

# 日本の MBO 研究のサーベイ

## — 定義、動機、意義、問題点 —

佐藤元治

### I はじめに

2006年度から2010年度までの5年間に日本で421社が MBO (management buy-out) に踏み切ったという<sup>1</sup>。MBO が認知され頻繁に実施されるようになるとともに、MBO に関する研究も蓄積されてきた。それらを振り返り整理することは、日本の MBO の現状を知り公正・健全な MBO を促進し、また、今後さらに MBO 研究が発展する上で有意義であろう。本稿では、日本で発表された MBO に関する研究をサーベイする。なお、MBO に関する研究には、MBO を行う過程で実施される TOB、スクイーズアウト、非公開化(ゴーイング・プライベート、上場廃止) や、MBO の際に登場するバイアウト・ファンド、金融機関(デット・プロバイダー)、M&Aアドバイザー・仲介会社などについての研究を含めている。

MBO に関する研究テーマは多岐にわたるが、本稿では①定義・本質、②動機、③意義・効果、④問題点の4つのテーマを取り上げる。②動機と③意義・効果は密接に関連するが、②動機は事前に何を動機・目的・狙いとして MBO を行うのかに、③意義・効果は事後的にどんな意義・効果が得られたのか、あるいは MBO がどんな役割を果たしたのかに焦点を当てた。いくつかの論文は、上記の4つのテーマのうち複数個所で取り上げる。

---

1 『日経ビジネス』2011年6月13日号、p. 27。

## II 定義・本質に関する研究

浦野(2009)は、「経営陣による株主の交代」がMBOの定義としてふさわしいか否かを検討した<sup>2</sup>。

まず、MBOに使われているバイアウトという用語は、株主となり所有権を取得することを目的とした買収を指し、所有権の移転に重きが置かれるものとして一般的なM&Aとは区別されている。これを踏まえてMBOの概念をとらえると、内部の現職経営陣が主導的立場に立って、自ら所有権を獲得することを目的として行うバイアウトという解釈が基本となる。

アメリカ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 (leveraged buy-out) がMBOに先行し、MBOはLBOの一部として位置づけられている。それゆえ、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の範疇に含めるあいまいなものとなっている。また、アメリカでは、バイアウトの分類にLBOとMBO以外は存在しない。

MBOという用語が作り出されたのは1980年のイギリスである。イギリスでMBOと分類されるのは、経営陣が主導し、経営陣による所有権獲得を目指すものである。また、イギリスでは、バイアウトに含まれるものとして企業内部者主導のMBO、MEBO (management-employee buy-out)、EBO (employee buy-out)、企業外部者主導のBIMBO (hybrid buy-in / management buy-out)、MBI (management buy-in)、IBO (investor-led buy-out)があり、区別されている<sup>3・4</sup>。MBOという用語の概念を深化させてきたイギリスの概念に従えば、経営陣の主導性がないもの、所有権獲得への意欲がないものをMBOに含めてはならず、アメリカ型のMBO概念は、MBOの

---

2 浦野(2009)では、論文の前半で、日本の会社法の規定に基づく会社機関構成の下で、「経営陣による株主の交代」が可能であるのか検討し可能であるとの結論に至ったが、法律の解釈の議論であるので本稿では取り上げない。

拡大解釈であり、MBO という用語の濫用である。

日本でMBOが認識されるようになったのは1990年代終盤で、アメリカ、イギリス両国の影響を受ける形でその活用が広まった。MBO概念についても両国の概念が一度に取り入れられ、その結果、日本におけるMBO関連文献の中で提示されるMBOの概念は実に様々だが、どちらかといえばアメリカ型の影響を強く受け、それが日本におけるMBO概念の拡大解釈を生み出していると思われる。日本のMBO概念の現状を端的に示すのが「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）に関する報告書（以下、MBO報告書）<sup>5</sup>」であり、「MBOとは、現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入することをいうが、実際には、現在の経営者以外の出資者（投資ファンド等）が個々の案件に応じて様々な形で関与する等、MBOの形態も一様ではなく……」としている。これは、前半でイギリス型のMBO概念に基づく定義をしながら、後半において経営者とそれ以外の出資者との関係により現実のMBOの形態は一様ではないとの表現で、アメリカ型の概念をも取り込むものとなっている。この拡大解釈、用語としてのMBO濫用の延長線上にあるのが、新たに大規模なMBOの概念として提起された「経営陣による株主の交代」であると見られる。「経営陣による株主の交代」は、経営陣の専門経営者<sup>6</sup>としての地位はそのままに自らの地位の保全を図るべく、自分たちにとって都合がよい株主を選択し、

3 浦野（2009）によれば、バイアウトのタイプごとに①誰が主導するか②最終目標は何かを見ると、MBOは①現職経営陣②現職経営陣による所有権獲得、MEBOは①現職経営陣・従業員②現職経営陣・従業員による所有権獲得、EBOは①従業員②従業員による所有権獲得、BIMBOは①プライベートエクイティ（PE）ファンド②外部招聘の経営陣と現職経営陣による所有権獲得、MBIは、①PEファンド②外部招聘の経営陣による所有権獲得、IBOは①PEファンド②PEファンドによる所有権獲得である。IBOは、アメリカのLBO概念に近いが、IBOの方が事業継続の長期的視点に立ったより健全なバイアウトとして認識されている。（p.99, p.101）。

4 イギリスにおけるMBO、MBIの定義と、MBOとMBIの関係については、浦野（1993）でも述べられている。

5 経済産業省内に設置された企業価値研究会が2007年8月に公表した。

かつ、他の株主や投資家からのガバナンスを回避するためにゴーイング・プライベートを行うものに過ぎない。「経営陣による株主の交代」は、経営陣による所有権獲得というイギリス型の本来の MBO が有する重要な目的から大きく後退しており、これを MBO の範疇に含めるべきではない。「経営陣による株主の交代」といえば、1970年代の日本で展開された 6 大企業集団を中心とする株式相互持合による安定株主工作が想起され、そのようなバイアウトにあえて呼称を付けるとすれば、ゴーイング・プライベートを目的とした戦略的バイアウト、もしくは LBO 方式を利用した現代版の安定株主工作とのいい方で十分ではないだろうか。

服部(2006)によれば、LBO とは買い手が対象企業の資産や将来のキャッシュフローを担保にノンリコースローン (NRL) により買収資金を調達する買収手法である。したがって、LBO は買収資金の調達方法による買収方式の分類である。一方、MBO とは買い手に対象企業の経営陣が名を連ねる買収形態であり、MBO は買収者の属性による分類である。よって、LBO と MBO は異なるコンセプトによる買収案件の分類であり、一見関連性はない。一方で、1981年から2005年までの25年間に世界中で行われた MBO は12097件(5380億ドル)ある。このうち買収形態が LBO であるもの(買収資金の一部が NRL で調達されたもの)は10492件(5014億ドル)である。つまり、MBO のうち件数ベースで87%、金額ベースで93%が LBO である。逆に、LBO に占める MBO の比率是件数ベースで71%、金額ベースで38%にすぎない。つまり MBO のほとんどは LBO であり、逆に LBO の一部が MBO で、MBO という形態をとらない LBO も多数存在する。したがって MBO とはマネージメントが単独で会社を買収する案件、というよりはマネージメントも一緒になって、買収ファンドなどと共にエクイティを出資し、NRL を調達して会社を買収する案

---

6 浦野(2009)では、所有権を獲得した所有経営者に対し、所有権を獲得していない専門経営者という表現が使われている。

件である。そもそもLBOは1980年代に米国で買収ファンドが利鞘を稼ぐために会社を買収する手法として発達したものである。しかし、現在の日本の資本市場ではLBOのうち、特にMBOが利鞘稼ぎの財務案件としてではなく、究極の敵対的買収防衛策であるとか、リストラのためにいったん株式公開をやめて長期的視点で事業再編成を手伝ってくれる買収ファンドに株主をスイッチするといった説明で実行される。買収に参加する経営陣のこのような説明は、本質を隠蔽した虚偽の説明である可能性が高い。マスコミも誤解に基づく報道が多い。

MBO(≡LBO)はリスクを取って金儲けを狙った財務的な行動であり、それ自体悪いことではない。しかし、健全な資本市場育成のため、株主の代表として買付者に対して公開買付価格をぎりぎりまで上乘せさせる努力をすべき経営陣が本来の役割を果たして欲しい。

佐山・山本(2009)によれば、バイアウトは、バイアウト・ファンドや経営者が対象企業の買い手となる取引である。経営者が買い手となるMBOでも、バイアウト・ファンドが株式を買収する資金を提供し、実質的に経営に加わることが多い。対象企業の事業価値を高めるための経営関与を行うことから、バイアウトは産業と金融の複合実務である。バイアウトは投資利益の実現、すなわちその取引からリターン(収益)を得る金融取引という側面からばかりとらえられがちであるが、バイアウトの本質は、金融取引だけではなく、むしろ、事業価値向上に向けての経済活動ととらえるべきである。バイアウトの本質とは、関係当事者が一丸となって、対象企業の長期的成長の基盤を整えるという目標を持ち、それを実現するということである<sup>7</sup>。バイアウト・ファンドはPEファンドの一種であるが、バイアウト・ファンドを、PEファ

---

7 佐山・山本(2009)は、投資家がバイアウトによってリターンを得るということは、エグジット後も含めた長期的成長の基盤を整備することにより事業価値を高めることに他ならないと指摘している(p.002)。

ンドに含まれる他のファンドと比較すると、過半数の株式を取得し経営に参画するところに特徴がある。

深沢(2010)は、バイアウト・ファンドを運営する実務家の視点から、MBO推進の主体は対象会社の経営陣であり、その経営陣の当事者意識の薄いMBOや、バイアウト・ファンドがほとんどをお膳立てしたMBOに対象会社の経営陣がそのまま乗る形のMBOは、上手いかわからないと考えるべきであるとし、MBO特有の資金調達形態や条件など、バイアウト・ファンドが主体的に進める部分もあるが、事業の根幹に関わる部分については、経営陣の主体的な参画と当事者意識の高揚がMBOを成功させるための必須条件であると述べている。

拙稿(2009)は、MBOについて、リスクを取って多額の金儲けを狙った財務的な行動であるとする服部(2006)の見方がある一方、金融取引だけではなく、むしろ、事業価値向上に向けての経済活動ととらえるべきであるとする佐山・山本(2009)の見方があると指摘した。そして、この点について考える上で参考にするため、2009年上半期に日本企業に対して行われたMBOについて、金融取引と見た場合の採算性を分析した。

必要なデータが揃う5件について、財務データ等として『会社四季報』の数値を、企業価値評価法として市場倍率法を使い、買収総額のうちエクイティとノンリコースローンの内訳を決める際の仮定などを置いて、PER一定モデルとEBIT倍率一定モデルで、Exitまで4年かかるとした場合の内部収益率を求めた。内部収益率に基づき、一般に買収ファンドが目標とするといわれる年率20%を目安に採算性を判定した。

結果は、PER一定モデルかEBIT倍率一定モデルの少なくともいずれかで採算が取れるのは、5社中3社であった<sup>8</sup>。ただし、3社の中の1社は、営業利益が5年にわたり比較的高い成長率で成長すると仮定してEBIT倍率一

定モデルを適用し、EBIT 倍率一定モデルだけが採算に乗るケースである。

拙稿(2010)では、拙稿(2009)と同様の分析を、2008年の日本企業へのMBOのうち必要なデータが揃う8件を分析対象として行った。ただし、MBOの採算性を検証する際、買収総額のうちエクイティとノンリコースローンの内訳を決めるルールを精緻化するなどの変更をした。

結果は、PER一定モデルで評価したとき採算が取れるのは7社中5社、EBIT倍率一定モデルで評価したとき採算が取れるのは7社中4社だった<sup>9</sup>。

黒沼(2007)によれば、「金融商品取引法では、公開買付者が①対象会社の役員、②対象会社の役員の依頼に基づいて当該公開買付けを行う者であって対象会社の役員と利益を共通にする者、③対象会社を子会社とする会社である場合をMBOと定義し<sup>10</sup>」ている<sup>11</sup>。「企業価値報告書2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～<sup>12</sup>」では、「MBOとは、現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入することを言い、対象会社の経営者自らが主体となって実施する場合や、買収自体はファンドが行い、経営者はそれに対して一部出資する場合、様々な形態がある(p.45、

---

8 佐山・山本(2009)が、バイアウト・ファンドの一般的な目標であるとする年利30%程度(p.28)は、服部(2008, p.248)の20%より厳しく、年率30%を目安に採算性を判定すると、PER一定モデルかEBIT倍率一定モデルの少なくともいずれかで採算が取れるのは、5社中2社と減少する。

9 PER一定モデル、EBIT倍率一定モデルそれぞれが機能しないケースが1社ずつあるため、7社中となっている。また、採算の判定基準を30%とすると、EBIT倍率一定モデルで評価したとき採算が取れるのは7社中3社と減少する。

10 黒沼(2007) p.101.

11 ただし、川村編(2008)は、「公開買付者が対象者の役員、対象会社の役員の依頼に基づき当該公開買付けを行う者であって対象会社の役員と利益を共通にする者(いわゆるMBOの場合)または対象者を子会社とする会社その他の法人である場合であって……(p.176, p.177)」とし、対象者を子会社とする会社その他の法人が公開買付者である場合をMBOから除外している。

12 経済産業省内に設置された企業価値研究会が2006年3月に公表した。

脚注79)」としている。「MBO 報告書」の定義は、浦野(2009)が述べている通りである。服部(2006)では、MBOとはマネジメントが単独で会社を買収する案件、というよりはマネジメントも一緒になって、買収ファンドなどと共にエクイティを出資し、NRLを調達して会社を買収する案件である。これらの定義は、浦野(2009)の指摘するイギリスでMBOというときの「経営陣が主導し」、「経営陣による所有権獲得を目指す」という点は明示されておらず、イギリスでの概念に従えば拡大解釈といえるであろう。そして何よりも問題なのは、日本でMBOの定義が統一されていないことである。これでは実務においても、研究においても混乱を招く。イギリスの定義を取り入れるのか、日本独自の定義を採用するのかは別にして、関係者間で定義が共有される必要がある。MBOに関連する用語としては、他にも戦略的非公開化、ゴーイング・プライベートを伴うバイアウトなどがあるが、これらの定義およびこれらの用語とMBOの関係についての認識も必ずしも統一されていない。大崎(2005)によれば、西武鉄道やカネボウは、取引所の上場廃止基準に基づき、会社の意に反する形で上場廃止となったのに対し、戦略的非公開化は、自らの意思で上場廃止を選択するという点が大きく異なると指摘している。浦野(2009)は、株式相互持合による安定株主工作にあえて呼称を付けるならゴーイング・プライベートを目的とした戦略的バイアウトであろうとしている。これらの用語についても定義が統一されるべきであろう。アメリカではMBOがLBOの一部であるという点においては、浦野(2009)と服部(2006)は一致している。

MBOの定義が統一されていない以上、MBOの本質について見方が分かれるのは当然といえる。服部(2006)はリスクを取って金儲けを狙った財務的な行動とする一方、佐山・山本(2009)は事業価値向上に向けての経済活動ととらえている。また、服部(2006)が、MBOのほとんどはLBOであり、LBOは1980年代に米国で買収ファンドが利鞘を稼ぐために会社を買収する手法として発達したものであるとする一方、深沢(2010)は、バイアウト・ファンド

がほとんどをお膳立てしたMBOに対象会社の経営陣がそのまま乗る形のMBOは上手いかわからないとする。拙稿(2009, 2010)では、2009年上半期と2008年に日本で実施されたMBOを対象に、Exitまで4年かかると仮定して内部収益率を求めた。2つの分析を合わせても、サンプル数に強い制約があるので断言はできないが、金儲けを狙った財務的行動とまでは言いきれないMBOがあることを示唆している。この点に関し、パイアウト・ファンドなどの投資会社は、背後にリターンを求めて資金を出す投資家がいるので、MBOを、利益を上げるための取引と見ていることは当然である。また、企業経営者の中には、MBOを、個人的利益を上げるために利用する人もいるだろう。しかし、MBOを実施する全ての企業経営者が個人的利益を狙っているというためには、十分な裏付けを提示する必要があるのではないだろうか。

### III 動機に関する研究

関・岩谷(2001)は、MBOの動機・目的別類型として、誰が主導してMBOを実施するかによって5つに類型化した。①事業再構築型は、過剰な負債を抱える大企業などが、グループ全体の事業内容を見直して、コア事業と関連の薄い子会社や事業部門の売却を目的として、売り手主導のMBOを実施する場合である。②経営陣の積極独立型は、買い手となる経営陣主導で、親会社等からMBOを通じて積極的に独立し、意欲的に事業経営を継続する場合である。独立を目指す理由としては、親会社との事業方針の乖離などがある。③オーナー企業の事業承継型は、企業オーナーが、現経営陣等への事業承継を目的としてMBOを用いる場合である。④TOBによる非公開化型は、PEファンドが主導して、対象会社の非公開化を前提に友好的な公開買付けを実施し、公開買付け終了後、経営陣や従業員持ち株会に出資を仰ぐことにより、MBOの形をとる場合である。ファンドは、通常、役員を派遣して内部から経営を改革し、エグジットを模索する。⑤企業再生型は、経営危機に陥っている、または破綻して会社更生手続きや民事再生手続きなどの法的手続きに移

行した企業を、PE ファンド主導で再建するために MBO を用いる場合である。このタイプの MBO では、ファンドから対象企業へ取締役を派遣する MBI 方式が採られることが一般的で、ファンドが企業経営に深く関与する。

岩谷(2002)によれば、戦略的非公開化取引は、アメリカ、イギリスでは盛んに行われ、ドイツ、フランス、オランダなど他の欧米諸国でも行われている<sup>13・14</sup>。

非公開化を行う動機は以下の通りである。1つ目は、低い流動性と株価のディスカウントである。このため、①資本市場からの資金調達が困難である、②敵対的買収の脅威に晒されている、③事業承継のための持分売却ができない、などの問題を解消するため非公開化が行われることがある。2つ目は、支配権の集中である。株式を公開すると、情報開示や株主による経営監視により経営の透明度は高くなる反面、短期的な業績に株主やアナリストなどの注目が集まり中長期的な成長戦略を推進したり思い切った事業改革を行うことが難しくなる。そうした場合、株主などからの短期的な収益向上の圧力を排除し、経営陣やオーナーなど一部の株主に支配権を集中するために非公開化が行われる。3つ目は、公開継続のコストである。公開を継続するためには、監査、情報開示書類の作成、株主総会の開催、IR、証券取引所に納める上場継続費用など様々なコストを負担しなければならない。これらのコスト

---

13 岩谷(2002)は、株式の公開を継続するメリットを感じなくなった公開会社が、あえて上場廃止を選択することが、戦略的非公開化であると述べている。(戦略的)非公開化とMBOの関係について、「MBO報告書」が「MBOが上場会社における非上場化の一手段と考えられることからすると……(p.4,脚注5)」と述べていること、井上(2008)が分析対象とした非公開化TOB90件について、「非公開化TOBの4分の1以上で投資ファンドが買い手になっており、これらはMBOと報じられた取引の大半を占める(p.106)」と述べていること、岩谷(2002)が日本で非公開化取引が拡がり始めた背景としてMBOが普及してきたことを挙げていることなどから判断すると、上場企業に対するMBOは非公開化取引の一部であると考えられる。一方で、非上場企業に対するMBOが存在することに留意する必要がある。

がベネフィットに見合わない判断すれば、非公開化が選択される。

金田・園田(2009)は、日産自動車の子会社であったアルティア、ゼロ、バンテックの3社に関し、インタビュー調査に基づき次のように述べている。

アルティア、ゼロ、バンテックの組織再編にMBOの手法が選択された理由につき<sup>15</sup>、3社の事業は、日産自動車にとってコア事業ではなかったが、本業とは密接な関係がある<sup>16</sup>。同業他社に株式を売却した場合、本業に関係した重要なオペレーションが他社の経営判断の影響を受けるため、日産自動車側に他社に株式を売却したくないという思惑があったためと考えられる。3社の経営陣・従業員にとっても、一般のM&Aによって同業他社や外資系企業に売却された場合、経営陣が買収側企業から送り込まれ従業員の解雇などリストラが行われる可能性が大きいいため、現経営陣がそのまま経営を引き継ぐのが望ましい選択であったと考えられる。

林(2002)は、1990年の東西ドイツ統一後の旧東ドイツにおける国有企業の民営化とMBOについて述べている。民営化を推進する機関である信託公社が任務を終えた1994年末時点で、民営化対象22,400社のうち15,102社の民営化が完了し、そのうちの約20%、2,983社がMBOによって民営化された。

MBOの動機については、旧西ドイツで1991年に実施されたアンケート調査によると、79.2%が後継者の不在をあげ、資金需要、収益性の不足、倒産、

---

14 岩谷(2002)によると、アメリカでは1998年に22件、1999年に50件の非公開化取引が行われ、イギリスでは2001年に32件、取引金額の総額49億ポンドの同様の取引が行われた。

15 MBOには、①親会社の経営者自らが株式市場より株式を取得し非公開企業とするパターン、②子会社の経営者が株式を取得して独立するパターン、③事業部長などが事業部門を買収して独立するパターンがあるが、アルティア、ゼロ、バンテックのMBOはいずれも②のパターンであり、金田・園田(2009)での記述は②のパターンに限定的であるとしている。

16 アルティアは自動車用品・関連機器の販売、ゼロは日産自動車の車両輸送、バンテックは日産自動車の自動車部品類の梱包作業および輸送を行っていた。

コンツェルンからの企業の分離が続く。対して、旧東ドイツで実施されたアンケート調査の結果では企業の存続や労働職場の確保が1位に並び失業の回避が4位となっており、東西ドイツ統一による旧東ドイツの急激な市場経済化の下、淘汰されそうな企業を存続させ職場を確保し失業を回避する上で、MBOが重要な手段であると考えられていた。これが旧東ドイツで実施されたMBOの最大の特徴であった。そして、このことがMBO企業のその後の発展を阻害することになる。

中小企業研究協会(IFM)が1996年に旧東ドイツの中小企業17,412社に対して実施したアンケート調査では、設立形態別に分けると18.4%がMBOによる設立であり、MBO企業の約80%は事業開始後従業員数を維持ないし減少させている。設立形態別に見ると、MBO企業は売上高増加率と売上高に対する投資額の比率で最低レベルとなっている。また、経営上直面する問題を販売上の問題、金融上の問題、人事の問題、経営管理上の問題に分けると、全ての問題に関し、設立形態別に見てMBO企業が問題を抱える比率が一番高くなっている。

田村(2005)は、会計規制の強化についてゲーム理論を使って考えた<sup>17</sup>。ゲームのプレイヤーを企業と投資家とする。企業の選択肢を適切開示(A)、標準的開示(B)、不適切開示(C)、投資家の選択肢を企業に投資する、投資しないとする。企業の利得は、投資を受ける方が受けないときより大きい。また、適切開示には情報収集・加工コストがかかるため、投資家の行動が同じであれば、企業の利得は $A < B < C$ となる。投資家の利得は、投資しない場合、企業の選択と無関係である。投資する場合、 $A > B > C$ となり、AとBでは投資しない場合より大きく、Cでは投資しない場合より小さくなる。これらは投資リスクを反映している。以上を前提に一定の利得表を考える。

---

17 次の山本(2007)との関連で取り上げた。

次に、会計規制のレベルを考える。弱度の規制は企業の選択肢としてA、B、Cのいずれも認める、中度の規制はA、Bは認めるがCは違反とする、強度の規制はAは認めるがB、Cは違反とする。田村(2005)が設定した利得表と企業が違反したときの罰則の大きさに基づくと、ゲームの均衡は、弱度の規制において不適切開示・投資しない、中度の規制において標準的開示・投資する、強度の規制において適切開示・投資するとなる。ここで、会計規制を弱度から中度に強化すると、企業、投資家それぞれの利得が増えるので、この規制強化は両者にとって望ましい。しかし、規制を弱度から強度に強化すると、投資家の利得は増えるが企業の利得は減る。すなわち、弱度から強度への強化は、企業の犠牲の下、投資家の利得を増やしているのである。このケースは価値判断をとまなう問題であり、会計規制は強化するほど望ましいという単純な問題ではないことが分かる。

山本(2007)によれば、2001年のトーカロ、2003年の東芝タンガロイのMBOは、グループ内の事業再編における子会社の独立と捉えることができる。これに対し、2005年のワールド、ポッカコーポレーション、2006年のすかいらーく、レックス・ホールディングスなどのMBOは、これらの企業がグループの頂点に立つ親会社であるという点で決定的に異なる。グループの親会社のMBOの動機を、ゲーム理論を用いて探る。

まず、田村(2005)のモデルに若干の修正を加えた上で、強度の規制では投資家の利得は増大するが、経営者の利得が犠牲にされており、どちらが望ましいかは一概にいえないという田村モデルの結論を確認している。また、経営者が自己の利益の最大化のために行動するという経済学の観点から、経営者が投資家の動きに応じて、自己の利益の最大化を目指すとするゲーム理論のアプローチは、現実の行動を理解するうえで有力なツールであり、田村モデルにおいて、適切開示、標準的開示、不適切開示の順に、開示コストの観点から経営者の利得を高くしていった点は、理念と現実の違いをモデルに組

み込んだという面で高く評価されるべきであるとする。

経済学的な効用最大化仮説に立った場合の経営者の行動として、なぜMBOによる上場廃止が選択されるのかといえば、上場を続け開示を行うコストがベネフィットを上回るようになったからである。具体的には、会計規制による開示コストの増大と買取りリスクの上昇という2つの要因により、上場のメリットが相対的に失われつつあるといえる。経営者が上場廃止を選択することによる利得は、敵対的買収の脅威から逃れ、買収防止策に煩わされず、長期的な経営に専念できることから得られる利得であり、上場を維持すればその利得は得られないという意味で機会費用的なものといえる。この上場廃止による利得が強度の規制下のナッシュ均衡における経営者の利得の2分の1を超え、MBOにともなうコストは無視しうるほど小さいと仮定して、上場廃止を強度の規制下導入する。すると、経営者は上場廃止、投資家は投資しないという戦略の組がナッシュ均衡となる。弱度の規制、中度の規制、強度の規制、強度の規制下で上場廃止を導入という4つの状況下、それぞれの均衡を比較すると、中度の規制下で実現する戦略の組がパレート最適状態となっている。また、強度の規制下の均衡と比べると、強度の規制下で上場廃止を選択した場合、経営者、投資家の利得はともに激減する。この場合、投資家の利得は弱度の規制下と変わらないが<sup>18</sup>、経営者の利得が4つの状況下で最も少なく、社会的に見た場合最も望ましくない状態となる。従って、会計規制の強化、企業買収の活発化などが、上場廃止による利得を高め強度の規制下のナッシュ均衡における経営者の利得の2分の1を超える状況をもたらしたことが、日本におけるMBOブームを招いたといえる。また、会計規制の4つの状況下の比較は、会計規制など投資家保護を目的とした施策が過度になれば、経営者が上場廃止を選択し、投資家の利益を損なうことを示す。

胥(2011a)が海外の実証分析をサーベイしたところ、バイアウトの動機

18 弱度の規制、中度の規制、強度の規制、強度の規制下で上場廃止を導入という4つの状況下、このケースの投資家の利得は、弱度の規制下と並び最低である。

は、敵対的買収対策、節税、上場維持コスト削減など多様で、いずれの仮説が支持されるかの実証分析の結果もまちまちであった。

「MBO 報告書」では、MBO の動機として、①規模拡大などでインセンティブ構造が複雑化した企業が単純なインセンティブ構造への回帰を企図し経営者および株主間のエージェンシー問題の解決を図りうる、②市場における短期的圧力を回避した長期的思考に基づく経営の実現、③株主構成が変更されることによる柔軟な経営戦略の実現、④「選択と集中」の実現、⑤従業員等の士気向上、⑥企業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 によって非上場化し各企業に適した資本関係を実現することなどを挙げている (p.3)<sup>19</sup>。関・岩谷(2001)による MBO の動機・目的別類型化においては、①事業再構築型はコア事業への集中であり、「MBO 報告書」でいう①と④、②経営陣の積極独立型は、その背景に親会社との事業方針の乖離がある場合、「MBO 報告書」でいう③と⑤、③オーナー企業の事業承継型は、「MBO 報告書」でいう③と⑥に主として対応すると考えられる。また、④ TOB による非公開化型、⑤企業再生型は、ファンド主導であるため、利鞘を稼ぐための金融取引という性格が①②③と比べて強いといえる。岩谷(2002)は、非公開化の動機として、低い流動性と株価のディスカウント、支配権の集中、公開継続コストの削減の3つを挙げる。このうち、低い流動性と株価のディスカウントにより公開企業の経営陣が敵対的買収の脅威に晒されること、公開継続コストの削減は、「MBO 報告書」で MBO の動機として明示されていないが、十分に考えられることである。山本(2007)は、ゲーム理論のアプローチでグループ親会社の MBO の動機を検討し、会計規制の強化、企業買収の活発化などが、上場廃止による経営者の利得を高めたことが、日本における MBO ブームを招いたと結論付けている。金田・園田(2009)は、

19 「MBO 報告書」では、MBO が行われる「意義」、「実際上の狙い」として述べられているが、本稿の定義では動機に当たるためここで取り上げた。

日産自動車の子会社であった3社の組織再編にMBOの手法が選択された理由について、日産にとって同業他社に株式を売却した場合、本業に関係した重要なオペレーションが他社の経営判断の影響を受けるため、日産自動車側に他社に株式を売却したくないという思惑があったこと、3社の経営陣・従業員にとっても、一般のM&Aによって同業他社や外資系企業に売却された場合、経営陣が買収側企業から送り込まれ従業員の解雇などリストラが行われる可能性が大きいと、現経営陣がそのまま経営を引き継ぐのが望ましい選択であったことを指摘している。自社の経営が他社の経営判断の影響を受けるのを極力避けたいという点は、MBOの動機としてあまり語られないが、現実的な動機であり、このようなケースは他にもあると考えられる。林(2002)は、旧西ドイツと異なり、旧東ドイツではMBOの動機として企業の存続、労働職場の確保、失業の回避が上位にランクし、その後の旧東ドイツでのアンケート調査でMBO企業はその他の設立形態の企業と比べ、様々な面で問題を抱える比率が1番高いことが分かったと述べている。これは、経済状況や地域情勢などによりMBOの動機が多様でありうることを示している。ただし、林(2002)が取り上げているのは、旧東ドイツが市場経済体制へ移行する過程での国有企業の民営化におけるMBOであり、特殊ケースと位置づけられる。胥(2011a)によれば、MBOの動機、目的に関する海外の実証分析結果はまちまちで、特定の仮説が支持される状況ではない。実際の取引形態が複雑、多様であるといわれるMBOでは動機、目的も多様であり、実証分析で何らかの特徴を抽出することが難しいのかもしれない。この点について、研究の蓄積を待つと同時に、分析に際しさらなる工夫の余地がないか検討する必要がある。

#### IV 意義・効果に関する研究

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。バイアウトの（株価への）インパクト、バイアウト後の経営業績、再上場に関し、これらの仮説のうちどれが支持されるのかをみていく。

バイアウトのインパクトに関して、実証分析の結果はまちまちであった。ただし、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ことについて、全ての実証分析は一致する結果を得ている。

バイアウト後の経営業績に関し、Kaplan (1989) や Smith (1990) は、バイアウト後2年目以降の業績改善が著しいと示唆する。業績改善の理由は、主に経営者の自由裁量で決定できる支出の削減であると思われる。一方、Muscarella and Vetsuypens (1990) は、不採算部門のリストラが業績改善の主な理由であるとする。数多くの工場の全要素生産性を計った Lichtenberg and Siegel (1990) は、MBO 後3年間の間に生産性が産業平均と比べて8.3%高いと報告した<sup>20</sup>。

再上場に関し、Jensen (1989) は、LBO 組織形態が上場企業の組織形態に勝り、エージェンシー・コストが最も低いと主張し、一方、Rappaport (1990) は上場企業の長所を唱える。Kaplan (1991) は、両者の長所を認めつつ、バイアウト、とりわけ、LBO が上場企業の短所に対するショック療法であるとする。イギリスのバイアウトを分析した Wright, Robbie, Thompson and Starkey (1994) は、経営者持株比率が低いバイアウトは早く再上場する傾向にあり、第三者から融資を受けてバイアウトの資金を調達した事例も早く再上場する傾向にあることを示した。Halpern et al. (1999) は、バイアウト前に経営者持株が低い業績不振企業は早く再上場し、経営者持株が非常に高い

---

20 ただし、胥 (2011a) は、再上場しなかった企業の財務データの入手が難しいことから、業績推移の分析はいずれも再上場というセレクションに基づくものでありバイアスがかかっている可能性に留意する必要があると述べている。

バイアウトは再上場する事例が稀であることを報告した。

日本における MBO の現状と MBO に関する研究を見ると、経営陣やファンドと一般株主の間の利益相反は、日本で特に深刻である。日本では、独立社外取締役の存在する会社が少ないため、敵対的買収や MBO における独立性と客観性の高い判断は難しいとされる。重要なのは、対抗的な買収の可能性の有無である。2007年に経済産業省が公表した「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）」でも、実務上の対応として、「他の買付者による買付の機会を確保し、当該 MBO を行う取締役等にも対抗的な買付が出現する可能性を踏まえた当該 MBO の価格を提示させることにより、価格の適正性を担保し、取引の透明性・合理性を高めるという実務上の工夫が考えられる」と述べている。ただし、持合いという特殊な所有構造が対抗的な買収を妨げる。日本の既存研究の主な関心は、少数株主の保護や利益相反におかれている。MBO の動機とプレミアムに関する野瀬・伊藤(2009)等の研究は、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。

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。また、キトーの事例研究を行い、社長と役員持株比率が MBO 後に低下した点について、プレミアムの源泉は経営者インセンティブの強化よりも組織形態の変革にあることを示唆すると述べている。株式所有の集中、取締役や監査役の受け入れによるモニタリングの強化、ファンドの業務戦略策定が経営業績改善に寄与し、機械産業の業績回復もあって、売上高 EBITDA 比率や自己資本利益率は、バイアウト後に急増し、再上場後も産業平均を大きく上回って推移した。このことから、キトーのバイアウト・プレミアムは、バイアウト後の経営業績改善に裏付けられ

るものであるとしている。

野瀬・伊藤(2009)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<sup>21</sup>。

バイアウト・ファンドの買収のアナウンスメントが株価に与える影響についての先行研究を見ると、アメリカとヨーロッパの事例に関し、アナウンスメント当日を含む2日または3日で概ね2桁の累積超過リターンがもたらされたと報告されている。Weston/Mitchell/Mulherin(2003)等を参考に、超過リターンの源泉に関する仮説を整理すると①エイジェンシー・コスト削減仮説、②節税効果仮説、③アンダーバリュ解消仮説、④価値の移転仮説をあげることができる。

なお、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する。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。一方日本では、同一のバイアウト・ファンドにあって非公開化する買収と公開維持した状態で大株主となる事例が混在しており、日本のバイアウト・ファンドは、買収対象会社を非公開化するか公開維持とするか、個別に判断している可能性がある。非公開化型と公開維持型の最大の違いは、レバレッジ活用の可否である。

データは、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とする<sup>22</sup>。非公開化型は34件を分析対象とした。これらについてはデット・プロバイダーが存在しLBOであると

---

21 バイアウト・ファンドが行った買収案件とMBOの関係について、杉浦(2008) p.73図表1およびp.74図表2から判断すると、バイアウト・ファンドが行った買収案件のうち非公開化型は多くがMBOであると考えられる。脚注13の井上(2008)の指摘も参照。

考えられる。公開維持型は66件を分析に用いた。分析方法について、買収のアナウンスメント時の株価効果は、Campbell/MacKinlay(1997)を参考にイベントスタディによって分析した。バイアウト・ファンドが非公開化型とするか公開維持型とするかの意思決定構造を、質的選択モデルである Probit 分析によって推定した。バイアウト・ファンドによる企業買収のアナウンスメントが正の株価効果をもたらす場合、超過リターンの源泉として考えられるものが株価効果の要因として適用されるか検証するため、サンプル企業別累積超過リターンを被説明変数、リターンの源泉を裏付ける企業別の変数を説明変数とする重回帰分析を行った。コスト構造の変化は、Kaplan(1989)を参考に確認した。

分析結果は以下の通り。バイアウト・ファンドによる買収のアナウンスメントの株価効果に関し、バイアウト・ファンドによる買収全体（非公開化型と公開維持型）で平均13.7%、非公開化型で平均21.4%、公開維持型で平均9.7%とそれぞれ有意な正の超過リターン<sup>23</sup>がもたらされる。また、超過リターンは、非公開化型が公開維持型を上回ることが統計的に示された。バイアウト・ファンドが非公開化型とするか公開維持型とするかの意思決定に関し、まず、仮説に関連する変数の平均値と中央値について非公開化型と公開維持型の差を検定したところ、利払額/EBITDA と株式売買回転率の差が有意であり、どちらも非公開化型が公開維持型より低い。また、Probit 分析の結果、利払額/EBITDA と株式売買回転率が有意に負となった。これは、利払額/EBITDA が低くレバレッジを高めることで利子の節税効果を得る余地が大きければ大きいほど、また、株式売買回転率（株式の流動性）が低くアンダーバリュー度が高い企業をターゲットにした場合に、非公開化という投資形

22 企業再生ファンド、プリンシパル・インベストメントもバイアウト・ファンドに含めている。日本のPIPEsでは持株比率がマイノリティにとどまる案件があるが、役員を派遣するなど経営権確保に向けた取り組みが認められるため、マイノリティ投資案件もバイアウト投資に含めている。

23 アナウンスメント日とその前後の計3日間の累積超過リターン。

態が有効であるという、パイアウト・ファンドの判断を示していると思われる。アナウンスメントの株価効果の要因に関し、アンダーバリュ解消仮説とエイジェンシー・コスト削減仮説を支持する結果を得た。公開維持型サンプルのコスト構造の変化に関し、売上高原価率は買収後3期後に有意に低下し、買収前の役員持株比率の低い企業ほど原価低減の度合いが大きい。これは、役員持株比率が低くエイジェンシー・コストが深刻な企業ほど、パイアウト・ファンドの参画によりエイジェンシー・コストが抑制されバリュアップにつながるという解釈と整合的である。

胥 (2011a) によれば、パ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する。これは、「V 問題点に関する研究」に関連するが、利益相反にかかわる少数株主保護の観点から重要な発見であり、胥 (2011a) が言うように、「MBO 指針」が、他の買付者による買付の機会の確保を促しているだけでなく、多くの専門家が、公開買付けで対抗者が現れること、または、現れやすい環境を整備することは少数株主保護に資すると指摘している<sup>24</sup>。パイアウト後の経営業績に関しては、改善するとの報告が多い。胥 (2011b) は、キト一のパイアウトの事例では、株式所有の集中、取締役や監査役の受け入れによるモニタリングの強化、ファンドの業務戦略策定などによる経営業績改善がパイアウト・プレミアムを裏付けるとしている。野瀬・伊藤 (2009) によれば、パイアウト・ファンドの買収のアナウンスメントの株価効果に関し、有意な正の超過リターンがもたらされ、非公開化型が公開維持型を上回る。また、パイアウト・ファンドは利払額/EBITDA が低くレバレッジを高めるこ

24 たとえば、前澤 (2008) は、「わが国では、TOB の実施期間が最低20日間と短く、他の競争者がビッドをする機会が限られている。最低期間を伸ばすなどの措置は最低限必要であろう (p.138)」と指摘している。

とで利子の節税効果を得る余地が大きいほど、また、株式売買回転率(株式の流動性)が低くアンダーバリュ程度が高い企業をターゲットにした場合に、非公開化という投資形態が有効であると判断していると思われる。これらは公開維持型買収が多い日本において可能となった分析の興味深い結論である。さらには、アナウンスメントの株価効果の要因に関し、アンダーバリュ解消仮説とエイジェンシー・コスト削減仮説を支持する結果が得られた。

## V 問題点に関する研究

大崎(2005)は、非公開化の問題点について以下のように述べている。

非公開化がMBOを通じて行われる場合、株式を取得する経営者と株式を売却する一般株主との間の利益相反が問題となる。この問題を解消するためには、一般株主がMBOの提案に応じるべきかについて健全な判断を下す上で必要な情報が十分に提供されるよう、経営者側に情報開示を求める必要がある。アメリカの1934年証券取引所法は、一般の公開買付規制とは別に、発行者もしくは発行者を支配する者等による買付に関する特別な規定を設けている(13条(e)項)。SECはこの規定に基づいて規則13e-3を制定し、TOBの手続きを踏んで行われる非公開化だけでなく、発行者や発行者を支配する者による上場の廃止や継続開示義務の免除につながるような買付全般に適用される。非公開化を実施する者は、第一に、当該取引が少数株主にとって公正であると合理的に信じていることを開示し、第二に、非公開化の目的を明示するとともに、その目的を達成するための代替的な手段としてどのようなものが考えられたか、また、どのような理由で非公開化以外の手段が採用されなかったのかについて説明することが求められる。非公開化が実施されると、少数株主は株式を円滑に売却する手段を奪われる。これを防ぐためには、非公開化が全株を対象とするTOBを通じて実施されることが求められるが、現在のところ、非公開化に際してTOBを義務づけたり、全株の買付を求める制度は、日本においても、アメリカ、イギリスにおいてもとられていない。

ワールドの非公開化を巡っては、TOB に対して95%の応募があったことで「大半の既存株主が好感したことを裏付けた」との見方もあるが、一般株主は TOB の条件に不満を抱いても応募せざるを得ない。とりわけ、少数株主の権利を保護する仕組みが十分でない中で非公開化が提案されれば、強圧的買収と同じ効果を生むことを見逃してはならない。

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。

日本の TOB に関し、①非公開化 TOB では、買い手が強圧性を利用して買収価格のプライシングを行い、結果的に公開維持型 TOB に比較してプレミアムが小さくなっていないか、②非公開化 TOB、中でも投資ファンドが買い手の場合は強圧性が利用され、相対的に小さなプレミアムで高いテンダー比率を達成していないか、を検証した<sup>25</sup>。②に関して、強圧性が存在する取引の場合、その他の取引に比較して低いプレミアムで高いテンダー比率を獲得しているはずである。1990年から2007年3月までに開始された TOB から、自己株買入れの TOB、ディスカウント TOB などを除き、200件を分析対象とした。そのうち、非公開化 TOB は90件である。非公開化 TOB の4分の1以上で投資ファンドが買い手になっており、これらはMBOと報じられた取引の大半を占める。

プレミアムを TOB 価格発表直前5日間の株価平均に対する上乗せ比率で表すと、公開維持型 TOB で22.4%、非公開化 TOB で28.3%であり、①の懸念は実態には当たらない。しかし、ターゲット企業の支配株主が非公開化 TOB を行うときには、TOB が成功する可能性が高く、ターゲット企業の少

25 通常は、プレミアムが高いほど、一般株主の利益は大きくなるため、保有株式のテンダー比率は高まると予測できる。

数株主は強圧性を感じるのではないかと、そして支配株主はそのことを知っていて相対的に小さなプレミアムを設定するのではないかと懸念は残る。そこで、買い手の事前保有比率とプレミアムの間に関係があるかを検証したところ、関係は見出せなかった。

②を検証するため、非公開化 TOB の中で投資ファンドが買い手の TOB とその他の TOB に分けて比較すると、投資ファンドが買い手のケースでは相対的に低いプレミアムで高いテnder比率を達成している。これは、投資ファンドが、プレミアム以外の要因で一般株主を売却判断へと導いたことを示し、投資ファンドによる強圧性の利用という懸念と一致する。そこで、投資ファンドが買い手となる非公開化 TOB において、プレミアムで説明が付く以上のテnderを獲得しているかを直接的に分析した。第1段階で、非公開化 TOB の中で投資ファンド以外が買い手の場合のプレミアムとテnder比率の関係を実際のデータから求めた。第2段階で、投資ファンドが買い手の非公開化 TOB のケースで、実際に提示したプレミアムの下で獲得できたであろうテnder比率を、第1段階で求めた関係式に基づいて推定した。最後に、推定テnder比率と実際のテnder比率を比較した。算出された推定テnder比率は79%、実際のテnder比率は90%、その差は有意であった。したがって、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。

前澤(2008)は、イギリスでの分析結果と比較して、日本でのMBOによって株主がどの程度報われたのかについて、株価やプレミアムから探った。

日本企業のMBOに関し、1998年から2007年3月に公表された非上場化を伴うMBO24件を分析対象とした。比較対象はRenneboog et al.(2005)によるイギリスにおける実証分析で、サンプルは1997年から2003年のイギリスでの非上場化LBO177社(うちMBOが137社)である<sup>26</sup>。

MBO発表日40日前の株価と買取価格を比較したプレミアムは、日本34.3%、

イギリス39.1%と、日本の方がわずかに低い。MBOがどのような株価の推移の中で実施されたかを検討するため、発表日300日前から41日前までの超過収益率<sup>27</sup>を見ると、日本の-2.2%に対して、イギリスは-15.7%である<sup>28</sup>。後で見ると、プレミアムに対しては事前の株価パフォーマンスがマイナスに影響するので、これを割り引いて考えると、日本とイギリスのプレミアムの差はさらに縮小する。

日本の発表当日の超過収益率 (AR) は14.8%で、イギリスの22.7%に比べて低い。ただし、5日前から5日後までのCARは日本が25.1%、イギリス25.7%とほぼ同じであった<sup>29</sup>。プレミアムの決定要因分析では、プレミアムと累積超過収益率 (CAR) をそれぞれ被説明変数とし、Renneboog et al. (2005) に近い説明変数を使って回帰分析を行い、プレミアムの決定要因として提起されてきた仮説を検証した。サンプル数の制約もあり、符号条件が合致しかつ有意なものは限られた。その中で、株価パフォーマンスはマイナスではほぼ有意に効いており、株価過小評価仮説と整合的である<sup>30</sup>。

日本でのMBOを、創業者一族が5%以上の株式を保有する企業とそれ以外に分けると、40日前の株価を基準としたプレミアムに関し前者の平均は35.4%と後者の平均31.7%を上回る。一方、300-41日前までの超過収益率に関し、前者は-10.8%、後者は18.7%で差は有意となった<sup>31</sup>。40日前の株価を基準としたプレミアムと300-41日前までの超過収益率を足して、トータルで

26 財務指標、株主構成、プレミアムなどについてはMBOの数字を使用した。決定要因分析などではMBOだけの数字がなく、LBO全体の数字を使った。

27 当該企業の株価の値上がり率から株価指数の値上がり率を引いたもの。

28 イギリスは、LBO全体の数字。

29 CARの計算に、前澤(2008)は市場調整モデル、Renneboog et al. (2005)は市場モデルを使用しており、計算方法に違いがある。

30 株価過小評価仮説によれば、株式市場で株価が過小評価されていると、流動性の低下などを通じて上場のメリットが乏しくなる。事前の過小評価が大きいほど、プレミアムは高くなる。

31 300-41日前までの超過収益率を被説明変数とする要因分析でも、創業者一族が5%以上の株式を保有するダミーは有意にマイナスとなった。

どれだけ株主が報われたかを見ると、前者24.6%、後者50.4%でその差は10%水準で有意である<sup>32</sup>。株主から見ると、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ということが指摘できる。

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TOB52件をサンプルとして検証した。

少数株主が十分に補償されているかを判断する指標として、プレミアム<sup>33</sup>を使う。さらに、TOB前の株価パフォーマンス、すなわち、対象会社の株価の値上がり率からTOPIXの値上がり率を引いた超過収益率(Market Adjusted Return (MAR))<sup>34</sup>とプレミアムを合算した値(MAR Adjusted Premium (MAP))をもう1つの指標として使う。

分析結果は以下の通りである。MARの平均はマイナスであり、MBO目的のTOBは株価が相対的に低いときに実行されている。MBO目的のTOBは、通常の(MBO目的以外の)TOBと比べ、プレミアムが非常に高く統計上も有意である。MBO目的のTOBのMAPは、通常のTOBのプレミアムと比べて高く統計上も有意である。

---

32 40日前の株価を基準としたプレミアムと300-41日前までの超過収益率を足した数値を被説明変数とする要因分析でも、創業者一族が5%以上の株式を保有している以外の企業ダミーは有意にプラスとなった(傍点は筆者による)。

33 TOB発表日の前日の株価、発表前1ヶ月間、3ヶ月間、6ヶ月間、1年間の株価平均に対する上乗せ比率の全5通りについて分析した。

34 超過収益率の測定期間は、TOB発表日前日の1年前から、それぞれ1ヶ月前までの期間、3ヶ月前までの期間、6ヶ月前までの期間の3通りについて分析した。

これら3つの分析結果から、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。

少数株主がスクイーズ・アウト価格の決定を裁判所に申し立てた MBO（係争 MBO）における TOB は、それ以外<sup>35</sup>と比べ、MAP がマイナスで統計上も有意である。ただし、係争 MBO は 3 件と少ない。そこで、実際データを観察すると、MAP（1 カ月）がマイナスの MBO は 7 件あったが、そのうち 3 件は係争 MBO であった。これは、係争 MBO における TOB では、プレミアムを上乗せしても少数株主は十分に補償されていないため、係争に発展した可能性があることを示唆する。買収者が TOB 価格の算定書を開示しなかった MBO（非開示 MBO）における TOB は、それ以外と比べ、MAP が非常に低く統計上も有意である。係争 MBO 3 件全てと非開示 MBO 16 件中 15 件はマネジメントがバイアウト・ファンドと共同で行った MBO（擬似 MBO）である点に着目し、擬似 MBO とマネジメント単独で行った MBO（真正 MBO）を比べると、擬似 MBO における TOB ではプレミアムが低く統計上も有意である期間が多いが、MAP は有意な差はなかった。マネジメントの株式保有比率が 10% 以上の企業の MBO における TOB は、それ以外と比べ、MAP に有意な差はなかったが、プレミアムは高く、期間によりばらつきがあるが統計上ほぼ 5% 水準で有意であった。また、創業家一族である株主がマネジメントに就任していることが多いジャスダック上場企業の MBO における TOB は、それ以外と比べ、MAP に有意差はないが、プレミアムは高く有意であった。これは、①買収者としての利益、②株主としての利益、③マネジメントとしての地位の継続、の中で、マネジメントにとって②が大きい時、マネジメントと少数株主の利害は対立せずプレミアムが高くなることを示唆する。主要株主<sup>36</sup>が法人株主である企業の MBO における TOB は、それ以外と比べ、MAP

35 ここで「それ以外」とは、係争 MBO 以外の MBO における TOB を指す。以下、同様。

が非常に高く、統計上も一部例外となる期間があるが多くの期間で有意である。プレミアムも非常に高く、統計上も一部例外となる期間があるが多くの期間で有意である。これは、主要株主が法人株主である企業のMBOは、子会社・事業部門独立型（ダイバーストメント型）のMBOであるケースが多く、法人株主（支配株主）と少数株主の利害が対立せず、少数株主が十分に補償されていることを示唆する。

服部（2006）によれば、トーカロのLBO・MBOでは、トーカロ経営陣は公開買付けの買い手の一部を形成し、同時に株主として売り手でもあった。2001年1月の公開買付け開始時点、すなわち2000年度の4分の3以上が経過している時点で、わずか3ヵ月後に大幅修正される業績の好転を予想できず、低調な業績予想を放置したまま、結果として投下自己資金が3年間で4.9倍に膨れ上がるような、割安な価格での買収の買い手側に参加しているにもかかわらず、公開買付けに賛同する意見を表明し、一般株主に売却を勧めた点に問題はないだろうか。ただし、トーカロのケースでは、公開買付けに当たり数年以内に再上場を目指すこと、JAFCOという買収ファンドがリスクをとって財務リターンを追求していることは正確に公表されていた。

最近のLBO・MBOでは、これらの点すら曖昧にされたまま公開買付けが実行されるケースが目立つ。2005年7月に発表されたワールドのMBOでは、買収者である経営陣にとって経済的に非常に魅力的な案件であるが、そのような説明はなされていない。また、ワールドのケースでも、トーカロのケースと同様、公開買付け前後の経営陣による業績予想に問題がある。

「MBO報告書」は、MBOが行われることの弊害および論点の指摘状況として、取締役についての利益相反的構造が生じ買付者側の取締役と売却者側の

---

36 自己または他人の名義をもって発行済株式の総数の100分の10以上の株式を有している株主のこと。

株主との間に情報の非対称性が存在するため、株主の側から、不合理な取引が行われ、また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といった懸念が指摘されていると述べている。さらに、MBOに伴う非上場化により有望な投資先が市場から退出することが資本市場に与える影響、非上場化によって市場の規律が働かなくなり会社のガバナンスが緩む弊害、非上場化の際の株主への強圧的な効果、LBO形態で実行される場合の既存債権者との関係についての議論や過度なレバレッジが会社を与える影響などを挙げている (p.4)。

大崎(2005)によれば、アメリカでは非公開化の場合、その目的とその目的を達成するために検討された代替的な手段、さらには代替的な手段が採用されなかった理由等、詳細な情報開示が求められるという。日本で少数株主の権利を保護する仕組みが十分でない中で、またマスコミ等がMBOにかかわる諸問題を十分理解していない状況で非公開化が行われれば、強圧性が問題になると警告している。井上(2008)は、非公開化TOBの中で投資ファンドが買い手のTOBとその他のTOBに分けて比較すると、前者は後者に比べ相対的に低いプレミアムで高いテンダー比率を達成していることを発見した。また、前者においてプレミアムで説明が付く以上のテンダー比率を獲得していることが、統計的にも確認された。よって、投資ファンドが強圧性を利用して、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と指摘している。すると次のステップとして、前者のケースにおいて、プレミアムで説明が付かない部分のテンダー比率はどのような要因で決定されるのかを解明することが期待される。これは、健全なTOBを促進するルール作りのためにも重要であろう。前澤(2008)は、サンプル数に制約があるものの、日本のMBO目的のTOBにおけるプレミアムの決定要因分析の結果は、株価過小評価仮説と整合的であると報告している。また、日本のMBOを創業者一族が5%以上の株式を保有する企業とそれ以外に分け、40日前の株価を基準としたプレミアム、300-41日前までの超過収益率、および両者を足した数値でど

れだけ株主が報われたかを分析し、株主から見ると、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指摘した。この点に関し、創業者一族のMBO前の持株比率だけでなく、創業者一族がTOBに応募する株数の発行済株式総数に対する比率等もプレミアムに影響する可能性があるのではないと思われる。吉村(2010)は、分析結果から、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と述べている。吉村(2010)の分析結果では、バイアウト・ファンドと共同で行ったMBOとマネジメント単独で行ったMBOを比べると、前者におけるTOBのプレミアムが低く統計上も有意である期間が多いが、MAPでは有意な差はなかった。この点、井上(2008)の分析で、バイアウト・ファンドと共同で行ったMBOにおいて、プレミアムで説明が付く以上のテnder比率を獲得している理由として、TOB前の株価パフォーマンスがマネジメント単独で行ったMBOと比べて相対的に良かった(悪くなかった)可能性を指摘できるだろう。MBOにおけるTOBで一般株主が十分に補償されているかを検討する場合、前澤(2008)や吉村(2010)のようにプレミアムだけでなく株価パフォーマンスを考える必要があろう。しかし、一般株主が株価パフォーマンスによって補償される度合いを捕捉することは極めて難しい。なぜなら、一般株主が株式を買った時期はばらばらであるのに、実際の分析では一定の期間を決めて超過収益率を計算するからである。複数の期間について分析することでこの問題がどれくらい緩和されるのか検討の余地があると思われる。服部(2006)が指摘する公開買付け前後の経営陣による業績予想やその修正については、しばしば議論になっている。これは経営陣のモラルの問題であろう。ただし、経営が悪化した局面で行われるMBOがあることを考慮すると、実際の事例について、経営陣が株式を安く買うために恣意的に実態より悪い業績予想や修正を発表したのか容易に判断できない場合が少なくないと考えられる。

## 引用・参考文献

- 井上光太郎 (2008) 「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て』社団法人 日本経済研究センター、pp.99-114.
- 岩谷賢伸 (2002) 「『戦略的非公開化』という選択肢」『資本市場クォーターリー』2002年春、野村資本市場研究所、pp.170-182.
- 浦野倫平 (1993) 「80年代後半のイギリスにおける M&A」『経営学論集』63、日本経営学会、pp.148-155.
- 浦野倫平 (2009) 「MBO 概念の再考—一定義としての「経営陣による株主の交代」の妥当性について—」『九州産業大学経営学論集』19(4)、pp.91-109.
- 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リー』2005 Autumn、野村資本市場研究所、pp.91-95.
- 金田直之・園田智昭 (2009) 「MBO による事業の独立とその後の課題について—3社のインタビュー調査に基づく実態分析」『企業会計』Vol.61 No.7、pp.104-111.
- 川村正幸編 (2008) 『金融商品取引法』中央経済社
- 企業価値研究会 (2006) 「企業価値報告書2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～」
- 企業価値研究会 (2007) 「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) に関する報告書」
- 黒沼悦郎 (2007) 日経文庫『金融商品取引法入門』第2版、日本経済新聞出版社
- 経済産業省 (2007) 「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」
- 佐藤元治 (2009) 「2009年上半期の日本企業に対する MBO」『函大商学論究』第42輯第1号、pp.1-36.
- 佐藤元治 (2010) 「2008年の日本企業への MBO」『函大商学論究』第43輯第1号、pp.1-44.
- 佐山展生・山本礼二郎 (2009) 『バイアウト 産業と金融の複合実務』日本経済新聞出版社
- 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、pp.475-498.
- 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、pp.151-177.
- 杉浦慶一 (2008) 「日本におけるゴーイング・プライベートを伴うバイアウト—ワールドの戦略的非公開化の事例を中心として—」『年報 経営分析研究』第24号、日本経営分析学会、pp.72-79.
- 関雄太・岩谷賢伸 (2001) 「活発化し始めたわが国 MBO の現状と課題」『資本市場クォーターリー』2001年秋、野村資本市場研究所、pp.128-149.

- 関雄太・岩谷賢伸 (2001) 「活発化し始めたわが国 MBO の現状と課題」『資本市場クォーターリー』2001年秋、野村資本市場研究所、pp.128-149.
- 田村威文 (2005) 「ゲーム理論で考える企業会計 会計規制の強化」『企業会計』Vol.57 No.5、pp.76-77.
- 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』No.26、日本ファイナンス学会 MPT フォーラム、pp.49-66.
- 服部暢達 (2006) 「MBO (≒ LBO) 再考」『証券アナリストジャーナル』2006年12月号、日本証券アナリスト協会、pp.59-73.
- 服部暢達 (2008) 『実践 M&A ハンドブック』日経 BP 社
- 林昭 (2002) 「旧東ドイツの民営化と MBO」『龍谷大学経営学論集』Vol.42 No.1、pp.95-109.
- 深沢英昭 (2010) 「MBO の拡大の背景とバイアウト・ファンド活用の是非」杉浦慶一・越純一郎編『プライベート・エクイティ 勝者の条件』日本経済新聞出版社、pp.29-42.
- 前澤博一 (2008) 「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.115-140.
- 山本貴啓 (2007) 「MBO による上場廃止を巡るゲーム論的考察」『立正経営論集』第39巻 第1・2合併号、pp.71-91.
- 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』Vol.62 No.10、pp.83-94.