



MB0の弊害 : 二重のトレード・オフ

原田, 勉
見吉, 英彦

(Citation)

国民経済雑誌, 211(3):17-33

(Issue Date)

2015-03

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/81009245>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81009245>



MBO の弊害：二重のトレード・オフ

原 田 勉
見 吉 英 彦

国民経済雑誌 第 211 卷 第 3 号 抜刷

平成 27 年 3 月

MBO の弊害：二重のトレード・オフ

原 田 勉
見 吉 英 彦

本稿の目的は、MBO (management buyout) の経済的効果の規定要因について明らかにすることにある。本稿では、MBO を、①業績主導型、②効率性主導型、③イノベーション主導型、という3つのパターンに分類し、各々について事例分析を行った。そこで明らかになったのが、①から③に移行するにしたがって、MBO の経済的効果は高まるというものである。しかしながら、業績と効率性、効率性とイノベーションの間には各々トレード・オフが存在するため、この移行が困難となる。したがって、MBO の経済的効果を獲得するためには、これらの二重のトレード・オフを克服し、イノベーション主導型のガバナンスを実施することができるかどうかが決定的に重要になるのである。

キーワード MBO、業績主導型、効率性主導型、イノベーション主導型

1 は じ め に

MBO (management buyout) とは、経営陣による自社買収およびそれによる株式市場からの退出のことであり、企業における所有権の抜本的な再配分としてとらえることができる。企業の所有権が広く分散した株主から経営陣へと集約されることにより、経営のあり方、具体的には、企業の効率性やイノベーション活動がどのような影響を受けるのだろうか。本稿では、いくつかの事例分析とともに、この問題について考察することにしたい。

近年、日本の上場企業において「非公開型 MBO」が急増している¹⁾。非公開型 MBO とは、抜本的な経営戦略の転換や長期的視点での経営を実現することを目的として、株式市場から退出するケースのことである。日本企業による MBO は、1996年に初めて実施されて以来、2008年までは増加傾向にあった。しかし、リーマンショック以降、その件数は減少傾向にある一方、非公開型 MBO の件数、金額面はともに増加しており、経営戦略の一環としての MBO の重要性は高まっているものといえる。これは単なる事業再編に代表される経営戦略の抜本的変革を実現するためだけではなく、齋藤 (2013) が指摘するように、敵対的買収に対する防衛策として非公開型 MBO が用いられている側面も認められる。

このような非公開型 MBO の戦略的重要性が高まりつつあるなかで、その経済学的な意義については必ずしも先行研究で明らかにされてきたわけではない。もちろん、MBO が株価や企業価値にどのような影響を与えたのかという定量的な研究はいくつか存在する。たとえば、DeAngelo et al. (1984) では、1973年から1980年までに非上場化した72件の MBO に関して、最初に非上場化がアナウンスされた後、株価にどのような変化があるかを調べた。その結果、非上場化のアナウンス後2日間で、株価は平均22.27%の上昇があったことを指摘した。また、非上場化による上場コストの削減が、経営者のインセンティブになっていることも指摘している。

Kaplan (1989) は、1980年から1986年までに行われた48件の MBO に関して、MBO 実施後の業績と企業価値の状況について調査した結果、営業利益の増加、企業価値の向上が確認された。この原因として、かれは所有と経営の一致にもとづくエージェンシーコスト削減である可能性を指摘している。Wright et al. (2007) は、イギリスで1998年から2003年までに実施された155件の MBO に関して重回帰分析を行い、ビット時のプレミアム、プライベートエクイティファンドの評判、経営者の評判、MBO 前の ROA が、株式買取価格に有意な影響を与えていることを示している。

このような MBO が業績や企業価値に与える影響についての定量的な分析以外に、経営陣による恣意的な利益調整の問題に焦点を当てた先行研究も存在する。すなわち、買収プレミアムに関する問題である。MBO における買収プレミアムとは、MBO 実施の際に提示される TOB (株式公開買付) 価格と直近の株価との差のことである。企業は TOB 実施の際に株主の利益を損なわないように株価を算定する義務を負う。しかし、MBO の場合には、経営陣に利益相反の問題が存在する。つまり、株主側は TOB 価格をできるだけ高く算定してほしいのに対し、経営者側はできるだけ低く抑えたいという動機が存在するのである。したがって、経営者は株価を故意に引き下げるインセンティブを有しており、意図的に利益調整を行う可能性が存在する。

この点に関し DeAngelo (1986) は、1973年から1982年までにイギリスで実施された64件の MBO に関して、経営陣による利益調整の可能性を調査し、有意な結果を確認することはできなかった。これに対して、Perry and Williams (1994) は米国で類似の調査を行い、1981年から1987年までに実施された175件の MBO に関して、MBO 公表直前に会計操作が行われていると指摘している。その後、経営陣による利益操作の可能性を認めたいくつかの類似した研究が存在する (Wu, 1997; Fischer and Louis, 2008; 月岡, 2011)。

このように MBO に関する先行研究は、確かに MBO が株価や企業価値に与える影響について分析を試みているものの、そのいずれもが MBO の経済的効果の全体的傾向を問題にしており、MBO のタイプによる経済的効果の相違に着目したものではない。しかしながら、

そもそも MBO といってもさまざまなタイプのものが存在し、タイプによっては経済的效果が著しく異なることも考えられる。本稿では、非公開型 MBO に着目し、それをさらに①業績主導型、②効率性主導型、の 2 つのタイプに分類し、各々の経済的效果を生み出す条件について若干の事例に言及しつつ理論的に考察することにした。

2 MBO の事例分析

2.1 MBO の背景

非公開型 MBO にはいくつかのパターンが存在する。第 1 に、親会社による関連会社の再編に伴い、ノンコア事業に該当する子会社が MBO によって独立する場合がある。これは、親会社によって競合他社に売却されるのを防ぎ、従来の事業を独自に継続し発展させていくことを目的とするものである。本稿で検討するキリウはこのケースに該当する。

第 2 に、業績低迷を受け、抜本的な事業再編の必要性に迫られており、そのためには短期的に大幅な赤字を出すことを余儀なくされている場合である。この場合、株主の抵抗によって改革が頓挫する可能性が大きく、MBO によって非公開化することが経営陣によって選択される。本稿で取り上げるすかいらーく、ポッカコーポレーション、キトーはこのケースに該当する。

第 3 に、競合他社による買収リスクを回避するために、株式の非公開化を選択する場合がある。本稿で取り上げるトーカロは、敵対的買収に対抗するために、MBO を選択したものであり、このケースに該当する。

通常、MBO を実施する場合、経営陣が潤沢な資金をもっていることは稀であり、プライベート・エクイティ・ファンド（PE ファンド）が共同出資して TOB を仕掛け、株式市場から退出する 경우가ほとんどである。PE ファンドの投資期間は 3～5 年であり、この投資期間の間に経営陣と PE ファンドが協力して業績改善、企業価値向上に取り組むことになる。そして、PE ファンドの出口（exit）戦略として、再上場、他社（ファイナンシャル・スポンサーも含む）への売却（M&A）、MBO 企業の自社株買いまたは経営陣の買戻し（再 MBO）の 3 つのパターンが存在する。いずれの場合でも、PE ファンドは相手にできるだけ高く株式を売却することによって利益を獲得しようとする。一方、経営陣の立場としては、経営の独立性や安定性を重視するため、売却相手は将来的に重要な影響を及ぼすことになる。

2.2 MBO の類型

このような背景をもつ非公開型 MBO の類型として、①業績主導型、②効率性主導型、の 2 つのパターンを指摘することができるだろう。①の業績主導型は、主に PE ファンドの利益獲得動機を重視したものであり、そこでは、短期的に業績を向上させ、短期間に株式を売

却することで利益獲得を目的とする。そのため、中長期的な視点から企業の効率性改善、競争力強化という施策がとられることはあまりない。むしろ、現状の不採算部門の統廃合や人員削減などを通じた非効率性の排除による業績改善が重視される。

②の効率性主導型では、短期的業績よりもより中長期的な業績向上につながる事業効率性の向上を目的としたものである。そこでは、短期的業績回復も当然ながらその視野に入っており、非効率性の排除も実施される。しかし、それらに加えて、既存の強みをさらに強化させていくための試みも行われる。つまり、同じ業績回復であっても、非効率性の排除という防衛的な手段に訴えかけるのが業績主導型であるのに対し、新たな競争力の獲得という積極的な攻めの手段に打って出るのが効率性主導型だといえる。ここでは主導権はPEファンドではなく、経営陣が握っていることになる。そのためには、PEファンド側の理解と協力が必要不可欠となる。

MBO後の事業改革は、主導権がPEファンドにあるのか、経営陣にあるのかで、その実質的内容は大きく異なることが容易に予想される。当然ながら、その相対的な主導権は、出資比率によって大きく左右される。しかし、仮に経営陣の出資比率が低い場合であっても、企業の効率性への影響力が大きく、実質的コントロール権が現在の経営陣に特殊（specific）なものである場合には、経営陣の発言力は大きくなる。換言すると、企業の実質的なコントロール権が、株主にあるのか、または経営陣にあるのかという相違が、MBOの経済的効果に決定的に重要な影響を及ぼすのである。

以下では、このような視点から、業績主導型MBO、効率性主導型MBOの事例について検討していくことにしよう。

2.3 業績主導型 MBO

まず、業績主導型MBOの事例としてすかいらく、ポッカコーポレーションを取り上げ分析することにしよう。すかいらくは再上場を果たしている一方、ポッカは再上場を断念している点で対照的な結果になっている。しかし、そのいずれもがMBO前後で大きく業績が改善されているわけではない点では共通している。

2.3.1 すかいらく

すかいらくがMBOを実施した最大の目的は事業再編を通じた業績回復である。外食産業の市場規模は大きく縮小しており、さらに「すかいらく」や「ジョナサン」のように自社内での差別化ができ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。

「すかいらーく株式の公開買付開始届出書」によると、今後の中長期的な成長のためには、「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」(p. 3) と指摘されている。そのためには、「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」(p. 3) が必要であり、そのために MBO の実施が決断されたのである。

これに加え、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あげられる。MBO 発表時の会見で横川会長は「我々（創業 4 兄弟）も四十年やってきて先があまりない。今後、創業者が欠けて株主の核がなくなったときに危険だとは思っている。そのため、今のうちに従業員も株主の主体になってもらう必要があると、今回の形を考えた」（『日経新聞』2006年6月12日付）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 3 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2005年12月期における外国法人等株主比率は16.1%あり、前年度と比べて 3 %ほど増加していた。

これらの目的、すなわち、「業績回復」と「安定的株主構成の獲得」を達成するために、野村プリンシパルファイナンス（NPF）から約1000億円、イギリスの CVC キャピタルから約600億円の出資を得、みずほ銀行からは2200億円の融資を受け、2006年6月に MBO を目的とした TOB を実施したのである。

この MBO 実施後、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。具体的には、都心部の小型レストラン「ビルディ」約80店を「ガスト」に替え、売上高を平均30%増加させた。また、2008年4月には、業績が上がらない「バーミヤン」に対し、メニューの抜本的な見直しと、テレビコマーシャルを中心に広告宣伝費を増やし、家族連れの集客強化を狙う方針を打ち出している。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するなど、2006年、2007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。

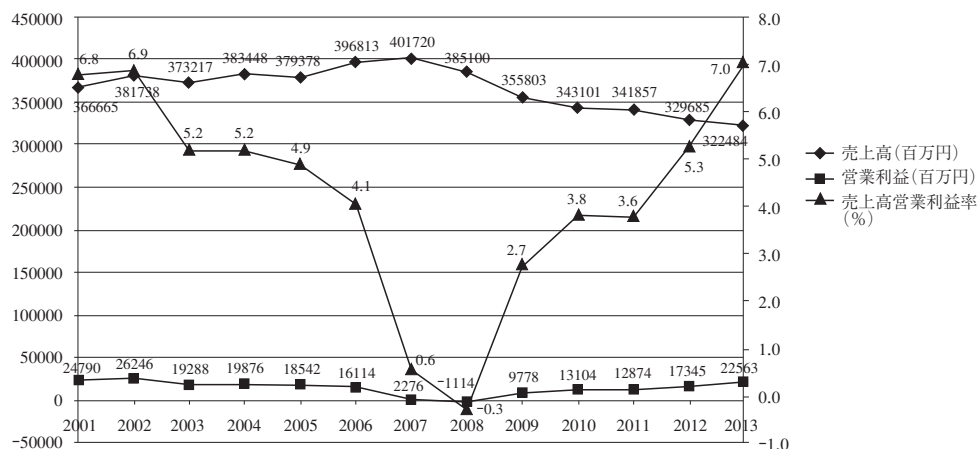
谷社長の就任後はこれまでの再生投資から一転し、不採算店舗や業態の整理を中心に改革を実施していった。2008年9月24日には、全国約4,000店舗のうち、2011年12月末までに200店舗以上の閉鎖と100以上の不採算店を低価格店の「ガスト」などに業態転換するといった再建計画を銀行団に示している。

また、2011年10月に、アメリカのファンドであるバインキャピタルが、野村が保有するすかいらーくの全株式を、およそ21億ドル（約1600億円）で買収すると発表した。

その後、経営再建策も徐々に効果を現し、ついに2014年10月9日に東証第一部再上場を果たした。しかし、公開価格1200円に対し、初日の終値はそれを下回る1143円となり、時価総額は上場廃止前の2944億円には及ばず、厳しい船出となった。

業績推移に関しては、連結の売上高はMBO実施後増加しているものの、やはり営業利益率が低下している（図1参照）。仮に、2006年12月期に6か月分ののれん償却費として計上されている48億1500万円、2007年12月期に1年分ののれん償却費として計上されている96億3000万円を考慮しても、2006年12月期の営業利益は209億2900万円、営業利益率は約5.3%、2007年12月期の営業利益は119億600万円、営業利益率は約3.0%となり、MBO実施前と変わらない、もしくは低くなっているといえる。しかし、谷社長以降、売上高は横ばい、もしくは低下しているが、営業利益は上昇し続けており、一定の効果は見られる。

図1 すかいらーくの業績推移（12月期決算）



出所：2007、2008年度は同社 HP より、その他は同社有価証券報告書より作成。

注：すかいらーくでは、2012年12月期決算より IFRS が適用されており、それ以前とは会計基準が異なっている点に注意が必要である。

2.3.2 ポッカコーポレーション

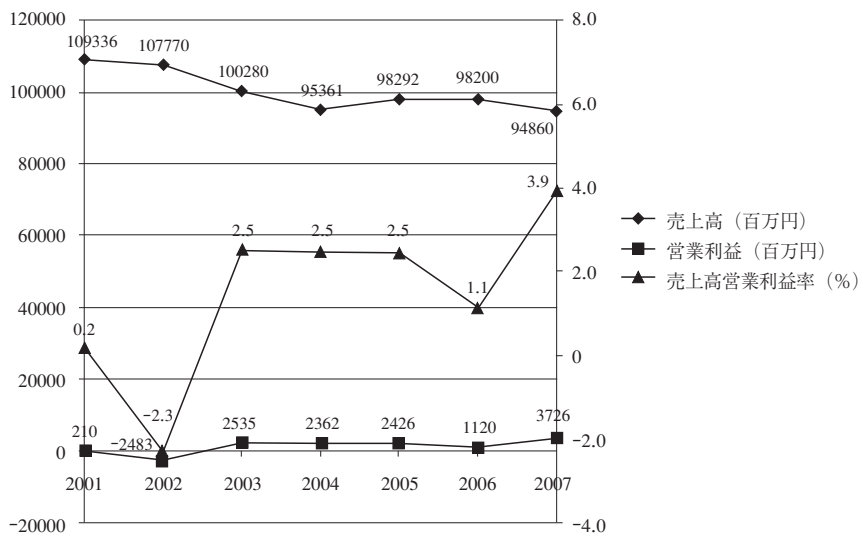
ポッカコーポレーション（ポッカ）によって実施された MBO もまた、すかいらーくと同様、業績回復を目的としたものであった。同社は、2001年から経営改革に取り組んでいたが成果が上がらず、2005年3月期には減損会計の適用などもあり、40億円の最終赤字に陥り、5億円の欠損金を抱え込んだ。このような状況では株式市場からの資金調達も望めず、余裕資金の不足は主力のレモン系飲料の開発費不足に直結し、悪循環を引き起こしていた。そこで、ファンドによる資金導入を元手にシェアが低迷しているコーヒー部門のテコ入れや新規の市場開拓など、抜本的な事業構造改革を迅速に実施するために2005年8月 MBO を目的と

した TOB を実施したのである。

同社は、当面の目標として 3～5 年後の再上場を掲げており、そのために具体的な数値目標として営業利益率を当時の 2 % 台から 4 %～6 % 台に上昇させることを重視していた。経営陣に関しては、創業者の義弟であった内藤由治社長が代表権のない取締役会長となり、専務の堀雅寿が社長に就任した。これは内藤も認めていた「創業者一族による甘え」を払拭する狙いがあり、内藤自らが辞任を申し入れたことで、内外に対し、経営改革の本気度を示したものとなった。資金調達に関しては、ファンドからの出資のほか、三井住友銀行や東京海上日動火災保険の融資となった。また、アドバンテッジ・パートナーズ (AP) 側は TOB 資金以外にも十分な資金を用意していた。

2006 年 3 月期決算では、MBO 実施後半年ほどしか経過しておらず、成果は上がっていないものの、2007 年 3 月期の営業利益率は 3.9% と高い水準になった (図 2 参照)。これは、高採算のレモン事業に力を入れたほか、弱点であったコンビニエンス向け販売ルートの強化や、かつて 40 社以上あった子会社を半分以下に減らし、億単位の赤字子会社もなくすなどの経営改革が成果として現れたものである。また、営業利益に連動した賞与制度の導入や従業員の株式取得による経営への参加意識の高まりなど、従業員の士気や自信も回復してきた。さらに、2008 年 1 月には、明治製菓と資本・業務提携を結ぶことが発表された。明治は AP よりポッカ株 22.21% を取得し、ポッカを持分法適用会社とした。ポッカとしては、再上場後の持続的な株価上昇を実現させるためには、業務領域を広げるためのパートナーが必要で

図 2 ポッカの業績推移 (3 月期決算)



出所：2005 年度までは同社有価証券報告書より、2006、2007 年年度は『日本経済新聞』より作成。

あった。そこで、社風が近く、事業領域もほとんど競合しない明治と手を組むこととなった。明治はポッカの再上場に関しては容認しており、再上場へ向け順調に歩んでいた。

しかし、2008年11月、原材料の高騰や消費の低迷により、業績が落ち込んだことから、2009年3月期中の再上場は断念したと発表し、9月29日にはサッポロホールディングス株式会社（サッポロ HD）と資本業務提携を行った。この際、サッポロ HD はアドバンテッジホールディングスから21.65%のポッカコーポレーション株式を取得し、ポッカコーポレーションはサッポロ HD の持分法適用会社になった。

その後、サッポロ HD が同年3月下旬にポッカの株式を既存株主（※主要株主である明治 HD およびアドバンテッジ陣営含む）より買い取り連結子会社化するとともに、グループ内再編成として両社の経営統合に向けた協議を開始することが、ポッカ・サッポロ両社から2011年（平成23年）2月10日に発表された。サッポロ HD によるポッカ株の追加取得は実施され、ポッカは同年3月29日よりサッポロ HD の連結子会社となった。同年11月29日、同じくサッポロ HD 傘下のサッポロ飲料と2013年1月をめどに統合し、飲料・食品事業の新会社「ポッカサッポロフード&ビバレッジ株式会社（以下ポッカサッポロ）」を設立する予定がサッポロ HD より発表された。

2.4 効率性主導型 MBO

次に、効率性主導型 MBO の事例として、キトー、キリウの事例を見ていくことにしよう。キトーは再上場化に成功し、キリウは住友商事の子会社となり、MBO 後のガバナンスのあり方には違いが見られる。しかしながら、両社ともに MBO 後の業績回復は順調であり、比較的成功した MBO の事例になっている。

2.4.1 キトー

キトーの MBO 実施の目的もまた「業績回復」であった。キトーは東京での事業拡大のために購入した土地の下落で多額の含み損が発生し、2000年3月期に31億円の最終赤字を計上した。また2002年3月期も有価証券の含み損処理で最終赤字となるなど事業外の失敗で業績が悪化した。さらに、企業の設備投資需要の低迷もあり、ここ数年売上高も減少し、有利子負債は約100億円程度にまで膨れ上がっていた。このような状況のなか、アメリカ投資会社のカーライル・グループとともに経営再建を目指すこととなったのである。

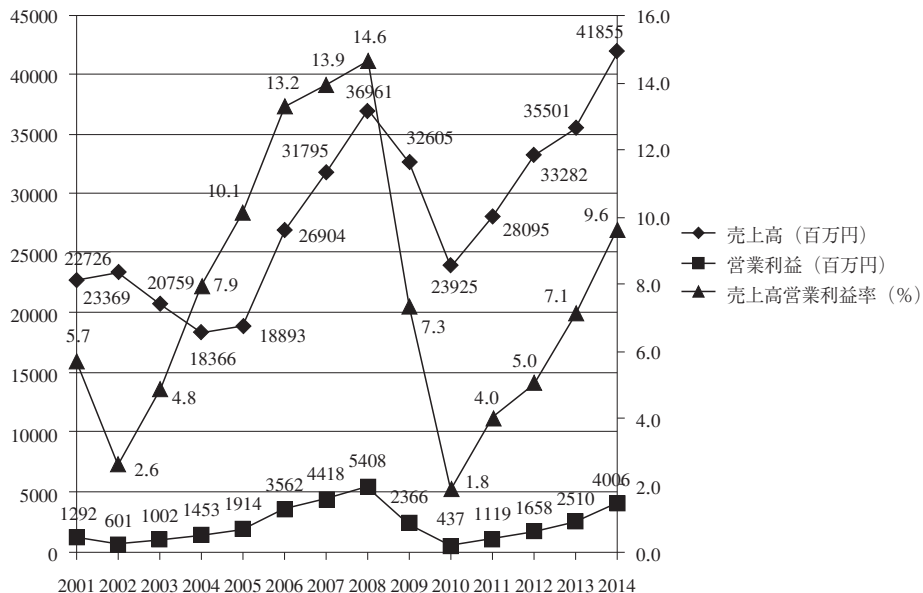
ファンド側は経営管理や財務の手法を見直し、方向性を定めれば成長可能と判断し、5年以内の再上場を目標とした。キトーの鬼頭信二郎社長は留任、カーライル側からは社外取締役を3名派遣し、新体制のもと、不採算の物流システム事業の建て直しや在庫や資金の効率化などの経営改革に取り組むこととなった。資金調達に関しては、カーライルが40億円出資

するほか、三井住友銀行からの融資を受け、2003年7月にMBOを目的としたTOBを実施した。

MBO実施後、新経営陣は業績改善のための手をすぐに実行した。まず、評判が芳しくなかった米国法人の社長をすぐに解任し、新社長のもと通信販売などの新販路を構築し、1年で売上高を2割拡大した。次に、不採算の物流システム部門は従業員の雇用を維持するため、物流機器大手のダイフクへ売却した。一方、本業である工場用クレーンの製造部門に対しては、カーライル側の提案でトヨタ生産方式を外販しているコンサルティング会社と契約し、製造現場にトヨタ生産方式を導入し、在庫の圧縮を図った。さらに中国で新工場を建設するなど、海外展開のための投資なども実施、順調に海外での売上比率が5割以上に増加した。つまり、単なる非効率性の排除だけではなく、競争力強化のための積極的な改革にも着手したのである。

この結果、2年後の2005年には、売上高は13%増、純利益は3.6倍に拡大した。また、有利子負債も38億円となり、5年で負債半減という目標を2年で達成するなど、順調に業績を伸ばし、2007年8月東証第一部に再上場することとなり、無事MBOによる再建は終了した。その後も、安定した成長を見せており、2013年度の連結売上高は約419億円、連結営業利益は約40億円、地域別売上高比率では、日本が27.8%に対し、米国が31.1%、中国が20.6%、アジアが14.7%となっており、売上の70%以上が海外市場によるものとなっている。なお、

図3 キトーの業績推移（3月期決算）



出所：同社有価証券報告書より作成。

2011年2月には、カーライルが保有株の全てを売却しており、両社の資本関係も終了している。

業績推移を示したものが図3である。売上も順調に伸びているが、目を見張るのは営業利益率である。これは事業構造、収益構造の改革に成功したといえる。

2.4.2 キリウ

キリウは元々、日産自動車系のブレーキ部品メーカーであった。しかし、キリウの発行済み株式数の36.7%をもつ日産自動車が、系列解体により株式を手放すことが決まっていた。そこで、同社の経営陣はMBOの実施を決断し、資金的なパートナーとして、今までの経営方針を完全に理解してくれたユニゾン・キャピタルに決めた。また、あおぞら銀行からの融資も受け、2001年11月にMBOを目的としたTOBを行い、日産系列から独立を果たした。その当時の具体的な方針としては、既存の事業基盤を活かし、日産以外の自動車メーカーへの販路拡大や米国を中心とする海外展開を拡大することとなった。また、経営陣はそのまま残留し、4～5年後の再上場を目指すことになった。

MBO実施後は、製品や取引先の見直し、生産拠点の統廃合などの改革を実施した結果、MBO実施から2年後の2004年にはファンドが期待した内部収益率を達成することができたため、ファンドは住友商事へ売却することとなり、経営陣の株も合わせて、住友商事がキリウ株を100%買い取ることとなった。

住友商事は海外を中心にディーラーや自動車金融を扱っており、川上にあたる部品メーカーへの経営参加で自動車事業の底上げを図りたかった。一方、キリウとしても住友商事の情報網や販売網、マーケティング力に加え、特に海外に進出した際の情報収集力に期待できた。また、キリウは株式の長期保有を希望していた。というのも、それにより長期的視野に立った投資が可能となり、経営も安定化するからであった。

残念ながら、MBO実施後の同社の業績データを得ることはできなかったが、MBO実施前の営業利益率は2%程度であったので、ある程度の利益率にはなっていたと推測できる。また、売却時の連結売上高はMBO実施前と比較して10%増の241億円となっていた。このようなキリウのMBOの結果をユニゾン・キャピタルの佐山代表は、「安定株主を手に入れたキリウ、自動車部品製造の足がかりを得た住商、期待した収益を得たユニゾンという三人の勝者につながる良い結末」と評している。住友商事の子会社になって以降、韓国、タイ、メキシコ、インド、と相次いで生産拠点を設立するなど、順調に売上を伸ばし、2013年度には連結売上高485億円となっている。

このようなことから、キリウはMBO実施以降、既存の強みを従来の日産系列取引にのみ適用するのではなく、系列外自動車メーカーや海外での取引を拡大させることができ、業績

が向上していったことがわかる。さらに、住友商事の子会社になることで、さらに海外事業展開が拡充されることになった。つまり、同社は単なる非効率性の排除にとどまらず、積極的に競争力強化を目的とした改革を実行していったのである。

3 考 察

3.1 業績と効率性のトレード・オフ

以上の事例分析からわかるのは、非効率性の排除に主眼をおいた業績主導型 MBO は、時間的制約とパートナーとなった PE ファンドからの圧力が大きいため、十分な経営改革に取り組むことが難しいという点にある。つまり、業績と効率性との間には一種のトレード・オフが存在しており、効率性主導型を追求するためには、これらの PE ファンドの圧力をかわすだけの経営陣による実質的コントロール権が確立されていなければならないのである。

PE ファンドは、当然ながら事業の中身には精通していない。そのため、具体的な事業上の意思決定に関し、かれらが介入することは必ずしも望ましいことではない。もちろん、外部の目からも明らかな非効率性が存在していれば、その排除を主張することは一定の合理性があるといえる。しかし、PE ファンドによる積極的な介入はこの非効率性の排除に限定されるべきであり、それ以外の経営上の意思決定に関して口を挟むことになれば、それは必ずしも最善の意思決定に至らないことのほうが多い。むしろ、かれらにとっては限られた時間のなかでの業績改善が至上命題であるため、新たな競争力の構築や既存の強みのさらなる改善といったやや時間のかかる案件には、高い優先順位をおくことはない。結果として、PE ファンドの圧力が強い場合、非効率性の排除しか実行されなくなるのである。

すかいらーくやポッカの事例では PE ファンドの圧力が強く、結果として非効率性の排除のみが実現され、新たなビジネスモデルの構築や競争力強化にまでは踏み込めていなかったのが失敗の原因であると考えられる。一方、キトーやキリウの場合、経営陣が主導権をもち、単なる非効率性の排除だけではなく、既存の強みをさらに向上させていく施策が実現されていった点で大きく異なっている。つまり、出発点としての目的では必ずしも違いはないのだが、その中身が非効率性の排除でとどまるか否かで大きく異なっているのである。

業績主導型が効率性主導型へと転換していくためには、経営陣が事業に関するコントロール権²⁾を確立していなければならない。このコントロール権は、事業に関する知識、ノウハウ、技術、人脈、実績などによって規定される。その事業はいまの経営陣以外ではうまく管理できない場合、その経営陣はコントロール権を実質的に確立しているといえる。それが可能なのは、事業経営がその経営陣にとって関係特殊的であり、他の経営者にとって代替することができなくなっているからである。このような関係特殊性を確立した経営者は、事業に対する実質的なコントロール権を確立することが可能になるものと考えられる。MBO が効率性

主導型として成功するためには、まずはこの事業に対する実質的コントロール権が経営陣の手の中にあることが求められるのである。

ただし、経営陣によるコントロール権の集中は、企業の私物化、いわゆる帝国建設（empire building）の弊害を生み出す可能性が高くなる。つまり、経営陣に対する経営上の圧力がなくなれば、企業全体のためではなく、経営陣個人の私的利益を目的とした公私混同の経営が行われる可能性が高くなるのである。したがって、MBOの成功にとっては、実質的コントロール権をもつ経営陣と外部PEファンドとの間に適切なパワーバランスが存在することが必要になる。両者ともにその適切な業務範囲を逸脱することなく、相互にポジティブな意味で牽制し合う関係性の確立が、MBOのガバナンスにとって決定的に重要であると考えられるのである。

3.2 効率性主導型からイノベーション主導型へ

MBOが成功するためには、業績主導型ではなく効率性主導型で実施していく必要がある。この効率性主導型は、さらに既存の強みを強化するタイプのものと、新たな強みを構築していくタイプに細分化することができる。第2節で検討したキトー、キリウの事例は、どちらかといえば前者の効率性主導型であるといえる。このタイプの効率性主導型と区別するために、後者のタイプをイノベーション主導型と呼ぶことにしたい。したがって、効率性主導型は、狭義の効率性主導型とイノベーション主導型から構成されることになる。以下では、このイノベーション主導型の事例として、トーカロの事例を検討することにする。

3.2.1 トーカロ

トーカロは、表面改質技術をコアとして事業展開している金属加工メーカーである。同社は1950年の創業以来、順調に企業規模を拡大し、1996年に店頭公開（現ジャスダック）を果たした。同社の転機となったのが、海外重機メーカーS社による敵対的買収工作である。具体的には、1999年10月にS社がトーカロに対し買収提案を持ちかけ、トーカロはこれを拒否した。その後、2000年に入り、S社はトーカロに無断で日本の銀行を代理人として、当時トーカロの親会社であった日鐵商事とトーカロ株式買収の交渉を開始した。日鐵商事も事業再編の狙いがあり、買収に対し基本的合意、トーカロに保有株式をS社に売却するよう求めてきたのである。

これに対し、トーカロは日鐵商事に対して株式の買収を逆提案し、2001年1月にジャフコの支援によりMBOを実現した。MBO実施後、経営陣はそのまま留任し、ジャフコからは非常勤役員が派遣された。そして経営陣とジャフコは5年以内の再上場で合意した。

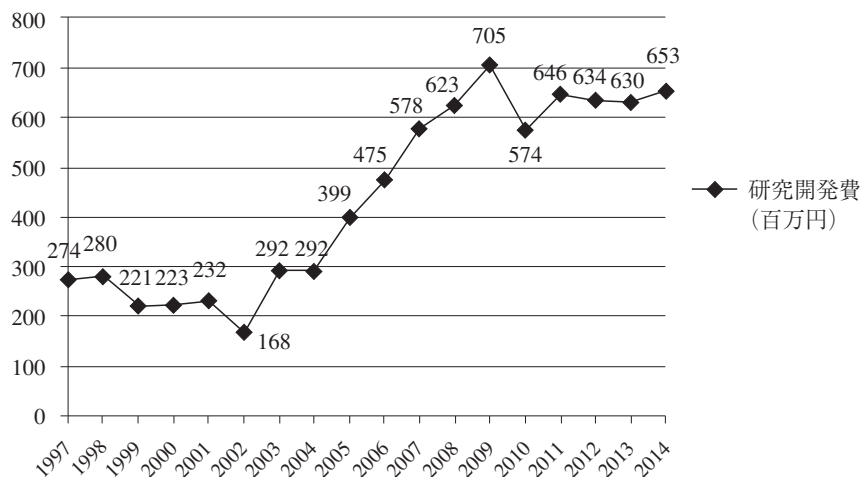
このMBOの目的は、業績主導型でも効率性主導型でもなく、買収リスクの回避が主な狙

いであった点で上記の事例とは異なっている。なぜ買収を嫌ったかといえ、自社技術の漏洩や、安定したイノベーションへの投資が阻害されることを恐れたものと推測される。つまり、直接的な目的は買収回避であるが、実質的にはイノベーション主導型であったと解釈することもできるだろう。

MBO 実施前は日鐵商事の子会社であったため、鉄鋼関連事業が主力であったのに対し、MBO 後は得意としていた鉄鋼に施す表面処理加工の技術を、液晶や半導体の製造装置の部品に活かし受注を拡大していき、収益構造を変化させた。また、皿田・片亀（2006）では、ジャフコが経営に参画した後、管理会計の仕組みを整備し、事業ごとの収益の「見える化」を実行したことで、半導体分野への積極的な投資判断が促されたとしている。その結果、2003年12月に東証第二部に再上場を果たし、2005年3月には東証第一部指定銘柄となった。

図4はトーカロの研究開発費の推移を示したものである。トーカロは2004年9月に日本コーティングセンターを子会社化したので、2005年3月期決算から連結決算となっている点に留意しつつMBO実施前と比較すると、大幅な増額が見られる。具体的な成果としては、溶射技術開発研究所（旧：商品開発部、1990年に改称）にて、2013年に放射線（ガンマ線）遮蔽・環境調和性コーティングが開発され、2014年には、セラミックコーティング SiC 部材といった新技術が開発されている。

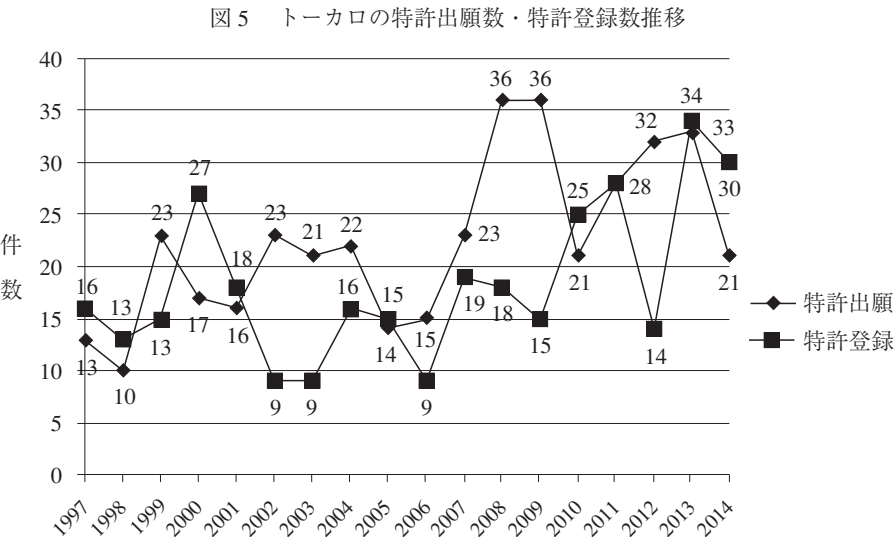
図4 トーカロの研究開発費推移



出所：同社有価証券報告書より作成。

図5は、トーカロの特許出願・登録の推移を示したものである。特許登録に関しては、年度によって差があるものの、出願に関しては、2007年度以降は常に20件は超えており、こち

らも増加傾向にある。また、特許保有件数に関しても、2003年3月期末時点では、国内特許保有数が105件、海外特許保有数が35件であったのに対し、2014年5月現在では、国内特許保有数が181件、海外特許保有数が58件となっている。



出所：同社有価証券報告書より作成。

以上のことから、トーカロはMBO実施後にイノベーション活動がさらに活発化しており、単なる消極的な非合理性の削除にとどまるのではなく、新たな競争力の創出に取り組んでいることが窺える。すなわち、MBOの実質的内容は、イノベーション主導型であったことがわかるのである。

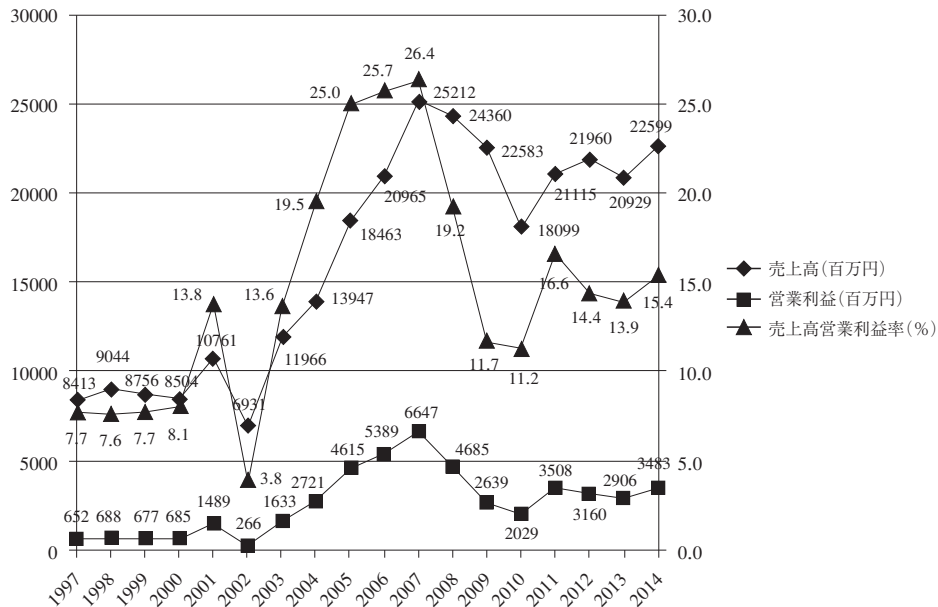
MBO後の業績推移に関しては、MBO実施前と比較して、実施後の業績は目を見張るものがある（図6参照）。特に、営業利益率の上昇は顕著であり、MBO期間中、収益改善が

表1 トーカロの持株比率推移

		TOB 前 (01.1.29)	TOB 直後 (01.3.6)	再上場直前 (03.12.18)	再上場後 (04.3末)	再上場後 公募売出し 後 (04.3末)	再上場後 (05.3末)	再上場後 (05.7末)
発行済株式数		604 万株	660 万株	660 万株	760 万株	790 万株	790 万株	1,580 万株
持 株 比 率	N社	60.4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	JAFCO Gr.	0%	97.9%	52.8%	22.1%	12.4%	10.6%	0%
	TOCALO Gr.	21.9%	0%	44.5%	36.8%	34.9%	33.4%	33.4%
	その他	17.7%	2.1%	2.7%	41.1%	52.6%	56.0%	66.6%

出所：中平（2005）、p. 12.

図6 トーカロの業績推移（3月期決算）



出所：同社有価証券報告書より作成。

なされたことにより、再上場後、研究開発により多くの投資を実行することができたと考えられる。また、表1は持株比率の推移を示したものであるが、経営陣はTOB後44.5%まで株式を買い戻しており、再上場後もしっかりとガバナンスがされていることが窺える。つまり、ジャフコは競合他社に株式を売却するのではなく、経営陣・従業員の株式保有比率が高まる形で協調的な出口戦略をとったといえる。

3.3 効率性とイノベーションのトレード・オフ

このようにトーカロの事例では、効率性主導型ではあるものの、イノベーションをより重視した取り組みがMBOを契機として促進されていった点にその特徴を見出すことができる。紙幅の都合上、ここで詳しく言及できないが、2003年11月に実施されたタンガロイによるMBOも類似のイノベーション主導型であると考えられる。しかしながら、このようなイノベーション主導型のMBOが実行されることは現状ではむしろ例外的であり、大分部は業績主導型か、せいぜいのところ狭義の効率性主導型に収まっているといえる。

その要因として指摘できるのが、原田・見吉（2014）でも指摘した効率性とイノベーションとのトレード・オフの存在である。換言すると、静的効率性（static efficiency）と動的効率性（dynamic efficiency）との間のトレード・オフが存在するのである。なぜならば、イノ

バージョンへの取り組みが成果として現れるには時間がかかり、その試みの多くは成功するわけではなく、失敗の確率が高いからである。短期的な視点に立てば、イノベーション活動は効率性の低下をもたらす。しかしながら、より長期の視点に立てば、現在の競争優位が損なわれることなく持続するものではないかぎり、このようなイノベーションへの取り組みは避けることができないものになる。効率性重視の企業は、長期的には生き残ることができないのである。

MBOの目的は、企業の抜本的な体質改善にあるとすれば、その取り組みをどのような観点から評価するのかで、業績主導型、効率性主導型、イノベーション主導型のいずれが選択されるのかが異なってくる。長期的には後者が選択されることが望ましいものの、利害関係者、特にPEファンドの影響力が強い場合、前者が選ばれる傾向が強くなる。このことが長期的視点からすれば、MBOの成功確率を引き下げることになりうる。この業績と効率性のトレード・オフ、そして、効率性とイノベーションのトレード・オフという二重のトレード・オフに直面し、PEファンド、経営陣が最適なバランスを選択し、MBO実施後の経営改革に取り組むことができるのかどうか、決定的に重要な課題になるのである。

注

- 1) 齋藤・川本(2008)は、研究機関、CMBOR (Center for Management Buy-out Research) によって提唱されたベンチマークを参考に、MBOを、①ダイベストメント型、②事業継承型、③非公開型、④事業再生型、の4つのタイプに分類している。
- 2) コントロール権とは、Grossman and Hart (1986)の指摘する残余コントロール権(residual control right)を指す。すなわち、契約に明記されていない経営資源の処分権を実質的にもっている場合、その経営資源に対する実質的コントロール権が確立されていることになる。

参考文献

- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Rice, E. M. (1984). "Going private: Minority freezeouts and stockholder wealth." *Journal of Law and Economics*, 27(2), 367-401.
- DeAngelo, L. E. (1986). "Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders." *Accounting Review*, 61(3), 400-420.
- Fischer, P. E., and Louis, H. (2008). "Financial reporting and conflicting managerial incentives: The case of management buyouts." *Management Science*, 54(10), 1700-1714.
- Grossman, S. J., and Hart, O. D. (1986). "The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration." *The Journal of Political Economy*, 94(4), 691-719.
- Kaplan, S. (1989). "The effects of management buyouts on operating performance and value." *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254.
- Perry, S. E., and Williams, T. H. (1994). "Earnings management preceding management buyout offers." *Journal of Accounting and Economics*, 18(2), 157-179.

- Wright, M., Weir, C., and Burrows, A. (2007). "Irrevocable commitments, going private and private equity." *European Financial Management*, 13(4), 757-775.
- Wu, Y. W. (1997). "Management buyouts and earnings management." *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 12(4), 373-389.
- 齋藤隆志 (2013) 「日本の非公開化 MBO における買収プレミアムと経営者行動」 RIETI,
<http://www.rieti.go.jp/projects/fcga2011/columns2/12.html>.
- 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」 WIAS
Discussion Paper No. 2008-005, pp. 1-26.
- 皿田尚・片亀光行 (2006) 「株主関係の再構築による企業価値向上」『知的資産創造』10月号, pp.
38-49.
- 月岡靖智 (2011) 「MBO の動機と利益調整」日本経営財務研究学会第35回全国大会報告論文.
- 中平晃 (2005) 「わが社はいかに MBO により経営の独立を実現したか」内閣府経済社会総合研究
所, <http://www.esri.go.jp/prj/mer/benkyukai/index.html>.
- 原田勉・見吉英彦 (2014) 「M & A の弊害：効率性 vs. イノベーション確率」『国民経済雑誌』第
210巻第3号, pp. 21-34.