

(2008/02/15)

第5回「PEファンドと各種利益相反問題」

〈平成19年12月19日 NIKKEI NET記事〉

レックスのMBO、買い取り価格は1株23万円・東京地裁

焼き肉店「牛角」などのレックス・ホールディングスのMBO(経営陣が参加する買収)を巡り、東京地裁(難波孝一裁判長)は19日、株主側からの買い取り価格決定の申し立てに対し、1株23万円とする決定を出した。レックスが提示したTOB(株式公開買い付け)価格を妥当とした。昨春施行の会社法に基づく裁判所による価格決定は初めてという。

「50万円を下回らない」などと主張していた株主側は即時抗告する方針。訴えていたのは個人株主計121人と法人株主1社。

レックスは昨年11月、MBOを目指して1株23万円でTOBを実施。買い取り価格はTOB前の1カ月間の平均価格を基準とした。これに対し、一部の株主は「TOB前に発表した業績予想の下方修正が影響している」などとして、応じなかった。(19日 21:01)

これまでの連載では、主としてPEファンドが日本企業の価値向上や産業再編に果たす積極的な役割について説明してきましたが、今回は、投資家への忠実義務や、善管注意義務など、PEファンドが負っている社会的責任について具体的にご説明するために、PEファンドが抱えがちな各種利益相反の問題を取り上げたいと思います。

PEファンドが抱える利益相反は、細かく見れば各取引に潜在的に存在しており、たくさんの例が考えられます。しかし、敢えて整理すると、大きく2つの種類に分けられます。ひとつは、PEファンドの投資家とPEファンド運営者の間の利益相反の可能性。もうひとつは、PEファンドと企業を取り巻くその他ステークホルダーとの間の利益相反の可能性です。

1 PEファンドの運営者と投資家の利益相反

PEファンドの投資家(LP)と、PEファンドの運営者(GP)の間の利益相反というのは、本来はあり得ない論点です。なぜならば、PEファンドの運営者(GP)は、受託者責任を負っており、その基本的な使命は、投資家(LP)への忠実義務を遵守、すなわち、全投資家の利益を第一に考えることだからです。

PEファンド運営者の意思決定には、大きく分けて、投資実行の意思決定(価格面などの投資条件も含む)、投資実行後のバリュアップ方針の意思決定、そして、投資のEXIT(株式の売却等)の意思決定があり

ます。どの意思決定においても、投資家への忠実義務・善管注意義務が第一に考えられるべきことは言うまでもありません。

従って、通常、PEファンドの運営者が特に気をつけるのは、こうした投資の意思決定に、特定の第三者(特定の投資家を含む)の利益が反映されるようなことがない仕組みの確保であり、それがPEファンド運営者のガバナンス上、最も大事なプリンシプルだと言っても過言ではありません。

ここで問題となるのは、PEファンドの運営者が、特定の事業会社や金融機関の影響を受ける可能性がある場合です。例えば、特定の事業会社や金融機関が、株式会社であるPEファンド運営者(以下「PEファンド運営会社」)の株主であったり、PEファンド運営会社に役員を派遣していたり、或いは、特定の事業会社や金融機関の役員OBが実質的にPEファンド運営者の意思決定を左右しているような場合を考えて戴けばわかるとと思います。

まず、PEファンド運営会社の株主が特定の事業会社や金融機関であった場合、PEファンドの経営陣は、当然PEファンドの株主の利益を考えねばなりませんので、「PEファンドの投資家の利益を重視するのか、PEファンド運営会社の株主の利益を重視するのか」という相克に悩むことになります。もちろん、PEファンド運営会社の株主の利益と、PEファンドの投資家の利益が一致していれば何ら問題はありません。しかし、先に述べたPEファンドの各種意思決定において、株主である事業会社や金融機関の事業上の利害とぶつかるケースはないでしょうか。

次に、PEファンド運営会社に特定の事業会社や金融機関から役員が派遣されていたり、または、そうした特定の事業会社や金融機関の役員OBがPEファンド運営者の意思決定に大きな影響を持っている場合、そもそもPEファンド運営者の各種意思決定の仕組み自体、そうした特定の事業会社や金融機関の利害がある程度反映されることが想定されていると言ってもよいのではないのでしょうか。

例えば、「A社」というIT企業が主な株主となって運営するPEファンド運営会社があった場合、「B社」という他のIT企業をそのPEファンドが買い取った後、そのEXITにおいて、A社が、自社の運営するPEファンドから、B社の株をなるべく安く譲り受けようというような意思決定は絶対にしないと言い切れるでしょうか。また、「C銀行」という銀行がその役員OBを社長として派遣しているPEファンド運営会社があった場合、「D社」というC銀行の問題先にPEファンドが無理な増資をするという意思決定をして、そのお金がC銀行の債権回収に充てられるような可能性は絶対にないと言い切れるでしょうか。特に、本邦の銀行の場合には、歴史的経緯から企業に対する支配力が強いことは否めず、独禁法・銀行法に定めのある、一般事業会社の株式保有制限の趣旨に照らし、慎重な検討が必要と考えられます。

もちろん、ここで述べたようなことはあつてはならないし、そのようなことを標榜するPEファンドは、もちろん存在しないのですが、「季下に冠を正さず」とも言います。PEファンド運営者は、そのガバナンス構造には細心の注意を払う必要があります。

例えば、多くの独立系ファンドは、パートナーシップ(LLP・LLCのほか、株式会社の形態を取りつつ、株主間契約でパートナーシップ同様の運営を確保したものもある)ないし、主運用担当者(キーマン)個人によるオーナーシップとなっており、そのパートナー等には、運営するPEファンドの成功報酬を原資とするインセンティブがあります。成功報酬は、投資家が利益を挙げた場合に、はじめてその一部をファンド運営者が得るという仕組みですので、投資家の利益と、ファンド運営者の利益は完全に一致しています。

ただし、以上に述べた原則には、例外もあります。それは、「全ての投資家が、ある特定の企業ないし金融機関の利益を一定程度代弁する可能性があるPEファンド運営者のガバナンス構造に同意している場合」です。例えば「高いリターンは期待できないが、その特定の企業ないし金融機関の力があれば安定的なリターンはあるかもしれない」「高いリターンより産業再編などの社会公共的意義が大事だ」「その特定の企業や金融機関とは、そもそも広い取引関係の中で利害が一致している」といった考え方の投資家が集まった場合には、何ら問題ないものと考えられます(ただし、例えば特定の企業または金融機関が、PEファンド運営者に影響を与え、また、自らまたはその緊密者によって、PEファンドへの相当程度のLP出資も行なう場合には、その度合いによって会計上の連結の問題は生じます)。こうした点については、PEファンド運営者が投資家を勧誘する際に、利益相反の観点から、きちんとした説明責任を果たすべき事項と言えましょう。

2 PEファンドとその他ステークホルダーの利益相反

(1)一般論

PEファンド運営者が、その投資家に対して忠実義務や善管注意義務を負っていることは、これまでの繰り返し述べた通りです。それでは、PEファンド運営者は、自分の投資家のことだけを考えてPEファンドを運営すればよいのでしょうか。答えは否だと考えます。

私は、PEファンド運営者は、CSR(Corporate Social Responsibility)を明確に意識して投資先企業の運営に当たるべきだと考えています。連載第4回で、三菱自動車の事例を掲載しましたが、そこでも、CFT活動の原点をCSRに置いたことをご説明しました。

「投資先企業を取り巻く、株主・債権者・役職員・取引先・地域社会などのステークホルダーのそれぞれに対し、どういう価値が提供できるのか」を常に考えて投資をし、また価値創造を図るのがPEファンドの仕事だと思います。PEファンドの通常の投資期間は3-5年ですが、企業の中期経営計画の期間も通常3-5年です。企業がその価値向上を目指す中期経営計画でCSRを意識する以上、PEファンドもそれを意識するのは当然であり、それでこそ、投資家に中期的なリターンを還元できるのです。

例えば、IRR(内部収益率)を極大化するだけなら、資産を切り売りし、役職員を解雇し、目先の利益を上げて短期で転売してしまえばいいかもしれません。もちろん、短期的な痛みを伴うリストラは多くのケースで必要です。しかし、それだけで終わったのでは、企業の中期的な成長の芽は摘まれ、役職員は疲弊し、地域社会も痛み、結果的に中期的な株価の維持は困難となります。色々なステークホルダーの考えも取り入れ、中期的視野で成長戦略や産業再編戦略を描くことが大事です。

また、投資のEXITにおいても、これらステークホルダーの利益も十分に考慮することが、当該ファンドの社会的責任上、望ましいと言えます。例えば、如何なる事情があろうとも、市場取引価格に比べて極端なディスカウントで保有する上場株式を第三者に売却することは、投資家に対する忠実義務の面で問題があるほか、株価の下落を招くことにより、一般株主の利益をも損なう行為と取られる恐れがあります。また、逆に、幾ら高く売れるからと言っても、明らかにシナジーがない会社への株式売却を実行することは、役員・地域社会に対して極めてネガティブなインパクトを与えかねません。

PEファンドは、継続的に良質の案件があつてはじめて成り立つビジネスです。企業を取り巻く様々なステークホルダーの利益を損なうような事例が続いた場合、そうしたPEファンドには、徐々に案件が寄せられなくなり、結果的に投資家の利益を損なう可能性が高いと考えられます。

(2)MBOのケース

MBO(Management Buyout)は、企業が、市場の短期的な圧力を回避して事業の選択と集中などの構造改革を進めたい場合や、従業員の士気向上を図るなどの積極的な理由のほか、消極的意味合いにおいては、上場のメリットがなくなった場合などにも用いられる有力な手法であり、多くの場合、PEファンドが現経営陣と共に株式を買い取るスキームとなります。しかし、後述するように、MBOには、構造的ともいえる一般株主との利益相反問題があり、特に留意が必要です。

冒頭に例示した記事は、PEファンドが絡んだMBOに伴って発生した、一般株主と経営陣・PEファンドの間の利益相反の事例です。

この事例では、まず、PEファンドが支配するSPCが、上場会社であるレックス・ホールディングスにTOB(株式の公開買い付け)を行ないましたが、その際の価格は、TOB決定直前の1ヶ月の平均株価に13.9%のプレミアムを乗せた23万円とされました。なお、レックス・ホールディングスは、TOB開始の2ヶ月半ほど前に、大幅な業績の下方修正を行ない、その結果、株価が大幅に下落していました。

このTOBの結果、議決権割合で91.78%の株式がSPCに移動しました。その後、株主総会で、(1.種類株発行会社への変更、(2.普通株式に全部取得条項を付すこと、(3.この全部取得条項付株式を会社が取得する場合には、1株に対し別個の同社普通株式0.00004757株を交付すること、という定款変更がなされ、それに従って、残った少数の株主の株式は、自動的に端株となるため、それをSPCか会社が買い取り、現金を交付したのですが、その際の買い取り価格が、TOB価格と同額の23万円とされたのです。(因みに、このようにして、少数株主の株式を買い取る仕組みを「マイノリティー・スクイズ・アウト」と言います)

さて、こうした場合、少数株主の方々は、その意思に反して株式を売ることになるので、様々な主張が出てくることになりがちです。例えば、「TOBの構想は、業績の下方修正の前からあつたはず。経営陣やPEファンドが株を安く買い取るために株価を下げようという意図があつたのではないか。公平性の観点から、業績下方修正以前の株価も考慮した価格にすべき」「業績下方修正は、経営陣の怠慢によるもの。その株価を基礎に経営陣が参加するMBOで株式を取得するのはいかがなものか」「MBOの効果として生じる利益があ

るなら株主に還元すべき」といったことになるでしょう。そこで、少数株主は、会社法172条に基づき、東京地裁に対し株式取得価格決定を求める申し立てを行なったものです。

これに対し、東京地裁は、はじめのTOBで株主の91.78%が応じたことや、業績修正以降の市場株価は算定にあたり排斥すべき特段の事情がないことなどを理由に、株主の訴えを退けたものです。

「MBOは、本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、自ら株主から対象会社の株式を取得することとなり、必然的に取締役についての利益相反的構造が生じる。そして、取締役は対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、MBOの場合には、株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間に、大きな情報の非対称性も存在することとなる」（「企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収に関する報告書」平成19年8月2日、企業価値研究会）。

こうした利益相反については、MBOの必要性和、MBO価格の妥当性という2つの面から検討がなされるべきですが、先に引用した企業価値研究会報告では、透明性・合理性の確保のための枠組みとして、以下のような提言がなされており、今後の実務上の指針となるものと考えられます(報告書内容を要約)。

「株主の適切な判断機会の確保」

- 1) MBOを実施するに至ったプロセス等について、平成18年12月の公開買付規則の改正、及び証券取引所の要請等により開示が要求されている趣旨に鑑み、充実した開示が求められる。
- 2) 業績の下方修正後にMBOを行なうような場合等において、MBOが成立しやすくなるように意図的に市場株価を引き下げているとの疑義を招く可能性がある場合には、当該時期にMBOを行なうことを選択した背景・目的等につき、より充実した説明が求められる。
- 3) 取締役と他の出資者(投資ファンド等)の最終的な出資比率や取締役の役職の継続予定等、取締役が当該MBOに関して有する利害関係の内容について、より充実した説明が求められる。
- 4) (反対株主の扱いにおいて)公開買付後の完全子会社化に際して、反対する株主に対する株式買取請求権または価格決定請求権が確保できないスキームは採用しない。
- 5) 公開買付により大多数の株式を取得した場合には、特段の事情がない限り、完全子会社化を行なうこと。その価格は、特段の事情がない限り、公開買付価格と同一の価格を基準にすると共に、その旨を開示資料等において明らかにしておく。

「意思決定過程における恣意性の排除」

- 1) 社外役員が存在する場合には当該役員、又は独立した第三者委員会等に対するMBOの是非及び条件についての諮問、及びその結果なされた判断の尊重。
- 2) 取締役及び監査役全員の承認(特別の利害関係を有する取締役を除く)。
- 3) 意思決定方法に関し、弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスを取得すること及びその名称を明らかにすること。
- 4) MBOにおいて提示されている価格に関し、対象会社において、独立した第三者評価機関からの算定書

等を取得すること。

「価格の適正性を担保する客観的状況の確保」

- 1) MBOに際しての公開買付期間を比較的長期間に設定すること。
- 2) 対抗者が実際に出現した場合に、当該対抗者が対象会社との間で接触等を行なうことを過度に制限するような内容の合意等を、当該MBOの実施に際して行なわないこと。

「その他」

- 1) MBOに際しての公開買付における買付数の下限を、高い水準に設定すること。