

第11回「PEファンドと投資先の経営体制」

〈NIKKEI NET 8月9日付記事〉

すかいらーく横川社長解任 「資本の論理」創業家退場

すかいらーくは12日の臨時株主総会とその後の取締役会で、主要株主の投資会社2社から退任を求められていた横川竟(きわむ)社長(70)を解任し、生え抜きの谷真常務執行役員(56)を後任社長に選ぶ。株主と経営者の異例の対立は、資本の論理を盾にした投資会社側に軍配が上がり、創業一族が表舞台から去る。日本最大のMBO(経営陣が参加する買収)はどこでつまずいたのか。

「やったことは間違いないと思うので辞任より解任を選んだ。大変だと思うが頑張ってもらいたい」。東京都武蔵野市のすかいらーく本社。午前9時半からの朝礼で横川社長は社員らにこう語り、1カ月に及ぶ進退問題に自らけりを付けた。

「社長を辞めていただきたい」。野村プリンシパル・ファイナンスと英CVCキャピタルパートナーズの投資会社2社が要求を突きつけたのは7月9日。すかいらーくに計97%超出資する投資会社は業績回復の遅れに危機感を募らせていた。(07:00)

これまでの連載でも述べた通り、PEファンドは、自らが投資先の役職員と共に汗をかき、企業価値の向上を担っていく存在です。したがって、PEファンドにとっては、投資先の経営者・従業員との間の信頼関係が非常に重要です。しかし、経営環境によっては、それでも乗り越えられない問題が生じる可能性があることは事実です。

1 MBOの実際

(1)MBOの目的と基本的考え方

連載の第5回で利益相反の観点からMBO(Management Buyout)に触れていますが、MBOは、基本的には経営陣が一般株主から株式を買い取って会社を非上場化するスキームです。その目的には様々なものがありますが、企業が市場の短期的な圧力を回避しつつ構造改革を推進したい場合や、役職員の士気向上などの積極的な理由のほか、上場のメリットがなくなった場合や、オーナー経営者が後進に道を譲る手法の一つとするなどの消極的な理由もあり得ます。また、大企業のノンコア事業である上場子会社がMBOのスキームを使って独立するケースも増えてきました。この場合には、売り手側のメリットの大きさも意識されていると思われます。

(2)MBOの変形スキーム

ところで、MBOには、実際には上記の他にも様々な形態があります。特に以下の2形態は、本稿のこの後の内容と関連するものとしてここでお示ししておきたいと思います。

(a) MBI(Management Buy-In)

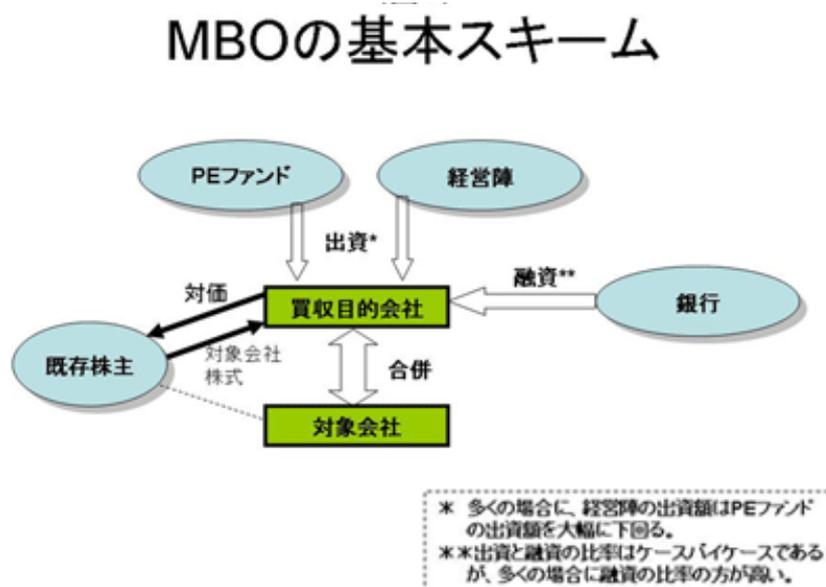
MBIは、簡単に言えば、既存の会社の経営者ではなく、外部から招聘(しょうへい)した経営者からなる経営陣が主体となって当該会社を買収し、経営にあたるというスキームです。

(b)MEBO(Management Employee Buyout)

MEBOとは、既存の会社の経営者のみならず、その一部従業員も出資して買収を行ない、経営にあたっていくというスキームです。

(3)MBOの資金調達

MBOのスキームは、下の表の通りです。



この図の中で、本稿に関係するポイントは、以下の2点です。

- (i) 株式の出し手は、経営陣だけではなく、実際には、多くの場合にPEファンドがそれを大きく上回る額で参加していること
- (ii) 当該企業の主要資産を担保とし、キャッシュフローを返済原資として金融機関から相当額の融資を受けること

ここまで述べてきたMBOの実際的な側面は、以下に論じる経営体制を考える上で非常に重要な意味を持っています。

2 MBO後の経営体制について

(1) PEファンドが関与する場合の経営体制の基本的考え方

MBOであるか否かを問わず、PEファンドは、投資した会社にいわゆる「ハンズオン」で経営関与する必要があり、多くの場合に、PEファンドの役職員またはPEファンドが推薦する人物が取締役・監査役などを務めるのが基本です。PEファンドの役職員が取締役や監査役を務める場合には、非常勤役員としての経営関与の場合が多く、PEファンドが推薦する人物が取締役や監査役を務める場合には、何らかの特定の役割を担う常勤役員であることが多いと思います。

ただし、PEファンドからの派遣役員は、経営のプロではあっても、その業界ないし会社に関する知識という面において、いわゆる生え抜きの役員に比肩するだけのものを持ち得ないことが多いため、当然のことながら、生え抜きの役員とPEファンド側の役員が協力しながら経営に当たることになります。

その中で、誰が会社の代表取締役として経営を率いるかは、ケースバイケースの判断となりますが、MBOの場合に限れば、既存の経営陣が出資もして経営を率いることが予定されているものであるため、少なくともMBO当初においては、既存の経営陣からトップが選出されることになるでしょう。ただし、経営の優先度が大きな方向転換や経営管理の抜本的な強化など、既存経営陣では対処できないような場合や、対象会社が大企業のノンコア子会社であってその経営者が単に親会社のローテーション人事であったような場合には、PEファンドの推薦者が主に経営にあたることもあり得ます(MBI)。また、経営を次世代の社員に引き継いでいくことが望ましいような環境の場合や、コアとなる社員のモラルアップが必須の場合には、既存の経営陣だけではなく、主要な社員も参加したMEBOのような形態もあり得るでしょう。

(2) 創業者の役割

既存の経営陣の中でも、創業者は、特に重要な存在であると考えられます。すなわち、創業者は、多くの場合、自らリスクを取り、創意工夫と努力を重ねて会社の業績を上げ、上場に導いたという、誰にも否定できない具体的な実績(トラックレコード)があることはもちろん、当該会社や業界のことは誰よりも知っており、情熱も持っている合理的に推測できますので、少なくとも経営環境が激変していない限りは、創業者が引き続き指揮を執ることに一定の合理性があることは明らかです。また、創業者は、会社のシンボルとして求心力の源となっているケースも多いので、その役割はPEファンドとしても無視し得ないものと言えるでしょう。

その一方で、経営環境が激変しているような場合や、グローバルスタンダードで当該業界の経営の焦点が変わってきているような場合には、新しい視点を持った経営を行なう必要があり、創業者の成功体験だけでは対応できないことも容易に想像できます。そして、冒頭に述べたように、MBOを実施する理由は、多くの場合、経営環境の変化に伴って構造改革を実施することですので、MBOの目的を達成するためには、創業者としても、自分の知見だけに頼らず、新しい血を入れた経営体制を受け入れる度量が必要です。

(3)資本の論理と財務制限条項

このように、MBOの場合、創業者ないし既存の経営陣が、PEファンドから派遣される役員と共に引き続き経営を担うことが多いのですが、問題は、MBO後の業績が想定を下回り、PEファンドの投資家や銀行の要求水準に合わなくなった場合です。

「MBOの資金調達」の項でご説明したように、MBOと言っても、実態は、既存経営陣だけではなく、PEファンドが大半のエクイティ(株式)を出し、銀行からの借入を併用して実施することが多いのです。すなわち、いわゆる「資本の論理」で言えば、役員の改選任権や経営上の重要な意思決定の権限は、法的にはPEファンドが握っていると言って差し支えないと思います。また、銀行は、会社の資産を担保に、会社のキャッシュフローを返済原資として融資を行なっていますので、その想定に沿った財務制限条項(コベナンツ)を設定しています。例えば、「〇〇年度の経常利益が〇〇億円以上」、といった、融資継続のための条件が毎年課されています。仮にこの財務制限条項を下回った場合には、会社は、借入人としての期限の利益を喪失することになり、最悪の場合には銀行によって担保権が実行されてしまうことも理論上はあり得ます。

MBOの場合には、実行当初に多額の借入れを伴うことが多いため、会社の財務内容は、MBO前よりも悪化していることも多いことに留意が必要です。そんな中で、想定されている業績をきっちりと挙げていくことは、決して容易なことではありません。創業者が当初会社を創業するときには、自分のリスクで何でも決めることが出来るので、状況に応じて臨機応変に業績目標を変えることが出来るかもしれませんが、MBOの場合には、PEファンドの投資家の目線を意識しなければならないほか、銀行の財務制限条項が大きな縛りとなるものです。それでも、PEファンドの場合にはまだ融通が利くのですが、銀行はそうはいきません。このことが中期的な企業価値向上にとって好ましいことなのかどうか、議論が分かれるところかもしれませんが、筆者として申し上げられることは、銀行も公共的な使命を帯びた存在であり、機械的に引き金を引くようなことはしないことが多いものの、会社側もそれに甘えることなく、平素からのコミュニケーションを大切にすべきだということです。

そもそも論に戻ると、当初のMBO実行時に、将来、経営環境がどの程度ダウンサイドに振れる可能性があるのかという「ダウンサイドシナリオ」と、その場合の打ち手について、経営者・PEファンド・銀行の間で十分な擦り合せが行なわれていて、それに耐えうる財務制限条項にしておくことも必要でしょう。例えば、「売上高が伸びない環境に陥る」というダウンサイドシナリオに対しては、「人員削減など固定費の削減に加えて、不採算製品の更なる撤退等によって、売上高を犠牲にしても利益の確保を行なう」という打ち手を打つと決めてあれば、「売上高の水準を一定以上にする」「特別損失(リストラ費用)を許さない」というような項目を財務制限条項に加えておくことは、経営の機動性を著しく損なうものとなることが予想されるため、そのような財務制限条項は現実的とは言えず、回避すべきでしょう。

しかし、それにもかかわらず、こうした事態に陥った場合には、創業者や生え抜きの役員の経験に頼らず、情を断ち切ってでも「緊急手術」を行なう必要があるかもしれません。そうした場合には、資本の論理が法的に優先します。それが企業価値の中期的な向上にとって良いかどうかは、議論が分かれるところかもしれませんが、当面の生き残りのためにはやむを得ないということになれば、時にそういうこと

がないとは言えません。

冒頭の記事の詳細について筆者はコメントする立場にありませんが、PEファンドにとって最も悩ましい部分が出た事例だと言えるでしょう。

3 まとめ

MBOは、売り手にとってのメリットの他にも、対象会社の中期的な構造改革を推進し、成長を加速するチャンスを与えるなど、日本企業の活性化のためには、なくてはならないオプションになっています。また、対象会社の経営陣にとっては、株式市場からの短期的な圧力を回避でき、一般株主向けのIRが不要になるメリットもありますが、だからといって、MBOをすれば経営陣が好き勝手に経営できるというものでもありません。

すなわち、経営陣は、MBO後も、中期的にはPEファンドの投資家の目線、短期的には銀行の財務制限条項を意識しなければならないということを十分意識し、また、PEファンドや銀行など関係者も、可能な限り柔軟な姿勢でこれを支援するなど、関係者が常日頃からのコミュニケーションを維持し、密接に協力しながら成功に導いていく努力が求められると言えるでしょう。