

論説

マネジメント・バイアウト (MBO) に 関するルール設計のあり方

東京大学助教授・弁護士
三笥 裕

I はじめに

「MBO (マネジメント・バイアウト)」は、もはや一部の M&A 専門家の間だけで通用する専門用語ではなくなりつつある。アパレルメーカーのワールドや飲料メーカーのポッカコーポレーションなどの著名な上場企業が MBO によって非上場化を果たし、「MBO」という用語とともに新聞など一般メディアにおいても大きく取り上げられている。また、実務的な関心の高い敵対的買収との関係では、いわゆる究極の買収防衛策として MBO が語られることも少なくないし、敵対的買収が開始された後、対抗措置として MBO が試みられる事例¹⁾も出てきている。さらに、投資ファンドが、上場会社の株式を一定程度取得した後に、当該上場会社経営陣に対して MBO の提案を行うこともあるようである²⁾。

MBO では、取締役の利益相反、複雑な資金調達、上場廃止、少数株主の締め出し (スクイーズアウト)、インサイダー取引規制、経営陣と投資ファンドとの利害調整などに関して、会社法、証券取引法 (金融商品取引法)、民法などに関連する様々な興味深い問題が発生する。他

方、日本では従来あまり実例がなかったこともあり、MBO に関するルール作りは緒についたばかりである。そこで、本稿では、まず MBO に関するルール作りの現状をふまえた上で、特に取締役の利益相反の問題に着目して今後のルール設計のあり方につき検討することとした。

II MBO の意義・効用・弊害

1 MBO の意義

MBO とは、一般に、経営陣が自らの経営する企業を買い取る企業買収のことをいう。法律で明確に規定された用語ではないため、文脈や論者によってその外延には差があるようである。

一口に MBO と言っても、親会社からの独立をはかるタイプ (対象会社は通常非上場会社であり、いわゆる暖簾分けはこの形である。) と上場会社の非上場化をはかるものとは、実務上問題となる点はかなり異なるし、また、事業譲渡を用いて行うものと株式の取得を用いて行うものとも、多くの点で異なる。紙幅の制約

1) 平成 15 年から 16 年にかけて行われた投資ファンドのスティール・パートナーズ・ジャパンによるソトーに対する敵対的公開買付けに対抗して、大和証券グループのベンチャーキャピタルである NIF は、ソトー経営陣と組んで公開買付けを行った。この対抗的公開買付けは、MBO の一種といえる。なお、このソトーの件では、スティール・パートナーズ・ジャパンと NIF のいずれの公開買付けも事実上失敗に終わっている。

2) 例えば、M&A コンサルティング (いわゆる村上ファンド) は、松坂屋の株式を取得した後に MBO や EBO (エンブロイヤー・バイアウト) を含む提案をしたことを、平成 18 年 2 月 2 日付けで、同社のウェブサイト上で公表している。

もあるので、本稿では、特に断りのない限り、上場会社を公開買付けを経て非上場化するタイプのものを念頭に置いて議論することとする。

また、上場会社を公開買付けを経て非上場化するタイプの MBO では、経営陣がその企業を買い取るだけの自己資金をもっていることはまれであるので、自己資金と外部からの借入れとを組み合わせ、LBO（レバレッジド・バイアウト）の手法で買収することが多い。本稿でも、原則として LBO の手法による MBO を念頭に置いて議論することとする。

2 MBO の効用

上場会社が MBO を行って非上場化することには、MBO に関わる当事者それぞれにとって一定のメリットがある。

まず、経営陣から見ると、短期的な業績に左右されることなく、中長期的な視点に基づいて迅速かつ機動的な経営を行うことができる、敵対的買収のリスクを回避することができるなどのメリットがある。

また、会社から見ると、株主総会開催や有価証券報告書作成などの上場会社としての運営コストを削減することができる、上場会社として要求される情報開示により、経営上の重要な情報が公開されてしまうことを避けることができるなどのメリットがある。そもそも会社が上場を目指すのは、資金調達の便宜、社会的信用力の獲得、株主の投下資本の回収などの目的があるからであるが、会社の業績、成長過程、資金調達の必要性、社会的信用力確立の程度などを勘案すると、あえて上場を維持する必要のない上場会社も現実問題として一定数存在する。最近、非上場会社に投資するプライベート・エクイティ・ファンドも増えていること、非上場会社であっても業績次第で資産流動化・証券化取引も含め、さまざまな資金調達の手法が利用できるようになっていることなどを考慮する

と、資金調達の便宜との関係では、上場会社であることの相対的優位性は、かつてに比べればかなり薄れている。

さらに投資家・市場から見ると、もはや株式市場から集めた資金を効率的に活用することのできない上場会社に漫然と上場を維持されるよりは、MBO によって株式市場にその資金を返還してもらい、新たな投資先に振り向けられるようにしてもらった方がよい³⁾。

かつてのように株式市場で上場することが会社の成長過程におけるゴールであると考えてるのであれば別であるが、少なくとも現在ではこのような一方通行的な考え方は取りえないであろう。むしろ、各会社は、資金需要などの情勢に応じ、上場会社と非上場会社との間を行ったり来たりすると考える方が実態に合っている。近年、投資資金の国際化を背景に、株式市場を投資者にとって魅力的なものにするための工夫・努力に多大な精力が費やされている。同様に、良質な上場企業を株式市場につなぎとめるために株式市場を上場会社にとって魅力的なものにするための工夫・努力も必要であるが、日本においては、従前より東京証券取引所が圧倒的なシェアを維持しているため、米国などと異なり証券取引所間での競争原理は必ずしも十分に機能しておらず、昨今の黄金株など敵対的買収防衛策を巡る証券取引所の錯綜した対応ぶりを見ると、この方向での工夫・努力が十分であったとは言いがたい。上場会社の非上場化の動きには、証券取引所間での競争原理が十分に働いていないことを補完する機能が一定程度期待できる。

3 MBO の弊害

上場会社が MBO を行って非上場化することについての弊害としては、非上場化後に会社の情報開示が後退することや、株式市場から有望な投資先が無くなってしまふことなどが指摘されている。しかし、非上場会社は、一般投資

3) この面では、投資ファンドなどが余剰資金を多く抱える上場会社に高額の配当を迫るのと、基本的な発想は共通している。

家からの資金調達を予定しない以上、一般投資家に対する情報開示の重要性が減少するのは当然であるし、株式市場から有望な投資先が無くなってしまふことについても、前述の証券取引所間での競争原理が十分に働いていないことを補完するという効用を考えれば、受忍すべきコストであると言うべきであろう。

しかし、上場会社が MBO を行って非上場化する過程では、前述の通り、経営陣の利益相反などの問題が生じるので、かかる問題を解消・軽減するために一定のルールが必要になる。

4 擬似 MBO と真性 MBO

前述のとおり、MBO は、一般に、経営陣が自らの経営する企業を買い取る企業買収のことをいうとされる。しかしながら、これまで日本において行われた「MBO」が全て一般的な意味での MBO といえるかどうかについては、疑問が残る。経営陣が買収に際して提供する自己資金の額が小さいケースでは、投資ファンドが提供する資金の比率が大きくなるので買収後の経営判断に対する投資ファンドの権限は強くなり、実質的には経営陣が「雇われ経営者」として残る、投資ファンドによる上場会社の買収とも言った方が実態を反映している場合も少なくない。このような MBO を「擬似 MBO」と呼び、一般的な意味での MBO（以下「真性 MBO」という。）と区別した方が実態に即した議論ができるものと思われる⁴⁾。もちろん、両者の区別は相対的であり、典型的な真性 MBO や典型的な擬似 MBO もある一方で、真性 MBO に近い中間形態や擬似 MBO に近い中間形態もあり、実際にはそのような中間形態の方が一般的であろう⁵⁾。

日本の上場会社の経営陣の一般的な報酬水準

を考えると、創業者一族などによる場合を除くと、真性 MBO が行われることはむしろ少数ではないかと推察される。他方、投資ファンドが上場会社を買収するにあたっては、擬似 MBO の形を取ることが少なくない。というのは、投資ファンドが会社を買収したとしても、引き続き経営にあたる人材が必要であるところ、一定程度の実績がある現経営陣に少なくとも当面経営にあたってもらうことは、混乱が起りがちな買収時におけるリスク軽減に大いに役立つからであり、また、MBO の形を取ることにより、現経営陣の積極的な協力が期待できるので、買収前に十分な Due Diligence Review（買収監査）を行う機会を得て、やはりリスクの軽減をはかることができるからでもある。さらに、投資ファンドによる買収という説明よりも MBO と説明した方が経営方針の継続性があるかのように見え、従業員や取引先などに対しても説明がしやすいという実務的な考慮も働いているものと思われる。敵対的買収も辞さないとする投資ファンドが、敵対的買収の前段階として、しばしば当該上場会社経営陣に対して MBO の提案を行う理由の一端はここにあると言える。

III MBO に関するルール設計

1 ルール作りの現状

日本においては、MBO についてまだ明確な買収ルールは確立されているとは言えない。これは前述のとおり、日本では従来あまり実例がなかったせいもあるだろうし、後述の経営陣の利益相反の問題についてあまり焦点が当てられてこなかったせいもあるだろう。しかしながら、近年徐々に MBO の実例が出てきていることに加え、一昨年頃からの敵対的買収防衛を巡

4) 経営陣による自己資金の提供がまったくなければ、MBO の定義を満たし得ないが、実際には、買収後の経営陣の動機付けとして自己資金による投資やストックオプションの付与（役員報酬の一部を投資していると整理できる。）が行われることが少なくない。

5) ここでは、一般に MBO と呼ばれる取引の中でもいろいろ利害状況が異なることを示した上で、両端のケースを想定して問題の生じ方が異なることを示し、実際の MBO 取引への対応のあり方を検討しようとしている。真性 MBO と擬似 MBO の境目が不明瞭だからといってこのような二分論は意味がないということにはならないことに留意されたい。

る議論において経営陣の利益相反性の問題が注目され、その余波で敵対的買収防衛の対極にあるMBOではどうなのかという点にも焦点が当てられるようになったこともあって、ルール作りの動きが現れている。

平成17年12月には金融庁の金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等ワーキンググループ（以下「TOBワーキンググループ」という。）が、また平成17年12月及び平成18年3月には経済産業省の企業価値研究会（以下「企業価値研究会」という。）が、それぞれのMBOに関するルールについて見解を公表している。

まず、TOBワーキンググループは、「公開買付制度等のあり方について」と題する報告書（以下「TOBワーキンググループ報告書」という。）における公開買付者による情報の開示の項の中で、「MBO（経営陣による株式買取り）や親会社による子会社株式の買取りについては、経営陣等が買付者となり、株主との関係において経営陣等の利益相反が問題となることがあり得ることから、例えば公開買付価格の妥当性や利益相反を回避するためにとられている方策等について、よりきめ細やかな開示が求められる。さらに、非公開化取引については、手残り株を抱えた零細な株主に対して株主保護上の問題が生じ得ることから、例えば上場廃止とする意思の有無等について詳細な開示を求めることが適当である。」との見解を公表している⁶⁾。

次に、企業価値研究会は、「企業価値報告書2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～」（以下「新企業価値報告書」という。）における買収者及び対象会社とのバランスの確保に関する具体的提言の項の中で、「MBO（Management Buy-Out）や親会社が影響力の強い子会社株を買い増しする場合など、買収者が対象会社に対して実質上の強い影響力を有する場合、対象会社の経営者にとっては、通常の企業買収と比べて、利益相反となる可能性

が高い。これらのうち、対象会社の経営陣自身が買収者と同一視できる場合には、情報の非対称性が大きく、利益相反の問題が存することに加えて、買付価格の妥当性等について株主・投資家がインフォームド・ジャッジメントを行うことが難しいという特徴がある。そのため、論点公開では、このような場合については、買付価格の妥当性等について株主・投資家が適切な判断を下せるよう、それに関する情報提供の充実や専門家による評価を得る、第三者によるチェックなど判断プロセスの客観性の確保を行う、他の買収者による買収提案の可能性を確保するため一定の買付期間を確保するなどの工夫を講ずるべきであるとしている。また、論点公開では、MBOなどにより上場廃止となる場合については、それにより株主が著しく不利益を被ることを避ける観点から、上場廃止となる旨を明示し、また、全部買付を行うなど、強圧的な効果が生じないように配慮することが望ましいとしている。」との見解を公表している。

TOBワーキンググループ報告書では、実体的な規制まで踏み込まずに、開示規制への言及にとどまっているのに対して、新企業価値報告書では、実体的な工夫についての提言まで踏み込んでいる点で異なるが、基本的な問題意識は共通していると言える。

2 経営陣の利益相反性

TOBワーキンググループ報告書でも新企業価値報告書でも、敵対的買収と並べる形でMBOの問題が論じられている。経営陣が反対する場合（敵対的買収）でも、賛成する場合（MBO）でも、経営陣の利益相反性が問題となる点は興味深い。

真性MBOでは、経営陣は主たる買い手となるわけであるから、売り手である株主との間で利益相反があるのは明らかである。

6) TOBワーキンググループ報告書を受けた証券取引法（金融商品取引法）の改正が、平成18年6月7日に成立した。ただし、MBOについての改正内容は、政省令に委ねられている部分に関連しているため、本稿執筆段階ではどこまで踏み込んで改正されるのか明らかではない。

他方、擬似 MBO でも、真性 MBO ほどではないにせよ、両報告書が指摘するように、やはり経営陣の利益相反性が問題となろう。ただし、真性 MBO と比べると、経済的な利害が薄い分、擬似 MBO の方が利益相反性は低い。この擬似 MBO における利益相反性は、敵対的買収防衛の場合に経営陣が抱える利益相反性に近い。というのは、敵対的買収では、経営陣が自己保身のために反対するのではないかという点がまさに問題視されているが、この状況は擬似 MBO と共通するからである。

以上より、株主・投資者の権利保護の観点からは、真性 MBO と擬似 MBO とを峻別した上で、擬似 MBO においては敵対的買収防衛と同程度の利益相反性解消・軽減措置が、真性 MBO においては敵対的買収防衛よりも踏み込んだ利益相反性解消・軽減措置が、それぞれとられるべきであるということになる。

3 利益相反性解消・軽減措置

経営陣が、自社株の市場価格があるべき株価よりも低いと考えていなければ、そもそも真性 MBO を行うことはない。また、経営陣は買い手としての自己の利益を最大化するために、法律上あるいは社会通念上許される限度で極力安い価格で買収しようとするはずである。

前述のとおり、TOB ワーキンググループ報告書では、経営陣の利益相反の問題を解消・軽減するために、公開買付価格の妥当性や利益相反を回避するためにとられている方策などについて、よりきめ細やかな開示が求められるとし

ている。

情報開示が、投資者がインフォームド・ジャッジメントを行うについて有用であることは疑う余地はない。しかし、潜在的なものも含めた企業価値を完全に反映した価格が妥当な公開買付価格であるとすると、そもそも経営陣がかかる価格で真性 MBO を行いたいと思うかどうかは疑問である⁷⁾。また、公開買付価格の妥当性について専門家による評価を得たとしても、収益見込みなどの前提条件の置き方次第で評価が相当程度変わることは、実務上良く知られたことであり、専門家による評価は、一般のイメージほど客観的なものではない。さらに、買付価格の妥当性について情報開示を行わせるという方策は、どの程度利益が見込めるかを経営陣に「自白」させる仕組みであるといえるが、この情報は経営陣から見れば最も開示したくないものであり、したがって、制度の構造上無理があり、自発的な履行が期待できない⁸⁾。加えて、経営陣がどの程度利益が見込めるかについて虚偽の開示をしたとしても、「見込み」の問題である以上、それが開示の時点で虚偽であったことを経営陣以外の者が立証することは非常に困難である。結局、開示の充実や専門家による評価を通じて利益相反の問題を解消・軽減することには限度があるものと思われる。

また、前述のとおり、新企業価値報告書では、第三者によるチェックなど判断プロセスの客観性の確保を行うという案も提示されている。

しかし、例えば、社外取締役などによるチェックを想定した場合、会社の実情に必ずしも精通していない社外取締役などに何がどこまででき

7) 誤解を恐れず、説明の便宜のため非常に単純化すると、潜在的なものも含めた企業価値を反映したあるべき株価が 1 株 1 万円の会社の株式を、1 株 1 万円で買い取るのでは、買収者としては買収のメリットはない。買収者としては、たとえば 1 株 8 0 0 0 円で買い取って利益を上げたいと考えるのが自然である。なお、外部からはわかりにくい潜在的な企業価値は考慮に入れないということになると、本来 1 株 1 万円の株価が達成できるはずなのに、非効率な経営を行っているため 1 株 6 0 0 0 円の株価しか達成できていないような会社ほど真性 MBO を行って経営陣が利得を得やすいということになり、不合理な結果となる。

8) 法律制度作成でも契約交渉でも同様であるが、関係者による自発的な履行が期待できるように作りこむことが、その後の運用コスト（法律違反行為の摘発コストや訴訟・強制執行の救済コストなど）削減に役立つことは論をまたない。性質上このような作りこみが困難な場合もあるが、可能な場合についてはこのような観点からの検討も重要であろう。経験則上、良くできた契約がある場合には紛争が生じにくい、あるいは生じたとしても訴訟にまで至ることが少ないのは、このような理由にもよるのであろう。

るのか、まさに MBO の当事者となる経営陣によって推薦されて就任した社外取締役などに、推薦者の利益に反する行為をすることをどの程度期待できるのか、社外取締役などがチェックするとしても、結局投資銀行や法律事務所など外部の専門家からの助言を求めそれに従うことになり、二度手間にならないかなど疑念は尽きない。もちろん、いずれも無いよりはましであるが、これがあれば十分というほどのものではないかろう。

これらの方策・工夫は、情報開示、専門家・第三者の中立性・信頼性に「盲目的な」信頼を置くものであって、建前論としてはともかく実質論として、明白に問題のある案件のあぶり出しを超えて、どの程度効果があるのかは慎重に検証がなされるべきである。

他方、新企業価値報告書が提案する、他の買収者による買収提案の可能性を確保するため一定の買付期間を確保するという工夫は、他の方策・工夫とは一線を画していると思われる。特に真性 MBO の場合は、買収対象企業について最も精通した経営陣自身が、この値段であれば買収しても十分利益が見込めると考えていることを対外的に表明しているようなものである。新企業価値報告書が提案するように、他の買収者による買収提案の可能性を確保するために一定の買付期間を確保すれば、他の買収者は経営陣の提示した買付価格を参考に、合理化、シナジーの創出、利幅の削減などの工夫をすることにより、より高い買付価格を提示できる可能性があるし、翻って経営陣が予めその可能性を加味してそれなりの買付価格の提示を行うことにもつながろう。この場合、他の買収者にも一定の買収監査 (Due Diligence Review) の機会を与えることも検討に値すると思われる。買収監査なくしては、踏み込んだ形で買収提案を行うことが難しいからである。

このように、他の買収者による買収提案の可能性を確保するため一定の買付期間を確保するという工夫については、前述のような「自白」強要の構造的な問題はなく、また、専門家・第三者の中立性・信頼性への「盲目的な」信頼の

問題もなく、いわゆる競争原理を通じて、比較的形式的、客観的に適用できるので、利益相反性が強い場合のその解消・軽減措置の設計としては、優れているといえる。

IV まとめ

資金調達の便宜や社会的信用力など上場していることのメリットと、上場を維持するための手間・費用や柔軟な経営判断・資本政策への制約などのデメリットを比較し、MBO による非上場化を目指す上場会社も今後は増えるものと思われる。会社の業態や成長過程に応じて、上場会社であることが望ましい場合もあれば、非上場会社であることが望ましい場合もあるし、MBO によって、資本と負債を大きく組み替えることが望ましいこともあるであろう。さらに、日本においては、MBO による非上場化の可能性が、十分とは言えない証券取引所間の競争を補完する機能を果たすことも期待できる。MBO にはこのようなメリット・存在意義がある一方で、取締役 (経営陣) の利益相反性の問題があり、一定のルール作りが必要であることについても異論はなかろう。

問題はそのルールの内容である。ルールは単純かつ明確であることが望ましく、また、ルールが敵対的買収防衛などの隣接事案との関係でバランスが取れていることも必要である。さらに、MBO の要となる経営陣に無理を強いるような制度設計は、極力避けるべきである。真剣にルールを守ろうとする真摯な経営陣に対しては過剰な抑制効果が生じることになりかねない一方で、不誠実な経営陣の違反行為を摘発するのは困難だからである。

どのようなルール設定が適当なのかは、引き続き検討の必要があろうが、本稿で議論したように、MBO というレッテルに惑わされずに、真性 MBO と擬似 MBO のように実態に応じ峻別すべきものは峻別して検討することが重要であると言えよう。

(みとま・ひろし)