

ガバナンス回顧

2010年1月5日 全3頁

MBOにおける利益相反問題

経営戦略研究所
藤島 裕三

サンスター高裁決定などを受けて、より真摯な説明責任の履行が求められる。

[要約]

- 2009年のMBO件数は、年間で90件前後の水準に達する見通しである。今後も一定のニーズは確実に存しよう。ただしMBOに際しては、構造的な利益相反問題を回避する必要がある。
- サンスターのMBOにおける株式買取価格が不当に低いと一部株主が訴えた訴訟にて、大阪高裁は価格を引き上げる決定をした。本決定はレックスHDにおける類似事案を踏襲している。
- 経産省が「MBO指針」を発表して以降、いくつかの案件では株主に説明責任を果たそうとする取り組みが見られる。ただし形式的な運用に陥ることは、十分に警戒しなければならない。

MBOには構造的な利益相反が存在

2009年におけるMBO（経営陣による企業買収）実施件数は、11月の段階で85件となっており、年間では90件前後の水準に達する見通しである（図表1）。大規模な案件（金額ベース）としては、ユー・エス・ジェイ（1,112億円）やオオゼキ（438億円）、チムニー（207億円）などがある。事業再生の手段としてMBOの有用性は広く認知されており、今後も一定のニーズは確実に存しよう。

ただしMBOに対しては一般に、構造的な利益相反の問題が指摘される。MBOに伴うTOB（株式公開買付）を実施する際、その判断をした経営者自身が株式の買い手になり、売り手である一般株主と利害が対立するためである。したがって経営者が不当に低い価格を設定することで、株主利益を毀損する可能性がある。

サンスターが650円でMBOを実施

特に実務への影響が大きい事例として、サンスターMBOに関する大阪高裁の決定が注目される。同社は2007年2月14日にMBOを発表したが、一部株主が株式買取価格の決定を求めていた。2009年9月1日、会社側が提示した株式買取価格は妥当とする大阪地裁の判断から一転、高裁は同価格の引き上げを決定した。

サンスター株式のTOBは、2007年2月15日から3月15日までの間、1株当たり650円の株式買取価格で実施された。52.6%の株主から応募を受けてTOBは成立しており、株式取得金額は185億円となった。7月26日を以って同社は上場廃止となり、大株主である関連会社と従業員持株会は持株を継続保有する。

同社が上場廃止となった直前の同年6月25日には、一定株数未満の株主からTOB価格で取得できる条項が付された種類株式の発行、および普通株式の全部取得と引き換えに同取得条項付株式を割り当てられる定款変更が、同社の株主総会において決議された。いわゆるスクイズアウト（少数株主の排除）の実施である。

高裁は840円を適当な
価格と判断

以上の動きに対してサンスターの一部株主は、TOBには応募することなく、定款変更議案に反対する旨を会社側に通知した上で、会社法 172 条に基づく株式買取価格の決定を、2007 年 7 月 4 日に申し立てた。しかし大阪地裁は会社側の設定した価格が適正と判断。そのため申立人である株主は高裁に即時抗告していた。

サンスター株式のTOBにおける株式買取価格の 650 円は、過去 6 ヶ月間の同社平均株価に約 19%のプレミアムを付した水準である（図表 2）。しかし本件申立人である株主は、同価格を「ほぼ 1 年前にあたる平成 18 年 1 月 30 日につけた 815 円を大きく下回る」と、大阪地裁に提出した申立書の中で指摘している。

抗告審において大阪高裁は原決定を変更して、申立人が保有する株式の買取価格を引き上げた。「公開買付を発表した 1 年前の株価に近似する 700 円」（決定文より）を基準に設定、20%のプレミアムを加えた 840 円を適当とした。サンスターは同決定を不服として許可抗告を申し立てたが、大阪高裁はこれを退けた。

1 年前の株価水準を基に 840 円と決定したことについて高裁は、TOBの実施日から相当に離れた時期であっても「やむを得ない」とした。そう判断した理由として、2006 年 11 月 10 日付でサンスターが発表した業績下方修正が「株価の『安値誘導』を画策する工作の一つではないかと疑われる」ことを指摘している。

レックスHDの類似
事案を踏襲

本決定は業績下方修正が影響しない時期に遡って取得価格を算定した点で、2009 年 5 月 29 日に最高裁で確定した、レックス・ホールディングスに関する類似の事案を踏襲している。同社は 2006 年 11 月 10 日にMBOを発表しており、過去 1 ヶ月間の平均株価に約 14%のプレミアムを付した 23 万円でTOBを実施した。これに反対する同社株主は、2007 年 4 月 12 日に株式買取価格の決定を申し立てた。

同事案で東京高裁は、レックスの業績下方修正（2006 年 8 月 21 日）を「決算内容を下方に誘導することを意図した」ものであると判断した。したがってMBOを発表する 6 ヶ月前からの平均株価を基準とすることが適当とした。その上でプレミアム 20%を付した 33 万 6,966 円を株式買取価格として決定している。

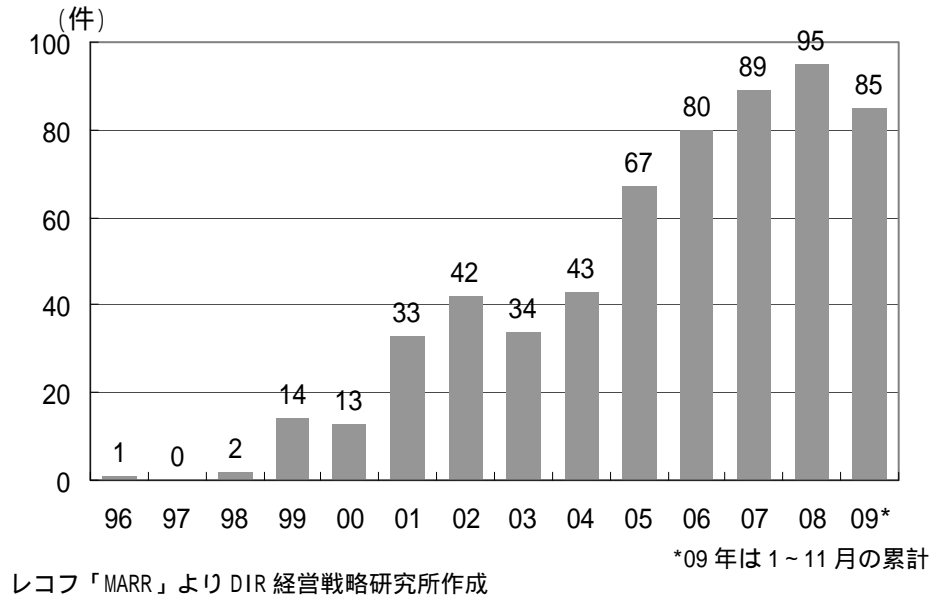
説明責任を高める取
り組みが増加

既に 2007 年 9 月、経済産業省の企業価値研究会は「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」を発表している。上述したMBO価格を巡る訴訟が、2007 年に続発したことも影響したと考えられる。同指針は適切なMBOの在り方として、社外役員や第三者委員会による判断を尊重する、TOBの期間を比較的長期間に設定する、などの実務対応を提示した。

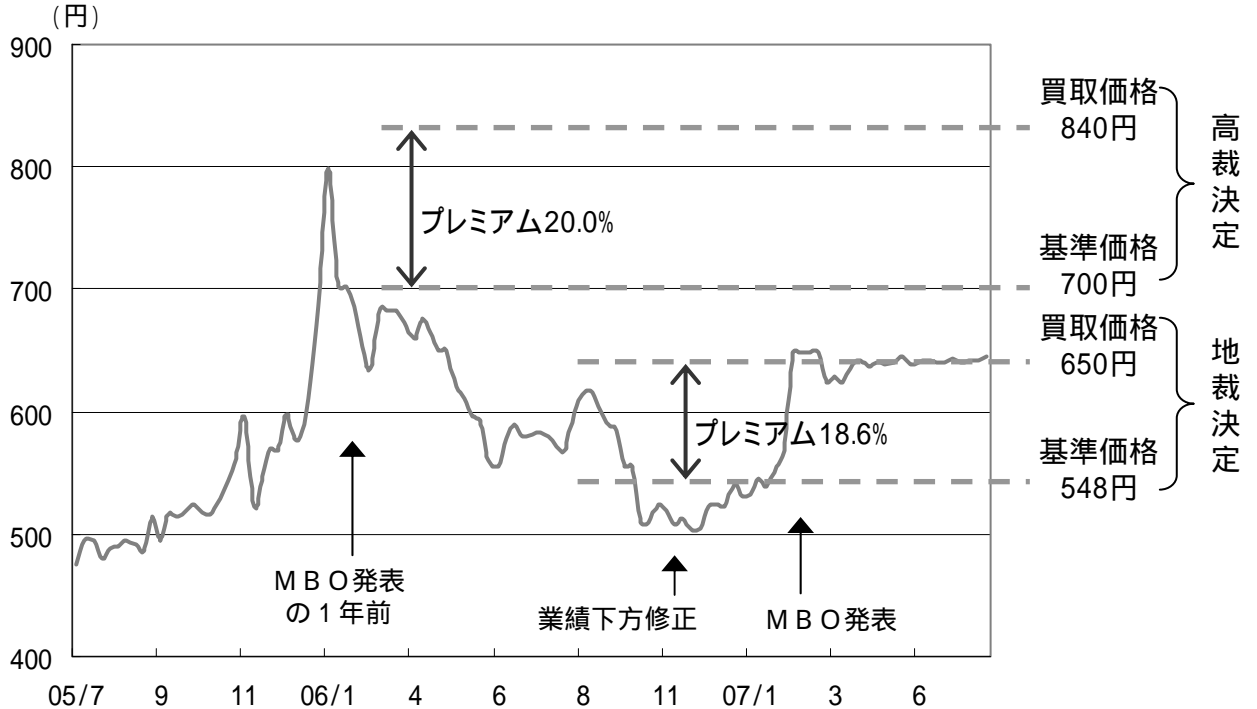
同指針の発表後、いくつかのMBO案件においては、株主に対して説明責任を果たそうとする取り組みが見られる。例を挙げると、2007 年 10 月に発表されたサイバードホールディングスのMBOでは、社外取締役 2 名を含む第三者委員会が、過去 3 ヶ月間の平均株価に 40%上乗せした株式買取価格を妥当だと評価した。

一方、2008 年 9 月に発表されたシャルレのMBOは失敗に終わった。創業家が社外取締役に価格引き下げを強いたという内部告発があり、取締役会は賛同意見を撤回、創業家社長は辞任するに至った。いわばお手盛りの株式買取価格を、外形のみ整えて通そうとした訳である。MBOを実施する企業には、市場価格やMBO指針を恣意的に運用することなく、真摯に説明責任を果たすことが求められる。

図表1 MBO（経営陣による企業買収）件数



図表2 サンスターの株価推移（週足上場廃止までの2年間）



QUICK-AMSUS より DIR 経営戦略研究所作成