

米国における非公開企業と非公開化の動向

2006年3月

日本政策投資銀行
ニューヨーク駐在員事務所

米国における非公開企業と非公開化の動向

1 . はじめに	2
2 .非公開企業の位置付け	3
(1) 非公開の大企業	3
(2) 「働きがいのある企業」ランキングにおける非公開企業	4
3 .株式公開企業の非公開化	8
(1) 近時の非公開化の動向	8
(2) 非公開化の背景	9
(3) 非公開化の形態	12
(4) 非公開化のリスク	12
(5) 非公開化の事例	13
(6) 日本における非公開化の動向	15
4 .おわりに	18
Appendix	19
参考文献	25

1. はじめに

株式公開企業は、米国の経済成長の原動力となってきたと言えよう。米国企業にとって、ニューヨーク証券取引所や NASDAQ へ上場することは「成功」のシンボルであり、企業の知名度や信用度を高めることにつながり、企業の成長過程での資金調達や優秀な人材採用を可能にしてきたからである。

しかしながら、株式の公開は、企業の経営にメリットだけをもたらすとは必ずしも限らない。近時米国では、サーベンス・オクスリー法(企業改革法)に基づくコンプライアンス、情報開示義務にかかる事務・経費負担の増加が、特に中堅・中小の公開企業の間で問題視されている。株式公開企業であることの費用対効果を踏まえた上で、戦略的に非公開化を選択している米国企業の事例は多い。

また、米国では、売上高が 10 億ドル(約 1,200 億円)を超えるような大企業の中にも、株式を公開していない企業が数多く存在していることも、注目される事象である。

本稿は、米国における非公開企業の位置付けや近時の非公開化の動向等について紹介するものである。ワールドやポッカコーポレーションなど、近時日本においても企業戦略としての非公開化が注目されたが、本稿がこうした事象を考察する上での一助となれば幸甚である。

2. 非公開企業の位置付け

本項では、米国における非公開企業の位置付けについて、非公開の大企業のプレゼンスや、「働く場」としての非公開企業に対する評価といった観点から述べることにする。

(1) 非公開の大企業

Forbes 誌は毎年、「America's Largest Private Companies」と題して、米国における株式非公開の売上高 10 億ドル以上の企業リストを作成している¹。同誌の 2005 年の集計によれば、こうした非公開企業は 339 社を数えるが(図表 1：非公開企業 売上高上位 10 社) その数は 2002 年：257 社 2003 年：281 社 2004 年：305 社と近時増加傾向にある。

図表 1 . 米国の非公開企業 売上高上位 10 社 (2005 年)

順位	企業名	業種	売上高 (10億ドル)	従業員数 (人)	大株主
1	Cargill	農業	66.7	115,500	創業者一族が85%を所有
2	Koch Industries	石油	60.0	30,000	創業者一族
3	Mars	食品加工	19.1	39,000	創業者一族
4	PricewaterhouseCoopers	会計事務所	18.7	122,000	パートナーシップ
5	Publix Super Markets	スーパーマーケット	18.7	128,000	創業者一族 + 従業員30%
6	Bechtel	技術コンサルティング	17.4	40,000	創業者一族
7	Ernst & Young	会計事務所	16.9	106,000	パートナーシップ
8	C&S Wholesale Grocers	食品流通	15.2	15,000	創業者一族
9	SemGroup	石油	12.6	103,453	N.A.
10	Meijer	スーパーマーケット	12.5	65,000	創業者一族

出所：Forbes.com、Hoover's データベースから筆者作成

これら 339 社の売上高合計は約 1 兆ドル、従業員数合計は約 4 百万人にのぼり、売上高 10 億ドル以上の大企業の 5 社に 1 社は非公開企業であるとも言え(図表 2) 非公開企業が米国経済社会において相応のプレゼンスを有していることが窺える。

図表 2 . 売上高 10 億ドル以上の公開 / 非公開企業

	公開	非公開
企業数	1,204	339
売上高合計	約9.7兆ドル (約1,164兆円)	約1兆ドル (約120兆円)
従業員数合計	約34百万人	約4百万人

出所：Forbes.com、Hoover's データベースから筆者作成

これら非公開の大企業の多くは、創業者一族が設立以来、会社を所有・経営してきており、経営方針として株式を公開しないことを選択してきたものである。尚、図表 3 は、非公開企業売上高上位 10 社(図表 1 と同じ)の経営理念等におけるキーワードを抽出したものであるが、一般に公開企業が「株主価値の最大化」を最重要視すると言われるのと比較して、

¹ “America's Largest Private Companies” Forbes.com の 2005 年 11 月 28 日付記事。全リストは、Forbes.com のウェブサイトで、<http://images.forbes.com/lists/2005/21/htm/filter.html?sort=0> を参照。

これら非公開企業では、「従業員」、「顧客」、「地域社会」等、株主以外のステークホルダー（利害関係者）をも重視しているという印象を受ける（株主資本主義に対する概念として、所謂、「ステークホルダー資本主義」と呼ばれる）。

図表3．非公開企業 売上高上位10社の経営理念等におけるキーワード

企業名	経営理念等におけるキーワード（各社ウェブサイトから抽出）
Cargill	業績の測定にあたり、単なる利益の追求にとどまらず、顧客満足度、社会貢献度、従業員の満足度も重要視
Koch Industries	顧客と社会に対して、長期的な価値を創出する
Mars	・クオリティー、責任、相互依存、効率性、自由 ・短期より長期の価値向上 ・サプライヤー、顧客、従業員等、全ての関係者と利益をシェア
PricewaterhouseCoopers	顧客と従業員
Publix Super Markets	・顧客の価値へのフォーカス ・無駄の排除 ・従業員の尊厳・価値・雇用の安定 ・株主に対する最大限の責務 ・地域社会において責任ある企業市民たること
Bechtel	・顧客と事業パートナーの成功のために不可欠な存在となる ・従業員がプライドを持って働き、機会を創出し、成果に対する報酬を出す ・地域社会にとって責任ある存在となる
Ernst & Young	従業員、顧客、全ての利害関係者
C&S Wholesale Grocers	・顧客の満足 ・クオリティー ・関係者全てのために ・従業員の満足 ・地域社会への貢献
SemGroup	顧客と株主に対する価値創造
Meijer	・従業員、顧客、サプライヤーの尊厳を守る ・地域社会における大事なアセットたること

出所：各社ウェブサイトから筆者作成

尚、100社リストの中には、かつては株式公開していた企業が戦略的に非公開化した事例もいくつか見られる。果物生産・加工の Dole Food（28位、非公開化2003年）、ガラス製造の Guardian Industries（36位、同1985年）、ジーンズで有名な Levi Strauss（44位、同1985年）等がその例である。（非公開化の動向については、次項で述べる）

(2) 「働きがいのある企業」ランキングにおける非公開企業

Fortune 誌は1998年から毎年、「働きがいのある企業ベスト100社（”The 100 Best Companies to Work For”）」を公表している²。同誌によれば、平均的な米国企業の寿命（倒産若しくは買収されるまでの会社存続期間）は20年弱であるのに対して、ベスト100社の平均社歴は85年となっており、働きがいのある職場がその企業の長期的な成功につながっていることを裏付けるデータとして捉えることも出来よう。

² 同誌は、企業の経営方針(policy)、企業文化、従業員の生の声等を評価対象としている。具体的には、サンフランシスコ本拠の Great Place to Work Institute が作成した従業員へのアンケート結果、従業員の人種構成、給料、福利厚生プログラム等の評価を指数化し、ランキングを作成している。

図表4は、ベスト100社のうちの上位10社のリストであるが、10社中7社が非公開企業である。また、ランキングに占める非公開企業の数、1998年の100社中29社から2006年には100社中50社に増加しており、従業員にやさしい環境を提供している企業として、非公開企業の評価が高まっているとも言えよう。

図表4．働きがいのある企業 上位10社

順位	企業名	業種	2004年売上高 (百万ドル)	従業員数 (人)
1	Genetech	バイオテクノロジー	4,621	8,121
2	Wegmans Food Markets	食品スーパー	3,447	31,890
3	Valero Energy	石油精製	54,691	16,582
4	Griffin Hospital	病院	87	1,049
5	W.L. Gore & Associates	繊維製造	1,840	4,537
6	Container Store	収納用品等販売	375	2,857
7	Vision Service Plan	眼科関連の健康保険	2,065	1,915
8	J.M. Smucker	食品製造(ジャム等)	2,043	2,930
9	Recreational Equip.	アウトドア用品等販売	888	7,443
10	S.C. Johnson	消費財製造(洗剤、Ziploc等)	6,500	3,404

出所：Fortune誌。水色網掛けが非公開企業。

以下は、2006年ランキングで第2位のWegmans Food Marketsについて紹介したものである。同社の雇用戦略には、株主価値の最大化を最優先に考える米国の公開企業の多くにとっては採用し難いと想像される様な制度も見られるが、こうした戦略が同社で働く人材の質を高め、顧客や地域から高い評価を得ており、同社のパフォーマンス向上に繋がっていることは注目に値しよう。

Wegmans Food Markets³

Wegmans Food Marketsは、2005年ランキングでは第1位にランクされており、また、Fortune誌が1998年に調査を開始して以来、常に「ベスト100社」の中に入っている非公開企業である。

米国では一般に、食品スーパー業界は、低賃金、長時間労働、高い離職率等で知られ、従業員にとって望ましい職場環境を提供しているとは必ずしも捉えられていない。カリフォルニア州では、食品スーパー大手3社(アルバートソンズ、セーフウェイ、クローガー)の従業員が労使交渉を巡って、2003年10月から5ヶ月間にも亘ってストライキを行うといった事態も発生している。

Wegmans Food Marketsは、ニューヨーク州の北西部、Rochesterに本社を置く食品スーパーである。同社は1916年、John Wegmanによって設立されており、以来、Wegmanファミリーによって経営されている。同社は、ニューヨーク州、ペンシルバニア州、ニュージャージー州を中心に店舗展開しており、店舗数は約70、売上高(2004年)

³ Wegmans Food Marketsに関する以下の記載は、同社ウェブサイト、Hoover's データベース、Fortune誌“The 100 Best Companies to Work For”(2005年1月24日)を参照した。

34 億ドル（約 4,136 億円）、従業員数約 32,000 人の企業規模である。

写真 1 . 店舗の外観



写真 2 . インストア・カフェ



写真 3 . チーズ売り場



写真 4 . 総菜売り場



出所：Wegmans のウェブサイト

Wegmans の店舗にはいくつかの特徴があるが、中でもその大きさが挙げられよう。Wegmans の平均的な店舗は 13 万平方フィート（約 1 万 3 千平米）の面積を有しており（写真 1）、典型的な食品スーパーの約 3 倍の規模をほこる。そして、その広い店舗の中には、インストア・カフェ（写真 2）、400 種類もの品揃えのチーズ売り場（写真 3）、フランス風の洋菓子売り場等が入っており、また、グルメ料理教室が開かれることもある。前述の通り、Wegmans の店舗は現在、ニューヨーク州、ペンシルバニア州、ニュージャージー州等、全米 50 州のうち 5 州のみに立地しているが、毎年全米各地から出店を要請する手紙が寄せられているとのことである。

Wegman の営業利益率は 7.5% で、食品スーパー大手 3 社の 2 倍の水準（アルバートソンズ：3.1%、セーフウェイ：3.2%、クローガー：3.1%）であり、近時急成長中の Whole Foods（4.9%。因みに、Whole Foods は 2006 年同ランキングで 15 位）よりも高い水準にある。同社の平方フィート当たり売上高は業界平均 9.29 ドルの約 1.5 倍もあるが、これは、高級レストランで出される料理にも引けを取らないと言われる惣菜部門（写真 4）が貢献していると見られている。

Wegmans で働く従業員は愛想も良く、顧客のニーズに応えられるよう商品に関する豊富な知識も有しており、会社側はそのための研修機会を十分に与えている様である。従業員は、「食に対するパッション（情熱）」を有していることが求められるが、彼らの創意工夫は広く積極的に店舗運営に取り入れられており、風通しの良い職場環境の様である。

充実した研修機会や風通しの良い職場環境に加えて、Wegmans が「働きがいのある企業」上位に選ばれている理由としては、賃金水準（顧客サービス担当（時給ベース）：26 千ドル／年、売り場マネージャー：47 千ドル／年）が業界平均より高いことに加えて、従業員が大学へ通う際の社内奨学金制度（過去 20 年に亘り、従業員 17,500 名以上に対して 54 百万ドルを拠出）、医療保険料の全額負担（但し、2003 年 8 月以降、従業員が一部負担する形へ移行）等も挙げられよう。尚、Wegmans における人件費比率は売上高の 15～17% と推計されており、スーパーマーケット業界平均の 12% より高い水準にあるが、同社のフルタイム従業員の年間離職率は 6% であり、同規模の食品スーパーの平均値 19% より大幅に低い。スーパーマーケット業界では従業員の離職にかかるコストが収益を圧迫しているとも見られており、同社の雇用戦略は成功していると言えよう。

3 . 株式公開企業の非公開化

米国では 1980 年代に LBO (Leveraged Buy-Out) による非公開化⁴が流行した時期を経て⁵、最近もその案件数は高い水準で推移しており、株式公開企業にとって、非公開化という戦略は、日本と比較してより広く検討されている選択肢と言えよう。本項では、米国における近時の非公開化の動向とその背景等について説明するとともに、最近の具体事例を紹介する。また、日本における非公開化の動向についても触れる。

(1) 近時の非公開化の動向

図表 5 は、近時の非公開化の件数推移等を示したものである。非公開化件数は、90 年代後半に年間 70 件代に増加した後、サーベンス・オクスリー法が施行された翌年の 2003 年には 124 件に急増しており、2004 年は 98 件と（前年比では減少に転じているものの）過去 10 年間でみると高い水準となっている。これに伴って、公開企業の買収件数に占める非公開化案件の比率 ((B)/(A)) も、近年増加傾向にある。因みに、[非公開化/IPO(新規公開)] 件数比率は、2000 年以降 20~30% で推移しているとのことである⁶。

直近の特徴としては、取引価額 10 億ドル以上の大型の非公開化案件が増えていることが挙げられよう。2004 年に発表された大型の非公開化案件としては、Cox Communications Inc. (ケーブルテレビ、取引価額 79 億ドル)、Metro-Goldwyn-Mayer Inc. (映画制作・配給、同 29 億ドル)、Extended Stay America Inc. (ホテル、同 19 億ドル) 等が挙げられる。また、図表 5 では示されないが、2005 年も大型の非公開化案件が目立っており、The Hertz Corporation(レンタカー、56 億ドル)、SunGard Data Systems(ソフトウェア、113 億ドル)、The Neiman Marcus Group (デパート、51 億ドル)、Toys”R”Us (玩具小売チェーン、66 億ドル) がその例である。尚、こうした大型の非公開化案件の多くで、プライベート・エクイティが重要な役割を演じている(後述)。

図表 5 : 非公開化の件数推移

	公開企業の買収 (A)	非公開化 (B)	(B)/(A)	取引価額	
				1億ドル以上	10億ドル以上
1995	447	10	2.2%	2	1
1996	478	16	3.3%	5	0
1997	603	35	5.8%	16	0
1998	627	70	11.2%	31	2
1999	746	74	9.9%	42	1
2000	676	77	11.4%	24	1
2001	591	77	13.0%	9	1
2002	411	70	17.0%	15	2
2003	463	124	26.8%	20	3
2004	372	98	26.3%	24	6

出所：Mergerstat

⁴ 英語で 'going private' (ゴーイング・プライベート) とされる。

⁵ New York Law Journal 誌の記事 "The Going-Private Transaction" (2001 年) によれば、1988 年には 340 件、1989 年には 303 件の非公開化案件が発表されたとのことである。

⁶ Journal of Applied Finance 誌 "The Latest Movement to Going Private: An Empirical Study" (Spring/Summer 2004) Stanley B. Block, Texas Christian University

(2) 非公開化の背景

上述した非公開化の動向には、主として以下の様な要因が寄与している。

- サーベンス・オクスリー法施行に伴う上場維持費用の増加

エンロンやワールドコム等の企業不祥事を受けて 2002 年に施行されたサーベンス・オクスリー法では、情報開示の強化や、財務報告の内部統制・手続の有効性に関する経営者による宣誓が義務付けられており、これに違反した場合の経営者に対する罰則も強化されている。これに伴い、公開企業には、同法のコンプライアンスのために追加的なコストが生じており⁷、こうしたコストに対する負担感の中堅・中小企業ほど相対的に大きくなっている。ある弁護士事務所が 2005 年に行ったアンケート調査⁸によれば、売上高 10 億ドル未満の中堅企業（回答企業数 93 社）の上場維持にかかる費用の平均は、2001 年 1.1 百万ドル（約 1.3 億円）、2002 年 1.9 百万ドル（約 2.3 億円）、2003 年 2.6 百万ドル（約 3.1 億円）、2004 年 3.4 百万ドル（約 4.1 億円）と、同法施行年に大幅に増加した後も引き続き上昇しており、上場維持費用に対する負担感の増加が窺える。図表 6 はその内訳を示したものであるが、監査にかかる費用の増加に加えて、サーベンス・オクスリー法のコンプライアンスに要される工数のために生産性の悪化が問題となりつつある状況が窺える。

図表 6 . 売上高 10 億ドル未満の企業の上場維持費用内訳とその推移

(単位:千ドル)

	2001	2002	2003	2004
会社役員賠償責任保険	329	639	850	407
監査	339	466	532	1,044
法務	212	404	468	213
取締役給与	107	212	313	222
生産性悪化	46	93	160	1,050
その他サーベンス・オクスリー法関連費用	26	83	100	300
ガバナンス体制構築費用	NA	NA	147	185
合計	1,059	1,897	2,570	3,421

出所：Foley & Lardner LLP

そして、同調査によれば、こうした状況下、選択肢として非公開化を検討している企業が増えている（2005 年では、調査対象企業のうち 5 社に 1 社が非公開化を検討している）と報告されている（図表 7）。

⁷ Deloitte & Touche LLP シカゴ事務所の「サーベンス・オクスリー法とその対応」によれば、同法のコンプライアンスにかかる直接費用として、評価・実行及び監視のために必要な従業員及びコンサルタントの時間、内部統制プログラムを支援するツール技術導入のための出費、内部統制の有効性に関する経営者の宣誓を認証するために統制の検証を行う外部監査法人に対する報酬等を、間接費用として、内部統制組織を改善し維持するための人材の再配置やその他の経営資源の再編成等を、それぞれ挙げている。

⁸ Foley & Lardner LLP “The Cost of Being Public in the Era of Sarbanes-Oxley” (2005 年 6 月)

図表7．サーベンス・オクスリー法施行を受けて、
次の選択肢を検討している企業の割合

	2005	2004	2003
非公開化	20%	21%	13%
企業の売却	10%	6%	NA
他企業との合併	14%	7%	NA

出所：Foley & Lardner LLP

- 株式の低流動性と株価の低迷

米国では株価時価総額が 300 百万ドル未満の中堅以下の企業は、証券会社のアナリストのカバレッジ対象外となることが多いとされている。こうした企業は、孤児企業 (orphan company) とも呼ばれ、ある法律事務所によれば、約 8,000 社存在すると推計されている⁹。こうした孤児企業の株式の流動性は低くならざるを得ず、株価は業績如何にかかわらず過小評価されたまま低迷する様なこともあり、かかる状況下では、資本市場からの資金調達を行うことが難しく株式公開のメリットが大きく失われることに加えて、敵対的買収のリスクというデメリットも生じることとなる。こうした孤児企業は、非公開化を有効な選択肢として指向し得よう。

- 長期的視野に立つ経営の重視と経営のフレキシビリティの改善

米国の公開企業の経営陣にとっては、四半期毎の決算発表や日々変動する株価等、短期的な経営指標の改善に関わるプレッシャーが、日本と比較してより大きいと史料される。そして、これらの達成を重視する余り、企業の持続的成長や長期的な企業価値向上のためにより重要な、長期的な経営目標・事業戦略の策定や研究開発等に対して十分な経営資源を確保出来ないという事態を招くリスクがあると言えよう。

また、米国の公開企業については、取締役会の構成員の過半数を社外取締役とすることや、最近では役員報酬の開示規則の強化¹⁰が求められているが、こうした規制が企業経営のフレキシビリティを損ね得るというリスクも無視出来ない。The New York Times 紙は、“Public Companies, Singing the Blues (愚痴をこぼしている公開企業)”と題された記事(2006年1月29日)で、ある大企業の経営者の次の様なコメントを紹介している。「取締役会の構成員として、自分の事業をより良くしていきたいと思うオーナー経営陣と、(事業よりも)コーポレート・ガバナンスに精通し規制当局者の様に行動するグループとでは、どちらが望ましいだろうか？(私にとっては、前者だろう。)」また、今後は経営陣が受ける報酬に対して株主や世間の目が一層厳しくなることも想定され、優秀な経営者を招くための高い報酬や業績連動インセンティブの設定にかかる公開企業における自由度は、非公開企業との比較で相対的に小さくなる。

株主からの圧力や諸規制の強化等を背景に、上述したリスクを回避し経営のフレキシビリティ等を確保するための手段として、非公開化は検討され得よう。

⁹ Chief Executive Magazine 誌 “Opting Out” (2004年5月)

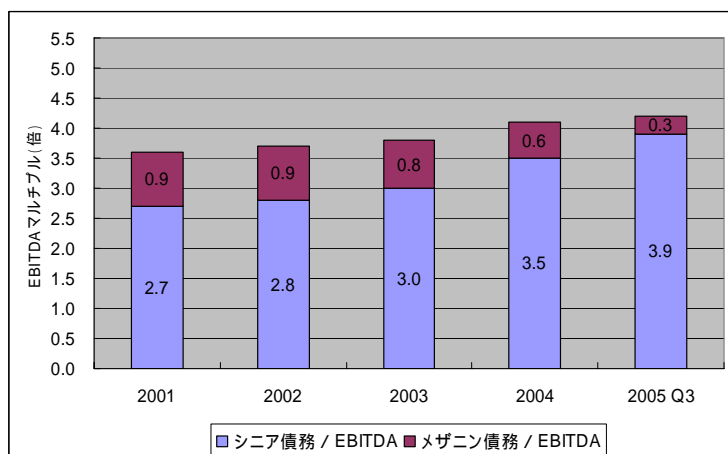
¹⁰ 米証券取引委員会 (SEC) が 2006 年 1 月に決めた内容で、経営陣上位 5 人の報酬と特別手当の詳細について情報開示することを求めるもの。同規則の見直しは 1992 年以来、14 年振り。

● プライベート・エクイティの拡大等

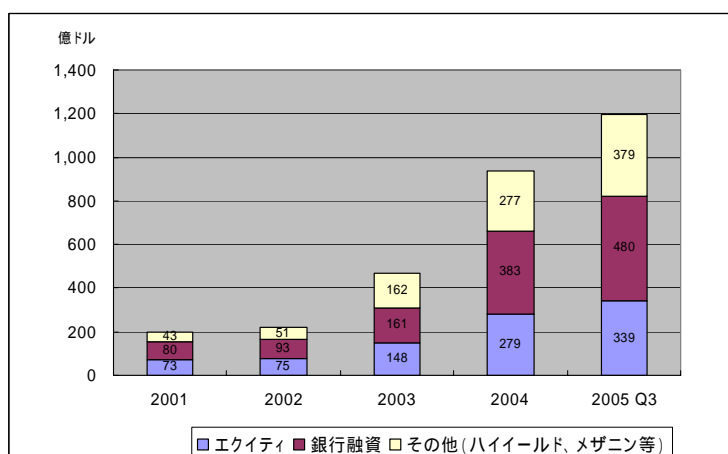
近時、金融市場におけるプライベート・エクイティのプレゼンスは急拡大しているが、こうしたプライベート・エクイティの投資先として非公開化案件は注目されている。また、（日本と同様）米国では、ある企業の株式を大量に取得した後、経営陣に対して事業売却・リストラや退陣を厳しく要求するアクティビスト・ヘッジファンドの動きが目立ってきており、彼らから逃れるために非公開化を検討する企業も出てきている¹¹。更に、パイアウト案件に対する銀行の貸出姿勢が近時緩和気味であることも、非公開化案件にプラスに寄与していると言えよう（図表 8、9 を参照）。

尚、プライベート・エクイティは、非公開化案件における数年後の出口（Exit）戦略として、投資先企業の再上場だけでなく、事業会社や他のプライベート・エクイティへの売却、資本の再構成（銀行借入を増加し、ファンドに弁済）といった可能性を追求することとなる。

図表 8 . レバレッジド・ローンの EBITDA マルチプル



図表 9 . LBO（レバレッジド・バイアウト）案件の資金調達



出所：図表 8・9 共、PiperJaffray “Mergers & Acquisitions Insights Middle Market M&A Outlook 2006”

¹¹ Business Week 誌 “Going Private”（2006 年 2 月 27 日）

因みに、Texas Christian University の Stanley Block 教授は、“The Latest Movement to Going Private: An Empirical Study”という論文¹²の中で、2001年1月から2003年7月までに非公開化を実施した、かつてのNASDAQ上場企業110社を対象にアンケート調査を行っているが、非公開化の主な理由としては、上場維持費用負担(110社中33社)、サーベンス・オクスリー法のコンプライアンス等のために経営陣が受けるプレッシャーと時間制約(同21社)、証券会社のアナリストのカバレッジ欠如(同19社)、株式の低流動性(同14社)、新株発行増資機会の欠如(同12社)という結果となっている。

(3) 非公開化の形態

非公開化の手法は、株主兼経営者や(及び)プライベート・エクイティによるバイアウトと、株式併合(Reverse Stock Split)の大きく二つに分類される。バイアウトは更に、現金合併と自社株公開買付に分けられる。

・ 現金合併

現金合併においては一般的に、バイアウト主体が新設したSPC(特定目的会社)が公開企業と合併し、公開企業が存続会社となる。そして、公開企業の既存株主に対しては合併の対価として現金が交付され、合併後は存続会社の株主はバイアウト主体のみとなる。

非公開化に際しては、その条件についてバイアウト主体と取締役会とが合意し、かかる合意内容を株主が承認する必要がある。尚、かかるプロセスにおいて取締役会は、株主の利益を最大化すべく合併条件の交渉やその他の選択肢(例:競争入札等)を検討するために、独立した特別委員会(Special Committee)を設置することも多い。

・ 自社株公開買付

現金合併と同様、非公開化の条件についてバイアウト主体と取締役会とが合意した後、バイアウト主体が新設したSPCが公開買付を行う。バイアウト主体は、過半数を取得したところで公開買付を終了し、その後現金合併を行うこともある。

・ 株式併合

株式併合は、多数の株式を一株に結合する方法であり、一株に満たない株数を持つ株主に対しては現金が交付される。これにより、少数株主を排除し一部の株主に支配権を集中することが可能となる。株式併合は通常、定款の変更と株主の承認が必要とされる。

本稿ではこれら手法の詳細に関する記述は割愛するが¹³、外部資金調達必要性や既存株主構成等が、上述の手法の選択に影響する要素となる。

(4) 非公開化のリスク

企業戦略として非公開化を検討する公開企業は、こうした取引に内包されるリスクにも留意すべきであろう。具体的なリスクとしては、少数株主からの(株式買い取り価格の公正

¹² Journal of Applied Finance 誌 “The Latest Movement to Going Private: An Empirical Study” (Spring/Summer 2004) Stanley B. Block, Texas Christian University

¹³ 日本における非公開化の手続きに関しては、M&A Review 「ゴーイング・プライベート(非公開化)に関する手続き及び法的問題点」(2005年11月)を参照。

性等に関する) 訴訟、企業ブランドの認知度低下、取引先への悪影響、従業員のモラル低下、財務体質の悪化等が考えられよう。

非公開化取引においてバイアウト主体は、公開企業の株式を買い取るための多額の資金が必要となり、これを銀行借入や社債発行で賄うことが多い。従って、非公開化後の企業のバランス・シートは負債比率が高まり、毎期の元利金返済負担が増加することが一般的である。図表 10 は、非公開化に要する資金の半分を借入で調達した場合の元利金返済負担額を例示したものである¹⁴。単純にコストの観点だけから判断すれば、例えば上場維持費用が増加し借入金利が減少した様な状況下では、公開企業にとって非公開化を選択する方がメリットが大きいとも言えよう。

図表 10 . 非公開化に伴う追加費用

非公開化	
公開企業の株価時価総額	100,000
非公開化に伴うプレミアム	30%
非公開化取引金額	130,000
取引コスト(10%)	13,000
必要資金額	143,000
レバレッジ(50%)	71,500
金利コスト(10%)	7,150
公開企業を維持	
上場維持費用	2,400
費用差額	
金利コスト(10%)	7,150
上場維持費用	2,400
非公開化に伴う追加費用	4,750
プラス:負債	71,500

出所：“Remaining Public – The Best Option in Troubled Markets?”

従って、非公開化を検討する企業は、そのメリットとリスク、リスク回避のための方策等について事前に十分に吟味しておくことが重要である。

(5) 非公開化の事例

• Dole Food Company, Inc.

Dole Food Company は、日本でもよく知られる、世界最大の果物の生産・販売企業である。同社の 2002 年売上高は 44 億ドル(約 5,280 億円)で、ニューヨーク証券取引所に上場する公開企業であった。

同社大株主兼 CEO の Murdock 氏は 2003 年、同氏の持ち分(当時 24%)以外の 76%の株式を 14 億ドル(約 1,680 億円)で取得し¹⁵、11 億ドル(約 1,320 億円)の負債も承継し、同

¹⁴ Nevin Sanli “Remaining Public – The Best Option in Troubled Markets?”

¹⁵ Murdock 氏は当初、一株当たり 29.50 ドルでの買い取りを提案したが、かかる提案を不満としたある

社を MBO (Management Buy-Out、経営陣による企業買収) により非公開化した。非公開化の背景は、同社のコスト削減、事業の多角化等の経営努力が株価に殆どインパクトをもたらさなかったことが原因とされており¹⁶、同氏は、「非公開化の実施により、当社経営は、短期的なプレッシャーや公開株式市場の制約から解放され、長期の優位性を得ることになる。当社は非公開企業として、事業の成長と収益機会を実現する上でより良い状態に置かれ、果物等の事業分野におけるリーダーシップの地位を強固にしていくだろう」と述べている。

因みに、同社は非公開化後、冷凍果物の製造企業やイチゴ生産企業等の買収を実施しており、売上高も 2003 年 : 48 億ドル (約 5,760 億円)、2004 年 : 53 億ドル (約 6,360 億円) と順調に拡大している¹⁷。

同社の非公開化の経緯等に関する詳細については、Appendix を参照されたい。

- **RWD Technologies, Inc.**¹⁸

RWD Technologies は、ダイムラー・クライスラー、デルタ航空、デュポン等を顧客に有する IT サービス企業で、2002 年売上高は 117 百万ドル (約 140 億円)、NASDAQ に上場していた。

同社創業者兼会長の Deutsch 氏は、2003 年 9 月、同氏以外の所有する 35% の株式を 11 百万ドル (約 13 億円) で取得し、同社を非公開化した。同氏は非公開化の理由として、第一に、同社の株価が低迷しており、ストックオプションが意味をなしていなかったこと、第二に、サーベンス・オクスリー法のコンプライアンスのために要する経営陣の事務負担の増加、最後に、同社事業に精通していない過半数の社外取締役の存在、を挙げている。

同社 CEO の MacLure 氏によれば、非公開化に伴い、(上場維持のためにかかっていた) 少なくとも 1.5 百万ドル (約 1.8 億円) の費用を削減出来たことに加えて、取締役会は同社の今後の方向性等の議論に対してより多くのエネルギーを費やすことが出来るようになったとのことである。

- **Quintiles Transnational Corp.**

Quintiles Transnational Corp. は、世界トップクラスの医薬品開発受託会社 (CRO : contract research organization) の 1 社で、2002 年売上高は 20 億ドル (約 2,400 億円)、NASDAQ に上場していた。

同社創業者兼会長の Gillings 氏は、2003 年 9 月、プライベート・エクイティ One Equity Partners LLC と組み、18.9 億ドル (約 2,268 億円) で同社をバイアウトした。但し、同社の非公開化までの道のりは決して平坦なものではなく、その期間は 11 ヶ月に亘り、取引に関わる諸々の手数料 (アドバイザリー手数料等) は 1 億ドル (約 120 億円、ディール金額の

少数株主から辞任を求められる等の事態を受け、最終的に一株当たり 33.50 ドルで買い取ることで既存株主からの承認を得るに至った。

¹⁶ Chief Executive Magazine 誌 “Opting Out” (2004 年 5 月)

¹⁷ また、同社当期利益も、2002 年 36 百万ドル (約 43 億円)、2003 年 84 百万ドル (約 101 億円)、2004 年 134 百万ドル (約 161 億円) と、非公開化後の増益を実現している。

¹⁸ 以下の 3 社の事例は、D&O Advisor 誌 “Do Not Disturb; Is life really better without Sarbanes-Oxley and quarterly earnings calls? Three public companies that went private say yes.” (2005 年 1 月)等を参考にした。

約 5%) にもおよんだ。Gillings 氏は 2002 年 10 月、一株当たり 11.25 ドルでの買い取りを提案し、取締役会はこの提案を受け入れたが、その後数週間以内に、取締役の信任義務を問う複数の株主代表訴訟が起こされ、こうした訴訟を解決すべく、最終的には買い取り価格を一株当たり 14.50 ドルに引き上げることとなった。

同氏は非公開化の理由を、サーベンス・オクスリー法等の規制ではなく、ウォール街のアナリストから解放されるためであるとしている。同氏は、非公開化を検討する契機となったのは、同社が 2002 年 7 月、Eli Lilly 社との間で(同社にとっては革新的と思われた)新薬共同開発プロジェクトを発表した際、株価が下落したことであるとしている。

- **Prophet 21, Inc.**

Prophet 21 は、流通業者向けに仕入・在庫管理等のソフトウェアを供給する企業で、2002 年売上高は 43 百万ドル(約 52 億円)、NASDAQ に上場していた。

同社 CEO の Boyle 氏は、2003 年 1 月、プライベート・エクイティの Toma Cressey Equity Partners と組み、76 百万ドル(約 91 億円)で同社を MBO した。同氏は非公開化の理由として、同社株価の過小評価、上場維持にかかる費用とサーベンス・オクスリー法における経営陣の責任問題、同社創業者兼大株主で取締役会長を務める Meggitt 氏との経営方針に関する意見相違(Meggitt 氏は、同氏の描くアグレッシブな成長戦略に対して、慎重なスタンスであった)を挙げている。非公開化後の同社は、M&A の分野で豊富な経験を有する人材を取締役に招き入れ、18 ヶ月間で 5 つの同業他社の買収を実行し、顧客ベースと収益を倍増したとされている。

尚、同社は 2005 年 9 月、非公開のソフトウェア会社 Activant Solutions に 215 百万ドル(約 258 億円)で買収されている。

(6) 日本における非公開化の動向

日本では 2005 年、総合アパレル大手のワールド、飲料大手のポッカコーポレーション等が、何れも MBO による非公開化を発表したことで、企業戦略としての非公開化が注目されたところである(図表 1 1 参照)。ポッカコーポレーションは非公開化の理由を「(再成長のための施策を、短期的な業績の波にとらわれず、迅速に遂行する体制を整備するとともに、自己責任を一層明確にした経営体制への転換を図るため)」としており、米国と同様、長期的視野に立つ経営の重視と経営のフレキシビリティの改善を目的に、戦略的に非公開化を選択する経営者は増えてくるかもしれない。また、米国の非公開化案件では重要なプレイヤーとして位置付けられているプライベート・エクイティが、日本国内でもその活動を拡大してきており(図表 1 2、1 3)、今後、非公開化案件を牽引していく可能性はあろう。

図表 1 1 . 日本の非公開化案件

年	非公開化企業	買収金額	エクイティ・プロバイダー	デット・プロバイダー (ブリッジ・ローン)
2000	メインマート	82億円	ユニゾン・キャピタル	日本興業銀行
2001	トーカロ	63億円	ジャフコ 経営陣	東海銀行
	シーシーアイ	99億円	野村プリンシパル・ファイナンス 経営陣	野村プリンシパル・ファイナンス
	関西メンテナンス	43億円	オリックス	オリックス
	キリウ	70億円	ユニゾン・キャピタル 経営陣	あおぞら銀行
2002	ユーエイチティー	57億円	野村プリンシパル・ファイナンス 経営陣	野村プリンシパル・ファイナンス
2003	ロキテクノ	68億円	ラフィアキャピタル	新生銀行
	小倉興産	66億円	アドバンテッジパートナーズ 住友金属工業 経営陣	みずほ銀行
	キトー	52億円	The Carlyle Group	三井住友銀行
	シンワ	80億円	ラフィアキャピタル	新生銀行
	フードエクス・グローブ	117億円	エーシーキャピタル	みずほ銀行
	東芝タンガロイ	357億円	野村プリンシパル・ファイナンス 経営陣	野村プリンシパル・ファイナンス
2005	ワールド	2,185億円	経営陣 中央三井キャピタル	三井住友銀行 住友信託銀行 あおぞら銀行 中央三井キャピタル
	ポッカコーポレーション	166億円	アドバンテッジパートナーズ 経営陣	三井住友銀行
	学研クレジット	62億円	エヌ・アイ・エフベンチャーズ 経営陣	ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド みずほ銀行 UFJ銀行
	キンレイ	112億円	キャスキャピタル	N.A.
	テクノエイト	約66億円	経営陣	中央三井信託銀行

出所：杉浦慶一氏「日本の公開企業のバイアウト」、日本経済新聞記事をベースに筆者作成

図表 1 2 . 日本におけるバイアウト・ファンドの
設立本数推移（2005年10月末現在）

	設立本数	ファンド総額 (億円)
1997	1	30
1998	2	207
1999	5	980
2000	13	3,722
2001	8	882
2002	16	2,550
2003	17	2,081
2004	24	5,275
2005	22	2,559
合計	108	18,286

出所：杉浦慶一氏「日本のバイアウト市場の新展開」

図表 1 3 . 日本のバイアウト案件の推移
(2005 年 10 月末現在)

	件数	取引金額 (百万円)
1998	1	3,800
1999	12	14,877
2000	12	162,927
2001	33	229,060
2002	28	112,593
2003	57	798,839
2004	64	720,781
2005	38	559,500
合計	245	2,602,377

出所：杉浦慶一氏「日本のバイアウト市場の新展開」

4 . おわりに

米国の企業社会は、「株主資本主義」という言葉に象徴される通り、企業経営においては株主価値の最大化が一番のプライオリティーとされ、これを実現するために企業はダイナミックに進化し続け、グローバルな競争力を確保してきたと言えよう。しかしながら一方で、株主資本主義は、機関投資家や、ストックオプションを有する一握りの経営トップのみを潤わせ、従業員、サプライヤー、消費者、地域社会、銀行といった企業を取り巻く他のステークホルダーが犠牲になってきたことに加えて、近視眼的な経営スタイルをもたらしたという批判もしばしば聞かれる¹⁹。

但し、前述の通り、米国には、設立以来、非公開企業として事業を拡大し成功している企業は数多くあり、また、こうした企業の中には株主資本主義とは一線を画した、所謂「ステークホルダー資本主義」を経営方針とし、「働きがいのある企業」等として高い評価を受けている様な事例が多く見られる。

また、近時は、公開企業であることに伴って直面する株主からの圧力や規制の強化から逃れ、経営の長期性やフレキシビリティを確保すること等を目的とした、非公開化の動きも目立っている。

こうした米国の企業社会の一側面は、日本の企業社会が今後の望ましい企業経営のあり方等について考えていく上で、参考に値しよう。

以上

¹⁹ アラン・ケネディ著『株主資本主義の誤算』(2002年)ダイヤモンド社、等。

Appendix : Dole Food Company, Inc.の非公開化事例²⁰

以下は、前述した Dole Food Company の非公開化案件について、その経緯等をより詳細に述べたものである。米国の公開企業の非公開化プロセスや主な関係主体の役割等について理解を深める上で、参考となろう。

1 . Dole Food Company の概要と株価

Dole Food Company (以下、Dole) は、高品質の生鮮食品(果物、野菜)、パッケージ食品、花等を、グローバルに調達・製造・加工・販売することを主業とする企業である。Dole は 1851 年に創業し、1964 年にニューヨーク証券取引所に上場している。同社 CEO は David Murdock 氏で、彼は同社大株主でもあった(非公開化前の持ち株比率 24%)。

2002 年 9 月迄の直近 5 年間に於いて、Dole の株価は、最高値 57.5/16 ドル(1998 年 3 月 11 日)、最安値 11.49/64 ドル(2000 年 11 月 8 日)の間で推移してきた。そして、2002 年 9 月迄の直近 12 ヶ月間では、最安値 24.14 ドル、最高値 33.99 ドルであった。Murdock 氏が非公開化の提案を出す前日(2002 年 9 月 20 日)の終値は、24.49 ドルだった。

2 . 非公開化までの経緯

(1) 外部環境の悪化と自主努力(1990 年代後半)

当時の Dole の業績については、生産品目の一部における業界全体での過剰供給、EU のバナナ輸入制限、エルニーニョ現象による気象状態、ハリケーン Mitch による被害等のいくつかの要因が重なって、収益状況が低迷していた。更に、燃料コスト上昇、為替レートの悪化、商品市況の不安定等も、Dole の収益力を圧迫していた。成熟した低成長のビジネスに対する投資家の関心離れや証券会社アナリストのカバレッジ不足も、Dole の株価にネガティブな影響を与えていた。

こうした事態に対応するため、Dole は、効率性改善やコスト削減、より収益性の高い生産品目への投資を行った。更に、Dole は 1996 年 10 月から 1999 年 9 月にかけて自社株買いを実施、19.125 ドルから 49.3125 ドルの価格で 5 百万株以上を取得した。

(2) 投資銀行の起用と売却可能性の検討(2000 年前半)

1999 年後半、Dole の取締役会は、株主価値を高めるための様々な選択肢を検討し始め、その中には、Dole 全社或いはある事業資産の戦略的売却も含まれていた。2000 年 1 月 18 日、Dole はこうした戦略に対するアドバイザーとして Goldman Sachs を起用したことを発表した。取締役会は Goldman Sachs に対して、潜在的なストラテジック・バイヤー及びファイナンシャル・バイヤーと接触し、Dole の戦略買収に対する関心の有無を確かめるよう指示した。そして、Dole 全社或いはその一部資産の買収に対する予備的な(preliminary)、拘束力のない(non-binding)インディケーションが 3 社から提示された。グローバルな食品・飲料メーカー A 社は一株当たり 23.00 から 27.00 ドル、ファイナンシャル・バイヤー B 社は 19.25 から 24.50 ドル、ストラテジック・バイヤー C 社とその資金スポンサー D 社は 19.25 から 24.50 ドルを提示した。但し、C

²⁰ Dole の SEC(米証券取引委員会)への提出資料“DEFM14A”(2003 年 2 月 14 日付)、“Form 10-K”(2004 年 3 月 17 日付)等より作成。

社・D社は、Doleの加工食品事業のみの買収に関心があるとして、残りの事業の買い手が見つかることを条件とした。これらの提示価格とその前提条件等の内容を吟味した結果、取締役会は、この時点でDoleの売却の可能性を更に追求することは、Doleとその株主にとっての最善策ではないと判断し、Goldman Sachsからのアドバイスも打ち切った。

(3) 経営コンサルティング会社の起用とリストラの実施(2001~2002年)

2001年第1四半期、Doleは大規模なコスト削減策を実施し、更に、Boston Consulting Group(BCG)に対してバナナや花のビジネスの収益性改善等のための戦略作成を依頼した。そして、2001、2002年と、BCGが提案したいいくつかの方策(発送サービスからの撤退、販売と管理セクションの統合等)を実施した。BCGのイニシアチブにより、2001年から2003年の3年間でEBIT(金利・税金前利益)は200百万ドル改善すると当時予想されており、更に、2001年10月にはノンコア事業であったホンジュラスの飲料事業を537百万ドルで売却、2002年下半期には業績低迷中のスペインとフランスの子会社を売却する等した。

こうしたリストラ策の実施等にもかかわらず、Doleの株価は過去の最高値を大幅に下回った状況が続いており、食品業界のいくつかの企業と比較しても割安な水準が続いていた。

(4) Murdock氏のMBOによる非公開化の提案(2002年9月)

Murdock氏は、株式市場ではDoleの経営努力は株価に十分に反映されないという見方をするようになった。同氏は、Doleがコントロール出来る以外の要因(例えば、天候、EUの輸入制限、需給のインバランス、為替レート、価格競争激化の見通し等)が、Doleの業績と株価に今後も不利に影響し続けるだろうと考えた。そして同氏は、Doleを非公開化する方が良いと結論づけた。非公開企業であれば、株価の変動要因となる四半期毎の業績といった短期的な目標より、長期的な事業成長に経営のフォーカスを置くことが出来ると考えたのである。更に、Murdock氏自身の20年近くに及ぶDoleでの業務経験、株価への影響に配慮することなく事業戦略を実行できること、そして、こうした戦略が成功すれば自分にとって十分な投資リターンがもたらされること等も踏まえ、同氏はMBOの可能性を追求するようになった。

Murdock氏は2002年9月、Deutsche Bank Securitiesを非公開化のためのフィナンシャル・アドバイザーに起用した。そして、2002年9月22日の取締役会にて、Murdock氏は、自身が所有していないDole株の全株(76%)を買い取るという提案を行った。以下は、同氏が取締役会宛にこの提案を説明したレターである。

「私はここに、私の設立する会社が、私が所有していないDole Food Companyの全株を一株当たり29.50ドルで買い取することを提案する。この提案における買い取り価格は、2002年9月20日の終値24.49ドルから20.5%のプレミアムとなっている。

この提案は、Doleの株主が彼らの株式を公正な価格でプレミアム付きで実現できる絶好の機会を提供するものである。

ご存知の通り、ここ数年当社は株主価値を高めるために、リストラや既存事業の効率性改善、収益性の高い事業への投資等、様々な措置を取ってきており、また、直近は増配を行ったが、これらの措置は当社の株価に殆ど影響を与えていない。加えて、当社は2000年にGoldman Sachsを起用し、株主価値を高めるために、企業売却を含めた戦略的な選択肢を検討したが、こちらも不成功に終わった。

株価のパフォーマンスは、様々な要因が影響するものである。当社は世界94カ国で事業を行っており、生鮮食品を取り扱っていることから、外部要因の影響を受けやすく、四半期毎の業績

が予想しない結果になるということも、これに含まれる。外部要因とは、気候変動パターン、ある国における経済危機、EU の輸入制限、需給のインバランス、為替レート、価格競争等である。これらのコントロール不能な要因が生鮮食品ビジネスに影響を与えるという状況は、当面は変わりそうにない。

従って、私は十分に検討した結果、株式公開市場が短期の業績と四半期毎の収益予想に重きを置いている状況下、既存株主に対して公正な価格でプレミアムを提供し Dole を非公開化することが、当社にとって最前の選択肢であると考えに至った。非公開化により、株式市場の短期的な予想を懸念することなく、当社の長期的な戦略目標を実現するための投資や事業判断は自由度が増すことになる。

この取引を実現させるために、私はフィナンシャル・アドバイザーとして Deutsche Bank Securities(Deutsche Bank)を、法務アドバイザーとして Paul Hastings, Janofsky & Walker LLP(Paul Hastings)を起用した。Deutsche Bank からは、私自身が拠出する資金とは別に、非公開化を実現するためのファイナンスに関してハイリー・コンフィデント("highly confident")・レターを受けている。私は合併契約の諸条件を交渉する準備が出来ており、Deutsche Bank と Paul Hastings の担当者は、出来るだけ早いタイミングでかかる提案について協議すべく、取締役会メンバーとミーティングする用意がある。

私自身は本件を迅速に前に進めることが出来るが、取締役会は本提案を評価するための時間が必要となろう。また、取締役会は本提案を精査するための特別委員会 (Special Committee) の設置を希望するかもしれないし、特別委員会は法務アドバイザー、投資銀行の起用を選択するかもしれない。

取締役会が私の提案を評価するために適切なプロセスを踏む必要性については尊重するが、時間は重要であり、迅速な検討をお願いしたい。従って、2002 年 11 月 6 日迄に買収契約が締結されなかった場合には、この提案を終了或いは取り下げるつもりである。」

そして、本提案は、直ちに Murdock 氏及び Dole によって発表された。

(5) 少数株主による訴訟

本提案が公表されて以降、20 件の訴訟が Dole とその取締役会に対して提起された。こうした訴訟においては、本提案は取締役の信任義務に違反するものであると主張された。また、本提案は、Dole の貴重な資産を Murdock 氏に不適切な価格で譲渡するものであり、また、売却のプロセスも適切ではなく、Murdock 氏に不当な利益をもたらすものであると申し立てられた。更に、Murdock 氏は当社の大株主でもあったことから、同氏は取締役会のメンバーを支配・コントロールしており、従って、同社取締役会は独立 (independent) していないといった申し立ても含まれていた。

(6) 特別委員会の設置

本提案には Murdock 氏自身の金銭的利益が絡んでいることを鑑み、取締役会は、少なくとも過去 20 年間に於いて Dole や Murdock 氏と関係していないメンバーで構成される特別委員会を設置することが適当であると判断した。特別委員会は、法務アドバイザーやフィナンシャル・アドバイザーの任命を含め、本提案に関連して取締役会の有する全ての権限を付与されることとなる。そして、特別委員会は、法務アドバイザーとして Gibson, Dunn & Crutcher LLP を、フィナンシャル・アドバイザーとして Goldman Sachs を起用した。

(7) 特別委員会による競争入札やその他の選択肢の検討

Dole は Goldman Sachs に対して、彼らの特別委員会への助言のために、経営上層部との面談の機会や、財務情報や収益予想等の内部情報を提供した。2002 年 10 月 18 日、Goldman Sachs は特別委員会とのミーティングにおいて、Dole の財務分析内容をプレゼンテーションした上、今後の対応方針について議論したが、特別委員会は Murdock 氏の一株当たり 29.50 ドルの提案を却下し、Dole の競争入札に関心を示し得るフィナンシャル・バイヤーやストラテジック・バイヤーにアプローチするよう指示した。

2002 年 10 月 21 日、特別委員会の議長、Goldman Sachs、Murdock 氏と彼のアドバイザーらによるミーティングにおいて、特別委員会サイドは、29.50 ドルでの買い取りには応じられないがより高い価格での提案には応じる準備がある旨、また、上述の通り Goldman Sachs に対して潜在的な買い手へのアプローチを指示していることを、Murdock 氏に対して示唆した。

2002 年 11 月 11 日、特別委員会とのミーティングにおいて Goldman Sachs は、同社が 17 のフィナンシャル・バイヤーと 11 のストラテジック・バイヤーとにコンタクトし、そのうちの 8 社とは秘密保持契約を締結し、Dole の公開情報以外も提供していることを説明した。8 社のうち 4 社（フィナンシャル・バイヤー 3 社、ストラテジック・バイヤー 1 社）が、一株当たり 30.00 ドルから 35.98 ドルの価格で初期インディケーション（initial indication）を提示したものの、その後のステップで、何れも Dole 全社の買収の可能性は無いと表明するに至った。こうした状況下、特別委員会は、Dole を公開企業のままとし一層の合理化やリストラを進める可能性や、起債で調達した資金を自社株買いに充てる可能性等の選択肢も検討することとなった。

(8) 特別委員会による Murdock 氏の MBO の選択と合併契約調印

2002 年 11 月 13 日、特別委員会とそのアドバイザーと、Murdock 氏とそのアドバイザーとが協議した結果、Goldman Sachs のフェアネス・オピニオンや、Murdock 氏の資金調達源の確保等を条件として、一株当たり 33.50 ドルで Murdock 氏との合意形成を進めていく方向となった。

2002 年 11 月 27 日、特別委員会は以下の見解を表明した。

- ・ Murdock 氏との非公開化取引は、Dole の株主にとって、公開企業のままであることや大規模な自社株買いを実施することと比較して、より良い選択肢であること、
- ・ Murdock 氏より高い価格での買収をオファーする買い手が出現する可能性が小さいこと、
- ・ 将来的に Dole の株価が、現在 Murdock 氏が提示している価格を上回る可能性はあるが、Dole の事業のこれまでの循環的変動や不安定性に鑑みると、株価のダウンサイド・リスクも大きいこと。

2002 年 12 月 18 日、Goldman Sachs は特別委員会に対して、財務分析に関するプレゼンテーションを行い、一株当たり 33.50 ドルの買い取り価格は、株主にとって公正な（フェアな）ものであると意見表明した。これに続き、特別委員会は取締役会に対して、Murdock 氏による合併は株主にとって最大の価値を提供するものであり、従って、取締役会と株主が買収契約を承認するよう提言した。こうして、2002 年 12 月 18 日、合併契約が最終的に調印されることとなった。

3. 資金調達と直近の業績

Murdock 氏が未所有の株式取得（14.8 億ドル）とアドバイザーへの手数料支払等（0.7 億ドル）に要した諸費用の合計は、約 15.5 億ドルであった。かかる必要資金は、Murdock 氏の設立した

SPC、DHM Holding Company からの出資金 1.25 億ドル、新たに設定した 11.25 億ドルのクレジット・ファシリティ（8.25 億ドルのターム・ローン（と 3 億ドルのリボルビング・ファシリティ））、4.75 億ドルの社債発行（2011 年期限、利率 8.875%）によって賄われた。クレジット・ファシリティと社債には、コベナンツが設定されている。尚、Deutsche Bank、The Bank of Nova Scotia、Bank of America、Fleet National Bank、Societe Generale が資金を提供している。

既存の社債については、2003 年期限 7%の社債（残高 2.1 億ドル）と 2005 年期限 6.375%の社債（同 3 億ドル）は、2003 年 3 月 28 日に繰上返済した。また、2009 年期限 7.25%の社債と 2013 年期限 7.875%無担保社債については、コベナンツ、保証条件等、2011 年期限の社債と同じ条件に変更され、利率はそれぞれ、8.625%、8.75%に変更されている。

非公開化に伴い、Dole の財務内容は大幅に変わっている。図表 1 4 は、非公開化前後における同社のバランス・シートを比較したものである。

図表 1 4 . Dole の非公開化前後のバランス・シート

（単位：百万ドル）

	2002	2003
流動資産	1,669	1,106
現預金	647	33
売上債権	505	560
在庫	437	410
その他	79	103
固定資産	1,368	2,882
土地・建物・設備	1,027	1,470
投資	81	83
営業権	132	449
無形固定資産		738
その他	128	142
資産合計	3,037	3,988
流動負債	953	827
買掛金	262	266
未払金	448	514
長期借入金の一年以内返済分	231	46
短期債務	12	2
固定負債	1,338	2,705
長期借入金	882	1,804
繰延税金	2	451
その他	453	450
株主資本	745	456
負債・資本の合計	3,037	3,988

全体として現預金の減少や負債比率の増加が顕著であり、財務内容は悪化したと言わざるを得ない。因みに、格付会社 Moody's は 2003 年 4 月、同社の格付を Ba1 から B1 に格下げしている。

一方で、図表 1 5 に示される通り、非公開後の Dole の収支状況は改善している。

図表 15 . 直近の業績

	2002	2003	2004
売上高	4,392	4,743	5,316
売上原価	3,697	4,114	4,581
売上総利益	695	659	735
販売費・一般管理費	421	411	425
営業利益	275	248	310
受取利息	12	7	4
支払利息	81	144	153
その他営業外収入	4	(8)	(2)
税引前利益	210	104	160
税金	54	20	25
当期利益	156	84	134
会計原則の変更に伴う影響	120	---	---
当期利益(上記修正後)	36	84	134

参考文献

- Stanley B. Block (Professor of Finance, Texas Christian University) “The Latest Movement to Going Private: An Empirical Study” *Journal of Applied Finance* (Spring/Summer 2004),
- Michael T. Burr “Going-Private Trend Falls Short of Expectations” *Corporate Legal Times* (August 2003)
- Dole Food Company, Inc.のウェブサイト (<http://www.dole.com/>)、SEC 提出資料
- Rebecca Fannin “Opting out” *Chief Executive* (May 1, 2004)
- Forbes.com “America’s Largest Private Companies” (November 28, 2005)
- Fortune “The 100 Best Companies to Work For” (January 23, 2006 and January 24, 2005)
- Susan Greco “Do Not Disturb; Is life really better without Sarbanes-Oxley and quarterly earnings call? Three public companies that went private say yes.” *D&O Advisor* (January 2005)
- Thomas E. Hartman (Foley & Lardner LLP) “The Cost of Being Public in the Era of Sarbanes-Oxley” (June 16, 2005)
- Michael C. Jensen “Eclipse of the Public Corporation” *Harvard Business Review* (September-October 1989)
- Joseph L. Johnson III and Andrew J. Weidhaas “Mergers & Acquisitions – The Going-Private Transaction” *New York Law Journal* (November 13, 2001)
- Janet Lewis “Private Equity Party Rolls On” *Investment Dealers’ Digest* (January 16, 2006)
- Mercer Capital “Public Company Considerations for Going Private” *Transaction Adviser* Vol. 6 (No.2, 2003)
- Mergerstat “Going Private 1995-2004” (2005)
- Marc Morgenstern and Peter Nealis “Going Private: A Reasoned Response to Sarbanes-Oxley?” (2004)
- Cristy Lomenzo Parker “‘Going Private’: Business and Procedural Considerations in Seeking Relief from Reporting and Corporate Governance Requirements” (October 2004)
- PiperJaffray “Mergers & Acquisitions Insights Middle Market M&A Outlook 2006” (December 2005)
- Tim Reason “Off the Street” *CFO Magazine* (May 1, 2003)
- Nevin Sanli “Remaining Public – The Best Option in Troubled Markets?” (September 15, 2003)
- Andrew Ross Sorkin “Public Companies, Singing the Blues” *The New York Times* (January 29, 2006)
- Emily Thornton “Going Private” *Business Week* (February 27, 2006)
- “The case for going private – Why more firms should go private” *The Economist* (January 25, 2003)
- 岩谷 賢伸 「「戦略的非公開化」という選択肢」『資本市場クォーターリー』(2002年春号)
- 大崎 貞和 「「非公開化」の意義と問題点」『資本市場クォーターリー』(2005年秋号)

神山 直樹 「会社は「誰か」のために存在するのか」東洋経済 Web (2005 年)
杉浦 慶一 「日本のバイアウト市場の新展開」『M&A Review』(2005 年 11 月)
杉浦 慶一 「日本の公開企業のバイアウト」
Deloitte & Touche LLP, Chicago Office 「サーベンス・オクスリー法とその対応」(2003 年)
藤島 裕三 「株式会社の非上場化について ~ガバナンスの視点による考察~」大和総研 (2005 年 11 月 8 日)
南 繁樹 「ゴーイング・プライベート(非公開化)に関する手続き及び法的問題点」『M&A Review』(2005 年 11 月)

(日本政策投資銀行 ニューヨーク駐在員事務所
尾崎充孝 miozaki@dbj.go.jp)