

我が国のマネジメント・バイアウト(MBO)をめぐる動向

志馬 祥紀

1 はじめに

我が国において、上場企業を対象とするMBOは、二〇〇〇年代半ばより活発化した。その後、件数は減少したものの、継続的に一定数のMBOが実施され続けて、今に至っている。

こうしたMBOをめぐることは、東京証券取引所が昨年末、MBO実施企業について、再上場の審査指針を公表するなど、新たな動きがみられる。東証の動きは、MBOを実施し非公開となっていた企業が、再度取引所に上場するケースが複数例発生し、今後もある可能性があることに備えたものである。

見方を変えれば、MBOに資金を投資した経営者や投資ファンドに対して、*exit*としての再上場ルートを明確化するものであり、MBOが経済活動の一環として、定着・成熟しつつあることを示すと考えられる。

本報告では、我が国MBOをめぐる一連の動きを概観した後、計画段階から上場廃止に至るMBOのプロセスを描写、最後にMBOをめぐる代表的論点である、買収者側経営陣と株主間の利益相反回避措置について説明する。

2 MBOをめぐる動向

(1) MBOとは

MBOとは“Management Buyout”の略で、経営陣が株主から株式等を買取り、企業（自社や、子会社、特定の

事業など)の所有者となることを指す。

元来MBOは、後継者のいない非公開企業のオーナーが、会社の役員などに経営を譲ることにより、後継者問題を解決するためや、企業の非中核的な事業を、その事業を管掌してきた経営陣に譲り、経営の自由度を高め、機動的に経営するために行われる(親会社化からの独立)ために実施される事例が多かった。

しかし近年、上場企業の経営陣や創業者一族が、単独、あるいは投資ファンド(主にプライベート・エクイティ・ファンド)、銀行等金融機関と提携し、対象企業を非上場化する事例が増加している。

上場会社を対象とするMBOと、非上場会社を対象とするMBOでは、議論の所在が大きく異なることから、以下では断りのない限り、「MBO」とは上場企業を対象とし、MBO実施後上場廃止となる事例を指すこととする。

(2) MBO件数の推移

図表1は、二〇〇六年～二〇一六年のMBO及びTOB(公開買付け)件数の推移を示している。MBOは二〇〇〇年中頃より活発化しており、二〇一一年に二一件とピークを迎えている。その後件数は減少するものの、継続的に一定数が存在している。なお、同時期のTOB件数もMBOとほぼ同様の動きを示している。

図表1 MBO及びTOB件数の推移

年	TOB全件数(*)	MBO件数	MBOを除くTOB件数
2006年	57	9	48
2007年	97	14	83
2008年	71	16	55
2009年	77	18	59
2010年	56	13	43
2011年	59	21	38
2012年	47	9	38
2013年	49	9	40
2014年	33	4	29
2015年	48	5	43
2016年	33	4	29

(出所) M&A ONLINEより作成

* TOB全件数にはMBO件数が含まれる

(3) MBOの目的（経営者・資金提供者側のメリット）

一般的に、MBOを行う目的としては、経営者側、資金提供者側の理由として以下の項目が挙げられる。

（経営者側）

「意思決定の迅速化」：経営上の意思決定を迅速に行うため。

「情報開示コストの回避」：上場に伴うコスト（主に情報開示に伴う負担）の削減・回避。

「買収防衛策」：敵対的買収に対する対抗策として使用される事例がある。

（資金提供者側）

「代替的投資先としてのMBO」：二〇〇〇年代は株価が低迷した時期であり、IPO（新規上場）の減少、

リーマンショック後の不動産価格の低迷などにより、有望な投資先に困った機関投資家（プライベート・

エクイティ・ファンド、金融機関のプリンシパル・インベストメント（自己資金投資）が、資金提供者

としてMBOに参加している。

(4) 上場企業を対象とするMBOの問題点

上場企業を対象とするMBOについては、一般に以下の問題点が指摘される。

まず問題となるのは、「情報の非対称性」であり、経営者は対象企業の経営状態を熟知する一方、個人投資家を含む一般株主は十分な情報を持たず、経営者と株主間には情報格差が存在する。

この結果、本来株主の代理人として企業経営にあたる経営者が同企業の買収者となる場合には、経営者に利益相反が発生する。同経営者には対象企業を安く購入したいインセンティブが存在する一方、株主の代理人として

は企業を売却する際にはできる限り高価に売却を行う義務がある。こうした利益相反問題を回避するために、経営者による恣意的な意思決定を排除し、一般株主に適切な判断機会を確保するなど、株式価格の適正性を担保する必要がある。

(5) MBOをめぐる議論、裁判

MBOにおける構造的な利益相反の可能性については、これまで多くの議論や裁判を経て、実務家間においては一定のコンセンサスが形成されている。以下、主な議論や裁判内容について、簡単に紹介する。

まず、MBOが我が国において最初に話題となったのは、二〇〇五年七月にワールド（アパレル大手）、同年八月にポッカ・コーポレーション（飲料品大手）が経営陣によるMBO実施・上場廃止を発表した際である。

図表2 MBOをめぐる主な動き・裁判等

企業・主体名	内容	時期
ワールド	MBO発表	2005年7月25日
ポッカ	MBO発表	2005年8月22日
レックス・ホールディングス裁判	MBO発表 東京地方裁判所決定 東京高等裁判所決定 東京高等裁判所許可抗告申立許可決定 最高裁判所抗告棄却決定	2006年11月10日 2007年12月19日(平成19年) 2008年9月12日(平成20年) 2008年10月8日 2009年5月29日(平成21年)
サンスター裁判	MBO発表 大阪地方裁判所決定 大阪高等裁判所決定 大阪高等裁判所許可抗告申立不許可決定 最高裁判所抗告棄却決定	2007年2月14日 2008年9月11日(平成20年) 2009年9月1日(平成21年) 2009年9月28日 2009年10月22日
経済産業省	「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」公表	2007年9月4日(平成19年)
サイバードホールディングス裁判	MBO発表 東京地方裁判所決定 東京高等裁判所決定	2007年10月31日 2009年9月18日(平成21年) 2010年10月27日(平成22年)
シャルレ裁判	MBO発表 東京地方裁判所決定 東京高等裁判所決定	2008年9月19日 2011年7月7日(平成23年) 2011年12月21日(平成23年)
東京証券取引所	「MBO後の再上場時における上場審査について」公表	2016年12月2日

これら二件は、経営状態が順調な企業を対象とするMBOであり、かつMBO実施後に上場廃止となる点で世間の注目を集めた（それ以前にも、上場企業を対象とするMBOは存在したが、対象企業の経営不振、MBO実施後も上場を継続する等、注目度が低かった。その意味でワールド、ポッカのMBOはそれ以前のMBOとは質的に異なる）。

その後、ワールド／ポッカ型のMBOが増加し、一般株主との利益相反（意思決定手続きや買収プレミアムの適切性等）について株主訴訟が複数発生した。それら訴訟の内代表的なものは、MBOが定着し始めた時期に発生したレックス・ホールディングス事件である。翌年の二〇〇七年にはサンスタール事件が発生している。その後、MBOを議論する形で、経産省MBO指針（後述）が発表、さらに同指針を踏まえた上でサイバードホールディングス事件が発生している。

以下では、レックス・ホールディングス事件、経産省MBO指針、サイバードホールディングス事件について簡単に述べる（これら判決の詳細・意味は稿を改めて論じたい）。

① レックス・ホールディングス事件

レックス・ホールディングス事件は、MBOについて、裁判所が初めて判断を示した事例である。その際論点とされたのは、全部取得条項付種類株式を用いた少数株主のスクイーズ・アウトが行われた場合の取得価格であった。

具体的には、MBO実施時の買付け価格が意図的な業績下方修正等で不当に安く設定されたとして、一部株主が反発、裁判所に取得価格決定申立てを行った。同伴について、東京高等裁判所は、公表日ではなく公表前の六

ヶ月の平均値を基礎としてプレミアムを計算すべきと結論を示している（二〇〇八年九月）。

なお、裁判所の示した買収プレミアム値（二〇％）は、「近接時期のMBOの平均値」に基づく値である、同種の考え方はサンスター事件、サイバードホールディングス事件についても引き継がれていく。

② 経済産業省「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」
〔MBO指針〕

経済産業省の「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」（以下、MBO指針）は、MBOに関し、企業社会における公正なルールのあり方を提示することを目的として、二〇〇七年九月四日に発表された。

同指針では、MBOは、「経営者及び株主間のエージェンシー問題の解決を図り得る、経済的意義を有する取引である」と評価し、「企業のライフサイクルの中で、上場を継続することが適さなくなった場合に、MBOにより非上場化し、各企業に適した資本関係を実現することの意義」や「下記のようにMBOにおける買付け価格については別途議論があるものの）市場株価以上での株式売却の機会が提供されること自体にも、意義が認められる」と指摘している。

他方、MBO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、株式の買付け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。そこで、株主の立場から、MBOが有す

る意義から逸脱して不合理な取引が行われ、又は価格が不当に低く設定され、取締役が不当に利益を享受しているのではないかといった懸念が指摘されている」との論点についても指摘するなど、MBOの正負それぞれの側面を論じている。

更に「MBO価格についての基本的整理（MBOに際して実現される価値、MBOなしでは実現されない価値等の概念整理）」等を実施した上で、「価格の適正性を担保する客観的状況の確保」等の論点と実務対応の指針（実施したTOBと同一価格を基準とした少数株主のスクイーズ・アウト、独立した第三者委員会などへの諮問、対抗的な買付けの機会の確保など）を示した。

同指針は、MBOに関する議論や実務上の論点を包括的にまとめた初の文書であり、その後の判決や実務に大きな影響を与えた。

③ サイバードホールディングス事件

サイバードホールディングス社のMBOは、MBO指針公表後初の裁判事例である。

同社のMBOに際しては、経産省MBO指針の内容を踏まえた利益相反解消措置が取られていたため、裁判所が同社株式の取得価格決定について下す判断内容が注目されていた。

同事件において、東京地方裁判所決定は、（株式の客観的価値については裁判所が独自に算定しているが）プレミアムの算定について、MBOの交渉過程を検討した上で、過程の評価を問題とする内容の判決を出した。この結果は、経産省MBO指針や学説（多数説）における議論と親和的な内容とされている。

(6) MBO実施企業の再上場と東証の対応

最近では、MBO実施・非公開化企業の再上場事例が複数発生している（図表3は最近のMBO実施後の再上場企業例を示している。なお掲載事例は全体の一部である）。

こうした、MBO後の再上場申請企業について、二〇一六年二月二日、東京証券取引所は、MBO実施により非公開化した企業が、再上場する際の市場審査の指針を公表した（「MBO後の再上場時における市場審査について」）。

その際の視点としては、①MBOと再上場の関連、②プレミアム配分の適切性・MBO実施の合理性、併せて、③再上場時のコーポレート・ガバナンスの体制や再上場に至るまでの経緯を勘案し、総合的に再上場の可否を判断している点に特徴がある。

なお、同指針中、特に注意深く審査される点は、MBOと再上場が一体となった取引（具体的にはMBO実施時から再上場を想定する事例）であり、具体的にはMBOの主導者（経営者・株主）の同一性・連続性、MBOから再上場までの期間の長短などを確認する方針である。

またMBO後上場廃止された会社には、再上場時にMBO時の計画とMBO後の進捗との間のかい離が生じる場合がある。例えば、MBO時の収益計画について意図的に低く見積もれば、会社が株主に対して支払うプレミアムが低めになり、経営者は再上場時に利益を上げやすくなる。東証はこれに対して、計画と進捗のかい離についての説明が、十分に説得力があるものか否かなどを確認する。

図表3 最近のMBO実施後の再上場企業例

企業名（業種、コード）	上場廃止時期	市場（廃止時）	再上場時期	市場（現在）
すかいらーく（小売業、3197）	2006年	東証一部	2014年	東証一部
ツバキ・ナカシマ（機械、6464）	2007年	東証一部	2015年	東証一部
スシローグローバルホールディングス（小売業、3563）	2009年	東証二部	2017年	東証一部
チムニー（小売業、3173）	2010年	東証二部	2012年	東証一部
マクロミル（情報通信、3978）	2014年	東証一部	2017年	東証一部

指針公表の背景としては、MBO後の再上場申請にこれまで個別に対応していたが、今後同種上場申請が増える可能性により、指針を公表することで統一に対応する姿勢がある（なお、東証は二〇一五年二月から上場制度整備懇談会においてMBO後の再上場について議論を実施しており、「MBO実施後三年以内の再上場を認めない」等規制の導入も検討した。しかし同種の一律的規制は「かえって資本市場の活力をそぐことになりかねない」と判断し、規制導入を見送った経緯がある）。

(7) 最近のMBOプレミアム状況

MBOにおける株式買収価格については、裁判を含め多くの議論がなされているが、本節では、最近のMBO事例において、MBO及びTOB（企業買収）時の株価プレミアム状況を比較した結果、必ずしもMBOのプレミアムが低いとは言えないとの指摘を紹介する。

M&A ONLINE (2017)の示す図表4は、二〇〇六～二〇一六年間のMBO及びTOBプレミアム平均の推移を示しているが、同図表からは、MBOの株価プ

図表4 MBO及びTOBプレミアム平均の推移

	MBO	TOB全件 (*除ディスカウント)	MBO以外のTOB値
2006年	35.7%	24.3%	21.7%
2007年	38.5%	30.8%	29.3%
2008年	76.7%	54.6%	47.4%
2009年	79.4%	63.8%	58.3%
2010年	49.9%	47.4%	46.6%
2011年	55.3%	54.9%	54.6%
2012年	48.8%	50.0%	50.3%
2013年	33.5%	48.4%	53.0%
2014年	31.7%	36.7%	37.6%
2015年	48.8%	33.5%	31.6%
2016年	44.5%	44.5%	44.6%

(出所) M&A ONLINE (2017)

・プレミアムは公表日前3ヶ月平均株価に対する値を採用。

・TOBは、ディスカウント・ディールを除く。またTOB値にはMBO値が含まれる。

*ディスカウント・ディール：マイナス・プレミアムがつくTOBを指す。例えば、事前に株式売却合意のある特定の大株主から一定数の株式を買付ける目的でTOBを行う場合、一般株主が応募行われると買付け比率が按分され、大株主は目標とする株数の売却ができない。同状態を防ぐために、一般株主が応募しないであろうマイナス・プレミアムを付けることで一般株主の応募を防ぎ、同価格で買付けを行う取引をディスカウント・ディールと呼ぶ。

ミアムが、法人間の企業買収・再編が中心なTOB全体の値と比して、必ずしも高い／低いと判断できない状態になることが理解される。

3 MBO実施のプロセス

上場会社を対象とするMBOは通常公開買付け（TOB）を実施することで、買収者側は株式を取得する。本項では、MBOの特徴に留意しつつ、計画から買収までのプロセスについて説明する。

（1）用語説明

「スクイーズ・アウト」とは、消滅会社の株主に現金等の交付により、消滅会社の株主存続会社や親会社の株式を保有させない合併手法である。合併対価の柔軟化によって可能になった手法である。

「キャッシュ・アウト（キャッシュ・アウト・マージャー）」とは、吸収合併における合併の対価が柔軟になり、買収側は、吸収されて消滅する対象会社株主に、現金を支払うことで、同社の株主をすべて退出されることが可能となる。この現金を支払う手法を、キャッシュ・アウト（キャッシュ・アウト・マージャー）と呼ぶ。

「レバレッジ・バイアウト（LBO）」とは、買収先の資産及びキャッシュフローと自身の負債調達により、買収企業の資産の売却や事業の改善などを買収後に行うことでキャッシュフローを増加、負債を返済するM&A手法の一つである。

「マジヨリテイ・オブ・マイノリティ」とは、TOB時に経営者等の買収者側が保有する株式（及び対象企業の自己株式）を除き、MBOの買収対象株式の過半数の応募があった時点で、同MBOは受け入れられたとする

考え方である。

(2) 検討段階

MBOを検討している経営者を中心に、実務家（ファイナンシャル・アドバイザー、弁護士等）がチームを組成し、MBOの実現可能性（枠組み、プロセス、資金調達の内訳や方法）について検討がなされる。

同時に、対象企業のデュー・デリジェンス実施や、買収後の収支予想や事業計画が作成される。またTOB価格が検討される。その際には、過去の株価水準やDCF（ディスカウント・キャッシュフロー）法による企業価値評価に基づき、想定されるTOB価格が決定される。

(3) 準備段階

TOBの実施決定からTOB発表までが準備段階となる。同段階においては、TOBの準備作業、資金調達が主要内容となる（なお、資金調達プロセスについて、本稿では説明を割愛する）。

① SPC設立

MBOはLBOの形態をとり、LBOファイナンスによる資金調達を行うことから、経営者の出資により買収目的会社（SPC）が設立される。SPCは、株式買収目的とLBOファイナンス調達を目的として設置され、遅くともTOB発表の一ヶ月前までに設立される。

② 取締役会への意向表明

この段階において、買収者である経営者から対象企業取締役会に対してMBOの正式な意向表明が実施される。意向表明の内容は、MBOを希望するに至った経緯や今後想定するプロセス説明等である。

③ TOB価格の決定

TOB価格の決定は、MBOにおいて資金調達と並び最も重要な事項である。

もしTOB価格が適切な価格よりも高い場合、ファイナンスを含めた計画設定が困難となる。一方、TOB価格が適切な水準よりも低い場合、買収対象企業の取締役会によるMBOへの賛同表明が得られず、失敗リスク(MBOの断念、TOBの応募の不十分化等)が生じる。

実際のTOB価格は、株式市場価格に買付プレミアムを加えて設定される。ただし直近価格や過去三ヶ月(六ヶ月)平均等の値を基準価格等、いずれの値を基準として同プレミアムを設定するか、明確なルール、運用基準は存在しない。

買収者側のファイナンシャル・アドバイザーより、市場株価法、株価倍率法、DCF法等について算定された株価情報の提出を受けるが、当該情報がTOB価格決定の根拠となる。

④ 買付け予定株数の上限・下限設定

近年のMBOにおいては、マジヨリテイ・オブ・マイノリティの応募をもってTOBの成立条件とする事例が増加しており、買付け予定株数の下限設定時に同値が考慮される(例えば、発行済み株式総数から経営者保有株

式、自己株式を控除した株式数の五〇%超に相当する株式数を買付け株式数の下限とする等)。

一方、上限数は、発行済み普通株式の全株取得を目的としているので、通常設定しない。その理由としては、金融商品取引法は三分の二以上を目指して公開買付けを行う場合に、潜在株式を含む対象企業の全株式を対象とし、かつ応募株券の全てを買付けることを要求していることによる。

⑤ 買収対象企業の対応

買収者の意向表明を受けて、買収対象企業側は対応を進める必要がある。その際、買収者側経営者を除く取締役会が中心となり、買収対象企業側の体制を整備することとなる。

対応として多くの企業で採用されている主な内容は、第三者委員会の設置決定と委員の選任、取締役会のファイナンシャル・アドバイザー、リーガル・アドバイザーの専任等である。

第三者委員会の構成上多い事例は、社外監査役と会計士、弁護士等の社外有識者を併せて三名とするものである。

取締役会は、第三者委員会の報告書に加え、取締役会のファイナンシャル・アドバイザーからの市場株価法、DCF法、類似会社法等に基づいて算定された株式価値算定書等を参考にし、取締役会としての判断を決定する。

判断事項は、MBOの趣旨への賛同の是非、及び公開買付けへの応募を株主に推奨の是非、の二点である(第三者委員会の設置を含む、買収側経営者の利益相反回避措置の詳細については後述)。

⑥ その他

上述の項目の他、個別に作業を進める事項が存在する。

まず、MBOは負債による資金調達を行うため、資金提供者としてのファイナンサーが必ず関与することになる。ファイナンサーは、メインバンクがアレンジする事例もあるが、それ以外の金融機関が関与することも多い。

また、公開買付けプロセスについて、公開買付け代理人を証券会社が務める（主幹事証券会社の事例、それ以外の事例の双方が存在する）。証券会社には、公開買付け発表の一ヶ月前程度までにコンタクトし、公開買付けの準備を依頼する必要がある。

(4) 実行（TOB発表と成立）

① TOB発表

（発表時期）

TOBの発表は、インサイダー情報問題を回避する観点から、四半期決算発表のタイミングで行うことが多い。我が国においては三月決算の企業が多いが、これら企業は八月（第1四半期）、十一月（第2四半期）、二月（第3四半期）の各決算発表時に行われる事例が多い。その理由として、定時株主総会の基準日にMBOを発表すると定時株主総会がTOB終了前の株主を対象とすることになり、MBOの不確実性が増すためという。

（取締役会の行動）

TOB発表日には、買収者側の経営者等の特別利害関係人を除く取締役会出席のもとで取締役会が開催され、

MBOに賛同するか否か、株主へのTOB応募を推奨するか否かを決議、公表する。

同日までに、MBOに対する賛同意見が出なければ、同MBOが敵対的TOBとなるリスクがある。賛同意見を得られそうにないとの判断が買収側であれば、MBOが断念される形となる(ことが多い)。

ただし、取締役会が応募推奨を行わず、中立的立場をとり、応募の是非を株主判断に委ねる事例もあり、その場合、MBOを進めることはケース・バイ・ケースである。

株式市場が取引を終えた時点で、買収者はその取締役会決議に基づき、「〇〇株式会社株式(株券等)」に対する公開買付け開始のお知らせ」といった表題のプレスリリースを発表する。

同タイミングで、対象企業側の取締役会による賛同表明、応募推奨の決議がなされれば、「MBO実施及び応募の推奨に関するお知らせ」といった表題のプレスリリースを発表する。

(キャッシュ・アウトに関する情報公開)

平成二六年改正商法の下で、TOBの結果、買収者側が対象会社の議決権を90%以上保有するに至った場合には、その後に行うキャッシュ・アウトの手法として、特別支配株主の株式等売り渡し請求が、多く使用される(詳細は後述)。ただしTOBの結果、買収者が対象会社の議決権の90%以上を保有しえるか否かは公開買付け開始時点では不明である。このため、公開買付け届出書等の公開買付け開始日(またはその前営業日)の開示書類中、

(a) TOBの結果、買収者が対象会社の議決権を90%以上保有するに至った場合には、特別支配株主の株式等売渡し請求権の行使によって対象会社の株主総会決議を経ずにスクイーズ・アウトを実施する予定である旨、及び

(b) 仮に議決権の九〇%以上を保有するには至らなかった場合でも三分の二以上を保有するに至った場合には、株式併合（または全部取得条項付種類株式）を用いて、対象会社の株主総会特別決議を経てスクイズ・アウトを実施する予定である旨、の双方を記載することとなる。

② TOB期間中

TOB期間設定は、経済産業省MBO指針において三〇営業日以上とされているが、実務上は三〇営業日に設定されている事例が多い。

TOB開始日に公開買付け開始公告を電子公告（または日刊新聞紙へ掲載、ただし大半が電子公告形式）し、同日に公開買付け届出書を提出する。

買収対象企業側は、意見表明報告書を提出する。同報告書の提出は法律上、公開買付け開始公告から一〇営業日以内となっているが、同日に提出することが慣例となっている（MBOのように友好的買収の場合、公開買付け日に提出しないと、不要な憶測を呼ぶ可能性があるため）。

なお、対象企業株主がTOBに応じるためには、公開買付け代理人を務める証券会社に口座を有している必要がある。そのため、公開買付け代理人に口座を持たない株主は、口座開設等の手間を省くために、市場において売却する株主も多い。この結果、TOB期間中の市場株価はTOB価格よりも若干低くなる事例が多い。

③ TOBの成立と資金決済

TOBが成立（買付け予定の下限数を超過）した場合に、買収者側はTOB応募株主宛の公開買付け通知書を

作成・送付する。またTOB期間末日の翌日には、公開買付け結果を公告し、同日公開買付報告書を提出する(株式の大量保有に関する変更報告書の提出も必要に応じ提出する)。

TOB期間末日から四営業日程度で資金決済される。一般的手続きとしては、TOBの成立確認後、TOB期間末日の翌日にファイナンサー(銀行等)との間で融資契約を調印、それから二営業日程度で融資が実行され、資金決済開始の前日までに必要資金が公開買付け代理人の口座に振り込まれ、当日の決済に供される。

(5) TOB成立以降の作業

TOBにより上限のない株式買付けを行ったとしても必ず少数株主は残る。については、買付け者は対象企業の完全子会社化を目的とする少数株主排除手続(いわゆるスクイーズ・アウト)を行う必要がある。それに伴い、対象企業は上場廃止となる。その後完全子会社化終了後に、買付け者と対象企業が合併するのが通常である。

以下では平成二六年度会社法改正後の特別支配株主の株式等売渡し請求を念頭に説明する。

特別支配株主の株式等売渡し請求とは、平成二六年改正前会社法にはなかった新たな現金対価のスクイーズ・アウト(IIキャッシュ・アウト)手法である。

特別支配株主とは、株式等売渡し請求を利用できる主体であり、総株主の議決権の九〇%以上を自己が直接に(あるいは特別支配株主完全子法人を通じて間接的に)有する株主を指す。

特別支配株主の株式等売渡し請求とは、対象会社の総株主の議決権の九〇%以上を有する特別支配株主が、対象会社の他の株主の全員に対して、その有する当該対象会社の株式等の全部を当該特別支配株主に売り渡すことを請求できる制度をいう。

同制度により、個々の少数株主との間で売買合意を行うことなく、特別支配株主が定めた取得日に、特別支配株主は売渡し株主等から株式等の全部を取得することが可能となった（改正前会社法においては、キャッシュ・アウトを行うためには主に全部取得条項付種類株式を利用することが一般的であったが、対象会社における株主総会決議が必要など時間的・手続的コストが多いという問題点が指摘されていた）。

特別支配株主の株式等売渡し請求が行われ、買収対象会社取締役会がこれを承認した時点で、対象企業株式は取引所より整理銘柄への指定を受け、その後約一ヶ月で上場廃止となる。

S P Cと買収対象会社の合併は、会計・税務上の便宜上、その効力発生日を事業年度に合わせることが多い。この場合、事業年度末が三月末日の企業の場合は、四月一日あるいは一〇月一日となる。

合併に際しては、債権者保護手続きにおける債権者異議申述の期間を設ける必要がある（債権者保護手続きの公告の翌日から合併効力発生日の前日まで一ヶ月間が必要）。

なお、合併に際し、S P Cと買収対象企業のいずれが存続会社（あるいは消滅会社）になるかは、事例毎に異なる。

4 利益相反の回避措置

前節では、M B Oを行う買収側経営者の、買収対象会社取締役との利益相反の問題には、第三者委員会の設置を除き、触れていない。本項では、第三者委員会設置をはじめとする利益相反回避措置について説明する。

なお、M B Oに限らず、親会社による上場子会社の完全子会社化についても、M B Oと同様の問題が存在している。例えば、親会社による上場子会社の完全子会社化についても、子会社の取締役及び監査役が、株主に対し

構造的な利益相反問題（株主に対する公正価値移転義務を負う一方で、買い手側の利益のために買取り価格をできる限り低く抑えるインセンティブがある）を抱えていることは共通している。しかしながら、我が国において、相対的な注目度は低いことから、以下では言及しない。

① 第三者委員会の設置

第三者委員会とは、取締役会がMBOについて意思決定に際し、当該MBOについて検討することを目的として取締役会が任意に設置する会議体をいう。利益相反問題が生じる取締役により、MBOに係る対象会社の意思決定が不当に恣意的に行われないうよう、取締役会から独立して第三者委員会に対しMBOの是非及び条件等について諮問や、MBOを行う取締役との交渉を委託し、その結果を尊重すべきものである。

第三者委員会の設置は近年のMBO事例では一般化しており、取得価格決定の申し立ての裁判例においても、当該委員会の機能について言及しているものが増加するなど、重要性が増している。

委員会は、社外取締役、社外監査役、弁護士、公認会計士等から構成される事例が多い。

諮問事項は、基本的に「取締役会がMBOに伴う公開買付けについて表明する意見内容及び応募推奨の是非」
「二段階目のスクリーズ・アウトが少数株主の利益に反しないか」の二点である。

第三者委員会の具体的な運営方法について、法的制約はないが、委員会が有効に機能していたと評価されるには「一定程度の検討機関と検討機会」が必要となる（実務上、開催回数は三回～五回、審議期間は二週間～二ヶ月程度）。

第三者委員会は独自のアドバイザーを選任でき、または独自に対象会社の専任しているアドバイザーに助言を

求められることも、第三者委員会が有効であることを示す事情となりえる。

② 特別の利害関係を有する取締役を除く取締役及び監査役全員の承認

経産省MBO指針では、特別の利害関係を有する取締役を除く取締役及び監査役全員の承認があることは、意思決定の透明性・合理性が確保されている事情の一つとしている。

これら取締役及び監査役のうち反対者がいる場合には、誰がどのような理由で反対したのかを株主に明らかにすることが、意思決定の透明性・合理性の確保のために重要となる。

特別の利害関係を有する取締役は、議決に関与できないとされるが、MBOにおいては、法令上の特別の利害関係に該当する取締役だけでなく、MBOにおける意思決定の透明性・合理性を高める観点から、

(a) MBOの公開買付けへの出資者、

(b) MBO実施後に公開買付け者に出資する予定の取締役、

(c) 公開買付けに応募することが予定されている大株主から派遣されている大株主たる取締役、等の利害関係を有する取締役・監査役、を広く審議・決議から除外することが多い。

③ 弁護士・アドバイザーなどによる独立したアドバイス

MBOに際し、買収者側が買付け価格の提案をすることが一般的であるが、対象会社としても、当該提案価格の妥当性を適切に評価し、意見表明を行うために、MBO等において提示されている価格に関し、独立した第三者評価機関から独自に算定書等を取得することが、利益相反回避措置の一つに挙げられる。

MBO指針では、算定方法の採用にあたっては、複数の算定方法を利用する等、合理的な算定方法を採用し、恣意的な価格の算定等がなされないように配慮することが必要とされる。

④ 公開買付け期間の長期化

公開買付け期間を比較的長期に設定することで、他の買収者による買付け機会の確保が可能となる。買収者側にも、対抗的な買付けが出現する可能性も踏まえた価格を提示させ得ることで、価格の適正性を担保し、取引の透明性・合理性が高まり得る。

買付け期間の設定は、実務上は公開買付け制度の求める最短の二〇営業日ではなく、少なくとも三〇営業日以上に設定することが多い（経産省MBO指針も三〇営業日以上と記載）。

⑤ 対抗者の出現時に、対抗者が対象会社との接触を制限する合意（取引保護条項）を締結しないこと

対抗者が実際に出現した場合に、対抗者が対象会社との間で接触することを制限する合意（取引保護条項）を締結しないことで、他の買収者による買付けの機会を確保する。実際には、対抗者との接触を一切禁止するような取引保護条項の合意は過度の制限であるとされる。

⑥ TOBにおける買付け数の下限を高水準に設定

TOB時の買付け数の下限を高い水準に設定すれば、多数の株主の賛同が確認されることになり（多数の賛同が得られない限り、スクイーズ・アウトを実施しないことになる）、少数株主に対する強圧的な効果を生じさせ

ない配慮にもなることから、株主意思確認を尊重した実務上の対応と考えられている。

どのような水準に設定するかについては、個別案件ごとに異なるが、会社法上の特別決議基準である三分の二以上の議決権よりも、より高い水準での公開買付けの下限を設定されることも少なくない。

⑦ これら措置について

以上の利益相反回避措置については、必ずしも全てを講じる必要があるわけではない。ただし最低限、第三者評価機関からの算定書の取得、特別利害関係を有する取締役の取締役位階の審議及び決議からの排除、弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスは実施されるのが普通である。また、第三者委員会の設置も件数的に増加している。

5 おわりに

本稿では、我が国の上場企業を対象とするMBOについて、その開始時期から、最盛期、その後の定着期を経て、MBO実施企業の再上場の始まりまでの、一連の動きを数値的、あるいはイベント紹介の形で概観した。その後、MBOに係る実務プロセスを描写し、最後にMBOにおける主な論点である、買収者側経営陣と株主間の利益相反回避措置について説明した。当該措置は実務上一定の定着を見ていると思われるが、当該措置がMBOの導入初期時から存在したわけではない。各種の問題事例の発生と裁判結果、あるいは政府や取引所の各種施策の中から、試行錯誤的に生まれ、定着してきたものと考えられることから、今後はそれら裁判判決や政府当局の対応といった事項に注目することで、我が国上場企業MBOをめぐる動向について、アプローチを試みることに

したい。

参考文献

- ・ M&A ONLINE (2017) 「MBOとプレミアム (上) 経営陣が安く買い叩くは本当? 株価データに見る真実」、二〇一七年一月二二日 (<https://maonline.jp/articles/mbo-premiumjou>)
- ・ M&A ONLINE (2017) 「MBOとプレミアム (下) 経営陣が安く買い叩けないワケ レックス事件など影響」、二〇一七年一月二日 (<https://maonline.jp/articles/mbo-premiumge>)
- ・ 大久保涼、鈴木健太郎、宮崎隆、服部紘実 (二〇一四) 『買収ファイナンスの法務』、中央経済社、二〇一四年二月
- ・ 大崎貞和 (二〇〇五)、「非公開化」の意義と問題点」、資本市場クォーターリー 二〇〇五年秋号 (<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2005/2005aut14.pdf>)
- ・ 株式会社東京証券取引所・日本取引所自主規制法人 (二〇一六) 「MBO後の再上場時における上場審査について」、二〇一六年十二月二日 (<http://www.jpix.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/nlsgen0000020fh-att/20161202-01.pdf>)
- ・ 株式会社東京証券取引所「上場制度整備懇談会」各議事要旨、
- ・ 第四三回議事要旨 (<http://www.jpix.co.jp/equities/improvements/general/tvdivq0000004uhd-att/20151208.pdf>)
- ・ 第四四回議事要旨 (<http://www.jpix.co.jp/equities/improvements/general/tvdivq0000004uhd-att/nlsgen0000027dxz.pdf>)
- ・ 第四七回議事要旨 (<http://www.jpix.co.jp/equities/improvements/general/tvdivq0000004uhd-att/nlsgen0000027dyi.pdf>)
- ・ 経済産業省「企業価値研究会」(二〇〇七)、「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」、二〇〇七年九月四日 (http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihausei/pdf/)

MBoshishin2.pdf)

- ・ 笹山幸嗣、松村祐士、三上二郎（二〇一一年）『MBO 経営陣による上場企業の戦略的非公開化』、日本経済新聞出版社、二〇一一年二月
- ・ 白井和正（二〇一四年）「MBOにおける利益相反回避措置の検証…ホリプロ株式取得価格決定申立事件を題材に」、『旬刊商事法務』（二〇三二）、「pp4-16」 商事法務研究会、2014-04-25
- ・ 藤田友敬（二〇一六年）、「公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定請求と公正な対価」、金融商品取引法研究会 研究記録第五八号、公益財団法人 日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会、平成二八年九月七日開催 (<http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/058.pdf>)
- ・ 松尾拓也、若林義人、西村美智子、中島礼子（二〇一五年）、『スタイーズ・アウトの法務と税務』、中央経済社、二〇一五年七月
- ・ 森・濱田松本法律事務所（二〇一七年）「東証及び日本取引所自主規制法人による、「MBO後の再上場時における上場審査に「さくら」公表」、『CAPITAL MARKETS BULLETIN』、二〇一七年十二月号（Vol. 30） (<http://www.mhnmjapan.com/content/files/00026473/20170301-062437.pdf>)
- ・ 吉川慶（二〇一三年）、「MBOにかかる株式取得価格の判断方法」、東京大学法科大学院ローレビュー、Vol. 8 2013.9 ([http://www.sllr.j.u-tokyo.ac.jp/08/papers/v08part06\(yoshikawa\).pdf](http://www.sllr.j.u-tokyo.ac.jp/08/papers/v08part06(yoshikawa).pdf))

（しま よしのり・客員研究員）