

経済産業省 産業組織課 御中

公正な M&A の在り方についての意見・情報提供

2019 年 1 月 29 日

株式会社ストラテジックキャピタル



弊社は、金融商品取引法に基づき登録を行っている投資運用業者です。昨年 12 月 28 日付で発出された「公正な M&A の在り方についての意見・情報提供の募集」に応募いたします。

今般、利益相反構造のある M&A の在り方を検討するに際し、弊社は、最も重視すべきは少数株主の利益保護であると考えています。大株主による強圧的な買収により、少数株主は、常に押し買い（*）されるリスクにさらされています。これらの具体的な事例を簡潔にご紹介申し上げ、その後に論点についての意見等を申し述べたいと存じます。

**押し買い：押し売りの反対語。強圧的に買い取られてしまうこと。*

<NTT 都市開発の事例>

昨年 11 月 27 日に、日本電信電話株式会社（以下「NTT」といいます。）グループによるエヌ・ティ・ティ都市開発株式会社（以下「NTTTK」といいます。）株式に対する公開買付け（以下「TOB」といいます。）が終了しました。従前より NTT が NTTTK の 67.3%を保有しており、少数株主には事実上拒否権はありません。TOB 価格は 1,680 円でしたが、これは、NTTTK の保有する賃貸不動産の時価（2018 年 3 月末現在の同社有価証券報告書記載の時価 1 兆 5,041 億円）から売却時の税金相当額を控除し、これに現金類似物（2018 年 9 月末現在。有利子負債控除後、マイナス

5,095 億円) のみを考慮して算定した価格 2,405 円の 0.7 倍に過ぎません。

<廣濟堂の事例>

本年 1 月 17 日、株式会社 廣濟堂は MBO を公表しました。BPS は 1,114 円で TOB 価格は 610 円ですから、PBR は 0.55 倍に過ぎません。MBO のプレスリリースでは、その理由が「印刷事業における簿価 100 億円程度の資産及び東京博善の簿価 120 億円程度の資産に係る今期又は将来における減損の可能性がある」旨の説明があるのみで、予想される減損金額は開示されておりません。このような全く不透明な理由では、意図的に TOB 価格を割安に誘導したとの疑義が生じ、異常に低い TOB 価格を正当化することはできません。

この減損予想が仮に真実だとすれば、現在の同社の財務諸表は粉飾である可能性があります。まず、廣濟堂が過去において粉飾してきた決算を修正して減損後の財務諸表を開示し、経営陣と監査法人の責任を明らかにすることから始めるべきでしょう。仮に、今期になって減損の必要性が生じたことが真実であるならば、それについて詳細に説明を行うべきです。

<東宝不動産の事例>

2013 年 1 月 8 日、東宝株式会社（以下「T 社」といいます。）は、58.8%（グループ企業で 65.7%）を保有する東宝不動産株式会社（以下「T 不動産」といいます。）株式に対し、TOB 公表直前の株価に 33%のプレミアムを付して 735 円で TOB を実行しました。しかし、TOB の結果、多くの少数株主は応募しなかったため、77.1%にしかありませんでした。その後、少数株主から株式を強制的に買い上げ（スクィーズアウト）しようとしたことが、買取価格が低すぎるとして反対する約 15%の株主が裁判所に価格決定を申し立てました。売上高 200 億円超の T 不動産の飲食業、道路

事業及び物販事業の3部門の事業価値をゼロとして、60億円程度の売上の賃貸用の不動産の価値だけで、弊社の計算でもTOB価格を大きく上回るのです。多くの少数株主は、一株当たり2,000円を超える価格を主張しました。

2015年3月25日の東京地裁判決は、「一般に、個別企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来業績の見通しなどを考慮した企業の客観的価値が株価に反映されているということができる」という前提を置きました。そして、TOB価格については、地裁は、「時価純資産法を適用するのに向いている会社は倒産企業であり、上場企業の場合は取引所相場の時価があるので、市場株価法を用いるのが一般的とされている」等と判じました（但し、TOB後のスクィーズアウト価格については、その間の株式市場の大幅な上昇等に鑑み、TOB価格より100円高い835円を決定価格としました）。

すなわち、買収価格について、東京地裁は、市場の株価にある程度のプレミアムが付されていれば良く、清算を予定する企業なら時価純資産価額が妥当だが、（不動産賃貸業でも）継続企業の場合、時価純資産は下限ではなくそれを下回っても良いとの考え方なのです。

さらに、本件については2016年3月28日に東京高裁が「公正な手続を実質的に履践して定めたと認められるTOB価格は尊重されるべき」と判じ、TOB価格と同額であったスクィーズアウト価格の変更も行うべきではないとしました。すなわち、作成者が何らの責任を負わない単なる計算書である株価算定書しか被買収企業が入手していなくても、何らの法的責任を負わず交渉権もなく独自のアドバイザー選定や株価算定書取得も行わない特別委員会であっても、公正な手続を実質的に履践したと裁判所に認められるのです。

【論点 1】取引類型間の共通点・相違点

- ① MBO と支配株主による従属会社の買収等の共通点としては、いずれも従属会社の意思決定に大きな影響力を持つ経営者または大株主が買い手ではありますが、
- 少数株主から割安な価格で株式を取得したいとの動機があることは当然で、
 - さらに、現在の日本においては、それが可能である、
- ということです。

前記の事例の通り、経営者が（意図的に？）怠惰な経営を行って市場の安い株価を放置し、もしくは、将来的に資産の減損の可能性がある等の説明をして、低い市場価格に若干のプレミアムを付しただけの MBO を実行することは可能です。または、親会社が無能な子会社経営者を選任して、子会社の株価を低迷させた後に、親会社がこれを完全子会社化することもできます。

外形的に、特別委員会を設置する、少数株主にとってアンフェアな計算結果である株価算定書を業者に書かせる等の「裁判所が公正と認める手続き」であれば良いのです。

- ② 弊社は、MBO と支配株主による従属会社の買収の指針を考えるに際し、その相違点について特に考え付くことはありません。

CGS 研究会の議事録を拝見すると、親会社が子会社を買収する際にはコントロールプレミアムは相対的に小さくてしかるべきというご発言もあったようですが、この考え方は誤りです。論点 4 のマーケット・チェックに関連しますが、親会社が存在する以上は、子会社に対する敵対的 TOB は事実上無理ではないかとの思い込みは改めていただきたいと存じます。親会社取締役としては、自社の完全子

会社とすると決定した後であっても、第三者の TOB に応じた方が良いのかについて、当該第三者の TOB 価格も踏まえた上で、善管注意義務に従って真剣に検討すべきであります。そう考えると、マーケット・チェックが行われるとの前提であれば、既に大株主だからコントロールプレミアムは小さくても良いとの考え方は成立しないでしょう。

なお、平生は、親会社経営陣は子会社について「独立して経営を行っている上場会社である」と説明しておきながら、完全子会社化の際には「少数株主だって子会社だと判っていたはずだ、親子のメリット（？）が既に株価に織り込まれている」等と言われても、子会社の少数株主としては困惑するばかりです。

【論点 2】特別委員会

被買収会社の取締役会が特別委員会の委員を指名するわけですが、この取締役会のメンバーが、既に買い手の意向に強く影響されている方々である場合が多いわけです。そして、特別委員会の役割を定義したとしても、特別委員会には何らの法的な責任もない無責任な存在です。

やはり、特別委員会の委員は、何等かの責任を負っている方々に担っていただくべきであります。第一の候補は、被買収会社の社外取締役です。社外取締役であれば少数株主の利益代表であるはずですし、そもそも会社法上、取締役として株主に対する善管注意義務を負っています。確かに現在の日本の上場企業の社外取締役の方々では頼りない場合もありそうですが、平生からのコーポレートガバナンス・コード原則 4-14 に基づくレーニングに加え、委員指名の際にその役割を十分に理解していただけるよう説明すれば、緊張感をもって委員の職務を全うしていただけるでしょう。欧米

では、M&A に際して設けられる特別委員会は社外取締役で構成されることが一般的です。

そして、頼りない日本企業の社外取締役を補助する委員の候補は、スチュワードシップ責任を負っている機関投資家です。被買収会社は、M&A の可能性及び特別委員会の設置を公表し、例えば委員のうち3名を株主である機関投資家から募るのです。委員を希望する機関投資家が多い場合は、機関投資家同士の話し合いで定員の人数に絞り込めば良いでしょう。株主である機関投資家であれば、正に少数株主の代表者として、そしてアセット・オーナーに対する責任を負っている者として、プロフェッショナルな投資家としての意見を述べるでしょう。

そして、特別委員会の役割等としては、論点3～6が関係します。最も重要な役割は、論点3のTOB価格（または買収の対価）が少数株主にとってフェアであるか否かを判断することであり、必要に応じて買い手と交渉することです。この責任を果たすためには、委員会独自のアドバイザー選任、株価算定書の取得等も必要となるでしょう。

その他の特別委員会の役割としては、論点4のマーケット・チェックについて第三者である買い手にデュー・デリジェンスをさせるべきか否か及び論点5のMajority of Minority条件を満たしていることの確認があります。そして、論点6の情報開示は殆どが特別委員会に関するものです。

【論点3】 株式価値算定、フェアネス・オピニオン

弊社は、特に利益相反のあるM&Aに際しては、買い手・売り手共に単なる株価算定書の入手だけでは無責任であり、フェアネス・オピニオンを取得すべきと考えていま

した。しかし、弊社はこの考えを改めました。弊社の結論は、どちらであっても少数株主の利益は軽んじられて、恣意的に低い価格が提示される可能性がある、というものです。

日本の裁判所は、前記の T 不動産の例にもあるように、買収価格については、「市場の株価には、当該企業の資産価値等の全ての情報が織り込まれている」、「買収価格は市場株価にある程度のプレミアムが付されていけば良い」との前提で判断してきました（**）。これでは、予め意図的に悪い経営等により株価を安くしておけば、割安な価格での買収実行が可能となってしまいます。そこで、弊社は、市場の株価にとらわれずに真の価値を算定する専門家によるフェアネス・オピニオンが望ましいと考えていました。

しかし、前記の NTTTK の事例では、買い手の NTT は株価算定書を取得した一方で売り手の NTTTK は株価算定書に加えてフェアネス・オピニオンを取得しており、そのフェアネス・オピニオンは、その呼称とは正反対の、少数株主にとっては非常にアンフェアな価格を提示しました。このフェアネス・オピニオンは、上場企業の買収価格について市場の株価を重視する判例を踏まえ、少数株主に対して実はアンフェアな価格でも裁判所にはフェアであると認められることを見越して作成されたものであったと思われます。

弊社は、NTTTK の業態であれば、リート（不動産投資信託）のバリュエーションを参考とすべきであると考えています。NTT が前記の通り非常に割安な TOB 価格で NTTTK を 100%子会社化後に、リート等に NTTTK が保有する不動産を売却すれば、NTTTK が保有する不動産の価値は具現化できます。そして、そのリターンは親会社である NTT が総取りしてしまい、NTTTK の従前の少数株主には全く与えられ

ません。

このようにアンフェアなフェアネス・オピニオンを堂々と書いてくれる業者が日本には存在するわけです。おそらく、この業者は、このオピニオンを書いた対価として株価算定書の場合を大きく上回る報酬をNTTTKから受領していることでしょう。

弊社の結論は、日本においては、フェアネス・オピニオンを取得してもその価格算定は全くフェアではなく単なる株価計算式であり、株価算定書以上の価値は無いのに費用が高くつく可能性が高い、というものです。

***買収価格と市場の株価：旬刊商事法務 No.2188 (2019/1/25)「株式の公正価値算定手法の日米比較 (尾藤正憲)」によれば、米国においては、被買収会社の株式市場効率性(株式市場が効率的で、被買収会社の市場の株価に依拠して公正な買収価格を検討できること)を認定した判例においては、いずれも、主要株主の不存在、市場取引の活発性、多数のアナリストによる評価の対象とされてきたこと、等の観点が考慮されているとのこと。*

【論点4】マーケット・チェック

日本においては、敵対的買収は実質的に行われず、被買収会社の少数株主に対して買収価格を提示するのは、友好的な買収会社のみです。そして、前述の通り、MBOや親会社の子会社買収の場合はアンフェアな(低い)価格提示が行われる場合が少なくありません。これでは少数株主の利益は守られません。

被買収会社の取締役会は、自らの責務を株主利益の最大化であると理解したうえで、第三者からの買収を前提としたデュー・デリジェンス要請にも応じ、敵対的買収を排除しないようにして、マーケットメカニズムが働くようにすべきです。一方で、被買

収会社が子会社の場合であっても、親会社取締役としては、自社の完全子会社にするのがよいのか、TOBに応じた方がよいのかについて、TOB 価格も踏まえた上で、善管注意義務に従って真剣に検討すべきです。

具体的には、買収を希望する第三者は、被買収会社取締役会に対し買収希望を申入れ、特別委員会が認めた者に対してはデュー・デリジェンスを行わせることとします。経済産業省の指針としてこのようなマーケット・チェックを指針に取り入れていただければ、少数株主の利益が保護されるだけでなく、敵対的買収者、敵対的 M&A に協力するフィナンシャルアドバイザー、法律顧問等も増えて M&A 市場の活性化が期待できるでしょう。

【論点 5】 Majority of Minority 条件

まず、Majority of Minority 条件（以下「MOM 条件」といいます。）は、MBO の場合のみではなく、従属会社買収についても適用されるべきであると考えます。MBO に MOM 条件を適用して従属会社買収に適用しない理由はありません。そして、MBO では経営者が 50%以上保有している場合に限定しているわけではないことから、子会社に限定することなく、10%以上の主要株主である大株主である企業が行う買収であれば、同様に扱うべきであります。

次に、少数株主（=Minority）には、政策保有株主は算入しない計算方法とするべきです。買収提案者と関係ない少数株主の多数が賛成することで、公正性が担保されるとの考え方からは、無条件で取締役会の提案に賛成する政策保有株主を少数株主と定義することはできません（弊社の知る限り、政策保有株式に関し具体的な議決権行使基準を策定して開示している上場企業は存在しません）。この政策保有株主か否かの

判定は、株主が上場会社ならば有価証券報告書で確認できる可能性があります。最終的には特別委員会が被買収会社に対し、当該株主との取引関係や株主となった経緯等を確認して行うことになります。

そして、Majority の判断ですが、会社再編である以上は少数株主の3分の2超の賛成又は応募が必要であるとすべきでしょう。

【論点6】情報開示

論点2で申し上げた通り、特別委員会の設置は早めに公表すべきです。そして、委員を機関投資家である株主から募り、TOB開始までは最低でも数ヶ月間の活動期間を設けるべきです。

なお、特別委員会設置の発表が最初の重要事実の公表に該当すると考えられ、TOB価格等の決定発表は第2弾の重要事実の公表に該当すると考えられます。少なくとも、委員となった機関投資家は、第2弾の発表まで従属会社株式の売買を停止することになります。

TOBを行わないで親会社の子会社に対して行う、株式交換、合併等による組織再編の場合、株主総会の半年以上前にその方向性を公表することも、実務的に広く行われています。これらの場合でも、「公正なM&Aの在り方（従属会社の買収）に関する指針」が適用されるよう指針を規定していただきたいと存じます。

最後に、特別委員会に議事録及び意見書又は報告書の作成を義務づけていただきます。そして、特別委員会の委員が適切に責務を果たしていることを確認するため、議事録及び特別委員会が取締役に提出した意見書又は報告書を適時開示していただくべきです。

また、委員の報酬については、MBO等の公表時において合わせて公表されるべきであると考えます。

以上