

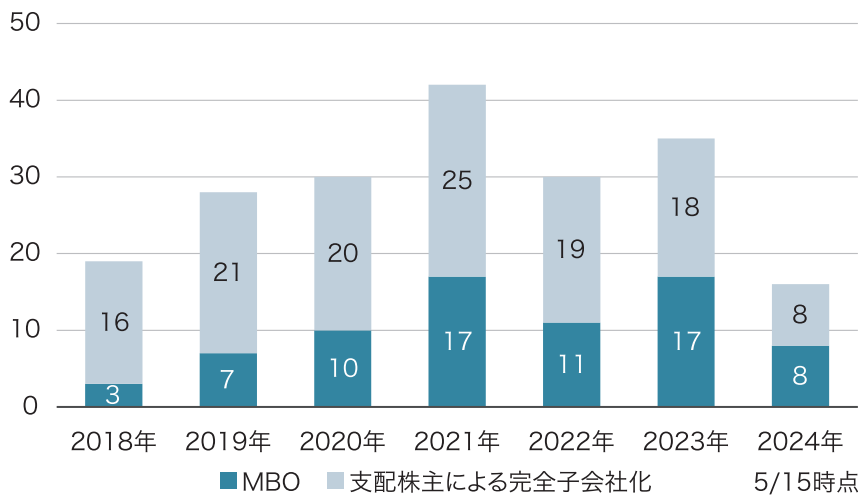
MBO の構造的利益相反問題 ～公正 M&A 指針の改訂検討を～

一橋大学大学院 経営管理研究科 教授 田村俊夫

第1章 問題の所在

日本市場で、上場企業のMBOが活性化している。レコフデータによると、2023年度のMBO発表社数は6社増の18社と13年ぶりの高水準となっており、株式取得額ベースでは前年度比5倍の1兆4688億円と過去最高になっている¹。2023年は11月から12月にかけてベネッセホールディングス、大正製薬ホールディングス、アウトソーシングなど大型案件の公表が相次いだが、2024年に入ってもスノーピーク（2月）、日本ハウズイング（5月）、永谷園ホールディングス（6月）など大型MBOが立て続けに公表されている。

図表1：最近のMBO等の開示件数の推移（暦年ベース、件）



(注) 2019年には不成立となった1件のMBO（廣済堂）、2020年には不成立となった1件のMBO（日本アジアグループ）、2021年には不成立となった4件のMBO（サカイオーベックス、光陽社、パイブドHD、片倉工業）を含む

出所：東京証券取引所（2024）

上場企業がMBOを行う理由としてボイラープレート的に挙げられる理由が、株式市場のショートターミズムに左右されずに抜本的・中長期的な経営改革を行うという

¹ 2024/5/25付日本経済新聞「MBO、昨年度に過去最高1.4兆円」。

ものである。例えば、大正製薬ホールディングスは「株式上場を継続する限りは株主を意識した経営が求められ、短期的な利益確保・分配への配慮が必要になることから、対象者株式の上場が、短期的なキャッシュ・フローや収益の悪化を招く恐れがある先行投資や抜本的な構造改革等の中長期的な施策実行の足枷となる可能性が高いと考えております」と述べている²。これは市場の非効率性を前提にした考え方であり、その是非については議論の余地があるだろう。

実際には、コーポレートガバナンス・コードや東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の要請」に象徴されるような、上場企業に対する株主・資本市場からの規律付けが強化されていること、それと関連してアクティビストの影響力が増大していること、さらには、2023年8月に策定された経済産業省「企業買収における行動指針」により、敵対的買収が「同意なき買収」と価値中立的な表現に言い換えられ、同指針に則ったニデックによる TAKISAWA の買収がさっそく成立するなど、敵対的買収の脅威が高まっていることも背景にある可能性がある³。その場合、特に株価が割

図表2：最近の MBO 事例

ターゲット企業	公表日	ファンド	ディールバリュー (億円)		買収マルチプル (倍)	
			株主価値 ベース	企業価値 ベース	EBITDA 倍率 (LTM ベース)	PBR
シミック HD	2023/11/7	N/A	447	286	1.9	1.24
シダックス	2023/11/10	N/A	438	374	8.4	3.33
ベネッセ HD	2023/11/10	EQT	2,509	2,355	5.8	1.58
ジャパンベストレスキューシステム	2023/11/13	MBK パートナーズ	328	209	9.9	3.42
大正製薬 HD	2023/11/24	N/A	7,066	4,459	8.2	0.85
アウトソーシング	2023/12/8	ベインキャピタル	2,211	3,644	9.0	2.39
ローランド DG (注)	2024/2/9	タイヨウ・パシフィック	611	532	7.8	1.70
スノーピーク	2024/2/20	ベインキャピタル	473	558	24.2	3.05
日本ハウズイング	2024/5/9	ゴールドマンサックス	994	841	17.4	2.32
永谷園 HD	2024/6/3	丸の内キャピタル	542	727	8.0	1.24
MBO 不成立案件						
日本アジアグループ (注)	2020/11/5	カーライル	161	844	9.3	0.71
片倉工業 (注)	2021/11/8	N/A	714	490	8.3	1.13

(注) ローランド DG、日本アジアグループは当初公開買付価格ベース。日本アジアグループ、片倉工業は不成立。

出所：公開買付届出書、決算短信等より作成（ディールバリュー、買収マルチプルは筆者概算）

² 2023年11月27日付公開買付届出書、11頁。

³ 他にも、特に創業家経営者主導の MBO について、相続対策の要因を指摘する識者もいる。2024/3/2 付日本経済新聞電子版（日経ヴェリタス）「創業家 MBO 相次ぐ、「退場費」適正か 特別委が焦点に」参照（カナメキャピタル・榎野尚氏のコメント）。

安な企業ほど MBO を含む非上場化のインセンティブが大きくなるであろう⁴。

上場企業の MBO については、経営者が取引のいわば両側に立ち、一般株主の利益を犠牲にして本源的な価値よりも安く企業を買収した方が自らの私的利益にかなうという構造的な利益相反問題が存在し、情報の非対称性と相まって一般株主の利益が毀損される危険性が高い。特に、株価が割安な企業は、利益相反問題が一段と深刻になる。このような利益相反問題に対処するため、経済産業省は、2007年9月、「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」（以下「MBO 指針」という。）を策定し、さらに2019年6月に、MBO 指針を改訂し、同様な利益相反問題が存在する上場子会社の完全子会社化も包含して「公正な M&A の在り方に関する指針」（以下「公正 M&A 指針」という。）を策定した。

現在の日本の上場企業 MBO 実務は基本的に公正 M&A 指針に則って進められているが、実務が必ずしも公正 M&A 指針の精神に則って運用されていないこと、さらに公正 M&A 指針自体にも未だ不徹底な点があることから、上場企業 MBO において一般株主の利益が十分に守られていないとの疑惑を抱かせる事例も散見される。

本稿では、公正 M&A 指針策定に多大な影響を及ぼした米国における「ゴーイング・プライベート（Going Private）」取引に関する法令・実務を簡潔にレビューし、それに照らして現行の日本の制度・実務の問題点につき考察してみたい。以下、第Ⅱ章では米国の法令・実務を概観し、第Ⅲ章で日本の制度・実務の現状について分析を行う。第Ⅳ章は結語である。

第Ⅱ章 米国「ゴーイング・プライベート」取引の法令・実務

1. 概説

「ゴーイング・プライベート」取引とは広義には非上場化取引全般を指す。例えば、プライベート・エクイティ・ファンド（PE ファンド）が上場企業を買収する取引はすべて非上場化取引である。しかし、米国判例法や SEC 開示規則では、非上場化取引のうち特に利益相反問題が深刻なものを「ゴーイング・プライベート」取引と呼んでいる。そこには支配株主による完全子会社化や大部分の MBO 取引が含まれる。以下、本稿では「ゴーイング・プライベート」はこの狭義の意味で用い、広義の「非上場化」と区別する。

ゴーイング・プライベート取引が問題視されるのは、典型的な「自己取引（Self-dealing）」だからである。例えば、MBO では、経営者が買い手であると同時に売り手

⁴ 但し、株価が割安かどうかについては、PBR といった指標で機械的に判断できないことには注意が必要である。田村（2023）参照。

の経営判断にも影響を及ぼす。売り手としては経営者は株主のエージェント(受託者)であり、買い手としては経営者はプリンシパルであるので、経営者個人の利害としては安値で取引をまとめた方がよい。これは受託者責任に反する行為である。

この利益相反問題は、MBOの場合、敵対的買収防衛よりも深刻である。敵対的買収防衛の場合には、安値オファーの買収者に対しては、経営者と取締役会が一体となって抵抗しがちであるが、上場企業 MBO の場合には、ターゲット企業の取締役会が買い手の一員である経営者の影響を強く受けがちなので、安値オファーへの歯止めが難しい。このように、上場企業 MBO は独立当事者間の取引とはいえ、(株式を割安に取得したい) 経営者と一般株主の間には構造的な利益相反が存在するので、買収価格の公正性が特に問題になる。

このような構造的利益相反問題に対処するために、米国では上場企業 MBO を含むゴーイング・プライベート取引については、裁判所(特にデラウェア州裁判所⁵)の判例法による実体的規制と、SECによる開示規制が発達してきた。

2. デラウェア州判例法

M&A 取引において取締役が受託者責任を果たしたかを判断する際に、デラウェア州判例法は3層の判断基準を適用する。もっとも緩い基準が、利益相反のない独立当事者間取引に適用される「経営判断原則(Business Judgment Rule)」である。経営判断原則の基準では、裁判所は取締役が注意義務、忠実義務を満たして行動している限り、結果の如何に関わらず取締役の個人責任を問うことはない。それに対して、敵対的買収防衛等に適用されるのが「中間的な基準(Enhanced Scrutiny)」である。防衛策の必要性和相当性を考慮するユノカル基準などが中間的な基準の例である。

構造的利益相反問題が最も深刻なゴーイング・プライベート取引については、もっとも厳しい判断基準である取引の「完全な公正性(Entire Fairness)」基準が適用される。この基準が適用されるのは、ターゲット企業の取締役会の独立性に深刻な懸念がある場合等であるが、明確な数量基準はなく、ケースバイケースの事実認定の問題となる。わかりやすいのは支配株主による買収(親子上場の解消等)であるが、MBO の場合も、経営者が創業家等の大株主である場合はもちろん、そうでない場合も経営者が実質的に取締役会をコントロールしている場合などは、完全な公正性基準の適用対象となる可能性がある⁶。

⁵ デラウェア州の会社法は、全米で最も先進的かつ柔軟であり、デラウェア州の裁判所、とりわけデラウェア州衡平法裁判所(Delaware Court of Chancery)は、実務経験に富む判事を擁して極めて洗練されており、その生み出す豊富な判例法体系はすべての関係当事者に予測可能性を与えている。そのため全米の有力企業で(実際の本社所在州に関わらず)デラウェア州を設立準拠州とする企業は多く、2022年現在でフォーチュン500社の約68%はデラウェア法人である(<https://corp.delaware.gov/stats/>)。

⁶ 具体的な適用基準については、WLRK(2022)参照。

完全な公正性基準においては、裁判所は「買収プロセスの公正性 (Fair Dealing)」と「買収価格の公正性 (Fair Price)」を厳格に審査する。但し、この2つは個別ではなく一体的に審査されるので、特にプロセス面での公正性が買収価格の公正性の判断にも影響を及ぼすことになる。したがって、「中間的な基準」が適用される場合も含めて、プロセスの公正性、独立性には非常に注意を払う必要がある。

裁判所が重視するファクターは判例を通じて明らかになってきているので、米国実務はそれに伴って発展してきている。例えば、米国実務では、MBOの対象会社は独立取締役のみによる特別委員会を設置して交渉権および最終決定権を与えることが一般的である。特別委員会は会社とは別個に独立のアドバイザーを雇い、一般株主の利益のためにMBO側と本格的な交渉を行う。更に、取引価格の公正性を担保するために、あえて会社をオークションに出し、また買収合意公表後に一定期間、他のオファーを募る（「ゴー・ショップ (Go-Shop)」）こともある。

ゴーイング・プライベート取引に関する近年の特筆すべき判例法の進展は、「MFW基準」である。MFW基準は2014年のデラウェア州最高裁の判決⁷で確立されたルールで、独立した特別委員会と一般株主の過半数（マジョリティ・オブ・マイノリティ）の両方の承認を案件成立の条件とすることにより、完全な公正性基準の適用を逃れて経営判断原則の適用を受けられるという画期的なものである。但し、独立委員会は真に独立していて、独自のアドバイザーを雇う権限と案件への拒否権を有し、公正価格を獲得するために注意義務を尽くさなければならない。また、一般株主の承認は十分な情報開示に基づくもので、かつ強圧性のないものでなければならない。実際にはマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の採用が案件成立を危うくする場合など、MFW基準を満たさずにゴーイング・プライベート取引を実施する場合も多いが、その場合は、裁判所の審査が非常に厳しいものになることを覚悟しておく必要がある。

3. 加重された開示

米国上場企業が買収対象となる合併案件については、一般に株主総会にかかる委任状勧誘書面（様式14A）をSECに登録する。委任状勧誘書面には買収議案とともに買収に至る経緯や、取締役会が買収に賛同する理由、買収価格の公正性に関する財務アドバイザーによる分析の概要、合併契約書の概要等が記載される⁸。また、公開買付案件については、公開買付者による公開買付届出書（様式TO）に加え、被買収企業は意見表明報告書（様式13D-9）をSECに登録する必要があり、委任状勧誘書面と同様の広範な開示が求められる。財務アドバイザー分析の概要はかなり詳細なもので、特に重要なのは、近年、DCF法評価の基になった経営陣による収支予測の数値まで開示

⁷ Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).

⁸ 合併契約書の全文は別途開示される。公開買付の場合の買収契約書についても同様である。

が求められていることである。

これらの一般的な M&A 案件に求められる開示に加え、「ゴーイング・プライベート」取引については、1934年証券取引所法に基づいて SEC が1979年に制定した規則 13e-3により、様式13E-3に則った追加的開示義務が課せられている⁹。とりわけ重要なのは、財務アドバイザーが取締役会や特別委員会、経営陣に提出したすべてのプレゼン資料、レポート、株式価値算定書等の現物を開示する義務が課せられることである。したがって、規則13e-3の対象となるかどうかは非常に重要な問題である。

規則13e-3の対象となる「ゴーイング・プライベート」取引は、“affiliate”との取引である。“affiliate”とは MBO の文脈ではターゲット企業を「支配 (control)」している主体のことであるが、SEC は規則13e-3の適用に関して“affiliate”を非常に広く解釈しており、SEC 規則上の「ゴーイング・プライベート」取引は、デラウェア州判例法上の「ゴーイング・プライベート」取引よりも幅広くなる可能性もある。重要なのは、経営者を含む買収者側がターゲット企業的意思決定に影響力を及ぼすことができるかどうかであり、MBO は通常は規則13e-3の対象となるであろう¹⁰。

4. 事例：デル

2024年5月25日付の日本経済新聞記事¹¹は、「日本企業のMBOは米国よりも多い。英ロンドン証券取引所を運営する LSEG のデータによると、米国の MBO は年間数件にとどまる」と報じている。実際に、裁判所の精査と開示義務（そしてそれに伴う株主訴訟のリスク）が厳しい米国では、MBO は軽々に決断できる取引ではない。米投資銀行フリーハン・ローキーの調査¹²によると、2023年に公表された非公開化取引¹³（企業価値50百万ドル以上）は33件であったが、その多くは通常の PE ファンドによる上場企業買収案件である。規則13e-3の対象となった案件は33件中9件であるが、うち大株主主導の案件が6件、経営者主導の案件はわずか1件であった。以下、2013年に経営者主導で MBO を行ったデル社（Dell Inc.）の事例を見てみよう¹⁴。

米国の大手パソコンメーカー、デル社の創業者であるマイケル・デルは、投資ファンドのシルバーレイクラと組んで、2013年2月に買収総額280億ドル規模の巨大 MBO を公表した。マイケル・デルは約14%の株式を保有する大株主であり、2004年にいっ

⁹ 具体的な要開示項目については、WLRK (2022) を参照。

¹⁰ WLRK (2022), 44頁参照。

¹¹ 2024/5/25付日本経済新聞「MBO、昨年度に過去最高1.4兆円」。

¹² Houlihan Lokey (2024)。

¹³ 上場企業に買収された場合は「非上場化」と言わないので、基本的には PE ファンド等による買収案件である。

¹⁴ デル社の MBO 事例の詳細については、田村 (2018) を参照。

たん CEO を退任したが、その後の業況不振をうけ2007年に CEO 復帰していた。マイケル・デルが MBO を決意したのは、成長の軸足をパソコンから法人向けサーバーや IT サービスに移す事業構造転換推進のためである。MBO 公表後、買収価格を不満とする有力アクティビストのカール・アイカーンら一部投資家が対抗案を提示し、株主総会の承認が微妙になった。その後、紆余曲折はあったが、デル社の特別委員会は、買収プロセスおよび買収価格の公正さを株主・投資家に訴え、買収価格の若干の引き上げ等を経て、2013年9月に MBO は株主総会で承認された。ここでは、2013年6月に公表されたデル特別委員会による説明資料¹⁵等を参照しつつ、デル社がどのような公正性担保措置を取ったのかを見てみよう。

デル社 MBO のプロセスは、経験豊富な利害関係のない独立取締役4名で構成される特別委員会により、経営陣から独立した特別委員会独自の財務・法務アドバイザーを起用して取り仕切られた¹⁶。本件に関する全権を委任された特別委員会は40回以上会合を行い、戦略コンサルティング会社も起用して、さまざまな代替的選択肢を検討した。その上で、独立取締役が全員一致で MBO を承認した。この間、利害関係のあるマイケル・デルは、取締役会の議論および議決、交渉から除外された。

大株主かつ創業者兼 CEO であるマイケル・デルの協力を得られないと、他の買収者は買収に二の足を踏むおそれがあるため、マイケル・デルは、どの買収候補者ビッドとも good faith で協力することを確約し、かつマイケル・デルと買収候補者のいかなる合意にも特別委員会の同意が必要であるというルールを定めた。さらに、合併契約には、買収を承認する臨時株主総会でマイケル・デル（約14% 保有）を除く一般株主の過半数の賛成が必要とするマジョリティ・オブ・マイノリティ条件が（クロージングの前提条件として）盛り込まれた。これは会社法上要求されている条件ではなく、合併契約上の条件である。

競争的なマーケット・チェックを十分に行うために、買収公表前に PE3社を競わせたのみならず、合併契約にはフィデューシャリー・アウト条項と併せてゴー・ショップ条項が規定された。ゴー・ショップ期間は2013年3月22日までの45日間で、その間により良い買収オファー（Superior Proposal）が出現した場合には、ブレイクアップフィーは180百万ドル（0.7%）、それ以降は450百万ドル（1.8%）が支払われる。これは比較的lowな水準である。この Go-Shop を取り仕切るために別の財務アドバイザーが起用された。

合併契約が公表されると、当初マイケル・デルと接触していた機関投資家のサウスイースタンは、「買収価格が安すぎる」として13.65ドルでの買収に反対する構えを見せた。他にも買収価格に不満を持つ機関投資家は多かった。ゴー・ショップでは約70社と接触したが、2013年3月22日までに対抗提案を提出したのはブラックストーンとカール・アイカーン（4.6% 保有）のみで、しかもブラックストーンは4月22日に対抗

¹⁵ Dell Inc., Schedule 14A, filed on June 5, 2013.

¹⁶ 以下、本件のプロセスについては、主に田村（2018）の記述による。

提案を撤回した。

他方、アイカーンは、5月11日、サウスイースタンと連合して新提案を出した。その内容は、デル社が上場を維持したうえで、手元資金と巨額の借入（52億ドル）を原資に巨額の特別配当を行うというものである。これは対抗買収提案ではないが、株主総会におけるMBO否決の可能性を高めて、巨額株主還元の受け入れか買収価格の引き上げを迫るものである。

2013年5月末、デル社は、来る買収承認の臨時株主総会のための「2013年5月30日付委任状勧誘書面」をSECにファイリングした。これは日本での株主総会招集通知に相当するもので、買収議案とともに買収に至る経緯（Background of the Merger）や、取締役会がMBOに賛同する理由（Reasons for the Merger; Recommendation of the Board of Directors; Fairness of the Merger）、買収価格の公正性に関する財務アドバイザーの分析の概要（Opinion of J.P. Morgan Securities LLC; Opinion of Evercore Group L.L.C.）など詳細な情報が含まれている。

5月30日付の委任状勧誘書面では、臨時株主総会は7月18日に、デル社本社所在地であるテキサス州ラウンドロックで開かれるものとされた。しかし、アイカーンやサウスイースタンに同調して買収に否定的な機関投資家も多く、株主総会で承認を得られるかどうかは大変微妙な情勢であった。7月18日、デル社は臨時株主総会を開き、合併契約の承認議決を7月24日に延期した（その後も延期を重ねた）。なぜなら、合併契約が承認される見通しが立たなかったからである。

その最大の要因は、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の規定の仕方にあった。2013年2月4日付合併契約では、マイケル・デルを除く一般株主の「保有株数」の過半数の賛成が可決に必要とされていた。これだと、議決権を行使しなかった株主の票は事実上の反対票となってしまう。そこで、MBO側は、買収価格を1株13.75ドルに引き上げ、かつ1株0.13ドルの特別配当を払う見返りに、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を、一般株主の「保有株数」の過半数の賛成から、一般株主の「投票総数」の過半数¹⁷に変更することを求め、8月2日に合併契約の変更契約が調印された。最終的には、9月12日の臨時株主総会で合併契約が承認され、MBOはクロージングした。

本件については、反対株主による株式買収請求訴訟（Appraisal 訴訟）が提起された。一審のデラウェア州衡平法裁判所は、本件のプロセスを適切であるとして特別委員会の行動を称賛しており¹⁸、同様のMBO取引においても先例価値が高いと考えられる。

¹⁷ これを“Majority of Voting Minority”という。なお、2014年のデラウェア州最高裁判決で示されたMFW基準でいうマジョリティ・オブ・マイノリティ条件とは、デル社の変更前の条件を意味し、変更後の条件ではMFW基準は満たさない。

¹⁸ それにも関わらずデラウェア州衡平法裁判所は2016/5/31の判決でMBO価格13.75ドルを上回る17.62ドルを公正価格と判断し、M&A関係者に衝撃を与えた。衡平法裁判所の論拠は、受託者責任違反訴訟と異なり、Appraisal 訴訟では公正価格の算定のみが重要であるというものであったが、2017/12/27のデラウェア州最高裁判決でその判断は覆り、適正なプロセスで決定されたMBO価格は公正であるとされた。

第III章 日本

1. 概説

判例法で MBO における一般株主保護ルールが形成されてきた米国に対して、日本では、行政主導で2019年に経済産業省が策定した「公正な M&A の在り方に関する指針」（「公正 M&A 指針」）が実務の準拠枠となっている。また、開示の面では、東京証券取引所の「会社情報適時開示ガイドブック」（以下、「適時開示ガイドブック」¹⁹）において、MBO に関する加重した情報開示が求められており、開示面のみならず実態面にも大きな影響を及ぼしている²⁰。

2. 公正な M&A の在り方に関する指針

2019年に策定された公正 M&A 指針は、旧 MBO 指針（2007年）を改訂したものであり、典型的に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 M&A を対象とする趣旨から、従来の MBO に加え、支配株主による従属会社の買収（100% 子会社化）も含めている。位置づけとしては、行政主導で実務上の対応等に関するベストプラクティスを提言するものであり、米国判例法と違って法的拘束力はない。

公正 M&A 指針は、基本原則として、①企業価値の向上、②公正な手続きを通じた一般株主利益の確保を掲げている。実務上影響が大きいのは、「実務上の具体的対応（公正性担保措置）」として挙げられた諸施策である。但し、これらの諸施策は個別の M&A の具体的状況に応じて取捨選択すべきものとされており、構造的な利益相反問題に対処するという本来の趣旨から逸脱した形式的な「遵守」の余地を残している。

公正性担保措置として挙げられた諸施策は、主に以下の6項目である。

1. 特別委員会の設置（独立性のある社外取締役等で構成）
2. 外部専門家の専門的助言等（フェアネスオピニオンの取得等）
3. マーケット・チェック（対抗買収提案が行われる機会を確保）
4. マジヨリティ・オブ・マイノリティ条件（一般株主の過半数の賛成を要件に）
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
6. 強圧性の排除

¹⁹ 最新のは2024年4月版であり、以下、本稿で「適時開示ガイドブック」という場合には、2024年4月版を意味する。

²⁰ 例えば、公正性担保措置の開示を求められれば、公正性担保措置を講じざるを得なくなるであろう。

この公正 M&A 指針で挙げられた公正性担保措置を、主に判例法に対処して形成された米国における上場企業 MBO 実務と比較したものが図表 3 である。

図表3：上場企業 MBO における公正性担保措置の日米比較

		公正な M&A の在り方に関する指針	米国における上場企業 MBO 実務
特別委員会	役割	①企業価値向上の観点からの検討 ②一般株主の利益の観点からの検討 (i) 取引条件の妥当性 (ii) 手続きの公正性	一般株主に対する受託者責任の観点からの検討
	設置の要否	設置が望ましい	通常、設置される
	委員構成	案件に即して独立性のある社外取締役、社外監査役、社外有識者	独立社外取締役（現職・元職の CEO 等、企業価値判断および M&A に通暁したメンバーが中心）
	交渉過程への関与	交渉過程に実質的に関与することが望ましい：関与の仕方としては、①直接交渉、②交渉を監督、の2パターン	独立委員会が直接交渉主体となるのが一般的
	拒否権	特別委員会が取引条件を妥当でないと判断した場合は、取締役会は賛同しないという取り決めも考えられる	あり（そもそも直接の交渉主体である）
外部 アドバイザー	法務アドバイザー	助言を得ることが望ましい（独立性必須）	必須（独立性も必須）
	財務アドバイザー	助言を得ることが望ましい（独立性必須） 株主価値算定書を取得すべき（フェアネスオピニオンの取得はケースバイケース）	必須（独立性も必須） フェアネスオピニオンの取得も必須
	特別委員会独自の アドバイザー	オプション	ほぼ必須（フェアネスオピニオンも取得）
マーケット・チェック		積極的なマーケット・チェック（オークション、Go Shop） 間接的なマーケット・チェック（対抗買収提案が可能な期間を比較的長期間確保＋過度な取引保護条項の不存在）	事前にオークションを行う and/or 事後にオークション（Go Shop）を行う積極的なマーケット・チェックが一般的
マジョリティ・オブ・マイノリティ		ケースバイケースで要否を検討 設定しない場合には他の公正性担保措置を充実の要	ケースバイケースで要否を検討 設定しない場合には裁判所の判断基準が厳しくなる
株主への情報提供		適時開示ガイドブック要件に加え、特別委員会や株主価値算定書等に関する開示を拡充	“Going Private” に該当すれば、Schedule 13E-3 による広範な開示（プレゼン資料自体の開示等）が義務付けられる
強圧性の排除		強圧的二段階買収の排除（スクイズアウト価格を公開買付価格と同一にする）等	強圧的二段階買収の排除等

出所：経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」（2019）、他資料により作成

公正 M&A 指針には法的拘束力がないという重大な差異はさておき、重要なポイントは以下である。

特別委員会

特別委員会の役割について、米国では取締役の受託者責任の観点から、一般株主の利益擁護のみが目的となるが、指針ではそれに加えて、企業価値向上の観点からの検

討も求めている。本来、現金対価であれば、MBO後の企業価値がどうなるかは被買収企業の一般株主には関係のない話であり、それは買収者側の問題であるはずである。企業価値向上の観点を加えることは、たとえ一般株主の利益にかなう対抗買収提案でも「企業価値向上に資さない」として拒否する余地があることを意味する。これについては、ローランド DG の事例で後述する。

設置の要否については、指針は設置が望ましいとするにとどまるが、実務では(少なくとも大型案件では)米国同様に設置することが通例化している。但し、委員構成については独立取締役のみで構成される米国に対して、日本では(社外取締役数が未だ少ないこともあり)社外監査役や社外有識者(主に弁護士、会計士)も選任されることが多い。より重要な差異は独立性と経験値である。米国の場合、経営陣から真に独立しているかは司法審査の重要なポイントであるのに対し、日本では形式的には独立性があっても事実上、経営陣の意見に付度するようなケースも散見される。また、一般株主保護の観点から最も重要なのは買収価格であるが、現職・元職の経営者など価格判断や M&A に熟達したメンバーが中心の米国に対し、日本では(社外取締役の経歴の制約等から)必ずしも価格判断や M&A に熟達しているとは思われない、いわば「正当化」のためのメンバーが選定されていることも多い。

特別委員会が設置されても、買収価格を実質的に決定する権限がなければ意味がない。この点、最近の日本の実務では、以下のように²¹特別委員会に取引条件への拒否権を与える文言がボイラープレート的に一般化している。

本特別委員会への諮問にあたり、当社取締役会は、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、本特別委員会の答申を最大限尊重して行われるものとし、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないものとしています。

しかし、ほとんどすべてのケースで日本の特別委員会は諮問機関であって、直接の交渉主体ではない。これに対して米国では、特別委員会自体が直接の交渉主体となるのが一般的である。それに関連して、米国実務では特別委員会が会社とは別個に財務および法務のアドバイザーを雇うのが通例であるが、日本ではそのような事例は少数派である。

なお、日本においても司法は特別委員会が独立性を満たしていたかだけでなく、一般株主の利益を擁護するために精力的に行動したかまで審査する可能性が高い。MBO 案件ではないが、伊藤忠商事によるファミリーマートの完全子会社化案件に関する反対株主の株式買取請求訴訟で、2023年3月、第一審の東京地裁は、特別委員会はファミリーマート、伊藤忠商事から独立した立場から、意思決定が恣意的になるこ

²¹ 大正製薬ホールディングス「意見表明報告書」(2023/11/27)。

とを排除するための機関として、役割を十分に果たしたと評価することはできないとして、公開買付価格2,300円を300円上回る2,600円を公正価値と判定している²²。

外部アドバイザー

特別委員会独自のアドバイザーの欠如以外で日本の実務で目立つのは、財務アドバイザーから株式価値算定書を取得するにとどまり、フェアネスオピニオンを取るケースが少ないことである。財務アドバイザーの観点からは、法的責任（訴訟リスク）上、フェアネスオピニオンと株式価値算定書には大差がある。MBOのような構造的利益相反があるケースでフェアネスオピニオンを取得しないことは、米国では司法審査上、大きな弱点となるため、フェアネスオピニオンの取得は必須である。

マーケット・チェック

構造的利益相反による安値買収の懸念を払拭する上で最も効果的なのは、オークションの実施である。マーケット・チェックには積極的なもの（オークションの実施等）と消極的なもの（対抗買収者を妨げない）があるが、米国のMBO案件では積極的なマーケット・チェックがほぼ必須である。積極的なマーケット・チェックには事前のもの（オークションないし複数の買い手候補との交渉）と、MBOが公表されてから行う事後のもの（ゴー・ショップ）があるが、PEファンド絡みの案件では両方行う場合もある（デルのケース参照）²³。

これに対して、日本の実務では事前・事後を問わず積極的なマーケット・チェックを行うケースは稀で²⁴、公開買付期間を法定の最低限20営業日より長い30営業日程度に設定することを以てマーケット・チェック条件を満たしたと表明するケースが大部分である。これは、米国司法審査の水準に耐えうるマーケット・チェックとは言い難いであろう。言い換えれば、それだけ安値買収の懸念は払拭されていないということである。

マジョリティ・オブ・マイノリティ

一般株主の過半数の賛成が得られれば、（情報開示が適切に行われている前提で）買

²² 2023/4/24付日本経済新聞「安すぎたファミマTOB 東京地裁「特別委、役割果たさず」価格決定プロセス重視」参照。なお、ファミリーマートは決定を不服として東京高裁に抗告を行っている。

²³ Houlihan Lokey (2024)によると、2023年の非公開化案件33件中、事前にオークションを実施したのは32件、ゴー・ショップ条項があったのは7件である。非公開化案件の7割以上は利益相反のない案件だったので、MBO案件に絞ればゴー・ショップ条項の採用比率はより高いかもしれない。また、Weil, Gotshal & Manges (2023)によると、非公開化案件におけるゴー・ショップ条項の採用比率は30%程度を中心に推移している。これも利益相反のあるMBO案件に限定すれば、より採用比率は高いかもしれない。

²⁴ 今回の調査対象MBO案件12件中、事前の積極的なマーケット・チェックを行ったのはローランドDG1社のみで、ゴー・ショップ条項を採用した案件はなかった。

取価格が適正である重要なエビデンスとなるであろう。他方で、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を採用する場合、MBO陣営の持株比率が高いほど、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件により案件が否決されるリスクが高まる。このため、米国でもMBO案件でマジョリティ・オブ・マイノリティ条項を採用するケースは多くはない²⁵。日本でもマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を採用しないケースが多いが、後述の事例12件中5件（うち2件はMBO不成立）でマジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていた。

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しない場合の説明もボイラープレート化しており、ほぼ以下のような表現である²⁶。

「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)に相当する買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する一般株主の皆様の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)に相当する買付予定数の下限は設定していないとのことです。

しかし、このロジックには奇妙なところがある。一般株主の過半数が応募しないということは買取価格が十分に魅力的でないということである。通常の合併案件でも特別決議が取れなければ賛成した株主でも合併対価を受け取れないことに鑑みると、応募を希望する（相対的に少数の）株主の利益のみを強調することには説得力が乏しい。実際には一般株主の利益よりも、MBOが不成立になる（買取者にとっての）リスクを懸念していることは明白であるが、それを「とのことです」と伝聞調に記述するターゲット企業には、一般株主の利益を主体的に擁護する責任感が希薄であるように思われる。少なくとも、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を主張し、それが受け入れられなければ十分な対価の増額やゴー・ショップ条項を勝ち取る等の交渉努力を尽くすべきであろう。

株主への情報提供

株主への情報提供については、次節で議論する。

²⁵ Houlihan Lokey (2024)によると、2023年に公表された経営陣ないし支配株主による非上場化案件7件で、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を採用したものはなかった。なお、米国の非上場化スキームは株主総会の承認による現金合併が主流なので、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件にも、一般株主の保有株式の過半数という本来の基準と、株主総会で投票した一般株主保有株数の過半数という“Majority of Voting Minority”の2種類がある（デルの事例参照）。これに対し、日本では上場企業のMBOは公開買付けで行われるので、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は本来の基準が適用される。

²⁶ ベネッセホールディングス「意見表明報告書」(2024/1/30)。

強圧性の排除

公開買付けに応じなかった株主を公開買付価格より安値でスクイーズアウトすると脅して公開買付けへの応募を余儀なくされる強圧的二段階買収は、現在では米国でも日本でもまず見られない。スクイーズアウト価格は公開価格と同一に設定される。

3. 加重された開示

米国における非上場化案件のほとんどは現金合併スキームによるが²⁷、日本では現金合併は税制上実施が困難なため、現金対価の非上場化案件はすべて公開買付けスキームによっている。したがって、以下では公開買付けにおける開示について述べる。日本では、金融商品取引法により、公開買付者は公開買付届出書を提出し、対象企業は意見表明報告書を提出する。いずれも EDINET で開示される。MBO については、公開買付府令²⁸により、買付価格の公正性を担保するための措置や利益相反を回避する措置を講じているときは、その具体的内容を公開買付届出書や意見表明報告書に記載することとされているが²⁹、それらの措置を講じることは義務付けられていない。

近年、MBO に関する開示が充実してきたのは、東京証券取引所の主導によるものである。東証は2006年に上場会社に「合併等の組織再編、公開買付け、MBO 等の開示の充実に関する要請」を行って以降、MBO の開示充実を図っており、現在では適時開示ガイドブックで開示が求められる事項につき詳細に規定している。MBO の場合、一般株主保護の主体はターゲット企業の取締役会であるが、適時開示ガイドブックでは「MBO 等に関して意見表明を行う場合」につき、公正性担保措置や利益相反回避措置、算定内容の開示の拡充を含め充実した記載をすることを求めている³⁰。

この東証の適時開示要請が反映して、現在では MBO における意見表明報告書では、「3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の部で、交渉経緯、財務アドバイザーによる価格算定根拠、特別委員会の設置等を含む公正性担保措置および利益相反回避措置等についてかなり詳細な開示を行うことが慣例化している。また、それに合わせて買収者側の公開買付届出書でも公開買付要項中の「買付け等の目的」のセクションで同様の記載を行うのが一般的である。さらに、公正 M&A 指針でベストプラクティスとして示された開示内容も今後加味されてくることが期待される³¹。

²⁷ 米国では PE ファンドによる非上場化案件のほとんどは、公開買付けではなく現金対価の逆三角合併で行われる。Houlihan Lokey (2024) の調査では、対象33件のうち公開買付けはわずか2件であった。

²⁸ 発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令。

²⁹ 公開買付府令、第2号様式記載上の注意(6)f及び第4号様式記載上の注意(2)d。

³⁰ 適時開示ガイドブック第2編第1章「12. 公開買付け等に関する意見表明等」。

³¹ 適時開示ガイドブックと公正 M&A 指針における記載内容の比較については、東京証券取引所(2024)、10-11頁を参照。

このように近年の MBO に関する開示の充実は著しいが、米国の開示と比較すると、価格決定の重要な要素である DCF 法について、一般株主が評価の妥当性を検証するうえで最も重要な収支予測の開示がなされていないことは問題である。特に、米国では「ゴーイング・プライベート」取引に該当すると、財務アドバイザーのプレゼン資料まで開示されることになるが、日本ではそのような開示義務は存在しない³²。

4. 事例

以下、最近の上場企業 MBO 事例について分析する。分析対象として選定したのは、図表 2 で示した 12 社である。内訳は、2023 年度以降（2023 年 4 月以降）に公表された上場企業 MBO 案件のうち大型案件 10 件³³、および 2020 年以降の MBO 不成立案件の中で代表的な案件 2 件である。図表 2 で試算したように、買収価格については PBR も EBITDA 倍率、さらには図表 4 で示したようにプレミアムの水準もさまざまである

図表 4：最近の MBO 事例－公開買付価格とプレミアム、MBO 後の持株比率

ターゲット企業	公開買付開始日	公開買付価格		【参考】当初提示価格(円/株)	MBO 後の最終持株比率			
		円/株	プレミアム(注2)		ファンド		経営陣	【参考】経営者・創業家持株比率(TOB前、一部推定)
シミック HD	2023/11/8	2,650	55%	2,500	N/A		100%	49%
シダックス (注1)	2023/11/13	800	10%	699	N/A		34%	31.56%
ベネッセ HD	2024/1/30	2,600	45%	2,430	EQT	60% (議決権は50%)	40% (議決権は50%)	32%
ジャパンベストレスキューシステム	2023/11/14	1,000	70%	850	MBK	100%	0.3%	28.94%
大正製薬 HD	2023/11/27	8,620	56%	7,400	N/A		100%(推定)	40.24%
アウトソーシング	2024/2/28	1,755	47%	1,675	ベイン	100%－経営者再出資分	再出資予定	12.51%
ローランド DG	2024/2/13	5,035	39%	5,035	タイヨウ	99.5%～99.75%	0.25%～0.5%	N/M (Not Meaningful)
スノーピーク	2024/2/21	1,250	49%	1,050	ベイン	55%	45%	29%
日本ハウズイング	2024/5/23	1,545	42%	1,540	ゴールドマン	3分の2－1株	3分の1＋1株	65.85%
永谷園 HD (注)	2024/6/4	3,100	42%	2,700	丸の内	55.5%	34.5%	8.8%
MBO 不成立案件								
日本アジアグループ(注)	2020/11/6	600	75%	520	カーライル	90%	10%	13.8%
片倉工業	2021/11/9	2,150	33%	1,875	N/A		100%	N/M

(注1) シダックス：オイシックス・ラ・大地が第三者割当増資で66%取得。永谷園 HD：他に三菱商事が10%取得。

(注2) 提案前営業日終値比。但し、大正製薬 HD は提案当日終値比、ローランド DG は提案日前過去1か月平均株価比、シダックス、日本アジアグループは公表前営業日終値比、片倉工業は公表日前3か月平均株価比。いずれも各社意見表明報告書による。

出所：公開買付届出書、意見表明報告書、決算短信等より作成

³² なお、公開買付府令13条1項8号では「TOB 価格等の算定に当たり参考とした第三者による評価書、意見書などがある場合は、その写しを添付する」となっているが、これは買収者側の開示であり、開示される場合も少ないうえに、開示資料は内容に乏しい要約版にすぎない。

³³ 100% 買収ベースで評価した買収株主価値が300億円以上のもの。

が、本稿では個別案件の価格の適正性自体の問題には立ち入らない³⁴。

対象案件のうち、PE ファンドが関与する案件は8件、関与しない案件は4件である。MBO 後の経営者陣営の持株比率も100%からごくわずか（ジャパンベストレスキューシステム、ローランド DG）までさまざまである。一般に、PE ファンドが関与する案件では、PE ファンドが過半数を握る場合が通例である。

特別委員会はすべての案件で設置されているが、社外取締役のみで構成されているのは3件のみである。スノーピーク以外のすべての案件では特別委員会に拒否権が与えられているが、司法審査では特別委員会がどれだけその権能を真剣に扱ったかが問われるであろう。特別委員会独自のアドバイザーを選任したのは2件（アウトソーシング、片倉工業）のみであり、財務・法務両方の独自アドバイザーを選任したのはうち1件（片倉工業）のみであった。フェアネスオピニオンを受領したのは2件（アウトソーシング〔特別委員会独自のアドバイザーから受領〕、日本アジアグループ）のみ

図表5：最近の MBO 事例－特別委員会、外部アドバイザー

ターゲット企業	特別委員会			外部アドバイザー		
	メンバー	権能	特別委独自アドバイザー	法務アドバイザー	財務アドバイザー	株式価値算定書 / フェアネスオピニオン
シミック HD	社外取締役2 社外監査役2	最大限尊重、取引条件につき拒否権あり	なし	森・濱田松本	フリーハン・ローキー	株式価値算定書
シダックス	社外取締役2 社外有識者1（会計士）	最大限尊重、取引条件につき拒否権あり	なし	森・濱田松本	AGS コンサルティング	株式価値算定書
ベネッセ HD	社外取締役4 社外監査役2	最大限尊重、取引条件につき拒否権あり	なし	アンダーソン・毛利・友常	大和証券	株式価値算定書
ジャパンベストレスキューシステム	社外取締役3	最大限尊重、取引条件につき拒否権あり	なし	創・佐藤	EY	株式価値算定書
大正製薬 HD	社外監査役2 社外有識者1（元社外監査役）	最大限尊重、取引条件につき拒否権あり	なし	中村・角田・松本	大和証券	株式価値算定書
アウトソーシング	社外取締役5	最大限尊重、取引条件につき拒否権あり	あり（注）	森・濱田松本	野村証券	株式価値算定書
ローランド DG	社外取締役3	最大限尊重、取引条件につき拒否権あり	なし	アンダーソン・毛利・友常	野村証券	株式価値算定書
スノーピーク	社外取締役2 社外有識者1（弁護士）	諮問（拒否権なし）	なし	TMI	テロイトトーマツ	株式価値算定書
日本ハウズイング	社外監査役1 社外有識者2（弁護士・会計士）	最大限尊重、取引条件につき拒否権あり	なし	TMI	三菱UFJモルガンスタンレー証券	株式価値算定書
永谷園 HD	社外取締役1 社外監査役2	最大限尊重、取引条件につき拒否権あり	なし	TMI	大和証券	株式価値算定書
MBO 不成立案件						
日本アジアグループ	社外取締役2 社外監査役2 社外有識者1（弁護士）	最大限尊重、取引条件につき拒否権あり	なし	アンダーソン・毛利・友常	ブルータス	フェアネスオピニオン
片倉工業	社外取締役2 社外有識者1（弁護士）	最大限尊重、取引条件につき拒否権あり	あり（注）	中村・角田・松本	KPMG	株式価値算定書

（注）アウトソーシング：ブルータス（FA、フェアネスオピニオンおよび株式価値算定書を取得）、片倉工業：日比谷パーク（LA）、ベネディ・コンサル（FA、株式価値算定書を取得）

出所：公開買付届出書、意見表明報告書、決算短信等より作成

³⁴ PBR が低いからといって必ずしも割安とは限らないことについて、田村（2023）参照。

であり、他は株式価値算定書の受領にとどまっている。なお、一般株主保護の観点からは、特別委員会メンバーの実質的な独立性、および価値判断や M&A 案件に関する熟練度が重要になるが、本稿では各案件における特別委員会メンバー構成の適否の問題には立ち入らない。

マーケット・チェックについては、ローランド DG 以外はオークションを行っておらず、ゴー・ショップ条項を採用したケースはゼロである。基本的には公開買付期間を延ばす以外の対応は行っていない。積極的なマーケット・チェックを行っていないのであれば、なおさら、公開買付価格決定の過程でターゲット企業が十分な価格引上げ交渉を行ったか否かが問われる。図表4で（オークションを行ったローランド DG 以外のケースにおける）MBO 陣営による当初提示価格と公開買付価格を比較すると、スノーピークや大正製薬ホールディングスのように15%以上の増額を獲得した案件が

図表6：最近の MBO 事例－マーケット・チェック、マジョリティ・オブ・マイノリティ

ターゲット企業	マーケット・チェック	マジョリティ・オブ・マイノリティ (MoM)				
		賛同意見表明書 によれば…	買付予定数の 下限	MoM ライン (注)	応募・不応募契約	
					応募契約	不応募契約
シミック HD	公開買付期間を 37営業日に設定	「なし」	41.29%	48.98%	23.29%	25.34%
シダックス	公開買付期間を 30営業日に設定	「なし」	49.99%	72.61%	45.22%	
ベネッセ HD	公表後、公開買付開始 までに十分な期間あり	「なし」	49.59%	49.01%	15.12%	17.11%
ジャパンベストレス キューシステム	公開買付期間を 30営業日に設定	「なし」	66.67%	76.81%	53.62%	
大正製薬 HD	公開買付期間を 31営業日に設定	「なし」	66.57%	64.14%	28.28%	
アウトソーシング	公表後、公開買付開始 までに十分な期間あり	「あり」	66.63%	56.26%	12.51%	
ローランド DG	2023/9/1 アライア ンス提案 → PE3社 を対象にオーク ション実施	「あり」	66.67%	61.56%	23.12%	
スノーピーク	公開買付期間を 36営業日に設定	「あり」	38.13%	36.42%	1.37%	28.54%
日本ハウズイング	事前公開型であり、 公開買付最終日まで 30営業日以上	「なし」	44.11%	60.37%	43.29%	22.56%
永谷園 HD	公開買付期間を 30営業日に設定	「なし」	54.74%	48.44%	8.81%	11.93%
MBO 不成立案件						
日本アジアグループ	公開買付期間を 31営業日に設定	「あり」	66.67%	63.18%	26.36%	
片倉工業	公開買付期間を 30営業日に設定	「あり」	66.49%	65.95%	31.89%	

(注) MoM ラインは一般株主の過半数 $((100 - \text{応募} \cdot \text{不応募契約分}) \times 1/2) + \text{応募契約分}$ として試算。

出所：公開買付届出書、意見表明報告書、決算短信等より作成

ある一方、日本ハウズイングのようにほとんど増額されなかった案件もある。司法審査ではこの交渉過程も精査されるであろう。

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を考慮して買付予定数の下限を設定したと明言している案件は5件である。一般株主以外の株主は、通常、応募契約か不応募契約を締結する。仮に応募・不応募契約を締結した株主以外を一般株主と見做すと、買付予定数の下限を、応募・不応募契約を締結した株主以外の株式総数の50% + 応募契約を締結した株主の保有株式数を超える水準に設定すれば、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を満たすことになる³⁵。この基準に従って試算すると、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件遵守を明言している案件5件以外にも、ベネッセホールディングス、大正製薬ホールディングス、永谷園ホールディングスの3件がマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を満たしているように見える。但し、実際には、応募・不応募契約を締結した株主以外にも関係者がいる可能性があることに留意する必要がある。

なお、シダックス、ジャパンベストレスキューシステム、日本ハウズイングの3件では応募契約で40%以上の株式がカバーされており、かつマジョリティ・オブ・マイノリティ条件が採用されていない。米国であればとりわけ厳しい司法審査にさらされる可能性が高いであろう。

4. 係争事例

2019年以降に不成立となったMBO案件には、廣濟堂（2019年）、日本アジアグループ（2020年）、サカイオーベックス、光陽社、パイプドHD、片倉工業（いずれも2021年）があり、また、最終的にMBOが成立したものの対抗買収提案が出た案件としてローランドDGがある。本節ではそのうち、片倉工業、ローランドDG、日本アジアグループの3件につき論評する。

片倉工業

2021年11月にMBOを公表し公開買付けを開始した片倉工業は、筆頭株主（10.57%

³⁵ マジョリティ・オブ・マイノリティ条件について、公正M&A指針は「一般株主、すなわち買収者と重要な利害関係を共通にしない株主が保有する株式の過半数の支持を得ることを当該M&Aの成立の前提条件とし、当該前提条件をあらかじめ公表すること」と定義している。この「一般株主」の範囲について、同指針は脚注（71）で以下のように説明している。「本文記載の買収者と重要な利害関係を共通にしない一般株主の範囲については、個別のM&Aにおける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。この点に関連して、現在の公開買付けの実務上、公開買付届出書の提出に際し、買収者との間で応募合意をした株主は、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件において賛成を確認する対象となる一般株主（分母となる「マイノリティ」）から一律に除外すべきとの運用が行われている。しかし、買収者との間で応募合意をした株主は、買収者と重要な利害関係を共通にする場合もあればそうでない場合もあるところ、後者の場合には、株式の売り手として利害関係を有する株主との真摯な交渉により応募合意に至ったことは、むしろ取引条件の公正さを裏付ける要素とも言い得るため、応募合意をしたことのみをもって当該株主を一律に賛成を確認する対象となる一般株主から除外する必要はない。」しかし、MBO案件公表以前に水面下で応募契約の交渉を行った株主を「一般株主」に含めることには疑義がある。

保有) のオアシス (香港のアクティビスト・ヘッジファンド) が応募契約を破棄し第三者に株式を売却したこと、さらにその後株価が公開買付価格を上回って推移したことから、応募株式が買付予定数の下限に達せず、公開買付けは不成立となった。株価が公開買付けを上回って推移することは、公開買付け失敗の最も一般的な原因である。なぜなら、株価の方が公開買付価格よりも高ければ、応募を検討していた株主にとっても、応募するよりも市場で売却する方が得だからである。

ローランド DG

ローランド DG の MBO は、動機として買収防衛の疑いがあり、また MBO 公表後の敵対的買収リスクが顕在化した点でもきわめて特徴的な案件である。ローランド DG は、2023年9月に A 社 (「アライアンス候補先 A」) から買収提案を受けた³⁶。翌10月、ローランド DG はタイヨウ・パシフィック・パートナーズに「アライアンス候補先」となることの検討要請を行った。ローランド DG は、電子楽器メーカーローランドの上場子会社であったが、2014年にローランドがタイヨウと組んで MBO を行った際に子会社を脱し、その後は独立上場企業となっていた。なお、タイヨウのブライアン・ヘイウッド CEO はローランド DG の取締役であり、利害関係があるとして本件の検討には関与しなかった。ローランド DG は、アドバイザーを交えた検討の結果、A 社との統合には相応のデイスシナジー発生が予想されるとして、A 社との継続協議とは別途、タイヨウおよび PE ファンド 2 社を対象にオークションプロセスを開始した³⁷。2023年12月、3 社からの最終提案書受領を踏まえ、(A 社を除き) タイヨウの提案がベストと評価された。また、タイヨウの最終提案提示と同時にローランド DG の田部社長は、タイヨウと組んで MBO を行う旨を通知した。2024年2月2日、ローランド DG は A 社に対しデイスシナジー発生による中長期的企業価値低下の蓋然性が払拭できないことを理由に、アライアンス協議の打ち切りを通告した。2024年2月6日に A 社は法的拘束力のない買収提案を提示したが、ローランド DG は拒否した。

2024年2月9日、ローランド DG はタイヨウと組んだ MBO を公表した。公開買付価格は5,035円 (発表前株価に約30% のプレミアム) である。2024年3月13日、ブラザー工業が対抗公開買付けの意図を公表 (5,200円) したが、2024年4月26日、MBO 陣営が公開買付価格を引上げ (5,370円)、ブラザー工業が断念して MBO が成立した。応募は75% であった。

本件は、MBO取引時の敵対的買収リスクを如実に示している。経営陣が公開買付価格を設定して取締役会がそれを承認した以上、会社は「売りに出された」(“In Play”) と見なされる。公開買付け完了前に他の買収者がより高い価格で公開買付けを仕掛

³⁶ 以下の記述は、主にローランド DG 「意見表明報告書」(2024/2/13) による。

³⁷ A 社については、シナジーおよびデイスシナジーを検討した上で「当社の企業価値を中長期的に向上させる」取引であることが確認できた段階で、オークションに参加させることが決定された。

けた場合、（もはやその価格が「安すぎる」という主張ができなくなるため）買収合戦となる。もし買収合戦となった場合、巨額の借入に依存しシナジーのないMBO側は、ストラテジックバイヤーや他の投資ファンドに競り負けるリスクが大である。但し、本件では、ストラテジックバイヤーであるブラザー工業がなぜか引き下がったため、MBOは成立した。

なお、ブラザー工業の公開買付け予告に対し、ローランド DG が繰り返しディスシナジー発生の懸念を表明³⁸していることから、ブラザー工業が A 社である可能性が高いように思われる。そうだとすると、「企業価値向上に資さない」ことを理由に、A 社のオークション参加さえ拒んだ一連の対応は、米国司法審査の基準をパスできない可能性が高いであろう。一般株主への受託者責任と無関係な（現金対価で買収された後の）企業価値ファクターを考慮することを許容するように読める公正 M&A 指針について、再考を促す材料ともいえよう。

日本アジアグループ

2020年11月5日、日本アジアグループはカーライルと組んでMBOのための公開買付けを公表した（期間は11月6日～12月21日→後に1月14日に延長）。買付け価格は1株600円（発表前株価に70%のプレミアム）であるが、1株当たり純資産は978円であった。2021年1月14日、旧村上ファンド系の投資会社シティインデックスイレブンスが1株840円の公開買付けを予告したことを受け、1月26日、MBO側は公開買付け価格を1,200円に引き上げ、期限も1月28日まで延長した（後に2月9日に再延長）。2月5日、シティ側が1株1,210円で公開買付けを開始したが、会社側は反対意見を表明した（2月19日）。買収合戦観測で株価が公開買付け価格を上回って推移したことから、2月9日、MBOは不成立となった。

その後、会社側は1株300円の特別配当を発表した。これは1株当たりの価値が300円低下することを意味する。日本の公開買付け法制は理由の如何を問わず公開買付け価格の下方修正を認めていないので、シティはいったん公開買付けを撤回し、3月17日、1株910円の公開買付け価格で再度公開買付け開始を表明した。

MBOが不成立に終わった会社側は、3月9日、事前警告型ライツプランを取締役会決議で導入した（手続き不遵守の場合、取締役会決議で発動可能）。これに対して4月2日、東京地裁が防衛策を差し止め、シティは4月27日に公開買付けを開始した。会社は買収防衛策を終了し、最終的には1株970円への買収価格引上げを条件に賛同表明に転じ、7月30日、公開買付けが成立した。

日本アジアグループの事業は子会社国際航業による空間情報事業、子会社JAG国際エネルギーによるグリーン・エネルギー事業、森林活性化事業が3本柱である。当初の

³⁸ 例えば、2024/5/9付ローランド DG プレスリリース「ブラザー工業株式会社との協議の進捗状況に関するお知らせ」。

MBO 提案では、日本アジア G を完全子会社化した後、カーライルが国際航業の株式 80% と JAG 国際エナジーの株式 70% を対価合計約 370 億円で取得するものとされていたが、シティによる公開買付け成立直後に、カーライルが国際航業の株式 100% と JAG 国際エナジーの株式 100% を実質的に対価合計 585 億円で買収することが公表された³⁹。

MBO 陣営の当初の公開買付価格 600 円に対し、シティの最終買収価格 970 円は 300 円の特別配当を勘案すると実質 1,270 円に相当する。シティが損失を被っていないとすると、1 株 600 円から実質 1,270 円への買収価格の増額は、経営陣とカーライルから一般株主への価値移転を意味する。これは MBO の構造的利益相反問題に起因する一般株主の被る損失の可能性（本件では最終的に回避できたが）を如実に物語る事例である。

第IV章 終わりに

日本の MBO 実務は一般株主保護の観点から近年長足の進歩を遂げているが、それでも前述の事例からも窺えるように、一般株主保護が未だ十分ではないとの印象を受ける。公正 M&A 指針の字句に依拠しつつ、その精神を軽んじた「指針ウォッシング」も大きな問題である。2019年に策定された公正 M&A 指針は前身の MBO 指針から大幅に進化したのみならず、同様な構造的利益相反問題を抱える支配株主による買収もスコープに収めるなど、日本の M&A 市場の健全な発展に貢献した意義はきわめて大きい。他方で、近年の日本における急速なガバナンスの進展に照らすと、例えば 2023 年に策定された企業買収における行動指針と比べても周回遅れの感は否めない。公正 M&A 指針策定当時のコーポレートガバナンス・コードでは 2 名以上であった独立社外取締役が、2021年の改訂でプライム市場上場企業については 3 分の 1 以上となるなど、特別委員会の機能を強化する条件等も整いつつある。そろそろ公正 M&A 指針の改訂・強化を検討する時期ではないだろうか。

³⁹ 日本アジアグループプレスリリース「国際航業株式会社及び JAG 国際エナジー株式会社の株式譲渡に関するお知らせ」(2021/8/2)。なお、日本アジアグループは MBO 不成立後、当該子会社 2 社売却のオークションを開始しており、カーライルが落札した。シティはその結果を追認している。

【参考文献】

1. Houlihan Lokey, 2024. 2023 going private transaction study (April 2024). Available at: <https://cdn.hl.com/pdf/2024/2023-going-private-transaction-study.pdf>.
2. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz (WLRK), 2022. Going private guide 2022. Available at: <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/ClientMemos/WLRK/WLRK.28170.22.pdf>.

3. Weil, Gotshal & Manges, 2023. 2023 going private study. Available at: <https://www.weil.com/-/media/mailings/2024/q1/weil-going-private-study.pdf>.
4. 経済産業省, 2019. 「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）。
5. 田村俊夫, 2018. 「買収合意で乾杯するのはまだ早い：米国上場企業事例からのインプリケーション」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2018年冬季 vol.49, 109-149頁. Available at: <https://hdl.handle.net/10086/31006>.
6. 田村俊夫, 2023. 「PBR が低いことはなぜ問題なのか：PBR の本質、決定要因と改善策についての考察」イノベーション・インテリジェンス研究所『金融資本市場リサーチ』11号121-146頁. Available at: <https://hdl.handle.net/10086/80138>.
7. 東京証券取引所, 2024. 「企業行動規範の見直し（前回会議の補足資料）」第16回市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（2024/5/21）配布資料。Available at: <https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/mk1p770000007bd2.pdf>.