

日本の MBO

大杉謙一（中央大学）

会社の経営者で、大株主ではない者が、現在の株主から株式を買いとって会社を買収する（オーナーとなる）ことを「マネジメント・バイアウト」（MBO）という。大企業の非上場子会社で行われる事例もあるが、本報告では、上場会社が対象となる取引で、MBO 後は対象会社が非上場会社化するような取引を主として念頭に置く。なお、わが国で MBO と呼ばれるものの多くは買収資金のほとんどを投資ファンドが拠出しており、買収資金に占める経営陣の拠出分の割合が大きくないため、そのような取引は欧米では MBO とは呼ばれないが（LBO と呼ばれることが多い）、本報告では、そのような実務の違いについても比較・整理するが、用語法はわが国で一般的なものに従うことにする。

MBO は、通常、株式公開買付け（TOB）による支配株式の取得（第 1 段階）と、株式交換または全部取得条項付種類株式を用いた残存株主の締め出し（第 2 段階）とから成る。これらはいずれも、投資家の利益の点からも、企業の上場のあり方という観点からも、興味深い問題を生じる。まず、(1)後に「締め出し」「非上場会社化取引」が控えていることから、第 1 段階において、株主には売りたくないのに（少なくともその価格では不十分だと考えているのに）売却に応じざるを得ないというプレッシャー（強圧性）が加わることをどう評価するか。また、(2)経営陣が「買い手」の側に加わっていることから、経営陣が株主の利益を最大化するよう買収者と交渉するという役割を果たすことが期待できず、むしろ株主に不利な条件での取引を株主に提示する危険が高いという「利益相反問題」にいかに対処すべきか。さらに、(3)第 2 段階の「締め出し」によって、株主が意に反して株式を取り上げられることの是非、会社が上場廃止になることの是非についても、議論があろう。

本報告では、最初に〔1〕わが国での MBO の状況を概観し、次に、〔2〕経済産業省の公表した「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」「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」（経産省のウェブページで入手可。報告では、それぞれ「報告書」「指針」という）に沿って、法律上、経済上の問題の所在とそれへの対処方法についての議論を紹介し、最後に〔3〕報告者の意見を補足することとしたい。