

2018年12月4日 全5頁

ショートターミズムと減少する MBO

短期主義？上場している方が長期的投資を進めやすい？

政策調査部
主任研究員 神尾 篤史

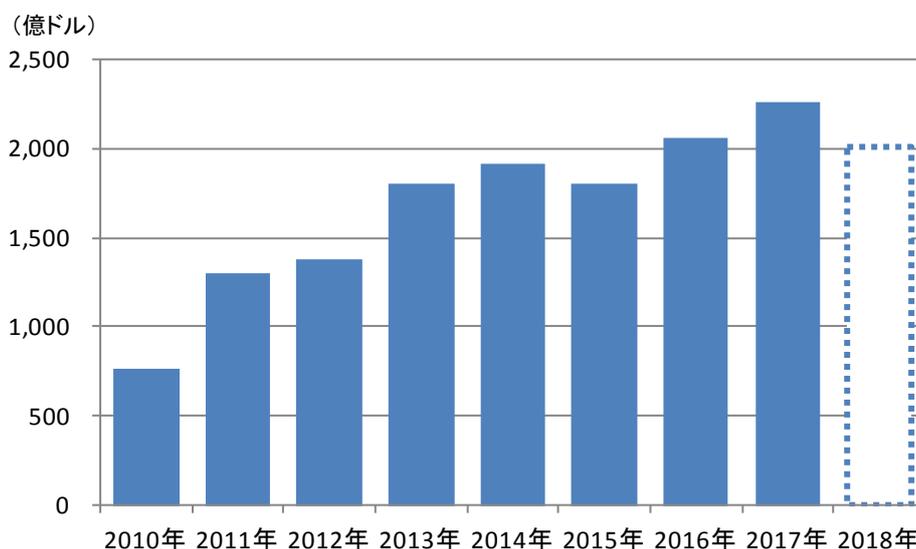
[要約]

- 短期的な成果を株主から求められることを避け、研究開発投資を増加させたり、利益が創出されるまでに長い時間のかかる構造改革に投資するといった、企業の長期的な戦略を実行していくために、MBOを通じた株式の非公開化を行おうという動機が経営陣に生じる可能性は十分にある。
- だが、MBOに向けた資金供給源であるファンドの資金規模が拡大しているにもかかわらず、MBOを通じた株式の非公開化の件数は、実際には減少傾向にある。
- 最近公表された研究によれば、上場企業と非上場企業を比較した場合、必ずしも非上場企業の方が長期的な成長のための投資を活発に行っているわけではない。短期主義という問題を克服するための株式非公開化の意義は否定されるものではないであろうが、上場していても、企業が長期的な成長のための戦略を実行できないことはないはずである。

経営陣による企業買収（MBO）を通じた株式非公開化は減少

投資家が企業に短期的な成果を求めるという短期主義（ショートターミズム）¹を疑問視し、電気自動車・自動運転車の開発で知られるテスラのCEOは経営陣による企業買収（MBO）を通じた株式非公開化に言及した。最終的にテスラは非公開化を選択しなかったが、同様の問題意識を持ち、非公開化を考えている企業や経営陣は他にも存在すると思われる。また、上場企業には厳しいルールが課されるため、それに対応するためのコスト負担を敬遠し、非公開化を目指す企業もあるであろう。実施する企業側の事情に加え、企業が非公開化を目指す際に資金を提供するバイアウト・ファンドの資金規模が近年高水準にあることも、非公開化を後押しするのではないかと考えられている（図表1）。

図表1 バイアウト・ファンドの資金調達規模

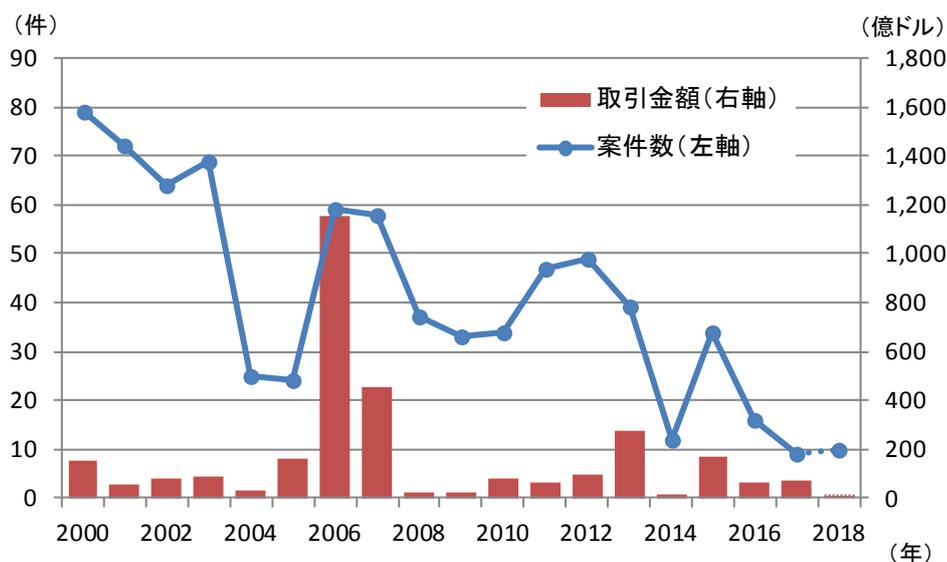


(注) 2018年11月25日時点のデータ。
(出所) Refinitivより大和総研作成

このような状況であることから、MBOを通じた株式非公開化が増えていると思われがちだが、実は減少している。図表2は世界におけるMBOを通じた非公開化案件の取引金額と件数を示したものである。なお、データの都合上、MBOに向けて資金を出す買収側は非上場企業（非公開化する会社の経営陣や投資ファンドなどを含む）のみが集計対象である。

¹ 短期主義には様々な意味があり、共通した理解がない。株式保有期間の短期化、CEOの任期の短期化、四半期開示を行う企業の増加などの見解があるとされる（鈴木裕「共通した理解がないショートターミズム」2013年12月19日 大和総研コラム、https://www.dir.co.jp/report/column/20131219_008022.html）。

図表2 世界の MBO を通じた非公開化の案件の取引金額と件数



(注) 2018年11月25日時点のデータ。発表日ベースであり、完了していないものも含まれる。

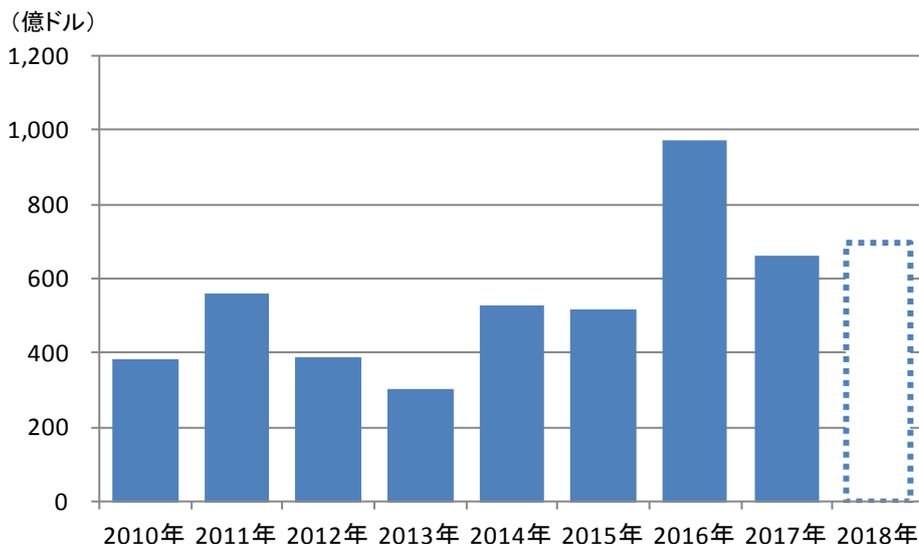
(出所) Refinitiv より大和総研作成

図表2を見ると、2006年に取引金額は急増し、その後は増減を繰り返しながら、足元では低水準にとどまる。また、件数は2006年と07年は比較的多かったが、取引金額と同様に増減を繰り返しながら、減少傾向にある。取引金額は時価総額に左右される側面があるため、件数に着目すると、リーマン・ショック後では2011年と12年は50件程度を記録したものの、その後は減少しており、2017年は9件にとどまった。2018年(11月25日時点、以下これを2018年の値とする)は10件である。

資金供給パイプの増加？

MBOを通じた非公開化の件数が減少した理由は様々考えられる。間接的な要因としてベンチャーキャピタル・ファンドなど株式市場以外から企業の資金調達ができる環境が整い、そもそも上場する必要がなくなってきているため、それに合わせてMBOを通じた株式非公開化も減少していることが考えられる。図表3はベンチャーキャピタル・ファンドが調達した資金規模であるが、確かに以前よりも大きくなってきている。ただ、新規上場企業は各国・地域の市場で一定数存在することから、ベンチャーキャピタル・ファンドのような資金供給パイプの増加は企業の成長資金調達のごく一部の役割を果たしているにとどまり、根幹を担う所までは至っていないであろう。やはり、成長資金調達の中心は株式市場が担っていると考えられ、MBOを通じた非公開化減少の主要因ではないであろう。

図表3 ベンチャーキャピタル・ファンドの資金調達規模



(注) 2018年11月25日時点のデータ。

(出所) Refinitivより大和総研作成

短期主義？

次に、MBOを通じた株式の非公開化の背景を考えてみたい。ここでは、とりわけ短期主義に注目したい。冒頭で取り上げたテスラのように、株式市場に大きな影響を与える企業が上場を維持する意義について疑問を投げかけたことで、その意義をめぐる議論がにわかに高まっている。

MBOを通じた非公開化に踏み込む理由は様々であると思われるが、短期的な成果を求められることを避け、研究開発投資を増加させたり、利益が創出されるまでには長い時間のかかる構造改革に投資するといった、企業の長期的な成長に向けた戦略を実行していくために非公開化を選択することがある。

しかし、上場していても企業の長期的な成長のための戦略を実行できないことはないはずである。実際に、最近公表された研究であるFeldman, Naomi et al., (2018)²によれば、上場企業と非上場企業を比較した場合、必ずしも非上場企業の方が長期的な成長のための投資を活発に行っているというわけではない。この研究では、米国の上場企業と非上場企業の納税申告書(2004～15年)を活用して、有形資産などへの投資状況を調査しており、その結果として以下が示されている。

² Feldman, Naomi, Laura Kawano, Elena Patel, Nirupama Rao, Michael Stevens, and Jesse Edgerton (2018). "The Long and Short of It: Do Public and Private Firms Invest Differently?," Finance and Economics Discussion Series 2018-068. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2018.068>.

- 上場企業は非上場企業よりも有形資産(physical assets)への投資が約48.1%も大きく、その主要因は固定資産(long-term assets)への投資である
- 非上場企業が上場すると、有形資産に対する研究開発投資を34.5%ポイント増やし、投資額に対する研究開発投資を17.1%ポイント増やす
- 上場企業が非公開化すると、研究開発投資を減少させる

すなわち、有形資産というある程度まとまった金額が必要な投資に関しては、上場企業の方が非上場企業よりも積極的に行っているということである。また、有形資産への投資よりも、一般的に長期的な視点が必要であり、なおかつ必ずしも成果がもたらされるか分からない研究開発投資についても、非上場企業の方が盛んに行っているということはない。さらに、非上場企業が上場した後の行動を見ても、短期的な利益を追求するために研究開発投資を減少させるということもないようである。

もちろん、この結果だけでMBOを通じた株式の非公開化の意義を否定することはできないし、また、有形資産への投資や研究開発投資の大小だけで短期主義の有無を判断することはできないであろう。ただ、上場を維持しながら、企業が長期的な投資を行うことは可能であり、上場によって資金調達できているからこそ（市場や投資家からのプレッシャーを受けているからこそ）、可能なこともあるのは確かであろう。

まとめ

短期的な成果を求める株主からの影響をさえぎる目的や、上場維持のための費用増加を避ける目的を持って、MBOによる株式の非公開化を行おうという動機が経営陣に生じる可能性は十分にあり得るであろう。だが、MBOに向けた資金供給源であるファンドの資金規模が拡大しているにもかかわらず、非公開化の件数は減少傾向にある。経営陣が批判的に捉えがちな投資家の短期主義に着目したとしても、上場企業が長期的な成長に向けた投資を行うことができることは確かであろう。

企業に対する成長資金の供給パイプは、上場というチャンネル以外にも増えてはいるが、その根幹を担っているのは株式市場である。株式の上場を維持するメリットは失われておらず、MBOによる株式の非公開化の減少はその証左ではないか。