

The image shows a large, modern building with a glass and metal facade. The KPMG logo is prominently displayed on the upper part of the building, consisting of the letters 'KPMG' in a bold, blue, sans-serif font. The building is set against a clear blue sky.

cutting through complexity

KPMG FAS Newsletter

～特別編集号～

KPMG M&A Survey

— M&Aによる価値創造およびそのキーファクターに関する調査 —

我が国におけるフェアネスオピニオンの実務

戦略再考～何故経営において戦略を考えるのか？

2015年8月

我が国におけるフェアネスオピニオンの実務

パートナー 森谷 健

昨年、サントリーが買収総額160億ドルを投じて成立させたビーム社の買収をはじめとして、日本企業が数千億円規模の大型M&Aに対しアクセルを踏み込んだ1年となりました。また、最終的には不成立となりましたが、東京エレクトロンと米アプライド・マテリアルズ社との経営統合に際して選択された三角株式交換等、取引スキームの進化の点でも特徴的な1年であったと言えます。ステークホルダーはこのような企業の命運を左右するようなM&Aの意思決定について経営者の説明責任に注目しています。海外に目を向ければ、企業経営者は自らの忠実義務や善管注意義務の履行を疎明するために第三者評価機関からフェアネスオピニオンを取得することが少なくありませんが、我が国では必ずしも多くありません。本稿では企業がフェアネスオピニオンを取得することの意義、我が国における実務上の課題について解説するとともに、今後の展望について考察してみたいと思います。



森谷 健

パートナー

M&A案件におけるフィナンシャルアドバイザー業務、バリュエーション業務を中心に従事しながら、ポストM&Aにおける無形資産価値評価業務も担当。KPMG FAS入社以前は、あずさ監査法人にてSEC登録日本企業および外資系企業の法定・任意監査、また、財務デューデリジェンスに従事。2002年1月から2005年9月迄はKPMG ロンドン事務所にて駐在し、現地日系企業に対する会計・税務全般に関わるコンサルティング業務に従事。公認会計士、慶応義塾大学経済学部卒

【ポイント】

- フェアネスオピニオンの有効性を以下の観点から整理し、理解する。
 - 意義： M&Aにおける株式価値評価額(合併比率や株式移転比率等を含む)、当該評価結果に至る会社の経営判断について、独立の第三者が様々な観点から調査し、その公正性に関して財務的見地から意見を表明する。
 - 目的： 取締役としての忠実義務や善管注意義務を履行し、適切に投資意思決定を行った旨を、株主等の利害関係者に対して明確に示す(=第三者意見を通じて自らの意思決定を財務的見地から補完する)。
 - 場面： 支配株主との取引やMBO等の取締役の利益相反が問題となる取引、既存(少数)株主の利害に著しく大きな影響を与える取引を実施する場合(但し、必ずしも法令・規則等で取得が義務付けられるものではない)。
 - 提供者： 独立性・中立性の保持、評価過程における適切な分析、高度な専門性が求められる。
 - 責任： フェアネスオピニオンを取得している場合でも、取締役会は自らの(投資)意思決定について免責されるものではない(第三者評価人は取締役会に対して責任を負うのみであり、株主に対する責任まで負うものではない)。
- 具体的な利用を考える場合、実務上の論点(定義の不存在／利益相反性)についても理解する必要がある。
- 現状は企業における認知度・理解度は高いとは言えないが、ステークホルダーの態様の変化から、今後はその必要性が高まると考えられる。

I はじめに

1. M&Aを巡る経営者の説明責任

次の一節をご存知でしょうか？

"It is far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price." (Warren Buffet, CEO Berkshire Hathaway)

これは著名な投資家ウォーレン・バフェット氏がCEOを務めるバークシャー・ハザウェイの株主向け年次メッセージ（1989年アナニュアルレポート）において語った一節であり、バフェット氏によるこの一節はM&Aに関わる人々の間で、今もなお語り継がれている内容です。M&Aとはヒト・モノ・カネ・情報を一飲みにする、魅力的な一方で、リスクの高いトランザクションですが、その様々な要素の中で、買収価格は最重要のテーマと言えます。バフェット氏のFair Priceに関する金言とは、M&Aの意思決定者に対して、M&Aの成立自体を目的化するのではなくM&Aを企業価値向上のために利用すべしという「当然」を、買収価格という論点に凝縮した戒めなのではないでしょうか。

我が国では、いわゆる経営判断の原則が認められており、取締役のなす経営判断には広い裁量が与えられています。すなわち、現代のような厳しい自由競争の環境下における経営判断にはリスクがつきものであり、競合との差別化のために行った判断（例えば、M&Aの実行に係る意思決定なく買収価格の決定）の結果として、仮にリスクが顕在化しても、その法的責任は負わせないという原則が認められているのです。そして、判例実務では、取締役の日々の経営活動の制約とならないように、経営判断の前提となる、取締役の善管注意義務（民法644条、会社法330条）や忠実義務（会社法355条）については、敢えて踏み込んだ解釈をしないという考え方が長く採用されてきました。ところが、平成22年のアパマンショップホールディングス訴訟^(注)を通じて、経営判断に際しての事実認識（情報収集とその分析・検討）の過程、及び最終的な意思決定の内容の両面において、「著しく不合理でない」ことが、取締役の善管注意義務の違反の有無を解する基準であるとの（一歩踏み込んだ）判例が示されました。本判例を巡る解釈は依然確立されたものではありませんが、買収価格に係る意思決定に際しての取締役の説明責任の重要性を再認識する契機と考えるべきと思われます。

この点、米国では、日本における経営判断の原則や善管注意義務および忠実義務に相当する“Fiduciary Duty：フェデュー

シャリー・デューティー（信任義務）”が定められています。そして、Principal（委任者）から業務を信任されたFiduciary（受任者、株主と取締役、クライアントと弁護士のような関係指します）のDutyは、一切の責任逃れが出来ない、最も厳格な義務であると理解されています。特に、M&Aの買収価格に係る意思決定のような局面においては、PrincipalとFiduciaryとの間でそのような義務の履行の問題が先鋭化するため、米国の実務では、信任義務履行の概観形成の観点から、取締役が独立の第三者からフェアネスオピニオンを取得するケースが見られます。

洋の東西を問わず、企業の取締役が意思決定した買収価格が、取締役（一人称）による検討結果やオピニオンではなく、独立第三者（三人称）による検討結果やオピニオンであれば、企業の株主が安心を感じることができるのは「必然」と言えます。こうした“安心”のための一つの仕組みが『フェアネスオピニオン』です。ただし、フェアネスオピニオンは、M&Aエクセキューションのプロセスにおいて、ややテクニカルなテーマであり、実務における認知度や理解度は必ずしも高いとは言えません。そこで、まずは買収価格に係るフェアネスオピニオンの意義、必要となる場面、提供者、責任関係について概括的に整理しておきたいと思います。

2. そもそも『フェアネスオピニオン』とは何か？

日本公認会計士協会によれば、フェアネスオピニオンを、「M&Aにおける株式価値評価額（合併比率や株式移転比率等を含む）、当該評価結果に至る会社の経営判断について、独立の第三者が様々な観点から調査し、その公正性（フェアネス）に関して財務的見地から意見を表明する」と定義しています。現状、フェアネスオピニオンは、法令や規則によって、強制や要請されるものではありませんが、国内M&Aにおいては、セルサイド側の取締役会、とりわけTOB事例における対象会社（セルサイド）側の賛同意見表明、また、MBO事例における対象会社（セルサイド）側の賛同意見表明に際して利用されています。

M&Aを数多く経験されている実務担当者でもバリュエーション（価値評価）とフェアネスオピニオンを時折混同することがありますので、記載例（図表1）を見て、驚かれる読者もいるかもしれませんが、バリュエーションとフェアネスオピニオンは全く別物です。両者の関係性を紐解くならば、評価人によるバリュエーションの実施はフェアネスオピニオンの必要条件であり、意見提供者によるフェアネスオピニオンの具体的提供はバリュエーションが十分条件を充足していたという証跡に当たると言えるでしょう。

図表1 フェアネスオピニオン(記載例)

KPMG

フェアネスオピニオン(記載例)

日付
住所
宛先(取締役会)

(以下の記載項目は例示列举)

本件取引(条件)の概要に関する記載
 本意見表明の背景に関する記載
 独立性に関する記載
 実施した手続きに関する記載
 入手した情報に関する記載
 前提条件に関する記載
 制限・免責事項に関する記載

意見：
『以上を前提とし、本件取引条件は、本意見表明日現在、貴社少数株主にとって財務的見地から見て妥当である』

提供者署名：
(株)KPMG FAS

(注)実務では、宛先(取締役会)側からフェアネスオピニオン提供者に対して、経営者確認書が差し入れられる

出所： KPMG FAS作成

より実務的な観点で整理をすれば、バリュエーションとは、M&Aのようなトランザクションにおける“会社の内部的な検討”に資することが目的であり、評価人は、依頼人（必ずしも取締役会である必要はなく事業部長や株主であっても良い）との協議に基づいて分析手続きを設計し、その分析結果（評価レンジ）を情報提供することが求められていると言えます。これに対して、フェアネスオピニオンとは、M&Aのようなトランザクションにおける“取締役会（あるいは独立委員会）の意思決定の過程に係る取締役の義務の履行の証跡”に資することが目的であり、意見提供者は、依頼人（株主への直接的な説明責任を有している取締役会であることが多い）が合意する予定の具体的な価格や比率について公正性（フェアネス）の観点から意見表明することが求められるという本質的な差異が存在しています。

このような意見表明では、提供者側において文字通り高い次元での独立性、中立性、また専門性が求められており、また依頼者である取締役会（あるいは独立委員会）側において実績や知見を十分に考慮した上での意見提供者の選定が求められます。我が国では、現在、会計事務所系アドバイザーファームや独立系コンサルティング会社、あるいは証券会社や投資銀行により中心的に業務提供されています。

前述したとおり、フェアネスオピニオンを取得した取締役にについては、M&Aに係る自らの意思決定に際して、株主に対する忠実義務や善管注意義務について最善を尽くしたことを示すことが可能となります。取締役（会）は、株主より経営を委任

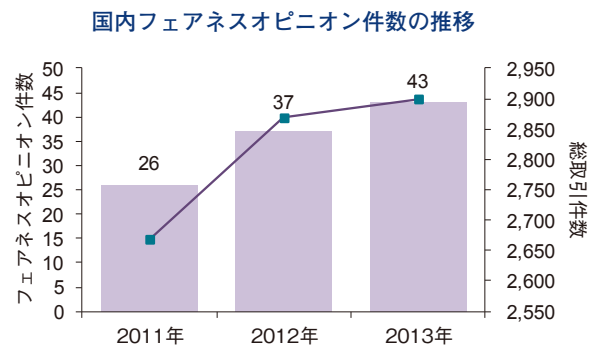
されているものであって、フェアネスオピニオンを取得したことをもってしても、フェアネスオピニオンの提供者である独立第三者に対して自らの経営責任を転嫁することは出来ませんが、そのような専門家の意見を参考としながらM&Aのエクゼキューションプロセスを進めたという事実の疎明が可能となるということです。この点、フェアネスオピニオンの実務で先行する米国の判例では、M&Aの実行に際してフェアネスオピニオンを取得していた取締役は信任義務違反に問われず責任回避の効果が与えられている点は知悉に値するものと言えます。

II 我が国における実務

1. 取得事例に関する統計データと事例研究

日本公認会計士協会が2007年に公表した「企業価値評価ガイドライン」では、2007年当時日本企業がフェアネスオピニオンを取得した事例として3件について解説をしていますが、近時のトムソンロイターの調査によれば、この3年間の統計では26件（2,750件）、37件（2,850件）、43件（2,900件）と徐々に取得事例が増加している事情が見て取れます。

図表2 国内フェアネスオピニオン件数の推移とアドバイザーランキング



Rank	Fairness Opinion Providers 1/1/2013 - 12/31/2013	Number of Deals
1	Plutus Consulting Co Ltd	7
2	Tokai Tokyo Financial Holdings	5
2	Partners Inc	5
2	AGS Consulting Co Ltd	5
2	Benedi Consulting	5
2	Yamada Consulting Group Co Ltd	5
7	Nomura	4
8	Morgan Stanley	3
9	KPMG	2
9	Deloitte	2

出所： トムソンロイター プレスリリース

百聞は一見に如かずではありませんが、フェアネスオピニオンの実務を理解するには、事例研究を行うことが王道と思われます。この点、「平成23年11月22日付の株式会社東京証券取引所グループ（以下、「東証」という。）と株式会社大阪証券取引所（以下、「大証」という。）の経営統合に関する合意について」のプレスリリース（<http://www.jpx.co.jp/corporate/about-jpx/establishment/tse-111122.html>）は大いに参考となります。その理由は、このトランザクションの主体が、我が国の証券実務を取り仕切る“二大取引所”である点に加えて、東証や大証をクライアントとして我が国における主だった財務アドバイザーがフェアネスオピニオンを提供しており、我が国の実務の真髄が詰まっていると考えられるからです。上場企業は、実行したトランザクションに関連してフェアネスオピニオンを取得した場合、プレスリリース上でその旨を記載することが要求されていますので、今回のプレスリリースをそのような観点から通読していくと、7ページから10ページにおいて本件におけるフェアネスオピニオンの記載に辿りつくことが出来ます。

同プレスリリースで、何よりも目を引くのは、東証側が、三菱UFJモルガン・スタンレー証券会社（以下、「MUMSS」という。）、野村証券株式会社（以下、「野村」という。）、大和キャピタル・マーケット（以下、「DCM」という。）の3社を財務アドバイザーとして起用する一方、大証側も、同様に、ゴール

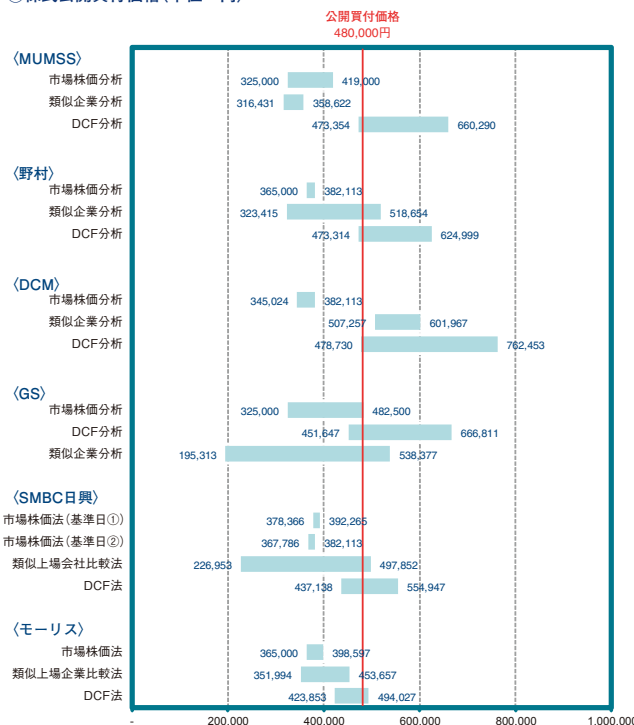
ドマン・サックス証券会社（以下、「GS」という。）、SMBC日興証券会社（以下、「SMBC日興」という。）、Moelis & Company UK LLP（以下、「モーリス」という。）の3社を起用し、その各社が公開買付価格及び合併比率に関するフェアネスオピニオンを提供している点です。また、テクニカルな点として、上記の財務アドバイザーの中には主要取引先や大株主としても名を連ねている会社がありますが、東証も大証もプレスリリース上の記載では、そうした立場にある財務アドバイザーについて「本件取引に関して重要な利害関係はない」と記載を行っている点、さらにはプレスリリース全体の半分を占めている各社によるフェアネスオピニオンの前提となった財務分析（分析内容の差異は小さくないですが、各社は最終的にフェアネスオピニオンを提供しています）が興味深い内容となっています。以下の図表3のように、各社による採用手法や算定レンジを改めて整理しましたが、読者におかれてはどのようにお感じになられるでしょうか。

2. 実務上の論点

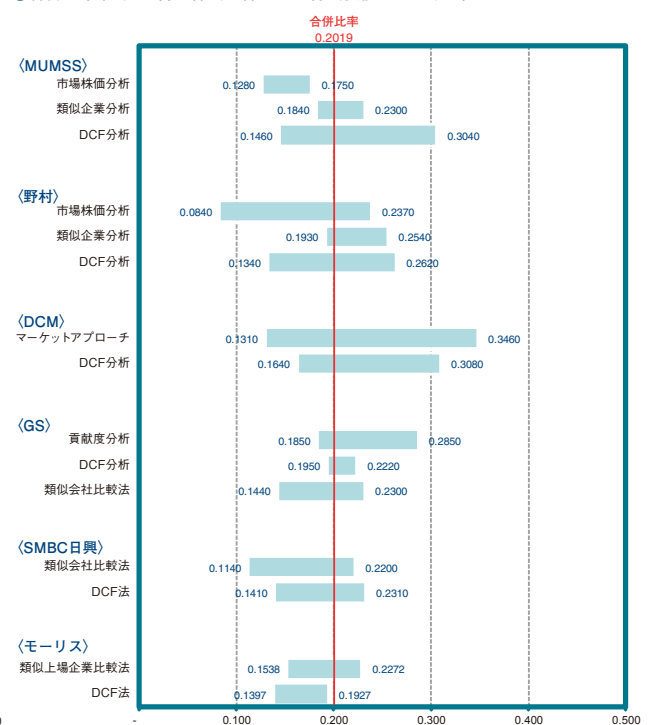
読者の中にはフェアネスオピニオンを利用したことがない向きも多いかもしれませんが、これまでの解説を通じて、その意義については、ある程度の理解が進んだものと考えます。フェアネスオピニオンの実務には、引き続き、幾つかの点において

図表3 事例研究（東証と大証の経営統合）

①株式公開買付価格（単位：円）



②合併比率（大証の普通株式1株あたり株式価値を1とする）



出所： プレスリリースに基づき KPMG FAS 作成

重要な問題があります。そこで、この場を借りて、筆者が有している問題意識について共有をしたいと思います。

論点① 『フェアネス』に関する定義の不存在

まず『フェアネス』とは一体何を指すのか、についての明確な定義が存在していないことが問題と考えます。フェアネスと言うと、スポーツ競技における「正々堂々と戦い、公明正大な行為・態度で臨む」という“フェアプレー精神”、あるいは、税務実務における「独立第三者間価格（“アームスレングス”）」を想起する向きもあろうかと思えます。独立第三者からフェアネスオピニオンを取得することを通じて、自らの投資判断の公正性と判断に際しての一連の責務を株主に対して果す観点からすれば、本来、法理に耐えうる明確な定義やロジックが求められるところでしょう。しかしながら、フェアネスオピニオンが法令や規則に基づく制度ではないことに起因して、現実には『フェアネス』に関する明確な定義は存在せず、フェアネスオピニオンの提供者である財務アドバイザーに自由裁量が与えられています。事実、東証と大証の経営統合に関するプレスリリースでも見られたように、各財務アドバイザーによるバリュエーションのレンジには大きな差異がある中、一様にフェアネスオピニオンを提出されている有り様は、本来収斂されているべきフェアネスの定義や概念が、アドバイザーによって大きな裁量がありうることを示唆していると言えるのではないのでしょうか。

論点② フェアネスオピニオン提供者の潜在的な利益相反

上述の『フェアネス』に関する定義が存在しないこと由来する“裁量”の論点は、フェアネスオピニオンの依頼者（スポンサー）が取締役（会）である点と合わせて考えると一層浮き彫りとなります。フェアネスオピニオンの提供者である財務アドバイザーは、独立の立場から「本件取引がフェアネスであるか否か」のメッセージを株主に対して伝えなければなりません。同時に、スポンサーから対価を得た上でサービス提供を行う立場でもあります。時としてスポンサーの意向に抗し得ないこともあるように思います。潜在的ながら株主との間の本質的な利益相反の事情を指摘できます。また、財務アドバイザーによっては、検討中のトランザクションに関して交渉支援を担当しているようなケースもあります。このようなケースにおいて、フェアネスオピニオンの対象となる最終的な買収価格と相手方との交渉の過程において分析されたバリュエーション（価格レンジ）との間で大きなギャップが存在する場合、果たして財務アドバイザーは利益相反を回避し適切な行動を取り得るのでしょうか。フェアネスオピニオン提供者の独立性や中立性の論点については十分な理解が必要であると言えます。

Ⅲ 将来への考察

統計データでも示したとおり、フェアネスオピニオンの取得事例が徐々に増えているとは言え、我が国におけるトランザクション全体に占める割合（件数ベース）は2%にも満たないのが現状です。しかしながら、筆者は、諸外国と同様に、フェアネスオピニオンが慣習的に活用されるような機運は高まっていると考えます。

東京証券取引所の有価証券上場規定では、大規模な第三者割当や支配株主との取引等に該当する場合には、独立の第三者の意見の入手を求めています（有価証券上場規定第432条 第441条の2他）、かかる第三者の意見はフェアネスオピニオンを以って代替することが出来ると解されています。上記のようなトランザクションを検討する企業では、好むと好まざるに関わらず、フェアネスオピニオンの取得について検討せざるを得ないものと思えます。

また、安倍政権の肝煎り政策であるアベノミクスは我が国の株式市場を一変させ、長く市場から遠ざかっていた外国人も回帰しています。この結果、我が国の企業を取り巻くステークホルダーは一気に多様化しました。他方、株主の態様が大きく変化する中、企業はグローバル競争における生き残りをかけて国内外でM&Aを活発化させ、中には買収総額が1兆円を超えるようなトランザクションも実行されています。冒頭にも紹介したとおり、外国人にとっての企業買収の心得はFair Priceによる買収です。取締役はフェアネスオピニオンを有効に利用し、株主に対する説明責任（IRやSR）により丁寧に対処する必要があるのではないのでしょうか。

さらに、本年の改正会社法、また、金融庁による企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード）や日本版ステewardシップの公表により、日本企業のコーポレートガバナンスは急速にグローバルスタンダードへとキャッチアップが進んでいます。その中身についての議論は、本稿におけるテーマではありませんが、従前はクローズな世界で完結していた取締役（会）の意思決定も、今後はM&Aに関して経験が豊富な社外取締役が参加する、よりオープンな場で議論がなされ、場合によっては、これまで一考もされなかったフェアネスオピニオンの取得が進言されるようなこともあるのではないのでしょうか。

欧米流のM&Aの流儀であるフェアネスオピニオンは、上記のような企業を取り巻く内部・外部環境の変化の流れにおいて、今後、我が国でどのような形で発展していくのでしょうか。実

務家の一人として引き続き注目をしていきたいと思えます。

(注) 株式会社アパマンショップホールディングス (ASHD社) によるアパマンマンスリー (ASM社) の完全子会社の際の ASM社株式買取り価格を巡り、ASHD社取締役に対して提起された株主代表訴訟 (平成22年7月15日最高裁判決)。ASHD社株主はその株式買取り価格が不当に高く、会社財産に損害が生じたとして、ASHD社取締役の善管注意義務違反を訴え、最高裁まで経営判断の合理性が争われたもの。

お問合せ先

株式会社 KPMG FAS

E-mail: fasmktg@jp.kpmg.com

www.kpmg.com/jp

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2015 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Company Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name, logo and 'cutting through complexity' are registered trademarks or trademarks of KPMG International.