

日本と中国における MBO の比較研究

羅 薇

キーワード：MBO、非上場型、中国、国有企業

1. はじめに

近年、日本における Management Buyout（以下、MBO）の件数が増えて話題となっている。笹山（2011）によれば、MBO とは経営者が自分の経営する企業や事業部門を自ら買収することである。日本における MBO の件数は、1996 年には数件だったものが 2008 年には 100 件近くまで伸びてきている（図 1 を参照）。一方、日本の隣国である中国でも同様に MBO が盛んに行われている。汪（2004）と趙（2004）によれば、特に 2003 年は「MBO 元年」と呼ばれ、その後も件数が伸びてきている。

日本と中国では同じように MBO の件数の伸びてきており、MBO に関する研究も盛んになってきている。その研究内容も多様である。日本側の研究として、MBO が株価に与える影響を研究した川本（2009）、敵対買収対策として MBO が有効な手段かどうかの研究した後藤（2008）、MBO の背景や目的を研究した佐藤（2007）がある。一方の中国側の研究として MBO を実施する際のファイナンスを研究した張（2005）、MBO が抱える問題を研究した満（2004）がある。

同時期に、日本と中国で MBO が伸びてきているが、これは同じような背景や目的で起こっているのだろうか。MBO という現象は同じであるが、それが行われている背景や目的が全く異質であるかもしれない。そこで、本稿では、日本と中国の MBO について比較することで、両国間の違いを明らかにしていく。そして、その違いから、それぞれの国の MBO が今後どのようになっていくかを明らかにしていく。本稿の構成としては、第 2 節で MBO の定義と動向を説明する。第 3 節では MBO を実施する目的別に MBO の形態を分類し、説明する。第 4 節では、日本における MBO について説明する。第 5 節では、中国における MBO について説明する。第 6 節では実施されて

いる MBO の形態を比較することで、両国の MBO の違いは何で、その原因が何なのかを明らかにする。そして、最後に、その原因から、両国の MBO がどのようになっていくのかという今後の展望を述べ結びとする。

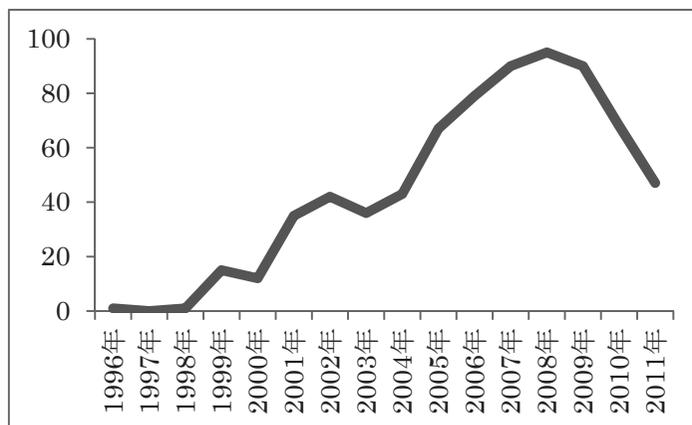


図1 日本における MBO の件数の推移

(出所) あると総合事務所(2012)をもとに筆者作成

2. MBO の定義と動向

笹山(2011)によれば、MBOとは経営者が自分の経営する企業や事業部門を自ら買収することである。あると総合事務所(2012)によれば、MBOは、1970年代後半のイギリスのサッチャー政権の時に、「英国病」からの脱却を図るための対策の一つとして打ち出された、国営企業の民営化するための政策のもとで生まれ、発展してきた手法であり、イギリスにおいて一定の効果が認められ、その後公開企業の買収による非公開企業化や大企業の戦略的事業再構築に伴う一部の事業の売却など、MBOの手法も多様化していった。そして、あると総合事務所(2012)は、典型的なMBO(買収主体が経営陣と投資ファンドで、買収後の経営主体が現役経営陣の形態)に加え、MBI(買収主体が投資ファンドと外部経営陣で買収後の経営主体が外部経営陣の形態)やIBO(買収主体が投資ファンドで買収後の経営主体が投資ファンド(+現経営陣)の形態)などがあることを示している。あると総合事務所(2012)に従えば、このような多様化とともに欧米で活性化し、2000年代から徐々に日本や中国といったアジアでも活用されるようになってきた。

3. MBOの目的別分類

比較研究を進めるうえで、既存研究で提示された分類方法を説明する。あると総合事務所（2012）はMBOには異なった目的があり、それぞれに特徴があることを示している。以下は、あると総合事務所（2012）の分類の説明である。

①非公開（Going Private）型

上場企業が非上場化を目的としてMBOを行う類型のことである。抜本的な経営戦略の転換や長期視野での経営を実現するため、株式市場からの退出することがこれに該当する。メリットとして、「経営の迅速化が図れる」、「短期的な利益を追求する株主の意見に左右されない」、「敵対的買収のリスクを排除することができる」、「上場維持コストが削減できる」、「経営陣に対するインセンティブが柔軟に行われる」等があげられる。またメリットとして、「TOBにおける既存株主の権利保護が問題となる」、「上場廃止により、資金調達手段の選択が減少する」、「知名度の低下」、「コーポレート・ガバナンスの低下」等があげられる。

②ダイベストメント（Divestment）型

ダイベストメントとは、企業が子会社や事業部門等の資産の一部を売却することである。ダイベストメント型MBOとは、企業における選択と集中の戦略上、ノンコア事業や不採算事業である子会社や事業部を処分し、コア事業への集中を目的としてMBOを行う類型である。買収主体側のメリットとして、「グループからの独立により経営の迅速化が図れる」、「グループからの独立により、企業の内部体制を改革できる」、「親会社との従属関係の消滅によりモチベーションが増大される」、「経営陣に対するインセンティブが柔軟に行える」等が挙げられる。またデメリットとして、「グループからの独立により、これまでのグループ間のシナジー効果がなくなる」、「グループからの独立により、知名度が低下する恐れがある」等が挙げられる。一方、売り手側である親会社のメリットとして、「競合他社への情報流出リスクを低減できる」、「リストラや競合他社への売却に比べ、雇用環境の維持が期待でき、また従業員の理解が得られやすい」、「競合他社への売却に比べ、価格も含め交渉がスムーズに行える」等が挙げられる。またデメリットとして、「グループからの独立により、これまでのグループ間のシナジー効果がなくなる」等が挙げられる。

③事業再生（Receivership）型

事業再生型 MBO とは、債務超過等により経営不振に陥った企業において、再生を目的として MBO を行う類型のことである。事業再生型のメリットとして、「採算事業の経営を継続できる」、「採算事業の雇用を維持できる」、「倒産回避により経営陣および従業員のモチベーションが増大する」等が挙げられる。またデメリットとして、「既存債権者との調整が必要となる」、「事業資金が調達できないと再度倒産の危険性に瀕する可能性がある」等が挙げられる。

④事業継承（Family-Private）型

事業継承型 MBO とは、創業オーナーに後継者がいない場合において、事業継承を目的として MBO を行う類型のことである。買収主体側のメリットとして、「後継者が会社の状況を理解している現経営陣であるため円滑に事業継承を実行することができる」、「雇用の維持が可能である」、「経営陣のモチベーションが向上する」等が挙げられる。またデメリットとして、「経営陣の株式取得に多額の資金を要する」等が挙げられる。一方、創業オーナー側のメリットとして、「株式売買による資金化できる」、「継承後の雇用の維持が図れる」、「個人保証等が解除できる」、「競合他社への売却に比べ、価格も含めた交渉がスムーズに行える」等が挙げられる。またデメリットとして、「他者への売却に比べ、買収価格が低くなる可能性がある」等が挙げられる。

以上の類型を活用して、以下では日本と中国の MBO の比較を行っていく。

4. 日本の MBO

日本と中国で実際に行われている MBO を、前節で述べた 4 つの型に分類し、その増加の背景や目的を明らかにしていく。まず、この節では、日本の MBO について記述する。齋藤・川本（2008）によれば、1996 年度から 2006 年度までに行われた日本での MBO の件数のうち、ダイバーストメント型の件数が全体の 80% を占めている。しかし、最近では非上場型の件数が増加している（図 2 を参照）。このような状況を踏まえて、2000 年前後にダイバーストメント型が行われていた背景とその目的を説明し、近年の非上場型が増えてきている背景と、その MBO タイプの目的を明らかにしていく。

4-1. 日本におけるダイベストメント型

ダイベストメント型が多く行われていた理由は、2000年前後の日本の経済を考慮することで理解することができる。2000年の日本経済はバブル経済が崩壊後の景気低迷の時代で、多くの企業が過剰な負債や設備を抱えていた。あると総合事務所（2012）によれば、そのような状況で MBO は企業の事業再生再構築の方法の一つの手法であるとして注目を浴びた。その当時の日本の MBO の多くは、経営不振からの脱却として多角化経営からの転換として「選択と集中」を迫られた上でのノンコア事業の分離・売却が目的であったと予想される。

また齋藤・川本（2008）もノンコア事業の分離・売却も含め、日本のダイベストメント型が行われている理由として、3点あげている。第1は、「ノンコア事業の売却」である。2000年前後で「選択と集中」が展開されるなか、本業とのシナジーが乏しい事業部門、子会社の売却のために、MBO を用いたと指摘している。しかし、2000年前後のノンコア事業の売却は赤字部門を売却することが多かったが、最近の傾向を見れば、業績が良くてもノンコア事業であっても売却している事例が見られると指摘している。その事例として、東芝セラミックスの MBO を挙げている。第2に、「有利子負債の削減」が子会社 MBO の動機をあげている。そして事例として日産自動車、ダイエーの事例をあげている。そして、第3に2000年3月期の会計基準の大幅変更を挙げている。連結決算を本位としたディスクロージャー制度に移行したことにより、連結財務諸表を毀損するような赤字事業やグループ経営に寄与しないノンコア事業を抱えておくコストが増幅している状況で、それらの事業との資本関係を根本から解消する手法として MBO が活用されていると述べている。

いずれにしても、2000年代前後は「選択と集中」に迫られた状況の中で、ノンコア部門を売却するために、ダイベストメント型が主流に行われていたことがわかる。そして今は「有利子負債の削減」や会計基準の大幅変更の原因があることがわかる。

4-2. 日本における非上場型

あると総合事務所（2012）によれば、近年非上場型が増えてきており、特に2005年のワールドの MBO は非上場化がメディアで大きく取り上げられて話題となり、その後もワールドに続きすかいらーく等の大手有名企業が非公開化を目的とした MBO が行われている。

このような非上場型が増えた理由として、太田（2011）は、株式市場の低迷、上場コストの増加、上場に対する意識の変化、株主に左右されない経営をしたいという経営者の考え、情報通信技術の発達が背景にあると指摘している。第1の株式市場の低迷に関しては、上場していたとしても市場から十分に資金を調達できるかどうか不透明であることが考えられる。一方で、長期間継続している低金利により、借入や社債発行による資金調達費用は低水準であり、株式市場以外からの資金調達が容易であることも考えられる。

第2の上場コストの増加に関しては、上場コストには証券取引所に直接支払う費用に加え、株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託に係る費用、金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続開示に係る費用、監査報酬、J-SOX（内部統制）への対応等の間接的な費用が存在することが挙げられる。その他にも金融商品取引法改正による開示制度等の強化、監査法人における監査の厳格化、証券会社における引受審査の強化、証券取引所における上場審査の強化等により、上場また上場し続けることの費用が上昇していることが理由として挙げられる。

第3の上場に対する意識の変化に関しては、以前は上場することが社会的なステータスとなっていたが、その認識は変わりつつあるようである。

第4の株主に左右されない経営をしたいという経営者の考えに関しては、短期的な利益を追求する株主の意見に左右されずに経営したいという経営者の思いがある。たとえば、長期的に設備投資したほうが良いと判断を下しても、それは短期的な視点からすれば、つまり株主にとっては利益が減少してしまう。そうなることを許さない株主たちは、株主総会で意見を通そうとしないインセンティブが働き、何としても通さない方向に持っていくことが実際にある。そういう状況を避けたいという経営者が非上場型を実施すると考えられる。最後の情報通信技術の発達に関しては、これにより企業が独自に情報発信しやすくなったことで、知名度や社会的信用力を向上させる手段が増えたことが考えられる。

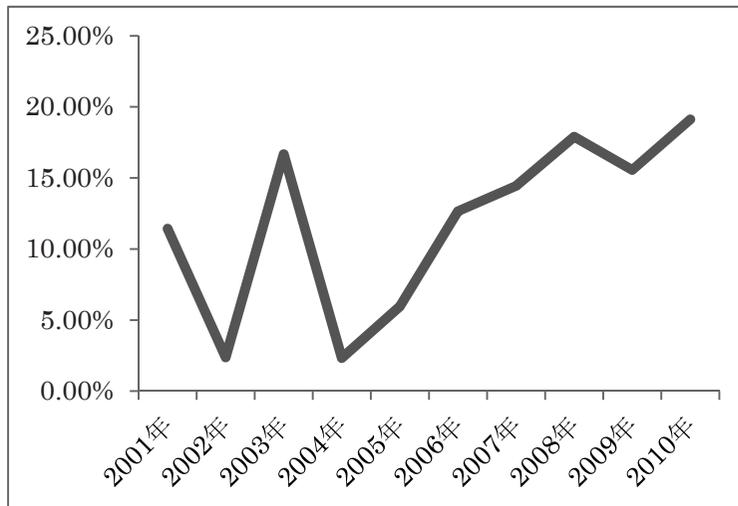


図2 MBOに占める非上場化の割合の推移

(出所) あると総合事務所(2012)をもとに筆者作成

5. 中国のMBOについて

汪(2004)と趙(2004)によれば、2003年は「MBO元年」と呼ばれ、その後も件数が伸びてきている。汪(2004)によれば、中国では事業再生型と事業継承型が主なMBOであると述べている。以下では、事業再生型と事業継承型について説明していく。

5-1. 中国における事業継承型

汪(2004)によれば、中国で事業継承型が行われているのは主に民間企業である。それによれば、中国の民間企業家は財産権の事で長年頭を抱えており、その原因は起業する際の企業の登録の仕方にあると指摘している。戴(2006)によれば、中国では改革開放以来、企業を立ち上げる際に私営企業であるのにも関わらず集団所有制企業として登録することが主流であった。具体的には、創業者の名前で登録するのではなく、代わりに村の名前を借りて登録していたというのである。その理由として、集団所有制企業で登録することにより、政治的圧迫を逃れることができ、また銀行融資や納税などで差別されることを逃れることができることがあげられている。反対に、私営企業として登録してしまうと政府や金融機関から差別を受けてしまうという歴史的

な背景があったと考えられる。1998年の広東省の調査からは、集団所有制企業のうち74%が実質的に私企業として経営されていたことがわかる。

しかし、汪（2004）は、その登録の仕方に問題があると指摘している。それによれば、集団所有制企業で登録している企業の創業者は企業の所有権を持っておらず、一旦経営者の位置を退くことは財産権を破棄してしまうことと同値なので、高齢者となったとしても財産の関係で退くことができないというのが今の状態であるが、MBOを実施することで、村から株式を買い取り、私営企業に戻し、所有権を獲得した上で、後継者に売却することで経営者という立場から退くことができ、かつ資産を手に入れることが可能となると述べられている。しかし、現在、中国で問題になっているのがその買い取り方法である。周（2012）によれば、MBOを実施する際に創業者と村が話し合い、村から低価格で企業を買い取り、そしてその企業を創業者から後継者に高額で販売し、その差額を村と創業者で分配するということが行われているのである。

5-2. 中国における事業再生型

汪（2004）によれば、中国で事業再生型が行われているのは国有企業である。それは、「抓大放小」「国退民进」の政策のもとで行われているものであり、国有企業は一般的な競争産業から退出し、政府の役割を直接介入から監視・指導という間接介入という役割にシフトしたいという考えからある。周（2012）は「抓大放小」「国退民进」の政策が行われた背景を詳細に述べている。それによると、1997年、中国では国有企業は未曾有の経済困難に直面し、国有企業の約40%が赤字に陥り、原因として資産に対する責任者の不在という国有企業の制度的な欠陥があることを指摘している。責任者の不在とは、国有企業が経営状態の悪化等で生じた損失を補填するのは、経営を任されている官僚ではなく国であり、官僚は責任を引き受けなくて良いということを指している。また先進国の企業の経営者は専門経営者が経営を行っているのに対し、中国では国有企業の経営を任されるのは国の官僚であるため、国有企業の経営を良くしようというインセンティブがなかなか働かないのが中国の抱える問題であると述べている。

実際に、赤字の国有企業を維持するための費用が、地方政府の財政を悪化させていたことから、大多数の地方の国有資産管理局を保有している国有株を手放したいと考えており、またその国有企業は破綻寸前の企業も数多くあったが、国有企業が破綻すれば、そこで働く従業員が路頭に迷ってしまい、社会に大きな影響を与えかねないが、

かといって破産寸前の国有企業を持つことは財政負担を負うこととなるので、地方政府は身動きが取れない状況であったと汪（2004）は述べている。周（2012）によれば、そのような問題を解決するためには、所有権が誰にあるのかを明確にしておくことが有効であり、外国資本、民間資本、経営者資本等を取り入れることで、相互制約を可能とし、多様な投資主体を有する構造を作り出すことが期待でき、そういう背景から MBO を実施し始めている。

周（2012）によれば、このように事業再生を目的として MBO を行った結果、実際に業績が改善した企業もあると指摘している。所有権の所在を明らかにすることで、経営者に責任感を与えて経営させ、財政を立て直すことが背景にあったのである。

ところで、前節でも述べたが、中国の場合、一番解決しなければならない問題は「マネー・ロンダリング」である。関（2006）によれば、中国の上場国有企業で行われている MBO は、市場で流通している株を買い占めるというやり方ではなく、非流通株を買い上げる場合が大部分を占めている。すなわち、経営者らは、流通株と非流通株が同時に存在する中国株式市場の構造を利用して、buy-out よりも buy-in を行っている。

流通株と非流通株の間に大きな価格差が存在するので、経営者は秘密裏に非流通株の協議譲渡を実施することで、安価で企業の支配権を取得することができるのである（いわゆるインサイダー取引）。また、本来買収主である経営者は市場経済の等価交換の法則に基づいて企業を買収することが原則であるが、中国国有企業の MBO においては、経営者は十分な資金を用意することなく、あるいはまったく資金を出さずに関係者である官僚と共謀することも実際に問題視されている。MBO の制度も徐々に整ってきているものの、制度の穴を利用して資産を増やそうとする人間が多く、早急な制度設計が望まれる状況である。

6. 日本と中国の MBO の比較

日本と中国の MBO を比較すると、表 1 としてまとめることができる。まず、日本の MBO については、ダイベストメント型から非上場型への移行のトレンドになっている。ダイベストメント型を行う理由は、2000 年前後はノンコアの部分分離したいという理由があり、また近年では、有利子負債の削減や会計制度の変更に対応しようということが理由としてあげられる。そして 2000 年代後半から非上場型が伸びてきた理由は、株式相場の低迷が続き、増資をしても十分な資金を調達できるか不透明で

あること、上場コストが上昇していること、上場に対する意識が変化していること、株主に左右されない経営をしたいという経営者の考えがあること、情報通信技術の発達により企業が独自に情報発信しやすくなったことで、知名度や社会的信用力を向上させる手段が増えたことがあげられる。

一方の中国は、事業継承型と事業再生型が主な MBO の中身である。事業継承型を行う理由として、民間企業は財産を獲得したいことがあげられる。しかし、現在はその MBO の方法に法的な抜け穴があり、不正に資産を増やしたいと考えている人たちが MBO を行っているというのも事実である。そして事業再生型を行う理由として、国有から民間企業にすることで、経営者の存在を明確にし、責任の所在を明らかにし、経営者に経営者としての自覚を持たせることで、経営状況を改善したいという政府の考えがあることをあげることができる。しかし、この事業再生型の MBO に関しても、事業継承型と同様、法律の抜け穴を利用して不正に利益を得ようという人間が存在し、その人たちによって本来の目的とは違った使われ方がされている。

以上述べたように、MBO という現象ひとつをとってみても、日本と中国の MBO の中身は全く異質のものであることがわかった。それでは、この両者の違いはどこから生まれているのだろうか。また将来的に日本と中国の MBO はどのような傾向を持つのだろうか。

表 1 各国の MBO の背景・目的

日本	中国
<ul style="list-style-type: none"> • ダイベストメント型 <ol style="list-style-type: none"> 1. ノンコア部分の分離 2. 有利子負債の削減 3. 会計基準の大幅変更 • 非上場型 <ol style="list-style-type: none"> 1. 株式相場の低迷が続き、増資をしても十分な資金を調達できるか不透明。 2. 上場コストの増加。 3. 上場に対する意識の変化 4. 株主の意見に左右されたくない。 5. 情報通信技術の発達により企業が独自に情報発信しやすくなったことで、知名度や社会的信用力を向上させる手段が増えた。 	<ul style="list-style-type: none"> • 事業継承型 <ol style="list-style-type: none"> 1. (民間) 財産を獲得したい。 • 事業再生型 <ol style="list-style-type: none"> 1. (国有) 国有から民間にすることで、政府が直接介入から間接統治へシフトしたい。 2. 業績を改善したい。

7. 今後の展望

本稿の課題は、日本と中国の MBO を比較し、どのような違いがあるかを明らかにすることであった。この課題の解決に向けて、第 1 に、MBO の定義を示した。第 2 に、その分類の枠組みを示した。分類の枠組みは、MBO の内容を考慮し、目的別に MBO を 4 つのタイプに分類する方法である。4 つのタイプは、非上場型、ダイベストメント型、事業再生型、事業継承型であった。第 3 に、この分類方法に当てはめて、日本の MBO がどのようなタイプなのかを示した。第 4 に、同様の分類方法を活用して、中国の MBO がどのようなになっているのか示した。そして、第 5 に、日本と中国の MBO を比較した。社会情勢の違い、MBO の目的の違いが両国の MBO の違いを産んでいた。日本は 2000 年前後から行われてきた「選択と集中」に迫られてノンコア事業を売却するために行う MBO と、2000 年後半から行われてきた上場メリットが上場コストを

下回ってきたことによる MBO であることがわかった。一方で中国は、民間企業の場合は、所有権を取り戻し、第三者に継承することで利益を獲得するために MBO を行っていること、また国有企業では経営者をはっきりさせることで所有の所在を明らかにし、経営状況を改善したいという理由から MBO を行っていることがわかった。日本ではいかに経営を改善しようかという点が主だったのに対し、中国の場合は政府の歴史や法律が大きく関わっており、また MBO をインサイダー取引のように使用して利益を得たいという中国の法律の抜け穴に由来していることがわかった。

このような違いから、日本と中国の MBO は今後どのようになっていくのだろうか。日本に関しては、今はダイベストメント型と非上場型が主で、非上場型が増加傾向にあった。そして今後も今の調子で非上場型 MBO が増え続けていくかどうかが焦点となると考えられるが、それは今後の景気と今行われている MBO の成果に左右されると考えられる。前者に関しては、株式相場の不透明性が大きくなれば、その件数が増えると予想することができ、また後者に関しては、ある一定の成果が確認できれば、今様子を見ている企業も実施し、件数も増えると私は考える。したがって MBO を行った企業の経営状況から目を離すことはできない。また情報通信技術が発達によって企業が SNS 等のツールを使用することで知名度を上げることや、資金調達を調達することが以前より容易になっていることを考えると MBO が増加する新しい環境条件が整いつつあるといえる。

中国に関しては、事業継承型と事業再生型から非上場型にシフトしていくと考えられる。集団所有制企業から私営企業に変更したいと考えている企業すべてが事業継承型の MBO を終えると、そういった目的で事業継承型を行う企業はなくなり、一旦収束すると考えられる。また国有企業に関しても同じようなことが考えられる。そして法律が整備され、不正に利益を得るために MBO を行う人も減れば事業継承型と事業再生型の MBO の件数は落ち着くと思う。そして反対に、民間の企業が増え、上場企業の数も増えれば先進国と同等の株式市場が構築されることが考えられる。宮（2001）によれば、中国の株式の売買回転率が異常に高く、中国証券市場が投機的な市場であるので、今後は中国の企業の経営者は日本以上に株主に左右されることが考えられる。そして将来的には、投資家の行動によって経営状況を左右されないためにも、日本同様に非上場型 MBO を実施する企業も増えることが予想される。

以上、日本と中国の MBO の今のところ交わる場所がないが、将来的には、中国の状況が変化することで、日本と同じような形で中国でも MBO が行われる可能性がある。

参考文献

- [1] 蔣順才 (2003) 「我国上市公司 MBO 定价問題研究」『西安工业大学学报』, pp 152-158。
- [2] 孙铁成 (2004) 「中外 MBO 对比与案例分析」。
- [3] 马登峰 (2003) 「中国 MBO 的問題与对策」。
- [4] 赵月平 (2004) 「我国管理层收购 (MBO) 的实践研究以及归制建议」。
- [5] 戴园晨 (2006) 「迂回曲折的民营经济发展之路」『南方经济』。
- [6] あると綜合事務所『すらすら図解 MBO のしくみ』中央経済社。
- [7] 汪志平 (2004) 「中国の MBO ブーム」『経済と経営』, pp55-72。
- [8] 太田珠美 (2011) 「上場会社数の減少が続く国内証券取引所」大和総合研究所。
- [9] 柿崎洋一 (2003) 「経営者バイアウト(MBO)の経営原理」『経営論集 59』, pp133-143。
- [10] 北川徹 (2008) 「マネジメント・バイアウト (MBO) における経営者・取締役の行為規整」『成蹊法学 67』, pp133-168。
- [11] 齋藤隆志, 川本真哉 (2008) 「日本企業の MBO — パフォーマンス・ガバナンス・事業戦略」
- [12] 笹山幸嗣, 松村祐土, 三上二郎『MBO 経営陣による上場企業の戦略的非公開化』日本経済新聞出版社。
- [10] 佐藤一郎 (2007) 「日本企業の MBO 導入 : その背景と目的」『目白大学経営学研究 5』, pp1-15。
- [11] 宮慧目 (2001) 「中国証券市場の歴史と現状」『立命館経営学』, pp129-136。
- [12] 堀口正 (2003) 「中国・郷鎮企業の所有構造改革とその不完全性」『龍谷大学経済学論集』, Vol 43(2), pp119-134。

参考ウェブサイト

- [1] 周放生 (2012) 「所有権制度の改革 : 変えられぬ方向」
http://jp.theorychina.org/xsqy_2477/201209/t20120925_234893.shtml (最終閲覧日 2015/1/20)
- [2] 関志雄 (2006) 「国有企業は誰のものか — コーポレート・ガバナンスを確立させるために —」
<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/060728-1sangyokigyo.htm> (最終閲覧日 2015/1/20)