

改訂MBO指針の検証とその実効性についての一考察

高 田 寛

1. はじめに

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」¹（以下「旧MBO指針」という。）を公表した。その後10年以上が経過し、公正なM&Aの在り方という観点から旧MBO指針の見直し²が行われ、2019年6月28日、経済産業省は、旧MBO指針の改訂版として、「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」³（以下「改訂MBO指針」という。）を公表した。

この間、わが国はMBO（マネジメント・バイアウト）⁴を含む多くのM&A（Merger and Acquisition：企業の合併や買収）を経験し⁵、その中で、公正なM&Aについての議論と理解が深まり、これを実現するうえで有効な実務上の対応についての知恵が蓄積され、かつM&Aを巡る法制度や上場ルールの改正・整備も行われ、判例法理の発展も見られたことがこの背景にある⁶。

特に、MBOには、構造的な利益相反や情報の非対称性の問題および公開買付け（Take-over Bid：TOB）（以下「TOB」という。）時の一般株主に対する強圧的な問題があることから、改訂MBO指針は、公正なM&Aの在り方に関して、企業社会において共有されるべきベストプラクティスとして位置づけられるべきものとして策定された。しかし、改訂MBO指針が、これらの構造的な問題を抜本的に解決しているとは言い難く、あくまで公正なM&Aの在り方という観点から、実務的な指針を示したものに過ぎない。また、改訂MBO指針も自認しているように、ましてや会社法上の公正な価格やこれについての裁判所の審査の在り方との関係や、対象会社の取締役の善管注意義務および忠実義務との関係等について整理を行うことを直接意図したのもでもない⁷。

本稿では、最初にMBOを概観し⁽²⁾、MBOの手続きとMBOのもつ構造的な利益相反、および情報の非対称性の問題ならびにTOB時の強圧的な問題を整理する⁽³⁾。そして、改訂MBO指針が提唱する公正性担保措置を検証することにより⁽⁴⁾、公正性担保措置の問題点を洗い出し⁽⁵⁾、改訂MBO指針の実効性およびMBOの取引条件の妥当性ならびに手続きの公正性の限界を示し、公正なMBOの在り方という観点から若干の提言を試みる⁽⁶⁾ものである。

2. MBOとは

MBOについては、統一的な定義は存在しないが、企業価値研究会⁸の「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～」では、MBOとは、「現在の経営者が全部または一部の資金を出資し、事業の継続を前提として一般株主から対象会社の株式を取得することをいう。」と定義している⁹。また、旧MBO指針では、「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」と定義している¹⁰。いずれも包括的かつ概括的な定

義にとどまっているが、これは、一概にMBOと言っても、様々な形態があり、このような広範な定義にとどめざるを得ないためであると思われる¹¹。

すなわち、MBOとは、一般的に、M&Aの一形態であり、会社の経営陣（取締役、執行役員等）が企業買収の手段の一つとして、新たに投資家（ベンチャーキャピタル、金融機関、投資ファンド等）から資金を調達し、当該事業の継続を前提として、自社の株式や事業部門の買収を行い、会社から独立することを指す¹²。

なお、MBOには、上場会社におけるMBOと非上場会社におけるMBOが存在するが、改訂MBO指針は、その対象を、株式が不特定多数の投資家によって分散保有されており、株主利益の確保がより問題となりやすい上場会社において非上場化を目指して行われるMBO（これを「ゴーイング・プライベート」という。）に限定していることから¹³、本稿も、改訂MBO指針に従って、上場会社が非上場化を目指して行われるMBOに限定することとする。また、改訂MBO指針は、その対象を、MBOおよび支配株主による従属会社の買収としているが、本稿では、支配株主による従属会社の買収を除いた典型的なMBOを中心に議論を進める。

MBOの歴史を紐解くと、1970年代後半、イギリスのマーガレット・サッチャー政権下において、国営企業の民営化政策のもとで誕生した。その後、欧米で活発化し発展を遂げ、わが国では、2000年代から徐々に浸透してきた。この頃の日本経済はバブル崩壊後の景気低迷に伴って、企業が合理化を進めており、「選択と集中」を迫られた中で、従来の多角経営の方針からの転換を図っていた。中でも、経営効率を高めるため、ノンコア事業部門、すなわち基幹事業ではない事業部門の切り離しをする際に、第三者へ売却をするのではなく、社風・企業風土の大きな変革を避けるため、MBOが用いられるようになった。近時では、このような理由だけでなく、株式上場のメリットが薄れた上場企業が、株式の非上場化を目的としてMBOを活用している¹⁴。

MBOの対象会社のメリットとしては、ゴーイング・プライベートの場合、第一に、上場維持コストの削減がある。例えば、上場後に支払う費用の一例として、上場時の時価総額が5,000億円超の場合、東証1部では、年間456万円かかる。また、これとは別途、TDnet¹⁵の使用料として年間12万円かかる（税抜き）¹⁶。また、上場維持費が、安価ではないことだけでなく、上場維持のための資料の収集・作成など、社内の労務費も相当なものとなる。このようなコスト面から、MBOによってゴーイング・プライベートを目指す企業が多い。また、これに伴って、非上場化により情報開示を行う必要がなくなることによる競合他社への企業戦略の漏洩防止もある¹⁷。

さらに、上場企業または中小企業の非上場企業に共通する対象会社のメリットとしては、他の第三者ではなく対象会社の事業に精通した経営陣に譲渡することにより、従来の経営方針が継続されることによる社風・企業風土の維持、伝統の継続、ブランド力の維持、従業員の雇用を維持することができる。また、第三者へ譲渡するケースと比べ、売主の意向が反映されやすく、資本政策の自由度が高いというメリットもある¹⁸。

一方、現経営陣のメリットとしては、上場企業の場合、短期的な株価の変動を気にせずに、中長期的な視点で経営戦略を立案することができる。多くの場合、会社から会社の経営を委任された取締役は、会社のオーナーである株主から短期的な業績の向上を求められ、取締役は、始終株価の変動を気にすることになる。すなわち、取締役は、中長期的な戦略を十分に立てることがで

きる環境にはなく、短期的な経営戦略に固執するあまり、会社として取るべき選択に狂いが生じ、その結果、時代の進歩についていくことができず、ビジネスの世界から取り残され衰退への道を歩むことになりかねない。

このような事態を避けるためにも、短期的な株価の変動を気にせずに、中長期的な視点から経営戦略を立案することができることは、経営陣のみならず対象会社にとっても大きなメリットである。さらに、将来的に株式市場に再上場することも考えられ、この場合にはキャピタルゲインを獲得できる可能性もある。また、対象会社が上場企業又は非上場企業に共通するメリットとして、金融機関や投資ファンドから資金調達することにより、少ない手許資金で会社の経営権を取得することができるというメリットもある。加えて、資本市場で買収を仕掛けられるリスクも回避することができる¹⁹。

しかし、MBOはメリットばかりではない。対象会社が上場会社の場合、MBOにより会社を非上場にすることにより、資金調達の選択肢が狭まることが考えられる。すなわち、ゴーイング・プライベートにより、株式市場からの資金調達はできなくなる。また、上場非上場を問わず、対象会社がグループ企業に属している場合、企業グループ内の取引の解消による売上減少や知名度の低下の可能性がある。特に著名な会社の子会社の場合、企業グループからの離脱に起因する知名度の低下等のデメリットが考えられる²⁰。

一方、現経営陣のデメリットとしては、MBOを支援する資金調達の投資ファンド等との関係の問題がある。一般に、MBOを支援する投資ファンド等は、3～5年程度で株式を売却すること等により出口（エグジット）戦略²¹をとることが多い。投資ファンド等が経営陣のMBOを資金調達によって支援するのは、それが将来的に対象会社の企業価値を向上させる可能性があり、それによって株価が上昇することが見込まれるからである。もし、これが実現できない場合には、投資ファンド等は、事業計画の見直しを要求したり、新規投資を抑制したり、さらに経営陣に強いプレッシャーをかけてくることが予想される²²。このように、MBOは、経営陣にとって失敗の許されないものであると言える。

MBOのデメリットとしては、対象会社や現経営陣のデメリットよりも、相対的に、一般株主のデメリットの方が大きい。対象会社が上場企業の場合には、通常買収する側が現経営陣であるため、株式のTOB価格が意図的に低く抑えられる可能性がある。これによって一般株主が、不利な状況に陥る可能性がある。すなわち、対象会社の経営陣がMBOの買主であるため、保守的な業績予想や消極的なIR活動を行うことにより、株価を低価格で保つことが可能であり、その結果、TOB価格が意図的に低く設定される可能性がある²³。この問題は、MBOの持つ構造的な問題として表れてくる。これに関しては、次章で検証する。

3. MBOの手続きと構造的な問題

(1) MBOの手続き

MBOの手続きの手順は、大きく分けて、第1段階（TOB）と第2段階（スクイーズ・アウト）に分けられる。

第1段階では、TOBが実施される。TOBの目的は、①第2段階でスクイーズ・アウトを可

能にするため、および②会社の一般株主に対して、その保有する株式を売却する機会を与えるためである。スクイーズ・アウトとは、TOBに応じなかった少数株主を強制的に排除するための方法である。すなわち、第2段階であるスクイーズ・アウトの段階に入ってしまうと、会社の少数株主は、自己の判断で株式を売却する機会を失うだけでなく、非公開化されてしまうと、株式の流動性がなくなり、公開株式を購入した株主の権利である市場における自由な売買の利益を失うことになる²⁴。

スクイーズ・アウトの手法を導入するためには、株主総会の特別決議による可決が要求されている（会社法309条2項）。このため、株主総会を開く前に3分の2以上の多数派を形成し、株主総会の特別決議を可決できる状況にしておく必要がある。このような事情から、会社の少数株主に売却の機会を与え、公開株式を購入した株主の保護を図ることが必要となり、この保護を図るため、TOBによって広く株主に株式を売る機会を与える。なお、TOBの価格は、その後のスクイーズ・アウト時の対価の参考価格となるため、TOBには、公正な価格を形成するという面がある²⁵。

第2段階では、スクイーズ・アウトが行われる。この目的は、TOBの後、少数株主が残存してしまうと、その保有株式数によっては様々な株主権の主張が行われたり、額は少額ながらも配当を行う必要が生じたり、株主管理コストが生じてしまったり、煩雑な諸事情が生じる可能性があるためである。このような煩雑な手続きを排除したいがために、スクイーズ・アウトを行う²⁶。

第2段階のスクイーズ・アウトの手法には、全部取得条項付種類株式²⁷を用いる方法と、金銭対価による株式交換などの組織再編行為を用いる方法がある。しかし、株式交換は税務上非適格株式交換²⁸に該当する可能性があり、対象会社の資産に含み益がある場合には課税が生じることから、実務上は全部取得条項付種類株式を用いる方法が多く用いられている。そのため、本稿も全部取得条項付種類株式を用いる方法を前提とする²⁹。

全部取得条項付種類株式の手法によりスクイーズ・アウトを行う場合には、株主総会において、以下のような決議を行う。

- ① 対象会社を種類株式³⁰発行とし、A種種類株式を発行するための定款変更の承認（すでに種類株式発行会社である場合は不要）
- ② 対象会社の発行済普通株式を、対象会社自身が全部取得できる旨の全部取得条項付種類株式とする定款変更の承認（これによって、現在の株主が保有する株式は、すべて全部取得条項付種類株式となる。）
- ③ ②の変更後の定款に基づき、全部取得条項付種類株式の価格や取得日等を決定（これによって、現在発行済の全株式は、取得日に対象会社が取得できることとなる。）

なお、上記②は通常の株主総会に加えて、全部取得条項を付されることになる普通株式の株主による種類株主総会の特別決議も必要とされるが、実務的には、株主総会と同日に種類株主総会を開催して決議を行うことが通例である³¹。

全部取得条項を付けた普通株式を取得日に対象会社が取得する対価として、対象会社は株主に対し、種類株式（上記①で発行することができるようになったA種種類株式）を交付する。

その際、TOBに応じなかった少数株主の保有株式数を考慮し、発行するA種種類株式の1株に満たない端数のみが少数株主に割り当てられるように交換比率を設定する。1株に満たない端数のA種種類株式を割り当てられた少数株主は、端数株式を裁判所の許可を得て対象会社等に売却し、その代金を得ることしか方法がなくなる。そのため、端数を割り当てられた少数株主は、対象会社の株主としての地位を失い、その対価として現金を受け取ることになる³²。

会社法上の手続きとしては、まず、定款で、取得対価の価額の決定方法・株主総会決議をすることができるか否かについての条件を定める場合における条件を定める（108条2項7号・3項、施行規則20条1項7号）。その際、それに反対する株主は、株式会社に対し、自己の有する株式について、公正な価格で買取請求権を行使し得る（116条1項）。このとき、株式価格決定について株式会社と株主の間で効力発生日から30日以内に協議が整わなかった場合には、株主又は株式会社は、期間満了後30日以内に、裁判所に対し、価格決定の申立てをすることができる（117条2項）³³。

次に、取締役が株主総会において全部取得条項付種類株式の全部取得を必要とする理由を説明したうえ（171条3項）、株主総会の特別決議により（309条2項3号）、取得対価・その割当てに関する事項・取得日を決定する（171条1項）。取得対価の価額は、定款で定められた決定方法（108条2項7号イ）に即していなければならず、決議された取得対価に不満がある株主には、171条1項の株主総会の日から20日以内に、裁判所に対し取得価格決定の申立てをなすことが認められる（172条1項、868条1項、870条4号）。そこで、一般株主には端数株が対価として交付されるように設計し、それを現金化して交付することとなる（234条）。取得日に取得に効力が生じ（173条1項）、対価が株式等の株主等となる（173条2項）。取得対価に不満がある株主には裁判所への取得価格決定申立権が認められているが³⁴、裁判例は、この「取得対価」を取得日における「公正な価格」（785条1項）と解していることが多い³⁵。

(2) MBOの構造的問題

MBOには、以下の構造的問題が存在する。

① 構造的利益相反状態

MBOは、対象会社の取締役を含めた経営陣が、買収会社を設立し、自らが経営する対象会社の株式を買い集めることになる。そのため、経営陣は、実質的には、対象会社株式の買主となる。実質的な買主である経営陣は、少しでも安い価格で対象会社の株式を買い集めようとするところだろう。他方、対象会社の経営陣は、対象会社の経営陣としての立場から、対象会社の一般株主の利益を最大限に図る善管注意義務を負っている³⁶。このような場合、経営陣が対象会社の一般株主の利益を最大化するためには、買収会社に対し、できる限り高い価格で株式を売却することが要請される。すなわち、対象会社の経営陣は、MBOの構造上、買主側の利益と売主側の利益の両方を図るという立場に置かれ、利益が相反する状態となる³⁷。

そのため、経営陣は、このようなMBOの構造上生じる利益相反を回避または軽減する措置をとり、かつ株式の売却価格の適正を確保する措置をとることが要請される。仮に、経営

陣がこのような措置をとることを怠り、買主側の利益を優先するような行動をとれば、経営陣は、善管注意義務違反に基づく損害賠償請求などにより責任を追及される可能性が出て来る。このため、対象会社の経営陣は、可能な限り株式の取得対価の額を公正な価格にするべく行動することが求められる³⁸。

② 情報の非対称性

対象会社の経営陣は、対象会社の経営を行っている以上、自社の株価に影響する情報を入手することが容易であり、対象会社が未だに公表していない非公開情報についても入手することができる。そのため、対象会社の経営陣が支配する買収会社は、現経営陣を通して非公開情報を入手できることになる。これに対し、対象会社の一般株主は、対象会社から公表されたもの以外の情報を入手することは困難であり、非公開情報を入手することができないのが通常である。このような立場の違いから、買収会社（対象会社の経営陣）と対象会社の一般株主の情報量の格差ともいべき状態が生じ得る。これが「情報の非対称性」と呼ばれる問題である³⁹。

このため、対象会社の一般株主が対象会社の株価に影響する情報を入手できず、対象会社株式の本来の価値について判断できないまま、スクイーズ・アウトによって、対象会社株式を売却しなければならない状態が生じる。これにより、対象会社の一般株主は、自己の保有する対象会社の株式の売却価格を、不当に安い価格とされてしまうことに気づかない危険性が生じてしまう。このような状況では、対象会社の一般株主の保護が図れない。このため、この状況を回避すべく、対象会社の情報開示を充実させることが要請される⁴⁰。

③ TOB時の強圧性

TOB時の強圧性とは、第1段階のTOB価格に対しては不満があり、TOB価格のみから判断すればTOBに応募する気にはなれない対象会社の株主が、他の株主がTOBに応募することによってTOBが成立し、スクイーズ・アウトの段階において自分が不利に扱われることをおそれるあまり、事実上、TOBに応募することを強制されてしまうような状態をいう。

すなわち、構造的強圧性の状態は、TOBの公表時に株主の目に触れることになる公開買付届出書の内容を見た対象会社株主が、このTOB価格ではTOBに応じたくないにも拘わらず、スクイーズ・アウトの段階で、TOB価格よりも低い価格で株式を売却せざるをえなくなることを危惧し、TOBに応募しなければという心理的な圧力を受ける状態である。このような構造的強圧性を排除するためには、強圧的な効果に該当しかねない表現を避けるとともに、TOBと同額の対価でスクイーズ・アウトを行うことをあらかじめTOB時に明言するという方法も考えられる⁴¹。

このようにMBOの構造上生じる問題、すなわち、「構造的利益相反状態」「情報の非対称性」「TOB時の強圧性」をできる限り回避ないし軽減する必要があるが、しばしばスクイーズ・アウトにおける株式の対価に問題が生じ⁴²、裁判所に対して株式取得価格決定の申立てがなされる⁴³。取得

価格決定の申立ての対応策としては、①利益相反構造を可及的に排除しているか（独立当事者間取引と評価できる状況の有無）、②強圧的な効果を排除しているか、③適切かつ十分な情報開示を行っているか、④公正性を確保するための手段を経ているか、などがある。

これらに対して取りうる施策としては、①では、MBOに参加する取締役による対象会社の意思決定への参加・干渉の排除、および独立当事者間における交渉と同様の実質的な価格交渉経緯、ならびに独立性を担保できる特別委員会⁴⁴の設置および意見書の取得などがある。②では、TOBとスライズ・アウトの株式取得対価を同額とする、および「強圧的な効果」に該当する可能性のある表現を使用しないなどがある。③では、TOBにおいて株価評価に影響を与えうる情報の適切かつ十分な開示がある。④では、独立した第三者評価機関からの株式価値評価算定書⁴⁵の取得、および対抗TOBの機会の確保（比較的長期間の公開買付期間の設定、ならびに取引保護条項の不存在、買収防衛策の停止など）がある⁴⁶。

4. 改訂MBO指針の公正性担保措置

改訂MBO指針の目的は、主として手続面から、わが国の企業社会におけるMBOを含む公正なM&Aの在り方を提示することにある。また、改訂MBO指針は、わが国におけるM&Aが今後更に健全な形で発展していくことを目的として、旧MBO指針策定後に蓄積されてきた実務も踏まえ、今後のわが国の企業社会におけるベストプラクティスの形成に向けて、公正なM&Aの在り方を提示するものとしている。ただし、改訂MBO指針で提示する原則論や実務上の対応等は、会社法上の明確な位置付けをおこなうことを直接意図して提示するものではなく、より広範な視点として、公正なM&Aの在り方に関して企業社会において共有されるベストプラクティスとして位置づけられるべきものとしている⁴⁷。

また、改訂MBO指針では、MBOには構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在するとし、公正な取引条件が、当事会社の企業価値を増加させ、かつ、その企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような条件であるとしている。しかし、MBOでは、対象会社の経営陣が、対象会社や一般株主にとって、できる限り有利な条件でMBOが行われることを目指して合理的な努力を行うことが期待されているものの、MBOの構造上の問題から、利益相反および情報の非対称性の問題が存在するため、このような行動をとることを当然に期待することはできないと考えられるとしている⁴⁸。

さらに、MBOを行う上での尊重されるべき原則として、望ましいMBO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ものであること（第1原則：企業価値の向上）、およびMBOは、公正な手続を通じて行われることにより、一般株主が享受すべき利益が確保されるべきであること（第2原則：公正な手続を通じた一般株主利益の確保）をあげている。

また、改訂MBO指針では、MBOは、上記の第2原則に則り、一般株主利益を確保するために、公正な手続を通じて行われるべきであるとし、このような公正な手続を構成する実務上の具体的対応が公正性担保措置であり、個別のMBOにおける具体的状況（構造的利益相反や情報の非対称性の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等）に応じて、公正性担保措置を講じることが望ましいとしている⁴⁹。

改訂MBO指針は、これらのMBOの構造上の問題を如何に回避または是正するかという観点から、実務上の具体的対応策（公正性担保措置）を提示している。

(1) 独立した特別委員会の設置

改訂MBO指針が、公正性担保措置として最も重要視しているのが独立した特別委員会の設置である。改訂MBO指針によれば、特別委員会は、構造的な利益相反の問題が対象会社の取締役の独立性に影響を与え、取引条件の形成過程において企業価値の向上および一般株主利益の確保の視点が適切に反映されないおそれがある場合において、本来取締役に期待される役割を補完し、または代替する独立した主体として任意に設置される合議体であるとしている⁵⁰。つまり、特別委員会の設置は、構造的利益相反および情報の非対称性等が著しく、企業価値の向上および一般株主利益の確保が適切に反映されないおそれがある場合を前提とするものである。

また改訂MBO指針は、特別委員会は、独立性を有する者で構成され、重要な情報を得た上で、企業価値の向上および一般株主の利益を図る立場から、MBOの是非や取引条件の妥当性、手続きの公正性について検討および判断を行うことにより、取引条件の形成過程において、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題に対応し、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で、MBOが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保する機能を有するとしている⁵¹。

ここで注意しなければならないのは、特別委員会は、基本的には、買収者および対象者・一般株主に対して中立の第三者的な立場ではなく、対象会社および一般株主の利益を図る立場に立って当該MBOについて検討や判断を行うことが期待されるものであり、そのような意味で特別委員会が有効に機能した場合は、公正担保措置として高く評価されるとするという点である⁵²。つまり、特別委員会は、中立の第三者的な立場に立つのではなく、あくまでも対象会社および一般株主の利益を図る立場であり、企業不祥事などに見られる中立の第三者委員会とは性質を異にするものである。

次に、改訂MBO指針は、特別委員会の役割として、①対象会社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、MBOの是非について検討・判断するとともに、②一般株主の利益を図る観点から、(i)取引条件の妥当性および(ii)手続きの公正性について検討・判断する役割を担うとされる。このうち、②(i)取引条件の妥当性については、(a)買収者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件でMBOが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保すること、および(b)取引条件の妥当性の判断の重要な基礎となる株式価値算定の内容と、その前提とされた財務予測や前提条件の合理性を確認することを通じて、検討することが重要であるとされる。また、買収対価の水準だけでなく、買収の方法や買収対価の種類等の妥当性についても検討することが重要である⁵³。

また、②(ii)手続の公正性については、当該MBOにおける具体的状況を踏まえて、全体として取引条件の公正さを手続的に担保するために、いかなる公正性担保措置をどの程度講じ

るべきかの検討を行う役割を担うことも期待されている⁵⁴。

このように、特別委員会は、改訂MBO指針を適切に運用することにより、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題への対応に資するものであり、MBOの公正性を担保する上で有効性の高い公正性担保措置であるとする。さらに、改訂MBO指針は、特別委員会は、個別のMBOにおいていかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討を行う役割を担うことが期待されており、手続の公正性を確保する上での基点として位置付けられるとしている⁵⁵。

このような役割を担う特別委員会の前提となる重要なポイントは、言うまでもなく特別委員会の独立性である。特別委員会は、独立性を有する委員で構成されるからこそ、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題等に対応する機能を有する。また、特別委員会の委員の独立性は、特別委員会に対する一般株主の信頼の礎となるものでもあり、委員となる者は高度な独立性を有することが望ましい⁵⁶。

この点につき、改訂MBO指針は、特別委員会の委員となる者には、①買収者からの独立性、および②当該MBOの成否からの独立性（当該MBOの成否に関して、一般株主とは異なる重要な利害関係を有していないこと）が求められるべきであり、これらの独立性は、企業価値の向上および一般株主の利益を図る立場から適切な判断を行うことが一般に期待できるかという観点から、個別のMBOごとに、委員候補者と買収者や対象会社との関係や当該MBOとの関係等の具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべきものと考えられるとしている⁵⁷。

そのため、特別委員会の委員は、構造的な利益相反の問題による影響を排除する観点から、社外の者、すなわち社外取締役、社外監査役または社外有識者で構成されることが望ましいが、それぞれの特別委員会の委員としての適格性は、一般に、以下のように考えられる⁵⁸。

a) 社外取締役

社外取締役は、①株主総会において選任され、会社に対して法律上義務と責任を負い、株主からの責任追及の対象ともなり得ること、②取締役会の構成員として経営判断に直接関与することが本来的に予定された者であること、③対象会社の事業にも一定の知見を有していること等を踏まえると、特別委員会の役割に照らして、社外取締役が委員として最も適任であると考えられ、独立性を有する社外取締役がいる場合には、原則として、その中から委員を選任することが望ましい。また、社外取締役が委員長を務めることも、特別委員会の実効性を高めるため実務上の工夫の一つとして考えられる⁵⁹。

b) 社外監査役

社外監査役は、①本来的に経営判断に直接関与することが予定された者ではないものの、取締役会への出席・意見陳述義務や取締役の行為の差止請求権等を通じて、間接的な形で経営に関与すること、②株主総会において選任され、会社に対して法律上義務と責任を負い、株主からの責任追及の対象ともなり得ること、③対象会社の事業にも一定の知見を有していること等を踏まえると、取締役会に占める社外取締役が少数にとどまる現状においては、社外取締役を補完するものとして、社外監査役も委員としての適格性を有するものと考えることが妥当である⁶⁰。

c) 社外有識者

社外有識者は、株主総会において株主の付託を受けて選任されているわけではなく、社外役員に比べて会社や株主に対する責任関係も不明確であり、株主による直接の責任追及も困難であるものの、MBOに関する専門性（手続の公正性や業価値評価に関する専門的知見）を補うために、社外取締役および社外監査役に加えて、社外有識者を委員として選任することもあり得る⁶¹。

このように、改訂MBO指針は、特別委員会の委員の適格性について、上記の社外取締役、社外監査役、社外有識者が最も妥当であるとしているが、特別委員会の独立性に影響を与えかねないものが委員に対する報酬である。この点につき改訂MBO指針は、特別委員会がその役割を十分に果たす上では、委員に対して支払う報酬は、その責務に応じた適切な内容・水準とすることが望ましいとする。また、社外役員が特別委員会の委員としての職務を行うことは、社外役員の職責から期待されることであるが、特別委員会に係る職務には通常の職務に比して相当程度の追加的な時間的・労力的な負荷がかかると考えられる。元々支払いが予定されていた役員報酬には、委員としての職務の対価が含まれていない場合も想定され、そのような場合には、別途、委員としての職務に応じた報酬を支払うことが検討されるべきであるとする⁶²。

しかし改訂MBO指針は、報酬の額の目安については具体的な記述がなく、また特別委員会の委員の報酬を誰が支払うべきか、すなわち経営陣もしくは対象会社が支払うべきかについても言及していない。特別委員会の立場および役割を考慮すると、買収会社が支払うことは考えにくく、必然的に現に存在する対象会社が支払うことになるのであろう。もしそうであるならば、買収会社との対立的構図が明確となる。

次に、特別委員会の判断内容の効力に関して、特別委員会が会社法上の機関ではない任意の機関である以上、通常、MBOへの賛否等については、最終的には取締役会において意思決定を行うこととなるものと考えられる⁶³。取締役会は、特別委員会の設置の趣旨に鑑み、特別委員会の判断内容を適切に理解・把握した上で、これを最大限尊重して意思決定を行うことが望ましいことは当然であるが、経営陣である取締役会は、法的な効力の無い任意の組織である特別委員会の判断内容を実質的に無視することは十分に考えられ、かつそれを阻止する手段または方策がないのが現状である。

また、特別委員会を形式的に設置し、その判断に従って判断したというだけでは、直ちに取締役会の判断が正当化されることにはならないが、独立した特別委員会が設置され、有効に機能した場合には、原則として、取締役会は、特別委員会の判断内容に依拠して意思決定を行うことで、その説明責任を果たすことができると考えられる⁶⁴。

以上を踏まえると、改訂MBO指針は、取締役会が特別委員会の判断内容と異なる判断を行うことは本来例外的であると考えられるが、そのような事態に至った場合には、特別委員会の設置の趣旨に鑑み、取締役会はその理由について十分な説明責任を果たすことが望ましいとする⁶⁵。

以上より、特別委員会の問題点は、設立の任意性、独立性、情報の入手、判断内容の効

果であると言えるであろう。

(2) 外部専門家の独立した専門的助言等の取得

改訂MBO指針は、手続の公正性や取引条件の妥当性について慎重な検討・判断過程を経る上で、外部専門家の独立した専門的助言等を取得することが望ましいとする⁶⁶。特に、取引条件の形成過程において、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題に対応するためには、対象会社の取締役会または特別委員会において、専門性を有する独立した第三者評価機関から株式価値算定書等を取得し、これを判断の基礎とすることが望ましい⁶⁷。

対象会社において適切な公正性担保措置を判断・実施し、手続の公正性を確保する上で、法務アドバイザーは重要な役割を果たす。改訂MBO指針は、法務アドバイザーは、公正性担保措置を講じることの意義について、対象会社が十分に理解することを補助するとともに、特別委員会の設置や委員の選定、案件の検討・交渉過程から除外されるべき特別の利害関係を有し、またはそのおそれのある取締役等の考え方の整理、財務アドバイザーや第三者評価機関の独立性の検討等においても、重要な役割を果たし得ることを踏まえると、初期段階から独立性を有する法務アドバイザーの関与を得て、その独立した専門的助言を取得することが望ましいとする⁶⁸。

また、取引条件の形成過程においても、企業価値を高めつつ一般株主にとって、できる限り有利な取引条件でMBOが行われることを目指して合理的な努力を行う上では、必要に応じて、MBOのスキームや代替手段、代替取引の検討、価格交渉等において経験豊富な財務アドバイザーの助言や補助を得ることも有効である⁶⁹。

改訂MBO指針は、専門性を有する独立した第三者評価機関による株式価値算定を実施することは、対象会社の株式の価値の幅を明らかにし、対象会社の取締役会や特別委員会において、取引条件の検討、交渉および判断が行われるに当たって重要な参考情報が得られ、この結果、株式価値算定結果から説明することができない水準の取引条件で行われるMBOに賛同することが困難になる。このため、構造的な利益相反の問題や情報の非対称性等の問題により取引条件が一般株主に不利に設定されるおそれを抑止する機能を有するとしている⁷⁰。

一般に、専門性を有する独立した第三者評価機関が、M&A等の当事会社に対し、合意された取引条件の当事会社やその一般株主にとっての公正性について、財務的見地から意見を表明するものをフェアネス・オピニオンという⁷¹。

すなわち、対象会社がフェアネス・オピニオンを取得するということは、財務に関する専門性を有する第三者評価機関が、対象会社とは独立した立場から慎重な検討を行った上で、当事者間で合意された具体的な取引条件が、対象会社の一般株主にとって財務的見地から公正であると判断し、その旨の意見を表明しているということの意味する。このように、フェアネス・オピニオンは、第三者評価機関が意見形成主体となるという点や、意見の対象が当事者間で合意された具体的な取引条件の対象会社の一般株主にとっての公正性であるという点において、株式価値算定書とは異なるものであり、対象会社の価値に関するより直接的で重要性の高い参考情報となり得るため、取引条件の形成過程において構造的な利益相反の問題および情報の非

対称性の問題に対応する上でより有効な機能を有し得るものと考えられる⁷²。

株式価値算定やフェアネス・オピニオンが上記の機能を有するためには、これを実施する特別委員会の第三者評価機関（特別委員会が自らの第三者評価機関を選任せず、対象会社の取締役会が選任した第三者評価機関を利用する場合には、当該第三者評価機関）の独立性が重要となることは言うまでもないが、第三者評価機関がMBOの成否に関して重要な利害関係を有している場合には、その独立性について一般株主が適切に判断することを可能とする観点から、その独立性や利害関係の内容に関する情報を開示することが望ましい⁷³。

もっとも、例えば、第三者評価機関が買収者に対して自ら買収資金の融資その他の資金提供も行う場合のように、第三者評価機関がMBOの成否に関して深刻な利害関係を有している場合には、その独立性に対する懸念が相当程度大きくなる。このような場合、基本的に上記の機能を果たす上で望ましくないと考えられるが、合理的な必要性からやむを得ずこのような事態に至る場合には、当該MBOにおいて当該第三者評価機関が得る経済的利益の内容を開示する等、少なくともその独立性や利害関係の内容について十分な説明責任が果たされるべきである⁷⁴。

(3) 他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）

MBOにおいて他の潜在的な買収者による対抗的な買収提案（以下「対抗提案」といい、対抗提案を行う者を「対抗提案者」という。）が行われる機会を確保すること（以下「マーケット・チェック」という。）により、当初の買収提案よりも条件のよい対抗提案を行う対抗提案者の存否の確認を通じて、対象会社の価値や取引条件の妥当性に関する重要な参考情報が得られる。さらに、当初の買収提案者に対して、対抗提案が出現する可能性を踏まえて、対抗提案において想定される以上の取引条件を提示することを促すことができる。これにより、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件でMBOが行われることに資する⁷⁵。

MBOにおいては、マーケット・チェックが有効に機能するケースが多いと考えられる。しかし、間接的なマーケット・チェックにおいては、検討に必要な時間や情報の制約から、実際上は対抗提案を行うことに困難が伴うことも少なくないとして一定の限界も指摘されている。これを踏まえると、間接的なマーケット・チェックよりも積極的なマーケット・チェックの方がより有効に機能するケースが多いと考えられ、これが実施された場合には、公正性担保措置としてより積極的に評価されると考えられる⁷⁶。

他方、積極的なマーケット・チェックについては、MBOに対する阻害効果の懸念や情報管理の観点等からの実務上の問題も指摘されている。よって、MBOにおいては常に積極的なマーケット・チェックを実施することが望ましいとまではいえない。そこで、マーケット・チェックについては、対象会社の取締役会や特別委員会において、当該MBOにおける具体的状況を踏まえて、各方法の有効性や弊害の有無等を判断し、適切な方法で実施することが望ましいと考えられる⁷⁷。

(4) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件とは、MBOの実施に際し、株主総会における賛否の議決権行使やTOBに応募するか否かにより、MBOの是非に関する株主の意思表示が行われる場合に、一般株主が保有する株式の過半数の支持を得ることをMBOの成立の前提条件とし、このような前提条件をあらかじめ公表することをいう⁷⁸。

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することは、一般株主の過半数が取引条件について満足していることを直接確認することを通じて、一般株主による判断機会の確保をより重視することにつながる。また、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定する場合には、MBOを成立させるためには、一般株主の過半数の満足が得られると想定される水準の取引条件とすることが必要となるため、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、一般株主にとって有利な取引条件でMBOが行われることに資するという機能も有する⁷⁹。

(5) 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上

MBOにおいては、買主である経営陣と一般株主との間に大きな情報の非対称性が存在することから、取引条件の妥当性等について一般株主による十分な情報に基づいた適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）が行われることは、当然には期待しにくい。MBOの際に情報開示を充実させることは、情報の非対称性の問題に対応し、一般株主による取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を提供することにより、そのインフォームド・ジャッジメントを可能にするという機能を有する⁸⁰。

また、対象会社の取締役会や特別委員会による検討・交渉プロセスや判断根拠、第三者評価機関による株式価値算定の内容や計算過程等が事後的に開示され、対象会社の一般株主や広く一般のチェックの下に置かれることにより、取引条件の形成過程の透明性が向上し、一般株主等の目を意識したより慎重な検討・交渉等や算定が行われることが期待でき、これにより、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題への対応に資するという機能も有する⁸¹。

(6) 強圧性の排除

改訂MBO指針は、MBOがTOBにより行われる場合には、一般株主がTOBに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するために、強圧性が生じないように配慮されるべきであるとする。具体的には、株主がTOBに反対した（応募しなかった）場合の取扱いについて、以下のような実務上の対応が行われることが望ましいとする⁸²。

- ① TOB後のスクイーズ・アウトに際して、反対する株主に対する株式買取請求権または価格決定請求権が確保できないスキームは採用しないこと
- ② TOBにより大多数の株式を取得した場合には、特段の事情がない限り、可及的速やかにスクイーズ・アウトを行うこと。また、TOB後にスクイーズ・アウトを行う場合の価格は、特段の事情がない限り、TOB価格と同一の価格を基準にするとともに、その旨を開示書類等において明らかにしておくこと

5. 公正性担保措置の問題点

(1) 独立した特別委員会の設置

特別委員会は、社外取締役、社外監査役、社外有識者等の独立性を有する者で構成され、重要な情報を得た上で、企業価値の向上および一般株主の利益を図る立場から、MBOの是非や取引条件の妥当性、手続きの公正性について検討および判断を行うことにより、取引条件の形成過程において、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題に対応し、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で、MBOが行われることを目的とした任意の組織である⁸³。

特に、特別委員会の設置は、構造的利益相反および情報の非対称性が著しく、企業価値の向上および一般株主利益の確保の視点が適切に反映されないおそれがある場合を前提とするものである。このような状況下で、上記の目的を持つ特別委員会が組織されるかどうかのポイントとなろう。

当然のことながら、MBOを画策する買収者（対象会社の取締役）は、できる限り買収者である立場を優先し、それによって必然的に構造的利益相反および情報の非対称性が著しくなることが予想される。もし仮に特別委員会を設置するとすると、特別委員会の存在の意義からして、MBOを画策する取締役が、自ら進んで特別委員会を設置するとは考えにくい。何故なら、彼らにとって対象会社での取締役会の方が、彼らの意見が比較的通りやすいからである。仮に、社外取締役が特別委員会の設置を進言したとしても、形式的な設置となったり、特別委員会が判断内容を提示したとしても、これらを無視することになりかねない。さらに、特別委員会の設置に当たり、MBOに反対する社外取締役の懐柔や縮出し等を画策することも考えられる。このように、特別委員会の設置の任意性は、公正なMBOを可能にするための最も重要な課題の一つである。

また、特別委員会の委員が、社外取締役、社外監査役、社外有識者で構成された場合、社内取締役に比べ、企業内情報は限定されるのは当然であり、また情報収集を妨害される可能性は否定できない。さらに、特別委員会の独立性に関しても、特別委員会の委員である社外取締役等が、MBOが完了した後に、買収会社に雇用されることが決まっているような場合は、必ずしも独立性が保たれているとは言えず、形式的な委員会となる可能性がある。

このように、特別委員会は、MBOに著しく構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題が生じている場合は、取引条件の妥当性および手続きの公正性に関して、特別委員会の設置および運営には、かなりの困難が予想されると思われる。この解決策の一つとして考えられることは、特別委員会を任意組織とはせず、法制化することにより設置を義務付けることである。しかし、たとえ法的な拘束力のある特別委員会であるとしても、MBOの持つ構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題を緩和することはできても、抜本的に解決することは難しいであろう。このように、改訂MBO指針の提唱する特別委員会の能力および機能は限定的であり、運よく設置できたとしても、形式的なものになりかねない可能性がある。

(2) 外部専門家の独立した専門的助言等の取得

MBOに関しては、その高度な専門性から、MBOを画策する取締役は、対象会社内の法務部および財務部のスタッフからの助言よりも、外部の弁護士等に助言を求めることが多いと思われる。一方で、MBOの構造的利益相反の立場から、対象会社では、企業内の法務部および財務部のスタッフが検討することになるが、最終的には外部専門家の独立した専門的助言が必要となろう。一般的に考えられるのが、対象会社の顧問弁護士および外部の監査法人である。

特に、スクイズ・アウトの時に問題となる株式価値算定に関しては、専門性を有する独立した第三者評価機関の客観的な算定結果が必要となる。また、第三者評価機関の株式価値算定書だけでなく、フェアネス・オピニオンも必要となろう。なぜなら、株式価値算定に実質的に影響を与える株価を恣意的に操作しているかどうか、一般の株主の権利利益に大きく関係してくるからである。

このような外部専門家の独立した専門的助言等の取得は、MBOの手続きの公正性や取引条件の妥当性に関して有効ではあるが、特別委員会の設置と同様、これらも任意であるので、MBOを画策する取締役が無視することは大いに考えられる。このように、外部専門家の独立した専門的助言等は、MBOの持つ構造的利益相反の問題や情報の非対称性に大きく関わるものであるにも拘わらず、特別委員会が十分に機能しなければ、有益な外部専門家の独立した専門的助言等も活かされない虞があると思われる。

(3) 他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）

マーケット・チェックについては、当初の買収提案者に対して、対抗提案が出現する可能性があるため、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、一般株主にとって有利な取引条件でMBOが行われることとなる。このようにマーケット・チェックの有効性については否定できないが、このマーケット・チェックを誰が行うかが問題となる。

可能性としては、特別委員会が設置されれば、第一義的には特別委員会が行うことになろうが、特別委員会が任意の組織であるため、マーケット・チェックも必ずしも行えるとは限らない。ましてや、特別委員会の設置なくして、外部の弁護士事務所や公認会計士のような外部専門家の利用は考え難い。

このように、実質的には、マーケット・チェックの有効性についても、特別委員会の設置に大きく依存することになる。

(4) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は、これを設定することによりM&Aを成立させるために得ることが必要となる一般株主の賛成の数が相当程度増加する場合には、取引条件の公正さを担保する上で有効性が高いため、そのような場合にマジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定された場合には、公正性担保措置として評価される。

しかし一方で、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定については、買収者の保有する対象会社の株式の割合が高い場合における企業価値の向上に資するMBOに対する阻害効果

の懸念等⁸⁴も指摘されていることを踏まえると、一概にマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することが望ましいとは言えない。

(5) 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上

一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上については、上記の公正性担保措置の付随的なものであり、特に、特別委員会に求められるものである。改訂MBO指針では、法令や金融商品取引所の適時開示規制による開示制度を遵守するにとどまらず、自主的に、公開買付届出書、意見表明報告書や適時開示等を活用して、株主構成やその背景、属性等も十分に考慮して、一般株主の適切な判断に資する充実した情報を分かりやすく開示することが望ましいとし、具体的な情報が列挙されている⁸⁵。

しかし、これらの情報提供の充実とプロセスの透明性の向上は、独立性の高い特別委員会が設置され、十分な機能を果たすことによって実現されるものである。

(6) 強圧性の排除

TOB時の強圧性の問題は、TOBが成功した場合に、TOBに応募しなかった株主は、応募した場合よりも不利に扱われることが予想されるときには、株主のTOBに応募するか否かの判断が不当に歪められ、買付価格に不満のある株主も、事実上、TOBに応募するように圧力を受けるといえる問題であるので⁸⁶、これを解決するには、改訂MBO指針に記載された解決法とともに、少なくとも、TOB時のTOB価格とスクイーズ・アウトの株式取得対価を同額とする旨を公表することにより、TOB時の強圧性を緩和することが必要であろう。

6. 問題解決策にむけて

MBOにおける構造的な利益相反状態によって一般株主が損害を被る危険性から、MBOは禁止されるべき取引であるとの主張が1970年代以降の米国で論じられてきた⁸⁷。特にそれは、ゴーイング・プライベートに著しく、長年議論されていたものであるが⁸⁸、未だに抜本的な解決を見い出せない問題である。

改訂MBO指針は、MBOの持つ構造的な利益相反や情報の非対称性の問題およびTOB時の一般株主に対する強圧的な問題があることから、公正なMBOの在り方に関して、企業社会において共有されるべきベストプラクティスとして位置づけられるべきものとして策定されたものである。特に、MBOの取引条件の妥当性および手続きの公正性の観点から、いくつもの公正性担保措置を提唱し、企業価値の向上と株主利益の確保を両立する公正なMBOの実現に貢献していくためには、企業社会の関係者が本指針の趣旨を踏まえてそれぞれの役割を適切に果たしていくことが重要となるとして、改訂MBO指針が企業社会の関係者によって尊重され、わが国におけるMBOが健全で国内外に開かれた形で更に発展していくことを期待している⁸⁹。

このように、改訂MBO指針は、公正性担保措置を適切かつ有効に行うことにより、取引条件の妥当性および手続きの公正性を確保するものであるが、改訂MBO指針には法的拘束力がないため、ソフト・ローとしての機能しか果たせず、実際のMBOにどの程度活用されるか不明である。

特に、できるだけ安価に対象企業を買収したい経営陣にとっては、特別委員会が中立の第三者的立場ではなく、一般株主の利益を確保するためのものである以上、特別委員会の設置については消極的にならざるを得ない。もし仮に、対象会社の取締役会で特別委員会の設置が決議されたとしても、買収者である取締役が、対象会社の取締役としての善管注意義務および忠実義務を問われないようにするための形式的な特別委員会になる可能性は否定できない。さらに、特別委員会の委員の独立性の担保も、今一つ不明確である。

このような不完全な特別委員会の設置を確固とするためには、改訂MBO指針を法制化し、特別委員会の設置に関し、その独立性を担保するための各種の条件を課すことも考えられるが、かえって手続きが煩雑になりMBOの実効性を妨げることにもなりかねない。すなわち、現行の改訂MBO指針では、MBOの持つ構造的な利益相反や情報の非対称性の問題およびTOB時の一般株主に対する強圧的な問題を抜本的に解決することは難しく、取引条件の妥当性および手続きの公正性の確保には限界があると思われる。

そもそもMBOの構造的な利益相反や情報の非対称性の問題は、対象会社の買収者である取締役が、対象会社の取締役の地位に留まったままの状態で行うことが原因である。対象会社の取締役ならば、当然、恣意的に業績を悪化させ株価を安価に誘導させることも可能であるし、社内の秘密情報も何の抵抗もなく入手することができる。このように、現行のMBOは、究極のインサイダー取引⁹⁰と言わざるを得ない。また、MBOは、譲渡制限が付されていない株式を保有する者の、その保有する株式を売却するか否かの選択の自由を阻害しているだけでなく、公正な株価にも影響を与えている。

このような問題を抜本的に解決するためには、対象会社の買収者である取締役は、MBOを行うのであれば、事前に対象会社の取締役を辞すことが必要であると考えられる。対象会社の買収者である取締役が、一旦社外に出れば、MBOの構造的な利益相反は解決するし、また社内の秘密情報も入らなくなる。つまり、対象会社の買収者を社外に置くことによって、MBOの持つ構造的な利益相反や情報の非対称性の問題は解消することができる。ただし、社内情報が陳腐化する一定の期間、例えば1年程度は、MBOの手続きが開始されないような条件が必要であろう。

改訂MBO指針の公正性担保手続きの一つであるマーケット・チェックは、MBOにおいて対抗提案が行われる機会を確保することであるが、これはMBOであっても取引条件の妥当性および手続きの公正性から見れば、通常のM&Aと変わらないことを意味する。すなわち、MBOだからと言って、通常のM&Aと異なり、構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題を放置することはできず、通常のM&Aと同じ立場で対象会社の買収を行わなければ健全な秩序あるM&Aとは言えないのではないだろうか。

すなわち、MBOの持つ構造的な問題を解消し、取引条件の妥当性および手続きの公正性を確保するには、現行のMBOを禁止し、買収者である取締役は、対象会社の取締役としての立場を辞し、独立当事者間取引として、一般のM&Aの場合と同じ立場に立って対象会社を買収することが健全な企業社会におけるM&Aの在り方ではないだろうか。

7. 結びにかえて

改訂MBO指針は、現状のMBOの問題点を明らかにし、具体的な公正性担保措置を提唱している点で、非常に優れた指針であると評価できる。しかし、MBOの持つ構造的な利益相反や情報の非対称性の問題およびTOB時の一般株主に対する強圧的な問題を抜本的に解決したものとは言い難い。特に、特別委員会の設置に関しては、買収者である取締役が、対象会社の大株主でない場合は、できる限り安価な対価で対象会社を買収することを優先し、そのために取引条件の妥当性および手続きの公正性が損なわれる可能性が高く、積極的に改訂MBO指針を活用しなければ、これらの構造的な問題を解決することは、かなり難しいと思われる。

このようなMBOの持つ構造的な問題を解決するためには、現行のMBOを禁止し、買収者である取締役は、対象会社の取締役としての立場を辞し、独立当事者間取引の観点から、一般のM&Aとして対象会社を買収することが必要ではないだろうか。少数株主の保護という一面的な観点からだけでなく、わが国の企業社会における健全なM&Aを目指すのであれば、現行のMBOを禁止するという方法も再度検討してもよいのではないかと思う。

なお、MBOを禁止した場合の弊害とその解決策については、紙幅の関係上、別の稿に譲りたい。

-
- 1 経済産業省「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」（2007年9月4日）<https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/MBOshishin2.pdf>（as of Mar 22, 2020）。
 - 2 2018年11月、「公正なM&Aの在り方に関する研究会」（座長：神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授）を立ち上げ、2019年4月まで7回にわたる開催を通じて、わが国におけるM&Aを健全な形で更に発展させていく観点から検討を行った。
 - 3 経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（2019年6月28日）<https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628004/20190628004_01.pdf>（as of Mar 22, 2020）。
 - 4 MBO（Management-Buyout）とは、簡単に言えば、会社の経営陣（Management）が企業買収手段の一つとして新たに投資家（ベンチャーキャピタル、金融機関、投資ファンド等）から資金を調達し、当該事業の継続を前提として自社の株式や事業部門の買収を行い、会社から独立することである。いわゆる、経営陣の買収。
 - 5 わが国では、2019年には4,000件以上のM&Aがあり、年々増加傾向にある。
 - 6 経産省・前掲載注(3) 1頁。
 - 7 経産省・前掲載注(3) 3頁。
 - 8 わが国におけるM&A法制と企業価値の研究を行う経済産業省設置の研究会。
 - 9 企業価値研究会「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～」(2006年3月31日) 45頁 <https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/houkoku06.pdf>（as of Mar 22, 2020）；経産省・前掲注(3) 4頁。
 - 10 経産省・前掲注(1) 4頁。
 - 11 江川ももこ「MBOにおける少数株主の保護」駒澤法曹8号(2012年)110～111頁<<http://repo.komazawa-u.ac.jp/opac/repository/all/33092/klj008-05-egawa.pdf>>（as of Dec 8, 2019）。
 - 12 あると総合事務所編『MBOのしくみ』（中央経済社、2012年）2頁。
 - 13 経済産業省「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」(2007年9月4日)4頁<https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/MBOshishin2.pdf> (as of Dec 8, 2019)。
- 14 あると総合事務所・前掲注(12)2～3頁。
 - 15 TDnet (Timely Disclosure network) とは、より公平・迅速かつ広範な適時開示を実現するために、上場会社が行う適時開示に関する一連のプロセス等を総合的に電子化したシステムのこと。
 - 16 AGATE CONSULTING IPO支援情報HP <<http://www.agateconsulting.jp/ipo/overview/chapter20.php>> (as of Mar 22, 2020)。
 - 17 あると総合事務所・前掲注(12)12頁。
 - 18 あると総合事務所・前掲注(12)12頁。
 - 19 あると総合事務所・前掲注(12)12～13頁。
 - 20 あると総合事務所・前掲注(12)14頁。
 - 21 創業した企業の株式が流動化するフェーズに入ること、あるいは起業家はその株式をキャッシュ化し、創業者や投資家が資金を回収することを指す。
 - 22 あると総合事務所・前掲注(12)14頁。
 - 23 あると総合事務所・前掲注(12)14～15頁。
 - 24 あると総合事務所・前掲注(12)42頁。
 - 25 あると総合事務所・前掲注(12)42頁。
 - 26 あると総合事務所・前掲注(12)44頁。
 - 27 全部取得条項付株式とは、会社が株主総会の決議によってその全部を取得することができる株式のこと。全部取得条項付株式の発行は、種類株式発行会社に限られ、発行するためには株主総会の特別決議が必要。
 - 28 適格株式交換とは、株式交換により子会社の株主に交付される対価が親会社の株式であり、かつ適格要件を満たした株式交換のことを指す。適格要件を満たしていない「非適格株式交換」とは、税務上区別される。
 - 29 あると総合事務所・前掲注(12)44頁。
 - 30 種類株式とは、会社法108条に基づき、株式会社が剰余金の配当その他の権利の内容が異なる2種類以上の株式を発行した場合の各株式。
 - 31 あると総合事務所・前掲注(12)46頁。
 - 32 あると総合事務所・前掲注(12)46～47頁。
 - 33 江川・前掲注(11)113頁。
 - 34 MBO等の対価について不満のある株主が頼りうる救済措置としては、株式買取請求権の行使(会社法785条1項等)、対象会社の取締役に対する損害賠償責任の追及(会社法429条)、組織再編に係る株主総会決議の取消しの訴え(会社法831条1項3号)等がある(伊藤吉洋「独立当事者間取引を基準としたMBO等における第三者委員会についての考察」近畿大学法学63巻3・4号(2015年)2頁)。
 - 35 江川・前掲注(11)113頁。
 - 36 わが国会社法では、取締役は、株主に対して直接には善管注意義務を負わないが、株主の利益の最大化を図ることは、解釈上取締役の義務とされている(落合誠一「企業法の目的一株主利益最大化原則の検討一」岩村正彦他編『岩波講座 現代の法7 企業と法』(岩波書店、1993年)3頁)。
 - 37 あると総合事務所・前掲注(12)56頁。
 - 38 あると総合事務所・前掲注(12)56頁。
 - 39 あると総合事務所・前掲注(12)60頁。
 - 40 あると総合事務所・前掲注(12)60頁。

- 41 あると総合事務所・前掲注(12) 58頁。
- 42 MBOの問題点が、スクイーズ・アウト時の価格の問題など実務上の数字の問題に限られてきている。また、取締役の義務についても、株主（特に少数株主）に対するもの焦点が当てられがちになってきている（池永朝昭＝小館浩樹＝十市崇「MBO（マネージメント・バイアウト）における株主権」金融・商事判例1282号5頁、戸田宏治＝森田理恵「ゴーストプライベート（非上場化）を選択する取締役のインセンティブ」第9回法と経済学会・報告論文（2011年）11頁）。
- 43 代表的な事件としては、レックス・ホールディングス事件（最決平21・5・29判時2001号109頁）、サンスター事件（大阪高決平21・9・1金商1326号20頁）、サイバードホールディングス事件（東京地決平21・9・18金商1329号45頁）などがあるが、いずれもスクイーズ・アウトの対価の額が争われた。特に、レックス・ホールディングス事件では、株式の非公開化に際し、TOB後、わが国としては初めて、「普通株式の全部取得条項付種類株式への変換＋全部取得条項の発動による少数株主持分の端数株式化によるスクイーズ・アウト」というスキームが用いられた。この方法は、上場会社のスクイーズ・アウトの手段として最もポピュラーな方法となっている（泉田栄一「MBOと役員等の義務と責任（Ⅰ）」明治大学法律論叢89巻1号（2016年）2頁（注1）<https://m-repo.lib.meiji.ac.jp/dspace/bitstream/10291/18535/1/horitsuronso_89_1_1.pdf>（as of Mar 22, 2020））。
- 44 特別委員会は、第三者委員会と称されることもある。
- 45 株価算定方法（企業価値算定方法）には、大きく①インカムアプローチ、②マーケットアプローチ、③コストアプローチがあり、どの評価手法を使うかは案件ごとに異なる。
- 46 あると総合事務所・前掲注(12) 54～55頁。
- 47 経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（2019年6月28日）2～3頁<https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628004/20190628004_01.pdf>（as of Feb 24, 2020）。
- 48 経産省・前掲注(47) 7頁。
- 49 経産省・前掲注(47) 15頁。
- 50 経産省・前掲注(47) 19頁。
- 51 経産省・前掲注(47) 19頁。
- 52 経産省・前掲注(47) 19頁。
- 53 経産省・前掲注(47) 20頁。
- 54 経産省・前掲注(47) 20頁。
- 55 経産省・前掲注(47) 20頁。
- 56 経産省・前掲注(47) 22頁。
- 57 経産省・前掲注(47) 22頁。
- 58 経産省・前掲注(47) 23頁。
- 59 経産省・前掲注(47) 23頁。
- 60 経産省・前掲注(47) 23頁。
- 61 経産省・前掲注(47) 23頁。
- 62 経産省・前掲注(47) 27～28頁。
- 63 経産省・前掲注(47) 28頁。
- 64 経産省・前掲注(47) 28頁。
- 65 経産省・前掲注(47) 28頁。
- 66 経産省・前掲注(47) 29頁。
- 67 経産省・前掲注(47) 30頁。

- 68 経産省・前掲注(47) 30頁。
- 69 経産省・前掲注(47) 30頁。
- 70 経産省・前掲注(47) 31頁。
- 71 経産省・前掲注(47) 32頁。
- 72 経産省・前掲注(47) 32頁。
- 73 経産省・前掲注(47) 34頁。
- 74 経産省・前掲注(47) 34頁。
- 75 経産省・前掲注(47) 34頁。
- 76 経産省・前掲注(47) 36頁。
- 77 経産省・前掲注(47) 36頁。
- 78 経産省・前掲注(47) 39頁。
- 79 経産省・前掲注(47) 39頁。
- 80 経産省・前掲注(47) 41頁。
- 81 経産省・前掲注(47) 41頁。
- 82 経産省・前掲注(47) 45～46頁。
- 83 近時のMBOの案件では、ほとんどのケースで特別委員会が設置されている。特別委員会は、設置された事例では、ほぼ3名のメンバーによって構成されている。特別委員会は、実質的な審議が期待されるケースが多く、4～6回程度会合が開催されている事例が多い（笹山幸嗣＝村松祐土＝三上二郎『MBO経営陣による上場企業の戦略的非公開化』（日本経済新聞出版社、2011年）126頁）。
- 84 買収者の保有する対象会社の株式の割合が高いほど、M&Aの機会に対象会社の株式を買い集める等により、少ない株式取得によってM&Aを容易に妨害することができ、企業価値の向上に資するM&Aに対しても阻害効果を及ぼす懸念が高まることなどがあげられる（改訂MBO指針(注74)）。
- 85 経産省・前掲注(47) 42頁。
- 86 経産省・前掲注(47) 45頁（注84）。
- 87 Victor Brudney, A Note on “Going Private”, 61 VAL.REV.1019 (1975) ; Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, A Restatement of Corporate Freezeouts, 87 YALE L.J. 1354, 1366-68 (1978).
- 88 北川徹「マネジメント・バイアウト（MBO）における経営者・取締役の行為規整」RIETI Policy Discussion Paper Series 07-P-001（2007年）2頁 <<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/07p001.pdf>>（as of Jan 14, 2020）。
- 89 経産省・前掲注(47) 47頁。
- 90 対象企業の取締役は、当然インサイダー取引の主体となる会社関係者に該当するが、仮にMBOの関係者が対象企業の取締役でない場合も、監査役、執行役、代理人、顧問等、地位や名称の如何を問わず対象企業の業務に従事している場合には、会社関係者として、その者の職務に関して、一定の重要事実を知った場合には、インサイダー取引の主体になり得る（笹山＝村松＝三上・前掲注(83) 95頁）。