

市場関係者から寄せられた意見 (ヒアリング結果)

東京証券取引所 上場部

2024年8月19日



<公正M&A指針後の実務の進展>

- 総論としては、公正M&A指針を踏まえた手続の検討が適切に行われている。最近の判例なども踏まえて、特別委員会のメンバーの意識も確実に変わってきている印象（リーガルアドバイザー）
- 対象会社では、公表後の市場や株主の反応を意識しながら検討が進められており、特別委員会のメンバーである社外取締役が一定の防波堤として機能している（フィナンシャルアドバイザー）
- 平時のガバナンスとして、独立社外取締役の機能発揮が進みつつあることもあり、有事に組成される特別委員会の委員の意識も以前と比べて相当変わってきている（バイアウトファンド）

<価格・手続の公正性に関する懸念>

- 機関投資家からは価格に対する不満の声が聞かれている（シンクタンク）
- 価格が公正でないと感じる事例は依然として存在。裁判で取締役の善管注意義務違反が認定される事例が積み重なっていけば、公正な手続が確保されるようになり、状況は変わると思うが、そのハードルは高い。何らかルールによって手続面を手当していくことも必要（海外機関投資家）
- 日本はクラスアクションの仕組みがない。一部のアクティビストは裁判を起こして争うが、一般の機関投資家からすれば労力に見合わない。だからこそ手続等に関する事前の規制が重要（海外機関投資家）

<PBR 1倍割れの買付価格>

- **PBR 1倍割れの買付価格だとダメだという単純な話ではない。**信頼できる社外取締役や算定機関のもとで、**公正な手続が実施されていること、そのうえで、公正な価格が実現されていることが重要**（海外機関投資家）
- **買付価格の妥当性を判断する上で、PBRが直接の指標になるわけではない。**そもそも企業価値は企業が将来生み出すCFの総和で決まるものであるし、簿価と清算価値も異なる概念（フィナンシャルアドバイザー）
- 価格が低迷しているタイミングでMBOを実施することに対する批判もあるが、**業績が悪化する中で、やむを得ずMBOを決断する事例も実際には多いため、価格自体を一律で規制するのは適切でない**（リーガルアドバイザー）

<持分法適用関係にある上場会社の完全子会社化等>

- 「資本コストや株価を意識した経営」の要請等を踏まえ、**MBOや完全子会社化は、今後増加していくと思う。**また、**持分法適用関係にある資本上位会社を有する上場企業**が増加傾向にある中で、要請や足元の政策保有株式への風当たり等を踏まえて、今後グループ経営の在り方を見直す会社も増えてくると思われる。例えば、**そうした会社における完全子会社化や、支配権の変動を伴う自己株式取得等についても、少数株主の利益保護の在り方は論点になる**（コンサルティング会社）
- **支配株主による完全子会社化ではないものの一定程度保有しているような場合に、ガイドラインや規範の対象から外れてしまうというのも、実務をやっている中では疑問に思う部分もある。**本来はグラデーションのある話のはず（リーガルアドバイザー）

<特別委員会による検討の促進・観点の明示>

- 特別委員会にも、公正M&A指針を踏まえたプラクティスが浸透してきている一方、クオリティ（特別委員会のメンバーに適切なファイナンスのリテラシーがあり、実効的な検討がなされているか）にブレがあるため、投資家から不満の声が上がるのだと思う。屋上屋に措置を求めていくのではなく、特別委員会がきちんと機能するように促していくというのが一番重要（フィナンシャルアドバイザー）
- 利益相反が顕在化する前にガバナンスを整え、顕在化した時に特別委員会の中で社外取締役がどのような視点で考えるべきかを示しつつ、あとはプラクティスに任せるのが良い（フィナンシャル・アドバイザー）
- 開示あるいは「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の項目として、公正M&A指針を意識した内容（チェックポイント）を明示的に入れ込んでいくことで、個々の取引の事情に応じた、適切な検討・投資家への説明を求めていくということは在り得る（リーガルアドバイザー）

<特別委員会の検討内容に係る開示等>

- 最近の判例でも、特別委員会が、十分な理由の説明もないまま当初の主張を放棄し、最終的にDCFの算定レンジ未満での賛同決定に至った点が問題視された。**特別委員会の議論・検討内容に関する開示を充実させるべき**（シンクタンク）
- 海外では特別委員会が価格の妥当性を検証し、複数回の交渉で、価格を引き上げるのがスタンダード。そういった**交渉過程や検討内容を開示させることで、実質的な検討・交渉を促していくことが重要**（海外機関投資家）
- 投資家は将来予測などの内部情報を持っていないことから、**公正性に関してはプロセスの部分を中心に見ている**。そういった観点からは、**どういったプロセス、検討内容があったかについて開示の充実を求めていくという方向性は良い**。一方で、社内との情報格差、ビジネスの知見の乏しさ、フィナンシャルアドバイザーを使いこなせるかといった観点からは、特別委員会のメンバーである社外取締役にどこまで期待すべきかは難しい面もある（海外機関投資家）
- 最近、特別委員会の審議の回数が増えており、**開示を前提に回数を増やすこと自体が目的化している懸念。必ずしも回数を増やせばいいわけではないことは周知する必要**（リーガルアドバイザー）

経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針」（抜粋）

3.2 独立した特別委員会の設置

3.2.1 機能

特別委員会は、構造的な利益相反の問題が対象会社の取締役会の独立性に影響を与え、取引条件の形成過程において企業価値の向上および一般株主利益の確保の観点が適切に反映されないおそれがある場合において、本来取締役会に期待される役割を補完し、または代替する独立した主体として任意に設置される合議体である。

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

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

3.2.2 役割

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

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

また、②(ii)手続の公正性については、**当該M&Aにおける具体的状況を踏まえて、全体として取引条件の公正さを手続的に担保するために、いかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討を行う役割**を担うことも期待されている。

<算定の前提条件等に関する開示>

- 算定の前提条件に関する開示については、**公正M&A指針の策定後も大きな進展は見られない**（シンクタンク）
- **アメリカでは、算定書自体の開示が義務化**されており、投資家が価格の公正性を判断したうえで、集団訴訟などの手段を取ることが可能。一方で、**日本は算定書は公表されておらず、算定の前提条件等の情報も限定的であり、グローバルにみて不透明感が強い**（海外機関投資家）
- **算定の前提条件が開示されていることは、買付価格の公正性を主張する根拠にもなり得ることから、開示の充実という方向性自体には異論ない**（バイアウトファンド）
- **算定の前提となる業績予想の妥当性が特に問題**。公正M & A 指針では、シナジー分も一部一般株主が享受すべきとされているが、事業戦略に関わることもあり、**シナジーを見込んだ業績予想は公表されない**。スタンドアローンの算定も、**開示されていないところで、CAPEXや税率を調整して、フリーキャッシュフローを減らしていたりと、妥当性に問題を感じる事例がある**（海外機関投資家）
- 事業計画に正解があるわけではないので、**どういう前提で作られているか、特別委員会でどのような確認をしたかをきちんと説明したうえで、応募するか否かは投資家に判断させる**というのがフェア。トップラインにかかる**重要なポイント（成長率、マージン、為替要因など）に対する考え方が説明されているだけでも見え方は大きく変わる**。大規模な設備投資等でフリーキャッシュフローを恣意的に下げている疑念があるのであれば、**フリーキャッシュフローの変動が大きい場合は理由の開示を求める**ことも在り得る（フィナンシャルアドバイザー）
- DCFの算定において、設備投資や債務回転期間などが調整されている事例も見受けられるため、事業計画に関しては、**フリーキャッシュフローまで開示を求めることが重要**（コンサルティング会社）
- **日本企業は不動産などを多く保有しており、保有資産ベースでみて株主に不利な価格になっているケースもある**。不動産を売らない前提でDCF算定していたものの、実際には買収後に短期で売却しているケースも見られる（海外機関投資家）
- PEファンドが買収する場合は、非公開化後に不動産などの非事業用資産を売却するケースも多いため、**非公開化後の事業計画における方針について開示させてもよいのではないか**（コンサルティング会社）

＜算定の前提条件等に関する開示（つづき）＞

- 投資家側は、**対象会社がコンサバな事業計画を出して買付価格を抑えているという疑念があるのだと思うが、実態はそういったものばかりではない**。最近の判例なども踏まえて、合理的な水準をアグレッシブに追及している印象（リーガルアドバイザー）
- **算定の前提条件の開示については十分に類推できる水準感にはなっている**。投資家側も、**今の資産価値をどこまで反映するかという事業価値とは異なるところに焦点をあててしまっている**（フィナンシャルアドバイザー）

＜特別委員会による妥当性の検証＞

- 一義的には**特別委員会が妥当性を検証する立場**。会社も特別委員会には算定の前提条件を丁寧に説明しているはずであり、例えば、**特別委員会による主要なQ Aを開示させるだけでも、特別委員会がどういう前提で承認したのかといった観点で透明性が増すし、特別委員会の緊張感も増す**ように思う。事業に直接関わっていない社外取締役であることを前提に、**コンサルティング会社などの必要なサポートを入れることも重要**（海外機関投資家）
- 事業計画やそれを踏まえた算定の前提条件に関して、**投資家との間で論点になりやすい部分については、特別委員会でもある程度議論を行っている印象**。その様子が見えていないがゆえに投資家側で疑念が生じている部分もあると思われるため、開示していく余地はあると思う。（フィナンシャルアドバイザー）
- 事業計画は基本的には経営者が作るものであり、**事業に携わっていない社外取締役による検証はハードルが高い**面も。明らかに問題のあるケースは別にしても、特別委員会による妥当性の検証内容の開示を一律に求めることは適当でない（リーガルアドバイザー）

＜算定機関の独立性＞

- 投資家は将来予測などの内部情報を持っていないため、**算定機関が信頼できるかは重要**（海外機関投資家）
- 公正M & A 指針でも検討すべき項目に関して一定の整理が行われていることから、そうした内容を踏まえ、**検討や開示のポイントを明示**していくことが考えられる。（リーガルアドバイザー）
- 算定機関の報酬体系が成功報酬である中では、公正性が確保されない懸念。**報酬体系やそれに関する特別委員会の意見の開示を求めるなど、独立性を確保するための仕組みが必要**（海外機関投資家）

＜特別委員会による独自の算定書の取得＞

- **特別委員会が独自に選任するフィナンシャルアドバイザーからの算定書取得を義務化**すべき。特にMBOに関しては大型の案件でも取得が進んでいない。取締役会が取得する算定書は、当該M&Aのフィナンシャルアドバイザーから取得したものであることが多く、算定機関にも価格を引き下げるインセンティブが働く（海外機関投資家）
- 算定書の公正性確保のうえでは、**独立したフィナンシャルアドバイザーに算定を依頼するのが最も効果的**（海外機関投資家）
- 規模が大きな会社の場合は、論点を無くす観点から、特別委員会でも独自に算定書を取得する事例が多いが、実務的な感覚としては、追加のコストなどもかかる中で**形式的に算定書を複数取ることが、公正性担保の観点からどこまで有用なのかは疑わしい**面もある（リーガルアドバイザー）
- **事業計画についてはフィナンシャルアドバイザーは手を入れない前提**だとすると、算定のパラメーターに差異が出るということかと思うが、そうであれば複数取るよりも、**パラメーターやその考え方をきちんと開示させる方が合理的**（リーガルアドバイザー）
- **特別委員会による独自の算定書の取得が、公正性確保上どこまで実効性があるかは疑問**。複数の先から取得しても恣意的な値を出そうとする算定機関はいる。結局、どういった算定機関から算定書が出されているかやその算定機関の実績等を踏まえ、信頼できるかを投資家が判断する必要がある（フィナンシャルアドバイザー）

＜フェアネス・オピニオンの取得＞

- フェアネス・オピニオンに関しても、**会社が提示した事業計画が妥当であることを前提とした意見となるため、事業計画自体の妥当性の検証が先に来なければ意味がない**（海外機関投資家）
- **フェアネスの定義に関する共通認識もなく、フェアネス・オピニオンの取得が裁判においてどういった効果があるかも明らかでない**中で、公正性担保措置としての実効性は疑問（リーガルアドバイザー）
- フェアネス・オピニオンは単価が高額な一方で、**算定機関への損害賠償請求の仕組みなどが無い中でどこまで公正性担保措置として実効性があるかは疑問**（シンクタンク）

<間接的マーケットチェックへの期待>

- 積極的マーケット・チェックは、ホワイトナイトを探すときぐらいしか行われていない印象だが、**間接的なマーケットチェックが機能し、対抗オファーが出てくる事案は増えており、業界の慣行が変わってきた印象**（海外機関投資家）
- 情報漏洩の懸念から積極的マーケット・チェックを実施しにくいというのは、実務的にも理解するところだが、最近では、**公開買付開始後に対抗提案が出て、それを受けて価格を引き上げる事例も出てきており、間接的マーケットチェックが機能している**と感じる（フィナンシャルアドバイザー）
- マーケットチェックに関しては、直近複数の事例もあり一番気にしているところ。「**企業買収における行動指針**」も策定され、**これまで以上に透明性が担保されてきている**（バイアウトファンド）

<対抗提案や応募契約に関する開示の充実、十分な公開買付期間の確保>

- T O B 価格を上回る価格の対抗提案の存在が事後的に明らかになる事例も発生していることから、**対抗提案の受領の有無や、価格の高低、検討内容等に関する開示を明文化する形で強化すべき**（コンサルティング会社）
- 実際の非公開化案件で**対抗提案が無視されていたという報道もあったが、事実だとすれば問題**。一方で、開示後の対抗提案（同意なき買収）は、**株価の引き上げによって、買収自体が不成立に終わり、少数株主の利益が損なわれるリスク**もあり、難しい論点（バイアウトファンド）
- M B O に関しては、**そもそも事業会社の傘下等に入らず、独立してやっていきたいという動機から行うものであるため、特に事業会社からの対抗提案（同意なき買収の提案）は受け入れられにくい構造にある**（リーガルアドバイザー）
- **対抗提案の余地の判断材料として、応募契約におけるフィデューシャリー・アウト条項の開示の充実を求める**ことも一案。契約の中身を開示させることで、応募企業側への意識づけにもなる（コンサルティング会社）
- **間接的なマーケットチェックが少数株主の利益確保・向上につながる**ことが期待される。そのためには、**十分な時間的猶予（公開買付期間）が設けられていることが重要**（コンサルティング会社）

<M o M条件の設定>

- **スクイーズアウト閾値の低さは問題**。創業家系の企業のMBOに関しては、関係者で3分の1以上保有していると実質的に対抗オファーができず、価格が適切でなかったとしても阻止できない（海外機関投資家）
- **マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定はディールの安定性が下がってしまうので、一律の義務化となると難しい問題**。株主としてはMBOや完全子会社化は実施する前提で価格を高くしてほしいのであって、やらないとなるのは困る（海外機関投資家）
- **Exitしたい投資家もいる中で、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の義務付けによりディールの妨げになる方向にはしない方が良いのではないか**（フィナンシャルアドバイザー）
- 支配株主等がTOBの成立に必要な水準を確保している場合などは、**設定の要否は検討されるべきだ**と思う。一方で、**現状でも、リーガルアドバイザー等とも相談のうえ、必要な検討はなされているとの認識であり、追加的な手当ての必要性は感じない**（バイアウトファンド）
- （支配株主が特別委員会が要請したM o M条件の設定を拒否した事例について）**買付者側に特別委員会の意見の尊重を義務付ける**というアプローチもあるかもしれない（シンクタンク）

<応募契約に係る不透明感>

- 最近のMBOの事例において、**TOB開始前に4割を超える株主と応募契約を締結し、1割程度の応募でもTOBが成立する状況**にあるものがあつた。上場子会社については、ある意味そういったリスクを踏まえて元からディスカウントしているが、MBOについてはそういった前提がないまま、**いきなり顕在化することになり問題**（海外機関投資家）
- 近年、大株主との応募契約で成立に必要な水準を確保する事例が見られる。特に、**再出資を前提とした応募契約は、MBO後の企業価値向上を享受できるかどうかで株主間の歪みが生じる部分**であり、透明性の担保が必要（コンサルティング会社）