

マネジメント・バイアウト再考

鈴木 一 功 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. マネジメント・バイアウト (MBO) と潜在的利益相反問題

マネジメント・バイアウト (MBO) とは、会社の現経営陣や、事業部門の長が、その企業や部門を買い取る形式の買収行為 (M&A) である。具体的には、企業全体の株式を株主より買い取る、もしくは、事業部門の事業譲渡を受ける形で取引がなされる。買手が個人のため、買収資金を十分に賄えない場合には、買収ファンド (プライベート・エクイティ・ファンドなど) による株式の一部出資や、金融機関による買収ローンを活用したレバレッジド・バイアウト (LBO) の形式で、買収が行われることも少なくない。

一部の先駆的な事例を除くと、日本において本格的にMBOが実施されるようになったのは、1990年代の終わり頃からである。これは、折しも日本企業間のM&A取引が増加する中で、不採算部門の切り離しやノンコア事業の売却に対する企業経営者の抵抗感が薄まったことが背景にあった。また、同時期にプライベート・エクイティ・ファンドが相次いで設立されたことや、金融機関が買収ローンを商機とみなして積極化させたこともMBO取引の普及を後押しした。一方、MBO取引の普及とともに、そこに潜在する問題も表面化する。具体的には、特に上場企業の上場廃止を伴うMBOを中心にした、対象企業の少数株主と現

経営陣との間の利益相反の問題である。

MBOにおいては、被買収企業の情報に日々接して、その企業のファンダメンタルな価値を把握していると思われる当該企業・部門の現経営陣が、自ら企業買収の買手となる。このことは、本来株主の委託を受けて経営に携わり、株主にとっての利益の最大化 (すなわち、買収時の対価の最大化) を目指すべき経営陣が、買手となるために、なるべく安い対価で買収したいという、利益相反の立場にあることを意味する。この利益相反の問題は、上場企業の非公開化を伴うMBOにおいてより深刻である。なぜならば、上場企業においては、日々市場での株価が示されており、情報面で優位な立場にある経営陣から見て、株価がファンダメンタルな価値に対して割安なときのみ、非公開化を伴うMBOを実施する (市場価格との裁定取引) 可能性が高いからである。また、仮に上場企業の現経営陣が非公開化を伴うMBOを視野に経営を行う場合、業績予想を保守的に見積もる、会計上の裁量範囲内で利益を低めに調整する、などの行為を通じて、株価を低めに誘導して、買収対価を低く抑えようとするのではないか、という懸念もある。