

株主価値の最大化、公正正大さに課題

SBIによる新生銀へのTOB

聞き手
上伸保順
経済部

インターネット金融大手SBIホールディングスが昨年9月、新生銀行に事前通知なく仕掛けたTOB（株式公開買い付け）は曲折を経て成立した。一時は新生銀がTOBに反対し、「銀行に対する国内初の敵対的TOB」として注目されたこの案件について、企業法務に詳しい森幹晴弁護士がインタビューに応じ、

「買収される企業の取締役が株主利益のために売却価値を最大化させる公正正大なルールが浸透していない」と述べ、日本のM&A（合併・買収）の課題が浮き彫りになったと指摘した。

——SBIによる新生銀TOBのユースに触れた際の感想は。

森氏 「新生銀は追い込まれてい



ると直感した。SBIは20%以上の銀行株保有に必要な主要株主認可を金融庁から既に取得し、TOB開始に国のお墨付きを得ていると見受けられた。新生銀も買収防衛策を早々と打ち出し、友好的な買い手、ホワイトナイト（白馬の騎士）の有力候補が不在であることをうかがわせた。

新生銀は2019年にSBIとの資本業務提携交渉を行っていたと明らかにしたがその後、マネックス証券と

包括業務提携。SBIは提携の提案を受け入れられなかった形で、こうした場合、日本企業は計画を断念することが多い。

しかし、SBIの北尾吉孝社長はグループの中核に新生銀を据えて出資先の地銀と連携を図る構想や、新生銀が抱える公的資金の返済に取り組む大義を世に問おうと行動に踏み切ったのだろう。

——SBIは新生銀のTOB価格引き上げ要求を拒んだ。

森氏 SBIのTOB価格は1株2000円と約40%のプレミアムを上乗せしていた。十分な条件であり変更の必要性を感じなかったということだろう。

——ISSなど米議決権行使助言会社は、株主に新生銀の買収防衛策への賛成を推奨した。

森氏 ISSなどはSBIが部分買い付けにより実質的に支配権を獲得することなどに懸念を示した。

SBIの傘下会社が金融商品取引法違反を指摘されていたことも影響したのではないか。

——TOB成立をどう評価するか。

森氏 買収防衛策の発動か、買収提案の承認か、株主や規制当局など各ステークホルダー（利害関係者）が見守る中で導かれた結果であり、妥当だ。

ただ、新生銀は防衛策の発動を諮る臨時株主総会の前日になってTOBへの反対を取り下げた。この過程はやや唐突に映り、舞台裏でどのような動きがあったのかも見えない。

M&A先進国の米国では、買収提案の承認が濃厚になった企業の取締役に對し、株主利益を最大化させるため最高値の買い手を見つける義務を負わせる「レブロン基準」が浸透している。

これに照らせば、新生銀の工藤英之社長は「SBIを上回る買い手オファーがあればお待ちする」と公募し、潔く競売の審判役に徹することもできた。日本でも、買収提案を受けた経営陣が株主利益を最優先し、より透明性高く行動する文化が根付くことを期待したい。