

経営権市場の形成： バイアウトの政策的含意



法政大学 胥 鵬

RIETI-早稲田大学G-COE共催シンポジウム

2011年3月7日

M&Aとバイアウトの急増

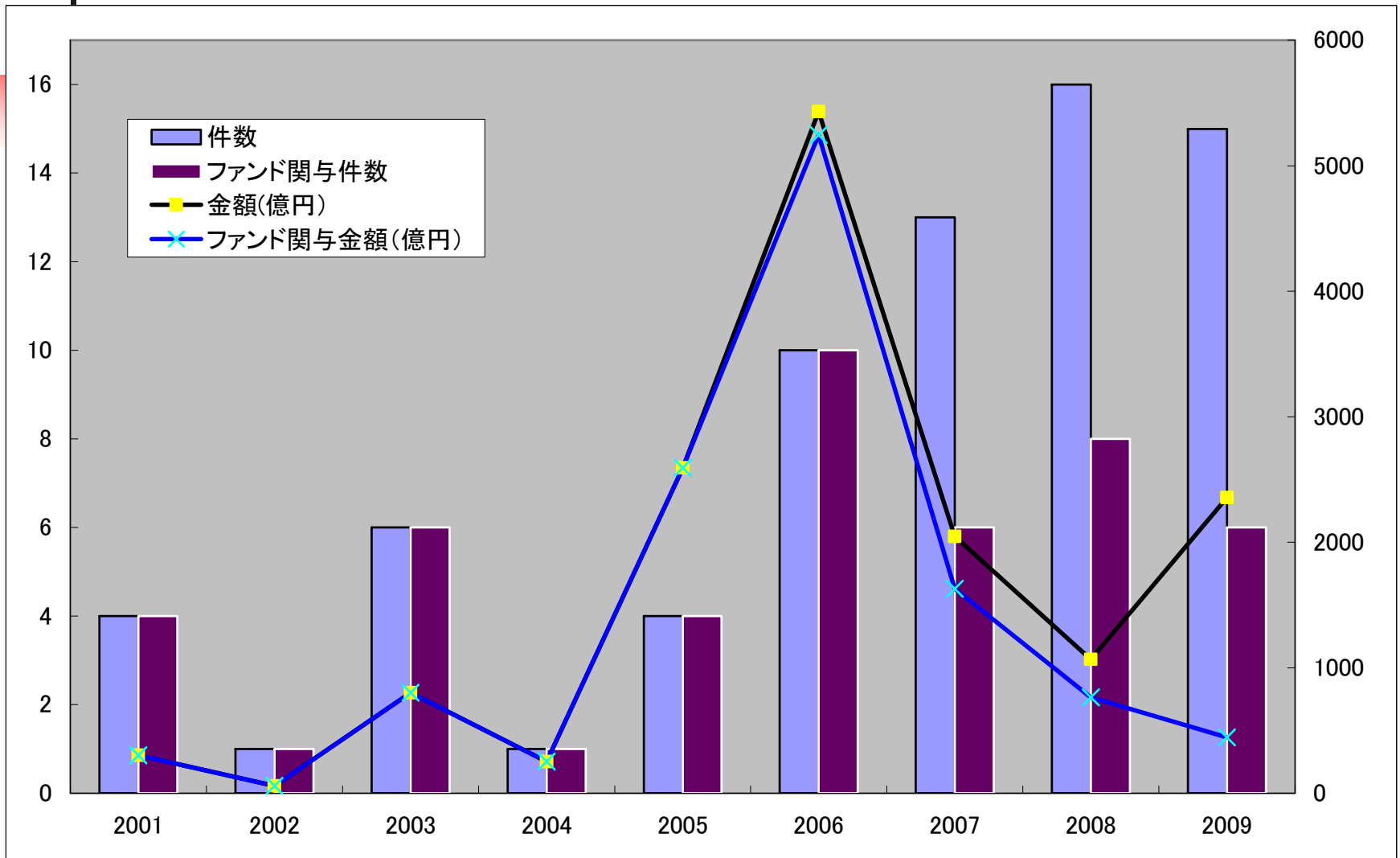
- 背景：規制緩和、少子化、グローバル競争激化、経済統合
- 1999年に産業活力再生特別措置法の2003年3月末までの時限立法。2003年と2007年には、それぞれ適用範囲拡大と期限延長
- 金融商品取引法の公開買付者が①対象会社の役員と②対象会社の役員の依頼に基づいて当該公開買付を行なうものであって対象会社の役員と利益を共通にするものが広義の経営者による買収の非上場化MBOも急増：2001－2009の70件

MBOとファンド

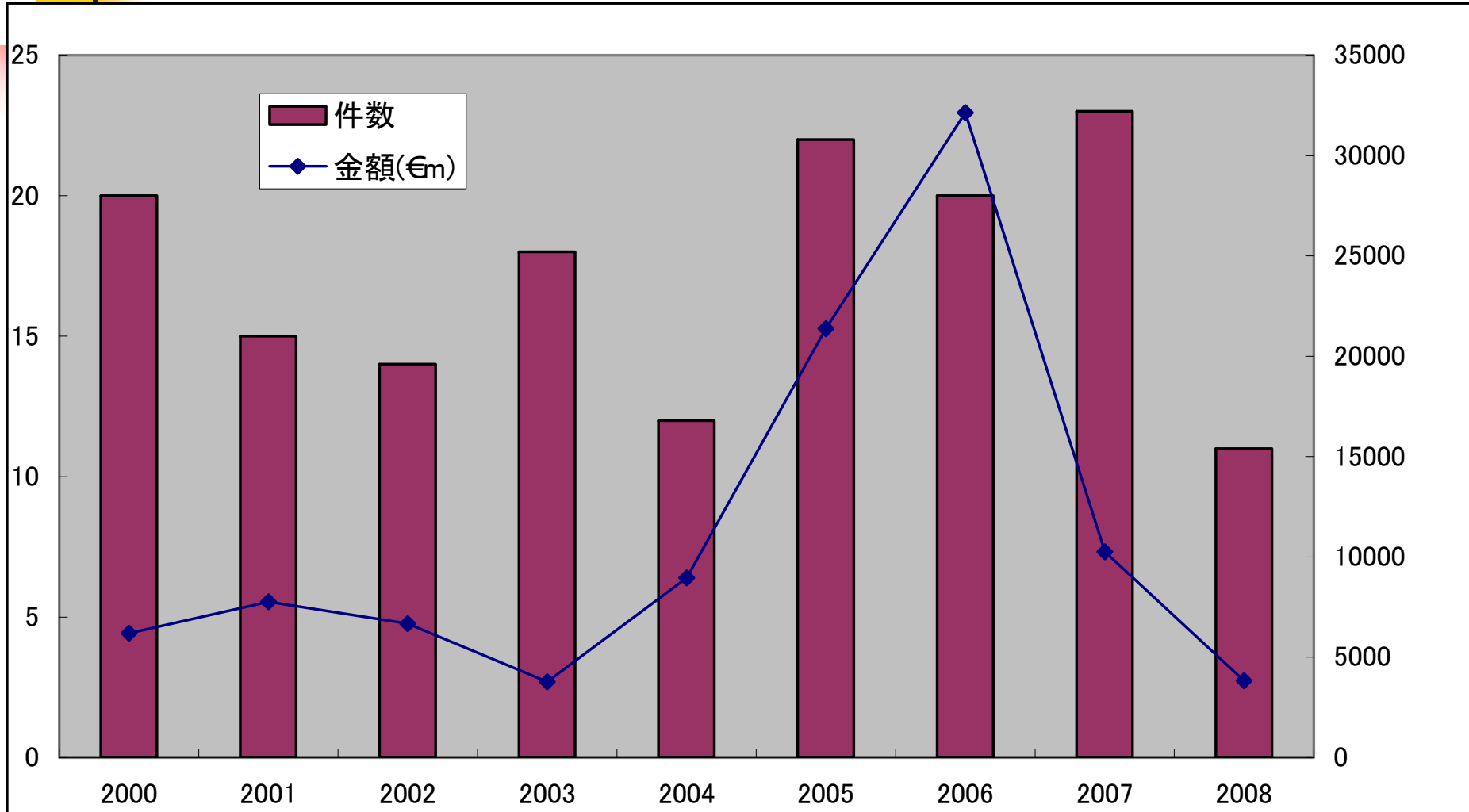


- 70件のうち、ファンドが関与する事例は46件
- ジャフコ、カーライル、ユニゾン・キャピタル、アドバンテッジパートナーズ、エヌ・アイ・エフ・ベンチャーズ、野村プリンシパル・ファイナンス
- 80年代の米国で第一次ブームを経て、90年代後半から第二次ブームが米国だけではなく、欧州やアジアにも広がる
- 米国ファンドの関与：カーライル

日本のMBO



コンティネンタル・ヨーロッパのMBO





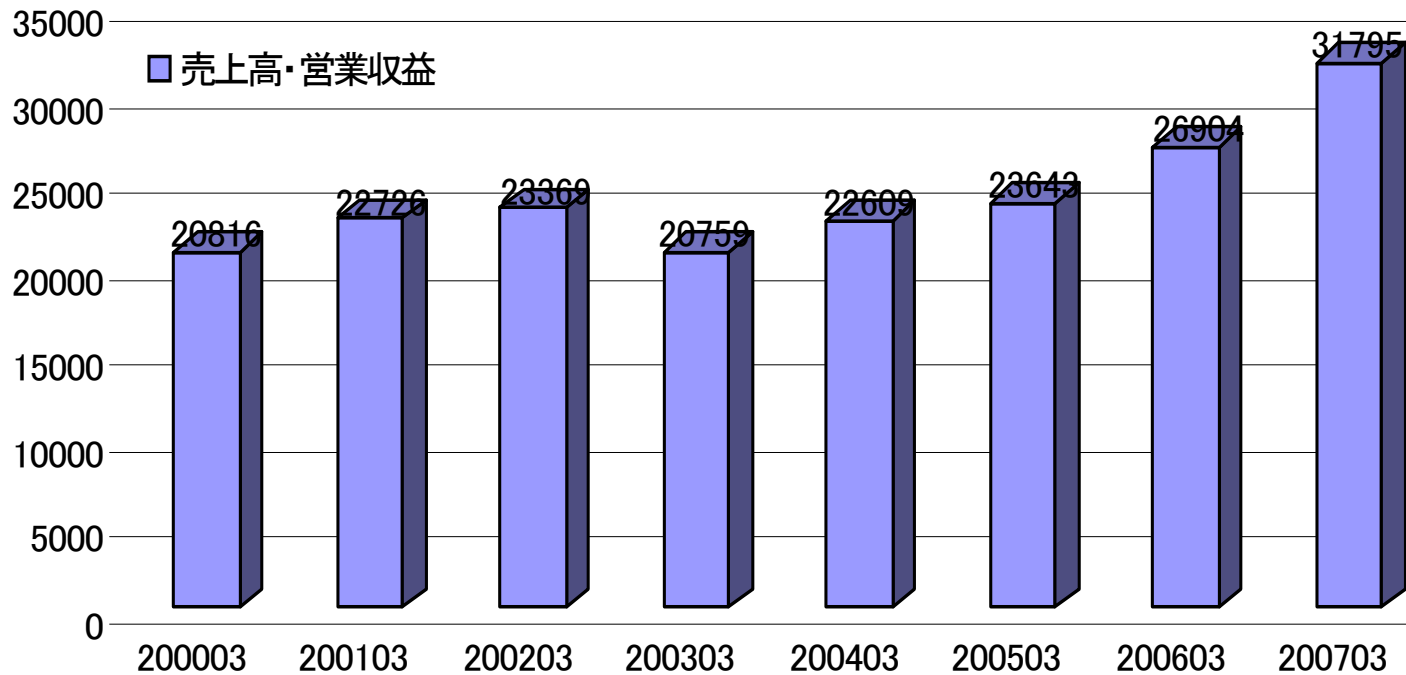
MBOの役割

- MBO企業の非上場化前の特徴、バイアウトプレミアムは多少わかっている
- MBO企業の非上場化後の行方は謎が多い: 非上場企業の財務データの入手可能性制約
- MBO後の再上場事例に限定される
- カーライル・キトーの事例研究: (再)上場目論見書

売上高の推移(連結)

売上高

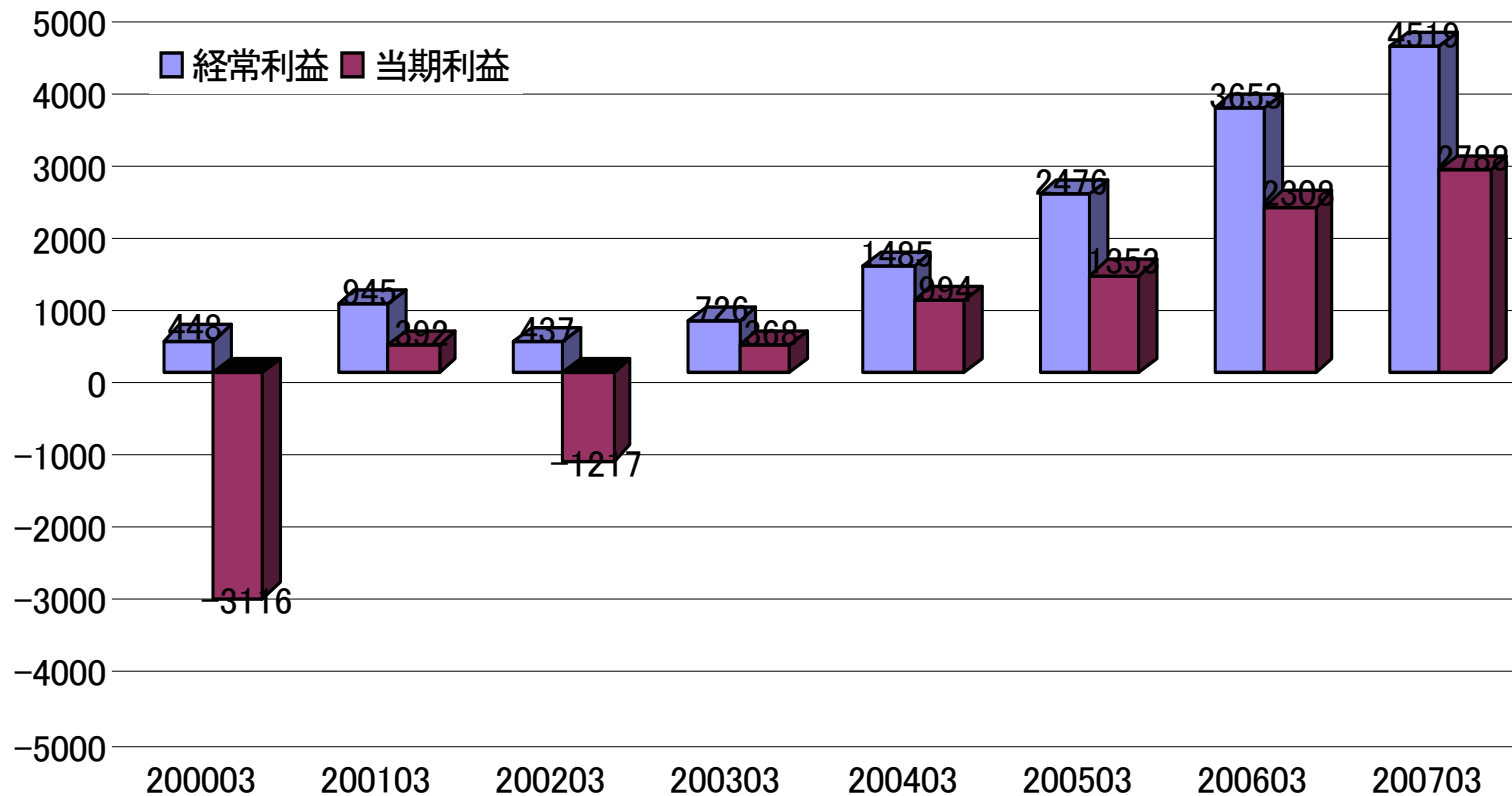
(単位:百万)



経常利益、当期利益の推移(連結)

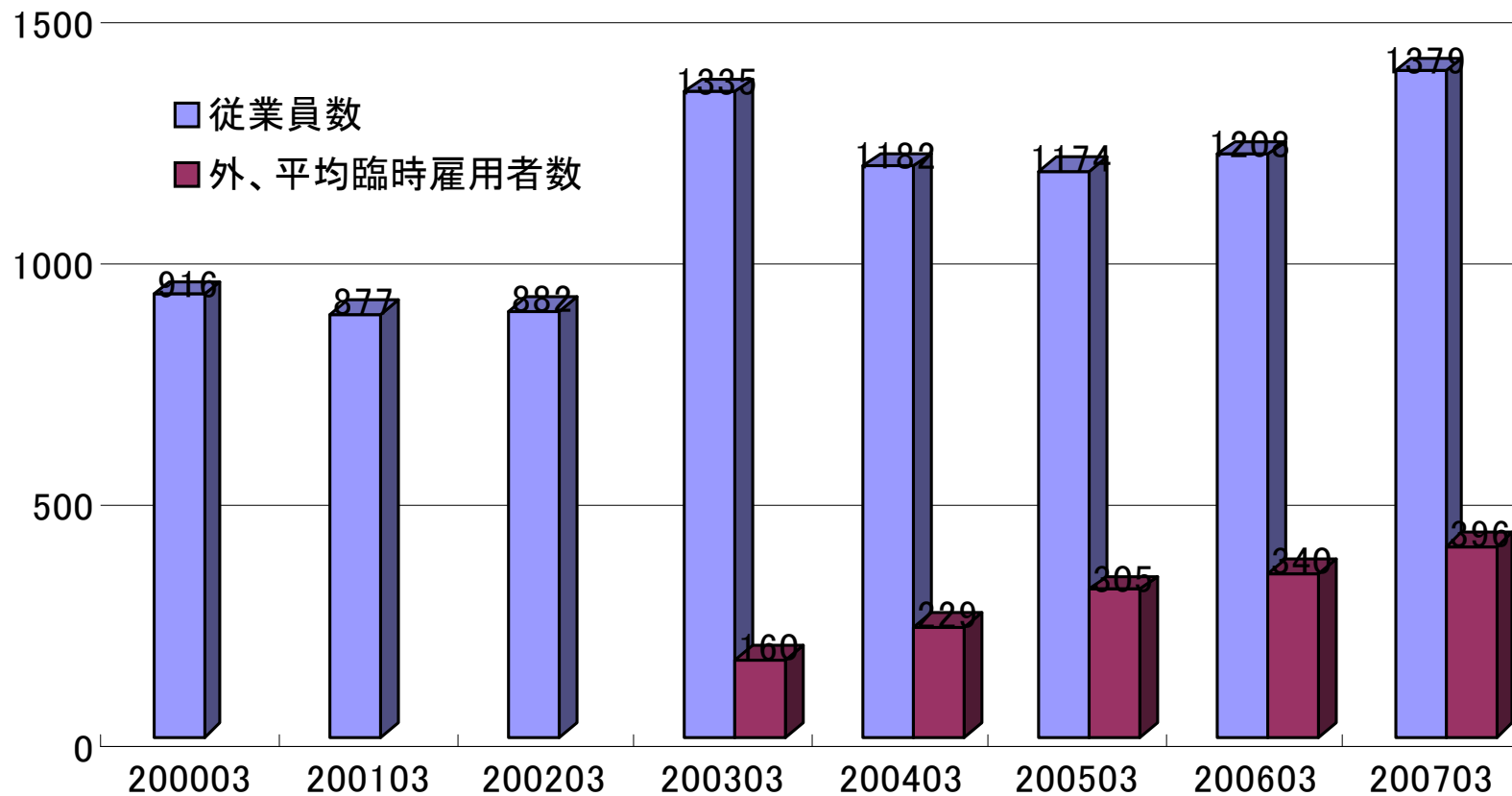
経常利益 当期純利益

(単位:百万)



従業員数の推移(連結)

従業員数



ROA、ROE、資本構成

決算期	200903	200803	200703	200603	200503	200403	200303	200203	200103	200003	199903	199803
売上高EBITDA比率(%)	10.45	17.37	17.57	17.08	n.a.	n.a.	9.4	6.64	9.46	9.38	4.99	11.67
自己資本比率(%)	61.98	60.81	51.18	46.55	50.71	43.94	45.14	41.03	42.88	41.59	44.08	44.38
インタレストカバレッジ(倍)	112.78	171.39	135.62	115.61	n.a.	n.a.	4.3	1.15	4.87	-15.9	-5.6	5.6
自己資本利益率(%)	7.31	20.93	21.31	20.09	10.07	8.33	2.58	-8.34	2.66	-19.51	-5.92	2.68
産業集計値で修正済み												
売上高EBITDA比率(%)	1.37	5.22	5.74	5.99	n.a.	n.a.	1.34	-0.38	0.14	2.21	-2.20	2.96
自己資本比率(%)	18.37	14.21	3.45	-1.47	0.18	7.96	5.89	1.38	3.99	6.69	9.45	9.63
インタレストカバレッジ(倍)	106.34	154.71	119.52	101.02	n.a.	n.a.	1.37	-0.38	1.18	-16.23	-7.81	1.34
自己資本利益率(%)	5.16	11.31	12.81	11.26	2.45	2.94	2.55	-7.45	0.75	-17.86	-5.96	-0.42

組織変革

	MBO前 2003年3月31日	MBO後* 2004年3月31日	再上場直前* 2007年3月31日	再上場後	
				2008年3月31日	2009年3月31日
カーライル・グループ	-	88.98%	78.97%	48.63%	48.47%
取締役持株比率	14.64%	8.72%(7.47%)	3.87%(1.91%)	2.62%	3.04%
代表取締役社長持株比率	5.78%	5.69%(5.69%)	3.44%(1.61%)	2.21%	2.56%
カーライルから受け入れた取締役	-	3名	2名	2名	2名
執行役員制度	なし	あり	あり	あり	あり
ストック・オプション	なし	あり	あり	あり	あり
融資契約コベナント	開示なし	あり	開示あり	開示あり	開示あり

MBOの取り組み：委任契約

- 経営委任契約：MBOの過程にて、キトー、キトー経営陣、カーライル・ジャパン・パートナーズ・エル・ピー及びシー・ジェイピー・コ・インベストメント・エル・ピーの4者は、カーライル・ジャパン・パートナーズからキトー経営陣への経営委任等を定めた経営委任契約の締結
- コンサルティング契約：キトーはカーライル・ジャパン・パートナーズのアドバイザーであるカーライル・ジャパン・エルエルシーとの間でコンサルティング契約の締結

MBOの取り組み：組織改革

- 役員受け入れ：カーライル・ジャパン・エルエルシーより当初取締役5名のうち3名を、また、監査役3名のうち2名
- 経営改善：グローバル経営の強化、生産方式の改善、インセンティブ・プランの導入、低収益性事業の売却、投資有価証券及び遊休不動産等の売却による有利子負債の圧縮。具体的に、物流部門の譲渡や本社ビル売却などを行なった結果、業績は好転

MBOの取り組み:再上場

- カーライル・ジャパン・パートナーズとの経営委任契約及びカーライル・ジャパン・エルエルシーとのコンサルティング契約は平成19年3月8日までに解消、カーライル・ジャパン・エルエルシーからの派遣役員は、平成19年3月31日現在、取締役2名。

再上場後の取り組み:ハイブリッド

- 上場後、カーライル・ジャパン・パートナーズは、引き続き筆頭株主(持株比率46.33%)として経営に関与
- カーライルから社外取締役派遣が続く
- キトーのKONECRANES PLC(本社:フィンランド)との業務・資本提携を実施するために、再上場後もカーライルは持株を生かした



企業銀行関係の変化

- カーライル・ジャパン・パートナーズの出資比率が66.7%を下回る場合には、シンジケート・ローンに基づく残高23億5百万円の借入金を一括返済しなければならない
- 再上場の場合にはカーライル・ジャパン・パートナーズの出資比率が66.7%を下回っても上記定めに違反しない旨を、2007年3月29日に三井住友銀行他6行から承諾を得た



企業銀行関係の変化(続き)

- 財産、経営上の重要な変化、決算書を報告すること
- 借入により資産取得をする場合の当該資産の担保提供の場合を除き、第三者に対する担保提供制限条項
- 財務制限条項: 総借入金/EBITDAが5倍以下
- 暗黙的な契約から明示的な契約: バイアウトと制度的に補完、富の移転の防止



コンポーネント事業売上高

- システム部門を売却したため、比較可能な売上高は、コンポーネント事業の売上高
- 168億円から317億円への88.7%増、年増加率は17.2%！

結論



- キトーの事例に関しては、ファンドの高いリターン
の源泉は、過度な負債による高リスク企業の意
図的な創出だとの批判は該当しない
- ファンド側から過半数の取締役と監査役、執行
役員制度の導入、同族以外の役員等に対する
ストック・オプションの付与
- 同意による従業員移籍はあったが、人員整理は
見られないことから、従業員からの富の移転説
は該当しない

結論

- キトーとの類似事例：ポッカコーポレーションも、MBOに伴って、アドバンテッジパートナーズLLPからは取締役（非常勤）3名、監査役（非常勤）2名、アドバンテッジパートナーズの共同投資家 CITIC Provident Management から取締役（非常勤）1名を受入、取締役会（取締役7名）も監査役会（監査役3名）も大株主が過半数を占めることとなっていた

結論

- シンジゲートローンの財務制限条項はMBOの共通現象: トーカロ(再上場目論見書)、キトー(再上場論見書)、すかいらーく(新聞記事、創業者一族の更迭はシンジゲート団の了承が必要): 債権者から株主への富の移転の制限
- MBOは失われた20年を取り戻すための一つの試み

結論

- キトーの場合は、節税効果ではなく、MBOプレミアムの源泉はもっぱら業績改善の効果が大きい
- 1980年代後半のバイアウトが過度に負債を抱えていた結果として破綻に終わったケースが多いにもかかわらず、バイアウト後の業績改善が80年代前半ほどではないが、依然として凄まじいもの：80年代の米国MBOに通ずる

“上場”の誇りを捨てる理由は？

- バイアウト前後の企業特徴から、Jensen [1989]は、LBO組織形態が上場企業の組織形態に勝ると主張する。
- コーポレート・ガバナンスの原点：不特定多数の株主のただ乗り問題と取締役会の無力化
- 所有のファンドへの集中とファンドに任命される取締役が過半数を占める取締役会による監督機能の強化



ショック・療法としてのMBO

- 再上場後、しばらくはポスト・バイアウト企業と普通の上場企業のハイブリッドであり、その後徐々に普通の企業になっていく
- 上場企業のメリットと問題点：バイアウトはごく一部の企業に過ぎない
- バイアウトは、上場企業の問題点を短期間に解決するショック療法



本研究の貢献

- MBOにあってleveraged recapitalizationにないものは何か: Organizational formの変革による企業価値の向上こそMBOにあってleveraged recapitalizationにないものである

MBOと株式持合

- 敵対的買収からMBOへの可能性: ホワイト・ナイトに頼るよりも持合へ
- フリー・キャッシュが多く企業価値が低い企業をターゲットに、敵対的買収が急増しかつMBOに展開する可能性は低い
- 株価よりも議決権を投資目的とする持合株主はMBOに応じるインセンティブが乏しい

MBOと経営者インセンティブ

- 持合がより巧妙な形に: voting rightsのみを残して信託銀行に持合株式を売却する珍商売まで登場。仮に経営の安定性のために必要であれば、透明性を高めるために、種類株式の発行は望ましい。
- よほど経営業績が悪化しない限り、MBOの利得よりも静かな“雇われ経営者”の人生を選ぶ

MBOと株式所有構造

- MBOが創業者同族経営と上場子会社に集中：内部者支配の所有構造から、外部者による経営権奪取、すんわち、コンテストの可能性はもちろん、一般株主に支払われるTOBのプレミアムも低い
- 外国人機関投資家持株比率が過半数を占める企業は規模が大きく業績が優れるため、敵対的買収やMBOのターゲットとなるものが少ない

MBO以外のメカニズムは？

- 業績悪化から、増配または自己株式取得、すなわち、leveraged recapitalizationの可能性は低い
- コンサルティング会社からグローバル経営のアドバイアス：コンサルティング会社のインセンティブとカーライルのインセンティブ
- PEファンドのインセンティブ：Jensenの解釈が有力と思われる

政策的含意

- MBOによる業績改善の可能性を最大に生かすべき。
- 「企業価値の向上及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」: 利益相反問題から、社外取締役はいないよりもいたほうがいい
- 対抗的な買付の促進: 株式持合等の阻害要因の除去が必要? 種類株式は?

MBOの研究課題

- “投資家への愚弄”との意見：上場時に高値で投資家に株式に買ってもらって、株が半値ぐらいに落ち、株主がうるさくて事業ができないのでMBO：上場後MBOで投資家を愚弄しそうな企業は最初から上場させない？
- 高い上場維持費用や監査費用を回避する目的のMBO：日本版サーベンス・オクスリー法の費用と便益、規制緩和