただ，本指針の射程かと言うと，ちょっと違うと言われてしまうかもしれませんが。

角田　イギリス，アメリカでは第三者割当に関するもっと厳格なルールがあったように思います。特定第三者への増資という株主の力関係が大きく変わる際には，経営者が新しい与党株主を作りたい場合や，親会社や取引先と利害関係を有しているケースがあり得て，株主に代わって，それを判断するという制度として導入されたのかもしれません。

後藤　最初にありましたけれども，これが第三者割当だと結局取締役会の判断で基本はできるということを前提にした場合，差止めがどの範囲で及ぶかと言うと，少し組織再編とは違った世界になるとは思いますが，しかしベストプラクティスは何ですかと言われたら，この指針の考えは及ぶのではないかという気がするのです。本指針を「応用する」ということの意味次第だとは思うのですが。

田中　本指針を作った研究会の発足時には，MBO や支配株主の買収だけでなくその周辺の部分も，メンバーの意識には上がっていたと思います。具体的に言うと，アメリカであれば，レブロン義務の射程に入るような買収取引です。もともと，デラウェア州法では，MBO という独自の行為類型があるわけではなく，MBO のうち，取引時点でまだ支配権を取得していない経営者が買収をするケースだとレブロン義務の基準で司法審査され，既に支配権を有する経営

者が買収者になるケースだと entire fairness の基準で審査されるという形になります。

でも，日本は出発点として MBO がまず具体的な事件で問題になったということもあって，利益相反のある買収類型に着目してその規律を図るという形になった。今回，利益相反のある買収であれば，支配株主と少数株主間の取引でも当然利益相反があるのだから，そこまで拡大しましょうという話になったのですけれども，アメリカで言うレブロン義務の射程に入る取引，つまり，新たに支配権が取得されるという行為類型については，とりあえず今回は主たる対象から外したと言うか，支配株主と従属会社との間の取引でさえ，抵抗があったので，そこまで拡張するので精一杯と言うか，それ以上は残された論点という感じだと思うのです。

石綿　実務の立場から申し上げておくと，支配株主，もう既に支配を有している会社が，増資を引き受ける積極的なニーズというのはあまりないことが多く，子会社が資金繰りに窮して親会社に泣きつき，親会社がやむなく救済的に引き受けるといったことが少なくないと思うのです。

そのような場合に，救済してもらう子会社において，特別委員会を設置して，親会社とガンガン交渉し始めたら，親会社としては驚いてしまうわけです。つまり，増資の場合は，従属会社にとっての取引の必要性が高いケースが多いので，その点を勘案しながら公正性担保措置の必要性を柔軟に考えていかなければいけないという気がします。

藤田　主要株主への増資にもいろいろな類型があって，救済的な増資の場合と，そうではないものがあり，両者であるべき規律は異なるということは確かでしょうね。

後藤　それは，そのとおりかと思いますが，そういう状況にある会社に手を差し伸べてくれる人は，そもそも特殊な関係がある場合に限定されるので，マーケット・チェックをやると言っても，強気に出られるわけではない以上，それでもしようがないという形で整理するのであれば，このフレームワークで理解できると思うのです。

このマーケット・チェックを，手続的に，ただやらなければいけないものと捉えてしまうと，重くなるというのは非常に理解できるのですが。

田中　日本の法令や判例の立場も，必ずしもはっきりしないところがありま

す。例えば，アートネイチャー事件（最判平成 27・2・19 民集 69 巻 1 号 51 頁）は，引受人がオーナー経営者であったため，アメリカであれば当然，支配株主と従属会社との間の取引ということで，entire fairness の基準のもとに司法審査されたと思うのです。でも，裁判所は表向き，そういう利益相反的な要素は見ていないかのような判決をしている。もっとも，事案の結論を見ると，一審，二審では取締役の責任が認められているわけで，裁判所としても，本件は引受人がオーナー経営者なので取引の公正は厳しく見なければいけないという考え方があったのではないかと思うのです。それが，最後に最高裁で結論が引っ繰り返ったわけですが，あれも一種の救済的な出資の事案であって，今となってはアートネイチャーの業績は非常によくなっているかもしれませんが，出資の当時は先行きは何とも分からないような状況だったという，そういうところも勘案したのではないかと思っていて，それは石綿さんが言われたような考慮があったのではないかと思うのです。

ただ，そういった考慮は，アートネイチャー事件の判示部分には現れていなくて，いわば裁判所の内心に隠れてしまっていて，具体的な法理として出ていないのです。こういうことからすると，日本では法理自体が未発達になってしまっているのではないかと思います。

理想的なことをいえば，第三者割当増資であっても，支配株主と従属会社との間の取引である以上は，fairness の審査に係るのだけれども，その fairness の審査の中で子会社は資金を必要としていて，緊急性の高い案件だということを，fairness の判断において裁判所が十分に勘案するというような形で法理が形成されていくことが望ましいと思います。

藤田　田中さん，後藤さんが言われているのは，理論的にはそのとおりなのでしょうね。さっきも完全子会社化については，同じ問題がありながらキャッシュアウト取引とは随分違った法理が発展してきた歴史があるということが言われましたが，有利発行規制はもっとそうなのかもしれません。有利発行の発行価格の公正さというのは，資金調達の規制として独自の判例法理が発達して，それをベースに日本証券業協会の自主規制が作られ(10)，そういう中で，利益相反構造という切り口から横断的に考察しなければいけないという意識は生まれ

(10)　日本証券業協会「第三者割当増資の取扱いに関する指針」（平成 15 年 3 月 11 日一部改正）。

にくかったのかもしれません。

最初のほうで，田中さんが，市場価格が信用できないことがあって，情報の偏在があるときは市場価格が過小評価されていることを利用する取引すらあるということを指摘されましたが，そういうことを言い出すと，日本証券業協会のルールのように，市場価格に依存したような形式ルールには問題があるということになってもおかしくないのだけれども，あまりそのようには意識されてこなかったですね。

今回の指針，あるいはその背後にある考え方がそういう点を問題視するということになると，従来の会社法の考え方の根幹的なところに揺さぶりを掛けていくということになります。それが，どのような影響があるのかは，なかなか面白いところですね。この問題に対する私自身の立場ははっきりしているのですが，こういう問題意識が今後の学界にどのように浸透していくだろうかという野次馬的な意味でも興味があります。

加藤　私も今の藤田さんのご意見に大変共感します。第三者割当増資を含め株式の発行価格の決定で問題となるのは，結局，既存株主と新株主との間における企業価値の分配ですよね。このように考えると，株式の発行価格の決定においても，公正な取引条件はどうやって決まるべきかという発想も必要だと思います。今回の指針は，公正な手続を通じて取引条件の公正さを確保しようとする発想に依拠していると思いますが，その一方で，有利発行か否かについて，学説や裁判例は客観的な価格自体の正しさに拘りすぎているように思います。株式の発行についても，M&A と同じく，極端な場合を除き，公正な条件で行われなければならないという方向に議論が進んでいくことが望ましいと考えています。

藤田　ここまでの研究者の意見はほぼ同じようなのですが，その他の方もご意見ございますでしょうか。

神田　２点いいですか。１点は既に指摘があったことなのですが，第三者割当というのは支配株主に対して実施すると言うよりは，救済を求めるために支配株主でない人に助けてもらって，その結果その人が 50％超を取得するというようなケースが多々あったように感じます。ソニー ＝ アイワ事件もそうだったと思います（ただし倍額増資でしたが）。

したがってというか，東証のルールも主として希釈化というほうに重点が

あって，平成 26 年改正会社法 206 条の２も，新しく 50％超の人が出てきますというのを典型的な場合として想定しているので，そういうことがあると思います。

もう１つは，仮に定義はともかくとして大株主というものが既に存在していて，そこに第三者割当をする場合がどうかということなのですが，考え方からいけば同じ話だと私も思うのですが，ちょっと記憶がはっきりしないのですが，江頭憲治郎先生が，第三者割当は別だというようなことをどこかに書いておられたように記憶しています。会社にお金が入るからという理由だったと記憶します。あまり学界では議論されていない論点かなと思います。

藤田　第三者割当の理論とか新株発行の理論として固まってしまったというのが，これまでの学界の議論のされ方の特徴なのでしょうね。

田中　第三者割当増資の場合，発行会社の従前の株価を払込金額として新株発行をすると，増資により生じるシナジーが，対象会社の従前の時価総額と新規の出資額の割合に応じて，対象会社の既存株主と出資者の間で分配されることになります。江頭先生のお考えは，そういう比率でシナジーが分配されるなら基本的に公正だろうという考え方で(11)，これは，さっき話題になった，組織再編において両当事会社の従前の株価の比率に応じて組織再編比率を決めれば基本的に公正だろうという考え方と同じなのです。ただ，そこは組織再編の場合と同じで，厳密に考えていくとそんなことは言えないのではないかということになってきて，すると第三者割当増資においても，企業価値を厳密に算定して，さらに特別委員会を入れて交渉しなければ駄目ではないかという話になるかもしれない。しかし，それについては，具体的な事情に応じて，特に，発行会社が緊急に資金を調達する必要性があるといった事情をきちんと勘案すれば，この状況下ではもっと緩い手続の下で発行条件を決めることが認められるのだといった議論も成り立ちうると思います。そうしますと，第三者割当増資の場面でも，やはり利益相反があるときはその存在を認識した上で，ケースバイケースで柔軟な処理をするというようになっていくことが大事だろうと思います。

藤田　シナジーの分配も客観的に企業価値に応じるべきであるという議論を

---

(11)　江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣，1995 年）226 頁～229 頁。

する学者は少なくないのですが，公正な条件は独立当事者間の交渉の結果決まるものだという発想からは，交渉力によって取り分が変わっても全然おかしくなく，企業価値に比例していなくてはならないといったことにはならない。ところが，あまりそのように考えない形で，組織再編直前の企業価値に比例しているのが「公正な比率」だとする法理が発展してきた。これに対して，本指針のような考え方を敷衍していくと，支配株主への第三者割当や組織再編一般についても横断的に独立当事者間価格をもって公正な条件と考えるようになるはずなのです。ただ今後，そのような一般性のある形で指針が受け止められ，機能していくかどうかは，よく分からないですね。

第三者割当に議論がかなり集中しましたが，その他の典型的にこういう発想が応用されそうな取引というのはどういうのがありそうですかね。ほかに思い付くものはないでしょうか。

後藤　経済産業省で別途やっていた CGS 研究会（コーポレート・ガバナンス・システム研究会）第２期で，グループ内でのもう少し規模感の小さな，直接取引をしたりするような場合についても議論していましたが（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））[12]，どこまでやるかという問題を差し置くと，基本的な発想は多分一緒になってくるように思います。

藤田　潜在的には，そういう方向に進んでいく可能性はありますね。もちろん，マーケット・チェック等は，今の類型にはあり得ないですけれども。

石綿　実務的には，支配株主が株を売却するような局面で本指針を参照するのか否か，そもそも支配株主による従属会社の買収ではなく，MBO でもない，単なるキャッシュアウトを行うときに，本指針を参照するのかといったところが，今後，論点になっていくだろうと思います。

支配株主が株式を売る場合は，支配株主の利益は，一般株主の利益と共通している面があるのに本指針を参照する必要があるのか，そもそも構造的利益相反がない単なるキャッシュアウトについて公正性担保措置が必要か，などといった議論は出てくる可能性がありまして，ここら辺りは，これから悩ましい問題だと思っています。

⑿　本指針注９で引用。

Ⅲ　M&A 指針の基本的な考え方

1．MBO 指針から継承した基本原則――特にユニゾホールディングスへの公開買付けをめぐって

藤田　本指針の意義のところで随分時間を取ってしまいましたが，先に進みたいと思います。まず，MBO 指針で取られた基本的な考え方は，今回も維持されています。基本的な考え方は，２つの原則からなります。すなわち，「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。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」ということです(13)。企業価値の向上があるか否か，つまり全体のパイを大きくしているか否かで望ましい M&A か否かを判断するということと，取引によって生じた余剰の分配の問題については，公正な手続を通じて一般株主の利益を確保する，何が正しい価値かを算定するということではなくて適切な手続をもって価値を分配するという考え方です。さらに，その前提となる M&A に際して実現される価値についての基本的な概念整理も，そのまま引き継いでおります。まずは，これらをそのまま維持していることについて，少し議論したいように思います。と言うのも最近，第１原則を援用して，対象会社取締役会がかなり高額の買収オファーを拒絶することを正当化しようとするような事例が現れてきているからです。これはマーケット・チェックのところでもまた議論できるかもしれませんが。

角田　そもそも，この企業価値というのは，ファイナンス理論でやっているようなエクイティと債務の時価評価を足した企業価値を意味するのかどうかから始める必要がありますね。

藤田　本指針 1.5(e)で，「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，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」と，はっきり定義されています。つまりファイナンス理論的な意味での企業価値です。

---

(13)　本指針 2.3。

角田　そうなると，従業員の云々というのは，キャッシュフローに影響を与えない限りは影響がないということですかね。

藤田　ただし，例えば従業員の利益を切り捨て，従業員から株主に利益移転がなされることで高額の公開買付価格が実現している場合に，株主の利益と従業員の損失を足し算するとマイナスであるというケースは，論理的にはあってもおかしくないのです。実際にも，アメリカの M&A ブームの時代にはそういう例があったと主張している学術論文もあります(14)。そういうケースだと言えるのであれば，高いオファーを拒絶するということは，第 1 原則と相容れる主張です。ただ，特定の事件でそう言えるかどうかは全く別問題です。

最近，ユニゾホールディングスの公開買付けをめぐって，対象会社が買収者からの高額のオファーに対して本指針の第 1 原則を引き合いに出して拒絶するという対応をしています。2019 年 9 月に同社が公表した「当社への買収提案に対する対応の基本方針」の中で，本指針の第 1 原則を援用しつつ，「当社の企業価値にとって，その源泉であり，かつ，重要なステークホルダーである当社の従業員の雇用が確保された上で，従業員にとって働きがいのある企業であり続けることが極めて重要である」と述べ，こういう条件を満たさないおそれのある買収には賛成できないことを表明しています(15)。この事件の事案について，公開情報の範囲で結構ですので，どなたか簡単にご紹介いただけないでしょうか。

石綿　私は，ある買収者サイドの代理人をしているため利害関係を有しておりますが，公開情報の範囲内で，簡単にご説明します。本件では，7 月 10 日に，HIS が，ユニゾホールディングスの同意を得ずに，ユニゾホールディングスに対する公開買付けを公表しました。

その後，ユニゾホールディングスにおいては，16 のスポンサー候補者にアプローチをしまして，その中からフォートレスの買収 SPC であるサッポロ合同会社――以下単に「フォートレス」と呼びますが――をホワイトナイトとして選定いたしまして，8 月 16 日にフォートレスの公開買付けを公表するととも

---

(14)　Andrei Shleifer and Lawrence H. Summers, Breach of Trust in Hostile Takeovers, in Alan J. Auerbach, eds., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, 1988, pp. 33–56.

(15)　「当社への買収提案に対する対応の基本方針について」（2019 年 9 月 27 日付リリース）（https://www.unizo-hd.co.jp/news/file/20190927_1.pdf）参照。

に，それに対する賛同表明を行いました。フォートレスの公開買付けは，同月19日にスタートし，24日にHISの公開買付けは失敗に終わったわけです。

そもそもユニゾホールディングスの市場株価は，本件前は随分安く推移しておりまして，HISの公開買付け前は，2000円を下回っていたのですが，HISが3100円を買付価格として公開買付けをスタートした後は，むしろHISの買付価格を上回る水準で，市場株価は推移しました。その後，フォートレスが4000円で公開買付けを開始いたしますと，ユニゾの買付価格は4000円を超えて，4000円をさらに上回る価格で推移をしていくことになります。

そのような中，９月17日付けでブラックストーンが5000円の買付提案を出しました。この買付提案は，かなりきれいな提案でして，自己資金のみを用いる，法的拘束力のある提案であり，かつ独禁法と外為の届出といった最低限の条件しか付されていない実現可能性の高い提案でした。

その提案の中で，９月27日までに回答してくれというように期限を切っていたこともありまして，ユニゾホールディングスは，27日にブラックストーンの提案に対する意見というものを公表するとともに，フォートレスに対し，今まで賛同表明を撤回し，留保に変更するという公表をいたしました。その理由としては，ユニゾとして，独自に「企業価値」を定義し，株主の共同の利益と狭義の企業価値を合わせて広義の企業価値と呼んでいるのですが，それはさて置くとして，狭義の企業価値と言っているもの自体も，その源泉である重要なステークホルダーである従業員の雇用が確保された上で，働きがいのある企業であり続けることを重視し，そのための仕組みが採用されている必要があると主張しました。９月27日の段階で，この要件を満たすことが必須の条件であると主張し，８月16日の段階で行ったフォートレスに対する賛同意見表明を変更してしまったのです。

その仕組みの具体的な中身というのがポイントで，合意の当事者，フォートレスとユニゾとの間に合意書があったわけですが，それは２者間の契約であり，この９月27日の段階では，ユニゾ従業員持株管理会社という会社を新たに作りまして，ユニゾ従業員持株管理会社を加えた３者で契約を締結しなければいけない。そして，その買収提案者の取り分と出口の時期，方法を合意書に明示して，出口の時期，方法を従業員持株管理会社が選択できるようにしなければいけない。その買収後，買収者の退出までの間，例えば合併をしたり，分割を

したり，事業譲渡したり，ないしはスポンサーとの間の取引をするようなことも，従業員持株管理会社の同意を得なければならず，そのようなことを合意書の中に書かなければいけないと主張しました。

フォートレスは，もともと従業員の雇用は維持するということを法的拘束力をもって約束をしておりました。ブラックストーンのほうは，この公表を受けて再度提案書を出し直して，法的拘束力をもって，従業員の雇用を今まで以上に保証することを確約すると提案しました。加えて，従業員において，将来の企業が成長した場合のアップサイドを享受できるようなインセンティブプランを提示し，加えて，買収者の株式を一部従業員に付与するということも公表しました。

しかしながら，ユニゾのほうはそれでは足りないとして，本日現在，この提案に賛成をしておりません。結局，買収提案者のイグジットの時期・方法を従業員持株管理会社が選択できるような合意が結ばれないと自分たちは賛成しないと主張して頑張っているというのが現在の状況です。

角田　読者のために分かりやすく言うと，敵対的な買収を仕掛けられた会社が，通常の M&A として買収される際に適用される条件でホワイトナイト探しをしました。その中のホワイトナイトと合意に達して，買収されることに賛同しましたが，敵対的買収者の公開買付けが失敗してしまった途端，それまで付していなかった，従業員に事後で譲渡を約束するような条件を追加した。言わば，従業員に将来渡すための過渡的な，ミドルリスク，ミドルリターンのような取引を許容する人以外とは取引をしないと取引の様態を大変更して，それに合致しないオファーは全て断ると方針を変え，断り続けて現在に至るというまとめ方でよろしいでしょうか。

石綿　はい。本指針との関係では，ユニゾは，会社が検討すべきことは株主共同の利益と企業価値であるとして本指針に言及しているのですが，企業価値の定義については，本指針とは異なる概念を創出し，独自の世界に入り込んでおります。

藤田　ありがとうございました。以上が事案の概要ですが，本来本指針の適用がないような買収に関して，あえて今回取り上げるのは，ユニゾホールディングスが，公開買付けに賛同するか否かをめぐる基本的な考え方に関連して，本指針を明示的に引用しているからです。このような本指針への言及をどう受

け止めたらよろしいのでしょうか。

角田　企業価値が一般名詞でもあり，人が様々な印象を抱くもので，もっと緩い，雑然とした共同体全体の利益みたいなことを思い浮かべる方が大多数な状況で，第１原則が残ったことによって転用されてしまったのかなと。

石綿　私自身は，第１原則を残したことが問題というよりは，第１原則で触れられている企業価値という概念が正しく理解されていないことが問題なのではないかと思っています。

藤田　確かに第１原則は，経済学でいう効率性基準そのものなので，これを正面から否定することは，かなり難しいですね。

角田　ただ，日本人が普通に企業価値と聞いた場合に，そう思い至る方が，それは会社の独立取締役の方も含めてですけれども，十分いらっしゃるのかなという問題はあります。

藤田　この企業価値という言葉の通俗的な受け止められ方という問題は確かにありそうですね。

田中　今回指針では，企業価値を最初に定義しています。これは MBO 指針時代にあったかは分かりませんが。今回の指針では，その冒頭部分で，本指針で用いる用語の意義についての説明があり（1.5），その中のｅ）で「企業価値」の意義の説明があって，特にその後半部で，「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」を想定していると述べられています。ですので，完全にファイナンス理論で用いられる企業価値と同じだと思います。

藤田　企業価値の定義は，MBO 指針や MBO 報告書自体には書かれていないのですが，企業価値研究会の報告書その他の経済産業省の文書では引き継がれてきた概念ですね。まず経済産業省・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」（企業価値防衛指針）（2005 年５月 27 日）２頁では，Ⅰ定義６で「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又はその程度をいう」と書かれていました。ただ，これがやや曖昧で恣意的に解釈されるおそれがあるために，冒頭で述べた企業価値研究会報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」では，「『指針』〔企業価値防衛指針のこと〕及び本報告書における『企業価値』とは，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』を想定するものであり，この概念を恣意的に拡大して，『指針』及び本報告書を

解釈することのないよう留意すべきである」（1 頁注 2）として，あくまで企業ファイナンスでいう企業価値であると釘を刺しています。本指針の定義は，両者をつなげる表現になっています。

田中　これは，別にファイナンス理論によっているからというわけではないのですが，上場会社も営利企業である以上は，従業員の利益を大切にするといっても，それはやはり株主，つまりエクイティホルダーにとってプラスになる限度で大切にするということでなければならないと思います。従業員の雇用を維持することも，それによって従業員のやる気を引き出すこと等により，将来的に株主のためにキャッシュフローを生み出すから，その目的に資する限度で雇用を大切にしようということではないかと思います。何が何でも従業員の雇用を確保する，それが企業価値だという考え方は，私は別にファイナンス理論を持ち出すまでもなく，社会的にも受け入れられない考え方ではないかという感じがします。

特に，日本社会はそうだと思いますが，例えば正規従業員の雇用を確保するというのは，決していいことばかりではなくて，それによって非正規従業員が割を食うとか，あるいは新規採用が減少するといった形で新規の従業員が不利益を受けるといったことがありうるわけですから，こういう雇用絶対確保という考え方自体が，冷静に考えたときに，当然に望ましいものなのかという疑問を持ちます。そういう意味で，ことは「ファイナンス理論対日本文化」のような構図ではないと私は思っているのです。

藤田　そもそも，第 1 原則は，M&A 指針の枠組みの中では，これ自体を裸で取り出してきて特定の M&A の攻防に使える道具なのかという疑問もあります。第 1 原則は指針の前提となる基本的な哲学ですが，具体的な指針はその後に書かれている。そしてマーケット・チェックとの関係で，本指針 3.4.4 は，「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，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」としている。先ほどのユニゾホールディングスの公開買付けとの関係で参照されるべきルー

ルがあるとすれば，まさにここで書かれている十分な説明責任を果たしなさいという部分であって，第１原則を抽象的な形で持ち出し高額のオファーを拒絶することを正当化するのは，本指針の内容とも相容れないような気もします。

神田　３点ほどあります。１点目はご議論の点とは直接関係ないかもしれないのですが，2007 年の MBO 指針を作ったときに，どちらを第１原則にしようかということについて最後のギリギリまで迷って，藤田さんはそのときにも中心的な役割を果たされたのですが，当初の案では第２原則が第１にあったのです。MBO なのだから，企業価値は当然だと。ただ，当時はまだ十分に企業価値の考え方が定着していなかったので，やはりロジックを重視してまず企業価値向上があって，しかし MBO の場合は公正でないといけませんねと言うことで今の順序としました。また，その前に企業価値防衛指針というのがあったわけですが，あれは企業価値一本なのです。その指針との連続性などもあって，企業価値が最初で，公正は２番目という順序としました。

今回，12 年経って，本指針の策定にあたり逆転させましょうかということはあったのですが，そこはやはり順番を変えなければいけないほどの強い理由もないしということで，維持されたという経緯があります。これが１点目です。

２点目ですが，従業員の利益を主張するというようなことは予想されていて，注 68 において「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……」とあるのです。「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」と指摘されています。

それで，これは先ほど藤田さんがおっしゃった例外的な場面なのかもしれないのですが，こんなに早くこういう実例が出てくるとは思わなかったのですが，なかなか難問ではないかなというのが２点目です。

３点目は，結局，経営者のほうはＡのほうが企業価値が高まると言っていて，相手のほうはＢのほうが高まると言っているので，誰が決めるのですかという話だと思うのです。決める候補は３つで，１つは取締役会，もちろん特別委員会の諮問を経て決める取締役会であり，もう１つは株主総会，そしてもう１つは裁判所ですよね。

アメリカだったら，指針ではなくて，会社法上，従業員の利益は一定の範囲

では考慮してよいとされていますから，利益相反がある場合は特別の上乗せルールとはなりますが，最終的には裁判所が一定の条件の下でレビューをするという形だと思います。

日本は，裁判所へ行くと取締役会で決めましたというのでいけるのかは微妙なところで，そうするとやはり株主に聞いてみるかねと。それで，もちろん最後に裁判所が控えているということなのでしょうけれども，どうも結局はWho decidesの問題になって，誰が決めるのですかということになるような気がします。そうすると，ちょっと指針を超えている話かなと。会社法の話かなという気がするというのが3点目です。

藤田　第1原則，第2原則自体は，MBO指針で既に書かれていたのですが，そのときは両者の関係についてはほとんど書かれていませんでした。本指針は，注20でこの点に踏み込んで，第1原則と第2原則の関係につき，第2原則を守っていれば，自然と第1原則は満たされることが普通であるとして，さらに，それが実現しない例外的な場合まで具体的に書き込んであります。そして，例外というのは非常に限られていることが示唆されているという点は重要だと思います。

神田さんの言われたWho decidesの問題は，非常に重要だと思うのですが，ユニゾホールディングスのケースのような形で，高額のオファーに賛成しませんが，それは企業価値最大化という本指針の考え方に沿っていますという主張がなされ，それが本指針の真意と違うとしたら，その事件で株主が決めればいいという話と別に，本指針に対する誤解を生むのが危惧される点です。実際，フィナンシャル・タイムズの記事では，ユニゾホールディングスが本指針を援用していることが紹介されているのですが(16)，外国の投資家から，経済産業省は高額の買収提案があっても企業価値を損ねるから反対するという主張を広く認める指針を作ったのかと思われると困るのです。

繰り返しですが，第1原則として企業価値基準は確かに書いてあるのですが，注20等を踏まえると，株主利益は最大化しているが企業価値は損ねているという主張は，そうたやすく認める趣旨ではないはずなのですね。最後は株主が決めるということを否定しているわけではないので，今回のケースが違法だと

---

⑯　前掲注⑹参照。

いう問題になるかと言うと，そう簡単ではないのかもしれないのですが，対象会社による第１原則の援用の仕方にはちょっと気持ち悪さが残ります。

田中　さっき言ったことがミスリーディングにならないように付け加えますと，ユニゾホールディングスの事件については，石綿さんもおっしゃったとおり，買収者は別に買収後に大規模なリストラクチャリングを計画しているわけではないので，そもそも「雇用の維持か株主利益か」という対立軸であるわけではない。むしろ対象会社は，従業員の雇用をエクスキューズにして，買収者の買収後の行動を非常に制約しようとしていて，買収者がその制約条件を呑めないということを理由に買収提案自体に反対しているように見えます。本指針の作成に関与したメンバーの１人として言えば，このような形で本指針が利用されることは，私は全く想定していなかったです。

マーケット・チェックの話題になったときに言ったほうがいいかもしれませんが，対象会社がマーケット・チェックをするときに，買収者が到底呑めないような条件を出して，その条件が呑めない買収者は最初から候補から排除するとか，あるいは後出しでその条件を出して，買収者とは取引はしないということだと，それは有効なマーケット・チェックということはできないだろうと思います。

藤田　ありがとうございました。この点は，マーケット・チェックのところでも再度細かく議論をしたいと思います。

２．公正な手続に関する２つの基本的な視点

藤田　それではその先に進みたいと思います。今お話しした２つの原則については，MBO 指針を維持しているのですが，本指針では新たに２つの視点が示されています（2.4）。取引条件の形成過程において独立当事者間取引と同視しうる状況が確保されること，一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会が確保されることです。この２つの視点を提示し，かつ後で出てくる公正性担保措置の所で非常に丁寧にリファーし，この視点から各措置の機能を説明しようとしているのが，MBO 指針ではなかった新たな要素です。

各公正性担保措置が，これらの視点でうまく説明できているかという点は，それはそれで別途検討すべきですが，そもそも，この２つの視点はどういう位置付けで置かれているのでしょうか。考え方についての非常に重要な意味のあ

る整理だという見方もありうるかもしれないのですが，例えば，神田さんは手続の各論につなぐ橋として，中間項としての視点で分かりやすく読んでいただくためのものと言われておりますね(17)。私の誤解かもしれませんが，これは２つの視点は説明の便宜のためのキャッチフレーズというふうな位置付けで，あまり理論的な重きは置かないような理解だと思いますが，どう受け取ったらよろしいのでしょうか。

神田　おっしゃるとおりのような発言をその座談会でしたのですが，私は，分かりやすさという意味でこの視点が２つあるのは非常にいい，その意味では発言したとおりだと思います。そういう意味では視点は重要だと思いますけれども，危惧するのは，視点が一人歩きするとちょっと怖いなと思ったのです。これは言葉を変えて言いますと，うまく文章を書けるかという問題があって，最後までてにをはに迷ったという事情があります。１つ例を挙げますと，例えば視点１は独立当事者間取引と同視し得る状況とありますが，理論的にはともかく，これが一人歩きするとちょっとどうかなと思うのは，キャッシュアウトは要は価格の問題なので高いほうがいいに決まっていると思うのです。100円というオファーと120円というオファーがあったときは，特別委員会は120円を取るべきだと私は思うのです。独立当事者間だったらら100円で済むのだという，だから120円は取りませんという選択肢はないと思うので，だから，視点１は，このことを排除する趣旨ではないとは思いますが，視点１をうまく文章にできないという問題があると思うのです。もちろん言っていることはおかしくはないのですが。

視点２も同じで，一般株主による十分な情報に基づく判断の機会の確保と言えば，それは正しいのですが，私などはやはり本当に迷った場合は株主に聞くしかないでしょうという立場なので，MOM条件の支持派なのですが，しかし，今回の指針は株主に聞かないこともあると。そうしますと，あとの各論のほうで大事なのは，１つは特別委員会が大事ということで，もう１つは情報開示ということが「等」で書いてありますが，透明性の向上と私は呼んでいるのですが，その２つが非常に重要で，ほかの個別の措置ももちろん必要に応じて重要ですが，視点が文章としてうまく書ききれていない面があります。ですから，

(17)　神田秀樹ほか「［座談会］公正なM&Aの在り方に関する指針の意義と実務」商事法務2206号（2019年）31頁［神田発言］。

視点が重要でないというつもりは全くないのですが，これだけが一人歩きすると危険なので，個別の措置を理解するための橋渡しのような感じで読んでいただくといいのではないですかと。発言した趣旨はそういうところにあります。

藤田　例えば，特別委員会の機能を説明するときに，少しでも独立当事者間に近付くように交渉力を高めましょうというのは，説明としては分かりやすくていいし，基本的な発想そのものがおかしいわけではないけれども，独立当事者間価格という言葉を抽象的に受け止め，それで値段を決めるのだと言われると，変な読み方をする人が出てくるかもしれないという趣旨ですね。他の方はどうですか。今まであまりはっきり明晰に書かれていなかったことが書かれたという意味では，それなりにインパクトはあるようにも思うのですが。

石綿　本指針が提示した視点は，将来的に，実務に相当のインパクトを与えるものだと思います。私は，これまでの日本の M&A 法制の発展において，経済産業省が策定した指針といったソフトローが果たしてきた役割は大きいと考えております。アメリカは，実務的な論点について裁判官がクリエイティブな提言をすることも少なくなく，M&A のルールについて具体的な買収類型ごとにきめ細かい判例法が形成されておりますが，わが国の裁判所はそこまで積極的なルール形成を行いません。そのような中，経済産業省のように一定の信頼感のある組織が，企業や株主・投資家，学者の方々，投資銀行，弁護士その他の実務家などのコンセンサスを形成し，新しい基準を提言をしていくと，裁判所を含む関係当事者がその基準に依拠しつつ，実務を形成していくことができるようになるため，実務が非連続的に発展していきやすいと思います。特に，今般の M&A 指針の示した視点は，様々な公正性担保措置を横串で刺して整理するのに便利な普遍的な表現が用いられているため，裁判所や実務家によって，参照されやすい類のものであるように思います。したがいまして，私は本指針の視点は，今後，日本の取締役の行為規範にもつながりうる重要性を有しているものと受け止めています。

藤田　もしそうだとすると，神田さんの危惧もそれなりに考慮する必要があるということになるでしょうか。つまり「独立当事者間価格」と言葉が使われるようになればなるほど，使い方を誤らないような実務的な配慮が必要だという意味ですが。それとも，実務で誤解が生じる恐れはそれほど心配しなくてよいでしょうか。

石綿　本指針は，「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」（2.4）というふうに書いてありますが，120 円のほうが 100 円よりも有利な取引条件ですから，それを取るべきであると通常の実務家は解釈するのではないかと考えておりますが。

神田　それは有り難いことです。

角田　10 年以上前の話ですが，専門家が作成した株式価値算定書のレンジの中に入っている価格でさえあれば，今の議論ですと独立当事者間価格レンジに入っているなら，そのレンジの低いほうの価格で，大した交渉や工夫，専門家評価以外の説明なしに売ってもよいんだというような意思決定の仕方をされる人たちも少なからずいらっしゃいました。それに対しては，独立当事者と同視される状況や交渉をサポートする手法が整理され，できる限り有利な取引条件追求の努力ということは明確に打ち出されているので，よろしいのではないかという感じがします。

後藤　むしろ，そうとしか読めないように感じています。

田中　私もそんなに神田さんがご懸念されるようなことは起きないのではないかと思います。独立当事者間取引というのは，それぞれの当事者が自分の利益のために交渉するということですから，120 円という提案がテーブルに上がっているのであれば，当然それは取るべきというふうになるのではないかと思います。

私はどちらかと言うと，この「独立当事者間取引」という表現は，前向きに評価したいと思っています。この表現は，ジュピターテレコム事件最高裁決定を踏まえて，もう少し明確にする意味があると思います。ジュピターテレコム事件最高裁決定では，「意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置」という言い方をしているのですが，私は少しその表現が気になっていました。「恣意性」さえ排除すればもういいのかというような，何かとても緩い基準を呈示していると捉えられかねなかったと思っています。それに対し，本指針のほうは，独立当事者間取引という，私のようにアメリカ法を研究している者からすると腑に落ちる基準を出してくれたので，そこはよかったと思っています。

それから視点２で，「十分な情報に基づく」ということを強調したこともかな

り意味があると思います。アメリカでは，判例法で，取締役の信認義務の内容として，株主に対して「重要な事実の完全な開示」が要求されます。この開示義務の適用として，具体的な事案において，裁判所が，この事実は重要だから開示しなさいという形で介入を行うわけです。同じことを日本の裁判所ができるかというと，なかなか難しいと思います。日米には，そういう法的土壌の違いがあるので，単にフェアに取引しなさいと言っただけでは，何が求められているのかよく分からないところがある。そこで，本指針の中で，もう少しブレイクダウンした視点を持ち込んだというのは，私は肯定的に評価していいと思っています。

加藤　私も，視点１や視点２があることによって第３章以下の内容が分かりやすくなっている気がします。特に指針自体は，第３章で掲げられている公正性担保措置を全て使用することを求めているわけではなくて，対象会社が適切な措置を選択して組み合わせることを想定しています。このような仕組みになっているからこそ，対象会社には，ある公正性担保措置が必要なのかどうかを判断する際に，指針の指針という言い方は少し変かもしれませんが，指針の根底にある考え方を踏まえて判断することが期待されています。それが 2.4 に掲げられている基本的な視点であると思います。先ほどの神田さんの懸念を私なりに理解すると，アメリカで取引の条件が entire fairness でなければならないという場合，フェアディーリングとフェアプライスがその構成要素として挙げられることが一般的ですが，両者は個々に独立した要件ではなく，取引の条件が entire fairness であるか否かは一体として判断されるということと関連しているように思います。確かに，本指針もフェアディーリングに重点を置いていますが，究極の目的は，取引の条件を entire fairness とすることだと思います。このような視点の重要性は，もしかしたら注 20 で示されているのかもしれません。

後藤　今の点だと，むしろ視点１がそれこそフェアプライスというか，できる限り有利な取引条件イコール，フェアプライスですという考え方を示しているのではないですか。後のほうだけ見ると，視点２は措置を取っておけばいいのねというので，レンジを取って特別委員会を置けばいいのでしょうということになってしまいかねませんが，そうではなくて，目的はあくまで独立当事者間取引であり，そう言えるために交渉をしろということですというのが，視点

１で表されているものと読んでいました。まさかここまで踏み込んで書くなんてと思ったところもあります。

先ほどの適用範囲の話との関連でいうと，この指針のプリンシプルみたいなものはむしろここなのかなという気がしているのです。企業価値の概念でそれを誤解されると，もっと誤解されかねないというのはあるのかもしれませんが，むしろここが重要なのだということを強調したほうがいいのかなという気がします。

藤田　独立当事者間取引という概念は，研究者の間ではよく知られた観念だと思いますが，どこまで日本の法律家一般が共有しているかということはあるかもしれません。あまり共有されていないとすると，一時的な誤解がいろいろなところで起きそうだという懸念は確かにあるかもしれない。そういう誤解の中で企業価値に基づく分配でもいいといった神田さんのような懸念があるのでしょう。だからと言って，独立当事者間価格という発想が間違っているわけではなく，こういった視点を本指針に書いたことの意義を積極的に評価すべきではないかというのが，多くのご意見だったのでしょう。私も『ジュリスト』の特集の論文では，この視点が示されたことの意義を強調しました(18)。

ところで田中さんは，ジュピターテレコム最高裁決定の判旨を，より明晰で普遍性を持った形で定式化されたと言われたのですが，他の方も，本指針の２つの視点は，ジュピターテレコム事件の枠組みを再定式化したようなものと理解しておられますか。もしそうだとしたら，２つの視点の関係はどう理解すればいいでしょうか。独立当事者間価格を目指すのがゴールだと考えると，視点１がむしろメインで視点２はそのための手段の１つというように理解することも考えられます。後藤さん，先ほどの発言はそういうふうにも聞こえたのですが。

後藤　視点２が大事でないというわけではなく，取締役会が交渉した値段を株主が承認するわけですが，株主は結局何がいいか分からないので，取締役会がちゃんとベストを尽くしたことを前提として，その結果だけを見て，それを受け入れるかどうかを判断するのだとしますと，あくまで最後に決めるのは株主であるとしても，事前にまず取締役会が本当にベストを尽くしたことが必要

(18)　藤田友敬「『公正な M&A の在り方に関する指針』の意義」ジュリ 1536 号（2019 年）19 頁参照.

であるというのが視点１で，それを株主がちゃんと情報を持って確認できるというのが視点２で，両方合わせて初めて株主の決定がちゃんとされているということになるのかなという気がします。

藤田　株主の決定がないと進めないようなディールなら，今の説明がよく分かるのですが，買収者側が議決権の３分の２超を持っていれば，少数株主が反対しても，支配株主側は自分の設定した条件で強行できるわけですよね。その際には視点２にはどんな意味があるのでしょうか。

後藤　そうですね。

藤田　またジュピターテレコム事件最高裁決定は公開買付けの強圧性を排除するような方法を要求していますが，これは視点２と本当に一致しているのですかね。

後藤　視点２は，MOM 条件が入った場合には，それが条件になるとすると，そこに読み込まれていくのだとは思いますが。

藤田　逆に MOM 条件が入っていないとすると，支配株主が存在していれば，いくら説明しても株主は拒否権はないことになります。そういう場合に，株主の理解を得るための説明は何のための説明なのかという疑問が出てきます。そうなると，視点２というのも，実はその存在意義がよく分からないところがあり，さらに視点１と視点２の関係はどうなのか，ジュピターテレコム事件最高裁決定は，利益相反排除措置と適正な公開買付けとを両方並列で書いているけれど，論理的に両者がどういう関係なのか，そしてそれをリフレーズすれば本指針の視点１，視点２のようになるのかよく分からない気もします。このように本指針の掲げる２つの視点は，それ自体を読むともっともらしいのですが，理屈を詰めると実はよく分からない点が結構あるような気がします。

後藤　ジュピターテレコム事件最高裁決定の強圧性の話が仮に入ってくると，それは視点１の中に，公開買付けの中の評価が取り込まれていくと，何か一体化するようなときもあるのでしょうけれど，これはやはり取引要件によって１と２の機能の組み合わせ方が少しずつ変わってくるということですかね。

藤田　仮にジュピターテレコム事件をこの視点と合わせてみると，ジュピターテレコム最高裁決定の最初のほうで言っているのは視点１で，後半の公開買付手続のほうは，情報開示をちゃんとしていることを前提に視点２に対応しているようにも思えるのですが。

後藤　それはそうですが。

飯田　視点１と視点２がセットで独立当事者間取引などと呼ばれる公正な手続になる。公正な手続の構成要素を分析的に見るならば視点１，視点２と分けられるというように私は考えていました。その立場から見ると，今申し上げた内容が記載されていると読めます。もっとも，後藤さんがおっしゃるように，視点１はどちらかというと各取締役会がやること，視点２は株主の判断と分かれているようにも読めます。

石綿　本指針は，利益相反構造と情報の非対称性という問題意識の下に策定されておりますので，視点１は前者に対応し，視点２は後者に対応しているのではないかと私は考えております。視点２の一般株主による適切な判断の機会の確保については，まず，非公開化取引においては，公開買付けに応じるか否か，ないしは総会でどういう議決権を行使するかというところで，一般株主の判断が求められることが通常であると思います。もっとも，常にそのような判断が求められるかというと，そうではないわけですが，その場合にも，株主には，会社法上，株式買取請求権や損害賠償請求権などの救済策が与えられておりますので，その種の会社法上の救済手段を行使するか否かというところで，株主の判断が必要になってくると思います。したがいまして，別に MOM がなかったとしても，視点２には意義があると私は理解しています。

藤田　適切な救済を適切に行使することを可能にすることまで視野に入れるなら，視点２の機能は非常に広くなることになりますね。また，適切な救済が与えられることを前提にすると，条件も当然慎重になってくるという意味では，確かに言われたように読むのが正しいかもしれません。

石綿　そうですね。もう１つ興味深いのは，本指針の後半に，一般株主への情報提供の章があり，情報開示の充実が求められておりますが，ここで言っている情報開示というのは，公表だけではなくて，裁判所における開示も含めたものとして考えられているということです。つまり，本指針が言う「情報開示」は，プレスに記載されたもののみならず，裁判所で開示されるものも含めております。視点２は，そのような文脈の中でも捉えることもできるのかもしれません。

藤田　そうだとすると，視点２の読み方に注意しなくてはなりませんね。開示と言うと，公開買付けに応じるか否かの決定のため必要な情報についてのも

ののようにも読まれがちですが，もっと広い意味で捉えるべきだということでしょうか。

田中　視点２は，一般株主の判断が適正に行われるということを内容にしているのですが，それは，その人（一般株主）に当該の取引をするかどうかの決定権があって，その権限に基づいて決定するというよりは，もう少し広いものが意図されていると思います。つまり，取引に際して常にMOM条件を付すことを要求するなら，取引をするかどうかは一般株主が決定するということになるのですが，今回の指針では，ホールドアップの問題にも配慮して，そういうふうにしなかった。ただ，たとえMOM条件が付されていなくても，やはり一般株主の多数の賛同を得ているということは大事だと思います。実務的にも，MOM条件を付さない場合にも，一般株主の賛同をできるだけ多く取りに行こうとすると思うのです。そのように，実際の取引では，一般株主は必ずしも決定権を持っているわけではないのですが，やはり公正さの判断においては，法的なものだけでなくて，社会的に受け入れられるかどうかということも大事だと思いますから，そういうものとして，なるべく一般株主の多くの賛同を得るべきだということがあって，その判断を適正にするための十分な情報開示というのが視点２だと思います。

それと，この視点の考え方としては，石綿さんがおっしゃるとおりで，利益相反に対応していくというところに視点１の重要性があって，視点２は，利益相反の有無にかかわらず，上場会社だと一般株主は情報不足の問題に直面しているので，それを解消するのが視点２の考え方で，一応，緩やかにM&Aにおける２つの課題――利益相反と情報非対称――に対応しているということではないかと思います。

藤田　なるほど。

飯田　そうしますと，ジュピターテレコム事件最高裁決定の枠組みから一歩先に進んだのが視点２ということになりますね。

藤田　そうなりますね。

飯田　視点１も一歩先に進んではいると思いますが，全体的に先に進めたものという評価がこの正しい読み方ではないかと思います。

藤田　２つの視点の意味も位置付けも，あらためて考えるといろいろ理論的に重要な点がありそうですね。今後の本指針の運用の上でも，これらは大切な

話だと思います。いろいろご議論ありがとうございました。

Ⅳ　公正性担保措置

1．総論

藤田　それでは公正性担保措置に移ります。公正性担保措置が，本指針の一番中核になるものです。総論的なことから確認しますと，常に全部の措置を要求するという趣旨ではないことがはっきり書かれています。各公正性担保措置の位置付けも，強く要求する必須に近いものもあれば，そこまで強くないのもあるということで，これも非常に明確に書き分けられています。

各措置の内容は後で確認するとして，理論的には，本指針の定める公正性担保措置を守ったらどうなるのかという話と，守らなかったらどうなるのかという両方の問題があります。価格決定の裁判などにおいて，どの程度どういう形で効いてくるかという話になるのだと思います。これは先ほどの石綿さんの話ですと，裁判所もこれは相当価格決定の判断には入れてくるという見込みでしょうか。

石綿　はい。ただし，過渡期の案件と，本指針が公表された後に開始された案件とで，裁判所における取扱いは異なるとは思います。過渡期の案件については，裁判所として本指針の要請を求めるのには躊躇すると思いますが，将来的には，本指針を勘案することになるだろうと思います。

藤田　守っていればかなりの確率で，公正な価格と尊重してもらえる公算が高くなると思ってよろしいですか。つまりセーフハーバー的な効果ですが。もちろん，形ではなくて実質として守っているというのが大前提ですが。

石綿　私はそういうように考えてはおりますが。

藤田　守っていなければどうなるのでしょうか。いろいろなパターンがあるような気もしますが。

石綿　「守っていない」というか，最初のところで「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」（本指針 3.1.1）と書かれておりますので，この程度の措置を講じたことをもって，取引条件の公正さを担保するための手続として十分だったか，という議論になるのかなという気がいたします。

藤田　「守っていない」というのは，当該案件でとられた措置の全体評価とし

て，十分ではなかったと評価された場合ということですね。

石綿　はい。

藤田　ここで挙がっている公正性担保措置とは全く別の要素を持ち出して，M&A 対価の公正性を主張することも，別に排除されるわけではないですよね。

石綿　それはあり得るとは思います。例えば，支配株主とは別に大株主がいるようなケースにおいて，支配株主と大株主との間でかなり激しい交渉が行われ，それにより公正な価格が合意されたような場合などにおいては，仮に対象会社レベルにおける公正性担保措置が軽かったとしても，結果としては公正な取引条件が実現されていることはありうると思います。

藤田　主要従業員と取締役がみんな応じているオファーだったら，公正性担保措置は緩くても通るということもあるかもしれません。典型的な内部者が喜んで応じているオファーだというケースですが。

石綿　内部者はいろいろな動機を持ち得るので，それだけでは結構厳しいかもしれませんが。

田中　内部者は，買収後の関係（取引関係や雇用関係）を維持するということも込みで，買収オファーに応じることがあるので，利害関係のない一般株主とは必ずしも利害が同じではないという点は，注意する必要があると思います。ただ，そういう特別な関係を持たない株主，例えば，買収後はその会社との関係を絶つものとしている大株主がいて，その大株主と，（支配株主または経営者である）買収者がしっかり交渉した上で買収条件を決めたのだとすれば，それは取引の公正さの判断において重視される可能性はあると思います。

石綿　先ほどの藤田さんのご質問に対する回答ですが，公正性担保措置が全体として十分ではなかった場合には，裁判所が当事者の合意を尊重せずに介入せざるを得ないことがあるという点は，多分，争いはないのだとは思います。問題はその先にあり，では裁判所が介入して公正な取引条件を定めるときに，裁判所としてどのように公正な取引条件を定めればよいのかが分からないという問題があるわけです。このような問題は，事後的な場面で議論しているから生じるわけで，これが事前の差止めの場面であれば，裁判所は，自分で価格を定める必要もないわけですから，特に躊躇なく，差し止めるという判断ができるような気がします。幾ら本指針に沿ってないとは言っても，事後的に裁判所がステップインして何ができるのかといっても限界がありますので，事前に差

し止めて当事者にもう一回冷静になって考えてもらうとか，プロセスをやり直してもらうといった選択肢のルートを残しておかないと，なかなかこの本指針を実務に徹底していけないのではないかと思っています。

藤田　事前に差し止めるルートをもっと広く認めよという主張は実務的に共感を得てもらえますかね。条件に対する不満で差し止められたりするようになるなら影響が大きすぎて困ると言われませんか。

石綿　そのように考えている実務家もいるとは思います。米国デラウェア州のレブロン義務も差止めの文脈で使われているとも言われておりますし，日本でも，事前の差止めのルートを広げていかないとだめではないかと個人的には思ってはおります。

田中　平成 26 年会社法改正のときに，組織再編の差止めのルールを入れるかどうかが議論されたときに，実務家の方が，日本はアメリカとは違うと。アメリカだと，裁判所で差止めが命じられれば，買収者と対象会社で再交渉して，もっといい条件で買収合意をするのだけれど，日本だと，裁判所で差し止められたら，もう金輪際やらないということになるから，対象会社の株主にとってかえって不利になるでしょう，という意見があったのです。そういう議論もあったので，結局，略式以外の組織再編については，対価の不当性は差止事由にしなかったし，またこれは解釈論の余地があると思いますが，一応，部会では，取締役の善管注意義務違反は差止事由ではないというふうに整理したわけです。それについては，やはり石綿さんみたいに先進的なお考えをお持ちの実務家の方が，差止めによる解決に積極的な意見をおっしゃっていただけるといいと思います。法解釈としても，対価の相当性が差止事由にならないというところは，今さら解釈で改めるのは難しいかもしれませんが，善管注意義務違反が差止事由にならないというほうは根拠が相当怪しくて，今後，解釈で改められる可能性があると思います。それから，情報開示の不備についても，善管注意義務違反を根拠にする等の形で，差止事由になり得るのではないかと思っています。そのような形で，アメリカのやり方を採り入れる可能性は残っているかなと思います。

ただアメリカと違うのは，公開買付けの差止めですね。これについては，日本では身分の規定がないと難しい。それについては，何か立法的な手当てがいるのかもしれません。

石綿　その点は，次回の公開買付規制の改正のときに手当てをしたほうがよいのではないかと私は思っております。現在の公開買付規制は，平成18年改正がベースになっておりますが，それから13年経っておりますので，そろそろ見直すべきタイミングに来ております。その際に差止めを入れていったらよいのではないかと思います。

角田　あと，もう少し条件変更を合理的な範囲で可能にする改正ですかね。

石綿　そうですね。わが国の撤回条件の厳格さは，本当に大きな問題です。

角田　TOB価格と受取り配当額を合計したものが株主が受け取る対価だというのが，なかなか日本では理解されなくて。

田中　公開買付けの条件変更が難しいために，そういうもの（対象会社による多額の配当）がすごい買収防衛策になってしまうのですよね。

藤田　この辺りは，TOB法制そのものの見直しにつながるのかもしれませんが，そういうことが真面目に議論されるためには，事前の救済のほうがかえって望ましいかもしれないという発想が，実務家の間で広くシェアされる必要があるかもしれません。私は石綿さんの感触が非常に特殊だとは思っていなくて，実は同じような意見を何名かの実務家からも聞いたことはあります。キャッシュアウトのコンテクストだけではなくて，組織再編でも，差止めで事前に争われたほうが，あとで大量の株式買取請求が来たりするよりはよいという議論を聞いたこともあります。確かに，事後的な救済に偏重してしまう建付けは再考する余地があるのかもしれません。貴重なご意見をありがとうございました。

なお実務における受け止め方として，本指針に対しても，こういう形で公正性担保措置をいろいろ書かれてしまうと全部を置かないと何か心配だから過重になるということが，研究会でも繰り返し言われました。実務的にはどういう感触ですか。

石綿　それには理由があります。MBO指針においても，「いずれか」の実務上の工夫を採用しなさいと書いてあるに過ぎず，「全て」とは一言も書いていなかったのです。また，「実際の案件に応じて上記の対応を組み合わせる等して工夫する」（MBO指針5⑸図②＊）といったように記載されており，逆に言うと，組み合わせないことがあることを当然の前提としていたのです。そうであるにもかかわらず，実際，MBO指針後実務がどのように形成されたかと言い

ますと，MBO 指針で「工夫」と書いてあったものは，基本全部やるというようになりました。その経験があるものですから，今回の指針も，相当注意しないと，全部やらないといけないという形で実務が形成されていく可能性があるということが危惧されたのではないかと思います。

藤田　本指針だと，全部必要ではないですと明示的に書かれていて，それでもまだ心配なのですかという気もするのですが，例えば特別委員会のメンバーとなった社外取締役等は，書かれている措置が 1 個でも欠けていたら後で問題とされかねない，必要がないとことを説明するのが面倒くさいから，必要な措置だけを自覚的に選ぶのはやはり大変だと思うものなのでしょうか。

石綿　MBO 指針のときは，求められる「工夫」も厳しいものではありませんでしたので，実務は MBO 指針に記載された工夫を基本的に全部することができたわけです。ところが本指針は MBO 指針よりも前進しましたので，本指針に記載されている措置を全部やるというのはかなり大変だと思います。実際，現在行われているプラクティスを見てみても，積極的なマーケット・チェックや MOM 条件などは必ずしも履践されておりません。その意味では，本指針に記載された公正性担保措置に関しては，全部やらなければいけないという形で実務は受け止めないし，社外取締役等も同様ではないかと思います。

藤田　公正性担保措置について厳しく書くとかえって取捨選択するようになるということだとすれば，逆説的で面白い現象ですね。

加藤　MBO 指針の後の，特に下級審裁判例の中で，申立てをしてきた株主側が，MBO 指針に書かれてあることが行われていないから手続が公正ではないという主張をし，裁判所の側も MBO 指針に書かれていることが行われているかどうかを重視してきたということを，実際に東京地裁の商事部の方から聞いたこともあります。そうすると，裁判所の方が，例えば MBO 指針の報告書と同じく，本指針の本体を読んでいただいて，その趣旨に従って手続を運用していただくことができるかというのも重要になるのではないか。つまり，個々の事件の特徴から離れて，本指針に依拠しているか否かという形式にのみ焦点があたることを避けた運用が望まれます。

藤田　誰がどう気を付けるべきなのか，分からないところもあります。MBO 指針だって全部講じないといけないという趣旨ではないことはちゃんと書かれていたのにもかかわらず(19)，あらゆる措置を講じるようになってしまっ

た。石綿さんが言われたように，今回は各措置の要求水準が高いからそこまでいかないでしょうと楽観できるのかもしれませんが。

加藤　MBO 指針は簡略化された形，すなわち，チェックボックスという形で定着してしまったのではないかという気がするのです。MBO 指針の場合は，報告書の実質的な内容があまり重視されてこなかったのではないでしょうか。

藤田　MBO 指針自体は読まずに，チェックボックス付きのポンチ絵で理解したつもりになった横着な実務の弊害ということですか（笑）。

加藤　そうです。

田中　ただ，MBO 指針については，私も石綿さんと同じような考えを持っていて，あれはもともとそんなに厳しい要求はしていないので，むしろこのくらいは守ってくださいということがあったと思います。実際に，MBO 指針の文言を引用して，当該の M&A 取引は公正とは言えないとした判例があったわけですが（レックス・ホールディングス事件最高裁決定），MBO 指針の比較的緩やかな内容からすると，そういう扱いをされることにも一定の理由があったと思います。これに対し，今回の指針は，特に積極的マーケット・チェックの部分と，MOM 条件については，かなり表現に手を入れて，これらは常に求められるわけではないということを強調した上で，特にマーケット・チェックについては，間接的マーケット・チェックも選択肢としてあるということまで書きました。これで，積極的マーケット・チェックを常にやらなければならないと読まれることはないのではないかと思います。

他方で，もうこれは過去の話になったかもしれませんが，上場子会社を親会社の株式を対価にして完全子会社化するような取引の場合，割と最近まで，もうほとんど市場価格だけで条件（合併や株式交換比率）を決めてしまっていて，一応，証券取引所規則に従って第三者の意見を聴取してはいますが，それも各当事会社の株式の市場価格の比率に基づいて条件を決めているから公正だろうといっているだけで，実質，それ以外のことは何も考慮しないで条件を決めているようなものがあったと理解しています。私は，そのタイプの取引は，この

---

⑲　MBO 指針 5.(5)（「(2)(3)及び(4)の工夫は必ずしも全てを実行する必要はなく，いずれかの実務上の工夫を採用することで，MBO の透明性・合理性は高まると考えられる。」なお，(2)は「意思決定過程における恣意性の排除」，(3)は「価格の適正性を担保する客観的状況の確保」，(4)は「その他」を指す）。

指針が出た後にやると相当危ない，裁判になったときに不公正と評価される危険が相当あると考えたほうがいいのではないかと思っていますが。

藤田　なるほど。MBO については書いてあることを全部を何でも守れという話と違って，本指針では MBO とそれ以外の利益相反構造のある買収取引との間の区別がなくなったということをもっと自覚しろ，そうなると自ずと必要な措置を取捨選択していかなくてはならなくなるだろうから，MBO 指針の下で見られたチェックボックス式の運用というようなことになる危険は少なくなったのかもしれません。

２．特別委員会

⑴　特別委員会の位置付け・設置時期・構成

藤田　それでは，具体的な各論に入っていきましょうか。まず特別委員会です。これは一番重視されている公正性担保措置ですけれども，本指針の位置付けは従来の実務の意識とは違った性格付けで特別委員会を捉えているという理解でしょうか。それとも，比較的常識的なところが書かれているということになるのでしょうか。

石綿　従来の実務においては，特別委員会の役割について，交渉型と諮問型という２つの大きなカテゴリーがあり，そのうちどちらでもよいと受け止めている実務と，アメリカなどに準じて交渉型に近づけなければいけないと考える実務とに，大きく２つに分かれていたと思います。今回の指針の結果として，完全に交渉型になったわけではないかもしれませんけれども，純粋な諮問型では駄目だという認識がかなり広がってまいりましたので，大分交渉型に寄って来ているという印象はあります。

藤田　交渉型，諮問型という区別もありますが，そもそも特別委員会の果たすべき目標，検討すべき内容が客観的な公正な株価かということでなくて，株主のためによりよい条件を引き出すことにあるという認識は，従来の実務にはあったのでしょうか。

石綿　それについては，実務はかなり分かれておりました。その点を意識していた実務家も一定数いましたが，全く意識しない実務家もおりました。

角田　先ほど申し上げたように，株式評価算定書のレンジの中だったらどこでもいいのだというような取締役会や第三者委員会と，そうは言ってももう

ちょっと頑張ろうよという方の違いは以前も存在しました。

藤田　そうなると，少なくとも特別委員会の目標の捉え方については，従来かなりの差があったものが，１つに収斂させようとしていることに重要な意味があるということになるでしょうか。

石綿　そうですね。

田中　私は，判例（ジュピターテレコム事件最高裁決定）が用いている「第三者委員会」という言い方に違和感があったのです。「第三者」というと，何か，誰の立場にも付かないよという感じで。そこはそうではない，委員会は一般株主側に立つのだと思いますから，そこを明らかにしたのはとても重要だったのではないかと思います。

藤田　特別委員会とは中立的な立場なのではなくて，株主の側に立つ存在でなくてはならないということについては，研究会の比較的初期の段階で，確かSneider 委員が強調されていて[20]，私もそれに同調しました[21]。その後研究会では，委員の間でも共通認識があったと感じているのですけれども，従来の実務家が全員必ずしもそういう意識がなかったとすれば，大きな意識変革につながる話かもしれませんね。

石綿　大きいと思います。

藤田　設置時期も，この点と関連させて考えるようになったわけですが，こちらは具体的な違いが出てくる話でしょうか。

石綿　変わってきていると思います。

藤田　設置の目的の理解が変われば，変わってこなくてはならないのでしょうね。とは言え，設置時期がアメリカほど早くはならないでしょうか。

石綿　いえ，少なくとも私が知る限り，設置時期については，アメリカと比較してそん色ないと思います。

藤田　同じぐらい早くなるということでしょうか。

石綿　私の知る限り，早いと思います。

角田　設置されないと何も始まらないに近い状態ですからね。

藤田　そうなると，少なくともこの点については，根本的に従来の実務が変わることになりますね。

---

[20]　第２回研究会（2018 年 12 月７日）議事要旨７頁～８頁［David A. Sneider 委員発言］。
[21]　第２回研究会（2018 年 12 月７日）議事要旨 12 頁［藤田友敬委員発言］。

石綿　変わりますね。

角田　特別委員会ができるのを，親会社側でずっと待っていた案件もありました。

藤田　そうだとすると，特別委員会の役割についての考え方に関しては，頭の整理のみならず，現実的なインパクトが非常に大きいことになりますね。

石綿　大きいと思います。最近は提案が出る前に作っているケースが出てきています。親会社から正式提案が来る前に，柔らかい打診があった段階で設置するという実務も現れ始めている。

藤田　今，角田さんや石綿さんの言われたようになってきているとすると，従来とは特別委員会の意味が全然違ってきそうです。従来は，ディールができた後で最終的に第三者の目でチェックして公正な条件と言ってもらえればいいという発想の特別委員会もあったような気もするのですが，そういうやり方は，既に実務では過去のものになりつつあるということですか。少し驚きました。

次に，特別委員会の委員構成について，社外取締役，社外監査役，第三者の社外有識者の順に，はっきり序列を付けましたね。研究会の委員の中ではこういう意見が比較的多かったと思いますが，それでも委員の中にも，例えば社外監査役の位置付けが低過ぎるといった意見をおっしゃる方もありました(22)。この辺りの感触はいかがでしょう。

石綿　私としては，序列については，本指針の整理に賛成です。ただ，実際の案件においては，社外取締役の独立性について何らの問題もないということは必ずしも多くなくて，一定の関係を持っていたりすることがあり，そのときに，どのくらい独立性に傷が付いていたら，もうその社外取締役を使うのを諦めて社外監査役なり社外有識者に切り替えていくのかという点の見極めがとても難しいという印象を持っています。

つくづく日本は狭いコミュニティだなと思いますが，上場子会社を持っている親会社は，実に多くの会社やプレーヤーと取引をしていることがあるのです。そうすると，その親会社との関係がない人を探すこと自体がとても難しいことがあります。そのときに，企業が一般的に定めている社外役員の独立性の基準，例えば，売上高の２％といった基準で切ってしまっていいのか，などというこ

(22)　第５回研究会（2019 年２月 22 日）議事要旨 20 頁［武井一浩委員発言］。

とが問題となります。また，親会社の取引関係などについては，対象会社レベルでは情報を有していないことも少なくなく，早目に特別委員会を作ろうと思っても，社外役員の方が所属している会社と親会社との取引関係の確認ができずに困ってしまう，などという問題が生じております。

藤田　それは，本指針の序列付けが問題なのでしょうか。むしろ，社外取締役の中から，案件に対して本当の独立性のある者がなかなか探せないということから来る難点でしょうか。

石綿　序列付けがなければ，少しでも独立性に問題がある場合には，独立性が高い人を外部から選べばいいという判断になるのですが，序列付けができたことによって，独立性に少々の傷が付いていても社外取締役を社外監査役や社外有識者よりも優先して選ばなければいけないという問題が生じております。そういう必ずしも両立しない要請が生じた結果として，独立性をどの程度求めるのかがシビアな問題となっております。

藤田　確かに，そうなるでしょうね。

角田　独立性以外では，あのとき議論した独立取締役の資質というのがあって，必要とされる能力とか経験，識見みたいな問題は，これから試されていきますかね。

藤田　専門的知識は，一部の委員の社外有識者から選ぶことで補充してもよいというのが本指針の発想ですね。

角田　専門的知識というより，株主の代わりに重要な意思決定に関与できる資質や経験でしょうか。先ほど話題になったユニゾの社外取締役の経歴について外国人から聞かれ，元裁判官と元警視総監と，オーナー系未上場会社の元社長と同業の２人のエグゼクティブだけど，上場企業に経営者レベルで携わったことはない経歴に見えると言ったら，クレージーと言っていました。

藤田　そうすると，心配なのは，あまり専門的知識や経験のない社外取締役ばかりで特別委員会を構成しておいて，本指針の考え方に完全に沿ったものです等と言われかねないことでしょうか。実質的な交渉や関与ができる人材なのかどうかも，本来は判断要素のはずなのですけれどもね。

神田　感想をよろしいですか。私の感触は，必ずしも研究会の多数と一致していなかったかもしれなくて，うまく言えないですけれども，今のお話に関連して日本の常識・世界の非常識みたいなところは，もう少し変えていったほう

がいいのではないかという感じを持っています。感じを持ったというのは自分で持ったというよりも，海外のヘッジファンドだけでなく，多くの方と話をする機会が最近多いのですが，特別委員会は全然信頼されていないのです。それはなぜかと言うと，誰が選んだのですかという話になります。そのときにアメリカの話をすると，全員社外取締役で，誰が選んだのですかという話は実質の話としてはあるのですが，形式の話としては株主が選んでいるのです。だから，株主が選んだ形を取っている取締役・監査役のほうがいいのではないかと。本当に選んでいるのは誰ですかという問題はあるけれども，あなたの国でもそういう問題はありますということで話は噛み合うということが１つあります。だけど日本人の伝統的な感覚からすると，むしろ全然違う独立した第三者が検討するのだという議論は十分ありうると思います。ここは難しいところで，私の感じでは順番は本指針の順番でいいかなと思いますが，背景としてそういうふうに感じました。

もう１点，こういう仕事は自分で全部やる必要はないというのが私の持論です。アドバイザーを雇えばいいわけで，全部自分でやるのは無理です。もちろん自分のエキスパタイズがある部分は自分でやってもいいのですが。そういう実務が形成されることを私としては願っています。

藤田　監査役が序列を下げられていることに対して批判する人もいて，その理由の１つは，例えば買収防衛の発動についての委員会等でも，社外監査役を入れていたり責任者にするのはよくありますね，何で M&A については違うんですかというのです。機能が違うからと割り切っていいのか。それともそもそも買収防衛でも，社外監査役はあまり望ましくなかったということなのでしょうか。

石綿　私は，買収防衛のところも，この序列だと思っています。

藤田　そうだとすると，従来の実務全体に対するかなり強い批判を含むと考えるべきなのですかね。従来，社外性というのは強調されたけれども，取締役・監査役間の序列付けは，強調されてこなかったという印象なのですが。

石綿　「強い批判」とまで言うかは別にして，確かに，一般的にはこれからイシューになっていくのかもしれません。少し話が脱線しますが，昨今は，特別委員会のアドバイザーの独立性も悩ましい問題です。例えば，上場子会社を有する日本の大企業は，ほとんどの日本の主な証券会社と取引関係があります。

そうするとその上場子会社の特別委員会において，独立した大手の証券会社を選ぼうとしても，選べない。日本は，アメリカよりも市場が小さいですので，マーケットのプレーヤーの数が限られています。ですから，あまり厳しく独立性を求め過ぎてしまうと有能なアドバイザーを使えなくなってしまう。一方で独立性の要求も無視できませんので，選択肢が限られている場合に，どこまでの独立性を求めるのかは，悩ましい論点になってくると思っております。

藤田　今の話は，特別委員会もさることながら，財務アドバイザーのほうで，より深刻な問題になりそうです。

石綿　そうですね。ちょっと脱線してしまいました。

角田　むしろ弁護士不足のほうが深刻です。弁護士不足というか事務所不足。

藤田　こういう案件に適切に対応できる事務所は，現実的には限られてくる。

角田　限られてくるでしょうね。

加藤　あと１点，構成の話で本指針ではあまり明示的に書かれていなかったのですが，何人ぐらいにしたらいいかということがあると思います。アメリカでは２人とか，確か１人でも特別委員会としては認められるという実務になっていると思います。もちろん，それは望ましくはないということですが，委員会のイメージとしてどれぐらいの規模なのかというのは，あまり指針のときに議論していなかったという気がしています。３人くらいは必要である気はするのですが，取引の規模にもよる気もします。

藤田　「委員会」というと，普通は３人以上というイメージがありますけどね。

石綿　実務感覚としては，３人以上という印象はあります。

飯田　自ら交渉しに行くということだと３人いないとまずいという考え方はありうるかとは思います。ただ，神田さんのお話にもありましたけれども，実働部隊は別であってもよく，実際はアドバイザーに交渉してもらえばよく，そのプロセスを特別委員会がコントロールできていればよいので，必ず３人いなければいけないわけではないと思います。

藤田　そうだとすると，特別「委員会」という表現を使ったことで，１人だとまずいのではないかという印象を与えしまったことは，望ましくなかったのかもしれません。

⑵　特別委員会の委員の職務・報酬

藤田　次に少し細かなことですが，特別委員会の委員の職務というのをどう法的に性格付けるかという話があります。例えば社外取締役が，M&A 条件について交渉しても社外性を失わないことは，会社法改正[23]で保証されることになりましたが[24]，監査役については明文の規定がありません。社外監査役である特別委員が交渉を行った場合をどう考えるかという問題があります。またこれらと関連して，特別委員会の委員報酬についても，役員報酬に加えて割り増しを払うことをどう考えるかという問題があります。割り増しを払うことに対しては批判も耳にすることがあります。取締役がその職務を遂行したからといって別途報酬をもらうのはおかしいとう批判です。特別委員会の職務は，取締役・監査役の職務との関係でどう整理されるべきでしょうか。本指針もはっきりさせていない点です。明確に整理しておいた方が将来的には望ましかったのでしょうが，研究会でも整理できなかった難しい問題ですね。

石綿　どう整理するのかは先生方のご意見も伺いたいのですが，実務的には悩ましい問題です。例えば，特別委員会の委員としての社外取締役に支払う報酬は，安全サイドに立って，株主総会で認められた取締役の報酬枠の範囲内にとどめるべきかという論点があります。そうすると，取締役の報酬枠にあまり余裕がない会社などでは，限られた枠の範囲内で特別委員会の職務を遂行してほしいという話にもなりえます。また，株主総会の招集通知の取締役選任議案や事業報告などに，特別委員会の委員として受領した報酬についてどう記載するのかという論点もあります。それを取締役の職務遂行の対価として払われたものと整理するのか，それとも別途委託説的に整理するのかによって，記載方法が変わってきうるわけです。ただ，別途委託説に立ってしまって何も開示しなくていいとまで言い切れるかは，議論の余地があるところです。

田中　この問題，先生方の中で異なる意見もあるのかもしれませんが，私は，以前から別途委託説のように構成すればいいと考えています。もともと特別委員会の委員としては，社外有識者が結構多かったわけで，社外有識者ができることを社外監査役ができないのはおかしいし，社外監査役ができることを社外取締役ができないのはもっとおかしいと思います。ですから，それはできる（委

⑵　本座談会後，令和元年 12 月 11 日法律第 70 号により会社法が改正された。
⑵　令和元年改正会社法 348 条の２。

員として活動できる）という前提で理論を立てなければならない。そういうふうに考えたときに，監査役に関しては，基本的にいろいろなことが別途委託でできるということが，裁判例で認めていたわけです。実質的に考えて本当にいいのかどうかはともかくとして，監査役が弁護士として会社を代理したっていいし（最判昭和 61・2・18 民集 40 巻 1 号 32 頁），さらに手形の取立委任を受けてもいいと認められている（大阪地判昭和 33・1・21 下民集 9 巻 1 号 52 頁）。監査役の場合，使用人にならなければいいので，業務執行機関の指揮監督を受けないという点が大事なわけです。だとすれば，特別委員会の委員として，経営陣から独立した立場で買収者と交渉するというのはむしろ適切なので，それは使用人として活動しているわけではないだろうと，だからできるということです。監査役の場合，監査役の職務に，特別委員会の委員として交渉することが入るというのはちょっと考えにくいので，そこは別途委託として構成するしかないと思います。そこから，社外取締役も同じように別途委託を受けていると考えることができる。そうすれば，社外取締役が委員としての活動（交渉を含む）ができないと考える根拠はないだろう，ということです。

今回，会社法改正でセーフハーバー・ルールが入るわけですけれども，あれは別途委託説を否定したものではないと思っていますから，法改正後も，法律関係を考える上では基本的に別途委託でいいと思っています。そうなると，報酬がどうかということですが，別途委託なのですから取締役の職務の執行ではない。したがって，委員としての報酬は取締役の報酬規制にかからないと思います。ただ，従来も判例で，使用人兼務取締役の使用人報酬分については，株主をミスリーディングさせないように，あれに関しては使用人報酬分が含まれていませんということを開示する必要があると解されており（最判昭和 60・3・26 判時 1159 号 150 頁），これと同じような考え方ができるという気がしています。石綿さんがおっしゃったように，委員の報酬に関しては，取締役の報酬に当たるかはともかくとして，開示する方向にあるというお話です。それは，一般株主に対する情報開示という観点から，大変結構なことだと思います。ただ，それは取締役の報酬として開示するのではないと思います。実際，社外取締役の特別委員会の職務に関しても取締役の職務だと整理すると，では監査役も同じなのかという問題が出てきます。社外監査役が委員として交渉したときに，それは社外監査役の職務と考えるのはさすがに無理があると思います。社外監

査役については別途委託と解さざるを得ない。そうすると，同じ委員として同じ活動をしているのに，社外取締役と社外監査役では違う解釈をするということに，果たして合理性があるか。実際上の考慮としても，石綿さんがおっしゃるように，事前の報酬枠が余裕を持って取られているとは限りませんし，また，本来，取締役報酬は株主が決めるというのが法の建付けであるにもかかわらず，予め余裕を持って枠をとっておいたほうが法的問題が少なくて済むというのも，些か妙だと思っています。また，委員としての報酬がお手盛り的に多額に決められる恐れがあるということが，理論上は考えられるのかもしれませんが，社外取締役についてはあまり気にするようなリスクでないと思います。基本的に，取締役の報酬そのものではないと解し，株主総会の決議なしで払えることにして，ただ，株主にとっての適正さの確保ということで，取締役の報酬とは別に，特別委員会の委員としての職務としてこれだけ払っていますと開示すれば，よろしいのではないでしょうか。

石綿　最近，スチュワードシップ・コードの影響などもあり，議決権行使を機関投資家が積極的に行うようになって，取締役が，取締役の職務の対価としての報酬以外の金銭を会社から受領している場合には，それのみをもって取締役選任議案に反対するという機関投資家もいます。そうすると，別途委託説に立つと厳密には特別委員会の委員としての報酬は職務執行の対価ではないということで，取締役の職務執行の対価以外の支払いがあるという旨の開示をすると，ある程度理解のある機関投資家であれば，これは特別委員会の職務としてやったわけだから，いいに決まっているとなるはずなのですが，そこら辺についてあまり理解のない機関投資家ですと，一律，取締役の職務執行の対価以外のお金が払われているので反対に回るリスクがないかということが懸念されたりします。また，特別委員会の審議対象となっている取引が未だ公表されていないような場合には，情報管理の観点で支払いの理由を説明することが難しく，実務的には悩ましい問題です。

神田　個人的な感想ですが，報酬のほうについては，私もよく分からないですけれども，私が一般株主だったら，特別委員会の委員の報酬ぐらい開示してほしいと素朴に思いますね。それは職務執行の対価であるとかないとかいう問題ではなく，特別委員会の委員として仕事をして会社から報酬を受けるわけです。ですから，別に個別でなくて結構で総額でもいい。ただ，そういう制度が

あるのかどうかよく分からない。それが１点です。

それから，田中さんの前段のほうで私は結論には賛成なのですが，結構難しい問題があると思っています。田中さんも説明されたように，監査役と取締役の違いですね。というのは，別途委託説と言っても会社の業務の執行を監査役に委託することは私はできないと思います。例えば営業本部長になってくださいとか工場長になってください，指揮命令はしませんと，ちょっと分かりやすくするための例として。結局のところ，どこかに線があって，私にも線引きの基準は分からないから，従来，社外取締役がやるべきものは全部セーフとしてはどうでしょうかなどと言ってきたのです。だけど，今回の会社法改正で，取締役についてはセーフ・ハーバーを設けましょうと。だとすると，結論は私も賛成なのですが，別途委託説という場合に，原理論として会社の業務の執行と呼べるような内容のものも全部委託できると言うのはちょっとどうかなと思うのですが。どうなんでしょうか。

藤田　別途委託説については，私も同じ感想を持ちましたね。

田中　特別委員会の委員の報酬は開示したほうが望ましいと思いますけれども，そうするためには取締役の報酬と言わないで，特別委員会の委員としての報酬と言ったほうがいいわけです。というのは，委員には社外有識者もいるわけですし，また，委員の活動は社外監査役の職務かと言われると，困ってしまうわけですから，特別委員会の報酬という形で開示するのが望ましいと思います。そうするために必ず法令上の根拠が必要なのかということであって，そこはベストプラクティスでやれるのではないかと思います。工場長をする場合はどうか，というのは私も悩んだ部分なのですが，従来の議論でも，使用人とされるには，指揮監督を受けるということのほか，日常的，継続的にやるというものがあったと思います。まるっきり指揮監督を受けることもなく工場長として会社の業務を恒常的にやった場合は，継続性という観点から使用人になるとも考えられますし，また，そういう場合は業務執行をしたと解することもできると思います。ただ，１回きりの行為であれば，何の指揮監督もなく，いかなることもやれるかというと，ちょっと難しいところがあると思います。普通であれば事業であって，社外取締役にやらせる理由が何もないようなケースだと別途問題になるかなと思います。

藤田　監査役とのバランス論については，株主のためによりよい買収条件を

引き出すため努力するというのは，監査役の法律上の職務とは言えないので，これを委託するのは，社外有識者への委託と同じで，別途委託という構成しかないし，そうすることも可能でしょう。先ほど田中さんが挙げた，監査役が弁護士として会社を代理したり，手形の取立委任を受けたりするといったことも，いずれも監査役の職務範囲外の行為を受任する例です。だから別途委託という構成を認めやすい。監査役の独立性を害しないかということだけ注意すればよい。取締役も同じ構成で考えることができるかが問題です。特別委員会の職務は基本的には取締役の職務執行の範囲内に含まれるでしょうから。

神田　はい。社外取締役も業務執行はしない。その点では同じですね。

藤田　特別委員会のメンバーとなっても，直接買収相手方等と交渉しない限り業務執行には該当しない。そういうことをしない通常の特別委員会の業務を行うことは，取締役の職務の範囲内です。取締役の本来の職務に属することについて「別途委託」するというのが気になります。こういう構成がとれるという話を押し進めていくと，別に社外取締役に限らず，社内取締役についても，特定の業務執行の別途委託が可能だということになっていきます。本来，取締役としての本来の職務範囲に含まれることを別途委託的に構成することを認め出すと歯止めがなくなってくる気がします。監査役については職務から外れているものをやるわけなので，まだいいような気はしますけれども。

田中　ただ，一方で，いろいろな事業をアウトソーシングしているのです。あの人たちは業務執行者なのですか。

藤田　例えば，どういう例ですか。

田中　事業をアウトソーシングしますでしょう。そのとき，アウトソーシングした主体は会社の業務を執行しているのですか。

藤田　しているのではないですか。

田中　している。

藤田　ええ。

神田　業務という概念が難しいですよね。主語が会社ですから。

田中　それだと，手形の取立委任を受けた監査役は業務を執行している。

神田　さっきの例と同じで，どこかで線は引かれる。別途委託説できれいに説明できることかと言われると，むしろ，さっき田中さんが実質を説明した，継続的でないとか，そういう要件が幾つかあるような気がするのですが。使用

人の行為に相当しないとか。

藤田　取締役の職務に含まれうる行為を個別に別途委託することを認めていくと，特別委員会以外でもいろいろな業務執行の委託が個別の取締役にされるようになって，それを全部取締役の職務執行ではありませんとすると，報酬規制をはじめいろいろなルールとの関係で大きな穴が空いてしまいかねない気がします。例えば，従来予想もしていなかったような新たな重大案件が会社に発生して，一部の取締役が多大な労力を費やした場合に，「取締役報酬を決定した際には，こんな仕事は想定されていなかった。しかし，追加報酬を払うにはもう株主総会で決議された枠は一杯です。そこで新たな案件について特に働いた取締役には，別途委託という構成をとって仕事をしてもらうことにして，それに対して追加報酬を払います。これは総会決議の必要な役員報酬とは別です」といった便法を，簡単に認めるわけにはいかないでしょう。仮に特別委員会のメンバーである社外取締役については，こういうことが可能であるとすれば，どういう理屈で違いを説明するか考える必要があります。

田中　やはり別途委託の限界がある。

藤田　あるはずだと思いますね。

田中　別途委託として許されるためには，継続的に委任を受けてはならないという要件があると考えられること。それから，なぜ，ある業務を指揮監督を受けない人に任せようとするのかという点で，委託をしようとする取締役（経営者）の側の善管注意義務の観点からの制約があると思います。実際にはそういった部分で歯止めが効くと思いますし，そもそも，社外取締役に会社の事業活動を任せようという会社が本当にあるのかという点を考えた場合，別途委託説に問題があるといっても，実際にはそれほど大きな問題にならないのではないかとも思っています。

藤田　また委員全員に支払われる報酬の開示というのは，役員報酬の規制とはまた別に，こういう大きなディールなので，これだけ特別委員会にお金を使いますということを開示させるのが望ましいかもしれませんが，これはそもそも役員報酬の開示とは別な種類の性格の開示として必要なのでしょう。

神田　本指針では透明性のところには書いてなかったですかね。

石綿　本指針3.6.2.1ｅ）頁には，「委員の報酬体系に関する情報」と記載されております。あくまで「報酬体系」の開示で，金額までの開示は求められて

いない。ここはタイムチャージですとか固定額ですとか，そういう開示です。

藤田　インセンティブに着目した開示だから，そういう書き方なってしまうのですが，インセンティブだけではなくて，総額のほうも透明性の観点から問題にしてもおかしくないと思います。

田中　そこで整理されるならいいのですが，最近も，ある弁護士から，役員報酬とされると枠の範囲でしか払えないことになってしまうので，現実的にどうかと思いますというご意見をいただきました。取締役の職務の執行ですと言ってしまうと，どうしてもそうなってしまいますから，その辺りは柔軟な解釈ができたほうがいいのではないかなと思っています。

藤田　枠の話だけについて言うと，過渡的な問題という気もしますね。将来的にはそんなことも考えてアローワンスは持っておきなさいという受け止め方もできるでしょう。

加藤　枠の取り方なのですが，通常の報酬と一緒に枠を広げるというよりは，別の枠を設けることが望ましいように思います。まず，会社法 361 条 1 項 1 号の決議として，異なる複数の枠を設定することは可能なのでしょうか。

藤田　個別にやるのは自由でしょう。

加藤　会社法上，何ら制約は存在しないのでしょうか。

田中　できないという根拠は何もないですが，実務上，やれるか。

石綿　実務上，取締役の通常の報酬枠とは別枠で株式報酬用の枠を作ったりはしております。

加藤　確かに，株式報酬を新たに付与する場合には，株主総会の決議がなされていますね。

石綿　あれは株式報酬と言っても金銭債権ですので，その枠を別途作る。

加藤　報酬の種類によるということでしょうか。

藤田　性格で分けるというのは，実務的にもそれほど違和感はないということでしょうか。

加藤　確かに，性格が異なる報酬については別枠を決議するという実務が既に存在するので，問題はないのかもしれませんね。

神田　それよりも枠と言う場合に，毎年決議すべきではないですか。

藤田　それは報酬決議一般に当てはまる問題ではないでしょうか。

神田　たぶんそのとおりです。一遍決議したらそのままというのはどうかと

思いますね。

加藤　会社法改正の成立によって，報酬等に関する株主総会決議の内容は開示されることになりますね。

藤田　毎年決議するのだったら，ますますその都度やればいいようにも思えますが。

田中　来るかどうか分からない買収提案のために，その枠を取るか。

神田　確かにそういう問題は出てきますね。

田中　嫌がられることもあるのではないかと思います。

加藤　枠の決議も毎年要るということになりますか。

藤田　現在の報酬決議の発想からすると要らないですね。

石綿　今は要らないです。

神田　ただ，それはあくまで今ある条文の解釈論です。だから，加藤さんがおっしゃるように別枠でもし取るなら，今，田中さんがおっしゃったように，来るかどうか分からない，こういうことが起きるかどうか分からないので，そういう説明をした上で株主総会の承認を事前に取るかでしょう。たぶん，望ましいのは委員会のほうでの開示でしょうかね。

田中　アメリカだと，取締役の報酬も法律上は取締役会が決められるので，こういう問題が出てこないのです。あとは開示だけの問題になる。

飯田　業務執行についての議論の前提は，例えば社外取締役が取締役会の過半数を占めている会社で，M&A の場合には特別委員として頑張ってもらうという前提で選ばれているとか，例えば M&A の経験が豊富であるという人が社外取締役として何人か選任されている会社とか，そういう会社は今のところ日本にはまだないということだと思います。現在の社外取締役の報酬は，そういうことに対する対価が全く支払われていないことが前提だと思います。それが現在の状況だと思いますが，将来的にそうでないタイプの会社というか，アメリカ的な会社が出てきたときには，まさに社外取締役の職務として，そういう交渉をする役割として選ばれている，それも含めて報酬を受けていますというケースが出てくると思います。そうすると，現在は別途委託説で救っていくのがいいと思いますが，将来にわたって維持してよいか躊躇があります。もちろん，そういう M&A のプロを社外取締役に選任する会社は指名委員会設置会社に移行すれば問題はないとも言えますが。

田中　１つには，今回の会社法改正によって，取締役の職務の執行として行う場合でも，改正法を満たしていれば業務執行でないので，したがって，委員としての活動も職務の執行ですということで取締役の報酬として払うことも構わないことになるわけです。ですから，社外取締役に関する限り，特別委員会の委員としての活動をどのように扱うかについては，会社に選択肢がある（別途委託としてもよいし，取締役の職務の執行としてもよい）と解することになると思います。ですから，石綿さんが言われた，社外取締役が別途委託を受けているというとネガティブに反応してしまう投資家がいるという点については，私は，そういう投資家の対応が合理的とは思えないけれども，もしそういう問題があるのだとすれば，改正法の規定に基づいて，委員としての活動は取締役の職務の執行と構成し，報酬についても取締役の報酬として払うということは，差し支えないことになると思います。ただ，社外監査役だとちょっと困ってしまうのです。社外監査役の場合，会社のほうで監査役の職務だと構成しようとしても，本当に職務と言えるのだろうかという問題が依然としてあると思います。

⑶　委嘱事項のあり方

藤田　特別委員会について，ほかに何か論点はございますか。

石綿　ちょっと伺ってみたいのですが，先生方は，特別委員会に対する委嘱事項はこうあるべきという点についてご意見は持っていらっしゃいますか。

藤田　委嘱事項というのは，例えば M&A をやるか否かの点も含めて委嘱事項でしょうか。

石綿　シティグループが日興コーディアルグループを買収するときに日興サイドで特別委員会を設置したのですが，その際に，私がアメリカの弁護士に，特別委員会に対する委嘱事項を何にしようかと言ったら，アメリカでは，取締役会がその取引を承認することをレコメンドするか否かを決めるのが特別委員会の職務だと言われ，グローバルスタンダードに合わせようということで，その助言に従うことにしました。今でも私は，最終的な委嘱事項は，その公開買付けに賛同するか否かを決定して取締役会に答申（勧告）することと整理しています。その結論を導くための考慮要素として，この指針の第１原則なり第２原則を考える，交渉権を付与して交渉してもらう。そのような枠組みで捉えて

おります。

ただし，実際の実務はそこはばらけていて，この指針における第１原則，第２原則そのものを委嘱対象としているケースも見られます。ここら辺について先生方は何かお考えがあるか伺ってみたかった点です。

藤田　皆さん，どうでしょうか。

神田　個別のケースで私は違うと思うので，そういう意味で質問に答えられなくて申し訳ないですが，研究会で一番議論されたテーマの１つに，最後に「ノー」と言える権限という問題がありました。諮問委員会が「ノー」と言えるかというのは大事で，というのは，言えないとすると答えないで終わると思います，「イエス」と言わない場合には。ですから，委嘱事項は本当に交渉もするということになると，ケース・バイ・ケースになるような気がしますが，どうなのでしょうか。交渉権があって諮問型のものが出てくるのですか。

石綿　交渉権があれば，特別委員会の類型としては，交渉型だと思います。特別委員会が「ノー」と言う上で，私の申し上げた委嘱事項が馴染みやすいような気がしているのです。つまり，その取引を取締役会が承認することをレコメンドするか否かについて，レコメンドしないと言えば「ノー」だと思います。

神田　なるほど。

田中　10年ぐらい前，イギリスにM&Aの調査に行ったときに，イギリスでは，取締役会は，株主に対して応募をレコメンドするかどうかが問われるのだと。その際に，実際にあった事案として聞いたのは，その買収提案は，全然，企業価値を上昇させるものでない，はっきり言って毀損する，駄目だと取締役会は思っているけれども，もう大株主２人が拘束力のある応募契約を結んでしまっていて，この公開買付けは成立するのが確実になってしまったと。そうすると，一般株主がこの会社に残っているのはまずいので早く売れと，だから取締役会としては応募をレコメンドするのだと。それが，イギリスの取締役会に求められている行動であるとのことで，私はちょっと驚きましたが，なるほどなとも思ったのです。

日本の場合，特別委員会の意見は，買収それ自体の賛否と，株主に対して応募を推奨するかどうかということと，２つからなっていることが多いと思います。公開買付けに対する対象会社の意見表明もそうであり，そこからの自然な流れで，特別委員会に対してもそういう２つの事項について諮問される形式に

なっているのだと思います。そして，これは偶然かもしれませんが，本指針の第１原則と第２原則が，ちょうどこの２つの観点に対応しているようになっているので，その点からも，この２つの点が諮問されているということだと思います。ただ，個人的な意見をいうと，あるいはイギリス的な発想をすれば，特別委員会は，この会社が買収後にどうなってしまうかというのは知ったことではなく，そもそもそういうことは（買収者の将来の行動にかかっているため）委員会には分からない。委員会としては，あくまで，現在のこの会社のポテンシャルに照らして買収価格はフェアであるかどうかということだけが分かることである。だとすれば，特別委員会に対してはも，専ら応募を推奨するかどうか，つまり，フェアなプライスかというところだけを諮問することは十分ありうるという気がします。

石綿　私も，取引に賛同するか否かと，その公開買付けの応募を推奨するか否かを判断してレコメンドしてくれという，そういう意味で申しておりました。

飯田　石綿さんのお話は，例えば，特定の買収提案があって，特別委員会を設置したときに，別の人を探すことも含めてディールの適切性とか，価格の適切性なども含めて検討すべしという委嘱をするのか，それとも，相手方はこの人だけれどもというのを前提にした上で，なおその相手方と価格交渉してほしいという言い方にするのか，という辺りの問題ではないかという気がしたのですが，そういうことではないですか。

石綿　そこも実は論点になります。ある案件でＸという買収者から提案が来たので，Ｘによる公開買付けに賛同して応募推奨するか否かを答申することを委嘱したら，その後にＹというのが登場して，はたと考えると，取締役会で決議した委嘱事項はＸしか書いていなかったということになり，念のため，もう１回取締役会決議をしてＹも入れました。もちろん，Ｘの買収提案についての最初の委嘱事項に基づき，Ｙの買収提案も検討できるという解釈も可能だとは思いますが，委嘱事項の記載方法として，「Ｘによる」と記載するのが適切なのかという点は，一応論点だと思います。

飯田　なので，何を諮問するのか，何を委任するのかが問題となったときには，その相手方と取引するのが正しいのかということも含めて，正しい価格はいくらなのかということを委任すべきなのではないでしょうか。それが恐らく独立当事者間取引と同視しうると言うことの意味だと思います。つまり実際に

は利益相反があるけれども，仮に独立当事者だったならば取締役会が果たすであろう役割と同じことを特別委員会がやるというのは，そういうことを意味しているのではないかと私は考えています。

藤田　株主にとって，よりよい条件を取るように交渉することを特別委員会の役割と捉えるなら，検討事項を恣意的に限定したように思えるような聞き方をすることは，委嘱の仕方としてはまずいということになりませんか。例えば買収相手は××です，それ自体は所与として，価格の妥当性だけ見てくださいというような問い方は，ちょっとまずいことにはならないでしょうか。どこまで可能性の広がりを予見しなければいけないかという問題はあるかもしれないけれども，今の例ですと，あとになって考えると狭過ぎたねという評価になることは十分ありうるのではないでしょうか。諮問の仕方として，特に気になる論点があればそこを強調して，よく検討してくださいという注文をつけるのはいいと思いますが，限られた論点だけ答えろ，後は口を挟むなという諮問の仕方をすると，少なくとも本指針の要求する特別委員会になっていない危険があるような気がします。そういう意味では，石綿さんが最初に言われたような委嘱事項はざっくりしていますが，かえっていい諮問の仕方だという気もします。そして，そんな聞き方をされると困るという反応は，特別委員会のメンバーの反応としてあまり感心できるものではない。特別委員会の役割を正確に理解していればそうはならないと思います。

田中　例えば，ほかにオファーをしている，あるいはしようとしている買収者候補がいるのに，そこを意図的に委嘱事項から外してしまって，Xのオファーが公正かどうかを判断してくださいと言うと確かに問題がありそうですけれども，飯田さんが質問される前の最初の石綿さんの問題意識として，買収前後で企業価値が増加するかみたいな話は，本当に特別委員会に諮問するのに適した事項なのか。本当に特別委員会にそんなことが分かるのか。そもそも買収者は事業計画を出すと言っても限界がある。これは検討会でもよく言われていた話で，諮問しても実態は計画をそのまま追認しているだけにならないかということがあり，後々，特別委員会として責任が取れないようなことは，そもそも諮問すべきではないのではないかという印象もあります。第１原則に関する事項は，諮問すべきでないとまでは言わないのですが，第２原則に関する事項について，つまり一般株主にとってフェアな取引かというところだけを諮問するこ

とは，十分考えられると思います。

藤田　そもそも第 1 原則に関する諮問は，これは買収者の下で企業価値がどうなるかということを判断しないと答えられないので，自分の手持ちの材料で判断する限りは，こういうふうに推測されるという以上のことを言えないはずでしょうし，それ以上のことは求められないでしょう。論理的には，非常に高いオファーをしている以上は，それだけ出せるだけの価値を実現できるのでしょうから，企業価値を高めるものと拝察しますといいった意見にしかならないはずです。そういう意見を求めるために聞いてもいいのかもしれませんが，そんなことを言わせてもあまり意味はないかもしれません。ただ株主以外のステークホルダーから株主への利益移転が起きるという形で高いオファーが出されており，企業価値自体は下がっているのではないかという疑いがある場合には，第 1 原則を満たしているか否かは委嘱事項に入るべきでしょう。ただ，これまで散々議論したように，第 1 原則に引っ掛けて買収に反対するための意見を欲しいがために，そういう諮問をするなら本末転倒ですが。

田中　もともと敵対的買収に対する防衛策として，第三者委員会というのができてきたというところに，日本の第三者委員会（または特別委員会）の特徴的な歴史があります。そのときにフォーカスしていたのは，むしろ第 1 原則の部分，つまり，（敵対的）買収により企業価値が毀損するかどうかだったわけです。そのことが，友好的だが利益相反のある M&A の場合にも，そのまま及ぼされているのではないかという気もするのです。

加藤　発行済株式全部の取得を目的とする事案では，株主にとってよい条件か否かが委嘱事項の中心になるべきだと思います。ただ，上場会社が他の上場会社を買収するが発行済株式全部の取得は目指さない，例えば，51％しか買わないという例がありますが，このような場合にも特別委員会が設置されることがあると思います。実務では，このような場合の委嘱事項は発行済株式全部の取得を目的とする買収と異なっているのですか。

角田　そもそも欧米では部分買付はほとんどありませんが，財務アドバイザーに何を依頼するかにもつながってくるのかもしれません。1000 円の株の TOB 価格が 1400 円です。1400 円という株価評価はどうですか？とだけ諮問されたら，まあ株価としてはよろしいでしょうとなる。一方，51％だけ買う上場維持 TOB なんですが，株主は応募すべきかと聞かれると，その手取りを考

え，TOB 価格で応募できた部分と手残り部分のその後の株価を考えることになります。例えば 100 株応募しても 51 株しか買付けされないと，51 株をプレミアムが 40％付いた 1400 円，残りの 49 株は TOB 公表前の 1000 円と 1400 円の間，上場子会社となった後のシナジーを反映した株価を推定評価して，例えば 1100 円とブレンドして，結局，株主が手にする価値は 1400 円× 51 株＋ 1100 円× 49 株＝ 12 万 5300 円。当初の 10 万円と比べて実際のプレミアムは 25％にすぎないとなります。このような分析まで依頼する特別委員会だと，部分買付提案における 40％プレミアムは足りないが，全株買い付けるなら 40％プレミアムでもよい，ではそちらを目指せという交渉になるのかもしれません。

石綿　先生のご質問との関係で両方あると思います。例えばＹがＺの株を 51％買う公開買付けについて，取締役会が賛同すべきか応募推奨すべきか否かについて検討して答申してくださいと書くケースもあれば，ＹによるＺに対する買収について賛同するか応募を推奨するか，そこに上限とかはわざわざ書かないで，ＹによるＺに対する公開買付けについて賛同意見を表明するか，応募を推奨するかについて答申を求めるケースと，両方あるような気がします。

ただし，仮に 50.1％と言及してあったからといって，その部分にそれほど意味はないように思います。50.1％の公開買付けがよいのか悪いのか。よくないのだったら 100％になるように交渉すべきですし，それが 60％になったら，もう職務の範囲外だから特別委員会として検討を中止しますなどと，そんなふうには考えていないので，実際のところは，そこに数字を書いたからといって大きな違いは出てこないように思います。

藤田　委嘱事項は，完全子会社化等だとまた相当違ってきますか。

石綿　特に異ならないのではないかと思います。

藤田　企業価値を増加させるかと，条件が適切かどうかということですか。

石綿　そうですね。特に本指針が出て以降は。私はいつも，取締役会が公開買付けに賛同し，応募推奨するか否かについて答申してくれということを委嘱事項として，それを検討するに当たっては，第１原則や第２原則を考慮してくださいとしております。

藤田　分かりました。

３．外部専門家の意見

⑴　法務アドバイザー

藤田　次は外部専門家の意見です。外部専門家としては，財務アドバイザーに重点が置かれていますが，本指針では，法務アドバイザーの選定についても，簡単にではありますが言及されています。法務アドバイザーの役割や機能については，それほど異論がないものでしょうか。

石綿　役割については異論のないところだと思います。問題となるのは，やはり独立性です。本指針に精通している弁護士が所属している法律事務所が比較的限られていることもあって，その弁護士が独立しているのかという判断が実務的には難しいのです。ここでも，先生方のご意見を伺いたいのですが，昨今上場会社が CG コードの影響などもあり定めている社外役員の独立性基準の基準を，法務アドバイザーの独立性を検討する際に参考にすることができるかという点です。例えば，社外役員の独立性基準は，売上高の２％ないし１％という基準を用いていたりすると思うのですが，法務アドバイザーの独立性を検討する際にそのような基準を用いていくことでよいのか。そういうことについては先生方は，どうお考えになられているのですか。

角田　弁護士の独立性。

石綿　例えば，弁護士の法律事務所の報酬総額の１％ないし２％未満だったら独立しているといえるのか，そういう話です。

藤田　あまり考えたことがないですね。皆さんどうでしょうか。

角田　実務で言うと困っています。特別委員会が自分の弁護士を欲しいと言った瞬間に，親会社は既に事務所を使っていて，子会社も執行側で別の事務所を使っていると，このような案件で信頼できる弁護士事務所というのは，幾つかしかというと語弊がありますが，あまり残ってないところでさらに独立性で減るとなると。また独立している事務所ですと引き受けてくれる方が逆にどのぐらい慣れているかにも恐怖感があります。

石綿　弁護士でも，利益相反構造のある M&A の実務に携わっている人は必ずしも多くありません。本指針を理解していない人などもおります。関係者の専門的な能力が不足しており，特別委員会が適切に運営されないという問題は，現実に起きている気がします。

藤田　本指針では注でネガティブリスト的なものが少しだけ書かれてい

て[25]，ここまで利害関係があると確かにまずいというのは分かるのですが，それさえクリアしていれば問題なくOKですとは，確かに言いにくいですよね。問題自体は分かるのですが，売上高の基準など考えたことがなかったです。

角田　やはり取引からの独立性を満たしていれば，その会社との顧問契約は，まあ，いいかなという。私は横から一緒に闘っているだけの立場ですけれども。

藤田　しかし，買収者との間で長期間顧問契約を結んでいるときは，さすがにまずいでしょう。

角田　それはそうですね。そういうときは多分，買収者というのは親会社でしょうけれども，親会社が長期顧問契約を結んでいる事務所を使ってしまうので多くは起こらないかもしれません。

藤田　そういう事務所は事前に排除されるのでしょうけれどね。

石綿　しかし，大きな会社は，大手の法律事務所のいずれとも取引があることがあります。私が関与した，大阪のある大きな会社の完全子会社化案件では，大阪の大手法律事務所はほぼ全てその会社の顧問先となっており，大阪で企業法務に強い法律事務所は全滅でした。

藤田　それは困りますね。

石綿　そうすると残らないのです。ご承知のとおり，NYSE上場会社においても社外取締役が独立しているか否かというのは，NYSEの基準などで見ていて，NYSEの基準は売上高２％です。もちろん，ほかは該当していないという前提ですけれども，売上高２％というのを援用してきて一定の判断をするというのも，許されないわけでもないのではないかと，実務家としては勝手に思っているのです。

藤田　あまり厳格にやりすぎて，能力がある事務所を選べなくなるぐらいなら，多少の取引はあっても，それを選んだほうがまだましというわけですか。

石綿　そのとおりです。独立性を軽視しているわけではなく，慎重に独立性を評価しようとしておりますが，結構悩ましい論点です。

田中　考えてみると本指針でも，注50では，「法律事務所」ではなくて「弁護士」の利害関係を問題にしてますね。

藤田　そうですね。所属事務所とはなっていませんね。しかし，この注は，

---

[25]　本指針注50。

同じ事務所でもチームが違えばいいと読む余地もあるのでしょうか。

田中　それだと緩すぎますよね。

藤田　確かに同じ事務所でチームが違うぐらいだと緩すぎますね。

石綿　これは明らかにアウトの場合を書いています。

藤田　大学などでも問題になることがあります。ある学部の先生を社外役員として招聘したいというときに，全く別の学部が寄付を受けていたら，その人は独立性を欠くかという問題です。東大病院（東京大学医学部附属病院）が寄付を受けているからといって，経済学部の先生が寄付元の企業の社外取締役として不適任だと考えるのはさすがに変だと思います。ただ，例えば寄付を受けている教員が同じ学部に所属していたら，やはり駄目だろうとかいった相場観はありますよね。法律事務所だとどうなのでしょう。

田中　弁護士個人だと，親会社と顧問契約を締結していたら当然アウトですけれども，事務所だと売上高に対する割合などを勘案して許されることもあるかもしれません。もちろん親会社にアドバイスしている弁護士とは違う弁護士を当てるのは当然ですが。ただ，先ほど話題にされた大阪のケースについては，東京の法律事務所を雇えばいいのではないかという気もします。

石綿　それで東京の弁護士を雇いました。でも結構大変でしたね。やはり face to face でやったほうがよいときも少なくないので，特別委員会の委員が皆大阪にいるような場合に，いちいち東京から行けるのかということになって，結構苦労されていたようです。

藤田　いずれにせよ，法務アドバイザーについては，機能とか役割とかいった基本的な考え方について問題があるわけではなくて，もっぱらリソースの問題が深刻だということですよね。

⑵　株式価値算定書，フェアネス・オピニオン

藤田　それでは株式価値算定書とフェアネス・オピニオンに移りたいと思います。これらの性格について，実務的な観点からご説明いただけないでしょうか。

角田　詳細は本指針そのものを読んでいただくとして，株式価値算定書は，算定書を出すことは平常時でもありますから，必ずしも取引，買収案件と紐付きになったものではなくて，相手の存在を前提とするシナジーなどはそもそも

含まずとも作成できる面があります。一方，フェアネス・オピニオンは，取引と紐付きになっていて，取引の財務的な面について公正かどうかということについて財務アドバイザーとしての意見を述べるものです。ただし，相手はいますが，シナジーの金額と分配を明示的に分析したものではありません。

フェアネス・オピニオンを提出する場合も株式価値や株式交換比率の算定書を提出していますが，平常時の独立評価におけるミニマム手法だけでフェアネス・オピニオンを書くかというと，それはないと思います。例えばプレミアム分析は，平常時の株式価値算定には出てきませんが，オピニオンを出す際の算定では見かけないほうが珍しいでしょう。株式交換などでは，新株発行に伴うダイリューションを補うだけシナジー若しくは株価収益率（PER）の差があって，1株当たりの指標が改善するか否か，改善するのはどのタイミングかというような，直接的に価値，株価そのものに結び付かない分析をしていることも多々あります。買収者側の財務アドバイザーとしては，ベース事業計画に加えてシナジー込み計画を作り，事実上シナジー額を検討した上で，買収価格を設定する場合もあります。しかし，交渉戦略上シナジーの全てを見せるのが得策ではないので，シナジーを相手にフル開示しませんし，結果的に価格がシナジーなしケースの上限内に収まっていることも多くあります。

弊社も含め，株式価値算定書を提出する際には，案件チームから独立した審査制度を社内に設けるところが多いですが，フェアネス・オピニオンでは，一段上のレベルの審査体制になっていると思います。純粋な評価としてのテクニカル面の審査には差をつけない評価機関でも，オピニオンには自社と顧客，その相手との利害関係に触れる部分があるので，当事者とのビジネス取引関係，自らの独立性も確認して意見を出すプロセスもあると思っていただくと分かりやすいでしょうか。

藤田　そもそも今までの裁判実務で，株式価値算定書とフェアネス・オピニオンの違いなどについて，裁判所がちゃんと理解できていたかというのは，よく分からないところではあるのですが，本指針では，株式価値算定書を必須のものとして当然要求し，フェアネス・オピニオンはそこまで強くは要望していないという形になっています(26)。まず株式価値算定書の位置付けなどは，本

(26)　本指針3.3.2.1および3.3.2.2参照。

指針の考え方で基本的に正しいでしょうか。

また株式価値算定書をとる意義というのも，やはり交渉の前提としてそれを押さえておかないと交渉がちゃんとされないという位置付けだと思いますが，裁判所はそういう認識で株式価値算定書を見ているのでしょか。専門家の意見だから，客観的価値評価として信用できるため，それを公正な価値と考えてよいという理解だったのかもしれません。そもそもシナジーを反映していない，ということが認識されてなかった可能性もあるので，その辺りの認識が改まってくれると，有り難いと思うのです。

なお今角田さんが言われたことからすると，フェアネス・オピニオンのほうは，シナジーも意識するということですか。

角田　オピニオンを提出するかどうかには左右されませんが，取引と紐づいているので，シナジーを扱う場面に出くわすことが多いという面があると思います。買収取引があるときに，その買収がもたらすメリットとデメリットを考えないで決める方はいらっしゃらないので，明示的に何億円，１株当たりに直したら何十円という形で見ているかどうかは別として，買手も対象会社もシナジーについては考える，議論すると思います。買収価格は，固く見積もった事業計画のシナジーなしケースの DCF 評価のレンジの上限までに収まり，シナジーまで考慮するとアップサイドは結構ある。ストレス的な財務予想になっても，シナジーが達成できればカバーできるのではないかというぐらいなイメージで，算定書のフットボールチャートという帯状のチャートの上で，インタラクティブに価格を議論する上でシナジーが出てくる，意識されることは多いように感じます。

藤田　シナジーを考慮しているとしても，裁判例などで言うシナジーを公正に分配した値段がこうだという発想でも必ずしもないというわけですか。

角田　分配まで厳密に定式化することはないですね。ある案件のときにこれぐらいのシナジーがあるので，どこまでギリギリ買収価格を上げられるかとなり，シナジーを満額払い出すということは実現リスクがある中では買収者の株主に対して説明がつかない。アップフロントで売手に渡すのは固い予想シナジーでも３分の２か４分の３ぐらいが上限ですかね。それで計算すると，このくらいまでの価格で収めて帰ってきてくださいと責任者にお願いしてというようなことはありましたが，その上限もシナジーの分配だけで決めたものではな

く，他の手法，違うケースでの計画での位置，一株当たり利益へのインパクトも見た上でのものでしたし。

田中　それは買収者側に立った場合ですよね。

角田　買収者側です。

田中　対象会社側だと，そもそも買収後の事業計画を前提にした企業価値は，分からないのではないでしょうか。

角田　買収後に買手によって実現するシナジー金額の精査とそれを用いた交渉に対象会社で多大な時間をかけるかというと疑問ですね。対象会社側のシナジーの議論では，ディスシナジーを先ほどのいわゆる企業価値への減少要素，買収されたくないという原始的心理的拒否感の検証として具体的に金額インパクトとして考えること，買収後に同じチームとしてシナジーをどう実現していくかの実務の議論が，シナジーを価格交渉に用いるよりも多いと思います。対象者側が気にしているのは，自分が公表している事業計画がもたらすであろう価値，これはスタンドアローンでシナジーを含まない価値ですが往々にして実現確度の面から見るとかなりアグレッシブで高い価格をもたらします。このバリューに匹敵するか，望ましくはそれ以上の買収価格なのかという観点が，シナジーよりも先に来るという感じがします。野心的な計画がもたらす価値と同程度な買収価格の実現は，実は現実的な計画，それを反映したであろう現在の株価と比べるとプレミアムであり，シナジーを買手から分配してもらっているから実現した面も含むと暗黙に受け止めているイメージでしょうか。合わせて様々な手法で評価したレンジのどの辺りに位置するか，買収価格で見たマルチプルは同業の市場取引や過去買収事例のマルチプルと比べてどの辺りに位置するのかも気にします。シナジーがこれぐらい出るはずだから半分は分配してくれというような交渉手法もありえますが，説得力その他の面で他の手法よりも効果的かどうかは疑問で，稀だと思います。

石綿　やはりプレミアム水準が重要になりますでしょうか。

角田　代理変数としてプレミアムが十分かどうかは意識します。プレミアムだけを見るわけではありませんが。

石綿　実際の場面では，シナジーを分配しているか，という言葉を用いるのではなく，結局，プレミアムとして十分かというように，皆さん議論をしているような印象はあります。

藤田　プレミアムが十分かというのは，論理的にはシナジーの分配がされているかという意味ですよね。

石綿　そうです。

藤田　プレミアムが十分かというのは，フェアネス・オピニオンの中でも当然考慮されているということでしょうか。

角田　フェアネス・オピニオンや取引を前提とした算定書においてもそうですね。上場会社案件でプレミアム分析をしないことは多分ありませんので。

藤田　これは対象会社側でやる場合でもそうなのですね。

角田　対象側のほうが気にします。買手はシナジーで回収できれば，高いプレミアムでも一応は説明つきますし。

藤田　その場合プレミアムも，きちん判断するわけですね。

田中　ただ，その場合のプレミアムは市場価格を基準にしたものですよね。

角田　そうですね。市場価格が正しいかどうか，プレミアムを付すベース価格がそもそも正しいのかという先ほどの問題はあるかもしれません。例えば，現金が評価されているかどうかは，市場株価へのプレミアム水準だけではなく，現金を含む企業価値評価，例えば EBITDA 倍率などでも判断することになると思います。

石綿　海外の人たちと話すときは，スタンドアローンのバリエーションを踏まえて，プレミアムが十分か十分でないかという議論が行われていることが多いように思います。

角田　そうですね。今日付いている株価と同じ価格での身売りに「イエス」と言う人はいないでしょうから，取締役会に同意してもらう，TOB に応募してもらう，株主総会で賛成してもらうために何らかの上乗せは交渉開始の必要条件。分かりやすい上乗せはプレミアムが十分かどうかであり，さらには買収価格を指標とした様々なマルチプルなどが過去案件や同業他社と比してどうなっているかの分析であり，シナジーは，買手がプレミアムを上乗せできる根拠，高いマルチプルを付けられる理由付けとして後ろに隠れていて，取引条件そのものではない。取引条件の理由というか背景，根拠にすぎないシナジーだけをあまりほじくり返しても意味はないと言えばよいのでしょうか。

神田　実態は多少は理解しているつもりなのですけれども，ちょっと伺いたいです。それは，「シナジー」という言葉を使わないまでも，特別委員会のほう

からすれば，一般株主を代弁するのだから，高いほうがいいわけです。相手方は安いほうがいいわけですよね。それだけの話ですよね。それで今，何が公正かということをやっていて，第１原則は何かというと，第１原則と言うよりも視点で言えば視点１で，独立当事者間の所へ落ちればいいと。

角田　むしろ単純に高い価格を得るためだったら，シナジーを四の五の分析するよりも，単純にオークション状況になって，皆さんに欲しがって競っていただいたほうが，より激しいマーケット・チェックをするほうが目的達成には合っているかもしれません。

神田　同じことを言っているつもりだとは思うのですけれども，独立当事者間であっても，なぜ高い額を払うか，合意するかですよね。

角田　おっしゃるとおりです。

神田　それをシナジーの分配とここでは呼ぶのではないでしょうか。

角田　実務での独立当事者の取引であっても，この人はシナジーがいっぱい出そうだから，イコールたくさんプレミアムを払えるはずだから，この人から先に当たろう，もっと強く交渉しようというのはよくやっています。

神田　要するに，買う人はなぜ企業の価格より高いお金を払うかという説明が，３通りぐらいあるのです。例えばアメリカの標準的なテキストによれば(27)，１つは今のような説明，つまり企業価値を高められると。もう１つはプライベートベネフィットによる説明，つまり会社を買った後で資産を横領するから，その分たくさん払うと。３つ目は株式取得のスピードアップ。ですから，今ここでしている話というのは，本指針の「てにをは」はともかくとして，理論的なベースは何でしょうかということを考えているのです。そうすると，実務がおっしゃっている話とは整合的なのです。実務は，売るほうは「幾らプレミアムを付けますかね」と言っているし，買うほうは特にキャッシュアウトの場合，とにかく特別委員会はより高い価格を交渉しているわけだから，それはアメリカだって entire fairness 基準ならそうなります。市場価格のようなナカリセバ価格ではありません。だからおっしゃっていることとそんなには変わらないのです。

藤田　そういう意味で言うと，「シナジー」などという言葉で議論をしないと

(27)　William T. Allen and Reinier Kraakman, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, 5th ed.*, Wolters Kluwer, 2016, at 427–428.

いうだけで，結局シナジーなるものがあることで留保価格が変わってくる，ここまでなら出せるという限界が変わってくる。相手方はそれを想像するしかなくて，想像しながらできるだけたくさん取れるように交渉するということは万国共通です。ですから，実体が異なるというよりは，シナジーを公正に分配しなくてはいけないという表現の仕方が特異だと思うのです。

神田　そうですね。表現が難しいところですよね。

田中　ただ，実際には私も神田さんと同じように思っているのです。独立当事者間でフェアな取引をすれば，ナカリセバ価格以上のものがもらえる。取引から受けられる余剰のうちいくらかの分け前を普通はもらえるはずです。日本の株式買取請求は，その余剰の部分を差し引いたりはしないというルールです。それは，その点だけを見ればアメリカとは違うかもしれませんが，アメリカの場合は，株式買取請求だけでなく，一般株主の救済のためにはクラスアクションや差止めもあるという点が重要です。もし日本において，シナジーの部分は差し引くのだという処理をするとすれば，日本はクラスアクションもないし，差止めもないのですから，一般株主に十分な救済がないことになるのではないか。そういう点も含めて，私は，日本法においてはシナジー部分は差し引かないのがいいと思います。

あと，アメリカでもシナジーの概念がないわけではないと思います。特にアメリカの場合，株式買取請求の場合はシナジーを差し引いてくれるので，むしろ会社の側が，シナジーを計算して裁判所に持ってくる。ですから，逆にアメリカのほうが，裁判所がシナジーを計算しているという印象があるのですよ。日本は，一般的な法解釈としては「シナジーを分配しなければならない」と言っているけれども，実際には，買収価格がスタンドアローンの価格のレンジのまあまあ上のほうにあるということと，市場価格を基準にするとプレミアムが付いているということと，それから特別委員会が付いていること，この３つがそろっていると，大体 OK（現実の買収価格が「公正な価格」である），というように今までの裁判例はやってきていると思います。ですので，少なくとも現在の裁判例だと，実務上困ることはあまりないのではないかと私は思うのです。

ただ，株式買取請求をする株主の側は，会社法のルールはシナジーを分配するというのだから，「シナジーをちゃんと出して」と主張するわけです。裁判において，株式価値算定書で算定されている価格はあくまでスタンドアローン

ベースだと，そうするとシナジーについての具体的な算定根拠は特にない，となったときに，特にマーケット・チェックをしないまま決められた取引価格が，果たしてシナジーを公正に分配する価格だといえるのかという点は，裁判においては，将来的に問題になっていく可能性があるのではないかと思います。

神田　おっしゃるとおりだと私も思います。まだ裁判例はないです。

藤田　本指針が出された効果として，フェアネス・オピニオンを取る方向に行くのでしょうか，それとも変わらないのでしょうか。

石綿　どちらかと言うと，取得する方向に行くとは思いますが，海外で言われているほどの重みを持っては取り扱われない可能性があろうかと思います。

藤田　従来，裁判例はそれほど重点を置いてなかったと聞くのですけれども，この指針のような説明をされると，やはりそれは変わらないということでしょうか。

石綿　いや，従来よりは重視していると思います。

角田　明確になったんじゃないかと。

藤田　何か分からない状態よりは，考え方が分かるようになっただけ，裁判所も受け入れる素地が出てきたと考えていいですか。

角田　お客様がフェアネス・オピニオンを取っているときは，裁判を意識してというよりは，コストをかけて一段高いレベルのサービスを受けて精査を行ったと外部に言える効果を狙っていると感じます。TOB の応募にフェアネス・オピニオンの有無が大きく影響するのかはよく分かりませんが，少なくとも株主が投票するタイプのものだと，実際に機関投資家は欧米の慣習に左右されますので，フェアネス・オピニオンの有無が彼らの投票行動を一部で左右します。そういう観点では，自分の株主に説明する，訴えかける道具の１つとして，裁判所よりは株主を見て取り続けるのではないかと思います。

４．マーケット・チェック

⑴　支配株主による買収とマーケット・チェック

藤田　それでは，次にマーケット・チェックについて考えたいと思います。本指針は，マーケット・チェックについて，必要な場合とそうでない場合について，かなり明確に整理しています(28)。簡単に言うと，買収者が支配株主であ

(28)　本指針 3.4.3。

るか否かで区別して，前者の場合にはあまり有効性はないから，必ずしも必要ないとしています。本指針の考え方には，基本的に大きな違和感はないと理解してよろしいですか。もっとも本指針は，例外的にマーケット・チェックが機能しうる場合もありうるとしているのですが[29]，現実にはどういうケースが考えられるでしょうか

角田　MBO は置いておいて，親子とか非常に大きなブロックの株主が支配している場合，その株主が売らない，「事業戦略上必要だから，この価格で 100％化できないのだったら，今の上場子会社としてキープします，利益は残念ながら半分流出し続けるけど」という場合には，全てのオファーが成立しないのでマーケット・チェックにあまり意味がない。注 66 にもありましたが，日本にはあまりいらっしゃらないと思いますが，高ければ売るけれども，安ければ買うという投資家のような親会社，上場 PE（プライベート・エクイティ）や商社みたいな親と事業との関連が薄い純粋投資先である上場子会社の場合は，時と場合によっては該当するのかもしれませんが，ほとんどの上場子会社は親会社と密接なビジネス上の関係を有していますし。

お客さんとお話していても，上場子会社の 100％化などを考えていらっしゃる親会社は，この価格で成立しないのなら，成立させるために自分の株主に迷惑を掛けるような法外なプライスを払う気はないけれども，さりとて売る理由もない，売却はデメリットが多いと考えている例が多いと感じます。上場子会社がグループ全体としての経営数値の足を引っ張っているなら，まず改善を要求して，できないようなら売却の方向になるでしょうし。既に所有している子会社が満足いく結果を出していることと，新たにプレミアムを払って追加投資して完全子会社化した上で投資採算を取るというのは違いますので，この値段なら取り込むが，それ以上出せというなら現状維持という判断をされるケースが多いかと思います。

藤田　支配株主による買収であっても，マーケット・チェックに意味がある例はまずないというわけですか。

角田　子会社を売ると決めて動いたのはあっても，完全子会社化の方針から一転して売りに転じたというのは記憶にありません。

---

[29]　本指針注 66。

⑵　対抗提案への対応のあり方

藤田　関連して気になるのは，マーケット・チェックそのものではないのですが，対抗提案が現れた場合の対応です。本指針は，厳格なレブロン義務を課すような立場ではないのですが，高いオファーを拒絶する場合には，説明責任を果たすことを要求しています(30)。それでは仮に，より高いオファーをリジェクトするとしたら，どのような説明をすれば本指針の趣旨にかなった説明になるのでしょうか。先ほど議論したユニゾのケースは，そもそも本指針の適用のある買収ではないですが，あそこでなされた説明は，本指針からはどう評価されるのでしょうか。

角田　拒絶する際は，その高いオファーの実現可能性が問題になるかと思います。例えば主要株主が「絶対売らない」と決めていたら，どんなオファーも絵に描いた餅になる。先ほどのユニゾホールディングスの事案におけるブラックストーンのように，ファイナンスは自分の手元資金であり銀行借入の承認が出るかという不確実性なし，デューデリジェンスも終わった，許認可以外の前提条件はありませんと言われると，そのオファーは無視できないと思います。バイアウト実績も資金規模もないファンドが特に資金の出所も明示しないで，どこかの鑑定士が書いた時価の何倍もするような価格がフェアですからと言って，その下の価格で買収する用意があると出してきたオファーは違いますし。実現可能性は，より高額なオファーを拒絶する，唯一とは言いませんけれども，最も頻繁な理由でしょうね。

藤田　資金面だとか法的な障害によって買収の実現可能性が低いということがオファーを拒絶する正当な理由になることは，おそらく異論の余地がないでしょう。本指針が議論しているのも，あくまで「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」場合についてです(31)。

石綿　実現可能性がないものは，そもそも対抗提案と呼ぶ必要すらないように思います。逆に具体的で実現可能性がある２つの提案があった場合に，価格が低いほうを選ぶというのは，中々難しいような気がしています。一方で，マーケット・チェックからちょっと外れてしまうのですが，独立した上場企業に１つの提案がきたときに，それに対して反対する。つまり，２つの提案の中の安

(30)　本指針 3.4.4。
(31)　本指針 3.4.4。

いほうを選ぶというのではなくて，上場していた市場株価よりも高い価格のオファーは来たのだけれども，それに反対するというのは多分，ありうるのだろうという気はしています。

角田　今は安いけど将来はすごいよくなるぞと言っても，現金対価ならそこで終わりですからね。価値を高める提案者のほうがシナジーも大きいのでしょうから，プレミアムを上げてもらって提案価格でも並んでもらうように全力で交渉する。上げてくれなかったときに，それでも価値をより増やす相手と言い切れるのか。株対価提案であれば，当初は安い（低い）交換比率で来た提案相手と引上げ交渉し，最終的に公表された後に統合による企業価値増加を市場が織り込んで買収提案した会社の株価が上昇し，比率換算で対象会社株価も上がって，競合していた提案価格を上回ることになればいいので，そうなると確信を持って断言できればよいのですが，簡単ではないです。

田中　神様の目で見ると，120 の企業価値を実現できると合理的に見込んで，100 のオファーを出している買収者と，本当は 100 しか実現できないけれども，自信過剰になっていて，150 のオファーを出す買収者がいる，というようなケースはありうるわけですよね。そのときに，対象会社の取締役会は，それぞれの買収者のもとでの将来の企業価値が分かっていて，だから第 1 のオファーを選ぶというように，すごく取締役会を信頼すれば，そういう選択肢が考えられます。これは，「買収者の自信過剰ケース」というものです。

もう 1 つは，「信頼の裏切りケース」というのがある。これは，自信過剰ケースに比べてもさらに，どの程度実際に起こるのか疑わしいように思いますが，従業員その他のステークホルダーから富を搾取する目的での買収で，そのような買収がされる可能性があることが，事前的には従業員のやる気を損なうから，企業価値を損なうというシナリオです。こういうふうに，理論的には，オファーの価格は高いけれども，企業価値を基準にすると劣っている，ということは考えられます。ただ，今言ったような考慮要素を，対象会社の取締役会に考慮させるのがいいかといえば，もしそれを認めると，実際上は，取締役会がいいと思ったオファーを受けて，嫌だと思ったものは全部拒絶できるようになるから，対象会社の取締役会の裁量権の濫用を防ぐためには，価格が安いほうのオファーを受けるということは，相当制限したほうがいいだろうと思います。いわゆるレブロン義務は，その方向を徹底的に追求したもので，100％金銭買収の

オファーの場合，対象会社の取締役会は価格の高低しか考えてはいけないことになる。ただ，その点については，研究会においても，委員の多くに，レブロン義務のところまで徹底するのはある種のためらいがあったのではないかと思うのです。だから，取締役会は価格以外の要素も考慮できる，特に買収後の企業価値も考慮できるような記述に一応なっているのですよね。

藤田　本指針が第１原則として，企業価値基準を採用している以上，買収価格だけで判断しなさいとは言えないでしょうからね。とは言え本指針は，オファーが高額だけれども企業価値は毀損している例外的な状況がそうそうあるとは考えていません。「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」(32)とわざわざ明記しています。さらに「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」(33)と断って，そういう主張によってオファーの拒絶を正当化することをたやすく認める趣旨ではない旨，わざわざ釘を刺しています。

田中　とにかく，安いオファーのほうを受けてよいのは例外的であると書いたわけですよね。

石綿　そうですね。例えば，こういうケースだったら，先生方はどうお考えになられますか。例えば，ある会社が金山を持っています。金というのは，埋蔵量に限りがあります。これをとにかく短期的に最大化しようと思えば，とにかく山を崩して全部採りまくるのが，一番たくさん回収できて短期的に利益を最大化できるのです。しかしながら，日本の鉱山を運営している会社がそういうようにやっているかというと，そうではなくて中長期的に，毎年このくらい採っていくという形で，一定の摂取量を決めています。

世界中の鉱山を短期的に全部発掘して全部取り出すということに全精力を注いでいるかというと，むしろ中長期的に，安定的・持続的に採掘を続けていく。そして地域の住民たちとも良好な関係を築きながら，環境も配慮しつつ，中長期的な観点で経営しているわけです。そこに，例えば中国の企業などが来ていきなり会社を買収してしまって，最短期間で，金を採掘して去っていったとし

(32)　本指針注 69。
(33)　本指針注 70。

ます。こういうケースというのは，どういうようにお考えになられるのかなと思ったのです。

藤田　要するに，短期的に採り尽くしてしまうようなことをする会社は，現在の株価よりもずっと高い値段でオファーできるという前提ですね。

石綿　そうです。それをしてきたときにどう考えるかです。

藤田　それをやっている会社というのは，先ほど田中さんが言われた自信過剰ケースではなくて，そういうことによって利益は上がるという前提ですか。

石綿　埋蔵量は決まっていますから，それをものすごく短期間で採りまくれば，短期的なリターンは大きくなる。

藤田　現在価値に引き直した場合，そういう掘り方をしたほうが，長々かけて少しずつ掘っていくより高い価値を実現できるというのだったら，そういうオファーをリジェクトする正当な理由はないはずですね。

石綿　ないのですかね。しかし鉱業を営んでいる会社というのは，鉱山の安定繰業をものすごく重視していて，１年で採り尽くせるだけ採り尽くして，後は野となれ山となれではなくて，環境問題なども踏まえて，あまり環境に大きな影響を与えないように注意をしながら，一定数量を安定的に採っていくようにしているわけです。

角田　安定操業があるとしたら，むしろ採掘による供給量をコントロールして，値段を高く維持しようということ，デビアス・ダイヤモンドみたいに価格設定によるエコノミーの面が大きいのではないのでしょうか。

田中　私も，採り尽くしてしまうほどに供給量を増やすと価格が下落するので，鉱山会社にとっても利益にならないのではないかと思って，これも自信過剰ケースかなと思いました。

藤田　市場の供給まで考えるなら長期的に安定的に供給したほうが利益が上がる――現在価値に引き直してもそうなる――と言えるなら，株主利益を損ねているわけですからリジェクトできるのは当然です。そういうケースだとすれば，これは買収者の自信過剰ケースでしょう。これに対して，石綿さんが「環境問題を踏まえて」と言われたのは，論理的には別の話です。鉱害を発生させる代わりに，株主がものすごく儲かるというビジネスモデルで買収を仕掛けてきた場合に，買収価格は高くてもリジェクトできるかというのは，株主の利益と企業価値の乖離が生じている――鉱害の被害者から株主への利益移転がある

――状態で，高い価格のオファーでも企業価値を最大化していないという可能性も問題になる。

いずれの場合もリジェクトできるとは思いますが論理構造は異なる。

石綿　そういうように考えると，短期的に高い価格が出ているように見えても，中長期的な意味で企業価値が下がっているケースというのは出てきうるということですね。

藤田　論理的にはあるかもしれません。

⑶　スポンサーのいる買収か否かの区別

藤田　マーケット・チェックについて，その他に何か論じるべき点はありますか。

田中　以前は，MBO の場合はマーケット・チェックできないと言われる弁護士さんがおられました。つまり，MBO の買収者は，買収後に，経営者と組んでやっていかなければならないのだから，経営者が好きな人でなければ（たとえ高い価格をつけるとしても）買収者にすることはできない，だからマーケット・チェックはできない，という議論です。これはどうお考えになりますか。

石綿　確かに，経営者は自分がやりたいと思わなければ MBO はやらないです。一方で，経営者がやりたいと思ってもできない MBO はあるのかもしれません。

藤田　マーケット・チェックも，環境が変われば，その機能も変わる可能性はありますね。

石綿　そうですね。間接的なマーケット・チェックが，有効に機能する場面は出てきていると思います。特に今回のユニゾの件は放っておいても，対抗提案がなされているようです。

角田　確かにそうですね。

経営陣が意中のファンドと組んだ本来のタイプの MBO を取締役会が提案されたとき，特別委員会が組成されるのでしょうが，どうマーケット・チェックに近い状況，結果としての買収価格を達成するかは悩むところだと思います。情報漏洩すると株価インパクトがあるので，交渉は厳しくやるものの，他のファンドや買手には接触せず，公表してから GO SHOP という手法の組合せも，レブロン義務まで求められていない特別委員会には違和感がありそうです。往々

にして経営陣は創業家で拒否権に近い持分を所有していたりしますので，NO と言ったら他のオファーが成立しない，親会社があるマーケット・チェックに近いケースもありますし。こんな条件にとどまるなら他のファンドを呼ぶぞみたいなハードな交渉が上手で，取引から独立している財務アドバイザーを，高く売れたら高くフィーを支払うようなインセンティブ型の契約で働かせ，間接的マーケット・チェックを阻害しないストラクチャーで，創業家持分を除いた MOM 条件を付すなどで確認することになるのでしょうか。

藤田　環境としてマーケット・チェックが有効に機能するようになってきたのだったら，逆にこれをやらない，更にはマーケット・チェックを実質的に阻害するようなやり方は，正当と認められなくなってくるのでしょうね。ただ現実味のないことまですることもない。そうなると今，角田さんの言われたようなことになるのでしょうね。この辺りは，将来的にはこれまでの実務が変わってくる可能性はあるように思います。

5．マジョリティ・オブ・マイノリティ（MOM）条件

藤田　次は，MOM 条件の設定です。ここでもその存在意義として，「対象会社株主の交渉力」（本指針 3.5.1）の観点が強調されています。ただ本指針は，MOM 条件の設定については，「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も指摘されている」として，かなり慎重なスタンスをとっています(34)。ところで，非常に良く見られる措置であるにもかかわらず，日本ではなぜ弊害が非常に強調されるとかと疑問に思うこともあるのですが，実務の感触はどうなのでしょうか。本当にそれほど弊害があるのか，弊害があるとしたら日本固有の事情なのか，固有の事情があるとすれば制度的なものなのか，関係者の行動様式なのかというあたりについて，感触を伺えないでしょうか。

石綿　この数年，株主アクティビズムが非常に活発になってきております。その運用資産残高も数十兆円という相当な金額に上っております。その中でも，日本は，アメリカに次いで２番目にアクティビスト株主が投資をしている市場になってきているとも言われております。これだけ M&A アクティビズムが世界的に活発化している中にあっては，アクティビスト株主が，自分たち

(34)　本指針 3.5.2。

が儲けるために買収の公表後に参入してきて，買収を妨害し，M&A がスタックしてしまうケースが出てきております。一方で，日本は，アメリカほどは，M&A が盛んなわけではないので，そのようなリスクがあるとなると，そもそも買収を行うことに躊躇を覚える経営者が少なくないというのが，問題意識としてはあるのかと思います。

角田　さらには，制度上ですが，買取請求によって負けない勝負というか，少ししか負けない勝負が簡単にできる面もあります。買収価格より高く株を買い集めても，裁判の価格決定での最大の負けは買収価格で買い取られることですから，とりあえずポジションを作って騒いで失敗してもマイナス分は限定される。また，実現可能性がない，なんちゃってオファーを公表しても相場操縦で捕まっていませんし，提案したなら 28 日以内に正式買収開始するか撤回しろというルールもありません。金利がマイナスなので投資資金が寝てしまう機会損失も小さい。いろいろな意味で，我が国はアクティビストに有利なリングになっているのではないのかというのは実際問題として感じます。

藤田　弊害は現にありそうだということは，やはり共通の認識のようですね。そして制度的な要因もあれば，マーケット参加者の属性の問題もあるというふうに，いろいろな要素がありそうだということでしょうか。それでは諸外国ではあまり心配しなくていいのはなぜなのでしょうか。

角田　諸外国でも心配不要なわけではありません。日本企業で言えば，エリオットというファンドは，キヤノンが北欧のアクシス・コミュニケーションズを買収したときにスクイーズ・アウトを阻止できる 10%強まで買って，親子上場の状況を 1 回作り出してから 3 年間その 10%の買取り価格で勝負するみたいなことがありました。損はしていないんでしょうが，投資期間の長さを考えると十分に儲かったとは言えないかもしれません。

石綿　某大手電機会社の欧州の M&A も，アクティビスト株主が参入してきた結果，ストップして，もう何年もたっていますよね。

藤田　なるほど，外国でも弊害はあって，日本固有の問題とも言えないということですか。

角田　そうですね。

藤田　にもかかわらず，諸外国の実務では MOM 条件の設定を要求することが多いのに日本は要求できないとすると，それはなぜかということになります

ね。

石綿　確かに，アクティビスト株主が多いところというと段々限定されてくると思うのですが，ただ，アメリカは残るであろうということはあるわけです。今後，アメリカで大株主の信認義務が効いてきたりすることはないのですか。また，信認義務以外でも，アメリカのような訴訟社会において，一定の牽制が働くということはないのでしょうか。

藤田　信認義務で抑止できる話かどうか疑わしいと思います。

田中　基本的に支配株主にしか信認義務は課されないですからね。

藤田　５％や 10％もってるだけのファンドに信認義務が課されるわけではありませんからね。

角田　アクティビストや機関投資家のフィデューシャリー・デューティーとは少しずれてしまいますが，日本では，強圧性と言うか囚人のジレンマに感度が低い個人株主がこういうシチュエーションに多く参加するのも影響しているかもしれません。TOB に応募して成立させたほうが，不成立となって株価が低迷するよりも得なシチュエーションになっても応募しなくて，結局，廣済堂とかがそうだったように記憶していますが，成立せずにドスンと株価が落ちたまま，次のコーポレートアクションがないままになっているような面も感じます。

藤田　それは制度的な問題ではなくて，投資家の行動に由来する話ですね。

角田　そうです。外国では，洗練された機関投資家が，囚人のジレンマを意識し，時間価値も意識するから，対抗提案が実現しないと思えば，不承不承でも応募して，もしくは賛成票を入れて成立させてしまうこともその他の M&A 参加者は期待できる。一方，わが国では，対抗提案の成立の可能性も精査できない，不成立が自分にとってもどれほど損かという判断が上手にできない，損が限定されたサイコロ博打感覚のような市場参加者の影響をより強く受けているようにも感じます。話せば分かる相手ではなく，話しても通じない，話す関心がない相手にキャスティングボードを握られる恐怖というか。

藤田　私も MOM 条件を何が何でも入れるべきだと思っているわけではないのですが，諸外国，特にアメリカでは可能な措置が，日本では弊害があるから入れられない原因の説明がよく分からないことが気持ち悪いのです。これは，むしろ研究者のほうが考えなければいけないところかもしれませんが。

角田　難しいですね。アクティビストというか，イベント・ドリブンというべきか，M&A を発表して TOB が始まってから買ってくるので事前に予見しにくい上に，洗練度が欧米よりも低い。共通感覚があれば，その人が納得するプライスを意識するとかいろいろ考えようがあるのですが，発表した後にあまり洗練されていない売名型のファンドがやってきて，負けが小さい勝負を前提に騒ぐとなると。

田中　アクティビストが取引をブロックするといったことは，日本だけでなくアメリカにもあると思います。それから，アメリカの場合，事件を見ていると，買収案件が長引く事例がありますよね。カール・アイカーンが介入した富士フィルムの事例とか。

割と１年でも２年でも長引かせる，買収ではそういうことも起こりうるのだということについてアメリカでは慣れているのではないかという気がします。私も，MOM を入れるべきだとまで強く言うつもりはないのですが，日本の場合，取引を防がれるのに慣れていないと言うか。

石綿　確かに，ブロックされるのに慣れていないと思います。

田中　ええ，海外だと慣れていることが，日本の場合，まだ慣れていないので，非常に問題にされている側面もあるのではないかと思います。もちろん，アメリカは，全般的に M&A について余計なコストを掛けている可能性もあるので，アメリカを手本にできるかという問題もあるとは思いますが。

石綿　ただ，ここの点についても，実務に多少本指針の影響が出始めております。特別委員会として，公正性担保措置が十分かということを判断しなければいけないとなっていますので，そうすると，特別委員会において価格の交渉を行い，これは十分な価格だから MOM はいらないが，この価格であれば MOM を付けたほうがいいのではないかとか，そういう議論は実際にされるようにはなってきているようには思います。したがって，少なくとも価格交渉の文脈では，MOM の議論が俎上に上がりやすくなったように思います。

藤田　やや腰が引けたスタンスとは言え，M&A 指針がはっきり言及していることは，それなりの影響は与えているということでしょうか。

石綿　それはそうだと思います。

角田　明確化されて，かつ，自由度があるのでメリット，デメリットを考えながら交渉できる素地ができたと感じます。特に親子だとそれなりに仲がいい

ですから，親側も MOM を容認するのなら，次の強圧性につながるのかもしれませんが，自分以外の株主の過半数が OK といっていることをもって，その価格で株式併合してスクイーズ・アウトしても，90％に到達していなくても子会社で受け入れやすくなるという案件設計もできるのかもしれません。

藤田　そうですね。あと研究会の中で聞いた議論ですが，パッシブ運用のファンドが応募しないから，買収が成立しなくなるというのは本当ですか。

石綿　それは本当だと思います。

藤田　パッシブ運用のファンドは，例えばアメリカにもいくらでもありそうですが，同じことが問題にはならなのですか。

角田　諸外国では応募するファンドもあるし応募しないファンドもあると思います。日本はインデックスに追随すべしとの原則忠実型が多いというのがよく言われています。

藤田　だとしたら，そういうパッシブファンドの行動を変えていってもらいたい気もしますね。

田中　逆に，必ず応募するという行動をとっているファンドがあるということは聞きました。

藤田　そうですか。

田中　それはそれでひどくて，特にスクイーズ・アウトが予告される場合は，（上場廃止が予定されているという判断から）当然応募するのだということです。

藤田　それはまた極端ですね。

田中　根本的に，何のためにファンドをやっているのかというところが踏まえられていないのではないかと。

角田　基本的にはインデックス追随が目的なので，例えば，必ず日経 225 にぴったり沿うこと最高目的としているファンドと，日経 225 インデックスとは謳っているが，それでも一定の範囲内でインデックスからはずれてもエキストラのリターンがあったほうが望ましいファンドの違いがあり，前者は機械的に応募せず，後者は判断して応募する。前者が多いのでしょうか。

田中　そういうことなのではないかと思いますが。

角田　TOB には応募しないが，買収されて上場廃止が決まり東証が正式にインデックスから除外したら何も考えずに売って新しい採用銘柄を買うところ

はあるように感じます。周りからは「え，こんな値段で売るの，もう少し待っていればスクイーズ・アウトで満額入るんじゃないの」みたいな状況と価格でも売る。

石綿　聞いていると，この辺りもいろいろなパターンがあるかもしれないのですが。

角田　パッシブファンドだけをもって否定とするまではいかないのですが，それ以外の，参加している投資家の洗練度とか，会社も株主もブロックされること，条件変更や対話になれていなくて感情的になってしまうことなどもあいまって，一律義務付けにいたるのは強すぎる，という感じでしょうか。

藤田　MOM 条件それ自体を否定するわけではなくて，義務付けを否定するための考慮要素でしたね。MOM 条件の設定は，この辺りでよろしいでしょうか。

６．情報提供の充実とプロセスの透明化

⑴　事業計画に関する第三者評価機関によるレビュー

藤田　次は，一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明化の向上です。もちろん，そのこと自体に一般論として異論があるわけではないのですが，本指針で書かれている開示情報は，今まで開示しなかったようなことも相当含まれています。現在と比べるとかなりギャップがありそうですが，実務的に何か問題がありそうなところはありますか。研究会では，本指針注 81）が若干もめたところです。

石綿　実務的には，本指針 3.6.2.2 a）の特別委員会による事業計画の合理性の確認はいいのですが，第三者評価機関によるレビューを経ているか否かという点は，早速論点になっております。これに対して猛烈に抵抗する財務アドバイザーの人たちがいて，実際にレビューをすることを嫌がっているわけではないのですが，自分たちがレビューをしたと公表して，その責任を取らされることに対してものすごく抵抗していて大変困っています。

一般に第三者評価機関は，会社が出した事業計画が正しく，自らは独自の検証を行わないことを前提として評価を行っており，そのような趣旨のディスクレーマーを入れるというのがスタンダードになっております。それを当然と思っている人たちからすると，第三者評価機関によるレビューを経てほしいと

か，経たということを開示しますと言うと抵抗を示します。

角田　財務アドバイザーは分析とそれに基づく交渉が本業であって，事業計画そのものの品質保証や数字チェックを得意としている会社ではないということもあります。事業計画の詳細な検討は，財務アドバイザーが評価や交渉の片手間に同時にやるものではない。良い事業計画の策定や検証のためには，特別委員会による策定したチームとの確認作業に加えて，事業計画に詳しい会計系やビジネス・コンサルティング・ファームを起用も検討すべきというように文章を変えたほうがよかったのかもしれません。

レビューという単語は，誰の目も経ないのはおかしいし，何もやっていないのではないので，品質保証まではいかないけれども確認作業は行ったというニュアンスでの選択の結果と思います。弊社も含めて，財務アドバイザーとして事業計画の数値の同業比較などのレビューを行うところはあると思いますが，レビューを超えた品質保証の観点で依頼がきたら，それは本来の財務アドバイザーの業務とは異なり，別の専門家を起用すべきではないですかと返す会社が多いのだと思います。

田中　レビューを経ているか否かを開示してほしいということですから，経ていませんという開示もできるはずです。それから，明らかに分かる誤り以外のものはレビューしていませんとか，そういう方針であるならそれを開示してくださいと。とにかく，算定機関に一定水準のレビューを要求するというような趣旨ではないはずです。

石綿　何をやったかという客観的な事実を書くようにするという感じですかね。

藤田　頼み方次第という気もしますがね。ディスクレーマーはもう通用しないという話ではなくて，レビューの中身次第かと思いますが。

田中　ちょっと違う話題になりますが，先ほど，利益相反の関係でアドバイザーの独立性をあまり強く要求すると困ることがあるというお話がありました。アメリカの場合，裁判所が独立性を否定するというよりも，利害関係について開示がされていないという理由で，いったん取引を差し止めて，そのことを開示させ，株主にそのことを配慮した上で判断させるということになりますよね。日本はそういう解決を嫌がるというか，臭いものに蓋をするという感じがあり，これも開示しなければ株主は気付かず賛成してくれるけれども，開示

すると藪蛇になるみたいな発想がどうしてもあるのです。私はそこのところは根本的に実務に改まってほしいと思うのです。不透明なままで取引が行われると最終的には信頼が喪失するのではないかと思います。

角田　そのとおりですね。MOMを強制しない背景にも共通するのかもしれないですが，株主が十分に洗練されていないのだとしても，株主の判断能力を信じていないから隠したほうがよいとなるとお互いに不幸です。

藤田　田中さんの意見からは，レビューを経ているか否かをはっきり言うことが非常に重要だということになるわけですね。

石綿　あとは，必ずしも「レビュー」という言葉を使わなくても，どういう行為をやったかということを開示すればいいという形で解決していくことになるかもしれないですね。

角田　私は，自分の部下に相談されたらやったことを書きなさいとアドバイスするでしょうかね。「本当に来年から７％売上げが伸びると思ってるんですか。それはなぜですか」とあなたは聞くでしょうと。例えば，同業の成長率と比べてどうして，万年業界３位の会社がいきなり１位の伸び率になる理由を質問してこいと。質問した結果,「死んでもやり切ります」しか答えが来なかった。では，この事業計画はそのベースで取り扱うしかないなと内部で整理する。多分，そこまで全部書くのかは別として，そういうやり取りがレビューなのかと思っているのです。

⑵　フェアネス・オピニオンにおける公正性の考え方に関する情報

石綿　フェアネス・オピニオンに関する情報で公正性の考え方に関する情報というものがありますが,こういうものをどのように書いていくのでしょうか。

藤田　これは難しいですね。

石綿　これは，実は結構難しい論点です。

藤田　公正性の考え方とは，何を意味しているのですか。

石綿　スタンドアローンかシナジー込みかとか，そういうことなのだろうと思うのです。

藤田　何をベースにどういう判断をしましたかということを書けというのなら，書けるわけですね。それでいいのでしょうか。

角田　それ自体は，フェアネス・オピニオンの文章に大体網羅されています

ね。自分が何をやって，何をやらなかったのか，例えば，事業計画は依頼者が修正した計画に依拠して自分では品質確認していない，ということを，ディスクレーマーとするために書いている箇所が相当部分を占めますし。

藤田　そういうことだとしたら，今やっていることと実質は同じでしょう。それに加えて，公正さについての一般的な考え方を展開しろというのだったら大変なことになります。どういう数値を前提にどういうベースのどういうものを算定し，それで意見を表明しましたと書けばいいということなら，あまり負担が変わるわけではないと考えてよいでしょうか。

⑶　実務的な影響

角田　弊社も含めてアメリカでの開示案件も依頼される先は，様々な数値を含む開示の経験がありますし，利益相反関係も開示させられた経験もあるので，負担は当然ありますが，考え方に慣れてはいるかもしれません。依頼者の反対側でのビジネスが，依頼者とその関係者からどう見えるかは，案件の性質や誰のアドバイザーなのかを踏まえて受任の際に考えますし，フェアネス・オピニオンでも触れる部分があります。

藤田　まあ，その程度なら仕方がないと思われる程度でしょうか。

角田　詳細な開示を求められると，合意直後に開示するプレスリリースではどうしても間に合わない面は出てくると思います。海外の詳細開示は，プレスリリースの一定後のファイリングのほうですし。弊社は，米国関係でやらされていてグローバルに運営していますので，開示義務の範囲に基づいても説明がつくようなビジネスのやり方，手数料の受領方法の選択，お客様へのインフォームと同意取得も既にやっているので，新たにやり方を変える必要はない，でも開示は大変だけどなあという感じだと思います。先ほど紹介したシャクリー・グローバル・グループの案件（本誌 68 頁）で，「第三者算定機関は成功報酬型手数料受領の予定ですが，成立しなかった場合の相応の金額負担は望ましくないため，弊社（依頼会社）の希望として依頼したからです」という趣旨の記載がありました。ここは，本指針における成功報酬の議論を意識して開示されたのではないかと感じます。

藤田　この開示事項は格段に細かくなりましたね。実務的には影響がありそうでしょうか。

石綿　影響があるところだと思います。

藤田　ただ，将来的には，このレベルに収斂していくということで間違いないのでしょうか。

石綿　そうかもしれません。ただ，ここに書いてあることも，先ほどの話ではないですが，裁判所で開示されるものも含めた情報開示だと思います。プレスに全部書いていなくても，最終的に裁判所で開示されればいいという整理だと理解しています。一方で，裁判所で開示をすればよいからと言って，何でも裁判所での開示を求められると，結局裁判が非常に長期化し，当事者の負担が過大になることになります。その辺りのバランスが適切に図られることも必要です。

⑷　現在の取引所の開示ルール

藤田　その他，情報開示に関して，何かありますか。

石綿　少し脱線します。東証のルールで少し変だと思うのは，上場会社が上場子会社の株式に TOB をやる場合などに，株価の算定書を出さなければいけないとなっている点です。上場会社の中には，人様にお金を払ってバリュエーションをもらわなくても，自分でバリュエーションして買収できる人は幾らでもいます。東証のルールがあるゆえに，わざわざ第三者評価機関を雇って買収者が算定書を出さなければいけないというルールになっています。あまり合理性が感じられないように思います。

角田　公開買付届出書で買手のバリュエーション，算定書を添付させられるルールもありますね。

藤田　対象会社についてはどうなっているでしょうか。

角田　対象会社の算定書は添付されません。公開買付けを届出するのは買手なので。

田中　伝統的に，公開買付けの開示規制は，利益相反のある M&A にフォーカスした規制の仕方になっていないので，基本的には，買付者側に開示を要求して，対象会社に対しては，意見を述べたいときには意見を述べさせる，というだけで，それも任意だったというところから始まっているので，そうなのかと思います。

藤田　敵対的買収に対する規制という形でルールを発展させてきたというこ

れまでの経緯から，買収者にきちんとデータを出させるということにフォーカスが当たりすぎていたのですかね。

田中　規制の体系がそもそも，まずは，買付者に対して規制するということだったわけです。

藤田　今となっては，規制のバランスが悪くなってきている，あるいは，買付者に対して過剰になっているということになるのでしょうか。

石綿　と思いますね。

角田　買手における評価の開示となると，不確実な見積もりシナジーを反映した事業計画は外部に見せたくない，シナジーの詳細は事業をどうやるか競合相手へのヒントにもなるので外部に見せたくないという方向が自然な姿です。むしろ，対象会社が，どこまでちゃんと考えて交渉して，結果として株式評価レンジのどの辺りで OK と言ったのか，みたいな情報で詳細を求めるほうが，株主が TOB に応募するのか，総会で賛成するのかについては重要だと思うのですが。

石綿　公開買付規制に関する関東財務局の実務も，関東財務局は買付者とは話をするのですが，対象会社とは話をしないのです。意見表明の報告書は，対象会社は金商法に従って出すわけなので，本当は関東財務局は対象者と話をしてもおかしくないはずなのですが，日本では，必ず買付者を通じてしか対象者と話さないという実務慣行になっています。こういう実務は，本当はちょっとおかしいと思います。

藤田　本指針で取り扱っている話ではないにせよ，確かに，ちょっと不思議な話ではありますね。

角田　結構，大事な話だと思います。先ほどの TOB そのものを直すとか，親子間や MBO に限らず M&A 全体を見張れるような，裁判とソフトロー以外の仕組みも必要なのではないかということですね。

藤田　それはそうですよね。情報開示はこのようなところでよろしいでしょうか。

飯田　株式価値算定書についての公開買付届出書と意見表明報告書のルールのバランスは悪いと思います。もっとも，公開買付届出書の添付書類として開示されている株式価値算定書は DCF 法についていえばほぼ結論が載っているだけで，資本コストの計算過程や事業計画の具体的な数値は出ていないので，

その程度のものは開示してもいいのではないかと思います。東証のルールでは，逆に，MBO 等の場合には対象会社の適時開示として，株式価値算定書の取得が義務付けられ，しかも，株式価値算定書で使用した事業計画の具体的な数値の開示も要求されています。ここだけみれば，金商法のルールの弱いところを東証のルールで補っているので，結果的に好ましいルールになっていると私は思いますけれども，本来は金商法で体系的に整理するのが本来のあるべき姿だと思います。

藤田　どうもありがとうございました。

7．強圧性の排除等

藤田　ほかに何か論点はありますか。公開買付けの強圧性の排除は，別に利益相反構造のある M&A に限らず要求されるものなのでしょうけれども，本指針でも触れられています。ジュピターテレコム事件最高裁決定においても，公開買付価格を後のキャッシュアウトにおいても保証せよというのは言われているのですが，本指針では，これに加えて，「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」と書いています(35)。それは新しいと言えば新しいのですが，これは実務的に常識的な話なのでしょうか。

石綿　実務的には，合理的な範囲内で速やかにやらなければいけないという認識はありますので，それほどサプライズではないです。

藤田　この辺りはジュピターテレコム最高裁決定の要求している要件に対する上乗せにはなってますね。もちろん考え方が間違っているわけでは決してないですが。

角田　２段階目，TOB 成立後にスクイーズ・アウトするのか，上場を維持するのかについて，１段階目の TOB の際に記載しなければならないので，初期の検討段階から応募状況に応じた次の行動を議論し決定しているので，困るほどの上乗せではないかもしれません。親子間案件には実は違う強圧性もあるかもしれません。親会社は子会社に有形無形の支援をしており，人的資源提供，グループでのシェアード・サービスやブランドの無償・低廉利用もある。完全子会社化の初期的議論の際に，子会社があまりに抵抗するようならこれを普通の

(35)　本指針 3.7。

条件に戻すとかやめるという交渉を持ち出すのはどうかという議論がありました。間違えても，これを M&A，親子間のときに持ち出さないでください，で収まりましたが，本指針では触れていない強圧性ですね。

田中　アメリカではそれもフェアネスの審査の中で考慮していると思います（In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation, 808 A.2d 421, 445 (Del.Ch. 2002) は，支配株主の行う公開買付けが強圧的でないというためには，支配株主が「報復の脅し（retributive threats）」をしなかったことが必要であるとしている）。

藤田　それは深刻な影響が出ますね。

田中　取引をやめるとかそういう言動があったとか，裁判で認定されることもある（M&A の場面でなく，株主総会における議決権行使に関してであるが，Portnoy v. Cryo-Cell Int'l, Inc., 940 A.2d 43,73-76 (Del. Ch. 2008)）。

飯田　２段階公開買付けの場合，１段階目の公開買付けが成立したならば可及的速やかに２段階目のキャッシュアウトをするのが強圧性の弊害をなくすための現行法で取りうる最良の手法だと思います。ですから，最高裁の文言には出てこないということはともかく，ベストプラクティスとして本指針が掲げることは意義があると思います。もちろん，これは利益相反の有無を問わず，全ての２段階公開買付けに妥当することではあります。また，公開買付けの強圧性と同じように株主の判断を歪めるおそれがある手法としては，１段階で株主総会決議のみで M&A をするか否かを決定するのだけれども，否決されると対象会社が買収者に極めて多額の違約金を支払う契約になっていている場合や，角田さんがおっしゃるような，否決されるならば親会社は子会社への支援をやめるなどと言っている場合には，株主総会決議で当該 M&A を否決すると株価が下がるので対象会社の株主は不本意であっても賛成票を投じざるを得ないということも論理的には考えられます。こういう場合は，独立当事者間取引と同視できる取引ではなく，交渉過程の公正性は否定されると考えるべきだと思います。

V　むすび

藤田　さて長時間，いろいろ議論をありがとうございました。それでは，最後に，本指針あるいは今後の M&A 実務に関して何か一言ずつお願いできない

でしょうか。

神田　研究会に参加した者としては，今回の指針がM&Aの実務におけるベストプラクティスの形成に役立ってくれることを期待したいと思います。

角田　MBO指針が定着して実際に使われていく過程で，またM&Aが企業にとって普通の選択肢となっていき，クロスボーダー案件にも多く触れることで，MBO指針では取り上げられてない手法や考え方が一部で知られるようになってきました。一方，我が国では個別の保護策について判例が積み上がっているわけでもなく，M&Aを横断的にリアルタイムで見る団体や官庁もありませんので，何を考えるべきで，何を無視してはいけないかなどを参加者にあまねく理解してもらうのは難しいとも言えます。本指針が，M&A一般にも有益なプラクティスと選択肢を整理して，多くの皆様に提示し判断に使われることで，裁判や監督官庁による強制を待たずとも，よりよいプラクティスが実際に広がることに期待し，実務者としても，その一端を担うべく私自身も肝に銘じていきたいと思います。今日は勉強になりました。どうもありがとうございました。

石綿　本指針は，有意義な提言や示唆に富み，今後，多くの関係者によって参照されることを通じ，わが国のM&A実務を進化させていくものと思います。一方で，実際にM&A指針に沿って実務を進めていく上では，指針策定時に想定されていなかった様々な考慮要素も現れてくるものと思われます。したがいまして，今後適宜見直しが行われて行くことも必要かと思います。いずれにせよ本指針を起点とした議論が深化することにより，わが国において，公正なM&A実務が発展していくことを祈念しております。

加藤　M&Aに限った話ではありませんが，日本企業の株式を保有する海外の投資家の数が増えてくると，日本企業同士のM&Aを対象とするルールであっても，他国のルールを全く無視することはできないと思います。他国のルールをコピーするべきであるということではなくて，国際的に見てあまりに特異なルールを策定するべきではないということです。その一方で，研究会に参加させていただいて，イギリスのシティのようにM&Aに関するルールの運用を担う機関が存在していることは，M&Aを規律する手法の選択肢を増やしてくれるという意味で，改めて魅力を感じました。本指針が実務に与える影響を継続的に観察することによって，M&Aに関するルールの運用の在り方につ

いても研究を進めていきたいと思います。

後藤　今後の実務を考えていく上では，個々の公正性担保措置をどのように実施していくかという点が重要であることはもちろんなのですが，本指針で一番重要だったのは，本座談会の前半で話題となったように，基本的な視点として独立当事者間取引という観点が示され，それによって特別委員会の役割も株主の利益のために交渉をすることにあるということが明確化された点ではないかと考えています。公正性担保措置が形式的な対応で終わってしまうことがないようにするためにも，このような指針の理念は強調しておくべきでしょうし，それを踏まえた実務が形成されていくことを願っています。

飯田　本指針の考え方が実務に影響を与えるとして，どのようなプロセスをたどって影響を与えるのかに興味があります。裁判所が本指針の考え方を取り込むのか，東京証券取引所が企業行動規範や適時開示規則で取り込むのか，それとも，証券会社や法律事務所が純粋にベストプラクティスとして実施していくのか，今後の推移を観察したいと思います。また，マーケット・チェックの議論と敵対的買収の議論は密接な関係にあるはずですから，買収防衛策に関する議論をも包含するより包括的な整理が残された課題であるように感じました。

田中　カネボウ事件（東京高決平成 22・5・24 金判 1345 号 12 頁）やレックス・ホールディングス事件の頃と比較しても，日本の M&A においては，利益相反を意識し取引の公正を図る実務が格段に進んできたと思います。ただ，対象会社の株式価値算定に関する情報や利害関係に関する情報の開示の点など，まだ改善の余地は残っているのではないかとも思います。今回の指針を契機として，企業価値を向上させる買収が行われると同時に投資家の信頼も確保されるように，M&A の実務が一層進化していくことを期待したいと思います。

藤田　本指針が，実務を変え始めていると伺い，改めてその影響の大きさを感じました。また MBO のような新たな取引ではない，伝統的な実務が存在するような取引についても，本指針の考え方が影響を及ぼしてくるとすれば，会社法全体へ多大な影響を与えることになるかもしれません。それと同時に，今回の座談会を通じて，本指針の運用上の問題だとか，本指針では扱わなかった大きな問題にいくつも気づかされました。この座談会が，M&A の法と実務に関心のある方にとって，何らかの参考になればと思います。

本日は長時間どうもありがとうございました。