

活発化し始めたわが国 MBO の現状と課題

98 年末にわが国初の本格的な案件が紹介されて以来、大小 50 件以上の MBO が実施された。欧米から採り入れられたこの新たな金融手法が、様々なかたちで用いられるなかで、“日本型” MBO とも呼べるような特徴も浮かび上がってきている。

本稿では、わが国の MBO の現状を概観し、その類型化を試みた上で、今後の課題や展望を提示することとする。

1. わが国でも活発化し始めた MBO

1) MBO の普及を促進する環境の整備

MBO (Management Buy-Out) とは、企業買収の一形態で、買収対象会社 (又は事業部門) の経営者¹が買収資金の一部もしくは全部を拠出し、会社の所有者 (株主) となるタイプのものを指す。通常、経営陣のみでは買収資金を賄えないため、銀行やプライベート・エクイティ・ファンドが出融資を行う。

MBO は特に英国で 80 年代以降盛んになり、当初は民営化の案件に多く活用された。80 年代後半になると、案件が大型化・高度化するとともに、大企業の子会社や非コア事業部門のリストラに使われるケースが増えていった²。

一方、バブル崩壊後、多くの企業が過剰な負債や設備・資産を抱えるわが国においては、MBO は企業の事業再構築の一手法として注目を集めた。98 年 10 月に通産省 (現経済産業省) が省内に MBO 研究会を設置し、99 年 4 月には「わが国における MBO 導入の意義とその普及に向けての課題」と題する提言書をまとめた。

その後、MBO 研究会で指摘された課題を改善する法制度の整備等が進展している。第一に、MBO をする側が対象会社の 100% の株式保有を望んでも、対象会社の少数株主が MBO に反対の意思を有し、MBO 実施後も少数株主として留まるケースがある問題が指摘されていた。99 年の商法改正により株式交換・株式移転制度³が創設されたことで、経営陣が出資

¹ 従業員が買収資金を拠出する場合もあり、これを EBO (エンプロイ・バイアウト) という。

² 英国の MBO について詳しくは、小谷野薫、東伸之「イギリス経営者買収の我が国への示唆～大企業再生への「起業」戦略～」『財界観測』97 年 5 月号参照。

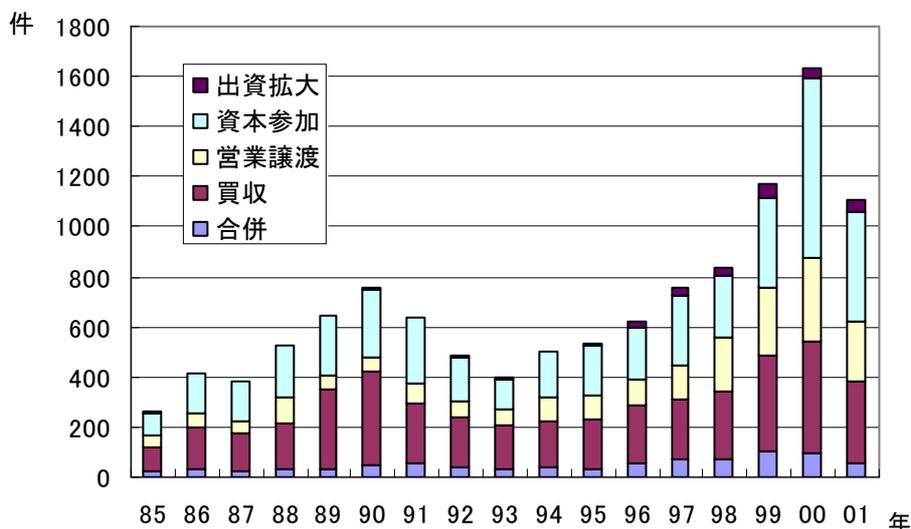
³ 2 つの会社間で、一方を親会社、他方を子会社とする株式交換契約書を交わし、100% 子会社となる会社の株主の有するその会社の株式と、親会社となる会社が発行する新株を交換すること。株式交換・株式移転について詳しくは、橋本基美「株式交換・株式移転制度の導入」『資本市場クォーターリー』99 年春号参照。

する買収目的会社が新規に発行する株式と、対象会社の株式を交換することにより、経営陣は対象会社の少数株主を排除し、100%の株式を取得することができるようになった。

第二に、わが国の商法には分社化・会社分割に係わる包括的な規定が存在しないため、MBOを柔軟に行う前提としての自由な企業組織の整備に大変コストがかかることが指摘されていた。例えば、企業の一事業部門に対してMBOを実施するケースでは、買収する事業部門に所属する従業員の年金や報酬体系など、労務問題の解決に多くの時間とコストを費やさねばならなかった。これに対しては、2000年の商法改正により会社分割制度が導入され、企業の組織再編を迅速に進めることが可能となった⁴。会社分割を利用して企業から特定の事業部門を切り離した後にMBOを実施することで、MBO自体のコストを減らすことができる。

第三に、米国では、プライベート・エクイティ・ファンドの投資回収手段として、MBO実施企業のNASDAQ等への上場・再上場や、第三者への売却などが活発に行われるのに対し、わが国では上場先として想定される店頭市場が小規模であり、またM&A市場も未発達なため、投資回収の出口が狭いことが指摘されていた。この点については、99年11月に東証マザーズ、2000年5月に大証のナスダック・ジャパンという新興企業向け株式市場が相次いで開設されるとともに、ここ数年マーケットメイク制度の本格的導入など店頭市場改革も着々と進んでいることから、投資回収の道は拡がりつつある。また、企業再編の潮流の中で、M&A市場の規模も急速に拡大してきている（図1）。

図1 わが国のM&Aの件数



(注) 2001年の計数は8月分まで。
(出所) レコフ『marr』より野村総合研究所作成

⁴ 会社分割について詳しくは、橋本基美「ようやく実現する会社分割制度の創設」『資本市場クォーター』2000年春号参照。

加えて、MBO 実施企業の株式公開前の資金調達を円滑化する公開前規制の緩和も行われた。99 年 7 月に規制期間の短縮など同規制の総合的見直しがされた後、まだ規制の緩和が不十分であるとして、2001 年 9 月に更なる緩和がなされた。この結果、一定の条件の下、上場申請日の属する事業年度に第三者割当増資等による新株発行を行った場合や、同じく上場申請事業年度に転換社債等の転換や新株引受権付社債の新株引受権の行使が行われていない場合でも、株式を新規上場することが可能になった。また、従来の規制では、新規上場時の株式の銘柄が単一であることが求められ、優先株・劣後株などの発行が許されていなかったが、この規制が解除されたため、プライベート・エクイティ・ファンドなど MBO 案件への投資家の投資手段が多様化し、インセンティブも増大すると考えられる。

第四に、主として大企業による再建型倒産手続きを定めた会社更生法は、更生計画の策定に多くの時間を要するため、その間に資産の劣化や、優秀な人材の離脱などが進み、破綻企業の一部を MBO によって切り離す場合などにしばしば手遅れになっていることが指摘されていた。また、更生計画によらずに迅速に営業譲渡を行うことも、事実上困難であった。これに対して、2000 年 4 月に簡易で迅速な再建型倒産手続きを定めた民事再生法が施行され、活発な利用がなされている⁵。また、民事再生手続きにおいては、再生計画によらず早期に営業譲渡することが認められている。

2) プライベート・エクイティ・ファンドの相次ぐ設定

法制度の整備などに伴い、MBO 案件に投資するプライベート・エクイティ・ファンドがここ数年相次いで設定されている（表 1）。ファンドは、200～400 億円規模のものが多く、国内外の機関投資家や銀行、商社などが出資している。外資系投資ファンドの進出も目立ってきているが、投資実績が豊富なのは、今のところ国内系の投資ファンドである。投資資金は、MBO が盛んになり始めたばかりである現状を鑑みると、十分過ぎるほど集まっているといえよう。

⁵ 民事再生法について詳しくは、岩谷賢伸「民事再生法の成立と再建型倒産手続きにおけるファイナンス」『資本市場クォーターリー』2000 年冬号参照。

表 1 わが国で MBO 案件を手がける主な投資ファンド・会社

投資ファンド・会社	ファンド設定	ファンドの規模	主な案件
【国内系】			
アドバンテッジパートナーズ	97 年 10 月 (1 号) 2000 年 1 月 (2 号)	約 30 億円 (1 号) 180 億円 (2 号)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 富士機工電子 ・ キスコソリューション ・ アイコテクノロジー ・ アクタス
ジャフコ	2000 年 2 月	280 億円	<ul style="list-style-type: none"> ・ ICS 国際文化教育センター ・ マルハペットフード ・ トーカロ ・ ヴィクトリア
富士キャピタルマネジメント	2000 年 3 月	200 億円	<ul style="list-style-type: none"> ・ 日本高純度化学 ・ プラウドフットジャパン ・ 日商岩井アルコニックス ・ プランタン銀座
ユニゾン・キャピタル	2000 年 7 月	380 億円	<ul style="list-style-type: none"> ・ オリエント信販 ・ マインマート (旧大門)
野村プリンシパル・ファイナンス	2000 年 7 月 (会社設立)	—	<ul style="list-style-type: none"> ・ 同和製作所 ・ シーシーアイ
東京海上キャピタル	2000 年 10 月	223 億円	<ul style="list-style-type: none"> ・ ザイマックス (旧リクルートビルマネジメント) ・ ゼロ (旧日産陸送)
【外資系】			
シュローダー・ベンチヤーズ	98 年 2 月	170 億円	<ul style="list-style-type: none"> ・ ザイマックス (旧リクルートビルマネジメント) ・ ニューコ・ワン ・ オリエント信販
スリーアイ興銀バイアウト	2000 年 3 月	200~400 億円	<ul style="list-style-type: none"> ・ バンテック

(出所) 各社ホームページ等より野村総合研究所作成

3) 案件の増加

以上のように、MBO の普及促進がはかられている結果、案件の数はここ数年急速に増加している。98 年 12 月に『留学ジャーナル』誌を発刊するアイシーエス国際文化教育センターが、親会社 WDI ホールディングから MBO で独立したのが、わが国初の本格的な案件とされる。この案件を皮切りに、2001 年 9 月末までに大小 50 件以上の MBO が実施された。業種では、製造業と小売業がやや目立つものの、多種多様な業種に渡っている。買収金額の規模も、1,000 万円程度のごく小さな案件から、200 億円級のものまで様々である。プライベート・エクイティ・ファンドが投資するような案件では、50~150 億円くらいの規模のものが多い。公開会社の MBO は 4 社を数える。2001 年に入ってから主な案件は表 2 の通りである。

表2 わが国の主な MBO 案件（2001 年）

対象企業・部門	主な売り主	出融資者	買収金額	備考
トーカロ (元ジャスダック:溶射加工)	日鐵商事(東証2部:鉄鋼)	ジャフコ、東海銀行	63億円	欧州企業からの敵対的 TOB に対する対抗手段。TOB 後非公開化。
バンテック (総合物流)	日産自動車(東証1部:自動車)	3i、スリーアイ興銀、バイアウト、興銀	150億円	親会社によるノンコア事業の売却。
マルハペットフード(ペットフード)	マルハ(東証1部:水産)	ジャフコ、興銀	90億円	親会社によるノンコア事業の売却。MBO 後、マルハは再出資。
アクタス (輸入家具販売)	ミネベア(東証1部:電子機器・部品)	アドバンテッジパートナーズ、富士銀行、東京海上	—	親会社によるノンコア事業の売却。
ヴィクトリア小売部門 (スポーツ用品販売)	ヴィクトリア	ジャフコ、ドイツ銀行、ローンスター	275億円	過剰負債を抱えるヴィクトリアの事業再構築。
川崎電気 (元東証2部:配電盤メーカー)	—	ソフトバンク・インベストメント	—	民事再生手続きを申請した同社の事業再構築。
日商岩井アルコニック (非鉄金属販売)	日商岩井(東証1部:総合商社)	富士銀キャピタルマネジメント、富士銀行、三和銀行	約170億円	事業再編の一環としての子会社売却。MBO 後、日商岩井は再出資。
ゼロ (車両輸送)	日産自動車	東京海上キャピタル、AIG ジャパン・パートナーズ	数十億円規模	親会社によるノンコア事業の売却。
シーシーアイ (ジャスダック:自動車用ブレーキ液)	金融機関等	野村プリンスパル・ファイナンス	約99億円	TOB 後非公開化を予定。
プランタン銀座 (百貨店)	ダイエー(東証1部:スーパー)	富士銀キャピタルマネジメント、富士銀行	約70億円	積極的な経営独立と、親会社による有利子負債の削減。
関西メンテナンス (大証2部:総合ビル管理)	経営陣等	オリックス	約43億円	TOB 後非公開化を予定。

(出所) 日経新聞等より野村総合研究所作成

2. わが国 MBO の類型

MBO 案件の内容は、投資手法やイニシアチブを執る主体、対象企業の規模やその置かれている状況等により、性質が異なる。以下では、わが国で行われている MBO をいくつかの観点から類型化し、分析を試みる。

1) MBO のスキーム別類型

MBO において、対象となる子会社・事業部門の経営者が、自らの出資で親会社から独立するだけならば、特殊なスキームを組んだり、複雑な手続きをふむ必要は少ない。しかし、経営陣が金融機関あるいはプライベート・エクイティ・ファンドと連携して行う企業買収

の多くでは、①買収対象が分社化しているかどうか、②課税の問題、③公開会社かどうかなどによって、さまざまな方式を検討しながら買収を進めることとなる。

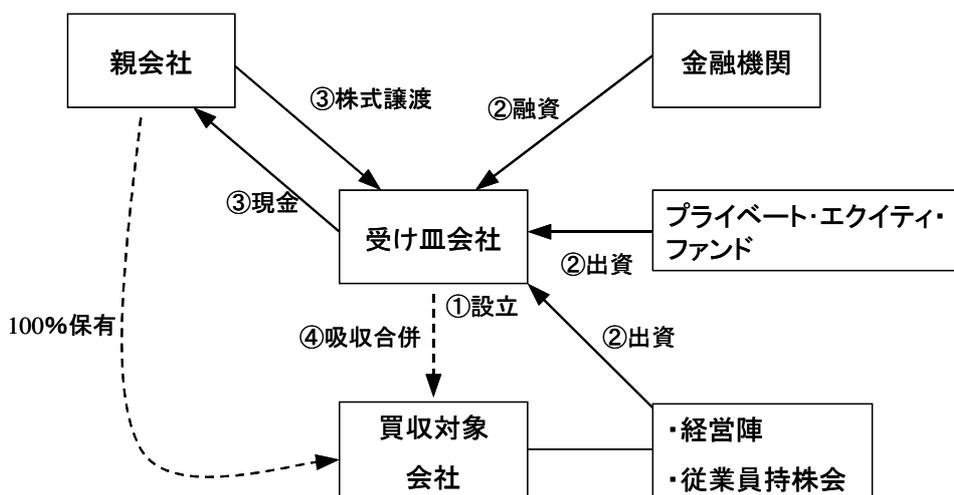
わが国で行われてきた MBO は、「株式取得方式」と「営業譲渡方式」が主流となっているようである。どちらの方式においても、受け皿会社（シェルカンパニーとも呼ばれる）が設立されるのが通常である。資金調達計画の策定と、その際に借入債務を経営陣個人に負担させないため、というのが受け皿会社を活用する主な理由になっていると考えられる。

また、最近では、非公開化（ゴーイング・プライベート）と再資本化（リキャピタライゼーション）を伴う事例がでてきていることも注目される。「非公開化+再資本化」は、欧米でよくみられる企業買収の形態であり、企業をいったん非公開化して少人数の株主に支配権を集中させ、さらに財務レバレッジを高めることによって、経営陣のモチベーションを高め、企業パフォーマンスを短期間に大きく向上させようという狙いから行われると理解される。

（1）受け皿会社を活用した株式取得方式

概略すると、①受け皿会社を設立する、②受け皿会社の資金調達を行う（融資を受けてエクイティ投資家のリターンを高めようとする）、③受け皿会社が売り手企業から MBO の対象となる子会社株を取得する、④受け皿会社と MBO 対象の子会社を合併する、という流れをたどる（図 2）。合併を行う理由は、借入債務を買収会社へ直接引き継ぐこと、連結納税導入までの間、損益通算を親子会社間で行えないことなどが考えられる。

図 2 受け皿会社を利用した MBO のスキーム例



（出所）野村総合研究所作成

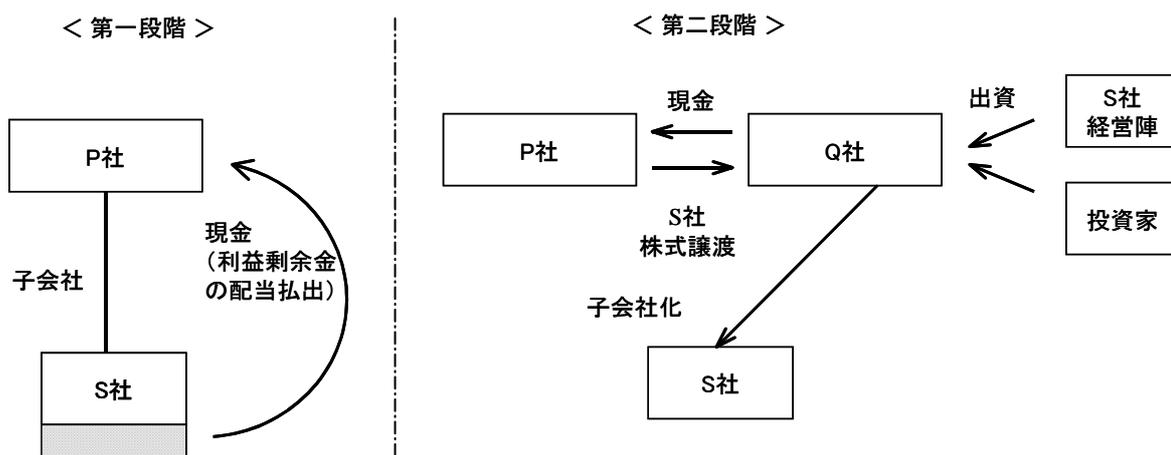
(2) 営業譲渡方式

単一の株式会社の事業部門に MBO を実施する場合に活用される。この方式でも、通常は受け皿会社が設立され、スキームの概略は(1)と同様である。ただし、営業の全部または重要な一部の譲渡の場合、会社に及ぼす影響が大きいため、株主総会の決議が必要になる点に留意が必要である(商法第245条1項)。

(3) 「利益剰余金の払出し+株式取得」方式

受け皿会社を活用せず、買収対象子会社の利益剰余金を配当によって払出したうえで買い手が株式を取得するというスキームもある(図3)。課税を考慮すると、この方式の方が売り手側のネットのキャッシュフロー(手取り)を大きくできる場合があること、MBOの対象が許認可を伴う事業や公共事業に参加している場合、受け皿会社を活用すると、事業や許認可の継続性が得られないケースがあることなどから、活用されているとみられる。

図3 利益剰余金の払出し+株式取得方式の流れ



(出所) 野村総合研究所

(4) 株式交換の利用

経営陣とエクイティ投資家が受け皿会社を設立し、買収対象会社と受け皿会社がそれぞれ株主総会を開催し、「対象会社の株式すべてを受け皿会社に提出すること」「受け皿会社の株式を対象会社の株主に割り当てること」を決議して株式交換を実施することで、経営陣・エクイティ投資家が MBO を達成するという方式である。事実上、強制的に少数株主を排除してしまうスキームとして考えられうる。

2) MBO の動機／目的別類型

MBO の動機や目的は、買い手、売り手、プライベート・エクイティ・ファンドなどによって異なるが、誰が主導して MBO を実施するかによって、おおむね以下の 5 つに類型化できよう。

(1) 事業再構築型

過剰な負債を抱える大企業などが、グループ全体の事業内容を見直して、周辺事業を取捨選択・整理する過程で、コア事業と関連の薄い子会社や事業部門の売却を目的として、売り手主導の MBO を実施する場合がある。

このタイプの MBO は、2001 年に入ってから特に案件の数が増えてきている。メインバンクや主幹事証券会社などが、負債圧縮のツールの 1 つとして、多くの子会社を抱える大企業に MBO を勧め、時にはプライベート・エクイティ・ファンドに案件を持ち込むこともあることなどが背景にある。

非コア事業部門・子会社を戦略的投資家と呼ばれる同業他社に売却する場合と、MBO を実施する場合では、いくつかの相違点がある。

第一に、MBO の形態を採ることにより、多くの場合、事業運営は現経営陣が継続する。彼らの全部又は一部が対象企業（部門）に出資するため、事業を成長させるインセンティブが高い。また、親会社からのコントロールから解放され、事業経営の裁量が広がることから、モチベーションが従来以上に高まることも予想される。

第二に、コア事業として本体の支配下に持つ必要はないが、同業他社には売りたい、といった場合に、MBO は有効である。例えば日産自動車は、車両輸送を手がける 100% 子会社ゼロ（旧日産陸送）を 2001 年 5 月に同業他社にではなく、MBO 方式で経営陣及びプライベート・エクイティ・ファンドに売却した。これには、日産にとって車両輸送事業はコア事業ではないものの、ライバル会社の系列企業に売却することは避けたいという背景があったと言われている⁶。

このタイプの MBO が成功するためには、対象企業の親会社に対する事業依存度が低く、独立しても事業に支障がないこと、また、全ての MBO に共通して言えることであるが、対象企業にモチベーションが高く優れた経営者がいることなどの条件が満たされる必要があろう。

(2) 経営陣の積極独立型

買い手となる経営陣主導で、親会社等から MBO を通じて積極的に独立し、意欲的に事業経営を継続する場合がある。独立を目指す理由は様々であるが、例えば、親会社との事業

⁶ 『日経ビジネス』（2001 年 6 月 11 日号 52～55 ページ）参照。

方針の乖離や、グループ経営の中での位置付けが低下し、経営資源が十分に割かれなくなってきたこと、また外国企業である親会社の経営不振により、海外法人の縮小・整理が進められ日本法人もその対象となっていることなどが挙げられる。

経営陣主導の MBO は、プライベート・エクイティ・ファンド等からの投資を受けずに、自己資金と借入れで買収資金を賄うような小規模案件の場合、経営者が経営と所有を再統合するという MBO の 1 つの本質を最も強く体現する。

一方、大企業の子会社の経営陣が親会社に MBO を提案し、独立するようなケースでは、通常買収金額が大きくなるため、プライベート・エクイティ・ファンドの出資と金融機関からの融資を仰ぐことになる。例えば、親会社である日産自動車関連の仕事以外にも、新しいビジネスの開拓を模索していた総合物流会社のバンテックは、2001 年 1 月に MBO で独立した。買収金額は約 150 億円で、そのうちの大部分をプライベート・エクイティ・ファンドと大手銀行によるシンジケート団からの出融資で賄ったようである。親会社から独立したい子会社と、非コア事業を友好的に売却したい親会社の思惑が一致した上記のようなケースでは、MBO はスムーズに進みやすい。

(3) オーナー企業の事業承継型

企業のオーナーが、現経営陣等への事業承継を目的として MBO を用いる場合がある。わが国の中堅・中小企業において、創業者・大株主である経営者にとって最大の課題のひとつが事業承継とされる。公開企業の場合、大株主が株式を売却しようとする、市場での大量売却は株価下落を伴う可能性があるため困難であり、また競合他社への売却は、売却後の従業員雇用や取引関係の維持に対する懸念や企業イメージの問題もあり、意思決定は容易ではない。その一方で、社内に次世代の経営者が育ちつつあるような中堅企業も多い。

こうしたケースにおいて、MBO を活用するメリットは多いと思われる。まず、第三者への売却とならないため、心情的な抵抗感が少ない。次に、純投資目的の投資家から出資を受け、財務レバレッジも活用するため、現在の MBO 対象会社の純資産額に比して、経営陣の資金負担が大きくなる。

当然、課題もある。例えば、非公開化を伴う場合に、経営を引き継ぐ経営陣は非公開化による企業イメージの低下といったマイナスの効果を避けたいと願うであろうし、非公開化の手続き自体にも課題がある。また、プライベート・エクイティ・ファンド等との間で、資本構成における経営権の配分バランスをどうするか、という問題も考えねばならない。

事業承継のケースで、現在のところ公になっている案件は、99 年 9 月に、貴金属メッキ液の製造・販売を手がける日本高純度化学のオーナーが、4 人の経営陣に保有株を売却したケースがある。同案件では、買収金額 38 億円のうちおよそ 1 億 7,000 万円を経営陣が出資し、残りをプライベート・エクイティ・ファンドと銀行が出融資した。

(4) TOB による非公開化型

プライベート・エクイティ・ファンドが主導して、対象会社の非公開化を前提に友好的な公開買付け（TOB）を実施し、公開買付けの終了後、経営陣や従業員持ち株会に改めて出資を仰ぐことにより、MBOのかたちをとる場合がある。ファンドは、通常、役員を派遣して内部から経営を改革し、株式の再公開や第三者への売却等によるエグジットを模索する。このような事例は、これまでに4件あるが、プライベート・エクイティ・ファンドによる友好的公開買付けの初めての成功例となったユニゾン・キャピタルによる当時店頭公開の大門への公開買付けでは、発表日から過去6ヶ月間の平均株価に94.7%のプレミアムを加えた買付価格を提示するなど、大幅なプレミアムを設定する例が相次いでいる（表3）。

表3 公開買付けを実施したMBOにおける買付価格の設定例

買付者	対象会社（旧）上場先	公表日	過去6ヶ月間 平均株価	買付価格 (プレミアム%)
ユニゾン・キャピタル	大門（現メインマート） （ジャスダック）	2000/8/11	661円	1,287円/株 (94.7%)
ジャフコ	トーカロ （ジャスダック）	2001/1/29	800円	1,060円/株 (32.5%)
野村プリンシパル・ファイナンス	シーシーアイ （ジャスダック）	2001/7/13	556円	850円/株 (52.9%)
オリックス	関西メンテナンス （大証2部）	2001/8/10	580円	800円/株 (38.0%)

（注）買付者欄には、便宜上用いられる受け皿会社の親会社を記載した。

（出所）各社プレスリリース等より野村総合研究所作成

高いプレミアムを支払ってもなお、それを上回る投資利益を得られる蓋然性が高いと判断される時に、プライベート・エクイティ・ファンドは公開買付けを実施する。実際に公開買付けの対象となった企業は、①有利子負債が少ない、②株価純資産倍率（PBR）が低い、③キャッシュフローが安定している、といった財務的特徴を持っていた（表4）。

表4 公開買付け対象企業の財務指標

	有利子負債残高 (億円)		インタレスト カバレッジレシオ(倍)		株価純資産倍率 (PBR:倍)		時価総額 (億円)
	単独	連結	単独	連結	単独	連結	
大門	54.1	54.1	33.0	28.1	0.66	0.69	59.3
トーカロ	8.8	-	87.6	-	1.04	-	47.7
シーシーアイ	12.0	17.0	122.8	28.2	0.49	0.52	79.6
関西メンテナンス	0	0	-	-	0.78	0.67	50.3
店頭上場企業平均	55.6	-	-	-	1.40	-	-

（注）1. インタレストカバレッジレシオ＝営業利益＋受取利息・配当金／支払利息及び割引料

2. 有利子負債残高とインタレストカバレッジレシオの計数は、公開買付け公表日の直近期末日の値。店頭上場企業の有利子負債残高平均値は、2000年3月末の数値。

3. 株価純資産倍率と時価総額の計数は、公開買付け公表日の前月末日の値。店頭上場企業の株価純資産倍率平均値は、2001年3月末の数値。トーカロは連結子会社なし。

（出所）野村総合研究所作成

（5）企業再生型

経営が危機に陥っている、又は破綻して会社更生手続きや民事再生手続きなどの法的手続きに移行した企業を、プライベート・エクイティ・ファンド主導で再建するために MBO が用いられることがある。このタイプの MBO では、ファンドから MBO 実施企業へ取締役を派遣する MBI (マネジメント・バイ・イン) 方式が採られることが一般的で、ファンドが企業の経営にも深く関与する。ファンドは内部から企業価値を高め、数年後のエグジットを目標にする。

経営危機の企業に対する MBO では、受け皿会社が対象企業の優良部門のみを買い取って切り離し、残った不振部門を整理するといった手法がとられる。例えば、過剰な負債を抱えていたスポーツ用品販売大手のヴィクトリアのケースでは、大手ベンチャー・キャピタルのジャフコが出資する受け皿会社が、業績の堅調な小売部門のみ買収し、従業員と現店舗のほとんどをそのまま引き継いだ。資本を再構成することで、信用不安を払拭し、再建を目指している。

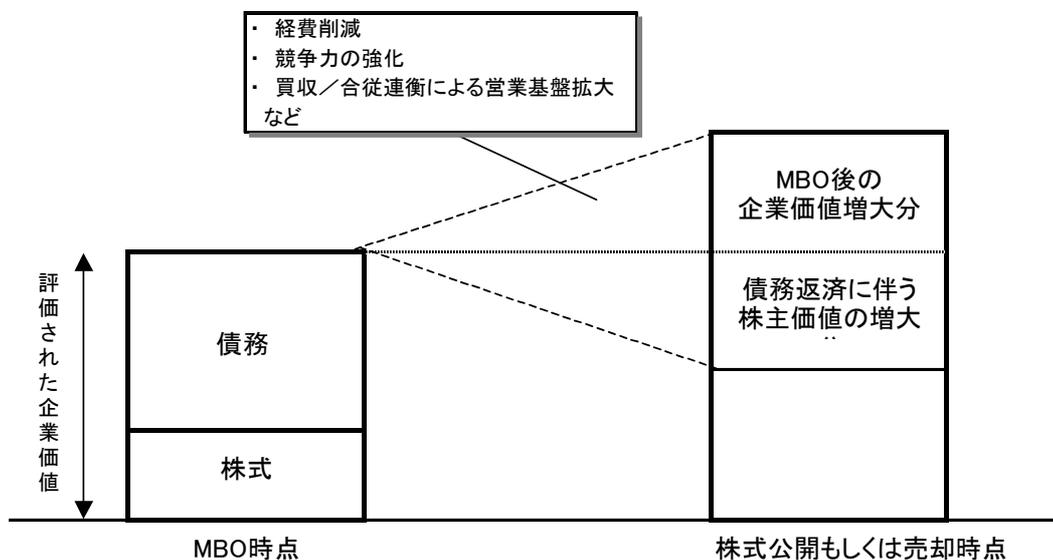
また、法的倒産手続きに入った企業に対しては、プライベート・エクイティ・ファンドが支援企業として名乗りを上げ、破綻企業に出資を行う形態の企業買収が考えられる。例えば、98年7月に会社更生手続きを申し立てたプリント基板製造大手の富士機工電子のケースでは、投資ファンドのアドバンテッジパートナーズが事業管財人に就任し、減資後、第三者割当増資を引き受けた。同ファンドから派遣された社長を中心に事業を再建し、早くも2001年3月には、金融機関からの借入れにより債務を一括弁済し、更生手続きを終結した。業績は順調に伸びており、2002年秋の株式公開を目指しているという。

わが国では、経営危機や倒産に陥った企業の再建に乗り出す支援企業は、同業他社である場合が圧倒的に多いが、本業もしくは一部の事業が順調で、再建可能性が高いとされれば、プライベート・エクイティ・ファンド主導による企業再生も有力なオプションとなりうる。

3) MBO の投資回収手法

MBO におけるエクイティ投資家は、新会社の株式公開、事業の再売却などによって、投資を回収することとなる。ここで投資収益の源泉となるのは、大別して①融資返済による株価の増大と②企業価値の増大による裁定利益の2要因である(図4)。

図4 MBO 案件における投資回収の考え方



(出所) 野村総合研究所

したがって、資金調達計画を策定する際に、将来の企業価値をどのように予測するか、財務レバレッジをどの水準に高めるかが重要となってくる。また、プライベート・エクイティ・ファンドが出資している場合、各ファンドはそれぞれの投資家のために一定期間内にリターンをあげようとしているから、投資回収の時期が非常に重要な要因となってくる。もし実回収額が同額となるならば、ファンドの内部投資収益率（IRR）を計算する上で、一年でも早く回収ができたほうがよい、ということになる。

ちなみに、わが国のMBOは本格化してから1-2年ということもあり、まだ投資回収の実績が少ない⁷。MBOによって独立した会社が公開を果たした例も少ない⁸。なお、英国の場合、MBOにおける投資回収手段は、戦略投資家など他社への売却（トレード・セール）が半数以上を占める一方、株式公開は案件数では20-30%前後を占めるにすぎない。また、なかには清算に追い込まれるケースもあり、一年間の退出数のうち清算が20%強を占めた年度もあることが知られている⁹。

3. ケース・スタディ

⁷ 現時点で情報が公開されているものでは、カネボウからMBOによって独立したキスコソリューションに投資したアドバンテッジパートナーズが、投資から約一年後に電通国際情報サービスに持分を譲渡した例があるのみである。

⁸ 三井物産から独立したデジット（2000年9月、ナスダック・ジャパン市場に上場）が代表例として挙げられる。

⁹ ノッティンガム大学ビジネススクール（マネジメントバイアウト研究所）の調査などによる。前述小谷野・東論文を参照。

1) 経営陣・従業員による積極的な MBO の例

(1) MBO による独立

A 社は、オフィスビル等の運営・管理やビルテナントの営業・斡旋をする会社で、情報・不動産などを幅広く手がける B 社から、1990 年に分社化するかたちで設立された。その後、ビルマネジメントのノウハウの蓄積とともに、管理・運営受託件数に占める B 社関連のビルの割合は 2 割程度まで減少し、グループ内に留まるメリットが薄れていった。さらに、B 社が情報通信分野に注力していったことから、A 社は独立して顧客層を拡大する意思を固め、社長が自ら精力的に MBO を推進し、2000 年 2 月に親会社からの独立を果たした。買収金額は 50 億円（債務、エクイティは約半分づつとされる）で、当時としてはわが国最大の MBO 案件となった。買収金額のうち約 92% を大手都市銀行やプライベート・エクイティ・ファンドからの出融資で賄ったが、約 4 億円（資本金の約 16%）は経営陣及び従業員持株会が拠出した。

(2) 業容の拡大

MBO による独立後、A 社の業容は急速に拡大している。ビル管理床面積は MBO 前の 1.5 倍、管理棟数は 2 倍以上になった模様である。大手不動産会社との資本関係をもたないことから、その独立性が特に外資系投資家に好まれ、受託件数を増やしている。現在、同社には 14 名の役員がいるが、そのうち 6 名（取締役会長 1 名、非常勤取締役 3 名、監査役 2 名）がプライベート・エクイティ・ファンドから派遣されている。今後は、成長拡大もしくは収益性の向上を現実のものにし、株式公開などへ向けて企業価値を高めていけるかが課題となろう。

MBO の特徴として、経営陣の出資額が少なくとも実施可能という点が指摘される中、A 社の例では、比較的大きな買収価額となったにもかかわらず、経営陣・従業員持株会が相当の出資を行い、高いモチベーションのもとに事業拡大に成功したことが注目される。また、系列関係が強く差別化されていない中小企業が無数に存立する業界で、MBO による系列からの独立が意義を持つことを知らしめたという点で、やはり注目に値しよう。

2) 投資ファンドがエグジット（投資回収）に成功した例

(1) 非コア事業の分社化

情報システム開発を手がける C 社は、2000 年 3 月 31 日、化学繊維大手 D 社の情報システム事業部門が分離独立するかたちで設立された会社である。出資構成は、プライベート・エクイティ投資会社の E 社が設立した MBO ファンド（投資事業有限責任組合）が 60%、D 社が 30%、および情報システム開発の F 社が 10% であり、D 社からの営業譲渡という形

式を採った MBO 案件である。親会社の D 社としては、事業再編に伴い、非コアの事業部門を分社化したい意図があったと考えられる。

(2) 株主間での支配権移転

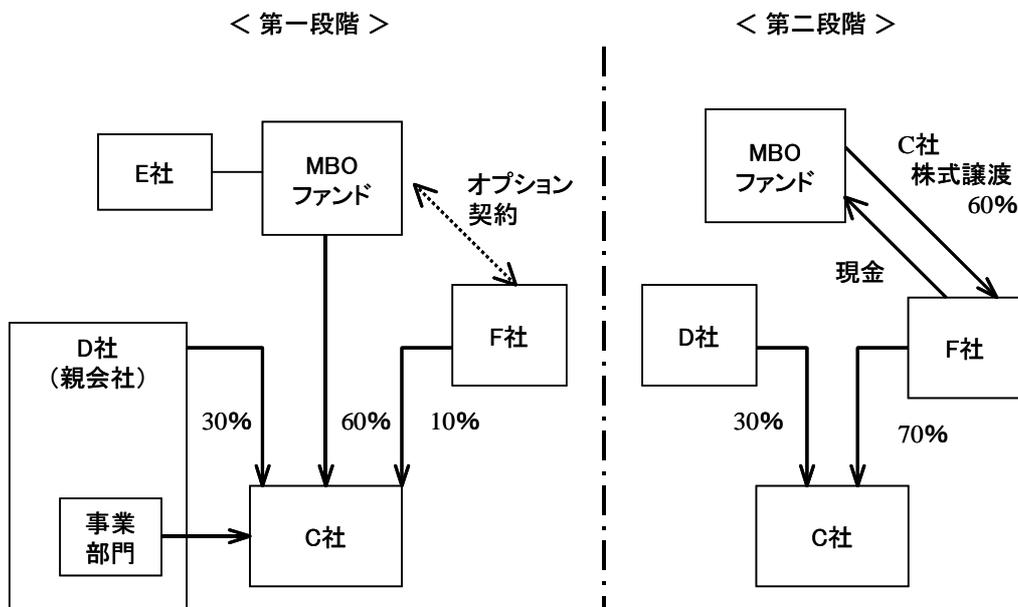
2001年3月、C社の10%株主であり、業務提携も結んでいたF社が、MBOファンドが保有していた全株式を7億6,800万円で取得することを発表した。この取引により、F社はそれまで保有していた10%と合わせ、議決権の70%を持つ大株主となった。

もともと、E社のMBOファンドは、F社とオプション契約を締結しており、株式譲渡は、F社が権利を行使することにより実施された。すなわち、F社は、C社の独立後、約一年間推移を見守った上で、子会社化の意志決定をしたことになる。

F社にとっては、C社がもともと金融機関向けのソフト開発やネットワーク構築に強みを持っていたこと、C社の収益力がF社よりも高いことが魅力となった。F社は、比較的最近(2000年11月)に東証に上場しており、情報システム事業では技術者数が事業拡大に直結することから、積極的にM&Aを活用して高成長をとげようとしている。F社は2001年には、C社の他にも2社ほどに出資しているが、システムエンジニア230名を擁するC社の買収は、一連の戦略の第一弾であったといえよう。

投資ファンドが過半数の議決権を握ったMBO案件で、株式譲渡によって投資が回収された案件の例として、注目されよう。

図5 MBOファンドによる出資と退出



(出所) 野村総合研究所

3) 株価対策を契機にMBOまで進展していった例

（１）TOB 実施前の状況

G 社は、中部地方に本社をおく店頭上場の自動車用化成品メーカーである。自動車用ブレーキ液・不凍液では国内首位であり、住宅向け防音配水管など新規分野にも取り組んでいるが、不況の影響で完成車メーカーからの値引き要請が強まるなど、足下で業績が急激に悪化することが懸念されつつあった。

株価は 2000 年に大きく下落し、それまでの 800～900 円台から 500 円台を推移していた。過去 2-3 年の 1 株当たり純資産は 1,200 円強であり、株式市場からは相当低い評価しか受けていなかったことになる。こうした状況の中、G 社の経営陣としては、敵対的買収への懸念が高まっていった可能性がある。事態の解決策として、金融機関と協調しながら非公開化を伴う経営者買収を実施しようとしたものと思われる。

（２）TOB を実施

2001 年 7 月、H 社（受け皿会社）を公開買付者として、1 株につき 850 円で買付けを行うことを公表した。買付価格は、過去 6 ヶ月間の G 社平均株価¹⁰に対して約 50%のプレミアムをつけた価格となった。TOB の結果、自己株式を除いた発行済み株式総数の 95%強（約 1,150 万株）を H 社が所有することとなった。

G 社の株式は店頭上場廃止となる予定である。店頭上場している G 社は、非登録会社（例えば受け皿会社たる H 社）との間で株式交換もしくは株式移転を行うことによって上場廃止が可能だが、本ケースでは、すでにほぼ 100%の株式を受け皿会社が保有しているため、追加的なコストなどに鑑み、株式交換等を行わずに一定時期経過後に自然に上場廃止となることを企図しているようである¹¹。

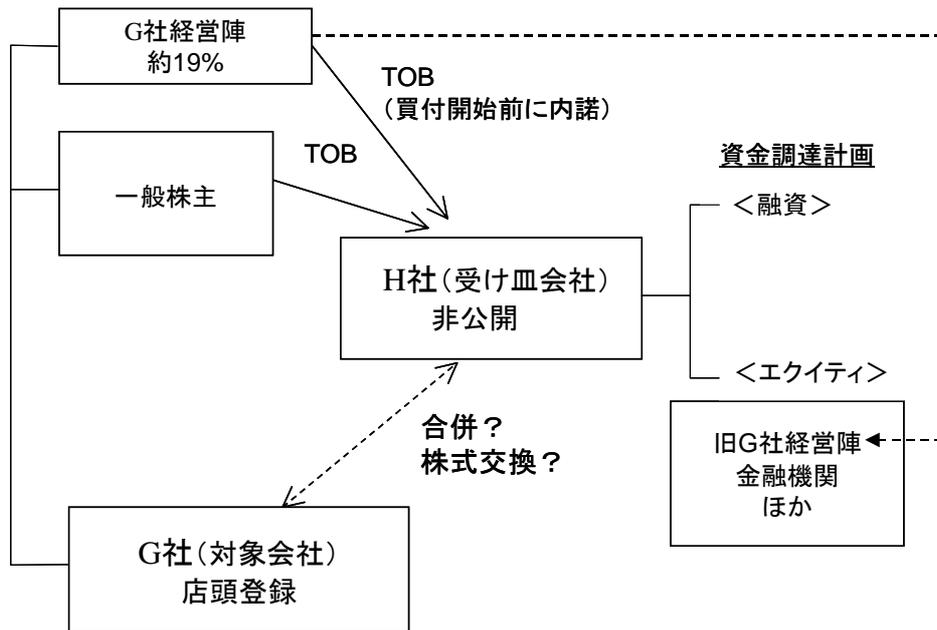
G 社の全ての取締役、執行役員、常勤監査役は、公開買付け終了後も継続して経営にあたるほか、希望によって受け皿会社への資本参加を行うこととなるが、資本構成は未公表である。また、受け皿会社の資金調達構成も未公表となっている。

ちなみに、2001 年 3 月期における G 社の連結財務諸表をみると、長期借入金はなく、短期借入金や退職給付引当金などを考慮した負債比率も低い。インタレストカバレッジレシオも十分に高く、健全な財務体質を持っており、エクイティ投資家にとって魅力が高いといえよう。一方で、G 社の業績は、MBO・非公開化の前から減速が予想されており、これをどこまで伸ばせるかが、企業価値を高める上での課題となろう。

図 6 公開買付けを用いた MBO のスキーム

¹⁰ 日本証券業協会が公表した午後 3 時現在における直近の売買価格の平均値

¹¹ 日本証券業協会「店頭売買有価証券の登録等に関する規則（公正慣習規則第 1 号）」第 11 条 2 項に登録取り消し基準が示されている。



(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

4. 残された課題と展望

ここでは、今後 MBO がより機動的に活用されるために、まだ改善の余地があると思われる課題について整理する。ただし、すでに実施済みの MBO 案件と経験の蓄積によって、専門家の間では契約事項の標準例など実務上のノウハウが開発されつつあり、致命的な障壁はなくなりつつあるとみられる。

1) 法制度面での課題

(1) 検査役制度

商法の定める事後設立にかかわる検査役制度（商法第 246 条）は、設立後 2 年以内の企業が他社から一定規模以上の財産を譲り受ける場合に、裁判所の選任する検査役の調査を義務づけ、MBO における手続きを煩雑にしているとされる。検査役調査に時間・費用がかかることに加え、MBO の対象となる会社・事業部門の買収価格は、DCF 法に基づいて算定されることが多く、純資産価額に基づく評価額よりも高額になりがちである。したがって、MBO の実務においては、新設会社ではなく、設立後 2 年以上を経過した株式会社等（いわゆる休眠会社等）を受け皿会社として活用する、といった措置をとらなければならない。

(2) 少数株主の問題

わが国においては、MBO 対象会社の株式を 100%取得し、少数株主を排除する有効な方法がない。株式交換制度を活用する場合にも、子会社の少数株主に親会社株式を付与するものであるため、親会社・子会社を含めたグループ全体から子会社の少数株主を排除したい場合には使えない。例えば、公開会社の MBO において、経営陣が受け皿会社を活用して MBO 対象会社の株式の 80%を取得し、さらに 100%の取得を目指す場合、受け皿会社の株式を交付することになるため、経営陣の 100%所有は達成されないことになる。

少数株主の問題は、今のところ、実務的には必ずしも深刻な問題と受け止められていないようだが、場合によっては、少数株主による反対のため、MBO 後の機動的な経営ができず、企業の再構築も思うように進められない、という事態に陥る可能性がある。米国で一般的に用いられているような、現金を対価として少数株主の持分を買い取る方法（キャッシュ・アウト・マージャー）などを参考に、改善をはかるべきであろう。

（3）非公開化

本稿でみたように、わが国の MBO 案件においても、戦略的な株式非公開化（ゴーイング・プライベート）と呼ぶべきものがでてきている。

上場廃止・店頭登録取消に対しては、上場廃止は株主の売却の機会喪失につながり好ましくないという一般的な理解などが影響し、わが国の取引所においては「上場会社の申請による上場廃止」¹²の例がほとんどみられない。したがって、実務上は、株式交換・株式移転によって完全子会社化を行うか、それが利用できない場合には株式を買い集めて株主数を減少させあるいは支配株主の持株を高める¹³ことにより、株式分布状況に関する上場廃止基準に該当させることが必要となる。

また、上場廃止・店頭登録取消が達成された場合になお問題になるのが、わが国の証券取引法上、継続開示義務の免除がそれほど容易ではないことであり、情報開示に伴うコストを削減するといった非公開化のメリットを十分に享受することができないといわれている。具体的には、一度でも有価証券届出書の提出が必要な株式の募集・売出を行った会社は、清算や営業休止といった特別の事情がない限り、株主名簿上の株主が 25 名未満にならない限り、継続開示義務を中断されない（証券取引法第 24 条 1 項但書）。この点、米国では、事業年度の初めにおける当該有価証券の所有者数が 300 名未満であれば 1934 年証券取引法上の継続開示義務は中断される¹⁴。

（4）株主間契約による投資家の権利

¹² 東証の場合、証券取引所による上場廃止（東証有価証券上場規程第 16 条）、上場会社の申請による上場廃止（同 15 条）、内閣総理大臣の命令による上場廃止（証券取引法第 119 条）が認められている。

¹³ 東証では、少数特定者持株数が上場株式数の 75%を超えて、1 年以内に 75%以下とならないときに株券上場廃止基準に該当する。

¹⁴ なお、米国における非公開化関連規制について、内間裕・佐粧朋子「日本における MBO の普及・活性化に向けて（中）」商事法務 1538 号を参照。

米国などでは、MBO 案件に投資するプライベート・エクイティ・ファンドは、投資回収リスクを低める目的から、経営陣との間で投資契約もしくは株主間契約を交わし、先買権（第三者に先駆けて売却の申出を受ける権利）、コ・セール権（co-sale right、第三者への売却に他の少数株主を追随させる権利）などの権利を得ることがある。また時には、流動性の観点から、投資時期から一定期間を経過しても投資先企業が M&A や IPO を実現できなかった場合に、少数株主が投資先企業の株式の完全売却を強制できる権利（ドラッグ・アロング権）が設定されることもあるといわれる。

わが国においては、株主間契約で譲渡制限等を付けることの有効性について、最近では、商法の趣旨に反しない限り有効であると解されている。ただし、定款に記載できない以上、いったん譲渡が行われてしまった場合には、譲渡自体を無効とすることはできないとみられる¹⁵。また、先買権の設定や、一定条件で売買を強制する譲渡制限を付ける際に、譲渡対価を予め定めることには問題があるとされる（ただし、譲渡時における公正な譲渡価格の算定方法を約定しておくことは有効）。

株主間契約では、プライベート・エクイティ・ファンドからの役員の受入れ、買収後の経営陣の経営参画方法、一定のパフォーマンスをあげた場合に経営陣の株式持分を増加させるプログラムなど、MBO に参加する経営陣にとってもきわめて重要な事項が記載されることがあり、今後さまざまな実例の蓄積と課題の検証が期待されよう。

2) 資金調達面での課題

(1) 融資に関連した課題

MBO に関わる融資は、買収対象企業の資産を担保にした、いわゆるリミテッド・リコース・ローン（もしくはノンリコース・ローン）である。リミテッド・リコース・ローンについては、金融機関の理解も進み、不動産担保融資などに代わる新たな貸出手法として、積極的に取り組む機関も増えてきたといわれている。ノンリコースもしくはリミテッド・リコースの意義は、貸出先の生み出す将来のキャッシュフローに回収を依存（限定）するという点にあり、経営者や株主の個人保証などを求めないことが特徴である。

しかし、実務上は、純粹にキャッシュフローをベースとした貸出とはいえないのはいかとの指摘もある。ローン実行に際しては、借入人となる受け皿会社と MBO 対象会社／事業部門に関して、会計上・法務上のデュー・デリジェンス（詳細調査）が行われた上、受け皿会社・対象会社の全財産に担保権が設定されることとなる。担保権設定の対象資産には、預金債権、売掛債権、敷金・入居保証金返還請求権、保険金請求権、無体財産権、動産・不動産などがある。MBO 対象事業によっては、多くの在庫を持ち、多数の店舗・設備を賃借していることがあるから、資産それぞれに明認行為を施さねばならないのか、賃

¹⁵ 株主間契約に違反して株式を譲渡した者に対する損害賠償請求、事前差止めは可能とみられる。

貸借契約一本毎に貸貸人と担保設定の交渉をしなければならないか、などとさまざまな問題を検討しなければならない。さらに、経営陣およびプライベート・エクイティ・ファンド等が所有する受け皿会社もしくは対象会社の株式にも、担保権が設定されることが多いといわれている。

このほか、金融機関が、誓約事項などの形態で、融資実行後の対象会社の事業活動に一定の制限を加えたり、貸付人以外の第三者からの借入れを制限することがある。また、財務制限条項として、対象会社が一定の財務指標（デット・サービス・カバレッジ・レシオなど）について、一定の水準維持を求められる可能性がある。

このように、MBO 案件において経営権の集中を図りたいエクイティ投資家にとっては、リミテッド・リコース・ローンの調達は、時として実務上困難な問題を引き起こすことがあるといえよう¹⁶。

（２）メザニンファイナンスの拡充

メザニンファイナンスは、広義ではエクイティ（議決権のある普通株式）と銀行借入（シニアデット）以外の資金調達手法であり、MBO 案件では、金融機関などのアレンジにしたがって、しばしば用いられる。その際、欧米でよく用いられる劣後債、劣後ローン、ワラント、優先株が、あまりわが国では一般的でなく、転換社債、ワラント債（新株引受権付社債）に頼らざるを得ないことから、MBO 普及へ向けた課題として、メザニンファイナンスの拡充がしばしばとりあげられてきた。

①優先株と種類株

大型の MBO 案件において、融資を受ける際の誓約条項（コベナンツ）にデット・サービス・カバレッジ・レシオ制限などがしばしば規定されることなどから、優先株あるいは種類株の活用が柔軟であるほど、資金調達計画が策定しやすくなると考えられている。

現行の商法では、種類株式の属性につき、利益配当優先株にのみ議決権のない株式が認められている（商法第 242 条 1 項）。また、議決権を持たない利益配当優先株式の発行は、商法上、発行済み株式数の 3 分の 1 を上限としている（同 242 条 3 項）。さらに、無議決権利益配当優先株において、一度でも所定の優先配当がなされなければ自動的に議決権が復活することになっている。

これらの規定が、M&A や MBO の普及に際して、優先株のフレキシビリティをそぐ、あるいは非公開会社の無議決権株式を引き受ける株主側のニーズ（短期的な優先配当よりも将来公開したときの値上り益を期待、など）に合わないものとして批判をうけてきた¹⁷。

¹⁶ MBO における融資実行、担保設定に関する各種の問題について、上野正裕「MBO」（西村総合法律事務所編『M&A 法大全』（商事法務研究会）所収）を参照。

¹⁷ 例えば、通産省産業政策局「プライベートエクイティファイナンスの意義とその普及に向けての課題」（プライベートエクイティファイナンス事業環境整備研究会提言）2000 年 11 月など。

この点について、2001 年秋の国会に提出される商法改正案では、優先配当の有無に関わらず議決権を行使できる事項につき内容の異なる株式の発行を認め（商法等の一部を改正する法律案要綱第二の一）、議決権のない株式を利用した資金調達の手軽化を図ろうとしている。また、議決権に制限のある種類の株式の発行限度を、発行済み株式総数の 2 分の 1 まで拡大する（同要綱第二の二）。今後、優先株の柔軟な活用が期待されるほか、無議決権株式のみならず、組織変更に関する事項のみ議決権を認める株式といった、各種の議決権制限株式が発行可能となり、資金調達上の選択肢が拡大するものと期待されよう。

②劣後債務とワラント

米国の企業買収では、ワラントと劣後債務をセットにして投資するのがメザニンファイナンスの主流であり、議決権の保有にこだわらず、このパッケージへの投資を専門にするメザニンファンドも組成されている。

一方、わが国では、劣後債や劣後債務について、MBO 研究会などで「劣後債・劣後ローンの契約条項の倒産法上の取り扱いが不明確である」といった点が批判されていた。

また、わが国では、欧米のメザニンファイナンスと同様に、第三者にワラントのみを付与し、数年間の投資期間保有させることは、事実上困難であるとされてきた。すなわち、通常、行使価格が低く設定されるため、第三者に対する有利発行に関する株主総会の特別決議が求められ（商法第 280 条の 2 第 2 項）、しかもその決議は決議日から 6 ヶ月以内に払込をするべきものにのみ効力を有する（同 280 条の 2 第 4 項）からである（6 ヶ月以内に新株を発行しなければならないため）。

この点につき、商法改正案は、会社对新株予約権の発行を認める（商法等の一部を改正する法律案要綱第四¹⁸）。この改正に伴い、分離型の新株引受権付社債は、会社が社債と新株予約権を同時に募集し、両者を同時に割り当てるものとなり（同要綱第五の二）、欧米同様の資金調達方策がデザインできるようになるものと期待される。

3) 産業再生法による MBO 支援策

¹⁸ 新株予約権とは、新株予約権者が、株式会社に対しこれを行行使したときに、会社が新株予約権者に対し新株を発行し、又はこれに代えて会社の有する自己株式を移転する義務を負うものをいう。

実は、上記のような問題の改善に向けて、1999年10月に施行された産業活力再生特別措置法（産業再生法）では、すでにMBOおよびEBOへの支援策を定めている¹⁹。

例えば、買い手となる買収対象会社の経営陣や従業員がMBO/EBOに必要な資金を借り入れた場合に、産業基盤整備基金²⁰がする債務保証や、MBO/EBOによって新設される会社に対する新規事業投資（株）²¹の出資などがある。また、検査役調査の簡素化、新株引受権方式のストックオプションの付与枠を発行済み株式総数の1/10から1/4への拡大、優先株の発行限度枠の1/3から1/2への拡大といった措置も、活用可能となる場合がある。

しかし、2001年8月末現在、債務保証と出資に関する支援策が実施された実績はない。その理由としては、第一に、債務保証と出資に関する支援を受けられるのが、分社化や増資などの「事業再構築計画」を作成し主務大臣に認定を受けた認定事業者で、しかもその計画を実施したにもかかわらず、経営資源が有効に活用できていない場合に限られることが挙げられる。第二に、認定事業者を対象としたMBO/EBOの結果、買い手である認定事業者の役員や従業員だった者が、新設会社の発行済み株式の3分の1以上を保有するか、5分の1以上を保有し、かつ少なくとも1人が新設会社の代表取締役就くことなど、厳しい条件を満たさなければならないことも指摘できよう。今後の大企業の再編ニーズに合わせて、MBO支援策の適用の柔軟化などを検討すべきと思われる。

なお、本節であげた課題の多くが、MBOのみではなく、M&Aを含むわが国の企業再編一般にあてはまるものである。企業統治の実効性の確保、資金調達手段の改善などを狙う商法改正などによって、上記のような課題が一層改善されることが期待される²²。

4) 今後の展望 ～ 日本型 MBO の可能性

わが国において、MBOを実施したことによる企業パフォーマンスあるいは企業価値への影響については、非公開企業が多く、エクイティ投資家が投資回収（エグジット）した事例もまだ少ないことから、実証的な研究が進んでいない。しかし、これまでのMBO案件の概要を見ると、欧米のMBO/LBOとは異なる、いくつかの特徴が浮かび上がる。例えば、従業員持株会・ストックオプションなど従業員へのインセンティブを考慮した措置をとる例が多い、中堅企業では事業承継を契機にしたMBOの検討が多く行われている、買収資金調達において負債レバレッジがそれほど高くない²³、プライベート・エクイティ・ファンドに

¹⁹ 産業再生法について詳しくは、橋本基美「最近の企業再編法制をめぐる動き」『資本市場クォーターリー』99年秋号参照。

²⁰ 財務省と経済産業省共管の特別認可法人。新事業の創出や事業再構築の促進などを金融面から支援する。

²¹ 産業基盤整備基金、日本政策投資銀行及び複数の民間企業の共同出資により設立されたベンチャーキャピタル。

²² この他、ストックオプションやトラッキング・ストックの活用も、商法改正によって容易になることが予想される。

²³ 公表されている案件などでみる限り、案件価額に占めるエクイティの比率は30%強が多く、時に40%

よる役員派遣は非常勤取締役レベルにとどまるケースが多い、といった点である。日本の企業経営における風土（経営者があまり流動的でなくアウトサイダーによる経営改革が困難とされる、敵対的買収に対する嫌悪感が強い、従業員重視の姿勢を持つなど）や伝統的な銀行行動などから考えると、こうした日本型 MBO とも呼ぶべきスタイルが定着していく可能性もあると考えられる。

以上のような状況をふまえて、わが国では今後、次のようなタイプの MBO 案件増加が期待されよう。

第一に、大企業のグループ再編における MBO のさらなる活用である。MBO の紹介・導入がなされた当初は、大手商社や旧財閥系企業のグループ再編における経営者の独立・MBO が相当に期待され、産業再生法に盛り込まれた MBO 支援策などに結実したが、いままでのところ、大型の MBO 案件としてはほとんど顕在化していない状況である。対象会社・事業の経営陣側としては、MBO 後にはグループの壁を超え新しい投融資機会を獲得できるメリットがあるが、売り手となる親会社側には、必ずしもインセンティブがなかったことが、MBO を阻害していたかもしれない。今後は、株式持合いの解消、金融グループの再編、会計制度改革、商法改正などの環境変化に伴って、大企業においても MBO を活用した再編が真剣に検討されるのではないと思われる。

第二に、「合従連衡型 MBO」と呼ぶべき案件の登場が期待される。わが国の製造業・サービス業には、市場シェアが低い中型企業が多数あって、互いに競争しているサブセクターがかなりある。こうしたサブセクターにおいては、経験を有する経営者が、金融投資家との協調によって同業他社を買収・統合し、一定期間に過剰企業状態を解消して企業価値を高める余地があり、潜在的な MBO 案件として魅力的である。

上記のような MBO の登場は、株価純資産倍率 (PBR) が 1 倍を下回る低い評価しか受けていない上場企業が多い現在の株式市場の活性化にもつながろう。わが国で萌芽した MBO の潮流が、企業経営・企業財務に及ぼす影響について、引き続き注目していきたい。

(関 雄太、岩谷 賢伸)

を超えることもある。同じ比率を英国の MBO 案件 (1989~94 年、MBI 除く) でみると、平均 27.4% (1000 万ポンド以上の MBO 案件では 25.9%) である (前述のノッティンガム大学ビジネススクールマネジメントパイアウト研究所の調査による)。