

2022年2月

## 公開買付けに関する諸論点⑩(完) -MBOとMBO アクティビズム-

弁護士 飛岡 和明 / 弁護士 菅 隆浩 / 弁護士 牧 大祐

### Contents

- 前提:MBO 及び MBO アクティビズムとは
- 通常の公開買付けと比較した場合の MBO の特殊性
- アクティビストによる MBO への介入の動機・背景等
- MBO アクティビズムの発生可能性
- MBO アクティビズムに対する対抗策

MBO(マネジメント・バイアウト)の準備を行う過程において、「公開買付価格が対象会社の一般株主の賛同を得られない場合にどうするのか」、「万が一、MBO が不成立の可能性が出てきた場合、どのような対応策があるのか」、「MBO が不成立となった場合のリスクはどのようなものがあるのか」といった事項について、MBO の実施者側である公開買付者及び対象会社にて、これらの事項の検討のためのセッションが設けられることが以前よりも多くなってきた印象を受けます。

今回は、MBO についての概説をすると共に、MBO アクティビズムが発生した場合の典型的な対応策についてご紹介します。

### 1. 前提:MBO 及び MBO アクティビズムとは

MBOとは、一般に、「買収対象会社の経営陣が、買収資金の全部又は一部を出資して、買収対象会社の事業の継続を前提として買収対象会社の株式を取得する取引」とされています。但し、法令上は異なる形で定義されており、MBOとは、公開買付者が「対象者の役員」又は「対象者の役員の依頼に基づき当該公開買付けを行う者であって対象者の役員と利益を共通にする者」である場合における公開買付けとされています(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13条1項8号)。このように、公開買付けを行おうとする者の属性に着目して、MBOかMBOではないかが定まることとなります。

MBOについては、公開買付けの価格(以下「公開買付価格」といいます。)が対象会社の本源的価値に照らして安価であるという理由で、MBOの公表後に買集めを開始し、公表された公開買付価格以上での売却機会の獲得を目指すアクティビズム(以下、本ニュースレターでは、このようなアクティビズムを「MBO アクティビズム」と呼ぶこととします。)も実務上発生しています。このような買集めを行う者は公表時点における対象会社の株主に限らず、MBOの公表により初めて対象会社の分析を開始する者も含まれるため、MBOを行おうとする公開買付者やその対象会社にとっては、誰がどのようなアクションをしてくるかについて想定しにくい一面もあります。

## 2. 通常の公開買付けと比較した場合の MBO の特殊性

MBO は一般の公開買付けと比較した場合、構造的な利益相反と情報の非対称性の問題等から、支配株主による子会社を対象とする公開買付けと同様、様々な点で特殊な規律に服します(M&A 指針<sup>1</sup>の適用を受けることとなり、金融商品取引法(政省令を含む。)上の規定及び有価証券上場規程(ないし会社情報適時開示ガイドブック)上の規定においても MBO であることを理由として対応が必要となる事項があります。)。もともと、その内容は支配株主による子会社を対象とする公開買付けと、大きな点において同一といえます<sup>2</sup>。この特殊な規律については本シリーズの第 6 回「親会社による子会社に対する公開買付けと公開買付けを前置しないスクイズアウト(キャッシュアウト)」の項目 1 をご参照ください。

## 3. アクティビストによる MBO への介入の動機・背景等

アクティビストの中には、MBO が公表されると、その直後から、公開買付価格が対象会社の本源的な価値に照らして安価ではないか、プレミアムの水準が他の案件に比べて低いのではないかとといった検討を開始し、公開買付価格を増額させること等を目的として、公開買付価格の設定に関する質問を公開買付者や対象会社に対して内々に行い、又はそのような質問をした事実を対外的に公表することで、市場価格が公開買付価格を上回る状況を作り出そうとする者も存在します(特に、自身が単独で公開買付けの不成立を生じさせる程度の株式を取得する意向を持たない場合、市場一般に対して、公開買付価格が低額であることを訴えかける行動がなされる傾向があるといえます。)。また、アクティビストの中には、市場内外で買集めを開始し、公開買付けへの応募の条件として公開買付価格の増額を求める者も存在します(これらのアクティビストの行動傾向を総称して、以下「MBO アクティビズム」といいます。)。さらに、アクティビストの中には、MBO 後の再上場による売却益や第三者への譲渡による売却益を期待し、MBO 実施後の対象会社の残存株主となることも視野に入れている場合もあります<sup>3</sup>。

上記は、MBO に限らず、その他の一般的な公開買付けにおいても同様に問題となり得る問題です。しかしながら、例えば、公開買付者と資本関係が薄い対象会社に対する公開買付けでは、公開買付者は当該公開買付けが失敗した場合におけるその後の対象会社の経営という点には必ずしも強い利害関係や関心を有しないのに対し、MBO の場合には、公開買付者の関係者に対象会社の経営者が含まれていることから、失敗して、当該アクティビストが主要株主となった状況下での会社経営を余儀なくされる事態を回避したいという強い要望が公開買付者にも生じ得ます。また、例えば、支配株主(親会社)による従属会社に対する公開買付けにおいても、これがアクティビストによる市場での買集めにより不成立となった場合であっても、親会社による支配まで奪われるわけではないことから、失敗した場合の深刻度は、MBO の場合に比べて重大ではないという評価もできるところです。

このように、MBO、とりわけ、MBO の実質的な実施主体である対象会社の経営陣の議決権割合が小さく、対象会社を十分に支配しているわけでは必ずしもない事例においては、その他の公開買付けの類型に比して失敗した場合の深刻度が相対的に高いため、この点に着目して、公開買付価格の増額を目的としたアクティビズムが行われやすいとい

1 経済産業省による 2019 年 6 月 28 日付の「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—」を指します。

2 M&A 指針は、MBO と支配株主による従属会社の買収については、「一般に、企業価値の向上と公正な取引条件の実現を担保するために特段の実務上の対応が講じられるべきであるという点においては、両取引類型間に一般的・類型的な差異があるわけではないと考えられる」とし、両取引についての同質性を指摘しています。

3 この場合、アクティビストは、公開買付者に対して、公開買付け後に自身がスクイズアウトをされないよう求めることや、公開買付けに応募することを約束しつつも MBO の実施後に再出資をできる権利を求めることがあります。

えます。

## 4. MBO アクティビズムの発生可能性

MBO の開始以降に MBO アクティビズムが発生するかどうかについて、予め具体的に予測を立てることは困難ですが(上記 1 に記載のとおり、MBO の開始後に市場で買集めを開始する者は、MBO 開始時の対象会社の株主に限られません。)、一般的には以下の要素を総合的に判断することになるものと思料されます。

項目	概要
公開買付価格(プレミアム率)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公開買付価格に、対象会社の株式の市場価格との関係でどの程度プレミアムが付されているか(他の同種案件と遜色ない程度のプレミアムが付されているか)を指します。</li> </ul>
公開買付価格(PBR、株式価値算定書上の評価レンジとの関係)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公開買付価格が PBR(株価純資産倍率)1 倍を下回っているかどうか、公開買付価格が公開買付者・対象会社の取得した株式価値算定書上の評価レンジ上、どこに位置付けられるのか(評価レンジの下限・上限との関係)を指します。</li> <li>■ なお、PBR1 倍を下回っている公開買付価格であっても、スクイズアウトに際しての反対株主の株式買取請求・価格決定の申立てに際して、裁判所が当該公開買付価格を「公正な価格」と認定する可能性があり<sup>4</sup>、この点をもって公開買付価格の妥当性について反論することはできませんが、アクティビストが当該反論を踏まえて MBO アクティビズムを中止するとは限らないことに留意する必要があります。</li> </ul>
会社の規模(時価総額)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ アクティビストにとっては、会社の規模(時価総額)が小さければ小さいほど、少ない資金で株式の買集めを行うことができることから、MBO アクティビズムが生じやすくなるといえます。</li> </ul>
MBO の実施主体の議決権割合	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 上記 3 に記載のとおり、MBO の実施主体の議決権割合が小さい場合には、公開買付けが失敗した場合の深刻度が相対的に大きいともいえるため、公開買付価格の増額の可能性があると考えられるアクティビストが相対的に増える可能性があります。</li> </ul>
応募契約の締結状況・応募契約の条件	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公開買付者が主要な株主と応募契約を締結しており、かつ、当該応募契約における公開買付けへの応募を取りやめることが可能となる条件が限定的であれば、その分、公開買付けの成立可能性が高くなるため、MBO アクティビズムを行う上で支障となり得ます。</li> </ul>
安定株主の比率	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公開買付価格が市場価格を下回っている場合であっても、安定株主については市場で株式を売却することなく、MBO に応募をする可能性(アクティビストの買集めに応じない可能性)が相対的に高いといえるため、MBO アクティビズムを行う上で支障となりえます。</li> </ul>
買付予定数の下限に達するために必要な株式数	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 買付予定数の下限が高ければ高いほど、また、買付予定数の下限に達するために必要な株式数が多ければ多いほど(既所有株式数・応募予定株式数が少なければ少ないほど)、MBO の成立の難易度が高いといえるため、その点に着目して MBO アクティビズムを検討する者も生じ得ます。</li> </ul>

4 大阪高等裁判所平成 29 年 11 月 29 日決定(金融・商事判例1541号35頁)では、1 株当たり簿価純資産を下回る公開買付価格が設定された場合であっても、公開買付け及びその後のスクイズアウトが「一般に公正と認められる手続により行われた」ことを理由として、公正な価格であったものと認定されています。

項目	概要
アクティビストの投資歴	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 対象会社を現在・過去において投資対象とし、又は投資対象としていたアクティビストが存在する場合には、対象会社の株式の本源的価値に対する自身の視点や分析を既に有している可能性があり、公開買付価格に対して異論を唱えてくる可能性があります。</li> </ul>

## 5. MBO アクティビズムに対する対応策

MBO アクティビズムに対する対応策としては、以下のものが考えられます。

項目	概要
公表時から公開買付価格を株主・投資家にとって納得感のある価格とすること	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 一番の効果的な策は、公表時から公開買付価格を一般の株主・投資家からみて納得感のある価格とすることです。例えば、プレミアムの水準について他の同種案件と遜色ない程度のものであるかどうか、公開買付者や対象会社が取得している株式価値算定書の評価レンジにおいても上方に位置し、又は上限を超えていることなどが一つの目安となります。</li> </ul>
公開買付けを複数回実施することで、公開買付価格を増額させること	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 上記と関連しますが、実務上、公開買付けを1回実施することで目的を達成しうるところ、公開買付けを2回に分けることで、一般投資家が応募する公開買付価格を増額する手法(又は公開買付けに応募をした株主の税引後の手取金を増額する手法)を採用することもあります。</li> <li>■ 例えば、1段階目でディスカウント TOB を実施し特定の株主から株式を取得した上で、2段階目で一般株主からプレミアム TOB で取得をする方法があります(ディスカウント TOB に応じて良い大株主がいる場合には、当該ディスカウント TOB により支出を免れた金銭をプレミアム TOB における買付資金に振り替えることができ、これにより一般株主が応募する公開買付けの公開買付価格を増額することができます。)</li> <li>■ これとは別に、法人株主に対して適用のある法人税法上のみなし配当課税の益金不算入制度を活用し、法人株主が応募する自己株公開買付けと、個人株主が応募する他社株公開買付けに分けてしまうといった方法もあります(法人株主から見た場合、自己株公開買付けにおいてはみなし配当課税の益金不算入制度があるため、他社株公開買付けにおける公開買付価格よりも低い価格であっても自己株公開買付けに応募をする経済合理性が生じ得ます。)</li> <li>■ この亜種として、法人大株主が公開買付け後に相対取引で対象会社と自己株式取得に係る取引を行い(自己株式取得のための1株当たりの取得価格は公開買付価格よりも低く設定します。)、他の株主は公開買付けに応募させるという方法もあります。</li> </ul>
できる限り多くの株主と応募契約を締結し、かつ、応募の取りやめが生じない条件とすること	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ MBO アクティビズムを検討する者を牽制するべく、MBO の成立の確実性を示すことを目的として、多くの大株主との間で応募契約を締結し、かつ応募の取りやめが許容される場面を限定的にすることが考えられます<sup>5</sup>。但し、対象会社が上場</li> </ul>

5 公開買付応募契約については、本シリーズの「公開買付けに関する諸論点①-公開買付けにおける応募契約に関する実務上の留意点-」をご参照ください。

項目	概要
	<p>会社である場合には<sup>6</sup>、インサイダー規制との関係で応募契約の打診をする範囲を慎重に検討する必要があります。多くの株主と応募契約を締結しようとすることを目論んだ結果、MBOの検討の事実がリークされ、対象会社の株価が高騰し、その結果、やむを得ず公開買付価格を増額しなければならない事態が生ずるリスクにも留意が必要です。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 上記のインサイダー取引規制とは別の視点として、応募契約を締結した対象会社の株主が保有する株式は、公正性担保措置の実施との関係で問題となる、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティの条件設定に際して、一般株主としてカウントされない可能性があり、仮にマジョリティ・オブ・マイノリティを買付予定数の下限に設定する場合には、買付予定数の下限を満たすためのハードルが上がる可能性があるという点にも留意する必要があります<sup>7</sup>。</li> </ul>
公開買付期間中に公開買付価格を増額すること	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公表時の公開買付価格を、公開買付期間中に増額し、多くの株主に対して公開買付けへの応募を募る方法を指します。増額に際しては、増額の幅・回数に留意する必要があります。増額金額が十分でなく、結果として公開買付価格を複数回にわたり増額することとなってしまった場合、これにより、市場から再び増額する可能性があるのではないかと評価されることで、株価が増額後の公開買付価格を上回る状況も生じ得ます。</li> <li>■ なお、公開買付価格を増額する場合には、公開買付届出書等の訂正が必要となり、また、公開買付けに要する資金の総額が、公開買付届出書の添付書類として提出した資金の裏付け書類(預金残高証明書や融資証明書)の金額を上回ることになる場合には、増額後の買付総額を前提とした資金の裏付け書類を再度取得し、公開買付届出書の訂正届出書に添付する必要があります。</li> </ul>
公開買付期間中に応募契約を締結すること	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 上記に関連しますが、公開買付期間中に公開買付価格を増額することの見返り(条件)として、対象会社の大株主に対して、応募契約の締結を求めることも考えられます。ここでも、できる限り多くの株主と応募契約を締結することが望ましいですが、公開買付価格の増額の検討の事実についても対象会社の株価に影響を与えるため、情報管理の観点から、どの範囲まで声掛けをするかという点にも留意する必要があります。</li> <li>■ なお、公開買付期間中の応募契約の締結に応じた対象会社の株主が保有する</li> </ul>

6 公開買付けが強制される株券等の発行会社は上場会社に限られず、その発行する株券等を理由として、金商法上の継続開示義務を負担している非上場会社も含まれます。

7 M&A 指針の 39 頁では、「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」とされています。もともと、M&A 指針において、「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」とも指摘されており、応募株主を実際に排除すべきか否か、またその可否は、事例によって異なります(例えば、2021 年 11 月 9 日に開始された株式会社かたくらによる片倉工業株式会社への TOB において、「独立した当事者間で行われた真摯な協議・交渉に基づき締結に至ったものである」ことから、応募契約を締結した応募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から除外されておりません。)

項目	概要
	<p>株式については、マジョリティ・オブ・マイノリティの条件上、依然として一般株主が保有する株式として位置づけることができる可能性が高くなるという点が、公開買付けの開始前の応募契約の締結と異なる点です<sup>8</sup>。</p>
買付予定数の下限を下げること	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 買付予定数の下限を下げることで、MBO アクティビズムを展開する株主が取得した株式数にかかわらず、公開買付けを成立させるという方法もあり得ます。この場合、直ちにスクイズアウトを行うことはできないまでも、残存株主との交渉を経て改めて非公開化を目指す余地を残すことができるほか、一定程度の議決権を確保することが出期待できます。</li> <li>■ 金商法上は買付予定数の下限を設定することなく公開買付けを開始することは可能であり、また公開買付けを開始した後においても買付予定数の下限を下げる（例えば 67%から 55%に下げること）も理論上可能です。もっとも、下限を下げてでも成立させる実益の有無やその後のシナリオを適切に検討する必要があるほか、公開買付けの目的との関係で説明が付きにくい買付予定数の下限を設定することの可否については、金融庁・関東財務局との間のディスカッションが必要となり得るという点には留意する必要があります。</li> </ul>

## 本シリーズの終了

2020年8月から始めました本シリーズですが、「文献その他で十分に説明・議論されていないものの、実務上実際に公開買付けを行う上で問題になり得る事項」にフォーカスを当て執筆を進めて参りました。本シリーズは、分析が詰め切れているとは言えない中、多くの実務家・アドバイザー・事業会社・官公庁の皆様にお読みいただき、ご質問・感想等を頂戴する機会に恵まれました。お読みいただきました方々に感謝申し上げます。

以上

<sup>8</sup> 詳細は、本シリーズの「公開買付けに関する諸論点⑨ M&A 指針の適用対象ではない公開買付けと公正性担保措置」の脚注7をご参照ください。

- 
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
  
  - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。  
弁護士 飛岡 和明 ([kazuaki.tobioka@amt-law.com](mailto:kazuaki.tobioka@amt-law.com))  
弁護士 菅 隆浩 ([takahiro.suga@amt-law.com](mailto:takahiro.suga@amt-law.com))  
弁護士 牧 大祐 ([daisuke.maki@amt-law.com](mailto:daisuke.maki@amt-law.com))
  
  - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
  
  - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。