

## 経産省のMBO指針

制度調査部  
横山 淳

### 【要約】

2007年9月4日、経済産業省は「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」を公表した。

これは企業価値研究会での議論などを踏まえて、MBOに関する公正なルールのあり方を提示しようというものである。

具体的な実務上の対応として、実施したTOBと同一価格を基準とした少数株主のスウィーズアウト、独立した第三者委員会などへの諮問、対抗的な買付の機会の確保などが提示されている。

### 1. MBO指針、公表

2007年9月4日、経済産業省は「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」（以下、MBO指針）を公表した。

これは企業価値研究会での議論などを踏まえて、MBOに関する公正なルールのあり方を提示し、今後、実務におけるベストプラクティス形成を促そうというものである。

本稿では、このMBO指針のポイントを、主に実務上の対応を中心に紹介する。

### 2. MBOとは？

MBOとは、「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こと」（MBO指針）と定義されている。

実際、MBOと一口に言っても、事業承継型（主に非上場会社の経営者が親族や有望な社員に事業を承継）や事業分離型（会社が一部の事業部門を売却）など、様々なパターンが考えられる。

MBO指針が取り上げているのは、MBOを実施する経営陣と不特定多数の一般株主との関係が問題となる、上場会社の非上場化（ゴーイング・プライベート）を伴うMBOである。

以下、本稿でも、特に断らない限り、MBOという言葉は「上場会社の非上場化（ゴーイング・プライベート）を伴うMBO」という意味で用いる。

### 3 . M B Oの何が問題となるのか？

M B O指針では、M B Oの最大の論点を「構造的な利益相反状態に基づく不透明感」と指摘している。

利益相反とは、同一主体が、利益の相反する複数の立場に同時に立つことを意味する。M B Oを実施する経営陣は、基本的に、対象企業の株式の買付者（又はその一部）であると同時に、対象企業の取締役という立場でもある。

企業の実業取締役は、その企業の株主に対して善管注意義務・忠実義務を負っている。つまり、取締役は、株主の信任に基づいて、企業価値・株主利益を（長期的な観点から）最大化するように行動しなければならない。

従って、対象会社の取締役は、例えば、T O B 価格が不当に低すぎるような場合は、「企業価値・株主利益に反するため“ N o ”」と拒否しなければならない立場にあると言える。

ところが、M B Oの場合、対象会社の取締役（又はその一部）は、同時に対象企業の株式の買付者でもある。つまり、その会社の株式を出来る限り安く有利な条件での買取りを望む立場にもあると言える。

M B Oを実施する企業の経営陣が、こうした相反する二つの立場に同時に立っている状態をM B O指針では「構造的な利益相反状態」と呼んでいるのである。その結果、M B Oに際しては、次のような不透明感を（一般）株主に抱かせることになる、とM B O指針は指摘する。

会社にとってM B Oを行う合理性がないにも拘わらず、M B Oを行っているのではないか。  
M B O価格が不当に低いことになり、株主が受けるべき利益まで、取締役が享受しているのではないか。

は、M B Oを実施する合理性の問題、 は、M B O価格の正当性の問題である。

M B O指針は、 の点について「株主の利益を代表すべき取締役が、その責務を果たさないうで株価が低迷しているような場合に、当該低迷している株価を奇貨として単に取締役自らの利益追求を目的として行われるようなM B Oは、望ましいものということとはできない」と断じている。

しかし、「M B Oが当該企業の企業価値の向上を企図しているもの」である限り、M B Oの合理性が認められるという見解を示している。

の点については、M B O指針は、具体的な数値基準（例えば、市場価格と比較してプレミアム %以上）を設けることはできないとしている。その上で、考え方として、次のような整理を行っている。

$$\begin{array}{l}
 \text{M B Oに際して実現される価値} \\
 = \boxed{\text{M B Oを行わなければ実現できない価値}} + \boxed{\text{M B Oを行わなくても実現できる価値}} \\
 \qquad \qquad \qquad \downarrow \qquad \qquad \qquad \downarrow \\
 \text{株主及び取締役の双方が受けるべき部分を含む} \qquad \text{基本的に株主が受け取るべきもの}
 \end{array}$$

## 4 . M B Oを行う上での尊重されるべき原則

前記の論点を踏まえて、M B O指針は、M B Oの買付者及び対象会社は次の原則を尊重すべきだとしている。

### 第一原則：企業価値の向上

望ましいM B Oか否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべきである。

### 第二原則：公正な手続を通じた株主利益への配慮

M B Oは取締役と株主との間の取引であるため、株主にとって公正な手続を通じて行われ、株主が受けるべき利益が損なわれることのないように配慮されるべきである。

## 5 . 実務上の対応

以上の点を踏まえて、M B O指針は、M B Oの透明性・合理性を確保するために、次のような実務上の対応例を示している。

なお、これらのうち「(1)株主の適切な判断機会の確保」は、M B Oを行う際に共通して対応すべき事項（つまり、常に対応が必要となる事項）と位置づけられている。

それに対して(2)～(4)は、必ずしも全てを実行する必要はなく、いずれかを採用、あるいは組み合わせるなどにより、M B Oの透明性・合理性を高めるものと整理されている。

### (1)株主の適切な判断機会の確保

#### 【株主に対する説明のあり方】

M B Oのプロセス等について、T O B規制の改正・証券取引所の要請等の趣旨を踏まえた充実した開示

M B O成立のため意図的に市場株価を引き下げているとの疑義を招く可能性がある場合（ 1 ）のより充実した説明

取締役がM B Oに関して有する利害関係の内容についてのより充実した説明（ 2 ）

#### 【株主が反対する場合の取扱い】

スクィーズアウト（少数株主・残存株主の排除）に際して、株式買取請求権又は価格決定請求権が確保できないスキーム（ 3 ）の採用の禁止

特段の事情がない限り、T O Bにおいて大多数の株式を取得した場合にはスクィーズアウトを実施

特段の事情がない限り、スクィーズアウトの価格について、T O B価格と同一価格を基準にすること

（ 1 ）「業績の下方修正後にM B Oを行うような場合等」が例示されている。

（ 2 ）取締役と他の出資者（投資ファンド等）の最終的な出資比率や取締役の役職の継続予定などが例示されている。

（ 3 ）株式併合が例示されている。

～ は、株主が適切な判断を行うための開示・説明の充実が掲げられている。

～ では、T O Bに応じない場合に大きな不利益が生じることで、実質的に株主がT O Bに  
 応じることを強制するような状況が生じないようにするための公正なスクィーズアウトの手  
 続が挙げられている。

具体的には、 は( 株式買取請求権や価格決定請求権に基づく ) 司法救済が困難となるような  
 ケース、 は非上場化によって株式の譲渡・換金が著しく困難な株式が手元に残るようなケ  
 ース、 は( 株主にとって ) 不利な価格でのスクィーズアウトが強制されるようなケースを防止  
 するものと考えられる。

なお、両論併記という形であるが( つまり、反対論・慎重論もある )、M B O指針は、次のよ  
 うな対応策も考えられるとしている。

M B O後も一定期間、対象会社の状況に関する情報提供を継続

M B O後も中長期的な経営計画等・将来の可能性についての十分な説明

## (2) 意思決定過程における恣意性の排除

### 【意思決定のプロセスにおける工夫】

社外役員、又は独立した第三者委員会等に対するM B Oの是非及び条件についての諮問 ( 1 ) 及びその結果なされた判断の尊重

取締役及び監査役全員 ( 2 ) の承認

意思決定方法に関し、弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスを取得すること及び  
 その名称を明らかにすること

M B Oの価格に関し、対象会社において、独立した第三者評価機関からの算定書等を取得

- ( 1 ) 又はこれらの者によるM B Oを行う取締役との交渉。
- ( 2 ) 特別の利害関係を有する取締役を除く。
- ( 3 ) 実際の案件に応じて、上記の対応を組み合わせる等工夫する。

M B Oの実施の是非や条件の適否について、独立性のある者の意見・評価などを受けることで  
 恣意性を排除する対応策が示されている。

なお、 については、特別の利害関係を有する取締役を除く役員全員が承認していることで、  
 意思決定の透明性・合理性が確保されるという趣旨であろう。

ただ、M B O指針も指摘するように「むしろ、反対した者がいる場合に、誰が反対したのか、  
 どのような理由で反対したのかを、株主に対して明らかにすることの方が、透明性・合理性の  
 確保のためには重要」という考え方もあり得るだろう。

## (3) 価格の適正性を担保する客観的状況の確保

### 【対抗的な買付の機会の確保】

M B Oに際してのT O B期間を比較的長期間に設定すること ( 1 )

対抗者が実際に出現した場合に、その対抗者が対象会社との間で接触等を行うことを過度に制  
 限するような内容の合意等を、M B Oの実施に際して行わないこと

- ( 1 ) 個別案件の性質によって異なり得る。
- ( 2 ) 上記の対応を併せて行う。

MBO指針は、ここでは、MBOの価格の適正性・公正性を確保するために、実質的に「入札」を行うことを提案している。具体的には、対抗提案が行われ得るだけの時間を確保し( )、かつ、過度な取引保護条項を設定しないこと( )で抵抗提案者を公正・公平に取り扱うというものである。

仮に、MBO価格が不当に低ければ、こうした「入札」の機会を確保することで対抗提案に名乗りを挙げる者が出てくる可能性が高くなる。そのため、MBOを実施する者には、適正・公正な価格設定を行わなければならないというプレッシャーがかかることとなる。

逆に、「入札」の機会を設けても対抗提案がなければ、MBO価格に一定の適正性が推定されるということになるだろう。

#### (4)その他

MBOに際してのTOBにおける買付数の下限を、高い水準に設定すること

MBO指針は、ここでは、株主意思の確認を通じてMBOの公正性を担保する対応策を示している。具体的には、TOBの買付数の下限を高い水準に設定することで、多数の株主が賛同してTOBに応募しない限り、(TOBが成立せず)MBOが実行できないようにする、というものである。

わが国のTOB規制においては、法令上、公開買付者が買付数の下限を設定する義務は課されていない。しかし、公開買付者が任意で買付数の下限を設定し、一定数の応募がなければそもそもTOBが成立しないという条件を設けることはできる(証券取引法27の13)。

これを利用してMBOを実施する者が、一般的なTOBよりも厳しい成立要件を設定し、それをクリアできれば、多数の株主のそのMBOを支持していることの間接的な証拠となるだろうという訳である。

具体的な水準についてMBO指針は「個別案件の性質により異なり得る」としながらも、次のような例を挙げている。

MBOを行う取締役やその他利害関係を有する者以外の者が保有する株式の過半数や3分の2以上に応募しないと成立しないような水準に設定することが合理的である場合も考えられる。

なお、株主意思を確認する方法として、他にも「株主総会を開催して株主意思の確認を行う」という方法も(現状では難しい面もあるが)今後の実務のあり方としては考え得るとしている。