

独立系 IR コンサルティング会社として数多くの企業のサポートをしているフィナンテックより、企業において IR 活動を行う皆様や証券業界関係者の皆様に対して、常に最新の情報をご提供してまいります。

1. お知らせ「日経 CNBC での “ JASDAQ NOW! ” 放映開始」

当社が企画制作する IR 情報番組 “ JASDAQ NOW! ” の放送が 7 月 7 日より始まっています。これまでに、(株)セプテーニ・ホールディングス、(株)インテリジェンス、(株)ジャストプランニングの各社様にご参加頂いております。今後も有望企業に続々とご出演いただく予定です。

放送は毎週土曜日 9 : 00 ~ 9 : 30 日経 CNBC にて。

過去の放送は番組ホームページからご覧になれます。

http://www.finantec-net.com/jasdaq_tv/index

2. コーポレートガバナンスレポート「MBO に関するルール作り」

経済産業省は企業価値研究会作成の報告書をベースに、MBO (マネジメント・バイアウト、経営陣による自社株取得とその後の非公開化) の指針を作成する方針であると報道されています。アパレルのワールドの MBO 以降、かなりの数の MBO が実施されています。その中では幾つかの問題案件、というものも出ており、これを受けて少数株主保護のために指針作りとなってきました。

MBO が問題を引き起こす根本的な要因は以下のような点です。取締役会が自社株式の特定者による大量取得、株式非公開化が企業価値向上のために最善と判断した場合、株主のエージェントである取締役は、株式の買い手について最も良い先を探す努力をする義務がある。ここで「良い」というのは株主からすれば、フェアバリュー以上でありかつ一番高い価格で買ってくれる投資家という意味となります。ただ経営者としては株主以外のステークホルダー、社会・従業員・取引先などへの影響も考慮した判断は必要になります。そしてこの会社を売ると判断した場合で、取締役自身が買い手となる MBO においては、株主のエージェントとして高く売るように努める義務と、安く買いたい自己の都合が相反する、利益相反問題が存在することです。

そこで出てきた経済産業省の指針は、MBO が公正なプロセスの下に実施され、少数株主の利益を損ねることがないようにルール整備の一貫です。経営陣が自ら買い手となる MBO を公表した後、第三者が対抗的な TOB などを検討、実施し、株主が良いほうを選択する機会が与えられるように、MBO のための TOB 期間について下限の設定、対抗者への情報提供義務、さらに非公開化で少数株主として留まったため不利益を被ることがないように株式の全部取得などを義務付けるようです。既にこれまでに法令や取引所のルールの改正で、MBO に伴って実施される TOB の際には価格算定根拠などについて、より詳しい情報の届け出および開示が求められるようになって来ています。

問題があると思われる MBO 事例

- ・ レックスホールディングス：下方修正で下がった直近株価を基準に MBO 価格を設定。価格が低すぎたと主張する個人株主が、裁判所に対して公正な価格の算定を求めて争っています。
- ・ テーオーシー：取締役会が現社長および創業家による MBO を受け入れる事を決定した後、対抗者(ダヴィンチ・アドバイザーズ)による大幅に条件の良い TOB が発表されたが、取締役会はこれに反対しています。テーオーシー取締役は対抗者のコンプライアンス体制が信用できないことと対抗者の買収後には資産が切り売りされる懸念が強いとして反対しています。しかし一旦株式非公開が望ましいと決断しているわけですから、この大幅に高い条件を提示する対抗者を排除するなら、これに匹敵する条件を提示する新たな対抗者を見つめるような努力が必要なはずです。しかしこのケース、元を質せばこ

の対抗者（ダヴィンチ）による株の取得を脅威に感じ、これを排除するためのオーナー経営者による MBO という観測もあるだけに、テーオーシー側に少数株主のための合理的な行動は期待できないのかもしれない。このケースは、非合理的だが日本的な感情論では分かる気がするオーナー側の抵抗が、果たしてどこまで通るのかのテストケースと言えそうです。

MBO の問題については最新の商事法務 No. 1805「経営陣主導での上場会社の非公開化における取締役の行動規範」(弁護士・高原達広)が参考になります。それによると、MBO に際して利益相反問題抑止のための手段としては、これまでのケースでも取り入れられている取組としては以下のようなものがあります。

- ・ 利益相反関係にある取締役を特別利害関係人として取締役会決議から外す
- ・ 社外監査役を含む監査役全員の賛同を得ること
- ・ ファイナンシャル・アドバイザーからの評価書を取得すること
- ・ 法律事務所から手続の正当性の意見を得ること。

これらは、いずれも一定の効果はあると考えられますが、絶対的な利益相反解消策にはなりません。MBO の買い手の多くはオーナー社長であり、その他の取締役は議論の段階で止めるように説得を試みることはできても、オーナーが実施の腹を決めて決議の段階となって反対するには、自分の首を賭ける覚悟が必要です。これはなかなか簡単ではありません。その他、監査役、ファイナンシャル・アドバイザー、法律事務所についても果たして、どれほど独立性が確保されているか。

前述の商事法務のレポートでは、今後考えるべき重要な課題として次の4点を挙げています。

MBO 提案を公正に評価する体制

一般的な買収防衛策では取締役会が友好的買収者と認めた場合には、情報提供に始まる防衛策で定めた一連の手順は発動されません。オーナーによる MBO の場合は友好的と取締役会で認められるケースが多いと思われます。しかし MBO の場合においては、敵対的でないにせよ利益相反問題の起こりうる買収者として、特別委員会を組織して MBO 提案の内容を取締役会以外の場で検討していくこととする。

これは意義があると考えます。ただ敵対的買収であるかどうかの判定においても、普段会社の業務を見ていない外部専門家中心の特別委員会による判断の有効性に対する疑問は提示されています。敵対的かどうかの判断は買収者の素行から判断するという面が大きいので、むしろ外部専門家でもやり易いように思います。しかし MBO 提案の有効性の判定 (MBO 提案が上場したままの経営改善計画より非公開化して取り組んだ方が良いかどうかの判断) には、より高度な会社の経営環境・経営実態の理解や財務知識などが求められるので、独立委員会の有効性には疑問が残ります。

MBO 実現までの期間の設定

MBO のための TOB の期間を長めに取ること。これは明らかに望ましいと思われます。TOB 期間は 20 営業日から 60 営業日の間で設定されますが、経済産業省の指針案では MBO の場合には最低 30 営業日以上とする案が検討されているようです。

MBO 実施にいたる情報開示

MBO の提案に対して会社側が受入を公表する際に、同時にどのような情報が株主に提供されるべきか、という点について以下のような項目が上げられています。

- ・ MBO の実施までにどのタイミングで具体的にどのような事項が検討されたか
- ・ MBO に代わる代替案の提案を受けた事実があったのか
- ・ 代替案をどの程度真摯に検討したか

- ・ 代替案を他の投資家等から提示させるための努力をしたか

株主としてこれがベストの選択であり、受け入れざるを得ないものかどうか、取締役会としてベストな選択であるとして受入を決めるまでに、できるだけ努力をしたという証明をするということでしょう。

MB0 実施決定後の対応

- ・ MB0 の実施決定後に、さらに別の投資家からの代替案の提案を募るか
- ・ そうした提案が現れた場合には拒絶せず、真摯に対応するということがよいか

受入公表前は代替案を検討するにせよ、水面下で交渉をしていかなければなりません。受入を決めてそれが公表されることを受けて、そうしたことが進んでいることが公になり、それを見てもっと良い対抗案を出そうという投資家がいるなら出して欲しいと積極的に働きかけし、提案が出てきたら受入決議を一旦保留として、すべての案を公平に比較検討する。そこまでを求めるかということですが、株主の立場からすればそうした行動が求められるでしょう。

こうした点について一層のルール整備が進み、きちんとした目的と合理的な価格決定のプロセスが説明されて、投資家が自信を持って判断できるような状態になることを期待します。

上場のメリットは資金調達や信用など色々あり、とても大きいと考えられる中で、あえて非上場化することが本当に最適の選択である言い切るのは非常に難しいことです。上場して上手く成長してきたけど、途中で大きな失敗をして取り戻しが聞かない状態になってしまった。IPO やその後の売出しで得たキャッシュがそこそこあるので、ある程度株価が低いところで1回 MB0 してリセット、もう1回、途中の間違う前のところからやり直しちゃえ。と言うことでは困ります。そこで少数株主保護の観点でのルール整備が重要となります。ただ極端な話、純投資家ならばいつでも株の売買は可能であり、将来の予想キャッシュフローの現在価値を上回る価格で売れるならそれで、他の株を買えばいいだけでも言えます。値段さえ良ければ売ったあとの事はどうでもいい。むしろ非上場化後も付き合い合わないとならない従業員や取引先、地域社会のほうが、より真剣にこれが最善の策なのか？を考える必要があるはずで、公開企業であれば外部の監視機能があり、オーナーの暴走も抑止され、対株主以外のステークホルダーにとってのガバナンスも働きます。しかし非公開となれば、それこそ雇用条件や取引条件、環境対応などもないがしろになるリスクもある。また上場企業勤務というステータス、信用もなくなります。その点では内向きの説明も重要であり、逆に従業員としての防衛策は株をできるだけ保有して株主としての力も確保しておくことかもしれません。

(株)フィナンテック IRコンサルタント CFA協会認定証券アナリスト 深井浩史)

お問合せ：(株)フィナンテック e-mail info@finantec-net.com 電話 03-3560-5444 (代表) FAX 03-3560-5445

過去のレビューは、<http://www.irstreet.com/jp/> に掲載しております。