



“将来”法務部長になりたいインハウスが“今”押さえない

買収提案と特別委員会設置（入門編）

2024年12月23日

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業

パートナー・弁護士 小林咲花



目次

1. 特別委員会とは？	p.2
2. 特別委員会設置・運営のポイント	p.6
3. 買収提案を受けた時の戦略と特別委員会	p.11
4. 買収提案時の特別委員会設置の事例とその特徴	p.14

特別委員会とは？

特別委員会とは？

- ▶ 「特別委員会」 = 「公正M&A指針」というソフトローに基づき任意に設置される会議体
- ▶ 会社法等の法令上に設置根拠がある会議体ではない
- ▶ 買収提案と特別委員会の設置に関して重要なソフトロー
 - ▷ 「**公正M&A指針**」：2019年6月28日経済産業省「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－」
(https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/fairmaguidelines.pdf)
 - ▷ 「**買収指針**」：2023年8月31日経済産業省「企業買収における行動指針-企業価値の向上と株主利益の確保に向けて-」
(https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/20230831_2.pdf)

特別委員会設置の目的・役割

- ▶ 元来の目的：①上場会社におけるMBO、及び②支配株主による上場会社である従属会社の買収（「**MBO等**」）の場面における構造的な利益相反性や情報の非対称性（買収者vs一般株主）の問題に対応し、取締役会に期待される役割を補完・代替する独立した機関として設置
- ▶ MBO等以外の類型の場合（買収提案含む）：事案毎の利益相反の程度、取締役会の独立性を補完する必要性、市場における説明の必要性の高さ等に応じて、設置の要否を検討することが必要
- ▶ 以下のような場合には、特別委員会の設置が有用であると考えられている
 - ▷ ①キャッシュ・アウト提案で取引条件の適正さが株主利益にとって重要であると考えられる場合
 - ▷ ②買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合
 - ▷ ③その他、市場における説明責任が高いと考えられる場合（複数の公知の買収提案がある場合等）
- ▶ 取締役会の過半数が社外取締役でない会社においては、取締役会の独立性を補完し、取引の公正性を確保するために、独立した特別委員会を設置し、その判断を尊重することが一般論として有益と考えられている

法務担当者として抑えておきたいポイント

- ▶ 買収者から買収提案を受けた場合、対象会社側で特別委員会設置が常に義務づけられる訳ではない
- ▶ 特別委員会の設置要否については、株主と取締役の利益相反の程度や取締役の独立性補完の観点から検討することになる
- ▶ 全上場会社のうち独立社外取締役が過半数を占める企業は未だ13.4%程度に留まっており*、取締役会の過半数が社外取締役でない多くの上場会社では買収提案の検討に際し取締役会の独立性を補完する必要性が一般的に高い状態
- ▶ 実際にMBO等以外の類型において真摯な買収提案を受けた場合、実務上は取締役の独立性の補完及び市場への説明の透明性の確保等を目的とした特別委員会の設置を検討することになる可能性が高い

*2024年7月24日株式会社東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」

2 | 特別委員会設置・運営 のポイント

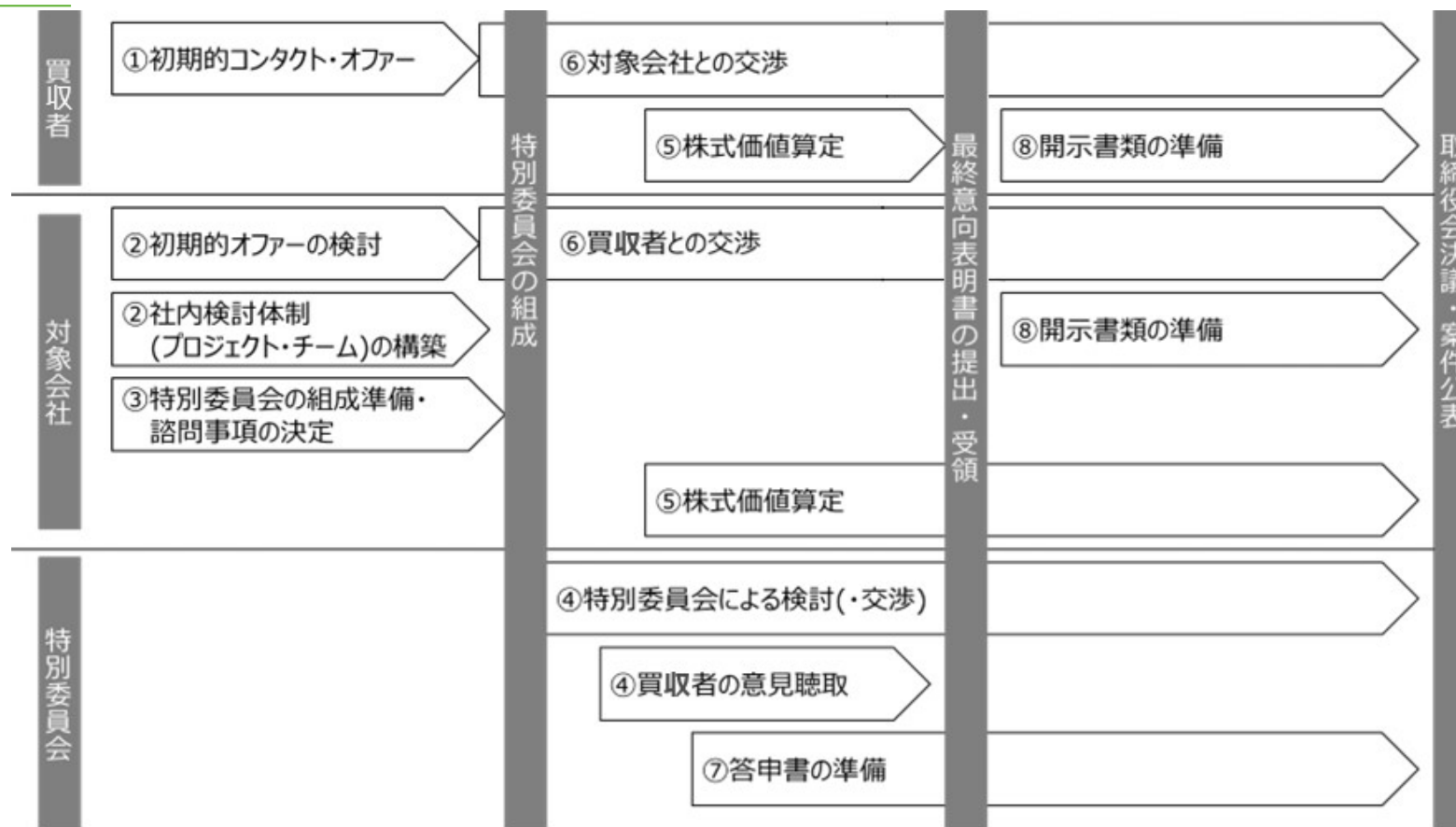
特別委員会設置のポイント

- ▶ 設置時期：少なくともMBO等においては、対象会社が買収者から買収提案を受けた場合は、可及的速やかに、特別委員会を設置することが望ましいとされる（公正M&A指針3.2.4.1）
- ▶ 委員の属性：
 - ▷ 独立性（①買収者からの独立性、及び②当該M&Aの成否からの独立性の双方）を有することが必要
 - ▷ 一般的には、社外取締役、社外監査役、社外有識者（弁護士、会計士、税理士等）の順番で望ましいとされている（公正M&A指針3.2.4.2(B)）
- ▶ 人数：3～5名が一般的
- ▶ 外部アドバイザー：特別委員会が独自の外部アドバイザーを選任する権限を付与されている事例もあるが、対象会社の選任した外部アドバイザーの独立性及び専門性等に問題がないことを確認したうえで、その専門的助言を信頼することも許容されている（公正M&A指針3.2.4.5）

特別委員会運営のポイント

- ▶ 特別委員会の基本的役割（M&A指針3.2.2）：
 - ▷ (a)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
 - ▷ (b)一般株主の利益を図る観点から、(i)取引条件の妥当性及び(ii)手続の公正性について検討・判断
- ▶ 特別委員会の活動：取締役会からの諮問事項についての検討、取締役会への答申
- ▶ 一般的な諮問事項：
 - ▷ ①取引の目的の合理性（取引が対象会社の企業価値向上に資するかを含む。）
 - ▷ ②取引条件の妥当性
 - ▷ ③取引に係る手続の公正性
 - ▷ ④取引を行うことは対象会社の少数株主にとって不利益ではないか
 - ▷ ⑤公開買付けに対して対象会社取締役会が賛同意見を表明すること及び株主に対して公開買付けへの応募を推奨することの是非

特別委員会の運営スケジュール



特別委員会の運営スケジュール

回数	内容
1	<ul style="list-style-type: none"> 特別委員会の設置目的等の確認 対象会社の会社概要説明 取引の概要説明 対象会社における検討体制の確認 特別委員会の全体スケジュールの確認
2	<ul style="list-style-type: none"> 買収者からの初期的提案内容の検討 目的の合理性の検討 買収者に対する質問事項の検討
3	<ul style="list-style-type: none"> 買収者に対するインタビュー
4	<ul style="list-style-type: none"> 対象会社の事業計画に関する対象会社からの説明、質疑応答
5～X-2	<ul style="list-style-type: none"> バリュエーションに関する中間報告 買収者の価格提案の内容検討 交渉方針の検討 等
X-1	<ul style="list-style-type: none"> 答申書のドラフト確認 バリュエーション結果の現状確認 各種開示書類の確認 買収者の最終価格提案の内容検討 交渉方針の検討
X(公表日前日又は当日)	<ul style="list-style-type: none"> 答申書の最終確認 バリュエーション結果の最終確認 開示書類の最終確認

3 | 買収提案を受けた時の 戦略と特別委員会

買収提案を受けた時の戦略と特別委員会

- ▶ 買収提案：対象会社の取締役会の賛同を前提としない買収提案を行う場合、新株発行や組織再編により経営支配権を取得する方法は通常困難であるため、金銭を対価とした公開買付け（TOB）の提案・開始（予告）等の方法が採られることが一般的
- ▶ 法令上の対応：買収者が実際に公開買付けを開始した場合、対象会社においては、公開買付開始公告が行われた日から**10営業日以内**に、当該公開買付けに関する意見等を記載した意見表明報告書を関東財務局に提出し、意見表明の決定に係るプレスリリースを行うことが求められる（＝時間がない）
- ▶ 買収者側は事前に十分に時間をかけて買収提案の戦略やタイミング等を検討したうえで、自らに最も有利なタイミングで買収提案を仕掛けてくるため、**買収提案を受けた時点で買収者と対象会社側には大きな体制・情報格差がある**
- ▶ 買収提案を受けた場合、法令等に則りつつ、なるべく時間を稼ぎながら対応方針を検討する必要がある

買収提案を受けた時の戦略と特別委員会

- ▶ 基本戦略：(i)時間を稼ぐ + (ii)買収者の急所を見極める
 - ▷ 但し、「真摯な買収提案」(bona fide offer) に対しては「真摯な検討」をする必要がある
- ▶ 具体的戦略：
 - ▷ ①買収者が提案する価格が対象会社の本源的価値(intrinsic value)を下回る(したがって買収提案に反対/応募推奨しない)ことを示す
 - ▷ ②ホワイト・ナイトを見つける
 - ▷ ③買収者の悪性が高く、企業価値を毀損するおそれがあるとして有事導入型の「買収への対応方針」で対抗
- ▶ 上記③は「買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合」に該当し、買収指針上、特別委員会設置の有用性が高いと考えられている
- ▶ 上記②の場合、買収者側の買収提案とホワイト・ナイトの買収提案が競合し、公正な立場から複数の提案を比較検討することが求められるため、特別委員会設置の有用性が高いと判断される事例が多いと思われる

4 | 買収提案時の特別委員会 設置の事例とその特徴

買収提案時の特別委員会設置の事例とその特徴

- ▶ 買収指針後の同意なき買収提案の事例は8件、うち特別委員会が設置されたのは7件、同意なき買収提案が最終的に成立したのは3件
- ▶ 特別委員会は同意なき買収提案後可及的速やかに設置されるケースが多く、7件中6件は独立社外取締役のみで構成されている
- ▶ 特別委員会が設置された7件のうち4件は同意なき買収提案を契機として特別委員会設置の検討・決議を行っているものの、いずれも買収提案公表の翌日～2週間程度で組成に至っており、速やかな人選・組成が行われている

買収提案時の特別委員会設置の事例とその特徴

日時	事例
2023年6月8日	買収指針案公表
2023年7月13日	ニデックがTAKISAWAに対して（同意なき）TOBの意向表明書提出 →最終的にはTAKISAWAが買収提案を受け入れて TOB成立
2023年8月31日	買収指針公表
2023年12月7日	第一生命HDが、ベネフィット・ワンへのエムスリーによるTOBに対して、対抗TOB提案を公表 →最終的にはベネフィット・ワンが第一生命による対抗TOBを受け入れて TOB成立
2024年3月13日	ブラザー工業が、ローランドDGの（Taiyo Pacific Partnersと組んだ）MBOのためのTOBに対して、対抗TOB開始を予告 →最終的にはTaiyo Pacific Partners側がTOB価格を引き上げる一方、ブラザー工業がTOB価格を引き上げず、Taiyo Pacific Partners側の TOBが成立
2024年3月21日	AZ-COM丸和HDが、C&Fロジホールディングスに対して（同意なき）TOBの意向表明書提出 →最終的にはホワイト・ナイトのSGホールディングスがAZ-COM丸和HD側のTOB価格を上回る価格でのTOBを公表し、SGホールディングス側のTOBが成立
2024年6月10日	米テック・ファンドのTrue Windがサン電子に対して（同意なき）TOBを開始 →サン電子取締役会は、True Windに質問権も行使せず、TOBに対して中立（応募推奨せず）の意見表明を行い、TOBが成立
2024年7月23日	3Dインベストメントが東北新社にTOB(100%買収)を提案 →その後デュー・デリジェンス実施に向けて協議するも最終的に東北新社が協議打ち切りを通告
2024年8月19日	アリマタシオン・クシュタールがセブン&アイ・ホールディングスに100%買収の提案を行っている旨が報道 →9月6日セブン&アイ・ホールディングスが提案に賛同しない旨を回答 →10月9日アリマタシオン・クシュタールからの再提案受領を公表 →11月13日創業家からのMBO提案受領を公表
2024年12月18日	富士ソフトの非公開化に関しKKRが独占交渉権を取得、TOBを開始したものの、ペインが反対 →11月5日KKRが第1回TOB完了(33.86%)、11月20日～第2回TOB実施 →10月11日ペインがTOB計画を公表、12月11日TOB価格引き上げ →11月15日、12月17日富士ソフトがペイン提案への反対を決議・維持 →12月18日ペインが富士ソフトへの同意無きTOB提案を公表

まとめ

- ▶ 買収指針の公表後、同意なき買収提案の事例は着実に増加傾向
- ▶ アクティビストやファンドに限らず、事業会社・海外企業等から買収提案・対抗提案を受ける可能性を常に意識しながら事業運営を行う必要性が高まっている
- ▶ 買収提案を受けた場合、取締役会において真摯な検討が必要となるとともに、社外取締役等から構成される特別委員会の速やかな設置・運営が必要となる可能性が高いため、平時から人選・対応方針について意識しておくことが望ましい
- ▶ 法務担当者としては、特別委員会設置要否の検討ポイントを予め把握し、速やかな組成・運営サポート、スケジュール調整等に備えることが考えられる

CV



小林 咲花

Sakka Kobayashi

パートナー | 東京

Tel 03 6250 6605

s.kobayashi@nishimura.com

登録

- ▶ 第二東京弁護士会(2009年登録)
- ▶ ニューヨーク州(2017年登録)
- ▶ テキサス州(2017年登録)

学歴

- ▶ 2006年 東京大学法学部第一類(LL.B.)
- ▶ 2008年 東京大学法科大学院(J.D.)
- ▶ 2016年 University of California, Berkeley, School of Law (LL.M.)

経歴

- ▶ 2012-2013年 KDDI株式会社 出向
- ▶ 2016-2017年 Norton Rose Fulbright LLP (テキサス)
- ▶ 2021-2024年 株式会社スカラ 社外取締役
- ▶ 2023年 バリュー・クエスト・パートナーズ株式会社 社外監査役

国内外の大企業・中小企業・スタートアップ企業のM&A、業務提携、事業展開等のコーポレート・アクションについての戦略的支援、実現までのサポートの他、敵対的買収/アクティビスト対応にも精通。企業出向中はM&Aの専門部署(企業戦略部)において、ビジネス・法務の両面から戦略的事業再編の推進に携わる。これまでに携わった国際M&Aの相手国は米国、イタリア、オランダ、ドイツ、英国、オーストラリア、ベトナム、中国、韓国、台湾、モンゴル、ミャンマー、マレーシア、シンガポール、インドネシア他多数。

主な案件実績

- ▶ Berlin Packaging L.L.C. : 日硝実業株式会社の買収 (2024)
 - ▶ ダイキン工業株式会社 : 三浦工業との資本業務提携 (2024)
 - ▶ KDDI株式会社 : Skydio, Inc.との資本業務提携 (2024)
 - ▶ SK Japan Investment Inc. : TBMとの資本業務提携 (2021)
 - ▶ 昭光通商株式会社 : SKTホールディングスによる公開買付け (2020-2021)
 - ▶ ダイキン工業 : イタリアの総合油圧機器メーカー デュプロマティック MS社を買収(2022)
 - ▶ オンワードホールディングス : ジルサンダー S.p.A.の株式譲渡 (2021)
 - ▶ ダイキン工業 : 韓国におけるエッチングガスの製造販売のための合併会社の設立(2020-2021)
 - ▶ オリックス : 小林化工の株式取得(2020)
- ほか多数

主な論文等

[「M&Aにおける特別委員会設置・運営の実務—突然のM&A・買収提案に慌てないように備えておくべき重要ポイント」](#) (金融ファクシミリ新聞社、2025年1月セミナー実施予定) 『買収提案を受けたときの特別委員会の実務』 (共著、旬刊経理情報、2024年)、『「M&A特別委員会」設置・運営の実務』 (共著、中央経済社、2024年)、『MBOや上場子会社の買収などで増加傾向 M&Aにおける特別委員会組成の実務』 (共著、ビジネス法務、2021年)、『頻発する事案に他人事ではいられない 敵対的買収の法的留意点』 (共著、旬刊経理情報、2020年) 等



西村あさひ法律事務所・外国法共同事業

東京都千代田区大手町1-1-2 大手門タワー 〒100-8124

Tel 03 6250 6200

