

# 日本企業のMBO導入：その背景と目的

## An Inquiry into Japanese MBO Deals ; Backgrounds and Goals

佐藤 一郎  
(Ichiro SATO)

### 【要 約】

1997年から1998年の金融危機を経た後、日本企業は、金融ビッグバンに対応しつつ新たなビジネスモデルの創出を余儀なくされるようになった。新局面に入り、長期にわたって墨守してきた日本的経営を放擲し、アメリカ的経営を選択する例も少なくない。アメリカ的経営手法の特徴のひとつとして、株主主権に基づくM & Aが挙げられるであろう。分けても、敵対的買収はこれまでわが国の企業社会にはほとんど無縁であったが、最近ではこれさえ異例とはいえなくなりつつある。この傾向を懸念する企業のなかには、防衛的措置としてMBOに踏み切る企業が少なからず現れた。

本稿の主題は日本企業におけるMBOであるが、その背景と目的は必ずしも一様には捉えられない。ここでは、個別例を通して共通のパターンを抽出した後、合目的的なMBO像を提示する。

キーワード：合併・買収 M & A、レバレッジド・バイアウト Leveraged Buyout、マネジメント・バイアウト Management Buyout、企業防衛 Corporate Defenses、敵対的買収 Hostile Takeover、投資ファンド Investment Fund

### Abstract:

After the financial distress between 1997 and 1998, corresponding to the Japanese Big Bang, most of companies were up against creating the new business models. Under such circumstances, some were abandoned the Japanese style that they had kept long, some chose the American one. No doubt that acquisition based on stockholder sovereignty may be mentioned. There was little a hostile take over, but it becomes to be real. As a defense, MBO cases has revealed. This issue will be dealt with, be abstracted the common pattern and be presented a vision of MBO.

### Key word:

ICT (Information and Communication Technology), Human being power,  
Use ICT on the emotive side in a business, Technostress

## はじめに

本稿で論じる主題は、最近、日本企業の間でようやく採用される例が稀ではなくなりつつある企業買収の一手法としてのマネジメント・バイアウト (Management Buyout) である。この手法は、文字通り経営者が自らの企業を買収するものであって、いわば所有と経営の一致、あるいは所有と支配の一致を目指したものである。しかしながら、その背景と目的は一樣ではない。この点については、近年日本企業がなべて見舞われている急激な構造変化が密接に関係していることは自明である。これを大別すれば、企業戦略としての事業の絞込みと M&A (Mergers and Acquisitions) の積極的展開であるといえようか。両者は互いに深く関連しているのだが、前者はいうまでもなく、1980年代後半期のバブル期に拡大しすぎた事業多角化の見直しと組織再編、そしてバブル終焉後の不良債務あるいは不良債権の処理を余儀なくされた状況を反映している。後者については、M&A はバブル期にすでに活発な様相を呈してはいたが、その実態は企業の金余りを反映して、日本企業が外国企業を買収する、あるいは提携を結ぶという点が特徴的であった。ところが、近年のそれはバブル期とは 180 度異なった位相を見せている。いわゆる外資が破綻した、あるいは破綻の兆しをみせている日本企業を買収するといった事実が如実に現れている。これらは財務上の鞘取りが動機になっているとはいえ、企業本来のビジネス・モデルに立ち返り、組織の自立をあらためて提示したという点では寄与するところ大であったであろう。またそれ以上に、M&A はきわめて合理的な選択肢であり、日本企業が戦後一貫して墨守し、共有してきた企業買収に対する心理的抵抗を和らげたという点においても与って力があつたといえるであろう。このことが、その後の日本企業主体の企業買収につながっていると思われる。まさしく、世紀転換後には明らかに日本企業間の M&A が増えており、特に最近に限っては、いままでタブーとされてきた敵対的買収のケースさえ稀有ではなくなっている。

このように、日本企業が従前の M&A とりわけ敵対的買収の禁忌を破って積極化する背景には、法的規制緩和とあいまって国内市場の成熟化と縮小化が予想されるなかで自らの生き残りを賭けた再秩序化があることは否定しようがないであろう。加えて、この長期的傾向をさらに加速させる要因に経済のグローバル化が挙げられる。グローバル化とはいえ、実態はアメリカ化であることはいまや周知の事実であるが、その経営の特徴は M&A による財務的効率の追求であるといえる。ときに非情に映る M&A の相貌は敵対的企業買収に端的に現れるが、敵対的買収のなかでも極限と呼ぶべき手法が LBO (Leveraged Buyout) といつてよかろう。LBO とは、梃子の原理を用いた企業買収である。つまり銀行からの借入金か起債による負債かのどちらかによって標的企業を買収する手法であつて、標的企業の規模が買収者のその数倍、ときには数十倍になることもありうる、まさしく梃子を利かした買収と称される所以である。LBO 自体はそれほど新しいものではないが、1980年代初頭から後半期にかけてアメリカで猖獗を極めたのであるが、この LBO ブームを主導したのはパイオニア的 LBO ファームである Kohlberg, Kravis and Roberts (KKR) であり、一方でジャンクボンドに特化した LBO ファームである Drexel Burnham Lambert であつた。一時は、特に投資銀行業界の間で企業買収の花形ともてはやされた LBO も流行現象の末期の例に洩れず、市場が飽和してしまったため、限界に近づき、やがて 1980年代末期には LBO が関与していた Savings and Loans の相次ぐ破綻劇と公的救済による解決をみるところとなり、とうとう 1990年のドレクセルの倒産がさしもの LBO ブームに終止符を打つたのである。

LBO のブームが兆したころは、ちょうど筆者が博士課程で学生生活を送っていた時期に重なっており、その盛行はコーポレート・ガバナンスとの関連からみて瞠目に値する出来事であつて、その後の筆者自身の問題関心の広がりにつながつたのだが、一般には日本的経営への賛歌が頻りに謳われていたため、わが国には無縁の現象として斥けられた感があつた。それにもか

かわらず、筆者はやがて日本企業の間にも M&A が否応なく活発になるであろうと予想していた。その後、この予想に沿って企業を敵対的買収から防衛する方法として、かつて従業員持ち株制度の活用を提唱する論文を著したこともあった。当時と照らし合わせると、わが国にも M&A がなれば日常茶飯化しようとしているいま、まさに隔世の感がある。

さて、本稿はまず、バブル破裂後、連綿と続く規制緩和の波と日本版ビッグバンを経て本格化しつつあるわが国における M&A の事例を中心に取り上げる。分けても、経済界を狼狽させた感のある最近の敵対的買収の事例にまで言及する。

次に、アメリカにおいて専ら敵対的買収に用いられた手法としての LBO を古典的買収法としてのテnder オファーとの対比で論じ、わが国における前者の例と捉えられる事例を観察する。

第 3 に、企業防衛の見地から LBO の変種である MBO の事例を取り上げ、この手法の問題点に言及する。

## I 急増する日本企業の M&A

### 1. 相次ぐ法的規制緩和

すでにわれわれの記憶から薄れつつある 1997 年の晩秋は、北海道拓殖銀行や山一証券等の大型の破綻があたかもドミノ倒しのように次々と出来た画期であった。ちょうど時を同じくして経済界の宿願であった独占禁止法第 9 条の純粹持ち株会社規制が原則解禁され、直後から純粹持ち株会社・金融持ち株会社が続々と誕生したのだが、これは膨張の一途であった系列関係を見直す契機になったと思われる。別の視点でも絶好の契機になったであろう。解禁前は、銀行あるいは事業兼営持ち株会社を中核とする企業グループは資本関係はもちろん、場合によってはそれ以上に役員派遣といった人的要素が重要な紐帯であった。ふつうに考えれば、人的関係とは資本関係を補完するものといえるであろう。このことは、例えば債権債務関係を考えれば明らかである。債権者は、貸付金の回収不能

をあらかじめ回避しようと、債務者を監視する動機に駆られるからである。同様に、資本関係と人的関係のほか取引関係がある。例えばデザイン・インのように、一層緊密化した取引関係においては、緊密度の証しとして資本提携に一步踏み込むことはありうるからである。これら三者は独立に機能するのではなく、また一様にそれらに優先順位を付けられるものではない。相互に微妙に絡み合っているのである。

ところが、持ち株会社が解禁され、旧財閥系企業グループまでが再編されるにつれてより高い次元に移ったとみられる。つまり、1990 年代の終わり前後を中心にざっと振り返ってみると、日本企業は不良債権および債務の処理を優先させねばならなかった。このため事業会社は資金を返済処理に回さねばならず、設備投資の逼迫がさらなる景気悪化を招いた。銀行も同断である。信用創造どころか逆に貸付の回収に奔走しなければならず、こうした後ろ向きの対策しかとらざるをえなかったため、その格付け自体がますます低下し、自力回復はおぼつかない体たらくであった。供給サイドからみると、経済成長は、労働投入量・技術進歩率・資本ストック増加率で決まるとされるが、そのどれもがはかばかしくなかったのであるから、マイナス成長は当然であった。いきおい公共事業への負荷が増すばかりとなってしまった。このカンフル剤が一時効き目を現した時期もあったが、本来の景気の呼び水にはならず、本格回復に至らなかった。結果として政府部門の赤字が膨大化していっただけであった。一方の需要サイドでは、家計の消費性向は停滞か低下の傾向にあり、しかもこのころよりデフレの傾向が兆していたから、生産と消費双方の成長への助走路はあらかじめ塞がれていたも同然であった。したがって、上場企業の平均株価が長期低落し続けたのも自然であった。

こうした隘路のなかでの持ち株会社の解禁は、いったい何を意味していたのであろうか。

すでに触れたように、企業グループは事業持ち株会社を中核とする株式の持合が完成の域に達していたのであるから、独禁法第 9 条の改正は屋上屋を重ねるにすぎないといえよう。だが、

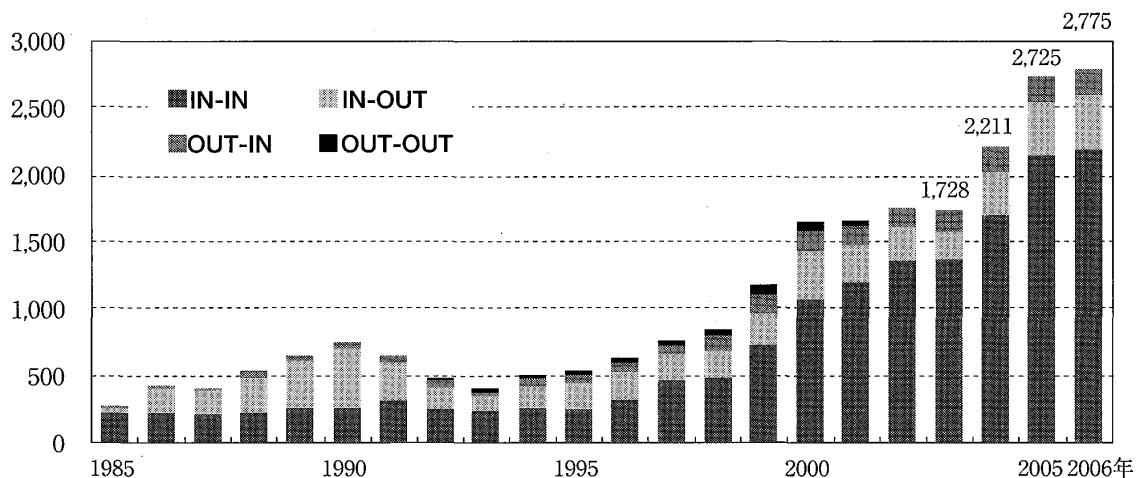
純粋持ち株会社の再現の狙いは、企業グループの再編であった<sup>(注1)</sup>。それまで企業グループは、ワンセット主義に象徴されるように、いたずらに規模拡大を指向し、事業の採算性をなかば無視した多角化に偏りすぎた嫌いがあったのである。国際的に企業間競争が激化しようとする時代にあつては、企業の真の実力が問われるのだが、実力を推し量る尺度は量ではなく質である。量から質への転換こそが急を要する指標であった。持ち株会社は、そのための手段であった。

成長の隘路に陥り、次の成長モデルを模索していた企業グループにとって、当時日本の大企業病に似た症状を呈していたGEの集中と選択の成功モデルは、まさに格好の参照枠であったであろう。したがって、純粋持ち株会社が企業グループ縮小再編のための願ってもない便利なツールになったであろうことは、容易に想像されるのである。こうして、われわれが今日目にするメガバンクに代表される企業グループが出現したわけであるが、これらは、例えば三井と住友の合併に象徴されるように、それ以前であればおよそ想像すら難しい組み合わせであった。その実現自体こそ、企業グループの変質に

等しいと考えられるのである。すなわち、従来であれば企業グループは人的関係が何にも増して重要な要素とされてきたのだが、今日のその中核である純粋持ち株会社の内実は、資本の塊という意味合いこそあれ人的関係とは無縁な抽象的存在である。この抽象的な自己疎外物がグループを戦略的な事業を中心に再組織化し、非戦略的な部門や組織を断片化・周縁化していったとみられる。このことは、ただちに従来の持ち合い関係の解消を意味する。再組織化から取り残された組織の株式は、すでにその受け皿が期待できないのであるから市場へと還流していかざるをえなく、株価は低落する。畢竟、投資家から見て、それらの株式が割安となるのは火を見るより明らかである。こうしてM&A活況の下地が整えられたのである。あとは、M&Aの阻害要因となりうる法的規制の撤廃と緩和、そして豊富な余剰資金に恵まれた内外の買い手が現れるのを待つばかりであった。

事実、ほどなく市場メカニズムを唯一の価値基準とする日本版ビッグバンが実現すると、堰を切ったように、相次いで各種の法制度の改変が行われた。主なものを列挙すれば、1999年に

〔図表1-1〕 M&A 件数の推移と形態



〔データの見方〕

- IN-IN 日本企業同士のM&A
  - IN-OUT 日本企業による外国企業へのM&A
  - OUT-IN 外国企業による日本企業へのM&A
  - OUT-OUT 日本企業が海外で買収した企業が絡らむM&A
- (出所) レコフのデータベースより

は商法改正により株式交換制度・株式移転制度が導入され、2000年には和議法に代わってより使い勝手のよい、それゆえスムーズな破綻処理を可能にする民事再生法が企業再生のための強力なツールとして提供されるところとなった。新世紀に入るや否や、新株予約権制度が立法化され、2006年になると新会社法と金融商品取引法（日本版SOX法）が施行され、2007年には先送りされたいわゆる三角合併が認められるに及び、いよいよわが国にも本格的な金融の時代の到来をうかがわせる状況となる。

## 2. M&Aの活発化

上のプロセスにまるで平仄を合わせるように、わが国におけるM&Aの件数は増加している。もちろんこのことは、偶然の一致などではない。図表1-1は、プラザ合意のあった1985年から2004年までのM&A件数の推移を表したものであるが、これを見るとちょうどバブル期にM&Aが活発になり、その後日本経済の低迷とともに落ち込みをみせ、金融ビッグバンを経てからはバブル期と比べはるかに活況を呈していることがわかる。

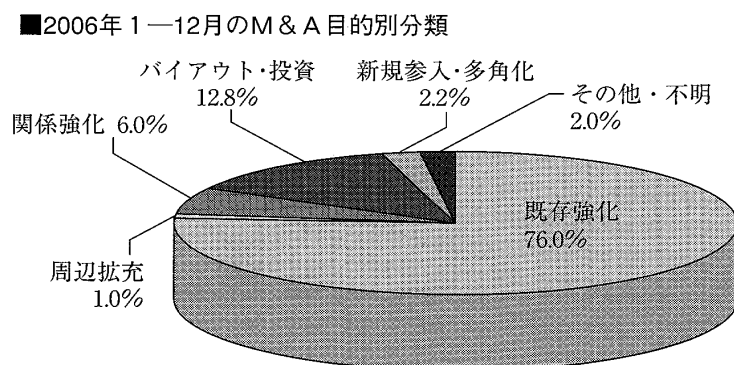
また、そのM&Aに要した金額も件数に比例して増加しているのは当然である。1997年における金額ベースは2兆円に満たなかったが、翌々年から7兆円規模にまで成長し、2004年には一気に12兆円ほどに急膨張したのである。

次に、最近のM&Aの目的を見てみよう。図

表1-2は目的別分類を表したものである。これを見ると、「既存強化」がM&Aの目的の筆頭を占めるが、その地位は徐々にではあるが、低下している。この低下分を埋めているのが、「バイアウト投資」の項目である。この点は従前ではほとんど見られなかった新しい要素である。というのは、いままではM&Aの主体といえば事業会社を中心であったから、その目的は企業間の関係強化であったり、市場への新規参入あるいは事業多角化またはこれらと絡んだ独自の技術情報の獲得などが挙げられた。その点では、バイアウトは手段でしかなかったのであるが、バイアウト自体が目的化することとは、投資や投機それ自体を本業とする主体が前面にでてきたということである。この種の典型的な主体は、投資会社である。図表1-2は、投資会社がM&Aに主体的に関与した件数を表しているが、近年その存在がきわめて目立ってきている事実が一目瞭然であろう。

これとの関連から、やはりM&Aが活発であったバブル期との比較をみると、近年のM&Aの特徴が透けて見える。一例を1988年のM&A件数に求めると、550件、金額ベースで2兆円ほどであったとみられるのだが、それでもバブル期以前の数倍に達していたのである。特徴的なのは、その形態が日本企業による外国企業の買収が全体の60%近くを占めたという事実にあった。沖田健吉によれば、当時のM&Aは今日言うところのマネーゲームではなく、あくま

〔図表1-2〕M&Aの目的別分類



(出所) レコフのデータベースより

でも事業上の必要性に基づいたものであったといえる(注2)。当時、この現象は「国際化」と呼ばれていたが、その本質は日本の大企業を中心とした企業内取引の延長であって、この限りでは日本企業の多国籍化と並行したプロセスであった。この点では、今日のグローバル化とは逆の位相である。今日、わが国におけるM&Aを概観すると、投資会社が日本企業の直接の買手となったり、あるいは買収に介在しているケースが多い。図表1-3は、このことを如実に示している。特に、2002年以降のその伸びは、驚異的ではある。内訳を詳しく見ると、2003年のM&A件数は147件であるが、うち国内企業同士が98件を占め、外国企業が国内企業を買収した件数は49件であった。これに対して、2004年では、全部で296件のM&Aが成立し、前年より倍増している。その内訳は、外国企業が国内企業を買収したケースが97件であり、国内企業同士が197件であった。今まで見られなかったケースは2件の外国企業同士のM&Aである。2007年の三角合併の解禁以降は、さらなる伸びが予想される。余談ながら、投資会社はわが国にはない企業形態であるが、アンダーライターやディーラー等の業務に携わっているから、わが国の証券会社と同じと見る向きが多い。しかし、平均すれば、その利益の源泉

の規模や収益の効率からみて、M&A関連業務が中心であるから、わが国の証券会社と同一視はできない。アメリカの投資会社は、しばしばビジネススクール修了者をアナリストとして吸収し、ときには彼らの最大の雇用主となるのだが、彼らが過酷な就業環境で財務偏重のさまざまな買収技法を開発した事実は見逃せない側面であろう。

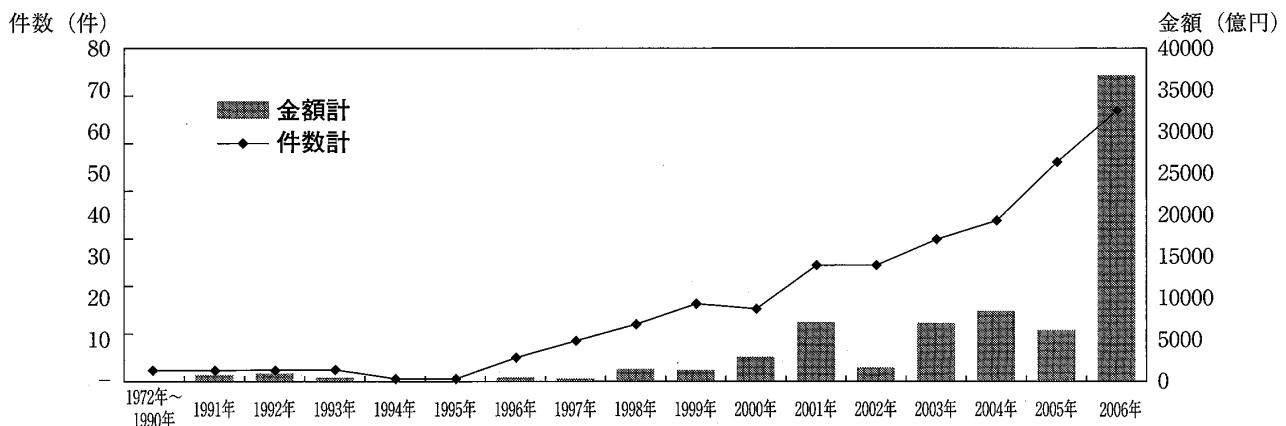
もちろん、露出頻度が高く、手がける案件がセンセーショナルになるケースが多いためか、アメリカの投資会社が目立つが、日本の銀行系や証券系の企業、ひいてはこれらに属さない独立系も案件数が多くなってきているのも事実である。

## II 日本企業における敵対的買収

### 1. 続出する敵対的買収

最近の日本企業におけるM&Aに見られる特徴は、敵対的と思われる企業買収の案件が目立つ点である。戦後、わが国において日本企業を対象とした敵対的とみられる買収案件は、かつてのミネベアが三協精機に仕掛けた例、あるいは1987年の小糸製作所を相手にアメリカのT・ブーン・ピケンズが仕掛けた例などが有名であるが、いずれも失敗に終わっているように、

〔図表1-3〕日本の企業に対する投資会社のM&Aの件数と金額の推移



(出所) レコフのデータベースより

例証に事欠くほどきわめて稀有であった。両例とも当時の社会通念からみれば、やや例外中の例外と考えられなくはない。というのは、前者のケースでは、当時珍しく M&A によって成長を果たしてきた、その意味で異色の経営者とされるミネベアの経営者・高橋高見が三協精機に敵対的買収を実行したものの、三協はメインバンク陣を盾に抵抗し、これに対抗してミネベアが三協の取締役を相手に株主代表訴訟に訴える事態にまで発展し、泥沼化の様相を呈するに至ったのである。やがてミネベア自体が外国企業から敵対的買収の標的にされるといった流言蜚語に怯え、自社防衛のため攻撃の矛を収めたという経緯があったからである。後段の経緯などは、バックマン・ディフェンスあるいはホワイト・ナイトを髣髴とさせきわめて興味深いものがある。また後者のケースは、トヨタの系列化にある有力企業・小糸製作所の株式を他社の名義で買占めたピケンズが同社に対して敵対的買収を実行するものと評されていたが、実はすでに取得していた持分を高値で買い取って欲しい旨、親会社に要求したというものであった。世評、ピケンズはアメリカ国内の大手石油企業であるメサ石油の経営者であるが、実は名うてのグリーンメイラーとして勇名をとどろかしていたのである。グリーンメイラーは、わが国ではよく仕手筋と混同されがちであるが、厳密には無論異なる。その目的は、あくまでも取得株の高値での売買であって、ときとしてそのように装う場合もあるとはいえ、企業統治の改善や企業価値の追求にあるのではない。

さて、さきに近年わが国では M&A が積極的に行われるようになったと述べたが、ここでは敵対的買収とみられる具体例を主にみてみよう。図表 2-1 は、わが国で係争に発展した最近の主要な M&A の事例をまとめたものである。これら事例の中で直接買収に関係するわけではないが、その可能性も含めて敵対的とみなされる案件は、M&A コンサルティング（いわゆる村上ファンド）が東京スタイルと昭栄に対して仕掛けたものである。前者の場合、村上ファンドと東京スタイル経営陣との間で熾烈な委任状合戦（プロクシー・ファイト）が展開さ

れ、東京スタイル側が辛くも防衛したように見受けられた。東京スタイルおよび昭栄が、なぜ争いの標的とされたのかといえば、両社が豊富なキャッシュフローを蓄えていたからである。このことは、次のユシロとソトーにも共通する。両社ともにアメリカの投資ファンドであるステイール・パートナーズ・ストラテジックファンドに TOB をかけられたのである。両社の防衛策は次のようなものであった。ユシロは年間配当額を予定の 19 円から 200 円へと 10 倍以上引き上げ、かつ既存株主にステイールへ応札しないようはたらきかけた。これに呼応した株主が応札しなかったため、TOB は失敗に終わったのである。同じく、ソトーも敵対的 TOB に対して、年間配当額を 13 円から 200 円へと大幅に引き上げたため、応札者は無きに等しい結果となったのだが、このケースについては後に付言したい。

ユニゾン対カネボウのケースは、やや複雑である。カネボウは、旧名を鐘淵紡績と称したように、古い歴史を誇る紡績会社であるが、紡績事業はとうに収益機会の乏しい部門になっており、主な収益源は化粧品部門であった。言ってみれば、同社のクラウン・ジュエルが化粧品部門だったのである。社内では、このクラウン・ジュエルを他社に切り売りし、窮状を打開するという政策をめぐって対立抗争があったのだが、2003 年中間決算の債務超過ひいては銀行による破綻懸念先への分類替え、はたまた会計粉飾の問題が表面化し、混迷の極みにあった。この混乱に乗じるかのように、国内の投資ファンドであるユニゾンが 2004 年、同社経営陣に対して買収提案を行ったのである（注 3）。しかし、この提案は奏功せず、結果的に当初の計画どおり花王の傘下に入ることで決着をみた。

ここで事柄の性質上、看過できないのが 2006 年のライブドア事件である。マスコミ各社がいよいよ日本に本格的な M&A 時代が到来したかのように論じる扇情的な報道も手伝って、一般にも企業社会にも与えた影響は大きかった。ライブドアの及ぼした反響度の大きさといち早い金融技術の応用とは、どこか三島由紀夫の小説「青の時代」を想起させるものがある。とはい

〔図表 2-1〕 わが国における近年の主要な M&amp;A の事例

年	買収者	標的企業
1999	ケーブル・アンド・ワイアレス (英系)	国際デジタル通信
2000	ベーリンガーインゲルハイム (独系)	エスエス製薬
2000	M&A コンサルティング	昭栄
2002	同	東京スタイル
2003	ダノン (仏系)	ヤクルト
2003	スティール・パートナーズ (米系)	ユシロ化学
2003	同	ソトー
2004	ユニゾン	カネボウ
2004	住友信託銀行	UFJ 信託銀行
2006	ライブドア	ニッポン放送
	王子製紙	北越製紙

(出所) 新聞等の情報を基に筆者がまとめたもの。

え、事件の本質はきわめて単純である。理由を述べる前に、この事件のあらましをみることにしよう。ライブドアが TOB の対象としたニッポン放送は、同社を規模の点ではるかに凌駕するフジテレビの事実上の親会社として機能していたのだが、このねじれ現象の解消はフジテレビ・グループにとって長らくの懸案であった。2006 年初頭、このねじれの解消に向けて同グループは動き始めたのであるが、その間隙を衝いてライブドアがニッポン放送株の買占めに走ったのである。買収の目的は、ライブドアの幹部の言によれば、「インターネットとテレビの融合」であり、つまるところシナジー効果を狙ったものであるという。それ自体、格別の斬新さはない。アメリカで AOL がタイム・ワーナーを買収するときにも同じような言説が流布されたからである。はからずもライブドアの提案は、買収の真の標的がニッポン放送ではなく、フジテレビであると表明したようなものである。そもそもこの種のねじれ現象は、さきのカネボウにも一部みられたが、技術革新による産業構造の変化とともに、例えば富士電機と富士通、豊田自動織機とトヨタ自動車、NIT とドコモなどグループ内に生じがちである。統治にかかわる問題である以上、例えば純粋持ち株会社の機能を活かせば、早期に解決できる問題なのである。この点で、フジテレビは隙がありすぎた嫌いがある。二者の係争は、フジテレビ側がポイズン・ピルの導入を検討し始めた時点から新たな

局面に入った。そして、これをめぐって係争の場は裁判所に移ったのであるが、一、二審ともポイズン・ピルの目的はフジ側経営陣の保身であるとしてこれを認めなかったため、結局は二社の妥協に落ち着く。

ライブドア事件から得られる新しい知見としては、以下が挙げられるであろう。

まず、ライブドアがニッポン放送の買収に際して、アメリカの大手投資会社リーマン・ブラザーズから大量の資金を借り入れていたという事実である。このことは、同社のニッポン放送への TOB がわが国初と思われる敵対的 LBO 型であるとの認識につながるであろう。

次に、急激に成長する新興の事業会社にままありがちな傾向として、M&A に積極的な姿勢があるのだが、ライブドア自身も例外ではなかった。前身のエッジのころから、買収を繰り返して成長を果たしたのだが、現社名も無料のプロバイダの倒産後、買収してその社名を復活させたところに由来するのである。あくまでも買収自体は、シナジー効果や時間の節約、技術の獲得、市場参入といった目的のための手段にすぎない。ところが、同社の例に典型的にみられるように、買収が具体的成果を現す前に株価との正の連動をみせるようになると、株価を必要以上に意識せざるをえなくなる。まして企業価値を標榜する企業なら、なおさらこの傾向が強くなり、畢竟買収そのものが自己目的化するようになるのである。加えて、個人投資家の幅広



い参加がこの傾向を助長する状況がある点も否めない。

## 2. 何をもって「敵対的」とするか

敵対的買収を論じる前に、まず何をもって「敵対的」とするかの定義が問題である。というのは、戦略上、企業買収を選択した買収者は、当然のことながらその成功を目論んでいるのであるから、彼にとってはすべての企業買収は「友好的」なのである。したがって、「敵対的」か否かの判断は、標的企業の側にあることになる。通常、その判断は標的企業の経営陣に委ねられている。彼らが、かかる買収を「敵対的」と判断すれば、その買収は敵対的となるのである。ここまでは異論なく首肯できるところであろう。問題は、当経営陣が「敵対的」と判断した根拠にある。

この問題は、周知のように、株式会社機構の古くも新しい問題である。英米の企業システムにあっては、この問題はほとんど自明であろう。なぜなら、エージェンシー理論に反映されているように、当該システムにおいてはストックホルダーこそが企業の主権者であるからである。企業の最高意思決定権者が経営者であっても、変わりはない。彼の決定権の最大の拠所は、受託責任にあるからである。彼の経営判断はかなりの裁量性をもっているとはいえ、そこに恣意性と自己保身が占めてはならないのである。この点においても、経営者の権能が大とされる日本企業にあってライブドア事件が投げかけた波紋は大きい。

さて、被買収側企業の経営判断の正当性をめぐっては、既にわれわれはユノカル基準とレブロン基準とを手に入れている。ユノカル基準は、さきに例示したブーン・ピケンズのメサ石油がユノカル石油に敵対的買収を仕掛け、これに対抗してユノカルの経営陣はその株式を自社の社債との交換買い付けによって防衛を図ったため、メサは当該買い付けの対象者から除外されていたとの理由でこれを差別的取扱いであるとして訴え、勝訴したものの上訴審で逆転敗訴となった1985年の審決を指している。審決内容は、①取締役が彼らの地位を固めようとするこ

とを唯一ないし主要目的として行動したのでない限り、会社は株主間において差別的な取り扱いをなすことができる、②取締役は利益相反に直面している。そのため、取締役は、他社の株式保有によって会社の方針や効率に危険が生じていると信じる合理的根拠を示さなければならない（立証責任）。しかし、誠実性と合理的な調査を示すことでこの負担を果たすことができる。さらに、このような証明は、社外の独立した取締役が前述の基準に適合して行動し、このような取締役が過半数を占める取締役会の承認を得ることによって、相当の程度高められる。③対抗措置が経営判断原則の領域内に属するというためには、それは提示された脅威との関係において合理的なものでなければならない。ここでいう脅威には、たとえば、提示された買収価格の不適切さ、買収の性質やタイミング、違法性、株主以外のステークホルダーに対する影響、不達成のリスク、交換に提供される証券の質などが含まれる（大杉謙一、〔2005〕a）。以上が審決の大意である。

レブロン基準（1986年）は、ステークホルダーとの関連を考えるうえで重要である。レブロンは敵対的買収に遭った。対抗上、レブロンはホワイト・ナイトとノーショップ条項付きロックアップ・オプション契約を結んだ。結果、レブロンは敵対的買収者と友好的買収者との間で競売対象となったのであるが、このことによって取締役の義務内容に変更が生じた。つまり、デラウェア最高裁の判断によると、取締役会の責務は企業存続から株式の買い付け価格の最大化へと移ったのである。買収においては、ステークホルダーへの配慮はあくまでも株主利益との関連でのみ許容され、レブロンのケースのように、買収合戦に陥った場合、ステークホルダーへの配慮は不適切とされた。したがって、それぞれの買収者の提案が似通っており、標的企業の解体が不可避であったとき、一方の側に優遇措置を施すことはユノカル基準に適合しない、としてレブロンへの防衛措置に対して無効としたのである（大杉、〔2005〕b）。

### Ⅲ 日本の MBO

#### 1. アメリカにおける 1980 年代の LBO

レバレッジド・バイアウト (LBO) とは、企業買収の一手段であり、金融機関からの借入金か起債によって調達した資金を買収に用いる手法である。LBO そのものは、とくに新しくはなく、かつての会計上の資産 (売掛金、棚卸資産、固定資産等) を担保として負債を買収資金に活かすブーツ・ストラップ・アクイジションと呼ばれた手法の焼き直しであるといつてよい。この手法の際立った特色は、標的企業の資産を担保に大規模な資金を借り入れるか格付けのきわめて低い高リスクの債券を発行して、買収資金に充てるというところにある。その後、ジャンク・ボンド市場の生成、ひいてはメザニン・ファイナンスの発展、負債の活用を促す税制上のインセンティブの賦与などの背景が 1980 年代の M&A ブームにつながったのである。図表 2-2 は、1980 年代前半期において成功した TOB 件数とその方法別内訳を表している。

この図表の時系列から、TOB がより活発であった 1984 年をみると、成功した取引件数が 89 件であり、その資金源が銀行借入によるものが

65 件、金額にして 240 億ドルともっとも多かった。この図表は、大まかな傾向を説明してはいるものの、やや正確性に欠ける。そこで、1980 年代の M&A 中 LBO に焦点を絞り、さらに LBO のリーディング・ファームである KKR の扱った案件を抜き出したものが、図表 2-3 である。これを見ると、たしかに 1980 年代をとおして M&A が活発であったことがわかる。とくに後半期には増加傾向にあったのだが、分けなくても LBO 型 M&A の地位は相当の比重を占めており、もはや無視できない存在になっていた。

1976 年創立と投資会社のなかでも比較的新しい KKR は、LBO に特化した投資会社として有名であるが、この図表には金額の項目がないため、そのプレゼンスは過小評価されやすいかもしれない。そこで、KKR による LBO 取引額平均値を抽出してみると、1981 年の 2 億 7000 万ドルから始まり (翌年は 0)、1984 年の約 8 億 5000 万ドルまで増加傾向にある。1985 年からは、数値が一桁上がり、さらに 1989 年は 314 億以上に達したのである (Baker/Smith, [1998])。いうまでもなく、同年は最大の、そして LBO の代表例とされる RJR ナビスコの案件が成功し

〔図表 2-2〕 アメリカの TOB 成功件数と資金調達 (単位 10 億ドル)

資金源	1981	1982	1983	1984	1981 ~ 1985	1/1/85 ~ 7/1/85
内部資金	\$5.5	\$ 1.3	\$ 0.8	\$4.3	\$ 11.9	\$ 1.0
%	26.3	13.8	13.8	14.9	18.3	6.8
取引数	32	22	20	50	124	19
銀行借入	\$14.7	\$7.4	\$ 5.0	\$ 24.0	\$ 51.1	\$11.4
%	70.3	78.7	86.2	83.0	78.6	77.6
取引数	41	38	29	65	173	27
債券発行	\$ 0.0	\$0.1	\$0.0	\$0.1	\$ 0.2	\$ 2.0
%	0	1.1	0	0.3	0.3	13.6
取引数	0	1	1	2	4	6
株式発行	\$ 0.7	\$ 0.6	\$0.0	\$0.5	\$1.8	\$0.3
%	2.3	6.4	0.0	1.8	2.8	2.0
取引数	1	1	0	6	8	3

〔出所〕 Altman / Nammacher, 1987, *Investing in Junk Bonds*, JohnWiley&Sons, Inc. 「訳書」 P.160.

合計は省略。

〔図表 2-3〕 アメリカにおける M&amp;A, LBO

	M&A 件数(A)	LBO 件数(B)	B/A(%)	KKR 組成(C)	C/B(%)
1981	2,328	99	4.3	7	7.1
1982	2,299	164	7.1	0	0
1983	2,395	131	9.6	3	1.2
1984	3,176	254	8.0	6	2.4
1985	3,490	255	7.3	4	1.6
1986	4,471	339	7.6	2	0.3
1987	4,037	279	6.9	3	1.1
1988	4,049	381	9.4	3	0.5
1989	3,766	371	9.9	1	0.3
1990	3,663	224	6.1	0	0

〔出所〕 Baker / Smith, 1998, *The New Financial Capitalists*, Cambridge University Press.  
 「訳書」 P.26.

たからである。

ここで、1980年代の買収ブームを胚胎した1970年代の環境に言及しなければならない。当時、アメリカは不況期の渦中にあり、事業会社は生産性の過剰に悩み、利子率はきわめて低い水準にあった。ところが、大企業では所有と経営の分離が高度にすすんでおり、経営者の地位はこれまでになく安定していた。ほとんどの株主層は少数に分裂し、経営陣へのチェック機能など果たそうにも有名無実化していたため、放漫経営が蔓延している状況であったと思われる。このような状況にKKRをはじめ投資銀行の勃興が重なるのは、必然であったかもしれない。こうした文脈からは、M&Aの狙いは経営規律の復活あるいはコーポレート・ガバナンスの向上にあったとみられるであろう。確かにその側面もあったであろうが、投資銀行はそれを主目的にしたわけではない。投資銀行はファンドを組成し、自ら牽引役となり、ファンドの財務構成をほとんど負債で占める方法で買収を成功させると、負債を返済するために早々に企業価値を高め、ときには再上場させ買収先企業を売却する、あるいは部門を切り売りし利益をあげることを目的にしていたのである。

M&Aブームは多大の犠牲と禍根を残した。買収された企業の経営陣は、早期にキャッシュフローを実現するために不採算の工場の閉鎖、人員削減、部門縮小などあらゆる手段をとるよ

う強いられたのである。目標未達の経営者は更迭され、被雇用者の多くが解雇され、ステークホルダーは等閑視された。やがて、世論が沸騰し、M&Aは弾劾されることとなり、ジャンク・ボンドという未開地を開拓し、ドレクセルを第一級の投資銀行に育てた時代の寵児マイケル・ミルケンが司直の手に委ねられるに及び、ついには同社が破綻した時点をもってさしものブームも終焉を迎えたのであった。

## 2. 日本における LBO と MBO

トムソン・ファイナンシャルのデータに基づく、2005年時点での世界全体のM&Aの市場規模は、2.76兆ドルに上った。この数字は、過去最大の記録を残した2000年の約3.46兆ドルに迫る勢いである。2006年はこの記録を更新するかもしれないと観測されている。一方、日本企業を対象とするM&Aは、2005年時点で1559億ドルであり、世界市場に占めるシェアは5.7%であったとされている。

2000年はアメリカのITバブルが瓦解した年であり、翌年から翌々年にかけてエンロン事件など資本市場に対する信頼性を失墜させる企業犯罪が続出したにもかかわらず、上記の事実は早くも市場への信頼性が回復したということがかがわせる。信頼の回復には、2002年のサーベンス・オクスリー法の施行が寄与していると思われるが、その経緯はどこか1980年代の

M&Aブームとトレッドウェイ委員会報告書もしくはその後のCOSOレポートとの関係を想起させて興味深い(土田義憲、〔2003〕)。

周知のように、バブルの崩壊はわが国に塗炭の苦しみを残したのだが、とりわけ不良債権問題に悩まされる大企業グループには系列企業間の持ち合い関係の解消が徐々にみられるようになった。株価の長期低落はほとんどの企業の株価を割安と位置づけ、超低金利は外国投資銀行にとっては絶好の投資機会を提供したのだが、こうして事実多くの投資会社がわが国の名だたる企業の買収につきつぎと着手していったのである。この現実の前には、人々のM&Aに対する固定観念は雲散霧消するほかはなかった。逆に、M&Aは市場参入への時間を省略し、新技術獲得のための不可欠の方法であり、このうえない利益を創出する戦略であるとの認識が急速に伝播していった。そして、アメリカで悪評の高かったLBOでさえもわが国にみられるようになった。

図表2-4は、近年の日本におけるLBOとMBOの主要事例を表したものである。これら事例のなかで2001年のジャフコがドイツ銀行グループの手を借りてヴィクトリアを買収した例、2003年アメリカの投資銀行リップウッドが日本テレコムを買収した例、2004年同じくアメリカの投資銀行カーライルがDDIポケット(現ウィルコム)を買収した例がLBOにあたる。うち、日本テレコム買収はわが国最大のLBO案件であった。

一覧から明らかなように、MBOのケースが大部分を占めているのであるが、その背景と目的はさまざまである。茨城ライスミルのケースでは、同社は大倉商事の系列企業であったのだが、大倉商事の倒産後、破産管財人から経営陣が経営権を譲り受け、独立した。日本高純度化学は、わが国で最初のMBOとされているが、創業者が後継者難に直面し、会社の身売りを考えていたところ経営陣が富士銀キャピタル(現みずほ銀キャピタル)の支援を得て、創業者保有の同社株式を買い取った。このようなケースは、一種の暖簾分けであるが、その意味でMBOは日本の企業風土に合った抵抗感のない

手法であろう。今後、とくに中小企業ではこの種のケースが増えると考えられる。

なによりも、近時のわが国の経済環境を反映していると思われるケースが散見される。まず、消費不況と銀行あるいはサービサーによる貸付金回収、ひいてはデフレに起因する投資の忌避などがあいまって系列の解消が子会社や関係会社の系列離れを促し、それがMBOの形をとっていると考えられるケースが多い。次に、昨今のM&Aの隆盛が経営者に企業防衛の意識を高めていることは否めない。自ら資本市場からの退出を選び取ることによって、予想される敵対的買収から自社を守ろうとする企業がでてきている。ワールドやポッカ、すかいらーくなどはその典型であろう。これらの企業には共通点がある。属する業態が、アパレル、飲料、外食と既に成熟化している産業であり、今後高い成長を期待するには限界があると思われる。それにもかかわらず、ワールドのように財務上、潤沢なフリー・キャッシュフローを有しているとみなされる企業は、上場している間は株主総会の場で投資計画に関する説明を求められる、あるいは株主還元を迫られるといった展開が十分予想されるのである。このことは、敵対的買収にとって絶好の好機を与える要因であるにちがいない。この点で、上記に加えて、とくに浮動株比率の低い同族色の濃い企業などは、資本市場と企業のあり方をあらためて考えるとき、MBOをつうじて閉鎖会社に戻る選択肢は有効な方法であるにちがいない。

## 結びに代えて

わが国の企業をとりまく環境は、この10年間ほどで劇的に変わった。企業そのものもあり方が変わった。とくに、企業と資本市場なかなづく株式市場との関係が変わってきたといえる。企業からみて、この関係は、いままではきわめて恵まれた環境にあったといえよう。成長が常態であったから、比較的 low cost で他人資本を調達できたばかりでなく、自己資本の調達に際しても、発行コストこそかかるとはするが、世界的にみて非常識と思えるほどの低い配当性向と

〔図表 2-4〕 わが国の LBO および MBO

年	案件	仲介者	備考
1998	茨城ライスミル		倒産した大倉商事子会社
1999	日本高純度化学	富士銀キャピタル	創業者から株式譲渡
2001	マルハペットフード		マルハの子会社
	DX アンテナ	ドイツ銀キャピタル	創業者同属から MBO。後、船井電機に売却。
	ヴィクトリア	ドイツ銀行	ジャフコ・グループによる初 LBO
2002	マスターピース・グループ		グッドウィルから独立
	タワー・レコード	日興プリンシパル	2度倒産した米タワーレコードから MBO。後、NTT ドコモ傘下。
2003	国内信販		日本信販 (UFJ ニコス) から MBO。後、楽天に買収される。
	チコマート		キョウデンから MBO 後、倒産
	弥生		米インテュイットから独立後、ライブドアに買収される。
	トーカロ	ジャフコ、東海銀行	MBO 後、上場
2004	日本テレコム	リップルウッド	わが国最大の LBO
	フードエックス・グローブ		
2005	DDI ポケット	カーライル	LBO
	ワールド		MBO 後閉鎖会社
	ポッカコーポレーション	MKS パートナーズ	非公開会社化
	ぎょうせい		支配的株主から独立
	学研クレジット		非公開会社化
2006	キンレイ		非公開会社化
	すかいらく	野村プリンシパル	同族による株式買取
	キュービーネット		経営者がオリックスと共同で創業者一族から株式譲渡、独立。
	鳴海製陶	CITIC キャピタル	住友金属グループから独立。
	フィリップス・ライティング		
	ヴォーダフォン		ソフトバンクがノンリコース LBO

〔出所〕 新聞等の情報を基に筆者がまとめたもの。

これを支える役割を果たした持ち合い関係は、株式市場＝支配権市場を事実上、封鎖してきたといえる。こうした文脈の下では、上場は自己資本規制を満たすために、極端には自社の格の向上のために機能するだけであったと極言できるであろう。

だが、いまやこのような幸福な状態は終わり

つつある。いまや資本は稀少な資源などではない。実体経済に根拠を置かない、あり余った資金が国境をいともたやすく越え、移動するなかで、年金基金・投資信託・バイアウトファンドなどが投資機会を求めて株式市場に流入する時代である。加えて、グローバルな平準化の波は、国家の法規制を撤廃あるいは緩和させずにはお

かない。既述したように、2006年に実現をみたいいわゆる新会社法、すなわち日本版サーベンス・オクスリー法が典型例である。当該法が容認し、一年先送りした結果、2007年に発効する三角合併は、さらにM&Aを加速させると予想され、同時に盛り込まれたCOSOに関する規定は2009年に財務諸表監査と内部統制監査との一体的実施を義務化する。ともに投資家サイドに立った立法といえようが、当該経営者にとってはそれにかかわるコスト負担と精神的重圧は、おそらく従前の比ではないであろう。前門に敵対的買収の脅威、後門に説明責任に基づく内部統制の徹底が待ち構えているというわけである。もっとも、これらへの対応は内部組織の充実で足りる側面がある。いまだ採用済みの企業がきわめて僅かであるとはいえ、当面の彌縫策ながら既定の委員会設置会社への移行は、そのためのひとつの選択肢になりうる。

先述のワールドやポッカのMBOでみたように、将来を睨んで企業活動の自由度と資金調達計画とを秤量し、前者を優先するのであれば、MBOから非公開会社への道を択ぶのもひとつの選択肢ではある。

あらためて述べれば、MBOはさまざまな目的に役立つ。どの目的を主眼とするかで、その呼称も変わる。一般に、経営者が支配的株主からその株式を負債を活用して買い取る形態を指してMBOというのである。買い取る主体が、もし外部の経営陣であれば、MBI (Management Buy In) と呼び、ベンチャーキャピタルにしばしばみられるように、投資家が企業買収と経営とに関与する形態をIBO (Institutional Buy Out)、外部と内部の経営陣が共同で買収すれば、BIMBO (Buy In Management Buy Out)、これに従業員の出資が加われば、MEBO (Management and Employee Buy Out)、MEBOに経営陣が参画しなければ、EBO (Employee Buy Out) というのである。

MBOはLBOの一種であるからには、財務構成上どうしても高レバレッジになることが避けられない。したがって、MBO全般にいえることだが、経営規律の面は捨象するとしても、経営陣と出資者にとって高リスクになる。とくに、

IBOの場合に端的に現れると思われるが、投資家はふつう投下資金をなるべく早く回収したいと考えるので、投資先企業が速やかに利益を計上するよう期待する。なぜなら、借入金の返済に充てる原資は、キャッシュフローをおいてほかにないからである。それはよいのだが、もし彼に運転資金の追加投資の準備がなければ、経営陣は別に借入先をあらかじめ用意しておく必要がある。経営陣がそのルートを確保できないとすれば、無理な操業を強いられよう。たとえ、利益がしばらく計上できたとしても、最悪の場合黒字倒産もありうる。要は、成功か失敗かの岐路は、運転資金の管理であるということである。

以上に加えて、とくにMEBOやEBOにあてはまろうが、成功への第一の試金石が経営者の能力になる場合がある。

村上勝等は、MBOの失敗例をモデル化したうえで、失敗の原因を大きく2点導き出している。①事業の過大評価②不効率な経営である。

①は、とくに買収が入札制となった場合に起こりがちであり、事業を正確に精査できず、ために経営権や営業権を過大に見積もった結果、毎期の償却費が増加し、資金繰りの悪化を招き、結局投資利回りの低下につながるというものである。こうした事態を避けるためには、あらかじめ予測キャッシュフローを数通り用意し、それぞれの評価額を算定する。算定額が想定以上であれば、買収を断念するか売却側とリスク・シェアを条件に受け入れるか選択する。最後に、当然ながらリスクに見合った資金調達を考えるというものである。

②については、いくつかのパターンが挙げられている。第一に、経営陣の強気な事業観に起因するもの、第二に事業計画が将来予測から達成目標にすりかわる場合、第三に必要な経費などの計上ミス、第五に経営陣の経験・能力不足などがあるとされている。総じて、MBOを成功に導くには、デュー・デリジェンスの厳格な実行、徹底したリスク分析と評価、買収後のパフォーマンスのモニタリングが挙げられる(村上勝等、[2000])。

## [注]

- (1) 周知のように、旧財閥は閉鎖的な持ち株会社を頂点に数多くの子会社を傘下に置いたピラミッド型企業関係であったが、独占禁止法第9条はこれを廃止したため、爾後グループは相互に株式を持ち合う円環状の構造となった。解禁は、この構造をピラミッド型に復したばかりでなく、リストラチャリングを容易にした。
- (2) 沖田健吉稿「経営の再構築とM&A」によれば、大意、アメリカのM&Aは事業部門の大規模なリストラを必然としているが、日本では生産の現場を重視しているため、そのような現象はみられないとしている。そのためM&Aの半数以上が対外買収となっているのであろう。「経営行動研究所、1990『経営行動』第5巻第1号」。pp.91-93.
- (3) この案件はやや複雑な経過をたどった。カネボウの化粧品部門は、2003年花王が当初自社に吸収する計画であったが、途中で国内の投資ファンドであるユニゾンが同社51%、カネボウが49%の出資比率で新会社を設立、これにカネボウの化粧品部門を統合する計画を発表した。これには、カネボウの労働組合が花王との統合を、化粧品部

門抜きでの同社経営には将来性を欠くとの理由で反対した経緯が反映されている。詳しくは、太田洋・中山龍太郎編著、2005「敵対的M&A対応の最先端」商事法務。pp.13-14。

## [参考文献]

- (1) 大杉謙一 a, 太田洋／中山龍太郎編著, 2005 「敵対的M&A対応の最先端」商事法務。第2章.
- (2) 大杉 b, 2005. 内閣府M&A研究会HP.
- (3) 土田義憲, 2003 「内部統制の実務」中央経済社.
- (4) 村上勝／北村元哉, 2000 「MBO入門」東洋経済新報社. とくに pp.,204-211.
- (5) Edward I. Altman / Scott A. Nammacher, 1987. *Investing in Junk Bonds*. John Wiley & Sons, Inc. 内堀節夫／黒沢義考訳, 1988 「ジャンク・ボンド」東洋経済新報社.
- (6) George P. Baker / George D. Smith, 1998, *The New Financial Capitalists — Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, Cambridge University Press. 岩村充監訳, 2000 「レバレッジド・バイアウト」東洋経済新報社.