

## フラッシュレポート

### 特集: MBO の傾向と出口戦略・再 IPO

近年上場企業による MBO の件数が増加傾向にあります。「MBO」とは、M&A の一形態であり、経営陣が自ら所属している企業や事業部門を買収して独立することを指します。

本レポートでは、近年の MBO の傾向を探るとともに、MBO 後の出口戦略・特に再 IPO を果たしたケースについて解説します。

#### 1. MBO の傾向

##### (1) MBO 件数の推移

2005 年以降で 488 件の企業が MBO に踏み切りました。そのうち、上場企業による MBO の件数は、2006 年以降毎年 10～15 件という高い水準にあります。

年	MBO 件数	うち上場企業数
2005	67	4
2006	85	10
2007	85	15
2008	113	15
2009	73	10
2010	65	10
合計	488	64

出所)レコフ、トムソンロイター

2011 年においても、6 月 24 日までに上場企業 7 社が MBO を実施しており、2010 年度よりも早いペースで MBO の件数は増加しています。

#### 【2011 年において MBO を実施した企業】

1 月: イマージュホールディングス、ワークスアプリケーションズ

2 月: エノテカ、カルチュア・コンビニエンス・クラブ、アートコーポレーション、田中亜鉛鍍金

3 月: ビジネストラスト

##### (2) MBO の類型

企業の MBO の類型は、概ね次の 3 つがあるものと思われます。

ケース 1: 親会社からの独立 / ノンコア事業の分離

ケース 2: リストラクチャリングに着手するための非公開化

ケース 3: 買収リスクのヘッジ

ケース 1 は「選択と集中」戦略の中で、グループ内の特定の企業・事業部門を独立させることを目

的とします。2001年に実施された日産自動車の子会社であるバンテックのMBOや、2007年に行われたオムロンの子会社であるフリーのMBOがこれに該当します。

ケース2は、業績の後退局面において、事業の再構築(リストラクチャリング)で短期的な損失発生・大幅な業績悪化が避けられない場合に行われるものです。

最近では、2006年のすかいらーくのMBOやレックス・ホールディングスのMBOがこれに該当します。MBOを実施し非公開化を果たした後に、企業グループの長期成長の実現を目的として、拠点閉鎖・人員整理を含む大規模なリストラクチャリングに着手するケースが多いのが特徴です。

ケース3は、リーマンショック後の株価低迷の中での、JSOX導入等に伴うバックオフィスコストの高まりや、割安な株価に伴う買収リスクの増大を嫌い、非上場化を選択するケースです。

2009年のLEOCのMBOや、本年2月に行われたカルチュア・コンビニエンス・クラブのMBOがこれに該当します。特にカルチュア・コンビニエンス・クラブの場合、MBO実施の要因として、会計基準の厳格化やJSOXのほか、IFRS(国際会計基準)の導入を挙げている点に特徴があります。

## 2. MBO後の出口戦略

### (1) 出口戦略

通常MBOを実施する際は、資金不足を補うため、経営陣とともにプライベート・エクイティ・ファンド(PEファンド)が共同投資を行う場合がほとんどです。

PEファンドの投資期間は通常3～5年間とされています。この投資期間の間に、PEファンドと経営陣はタッグを組んで、業績改善および企業価値の向上策に取り組みます。

PEファンドの「出口(Exit)」は、概ね次の3つがあるものと思われます。

- ①再IPO
- ②M&A(トレードセール)
- ③経営陣・会社による買取り(再MBO)

本邦においては、②のM&A(特に競合他社への売却)がPEファンドの出口の約95%を占めるとされ、①③は少数であるのが現状です。PEファンドの目的が、そもそもファンドへの投資家への配当を最大化することである以上、②のM&Aが出口の大半を占めるのもある意味当然と言えます。

では、①再IPOに至ったケースにはどのような特徴があるのでしょうか。

### (2) IPOによるExit

本邦において、MBO後再IPOを果たしたのは、トーカロ(3433)とキトー(6409)の2社のみです。

#### ①トーカロのケース/買収リスクをヘッジするためのMBO

トーカロは、1950年創業の金属加工会社です。創業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)を果たすも、その後1999年から2000年に海外重機メーカーによる買収

作が行われました。

この買収を阻止するため、経営陣と投資会社の JAFCO が共同して、親会社の日鐵商事に対し株式の買取りを提案。2001 年に MBO を実現しました。

もともと MBO の背景が買収リスクの回避であったため、MBO 時に経営陣とジャフコは5年以内の再 IPO で合意。その結果 MBO から2年後という短期間で、トーカロは 2003 年に東証2部に再上場を果たしました。

トーカロの MBO の特徴は、その資本政策にあります。

#### 【トーカロの株主推移】

	MBO に伴う TOB 前	TOB-直後	再上場直前	再上場後	
	2001.1	2001.3	2003.12	2004.3	2005.3
親会社	60.4%	-	-	-	-
JAFCO	-	97.9%	52.8%	22.1%	10.6%
役員・従業員	21.9%	-	44.5%	36.8%	33.4%
その他	17.7%	2.1%	2.7%	41.1%	56.0%
計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

出所) <http://www.esri.go.jp/jp/mer/benkyoukai/051004-1.pdf>

MBO 時に TOB(公開買付)を行ったため、役員・従業員のシェアは一時的に零となりましたが、その後東証2部への再上場のプロセスの中で、役員・従業員で、JAFCO から 44%の株式を譲受。再上場後においても、役員・従業員で3分の1超のシェアを保有する資本政策を実現しました。

トーカロの再上場時の代表取締役である中平氏は、この資本政策を踏まえ、自社の MBO を「ハッピー マネージメント バイアウト」と帰結しています。

#### ②キトーのケース/リストラクチャリングに着手するための MBO

キトーは、マテリアル・ハンドリング機器(チェンブロック、ロープホイストなど)のメーカーです。1932 年に設立後、1980 年に株式を店頭公開しました。

しかし、1990 年代のバブル経済崩壊により、業績が急速に悪化。自社の抜本的なリストラクチャリングに着手するため、2003 年にカーライル・グループと MBO を実施しました。

MBO 後、経営陣とカーライルは不採算事業であった物流部門の譲渡や本社ビルの売却に着手するとともに、海外事業の強化を柱とする経営再建策を実行。カーライルのアドバイスもあり販売主体を国内から海外にシフトした結果、業績の改善に成功。結果、2007 年8月に東京証券取引所へ再上場を果たしました。

### 3. インプリケーション

本レポートでは、MBO の傾向と MBO 後再 IPO を果たした事例を紹介しました。トーカロは買取り

スクをヘッジするため、キトーはリストラクチャリングに着手し、業績改善を行うためと、それぞれ MBO 実施の背景は異なるものです。

しかし、経営陣と PE ファンドが組んで、再建にあたり経営改善を果たした点は2つのケースに共通する事項であり、また、トーカロの MBO では、再 IPO という出口戦略を成功させるとともに、役員・従業員で3分の1超のシェアを占めるという理想的な資本政策を実現しました。

本邦では MBO の出口は、(前述のとおり)そのほとんどが競合他社への売却と言われています。競合他社への売却は、PE ファンドにとっての経済合理性を追求するあまり、本来の MBO の主人公である経営陣にとって必ずしも良いゴールとも言えないのもまた現実です。

けれども、経営陣と共に経営にあたる PE ファンドの選択如何では、トーカロやキトーのように、経営改善を果たした後に IPO を果たすという理想的なゴールを描くことが可能です。PE ファンドはその選択によっては、単なる経済的利益の追求者でなく、企業価値を向上させ、従業員を含むステークホルダーに利益を還元するための、触媒となり得るのです。

**【本レポートに関する問い合わせ先】**

株式会社エスネットワークス 事業支援室 公認会計士 高桑 昌也

Tel: 03-5573-4661

[m-takakuwa@esnet.co.jp](mailto:m-takakuwa@esnet.co.jp)