

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

平成19年9月4日

経済産業省

目 次

1. はじめに	・・・ 2
2. 現在の議論状況とその整理	・・・ 3
3. 論点の分析	・・・ 5
4. 論点の整理	・・・ 9
5. 実務上の具体的対応	・・・ 11
6. その他の取引類型における議論の応用	・・・ 20
7. 本指針を踏まえて	・・・ 21
8. おわりに	・・・ 22

1. はじめに

(1) 本指針の制定にあたって

- 近年、我が国におけるM&A取引が活発化する中で、いわゆる MBO の件数が増加傾向にある¹。また、MBO をめぐる報道や、専門家・実務家による議論等も活発化している。
- MBO に関連する開示制度の観点からは、平成 18 年 12 月に証券取引法の改正や証券取引所による開示充実の要請が行われ、また、平成 19 年 5 月にも会社法施行規則の改正²が実施されている。
- このように MBO をめぐる議論が活発化する一方で、実際の取引形態は複雑・多様であり、それをめぐる議論もまた複雑・多様である。そこで、今後我が国の企業社会における MBO の公正・健全な発展という観点から、既に行われた開示制度改正の状況も踏まえて、MBO の意義及び課題に関する各種論点を整理する必要があると考えられた。このため、企業価値研究会（座長：神田秀樹東京大学大学院教授）において、「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）に関する報告書」が取りまとめられた。これを受け、経済産業省は、本指針を制定する。
- 本指針は、企業価値の向上及び株主利益への配慮のための公正な手続確保を目的とした、MBO に関する公正なルールのあり方を提示するものである。

(2) 本指針の位置付け

- 本指針の目的は、MBO に関し、企業社会における公正なルールのあり方を提示することにある。この点、2005 年に制定された「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」は、我が国における買収防衛策に関する経験の蓄積がない中で、適法で合理的な買収防衛策のあり方について提示されたものである。これに対し、本指針における MBO をめぐる議論については、既に一定の事例が蓄積され、また、証券取引法等の改正や証券取引所における開示充実の要請等、一定の制度整備が進む中で、追加的な検討を加えるものである。
- したがって、本指針の位置付けに誤解が生じることのないよう、まず確認しておきたい点は、本指針で提案されている原則論や実務上の対応等

¹ 近年の MBO 件数は、2004 年 43 件、2005 年 67 件、2006 年 80 件で推移し、2007 年も 5 月までに 36 件となっている（いずれも（株）レコフ資料より）。

² MBO に関連し得る事項として、例えば、共通支配下関係にある会社間の吸収合併等において少数株主の「利益を害さないように留意した事項」が開示事項として追加された。

は、あくまで、MBOの公正性を担保しつつ、経済的意義を有するMBOを
発展させるためにはどのような点に留意するのが適切かとの観点から提
案されたものであり、MBOに新たな規制を課す趣旨で提案されたもの
ではないことである。すなわち、本指針は、実務上のMBOの公正なあり方
を模索することにより、今後我が国企業社会においてベストプラクティ
スが形成され、今後の我が国におけるMBOが、公正・健全な形で更に発
展していくことを目的とするものである。この点は、以下の本指針の内
容をご覧頂く全ての方々との間で、まず認識を共有させて頂きたい。

2. 現在の議論状況とその整理

(1) MBO³が行われる意義

- MBOは、規模の拡大等により企業内部のインセンティブ構造が複雑化し
た企業が、ベンチャー企業的な単純なインセンティブ構造への回帰を企
図するものとして位置付けることが可能であり、経営者及び株主間のエ
ージェンシー問題の解決を図り得る、経済的意義を有する取引である⁴。
- そして、MBOが行われる実際上の狙いとしては、市場における短期的圧
力を回避した長期的思考に基づく経営の実現や、株主構成が変更される
ことによる柔軟な経営戦略の実現、「選択と集中」の実現等が指摘されて
いる。また、MBOを契機とした従業員等の士気の向上といった点も指摘
されている。
- 更に、企業のライフサイクルの中で、上場を継続することが適さなくな
った場合に、MBOにより非上場化し、各企業に適した資本関係を実現す
ることの意義も指摘されている。
- また、株主にとって、(下記のようにMBOにおける買付価格については別
途議論があるものの)市場株価以上での株式売却の機会が提供される場
合には、このような機会が提供されること自体にも、意義が認められる
との指摘もある。

(2) MBOが行われることの弊害及び論点の指摘状況

- 他方で、MBOは、本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべ
き取締役が、自ら株主から対象会社の株式を取得することとなり、必然

³ なお、MBOの中には、上場会社におけるMBO及び非上場会社におけるMBOが存在するが、本指針では、不
特定多数の株主との関係について検討が必要な場合として、上場会社において非上場化を伴って行われる
MBOに限定して、検討を加えている。また、本指針では、現在の我が国の実務にかんがみ、まず公開買付
けを行った後に、完全子会社化(スクイーズアウト)を実施し、100%株式の取得を行う場合を前提に議論
を進めている。

⁴ 一方で、多くの場合LBOの形態で実行されるMBOは、レバレッジ効果によるリスクを負担の上で、株主
価値の裁定取引を企図している行為であるとの指摘もある。

的に取締役についての利益相反的構造が生じる。そして、取締役は対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、MBO の場合には、株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間に、大きな情報の非対称性も存在することとなる。そこで、株主の立場から、MBO が有する意義から逸脱して不合理な取引が行われ、又は価格が不当に低く設定され、取締役が不当に利益を享受しているのではないかといった懸念が指摘されている。

- また、MBO に伴う非上場化により有望な投資先が市場から退出する場合に、そのことが資本市場に与える影響等に関する議論や、非上場化によって会社に対する市場の規律が働かなくなり、会社のガバナンスが緩む場合もあり得るといった弊害に関する議論もなされている。また、非上場化の際に生じ得る株主への強圧的な効果に関する議論等もなされている。
- 加えて、MBO は LBO の形態により実行されることが通常であるため、既存債権者との関係についての議論や、過度なレバレッジが会社に与える影響等の議論もなされている。

(3) 本指針における議論の着眼点

- 上記のとおり、MBO は、その弊害も指摘されているものの、有効に活用すれば、その経済的意義も十分に認められる。
- しかしながら、MBO では、取締役が自社の株式を買い付けるという取引の構造上、必然的に利益相反的構造が生じる。そして、この点が MBO の取引に特有の論点であると考えられる。上記のとおり、MBO をめぐる論点は、利益相反に関する点以外にも複数指摘がなされているが、それらは必ずしも MBO に特有の論点ではないと考えられることから、本指針では、(それらの観点も視野には入れつつも) 主に利益相反に関する論点からの検討を進めた⁵。
- そして、このような MBO において指摘されている諸論点を整理することにより、上記のような経済的意義を有する MBO を、いかに健全に発展させていくかという点が、本指針における着眼点である。

(4) MBO の定義

- 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

⁵ なお、MBO が上場会社における非上場化の一手段と考えられることからすると、今後、本指針における検討内容も踏まえ、上場のあり方を含めた一体的な検討もなされるべきであるとの指摘がある。

会社の株式を購入することをいうが⁶、実際には、現在の経営者以外の出資者（投資ファンド等）が個々の案件に応じて様々な形で関与する等、MBO の形態も一様ではなく⁷、その内容により利益相反性にも程度の差が生じ得る。

- この点、まず基本的には、MBO では取締役が自ら対象会社の株式を取得することから、本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき対象会社の取締役が、株式の買付者側の性格も併せ持つこととなる。以下、このような MBO における基本的構造を「基礎的取引構造」という。
- ただし、実際の MBO においては、当該基礎的取引構造に加えて、特段の事情が存する場合がある。例えば、オーナー経営者等の「取締役兼株主」が、経営者としては残るものの、自ら保有する株式についてはその多くを、当該 MBO を機に手放すような場合等には、当該経営者はむしろ株式の売却者側の性質が強く株主の立場に近い場合も想定し得る。このように、MBO を行う取締役が保有していた株式の処分方法や MBO における出資比率によって、利益相反性には差異が生じ得る。
- また、親会社が上場子会社を完全子会社化するような場合等、支配会社と従属会社の関係にある会社間で組織再編が行われるような場合については、利益相反の観点等、MBO と論点が共通する点もある一方で、MBO との相違点も存在しているため、MBO における議論と同様の議論が可能か否かも問題となる。
- その他、企業の再生局面における MBO や、売却者側に大株主や親会社等が存在し、総体としての株主と買付者との合理的な交渉が成立するような場合等、個別の事情に応じ株主保護の必要性の程度が異なると考え得る場合もある。
- 本指針においては、まず単純化された取引として、基礎的取引構造以外の事情は捨象して検討を行った上で、上記のような基礎的取引構造以外の特段の事情がある場合については、当該基礎的取引構造に関する議論を応用する形で検討を進めている（下記 6 参照）。

3. 論点の分析

(1) 構造的な利益相反状態に基づく不透明感

- MBO においては、取締役自らが株式を取得するという取引の構造上、必然的に利益相反状態が生じることになり、当該構造自体を解消すること

⁶ 企業価値報告書 2006, 45 頁

⁷ なお、現在の我が国における MBO は、出資者が取締役のみである場合は少なく、多くの場合において、取締役と他の出資者（投資ファンド等）が共同して MBO を行っている。

はできない。

- そして、株主は、このような構造的な利益相反状態に起因する不透明感を感じているのではないかと考えられる。

(2) 不透明感の具体的要素

- 構造上の利益相反状態に起因する不透明感の具体的な要素としては、主に以下の2点に区別されるものと考えられる。

〈Ⅰ〉：会社にとって MBO を行う合理性がないにも拘わらず、MBO を行っているのではないか。

〈Ⅱ〉：MBO 価格が不当に低いことにより、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。

- 〈Ⅰ〉については、まず MBO を実施すること自体の是非について、買付者側の性質を併せ持つ取締役が判断することとなるため、そもそも何のために MBO を行うのか、MBO を行う合理性があるのかといった点が不透明感の要素として考えられる。他方、〈Ⅱ〉については、MBO を行う取締役が買付者側の性質を有することにより、より安く株式を取得したいとの意向が働き得るため、不当に MBO の価格を低くしているのではないかといった点が、不透明感の要素の一つとして考えられる。

(3) MBO が行われる背景・目的について（〈Ⅰ〉に関する議論）

- MBO を行う背景・目的としては、上記 2 (1) のとおり、市場における短期的圧力を回避した長期的思考に基づく経営の実現、株主構成が変更されることによる柔軟な経営戦略の実現、「選択と集中」の実現、危機意識の共有による従業員等の士気の向上等が挙げられる。また、企業のライフサイクルの中で、上場の継続が適さなくなった場合には、MBO により非上場化し、各企業に適した資本関係を実現することの意義も存在する。
- このような MBO が行われる積極的な経済的意義により、当該企業の企業価値が向上することは望ましいものといえることができる。
- 経済産業省が行ったアンケート調査やヒアリング調査によれば、機関投資家も、MBO の価格の問題（〈Ⅱ〉の議論）を別にすれば、MBO が行われる本来的な背景・目的自体は理解をする声が多い。
- 他方、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 MBO は、望ましいも

のということとはできない。

- したがって、MBO を行うことの合理性については、MBO 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かという点がポイントになるものと考えられる。
- 他方で、必ずしも企業価値を向上させることのない MBO であっても、株主が納得して判断を行っている限り、否定されるべきものではないとの指摘もある⁸。

(4) MBO 価格についての基本的整理（〈Ⅱ〉に関する議論）

(i) MBO における取引の特質

- 〈Ⅱ〉に関する議論は、端的には MBO の価格に関する議論に通常は収斂される。MBO は、通常の独立の第三者との間における企業結合等とは異なり、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役と、株主との間で行われる取引である点にその特徴がある。この際、取締役が、自らが享受する利益を不当に多くしているのではないかとの不透明感が生じるものと考えられる。
- そこで、議論の前提として、MBO に際して実現される価値や、株主が受けるべき利益についての基本的な概念整理を行う必要があると考えられる。

(ii) MBO に際して実現される価値の概念整理

- MBO に際して実現される価値は、(a) MBO を行わなければ実現できない価値と、(b) MBO を行わなくても実現可能な価値の2種類に区別して考えることができる。
- そのうち、(a)の MBO を行わなければ実現できない価値の意義については、理論的には、以下のような整理が考えられる。
 - ・ 企業結合等の場合のような相乗効果（いわゆるシナジー）は発生しない。
 - ・ 他方、MBO を行わなければ実現できない価値としては、一般株主が存在しなくなることによるコスト削減効果（一般株主との利害調整コスト・開示コスト等の削減）や、インセンティブ構造が変化したことに伴い、MBO において人的な資本を拠出する取締役等の努力により創出される価値等が含まれると考えられる。

⁸ 例えば、上場している意義を失ったと判断した企業（例えば成熟産業や斜陽産業で、資金調達の手も無く、市場からの注目度もなく株価が長期間低迷しているような企業）が、MBO により非上場化した上で、今後、自然に企業活動を縮小させていくことを予定している場合であっても、株主が納得して MBO に賛同している限り、否定されるべきではないとの指摘である。

- これらの MBO に際して実現される価値を、取締役又は株主のいずれが受け取るべきかを考えるにあたっては、株主が正当な利益を享受できるよう配慮する一方で、MBO 後の経営計画につき、その実現の不確実性についてリスクを負いながら、相当の努力を行う覚悟で MBO を行う取締役にも配慮が必要と考えられる。仮に取締役の当該リスク及び努力に対する配慮がない場合には、上記 2 (1) で指摘されているような経済的意義を有する MBO まで行われなくなってしまう可能性があるからである。
- そこで、以上の検討をもとに、これら MBO に際して実現される価値を取締役又は株主のいずれが受け取るべきかについて理論的な整理を行うとすれば、まず、上記 (b) の MBO を行わなくても実現可能な価値は、基本的には株主が受けるべきものと考えられる⁹。他方で、上記 (a) の MBO を行わなければ実現できない価値については、株主及び取締役が受けるべき部分の双方が含まれているという整理が考えられる。

(iii) 実際の案件における整理

- 上記のように、MBO に際して実現される価値についての概念整理は可能であるものの、実際の案件においては、当該 (a) 及び (b) の価値を客観的に区別・算定することや、MBO 実施前の市場株価がこれらの価値をどれほど反映しているかの判別は困難である。加えて、(a) の価値についても、株主及び取締役が受けるべき部分につき、一義的・客観的な基準を設けることは困難である。したがって、上記の検討から直ちに、実際の案件における妥当な価格算定方法を導くことや、市場株価と比較して「プレミアムが何%以上であれば妥当である」といった一義的・客観的な基準を設けることはできない。

(iv) 小括

- 上記のとおり、MBO に際して実現される価値についての概念的な整理は可能であるが、実際には、その客観的な基準を設けることはできない。
- そして、当該 MBO の価格について、最終的に判断を行うのは株主であ

⁹ 例えば、多額の含み益を有する遊休資産を売却するのみで得られる利益等は、MBO を行わなくても実現可能な価値であり、本来的には取締役が独占すべきものでなく、株式を売却する株主が、売却する株式の対価として受けるべきものであると考えられる。また、MBO 後に他社と事業提携等を行うことにより実現することが想定されていた価値についても、MBO を行うことによって実現する事業提携なのか、MBO を行わなくても可能な事業提携なのかで区別することができ（実際の判別は困難であるが）、後者の場合には、当該価値は本来的には取締役が独占すべきものでなく、株式を売却する株主が、売却する株式の対価として受けるべきものであると考えられる。

る。したがって、MBO の価格自体について何らかの客観的な基準を設けるのではなく、株主にとって公正な手続を通じて MBO を行うことにより、株主が正当な利益を享受できるように配慮がなされるべきと考えられる。

4. 論点の整理

(1) MBO を行う上での尊重されるべき原則

- 上記の整理を踏まえると、まず、MBO における買付者側及び当該 MBO の対象となっている対象会社側が尊重すべき事項として、以下のような原則論が導かれる。

第1原則：企業価値の向上

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である。

第2原則：公正な手続を通じた株主利益への配慮

MBO 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。

- 第1原則については、MBO に特有の内容ではなく、むしろ通常の買収、組織再編等一般にも共通する原則と考えられ、主に上記3(3)の議論から導かれる。MBO の場合には、その構造的な利益相反の問題から、MBO の必要性・合理性等にも不透明感が伴う可能性があるが、やはり、通常の買収や組織再編同様、企業価値を向上させる MBO であれば望ましいものであると考えられる。すなわち、MBO においては、以下の第2原則で言及されるように、公正な手続を通じた株主利益への配慮が必要となるが、まずその前提として、望ましい MBO かどうかは、企業価値を向上させる MBO であるか否かを基準に判断されるべきであると考えられる。(他方で、株主が納得して判断を行っている限り、必ずしも企業価値を向上させることのない MBO であっても否定すべきではないとの指摘もある。)
- 第2原則は、通常の買収、組織再編等一般にもあてはまるとも言えるが、特に MBO において重要であると考えられる点である。すなわち、この原則は、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役と株主との間に利益相反が構造的に存在するため、それへの適切な配慮が求めら

れるという、MBO に特有の性質から導かれる原則であり、主に上記 3 (4) の議論から導かれる。したがって、MBO が行われる際には、公正な手続を通じて、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すべきであると考えられる。

(2) 透明性・合理性確保のための枠組み

- 上記のとおり、概念的整理から原則論を導くことは可能であっても、実際に判断を行うのは株主であるから、株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会を確保することが重要である。
- 特に MBO の場合は、第 2 原則のとおり、その取引に内在する構造上の利益相反の問題から、取締役が不当に利益を享受しているのではないかと疑われやすく、独立の第三者との間で行われる公開買付けや組織再編と比しても、株主にとって公正な手続を確保し、株主が納得して判断を行えるようにする必要性がより高い。
- そのためには、MBO を行う際のプロセスや、MBO の過程における株主に対する説明のあり方において、実務上の方策を工夫することにより、いかに当該 MBO の透明性・合理性を確保するかが重要になると考えられる。
- その実務上の対応策としては、様々なものが考えられるところであるが（下記 5 において検討）、その中でも、透明性・合理性を確保し、第 1 原則及び第 2 原則を実現するという観点からは、以下の 3 種類の枠組みで実務上の対応を検討することが重要であると考えられる。

① 株主の適切な判断機会の確保

MBO において、各株主が納得して適切に判断し、その意思を表明できることが重要なポイントとなることにかんがみ、各株主の背景や属性等も十分に考慮して、株主の判断に資するための充実した説明を行い¹⁰、かつ、株主が当該説明を踏まえた適切な判断を行える機会を確保する必要がある。

② 意思決定過程における恣意性の排除

MBO には、構造上の利益相反の問題が存在することにかんがみ、不当に恣意的な判断がなされないように、例えば、社外役員等の意見を求めた上で株主が判断するようにするなど、意思決定のプロセスにおける工夫を行う必要がある。

¹⁰ 例えば、機関投資家等の存在のみならず、個人株主等の存在にも配慮した丁寧かつ充実した説明も必要となる。

③ 価格の適正性を担保する客観的状況の確保

MBO は、構造上の利益相反の問題に起因する不透明感が強いことにかんがみ、価格の適正性に関し、対抗買付の機会を確保する等の客観的な状況により担保がなされる必要がある。

(3) 議論の位置付け

- 上記の第1・第2原則や、3種類の枠組みの議論は、法律論的な視点としては、(i)会社法における取締役の忠実義務の議論の一環として位置づけることが可能であるとの指摘もあるが、それにとどまらず、より広範な視点として、(ii)公正なM&Aルールの一環として企業社会において共有されるべきルール、という側面からも位置付けられるべきである。
- 既に多くの議論が展開されている諸外国とは異なり、MBO をめぐる議論も近年になってから活発化し、また、M&A全般をめぐる状況も急速に変化している我が国においては、会社法の議論の枠内にとらわれることなく、公正なM&Aルールの一環として、速やかに企業社会に共有されることが重要であると考えられるからである。

5. 実務上の具体的対応

- 上記における論点の分析・整理を踏まえ、次に、我が国における具体的対応の例を検討したい。
- 以下では、上記の透明性・合理性確保のための3種類の枠組みに従って、実務上の対応例を検討する。すなわち、まず枠組みの①に従い、株主の適切な判断機会を確保するために考えられる実務上の対応につき検討した上で、②③について、実務上考えられる対応につき、検討する。それら実務上の対応に関する相互の関係については、下記(5)で検討を行っている¹¹。

(1) 株主の適切な判断機会の確保

- MBO が行われる場合には、株主が納得して判断できる適切な判断機会を確保することが重要なポイントとなる。この点、MBO を行う取締役と株主の間には情報の非対称性が存することにもかんがみ、まず、各株主

¹¹ なお、以下で検討する内容については、諸外国における議論からさまざまな示唆を受けている一方で、必ずしも諸外国の議論をそのまま導入しているものでもない。これは、我が国におけるMBOをめぐる議論が未だ発展途上にある段階において、社会の現状及び法制度等の差異を顧みずに直ちに諸外国の議論を導入することは、上記で検討したような積極的意義のあるMBOまでをも抑止してしまう可能性があり、必ずしも望ましくないと考えられるからである。

の背景や属性等も十分に考慮して、株主の判断に資するための充実した説明を行うことが必要となる。また、株主が適切に判断できるためには、株主が当該 MBO について反対をする（MBO に際しての公開買付けに応募しない）場合の取扱いについても、実務上の工夫をする必要がある。それらの観点から、以下のような対応例が考えられる。

(i) 実務上の対応

● 株主に対する説明のあり方

株主の適切な判断に資するための十分な説明を行う観点から、各株主の背景や属性等も十分に考慮しながら、以下のような点に留意して説明を行うことが望ましいと考えられる。

- ① MBO を実施するに至ったプロセス等について、平成 18 年 12 月の公開買付け規制の改正、及び証券取引所の要請等により開示が要求されている趣旨にかんがみ、充実した開示が求められる。
- ② 業績の下方修正後に MBO を行うような場合等において、MBO が成立しやすくなるように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には、当該時期に MBO を行うことを選択した背景・目的等につき、より充実した説明が求められる。
- ③ 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等、取締役が当該 MBO に関して有する利害関係の内容について、より充実した説明が求められる。

(※ 1) MBO 後も一定期間、対象会社の状況に関する情報提供を継続する¹²という工夫も考えられる。その具体的手段としては、任意の開示又は有価証券報告書等の提出義務を一定期間は免除申請しないこと等が考えられる。しかし、任意の開示の場合には、当該情報提供に際しての責任の所在が不明確であるとの指摘があり、また、有価証券報告書等を一定期間継続して開示することは、MBO の意義の一つである開示コスト等の削減の効果を減殺するとの指摘もあり、慎重に検討すべきとの考え方も強い。

(※ 2) MBO 後の中長期的な経営計画等・将来の可能性について株主に対して十分に説明することにより、MBO に際して実現される価値の可能性を示し、株主の判断材料とするという工夫も考えられ

¹² 事後的に開示を行うことにより、MBO に際しての情報提供が不当に恣意的になることを間接的に予防する（又は情報提供が恣意的ではないかとの疑念を払拭する）ことを、その趣旨とする。

る。しかし、MBOにおいて策定される中長期的経営計画等を明らかにすることは、その実現の不確実性の高さから、かえって情報が混乱する恐れがあり、妥当ではないとの意見が強い。また、MBOに際して実現される価値は、株主のみが受けるべきものではなく、株主及び取締役双方が受けるべき部分が含まれていることにかんがみれば、今後の中長期的経営計画や将来の可能性について、明らかにすべき範囲は限定されるはずであるとの指摘もある。

●株主が反対をする場合の取扱い

株主がMBOにおける公開買付けに反対した（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工夫を行うことで、強圧的な効果が生じないように配慮し¹³、株主の適切な判断機会の確保を図ることが考えられる。なお、以下の④⑤の工夫は、双方ともに対応することが望ましいと考えられる。

- ④ 株式併合を利用した手法など、公開買付け後の完全子会社化（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又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
- ⑤ 公開買付け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、完全子会社化（スクイーズアウト）を行うこと。また、公開買付け後に完全子会社化（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、公開買付価格と同一の価格を基準にすると共に、その旨を開示資料等において明らかにしておくこと¹⁴

(ii) 第1原則・第2原則と当該実務上の対応との関係

- 基本的には第2原則（公正な手続を通じた株主利益への配慮）と関係する。①から⑤や※1及び※2のような対応を通じて、MBOに際して実現される価値や、株主が受けるべき利益の内容等につき充実した説明を行い、かつ、株主が適切に判断できる機会を確保する必要がある。
- 他方で、第1原則（企業価値の向上）に関係する事項もある。①や

¹³ なお、強圧的な効果が生じないための配慮として、現行公開買付制度において、公開買付け後における公開買付け者の株券等所有割合が特別関係者と合計して3分の2以上となる場合には、全部買付義務が課されている。本指針は、当該全部買付義務が課される場合を前提に検討を行っているものである。

¹⁴ いずれの工夫も、少数の零細な株主が不安定な地位におかれることを防止することにより、株主の適切な判断機会を確保する趣旨である。

②においては、当該時期に MBO という手段を選択することがいかに企業価値向上に資するのか、といった観点も含めた説明がなされるべきである。また、※1や※2の事項については、経営計画等の説明により MBO が行われた後の企業価値向上の可能性を示し、また、一定期間の情報提供を継続することが、その透明性の向上にも資するとの視点から提案されているものである。

(2) 意思決定過程における恣意性の排除

- MBO が行われる場合には、構造上、利益相反の問題が存在することにかんがみ、取締役の不当に恣意的な判断がなされないように、又はその疑義が生じないように、意思決定のプロセスに実務上の工夫を加えることが考えられる。

(i) 実務上の対応

●意思決定のプロセスにおける工夫

意思決定において、不当に恣意的な判断がなされないように、意思決定のプロセスにおける工夫を行うことが考えられる。例えば、以下のような対応例が考えられ、実際の案件に応じてこれらの対応を組み合わせる等して、意思決定のプロセスを工夫することが考えられる。

- ① (社外役員が存在する場合には) 当該役員、又は独立した第三者委員会等に対する MBO の是非及び条件についての諮問(又はこれらの者による MBO を行う取締役との交渉)、及びその結果なされた判断の尊重(注1、2)
- ② 取締役及び監査役全員の承認(特別の利害関係を有する取締役を除く)(注3、4)
- ③ 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
- ④ MBO において提示されている価格に関し、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すること(注5)。

(注1) ①③④における「独立性」要件をめぐる議論は、社外取締役・社外監査役における独立性の要件も含め、従来から議論が行われている。MBO の場面においては、端的には、構造的な利益相反状態にあることによる不透明感を払拭するだけの、

実質的に独立した監督能力・アドバイス能力等を備えている必要がある。かかる観点から、社外役員や第三者委員会の委員が有する会社との利害関係については十分に精査される必要があり、「独立性」の内容についても、対象会社から株主に対して十分な説明がなされる必要がある。

(注2) 社外役員・第三者委員会等の社外者の活用は、意思決定の透明性・合理性を確保する上で重要であり、単なる諮問等の確認手続のみならず、MBO を行う取締役との間で、独立当事者間の交渉と同視し得る実質的な「交渉」を担わせるべきとの指摘もある。特に、下記の対抗的な買付の機会の確保による工夫や株主意思確認の尊重の見地からの工夫を行わないような場合には、当該実質的な「交渉」が重要であると考えられる。他方で、実際には、責任の重大性又は責任関係の不明確性の観点から、引き受け手を探すのが極めて困難であるとの指摘もある¹⁵。

(注3) 全員が承認していることは、意思決定の透明性・合理性が確保されている事情の一つとなる一方で、会社法上は、出席取締役の過半数の賛成により決議されるのであり、全員の承認を要求することはできず、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であるとの指摘がある。

(注4) 会社法上、「特別の利害関係を有する取締役」は、取締役会から除外されることとされている（会社法第369条第2項）。MBO における当該「特別の利害関係を有する取締役」の範囲は、解釈問題となるものの、MBO における意思決定の透明性・合理性を高めるという観点からは、当該「特別の利害関係」を広く解釈することも検討すべきとの指摘もある。例えば、MBO を行う代表取締役のみならず、買付者側への出資や経営参画につき既に合意が成立している取締役も除外されると解釈すべきではないかとの指摘がある。他方、MBO に参加しない取締役が自己保身を企図する可能性もあり、当該解釈を広げることが必ずしも透明性・合理性の向上に資するとは限ら

¹⁵ これらの役割は、社外役員に担わせる方が、それ以外の第三者に担わせる場合と比べ責任の所在が明確であることから望ましいとの指摘がある一方で、仮に社外役員であっても、当該交渉に関する会社法上の責任の所在は必ずしも明確ではないとの指摘もある。

ないとの指摘もある。

(注5) 算定方法の採用にあたっては、複数の算定方法を利用する等合理的な算定方法を採用し、恣意的な価格の算定等がなされないように配慮することが必要である。なお、当該算定書等は複数取得することがより望ましいとの指摘もある。ただし、取得する数自体が重要なのではなく、算定書等の作成過程から当該第三者評価機関と真摯に議論をする等して、有効に活用することが重要であるとの指摘もある。

(ii) 第1原則・第2原則と当該実務上の対応との関係

- 基本的には第2原則（公正な手続を通じた株主利益への配慮）と関係する。透明性・合理性のある意思決定のプロセスを通じて、株主が受けるべき利益が損なわれないようにする（又はその疑念を払拭する）ことが重要である。
- 他方で、第1原則（企業価値の向上）と関係する事項もある。例えば、取締役会での判断やその他社外取締役・社外監査役又は第三者委員会等における判断に際しては、当該 MBO が企業価値向上に資するか否かという要素も加味して、意思決定がなされるべきであると考えられる。

(3) 価格の適正性を担保する客観的状況の確保

- MBO が行われる場合には、構造上、利益相反の問題が存在することにかんがみ、対抗的な買付の機会を確保し、当該期間に対抗買付が出ないことをもって、価格の適正性の担保とすることが考えられる。

(i) 実務上の対応

● 対抗的な買付の機会の確保

他の買付者による買付の機会を確保し、当該 MBO を行う取締役等にも対抗的な買付が出現する可能性を踏まえた当該 MBO の価格を提示させることにより、価格の適正性を担保し、取引の透明性・合理性を高めるという実務上の工夫が考えられる。そのためには、個別案件の性質によって異なり得るが、例えば、以下の①及び②の対応を併せて行うことが考えられる。

- ① MBO に際しての公開買付期間を比較的長期間に設定すること（注1）
- ② 対抗者が実際に出現した場合に、当該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、当該 MBO の実施に際して行わないこと（注 2、3）

- （注 1）どの程度長期間に設定するかという点は、対象会社の規模や個別案件の性質（例えば、企業の再生局面において、特に迅速な取引が求められる場合等）によって異なり得るため、一律の基準を設けることは困難である。ただし、上記の意思決定のプロセスにおける工夫や、下記の株主意思確認の見地からの工夫等、その他の実務上の工夫がなされていないような場合には、取引の透明性・合理性を高めるため、その他の工夫を行っている場合と比しても、更に長期間に設定することが望ましいと考えられる。他方で、余り長期間に設定すると、公開買付けの成否を必要以上に不安定にする可能性もあることから、例えば、当初から余り長期間に設定するのではなく、公開買付け期間中に実際に対抗者が出現した場合には、公開買付け期間を延長することを予め明らかにしておくといった工夫も考えられる。
- （注 2）例えば、MBO を行う取締役が対象会社との間で、対抗者との接触等を一切禁止するような取引保護条項を合意することは過度の制限であると考えられる。他方、このような過度な制限を禁止するのみならず、特段の事情がない限り対抗者に対象会社の買収監査の機会を付与することを原則とすべきとの指摘もある（ただし、この場合でもブレークアップフィー条項等の取引保護条項を定めることは、合理的な範囲内であれば妨げられないものと考えられる）。しかし、当該指摘に対しては、必ずしも買収監査の機会を付与しなくとも対抗買付は可能であるとの意見もある。
- （注 3）いずれにしても、対抗者が出現する可能性をどの程度確保すべきか、又は実際に対抗者が出現した場合にどのような対応をとるべきか、という点は、この方法により透明性・合理性を確保する場合における最も重要なポイントである。特に、対抗者が実際に出現した場合には、一方で MBO としての買付が行われている以上、対象会社の取締役会としては、当然に、当該対抗者の提示する代替的な買付提案についても真摯に検討する必要がある、合理的な理由なくこれを拒絶することは適切とはいえない。また、取締役会が下した判断の合理性については、株主に対して十分な説明を行うことが求められる。MBO を行う取締役

はこれらの点を十分に認識し、また、MBOの買付価格の合理性についても十分に検討した上で、MBOを行うことが重要である。

(ii) 第1原則・第2原則と当該実務上の対応との関係

- 基本的には第2原則（公正な手続を通じた株主利益への配慮）と関係する。対抗買付の機会を確保するという客観的な状況により、透明性・合理性を確保することで、価格の適正性を担保し、株主が受けるべき利益が損なわれないようにすることが重要である。
- 他方で、第1原則（企業価値の向上）との関係は慎重な検討が必要である。特に、実際に対抗買付がなされた場合の対応方法について、企業価値の向上という点をどのように考慮すべきかとの点は、買収局面における取締役の行動のあり方をめぐる全般的な議論とも関連する論点である。すなわち、一方で、より高い価格での条件を提示して対抗買付がなされた場合には、合理的な理由がない限り、当該対抗買付に反対し、取締役の公開買付けに対する賛成を維持することは適切とはいえないことが原則であるとの指摘がある。他方で、当該MBO又は対抗買付がいかに企業価値の向上に資するかという観点も加味して検討がなされるべきであるとの指摘もある。

(4) その他

- その他、実務上の対応として、「株主の適切な判断機会の確保」から導かれる株主意思確認の見地を重視し、以下のような実務上の対応も考えられるのではないかと指摘もある。

(i) 実務上の対応

- ① MBOに際しての公開買付けにおける買付数の下限を、高い水準に設定すること（注1）

（注1）どのような水準に設定するかについては個別案件の性質によって異なり得るが、例えば、会社法上は、公開買付けにおいて3分の2以上の議決権を取得した場合には、他の株主の賛同如何に関係なく完全子会社化（スクイーズアウト）が可能であるが、株主の意思確認を尊重する見地から、より高い水準で公開買付けの下限を設定することが考えられる¹⁶。この他にも、例えば、

¹⁶ なお、現在の実務においては、公開買付けの下限としての設定は行わないが、公開買付け後に完全子会

MB0 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以上が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。

- この工夫により、MB0 の実施について多数の株主（又は利害関係を有する者以外の多数の株主）の賛同が確認されることとなる。また、少数株主に対する強圧的な効果を生じさせないための配慮にもなるため、株主意思確認を尊重した実務上の対応であると考えられる。ただし、公開買付けの下限を高い水準に設定することは、公開買付けの成否を著しく不安定にする恐れもあることから慎重に検討すべきとの指摘がある。
- また、現在の我が国における MB0 の実務を前提にした場合には必ずしもその手段は明らかではないが、今後の実務のあり方によっては、株主意思確認を重視する見地から、株主総会を開催して株主意思の確認を行うといった工夫も考え得る。

(ii) 第1原則・第2原則と当該実務上の対応との関係

- 第1原則・第2原則の双方について、株主が直接的に判断することを重視し、その実現を図るものである。

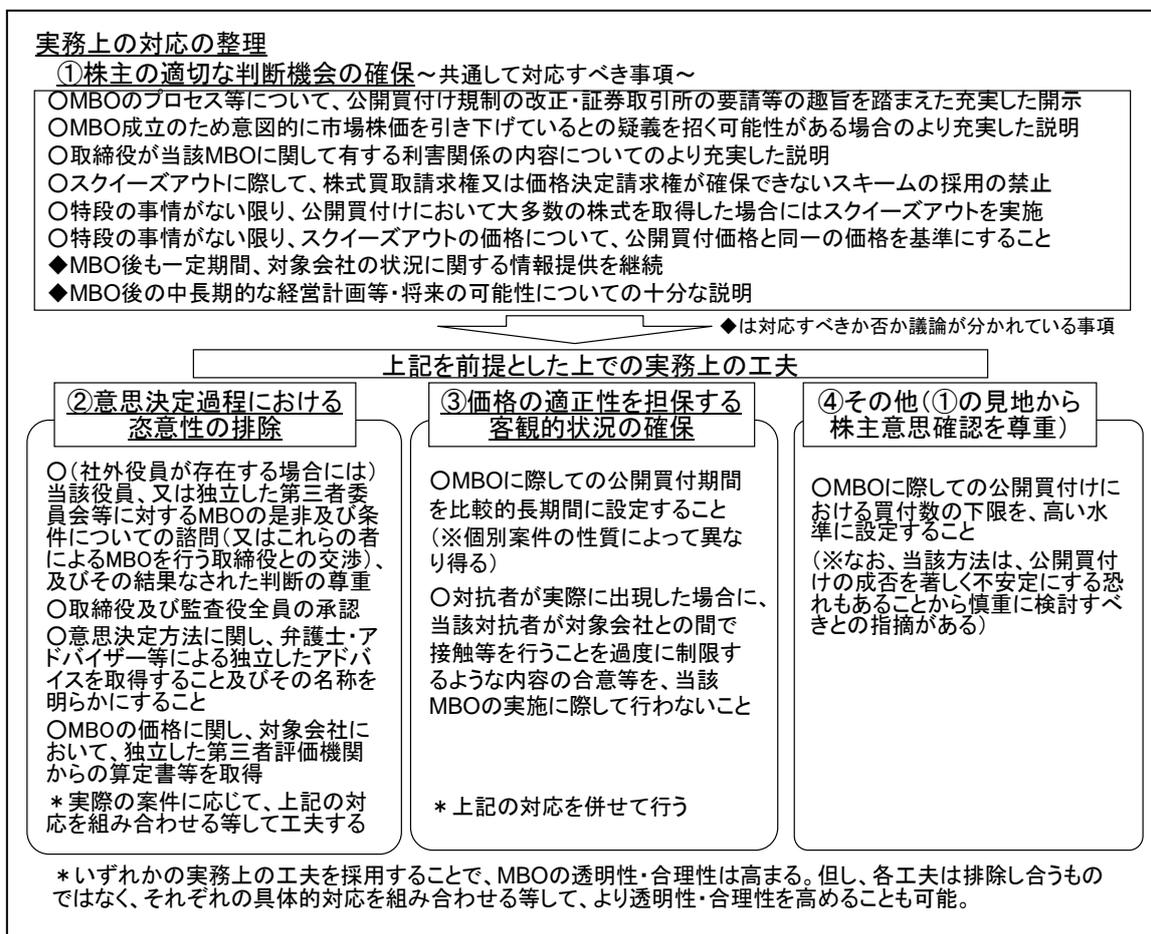
(5) 実務上の各対応の整理

- 以上、実務上考えられる対応につき、上記3種類の枠組みに従って検討をしたが、これらの各対応は同列の関係で整理されるものではない。
- まず、MB0 について判断をするのは株主であり、その前提として当該株主に適切な判断の機会を確保する必要があるという見地からは、上記(1)「株主の適切な判断機会の確保」で検討した各対応は、MB0 を行う際には共通して対応すべき事項ということができる。
- 他方で、上記(2)(3)及び(4)については、株主に対して適切な判断機会を確保した上で、更に MB0 の透明性・合理性を確保するという見地から、実務上考えられる対応の枠組みを示したものである。(2)(3)及び(4)の工夫は必ずしも全てを実行する必要はなく、いずれかの実務上の工夫を採用することで、MB0 の透明性・合理性は高まると考えられる。ただし、各工夫は排除し合うものでもないため、それぞれの具体的対応を組み合

社化（スクイーズアウト）を行う場合には、公開買付けにおいて90%程度の応募があることが望ましいと考えられているとの指摘がある。ただし、これは結果として90%程度の応募があるに過ぎず、公開買付けの下限を90%として設定することは、公開買付けの成否を著しく不安定にし、妥当ではないとの意見が強い。

わせる等して、より透明性・合理性を高めることも可能であると考えられる。

○ これらの関係を整理すると、以下の図のようになる。



6. その他の取引類型における議論の応用

- 上記2(4)のとおり、これまでの議論は、基礎的取引構造以外の事情を捨象して行ってきたものであるが、実際の案件においては、基礎的取引構造以外の特段の事情が存在することがあるため、以下検討する。
- まず、上記2(4)におけるオーナー経営者等の例のように、MBOを行う取締役が保有していた株式の処分方法やMBOにおける出資比率によって、利益相反性には差異が生じ得る場合がある。したがって、上記の議論についても、これらの利益相反性に関する特段の事情がある場合には個別の検討が可能であり、必ずしも全てのMBOについて上記の議論が適用されるわけではない。
- また、親会社が上場子会社を完全子会社化する場合等、支配会社と従属

会社の関係にある会社間で組織再編が行われるような場合については、構造上の利益相反問題が存するという点では MBO と同様であり、基本的には、MBO に関する上記の議論と同じ考え方が可能であると考えられる。更に、支配会社の有する議決権の割合が既に高い場合には、支配会社が不十分な価格での取引を行い従属会社の株主の利益が害されるとの恐れは MBO に比しても高く、MBO における議論より更に厳格に考える必要もあるのではないかとの指摘もある。他方で、支配権の移転が伴う MBO の場合には、一般株主は、支配権の移転に伴う上乗せ価値（コントロールプレミアム）を享受できる地位にありながら、それを享受できない不当な低価格の対価しか受けられない恐れがあるのに対し、既に支配権が支配会社に移転している場合には、従属会社との間で組織再編等を行ったとしても、一般株主はそもそもコントロールプレミアムを享受すべき地位にないことから、実際の不利益は MBO の場合よりも小さいとの指摘もある。また、支配会社が存在する場合には、MBO における上記議論のように対抗買付の機会を確保したとしても、対抗者が出現する可能性が低く、必ずしも適正性の担保とはならないとの指摘もある。したがって、これらの相違点については MBO と同じ議論は適用できないと考えられるが、その他の点については、基本的に MBO の議論と同じ考え方ができるものと考えられる。

- 最後に、利益相反の問題に関し、株主への配慮の必要性が異なり得る特段の事情がある場合として、次のような場合も考えられる。例えば、企業の再生局面における MBO には、当該企業の状態によっては、株主が受けるべき利益が存在しないような場合もあると考えられ、必ずしも上記の議論を適用する必要はないものと考えられる。また、売却者側に大株主や親会社等が存在し、かつ、総体としての株主と取締役等との合理的な交渉が成立する場合には、取締役が不合理に MBO を行うことや不当に低い価格で MBO を行うことがそもそもできない場合も存在すると考えられ、必ずしも上記の議論を厳密に適用する必要はないものと考えられる。

7. 本指針を踏まえて

- 本指針では、MBO における公正なルールのあり方として、原則論等を含めた考え方の整理を提示し、また、その考え方に基づいた実務上の対応についても提示している。
- ただし、これまでの「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」における買収防衛策の適法性・合理性をめぐる議論については、新株予約権等の発行の差し止めに関する「著しく

不公正な方法による発行」の解釈がその論点の中心であり、会社法上の議論の位置付けも明確であった。これに対し、MBO の場合には、上記 4(3) のとおり、会社法上、取締役の忠実義務の議論の一環として捉えることが可能であるとの指摘もあるが、その位置付けは必ずしも明確ではない。

- したがって、本指針で提示した原則論や実務上の対応の整理については、買収防衛策に関して議論された内容とは自ずと性質が異なり、会社法上の明確な位置付けを行うことは困難である。
- しかしながら、それでもなお、本指針は、我が国において MBO をめぐる議論が活発化する中で、その公正なルールのあり方を模索し、提言したものであり、この提言により、今後、我が国における MBO が、公正・健全な形で、更に発展していくものと確信している。

8. おわりに

- 冒頭にも記述したとおり、本来 MBO は経済的意義を有する取引であり、有効に活用すれば企業価値の向上にも大きく資する取引である。ただし、取引の構造上、利益相反の問題が存在し、不透明感が存在するのも事実である。今後、本指針の内容を踏まえ、MBO の際に適切な実務上の対応がなされることにより、我が国における MBO が健全に発展し、ひいては、我が国企業の価値向上に繋がることを期待したい。

以上