

M&A戦略における MBOの活用探る

日経産業新聞フォーラム「M&A戦略におけるMBOの広がり」と意義を探る(主催:日本経済新聞社、協賛:アンダーソン・毛利・友常法律事務所、GCAサヴィアングループ、メザニン、後援:経済産業省)が、11月12日に開催された。フォーラムでは、中長期的な経営戦略実行の手段として経営陣による企業買収(MBO)をいかに活用すべきか、成功するMBOとは何かなどについて活発な議論が展開された。



基調講演 MBO―拡大の背景とPE/ファンド活用の是非



東京海上キャピタル社長
深沢 英昭氏

米国発の金融危機によりM&A(合併・買収)の先行きを不安視されたが、日本企業の現状は大型の海外買収が活発である。現に今年一月から九月まで、約十兆円近いM&Aが行われた。そのなかでMBOは、特に二〇〇五年以降、金額で年間約二千億円、件数でも六十件超と増大している。今年も九月までの九月まで六十七件のMBOが発表された。

事業に有効手段か、見極めを

また、企業成長モデルの複層化も影響している。九〇年代の初頭頃までは、企業創業から事業を成長、充実させ、株式公開、さらには東証一部上場企業となる単線型の成長モデルを経営者は目指していた。しかし最近では経営者の価値観、選択が多様化し、上場企業がMBOを通じてさまざまな

プレゼンテーション

アンダーソン・毛利・友常法律事務所
パートナー弁護士
山神 理氏

MBOにおける経営とガバナンス

MBOとは経営陣が参加する形で事業買収を行うものである。MBO後の主要な当事者は、マネジメント(経営陣)、ファンド(スポンサー)、貸付人の三者が考えられるが、それぞれ利害関係が異なる。マネジメントとファンドの間の調整は、MBO契約において一般的に合意される事項として、MBOのプロセス、M

MBO指針後の最新実務



アンダーソン・毛利・友常法律事務所
パートナー弁護士
十市 崇氏

上場会社を対象とするMBOには利益相反性と情報の非対称性という内在的課題がある。〇七年に経済産業省が公表したMBO指針では、「企業価値の向上」と「公正な手続きを通じた株主利益への配慮」という原則が掲げられているが、具体的措置の関係では、後者が重要である。MBO指針は公表後におけるMBOの実務に対し大きな影響を与えているが、近時と



アンダーソン・毛利・友常法律事務所
パートナー弁護士
佐山 展生氏



アンダーソン・毛利・友常法律事務所
パートナー弁護士
梅澤 展生氏

パネルディスカッション 成功するMBO、失敗するMBO

知野 今回のテーマは「成功するMBO、失敗するMBO」である。MBOを二つの大きな形態に分けて考えた。一つは、上場会社が非上場化する形(非上場化型)、もう一つは、企業グループの子会社が独立する形(子会社独立型)である。

- 東京海上キャピタル社長 深沢 英昭氏
- アンダーソン・毛利・友常法律事務所 パートナー弁護士 増田 健一氏
- アンダーソン・毛利・友常法律事務所 パートナー弁護士 近藤 純一氏
- GCAサヴィアングループ取締役一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授 佐山 展生氏
- メザニン代表取締役 笹山 幸嗣氏
- コーディネーター KPMG FAS 代表取締役パートナー 知野 雅彦氏

日本は、〇八年に十九件、上場化は、〇八年に十九件、うち経営陣のみの資金で行われたものは九件。その中でメザニンが活用されたものは一件。優先株式を使った純粋MBOのニーズは潜在的にはもともと存在する。パイプアウト・ファンド活用のメリットを感じられずMBOを断念した経営者もいる。メザニンの理解が増えれば、MBOのマーケットは拡大すると考えられる。

MBO設計するのは「経営者」

非上場化には資金が必要になる。もし純粋MBOが可能ならば、議決権を保持しない優先株式や劣後社債などのいわゆるメザニンの資金を活用して、経営陣が一〇〇議決権をコントロールする形で非上場化、あるいはMBOを考えるとよい。

メザニン理解でマーケット拡大

MBOのストラクチャーでは、次の二つに着目している。一つは、上場会社の場合、買収受け皿会社を用意し、TOBのプロセスを経て、スクイアアウトと呼ばれる手続きを取り、最終的に非公開MBOを行うストラクチャー。上場企業は会社が株主を選べない。MBOを行って非公開化することで株主構成を自由に設計できる。一つは、銀行ローンを中心にデットファイナンスを活用し、一〇〇議決権を確保する普通株式の金額を大幅に圧縮するストラクチャー。必要な出資金の合計額が減り、株主構成も一人ひとりに資金が少なくなり、設計の自由度が高まる。

次世代の株主構成をつくる

佐山氏 場合がある。上場したままだと時価総額が高くなり、株式譲渡、買収が難しく、MBO時に、株式を圧縮することによって自由に設計できるから、次世代の株式へのパイプアウト、相続も一気に解決する。もう一つのケースは、大企業に非上場化である。不況時には持っている場合の株



知野氏



近藤氏



増田氏

説明と価格の適正性検証 目的を開示、独立の判断を

知野 MBOが成功したといえる会社は、業績がMBO前より良くなっている。その上で各当事者が会社にとっての貢献ができたか、また満足を得られているかを検証すべきだ。知野 非上場化型MBOについて向いたい。不特定多数の株主との関係において、利害相反の問題が起ると言われているが、この論点を整理して向いたい。近藤 大別すると二つになる。第一にMBO自体の合理性、目的とそれを、外部に対していかに説明していくか。第二に価格の適正性である。

子会社の独立性ポイント 経営者の参加が出発点に

知野 子会社独立型のMBOのポイント。一つは、MBOの目的、売り手はあくまでも子会社の株主である親会社だが、因るのは親会社が高く売ってしまったら、デッドの負担を背負うのは子会社の経営者になる。経営者がMBOを多額に出せば、インセンティブは多額に出せないのである。佐山 MBOの判断のポイントは二つある。一つは事業の独立性、もう一つは経営者の意識、前者は、例えば、MBOを実行する段階で利害が親会社である場合は、実質的な部分としての位置づけで