

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は、全米 IR 協議会 (NIRI) に加盟する唯一の日本企業です。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. IR レポート「少数株主利益の保護を考えた資本政策」

最近の上場企業の MBO 案件において、意図的に良い材料を隠して株価を低くしておいて MBO を発表、買取価格を低くするような画策が行われているケースがあるのではないかと、というような疑念が提示されています。株主のエージェントである取締役ですが、MBO においては一般・少数株主の持分を買い取り、自らの持分を高めて少数絶対的な株主となり非上場化、数年後には再上場で再びキャピタルゲインを得るのでは？という批判です。一般株主のために働かず、自らの利益のために働く、という古典的なエージェンシー問題が MBO の時には出てくるわけです。しかし、もう 1 つのエージェンシー問題があることはあまり知られていません。最近見かけるようになったオーナー系企業の MBO や上場子会社の親会社による非公開化の場合には、このもう 1 つのエージェンシー問題が出てきます。これを含め少数株主利益の保護というテーマについて考える際に非常に参考になるレポートがありました。以下は最近の「商事法務」からの抜粋です。

(「フリーズアウトに関するデラウェア州法上の問題点」 ニューヨーク州弁護士 西本 強氏 商事法務 No.1793、1794、1796 から)

- ・ フリーズアウト = 支配株主がキャッシュまたは支配株主の株式で少数株主の保有する株式を買収し、少数株主を締め出す取引。
- ・ 米国のフリーズアウトでは、合併か、公開買付 + 略式合併が利用される。
- ・ 日本でも公開買付で 90% 以上を取得後、略式合併が可能となった (平成 18 年 5 月 ~)。また交付金合併、三角合併も可能となる (平成 19 年 5 月 ~)。こうしたことから日本においてもフリーズアウトがやり易い環境となってきている。
- ・ 支配株主 (オーナー社長または親会社) は通常被支配会社の取締役会を支配しており、フリーズアウトは自己取引の性質がある。
- ・ 支配株主は、少数株主の犠牲の下、自己に有利な条件を決定しえる立場にある。
- ・ 自己取引的なフリーズアウトの公正性の担保が課題。
- ・ フリーズアウトは、以下のような場合に少数株主に対する強圧性を持つ。
  - 反対して提案が流れた場合、減配などの報復を受ける。
  - 2 段階買収における少数株主からの 2 回目の株式取得の条件が 1 回目に比べて悪くなる。
  - 公開買付価格が公正価格より低いのに、少数株主は情報不足で、十分な価格と間違えて判断して応じてしまう。
- ・ 公開買付による場合、支配株主と少数株主の直接取引となり、ターゲット会社の取締役会は、少数株主のために支配株主と直接交渉することはない。しかし少数株主が支配株主と交渉することも実質的に不可能であり、少数株主は提示された条件に応じるかどうかの選択しかない。
- ・ 合併の場合、ターゲット会社の取締役は支配株主と交渉してよい条件を引き出そうとする。
- ・ 従って公開買付の場合、合併に比べて低い価格しか提示されないリスクがある。
- ・ 2 つのエージェンシー問題
  - 経営者が株主の利益を犠牲にして自らの利益や自己保身を図ることが第 1 の問題。これは支配株主が存在することでこの問題は抑制される。
  - 一方で、支配株主が存在すると、支配株主が少数株主の得られない私的利益を得るという株主間の

不均衡問題が発生する、というのが第2の問題。フリーズアウトもその1つ。これら二つのエージェンシー問題はトレードオフの関係にある。

- ・ 支配株主の私的利益が過大にならないような行為規制、支配株主の少数株主に対する信託義務 (fiduciary duty) を規定し、支配株主が取得しえる私的利益を制限することが必要。
- ・ フリーズアウトにおける支配株主の行為規制はエージェンシー問題の解決を目的とするコーポレート・ガバナンスを考える上で重要。
- ・ デラウェア州法では、合併よりも公開買付+略式合併の手法のほうが、自己取引の有効性の判断基準が緩い。支配株主は公開買付+略式合併を利用することで、フリーズアウトを実行しやすい。
- ・ 少数株主が裁判で不当であると主張した場合の裁判所の判断もダブルスタンダードになっている。

合併：「完全な公正基準」で判断される。独立委員会による交渉、少数株主の過半数による承認が条件。そして公正な条件、公正な価格であることが求められる。

公開買付+略式合併：経営判断の原則をベースとして判断される。独立委員会による交渉、少数株主のために意見を述べるのが求められる。しかし「完全な公正基準」に従う必要はない。支配株主は少数株主に対して、公開買付に関する重要な事実をすべて正確に開示する信託義務を負う。それが満たされる限り、公開買付について少数株主は自ら判断することができるはず、という考え方。他に公開買付が重大な意味で強圧的でないかどうかの判定をして、そうでない限り、公正な価格提示の義務はない。強圧的かどうかの判断基準は3条件あり。

- ◇ 少数株主の過半数が公開買付に賛成することを公開買付放棄不可能な条件とすること。
- ◇ 支配株主が公開買付で90%以上の株式を取得する場合は、公開買付と同額で略式合併を開始することを約束する。
- ◇ 支配株主が、少数株主が公開買付に応じない場合報復するといった「報復の脅し」をしていないこと。

- ・ 合併の場合には通常ターゲット会社に独立委員会が設置され(2001年6月~2005年4月の間のデラウェア州の会社を対象としたフリーズアウトの事例のうち94%)、これが支配会社と交渉を行い、合併を承認する。少数株主の過半数が承認することなどが条件となれば、支配株主の私的利益は制限される。裁判となった場合、価格の公正さについても審査される。
- ・ 公開買付の場合でも、多くの場合ターゲット会社は独立委員会を設置して(同89%)支配会社と交渉する。そして少数株主に対しては意見を提供する。しかし詐欺や違法行為がない限り、経営判断の問題であり、価格の公正さは問われない。
- ・ そうした状況を反映して合併のプレミアムは公表前30~60日の株価に対して55%前後であるのに対して、公開買付の場合は25%前後と低い(2001年6月~2005年4月の間のデラウェア州の会社を対象としたフリーズアウトの事例)。
- ・ 少数株主の救済手段。

合併の場合。対価に不満のある少数株主はクラス・アクションで取締役の信託義務違反と合併の有効性を争うことができる。

公開買付の場合。クラス・アクションはできない。株式買取請求手続のみ可能。クラス・アクションにおいては敗訴側が訴訟費用を負担するのに対して、この手続では少数株主が訴訟費用を負担しなければならない。公開買付の場合、少数株主の救済手段は弱いと言わざるを得ない。

(以上、商事法務から)

アクティブな支配株主がいる場合、または支配という段階までいかなくてもかなりの株数を持つステークホルダーとなっているケース、最近で言えばペンタックスとHOYAの統合比率に意義を唱えたスパークス・グループ、東京鋼鉄と大阪製鉄の株式交換比率に異議を唱えたいちごアセットマネジメント、サンテレホンのMSCB発行の差し止め請求をしたダルトン・インベストメンツなどでは、こうした大株主の合理的な行動は、第1のエージェンシー問題を抑制する効果があり、個人投資家などのその他の少数株主に恩恵を提供するものとなっています。一方で、オーナー経営者、親会社、あるいはスティールパートナーズ等の買収ファンドなどの支配的な大株主が持分を増やして非上場化を行なおうとする場合、つまり自己取引を行なおうとする場合には、第2のエージェンシー問題が発生している可能性があり、一般株主の利益が損なわれていないかどうか疑問が生じます。

フリーズアウト取引は非公開化、資本市場からの退出ですが、その際に少数株主利益を保護する法的な仕組など出口の整備、二つのエージェンシー問題を抑制するようなコーポレート・ガバナンスの仕組の整備が今後強く求められるものと思います。

(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](mailto: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/j/index.jsp> に掲載しております。