



すかいらーく社の事例から見る日本企業のMB0戦略に関する考察

見吉, 英彦

(Citation)

六甲台論集. 経営学編, 60(1):1-20

(Issue Date)

2013-06

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81006903>



「すかいらーく社の事例から見る日本企業の MBO 戦略に関する考察」

序章

M&A、TOB、LBO、三角合併 etc、最近ではこれらの用語がごく当たり前にテレビのニュースなどに登場するようになった。このことからわかるとおり、近年日本の M&A 市場は急速に成長している。マール M&A データによると、日本企業の M&A 件数は、1996 年頃から急増し、2006 年までの約 10 年間で約 5 倍となった。また、1997 年～2000 年ごろにかけては、いわゆる「護送船団方式」の終焉に伴う金融機関を中心とした案件が多かったのに対して、2000 年以降は「失われた 10 年」で整理・統合に進みきれなかった企業の事業再生などの受け皿として「買収ファンド」が重要な担い手となった。そして、近年総件数こそ伸びが見られなくなったが、案件の大型化が進み「量」よりも「質」を重視した戦略的 M&A が増加した。さらには、スティール・パートナーズといった「アクティビスト」の動向などは世間の注目を浴びており、今後日本企業はより積極的に M&A 戦略や買収防衛策を講じていく必要がある。

このような状況のもと、注目されている買収防衛策として「マネジメント・バイ・アウト（以下 MBO）」がある。MBO とは、「企業の経営陣が会社自体、またはある事業部門を切り出す形で現在の株主から『買収』し、自ら主要な株主となって株式を非公開化し、会社を運営すること」であり、元々日本においては先に述べたとおり、90 年代後半の景気悪化に伴う企業の合理化を進める上での「事業再編の手段」として実施され、普及していったものである。しかし今日、特に上場企業において、MBO 実施の傾向はこれとは異なり、「買収防衛策」や「経営の自由度を高める」といったメリットが重視されている。つまり、MBO に伴う非上場化により、市場で買収を仕掛けられるリスクは当然なくなる。また、短期的な市場の声に惑わされることなく、中長期的な経営戦略が保て、IR や情報開示をする必要性がないため、他社に企業戦略が知られることなく機動的な経営が可能となるのである。

これらのメリットを期待し、MBO を実施した企業の一つとして外食産業の大手「すかいらーく」がある。「すかいらーく」は 2006 年に、総費用 2700 億円超という日本最大規模の MBO を実施した。野村グループが発表した「すかいらーく」株式の公開買付開始公告によると、「外食産業の市場規模は平成 9 年の 30 兆円弱をピークに 25 兆円程度まで減少を続けているが、チェーンストア志向企業を中心に新規出店は依然続いており、また、コンビニエンスストアのフード部門などを中心とした中食市場の市場規模が 6 兆円を超える程にまで拡大しているため、フードサービス産業全体の競争環境は益々激化している。こうした環境下、すかいらーくの今後の中長期的な成長のためには、これまでの日本経済のデフレ局面に適合させてきたビジネスモデルから、今後の本格的な経済回復局面に相応しいビジネスモデルへと転換していく必要がある。（中略）こうした、将来の経営環境の変化に柔軟に対応しつつ、中長期的な視野に立脚した経営戦略を、短期的な業績の変動に左右されることなく可及的速やかに実行する体制を整備することが主な目的」と書かれている。これは先ほど述べた MBO のメリットである「自由度の高い経営」「中長期的視点による経営」に合致している。また業績を建て直した後、いずれ再上場しようと狙いがあったことも当時の社長の発言から伺える。その後、創業 4 兄弟の一人で「すかいらーく」の会長であった横川寛（きわむ）氏が、2007 年 1

月 1 日付で会長職を兼務する形で社長に就任し、経営再建に乗り出した。しかし、原油や食料価格の高騰に伴う値上げで来店客が減少。06 年、07 年と 2 年連続で 100 億円超の税引き後赤字を計上し、3 期連続の経営計画未達成が濃厚となった。そして、2008 年 8 月 12 日、「すかいらーく」は臨時株主総会と取締役会を開き、横川社長の解任と谷真常務執行役員の社長昇格を決めた。

この出来事は単なる社長交代というものでなく、「誤った」MBO によって引き起こされたものであり、今後の MBO 戦略に非常に重大な影響を与える出来事であると私は考えている。そこで、私はこの出来事を中心にアパレル企業「ワールド」の事例と比較しながら、日本の MBO 戦略の問題点や課題について述べていきたい。

第 1 章「ワールドとすかいらーくの MBO 事例分析」

I：導入部

この章では、アパレル大手「ワールド」と「すかいらーく」の MBO がどのようにして行われたのかを見ていく。両社は業種も MBO を実施した目的も異なるが、「ワールド」は MBO 実施後も着実に業績を伸ばし、独自の経営を貫いている。一方、「すかいらーく」は未だ混乱が続いている。ここでは、両社のスキーム等に何か違いがあるのかどうか、事実関係を中心に見ていく。

II：ワールドの MBO 事例

1：MBO 実施に至るまで

ワールドは 1959 年、資本金 200 万円にて神戸市生田区（現中央区）にニット婦人セーターの卸売業として設立された。その後、75 年にはワールド商品のアンテナショップ「リザ」を出店し、小売分野へ展開をひろげ、80 年には百貨店チャネル確保のため、子会社を設立。さらに、87 年には上海に合弁会社を設立し、中国での生産・販売を開始、88 年には台湾での販売を開始した。

このように事業を展開し、成長してきたワールドをさらに成長させたのが、1992 年に発表された「スパークス（SPARCS）構想」である。「SPARCS」とは Super（卓越した）Production（生産）Apparel（アパレル）Retail（小売）Customer Satisfaction（顧客満足）の頭文字を採ったもので、消費者を起点に小売から生産まで一気通貫させ、ロス・無駄を価値に変えることで顧客価値と生産性を最大化させる仕組みである。この構想の具体的手法といえるのが「SPA」である。SPA とは Speciality store retailer of Private-label Apparel の略称で、商品の企画開発（アパレル）業務のみを行うのではなく、小売業務も行い、消費者との直接的な接点を持って、店頭販売・商品企画・商品生産までを自らが担当し、総合的に管理していく業態である。元々はアメリカの衣料品小売大手 GAP のドナルド・フィッシャー会長が 1986 年に発表したもので、その後日本でも何社かが導入したが、小売業側の企業がほとんどであった。よって、当時小売業の経験がほとんどないアパレル企業のワールドが SPA を導入することは大きなニュースとなった。

そして、翌 93 年、初の SPA ブランド「オゾック」で百貨店 SPA 業態を開発し、本格的に小売事業の展開を開始し、その後も次々に SPA ブランドを立ち上げ成功していった。また同年には大阪証券取引所市場第二部に上場し、98 年には東京証券取引所第二部に上場、翌 99 年には東京・大阪両証券取引所第一部銘柄に指定される。2002 年には売上高 2000 億円を超えるなど、SPA の

導入後大きく成長したことがわかる。そして、2005 年 7 月、長期的、持続的な企業価値の最大化を図るため、MBO による株式の公開買付けを行った。

2：MBO実施の目的とその背景

ワールドは 2005 年 3 月期の連結売上高が 2451 億円、経常利益は 164 億円と過去最高の業績を上げていた。このように順調に成長している最中、MBOを実施した目的やその背景を考えていく。

まず、MBO実施の開始公告によると、MBO実施の目的は「対象者（ワールド）の展開するアパレル市場は消費者の嗜好の変化が大きく、また、気象状況や季節要因等の影響を受けやすいことから、適切に経営環境の変化に対応することは容易ではなく、常に事業リスクを先読みし、適切にリスクを管理することが求められる。このような事業特性や環境の下で、将来にわたって対象者が持続的な成長を成し遂げていく為には、対象者の競争優位を堅固なものとする新たな戦略モデルを構築していくことが不可欠である。アパレル業界においては、業態開発やデザインの開発、生産から販売までワンストップで展開するシステムや仕組み作りが非常に重要であり、このようなシステムに対応した最適なコーポレート・デザインを描くことによって新規事業の創造や新規市場の開拓、既存市場のシェアの拡大を実現し、同時に業務やコストの見直しと事業の効率化、生産や販売効率の向上による収益の拡大を図ることが可能となる」とある。具体的には、SPAシステムを初めとするシステムに対応した最適なコーポレート・デザインを描く、つまりSPARCS構想を実現させるということである。では、なぜ非上場することで最適なコーポレート・デザインを描くことが可能となるのだろうか。ここで重要となるのが「スピード」である。ワールドでは顧客の年齢やライフスタイル、テイストに応じたブランドを数多く生み出しているが、顧客の声を基に新たなニーズが生じればすぐに新たなブランドを立ち上げる。また、顧客の変化に合わせて、当然チャネルも対応しなければならない。このように、新業態、新ブランドの展開、店舗の確保など開発投資を実行するには投資の「スピード」が非常に重要となる。しかし、投資家の中には投資よりも配当といった短期的利益を求める声も多く、また一部の機関投資家などは、生産設備への投資やそれに伴う減価償却費の増加などの理由で生産分野への進出自体に反対していた。このように、経営陣が望む長期的価値の最大化と投資家が求める短期的価値の間に大きな乖離が生じた。そこで、経営陣は株主だけでなく、ステークホルダー全体の利益という観点から、短期的業績や株価変動で経営判断が左右されることなく、長期的視点で経営すべきであると判断し、MBOを実施した。このように、ワールドは企業価値＝株主価値と捕らえず、あくまで企業価値の根幹は「顧客」であり、従業員を初めとした「人材価値」と共に高めることで「事業価値」ひいては「企業価値」が向上すると考えているのである。

しかし、この理由だけでMBOを実施したとは考えにくい。なぜなら、多少の差はあっても同じような考えを持つ企業は他にもある。それにも関わらずワールドがMBOを実施した理由として考えられるのは、ワールドが「オーナー企業」であり、堅実経営であったからである。開始広告によると、「代表取締役社長の寺井秀藏氏が発行済株式総数の約 0.42%を、創業者である木口衛氏が約 0.96%及び畑崎廣敏氏が約 8.36%、さらに取締役会長である畑崎重雄氏が約 1.19%、そして取締役である小泉敬三氏、中田雄一氏、渡辺博司氏及び南山学氏の合計で約 0.02%株式を保有しており、原則として本公開買付けに応募することに同意している」とある。つまり、MBO実施前に既に自

社で約 10.95%を所有していたため、MBO成立の最低条件である 66.7%への票読みが行いやすかった。さらに、MBO実施前の財務諸表等を見ると、長期・短期借入金の割合が非常に少なく、また、設備投資をキャッシュフローの範囲内で収めているため、每期安定してキャッシュを持っている。これがスキームを組む際に大きく影響する。これに関しては次節で詳しく述べる。また、寺井社長は会見で「企業によっては上場する意味はない」と発言している。一般に上場のメリットとして、資金調達や知名度、信用度の向上が挙げられるが、ワールドはすでに知名度は高く、当時大きな資金調達計画もなかった。さらに、上記のとおりキャッシュリッチの企業であったため、買収の対象になる可能性もあった。実際、外国法人等株主比率は 05 年 3 月末時点で 28%あり、前年から約 8 ポイント上昇するなど不穏な動きもあった。このように様々な要因によって、ワールドはMBO実施を決断したと考えられる。よって、買収防衛策のみが狙いではなく、このMBOはおそらく以前から計画として存在していたと思われる。

3：スキームについて

ワールドが実施したMBOの一番の特徴は、「社員が議決権を 100%持つ」ということである。実は日本ではこの「純粋MBO」を実施、成功させた企業はワールドしかない。この「純粋MBO」のスキームはどのように組まれたのだろうか。

まず、公開買付けを実施したのは株式会社ハーバーホールディングスアルファ（以下アルファと略）であり、同社は、株式会社ハーバーホールディングスベータ（以下ベータと略）が 100%出資する会社であり、ベータは、対象者（株式会社ワールド）の代表取締役社長である寺井秀藏氏個人が 100%出資する会社とある。また、公開買付開始公告によると、本公開買付けが成立した場合には、その他のワールド経営陣もベータの株式を取得することを予定しており、ベータ又はアルファの役員に就任する可能性もあると記載されている。さらに、アルファは産業活力再生特別措置法に基づく経営資源再活用計画の主務大臣による認定を取得しており、本公開買付けで対象者の自己株式を除いた全株式を取得できなかった場合、同法第 12 条の 9 及び第 12 条の 4 第 2 項に基づいて金銭交付による簡易株式交換を実施することを予定しており、かかる株式交換により、対象者は当社の完全子会社となり、かかる株式交換の時点における対象者の他の株主に対しては、対価として金銭が交付される予定とある。当時商法では、現金対価による株式交換は禁じられていたので、産業活力再生特別措置法を用いることで少数株主の退場を図ったと考えられる。その後アルファを存続会社とした吸収合併が行われたが、これも同法による支援措置がなされている。最後にアルファの商号をワールドに変更し、MBOは完了した。これにより、ワールドはベータの完全子会社となり、そのベータの株式は寺井氏や経営陣が全て保有しているため、ワールドの議決権付株式を全て社員が保有することとなった。

このように、ワールドのMBOは非常によく練られたものであり、計画としては完璧と言える。しかし、これを実際に実行するには、やはり資金が必要となる。そこで次に資金調達面について見ていく。

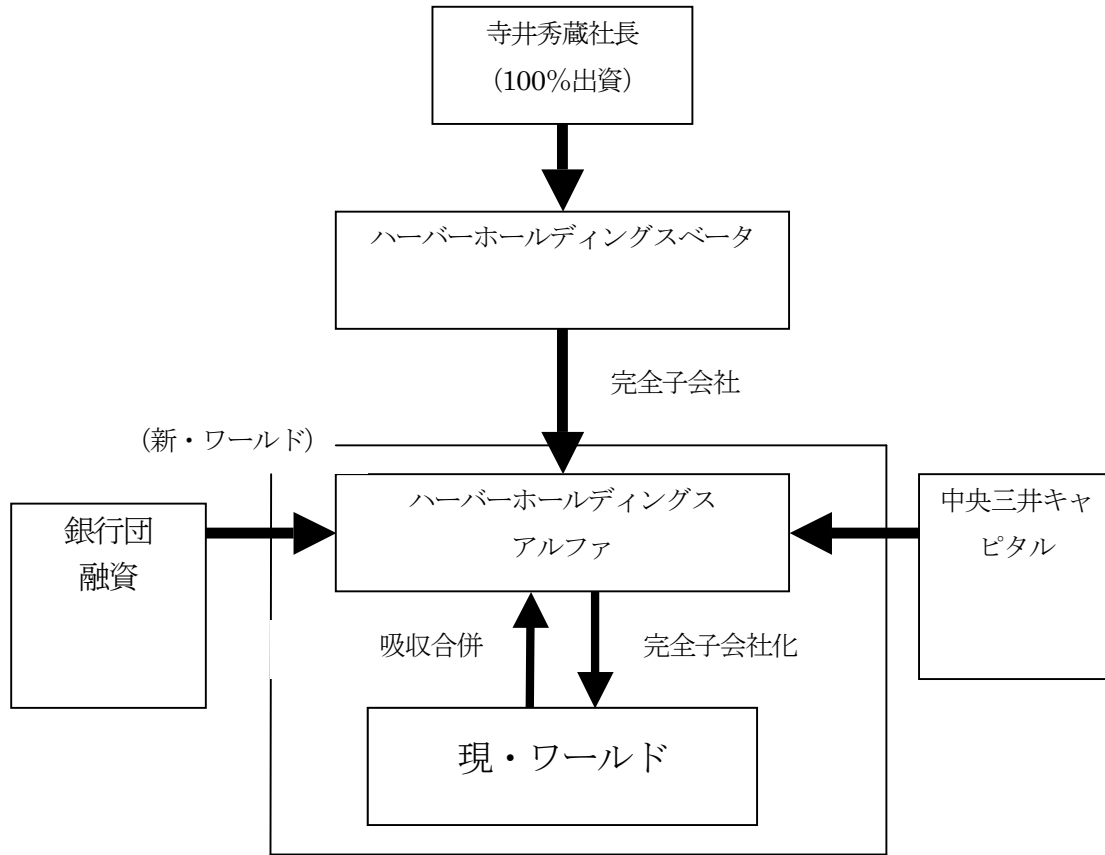
まずMBO実施にどれほどの資金が必要であったかを概算する。公開買付開始公告によると、本公開買付けにおける買付価格は 4,700 円とある。これは、平成 17 年 7 月 22 日までの過去 6 ヶ月間

の大阪証券取引所における売買価格の終値の単純平均値 3,741 円（小数点以下四捨五入）に対して 25.6%のプレミアムを加えた価格であり、また、平成 15 年 1 月 6 日以降平成 17 年 7 月 22 日までの期間における最高値 4,410 円を上回る価格となっている。これに、平成 17 年 6 月 27 日提出の第 47 期有価証券報告書に記載の総株主の議決権の数と単元未満株式に係る議決権の数を加えて、対象者の総株主の議決権の数を 456,585 個として計算すると、公開買付に必要な金額は約 2146 億円となる。さらにアルファの資本金は 1000 万円のみであるため、公開買付後、適切な資本構成を実現するために増資を行う必要がある。これらを考えると 2250～2300 億円程度必要となる。

それでは、これらの資金をどこから調達するのか。まず、ワールド自体が持っている資金等（エクイティ）が考えられるが、これは 10 億円程度であり全く足りない。次に考えられるのは、銀行等の融資（シニアローン）である。実際ワールドも 7 割近くに当たる 1765 億円を銀行からの融資で調達している。しかし、現実問題として銀行側が全額融資することは不可能であり、また、企業側も全額を銀行からの融資としてしまうと、デフォルト・リスクや経営の自由度が減少する可能性もある。もっとも、ワールドの場合は前者の理由であったようだが、結果的に 500 億円ほど目標資金から不足していた。そこで、利用されたのが「メザニン」である。「メザニン(Mezzanine)」は「中二階」という意味で、これは「シニア」と「エクイティ」の間にあることからきている。このうち、「劣後ローン・劣後債」は調達先から見れば「負債」に該当するが、通常はシニアの返済が問題ない水準でなければ、劣後ローン等を返済できないような契約になっている。また、「優先株式」は調達先から見れば「純資産」だが、普通株式とは異なり、償還を前提とした設計になっている場合が多い。ただし、優先株式の場合は、法的な債務では無いため、法的債務である負債にそもそも劣後している。また、議決権もないので、経営には参加出来ない。このように、「メザニン」はミドルリスク・ミドルリターンの資金といえる。ワールドの場合は、この「メザニン」の引き受け手を捜すことに苦労したようであるが、最終的に中央三井キャピタルが 525 億円分を優先株式と劣後社債で引き受けてくれたことで成立した。

そして、もう一つのポイントはこれらの出資はあくまでアルファに対するものであり、ベータには一切出資していないということである。これにより、経営陣のみが議決権付株式を有することとなるのである。このように綿密な計画のもと、上手に資金調達をすることにより「純粋MBO」が実現したのである。

図1 (ワールドのMBOスキーム)



Ⅲ：すかいらーくのMBO事例

1：MBO実施に至るまで

1962年、食料品を取り扱うスーパーとして横川端・茅野亮・横川寛・横川紀夫の横川家（「横川4兄弟」）により、すかいらーくの前身となる、ことぶき食品は創業した。当初は地域密着型スーパーとして成功していたが、巨大スーパーの進出により業績は悪化、他の業態への転換に迫られた。そこで、当時の高度経済成長期に伴う自家用車の普及に着目し、マイカーで来店するファミリー客をターゲットとしたレストランを考案した。こうして、1970年、東京都府中市にスカイラク1号店（当初はカタカナ表記）が創業した。その後順調に成長し、1974年には、商号を株式会社ことぶき食品から株式会社すかいらーくに変更し、すかいらーく100店構想を発表した。78年には100号店を出店し、株式も東京店頭市場に公開している。80年代に入ると、時代のコンセプトや消費者の多様なニーズに合わせ、80年にはコーヒESHOPのジョナサンがオープン、83年には和食の藍屋がオープン、86年にはバーミヤンがオープンするなど事業を多角化し成長していった。これに合わせて、82年には東京証券取引所市場第二部に上場、84年には東京証券取引所市場第一部に上場している。しかし、90年代初頭のバブル崩壊に伴い、すかいらーくも例外なく苦戦した。そこで1992年、新業態の「ガスト」を開発した。特徴としては、ホールに、当時としては珍しいセルフサ

ービスドリンクバーを導入し、キッチンでは、コンベアオープンを導入した。その他にも、料理の出し方の変更や各ポジションなどのプリンターによる作業開始などの工夫により、より少ない従業員での運営を可能にし、人件費率の高騰などを抑えて低価格を実現したことが挙げられる。そして93年には当時720店あったすかいらーく（注：レストラン）のうち420店舗を約一年でガストに転換し、客単価を大幅に下げた。その後98年には株式会社すかいらーくとして1000店出店を達成、99年には株式会社バーミヤンを合併し、ますます出店数を増やし、2002年には2000店出店を達成し、さらに、03年にはガスト1000店を達成した。しかし、これらの出店攻勢とは反対に、すかいらーくの売上はどんどん減少し、さらに、外食産業の市場規模自体も97年のピーク時には30兆円弱あったが、05年には25兆円にまで減少した。このような厳しい状況を打破するためには、抜本的な事業再構築の必要があり、これらを迅速に行うためにはMBOが最適と判断し、2006年6月に国内最大規模のMBOの実施を発表した。

2：MBO実施の目的とその背景

すかいらーくがMBOを実施した最大の目的は「業績回復」である。上述のとおり、外食産業の市場規模は大きく縮小しており、さらに「すかいらーく」や「ジョナサン」のように自社内での差別化が出来ていない業態や出店過剰による自社競合を起こしている店舗も数多く存在した。その結果2005年12月期の連結売上高は前期比1.1%減の3793億円、経常利益は6.4%減の185億円と減収減益であった。序章でも述べたが「すかいらーく株式の公開買付開始公告」によると、「すかいらーくの今後の中長期的な成長のためには、これまでの日本経済のデフレ局面に適合させてきたビジネスモデルから、今後の本格的な経済回復局面に相応しいビジネスモデルへと転換していく必要がある。具体的には、新業態の開発、店舗付加価値の向上、既存店舗のモデルチェンジ・業態転換を含む大規模なスクラップ&ビルドを実行していくことが必要不可欠である。（中略）こうした、将来の経営環境の変化に柔軟に対応しつつ、中長期的な視野に立脚した経営戦略を、短期的な業績の変動に左右されることなく可及的速やかに実行する体制を整備することが主な目的」と書かれている。不採算店舗の閉鎖や抜本的な事業再建を実施すれば一時的な業績の悪化を招くのは明白であり、横川会長（当時）も実施すれば減益どころか赤字もあり得ると述べている。また、思い切った施策はやってみなければ効果がわからないものが多く、業績予想の立てようがないので、株式を公開していると株主への責任を果たせないとも述べている。このように赤字覚悟の再生投資によって業績回復を図ろうとしたと考えられる。

そして、MBOを実施したもう一つの理由として「安定的な株主構成を作る」という点が挙げられる。横川会長も「創業4兄弟もすでに高齢であり、将来的に株がばらける可能性もあり、今のうちに株主構成を見直すことも理由の一つ」と述べている。4兄弟の持株比率は約18%あり、将来これが散逸し、経営陣の意向に沿わない第三者の手に渡ることを危惧したものと思われる。実際MBO実施前の05年12月期における外国法人等株主比率は16.1%あり、ワールドほどではないがこちらも前年度と比べて3%ほど増加していた。

以上のように、すかいらーくは「業績回復」と「安定的株主構成の獲得」という目的でMBOを実施した。これらを実現するにはMBOが最も有効であると考えられ、一見何の問題もないように

思える。しかし、すかいら一くの場合はこれらを実現するうえで、いくつかの問題点や矛盾が生じる行動を行っている。これについては次章で詳しく述べる。

3：スキームについて

ここではすかいら一くのMBOスキームがどのように組まれたかについて見ていく。

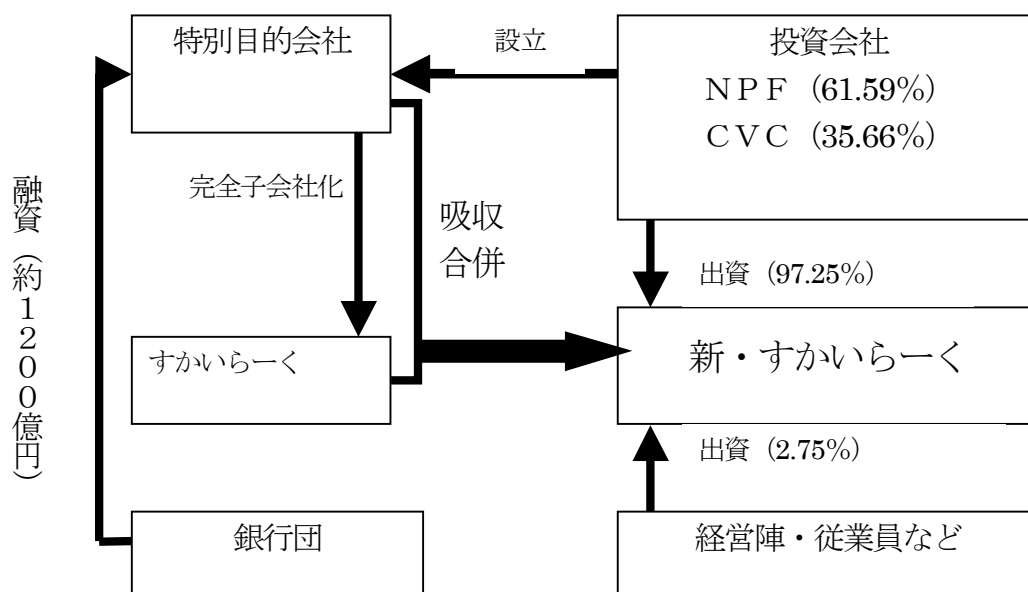
まず、公開買付開始公告によると、TOBを実施したのはSNCインベストメント株式会社である。これは野村ホールディングス株式会社（以下「NHI」）の100%子会社である野村プリンシパル・ファイナンス株式会社（以下「NPF」）及び、CVC Asia Pacific Limitedが助言するファンドが設立したAsia Eateries Holdings NV（以下「AEH」）が設立したMBOのための特別目的会社であり、出資比率はNPFが63.33%、AEHが36.67%である。また、横川竟氏以外のすかいら一くの現在の経営陣も引き続きすかいら一くの経営に参画する可能性があり、さらに、横川竟氏以外のすかいら一くの現在の経営陣、従業員等がSNC又はすかいら一くへ出資を行う可能性もある。その際は経営陣のみならず、従業員からの出資も検討していることから、マネジメント・エンployee・バイアウト（MEBO）となる可能性もあると記載されている。また、すかいら一くの筆頭株主である株式会社エス・エイチ・コーポレーション（発行済株式総数に対する所有株式数の割合約6.65%）、すかいら一くの創業者であり代表取締役会長である横川竟氏（同割合約2.81%）、並びにすかいら一くの大株主であり創業者でもある茅野亮氏（同割合約2.79%）、横川端氏（同割合約2.78%）及び横川紀夫氏（同割合約2.64%）から、それぞれが保有するすかいら一く株式（合計約17.67%）について、原則として本公開買付けに応募することの同意を得ているとの記載もあることから、MBO成立の最低条件である66.7%以上の取得への票読みもある程度出来ていたことが伺える。さらに、SNCは本公開買付け開始後に産業活力再生特別措置法に基づく経営資源再活用計画（以下「本計画」）の主務大臣による認定を受けるための申請を行うことを予定しており、SNCは、本公開買付けですかいら一くの自己株式を除いた全株式を取得できなかった場合、本計画が認定された後、会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第450条第7項の規定によりなお効力を有するものとされる同法第449条の規定による改正前の産業活力再生特別措置法第12条の9の要件を満たすときは、金銭交付による株式交換を実施し、その後SNCを存続会社とし、すかいら一くを消滅会社とする合併を行うことを企図している。このうち株式交換については、SNCは、本公開買付け後、本計画に基づき金銭交付による株式交換の認定を受けた上で、SNCを完全親会社とし、すかいら一くを完全子会社とする株式交換を行って、完全子会社となる会社たるすかいら一くのその時点における他の株主に対して、対価として金銭を交付する予定であり、SNCは、株式交換について、会社法第784条第1項に定める略式組織再編（本計画の認定を受けた場合には、産業活力再生特別措置法第12条第1項の規定により略式組織再編が認められる要件が変更される。）の制度を活用する予定であり、すかいら一くにおける株主総会の決議を要せずを実施する予定であると記載されている。これは会社法との関係で読み替え等が必要となるが、ワールドの場合とほぼ同じ内容であり、66.7%以上取得出来ればMBOが成立するということを意味している。

次に資金調達面について見ていく。開始公告によると、買付価格は1株2500円とある。これは、平成18年6月7日までの過去6ヶ月間の東京証券取引所における売買価格の終値の単純平均値

1,962 円（小数点以下四捨五入）に対して 27.4%のプレミアムを加えた価格であり、また、平成 15 年 12 月における株式会社ジョナサンの完全子会社化発表以後の現体制発足以降平成 18 年 6 月 7 日までの期間における最高値 2,350 円を上回る価格である。これに平成 17 年 12 月 31 日現在における、すかいらーくの発行済株式総数 118,000,000 株からすかいらーくが保有する自己株式 9,291,050 株を除いた 108,708,950 株として計算すると必要な資金は 2717 億円となる。このうち、NPF と CVC から SNC に対して 1500 億円超出資してもらい、残りの 1200 億円は全てみずほなどの銀行団からの有利子負債となった。その後、新たに経営陣や従業員も出資し、2.75%の株式を買い取る形で、07 年 7 月に SNC と子会社のすかいらーくが合併し、MBOは完了した。

最後に、業績回復のための利益計画について見ていく。まず、横川会長は具体的な数値目標として、「最初の 1・2 年は利益が半減するだろうが 3 年ぐらいで上向くようにし、MBO実施後 4 年程度で売上高 1 兆円、経常利益をこれまでの二倍の 400 億円に高め、5 年後には株式再上場を目指す」と答えている。また、店舗施策としては「年間 100 億円をかけ 500 店程度の大規模改装を続ける。開業から三年経過しても収益の見通しの立たない店舗 150 店ほどに関しては、TOB成立後早期に閉めていきたい。」と答えている。その他にも、産地周辺への工場設置による安全な食材の一貫調達やパートなど従業員の大幅な待遇改善なども挙げている。そして今後の業態については「売上の九割強を占めるファミリーレストランを六割に抑え、夕食が主の少し高級な『ファミリーディナーレストラン』を二割、新規事業を二割にしたい。新規事業は高齢者向けの商品の宅配や惣菜販売、居酒屋やファーストフードなどを用意し、他社にあって我々にはないものは自社開発、もしくはM&Aで必ず手がける。」と答えている。このように、横川氏は当初からリストラだけでなく、投資をすることで事業を拡大し、業績回復を考えていたと思われる。

図 2（すかいらーくのMBOスキーム）



4：MBO実施後～横川社長解任まで

MBOによる上場廃止後、すかいらーくは経営と執行の分離をより明確化する役員人事や組織再編を実施した。

まず、役員人事では「カンパニーCOO」を新設した。これは社内取締役を従来の九人から、グループ統治、財務担当などの最小限の五人に絞り、主力業務の責任者は取締役から執行役員となり、役職はカンパニー代表からCOOとなった。COOを新設した狙いは、各人の役割と責任を明確化することにある。つまり、営業最前線の指揮官は取締役から外し、投資判断等の権限も強化させることにより、業務執行に専念させる一方で、結果責任を従来以上に厳しくするということである。また、社内組織に関しては「HD戦略会議」が新設された。すかいらーくは04年に擬似持株会社（HD）経営を目指し、「HD経営会議」を設けた。これは同会議がグループ統治を担い、その監督下で各カンパニーが事業執行する構想であったが、05年までは各カンパニー責任者も会議に参加するなど役割分担が曖昧であった。そこで、「HD戦略会議」を新設することで、「HD経営会議」との役割分担を明確化した。「HD戦略会議」では会長、社長以下、各カンパニーCOOや主要子会社の社長などで、各業態の転換や出店立地のすみ分けなどの事業執行に関する戦略を横断的に話し合い、「HD経営会議」では社内取締役五人で本来の役割であったグループ全体の統治、財務戦略について担当することとなった。さらに、07年1月からは横川竟氏が社長、会長、CEOを全て兼務することとなり、より一層責任の所在が明確になった。

こうして横川新体制が発足したのだが、なかなか業績は上がらず、06年12月期の連結決算では111億円の最終赤字、翌07年の連結決算でも130億円の最終赤字となった。しかし前述したとおり、横川社長は当初からMBO実施後2年間は赤字となる可能性があることについて認識しており、その内容も既存店の減損処理などで06年度は計299億円、07年度は約100億円計上した特別損失によるものであった。しかし08年7月、NPIとCVCは業績の低迷を理由に横川社長の退任を要求。これに対し、横川社長はサントリーに支援要請等もしたが、結局8月12日、臨時株主総会と取締役会が開かれ、横川竟社長を解任し、後任には谷真常務執行役員が社長となった。

5：まとめ

以上がすかいらーくのMBOについてであるが、一見するとすかいらーくのMBOは特に問題はないように思える。しかし、そもそもMBOとは経営陣が自ら大株主となることで経営の自由度を高めるものであるが、経営陣は僅かな割合しか株式を買い戻さず、その結果、実質1年半で横川社長が解任される事態となった。これは異常なことと言える。

そこで次章ではなぜこのような事態になってしまったのかを中心に、「すかいらーくMBOの四つの問題点」について述べていく。

第3章「すかいら一くのMBO：四つの問題点」

I：導入部

前章のまとめでも述べたとおり、そもそもMBOとは経営陣が自社株を買い取り、自らが株主となるため、本来ならば取締役が解任されることはない。なぜならば、取締役の解任は株主総会の普通決議事項（会社法339条1項、309条1項2項7号、341条）であり、代表取締役の解任も取締役会の過半数の賛成がない限り解任されない。しかし、すかいら一くの横川寛氏は社長を解任された。これは何らかの問題点があると考えられる。そこで、まずは「ガバナンス」の観点から問題点を見ていく。

II：問題点その1・所有と経営の「不一致」

そもそも株式会社（上場会社）においては、「所有と経営は分離」していると言われている。株式会社とは、社員（＝出資者）の地位が株式と呼ばれる均等に細分化された割合的単位の形を取り、全ての社員の責任は出資額を限度とする間接有限責任である。この場合、株主の多くは経営自体にあまり関心はなく、利益配当やキャピタルゲインを得ることが目的といえる。また、株主の中に会社を経営する能力を有する者はほとんどいない。そこで、会社経営を経営の専門家である取締役や執行役に委任し、会社運営の適正化、透明化、合理化を目的として、所有（株主）と経営（取締役、執行役）の分離が原則となった。これに対し、MBO実施企業は経営陣が自社株式を買い取り、株主＝経営者となるため「所有と経営は一致」していると言われている。

以上のことを踏まえて、すかいら一くの場合について見ていく。有価証券報告書によると、5年前の03年時には創業家の出資比率は33%あったが、MBO実施直前には約18%に減少していた。さらにMBOの受け皿会社に一度全保有株を売却した後、買い戻した株式の割合は僅か2.75%であった。さらに残りの発行済み株式については、NPFが61.59%、CVCが35.66%保有しており、2社で発行済み株式の97%以上を保有することとなった。これは本来のMBOの姿からすると異質であり、事実上、ファンドによる乗っ取りと言っても過言ではない。実際08年1月には、NPFから副社長と専務を受け入れることとなり、取締役8人中5人が株主側の人間となってしまった。このように、すかいら一くのMBOは上記の「所有と経営の一致」とは異なり、完全に「所有と経営の『不一致』」を引き起こしているといえる。もちろん、これだけでこのMBOが失敗であるとは言えないが、この状態が「ガバナンス」の観点から見て、よい状態とは決して言えない。何度も書いているが、MBOとは経営陣が株主となることで経営の自由度を高めることが本来の目的であり、このような「不一致」を起こしてはならない。もっとも、実際には他のMBO実施企業も100%一致している企業はほとんどない。しかし、MBO実施後、ある程度の割合を買い戻していたり、あるいは、創業家一族を経営から外したり、ファンドから新しく社長を登用するなどして再スタートしている。つまり、すかいら一くの場合の問題点は、「創業家一族が引き続き経営するにも拘らず、株式を買い戻さなかった」という矛盾なのである。それでは「なぜ、すかいら一くは創業家一族が引き続き経営したのか」。そして、「なぜ、すかいら一くの創業家一族は株式を買い戻さなかったのだろうか」。次節ではこの点を中心に、すかいら一くと「創業家一族」との関係を中心に見ていく。

Ⅲ：問題点その２・創業家一族の内情

まずは、「なぜ、すかいらーくは創業家一族が引き続き経営したのか」について、見ていく。そもそもすかいらーくは 2001 年に生え抜きの伊藤康孝氏が創業家一族以外から初めて社長に就任し、03 年 3 月には創業家 4 兄弟が一斉に取締役を退任するなど、オーナー色も薄れつつあった。それにも拘らず、横川竟氏が現場復帰したのはなぜだろうか。確かに伊藤社長が行った出店戦略が結果的に失敗であったことは否めない。横川竟氏もMBO発表時の会見やその後のインタビューで「すかいらーくはファミリーレストランを 35 年間やって、時代のニーズとずれてしまった。」と述べている。しかし、それならば尚更外部や創業家一族以外から新たに社長を登用して、改革を断行するという選択肢が有力となってくるように思える。実際、飲料大手の「ポッカ」はMBOを機に、創業者と義弟にあたる社長を株主や経営陣から外し、創業家一族ではない専務を社長に昇格させ、現在順調に業績を回復させている。

ここで重要となるのが「オーナー会議」の存在である。上記のとおり、創業家 4 兄弟は 03 年にすかいらーくを退任しているが、その後も週に一度、四人は集まり様々なことについて議論しており、ある程度の影響力があったと考えられる。それを示す例として、「HD制の導入検討」がある。2 章でも少し触れたが、このHD制導入は 03 年の 12 月に構想が発表され、当初は 04 年 7 月には「すかいらーくホールディングス」によるHD化が行われ、05 年 1 月には事業再編も完了する予定であった（図 3-1～3）。プレスリリースには、HD制導入の理由として「創業家の退任により所有と経営の分離が果たされた一方、グローバル化する資本市場に対応し、公開会社としての最低限の責務であるコンプライアンス（法的遵守）・アカウントビリティ（説明責任）・ディスクロージャー（情報開示）が確保できる、コーポレート・ガバナンスのあり方を模索した結果、経営と執行との分離、すなわち取締役会と執行会議の組織的分離及び、ホールディングス（経営主体）とコーポレーション（執行主体）の機能的分離、そして、ホールディングスの監督機能の強化、すなわち経営監査委員会等の専門審議機関による取締役会ならびに執行会議への監督体制の確立」と書かれている。しかし、実際は 04 年の 11 月によりやくHD制導入にむけた組織変更が行われ、06 年秋の発足を目指すこととなったのだが、ここに「オーナー会議」の意向が関係している。当時の商法では対価の柔軟化も認められていなかったため、HD制を導入しても退任したことにより一株主となった創業家としては何もメリットがなく、それどころか「安定的株主構成の獲得」という観点から見ると、すかいらーくだけでなく、グループすべてを失ってしまう可能性もあった。また、HD制が導入されることにより、各業態による派閥が消えてしまうことを恐れ、反対した者もいると思われる。この考えはある程度私の推測も入っているが、いずれにせよ、このようにある程度影響力のあった「オーナー会議」の存在に加えて、伊藤氏の経営手腕に疑問を持つ役員も少なからずいたこともあり、経営会議のメンバーと創業家一族とは次第に接近していくこととなった。その結果、決定したことは「創業家の経営復帰」であった。当然、伊藤社長は強く反発したが、最後は横川 4 兄弟の次男、茅野亮氏の説得により了承した。実際問題として、拡大路線を推し進めた結果、社内にはそれぞれの業態や組合などの出身者の派閥などが出来、組織をまとめるのに苦労していたということもある。その後、次男の茅野亮氏は、後継者として四男の横川紀夫氏を推したが、経営会議は「得意分野が伊藤社長と似ている紀夫氏より、竟氏のほうが補完関係が成り立つ」との理由から竟氏が

復帰することとなった。これが 06 年の初めであった。MBO の発表が 6 月であるから、半年以上前から創業家の経営復帰が決まっていたということである。

図 3-1 (03 年 12 月当時の組織)

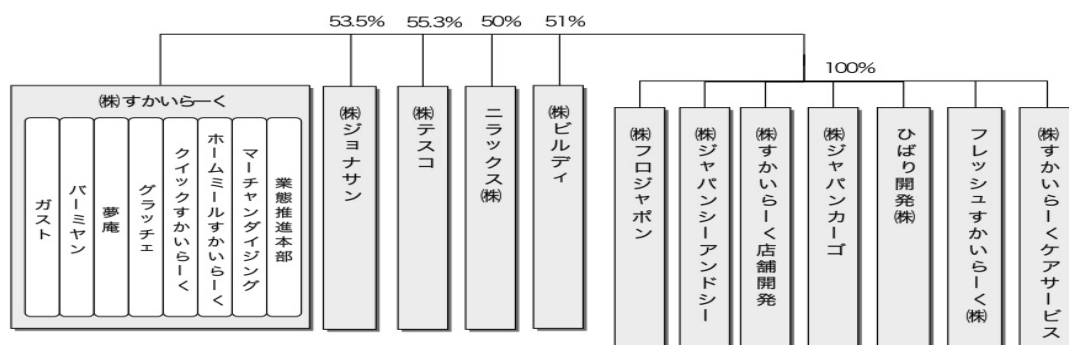


図 3-2 (04 年 7 月第 1 ステップ)

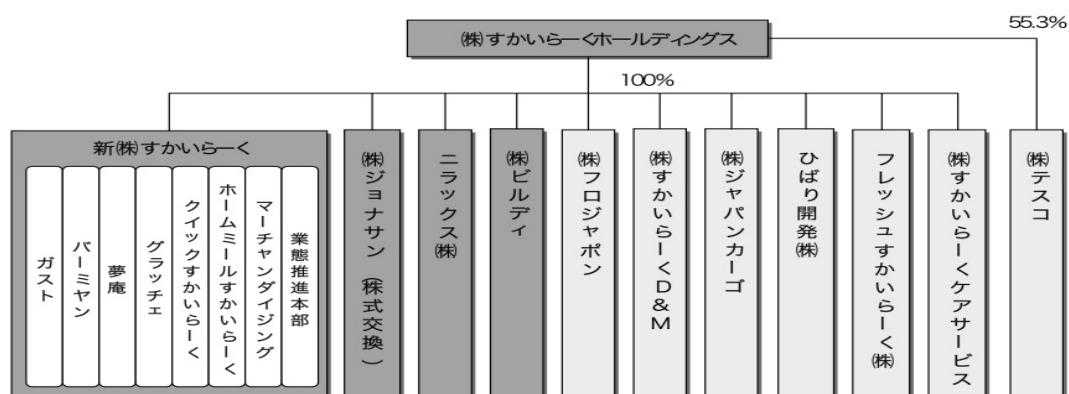
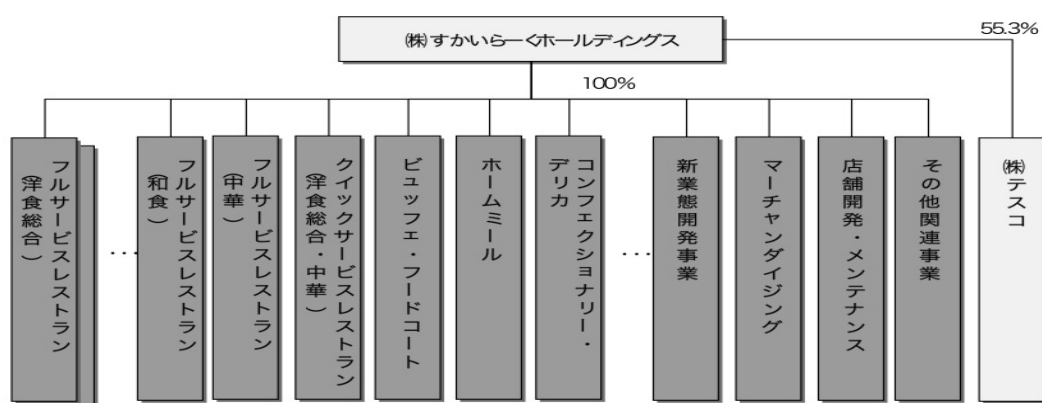


図 3-3 (05 年 1 月第 2 ステップ)



このように、退任により表舞台からは消えたように見えた創業家だが、直接経営に口を出さないまでもオーナー会議を通じて、かなりの影響力があったことが伺える。もちろん、創業家が経営に復帰することが全て悪いとは言えない。やはり、会社に対する思い入れは非常に強いと思われるし、会社の内部事情もよくわかっている。だからこそ、ファンド側は外部からではなく社内事情をよく

わかっている横川氏を社長にすることで、会社をまとめ上げ、一気呵成で改革を実行することを期待していた。もっとも、結果的には横川氏は社内掌握に時間がかかり、組織、人事面でもまとめあげることはできなかった。社内組織に関しては、07年10月にカンパニー制をやめ、本部長組織に切り替えている。その際、組合幹部の経験者を外したのだが、これが不満分子となり騒動の後押しとなってしまったことは、横川氏自身も認めている。しかし、これらはあくまで結果論である。よって、横川氏氏がMBO実施後も経営に参加したことは、過程に問題はあるものの、不合理とは言えない。すると、問題となってくるのは「なぜ、すかいら一くの創業家一族は株式を買い戻さなかったのだろうか」ということである。

ここで、改めて公開買付開始公告を見てみる。すると、横川4兄弟の他に、すかいら一くの筆頭株主である、株式会社エス・エイチ・コーポレーション（以下、SHCと略）が本買い付けに同意している。実はこのSHCこそがすかいら一くのMBOにおいて、もっとも重要な存在であるといえる。まず、このSHCは横川4兄弟の次男、茅野亮氏が代表取締役社長を務めており、他の3兄弟も役員である。つまり、SHCは創業家のファミリー企業である。次に、SHCの業務内容についてであるが、SHCは創業家の資産管理の他に、食材の販売業務をしている。これは、元々SGCという、同じく創業家のファミリー会社で資産管理業務をしていた会社がSHCと吸収合併したからである。問題はこのSHCとすかいら一くの関係である。すかいら一くはSHCからの食材等の仕入依存度が8割を超えており、取引金額は04年度は約708億円、05年度は約839億円であった。しかも、SHCを経由してすかいら一くが仕入れを行なうことに合理性がないにもかかわらず、MBO実施後も取引は続けられ07年度末まで続いた。このSHCの存在が、すかいら一くの仕入れ効率改善を阻んでいたといっても過言ではない。では、なぜSHCが経営に関与し続けたのだろうか。理由のひとつとしては、上述のとおり創業家一族の影響力が大きかったことが挙げられる。誰もおかしいと言えないような状況、組織になってしまったのだろう。しかし、理由はそれだけではない。最大の理由はSHC（SGC）が抱えた借金、つまり創業家が抱えた借金を返済したかったからである。創業家は海外事業と投資の失敗により借金があり、その額は約600億円といわれていた。そしてこの借金こそが、すかいら一く経営陣がMBOを実施したにも拘らず、株式を買い戻さなかった要因なのである。

まず、MBO時の横川4兄弟の保有株式の割合は約11.02%、SHCの保有株式の割合は約6.65%、合計17.67%であった。これに発行済株式総数1億1800万株と公開買付価格の2500円を掛けた約521億円を創業家が手にしたのである。普通ならこの資金を基に再出資し、株式を買い戻す。しかし、創業家はこの借金を返済することを重視したため、株式を買い戻すことをほとんどせず、しかも、これでもまだ借金が返済出来ないで、MBO実施後もSHCに仕入れ業務を実施させたのである。つまり、「なぜ株式を買い戻さなかったのか」というよりも、この借金のせいで「株式を買い戻すことが出来なかった」のである。もっとも、横川氏氏は3%弱でも実質的なオーナーに君臨できると考えていたのかもしれない。しかし現実には厳しく、結果として「所有と経営の不一致」を是正しなかったことにより、解任されることとなった。

以上のように、すかいら一くは元々創業家一族の影響力が強く、その創業家一族にもMBO実施前から大きな問題を抱えていた。そして、この問題が原因となり「所有と経営の不一致」を引き起

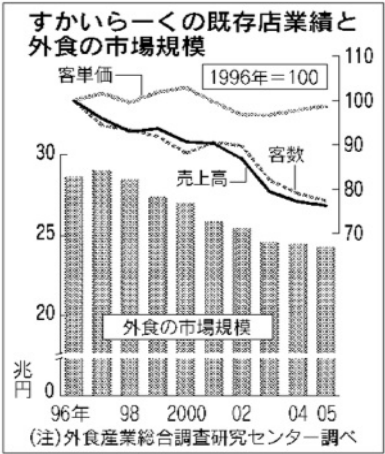
こしたのである。しかし、これだけが横川氏解任の原因とは思えない。なぜならこのような状況でも、ファンド側が要求する利益水準にあれば解任されることはなかったのである。そこで、次節ではファンド側が作成した利益計画の内容について見ていく。

IV：問題点その3・実現不可能な利益計画

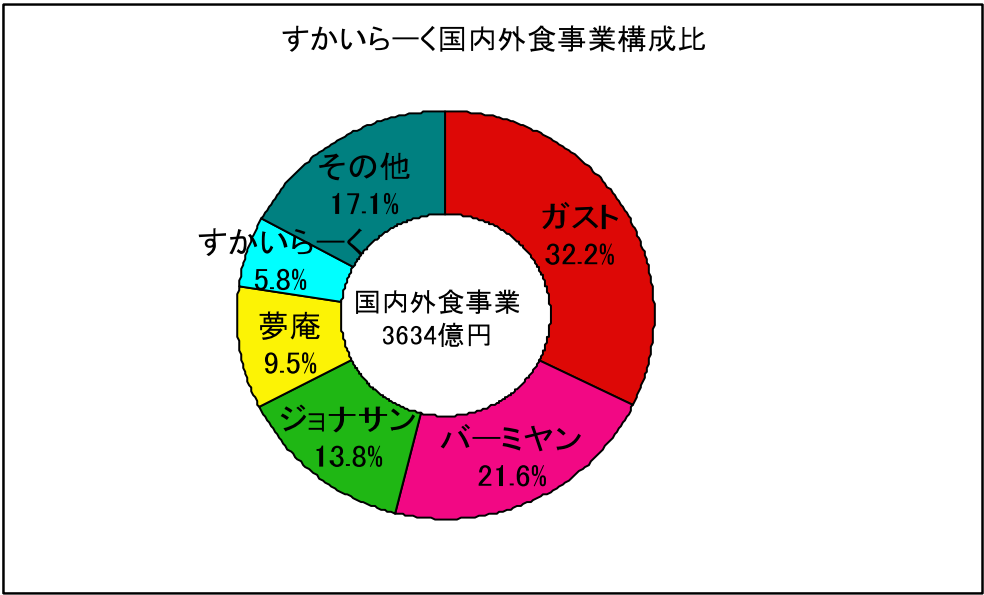
利益計画の内容を検討する前に、改めてすかいらーくの事業業績について見ていく。

まず、外食産業の市場規模は05年当時、24兆2700億円で、97年のピークから5兆円近く縮小している。これは、少子高齢化や単身世帯の増加、さらには単一的なメニュー構成などにより、消費者のファミレス離れが進んでいるといえる。実際、すかいらーくの既存店業績について見てみると、客単価はピーク時と比べてもあまり減少していないが、客数は20%以上減少している。これに伴い売上も当然減少している。(図表4参照)

図表4



図表5



次に、業態別に見ていく。業態数は全体で約40あるが、主力業態の構成比等を示したものが図表5である。05年12月期の国内外食事業の総売上高は3634億円、このうち「ガスト」が32.2%、「バーミヤン」が21.6%、「ジョナサン」が13.8%と続く。またファミリーレストラン事業が94.4%を占めている。中でも「ガスト」が占める役割は非常に大きく、連結売上高で見ると3割強であるが、連結営業利益で見ると51.9%を占めており、すかいらーくを中心業態である。しかし、この「ガスト」もピーク時から比べると売上は20%以上減少しており、他の業態はさらに減少している。このようにすかいらーくが置かれていた状況は非常に苦しいと言える。以上を踏まえて、ファンド側が作成した利益計画について見ていく。2章でも述べたが、横川会長は具体的な数値目標として「MBO実施後4年（09年）で売上高1兆円、経常利益をこれまでの二倍の400億円に高め、5年後には株式再上場を目指す」と答えている。05年度の連結売上高は3793億円、経常利益は185億円である。よって、4年で売上高を約2.6倍、経常利益を約2.2倍に改善しなければならないのである。売上高を増加させる方法として考えられるのは、新業態の自社開発もしくはM&Aによる買収と本業であるファミリーレストランの収益改善がある。これらに関しては2章でも述べたとおり、横川社長も言及していたが、果たして、横川社長にどれほどの実行可能性があったのだろうか。

まず、新業態の開発等に関しては、これは成功すれば短期間で収益を得ることも十分可能である。しかし自社開発かM&Aかに関わらず重要なことは、「キャッシュフロー」、特に「営業キャッシュフロー」の創出である。05年の営業CFは約300億円であったが、計画によると店舗閉鎖などで200億円程度まで減少し、その後最終年度には400億円程度に改善するとなっていた。また、これらの営業CFの中から年間110億円を借入れの返済に回し、残りを店舗改装や業態開発に当てる予定となっていた。MBO後の追加借入れや増資は計画していなかったため、毎期の営業CFがすべてであり、もし計画通り得られなければ改装資金やM&A資金の減少に直結することとなる。そして、これらの営業CFの基となるのは、税金等調整前当期純利益であるが、実際重要となるのは経常利益や営業利益である。なぜなら、特別損失は計画の始めこそ不採算店舗の減損処理で多額が発生するが、これが一段落すると、ほとんど影響がなくなるからである。よって、経常利益と営業利益が重要となってくる。しかし、MBOを実施することで経常利益、営業利益を減少させる要因が発生している。一つ目は、「有利子負債の増加」である。元々、すかいらーくはMBO実施前に1000億円以上の有利子負債を持っていた。そこへ、このMBOを実施した際に1200億円の融資を受けており、これにより有利子負債が倍増したこととなる。当然每期利息の支払いをしなければならないので、経常利益は低下する。二つ目は「のれんの償却」である。合併で生じる「のれん」は約2000億円と見積もられ、のれんの償却については06年4月期決算より「原則20年間の均等償却とし、償却費は販管費に計上」となった。これにより、販管費に每期100億円（実際は96.3億円）計上することとなり、営業利益も低下する。つまり、目標の経常利益400億円を達成するためには、実質経常利益を500億円以上としなければならないということである。そうするとますます重要となるのが、短期間での本業のファミレスの収益改善となる。しかし、これはかなり厳しいものといえる。

まず、売上1兆円を達成するにはファミレス一店当たりの年間売上高を1.5～1.7億円にしなければならない。この水準は10年前のピーク時の水準であり、外食産業の市場規模や事業環境、主力

のガストでも一店当たり年間売上高は1.2～1.3億円程度しかないことから見ても、他の業態ではさらに達成は困難といえる。このように売上増加が難しいのであれば、次に考えられることは原価を下げることである。しかし、横川氏は当初から、資産売却や従業員のリストラのみで利益を生み出すことに反対しており、あくまでも再生投資が重要であると主張してきた。加えて、上記のとおり創業家の思惑でSHCがすかいらーくの食材仕入れの8割超を担っていたのだから、仕入原価が低下するはずもなく、結果として、売上原価や販管費が大きく抑制される可能性は低かったといえる。つまり、横川氏がこの利益計画を実現する可能性は低かったように思える。

すると、ここでまた新たな疑問が生じてくる。「なぜ、このような利益計画を作成したか」ということである。ここまで、横川氏の利益計画の実現可能性について見てきたが、もし違う人がやっていたとしても、この計画を実現させることはかなり厳しかったと思われる。それぐらい強気の利益計画といえる。そもそも、MBOを実施すれば利益をある程度度外視して、再建することも可能であったはずである。ファンド側も実現可能な条件を提示したり、利益達成までの期間を長めに取ったりも出来たはずである。このようにしていれば、たとえファンドが大半の議決権を持っていたとしても、少なくとも実質一年半で社長を解任するという事態にはならなかったはずである。そこで次節では、上記の疑問とファンド側の思惑、そして誤算についてみていく。

V：問題点その4・再上場計画ありきのMBO

08年8月18日の日経ビジネスの記事に横川氏のインタビューが掲載されている。横川氏は「最初、投資会社や銀行はものすごく強気の事業計画を持ってきました。MBO翌年から利益が急回復し、2009年（3年後）にはこれまで達成したことのないような高い利益を出す内容。多額の資金を集めるため、誰もがノーと言えない数字を作ったんです。創業者の1人としてMBOのアイデアを出したのは僕です。2006年に発表したのも僕。でも、計画自体は（着任前の）伊東（康孝・元社長）体制時に作っているから、絡んでいない。だから、計画を見た時、「こんなことができるならMBOをする必要なんかない。今の流れを変えるには5年はいるよ」と言って、契約書へのサインを拒否した。そうしたら、「4つの会社の100人が徹夜で作った計画をあなたは拒否するのか」と言われて。事業計画に関わっていたウチの社員も「そのあたりは向こう（投資会社2社など）も理解しているから」と言う。それで、「そうか、分かった」とサインをした。」と述べている。また、別のインタビューでは「もともと上場までの期間として自分は5年、投資会社は3年と言っていた。それでも投資会社から出資者を募る関係で（便宜上）3年にしてくれと言われた。だからMBO時にも『5年かかるが、3年を目標にがんばる』と言い、向こうも黙認していた」と答えている。つまり、この利益計画はファンド側主導であり、出資金を集めるために強気の計画を策定し、早期に資金回収を行うために3年という期間にこだわったと思われる。そして、この資金回収手段にはファンド側の大きな思惑があった。それが「再上場」である。この利益計画を達成できれば当然再上場は可能であり、株価もかなり高値となることが予想できる。そうすれば株式の9割以上を保有しているファンドは多額の売却益を得ることが出来る。もちろん、この「再上場」による売却益目的のみでファンド側がMBOを持ちかけたとは考えにくい、この利益計画を見ても限り、その可能性も否定できない。

ところが、当初のファンドの思惑は大きく崩れていく。まず、飲酒運転の取り締まり強化や中国産食材への不信任感、さらにはガソリン高や食材価格の上昇など、外食産業を取り巻く環境が厳しくなったことも重なり、すかいら一くの業績は一向に回復を見せなかった。さらに、予想外の出来事が発生する。それが 07 年夏に端を発した「サブプライムローンの破綻」である。これにより、08 年 3 月末までに NPF の親会社である野村ホールディングスは 2600 億円の損失を計上した。さらに、日経平均株価も急速に下落し、これに伴い 08 年 4-6 月期決算で野村HDは投資先企業の評価額を 373 億円引き下げた。内訳は明らかになっていないが、すかいら一くへの投資分が 100~120 億円分含まれているとの見方もある。いずれにせよ、再上場はおろか投資資金の回収さえ危ぶまれる状況となった。

そこで、ファンド側が考えた次の手が「株式売却」である。一番手っ取り早い方法はすかいら一く自体に買い取らせる方法であるが、上記のとおり、すかいら一く自体の有利子負債はかなりの額となり、これ以上融資を受けることは不可能である。よって、方法としては他の企業に買い取ってもらうしかない。しかし、有利子負債が 2000 億円以上あり、業態整理などもまだ完全に出来ない会社を買い取る企業などほとんどないといえる。よって、株式を売却するには、急激な成長よりも、負債の圧縮や業態整理に伴うリストラの実施による財務、経営状態の健全化が重要と判断したのである。この判断を基にすると、横川氏の経営方針とは一致しなくなる。また、オーナー色の強い企業は買い手が付きにくいこともあり、ファンド側は業績未達を理由に横川社長を解任し、創業家一族を表舞台から消したのである。

第4章：まとめ

ここで改めて、すかいら一くのMBOの問題点を整理してみる。まず、ガバナンスの観点から「所有と経営の不一致」を指摘した。次に、これらの不一致を生み出した要因として、創業家一族の影響力や借金の存在を指摘した。一方、ファンド側は当初から「再上場」の思惑があり、厳しい利益計画を策定した。しかし、巨額の売却益を得るつもりで大量に持っていた株式が、「サブプライムローンの破綻」により、大きな評価損を生み出してしまい、「株式売却」に方針変更する必要が生じた。よって、オーナー色を消すために、業績不振を理由に横川社長は解任された。

このように書くとファンド側のほうが悪いように思えるがそういう問題ではない。創業家一族もMBOで得た資金を株式の買い取りではなく、自らの借金返済に用いた点、そして、MBO実施後もSHCに仕入れ業務を行わせていた点に関しては、不透明な経営といわざるを得ない。また、利益計画に関しても、横川氏が直接関わっていなかったり、確認も曖昧だったりと多くの不備が見られる。このような創業家一族が行ったMBOは、厳しく言えば「名ばかりMBO」であり「MSO（マネジメント・セル・アウト）」といえる。一方、ファンド側も「再上場」ありきの理想論で計画を組み、現場を十分に検証して計画を作成したとは思えない。また、自分たちの都合で会社を振り回しており、身勝手な部分も多い。たしかに、ファンドとしてみれば、投資資金の回収は重要である。しかし、海外では買収ファンドのお金は「ペイシメント・マネー（忍耐強いお金）」といわれているように、始めからもう少し時間をかけて取り組んでいれば、おそらく違った結果になっていたと思う。いずれにせよ、創業家一族、ファンド双方に思惑があり、その思惑の根拠があまりにも理想論

に基づいたものであったことは間違いない。

以上が、すかいらーくの MBO に関する事例分析であったが、この問題は今後の日本の MBO 市場においても、大きな影響を与える物と言える。なぜなら、このような MBO 戦略自体の信頼性が失われるような事例が続けば、当然日本における MBO 市場の発展は見込めず、さらに、世界からも信用を失ってしまう。これは、グローバルな企業活動が求められる現代において、大きな損失となる。よって、MBO に関する厳格なルールを一刻も早く策定する必要があると考える。

最後に、本研究の限界として、今回はすかいらーくとワールドの MBO 事例しか扱っていないが、その他の MBO 実施企業がどのような過程で行なわれ、どのような結果となったかについて、定性的、定量的、どちらの観点からも触れられていない点が挙げられる。また、アメリカやヨーロッパの MBO 実施企業の事例分析に関しても今後の研究課題として挙げられる。

(参考文献)

- ・ CMBOR [2006] 「Management Buy-outs 1986-2006
Past Achievements, Future Challenges」
- ・ 株式会社レコフ「MARR 2008 年 2 月号」
- ・ グローバル金融システム委員会報告書 [2008] 「プライベート・エクイティとレバレッジ・ファイナンス市場」
- ・ 経済産業省 [2007] 「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」
- ・ 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—」
- ・ 笹山幸嗣／村岡香奈子 [2006] 「新金融実務手引シリーズ M&A ファイナンス」金融財政事情研究会
- ・ 杉浦慶一 [2008] 「日本のバイアウト市場の推移」株式会社日本バイアウト研究所
- ・ 日本経済新聞・日経金融新聞・日経産業新聞・日経流通新聞 各紙
- ・ 日経ビジネスオンライン 08 年 8 月 18 日掲載 「時流超流」
- ・ 野瀬義明 [2008] 「DIR 経営戦略研究 vol.16 2008 年 M&A 特集号」 P38~40