

米国 PE ファンドによる日本の上場企業の買収

ブレイクモア法律事務所は、2021年6月29日に WEB 会議を開催し、ニチイ学館／ベイン・キャピタルの MBO 案件に係る問題点を分析した

2021年7月16日

ウェブ会議の簡易議事録（2021年6月29日）

2021年6月29日、Blakemore & Mitsuki は、日本の大手金融機関とウェブ会議を開催し、2020年5月から8月にかけて、ベイン・キャピタルとのマネジメント・バイアウトの一環として行われた、株式会社 BCJ-44 による株式会社ニチイ学館の発行済株式および新株予約権に対する公開買付けの分析を行った。

カンファレンス参加者の紹介に続いて、Blakemore & Mitsuki のパートナーである家守昭光氏と、同事務所のフォーリン・アトニー（外国法事務弁護士）である Mark Stockwell 氏が参加し、経済産業省が発表した2019年6月28日付の「公正な M&A の在り方に関する指針」に照らして、取引の公正性に関する問題点を議論した。

家守氏とストックウェル氏は、指針で推奨されている6種類の公正性確保策のうち、ニチイ学館の取締役会が潜在的に実施すべきであった曖昧で客観的な基準の設定が困難な取引条件の公正性を手続的に確保する手段として、3つの手段を取り上げた。①外部アドバイザーからの独立した専門家の助言（具体的にはフェアネス・オピニオン）の取得、②過半数の賛成条件の設定、③他の買収者からの提案の機会の確保（マーケット・チェック）である。

ストックウェル氏は、ボードが取得したのはニチイ学館の株式の評価のみで、購入価格に関するフェアネス・オピニオンではなかったことを指摘した。指針で推奨されているように、買収価格をめぐる訴訟の可能性があるため、米国のほとんどすべてのパブリック・アクイジションで一般的に行われているように、フェアネス・オピニオンを取得した方がよかったといえる。

家守氏は、日本では買収価格をめぐる訴訟は比較的まれであると述べたが、その理由の一つとして、訴状を提出するだけでも多額の裁判費用¹がかかり、原告が100

¹日本では、民事訴訟を起こすためには、原告が裁判所に手数料を支払う必要がある。もちろん、原告は弁護士に弁護士費用を支払う必要もある。また、日本には集団訴訟制度があ

Briefing

億円の支払いを請求した場合には 1,600 万円程度の裁判費用（貼用印紙代）がかかり、そのため、一般の株主は多額の訴訟費用を支払うことに抵抗があることを挙げた。²

さらに、家守氏は、ベインが当初提示した 1 株あたり 1,500 円の価格でフェアネス・オピニオンを発行することを合理的に期待される投資銀行やその他の専門会社がなかったというシンプルな理由で、取締役会はフェアネス・オピニオンを取得できなかったのかもしれない、と述べた。ベインは、コロナウイルスのパンデミックによる株価の下落が一過性のものであることを利用した。パンデミック前には、1 株あたりの価格は 1,900³円以上の高値をつけていた。また、本公開買付けに先立ち、ニチイ学館は長年にわたり赤字が続いていた教育事業から撤退することを決定した。これが株価に好影響を与えたはずであり、控えめに見積もっても一株あたりの価格は 2,000 円以上になると思われていた。

ストックウェル氏は、取締役会が得た評価とは対照的に、香港リム・アドバイザーズ（ニチイ学館に対して公開されていない何らかの権益を有していた）が 1 株当たりの適正価格を 2,400 円と算出した、と述べた。

続いて家守氏は、特別委員会の構成と、買収者の代表取締役が 2015 年からニチイ学館の取締役にも就任していたことに簡単に触れた。このような関係から、特別委員会は真に独立しているとは言い難い立場にあったと考えられる。このことから、少数派の過半数の承認の欠如についての議論へと進行した。

ストックウェル氏は、本公開買付けには、少数派の過半数の承認を得ることが（成立のための）条件として含まれていないことを指摘した。指針によれば、**majority-of-minority** 条件を設けること、一般株主の過半数が取引条件に満足していることを直接確認することにより、一般株主の判断（権）を行使する機会を確保することが、より強く重視されることに繋がる。このことは、今回の取引では、特に強く当てはまる、なぜならば、ベインが、①経営陣や創業者一族との間で公開買付契約を締結し、②ニチイ学館の筆頭株主である明和の株式を購入することに合意し、且つ、③第 2 位の株主である **Effissimo Capital Management Pte.Ltd.**がその所有する全株式を公開買付けに応募するとの制約を確保すること、により、ニチイ学館の発行済議決権株式の 53%以上を確保していたからである。

家守氏は、誓約がなされたのは公開買付けが開始された後だが、エフィッシモが

るが、原告は適格消費者団体に限定されており、その他の厳格な制限と相まって、MBO 取引に関して原告が日本版の集団訴訟制度を利用することはほとんど不可能であると日本の一般の人々は理解していることに留意していただきたい。

²日本でも、普通の株主が裁判所に 1 株あたりの適正価格の決定を求める申立てをすることがあるが、この場合、株主は株数にかかわらず、裁判所に 1000 円を支払うだけで済む。

³2019 年 11 月の 1 株あたりの最高値は 1,960 円でした。

Briefing

他の株主よりも特別な扱いを受けた（制約が開示された時点において、エフィッシモが、この買収の一部として、ベインと共に、約15億円を共同投資しようとしていることも開示された）ため、⁴（金融商品取引法に違反しない範囲で）エフィッシモとベインが公開買付開始前にコミュニケーションをとっていた可能性があるかもしれないと推測した。他の一般株主にはそのような機会が与えられていなかった。ストックウェル氏は、これは非常に問題があると同意し、単に公開買付けに応募するのではなく、書面による誓約を確保することが適切であったか否か疑問を呈した。

家守氏は、誓約の開示は、エフィッシモの特別な扱いと異議申し立ての機会を一般株主に知らせるための手段であったと指摘した。結局、家守氏の計算では、**majority-of-minority** 条件が付されなかったが、少数派の過半数(**a majority of the minority**)による公開買付けに対する応募は、確保された。

続いて、今回の事例ではマーケットチェックが適切であったかどうかについて議論した。ストックウェル氏は、これはマネジメント・バイアウトであり、その結果、経営陣が他の買い手からのオファーを受け入れる可能性は低いと指摘した。指針では、特定の状況下でマーケットチェックを実施することを推奨している。しかし、MBOを行う経営陣が支配株主である場合、対象会社を買収しようとする支配株主は既に対象会社の支配権を持っており、支配株主が第三者への売却を嫌がっている場合には、真摯な競合提案がなされる可能性は低いと考えられる。

家守氏は、実際に **Baring Private Equity Asia** という競合するビッドダーが現れ、1株あたり2,000円を提示したと言われていることを指摘した。しかし、この事実は取締役会によって正式には開示されなかった。事実、競合するオファーは2020年8月17日に行われたとされるが、公開買付けはその翌日に終了した。ストックウェル氏は、ベインによる当時の1株当たりのオファー価格1,670円を大幅に超える、かかるプレミアム[付きのオファーがなされたこと][訳者、補足]について、特別委員会および取締役会で十分な検討がなされるべきであったと指摘した。

その後、家守氏とストックウェル氏は、出席者に事前に配布された以下の取引文書のシムレートされたドラフト⁵について議論した。これらの文書の重要な条項のうちの一部について、取引の当事者とそのアドバイザーがとったであろう行動の観点から分析した。

⁴エフィッシモは、本公開買付け開始の約1年前である2019年6月時点で、ニチイ学館の発行済株式の11.40%を保有していた。

⁵ 実際の取引において使われ得るであろう、実戦形式のドラフトのこと。

Briefing

1. 森信介氏、寺田剛氏、ベインキャピタルマネジメントとのマネジメントサービス契約
 - a. スtockウェル氏は、エクスペンス・リインバースメント（費用の償還）に関してベインに課せられた合理的な制限が無いことを指摘した。家守氏は、日本のM&A取引においては、企業のオーナーは法律サービスを利用することに不慣れであることが多く、法律顧問を利用しなかったり、M&A案件の経験が浅い弁護士を利用したり、あるいは買収者が推薦する弁護士を利用したりすることさえあるということを指摘した。
 - b. この条項以外にも、この種の契約は、通常、管理サービス提供者がサービスを受ける側よりもはるかに洗練されているため、概してヘビーな交渉が行われなことが指摘された。
2. Effissimo Capital Management Pte. Ltd.が発行した書面による誓約
 - a. スtockウェル氏は、このプレッジの日付が公開買付け開始後になっていることから、この誓約の唯一の目的は、ECM Master Fundが公開買付けに共同投資することをベインに認めさせることだったように見えると指摘した。
 - b. 家守氏は、エフィッシモが公開買付者の親会社の株式を引き受ける権利を持っていることは、他の応募株主よりもエフィッシモに有利であり、会社法上すべての株主は平等に扱われなければならないことからすれば、日本法上問題であるということを再度指摘した。
3. 寺田邦子氏と株式会社BCJ-44との間の株式売買契約（明和）
 - a. 家守氏は、明和が非上場企業であることから、買収価格の決定要因となる明和のclosing debts（クロージング時点における債務）について、独立した第三者の判断を得ることが重要であると述べた。
 - b. また、家守氏は、買い手が公開買付けへの参加を要求する権利は、寺田氏がその他の点で契約に違反した場合に、公開買付けを成功させるために有用な権利であると述べた。
4. 森信介氏と株式会社BCJ-44との間の公開買付応募契約書
 - a. スtockウェル氏は、森氏が一旦行った公開買付けを取り消すことはできないことになっているが、同氏が取り消しを希望する場

Briefing

合の状況について議論した。家守氏は、森氏が経営を継続することになっているので、おそらくこの規定を受け入れるだろうと述べたが、同じく公開買付契約に署名した事業から撤退する創業者一族にとっては、より良いオファーがあった場合には、このような取り消し権が重要になるだろうと述べた。

- b. 家守氏は、公開買付け者は、おそらく、森氏がニチイ学館の取締役として株主や新株予約権者に公開買付けを推奨することを撤回しないという義務も含めることを、望んだかもしれないと指摘した。ストックウェル氏は、森氏が受託者責任を果たすためなどの特定の状況下では、推薦を撤回できるようにしたいと望んだであろうと述べた。

5. Effissimo Capital Management Pte. Ltd. と株式会社 BCJ-43 との間のサブスクリプション契約

- a. スtockウェル氏は、公開買付けの決済が完了するまで、エフィッシモは ECM Master Fund に株式を購入させる義務がないと指摘した。このため、公開買付けの資金を調達するタイミングに問題が生じる可能性があるが、これはおそらく、クロージング時に購入と公開買付けの決済を同時に行うことで解決されるであろう。また、家守氏は、ベインが株式会社 BCJ-43 に対して 270 億円の出資を約束しているのに対し、エフィッシモは株式会社 BCJ-43 に対して 15.5 億円の出資しか約束していないことにも言及した。
- b. 家守氏は、ECM Master Fund は議決権を持たない株主となる予定であるが、株式会社 BCJ-43 の株主間契約では、ECM Master Fund に一定の重要な意思決定の承認権が与えられているのではないか、また、実際のサブスクリプション契約では、当該無議決権株式が議決権付株式に転換される条件が付与されているかもしれないと推測した。
- c. スtockウェル氏は、株式会社 BCJ-43 のための損害免責規定はなかったが、実際の契約では [株式会社 BCJ-43 のための] [訳者、補充] 損害免責規定があった可能性があると言及した。

Briefing

6. 株式会社 BCJ-44、適格子会社である借入人 (Eligible Subsidiary Borrowers)、貸主である金融機関、およびエージェントである株式会社 MUFG 銀行の間で締結されたアクイジション・ローン契約
- a. 家守氏は、このアクイジション・ローン契約のドラフトは「シミュレーション」ではなく、ブラック・アンド・デッカー社が借り手/買収者、シティバンクがエージェントをつとめる過去のクレジット・アグリーメントをベースにして作成された仮想のものであると説明した。
 - b. スtockウェル氏は、「EBITDA」の定義には、プライベート・エクイティ・スポンサーが通常要求するような追加要素が多く含まれていないと指摘した。家守氏は、例えば、ニチイ学館が創業家の関係者に対して、ノン・アームズレンクス・レベルの取引で数多くの支払いを行っていたかもしれないと指摘した。Stockウェル氏は、非現金費用や取引コストのアドバック [EBITDA への繰り入れ] [訳者、補充] がないことを指摘した。
 - c. Stockウェル氏は、①超過キャッシュフローの解消 [という概念] [訳者、補充] の存在、②スポンサー (買い手) が「超過キャッシュフロー」の定義を制限することを望むこと、及び、③この規定 [定義の制限規定] [訳者、補充] とローン契約の他の規定との関係、を指摘した。
 - d. Stockウェル氏は、ベインへのマネジメント・フィーの支払いは、劣後条項やその他の支払制限 (例えば、既存のデフォルト事由) の対象ではないと指摘した。家守氏は、シミュレートされたマネジメント契約の借り手は当事者ではないと指摘したが、Stockウェル氏は、借り手が森氏と寺田氏に代わってマネジメント・フィーを支払うのではないかと推測した。
 - e. 家守氏は、本公開買付けが撤回された場合に、貸し手がコミットメントを解除できるようにするための重要な条項である解除条項の存在を指摘した。
7. アクイジション・ローン契約のエグジビットおよびスケジュール
- a. Stockウェル氏は、株式会社 BCJ-44 と ニチイ学館 のコラテラル・パッケージの相違について言及した。家守氏は、最終的に

Briefing

は株式会社 BCJ-44 は ニチイ学館と合併し、ニチイ学館が存続することになるだろうと述べた。

シミュレーテッド文書の分析を終えた後、家守氏は出席者との質疑応答を行った。議論の焦点は、フェアネス・オピニオンであった。

2021年6月29日のウェブ会議における質疑応答部分に関する簡易議事録：

参加者 A⁶：冒頭で議論されていたフェアネスオピニオンの考え方について伺いたい。実際のトランザクションの中身は共有できないが、実際ベインはフェアネスオピニオンの取得はしていないのは事実で、かつ我々の認識だと、昨今のデールでそんなに多くのフェアネスオピニオンを取得してはいないという理解しているが、一方でストックウェルさんからご指摘いただいた通り、USではそれが必要になるということだが、日本とUSのマーケットで温度差がある背景、日本のマーケットではそんなに多くはフェアネスオピニオンを取得していない中でUSとの格差はどの部分から来ているかについてお伺いしたい。

家守 (BM)：それはまさに日本のリーガルマーケットの状況の故だと思う。日本のリーガルマーケットでは、例えばこの前の東芝のケースのように、監査委員会の報告書と言うのは、日本では一流と言われている弁護士事務所の弁護士が作成している。しかもフォレンジックもやっている。ただ調査したのが4人だけであり、多数のアソシエイト（弁護士）を使わず、かつ、AIも使わなかったこともあって、あのような内容の報告書となっている。同じ問題について、エフィッシモが指名した独立調査員が報告書を出したら別の結果になったということである。それは予算の問題もかなり大きいと思う。エフィッシモの調査員の調査に関して、コストをリーズナブルに抑制するのが条件として入っていたと思うが、多分数億円かかっているはずだ。10億は超えていないと思うが。監査委員会の報告書を作成した弁護士の場合は、せいぜい数千万だと思う⁷。もちろん金だけの問題ではなくどこまでやるかという問題がある。アメリカではMBOはかなり少ない。それはすごくリスクが高いから。ほぼ例外なくクラスアクションが起きる。絶対起きると言ってもいい程である。それでほぼ常に裁判になる。それを見越した上でやる。アメリカでも年に数件は今もMBOをやっているが、リティゲーションになるわけである。リティゲーションの時も、さっきの東芝の監査委員会の

⁶ 上記大手金融機関の社員。

⁷ 報告書の内容の精度から見て。

Briefing

報告書を作成した弁護士じゃなく、エフィッシモが指名したような、とことんまでやる弁護士が出てくると考えれば分かり易い⁸。

参加者 A:そのレベルでやるわけですね。

家守 (BM) : そのレベルでやる。そのレベルでやることを裁判所は許可する⁹。そのフィーをどっちが持つかということになるが、とにかくそこまで常にやる。それを前提に考えるから、利益相反が問題になり得る状況において、フェアネスオピニオンを取らないというのはむしろどうかしてるんじゃないかと思われる。アメリカだと特別委員会を作る時に、通常は事前に、いつも使っているローファームでもいいがどこかのローファームに、特別委員会の委員として、独立取締役¹⁰の中から誰が相応しいか意見を言ってもらい、それを尊重した形で特別委員会

⁸ この問題は、会社の経営陣（又は監査委員会）から調査の依頼を受けた弁護士／法律事務所が、誰のために行動しているのかという問題にも繋がる。即ち、このような場合の依頼者は、会社なのであり、経営陣（又は監査委員会）ではないのである（この点、依頼する経営陣（又は監査委員会）が、クライアントは、自分たちそのものであり、会社ではないということを明示し、それを、被依頼者が受け入れた場合は、別であると思われるが、そうでない限り、クライアントは会社であると解することになると思われる）。米国では、会社＝株主のもの、という考え方が徹底しているので、少数株主の利益を考慮せずに行動すること自体、弁護士としては躊躇せざるを得ないのである。これに対して、日本では、会社＝株主のもの、という考え方自体が弁護士においても必ずしも徹底しているわけではなく、また、直接自分に依頼してきた者（経営陣（又は監査委員会））の利益を「付度」して、依頼してきた者（経営陣（又は監査委員会））の望んでいるであろう結果に反するような報告書を作成することは行わないと、調査を始める前から決めて行ったのではないかと推測されかねない報告書が作成されることも日本では稀ではないように思われる。依頼してきた者（経営陣（又は監査委員会））の望んでいるであろう結果に反するような報告書を作成することは、勇気のいることである。それをやれば、通常は、当該弁護士は、クライアント（会社）を失うことになるからである。しかし、米国の一流の弁護士／法律事務所は、必要であると考えれば、それをやるのである。もし、それが必要であるのにそうしなかったことが発覚した場合、当該弁護士だけでなく、彼らが所属する法律事務所が、リーガル・マーケット全体の信用を失うのである。この点に関して言えば、米国では、当該弁護士が仕事を受けるのではなく、仕事は、法律事務所が受けると明確に観念されているため、報告書も、当該法律事務所の名前で出される（担当しているパートナー及びアソシエイトの名前も出されるとしても）。日本でも、弁護士名ではなく、事務所名も記載されるが、報告書の作成名義はあくまでも、当該弁護士らであり事務所ではないと観念されていると思われる）ので、ちゃんと十分な時間をかけてAIを使ったデジタル・フレンジックを十分な人的ターゲットに対して行わずに、合理的でない内容の報告書を作成した場合、事務所全体としてリーガル・マーケット全体の信用を失うことになるため、当該クライアントのみを失うことと比べて、遥かに大きいダメージを受けるのである。

⁹ 裁判所が絡む場合は。

¹⁰ 日本では社外取締役であれば、経営陣とは独立しているというような考え方を採る向きもあるようであるが、米国では、会社と実質的な利害関係を有しない独立した者でなければ

Briefing

が構成される。その時に、通常は独立取締役のみをメンツにする。独立取締役はむしろそのためにいるような存在で、ビジネジャッジメントを行うビジネスマンなわけである。日本みたいに、弁護士とか会計士を特別委員会のメンバーには普通はしない（なぜなら、彼らは、ビジネスのプロではないからである）。独立取締役をメンバーにする。特別委員会が構成された後、必ず特別委員会自体のローファームを選ぶ。このローファームは、最初に会社から特別委員会を作ってくれと言われたローファームであることもあるし、別のローファームであることもある。そのローファームとやりとりしながら MBO の交渉が行われていく。フォレンジックのところで日本とアメリカが違うのは、秘匿特権、弁護士と当人との間のやりとりは秘密にできること、である。かなり多くの場合に、cc で弁護士を入れておく。それは何もプロテクションしてない場合と比べると非常に強い。秘匿特権の対象になるから、フォレンジックでも出す必要はないと主張し得るわけである¹¹。そこを相手方の弁護士はいろいろとついてくるわけだが。そういうことを特別委員会の段階でやって、特別委員会というのはアメリカだったら通常は、利益相反が問題になり得るような問題（MBO を含む）について当該取引を行うか否かの実質的な決定権を持つ（特別委員会の結論を、取締役会で覆すことは、明確に合理的な裏付けが無い限り、現実的には困難であると思われる）。不合理であることが明白な場合を除き、特別委員会の結論をボードの結論とすることを、予めボードとの間で約束しておくこともあり得ると思われる。特別委員会が何か言った場合、ボードの方で意見として聞き置くというだけでは済まさないというのが通常だ。さっき言ったように、常に訴訟は起きるから、ボードメンバーとしては被告になることが明らかである、ほぼ常に。そうすると、できるだけ責任は負いたくないわけである。独立取締役はちゃんとしたビジネスマンである。ちゃんとしたビジネス的な判断ができる独立取締役たちを特別委員会のメンバーとして選んでおき、その人たちに決定させるということにし、彼らの決定をボードとして受け入れるということにするのが通常である。受け入れるということ、事前に特別委員会を作るときに決めておくということもあり得る。そうなってくると、特別委員会としてフェアネスオピニオンをとっていないということは、アメリカではエンタイアフェアネスというプロセスと、ビジ

ば non-executive director になれないので、その点をはっきりさせるため、「独立取締役」という用語を用いる。

¹¹ このことを考慮に入れば、日本では、会社法 316 条 1 項で独立調査員に強力な権限が与えられているのに対して、弁護士とのやり取りに関する秘匿特権が認められていない日本企業の経営者は、米国の経営者と比べて極めて危いポジションにいることになる。日本でも、早急に法律を改正し、弁護士－クライアント間の秘匿特権を確立しない限り、経営陣の考え方自体が、相手方（アクティビスト、及び、場合によっては、特別委員会・第三者委員会）に筒抜けになることになり、却って、経営陣による、会社を好ましくない勢力から守るための自由闊達な議論すらもやりにくくなりかねない面があると思われる。

Briefing

ネスジャッジメントルールというやり方があり、利益相反が絡む問題については、原則としてエンタニアフェアネスが適用される¹²ということになっているので、それ自体問題になるのである。MBOと言ってもアメリカだとキャッシュが対価だと限らない、ストックが対価になることもある。日本では税制が最近変わったが、今までおこなわれたMBOのランザクションで、対価がストックだったというのはゼロではないかもしれないが、ほぼ常にキャッシュでやっている。キャッシュでやる場合は、アメリカだったらレブロンルールと言って、高いところに売らなければならないという義務がボードに課されるから、今回マーケットチェックは要らないんじゃないかと申し上げた¹³が、アメリカでも支配株主がバイヤーサイドにいる場合は要らないというのが通常だが、キャッシュで出ていく人たち、即ち少数株主（キャッシュでやる場合）—今回ベアリングはオファーの完了の1日前に2000円のオファーを出して来たわけだが—について、レブロンルール（例えばアグリーメントを締結した後にもっと高く出すオファーが来た場合にそっちを優先するというのがレブロンルール）に乗っかっていかなければならないのか、MBOについての判例はアメリカで出ているのかもしれないが、レブロンルールがMBO¹⁴においても適用されるということまでアメリカで一般的な常識になっているわけではないかもしれない。¹⁵少なくとも、高い金額のオファーが出るとか出ないとかという前に、どんな場合でもフェアネスオピニオンをもらっておかないと、ボードメンバーが承知しない。特別委員会のメンバーも承知しない。フェアネスオピニオンを取らないのであれば、特別委員会のメンバーは、たぶん辞任することになると思う。常に訴訟になってエンタニアフェアネスをやっていますとパーフェクトにプレゼンテーションできれば勝てるわけだが、そこがちょっとでも足りないということになると、負けてしまう可能性がある。負けた場合に払う損害金が半端じゃない。もちろん取締役損害賠償保険とかでカバーしているけれども、保険も故意または重過失の場合は

¹² エンタニアフェアネスは適用される場合、常に、フェアネスオピニオンの取得が必要とされる。

¹³ 但し、ニチイ学館の場合は、公開買付終了日の前日に、Baring Private Equity Asia から2000円のオファーが提出されているので、そのように言い切れるかは、必ずしも明白ではない。

¹⁴ キャッシュ対価のMBO。MBOについては、非常に厳格な要件をみたせば、ビジネスジャッジメント・ルールが適用されることは認められるが、そうでない限り、エンタニアフェアネス（実務上、フェアネスオピニオンの取得が要求される）が適用される。フェアネスオピニオンの取得が米国で一般化している大きな理由の一つは、デラウェア州一般会社法（DGCL）141(e)によって、フェアネスオピニオンの取得が取締役の責任を否定し得るような手続きの公正性を支える要素として認められていることが挙げられる。

¹⁵ 2021年6月29日のウェブ会議の後の、当職らのリサーチによれば、米国においては、現金対価のMBOについて、多くの場合レブロンルールが適用され得ると理解されている。

Briefing

例外になっているし、そもそも負けたということになると、その人は他では独立取締役はできなくなる。そういうわけで、米国では、常にとるということが徹底している。日本では、先ほども申しあげたが、株主代表訴訟という制度で 8200 円の収入印紙で訴訟できるのだが、これはお金を会社に戻すというだけの話であって、自分に金がくるわけではない。自分にくるために訴訟を起こすことはできるが、100 億円の場合だと 1600 万くらい貼用印紙代として支払わなければならないし、訴訟を起こす人がハイレベルのロイヤーを雇えるのかという問題がある。もちろんやる弁護士はたくさんいると思うが、その人たちが本当に会社を相手にして勝てるだけのマンパワーとスキルがあるのかというと、やはり日本では非常に難しい状況だと思う。その辺のことを織り込んだとしても、フェアネスオピニオンを出す方も、いくら日本でも身構えるし、フィーもそれなりにかかる、入念にやればやる程フィーがかかる。彼らもロイヤー、会計士を使って **Due Diligence** をやらないと怖いので、日本でも規模が大きければ、フェアネスオピニオンを出してくれと言われた時に、それなりの金額を要求してくる。ちゃんとロイヤーと会計士を使って、そのフィーを会社で払ってくれということになるので、実際にやろうとするとバジェットが大きくなってしまう。しかも、フィーを低く抑えるということは、依頼される側もそれによって増えるリスクを承知した上でしかアグリーできないと思う。いずれにしても、フィーを低く抑えるということについては限度がある。また、出てきた結果がバイヤーサイドから見て、こんなのダメだよというものを出示された場合に、トランザクションができなくなってしまふ。そのところでいろいろせめぎ合いもあって、アメリカでも **MBO** はかなり少なくなっているが、そもそも、フェアネスオピニオンを出すところを見つけるのもけっこう難しい、出すにはそれなりの覚悟がいる。必ず被告になるから、訴訟が起きたら。特にリーガルフィーが高い、フェアネスオピニオンをとる時に、インベストメントバンクとかフェアネスオピニオンを出しているところが使うロイヤーのフィーが特にアメリカは高いから、全体としてかなり高くなるわけだ。日本でも昔は、ソニーとか何十年も前だが、フェアネスオピニオンをちゃんと取ったトランザクションもあるが、クローズアップされるわけでもないし、取らなくても別にたくさんトランザクションが完了していて訴訟も起きていないし、だからとる必要ないのではないかという状況になっていると思う。ただこれが、今回の件について言うと、エフェッシモをバイヤーサイドに入れなかったら、話は全然別だったと思う。もしエフェッシモとの話が決裂して、バイヤーサイドに来ないという話になった場合、ベインとしてはリスクが大きいからやめるか、あるいはやるかもしれないが、公開買付価格を 1600 何十円として公開買付けを行おうとした場合、エフェッシモが黙っているわけではない。そこは、1600 何十円に少なくとも 1000 円以上つけざるを得なかったと思うし、

Briefing

もし、エフェッシモと話が決裂したのに MBO を完了させるというのであれば、そこはやっぱりフェアネスオピニオンをとってそれなりの武装をした上でないとできなかつたと思う。¹⁶

参加者 A: ありがとうございます。よくわかりました。

その後、会議は終了した。Blakemore & Mitsuki は、今後 3 回にわたり、米国 PE による日本ターゲット企業の買収を中心としたトピックを分析するウェブ・カンファレンスを開催する予定である。

このブリーフィングに関して責任を有するパートナーは、家守昭光(Email: akamori@blakemore.gr.jp; Tel. (81-3) 3503-5591)である。

この会議へのブレイクモア法律事務所からの出席者は、次のページに記載されている。

¹⁶ ニチイ学館のケースも、エフィッシモ以外に目立ったファンド/機関投資家がいなかったということも、バイヤー・サイドとしてフェアネスオピニオンを取るインセンティブを削いだ要素であると思われる。日本においても、ニチイ学館のようにかなり利益相反の要素が強く、かつ、公開買付価格が半年程度前の高値よりも 1 株当たり 290 円安い価格の公開買付けで、フェアネスオピニオンが取得されなかつた MBO について、機関投資家がそれを何も言わずに受け入れた場合、その機関投資家の投資家がその機関投資家にクレームを付けることも考えられる。また、今後、最近の東芝の騒動などを契機として、社外取締役の責任の重みが増すことを考えれば、経営陣/バイヤーサイドがフェアネスオピニオンは不要だと言っても、社外取締役がその取得を求めるといった例も増えるのではないかとと思われる。

家守 昭光

パートナー
Blakemore & Mitsuki
Emai
(81-3) 3503-5591



志田 康雄

パートナー
Blakemore & Mitsuki
Emai
(81-3) 3506-3652



渡辺 宗彦

パートナー
Blakemore & Mitsuki
Emai
(81-3) 3506-3657

辻井 敦

アソシエイト
Blakemore & Mitsuki
Emai
(81-3) 3506-3609



マーク・A・ストック ウェル

外国法事務弁護士
Blakemore & Mitsuki
Emai
(81-3) 3506-3644

