

第3章

対象会社側が留意すべき 特別委員会・公正性担保措置 における実務ポイント

【この章のエッセンス】

●M&A指針の公表から3年が経過し、特別委員会が有効に機能するための実務上の工夫や公正性担保措置の実施およびその開示での説明等については、一定の理解の浸透と実務の集積がみられる。

●対象会社においては、速やかな検討体制整備と実効的に特別委員会の運営を行うための工夫を行うことが重要になる。特に特別委員会の委員においては、自らの求められる役割を正確に認識し、必要なサポートを得たうえで、十分な検討を行うことが必要である。

●フェアネスオピニオンや、積極的マーケット・チェックといったその他の公正性担保措置についても、わが国のMBOの実態に応じたあるべき姿が検討されるべきであろう。

き姿が検討されるべきであろう。

M&A指針・公正性担保措置の浸透

MBOおよび支配株主等との間の取引の実施のための公正な手続に関するガイドラインとして、経済産業省がM&A指針を公表してから3年が経過し、特別委員会が有効に機能するための実務上の工夫⁽¹⁵⁾や公正性担保措置の実施およびその開示での説明等については、一定の理解の浸透と実務の集積がみられている⁽¹⁶⁾。

特に、公正性担保措置の基点と位置づけられる特別委員会については、広く実務に浸透しており、現状、M&A指針の直接の適用のない図表10のような類型の取引においても広

く設置されている⁽¹⁷⁾。

特に注目すべきは、本来的には、M&A指針の適用対象となっていない、独立当事者間による対象会社のスクリーズアウトを伴う非公開化においても、実務的には大多数の案件で特別委員会が組成されているのが現状である。これは、スクリーズアウト案件であれば、その後の価格決定の申立てがなされる可能性を考慮

して慎重な手続を実施しているものと考えられる。もつとも、過去の判例において、特別委員会を設置していないケースにおいてもいわゆる公正な手続論の適用を認めた事例も存在し⁽¹⁸⁾、必ずしも、スクリーズアウトを伴う案件であることをもって、特別委員会を設置するという硬直的な運用をする必要はないと考えられる。

本章では、このような実務上の動向を踏まえたうえで、MBO案件において実際に特別委員会の運営や公正性担保措置を実施するに際して、実務上留意すべき点や検討すべき工夫について、公正性担保措置の実施主体である対象会社（およびその諮問機関である特別委員会）の視点から解説する。

(図表10) 特別委員会が設置される取引の類型

- ▶ 支配株主ではない大株主による対象会社の買収
- ▶ 支配株主に対する第三者割当
- ▶ 支配株主・大株主による保有株式売却案件
- ▶ 敵対的買収
- ▶ 独立当事者間による対象会社のスクリーズアウトを伴う非公開化

(15) M&A指針の内容も踏まえて、①委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報、②特別委員会に付与された権限の内容に関する情報(取締役会による特別委員会の判断の取扱い等)、③買収者との取引条件の交渉過程への関与状況に関する情報、④答申書の内容を含めた特別委員会における検討内容、⑤委員の報酬体系に関する情報などについて、M&A公表直後の案件と比較される実務が集積してきている。

(16) M&A指針公表後のMBO案件における公正性担保措置に関する開示での説明状況については、(株)東京証券取引所が2021年7月2日に公表した「公正なM&Aの在り方に関する指針」を踏まえた開示状況についても参照。また、M&A指針公表後の公正性担保措置の実施状況についての分析は多く存在するが、石綿学「金村公樹」公正なM&Aの在り方に関する指針「公正性担保措置の検証とあるべき姿」法律時報2021年8月号1167号40頁、玉井裕子西村修「濱口耕輔」新M&A指針公表後の実務「MARK Online」2020年10月号312号などが詳しい。

(17) M&A指針は、MBOおよび支配株主による従