

issue 11.03.24

report no.016

「幻冬舎MBOをめぐる最近の動きについて」

Seiwa・Meitetsu Legal-map

成和明哲法律事務所  
企業法研究部会・報告

弁護士	渡	邊	顯	弁護士	土	岐	敦	司	
弁護士	卜	部	忠	史	弁護士	西	江	章	
弁護士	渡	辺	昭	典	弁護士	田	代	桂	子
弁護士	辺	見	紀	男	弁護士	福	田	大	助
弁護士	武	井	洋	一	弁護士	飯	田	直	樹
弁護士	西	村	賢		弁護士	佐	藤	弘	康
弁護士	樋	口	達		弁護士	中	島	雪	枝
弁護士	山	内	宏	光	弁護士	小	嶋	順	平
弁護士	村	瀬	幸	子	弁護士	平	井	智	子
弁護士	赤	根	妙	子	弁護士	川	見	友	康
弁護士	山	下	成	美					

## 幻冬舎MBOをめぐる最近の動きについて

### 1. 見城氏の見論見（詳細は別紙参照）

平成22年10月29日、株式会社 幻冬舎は、同社の代表取締役である見城徹氏によるMBO（Management Buy Out：経営陣による企業買収）実施を発表しました。

今回のMBOは、見城氏が幻冬舎の株式を100%取得し、非上場化を目指すもので、以下の3段階の手続きを踏んで実施されます。

#### 【第1段階】

見城氏が設立したTKホールディングス(TKHD)による公開買付(TOB)実施…下記載款変更等の特別決議を成立させるに足る議決権取得が目的



#### 【第2段階】

株主総会において、全部取得条項付種類株式(※)発行のための定款変更及びそれによる株式の取得を決議…第1段階はこの特別決議を成立させるための準備

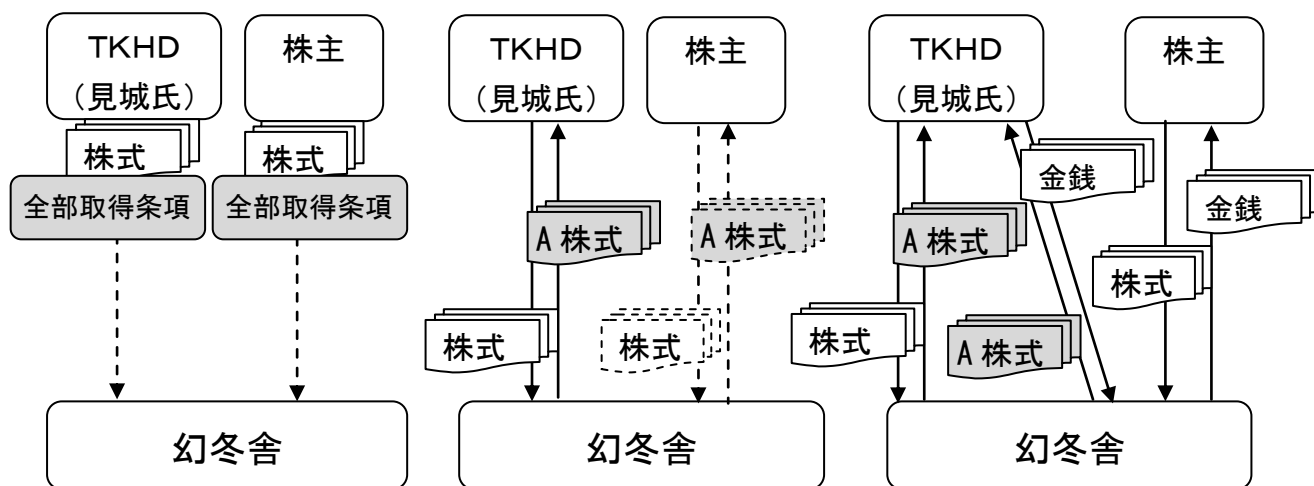


#### 【第3段階】

TOBに同意しなかった株主に対しては、その株式に上記の全部取得条項を付した上で、当該条項に基づき株主から株式を取得…幻冬舎はTKHDの100%子会社となることから、上場廃止

※ 全部取得条項付種類株式とは、株主総会の特別決議により、会社がその株式の全部を買い取ることができる株式をいいます。本件では、次頁のように全部取得条項付種類株式をMBOに利用しています。

- ① 普通株式を全部取得条項付き株式にする定款変更を行う。これによって、幻冬舎はすべての株式を取得することができるようになります。
- ② 幻冬舎は株式取得の対価としてA株式を交付します。ただし、TKHD 以外の株主に交付されるA株式は1株未満となるように比率が設定されています。
- ③ 1株未満の株主にはA株式に代えて金銭が交付されます。本件では、A株式はTKHD に売却され、売却代金が株主に交付されます。



## 2. TOBの実施 …見城氏は議決権の3分の2を取得できず

MBO 実施の第1段階として、見城氏が MBO のために設立した TK ホールディングス (TKHD) によって幻冬舎株の公開買付 (TOB) が実施されました。

しかし、TKHD の取得株式数は約 58%にとどまり、株主総会の特別決議の可決要件である議決権の3分の2に達することができませんでした。

一方で、平成 23 年 1 月 20 日付の大量保有報告書において、投資ファンドのイザベル・リミテッド (イザベル) が幻冬舎株の約 35%を保有していることが判明したため、全部取得条項付種類株式発行の定款変更など今回のスキームを実施するための株主総会の特別決議を可決することが困難視され、MBO の成立が危ぶまれるに至りました。

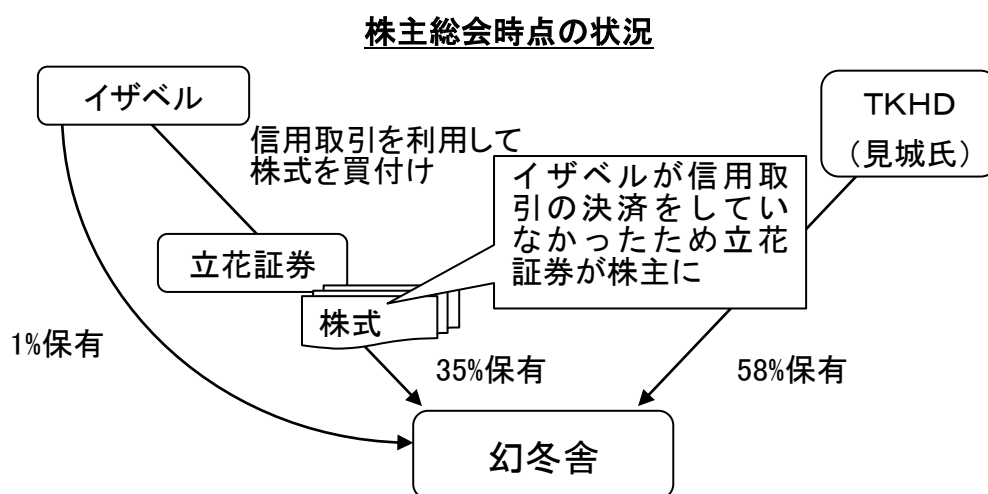
## 3. 第2位の株主はイザベルではなく立花証券 …立花証券は議決権を行使せず議案成立

ところが、平成 23 年 2 月 3 日、幻冬舎は、TKHD に次ぐ第2の株主が、イザベルではなく立花証券であることを発表しました (4 頁「大量保有報告書記載の保有株式数と議決権数は異なる」参照)。

この理由は、イザベルは立花証券に対し幻冬舎株を信用取引で買い付けることを委託していましたが、株主総会の基準日までに立花証券から株式の引取り（現引き）を行っていなかったためといわれています（なお、イザベル自身の保有株式は300株（1%）に過ぎませんでした）（下図参照）。

そこで、同年2月15日の株主総会において立花証券の動向が注目されました（5頁「**信用取引により取得した株式の議決権は証券会社にある**」参照）。

しかし、立花証券は総会に出席せず、書面等での議決権行使も行わなかったことから、議案（特別決議）は可決されました。



#### 4. 今後の争いは取得価格決定の申立てへ

株主総会での議案成立により、今後 TKHD を除く幻冬舎の株主は、一定の取得価格に基づき金銭の交付を受けることにより株主としての地位を失い（少数株主の締め出し＝**スクイーズアウト**）（会社法 173 条 1 項、234 条 1 項 2 号、2 項）、TKHD が幻冬舎の 100%株主になります。

この取得価格に不満がある株主は、株主総会の日から 20 日以内に裁判所に対して取得価格決定の申立てを行うことができます（会社法 172 条 1 項）。

したがって、イザベルは、総会の日から 20 日以内の日である 3 月 7 日までに取得価格決定の申立てを行っている可能性があります。この場合、今後は、幻冬舎株式の取得価格について裁判で争うことができます。当事務所において調査したところ、本申立てを行った株主がいることの確認はできましたが、イザベルの申立ての有無及び現引未了株式の帰趨については、本レポート作成時点（平成 23 年 3 月 22 日）においては確認できませんでした。

### <スクイーズアウトの強圧性排除?>

スクイーズアウトとは、少数株主を締め出し（Squeeze Out）、完全子会社化することをいいます。

この前段階として TOB が必要であることは前述のとおりであり、株主としては、TOB 価格に満足しない場合であっても、その後のスクイーズアウトにおける買取価格が不明であれば、より低い対価しか受け取れない危険性を懸念します。

このような事情から、やむを得ず TOB に応募する株主が出てくる可能性があります。即ち、いわゆる「少数株主への強圧性」の問題が生じ得るのです。この少数株主への強圧性を維持したまま、スクイーズアウトを行った場合、株主総会の取消事由（特別利害関係者が議決権を行使したことによる著しく不当な決議（会社法 831 条 1 項 3 号））に該当する場合がありますと解されています。

実務では、この点に配慮して、TOB 価格を公表すると同時にスクイーズアウトの対価が TOB 価格と同額であると記載することが多いようです。

本件においても、MBO 開始に関するプレスリリースにおいて、「(スクイーズアウトによって) 株主に交付される金銭の額については、本買付価格を基準として算定される予定です。」と定めています。

## 5. 本件を理解する上でのその他のポイント

### (1) 大量保有報告書記載の保有株式数と議決権数は異なる

上場株券等の保有割合が 5%を超える者は、大量保有報告書を提出しなければなりません（金融商品取引法 27 条の 23、27 条の 25）。この「保有割合」の計算で使用する、保有株式数とは以下の株式数をいいます。

保有株式数 =

所有権を有する株式 + 引渡請求権を有する株式等（例：信用取引により買付けた株式数）

本件でイザベルが提出した大量保有報告書に記載の保有株式数には、信用取引により買付けた（現引き前の）株式数も含まれています。

したがって、本件のように、大量保有報告書における保有株式数と、株主として議決権を行使することができる株式数は異なる場合があります。

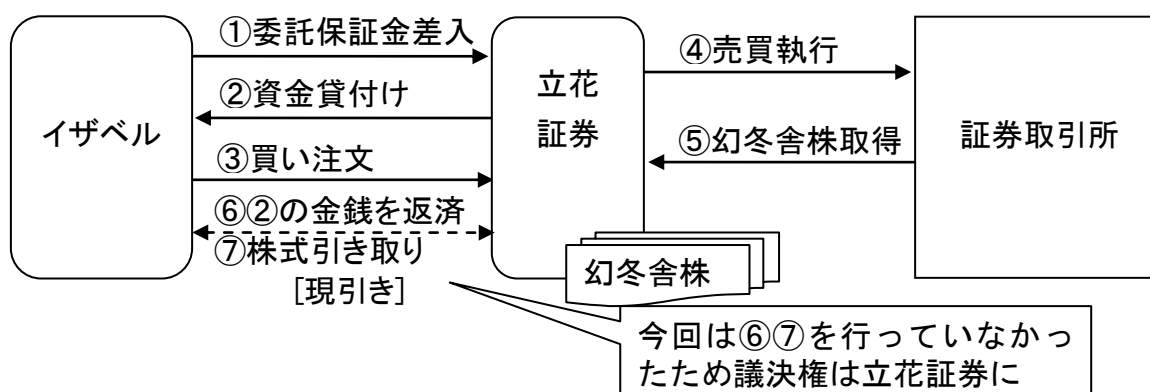
## (2) 信用取引により取得した株式の議決権は証券会社にある

### ア. 信用取引とは

信用取引とは、投資家が証券会社に一定の担保（委託保証金）を差入れることにより、金銭や株式を借り入れ、株式等の売買を行うことをいいます（金商法 156 条の 24 参照）。

信用取引により借入れた金銭の返済（決済）にあたっては、差金決済（当初の信用買いの買付代金と売付代金の差額を決済する方法）または現引き（証券会社に買付代金を支払い、株式を取得する方法）があり、現引きをするまでは、株主としての権利は当該証券会社にあります。

今回の件を図示すると以下のとおりとなります。



### イ. 現引未了株式については、証券会社は議決権を行使しない

上述のとおり、現引きを行うまでは、議決権は売買を執行した証券会社に残っています。しかし、これまでの実務上の慣行では、信用取引の現引未了によって株式を取得している証券会社は、暫定的な地位になりますので、そのような状況下の株主総会では、議決権を行使しないのが通例でした。

しかし、今回は、立花証券の保有した議決権割合が株主総会の特別決議を否決する 3 分の 1 を超えていたこと、イザベルが立花証券に議決権行使を促したことが予想されたことから、その動向が注目されていたのです。

以上

**幻冬舎MBOをめぐるこれまでの動き**

H22/10/29	幻冬舎がMBO実施を発表
11/01	TKHDがTOBを開始
11/12	イザベル設立（英国領ケイマン諸島）
12/29	幻冬舎が、TKHDによるTOB成立を発表 議決権の約58%の株式を取得し、筆頭株主となる
H23/01/07	臨時総会及び種類株主総会基準日
01/20	大量保有報告書でイザベルの取得株式数が約35%であることが判明
02/03	基準日時点でイザベルの取得株式数の大半につき、立花証券が株主であり、同社が議決権を有することが判明
02/15	<ul style="list-style-type: none"> <li>・臨時総会で、MBOに必要な以下の議案（特別決議）を可決               <ul style="list-style-type: none"> <li>① A種種類株式を発行する旨の定めを設ける定款変更</li> <li>② 既発行の普通株式に全部取得条項を付す旨の定めを設ける定款変更（※）</li> <li>③ 全部取得条項が付された株式全部の取得</li> </ul> </li> <li>※ ①の決議によって幻冬舎は種類株式発行会社となるため、②の決議については普通株式の株主による種類株主総会の特別決議も併せて行っている。</li> <li>・イザベル（300株（約1%）保有）は総会に欠席したが書面にて反対の議決権行使</li> <li>・立花証券は総会に欠席し、議決権行使せず</li> </ul>
03/07 まで	イザベルによる取得価格決定の申立ての可能性
03/16	ジャスダック上場廃止
03/22	3/21 現在の株主に対し金銭を交付