



## 第4回 M&A編②

# 増加する株式非公開化と中小企業M&Aの共通点 ～PEファンド・サーチファンドが担う役割からの考察～

### はじめに

近年、上場企業にとどまらず、非上場の中小企業などさまざまな企業において、成長戦略や事業承継の手段としてM&Aが注目を集めています。特に上場企業では株式非公開化の動きが活発化しており、株主構成の安定化や経営の自由度向上などを目的として、TOB<sup>※1</sup>により株式を非公開化する企業が増えています。その背景には、アクティビスト<sup>※2</sup>の存在や、非公開化後の企業価値向上に貢献するPE（プライベート・エクイティ）ファンドの存在が深く関わっています。

他方、日本経済を支える中小企業においても、親族内承継が減少するなか、M&Aが事業承継の有効な手段となっています。近年では事業会社への譲渡のほか、ファンドを活用した中小企業の事業承継が新たな選択肢として注目されています。

本稿では、近年活発化しているM&Aに着目し、とりわけ上場企業における株式非公開化の動きとその背景、さらにはそれを支援する「PEファンド」の組織構造や役割について解説します。加えて、中小企業における事業承継問題の深刻化を踏まえ、事業承継の手段として注目を集める「サーチファンド」の仕組みとその意義についても取り上げます。

### アクティビストの台頭と企業への影響

2024年2月に東京証券取引所が提唱した「資本コストや株価を意識した経営」や、経済産業省の「企業買収における行動指針」を契機に、企業価値向上への意識が高まり、アクティビストの活動も活発化しています。彼らは、遊休資産の売却、自社株買の実施、配当の増額、経営効率の改善、事業再編、取締役の交代などを企業に求め、株価の上昇による投資リターンを狙います。

アクティビストの提案は、短期的な株価上昇につながる可能性がある一方で、経営陣が描く中長期的な成長戦略とは合致しないこともあります。過度な要求に応じることは、企業の持続的な成長を阻害し、経営の安定性を損なうリスクをはらんでいます。

#### (1) 株式非公開化によるアクティビスト対策

株式の非公開化には、MBO (Management Buyout) やEBO (Employee Buyout) などの手法がありますが、これらを活用することで外部株主の影響力を排除し、経営の自由度を高めることが可能となります。非公開化に際しては、全株式を買い取ることで既存の株主が退場するため、経営陣に対して短期的な収益向上を迫る投資家の影響も取り除かれます。その結果、企業は外部の圧力から解放され、中長期的な視点に立った経営戦略をより主体的に進められるよ

※1 上場企業の株式を市場外で不特定多数の株主から買い付ける公開買い付けのこと。Take-Over Bidの略語。

※2 「物言う株主」と呼ばれ、投資先企業に対して経営改善や株主還元策を提案する投資家。

うになります。

また、株式非公開化により、アクティビストによる情報開示請求や株主提案への対応に要するコストを削減できます。これは、上場企業と異なり、不特定多数の株主に対する開示義務がなくなるためです。

## (2) その他の株式非公開化の目的

アクティビスト対策以外にも、株式非公開化には以下のような目的が考えられます。

### ① 経営の自由度向上と意思決定の迅速化

上場企業は、株主や市場の動向を常に配慮しなければならず、大胆な経営改革や長期的な投資に踏み切りにくい傾向があります。株主構成がシンプルになれば、経営陣の意向に基づいた自由度の高い経営判断や迅速な意思決定が可能になります。

### ② 中長期的な企業価値向上への注力

短期的な株価の変動に影響されることなく、中長期的な視点から企業価値の向上に取り組む体制を整えることができます。

### ③ 上場コストの削減

上場を維持するには、監査費用、開示費用、IR（投資家向け広報）費用など、多額のコストを伴いますが、非公開化によりこれらを削減し、経営資源を本業に集中することができます。

### ④ 敵対的買収の防御

上場企業の株式は市場で自由に取引されるため、意図しない第三者による敵対的買収のリスクを常に抱えています。株式非公開化によって株主を限定すれば、こうしたリスクを抑制できます。

## (3) 株式非公開化の主な手法

株式非公開化の代表的な手法は、以下のとおりです。

### ① 株式公開買い付け（TOB：Take-Over Bid）

買収者が、上場企業の株主に対して、市場価格よりも高い価格で株式を買い付ける期間、価格、株数を公告し、市場外で株式を買い集める手法です。

### ② 株式交換・株式移転

買収者が、自社の株式を対価として対象会社の株主に交付し、その見返りとして対象会社を完全子会

社化する手法です。

### ③ MBO（Management Buyout）

経営陣が、金融機関やPEファンドからの資金支援を受けて自社株を取得し、株式を非公開化する手法です。これは、将来性に対する確信や、経営の裁量を高めたいという判断に基づき採用されることがあります。

## ■ 非公開化を担うPEファンドの役割

PEファンドは、機関投資家や金融機関などから資金を集め、上場企業の非公開化や未上場企業への成長投資を行います。一般的にファンドには10年程度の運用期間が設けられ、投資先の企業価値を高めた後は、IPO（株式公開）やM&Aなどによる株式売却を通じて資金を回収します。

過去には、企業を「転売」するとして「ハゲタカ」などと揶揄されることもありましたが、PEファンドや投資先の経営者にとっては、当初から出口戦略を前提とした投資であることが明確です。

### (1) PEファンドの組織構造

PEファンドの一般的な組織構造は次のとおりです。

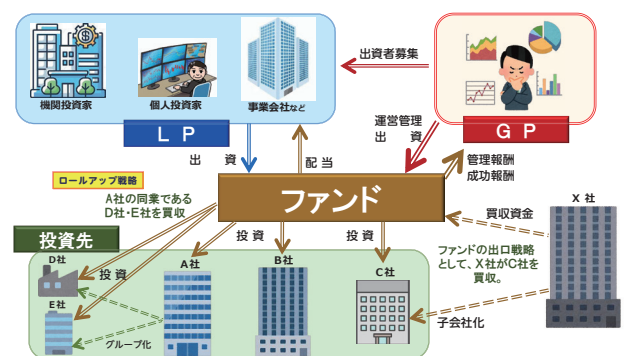
#### ① ファンド（投資事業有限責任組合）

ファンドは、GPがLPから集めた資金を管理・運用するための「器（うつわ）」です。

#### ② GP（General Partner：無限責任組合員）

GPは、PEファンドの運営と管理を担う主体であり、ファンドの設立から投資先の選定、経営支援、

図1 ファンドの仕組み



出所：ほくほくコンサルティングにて作成

出口戦略の実行まで一貫して責任を負います。一般的には、PEファンドを運営する投資顧問会社などがGPとなります。

### ③ LP (Limited Partner : 有限責任組合員)

ファンドに出資する投資家です。機関投資家（年金基金、金融機関、政府系ファンドなど）、事業法人、個人投資家などがLPとなります。LPは、出資額を上限として責任を負い、会社の経営やファンドの運営には直接関与しません。

## (2) PEファンドの主な役割

PEファンドは、株式非公開化のプロセスにおいて、次のような重要な役割を果たします。

### ① 資金提供

株式非公開化には多額の資金が必要となる場合が多く、PEファンドはこうした資金を提供することで、金融面から支援します。特にMBOにおいては、経営陣の資金力だけでは株式買い取りが難しいことから、PEファンドや金融機関による資金提供が不可欠です。また、投資先を中心に同業種や関連業種の企業を次々に買収する「ロールアップ戦略」においても、PEファンドは資金面での支援を通じて企業価値の向上を図ります。

### ② 経営支援と企業価値向上

PEファンドは単なる資金提供者ではなく、投資先の企業価値向上に積極的に関与します。経営戦略の策定、組織改革、業務効率化、新規事業の展開、M&Aの推進など、多岐にわたる経営支援を提供し、投資先の成長を後押しします。PEファンドには、さまざまな業界や経営に関する専門知識やネットワークを持つプロフェッショナルが在籍しており、これらの知見を投資先に提供します。

### ③ ガバナンスの強化

PEファンドは、取締役の派遣や経営会議への参加などを通じて、投資先企業のガバナンス体制を強化します。これにより、経営の透明性や意思決定の効率が向上し、リスク管理体制の整備が進むことで、企業価値の向上が期待されます。

## 事業承継を目的としたPEファンド活用とサーチファンドという選択肢

ここまでは、上場企業がPEファンドを活用して非上場化するケースについて説明してきました。これまで欧米に比べて取扱件数が少なかった日本でも、近年はPEファンドの活動が着実に拡大しています。政府によるコーポレートガバナンス改革の後押しや、企業側の非公開化ニーズの高まりが背景にあり、今後もその動きは一層加速すると見込まれます。

### (1) 中小企業の事業承継におけるPEファンドの活用

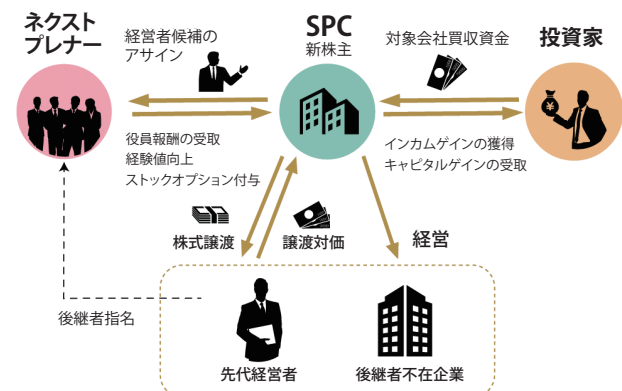
中小企業でも、事業承継の手段としてPEファンドを活用するケースが増えています。資金提供や経営支援を通じて企業価値の向上を目指す成長戦略型M&Aにおいて、PEファンドを伴走パートナーとして選ぶ企業オーナーも見られます。

急成長を遂げているスタートアップ企業や、社長がオールラウンダーであることの多い中小企業にとって、ガバナンスの強化は急務となります。PEファンドを伴走パートナーとすることで、多くの支援を受けることが可能になります。

### (2) サーチファンドとは

サーチファンドは、M&Aを活用した事業承継の一形態です。次世代の経営リーダー（サーチャー）が投資家から資金を調達し、後継者不在の中小企業

図2 3者間M&Aの仕組み



出所：Growthix Capital(株) プレスリリースより

を見つけて買収し、その経営を引き継ぐという仕組みで、1980年代にアメリカで生まれました。近年では、日本国内でも注目を集めています。

サーチファンドによる承継では、後継者を探す経営者（株主やオーナーを含む）が、早い段階からサーチャー本人と面談できるため、その人柄や経営への姿勢を直接見極められる点が安心材料となります。

サーチャーは、資金調達の支援を受けながら経営者となる機会を得られる仕組みです。多くは経営に強い関心と意欲を持ち、自ら投資先企業を探し出しますが、実際に経営経験を持つ人材はそれほど多くありません。そこで、ファンドが経営指導やネットワークを通じてサポートを提供することが、事業の安定運営において大きな安心材料となっています。

サーチファンドもファンドである以上、一定期間内に出口戦略を完了する必要があります。サーチャー自身がMBOによりファンドから株式を買取るケースも想定されますが、その際には、一定の投資リターンを求めるファンド側と、経営を引き継ぐサーチャーとの間で、株式価値の評価に関する見解が一致するかどうかが重要な検討事項となります。

サーチファンドによる事業承継では、企業グループなどの傘下に入るのではなく、サーチャーという個人が経営者として参画し、自らのリーダーシップを発揮して企業価値の向上を目指す点が特徴です。

### (3) 日本におけるサーチファンドの認知度向上と事例の増加

中小企業の事業承継問題が深刻化するなか、日本においてもサーチファンドへの関心が高まりつつあり、これを活用した承継事例も徐々に広がりを見せています。

また、サーチファンドは、都市部の意欲ある人材を地方に呼び込むことで、地域経済の活性化にも寄与する可能性があります。こうした動きを受けて、近年では地方自治体や金融機関によるサーチファンドの設立支援やマッチング支援も進みつつあります。

事業承継に関心を持つ、多様な経歴を持つ人材がサーチャーとして地域企業に関わる動きも広がっています。こうした人材の参画により、異業種の知見

図3 金融機関によるマッチングの例（J-Search）



出所：(株)日本M&Aセンターホールディングス IRニュース

や経験が地方の中小企業に還元され、地域経済の活性化につながることを期待されています。

## おわりに

かつては企業を短期間で転売するイメージから「ハゲタカ」と揶揄され、敬遠されてきたPEファンドですが、近年その印象は大きく変化しています。上場企業の株式非公開化における資金提供に加え、経営者に寄り添いながら経営改善を支援するパートナーとしての側面も注目されています。

中小企業の事業承継でも、PEファンドは後継者不在の解消、理念の継承、雇用の維持、地域経済への貢献など、多面的に有効な選択肢となります。譲渡企業にとっても、事業会社への売却に比べて特定の企業文化に染まらず、一定の独立性を保った事業承継が可能とされています。

日本におけるサーチファンドの活用はまだ黎明期にありますが、事業承継問題の深刻化を背景に注目が高まり、今後の活用拡大が見込まれます。サーチャーという個人に経営を託す独自の形態は、中小企業オーナーにとって有望な選択肢といえるでしょう。

持続可能性や地域経済との共生が求められるなか、PEファンドやサーチファンドの役割は、資本提供にとどまらず、経営の伴走者としての支援や次世代経営者の育成へと広がっています。こうした動きは、日本企業の競争力強化や中小企業の価値再発見につながるものとして、今後さらなる展開が期待されます。

今回のコンサルティング通信は事業承継編②となります。ご期待ください。