法務

MBOに潜む利益相反

経産省、株主保護へ指針議論

第三者委強化が焦点

MBO（経営陣が参加する買収）のルール整備を求める声が増えている。企業の内情を知る経営者が買い手となる企業買収に対し、買収価格が低く抑えられていると株主が不満を訴える例が目立つからで、経済産業省はMBO手続きの指針の改定議論に入った。日本は米欧と比べて情報開示などが足りないとの指摘も多く、少数株主の保護を強化できるかが焦点だ。（四方雅之、松本桃香）

▼MBO　マネジメント・バイアウトの略で、経営陣が自社や事業部門を買収して独立する手法。経営者が自ら株主となる一方、上場も取りやめるなどして、経営の自由度を高める。まずTOB（株式公開買い付け）で株式を取得するケースが一般的だ。投資ファンドなどと連携することも多い。

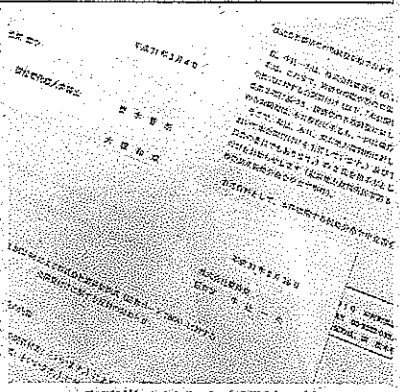
MBOに関するルールや運用の日米比較

	日本	米国
第三者（特別）委員会	社外取締役でない弁護士や会計士など外部の有識者が多い	ほとんどが社外取締役。交渉権限も持つ
情報開示	委員会の議論などの詳細は記載の必要なし。価格の算定書も一部の開示で可	委員会の議論、マーケットチェックの内容、取引の理由、交渉プロセスなどに関する詳細を公表
マーケットチェック	原則なし	利益相反が指摘される場合に実施。最も高い価格を提示した買収者を選ぶ義務（レブロン基準）がある

「必要な資料や時間を与えられていない」。広済堂の社外監査役の1人が2月、同社のMBO計画に反対する意見を公表した。同社の経営陣と米投資ファンドが1月に発表したMBOについて、経営陣の自己保身や低価格での買収が目的ではないかなどと主張した。

3月20日には別の株主が「MBOのあるべき姿を問う」としてTOB（株式公開買い付け）を発表。広済堂は22日、MBOに賛同する意見は維持した一方、株主に応募を推奨する意見は撤回。先行きは混沌としている。

この事例が注目されるのは、MBOに構造的に存在する利益相反の問題に関係するからだ。一般的な企業買収では買い手が登場した場合に経営者は株主のために高い価格で売却を目指す。だがMBOでは経営者が買い手になるだけに株価を抑えるインセンティブが働きかねない。



広済堂のMBOを巡り、社外監査役が反対を表明した

価格巡り裁判も

買い取り価格を巡って裁判になったケースもある。焼肉店「牛角」を展開するレックス・ホールディングス（当時）が2006年に実施したMBOでは、東京高裁は08年、価格が安すぎるとする株主の訴えを認め、会社提示より47%高い価格が妥当と判断した。

MBOは金融商品取引法などのルールの適用を受ける。3分の1を超える株式を取得する場合、TOBを実施しなければならない。だが利益相反のリスクがあるだけに、一般的なM&A（合併・買収）より厳格な手続きが求められるという指摘も聞かれる。

経産省が07年にまとめたMBOの指針でも、経営陣と一般株主には情報の非対称性があるなどと指摘。株主に対する説明の充実や、手続きのチェックに第三者委員会の活用を促した。法的な拘束力はないが、実質的なルールとして産業界で重視されている。

同省は18年11月から、12年ぶりの指針改定に向けた議論を進めている。上場企業のMBOが相次ぐ一方、16年のジュピターテレコムへのTOBを巡る最高裁決定を踏まえて、「一般に公正と認められる手続き」を整備する必要性が出てきた。

指針改定を議論する「公正なM&Aの在り方に関する研究会」はこれまでに5回開催。19年4月からはとりまとめに向けた議論に入る予定だ。

第三者委の監査機能強化の手立てや、情報開示の充実などを議論する。

監査機能では社外取締役に対して、第三者委で積極的に役割を果たすよう提起する。独立性の高い社外取締役にMBO価格などの決定議論に関与させ、透明性を高める。第三者委が一般株主の利益を守る立場として、買い手や対象企業から情報を聴取することも検討テーマだ。

米国では第三者委が単なる価格算定だけでなく、経営者と株主の間に入り価格交渉も担う。デイビッド・スナイダー外国法事務弁護士は「取締役会に出席する社外取締役は、弁護士や公認会計士などに比べて第三者委の実行力を高める」と指摘する。

情報開示求む声

買い取り価格の透明性を高めるための情報開示の強化も焦点となりそうだ。専門家には買収価格を算定する際の重要な要素となる割引率をどのように決めたかや、企業価値を算定する際に使った類似企業の選定法の公表を求める声もある。

またマーケットチェックも議論の対象になりそうだ。これはMBO計画公表後の一定期間、高値の価格を提示する買収者が他にいないかを調査することで、一般株主の機会損失を避けるのが狙いだ。米国では一般的に実施されている制度だ。

玉井裕子弁護士は「公正さを高めつつ自由度を損なわないルール整備が求められる」と話す。

MBOには上場企業が一度株式市場から退出することで意思決定を迅速にし、中長期的な成長につなげる利点もある。海外投資家を呼び込むためにも「世界からみて透明性の高い制度作りが欠かせない」（宇佐神順弁護士）という。

透明性向上　米欧が先行

日本のMBO（経営陣が参加する買収）の少数株主保護策は、米欧に比べて課題が残るとの指摘がある。

米国にはM&A（合併・買収）に関する裁判の判例を基にできたレブロン基準というルールがある。取締役が会社を売却することを決めた後は、提示価格が高い買収者に売らないといけないというものだ。不当に安い価格でのMBOの抑制につながっている。

また規制当局である米証券取引委員会（SEC）が企業に対して交渉経緯を記載、報告させている。清原健弁護士は「交渉経緯の開示を厳格に求めることで規律や透明性が高まる」という。英国では手続きの公正性について独立機関が審査する。

日本では強制力のあるルールに乏しく、第三者が取引価格や統合比率、収益性などに意見表明することも定着していない。清原氏は「MBOに関して一般株主保護が不徹底だ」と指摘する。個人投資家の山口三尊氏は「価格に関するルールに欠ける」と話す。

透明性のあるMBOの仕組みをつくるために経済産業省に限らず、金融庁や証券取引所、市場関係者が果たすべき役割も多そうだ。

訂正　18日付「企業で進むLGBT対応」の記事中、「第一東京弁護士会」とあるのは「東京弁護士会」の誤りでした。

法トーク　自動運転ルール整備後押し

弁護士　佐藤典仁氏

政府は自動車の自動運転を後押しする法整備を進めており、8日には一定の条件で公道走行を可能にする道路交通法などの改正案を閣議決定した。国土交通省に出向し、企画調整官として関わっている佐藤典仁弁護士は「世界に先駆けて進める意義は大きい。誰もが納得できるルールづくりを急いで日本が自動運転技術をリードできるようにしたい」と意気込む。

これまでにも自動運転で事故が起きた際の民事責任や自賠責保険制度のあり方などのとりまとめを担った。日立製作所にも出向経験がある佐藤氏は「技術革新の生む新しい事業と法規制のあり方が経済や企業の成長を左右する」と実感している。「前例のないビジネスの実現を法務のスキルで支援できるように、弁護士として腕を磨いていく」と話す。