

産業再生、公的部門の 民間開放における MBOの有効性

経営陣が自らの会社を買収するMBOという手法が注目を集めている。英米で発展したこの手法をわが国に定着させるために必要なことは何か。株式会社三菱総合研究所でこの問題を研究する北村元哉氏にうかがった。

経営陣による企業買収

まず、MBO (Management Buy Out) という手法の概要からお聞きしたいと思います。

北村 イギリスで生まれた手法で、一言で言えば、経営陣が、自分たちが経営している会社の株式や事業などを、親会社やオーナーなどの所有者から買収することです。経営陣が株式を買い取って独立するのが最もシンプルなかたちですが、形態は何通りかあります。小さい会社であれば、経営陣だけの出資で足りることもありますが、大型のMBOになりますと、経営陣だけでは資金を負担できず、パイアウト・ファンドやベンチャー・キャピタル¹、金融機関など外部資金提供者が出資することになります。いきおい経営陣の出資比率が小さくなり、パイアウト企業の実質的な経営をファンド、もしくはファンドが送り込んだ人物が担うこともあります。また、ファンドが出資するのは投資目的であり、いずれ売却するのですから、経営陣はそれを前提として買うことになります。

英米を中心に発達した手法と考えると

よいのでしょうか？

北村 ビジネスとしてパイアウトが本格化しているのは英米ですが、両国ではやや相違があります。アメリカではMBOという用語はあまり使われません。アメリカのファンドがよく用いるのは、キャピタルゲインをより効果的なものにするため、買収する会社の資産や将来のキャッシュフローを担保にして外部から借入れを行って、その借入金をテコにして負債比率を高め、少ない自己資金で買収するLBO (Leveraged Buy Out) という手法です。イギリスも実態としてはそういうかたちが多いのですが、経営陣が株式を持つ点により重きを置こうとするのが特徴です。

日本における利用状況は？

北村 われわれと中央青山監査法人とで日本におけるパイアウト市場の動向を調査しており、2002年のデータを4月に発表しました。経営陣が出資しないLBOを含めた数字ですが、パイアウト市場は2年連続で総額1,000億円を突破しています(36頁・資料参照)。また、今年はさらに伸びると予測しています。そして2002年にファンドなどが出資した16案件のうち、半数以上がレバレッ

ジを利かせた買収でした。日本におけるMBOの案件はイギリス的な正統派のMBOというより、アメリカ人に言わせれば、「単なるLBO」というものがほとんどです。ファンドが対等的なかたちで企業を盛り立てていこうというMBOはあまり事例がありませんでしたが、その中で、イギリスの教科書的MBOと呼べる案件の代表例は、日産自動車から出たバンテックという会社のケースです。もともとMBOという言葉をつくり出したイギリスのベンチャー・キャピタル「スリーアイ社」が手がけた案件で、ファンドの出資比率は比較的小さく、経営陣と従業員に任せられるかたちになっています。それだけ経営陣を高く評価したということです。

増加の要因

パイアウトが増加している要因ですが、親会社が「集中と選択」のための事業再編・再構築に迫られ、子会社や事業部門を切り離す手法として用いているということでしょうか？

北村 1990年代に入り、株価が下落し、金

1 ベンチャー・キャピタル[venture capital]: 有望なベンチャー・ビジネスに対し、株式の取得などにより資金を提供する企業、資本。一般的に株式公開時に得られる土地・建物・有価証券などの資産価格の値上りによる利益(キャピタルゲイン)により収益を上げる。



融機関は企業の面倒を見切れなくなった。経済が縮小基調を迎えたという現実を直視するまで長い時間がかかったが、いよいよ資本のリストラチャリングが不可避になった。子会社なり事業部門をスピンオフする際の手法のひとつとして使われている。一般には、そのように説明されます。そういう要因があることは事実ですが、もうひとつの要因として、MBOの有効性に目を付けた勢力の登場があります。日本のメインバンクは、親会社が危機的状態になると、優良な子会社まで不良債権化したとみなし、親会社と同じ金利を適用しようとしたりする。そういう状況に対して、優良な子会社を買い取りたいという積極的な反応が出てきたということです。MBOを用いれば、単に買収するだけでなく、会社の再生を図ることができる。この手法を日本で広めようとする人たちが出てきた。そう理解して初めて現在のMBOの急増に説明がつけます。

経営陣や従業員にすれば、敵対的M&Aの手法と異なり、買収後も経営陣は同じで、雇用も守られやすいといった面で、日本の企業社会に向いているということも

あるのでしょうか？

北村 ファンドが買収するのでも、敵対する同業他社が買収するのでもなく、MBOは第三の道です。そのMBOにしても、将来にわたって雇用が維持される保障はありませんが、同じ顔ぶれで再スタートするスキームという点は日本人向きかもしれません。

日本政府は、MBOを経済再生策のひとつとして利用していくための取り組みをしているのでしょうか？

北村 政府は早くからMBOに着目しています。1998年に通商産業省がMBO研究会を発足させました。英米で利用されているパイアウトを日本の事業再編成に絡めて活用できないか、政府としてとり得る促進策はないかと探っていました。それに対して現場からは、商法の事後設立の検査役制度の問題²を指摘する声が挙がりました。それに対する答えのひとつが、1999年に制定された産業再生法(産業活力再生特別措置法)で、制度面のインフラの整備が進みました。さらに2002年に経済産業省が発足させた第2回のMBO研究会では、ファンドのスキームづくりで現行の投資事業有限責任

組合法³では限界があるといった問題点が指摘されました。

さらに法制度面で改善を要する点は？

北村 案件を実施する上で法律が障壁になっていることはあまりないようですが、企業再編税制ができてから、営業権の償却ができなくなって困っているという話はよく聞きますね。

経営者のインセンティブ

MBOを日本に定着させて、伸ばしていくための条件整備として求められるのはどのようなこととお考えですか？

北村 これまで日本の企業金融はメインバンクを中心とした銀行が主体でしたが、大企業を重視し、中小企業はそれと比較して軽視してきた面があります。貸しはがしに遭ってきたのは大企業ではなく、中小企業です。重要なのは、そこにエクイティプレイ(エクイティに絡んだビジネス)が入ってきたという視点です。今まで大企業の資本を助けることを目的としたエクイティプレイはあり

2 事後設立の検査役制度：変態設立事項のひとつ。資本充実の原則を損なわぬようにするため、裁判所が任命する検査役が適正な価格を調査する制度。
3 投資事業有限責任組合法：正式名称「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」。平成10年6月3日公布。平成10年11月1日施行。業務執行を

行わない組合員が負う責任を出資額にとどめること(有限責任)を法的に担保する「投資事業有限責任組合」の制度を創設することにより、幅広い投資家層による中小・ベンチャー企業への資金供給を促進することを目的とする。

ましたが、ここ5年ほどの動きとして、コーポレートガバナンスを担うエクイティホルダー(資本所有者)の登場ということ

があります。私はその一環としてMBOをとらえるべきだと思っています。今までガバナンスは親会社なりメインバンクがやっていた。それを新しい人たちが担うことになる。ファンドであれ、経営陣であれ、今まで責任を負ってガバナンスをしてきたというほどではありませんから、大きなチャレンジになります。それが日本でどこまで定着するか。私は、MBOが日本に定着する上で壁があるとすれば、そこだと思います。

アメリカはターンアラウンド(Turn-around)の人材も豊富なようですが、日本では企業再生にしても担い手となる経営者が足りないという指摘があります。

北村 経営者として優秀な資質を持つ人材が日本にいないかという、決してそうで

はなく、予備軍はたくさんいるが、埋没しているのとらえる方が正しいと思います。やはり銀行や大企業にいた方が楽だから、といった感覚で、そこそこのキャリアで終わってしまいう能な人材は大量に存在するはずで、そのような人たちに活躍の場を与え、会社再生を図っていくべきです。アメリカでなぜ経営のプロが大量に育ったか、端的に言えば、儲かる仕事だからです。それに比較して、日本の経営者はお金が入らない。それは、株主総会で、思い切った提案をしないからです。「株主と経営陣が一体となって、こういう動きをしたい。であれば、私はこれだけ報酬がほしい。私はそれだけの報酬に見合うだけの成果を上げる。約束した目標を達成できなければクビにされてもいい。」そういう思い切った提案をしない。株主側も経営陣側もそこまでの変化を起こそうという意思も発想もまだ持っていないのです。

制度的に言えば、種類株や退職時のボーナスやストックオプションなど、多種多様な工

夫をするべきでしょう。

そういうインセンティブに関して、日本企業は弱いということですね。

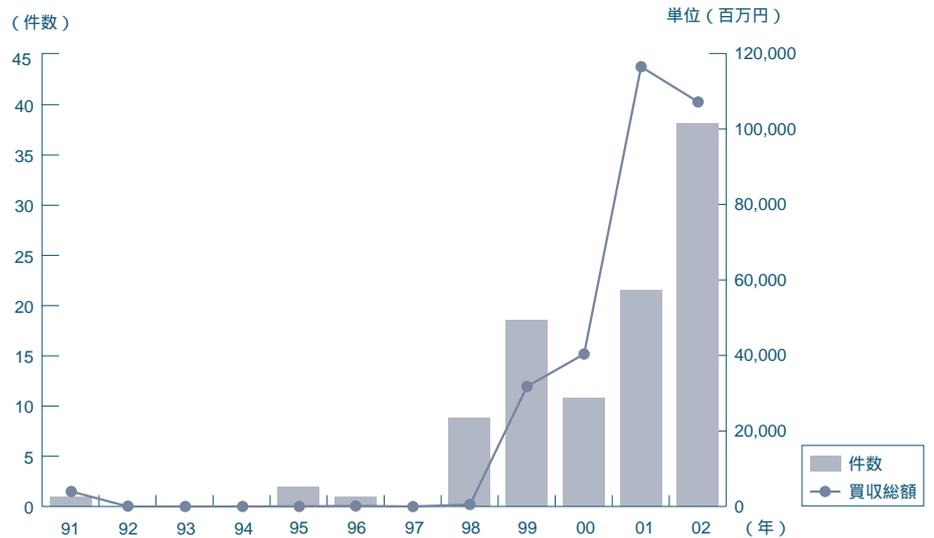
北村 私たちはバイアウトに関するアンケートを毎年実施しており、その中で「優先株を発行しましたか?」という質問をしていますが、昨年の回答で「イエス」はゼロでした。ファンドの人たちとすれば、インセンティブのために株主の差別化をしたい。また、法的には付けられる。ところが、当の企業が付けようとしな。ファンドの人たちに言わせれば、それは「文化的なもの」ということになります。日本企業には、彼に付けるなら、なぜ私には付けない、といった横並び意識が根強くあり、また経営者も、自らそこまで求める人が少ないというわけです。

MBOを成功させるためにはアメとムチが必要です。失敗したら経営陣はきちんと責任をとられる。うまくいけば、サラリーマンからオーナー社長となり、思う存分力を発揮して、一代で財を築ける。あるいは、民営化された国営企業のトップとして大富豪になる可能性も秘めている。そのようなチャレンジが本当に日本に根付くのか、そこが鍵ですね。

リスクを負ってチャレンジする。会社を自分たちの手で蘇らせる。そういう起業の精神に富む経営者がどれだけ出てくるか、つまりメンタリティにかかっていると。

北村 社会全体としても、意識の変革が求められていると思います。経営者兼株主が何年か会社を運営して一儲けしたら去っていく、そういう行動が許容されるのか。私自身は事業再生のプロと呼べる経営者を大量に育てなければならぬと思いますが、日本はファンドが「ハゲタカ」と叩かれる国ですから、個人でそれだけのことをしようと

資料 バイアウト総数



出所：三菱総合研究所 / 中央青山監査法人トランザクション・サービス部

という人物が出たとき、「ハゲタカ経営者」などと呼ばれるかもしれません。

経営者にそれほどのインセンティブを付けるのは、むしろアメリカ特有のカルチャーという見方もできるのでは？

北村 なぜアメリカでそういうカルチャーが発達したかといえば、経済が低迷した時代があり、新陳代謝が求められたからです。そして、今まさに日本がかつてのアメリカと同じように新陳代謝を必要とする時期を迎えています。メインバンクや親会社が手に負えなくなった数多くの会社がある。それらを再生する上で、エクイティレイ、種類株⁴などのスキームは有効なはずですよ。

MBOは、多くの企業を再生することで、産業構造改革を推進する一つのエンジンになる可能性があるということでしょうか？

北村 今年から来年にかけては、破綻しかけた企業を何とかしようというところから始まるでしょうが、やがてそこまで大きな動きに育っていかばよいと思いますね。

民間開放への適用

今、公的部門の民間開放の必要性が説かれていますが、国や自治体の不採算部門の改善に関するMBOの有効性についてはいかがお考えですか？

北村 サッチャー政権時代、イギリスで多くの公的部門が民営化されましたが、その際、MBOが多用されました。一つは公務員の地位という問題があって、民間が公的部門を買収しても、おいそれとは職員を解雇できない。であれば、新たに株式を発行して、経営陣なり、職員に買わせる方がよいということですよ。

また、公的部門の多くは独占か寡占で、

業務についてはそれまで積み上げてきた独自のノウハウがありますから、それをいきなり民間が買ったところで、新しい経営陣ではどこをどういじればいいのか分かるものではありません。その意味でも、業務の遂行はこれまでと同じ人材に任せた方がよいということになります。

ただし、ファンドは事業のノウハウこそないものの、経営のノウハウは持っています。公的部門の運営は概ね杜撰なもので、経営らしい経営がなかった。そこに民間の知恵を少し入れる。ファンドができるのは投資効率などの観点からアドバイスをするとした程度のことですが、もともと公的部門の業務はキャッシュフローがよいものが多いので、比較的小規模な手直しでも価値がぐんと上がり、市場のプレーヤーになって、民営化されたとたん高く売却できる。そのためファンド側から見れば、イギリスの民営化のMBOはことごとく成功でした。

日本では二束三文で売られることが多いようですが。

北村 かつてのイギリスはとにかく民間に売ってしまえ、という態度で進めました。政府はどれだけ価値があるか分からないまま売ってしまい、問題も少なくありませんでした。ただし、イギリスでは民営化において売却先を決める際、必ず入札によって売却先を決めており、不当に安価な価格で売却が行われないように注意を払っていました。一方、ドイツでは、民営化に際してファンドはあまり使われませんでした。民間からの人の入れ方、その際、インセンティブをどのように付けるか、退職金や年金など公務員だった人をどのように手当とするか、そのあたりはかなり参考になると思います。

ただ、日本の現状を考えると、「ハゲ

タカ」と外資に警戒心を持って、あまりに慎重になるのも問題ということでしょうか。

北村 今、リップルウッドやカーライルなどのアメリカの投資ファンドの動きに目を奪われていますが、他の海外の有力なファンドはほとんど日本に入ってきてません。私は、「ハゲタカ」などと拒絶反応を示す前に、日本企業が外資にも見放されたらどうするのか、という危惧を持っています。

今、株価の低迷が騒がれていますが、逆に言えば、これまで日本の株価が高かったのは、安定株主がおり、規制もあったから安心して投資家が投資できたという面があったからだと思います。今株価が低い理由のひとつは、そういった要素が薄まり、魅力が失われたということです。メインバンク制や株の持ち合いなどの高度成長を支えた企業金融モデルは急速に崩れています。とはいえ、安定株主が徹底的に壊れて、個人や外国人が大量に入ってくるまでの流動性も出ていない。そして資本の動きより、人材や株主の意識の変化はさらに遅れています。

特に昨年、「企業再生」と言われるようになるまでは、外資の資金はあまり入ってきませんでした。そういう意味で今、注目されている産業再生機構⁵やRCC⁶の動きの中で、MBOというスキームがどこまで定着するのか注目したいと思います。

株式会社三菱総合研究所 ベンチャー支援事業部 研究員

北村 元哉(きたむら もとや)

1968年兵庫県生まれ。ジョンス・ホプキンス大学大学院卒業。国際関係・国際経済学修士。通信社記者、英字新聞記者、ビジネス雑誌記者を経て1997年から現職。入社以来、欧米、日本に関するMBOなどのバイアウト市場等に関する調査研究を手がける。他の専門分野はプライベート・エクイティ投資など。著書に『アルトマンさんが問いかけるもの』(新幹社・1994)、『世紀末の日本9つの課題』(共著/中経出版・1999)、『MBO入門』(共著/東洋経済新報社・2000)のほか、『週刊ダイヤモンド』、『週刊エコノミスト』等に記事および論文を多数執筆。

4 種類株：議決権や利益配当などの権利内容が異なる株式。

5 産業再生機構：2003年4月設立。預金保険機構などの出資で設立された株式会社。銀行の不良債権となっている貸出先企業の中で、再建可能と判断されるものを銀行(原則として非主力行)から買い取り、主力行と協力して再建計画づくりや金融支援などを行い、企業再建に取り組む。

6 RCC[Resolution and Collection Corporation]：整理回収機構。1999年4月、預金保険機構の全額出資で、住宅金融債権管理機構と整理回収銀行が合併して設立された株式会社。旧住宅金融専門会社および破綻金融機関等から譲り受け、または買い取った資産の管理・回収・処分等が主たる業務だが、一般金融機関からの不良債権の買い取りも行う。