

MBOを活用した 株式非公開化

山崎美行

あずさ監査法人/KPMG
トランザクションサービス本部
副本部長
代表社員 公認会計士

■MBOの最近の動向とその背景

昨今、日本市場でもMBO (Management Buy Out) 手法によるM&Aが増加している。一般にMBOとは、「買収対象企業の経営陣が対象会社の株式を買収する取引」を指し、米国ではすでに、MBOはM&Aの手法の一つとして定着している。M&Aの統計資料によれば、日本でも二〇〇六年は件数、金額ともに急増し、それぞれ八〇件および六、八〇億円強と過去最高となった模様であり、この傾向は今後も続くものと思われる。最近は特に大型の案件が注目を浴びており、これら大型案件のほとんどが上場会社を対象としたMBOで、対象会社の株式が非公開となつて

しまうものが多い。また、これら大型MBOの特徴として、ほとんどの案件にプライベート・エクイティ・ファンド(PEF)が出資スポンサーとして重要な役割を演じている。それでは、なぜこのようにMBOを活用した株式の非公開化が近年増加しているのだろうか？

まず、最初に挙げられる点は、株式市場の変化である。日本の株式市場は、これまでの企業同士の株式持合い、物を言わぬ機関投資家の存在等により支えられてきた市場から、企業のグローバル化、選択と集中戦略による株式持合いの崩壊、不良債権問題による金融機関の再編、グローバルでアクティブな機関投資家あるいは個人投資家の増加により、個々の企業そのものの業績、経営戦略により株価が左右される市場に転換している。そのような株式市場環境の下では個々の企業の株価は短期的な投資対象として評価される傾向が強くなってきており、経営者が常に株価の下落リスクに晒されている。株価が下落または適正な評価を反映せず低迷していると、株式上場の最大のメリットである株式による資金調達(エクイティ・ファイナンス)が効率的に行えないばかりか、逆に敵対的買収のリスクに晒されることになり、上場のデメリットのみ目立ってしまうことになる。

次に挙げられる点は、グローバルなカネ余りを背景にしたPEFの台頭である。PEFの調達資金は二〇〇五年以降グローバルベ-

スで二、〇〇億ドルを超え、この内かなりの割合が日本株に振り向けられていると言われている。また、日本国内でのPEFの設立数も急増しており、これらの投資資金は経営者に株式上場市場からのエクイティ・ファイナンスとは別の資金調達の途を提供することになる。PEFはLBO (Leveraged Buy Out) をその投資手法の基本とするので、LBO手法を支える金融機関の融資スタイルの多様化と相まってこの資金は数倍となって企業経営者に資金調達の選択肢を提供していることになる。

■MBOを活用した主な非公開化事例の特徴

MBOによる株式非公開化は、二〇〇七年一月までの過去七年間に公表された主な事例を分析してみると次のような特徴がみられ、上記の背景を裏付けることができる。

①対象会社はPBR (株価純資産倍率) が一以下の会社が多い

二四件中一五件の対象会社はPBRが一以下であり、株価が比較的安く、上場による資金調達のメリットを効率的に受けていないとみられる会社が多い。

②PEFがメインの出資となるケースが多い
PEFを関与させないで取得したケースは、創業者等株式オーナー経営者がすべて取得したワールド、テクノエイト、ヤギコーポレーション等六件で、他はすべてPEFがメイン出資者となっている。

③上場会社からスピンオフするケース

トーカロ、キリウ、小倉興産、フードエックス、東芝タンガロイ、学研クレジット、キンレイ、東芝セラミックスの八件が上場会社である親会社あるいは実質支配株主からスピンオフしており、上場会社がノンコア事業の分離にMBOを活用しているケースが増えている。

■MBOの目的とそのメリット、デメリット

MBOによる株式非公開化の主な目的として各社が掲げているのは、競争激化に伴う業績低迷に対する経営基盤の中長期的な観点からの事業構造改革と、それによる企業価値の向上である。企業価値向上のための大胆な経営改革により発生する短期的な業績悪化に備え、それら経営改革プランについて株主と経営者が直接コミュニケーションを行い、経営を機動的に実行できる株主との関係構築ということである。こうした改革を迅速に行えるようにすることがMBO株式非公開化による最大のメリットとして考えられていることがわかる。

さらに、出資を行うPEF、またはLBO資金の提供者である金融機関からみれば、事業をよく理解している現経営陣が共同出資を行うことにより、株主と同じ目線で経営を継続できることによる安心感があること、経営者の上場規制によるコストやコンプライアンス違反の脅威からの開放、敵対的買収の脅威

からの開放等も副次的なメリットとして挙げられる。

一方で、株式の非公開化には、LBOによる借入金増加、のれんの顕在化による財務体質や収益力の悪化、取引先や顧客への信頼度の低下、優秀な人材確保力の低下等のデメリットも伴う。さらには、PEFはあくまでも三～五年後の当該投資案件のエクジットを目指しているため、長期間に亘り出資者として資金を提供し続けてくれるわけではないことにも留意する必要がある。対象会社の経営者は経営改革を成し遂げた上で、新たな資金の提供者を再び株式上場市場等に求める必要がある。

これらメリット・デメリットを比較検討した上で株式非公開化を決定すべきであるが、やはり究極的には企業価値向上改革をいかに短期間に成し遂げるかが最大のポイントとなると思われる。

上場会社においては、自らの選択と集中戦略の一環として、上場しているグループ会社をノンコア事業としてスピンオフする選択を行うこともあると思われる。スピンオフした後、必ず

しも上場を維持することだけがグループ会社の独立を実現させる方策ではないということを認識し、こうした新たな資金の提供者であるPEFを利用したMBO手法も選択肢のひとつとして検討すべき時が来ているのではないだろうか。

●MBOの件数・金額および投資会社の関与割合

