

マネジメント・バイアウト (MBO) における株主間利益相反の回避と買収プレミアムの決定

志馬 祥 紀

要 旨

我が国の上場企業を対象とする MBO は、バブル経済の崩壊後、株式市場の低迷時に本格化し、株価が上昇した昨今においても、一定数の取引が継続的に実施されている。これら MBO については経営者兼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、取引に批判的な意見も多くみられる。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 – より正確には MBO の外形的な手続きや買収プレミアムに示される金銭的な条件が投資家や市場によって許容されている – 可能性を示唆している。

本研究では、こうした問題意識に基づき、MBO における論点を記載、実務慣行に大きく影響したと考えられる裁判判決及び政策指針、実務上の対応を述べた上で、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。

実証分析の結果、買収プレミアムの決定に際しては、対象企業の財務状況や買収者の MBO 前の保有株式比率等の変数が一定の説明力を有しているものの、最も重要な要因は、先んじて実施された MBO 事例の買収プレミアム数値であった。この結果が示唆するところは、一裁判や政策上指針が、MBO における利益相反の回避ための実務を整備したことに加えて – 株式市場におけるプレミアムの設定プロセスに一定の合理性がみられることで、取引について社会的な許容の動きが進むことになったと考えられる。

目 次

- | | |
|--------------------------------------|------------------------|
| I. はじめに | 2. 経済産業省 MBO 指針 |
| II. MBO を巡る動向 | 3. 実務上の利益相反の回避措置 |
| III. MBO を巡る利害関係 (経営者・資金提供者・一般株主の利害) | IV. MBO における買収プレミアムの分析 |
| 1. レックス・ホールディングス事件とその判決 | 1. 先行研究の紹介 |
| | 2. 分析データの説明 |

3. モデル説明
4. 実証分析結果

V. おわりに

I. はじめに

我が国における上場企業を対象とするMBOは、バブル経済の崩壊後、株式市場の低迷時に初の事例が発生・本格化した。そして株価が上昇した昨今も、一定数の取引が継続的に実施されている。これらMBOについては経営者兼（部分的あるいは全面的な）買収者である一部の株主と、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、取引に批判的な意見も多くみられる。しかし取引事例が一定量継続している現状は、取引に合理性がみられる－より正確に言えば、MBOの外形的な手続きや買収プレミアムに示される金銭的な条件が投資家や市場によって許容されている－可能性を示唆している。

本研究では、こうした問題意識に基づき、MBOにおける論点を示し、実務慣行に大きく影響したと考えられる裁判判決及び政策指針を紹介した後、MBO実施企業における実務上の対応を述べた上で、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。

II. MBOを巡る動向

MBOとは“Management Buyout”の略で、経営陣が株主から株式等を買取り、企業（自社や、子会社、特定の事業など）の所有者となることを指す。

元来MBOは、後継者のいない非公開企業の

オーナーが、会社の役員などに経営を譲ることにより、後継者問題を解決するためや、企業の中核的な事業を、その事業を管掌してきた経営陣に譲り、経営の自由度を高め、機動的に経営するために行われる（親会社化からの独立）ために実施される事例が多かった。

しかし近年、上場企業の経営陣や創業者一族が、単独、あるいは投資ファンド（主にプライベート・エクイティ・ファンド）、銀行等金融機関と提携し、対象企業を非上場化する事例が増加している。

上場企業を対象とするMBOと、非上場企業を対象とするMBOでは、議論の所在が大きく異なることから、以下では断りのない限り、「MBO」とは上場企業を対象とし、MBO実施後上場廃止となる事例を指すこととする。

MBOは2000年代中頃より活発化しており、2006年には9件、2007年には14件であったものが、2011年に21件とピークを迎えている。その後件数は減少するものの、継続的に一定数が存在している（2015年に5件、2016年に4件）。なお、同時期のTOB（企業買収）件数もMBOとほぼ同様の動きを示している¹⁾。

III. MBOを巡る利害関係（経営者・資金提供者・一般株主の利害

一般的に、MBOを行う目的としては、経営者側、資金提供者側の理由として以下の項目が挙げられる。

経営者側には、「意思決定の迅速化」（経営上

の意思決定を迅速に行うため)、「情報開示コストの回避」(上場に伴うコスト、主に情報開示に伴う負担の削減・回避)、「買収防衛策」(敵対的買収に対する対抗策として使用される事例)、等がある。

資金提供者側には、「代替的投資先としてのMBO」(2000年代は株価が低迷した時期であり、IPO(新規上場)の減少、リーマンショック後の不動産価格の低迷などにより、有望な投資先に困った機関投資家(プライベート・エクイティ・ファンド、金融機関のプリンシパル・インベストメント(自己資金投資))が、資金提供者としてMBOに参加するなどの目的が存在する。

これら経営者及び資金提供者は、経営者が資金を提供することで役割が重複する場合もあればしない場合も存在するが、一般的に上場企業を対象とするMBOにおいては、経営者・資金提供者と一般株主間の利害関係(利益相反の可能性)が重要な問題となる。

最も重要となるのは「情報の非対称性」であり、経営者は対象企業の経営状態を熟知する一方、個人投資家を含む一般株主は十分な情報を持たず、経営者と株主間には情報格差が存在する。

この結果、本来株主の代理人として企業経営にあたる経営者が同企業の買収者となる場合には、必然的に経営者に利益相反の構造が発生し得る。同経営者には対象企業を安く購入したいインセンティブが存在する一方、株主の代理人としては企業を売却する際にはできる限り高価に売却を行う義務がある。こうした利益相反問題を回避するために、経営者による恣意的な意思決定を排除し、一般株主に適切な判断機会を確保するなど、株式価格の適正性を担保する必

要がある。

実際、初期のMBOにおいては、利益相反に関する判決の蓄積や慣行の習熟が十分ではなく、株主保護の観点からみて問題のあると思われる事例もみられ、実際に次節におけるレックス・ホールディングス事件判決等のように株主から取締役等が提訴されている事例が存在する。

1. レックス・ホールディングス事件とその判決

MBOが我が国において最初に話題となったのは、2005年7月にワールド(アパレル大手)、同年8月にポッカ・コーポレーション(飲料品大手)が経営陣によるMBO実施・上場廃止を発表した際である。

これら事例は、経営状態が順調な企業を対象とするMBOであり、かつMBO実施後に上場廃止となる点で世間の注目を集めた(それ以前にも、上場企業を対象とするMBOは存在したが、対象企業の経営不振、MBO実施後も上場を継続する等、注目度が低かった。その意味でワールド、ポッカのMBOはそれ以前のMBOとは質的に異なる)。

その後、ワールド/ポッカ型のMBOが増加し、一般株主との利益相反(意思決定手続きや買収プレミアムの適切性等)について株主訴訟が複数発生した。それら訴訟の内代表的なものは、MBOが定着し始めた時期に発生したレックス・ホールディングス事件である。以下本節及び次節では、レックス・ホールディングス事件(東京地方裁判所決定2007年12月、東京高等裁判所決定2009年9月、東京高等裁判所許可抗告申立許可決定2008年10月、最高裁判所抗告棄却決定2009年10月)、そして同事件と並行する

形で公表された経済産業省のMBO指針（2007年9月）について述べる。

（1） レックス・ホールディングス事件とは
レックス・ホールディングス）事件判決は、MBOに際して全部取得条項付種類株式を用いた少数株主のスクイーズ・アウトが行われた場合の取得価格について、裁判所が初めて判断を示した事例である。

裁判中、論点とされたのは、全部取得条項付種類株式を用いた少数株主のスクイーズ・アウトが行われた場合の取得価格である。具体的には、MBO実施時の買付価格が意図的な業績下方修正等で不当に安く設定されたとして、一部株主が反発、裁判所に取得価格決定申立てを行った事項である。

（2） 事実関係

レックス・ホールディングス事件においては、特別損失の発生による業績下方修正の発表が行われた（2006年8月21日）ことで株価が急落した。その後経営陣によるMBOが公表され（同年11月10日）、公開買付価格も株価急落後の時価を基準に設定されていた。一部の株主から、こうした公開買付価格（及びその後のスクイーズ・アウト）における取得価格の設定が、本来の株式価値を大幅に下回っているのではないかとの疑義が提起された。

（3） 判決の内容

地裁判決及び高裁判決では、「取得価格の判断基準」「取得日における当該株式の客観的な時価」「業績予想の下方修正公表後のMBOについての整理」「強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額」等

が論点とされた（これら判決内容の詳細については、本稿では頁の制約上記載しない。判決の内容詳細や各論点についての筆者の見解については（志馬 [2018b] を参照のこと）。

東京高裁決定は、「会社法172条1項に基づく取得価格決定申立がされた場合には、当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきである」「公正な価格を定めるにあたっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮するのが相当である。」「会社法は、取得価格の決定を、記録に表われた諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねたものと解するのが相当である」と述べている。

その上で、取得日における当該株式の客観的価値については、公開買付の約3ヵ月前に公表された業績予想の下方修正を理由に、公開買付公表の直前日からさかのぼって6ヵ月間の市場株価を平均することによって算定すべきであるとして、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待の評価については、レックスホールディングス側が事業計画書や株価算定評価書を提出しないことなどを理由に、本件MBOに近接した時期において行われたMBOのプレミアムの平均値を参考にして決定するとした。その結果、当該株式の客観的価値に20%を加算した額が、株価の上昇に対する期待を考慮した株式の取得価格であるとの判断を示した。

当該高裁判決を踏まえた最高裁判決の概要は以下のとおりである。

東京高裁決定に対しレックス・ホールディングス側は抗告しているが、最高裁決定は、当該抗告を棄却している。なお同最高裁決定におけ

る田原陸夫裁判官の補足意見では、「取得価格は公正な価格を意味」しており、「取得価格は、① MBO が行われなかったならば株主が享受しうる価値と、② MBO の実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを、合算して算定すべき」、という一般論を示した。

また、後述する経産省の MBO 指針を参照しつつ、MBO においては全株主に対して透明性の確保された手続きが執られることが要請されると指摘した。

そして、田原裁判官の補足意見は、本件 MBO においては、買付等の価格の算定に当たり参考とした第三者による評価書、意見書等が公開されず、事業計画や株価算定評価書等の開示もなされなかったこと、また公開買付者のプレスリリースや株主あてのお知らせにおける、公開買付に応じない株主は、普通株式の1株に満たない端数しか受け取れないところ、当該株主が株式買取請求権を行使し価格決定の申立を行っても、裁判所がこれを認めるか否かは必ずしも明らかではない旨や、公開買付に応じない株主は、その後の必要手続き等に関しては自らの責任にて確認し、判断されたい旨の記載は、「強圧的な効果」に該当しかねない表現であることを指摘した上で、高等裁判所の判断は肯定できると判断した。

同判決の特徴としては、まず MBO 価格について本決定は、合併後のレックス・ホールディングスが行った特別抗告について原決定に憲法違反がないこと、また抗告について原決定に判例違反がないことを理由にそれぞれ棄却しているのみであり、取得価格について直接判断は示していない。

MBO の手続きについては、最高裁判決にお

ける補足意見において、経済産業省の MBO 指針を参照した上で、MBO に際しては、経営陣が株主との間において利益相反的状态となり得ること、及び MBO に積極的ではない株主に対して強圧的な効果を生じかねないことから、反対株主を含む全株主に対して透明性の確保された手続きが執られることが要請されていることを指摘し、取得価格の決定に際しては、透明性が確保されているか否かも踏まえる必要があるとしており、MBO 指針における手続面の重要性が強調されている。

2. 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針」(「MBO 指針」)

経済産業省の「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針」(以下、MBO 指針) は、MBO に関し、企業社会における公正なルールのあり方を提示することを目的として、2007年9月4日に発表された。

同指針では、MBO は、「経営者及び株主間のエージェンシー問題の解決を図り得る、経済的意義を有する取引である」と評価し、「企業のライフサイクルの中で、上場を継続することが適さなくなった場合に、MBO により非上場化し、各企業に適した資本関係を実現することの意義」や「市場株価以上での株式売却の機会が提供されること自体にも、意義が認められる」と指摘している。

他方、MBO は「本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、自ら株主から対象会社の株式を取得することとなり、必然的に取締役についての利益相反的構造が生

じる。そして、取締役は対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、MBOの場合には、株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間に、大きな情報の非対称性も存在することとなる。そこで、株主の立場から、MBOが有する意義から逸脱して不合理な取引が行われ、又は価格が不当に低く設定され、取締役が不当に利益を享受しているのではないかといった懸念が指摘されている」との論点についても指摘するなど、MBOの正負各々の側面を論じている。

更に「MBO価格についての基本的整理（MBOに際して実現される価値、MBOなしでは実現されない価値等の概念整理）」等を実施した上で、「価格の適正性を担保する客観的状況の確保」等の論点と実務対応の指針（実施したTOBと同一価格を基準とした少数株主のスクイーズ・アウト、独立した第三者委員会などへの諮問、対抗的な買付の機会の確保など）を示している。

本指針中で注目されるのは、企業価値についての考え方の整理と、具体的対応を論じた箇所である。

MBOに際して実現される価値については、「MBOを行わなければ実現できない価値」と、「MBOを行わなくても実現できる価値」の二種類に区別し、後者については基本的に株主が受けるべきもの、前者については株主および取締役が受けるべき部分の双方が含まれているとしている。

同指針では、実際には、前者および後者の価値を客観的に区別・算定すること、MBO実施前の市場株価が前者および後者の価値を反映しているかを判別すること、および前者の価値について株主および取締役が受けるべき部分につ

いて一義的・客観的な基準を設けることは困難であるとし、株主が受けるべき利益につき客観的な基準を設けることはできないとし、「そのため、株主にとって公正な手続きを通じてMBOを行うことにより、株主が受けるべき利益が損なわれることのないようにする必要性が高い」とし、複数の具体的事例を挙げている。

3. 実務上の利益相反の回避措置

レックス・ホールディングス事件判決及び経産省MBO指針に共通する特徴は、MBOによって実現される企業価値については、「MBOを行わなければ実現できない価値」と、「MBOを行わなくても実現できる価値」に分類しつつも、その算定方法や基準設定は困難であるとして議論を行わず、株主の判断機会の確保、価格の適正性を担保する客観的状況の確保等といった外形的な実務上の対応を求めている点に最大の特徴がある。外形的な条件を満たすことで、経営者に対する株主による訴訟等リスクは大きく低下させると理解されうるものである。この結果、実務上は様々な買収者側株主と経営者の利益相反の回避措置の整備が進むこととなった。

以下では、第三者委員会設置をはじめとする利益相反回避措置について説明する。これらは、必ずしも全てを講じる必要があるわけではないが、第三者評価機関からの算定書の取得、特別利害関係を有する取締役の取締役会の審議及び決議からの排除、弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスは実施されるのが普通である。

(1) 第三者委員会の設置

第三者委員会とは、取締役会がMBOについ

て意思決定に際し、当該 MBO について検討することを目的として取締役会が任意に設置する会議体をいう。利益相反問題が生じる取締役に、MBO に係る対象会社の意思決定が不当に恣意的に行われないう、取締役会から独立して第三者委員会に対し MBO の是非及び条件等について諮問や、MBO を行う取締役との交渉を委託し、その結果を尊重すべきものである。第三者委員会の設置は近年の MBO 事例では一般化しており、取得価格決定の申立ての裁判例においても、当該委員会の機能について言及しているものが増加するなど、重要性が増している。委員会は、社外取締役、社外監査役、弁護士、公認会計士等から構成される事例が多い。諮問事項は、基本的に「取締役会が MBO に伴う公開買付について表明する意見内容及び応募推奨の是非」「2段階目のスクイーズ・アウトが少数株主の利益に反しないか」の2点が問われる。

(2) 特別の利害関係を有する取締役を除く 取締役及び監査役全員の承認

経産省 MBO 指針では、特別の利害関係を有する取締役を除く取締役および監査役全員の承認は、意思決定の透明性・合理性が確保されている事情の1つとしている。

これら取締役及び監査役のうち反対者がいる場合には、誰がどのような理由で反対したのかを株主に明らかにすることが、意思決定の透明性・合理性の確保のために重要となる。

特別の利害関係を有する取締役は、議決に関与できないとされるが、MBO においては、法令上の特別の利害関係に該当する取締役だけでなく、MBO における意思決定の透明性・合理性を高める観点から、「MBO の公開買付への

出資者」「MBO 実施後に公開買付者に出資する予定の取締役」「公開買付に応募することが予定されている大株主から派遣されている大株主たる取締役」等の利害関係を有する取締役・監査役、を広く審議・決議から除外することが多い。

(3) 弁護士・アドバイザーなどによる独立したアドバイス

MBO に際し、買収者側が買付価格の提案をすることが一般的であるが、対象会社としても、当該提案価格の妥当性を適切に評価し、意見表明を行うために、MBO 等において提示されている価格に関し、独立した第三者評価機関から独自に算定書等を取得することが、利益相反回避措置の一つに挙げられる。

MBO 指針では、算定方法の採用にあたっては、複数の算定方法を利用する等、合理的な算定方法を採用し、恣意的な価格の算定等がなされないように配慮することが必要とされる。

(4) その他の事項

その他、実務上の措置としては、「公開買付期間の長期化（少なくとも、公開買付制度の求める最短の20営業日ではなく、少なくとも30営業日とする）」「対抗者の出現時に、対抗者が対象会社との接触を制限する合意（取引保護条項）を締結しないこと」「TOB における買付数の下限を高水準に設定しないこと」等多くの措置が存在している。

IV. MBO における買収プレミアムの分析

以上の裁判過程や経産省 MBO 指針における

議論を経て、MBO における論点・問題点は、明確化され、その後の取引実務の透明性向上に貢献してきた。

一方、MBO の買収プレミアムは、買収者側が個別事例毎に決定しており、その算定プロセスの合理的や、決定要因は必ずしも明確ではない。以下では、海外の先行研究を踏まえ、対象企業の財務状況や、買収者と一般株主間の相対的な交渉力の強弱、証券市場における MBO 事例間の関係等に注目して、買収プレミアムの決定要因について分析を行う。

1. 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 [2011] 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 1975 年から 80 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 1980 年の英国である)。

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。

胥 [2011a] 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 [2011b] 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たと上で、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 [2009] 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、2000 年から 2008 年 3 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 [2008] 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 [2008] は、日本・英国での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は利益相反を起こしやすく、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 [2010] 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2006年から2009年11月の期間における株式の非公開化を伴うMBO目的のTOB(52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。

2. 分析データの説明

実証分析の対象企業データ(サンプル数:全107社)は、上場企業であったものが、2007年から2017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、上場廃止となった事例である。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1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(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50.61%と総資産の約半分を示している。最大値は90.80%の企業がある一方、同値が負の債務超過企業も対象企業に含まれている。

図表1 対象企業の財務、株価状況、買収者等の保有・事前確保比率、買収プレミアム等データ状況

	自己資本比率 (%)	自己資本利益率 (%)	PBR	PER	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 (%)	対前日終値プレミアム	対過去1ヵ月間株価平均プレミアム	対過去3ヵ月間株価平均プレミアム	対過去6ヵ月間株価平均プレミアム
平均	50.61	2.51	0.7	14.5	37.60	32.98	60.32	58.7	57.05	52.45
最大値	90.80	74.10	8.6	127.2	74.80	65.76	400.00	257.1	221.95	229.63
最小値	-22.21	-167.50	-0.8	-225.8	1.24	1.42	3.97	-3.5	-11.97	-6.89

- (注) 1) 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)
 2) PER: 株価収益率 (Price Earnings Ratio, 「株価/一株当たり利益」として算出)
 3) 数値はサンプル対象企業107社データに基づき算出 (ただし過去6か月の株価月株価については98社のみが公表)
 4) 買収プレミアムとは、買収価格と前日終値 (あるいは過去1・3・6ヵ月間平均等) との比較 (%)

自己資本利益率（ROE）の平均値は2.51%であり、最大値が74.10%と高い一方で、負の値として-167.50%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²⁾によれば、日本企業のROEは2016年8.7%、2017年度に10.1%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40%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、PER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、PBR値は平均値が0.7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MBOが実施されていることを示唆している一方、8.6倍と高い銘柄も存在している。またPER値は平均値が14.5であり、最大値127.2倍、最小値は-225.8倍（本来は、定義上負の値は存在しないが、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37.60%と発行済み株式総数の三分之一を超えており、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³⁾。

また、買収者側が追加的に入手する必要のある、株式市場における買付比率は、平均で32.98%と買収者の保有・確保済株式比率平均を下回っており、買収者側が影響力を行使しやすい企業が、MBO対象となっていることが伺える。

また同表には、買付価格とMBO公表前日終値の株価（直近価格）を比較することで算出し

た買収プレミアムを示している（併せて、直近1ヵ月間（及び3ヵ月、6ヵ月間）の株価平均値と買付価格を比較した値を表示）。

この結果は、MBO公表前日株価終値について平均で約60%、過去1～6ヵ月間の株価平均に対して50%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60.32%（最大値400.00%、最小値3.97%）であるが、同値は、例えば過去6ヵ月間の株価平均プレミアムに対する値（52.45%）に比して、高くなっている。当該事象は、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、負の値が過去1～6ヵ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事柄とも整合的である）。

3. モデル説明

以下では、買収者による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、「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3種類の説明変数を検討する。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決定プロセス時における市況動向の3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1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1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られるモデルである。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>

- ① $PRM = C + aROE + bOWNER + cPER + dPBR + eMERG + fADDITION + u$
- ② $PRM = C + g1MBO(-1) + g2MBO(-2) + u$

<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)：2事例前の MBO 案件における買収プレミアム

u：誤差項

4. 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(図表2モデル①)

図表2の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の結果である。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0.0502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項が負値で有意(5%有意水準で有意)であり、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

マネジメント・バイアウト（MBO）における株主間利益相反の回避と買収プレミアムの決定

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、財務指標変数の中 PBR 項しか有意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 が負値の企業が相当比率を占めることから、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⁴⁾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が認識されており、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。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負値で有意（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負値で有意（5%有意水準）であるが、これは買収者側の追加的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⁵⁾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。

図表 2 回帰分析モデルの結果

① 財務指標及び買収者持ち株変数モデル			② 近接する MBO 事例の買収プレミアムモデル		
説明変数	説明変数の係数	P 値	説明変数	係数	P 値
C (定数項)	+1.8160***	0.0002	C (定数項)	+0.19395	0.0793
a (ROE)	+0.0028	0.2146	g1 (1 事例前買収プレミアム)	+0.1451	0.1591
b (自己資本比率)	-0.0024	0.3342	g2 (2 事例前買収プレミアム)	-0.1863*	0.0734
c (PER)	-0.0006	0.7116	g3 (3 事例前買収プレミアム)	+0.3014***	0.0053
d (PBR)	-0.1152**	0.0348	g4 (4 事例前買収プレミアム)	-0.0096	0.9268
e (買収者保有株比率)	-0.0129**	0.0382	g5 (5 事例前買収プレミアム)	+0.3374***	0.0015
f (追加的買付比率)	-0.0151**	0.0367	g6 (6 事例前買収プレミアム)	+0.0986	0.3604
修正 R 二乗値	0.0502	-	修正 R 二乗値	0.1927	-

(注) ***: 有意水準 1% で有意, **: 有意水準 5% で有意, *: 有意水準 10% で有意

(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 (図表 2 モデル ②)

図表 2 の②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 (1 事例前～6 事例前) として分析するモデルの結果である。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、その時々由市況による「相場」やセンチメントの存在を念頭におき、買収者が当該相場を参考として買収プレミアム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 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 6 事例前までを設定する。

同モデルの結果中、説明力を示す修正 R 二乗値は 0.1927 であり、これは①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、2 事例、3 事例、5 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が高い (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している)。

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。

V. おわりに

本研究においては、わが国株式市場における、最近約 10 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 107 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、以下のファクト・ファイン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 necessary 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負値で有意(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。

これら分析結果の持つ経済学的な意味については、裁判や政策上の指針が、MBOにおける利益相反の回避の実務上(外形的な)の取引条件を整備したことに加えて、株式市場におけるプレミアムの設定プロセスに株主にとっての金銭的な(実質的な)合理性がみられることで、MBOを巡る環境整備が進み、取引についての

理解、あるいは社会的な許容の動きが進むことになったと考えられる。

以上の内容は、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・プレミアムの存在可能性等、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。

以上

注

- 1) MBO及びTOBの件数についてはM&A ONLINE [2017a] [2017b]より作成。
- 2) 日本経済新聞2017年6月18日付、及び2018年3月13日付記事による。
- 3) 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。
- 4) 志馬祥紀 [2018b]を参照。
- 5) TOBにおけるディスカウント・ディールについては、負のプレミアムがつく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負のプレミアムを付けることで一般株主の応募を防ぎ、同価格で買付を行う取引をディスカウント・ディールと呼ぶ。

参 考 文 献

- 井原宏隆 [2015] 「MBOにおける取締役及び監査役の義務：レックス・ホールディングス損害賠償事件控訴審判決 [東京高裁平成25.4.17判決] — A Study on The Obligation of Directors and Auditors in MBO」『専修法研論集：専修大学大学院紀要』第57号，専修大学大学院神田学友会，9月，73-103頁
- 井上光太郎 [2008] 「日本のTOBは強圧のか？」『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て』社団法人日本経済研究センター，99-104頁
- 大久保涼 [2014]，鈴木健太郎，宮崎隆，服部紘実，『買収ファイナンスの法務』，中央経済社，2014

- 年12月
- 大崎貞和 [2005] 「「非公開化」の意義と問題点」『資本市場クォーター』, 2005年秋号, 野村資本市場研究所, 91-95頁
- 太田洋 [2008] 「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」『旬刊商事法務』第1848号, 2008年11月15日, 商事法務研究会, 4-14頁
- 太田 [2010] 「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討 [平成20.9.12] (MBOに係る株式取得価格決定申立事件の検討)」『別冊商事法務』第346号, 商事法務, 10月, 18-27頁
- 加藤貴仁 [2009a] 「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討 (上) 「公正な価格」の算定における裁判所の役割」, 『旬刊商事法務』第1875号, 2009年9月5日, 商事法務研究会, 4-9頁
- 加藤貴仁 [2009b] 「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討 (中) 「公正な価格」の算定における裁判所の役割」『旬刊商事法務』第1876号, 2009年9月15日, 商事法務研究会, 4-19頁
- 加藤貴仁 [2009c] 「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討 (下) 「公正な価格」の算定における裁判所の役割」『旬刊商事法務』第1877号, 2009年9月25日, 商事法務研究会, 24-31頁
- 草地邦晴 [2010] 「反対株主の株式買取請求と「公正な価格」について」『OIKE LIBRARY』第32号, 御池法律事務所 (<http://www.oike-law.gr.jp/wp-content/uploads/oike32-01.pdf>), 10月
- 久保田安彦 [2017] 「少数株主の締め出しと対価の不当性 (2) 一会社法の基礎」『法学セミナー』第750号, 7月, 日本評論社, 79-85頁
- 高賢一 [2008] 「レックス株式取得価格決定申立事件」, 伊藤見富法律事務所・モリソン・フォースター外国法事務弁護士事務所 (外国法共同事業事務所) (<http://www.mofo.jp/topics/legal-updates/legal-updates/24.html>), 3月
- 笹山幸嗣 [2011], 松村祐土, 三上二郎『MBO経営陣による上場企業の戦略的非公開化』, 12月, 日本経済新聞出版社
- 佐藤元治 [2011] 「日本のMBO研究のサーベイ一定義, 動機, 意義, 問題点一」『函大商学論究』第44巻第1号, 函大商学論究委員会, 2011年9月, 75-106頁
- 志馬祥紀 [2017a] 「我が国のマネジメント・バイアウト (MBO) を巡る動向」『証研レポート』第1704号, 公益財団法人日本証券経済研究所 (www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1704/1704_03.pdf), 10月, 34-57頁
- 志馬祥紀 [2018b] 「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』1708号, 2018年6月, 27-46頁
- 白井和正 [2014] 「MBOにおける利益相反回避措置の検証: ホリプロ株式取得価格決定申立事件を題材に」『旬刊商事法務』第2031号, 商事法務研究会, 4月, 4-16頁
- 胥鵬 [2011a] 「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79巻第1号, 2011年, 475-498頁
- 胥鵬 [2011b] 「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, 2011年, 151-177頁
- 十市崇 [2009a] 「レックス・ホールディングス事件最高裁決定とMBO実務への影響 (上) 地裁決定および高裁決定を踏まえて」『金融・商事判例』No.1325, 2009年10月1日号, 経済法令研究会, 8-17頁
- 十市崇 [2009b] 「レックス・ホールディングス事件最高裁決定とMBO実務への影響 (下) 地裁決定および高裁決定を踏まえて」『金融・商事判例』No.1326, 2009年10月15日号, 経済法令研究会, 2-8頁
- 野瀬義明・伊藤彰敏 [2009] 「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』第26号, 日本ファイナンス学会MPTフォーラム, 2009年, 49-66頁
- 前澤博一 [2008] 「MBOと利益相反問題」『M&A時

マネジメント・バイアウト (MBO) における株主間利益相反の回避と買収プレミアムの決定

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, 3月, 15-140頁

吉川慶 [2013] 「MBO にかかる株式取得価格の判断方法」, 東京大学法科大学院ローレビュー ([http://www.sllr.j.u-tokyo.ac.jp/08/papers/v08part06\(yoshikawa\).pdf](http://www.sllr.j.u-tokyo.ac.jp/08/papers/v08part06(yoshikawa).pdf)), 第8巻9月

吉村一男 [2010] 「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』, 第62巻第10号, 83-94頁

M&A ONLINE [2017a] 「MBO とプレミアム (上)

経営陣が安く買い叩くは本当? 株価データに見る真実」 (<https://maonline.jp/articles/mbo-premiumjou>), 2017年1月31日

M&A ONLINE [2017b] 「MBO とプレミアム (下) 経営陣が安く買い叩けないワケレックス事件など影響」 (<https://maonline.jp/articles/mbo-premiumge>), 2017年2月2日

(本研究の一部は公益財団法人石井記念証券研究振興財団の研究助成によっている)。

(帝塚山大学経済学部教授・
当研究所客員研究員)