

経営戦略研究情報

2008年3月18日 全3頁

2007年のM&A動向レビュー

MBO

～慎重かつ適切な運用を要する「両刃の剣」～

経営戦略研究所
藤島 裕三

2007年のM&A件数は前年比2.8%減の2,696件となった(レコフ調べ)。本シリーズでは同年のM&A動向を主要なテーマごとに概観する。第三回目はMBO。

非上場化MBOにおいては、経営者が不当に低い価格を設定して、株主利益を毀損する懸念が指摘される。透明性および合理性の伴った手続が求められている。

もうひとつMBOに際して、株主ガバナンスの喪失が重要な論点となる。透明性を欠いた経営はハイリスクであり、非上場後にも情報開示の継続が期待される。

MBOの利益相反問題

2007年のMBO(経営者による企業買収)件数は、前年比11.2%増の89件となった。ただし金額ベースでは2,391億円と、前年の約3分の1に止まっている。背景として、MBOが構造的に抱える「利益相反」問題が注目されたため、大型案件が減少したことが考えられる。

個々のMBOには様々な目的があるが、主なものとしては二種類、グループ再編と非上場化が挙げられる。は選択と集中の観点から非中核事業を切り離すため、は株主圧力を排して機動的な経営を行うため。特に利益相反が顕在化するの、非上場化のケースである。

取締役である経営者は本来、株主の利益を最大化する責務を負っている。しかし非上場化MBOにおいては、経営者自身が株式の買い手となり、売り手である一般株主と利害が対立する。そのため、経営者が不当に低い価格を設定して、株主利益を毀損する懸念が指摘される。

2007年4月、レックスホールディングスの一部株主は、公正な株式の買い取り価格を決定するよう、東京地裁に申し立てた。同社はMBO発表前1ヶ月間の平均株価に約14%のプレミアムを乗せた23万円を提示したが、株主側は50万円を下回るべきではないと主張した。

特に問題とされたのは、先立って発表した業績下方修正である。純利益の通期予想を45億円からゼロに引き下げたもので、これにより同社株価は急落。価格算定の基準期間が短いこと、上乘せ幅が不十分なことと併せて、価格を意図的に低く設定しようとする狙いを疑われた。

また7月には、サンスターの一部株主も大阪地裁に、公正価格の決定を申し立てた。さらに同月、テーオーシーのMBOがダヴィンチ・アドバイザーズの対抗TOBにより失敗。これら一連の流れが非上場化MBOを検討する企業に、二の足を踏ませた面もあるのではないかと。



経済産業省による指針

2007年9月、経済産業省の企業価値研究会は「企業価値の向上および公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」を発表した。適切なMBOルールへの在り方を提示することで、「経済的意義を有するMBO」の健全な発展を企図している。

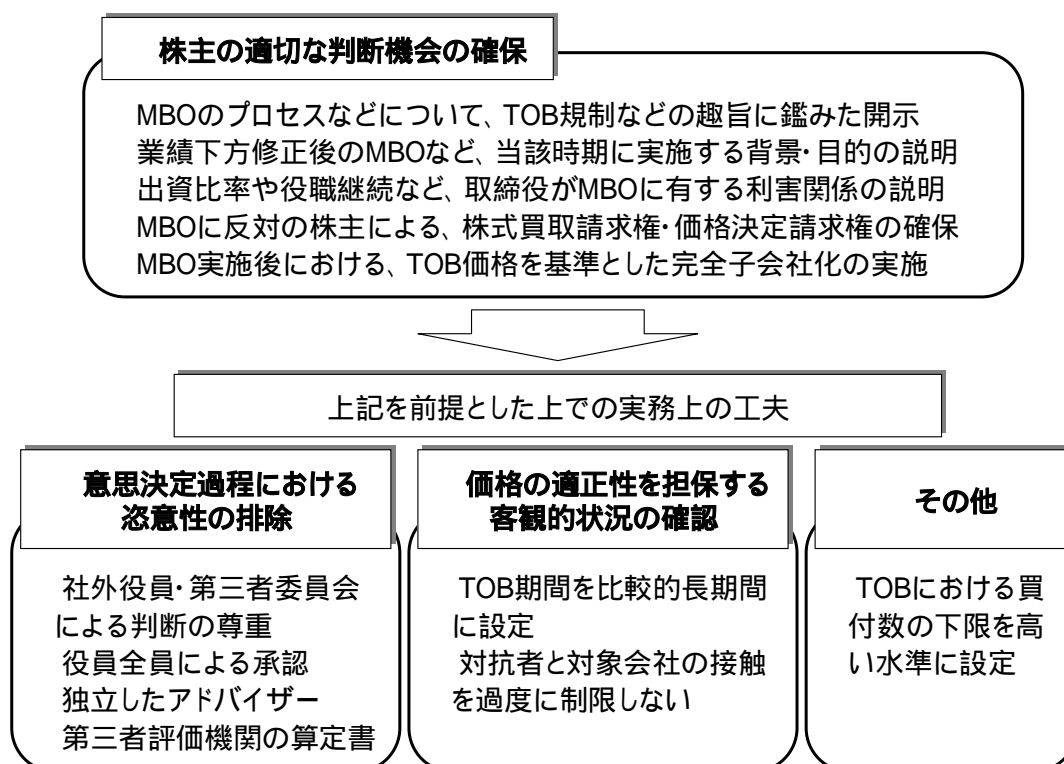
まず大前提として「株主の適切な判断機会の確保」のため、MBOに至ったプロセスや取締役の利害関係など、開示および説明を充実するように定めた。特に業績下方修正後のMBOに際しては、当該時期に実施する背景や目的について、より徹底した説明を求めている。

その上で実務における工夫として、社外役員や第三者委員会に対して諮問する、TOB期間を比較的長期に設定する、対抗TOBを合理的な理由なく妨げない、などを挙げている。個々の施策を案件に応じて組み合わせることで、透明性および合理性の向上を期待する。

サイバードホールディングスは10月、同指針に沿ったスキームによるMBOを発表した。社外取締役などで第三者委員会を構成、TOB期間は30営業日(法定は最短20営業日)とし、買収防衛策も即日停止した。このような優れた事例の積み重ねが今後も求められよう。

なお東京地裁は12月、レックス一部株主による訴えに対して、「下方修正は株価操作を目的とした意図的なものと認めることはできない」と判断、価格引き上げの請求を棄却した。もっとも同社のMBO手続に関しては、「批判の余地」が存することにも言及している。

図表：企業価値研究会による「実務上の対応の整理」



出所：経済産業省「MBOに関する指針」20頁図表をD I R経営戦略研究所が簡略化

株主ガバナンスの意義

もうひとつMBOにおいては、「株主ガバナンスの喪失」が重要な論点となる。非上場化は短期的だけでなく中長期的な視点の株主も含めて、資本市場の眼を排除するためである。上記指針も「会社に対する市場の規律が働かなくなり、会社のガバナンスが緩む」と指摘している。

大規模な事業を手掛ける企業において、経営者が暴走したり過失を犯したりすると、多大かつ広範なステークホルダーが損失を被る。リスクを低減して企業の持続可能性を高めるには、経営者を適切に規律付けることで、最適な企業経営を実現しなければならない。

中長期視点の株主は安定的な収益の増大を志向するため、企業経営の監視役には最適である。企業は株主価値を意識した経営を徹底することで、全てのステークホルダーを満足させることができる。すなわち株式上場の目的は、株主ガバナンスを獲得することにある。

株式上場の目的を資金調達と捉えて、財務ニーズがなければ市場退出は自由とする主張はある。しかし資金調達というメリットは、株主ガバナンスに服することで得られる対価とも考えられる。少なくとも「ファイナンスしないのでガバナンスは不要」という意味ではないだろう。

抜本的な経営再建に際しては、迅速かつ大胆な意思決定を引き出すため、一時的なガバナンス欠如にも合理性は認められる。ただしその際においても、MBO後の中期経営計画を発表したり、財務情報の開示を継続したりするなど、一定の情報開示は履行することが望ましい。

計画発表や財務開示を継続するのでは、MBOのメリットが損なわれるとの声はあろう。しかし透明性を欠いた経営がハイリスクを伴うことに議論の余地はない。特に多くのステークホルダーを抱える大規模会社ほど、説明責任を広範に（株主に対してのみならず）捉えるべきである。

そもそも株式会社制度は本来、大規模公開会社を前提としており、相応の事業スケールに達している、あるいは目指している企業には、資本市場に上場することが当然に求められる。改めて「株式上場」ということの意義を、正しく認識する必要があるのではないか。

もちろん、非上場から上場に至る道筋が整備されている以上は、上場から非上場へのルートも確保することが自然だし、非上場化による経営再建が有用なことはあろう。ただし経営者は、MBOひいては非上場化が「両刃の剣」であることを、十分に認識すべきである。

- 以上