

## MBOとは(その2)

制度調査部  
金本 悠希

### MBOの法的仕組み

#### 【要約】

MBO(経営陣による企業買収)の買収の法的仕組みには、事業譲渡方式と株式取得方式がある。

MBOでは、経営陣が買主の立場と同時に売主の立場もかねるので、利益相反が生じる余地があることが指摘されている。

MBOにおいては、買収対象会社を完全子会社とするニーズが存在する。

#### 1. MBOの法的仕組み

MBOの基本的な仕組みは、事業譲渡方式と株式取得方式が代表的である。以下で、それぞれについて説明する。

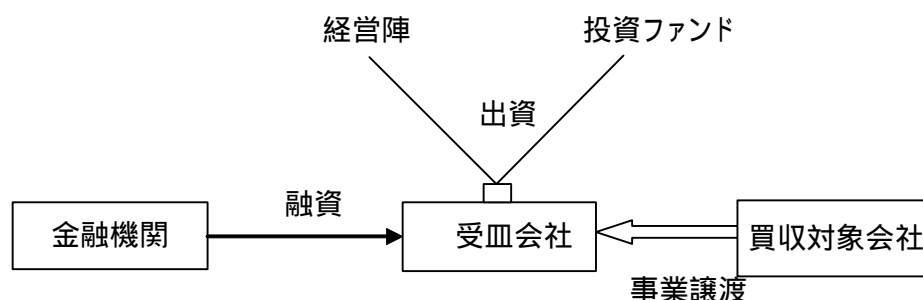
##### (1) 事業譲渡方式

買収対象事業の受皿となる会社を設立する。

経営陣と投資ファンドが出資する。

金融機関から、実質的に買収対象事業の資産やキャッシュフローを担保とする形で融資を受ける。

経営陣・投資ファンドからの出資と金融機関からの融資の資金により、買収事業部門の事業譲渡を受ける。



##### (2) 株式取得方式

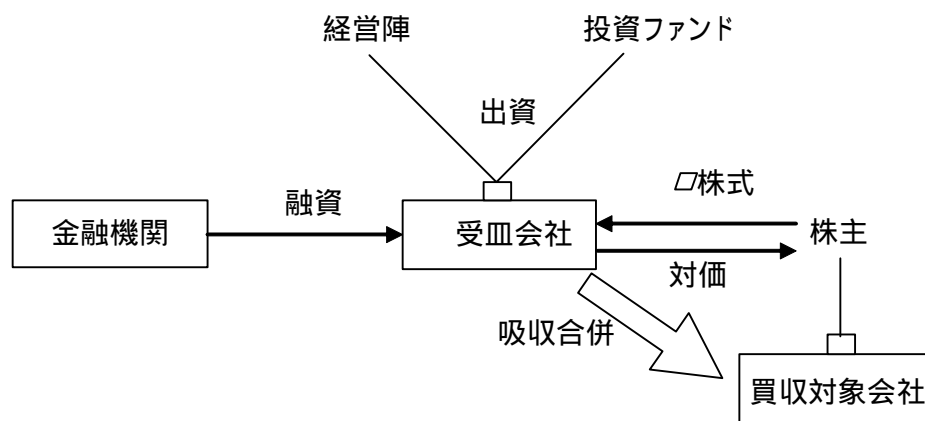
買収対象会社の受皿となる会社を設立する。

経営陣と投資ファンドが出資する。

金融機関から、実質的に買収対象会社の資産やキャッシュフローを担保とする形で融資を受ける。

買収対象会社の株式を取得する。

買収対象会社を受皿会社へ吸収合併する。



## 2 . MBO における利益相反

### (1) MBO における「利益相反」

MBO では、買収対象会社の経営陣が対象会社を買収する。MBO を行う経営陣は、以下のような事情から、利益相反の地位に立つ（利益が相反する地位を具備する）といったことが言われる。

MBO を行う経営陣は対象会社の買主の立場に立つと同時に、売主の立場にも立つ。買主の立場からは、出来るだけ安く買うほうが有利である。しかし、経営陣が対象会社の取締役である場合、経営陣は、会社の株主にとって利益となるように行動しなければならない、会社を出来るだけ高く売らなければならない。よって、MBO を行う対象会社の経営陣は利益相反の地位に立つこととなる。

このような指摘に対して、ファンドの立場からは、以下のような反論が考えられる<sup>1</sup>。

買主の立場に立つのは、上で見たように実際の取引においては経営陣自身ではなく受皿会社である。確かに受皿会社に対して経営陣は出資を行うが、受皿会社の支配権を取得するのは基本的に投資ファンドである。

この「利益相反」の問題を回避するため、実務上、買収対象会社の役員が契約締結完了まで受皿会社の役員を兼任しないという工夫が行われている。

これに対しては、投資家の立場から以下のような再反論が考えられる。

まず、 に関しては、経営陣も受皿会社に参画する以上、実際の取引の主体が受皿会社というだけでは、利益相反についての本質的な問題の解消にはならないと考えられる。

<sup>1</sup> 2006 年 11 月 16 日に行われた、金融ファクシミリ新聞社主催の関口智弘氏によるセミナーを参考にさせていただいた。

に関しては、たしかに MBO についての利益相反の実質的な問題のひとつは、経営陣が株式の買付価格を含む MBO の取引条件に関与することであると考えられる。その意味では、は対象会社経営陣が出来ただけそれに関与しないといった実務上の一工夫であると考え余地はある。しかし、利益相反の問題はそれにとどまらず、情報格差（一般投資家は公表情報しか知りえないのに対して、経営陣はいわば「究極のインサイダー」の立場とも言える）の問題をどう解消するかの視点も必要と考えられる。

## (2) 利益相反に関する公開買付けについての政府令案

2006 年 6 月 14 日に公布された「証券取引法等の一部を改正する法律」により、公開買付けに関して改正が行われた<sup>2</sup>。公開買付けに関する改正部分に関しては、法改正を受けた政府令案が公表され、2006 年 11 月末から施行される予定とされている<sup>3</sup>。その政府令案の中で、公開買付届出書で、以下の情報を開示することなどが求められ、上の利益相反に関しても一定の対応がなされている（発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令案 第二号様式、13 条 8 号）。

公開買付けに至る意思決定の過程  
利益相反回避の措置等の記載  
算定評価書写しの添付を要求

(1) で、「利益相反」を回避するための実務上の工夫について述べたが、実際にそういった工夫をした場合、公開買付開示府令案では により公開買付届出書に記載されることとなる。また、実質的な問題である、経営陣による買付価格設定への関与に関しては、買付価格を第三者機関に算定してもらった場合、公開買付開示府令案では により公開買付届出書に添付されることとなる。

## 3 . 完全子会社化のニーズ<sup>4</sup>

MBO においては、以下の事情などから、買収対象会社を完全子会社化するニーズがあるとされる。

株主管理コスト削減（株主総会を開くために召集通知が不要となるなど）  
全員出席総会による意思決定の迅速化  
将来の対象会社の売却を行いやすくする<sup>5</sup>

<sup>2</sup> 改正の内容については、横山淳「TOB の意見表明報告書と対質問回答報告書」（2006 年 3 月 30 日付 DIR 制度調査部情報）、同「市場内外にまたがる取引も TOB 規制の対象に」（2006 年 3 月 30 日付 DIR 制度調査部情報）、同「TOB 期間の延長」（2006 年 4 月 6 日付 DIR 制度調査部情報）、同「TOB の買付条件変更等の柔軟化」（2006 年 4 月 18 日付 DIR 制度調査部情報）、同「TOB に全部買付義務を導入」（2006 年 4 月 26 日付 DIR 制度調査部情報）参照

<sup>3</sup> 金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/news/18/syouken/20060913-1.html>）

<sup>4</sup> 前掲注 1 参照

<sup>5</sup> MBO においては、投資ファンドの投資回収のために、将来的に株式公開か他社への売却などが予定されているものが一般的である。売却の選択肢の場合、対象会社の株式を他社が買い取る事となるが、完全子会社化していればその手続きの際、公開買付けによる必要がなくやりやすいといった事情がある（証券取引法 27 条の 2 第 1 項で公開買付けの対象となるのは有価証券報告書提出会社の株式などであるため。完全子会社であれば有価証券報告書提出義務はない）。

1 . で MBO を行う際の二つの方式について説明した。このうち事業譲渡方式では、対象事業を譲受ける受皿会社は、経営陣と投資ファンドのみが出資しており、完全子会社化は達成される。一方、株式取得方式では、対象会社の取得は対象会社の株主から株式を取得するといった方法で行われる。

これは、対象会社の株主が一人である場合( 対象会社がすでに完全子会社である場合など )などは、その株主さえ売却に合意すればよいので比較的容易に可能である。

しかし、最近行われた、東芝セラミックス、レックスホールディングスなどの上場会社が対象会社となる MBO では、株主が多数存在するため実際上困難となる。また、上場会社の株式の 100% 取得を目指す場合、公開買付けが強制される( 証券取引法 27 条の 2 第 1 項 )。よって、上場会社を対象会社とする MBO の実際上の手続きの流れとしては、いったんプレミアムをつけた公開買付けでかなりの割合の株主に株式を売却してもらった上で、公開買付けに応じなかった少数株主を排除する手続きがとられることとなる<sup>6</sup>。

この少数株主排除の手続きは、2006 年 9 月までは産業活力再生特別措置法に基づく現金対価による株式交換という方式が一般的に利用されていた。しかし、2006 年 10 月 1 日から施行される税制改正で、この方式には課税される見込みとなったため利用が困難となった。そこで、上場会社を対象とする MBO が困難となる可能性が指摘されており、この点に関して「MBO とは( その 3 )」で扱う。

<sup>6</sup> なお、完全子会社化されると上場廃止基準( 少数特定者持株数比率が 75% を超えている場合など )に該当し、上場廃止となる。詳しくは東証ホームページ参照( [http://www.tse.or.jp/cash/stock/stlisting\\_b.html](http://www.tse.or.jp/cash/stock/stlisting_b.html) )。