

Title	再成長型MBOのメタモルフォーゼ戦略について：蝶が羽ばたくための蛹の生き方
Author(s)	三上, 奈央樹; 若林, 秀樹
Citation	年次学術大会講演要旨集, 36: 573-577
Issue Date	2021-10-30
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	http://hdl.handle.net/10119/17911
Rights	本著作物は研究・イノベーション学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Research Policy and Innovation Management.
Description	一般講演要旨

再成長型 MBO のメタモルフォーゼ戦略について ～蝶が羽ばたくための蛹の生き方～

○三上奈央樹（東京理科大学総合研究院），若林秀樹（東京理科大学大学院）
8818241@alumni.tus.ac.jp

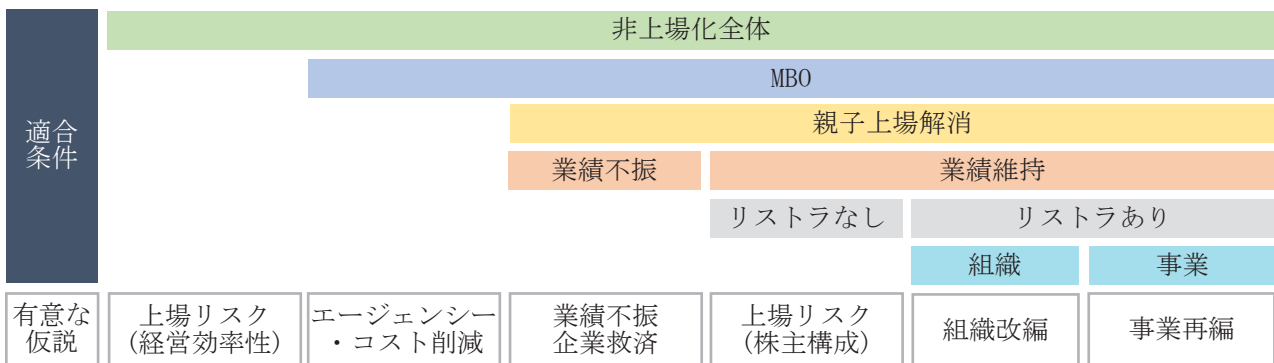
1. はじめに

MBO(Management Buying Out)は、企業経営戦略における「経営陣による買収」を意味する。我が国では、2000年代以降、盛んに実施されてきた。日本では、親子上場解消へ向け、積極的に取り組む大企業も増えている。非上場化により、外部流出していた配当の取り込みや、グループ経営の再編を加速させてきたが、MBO 自体の企業の目論見も、時代と共に変化している。では、MBO を実施し、非上場となった企業は、その企業価値を上げるため、何をすればいいのかを検証する。

2. 先行研究

MBO に関する先行研究に関して、松田氏^[1]の動機的仮説を取り上げる。非上場化の目的は、「上場リスク回避」が挙げられるが、MBO 全体としては「エージェンシー・コスト削減」を有意な説として取り上げている。また、親子上場解消の動機として、業績不振企業の救済や、株主構成の変化による上場リスク、組織や事業再編があると指摘している。動機は一つだけでなく、経営戦略の中で、企業毎に幾つかの動機が多角的に絡み合っている。図 1 に松田氏が提唱した有意な仮説について整理し、示す。

図 1 MBO 実施の動機仮説



出所：松田千恵子氏論文を元に筆者作成

他の先行研究^{[2]~[13]}を含めると、MBO における研究は、MBO 実施に至る内容が非常に多いが、MBO 実施後における検証・指摘が少ない。そこで筆者は、MBO 後に実施した会社施策に着目し、その会社施策を PMM(Post MBO Metamorphose)と定義した。図 2 に先行研究と本研究の範囲について示す。

図 2 本研究の範囲



出所：筆者作成

3. 仮説～PMM (Post MBO Metamorphose)の成功の共通要素

MBO では関係者として、金融機関やプライベート・エクイティ・ファンドが参画する場合は殆どだ。この両者からすれば、TOB 成立が MBO 成立となるので、MBO の成功と考えられよう。逆に、企業側からすれば、MBO の成立そのものが、MBO の成功とは言えない。MBO 後の目的に照らし、その達成が、成功であると定義した。

MBO 成立後では、企業側は大きく経営方針を変える。短期での経営戦略は、時間的な猶予がない状態で企業価値を向上させる。しかし、事業整理や資産整理、研究開発投資の鈍化によるところが多く、一時的なキャッシュフローの改善に留まる。それに対し、中長期の経営戦略では、複数年度で定めた計画の履行、将来のキャッシュフローのための適切な成長投資が行われ、未来志向の筋肉質な経営に変貌させる。この中長期型の MBO が再成長型 MBO である。

再成長型 MBO では、M&A 後の PMI(Post Merger Integration)が重要視されるのと同じように、MBO 後の施策としての PMM が重要だ。再成長型 MBO で目的を達した企業は、その施策としての PMM に共通点があるのではないかと、というのが本論文の仮説である。

4. 調査方法

仮説の立証に対して、2020 年 1 月時点で非上場化した 26 社^[14]の企業調査を行った。調査に当たっては、企業が MBO 実施前後に公表されたプレスリリースや有価証券報告書、決算情報、会社説明資料等の公開情報を元にケース分析をした。各社が取り組んだ PMM を整理し、PMM の共通点について纏めると共に、その他の重要と考えられる要素についても分析した。

5. 調査結果～PMM の共通点

26 社の調査にあたり、PMM の共通点として 3 つ挙げる事ができた。ポートフォリオの見直し、財務基盤健全化、人事・組織施策である。

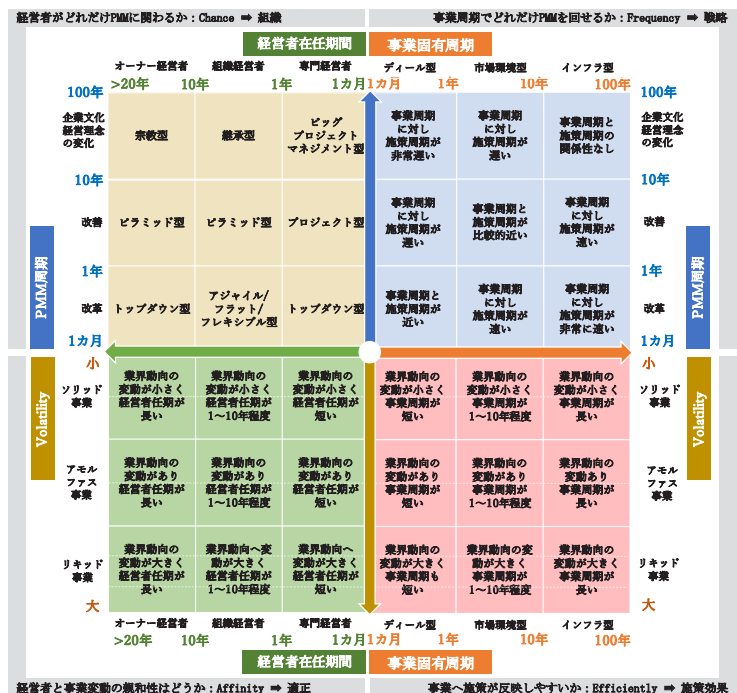
ビジネスモデルとして、B2B ビジネスを拡大し、安定的な収入源の確保に努めたり、海外比率を大きく伸長するための、組織構造改革を実施した。また、従業員へ対し、ストックオプションによるインセンティブの活用や処遇改善により離職率の改善を図ったり、再上場を目指す前提で財務基盤強化に取り組んでいる。これら PMM を機動的に、且つ実効性のある環境づくりとして、MBO が実行された。

また、PMM の付加的要素として、①事業固有周期^[15]、②PMM 周期、③経営者在任期間、④事業変動(Volatility)が関係している。ここで、事業固有周期とは、経営重心分析において定義された、シリコンサイクル等、事業に固有な周期をいう。PMM 周期とは、ファンドがリターン回収を考える平均的な期間である。これらを①～④を軸として筆者が考案した「4D マップ」をフレームワークとして使い、検証した。図 3 に 4D マップを示す。

各軸で示される評価として、横軸右側は、各企業の事業固有周期を示している。事業固有周期は、BtoB ビジネスでも短期・中期・長期が考えられる。サービスや消費財、生産財でも異なり、国家プロジェクト、インフラ事業等は長期に該当する。

横軸左側は、経営者在任期間を示している。プロ経営者とも呼ばれる専門経営者は短期とし、組織経営者は比較的 4～8 年程度が多い。創業者又は創業家は、代々経営のポジションを引き継いでいくことで、影響力が長期にわたる。

図 3 4D マップ



出所：筆者作成

縦軸上部は、PMM 施策における周期を示している。短期で取り組みやすい事項としては、社員の雇用整理等があるが、早急な対応を求められるガバナンス的施策も含まれる。中期では、基幹システムの変更や新しい事業の創出、運営の変更を伴う施策等による。長期では、企業文化や理念に関連した取り組みの他、規制や法整備を伴う自社を取り巻く環境変化も該当する。

縦軸下部は、事業変動(Volatility)を示している。例えば、食品やサービスは中～大程度として位置づけられるが、インフラ事業は、発電プラントの事業固有周期を短期としておくことができても、原子力発電の様な事業は、相当なリスクを織り込むこととなる。

5-1. 製造業

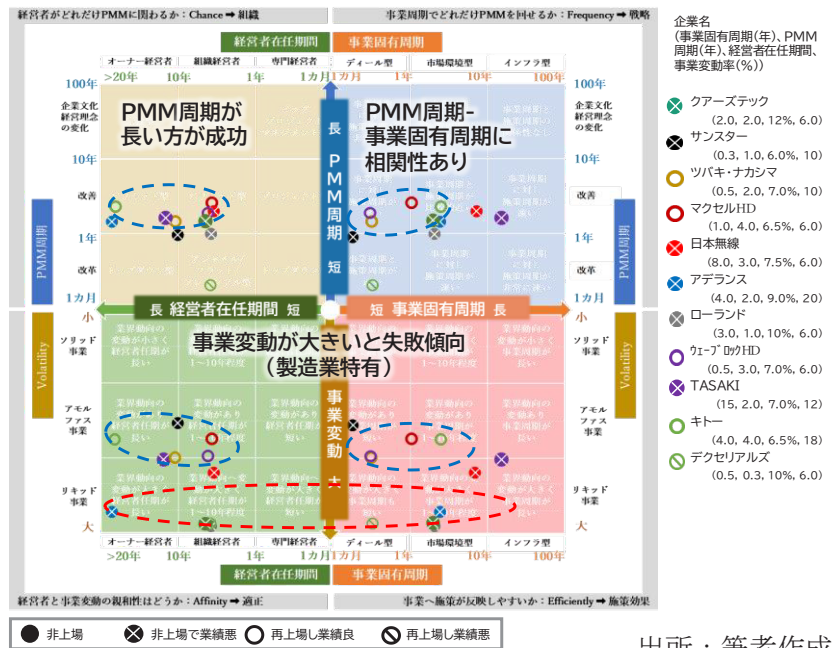
製造業における 4D マップを図 4 に示す。製造業では、11 社中 5 社が再上場を果たしている。

事業固有周期と PMM 周期の相関性があり、PMM 周期が長い企業が業績を伸ばすことに成功している。

また、事業変動の高い事業を持っている製造業は、業績に伸び悩むことが判明した。ポートフォリオの見誤りや、市況変化に伴う外部環境への対応、株主との関係性による悪影響も、悪化要因として考えられる。

事業固有周期と PMM 周期の相関性、事業変動に強いポートフォリオが組めれば、MBO 後の業績を上げ続けられるだろう。

図 4 製造業 4D マップ



出所：筆者作成

5-2. 非製造業

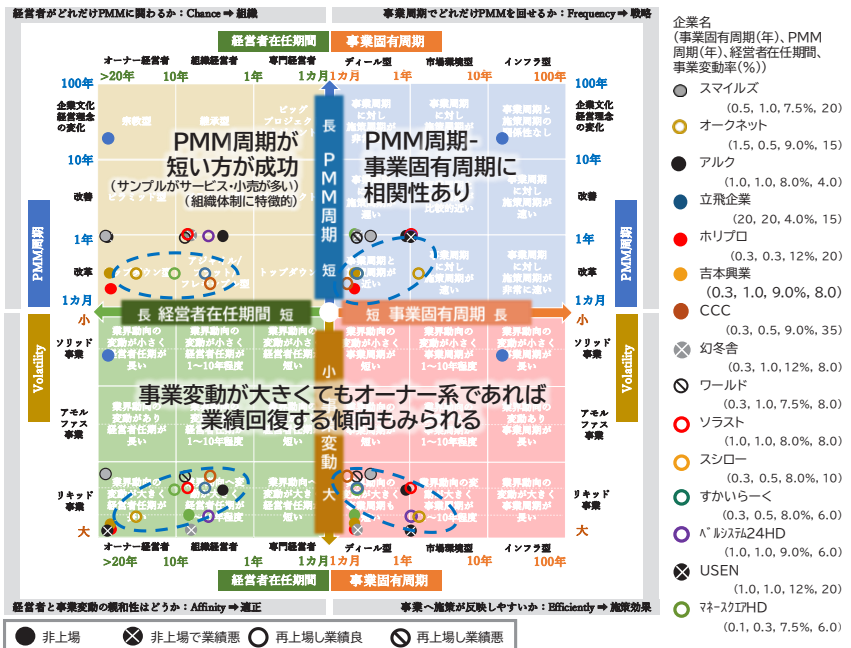
非製造業における 4D マップを図 5 に示す。非製造業では、15 社中 7 社が再上場を果たしている。

製造業と同じく、事業固有周期と PMM 周期の相関性があるが、事業固有周期が短い分、効果的な PMM とその実行体制である組織に特徴がある。

非製造業で非上場状態が多いのは、SPC(特定目的会社)との合併による MBO 負債がのしかかる為であり、MBO 実施後における企業側の課題として指摘されている。

上場時における企業価値算出にも影響を及ぼす為、再上場前に財務強化を積極的に進めることで企業価値の低下も解消される。

図 5 非製造業 4D マップ



出所：筆者作成

6. 考察～メタモルフォーゼ戦略

MBOの成功による要因は、3つの共通したPMM(Post MBO Metamorphose)にあることが分かった。ポートフォリオの見直しにより、企業にとってより適切なキャッシュフローを生み出す事業体制を構築する。財務基盤強化では、MBO実施後におけるMBO負債が企業にのしかかり、その健全化へ向けた取り組みが、次の企業形態へ進めるための改善要素となり得る。人事・組織施策では、事業形態や戦略の則った組織体系と従業員のパフォーマンスを発揮するための環境構築(企業文化やエンゲージメント、インセンティブ)が、最終的な企業の原動力となる。

また、PMMを効果的に発揮するには適切な時期・タイミングが重要であり、且つ事業変動も見極めることが必要であることも述べた。

ここで、再成長型MBOのメタモルフォーゼ戦略の定式化を試みる。すなわち、事業固有周期 λ_0 、PMM周期 λ_p 、株主との共生として企業株主重心 α 、期待するキャッシュフローとしての企業価値 CF と定義し、企業が生み出す価値(内部価値)として内部価値 V_i 、株主が経営に参画することにより生み出す価値を外部価値 V_s とする。また、内部価値に影響する事業変動 vi と考える。

株主による企業への期待は、事業変動が発生したとしても、大きく変化せず、配当性向や企業価値の向上を期待している。よって、外部価値に影響する事業変動 ve については変動しない。図6に内部価値と外部価値の定式式を示す。

企業(内部価値 vi)と株主(外部価値 vs)の価値創出に対し、企業株主重心を α とした場合、 α の範囲は、 $0 < \alpha < 1$ と考えられるので、内部価値 V_i

と外部価値 V_s の割合をそれぞれ α 及び $1 - \alpha$ で係数としておくことができる。筆者は、この内部価値 V_i と外部価値 V_s の関係性によって示されるメタモルフォーゼ戦略は次のように定義することができる。

図6 内部価値及び外部価値

事業固有周期 λ_0 で企業(社員)が生み出す価値＝内部価値

$$\text{内部価値 } V_i = \frac{\int_0^{\lambda_0} CF dt}{vi} \quad \text{事業変化量: } vi$$

PMM周期 λ_p で株主からの要求で企業生み出す価値＝外部価値

$$\text{外部価値 } V_s = \frac{\int_0^{\lambda_p} CF dt}{ve} \quad \text{事業変化量: } ve = 1$$

※株主からすれば、事業変化量に関係なく、業績を遡うため

出所：筆者作成

$$\text{メタモルフォーゼ戦略 } M = \text{内部価値 } V_i + \text{外部価値 } V_s = \frac{\alpha}{vi} \int_0^{\lambda_0} CF dt + (1 - \alpha) \int_0^{\lambda_p} CF dt$$

$$= \left(1 + \frac{\alpha}{vi} - \alpha\right) \int_0^{\lambda_p} CF dt + \frac{\alpha}{vi} \int_{\lambda_p}^{\lambda_0} CF dt$$

PMM 周期 λ_p
(0 から λ_p)
で得る価値

企業株主係数 α と事業変化量 vi により
決定される係数 ①

PMM を経て
生まれ変わって
得る価値

②

①は、企業株主重心 α によって企業と株主のどちらに重心を置くのかという経営の判断であり、価値の創造に対するアウトプットが変わる。また、事業変化量 vi の変動も考えられよう。より株主が近い環境である非上場企業の経営としての「重心の考え方」の一つと言える。

また、②は、企業が成長し、新しく生み出す価値である。将来のため、これらは、企業の経営戦略としての、成長の源泉である。

7. むすび

再成長型MBOに共通点があるとし、MBO後に行う施策とするPMMと、その実施周期であるPMM周期、事業固有周期が関係する事を、4Dマップにより、指摘した。

施策の有効性に与える影響要因として経営者周期、外部環境(Volatility)、企業文化や社員のエンゲージメント、新たな株主からの影響度があつた。MBO後の企業活動に関係してくるこれらの関係性が「メタモルフォーゼ戦略」であり、定式化により企業と株主の重心のバランスが重要であることを示した。

再成長型MBOを実現するための経営戦略概念として意識しなければならず、持続可能な企業成長を成し得る鍵のひとつである。

参考文献

- [1] 松田千恵子. (2015). 非上場化企業の特性と株式市場に与える影響分析. 筑波大学.
- [2] Bae, S.C., D. Simet. (1998). A comparative analysis of leveraged recapitalization versus leveraged buyout as a takeover defense. *Review of Financial Economics*.
- [3] Block, S.B. (2004). The Latest Movement to Going Private: An Empirical Study. *Journal of Applied Finance*.
- [4] Boulton, T., S., Lehn, S., Segal. (2007). The rise of the US private equity market. *New Financial Instruments and Institutions: Opportunities and Policy Challenges*. Brookings Institution Press.
- [5] Jensen, M.C. (1989). Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*.
- [6] Kaplan, S. (1989a). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*.
- [7] Kaplan, S. (1989b). Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value. *The Journal of Finance*.
- [8] Sheifer, A., R. Vishny. (1987). Management Buyouts as a Response to Market Pressure. University of Chicago Press.
- [9] 河西卓弥, 川本真哉, 齋藤隆志. (2015). 非公開化型 MBO 選択の決定要因. Discussion Paper No.14-02.
- [10] 桐山純, 武井勝彦, 山口翔, 和田真一. (2005). 日本における戦略的非公開化の可能性について. 早稲田大学商学部広田ゼミ インターゼミ論文.
- [11] 見吉英彦. (2014). 日本企業の MBO 戦略に関する比較事例研究. *Transactions of the Academic Association for Organizational Science*.
- [12] 佐藤元治. (2008). 日本の MBO 研究のサーベイ -定義、動機、意義、問題点-. 函大商学論究.
- [13] 文晨源, 姉川知史. (2007). 日本における非上場 MBO の意味 - 非上場 MBO 企業の特徴に関して -. 慶應義塾大学大学院.
- [14] 以下の 26 社の HP や IR 資料
スマイルズ, オークネット, クアーズテック, サンスター, ツバキ・ナカシマ, 日本無線, アルク, 立飛企業, アデランス, ローランド, ホリプロ, CCC, 幻冬舎, ワールド, ソラスト, あきんどスシロー, マクセルホールディングス, 吉本興業, すかいらーく, ウェーブブロックホールディングス, ベル 24 ホールディングス, USEN, マネースクエアホールディングス, TASAKI, キトー, デクセリアルズ.
- [15] 若林秀樹(2015). 経営重心. 幻冬舎, MOT 学会 2012 年予稿集等.