

# 上場企業を対象とするMBOの株式取得プレミアムの決定要因

志馬 祥紀

## 1 はじめに

本研究では、上場企業を対象とし、株式取得後は上場廃止を前提とするMBO（マネジメント・バイアウト）における株式取得プレミアムの決定要因について分析を行っている。

わが国のMBOについては、バブル経済の崩壊後、株式市場の低迷時にMBOが発生・本格化した（が、株価が上昇した後も、一定数のMBOが継続的に実施されている。MBOについては経営者兼（部分的あるいは全面的）買収者である株主と、他の一般株主との利益相反が潜在的な問題となり得ることもあり、MBOそのものについて批判的な意見が多くみられる。しかしMBOの事例が一定量継続している現状は、取引に一定の合理性がみられる—より正確に言えば、MBOに際して合理性のある株式取得プレミアム（以下、プレミアム）が実現されている可能性も考えられる。本稿では、当該問題意識のもとで、MBOにおけるプレミアムの決定要因について実証分析を行う。分析対象データ期間は、二〇〇七年から二〇一七年間のMBO実施事例（二〇七社）とし、被買収企業側の発表した株主向けプレスリリース（MBOの実施及び応募の推奨資料）、同社の有価証券報告書等より採取した各種データとする。

## 2 先行研究の紹介

以下、欧米についてのMBOに関連する先行研究を紹介しているが、その内容については佐藤(二〇一一)に多くを依っている。

米国でバイアウトが注目されるようになった一九七五年から八〇年代にかけて、バイアウトに関する用語として、資金調達方法の斬新さからLBO(レバレッジド・バイアウト)がMBOに先行して使用されるようになり、MBOはLBOの一部として位置づけられている。そのためLBOとMBOの区別は明確でなく、MBOの定義も、何らかの形で買収グループの一員として内部の経営陣が参加していれば、すべてMBOの範疇に含める曖昧なものになっている(そもそもMBOという用語が作り出されたのは一九八〇年の英国である)(佐藤(二〇一一))。

欧米のバイアウト投資は非公開化が原則で、先行研究の多くは非公開化型を対象としている。バイアウト・ファンドが行う公開維持型の投資としてはPIPEs(Private Investment in Public Equity)が知られるが、経営権の取得や買収企業への経営関与は前提としない。欧米では、投資形態としてバイアウト投資とPIPEsは区別しているようである(佐藤(二〇一一))。

胥(二〇一一a)は、バイアウトを経て収益性の高い企業に変身する理由は何かについて、海外の実証分析をサーベイした。バイアウトによって企業価値が向上する場合、その源泉は何かについて、節税仮説、富の移転仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説、エージェンシー・コスト仮説、企業組織形態仮説、株価過小評価仮説、経営者インセンティブ強化仮説などがある。同論文によれば、バイアウトの株価へのインパクトに関しても、海外の実証分析の結果はまちまちである。一方、複数の対抗者が公開買付けを競うコンテストが有意にプレミアム

を高める点で全ての実証分析の結果が一致している。

日本企業についてはまず、胥（二〇一―b）は、敵対的買収者やもの言う投資家にとって、日本の経営権市場は芽生えたものの安定株主や株式持ち合いといった所有構造に阻まれているとした上で、経営権市場との関連で、株式所有構造がMBOの決定にも重要な効果を及ぼす点を強調している。

野瀬・伊藤（二〇〇九）等のMBOの動機とプレミアムに関する研究は、エージェンシー・コスト仮説と株価過小評価仮説の可能性を示唆する。同論文は、日本でバイアウト・ファンドが行った買収案件を対象に、買収が対象企業ならびに対象企業の株主価値にもたらした影響を分析した。分析は、二〇〇〇年から二〇〇八年三月末までに国内外のバイアウト・ファンドが国内の上場会社に対して行った買収について行われ、アンダーバリュ解消仮説とエージェンシー・コスト削減仮説を支持する結果を得た。

井上（二〇〇八）は、非公開化買収では、TOBに応募して株式を売却する機会を逃すと、より低い価格で売却するか、または、流動性のない非公開株を保有することになりやすいという、買収における支配株主による一般株主利益の希薄化問題に焦点を当て、日本のTOBの強圧性について実証分析を行った。この結果、投資ファンドがプロの投資家として強圧性を利用して、ファンドと経営者に有利な取引を実現している可能性が高いことが示された。

前澤（二〇〇八）は、日・英でのMBO分析結果を比較して、創業者一族が大株主となっている企業のMBOは株価低迷時に行われ、プレミアムによって十分に補償されないケースが多いといえる。すなわち、創業者一族型企業のMBOは利益相反を起しやすく、それはプレミアムの低さよりも、MBO実施時の低い株価水準に現れることを指摘している。

吉村(二〇一〇)は、MBOによって株式を売却する少数株主は適正な対価を得ているかについて、会社法が創設されスクイーズ・アウトの実務が定着した二〇〇六年から二〇〇九年一月の期間における株式の非公開化を伴うMBO目的のTOB(五二件)をサンプルとして検証した結果、MBO目的のTOBは、株価が相対的に低い時に実行されているものの、少数株主はプレミアムによって十分に補償されている可能性があることを示唆する。

### 3 分析データの説明

図表1は、本分析対象企業の一覧である。これら企業(全一〇七社)は、上場企業であったものが、二〇〇七年から二〇一七年にかけて、経営者(一部あるいは全面的な形で)によるMBOを実施され、上場廃止となった。対象企業の業種は製造業・サービス業を中心に、多岐に亘っている。

図表2は対象企業の財務データ(自己資本比率、自己資本利益率)、市場株価の状況(株価純資産倍率、株価収益率)、買収者の保有・事前確保比率、市場における必要買付比率を示している。買収者の保有・確保済株式比率とは、発行済み株式中、買収者が既に保有している、あるいは買収者が大口株主等とMBOに応じる契約を交わしている株式の合計比率を示している。また、市場における必要買付比率とは、MBOにおける成功の目安となる買付予定数の下限比率と、買収者の保有・確保済株式比率との差額を示している。これら数値の値は以下のとおりである。

自己資本比率は平均で五〇・六一%と総資産の約半分を示している。最大値は九〇・八〇%の企業がある一方、同値がマイナスの債務超過企業も対象企業に含まれている。

図表 1 対象企業一覧

	会社名	MBO公表時		会社名	MBO公表時
1	クラフト	2007年12月7日	55	ゴトー	2011年7月8日
2	バトライト	2007年11月14日	56	マスプロ電工	2011年7月29日
3	阪神調剤薬局	2007年11月9日	57	東山フィルム	2011年8月8日
4	堀内カラー	2007年11月2日	58	新立川航空機	2011年8月30日
5	ユニオンペイント	2007年11月2日	59	立飛企業	2011年8月30日
6	サイバードホールディング	2007年10月31日	60	バルス	2011年9月2日
7	伊田テクノス	2008年3月31日	61	RHトラベラー	2011年9月15日
8	日本土建	2008年5月2日	62	日本医療事務センター	2011年9月16日
9	オークネット	2008年5月27日	63	ヤマトマテリアル	2011年10月21日
10	新輝合成	2008年9月1日	64	カラカミ観光	2011年11月7日
11	日本ジャンボ	2008年9月3日	65	三條機械製作所	2011年12月2日
12	ゼネラル	2008年9月3日	66	アップガレージ	2011年12月5日
13	三笠製薬	2008年9月17日	67	ホリプロ	2011年12月16日
14	イーシー・ワン	2008年9月24日	68	ワオ・コーポレーション	2011年12月20日
15	日本工業検査	2008年9月29日	69	ベンチャーリパブリック	2012年3月15日
16	ユニバーサルホーム	2008年10月6日	70	エイブル&パートナーズ	2012年4月13日
17	ゼンケンホールディングス	2008年10月9日	71	アルク	2012年5月11日
18	トオカツフーズ	2008年10月10日	72	鐘崎	2012年7月11日
19	全教研	2008年10月15日	73	ソントン食品工業	2012年8月3日
20	LEOC	2008年10月20日	74	アテナ工業	2012年8月8日
21	ウィーヴ	2009年1月13日	75	アイ・エム・ジェイ	2012年8月14日
22	三光ソフランホールディングス	2009年1月14日	76	セレブリックス	2012年11月26日
23	パワーアップ	2009年1月28日	77	野田スクリーン	2012年12月14日
24	ウェーブロック	2009年1月30日	78	ユニバルス	2013年2月1日
25	南部化成	2009年2月26日	79	1stホールディングス	2013年4月5日
26	セキテクノトロン	2009年3月11日	80	メガネトップ	2013年4月15日
27	ASK	2009年5月15日	81	シンプレクス・ホールディングス	2013年6月13日
28	パブリック	2009年8月10日	82	アイ・エム・アイ	2013年7月5日
29	オオゼキ	2009年8月14日	83	タイヨー	2013年7月31日
30	バンクテック・ジャパン	2009年10月30日	84	ワイズマン	2013年8月8日
31	チムニー	2009年11月6日	85	天龍木材	2013年8月22日
32	やすらぎ	2009年11月26日	86	クレックス	2013年9月27日
33	三共理化学	2009年12月14日	87	ミネルヴァ・ホールディングス	2014年3月13日
34	興和紡績	2009年12月24日	88	ローランド	2014年5月14日
35	ユニマットライフ	2010年3月19日	89	プラネックスホールディング	2014年8月12日
36	JAA	2010年4月15日	90	コムテック	2014年10月30日
37	東京美装興業	2010年4月16日	91	コーコス信岡	2014年11月5日
38	マークテック	2010年5月14日	92	日立機材	2015年2月3日
39	フジフーズ	2010年6月18日	93	スターホールディングス	2015年2月5日
40	JST	2010年8月12日	94	日本風力開発	2015年3月23日

次ページへ続く

	会社名	MBO公表時		会社名	MBO公表時
41	VSN	2010年8月13日	95	情報技術開発	2015年9月11日
42	幻冬舎	2010年10月29日	96	ウライ	2015年11月11日
43	セキュアード・キャピタル・ジャパン	2010年11月4日	97	駐車場総合研究所	2015年11月25日
44	コンビ	2010年11月9日	98	マネースクウェアHD	2016年9月7日
45	サザビーリーグ	2010年11月19日	99	アデランス	2016年10月14日
46	インボイス	2010年12月2日	100	日本デジタル研究所	2016年10月31日
47	ユニコムグループホールディングス	2010年12月15日	101	大日本木材防腐	2016年11月11日
48	イマージュ	2011年1月7日	102	USEN	2017年2月13日
49	ワークスアプリケーションズ	2011年1月31日	103	TASAKI	2017年3月24日
50	エノテカ	2011年2月2日	104	上原成商事	2017年11月8日
51	CCC	2011年2月3日	105	東栄リーファァーライン	2017年11月8日
52	アートコーポレーション	2011年2月4日	106	ツノダ	2017年11月10日
53	田中亜鉛鍍金	2011年2月7日	107	鈴縫工業	2017年12月19日
54	ビジネストラスト	2011年3月4日			

図表2 対象企業の財務データ、市場株価の状況、買収者等の保有・事前確保比率等

	自己資本比率 (%)	自己資本利益率 (%)	PBR	PER
平均	50.61	2.51	0.7	14.5
最大値	90.80	74.10	8.6	127.2
最小値	-22.21	-167.50	-0.8	-225.8

	買収者の保有・確保済株式比率 (%)	市場における必要買付比率 (%)
平均	37.60	32.98
最大値	74.80	65.76
最小値	1.24	1.42

- ・PBR：株価純資産倍率（Price Book-value Ratio、「株価/一株当たり純資産」として算出）
- ・PER：株価収益率（Price Earnings Ratio、「株価/一株当たり利益」として算出）

自己資本利益率（ROE）の平均値は二・五一％であり、最大値が七四・一〇％と高い一方で、マインスの値として一六七・五〇％と大幅な損失が発生している企業も存在している。なお、日本経済新聞<sup>(1)</sup>によれば、日本企業のROEは二〇一六年八・七％、二〇一七年度に一〇・一％まで上昇しており、相対的にMBO実施企業の同値は低い。また、自己資本比率は同記事によれば四〇％超であり、MBO実施企業は相対的に高くなっている。

市場における株価の相対的な高低を示す値として、株価純資産倍率（PBR）及び株価収益率（PER）を示している。PBRは株

価の一株当たり純資産に対する比率、P E Rは株価の一株当たり利益に対する比率を示している。この結果、P B R値は平均値が〇・七と簿価を割っており、多くの株価がディスカウント状態にある中でM B Oが実施されていることを示唆している一方、八・六倍と高い銘柄も存在している。またP E R値は平均値が一四・五であり、最大値一二七・二倍、最小値は一二二・五・八倍（本来は、定義上マイナス値は存在しないが、一株当たり損失値に対する株価状況として試算）とかなりの幅が存在している。

買収者が既に保有・確保している株式の比率については、平均値が三七・六〇%と発行済み株式総数の三分の一を超えており、買収者側は既に一定の影響力を保有していることが伺える。<sup>(2)</sup>

また、買収者側が追加的に入手する必要がある、株式の市場における買付比率は、平均で三二・九八%と買収者の保有・確保済株式比率平均を下回っており、買収者側が影響力の行使しやすい企業が、M B O対象となっていることが伺える。

#### 4 M B O実施の理由・背景

M B Oを実施する際に、M B Oの対象企業は買収者によるM B O提案を受け入れる理由として、以下のような理由を示している（実際は複数の理由を示す事例が中心の）。

##### (1) 本業の低迷、増益・配当増を求める株主への対応困難化

経営方針として、多額の先行投資等を行う際に一時的に収益が圧迫され、キャッシュ・フローの悪化や株主還元先の先送りが発生、「株主の期待に応えられない」ことから上場を廃止する等の説明事例が複数例みられる。

(2) 経営環境の悪化と機動的な対応の必要性

コスト増や外部経営環境の悪化と、それに対する機動的な対応の必要性（例…経営に直接関与しない少数株主が存在する上場企業としては取りづらい一定の事業リスク負担の必要性）を理由としている。

(3) リストラクチャリングの必要性とそれに伴う経営指標の悪化、株価下落、株主へのマイナス効果

外部経営環境の悪化に際し、経営改革を実行する過程において発生する一時的な労務費、減価償却費、研究開発費等のコストの増加及び工場等の統廃合に伴う特別損失の発生、キャッシュ・フローの悪化を理由として、「資本市場からは十分な評価を得られない」「株主に短期的にはマイナスの影響を及ぼす可能性」のあることから、MBOを実施するとの説明事例も多い。

(4) J-SOX等内部統制への対応、株式上場維持コストの増加傾向の負担

近年、企業の内部統制（J-SOX）への対応をはじめ、資本市場に対する各種の規制強化に伴う上場維持コスト増を理由として、MBOを実施する企業が存在する。

(5) リーマンショック以降の不景気

二〇〇八年以降には、外部経営環境の悪化、とりわけリーマンショック以降の世界的な金融危機の影響を理由として、MBOを実施する企業が増加した。



以上が主なMBO実施の理由であるが、その他「現状が財務超過状態であり、同状態が解消されない場合は上場廃止となることから、株主への不利益を回避するためにMBOを実施する」企業や、「親会社との経営戦略の齟齬」を理由とする企業等の事例も存在した。

## 5 買収価格についての買収者側の説明

近年のMBOに際しては、(買収者・対象企業の双方から)独立した第三者機関による、対象会社株式の算定・報告状況がなされる事例が増えている。具体的には、MBOを実施する株式の買付価格や、対象企業の一当たり企業価値について、複数の方法を用いて算出している事例が多い。これら数値の算出方法としては、大別してDCF法、市場価格法、類似会社比較法の三種が存在する。以下では、当該算出方法及び提示された買収価格や企業価値について説明する。

### (1) DCF法による説明

DCF法とは、Discounted Cash Flow法の略で、株式等の収益資産の価値を評価する方法である。その考え方は、企業が生み出す将来キャッシュ・フローを一定の割引率を適用して割り引いた現在価値をもって、その理論価格としている。

### (2) 市場価格法による説明

市場株価法は、評価対象企業が上場会社である場合に利用される手法である。市場株価は、長期的には会社の

収益力等に基づく企業価値を適正に反映して形成されると考えられている。しかし短期的には企業価値と無関係に変動することもあることから、毎日の終値を一〜三ヵ月程度の期間で平均を取り、これを評価額としている。

### (3) 類似会社比較法による説明

類似会社比較法は、評価対象に類似した上場会社の株価を基礎として評価対象の企業価値を推定する方法である。類似会社比較法で一般的に使用される経営指標は、純利益、純資産、EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) 等であり、同法は事業内容や事業規模などが類似している上場会社が存在する場合に使用されている。

### (4) 各手法による企業株価の評価発表状況 (全銘柄数：一〇七)

上述の企業価値評価方法を用いた、買収側による対象企業価値の発表状況は以下のとおりである。

DCF法は一〇三社の企業価値評価に用いられている。市場株価評価法は、九八社から一〇七社の算出に用いられており、対象企業数では最も多い (銘柄数に幅が存在するのは、過去の株価測定期間について、各社ごとに違いがあることに起因しており、過去一ヵ月間を対象とするものは一〇七社、三ヵ月間を対象とするものは一〇七社、六ヵ月間を対象とするものは九八社であった (複数期間について報告している事例が多い))。最後に、類似会社比較法を用いている事例は比較的になく、五二社であった。

なお、三つの手法全てが使用されている事例は全事例の半分程度であった (三手法のうち、類似会社比較法の使用頻度が少ない傾向にある)。また市場株価評価法において、六ヵ月平均値を公表していない事例も二割程度

あった。

(5) 各手法による企業評価と買収株価の比較

図表3は、上記方法で提示された一株当たり企業評価価値の結果と、提案された株式買付価格の比率を示している。通常、提示された企業評価価値に一定のプレミアムを加えた数値をもって株式買付価格として示ることから、数値間の比較は、「買付価格／企業評価価値」として示している。

なお、企業評価価値について、幅を持たせた表記がされている場合は、その中値を使用して計算している(例：企業評価価値が一株当たり100～110円として提示されている場合、105円を中値として計算)。図表3においては、DCF法を用いた事例は、他の手法に比して、企業評価価値が高めに算出されている傾向が伺える。

図表4は、MBO情報公開前日の株価に対して、提示された企業価値の比率を示している。値が一であれば提示された企業価値と市場株価が一致し、一以上であれば株価が企業価値を凌駕、一未満であれば株価が企業価値を下回っていることを示す。企業価値評価のいずれの方法においても、平均値は一を下回っており、全体として株価は提示された企業

図表3 買付株価と評価価値の比較 (=買収価格／企業評価値)

	DCF法	市場価格法	類似会社比較法
サンプル数	103	105	52
平均値	1.02	1.54	1.26
最大値	1.41	3.20	2.19
最小値	0.68	0.93	0.76

図表4 (参考) 直近株価と評価価値の比較  
(=直近株価／企業評価値)

	DCF法	市場価格法	類似会社比較法
サンプル数	103	105	52
平均	0.68	0.98	0.83
最大値	1.26	1.23	1.48
最小値	0.19	0.53	0.30

価値より低い（ディスカウント状態）にあることを示唆している。

図表5は、買付価格とMBO公表前日終値の株価（直近価格）を比較することで、プレミアムを算出したものである。併せて、直近一か月間（及び三か月、六か月間）の株価平均値と買付価格を比較した値を示している。

この結果は、MBO公表前日株価終値について平均で約六〇%、過去一〜六か月間の株価平均に対して五〇%超の買収プレミアムが設定されていることを示している。同結果において注目されるのは、対前日終値プレミアム値の平均は六〇・三二%（最大値四〇〇・〇〇%、最小値三・九七%）であるが、同値は例えば過去六か月間の株価平均プレミアムに対する値（五二・四五%）に比して高くなっている。これは、MBO実施時期について、長期間の市場株価に比して、相対的に市場価格が低い時期にMBOが検討・実施されている可能性を示唆している（これは、プレミアムの最小値について、マイナスの値が過去一〜六か月間の株価平均に対するプレミアム値において発生していることと整合的である）。

## 6 モデル説明

以下では、買収者によるMBOの実施に際し、株式買付取得時のプレミアムの決定要因について実証分析を行う。

具体的には、以下「企業の財務数値に注目した変数」「買収者の持ち株比率に注

図表5 市場株価の平均値と買収価格の比較  
（＝買収プレミアム、買収価格と前日終値  
（or過去1か月間平均）との比較（%））

	対前日終値 プレミアム	対過去1か月間 株価平均 プレミアム	対過去3か月間 株価平均 プレミアム	対過去6か月間 株価平均 プレミアム
サンプル数	107	107	107	98
平均	60.32	58.7	57.05	52.45
最大値	400.00	257.1	221.95	229.63
最小値	3.97	-3.5	-11.97	-6.89

目した変数」「株式市場における直近（近接時期）のMBO事例のプレミアムに注目した変数」の三種類の説明変数を総定する。これら変数はそれぞれ企業の財務数値、買収者と一般株主間の相対的な力関係、MBO決定プロセスにおける市況動向の三つの異なる視点を設定したモデルである。

財務指標変数は、説明変数としてROE、自己資本比率、そして相対的な株価水準の代理変数としてのPER（株価が一株当たり純利益の何倍の値段が付けられているかを示す投資尺度）、及びPBR（株価が一株当たり純資産の何倍の値段が付けられているかを示す投資尺度）を設定する。このモデルでは、対象企業の有する収益力、財務的安全性に注目すると同時に、同企業の割高・割安状態を把握するためにPER及びPBRを説明変数とする。

買収者持ち株比率変数については、買収者の既取得・確保済み株式比率、公開買付成立に必要な（追加的）取得株比率を説明変数とすることで、買収者と一般投資家間の相対的な力関係を把握する。もし両者の力関係がプレミアム形成に影響しているとすれば、例えば買収者の保有比率が高いほどプレミアムは安く設定される傾向がみられる等の結果が予測される。

近接時期のMBOプレミアム変数については、MBO公表に先立つ、他のMBO事例のプレミアム設定状況が、対象MBOのプレミアム設定に影響していると考ええるモデルである。これは、近接時期の直近のMBO事例における買収プレミアム値（複数）を説明変数とすることで「市場のトレンドを反映したMBOの相場」といった株式市場の市況が影響する可能性を検討するモデルである。各モデルの変数等は以下のとおりである。

〈回帰モデル〉

$$\textcircled{1} \text{ PRM} = \text{C} + \text{aROE} + \text{bOWNER} + \text{cPER} + \text{dPBR} + \text{eMERG} + \text{fADDITION} + \text{u}$$

$$\textcircled{2} \quad \text{PRM} = C + g1\text{MBO}(-1) + g2\text{MBO}(-2) + u$$

〈変数〉

C：定数項

PRM：各銘柄の株価プレミアム（対前日株価終値）

ROE：自己資本利益率

OWNER：自己資本比率

PER：一株当たり利益株価比率

PBR：一株当たり純資産株価比率

MERG：買収者側株式保有比率

ADDITION：追加買付比率

OWNER：自己資本比率

ROE：自己資本収益率

MBO(1)：直近の他のMBO案件における買収プレミアム

MBO(2)：二事例前のMBO案件における買収プレミアム

u：誤差項

## 7 実証分析結果

本節では、実証分析結果について説明する。実証分析はいずれも多項式回帰分析を行っている。

(1) 財務指標、買収者持ち株比率等を説明変数とするモデル(モデル①)

①は財務指標及び、買収者持ち株を説明変数として分析するモデルである。本モデルにおいては、ROE、自己資本比率、PER、PBR、買収者保有株比率、追加的必要買付比率を説明変数とする多項式回帰分析を行った。図表6は同分析結果(変数の係数及びP値)を示している。

同モデルの説明力を示す修正R二乗値は0・050二八二である。同モデルからROE、自己資本比率を変数から控除したモデルでも結果は大きく変化していない。

同結果において、PBR項がマイナス値で有意(5%有意水準で有意)であり、これはPBRが高くなればプレミアムは減少することを示している。PBRは企業の純資産に対する株価の相対的な高低を示す指標である。この結果、市場における株価が相対的に割高な状況であれば、プレミアムは低くなる可能性を示唆している。言い換えれば、買収者は企業の純資産価値について、割安・割高状態を判断基準として、買収プレミアムを決定していると考えられる。

なお、本分析結果中、財務指標の中PBRしか有効でない理由としては、以下の内容が考えられる。一つはデータ数の問題であり、対象企業の中には利益が出ず損失が発生している会社が多く含まれる。その結果、ROEがマイナスの企業が相当比率を占めることから、MBOの分析に際して有効な指標となっていない可能性がある。また利益・損失関係数値についての、投資家側の信頼性が考えられる。レックス・ホールディングス事件判決において企業経営者(兼買収者)による利益・損失の操作可能性が指摘されていたように<sup>3)</sup>、これら指標は(一株当たり資産等数値に比して)信頼度が劣ると、買収側及び一般投資家の双方が認識されており、その結果、買収プレミアム<sup>3)</sup>の検討に際し、重要視されていない可能性がある。言い換えれば、PBRが一定の説明力を有している

理由として、会社の一株当たり資産・純資産値は、損益関連指標に比して、連続性が強く、数値の操作可能性が低いことが考えられる。

次に、買収者保有株比率項がマイナス値で有意（5%有意水準）であり、創業者一族が買収者である場合や、すでに大口の比率を有している買収者が存在する場合には、プレミアムは相対的に低くなる可能性を示している。買収者側の保有比率が高いことは、相対的に一般投資家に対する買収者側の交渉力が強いことを意味しており、それら交渉力がプレミアム設定に影響している可能性がある。

買収者の追加的買付比率項がマイナス値で有意（5%有意水準）であるが、これは買収者側の追加的な買付比率が高い事例ではプレミアムは減少することを示している。これは買収者保有株比率項の結果と整合性に乏しい結果である。一つの解釈としては、大口取引について、ディスカウント・プレミアム<sup>(4)</sup>が発生している可能性もあるが、今後更なる分析が必要と思われる。

## (2) 近接するMBO事例の買収プレミアムを説明変数とするモデル（モデル②）

②のモデルは分析対象事例に先んじて実施されたMBO事例の買収プレミアムを説明変数として分析するモデルである。本モデルの考え方は、MBOにおける買収プレミアムについても、その時々<sup>(4)</sup>の市況による「相場」やセンチメントの存在を念頭におき、買収者が自らのMBO実施に際して、当該「相場」を参考に買収プレミアム

図表6 財務指標及び買収者持ち株変数モデル

説明変数	説明変数の係数	P値
C (定数項)	+1.8160***	0.0002
a (ROE)	+0.0028	0.2146
b (自己資本比率)	-0.0024	0.3342
c (PER)	-0.0006	0.7116
d (PBR)	-0.1152**	0.0348
e (買収者保有株比率)	-0.0129**	0.0382
f (追加的買付比率)	-0.0151**	0.0367
修正R二乗値	0.0502	—

\*\*\*：有意水準1%で有意、\*\*：有意水準5%で有意、\*：有意水準10%で有意（以下同じ）



を決定していると考えられるモデルである。こうした考え方は、回帰モデルの設定に際しては、分析事例に先んじて発生したMBO買収プレミアムが、当該MBOの説明変数として機能する形のモデルとなる。なお、図表1の対象事例一覧にみられるように、MBOの公表時期は同日付や連続した日付の事例も複数件あることから、買収者が参考とする時間を考慮し、変数は六事例前までを設定する。当該分析結果を示しているのが図表7である。

同モデルの説明力を示す修正R二乗値は0・一九二七であり、これは図表6の財務指標等を説明変数とするモデルに比して大きく高い。

同結果においては、二事例、三事例、五事例前の買収プレミアムが有意となっており、近接するMBO事例の買収プレミアムが、説明力を有することを示している。これら結果の示すところは、買収者はそのMBO買収プレミアムの設定に際して、市況に示されるMBOの「相場」を大きく意識した行動をとっており、個々の企業の財務状況よりも説明力を有している（なお、別途、財務指標、買収者持ち株比率モデルと、直近プレミアムを加えたモデルの分析も行っているが、モデルの説明力は、（財務指標＋買収者モデルよりは高いもの）直近プレミアムモデルには及ばないことから記載を省略）。

これは、株式市場における株価水準や近隣MBOの事例情報を強く意識していることを示唆する結果であり、本分析の新たなファクト・ファインディングである。

図表7 近接するMBO事例の買収プレミアム  
(1事例前から6事例前まで) モデル

説明変数	係数	P値
C (定数項)	+0.19395	0.0793
g1 (1事例前買収プレミアム)	+0.1451	0.1591
g2 (2事例前買収プレミアム)	-0.1863*	0.0734
g3 (3事例前買収プレミアム)	+0.3014***	0.0053
g4 (4事例前買収プレミアム)	-0.0096	0.9268
g5 (5事例前買収プレミアム)	+0.3374***	0.0015
g6 (6事例前買収プレミアム)	+0.0986	0.3604
修正R二乗値	0.1927	—

本研究においては、わが国株式市場における、最近約一〇年間のMBO事例を分析対象として、MBOの買収プレミアムについて、決定要因を分析した。参照した事例数は一〇七件に及び、MBOの分析事例としては大規模かつ最近の市場動向を把握する上で、重要な結果となっている。

分析に際しては、買収対象企業の財務状況、買収側の株式保有比率、市場におけるMBO事例間の買収プレミアム動向等、複数の要因群を想定した分析を行った。その結果、以下のように、複数のファクト・ファイディングが得られている。

第一は、対象企業の複数の財務指標（ROE、自己資本比率、PER、PBR、買収者保有株比率、追加的必要買付比率）を変数とした場合、統計上有意な結果となったのは、PBR項のみであった。PBRは企業の純資産に対する株価の相対的な高低を示す指標であり、買収者は企業の純資産価値について、割安・割高状態を判断基準として、買収プレミアムを決定していると考えられる。

第二に、PBR以外の指標については、分析結果上、有意な結果は得られなかった。この理由は必ずしも明確ではないが、利益・損失関係数値についての、投資家側の信頼性が考えられる。レックス・ホールディングス事件判決において企業経営者（兼買収者）による利益・損失の操作可能性が指摘されていたように、これら指標は（一株当たり資産等数値に比して）信頼度が劣ると、買収側及び一般投資家の双方に認識されており、その結果、買収プレミアムの検討に際し、重要視されていない可能性がある。

第三に、買収者保有株比率項がマイナス値で有意（5%有意水準）であり、創業者一族が買収者である場合や、すでに大口の比率を有している買収者が存在する場合には、プレミアムは相対的に低くなる可能性を示している。

買収者側の保有比率が高い事例においては、相対的に一般投資家に対する買収者側の交渉力が強いことを意味しており、それら交渉力の強弱がプレミアム設定に影響している可能性がある。

最後に、本モデルは分析対象事例に先んじて実施されたMBO事例の買収プレミアムを説明変数として分析するモデルにおいては、モデルの分析結果が財務指標等を説明変数とするモデルに比して高い説明力を示している。これは企業の財務指標等よりも、買収者側がそのMBO買収プレミアムの設定に際して、市況に示されるMBOの「相場」を大きく意識した行動をとっていることを示している。言い換えれば、MBOにおける買収プレミアムの設定に際しては、その時々々の市況による「相場」やセンチメントが大きく影響している状況が伺える。これは、買収者が株式市場における株価水準や近隣MBOの事例情報を強く意識していることを示唆する結果であり、本分析のファクト・ファインディングの中心となる事項である。

以上のファインディングスは、わが国MBOの実態を調べる上で重要なものである。ただし、ディスカウント・プレミアムが存在可能性等、本研究においては未解決な部分も存在しており、今後も継続した分析が必要である。

注

- (1) 二〇一七年六月一八日付、及び二〇一八年三月二三日付日本経済新聞による。
- (2) 発行済み株式総数の三分の一超を保有することで、株主総会における特別決議の阻止が可能となる。
- (3) 志馬祥紀（二〇一八）参照。
- (4) TOBにおけるディスカウント・デールについては、マイナス・プレミアムがつくTOBを指す。例えば、事前

に株式売却合意のある特定の大株主から一定数の株式を買付ける目的でTOBを行う場合、一般株主が応募行われると買付比率が按分され、大株主は目標とする株数の売却ができない。同状態を防ぐために、一般株主が応募しないであろうマイナス・プレミアムを付けることで一般株主の応募を防ぎ、同価格で買付けを行う取引をディスカウント・デールと呼ぶ。

#### 参考文献

- ・井上光太郎（二〇〇八）「日本のTOBは強圧的か？」『M&A時代のファンドと株主利益―効率的で公平な資本市場を求めよ』社団法人日本経済研究センター、pp. 99-104.
- ・佐藤元治（二〇一〇）、「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44(1)、75-106、2011-09
- 函大商学論究委員会
- ・志馬祥紀（二〇一八）、「MBOを巡る判決と行政指針―レックス・ホールディングス事件判決と経産省MBO指針」、『証券レポート』（一七〇八号）、二〇一八年六月、pp. 27-46.
- ・胥鵬（二〇一〇a）「コーポレート・ガバナンスの再検証―LBOとMBOの経済学―」『経済志林』第七九巻第一号、pp. 475-498.
- ・胥鵬（二〇一〇b）「日本における経営権市場の形成―バイアウトを中心として」宮島英昭編著『日本の企業統治』東洋経済新報社、pp. 151-177.
- ・野瀬義明・伊藤彰敏（二〇〇九）「バイアウト・ファンドによる買収のインパクトに関する分析」、『現代ファイナンス』No. 26、日本ファイナンス学会MPTTフォーラム、pp. 49-66.

- ・前澤博一（二〇〇八）「MBOと利益相反問題」『M&A時代のファンドと株主利益―効率的で公平な資本市場を求めて』社団法人日本経済研究センター、pp. 15-140.
- ・吉村一男（二〇一〇）「MBOと少数株主利益―MBOにおける少数株主は十分に補償されているか」『企業会計』Vol. 62、No. 10、p. 83-94.

（しま よしのり・客員研究員）