

平成20年10月31日

各 位

会 社 名 株式会社シャルレ
代表者名 取締役兼
代表執行役社長 林 勝哉
(コード番号 9885 大証第二部)
問合せ先 IR担当執行役 岡本 雅文
TEL (078) 792-7431

当社株式に対する公開買付けに関する賛同意見表明に至るまでの 手続経過等の調査に関する第三者委員会調査結果の報告について

当社は、平成20年10月26日に「当社株式に対する公開買付けに関する賛同意見表明に至るまでの手続経過等」について第三者委員会を設置し調査を進めてまいりましたが、本日、第三者委員会より調査結果を受領いたしましたのでお知らせいたします。

なお、詳細につきましては、添付資料の通りです。

当社といたしましては、この調査結果を真摯に受け止め、今後の対応について速やかに検討してまいります。

その内容につきましては、決定次第ご報告させていただきます。

添付資料：調査報告書（平成20年10月31日 ㈱シャルレ 第三者委員会）

以 上

調査報告書

平成 20 年 10 月 31 日

株式会社シャルレ 第三者委員会

平成 20 年 10 月 31 日

株式会社シャルレ 御中

次のとおり、第三者委員会は、調査報告書を提出いたします。

株式会社シャルレ第三者委員会

委員長： 弁護士 渡 辺 徹
 (北浜法律事務所・外国法共同事業)
委員： 弁護士 井 垣 太 介
 (北浜法律事務所・外国法共同事業)
委員： 弁護士 大 石 武 宏
 (北浜法律事務所・外国法共同事業)
委員： 弁護士 三 木 亨
 (北浜法律事務所・外国法共同事業)

<目 次>

第 1	調査の経緯と概要	(1 頁)
1	第三者委員会への依頼の経緯について	
2	調査の目的について	
3	調査の期間および方法について	
第 2	認定事実	(2 頁)
1	4 月 15 日付け中期利益計画策定に至るまでの経緯	
2	7 月 22 日付け中期利益計画策定に至るまでの経緯	
3	KPMG FASへの株価算定依頼と算定結果ドラフトの提示	
4	本件社外取締役らの関与を求めた経緯	
5	本件社外取締役らによる利益計画策定に至るまでの経緯	
6	弁護士法人大江橋法律事務所の見解	
7	9 月 13 日付け中期利益計画策定に至るまでの経緯	
8	本件社外取締役らと買付者側との交渉および本件公開買付けの開始	
第 3	法的評価	(7 頁)
1	MBOにおける構造的利益相反状況	
2	第三者算定機関に提出される利益計画に内在する問題点	
3	買付者側の交渉の自由の限界	
4	本件へのあてはめと結論	

第1 調査の経緯と概要

1 第三者委員会への依頼の経緯について

貴社においては、有限会社サザンイーグルおよび有限会社オットーによる貴社普通株式の公開買付け（以下「本件公開買付け」という。）を通じたMBO（以下「本件MBO」または「本件取引」という。）が予定され、貴社は、平成20年9月19日開催の取締役会において、本件公開買付けに賛同の意見を表明することを決議していた。

しかし、貴社においては、平成20年10月16日以降、本件公開買付けの株価算定手続に違法ないし不公正な点があった旨の内部通報が相当数なされた。

そこで、貴社は、コンプライアンス規程第28条第4項およびコンプライアンス相談・申告要領第4・5に基づき事実関係の調査を開始する旨の決定を行うとともに、同要領第5・2但書に基づき調査委員会を設置した。調査委員会委員には、北浜法律事務所・外国法共同事業に所属する4名の弁護士（渡辺徹、井垣太介、大石武宏および三木亨）が任命された（以下「当委員会」という。）。

なお、本件公開買付けの概要については、貴社の平成20年9月19日付けプレスリリース（「当社株式に対する公開買付けに関する賛同意見表明のお知らせ」）を参照されたい。

2 調査の目的について

当委員会の調査（以下「本件調査」という。）の目的は、貴社から依頼された下記事項を調査することにある。本件報告書は、かかる目的のためにのみ作成されたものであり、貴社または本件MBOに関するその他の点につき明らかにすることを目的とするものではない。また、調査の対象も、かかる目的のために貴社から提出を受けた資料および関係者からの事情聴取に限定されるものである。

記

平成20年9月19日付けプレスリリース（「当社株式に対する公開買付けに関する賛同意見表明のお知らせ」）記載の公開買付けを通じてのMBOに関する、本件取引の端緒から現在に至るまでの当社取締役およびその関係者による利益相反行為の有無

3 調査の期間および方法について

本件調査の期間および方法は、概要次のとおりである。

(1) 調査期間

平成20年10月26日～同月31日

(2) 調査方法

ア 資料調査

本件調査に関連して貴社から開示・提供を受けた取締役会議事録およびそのドラフト、株価算定資料、買付者からの提案資料、社内で使用されたプレゼンター

ション資料，内部通報書面等（以下，本件調査において開示を受けた資料を総称してまたは個別に「本件資料」という。）について，本件資料が真正に作成されたという前提の下，法的観点から本件資料を調査・検討した。

イ 事情聴取

調査期間中，貴社本社（神戸市須磨区弥栄台 3 丁目 1 番 2 号），北浜法律事務所・外国法共同事業東京オフィス，事情聴取対象者のオフィス等において，以下の各氏から，本件MBOに関する事項について面談による事情聴取を実施し，また，必要に応じて，適宜，メールや電話で質問を行うなどして補充の事情聴取を行った。

（ア）貴社内部の者

- ・取締役 5 名（うち 3 名は社外取締役）
- ・執行役 2 名
- ・本件MBOプロジェクトメンバー 5 名

（イ）貴社外部の者

- ・ハヤテインベストメント株式会社 2 名
- ・モルガン・スタンレー・キャピタル株式会社 1 名
- ・三井法律事務所 所属弁護士 3 名
- ・森・濱田松本法律事務所 所属弁護士 3 名
- ・弁護士法人大江橋法律事務所 所属弁護士 3 名
- ・株式会社KPMG FAS 2 名

第 2 認定事実

当委員会が，本件資料および関係者からの事情聴取結果に基づき認定した事実は，以下のとおりである。

1 4 月 15 日付け中期利益計画策定に至るまでの経緯

貴社においては，長年利益の減少傾向が続き，抜本的な経営改革が必要であったことから，平成 19 年夏頃に，創業家とアドバイザー契約を締結していたハヤテインベストメント株式会社（以下「ハヤテ」といい，創業家とハヤテを併せて「創業家側」という。）を通して，モルガン・スタンレー・キャピタル株式会社（以下「MSC」といい，MSCが所属するモルガン・スタンレーグループを「MSグループ」という。）を紹介された。MSCは，貴社に投資を行うか否かを判断するためには根拠のある事業計画が必要であると考え，大手コンサルタント会社であるペイン・アンド・カンパニー（以下「ペイン」という。）を貴社に紹介し，事業分析を行うことを勧めた。

貴社は，MSCの勧めに応じてペインに事業分析を依頼し，平成 19 年 10 月にそのレビュー結果が提示された。その後，当該レビュー結果を会社の実態に応じて具体的

な事業戦略に落とし込む作業が行われ、平成 20 年 1 月に「シャルレ中期経営計画」を策定し社内に公表した（以下、平成 20 年中に発生した事象については「平成 20 年」の表記を省略する。）。当該中期経営計画には複数の戦略プロジェクト（以下「戦略 P J」という。）が含まれていたが、戦略 P J の具体的内容および実現方法に関して更に検討を重ねる必要があったため、貴社は M S C からの指摘を受けながら、約 3 ヶ月間分析作業を行い、4 月 15 日に中期利益計画（以下「4 月 15 日付け計画」という。）を策定した。4 月 15 日付け計画においては、34 期約 20 億円、35 期約 22 億円、36 期約 29 億円、37 期約 28 億円、38 期約 25 億円の営業利益が見込まれていた。

他方、M S C は、貴社への投資を検討するために、融資を依頼する可能性がある金融機関への打診を開始した。

2 7 月 22 日付け中期利益計画策定に至るまでの経緯

(1) 7 月 22 日付け計画の策定

貴社の 2008 年 3 月期（33 期）の決算発表が 5 月に行われ、M S C は当該決算内容の精査を開始した。貴社は 4 月 15 日以降も戦略 P J の実現可能性や直近の事業実績を考慮に入れた新たな利益計画を作成しており、6 月 2 日付け利益計画は、M S C を通じて当時融資を検討していた株式会社三菱東京 U F J 銀行（以下「M U F G」という。）にも提示された。その後、34 期の第 1 四半期の業績が 6 月末に判明したが、前年同期よりも業績が悪化していたことから、更に利益計画を見直すことになり、7 月中旬に M S C などからの指摘を受けながら複数の利益計画の案を作成し、最終的には 7 月 22 日付けで 4 月 15 日付け計画のアップデート版（以下「7 月 22 日付け計画」という。）を作成するに至った。7 月 22 日付け計画は M S C および M U F G に提示されている。なお、7 月 22 日付け計画については、貴社取締役会における承認決議を経ていない。

(2) 買付者側からの本件 M B O プランの提示

買付者側は、6 月 13 日に開催された役員ミーティングに出席し、林勝哉取締役、ハヤテ及び M S C が本件 M B O を検討している事実を開示し、貴社に対するデュエリジェンスの実施の承認を求めるとともに、本件 M B O によって貴社発行済み株式の 100% を取得したいこと、本件 M B O 実施後の資本構成が創業家側 49%、M S グループ 51% になること、および、本件 M B O に要する資金としては株式および借入金によって合計 130 億円から 150 億円を調達する予定であることが示された。

3 K P M G F A S への株価算定依頼と算定結果ドラフトの提示

貴社は、6 月 24 日、株式会社 K P M G F A S（以下「K P M G F A S」という。）に公開買付けを前提とした株価算定を依頼し、3 期分の有価証券報告書、33 期の法人税申告書等と共に、7 月 22 日付け計画も提出した。その結果、K P M G F A S から貴社に対し、7 月 30 日付けで算定結果報告書のドラフトが提示された。7 月 30 日付け

ドラフトにおいては、DCF法で1,104円～1,300円、株式市価法で528円～544円、株価倍率法で897円～1,129円、修正純資産法で925円という結果（以下「7月30日付け算定結果」という。）が示された。

4 本件社外取締役らの関与を求めた経緯

一方、買付者側であるMSグループが株価算定依頼を行ったアーンストアンドヤング・トランザクション・アドバイザー・サービス株式会社（以下「EY T A S」という。）は、市場株価法で498円～600円、類似会社比準法で599円～855円、DCF法で646円～908円という算定結果（以下「E Y T A S算定結果」という。）を提示した。その結果、本件公開買付者および貴社の双方が特に重視したDCF法で算定された価格を比較する限り、貴社が依頼したK P M G F A SとMSグループが依頼したE Y T A Sの評価レンジには全く重なりが見られないという事態が生じた。

そこで、貴社は、K P M G F A Sに対して厳しく見積もった利益計画を再提出することで異なる算定結果を得るべく、林勝哉取締役の依頼に基づき、8月中旬に5つの利益計画を策定し、実際にK P M G F A Sに提示したところ、K P M G F A Sから提示されたDCF法による試算結果は902円までしか下がらなかった。なお、ここまでのプロセスに関しては、貴社の3名の社外取締役（以下、併せて「本件社外取締役ら」という。）は実質的な関与をしていないが、M S Cは利益計画上の数字に対して指摘をするという形で継続的に関与している。

本件社外取締役らにK P M G F A Sの7月30日付け算定結果が伝えられたのは8月12日付けの役員ミーティングの場であるが、その場においては明確に社外取締役として採るべき具体的行動が決定されたわけではなく、K P M G F A Sの7月30日付け算定結果とE Y T A S算定結果との間に著しい乖離がある点が指摘された程度に留まった。その後、上記のとおり、8月中旬に貴社が策定した5つの利益計画に対するK P M G F A Sによる試算レンジが、未だにE Y T A S算定結果における株価レンジと重ならなかったため、8月27日付けで本件社外取締役らを再び招集して今後の対応を協議した。なお、当日は、ハヤテとM S Cの担当者も貴社を訪問しており、役員ミーティングの後に協議を行った。

5 本件社外取締役らによる利益計画策定に至るまでの経緯

(1) 8月31日付け計画が承認された経緯

8月27日の役員ミーティングにおいて、本件社外取締役らは自ら執行役や本件M B Oプロジェクトメンバーのヒアリングを行い、7月22日付け利益計画の基礎とされた具体的な事業戦略、内容および実現可能性を見極めて新たに利益計画を作成することが決定された。具体的には、本件社外取締役らは8月29日、自ら上記ヒアリングを行い、その結果を基に利益計画の分析を行った。そして、そこで出た分析結果を「試算指示書」と題するペーパーにまとめて（以下「本件試算指示書」という。）、本

件MBOプロジェクトメンバーに具体的な計算作業を指示した。その後、本件社外取締役らは、「試算指示書」に基づき8月31日に作成された利益計画（以下「8月31日付け計画」という。）の妥当性を、本件社外取締役らおよび本件MBOのプロジェクトリーダーであった執行役との間で議論すべく、8月31日午後6時40分から午後9時15分までの間、電話による取締役会議を開催し（以下「本件承認取締役会」という。）、結果として8月31日付け計画を、KPMG FASに提出する貴社の正式な利益計画として承認した（以下、かかる一連の承認プロセスを「8月31日付け計画策定承認プロセス」という。）。

（2）8月31日付け計画策定承認プロセスに創業家側が関与していた事実

当委員会の調査においては、8月31日付け計画策定承認プロセスについては、事情聴取対象者によって供述の相違が激しく、一部、客観的資料と異なる供述もなされた。しかし、全ての事情聴取結果および客観的資料によれば、本件試算指示書の作成に創業家のアドバイザーであるハヤテが関与し、かつ、本件承認取締役会の議案、および、8月31日付け計画の承認に反対する執行役を説得するための本件社外取締役らの理論武装に関しても、やはりハヤテが具体的アドバイスを提供していた事実ならびに本件社外取締役らがハヤテによるかかる関与およびアドバイスを受け入っていた事実が判明した。

6 弁護士法人大江橋法律事務所の見解

（1）見解の伝達

9月4日、本件社外取締役らが貴社の顧問である弁護士法人大江橋法律事務所（以下「大江橋法律事務所」という。）を訪問し、どのような内容の法律意見書になるのか確認をしたところ、大江橋法律事務所からは、「この時期に中期利益計画が見直されることの合理的な説明がつかないため、厳しい内容の意見書にならざるを得ない」旨回答された。

（2）法律意見書ドラフトの交付

9月5日、大江橋法律事務所は本件MBOのプロジェクトリーダーである貴社の執行役に法律意見書のドラフトを手交した。その内容は、要旨、「4月15日付け計画は一定の合理性が認められるものであること、8月31日付け計画の作成時期がKPMG FASから株式の算定価格が提示された後であること、8月31日付け計画に基づけばKPMG FASから提示された算定価格が低くなることが明らかであることからすれば、8月31日付け計画はKPMG FASの算定価格を低くする目的で作成されたものであると判断される可能性が十分あり、本件社外取締役らが善管注意義務に問われる可能性も十分に存在する。」というものであった。

しかし、本件社外取締役らは、大江橋法律事務所の見解は利益計画の実現可能性の低さを考慮に入れておらず、容認できないと考え、9月7日に、大江橋法律事務所に対して、「法律意見書の正本は不要である。」旨回答した。

7 9月13日付け中期利益計画の策定に至るまでの経緯

(1) KPMG FASによる株価算定の保留

9月10日、KPMG FASから、「8月31日付け計画は7月22日付け計画との乖離が大きい。また、極端な数字の変更があったにも拘らず、そのことについての合理的説明がないことから、正式に算定書を出すことについては保留させて欲しい。」との連絡があった。

(2) 9月13日付け計画の策定

9月11日、本件社外取締役らとKPMG FASは、8月31日付け計画に関し、電話会議を行った。本件社外取締役らはKPMG FASに対し、「8月31日付け計画は保守的過ぎたので、利益計画の見直しを至急検討したい。その見直した利益計画で株価を算定して欲しい。」と依頼した。このとき、社外取締役らの要請により、MSCの担当者も同席していた。

本件社外取締役らは、現実的に達成可能な緩和ケースをとりまとめるべく、9月13日に臨時取締役会を開催し、緩和ケースとして二種類の中期利益計画を決議した（以下、二種類の利益計画のうち、より緩和されたケースを「9月13日付けアップケース」、より厳しいケースを「9月13日付けダウンケース」という。）。しかし、その内容は、9月13日付けアップケースであっても38期の営業利益は約7億円に過ぎず、9月13日付けダウンケースにおいては38期の営業利益は約3億円にまで落ち込む計画となっていた。

更に、本件社外取締役の一人は、9月13日付けダウンケースの算出において十分議論が尽くされていないという不満を持っていたため、その点の審議を尽くすべく、9月14日に臨時取締役会が開催され、最終的に、KPMG FASに提出するダウンケースとしては8月31日付け計画を復活させる旨決議された。

(3) KPMG FASによる再度の株価算定

KPMG FASは、結局、8月31日付け計画および9月13日付けアップケースを受領し、9月14日に算定結果を提出した。これによれば、DCF法の価格レンジは681円から1,010円であった。

8 本件社外取締役らと買付者側との交渉および本件公開買付けの開始

(1) 本件社外取締役らと買付者側の交渉

本件社外取締役らは、9月16日に行われる買付者側との交渉に先立ち、本件社外取締役らの中で、交渉の結果買付価格が800円に到達しないようであれば社外取締役を辞任することを申し合わせた上で、9月16日の交渉に臨み、買付者側に対して予め合意していた金額である850円を提示した。その後、買付者側と本件社外取締役らは引き続き交渉を行い、9月17日には本件社外取締役らから買付者側に対し、買付株価を800円とする旨提示した。それを受けて、9月18日、買付者側は貴社に

対して「貴社マネジメント・バイアウトに関する提案書」を提出して800円に応じたことから、9月19日に取締役会にて本件公開買付けに賛同することを決定した。

なお、従前、買付者側が一株あたり700円程度で買い付けることを希望し続けていたにもかかわらず、最終的に800円という買付価格を受け入れたのは、創業家が従前保有していた有限会社サザンイーグルおよび有限会社オットーの株式をMSグループに譲渡する金額を引き下げたことにより実現したものである。

(2) 本件公開買付けの開始および意見表明報告書の提出

9月22日、買付者側は公開買付届出書を提出し、貴社は意見表明報告書を提出した。

第3 法的評価

1 MBOにおける構造的利益相反状況

(1) MBOへの該当性

本件取引は、林勝哉取締役を含む創業家の一部が買付者側に出資を行う点で、「現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入する」取引（経済産業省が平成19年9月4日に制定し公表した「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」におけるMBOの定義）、すなわち、いわゆるMBOに該当する。

(2) MBOにおける構造的利益相反状況

MBOにおいては、「本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、自ら株主から対象会社の株式を取得することとなり、必然的に取締役についての利益相反的構造が生じる。そして、取締役は対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、MBOの場合には、株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間に、大きな情報の非対称性も存在することとなる。」との問題点が指摘されているところ、本件取引も、創業家が最終的に買付者側に資本参加するスキームが採用されている点に鑑みれば、たとえそれが過半数の株式取得に至らない場合であっても、上記において指摘されている「利益相反的構造」および「情報の非対称性」の問題は依然懸念されると言わざるを得ない。

もとよりMBOには、取締役が株式の買付者側の性格を併せ持つことそのものによってもたらされる構造的利益相反状況が存在し、それを完全に払拭することは不可能であるから、構造的利益相反状況が存在することを前提に、株主が受ける不利益（典型的には、客観的な企業価値よりも安い価格で株式を売却すること）を防止する措置を講じることが求められることとなる。

(3) 少数株主保護措置の必要性

しかし、公開買付け価格が対象企業の企業価値を客観的に反映しているか否かを判断することは容易ではない。現時点の実務においては、買付者側と対象会社の双方において監査法人等の第三者算定機関に企業価値の算定を依頼し、それぞれが独

自に算定し合理的と評価する対象会社の利益計画を元に当該第三者算定機関が株価算定を行い、それら二種類の算定結果を元に買付者と対象会社取締役が独立性が確保されていると評価できる環境下で真摯に交渉したというプロセスをもって、公開買付け価格が対象企業の企業価値を客観的に反映していると取引当事者が対外的に主張するにとどまっているというのが現状であり、結果として、公開買付け価格が対象企業の企業価値を客観的に反映しているか否かに関し見解の相違が発生した場合には、価格の妥当性に関しては反対株主の株式買取請求権の行使およびその後の価格決定の申立てという会社法上の手続を通じて最終的には裁判所が決着をつけるという二段構えの少数株主保護構造が採用されている。

2 第三者算定機関に提出される利益計画に内在する問題点

(1) 利益計画の拘束力

そこで、以下、本件取引において、①買付者側と対象会社の双方において監査法人等の第三者算定機関に企業価値および一株当たりの株価の算定を依頼し、②それぞれが独自に作成し合理的と評価する対象会社の利益計画を元に当該第三者算定機関が株価算定を行い、③それら二種類の算定結果を元に買付者と対象会社取締役が独立性が確保されていると評価できる環境下で真摯に交渉したというプロセスが採られたかについて分析を行うが、本件取引においては、買付者側がEY T A Sに、貴社側がK P M G F A Sにそれぞれ株式価値算定を依頼した事実については争いのないところであるから上記①は充たされていると認定した上で、上記②について検討する。

本件のようなケースの場合、買付者側と対象会社のそれぞれが独自に作成し合理的と評価する利益計画を元に第三者算定機関が株価算定を行ったという事実が必要か否かに関しては、大別すれば、①対象会社が対象会社側第三者算定機関に提出する利益計画の策定作業には、買付者となる対象会社取締役またはそのアドバイザーが、単に買付者側としての希望を伝えるというレベルを超えて、利益計画を構成する具体的な数字の作り方や事業戦略の分析評価にまで関与しても問題はなく、第三者算定機関による算定結果に基づくその後の価格交渉にのみ社外取締役を関与させれば足りるという考え方と、②対象会社が対象会社側第三者算定機関に提出する利益計画の策定作業はあくまでも社外取締役が買付者側の影響を排除して行うべきであり、買付者となる対象会社取締役またはそのアドバイザーが、単に買付者側としての希望を伝えるというレベルを超えて、利益計画を構成する具体的な数字の作り方や事業戦略の分析評価にまで関与してはならないという考え方があろう。

この二つの考え方のいずれが妥当であるかを判断するためには、第三者算定機関による株価算定プロセスの存在意義から掘り起こして考察しなければならない。

利益計画は、事業が将来生み出す価値を現時点における客観的諸条件を元に推測して作成されるところ、必然的に、評価基準日、対象事実、事実の評価方法、評価

者によってその結果が左右されるものである。具体的には、いつの時点での経営戦略や事実関係を採用するか、および、経営戦略やマイナス要因の実現可能性に関していかなる判断を行うか等によって相当の幅を持って作成されうるものである。したがって、第三者算定機関に提出された利益計画が複数存在するケースであっても、買主側が希望する買付価格に合わせるために作為的に利益計画が再作成されたと直ちに認定することはできない場合もあろう。

ここでは、そもそも、第三者算定機関に提出される利益計画にどのような機能・効力があるかについて考察する必要がある。本件で重要な役割を果たしたDCF法に注目すると、監査法人等の第三者算定機関は、対象会社から提出された利益計画に基づき企業価値および株式価値の算定を行うことになるが、対象会社から提出された資料を鵜呑みにして算定作業を行うわけではなく、利益計画の基礎となる事業戦略の実現可能性に関し、実務担当者から代表取締役まで幅広い会社関係者に接触し質疑応答を行い、その結果を踏まえて当該利益計画の全部または一部を採用し、ときに修正を求める。しかし、他方、DCF法においては、対象会社が提出した利益計画が大前提となり、そこにヒアリング等の結果を踏まえた修正や評価が入るに留まるというのが現実であり、第三者算定機関が、対象会社が有してもいない事業戦略や、取締役や実務担当者が利益が上がらないという予測を立てている事業に関して利益が上がるはずだという判断を行うことも通常出来ない。その意味において、第三者算定機関に提出される対象会社の利益計画は、DCF法による算定結果の少なくとも「上限」を画する機能を有すると考えるべきである。この機能・効力を、便宜上「利益計画の拘束力」と呼ぶ。

(2) 算定レンジの拘束力

続いて、第三者算定機関の算定結果が有する機能・効力について考察する必要がある。公開買付けにおける買付者側と、株主の利益を代表する対象会社取締役はそれぞれが独自のルートで得た第三者算定機関の算定結果を元に価格交渉を行うが、例えば、DCF法を基準として交渉を行う場合、理論的には算定結果から外れる数値で合意すること（例えば、DCF法による算定結果が1,100円から1,300円となっている場合に、800円で合意すること）は実務上極めて困難である。なぜなら、そもそも第三者算定機関の株価算定は当事者が合意した価格の正当性の補強資料として用いられるからである。その結果、例えば、対象会社取締役側においては、自社が依頼した第三者算定機関が算定した株価のレンジに事実上拘束されることとなる。この機能・効力を、便宜上「算定レンジの拘束力」と呼ぶ。

(3) 利益計画が交渉時の裁量に与える影響

「利益計画の拘束力」と「算定レンジの拘束力」は、それらが同時に働くことにより、対象会社の立案する利益計画が対象会社取締役の交渉可能性の範囲を限定するという最終的効果を生む。したがって、まずは対象会社と買付者のそれぞれが独自に算定し合理的と評価する対象会社の利益計画を元に当該第三者算定機関に提出

することが重要になるというべきである。前記①の考え方（対象会社が対象会社側第三者算定機関に提出する利益計画の策定作業には、買付者となる対象会社取締役またはそのアドバイザーが、単に買付者側としての希望を伝えるというレベルを超えて、利益計画を構成する具体的な数字の作り方や事業戦略の分析評価にまで関与しても問題はなく、第三者算定機関による算定結果に基づくその後の価格交渉にのみ社外取締役や独立取締役を関与させれば足りるという考え方）は、第三者算定機関が「利益計画の拘束力」を受けず、かつ、社外取締役が「算定レンジの拘束力」を受けないことを前提とした見解であり、実務の実態と乖離した見解と言わざるを得ない。

3 買付者側の交渉の自由の限界

(1) 買付者側の交渉自由の原則

もとより、買付者側には買付希望価格および交渉に応じられる限度（例えば、買付株価が900円以上であれば融資枠の関係で合意が不可能である等）が存在するのは当然であり、売主である株主の利益代表としての性格を有する対象会社取締役との間で、買主たる立場から条件交渉を行う自由がある点については否定するところではない。ここで問題とすべきは、買付者側の交渉の自由の限界がどこにあるのか、いかなる形での介入であれば「交渉の自由として認められる合理的範囲を超える介入」（以下「不当な介入」と表現する。）と評価されるかである。以下においては、対象会社がMBOに内在する構造的利益相反状況を緩和するために、社外取締役に第三者算定機関による価格算定プロセスのマネジメントとその後の買付者との交渉を委ねたケースを念頭において論じる。

この点、買付者側が対象会社社外取締役に対して、利益計画を構成する具体的な事業戦略やその実現可能性の評価に関する自己の見解を伝えることそのものを捉えて、不当な介入と評価することはできない。そのような買付者側からの見解表明によって対象会社社外取締役の見解が形成されたり影響を受けたりすることは十分考えられるが、外部からの情報を受け取ったとしても、それを勘案した上で最終的に当該社外取締役自身が当該利益計画が最も合理的であると判断した可能性も否定できないからである。

(2) プロセスの透明性・公正性維持の重要性

しかし、第三者算定機関に提出される対象会社の利益計画がDCF法による試算結果の少なくとも「上限」を画する機能を有する点から考えれば、利益計画を厳しく見積もる、すなわち対象会社の利益を減少させる方向での見解表明に関しては、対象会社社外取締役との交渉の場面において行うべきであり、例えば、対象会社社内において利益計画に関する評価の重大な相違が存在し、社内における意見を統一すべく真摯な議論がなされている場面においては、利益計画を厳しく見積もるべきと主張している社外取締役の見解をサポートする形でアドバイスを行うことは少数

株主から見た場合に著しく透明性を欠き、不公正な取引がなされているとの外観を生じさせるものであるから避けるべきである。

もとより、利益計画を厳しく見積もるべきと主張している社外取締役の見解をサポートする形で買付者側がアドバイスを行ったとしても、その結果、社外取締役の見解が当該アドバイスどおりに形成されるという保証はない。しかし、そのような目に見えない影響力の度合いを認定することは困難を極めるものであるから、利益計画に関する見解の相違、評価の相違を収束させるプロセスそのものの透明性・公正性を維持することが、唯一、買付者からの影響力が「交渉の自由として認められる合理的範囲を超える介入」に至っていないことを推測させる手段となるのである。

4 本件へのあてはめと結論

(1) 核となる事実関係

本件社外取締役らは、KPMG FASから最終的に提出された株価算定結果に基づき、社外取締役内部で事前に「800円を超えなければ辞任しよう」と言い合った上で、9月16日の買付者側との交渉に臨み、結果として、創業家に約20億円の利益吐き出しを認めさせた上で株価800円を承認させた。この点については、本件社外取締役らが少数株主の利益のために交渉を行った部分であると評価できる。

また、各社外取締役の属人的な利益相反性については、考慮すべき点の一つではあるものの、本件調査の結論を決定付ける要素とはならないと考える。確かに、社外取締役3名の中には貴社の株式を約50万株保有している、貴社と顧問税理士契約を締結している、本件MBOの後においても社外取締役としての地位継続をほのめかされているといった者も存在するが、貴社の株式保有については、本件MBOが株主にとって最も有利な時期に行われていることが明白でない限り、本件MBOに賛同表明することによって損失を被る可能性もあり、かつ、本件公開買付けに応じることが想定されている以上、当該社外取締役は売主、すなわち、少数株主と同じ立場に置かれるからである。顧問税理士契約についても、不当に高額な報酬を受け取っているとの評価はできず、本件MBO後の地位継続についても、MBOを行わなければ現在の地位を失うことが具体的に予定されているケースを除いて、現状維持に過ぎず、社外取締役の利益相反性を裏づける事実として評価することはできない。

しかし、既に述べたとおり、本件社外取締役らは、8月29日、自ら執行役らに対するヒアリングを行い、その結果を踏まえた分析を行った上で「試算指示書」にまとめて本件MBOプロジェクトメンバーに具体的な計算作業を指示した。その後、本件社外取締役らは、8月31日に開催された本件承認取締役会において8月31日付け計画を、KPMG FASに提出する貴社の正式な利益計画として承認した。

8月31日付け計画策定承認プロセスについては、全ての事情聴取結果および客観的資料によれば、本件試算指示書の作成に創業家のアドバイザーであるハヤテが関与し、かつ、本件承認取締役会の議案、および、8月31日付け計画の承認に反対する執

行役を説得するための本件社外取締役らの理論武装に関しても、やはりハヤテが具体的アドバイスを提供していた事実が判明した。更には、本件社外取締役らは、上記ハヤテによる試算指示書作成サポートや社外取締役としての理論武装に関するアドバイスに対して、拒否することなく受け入れていたものである。

(2) 事実関係の評価

このように創業家側が本件社外取締役らに対して上記のような状況下でアドバイスやサポートを行い、本件社外取締役らも当該アドバイスやサポートを受け入れていた事実は、著しく透明性を欠き、不公正な取引がなされているとの外観を生じさせるものであるといえるから、買主の交渉の自由として認められる合理的範囲を超えた介入であったと考えられる。

(3) 結論

結局、本件は、9月16日および17日の買付者側との交渉に臨み、結果として、創業家に約20億円の利益吐き出しを認めさせた上で株価800円を承認した点において、構造的利益相反状況を除去するための努力が一応見られるものの、本件利益計画策定承認プロセスにおける創業家アドバイザーの関与形態は、交渉の自由として認められる合理的範囲を超える介入あり、かつ、本件社外取締役らもこれを受け入れたと見られる状況にあったと評価できるから、交渉時における社外取締役の裁量の範囲を限定することにつながる利益計画の承認に関する意思決定過程における透明性・公正性に問題があり、これらの事情を総合的に勘案すれば、本件取引において本件社外取締役らの利益相反行為があったと断定することはできないが、他方、利益相反行為があったという合理的疑念を払拭することもできない。

以 上