

2008年の日本企業へのMBO

佐藤元治

I はじめに

II 検証内容

III ケーススタディ

III-1 株式会社あきんどスシロー

III-2 株式会社イーシー・ワン

III-3 日本工業検査株式会社

III-4 株式会社ユニバーサルホーム

III-5 ゼンケンホールディングス株式会社

III-6 トオカツフーズ株式会社

III-7 株式会社全教研

III-8 株式会社LEOC

IV おわりに

V 表（資料）

I はじめに

本稿では、MBOの本質は何かを考える上で参考にするため、2008年の日本企業へのMBOについて、MBOを金融取引と見た場合の採算性、企業による業績予想またはその修正の妥当性、株価の推移と買付価格あるいはその基礎となる基準価格の関係について検証する。

このような検証を行うのは、事例ごとに目的や形態が多様、複雑であるといわれるMBOの研究においては¹、統計的手法で日本企業へのMBOの特徴を明らかにしたり、何らかの基準で日本企業へのMBOを類型化する前に、事例ごとに見ていくことが重要であると考えからである。

II 検証内容

2008年の日本企業へのMBOは95件、そのうち被買収企業が上場企業であるケースは17件であった（1事業部門のMBOは除く）。本稿では、そのうち後半の8件、すなわちあきんどスシロー、イーシー・ワン、日本工業検査、ユニバーサルホーム、ゼンケンホールディングス、トオカツフーズ、全教研、LEOCについて、MBOの概要を見た後、MBOの採算性、業績予想やその修正の妥当性、株価の推移と買付価格あるいは買付価格の基礎となる基準価格の関係について検証する。検証方法に関し、拙稿（2009）と異なる点は以下の通りである。

「MBOの採算性」において、複数のMBO事例をできるだけ同じ土俵で比較するため、ルールに従って決めたEQとNRLの金額を使った分析を行ったが、服部（2008）のMBOの実例研究を参考にルールを精緻化した²。すなわち、①インタレストカバレッジが1.5倍以上となる限り、買収総額に占めるEQの比率を10分の1とする³、②買収総額に占めるEQの比率を10分の1とするとインタレストカバレッジが1.5倍未満となる場合、インタレストカバレッジがちょうど1.5倍になるようにEQ、NRLの額を調整する⁴。③インタレス

1 MBOの目的や形態が事例ごとに多様、複雑であるといわれる点に関しては、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」、p.2、p.5などを参照。

2 「V表（資料）」では、ルールに従ってEQ、NRLを決めた分析だけを掲載した。

3 服部（2008）のMBOの実例研究において、買収総額に占めるEQの比率が低いケースとして、日本テレコム12.4%（pp.269-271）、ワールド12.4%（pp.273-276）、すかいらーく11.0%（pp.278-279）、ただし、このケースでは買収総額の内訳が公表されていないため、EQは推定値）、東芝セラミックス10.9%（pp.281-283、同）があり、これらを参考にした。

トカバレッジが1.5倍を切るときは、最大になるようにする。次に、当事者企業により発表された金融機関等による最大融資額をNRLの金額として使った分析を行った。ただし、この分析においても、インタレストカバレッジが1.5倍を割れる場合は、インタレストカバレッジが1.5倍あるいは最大となるようEQ、NRLの金額を調整して分析を行った。また、EBIT倍率一定モデルにおける営業利益成長率に関し、『会社四季報』のデータから算出した成長率が5%を超える場合とマイナスの場合には、長期的により現実的な数値として5%と仮定して分析した⁵。これらの変更点、すなわち、レバレッジを限界まで高めることおよび営業利益成長率をやや楽観的ともいえる5%と仮定することは採算性にプラスに作用するため、本稿の分析で採算が厳しいということは、実際のMBOにおいて採算は非常に厳しいといえるだろう。

「業績予想と修正」において、本決算と第2四半期累計期間の決算（中間決算）について、MBO発表前後1回ずつを取り上げ、業績予想と修正がどのように行われ実績がどうであったかを検証する。本決算と第2四半期累計期間の決算について見るのは、決算短信で企業自身による予想が公表されるからである。

4 服部（2008）は、「投資銀行等のLBOモデルでは営業利益に減価償却を加えたEBITDAが利払いの2倍程度となるレベルをレバレッジの限界と考える場合が多い（p.294、註12）」と述べており、減価償却費を加えないEBITの利払いに対する倍率（インタレストカバレッジ）の限界は2倍より低い数値が妥当である。また、服部（2008）がMBOの実例研究として取り上げている中でインタレストカバレッジが低いケースとして、ボーダフォンの1.4倍（pp.271-273）、東芝セラミックスの1.6倍（pp.281-283、ただし、このケースのEQ、NRLは推定値であり、インタレストカバレッジはそれら推定値に基づいた値である）がある。これらを参考に、本稿では、インタレストカバレッジの下限を1.5倍とした。

5 本稿で分析対象とした8つのケース全てにおいて『会社四季報』のデータから算出した営業利益成長率は5%を超えるため、長期的により妥当な5%と仮定して分析した。理由は、たとえばバンテック・ジャパンのケースでは、『会社四季報』のデータから計算すると営業利益成長率は20%だが、このように高い営業利益成長率やそこから推測される高い売上高成長率は短期的にはあり得るが、長期の分析にこの成長率を適用すると業界におけるバンテック・ジャパンのシェアが大きくなり過ぎる等非現実的だからである。「V表（資料）」では、営業利益成長率5%とした分析結果を掲載した。

Ⅲ ケーススタディ

Ⅲ-1 株式会社あきんどスシロー

MBOの概要⁶

9月24日、エーエスホールディングス株式会社は、回転すし店をチェーン展開するあきんどスシローに対するTOBの実施を発表した。エーエスホールディングスは、ユニゾン・キャピタル・グループに属する投資ファンドが出資するアトランティック・フィッシュリーズ・エルピー（アトランティック、あきんどスシローの株式所有割合約9.7%）およびパシフィック・フィッシュリーズ・エルピー（パシフィック、同約7.5%）がそれぞれ発行済株式の56.5%および43.5%を保有し、あきんどスシローの発行する株式および新株予約権を取得、保有することを目的に設立された。エーエスホールディングスは、アトランティック、パシフィックおよびあきんどスシロー創業者清水義雄氏（株式所有割合約18.6%）との間で、それぞれが保有するあきんどスシローの普通株式および新株予約権についてTOBに応募することを合意している。また、アトランティック、パシフィックおよび清水義雄氏は、TOB成立後、それぞれエーエスホールディングスに対して出資を行うことを合意している。全株式取得を目指し、買付予定数の下限を284万9200株に設定した。TOB成立後、エーエスホールディングスは、TOBに応募しなかった株主に対し、株式に代えて金銭を交付することとなる組織再編等を予定している。エーエスホールディングスは、TOB決済資金として、みずほ銀行から最大132億円、あおぞら銀行から最大88億円の借入れを予定している。あきんどスシローは東証2部上場廃止となる。あきんどスシローの取締役会は賛同している。

MBOの背景に関し、2007年9月、あきんどスシローは、ユニゾン・キャ

6 あきんどスシローに関する「MBOの概要」は、被買収企業の「当社株券等に対する公開買付けに関する賛同意見表明のお知らせ」、意見表明報告書、買収企業の「株式会社あきんどスシローの株券等に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」、公開買付届出書等に基づいている。他社の「MBOの概要」も同様の資料に基づく。

ピタル・グループおよび株式会社極洋と戦略的業務・資本提携関係を構築し、人材確保・店舗開発・管理機能拡充・ガバナンス強化面でユニゾン・キャピタル・グループによる協力・支援を受けてきた。また、2008年9月期を初年度とする5年間にわたる中期経営計画を策定し企業価値の向上に努めてきたが、水産品をはじめとした世界的需要の高まりによる原価の高騰、特定の事業エリアを超えた同業他社との出店競争の激化等、経営環境は厳しさを増している。このような状況下、エーエスホールディングスを含むユニゾン・キャピタル・グループより、中期経営計画の実現に向け、経営課題の抜本的な解決を図ることを目的とした戦略的非公開化の実施に関する提案を受け検討した結果、提案は従来の提携関係を越えた強固な資本関係を構築することによるあきんどスシローの企業価値向上を企図したものであると判断したとしている。

MBOの採算性（表Ⅲ－１－１）（あきんどスシローは非連結ベース）

あきんどスシローのケースについて、ルールに従い買収総額の内訳を決めると、EQ2116百万円、NRL19045百万円、インタレストカバレッジは9.5倍となる。PER一定モデルで評価すると、IRRは63.5%、営業利益成長率を妥当な5%としてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは22.4%となる⁷。

MBOを金融取引と見た場合採算が取れるかどうかの基準を20%とすると、あきんどスシローのケースは、どちらのモデルで評価しても採算が取れるということになる。

業績予想と修正（表Ⅲ－１－２）

2008年9月期第2四半期累計期間の業績予想に関し、2007年11月15日に発表された2007年9月期決算短信は、売上高30320百万円（前年同期比8.1%増）、

7 ちなみに、当事者企業が発表した最大融資金額220億円は買収総額を超えるためEQを仮に1億円とすると、インタレストカバレッジは8.0倍、PER一定モデルで評価するとIRRは248.6%、営業利益成長率を5%としてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは124.7%となる。

営業利益1510百万円（同5.6%増）とした。

実績は、売上高30948百万円（当初予想比2.1%増）、営業利益1429百万円（同5.4%減）であった。

2008年9月期通期の業績予想に関し、2007年11月15日に発表された2007年9月期決算短信は、売上高64837百万円（前期比9.7%増）、営業利益3658百万円（同30.6%増）とした。その前提として、販売機会ロスの減少、客席回転率の向上、廃棄ロスの削減、顧客の来店回数のアップなどの実現を図り、効率のよい経営、収益拡大に取り組むとした。

実績は、売上高63862百万円（当初予想比1.5%減）、営業利益2880百万円（同21.3%減）であった。この原因として、期後半からの景気の停滞、ガソリン高騰による消費者の節約志向で外食機会が減少し、競合他社との熾烈な顧客獲得競争とあいまって、既存店売上高は苦戦を強いられたとしている。

株価の推移（表Ⅲ－1－3）

あきんどスシローの株価推移は、高値について2006年の4890円から2008年のMBO発表時点までの3240円へ34%、安値について2007年の2970円から2008年の1823円へ39%下げた。TOBにおける買付価格算定の基礎となる基準価格はMBO発表日前1カ月終値平均値1964円となり、買付価格は66%のプレミアムを上乗せし3250円と決まった。2008年のMBO発表時点までの高値と同水準となり、2008年にあきんどスシロー株式を買った投資家は全てTOBに応募することによって利益が出る水準となった⁸。

Ⅲ－2 株式会社イーシー・ワン

MBOの概要

9月25日⁹、株式会社ステップスは、Java言語に特化した情報システム会

8 株式売買委託手数料、税金は考慮していない。

社であるイーシー・ワンに対しTOBを実施すると公開買付届出書を関東財務局長に提出した。ステップスは、イーシー・ワン社長最首英裕氏が代表取締役を務め、全発行済株式を所有している。ステップスは、最首氏（自己株式を除く発行済株式に対する株式所有割合約3.5%）、大株主である伊藤忠テクノソリューションズ株式会社（同約19.2%）から、その所有するイーシー・ワンの株式全てについてTOBに応募する旨の同意を得ている。全株式の取得を目指し、買付予定数の下限を2万6618株に設定した。全株式を取得できなかった場合、全部取得条項を付して少数株主を排除する。最首氏以外のイーシー・ワンの取締役も、ステップスへ出資を行う可能性がある。さらに、ステップスは、イーシー・ワンの従業員に対してステップスへの新たな出資を働きかける予定で、これが実現すれば本件はMEBO¹⁰としての性格を有することとなる。TOB決済資金として、三井住友銀行から最大24億5000万円の借入れを予定している。最首氏は、TOB成立後、引き続きイーシー・ワンの代表取締役に留まり経営にあたる予定である。イーシー・ワンはジャスダック上場廃止となる。イーシー・ワンの取締役会は賛同している。

MBOの背景に関し、昨今、ソフトウェア産業においては、企業のシステム投資需要は穏やかに増加しているが、最終顧客からの開発内容に対するニーズは多様化・高度化している一方で、低価格化と慢性的な人材不足が進展して事業環境は厳しくなっている。また、新たなIT技術の広がりや、これまでのようなベンダー主導ではなく、ソフトウェア技術者によるコミュニティ主導で広がる傾向が顕著になっており、イーシー・ワンはそうした新技術を生かした新規ビジネスの可能性の拡大を図っているが、先行きには不確実な

9 イーシー・ワンのMBOにおいて、買収側企業および被買収側企業（イーシー・ワン）のMBOに関するプレスリリース資料が企業のホームページ等で閲覧できなかったため、公開買付届出書の提出日を述べた。ゼンケンホールディングス、全教研についても同様。なお、公開買付届出書の提出日は、当事者企業によるプレスリリースが行われた日より数日遅れとなるのが一般的である。

10 MEBOとは、一般的に、買収対象企業の経営陣と従業員が一体となって、金融投資家と共同して買収対象企業の株式等を取得する取引をいう。

部分も多く、業績が悪化する可能性もある。このような状況下、中長期的な企業価値の向上を達成するため経営改革を断行するには、経営改革のリスクを一般株主に負わせることを回避し、経営者自身にリスクを集中して自己責任において迅速かつ果敢に意思決定できる経営体制を構築することが必要であり、株式上場維持コストの増大も考慮し、MBOの手法が最善であると判断したとしている。

MBOの採算性（表Ⅲ－２－１）（イーシー・ワンは連結ベース）

イーシー・ワンのケースについて、ルールに従い買収総額の内訳を決めると、EQ230百万円、NRL2070百万円、インタレストカバレッジは14.2倍となる。PER一定モデルで評価すると、IRRは34.5%となる。なお、イーシー・ワンのケースでは、2009年3月期のデータに基づく会社総価値がマイナスとなり、従ってEBIT倍率もマイナスとなるため、EBIT倍率一定モデルでの企業価値評価は機能しない¹¹。

MBOを金融取引と見た場合採算が取れるかどうかの基準を20%とすると、イーシー・ワンのケースは、PER一定モデルで評価すると採算が取れるということになる。

業績予想と修正（表Ⅲ－２－２）

2008年3月期の業績予想に関し、2007年5月17日に発表された2007年3月期決算短信は、売上高2900百万円（前年同期比11.2%増）、営業利益180百万円（同7.8%増）とした。

実績は、売上高2870百万円（当初予想比1.0%減）、営業利益43百万円（同76.1%減）であった。営業利益が当初予想比でも前期比（74.2%減）でも大

11 ちなみに、当事者企業が発表した融資額24.5億円は買収総額を超えるためEQを仮に1億円とすると、インタレストカバレッジは11.7倍、PER一定モデルで評価するとIRRは64.9%となる。

幅減益となった原因として、新規受注案件において品質確保や納期確保のため集中的に人員投入しコストが増加したことおよび品質保証引当金を計上したことにより売上総利益率が前期比1.0ポイント低下したこと、採用費および人件費などの先行投資的支出が増加し販売費及び一般管理費が前期比32.6%増加したことを挙げた。

2009年3月期第2四半期累計の業績予想に関し、2008年5月15日に発表された2008年3月期決算短信は、売上高1100百万円（前期比9.7%増）、営業損失50百万円とした。

これを、2008年8月8日に発表した2009年3月期第1四半期決算短信で売上高、営業損失、経常損失は据え置き、当期純損失80百万円（当初予想比赤字転換）へ修正した。理由に関し、第1四半期における投資有価証券評価損の発生を踏まえた修正であるとした。

2008年10月20日、2回目の修正を発表し、売上高と経常損失は据え置き、営業損失を100百万円、当期純損失を300百万円とした。

実績は、売上高1115百万円（2回目修正予想比0.5%増）、営業損失98百万円であった。

株価の推移（表Ⅲ－2－3）

イーシー・ワンの株価推移は、高値について2005年の267000円から2008年のMBO発表時点までの45800円へ83%、安値について2005年の120000円から2008年の26300円へ78%下げた。TOBにおける買付価格算定の基礎となる基準価格はMBO発表日前1カ月終値平均値27910円となり、買付価格は106%のプレミアムを上乗せし57500円と決まった。2008年のMBO発表時点までの高値を上回り、2008年にイーシー・ワン株を買った投資家は全てTOBに応募することによって利益が出る水準となった。

Ⅲ－3 日本工業検査株式会社

MBOの概要

9月29日、有限会社弘林は、非破壊検査事業の日本工業検査に対しTOBを実施すると発表した。弘林は、日本工業検査社長林弘氏とその親族小松久美子氏が発行済株式の全てを保有し、林弘氏が唯一の取締役役に就いており、日本工業検査の株式を取得、保有することを目的とする会社である。TOBが成立した場合、弘林は、決済資金を調達するため、ヴァリアント・パートナーズが運営するヴァリアント壱号投資事業有限責任組合（ヴァリアントファンド）に対し第三者割当方式により普通株式を発行する予定である。また、TOBが成立した場合、林弘氏は、弘林が第三者割当方式により発行する普通株式を引受け、林弘氏がTOBに応募することによって得る資金のうち7億9488万円を出資する予定である。全株式取得を目指し、買付予定数の下限を348万3271株に設定した。全株式を取得できなかった場合、弘林は、取得できなかった日本工業検査株式を保有する株主に対し、株式に代えて金銭を交付する組織再編等を予定している。弘林は、日本工業検査の筆頭株主である小松久美子氏（株式所有割合24.9%）、林弘氏（同19.15%）、林弘氏や親族が発行済株式の全てを保有するゼネラルエンタープライズ株式会社（同17.42%）等から、それぞれの所有する応募可能な日本工業検査株式の全てをTOBに応募する旨の同意を得ている。林弘氏は、TOB後も引き続き日本工業検査の代表取締役に留まる予定である。弘林は、TOBの決済資金に充てるため、ヴァリアントファンドに対する増資で最大19億512万円を、三菱東京UFJ銀行並びに日本政策投資銀行から最大で139億円を借入れて調達する予定である。日本工業検査はジャスダック上場廃止となる。日本工業検査の取締役会は賛同している。

MBOの背景に関し、非破壊検査業界における市場規模の成長鈍化、技術員の高齢化や新規人員の確保難等の環境変化が改善に転じる見込みがなく、業界再編の加速が予想される中、中長期的に企業価値の向上を目指すために

は、M&Aも含め一層の人材投資、設備投資、研究開発投資を大規模かつ迅速に行うことが必要不可欠であると認識するに至り、このような経営改革に伴うリスクを一般株主に負わせることを回避するため、また、日本工業検査を中長期的に支援できる中核安定株主、経営陣、従業員が一体となる経営体制を構築するため、ヴァリエント・パートナーズと協議し、MBOの手法が最善であると判断したとしている。

MBOの採算性（表Ⅲ－３－１）（日本工業検査は連結ベース）

日本工業検査のケースについて、ルールに従い買収総額の内訳を決めると、EQ1062百万円、NRL9554百万円、インタレストカバレッジは4.5倍となる。PER一定モデルで評価すると、IRRは52.5%、営業利益成長率を妥当な5%としてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは38.0%となる¹²。

採算が取れるかどうかの基準を20%とすると、日本工業検査のケースは、PER一定モデル、営業利益成長率を5%としたEBIT倍率一定モデルどちらで評価しても採算が取れるということになる。

業績予想と修正（表Ⅲ－３－２）

2008年3月期の業績予想に関し、2007年5月31日に発表された2007年3月期決算短信は、売上高8713百万円（前年同期比4.7%増）、営業利益865百万円（同7.7%増）とした。

2007年11月19日に1回目の修正を発表し、売上高8938百万円（当初予想比2.6%増）、営業利益1019百万円（同17.8%増）とした。利益の上方修正の理由として、検査部門および焼鈍部門¹³が好調に推移したためとした。

12 当事者企業が発表した融資額139億円は買収総額を超えるためEQを仮に1億円とすると、インタレストカバレッジは4.0倍、PER一定モデルで評価するとIRRは172.9%、営業利益成長率を5%としてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは130.0%となる。

13 焼鈍部門とは、溶接等によって生じる残留応力を除去し、かつ金属材料を軟化させる熱処理温度計測部門のこと。残留応力とは、溶接に伴う熱によって、溶接部・溶接部周辺に残るストレス（応力）のこと。

2008年2月15日に2回目の修正を発表し、売上高9228百万円（1回目修正予想比3.2%増）、営業利益1119百万円（同9.8%増）とした。

実績は、売上高9439百万円（2回目修正予想比2.3%増）、営業利益1196百万円（同6.9%増）であった。

2009年3月期第2四半期累計の業績予想に関し、2008年5月23日に発表された2007年3月期決算短信は、売上高4925百万円（前期比5.7%増）、営業利益590百万円（同1.7%増）とした。

実績は、売上高4526百万円（当初予想比8.1%減）、営業利益605百万円（同2.5%増）であった。

株価の推移（表Ⅲ－3－3）

日本工業検査の株価推移は、高値について2005年の6990円から2008年のMBO発表時点までの2320円へ67%下落し、安値については年々きり上がり2005年の640円から2008年の1170円へ83%上昇した。TOBにおける買付価格算定の基礎となる基準価格はMBO発表日前1カ月終値平均値1727円となり、買付価格は39%のプレミアムを上乘せし2400円と決まった。2008年のMBO発表時点までの高値を上回り、2008年に日本工業検査株式を買った投資家は全てTOBに応募することによって利益が出る水準となった。

Ⅲ－4 株式会社ユニバーサルホーム

MBOの概要

10月6日、UHホールディングス株式会社は、木造軸組み住宅のフランチャイズチェーン本部であるユニバーサルホームに対しTOBを実施すると発表した。UHホールディングスは、投資事業有限責任組合DRCI（DRCI組合）¹⁴

14 DRCI組合は、日本の企業に対し中長期的観点からの経営支援型企業投資を行うことを目的とする投資事業有限責任組合で、無限責任組合員であるDRCワン株式会社が運営・管理している。

が全発行済株式を保有している。UHホールディングスは、ユニバーサルホームの大株主である住友不動産から、その保有するユニバーサルホーム株式（株式所有割合約53.88%）の全てについてTOBに応募する旨の同意を得ている。また、UHホールディングスは、ユニバーサルホーム社長加藤充氏およびその親族が全株式を保有する有限会社K.A.M.との間で、その保有するユニバーサルホーム株式（同約13.24%）についてはTOBに応募しない旨の合意をしている。全株取得を目指し、買付予定数の下限を1万500株に設定した。全株式を取得できなかった場合、全部取得条項を付して少数株主を排除する。UHホールディングスは、TOBの決済資金に当てるため、DRCI組合および不動産・住宅・建設業界等における企業支援事業を行っているTNパートナーズ株式会社（TNP）に対する第三者割当増資により最大で約13億円を調達すること、並びにDRCI組合から最大で12億円を借入れることを予定している。加藤氏およびユニバーサルホーム取締役横山真司氏は、TOB後も継続してユニバーサルホームの経営にあたる予定である。ユニバーサルホームはジャスダック上場廃止となる。ユニバーサルホームの取締役会は賛同している。

MBOの背景に関し、日本の住宅市場は少子高齢化の進展等により新設住宅着工戸数が長期的な減少傾向にあり、住宅市場の競争は激化している。ユニバーサルホームは、2007年3月期、2008年3月期に営業損失を計上した。こうした中、加藤氏はDRCワンおよびTNPと検討を重ね、ブランド・商品強化に向けたエコライン商品¹⁵など未来指向の商品開発、営業力および開発力強化に向けた他の業種とのコラボレーションやM&Aも含めたアライアンス戦略の展開、店舗拡大のための資産取得など、意欲的な先行投資が必要であり、社内・グループ内人事・教育制度のさらなる構築・強化も不可欠であるとの認識に達した。このような改革に伴うリスクを一般株主に負わせるこ

15 国土交通省主導で進められている建築物総合環境性能評価システムや超長期住宅先導的モデル事業への対応商品（「株式会社ユニバーサルホーム株式に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」p.3）。

とを回避し、ユニバーサルホーム経営陣を中長期的かつ専門的に支援することができるDRCワンおよびTNPと一体となって迅速かつ果敢に経営改革を推進するにはMBOの手法が最善であると判断したとしている。株式上場維持コストの増大も理由であるとする。

MBOの採算性（表Ⅲ－４－１）（ユニバーサルホームは非連結ベース）

ユニバーサルホームのケースについて、EQを買収総額10分の1とすると、インタレストカバレッジが1.0倍となり1.5倍を切る。そこでインタレストカバレッジが1.5倍となるよう調整すると、EQ740百万円、NRL1635百万円となる。PER一定モデルで評価すると、IRRは-5.7%、営業利益成長率を妥当な5%としてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは0.2%となる¹⁶。

採算が取れるかどうかの基準を20%とすると、ユニバーサルホームのケースは、PER一定モデル、営業利益成長率を5%としたEBIT倍率一定モデルどちらで評価しても採算が取れないということになる。

業績予想と修正（表Ⅲ－４－２）

2009年3月期第2四半期累計期間の業績予想に関し、2008年5月7日に発表された2008年3月期決算短信は、売上高1882百万円（前年同期比17.2%増）、営業損失112百万円とした。

実績は、売上高1680百万円（当初予想比10.7%減）、営業損失156百万円であった。2008年11月4日に発表された2009年3月期第2四半期決算短信では、売上高が当初予想を下回った理由について、契約済み顧客との商談長期化等による引渡計画のずれ込みであるとした。

2009年3月期通期の業績予想に関し、2008年5月7日に発表された2008年

16 当事者企業が発表した融資額12億円をNRLとすると、インタレストカバレッジは2.5倍、PER一定モデルで評価するとIRRは-2.9%、営業利益成長率を5%としてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは0.9%となる。

3月期決算短信は、売上高4539百万円（前期比21.5%増）、営業利益53百万円（黒字転換）とした。この前提として、住宅業界においては販売市況の悪化、同業他社との競争の激化など厳しい環境にあるが、ユニバーサルホームは高品質・省コストに特化した営業戦略を採り、価格競争に巻き込まれないコストパフォーマンスの高い商品を提供するとした。

実績は、発表されていない。

株価の推移（表Ⅲ－4－3）

ユニバーサルホームの株価の高値は2005年および2006年の261000円から2008年のMBO発表時点までの107000円へ59%、安値は2005年の168000円から2008年の58000円へ65%下落した。TOBにおける基準価格はMBO発表日前1カ月終値平均値63717円となり、買付価格はそれに96%のプレミアムを加えて125000円となった。2008年のMBO発表時点までの高値を上回り、2008年にユニバーサルホーム株式を買った投資家は全てTOBに応募することによって利益が出る水準となった。

Ⅲ－5 ゼンケンホールディングス株式会社¹⁷

MBOの概要

10月10日、ZKホールディングス株式会社は、幼児童および中学生を対象とした早期英会話教室を運営するゼンケンホールディングスに対しTOBを実施すると公開買付届出書を提出した。ZKホールディングスは、ミネルヴァ1号投資事業有限責任組合（ミネルヴァファンド）が100%出資する買収目的会社である。ミネルヴァファンドは、教育・学術・出版事業を行う企業を投資対象として教育事業の振興を支援することに特化したファンドであり、アカデミア株式会社を無限責任組合員として設立された。ZKホール

¹⁷ ゼンケンホールディングスについては、過去の決算短信が入手できなかったため、「業績予想と修正」の検証はしていない。

ディングスは、TOB終了後にゼンケンホールディングス副社長田中秀文氏、ゼンケンホールディングスの経営管理グループ部長平川竜芳氏らに対し第三者割当増資を行う予定である。ZKホールディングスは、ゼンケンホールディングスの発行済株式全ての取得を目指し、買付予定数の下限を1万200株（発行済株式総数に対する割合約66.7%）に設定した。全株式を取得できなかった場合、全部取得条項を付し少数株主を排除する。ZKホールディングスは、ゼンケンホールディングスの実質的創業者であり大株主でもある吉澤信男氏（株式所有割合約53.2%）、吉澤氏が支配する資産運用会社である株式会社ワシンコーポレーション（同約9.8%）、ゼンケンホールディングス社長岸良光氏（同約1.4%）、並びに岸氏と親族が支配する資産運用会社であるダブルジェイピー株式会社（同約6.5%）から、その保有するゼンケンホールディングス株式の全てについてTOBへ応募する旨の同意を得ている。田中氏は、代表権を有する取締役として、TOB終了後も継続してゼンケンホールディングスの経営にあたる予定である。また、平川氏は、TOB終了後に新たにゼンケンホールディングスの役員に就任し経営にあたる予定である¹⁸。また、ZKホールディングスは、TOB決済資金に充てるため、みずほ銀行から最大18億円を借入れる予定である。ゼンケンホールディングスはヘラクレス市場上場廃止となる。ゼンケンホールディングスの取締役会は賛同している。

MBOの背景に関し、昨今、小学校の英語教育の充実に向けた条件整備の動きが活発化している一方、少子化等の構造的な問題が背景となり市場環境の厳しさが増している。また、成人向け英会話スクール事業者その他異業種からの参入も積極化しており、競争が激化している。これらに対する積極的な施策の実施は、業績悪化のリスクを伴い、株主の期待に沿えない可能性がある。このような状況下、ゼンケンホールディングスの中長期的企業価値の向上のためには、短期的な業績の変動にとらわれずに持続的成長を可能にす

18 岸氏は、TOBが成立した場合、ゼンケンホールディングスの第8期定時株主総会の終結時をもって、取締役を退任する意向である。

る企業体質を構築する必要があり、このような経営方針を支援する中核的安定株主の下で新たな事業戦略を展開していくことが重要であるとしてMBOの手法で非公開化を行うことが最善であると判断したとしている。

MBOの採算性¹⁹（表Ⅲ－5－1）（ゼンケンホールディングスは連結ベース）

ゼンケンホールディングスのケースについて、EQを買収総額の10分の1とすると、インタレストカバレッジが0.3倍となり1.5倍を切る。そこでインタレストカバレッジが最大となるよう調整すると、EQ2220百万円と買収総額全額をQEで賄うことになり、インタレストカバレッジは0.5倍となる。また、ゼンケンホールディングスのケースでは、PER一定モデルで評価すると、時価総額がマイナスとなり、このモデルでの企業価値評価は機能しない。営業利益成長率を妥当な5%としてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは44.6%となる²⁰。

採算が取れるかどうかの基準を20%とすると、ゼンケンホールディングスのケースは、営業利益成長率を5%としたEBIT倍率一定モデルでは採算が取れるということになる。

株価の推移（表Ⅲ－5－3）

ゼンケンホールディングスの株価推移は、高値について2005年の830000円から2008年のMBO発表時点までの125000円へ85%、安値については2005年の282000円から2008年の44000円へ84%下落した。TOBにおける基準価格はMBO発表日前3カ月終値平均値82861円となり、それに79%のプレミアムを

19 ゼンケンホールディングスのTOB（MBO）が発表された時点で、直近に発売された『会社四季報』は2008年4集であり、2008年9月期と2009年9月期の業績予想が掲載されている。TOB発表時点で、2008年9月期は厳密には終わっているが、同期の業績（実績）が発表されていないという意味で業績予想として使っている。

20 当事者企業が発表した最大融資額をNRLとして使った分析でも、インタレストカバレッジを最大にするため融資額は全く使えず、ルールに従ってEQ、NRLを決めた分析と同じEQ、NRL、インタレストカバレッジ、分析結果となる（PER一定モデルは機能しない）。

上乘せし買付価格は148000円となった。2008年のMBO発表時点までの高値を上回り、2008年にゼンケンホールディングス株式に投資した投資家は全てTOBに応募することによって利益が出る水準となった。

Ⅲ－6 トオカツフーズ株式会社

MBOの概要

10月10日、トオカツ・ホールディングス株式会社は、コンビニエンスストア（CVS）向け弁当・惣菜を製造・販売するトオカツフーズに対しTOBを実施すると発表した。トオカツ・ホールディングスは、かなえキャピタル株式会社の運営するみよし投資事業有限責任組合（みよしファンド）が100%出資している。トオカツフーズ創業者で現会長反田喜久雄氏は、TOB決済後直ちに、トオカツ・ホールディングスに対して出資を行う有限会社ティーピーシーを介して、トオカツ・ホールディングスに対して間接的に12億円の出資を行い、社長反田英樹氏は、トオカツ・ホールディングスに対して直接2億円の出資を行う予定である²¹。みよしファンドは、反田喜久雄氏（株式所有割合13.12%）、反田英樹氏（同1.95%）らから、その所有するトオカツフーズ株式の全てについてTOBに応募する旨の同意を得ている。さらに、みよしファンドは、トオカツフーズの大株主であり、反田喜久雄氏の資産管理会社である有限会社ミコノス（同9.47%）等から、その所有するトオカツフーズ株式の全てについて、TOBに応募する旨の同意を得ている。トオカツフーズ経営陣は、TOB終了後も継続して経営にあたる予定である。全株式取得を目指し、買付予定数の下限を1219万4000株に設定した。全株式を取得できなかった場合、全部取得条項を付して少数株主を排除する。トオカツ・ホールディングスは、TOB決済資金として、みずほ銀行から最大58億8000万円、三井住友銀行から最大39億2000万円の融資を、みよしファンドによる

21 トオカツフーズ取締役反田義一氏、執行役員反田晃氏らもトオカツ・ホールディングスに対して出資を行う予定である。

普通株式および種類株式の引受けにより最大55億円の出資を受ける予定である。トオカツフーズは、ジャスダック上場廃止となる。トオカツフーズの取締役会は賛同している。

MBOの背景に関し、CVSの既存店売上がタスポ効果を除けば厳しい状態が続くこと、CVS向けベンダー業界、CVS業界ともに今後は再編・統合が進むと想定されること等から、事業環境の変化への抜本的な対応を迫られており、また、商品供給責任を優先したことから工場の合理化・効率化への取組みが遅れ、生産性が悪化するなど、収益構造改革も課題となっている。こうした中、企業価値向上、中長期にわたる成長、収益改善のため、かなえキャピタルと検討した結果、非CVS向け事業を拡大・強化する「事業構造改革」、後手に回った合理化・効率化に着手し抜本的な収益改善・生産性改善を目指す「ものづくり構造改革」を同時並行して推進することが不可欠との結論に至った。新規成長市場への参入や工場的大幅な再編・統合等構造改革に伴うリスクを株主に負わせることを回避し、迅速かつ機動的な事業戦略の実行を可能とするには、MBOの手法が最善であると判断したとする。また、MBOにより、株主をトオカツ・ホールディングスに集中してガバナンス体制を強化し、トオカツ・ホールディングス、経営陣、従業員が一体となって経営構造改革の実現に注力できるとしている。

MBOの採算性（表Ⅲ－6－1）（トオカツフーズは連結ベース）

トオカツフーズのケースについて、ルールに従い買収総額の内訳を決めると、EQが1335百万円、NRLが12013百万円、インタレストカバレッジが3.4倍となる。PER一定モデルで評価すると、IRRは54.6%、営業利益成長率を妥当な5%としてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは35.7%となる²²。

採算の基準を20%とすると、トオカツフーズのケースは、PER一定モデ

22 当事者企業が発表した融資額98億円をNRLとすると、インタレストカバレッジは4.1倍、PER一定モデルで評価するとIRRは23.1%、営業利益成長率を5%としてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは18.2%となる。

ル、営業利益成長率を5%と仮定したEBIT倍率一定モデルいずれで評価しても採算が取れるということになるだろう。

業績予想と修正（表Ⅲ－6－2）

2009年3月期第2四半期累計期間の業績予想に関し、2008年5月15日に発表された2008年3月期決算短信は、売上高42700百万円（前年同期比3.8%増）、営業利益590百万円（同9.1%減）とした。

実績は、売上高42162百万円（当初予想比1.3%減）、営業利益623百万円（同5.6%増）であった。

2009年3月期通期の業績予想に関し、2008年5月15日に発表された2008年3月期決算短信は、売上高85600百万円（前期比4.3%増）、営業利益1390百万円（同13.7%増）とした。この前提として、原価面において、カテゴリ別の開発、生産体制の強化、定着化を図り、ロス管理等の材料費管理を徹底すること、工場の生産性を向上させることを挙げた。

実績は、発表されていない。

株価の推移（表Ⅲ－6－3）

トオカツフーズの株価推移は、高値について2006年の890円から2008年のMBO発表時点までの610円へ31%、安値については2007年の495円から2008年の449円へ9%下落した。TOBにおける基準価格はMBO発表日前1カ月終値平均値525円となり、39%のプレミアムを加え買付価格は730円となった。2007年、2008年にトオカツフーズ株式に投資した投資家は全てTOBに応募することによって利益を得られる水準となった。

Ⅲ－7 株式会社全教研

MBOの概要²³

10月16日、株式会社ケーエヌは、福岡県地盤の小中学生向け主体の学習塾大手全教研に対しTOBを実施するとの公開買付届出書を提出した。ケーエヌは、全教研の社長中垣一明氏と常務取締役中垣一史氏が全発行済株式を所有し、中垣一明氏が代表取締役に就任している。中垣一明氏が所有する全教研株式の一部である4万1000株と中垣一史氏が所有する全教研株式の一部である6万8000株についてはTOBに応募する。ケーエヌは、有限会社ケイアンドケイインターナショナル、中垣一明氏、および中垣一史氏ら創業家一族らがTOBに応募せず継続保有する株式並びに自己株式を除く全教研の発行済株式の全てを取得することを企図している。買付予定数の上限および下限を設定せず、応募株券全部の買付けを行う。TOB成立後、全部取得条項を付して少数株主を排除する。ケーエヌは、TOB決済資金として、佐賀銀行から最大15億円の借入れを予定している。中垣一明氏および中垣一史氏は、MBO成立後も、全教研の経営にあたる予定である。全教研は福岡証券取引所上場廃止となる。全教研の取締役会は賛同している。

MBOの背景に関し、少子化により学習塾業界の市場規模が縮小する中、不採算講座の見直し等の業務改善や同業他社との業務提携は抜本的な解決策とはならず、安定的に事業を継続していくのは極めて厳しい状況である。このような状況下、長期的な視点に立って全教研の企業価値を向上させる方を検討し、不採算教室の閉鎖、幼児および低学年向け教育等強化分野のための先行投資、同業他社との企業提携の推進等抜本的な改革が必要との結論に至り、改革の実行過程で株価の低迷により株主に短期的にマイナスの影響を及ぼすことを避け、全教研を中長期的に支援できる中核安定株主、経営陣、従業員が一体となる経営体制を構築するには、MBOにより株式を非公開化することが最善の手段であると判断したとしている。株式上場維持コストの

23 11月13日付「公開買付届出書の訂正届出書」の内容を反映している。

増大も理由であるとする。

MBOの採算性（表Ⅲ－7－1）（全教研は非連結ベース）

全教研のケースについて、EQを買収総額の10分の1とすると、インタレストカバレッジが1.0倍となり1.5倍を切る。そこでインタレストカバレッジが1.5倍となるよう調整すると、EQ969百万円、NRL501百万円となる。PER一定モデルで評価すると、IRRは-13.1%、営業利益成長率を妥当な5%としてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは6.4%となる²⁴。

採算の基準を20%とすると、全教研のケースは、PER一定モデル、営業利益成長率を5%としたEBIT倍率一定モデルどちらで評価しても採算が取れないということになるだろう。

業績予想と修正（表Ⅲ－7－2）

2009年3月期第2四半期累計期間の業績予想に関し、2008年5月16日に発表された2008年3月期決算短信は、売上高2100百万円（前年同期比1.9%減）、営業損失85百万円とした。

実績は、売上高2103百万円（当初予想比0.1%増）、営業損失40百万円であった。

2009年3月期通期の業績予想に関し、2008年5月16日に発表された2008年3月期決算短信は、売上高4600百万円（前期比0.3%増）、営業利益70百万円（同2.1%増）とした。

実績は、発表されていない。

株価の推移（表Ⅲ－7－3）

全教研の株価推移は、高値に関し2006年の685円から2008年のMBO発表時

24 当事者企業が発表した最大融資額（15億円）をNRLとして使った分析においても、インタレストカバレッジの縛りがあるため融資額全額は使えず、ルールに従ってEQ、NRLを決めた分析と同じEQ、NRL、インタレストカバレッジ、分析結果となる。

点までの439円へ36%、安値は2006年の484円から2008年の245円へ49%下落した。TOBにおける基準価格はMBO発表日前1カ月終値平均値250円となり、44%のプレミアムを足して買付価格は360円と決まった。2008年に全教研株式を買った投資家の中にはTOBに応募することによって損失が出る人もいる水準となった。

Ⅲ－8 株式会社LEOC

MBOの概要

10月20日、株式会社小野寺事務所は、給食事業を展開するLEOCに対しTOBを実施すると発表した。小野寺事務所は、LEOCの社長小野寺裕司氏が全発行済株式を保有し代表取締役役に就いている。小野寺事務所は、小野寺裕司氏（LEOC株式の所有割合18.68%）、LEOC会長小野寺眞悟氏（同2.89%）、三菱商事（同18.57%）等から、その所有する全LEOC株式についてTOBに応募する旨の同意を得ている。小野寺裕司氏は、TOBに応募して得た資金から税金、諸経費を控除した金額の大部分を小野寺事務所に対して出資する予定である。全株取得を目指し、買付予定数の下限を919万3000株に設定した。全株式を取得できなかった場合、全部取得条項を付して少数株主を排除する。小野寺事務所は、TOB決済資金として、三菱東京UFJ銀行から最大70億円の借入れを、独立系M&AアドバイザーファームであるGCAサヴィアングループ株式会社の100%子会社である株式会社メザニンが運営するMC01号投資事業有限責任組合を引受人とする種類株式の第三者割当増資により最大25億円の出資を受ける予定である。小野寺裕司氏は、MBO成立後もLEOCの経営の指揮を執る予定である。LEOCはジャスダック上場廃止となる。LEOCの取締役会は賛同している。

MBOの背景に関し、エネルギー・天然資源の高騰や輸出の増勢鈍化を受けた国内景気の停滞、米国のサブプライムローン問題を端緒とした国際金融市場の混乱、食肉偽装や食品虚偽表示等食品に対する消費者の不安感の増加

等がLEOCの事業に悪影響を与える可能性があり、委託先企業から給食サービスに対する対価の引下げ要求が高まる一方、仕入れ業者から食材費の上昇を踏まえた仕入れ値の引上げ要求があり、人件費の上昇への対応、原油価格の上昇による物流費の上昇への対応等、業界全体が厳しい競争にさらされている。このような環境変化の下、LEOCは、幾度のM&Aを経て事業規模を拡大し、物流や食材等の仕入れに関し規模のメリットを生かす等の対応をしてきた。近年はさらに、食材に対するトレーサビリティの確保、食事の嗜好や体質や病歴に応じた多様なメニューの開発に対応する必要がある。このような中、サービスレベルを向上させる教育体制構築への投資、より良い食材を利用した消費者の最新のニーズを反映した新メニュー開発への投資を積極的に行うことが不可欠であり、株価への影響等株主に迷惑をかけないように、また、中長期的な企業価値向上に有効であると判断し、MBOを選択したとしている。株式上場維持コストの増大も理由であるとする。

MBOの採算性（表Ⅲ－8－1）（LEOCは連結ベース）

LEOCのケースについて、ルールに従い買収総額の内訳を決めると、EQが699百万円、NRLが6291百万円、インタレストカバレッジが2.6倍となる。PER一定モデルで評価すると、IRRは70.2%、営業利益成長率を妥当な5%としてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは-39.9%となる²⁵。

採算の基準を20%とすると、LEOCのケースは、PER一定モデルでは採算が取れるが、営業利益成長率を5%としたEBIT倍率一定モデルでは採算が取れないということになる。

業績予想と修正（表Ⅲ－8－2）

2009年3月期第2四半期累計期間の業績予想に関し、2008年5月23日に発

25 当事者企業が発表した融資額70億円は買収総額を超えるためEQを仮に1億円とすると、インタレストカバレッジは2.5倍、PER一定モデルで評価するとIRRは174.5%、営業利益成長率を5%としてEBIT倍率一定モデルで評価すると、株主価値はマイナスとなる。

表された2008年3月期決算短信は、売上高32388百万円（前年同期比3.9%増）、営業利益360百万円（同9.5%減）とした。

2008年8月1日、これを修正し、売上高29336百万円（当初予想比9.4%減）、営業利益426百万円（同18.3%増）とした。売上高が減るのは、連結子会社の株式譲渡に伴い第2四半期以降当該会社が連結範囲から除外されるため、営業利益が増えるのは、今述べた売上高減少より想定していた連結子会社関連ののれん勘定償却額が不要となる影響が大きいからである。

実績は、売上高29176百万円（修正予想比0.5%減）、営業利益646百万円（同51.6%増）であった。営業利益が修正予想比大幅増となった理由を2009年3月期第2四半期決算短信の中で探すと、給食事業において、赤字事業所の閉鎖や食材費上昇を踏まえた顧客との契約単価の値上げ交渉並びに食材原価と調達コスト抑制のため食材仕入の効率化や物流体制の集約化に努めたとある。

2009年3月期通期の業績予想に関し、2008年5月23日に発表された2008年3月期決算短信は、売上高67255百万円（前期比7.2%増）、営業利益1174百万円（同6.9%増）とした。

2008年8月1日、これを修正し、売上高57917百万円（当初予想比13.9%減）、営業利益924百万円（同21.3%減）とした。売上高が減るのは、先に述べたように連結子会社であった会社が連結範囲から外れるため、営業利益が減るのは、想定していたのれん勘定償却額が不要となる影響より、当初予想で見込んでいた連結子会社であった会社の売上高増加および諸経費・人件費削減効果を享受できなくなった影響が大きいからである。

2008年11月14日、これをさらに修正し、売上高55095百万円（修正予想比4.9%減）、営業利益1080百万円（同16.9%増）とした。営業利益を上方修正した理由は、給食事業の赤字事業所の閉鎖効果、販管費削減に加え、MBOに係わるアドバイザー経費の計上科目が販管費から営業外費用に変更され

ることとなったためである。

実績は、発表されていない。

株価の推移（表Ⅲ－8－3）

LEOCの株価の高値は2006年の654円から2008年のMBO発表時点までの282円へ57%、安値は2005年の283円から2008年の100円へ65%下落した。MBO発表日前1カ月終値平均値140円をTOBにおける基準価格とし、それに256%のプレミアムを上乗せし買付価格は500円と決まった。2007年以降にLEOC株式に投資した投資家は全てTOBに応募することによって利益が出る水準となった。

Ⅳ おわりに

ここまで8社に関し、MBOの概要、MBOの採算性、業績予想と修正、株価の推移と買付価格の関係について見てきた。

MBOの概要で見たMBOの背景に関し、経営環境が厳しくなっている要因としては、原価の高騰、同業他社との出店競争の激化、顧客のニーズの多様化・高度化、人材不足、少子化等による市場縮小・成長鈍化、技術員の高齢化、異業種からの参入、工場の合理化・効率化の遅れ、顧客からの価格引下げ要求、仕入れ業者からの仕入れ値引上げ要求、人件費の上昇、原油価格の上昇による物流費の上昇等、多様であった。

一方で、MBO実施の理由については共通する点が多く、おおよそ以下の通りであった。経営改革や戦略的投資等がもたらす一過性のコスト増、株価の下落等様々なリスクを株主に負担させることを回避するためとした企業が8社中7社であった。中長期の視野で企業経営を行う、中長期で企業価値の増大を図るとする企業は8社全社であった。増大する株式上場維持コストが負担となっているとする企業は8社中4社だった。株主構成の再検討、資本と経営の一体化をあげた企業は7社だった。

MBOの採算性に関し、本稿で新たに定めた採算性にプラスに作用するルールに従って決めたEQ、NRLを使った分析では、PER一定モデルで評価した結果金融取引としての採算ラインである20%以上のIRRとなったのは7社中5社、EBIT倍率一定モデルで評価した結果20%以上のIRRとなったのは7社中4社だった²⁶。この分析結果、特に買収ファンドや投資銀行が実際に使用するといわれるEBIT倍率一定モデルで採算が取れるのは7ケースのうち4ケースだけであることを見ると、本稿で分析対象としたMBOの全てが必ずしも利益を狙う金融取引とはいえないだろうと考えられる。ただし、本稿での分析対象は限られており、今後さらに検証が必要である。

業績予想と修正に関し、本稿で分析対象とした8社について、意図的に実態より悪い業績予想や修正を発表して株価を安値誘導し買付価格を抑えようとしたのではないかと疑念が生じるケースはなかった。

株価の推移と買付価格の関係に関し、年間高値と年間安値の推移を見ると、どの企業の年間高値、年間安値とも直近年に向け下落傾向にあった。唯一の例外は、日本工業検査の株価の年間安値で、2005年から2008年にかけて82%上昇した。買付価格を決める際のプレミアムの8社単純平均が90.6%と高く設定されたことにより、全教研以外のケースで2008年に株式を買った投資家にとって、MBOに応募することにより利益が出る買付価格となった。トオカツフーズとLEOCのケースは、2007年に株式を買った投資家にとっても利益が出る水準となった。

今後は、統計的手法を使って日本企業へのMBOの特徴を明らかにする分析などに取組みたい。

26 イーシー・ワンのケースのEBIT倍率一定モデルおよびゼンケンホールディングスのケースのPER一定モデルは、機能しないためカウントしていない。ちなみに、当事者企業が発表した金融機関等による融資額をNRLとして使った分析では、PER一定モデルで評価した結果20%以上のIRRとなったのは7社中5社、EBIT倍率一定モデルで評価した結果20%以上のIRRとなったのは7社中3社だった。

V 表 (資料)

表Ⅲ-1-1 あきんどスシローの採算性 非連結ベース (単位:百万円、株価と公開買付価格は円)

| | | | | | |
|-----------------|-----------|--------------|---------|--------------|---------|
| 財務数値 | 2008年9月 | 2009年9月 | 前提 | 発行済株式数(千株) | 6511 |
| 営業利益 | 3050 | 3350 | | NRL金利(%) | 3 |
| 当期純利益 | 1340 | | | 税率(%) | 42 |
| 純負債 | -8364 | | | | |
| 株価 | 1964 | (過去1カ月終値平均値) | | PER一定モデルでの評価 | |
| 時価総額 | 12788 | | | | 2008年9月 |
| 会社総価値 | 4424 | | | 営業利益 | 3050 |
| PER(倍) | 9.5 | | | 期初純負債 | 10681 |
| EBIT倍率(倍) | 1.5 | | | 金利払い | 320 |
| | | | | 税引前利益 | 2730 |
| 公開買付価格 | 3250 | | | 当期純利益 | 1583 |
| 買付時価総額 | 21161 | | | PER(倍) | 9.5 |
| 諸経費 | 0 | | | 時価総額 | 15108 |
| 買収総額 | 21161 | | | MBO損益 | 12992 |
| うちEQ | 2116 | | | MBO損益(倍) | 7.1 |
| うちNRL | 19045 | | | IRR(4年、%) | 63.5 |
| EBIT倍率一定モデルでの評価 | 営業利益成長率5% | | | | |
| | 2009年9月 | 2010年9月 | 2011年9月 | 2012年9月 | 2013年9月 |
| | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 |
| 営業利益 | 3350 | 3518 | 3693 | 3878 | 4072 |
| 期初純負債 | 9098 | 7313 | 5400 | 3352 | 1161 |
| 金利払い | 273 | 219 | 162 | 101 | 35 |
| 純利益 | 1785 | 1913 | 2048 | 2191 | 2342 |
| | | | | EBIT倍率(倍) | 1.5 |
| | | | | 会社総価値 | 5906 |
| | | | | 株主価値 | 4745 |
| | | | | IRR(4年、%) | 22.4 |

(出所)『会社四季報』のデータ等を基に筆者作成。以下の採算性の表も同じ。

表Ⅲ-1-2 あきんどスシローの業績予想と修正

(単位：百万円、円、%)

| | 売上高 | 営業利益 | 経常利益 | 当期純利益 | 1株当たり利益 |
|--|-------|-------|-------|-------|---------|
| 非連結 2008年9月期第2四半期累計(2007年10月1日～2008年3月31日)について | | | | | |
| (2006年9月期2Q累計実績) | 24126 | 1280 | 1323 | 290 | 54.67 |
| 前年同期比増減率 | 16.5 | 44.1 | 46.2 | -26.0 | |
| (2007年9月期2Q累計実績) | 28048 | 1430 | 1492 | 504 | 94.66 |
| 前年同期比増減率 | 16.3 | 11.7 | 12.8 | 73.8 | |
| 2007年11月15日予想(a) | 30320 | 1510 | 1575 | 525 | 80.77 |
| 前年同期比増減率 | 8.1 | 5.6 | 5.6 | 4.2 | |
| 実績 | 30948 | 1429 | 1483 | 569 | 87.55 |
| (a)に対する増減率 | 2.1 | -5.4 | -5.8 | 8.4 | |
| 非連結 2008年9月期(2007年10月1日～2008年9月30日)について | | | | | |
| (2006年9月期実績) | 51098 | 2598 | 2694 | 883 | 165.84 |
| 前期比増減率 | 15.2 | 23.7 | 24.8 | -13.0 | |
| (2007年9月期実績) | 59096 | 2801 | 2890 | 1078 | 200.06 |
| 前期比増減率 | 15.7 | 7.8 | 7.3 | 22.1 | |
| 2007年11月15日予想(a) | 64837 | 3658 | 3791 | 1596 | 245.23 |
| 前期比増減率 | 9.7 | 30.6 | 31.2 | 48.1 | |
| 実績 | 63862 | 2880 | 3014 | 1201 | 184.53 |
| (a)に対する増減率 | -1.5 | -21.3 | -20.5 | -24.7 | |

(出所) 企業の決算短信、中間決算短信、業績予想修正等を基に筆者作成。以下の業績予想の表も同じ。

(注) 百万円までの数字を使って増減率を計算しているため、正確な増減率とは若干異なることがある。

(注) 2008年9月期第2四半期累計、通期についての2007年11月15日予想の1株当たり利益は、2007年11月16日の「『平成19年9月期決算短信(非連結)』の一部訂正について」を反映させた数値である。

表Ⅲ-1-3 あきんどスシローの株価推移

(単位：円)

| 暦年 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----|------|------|------|------|
| 高値 | 4150 | 4890 | 4770 | 3240 |
| 安値 | 2755 | 2500 | 2970 | 1823 |

(出所) 『会社四季報』、『株価総覧』(東洋経済新報社)、日本経済新聞、朝日新聞縮刷版、ヤフーファイナンスのデータを基に筆者作成。以下の株価推移の表も同じ。

(注) 直近年のMBO発表月の株価の日次データは新聞から収集しているため、市場により4本値ではなく終値ベースであり、直近年の高値、安値がMBO発表月につけたものである場合、正確でないことがある。以下の株価推移の表も同じ。

(注) 2008年の株価は、当事者によるMBO発表があった9月24日(水)まで。

表Ⅲ-2-1 イーシー・ワンの採算性 連結ベース (単位: 百万円、株価と公開買付価格は円)

| 財務数値 | 2009年3月 | 2010年3月 | 前提 | 発行済株式数(千株) | 40 |
|-----------|---------|--------------|----|--------------|------|
| 営業利益 | 250 | 280 | | NRL金利(%) | 3 |
| 当期純利益 | 200 | | | 税率(%) | 42 |
| 純負債 | -1485 | | | | |
| 株価 | 27910 | (過去1ヵ月終値平均値) | | PER一定モデルでの評価 | |
| 時価総額 | 1116 | | | 2009年3月 | |
| 会社総価値 | -369 | | | 営業利益 | 250 |
| PER(倍) | 5.6 | | | 期初純負債 | 585 |
| EBIT倍率(倍) | -1.5 | | | 金利払い | 18 |
| | | | | 税引前利益 | 232 |
| 公開買付価格 | 57500 | | | 当期純利益 | 135 |
| 買付時価総額 | 2300 | | | PER(倍) | 5.6 |
| 諸経費 | 0 | | | 時価総額 | 753 |
| 買収総額 | 2300 | | | MBO損益 | 523 |
| うちEQ | 230 | | | MBO損益(倍) | 3.3 |
| うちNRL | 2070 | | | IRR(4年、%) | 34.5 |

EBIT倍率一定モデルでの評価 営業利益成長率5%

| | 2010年3月 | 2011年3月 | 2012年3月 | 2013年3月 | 2014年3月 |
|-------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 |
| 営業利益 | 280 | 294 | 309 | 324 | 340 |
| 期初純負債 | 450 | 296 | 130 | -47 | -235 |
| 金利払い | 14 | 9 | 4 | -1 | -7 |
| 純利益 | 155 | 165 | 177 | 189 | 201 |
| | | | | EBIT倍率(倍) | -1.5 |
| | | | | 会社総価値 | N.A. |
| | | | | 株主価値 | N.A. |
| | | | | IRR(4年、%) | N.A. |

表Ⅲ-2-2 イーシー・ワンの業績予想と修正

(単位：百万円、円、%)

| | 売上高 | 営業利益 | 経常利益 | 当期純利益 | 1株当たり利益 |
|--|-------|-------|-------|-------|----------|
| 連結 2008年3月期(2007年4月1日~2008年3月31日)について | | | | | |
| (2006年3月期実績) | 2739 | -152 | -132 | -230 | -5695.81 |
| 前期比増減率 | -16.3 | | | | |
| (2007年3月期実績) | 2609 | 167 | 208 | 254 | 6286.88 |
| 前期比増減率 | -4.7 | | | | |
| 2007年5月17日予想(a) | 2900 | 180 | 210 | 190 | 4693.79 |
| 前期比増減率 | 11.2 | 7.8 | 1.0 | -25.2 | |
| 実績 | 2870 | 43 | 64 | 60 | 1493.46 |
| (a)に対する増減率 | -1.0 | -76.1 | -69.5 | -68.4 | |
| 連結 2009年3月期第2四半期累計(2008年4月1日~2008年9月30日)について | | | | | |
| (2007年3月期2Q累計実績) | 1085 | 30 | 46 | 41 | 1034.59 |
| 前年同期比増減率 | -10.9 | | | | |
| (2008年3月期2Q累計実績) | 1003 | -18 | 0 | 39 | 972.51 |
| 前年同期比増減率 | -7.6 | | | -4.9 | |
| 2008年5月15日予想(a) | 1100 | -50 | -100 | 70 | 1729.29 |
| 前年同期比増減率 | 9.7 | | | 79.5 | |
| 2008年8月8日予想(b) | 1100 | -50 | -100 | -80 | -1992.43 |
| (a)に対する増減率 | 0.0 | | | | |
| 2008年10月20日予想(c) | 1110 | -100 | -100 | -300 | -7471.61 |
| (b)に対する増減率 | 0.9 | | | | |
| 実績 | 1115 | -98 | -99 | -284 | -7092.93 |
| (c)に対する増減率 | 0.5 | | | | |

表Ⅲ-2-3 イーシー・ワンの株価推移

(単位：円)

| 暦年 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----|--------|--------|--------|-------|
| 高値 | 267000 | 151000 | 102000 | 45800 |
| 安値 | 120000 | 55500 | 40200 | 26300 |

(注) 2008年の株価は、公開買付届出書提出日の前日9月24日(水)まで。

表Ⅲ-3-1 日本工業検査の採算性 連結ベース (単位: 百万円、株価と公開買付価格は円)

| | | | | | |
|-----------------|-----------|--------------|---------|--------------|---------|
| 財務数値 | 2009年3月 | 2010年3月 | 前提 | 発行済株式数(千株) | 4423 |
| 営業利益 | 1150 | 1300 | | NRL金利(%) | 3 |
| 当期純利益 | 690 | | | 税率(%) | 42 |
| 純負債 | -993 | | | | |
| 株価 | 1727 | (過去1カ月終値平均値) | | PER一定モデルでの評価 | |
| 時価総額 | 7639 | | | 2009年3月 | |
| 会社総価値 | 6646 | | | 営業利益 | 1150 |
| PER(倍) | 11.1 | | | 期初純負債 | 8561 |
| EBIT倍率(倍) | 5.8 | | | 金利払い | 257 |
| | | | | 税引前利益 | 893 |
| 公開買付価格 | 2400 | | | 当期純利益 | 518 |
| 買付時価総額 | 10615 | | | PER(倍) | 11.1 |
| 諸経費 | 0 | | | 時価総額 | 5735 |
| 買収総額 | 10615 | | | MBO損益 | 4673 |
| うちEQ | 1062 | | | MBO損益(倍) | 5.4 |
| うちNRL | 9554 | | | IRR(4年、%) | 52.5 |
| EBIT倍率一定モデルでの評価 | 営業利益成長率5% | | | | |
| | 2010年3月 | 2011年3月 | 2012年3月 | 2013年3月 | 2014年3月 |
| | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 |
| 営業利益 | 1300 | 1365 | 1433 | 1505 | 1580 |
| 期初純負債 | 8043 | 7429 | 6766 | 6053 | 5285 |
| 金利払い | 241 | 223 | 203 | 182 | 159 |
| 純利益 | 614 | 662 | 714 | 768 | 825 |
| | | | | EBIT倍率(倍) | 5.8 |
| | | | | 会社総価値 | 9131 |
| | | | | 株主価値 | 3846 |
| | | | | IRR(4年、%) | 38.0 |

表Ⅲ－３－２ 日本工業検査の業績予想と修正

(単位：百万円、円、%)

| | 売上高 | 営業利益 | 経常利益 | 当期純利益 | 1株当たり利益 |
|--|------|-------|-------|-------|---------|
| 連結 2008年3月期(2007年4月1日～2008年3月31日)について | | | | | |
| (2006年3月期実績) | 7828 | 562 | 557 | 407 | 87.56 |
| 前期比増減率 | 6.2 | 7.0 | 13.5 | 133.8 | |
| (2007年3月期実績) | 8325 | 803 | 802 | 413 | 95.71 |
| 前期比増減率 | 6.3 | 42.9 | 44.0 | 1.5 | |
| 2007年5月31日予想(a) | 8713 | 865 | 845 | 437 | 101.14 |
| 前期比増減率 | 4.7 | 7.7 | 5.4 | 5.8 | |
| 2007年11月19日予想(b) | 8938 | 1019 | 1011 | 738 | |
| (a)に対する増減率 | 2.6 | 17.8 | 19.6 | 68.9 | |
| 2008年2月15日予想(c) | 9228 | 1119 | 1111 | 788 | |
| (b)に対する増減率 | 3.2 | 9.8 | 9.9 | 6.8 | |
| 実績 | 9439 | 1196 | 1200 | 872 | 201.84 |
| (c)に対する増減率 | 2.3 | 6.9 | 8.0 | 10.7 | |
| 連結 2009年3月期第2四半期累計(2008年4月1日～2008年9月30日)について | | | | | |
| (2007年3月期2Q累計実績) | 4215 | 363 | 358 | 182 | 42.18 |
| 前年同期比増減率 | 0.4 | -20.8 | -20.5 | -48.5 | |
| (2008年3月期2Q累計実績) | 4660 | 580 | 582 | 518 | 120.04 |
| 前年同期比増減率 | 10.6 | 59.8 | 62.6 | 184.6 | |
| 2008年5月23日予想(a) | 4925 | 590 | 597 | 316 | 73.22 |
| 前年同期比増減率 | 5.7 | 1.7 | 2.6 | -39.0 | |
| 実績 | 4526 | 605 | 619 | 315 | 73.07 |
| (a)に対する増減率 | -8.1 | 2.5 | 3.7 | -0.3 | |

表Ⅲ－３－３ 日本工業検査の株価推移

(単位：円)

| 暦年 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----|------|------|------|------|
| 高値 | 6990 | 4250 | 3550 | 2320 |
| 安値 | 640 | 747 | 865 | 1170 |

(注) 2008年の株価は、当事者によるMBO発表があった9月29日(月)まで。

表Ⅲ-4-1 ユニバーサルホームの採算性 非連結ベース (単位:百万円、株価と公開買付価格は円)

| 財務数値 | 2009年3月 | 2010年3月 | 前提 | 発行済株式数(千株) | 19 |
|-----------|---------|--------------|----|--------------|------|
| 営業利益 | 50 | 100 | | NRL金利(%) | 3 |
| 当期純利益 | 20 | | | 税率(%) | 42 |
| 純負債 | -524 | | | | |
| 株価 | 63717 | (過去1ヵ月終値平均値) | | PER一定モデルでの評価 | |
| 時価総額 | 1211 | | | 2009年3月 | |
| 会社総価値 | 687 | | | 営業利益 | 50 |
| PER(倍) | 60.5 | | | 期初純負債 | 1111 |
| EBIT倍率(倍) | 13.7 | | | 金利払い | 33 |
| | | | | 税引前利益 | 17 |
| 公開買付価格 | 125000 | | | 当期純利益 | 10 |
| 買付時価総額 | 2375 | | | PER(倍) | 60.5 |
| 諸経費 | 0 | | | 時価総額 | 585 |
| 買収総額 | 2375 | | | MBO損益 | -155 |
| うちEQ | 740 | | | MBO損益(倍) | 0.8 |
| うちNRL | 1635 | | | IRR(4年、%) | -5.7 |

EBIT倍率一定モデルでの評価 営業利益成長率5%

| | 2010年3月 | 2011年3月 | 2012年3月 | 2013年3月 | 2014年3月 |
|-------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 |
| 営業利益 | 100 | 105 | 110 | 116 | 122 |
| 期初純負債 | 1101 | 1063 | 1020 | 974 | 924 |
| 金利払い | 33 | 32 | 31 | 29 | 28 |
| 純利益 | 39 | 42 | 46 | 50 | 54 |
| | | | | EBIT倍率(倍) | 13.7 |
| | | | | 会社総価値 | 1669 |
| | | | | 株主価値 | 745 |
| | | | | IRR(4年、%) | 0.2 |

表Ⅲ-4-2 ユニバーサルホームの業績予想と修正

(単位：百万円、円、%)

| | 売上高 | 営業利益 | 経常利益 | 当期純利益 | 1株当たり利益 |
|---|-------|------|-------|-------|-----------|
| 非連結 2009年3月期第2四半期累計(2008年4月1日~2008年9月30日)について | | | | | |
| (2007年3月期2Q累計実績) | 1555 | -208 | -177 | -191 | -10087.23 |
| 前年同期比増減率 | 8.5 | | | | |
| (2008年3月期2Q累計実績) | 1606 | -192 | -152 | -323 | -17034.06 |
| 前年同期比増減率 | 3.3 | | | | |
| 2008年5月7日予想(a) | 1882 | -112 | -91 | -96 | -5053.96 |
| 前年同期比増減率 | 17.2 | | | | |
| 実績 | 1680 | -156 | -120 | -130 | -6887.86 |
| (a)に対する増減率 | -10.7 | | | | |
| 非連結 2009年3月期(2008年4月1日~2009年3月31日)について | | | | | |
| (2007年3月期実績) | 3993 | -45 | 49 | 8 | 428.75 |
| 前期比増減率 | 12.9 | | -71.3 | -89.4 | |
| (2008年3月期実績) | 3736 | -319 | -256 | -423 | -22275.15 |
| 前期比増減率 | -6.4 | | | | |
| 2008年5月7日予想(a) | 4539 | 53 | 78 | 26 | 1368.78 |
| 前期比増減率 | 21.5 | | | | |

表Ⅲ-4-3 ユニバーサルホームの株価推移

(単位：円)

| 暦年 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----|--------|--------|--------|--------|
| 高値 | 261000 | 261000 | 168000 | 107000 |
| 安値 | 168000 | 133000 | 106000 | 58000 |

(注) 2008年の株価は、当事者によるMBO発表があった10月6日(月)まで。

表Ⅲ-5-1 ゼンケンホールディングスの採算性 連結ベース (単位:百万円、株価と公開買付価格は円)

| | | | | | |
|-----------|---------|--------------|----|--------------|-------|
| 財務数値 | 2008年9月 | 2009年9月 | 前提 | 発行済株式数(千株) | 15 |
| 営業利益 | 40 | 100 | | NRL金利(%) | 3 |
| 当期純利益 | 25 | | | 税率(%) | 42 |
| 純負債 | 2905 | | | | |
| 株価 | 82861 | (過去3カ月終値平均値) | | PER一定モデルでの評価 | |
| 時価総額 | 1243 | | | 2008年9月 | |
| 会社総価値 | 4148 | | | 営業利益 | 40 |
| PER(倍) | 49.7 | | | 期初純負債 | 2905 |
| EBIT倍率(倍) | 103.7 | | | 金利払い | 87 |
| | | | | 税引前利益 | -47 |
| 公開買付価格 | 148000 | | | 当期純利益 | -27 |
| 買付時価総額 | 2220 | | | PER(倍) | 49.7 |
| 諸経費 | 0 | | | 時価総額 | -1360 |
| 買収総額 | 2220 | | | MBO損益 | -3580 |
| うちEQ | 2220 | | | MBO損益(倍) | -0.6 |
| うちNRL | 0 | | | IRR(4年、%) | N.A. |

EBIT倍率一定モデルでの評価 営業利益成長率5%

| | 2009年9月 | 2010年12月 | 2011年12月 | 2012年12月 | 2013年12月 |
|-------|---------|----------|----------|-----------|----------|
| | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 |
| 営業利益 | 100 | 105 | 110 | 116 | 122 |
| 期初純負債 | 2932 | 2925 | 2915 | 2902 | 2886 |
| 金利払い | 88 | 88 | 87 | 87 | 87 |
| 純利益 | 7 | 10 | 13 | 17 | 20 |
| | | | | EBIT倍率(倍) | 103.7 |
| | | | | 会社総価値 | 12605 |
| | | | | 株主価値 | 9719 |
| | | | | IRR(4年、%) | 44.6 |

表Ⅲ－5－3 ゼンケンホールディングスの株価推移 (単位：円)

| 暦年 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----|--------|--------|--------|--------|
| 高値 | 830000 | 363000 | 245000 | 125000 |
| 安値 | 282000 | 137000 | 91800 | 44000 |

(注) ゼンケンホールディングスは2005年6月上場。

(注) 2008年の株価は、公開買付届出書提出日の前日10月9日(木)まで。

表Ⅲ-6-1 トオカツフーズの採算性 連結ベース (単位:百万円、株価と公開買付価格は円)

| 財務数値 | 2009年3月 | 2010年3月 | 前提 | 発行済株式数(千株) | 18284 |
|-----------|---------|--------------|----|--------------|---------|
| 営業利益 | 1390 | 1500 | | NRL金利(%) | 3 |
| 当期純利益 | 720 | | | 税率(%) | 42 |
| 純負債 | 1424 | | | | |
| 株価 | 525 | (過去1ヵ月終値平均値) | | PER一定モデルでの評価 | |
| 時価総額 | 9599 | | | | 2009年3月 |
| 会社総価値 | 11023 | | | 営業利益 | 1390 |
| PER(倍) | 13.3 | | | 期初純負債 | 13437 |
| EBIT倍率(倍) | 7.9 | | | 金利払い | 403 |
| | | | | 税引前利益 | 987 |
| 公開買付価格 | 730 | | | 当期純利益 | 572 |
| 買付時価総額 | 13347 | | | PER(倍) | 13.3 |
| 諸経費 | 0 | | | 時価総額 | 7631 |
| 買収総額 | 13347 | | | MBO損益 | 6297 |
| うちEQ | 1335 | | | MBO損益(倍) | 5.7 |
| うちNRL | 12013 | | | IRR(4年、%) | 54.6 |

EBIT倍率一定モデルでの評価 営業利益成長率5%

| | 2010年3月 | 2011年3月 | 2012年3月 | 2013年3月 | 2014年3月 |
|-------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 |
| 営業利益 | 1500 | 1575 | 1654 | 1736 | 1823 |
| 期初純負債 | 12864 | 12218 | 11517 | 10758 | 9938 |
| 金利払い | 386 | 367 | 346 | 323 | 298 |
| 純利益 | 646 | 701 | 759 | 820 | 885 |
| | | | | EBIT倍率(倍) | 7.9 |
| | | | | 会社総価値 | 14459 |
| | | | | 株主価値 | 4521 |
| | | | | IRR(4年、%) | 35.7 |

表Ⅲ－6－2 トオカツフーズの業績予想と修正

(単位：百万円、円、%)

| | 売上高 | 営業利益 | 経常利益 | 当期純利益 | 1株当たり利益 |
|--|-------|-------|-------|-------|---------|
| 連結 2009年3月期第2四半期累計(2008年4月1日～2008年9月30日)について | | | | | |
| (2007年3月期2Q累計実績) | 39764 | 823 | 866 | 474 | 29.15 |
| 前年同期比増減率 | 4.5 | -25.6 | -22.3 | 7.4 | |
| (2008年3月期2Q累計実績) | 41122 | 649 | 698 | 348 | 19.08 |
| 前年同期比増減率 | 3.4 | -21.1 | -19.4 | -26.5 | |
| 2008年5月15日予想(a) | 42700 | 590 | 610 | 265 | 14.52 |
| 前年同期比増減率 | 3.8 | -9.1 | -12.6 | -23.9 | |
| 実績 | 42162 | 623 | 664 | 339 | 18.66 |
| (a)に対する増減率 | -1.3 | 5.6 | 8.9 | 27.9 | |
| 連結 2009年3月期(2008年4月1日～2009年3月31日)について | | | | | |
| (2007年3月期実績) | 79589 | 1485 | 1534 | 771 | 45.84 |
| 前期比増減率 | 3.3 | -23.3 | -23.3 | -19.2 | |
| (2008年3月期実績) | 82088 | 1223 | 1311 | 662 | 36.32 |
| 前期比増減率 | 3.1 | -17.6 | -14.5 | -14.1 | |
| 2008年5月15日予想(a) | 85600 | 1390 | 1420 | 725 | 39.72 |
| 前期比増減率 | 4.3 | 13.7 | 8.3 | 9.5 | |

表Ⅲ－6－3 トオカツフーズの株価推移

(単位：円)

| 暦年 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----|------|------|------|------|
| 高値 | 847 | 890 | 642 | 610 |
| 安値 | 396 | 492 | 495 | 449 |

(注) 2008年の株価は、当事者によるMBO発表があった10月10日(金)まで。

表Ⅲ-7-1 全教研の採算性 非連結ベース

(単位:百万円、株価と公開買付価格は円)

| 財務数値 | 2009年3月 | 2010年3月 | 前提 | 発行済株式数(千株) | 4081 |
|-----------|---------|--------------|----|--------------|-------|
| 営業利益 | 70 | 75 | | NRL金利(%) | 3 |
| 当期純利益 | 25 | | | 税率(%) | 42 |
| 純負債 | 1055 | | | | |
| 株価 | 250 | (過去1ヵ月終値平均値) | | PER一定モデルでの評価 | |
| 時価総額 | 1020 | | | 2009年3月 | |
| 会社総価値 | 2075 | | | 営業利益 | 70 |
| PER(倍) | 40.8 | | | 期初純負債 | 1556 |
| EBIT倍率(倍) | 29.6 | | | 金利払い | 47 |
| | | | | 税引前利益 | 23 |
| 公開買付価格 | 360 | | | 当期純利益 | 14 |
| 買付時価総額 | 1469 | | | PER(倍) | 40.8 |
| 諸経費 | 0 | | | 時価総額 | 552 |
| 買収総額 | 1469 | | | MBO損益 | -416 |
| うちEQ | 969 | | | MBO損益(倍) | 0.6 |
| うちNRL | 501 | | | IRR(4年、%) | -13.1 |

EBIT倍率一定モデルでの評価 営業利益成長率5%

| | 2010年3月 | 2011年3月 | 2012年3月 | 2013年3月 | 2014年3月 |
|-------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 |
| 営業利益 | 75 | 79 | 83 | 87 | 91 |
| 期初純負債 | 1542 | 1525 | 1506 | 1484 | 1460 |
| 金利払い | 46 | 46 | 45 | 45 | 44 |
| 純利益 | 17 | 19 | 22 | 25 | 27 |
| | | | | EBIT倍率(倍) | 29.6 |
| | | | | 会社総価値 | 2703 |
| | | | | 株主価値 | 1243 |
| | | | | IRR(4年、%) | 6.4 |

表Ⅲ－7－2 全教研の業績予想と修正

(単位：百万円、円、%)

| | 売上高 | 営業利益 | 経常利益 | 当期純利益 | 1株当たり利益 |
|---|------|-------|-------|-------|---------|
| 非連結 2009年3月期第2四半期累計(2008年4月1日～2008年9月30日)について | | | | | |
| (2007年3月期2Q累計実績) | 2132 | 50 | 55 | 23 | 5.86 |
| 前年同期比増減率 | 0.9 | -62.8 | -64.5 | -75.6 | |
| (2008年3月期2Q累計実績) | 2140 | -23 | -35 | -68 | -17.39 |
| 前年同期比増減率 | 0.4 | | | | |
| 2008年5月16日予想(a) | 2100 | -85 | -95 | -111 | -28.28 |
| 前年同期比増減率 | -1.9 | | | | |
| 実績 | 2103 | -40 | -81 | -69 | -17.55 |
| (a)に対する増減率 | 0.1 | | | | |
| 非連結 2009年3月期(2008年4月1日～2009年3月31日)について | | | | | |
| (2007年3月期実績) | 4455 | 79 | 109 | -63 | -16.12 |
| 前期比増減率 | 1.3 | -75.2 | -70.5 | | |
| (2008年3月期実績) | 4584 | 68 | 14 | -319 | -80.8 |
| 前期比増減率 | 2.9 | -13.9 | -87.2 | | |
| 2008年5月16日予想(a) | 4600 | 70 | 50 | 25 | 6.40 |
| 前期比増減率 | 0.3 | 2.1 | 337.1 | | |

表Ⅲ－7－3 全教研の株価推移

(単位：円)

| 暦年 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----|------|------|------|------|
| 高値 | 570 | 685 | 520 | 439 |
| 安値 | 365 | 484 | 436 | 245 |

(注) 2008年の株価は、公開買付届出書提出日の前日10月15日(水)まで。

表Ⅲ－8－1 LEOCの採算性

(単位：百万円、株価と公開買付価格は円)

| 財務数値 | 2009年3月 | 2010年3月 | 前提 | 発行済株式数(千株) | 13979 |
|-----------|---------|--------------|----|--------------|---------|
| 営業利益 | 930 | 1000 | | NRL金利(%) | 3 |
| 当期純利益 | 110 | | | 税率(%) | 42 |
| 純負債 | 5759 | | | | |
| 株価 | 140 | (過去1ヵ月終値平均値) | | PER一定モデルでの評価 | |
| 時価総額 | 1957 | | | | 2009年3月 |
| 会社総価値 | 7716 | | | 営業利益 | 930 |
| PER(倍) | 17.8 | | | 期初純負債 | 12050 |
| EBIT倍率(倍) | 8.3 | | | 金利払い | 361 |
| | | | | 税引前利益 | 569 |
| 公開買付価格 | 500 | | | 当期純利益 | 330 |
| 買付時価総額 | 6990 | | | PER(倍) | 17.8 |
| 諸経費 | 0 | | | 時価総額 | 5867 |
| 買収総額 | 6990 | | | MBO損益 | 5168 |
| うちEQ | 699 | | | MBO損益(倍) | 8.4 |
| うちNRL | 6291 | | | IRR(4年、%) | 70.2 |

EBIT倍率一定モデルでの評価 営業利益成長率5%

| | 2010年3月 | 2011年3月 | 2012年3月 | 2013年3月 | 2014年3月 |
|-------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 | 期初予想 |
| 営業利益 | 1000 | 1050 | 1103 | 1158 | 1216 |
| 期初純負債 | 11720 | 11344 | 10932 | 10483 | 9994 |
| 金利払い | 352 | 340 | 328 | 314 | 300 |
| 純利益 | 376 | 412 | 449 | 489 | 531 |
| | | | | EBIT倍率(倍) | 8.3 |
| | | | | 会社総価値 | 10085 |
| | | | | 株主価値 | 91 |
| | | | | IRR(4年、%) | -39.9 |

表Ⅲ－8－2 LEOCの業績予想と修正

(単位：百万円、円、%)

| | 売上高 | 営業利益 | 経常利益 | 当期純利益 | 1株当たり利益 |
|--|-------|-------|-------|-------|---------|
| 連結 2009年3月期第2四半期累計(2008年4月1日～2008年9月30日)について | | | | | |
| (2007年3月期2Q累計実績) | 23852 | 474 | 446 | 62 | 4.59 |
| 前年同期比増減率 | 3.5 | -25.9 | -25.5 | -84.9 | |
| (2008年3月期2Q累計実績) | 31168 | 398 | 288 | -134 | -9.96 |
| 前年同期比増減率 | 30.7 | -16.0 | -35.4 | | |
| 2008年5月23日予想(a) | 32388 | 360 | 233 | -34 | -2.52 |
| 前年同期比増減率 | 3.9 | -9.5 | -19.1 | | |
| 2008年8月1日予想(b) | 29336 | 426 | 337 | -28 | |
| (a)に対する増減率 | -9.4 | 18.3 | 44.6 | | |
| 実績 | 29176 | 646 | 557 | -24 | -1.83 |
| (b)に対する増減率 | -0.5 | 51.6 | 65.3 | | |
| 連結 2009年3月期(2008年4月1日～2009年3月31日)について | | | | | |
| (2007年3月期実績) | 53363 | 920 | 773 | 47 | 3.51 |
| 前期比増減率 | 15.5 | -14.8 | -24.6 | -89.9 | |
| (2008年3月期実績) | 62732 | 1098 | 843 | 66 | 4.94 |
| 前期比増減率 | 17.6 | 19.3 | 9.1 | 40.4 | |
| 2008年5月23日予想(a) | 67255 | 1174 | 911 | 148 | 10.95 |
| 前期比増減率 | 7.2 | 6.9 | 8.1 | 124.2 | |
| 2008年8月1日予想(b) | 57917 | 924 | 764 | 112 | |
| (a)に対する増減率 | -13.9 | -21.3 | -16.1 | -24.3 | |
| 2008年11月14日予想(c) | 55095 | 1080 | 814 | 77 | 5.75 |
| (b)に対する増減率 | -4.9 | 16.9 | 6.5 | -31.3 | |

(注) 2008年3月期2Q累計実績の当期純利益、1株当たり利益は、2008年1月15日の「『平成20年3月期中間決算短信』の修正及び訂正に関するお知らせ」を反映させた数値である。

(注) 2008年5月23日の「2008年3月期決算短信」での2009年3月期第2四半期累計、通期の業績予想は、2008年3月21日の「平成21年3月期(連結・個別)業績予想に関するお知らせ」で発表された予想と同じである。

表Ⅲ－8－3 LEOCの株価推移

(単位：円)

| 暦年 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----|------|------|------|------|
| 高値 | 441 | 654 | 344 | 282 |
| 安値 | 283 | 265 | 230 | 100 |

(注) 2008年の株価は、当事者によるMBO発表があった10月20日(月)まで。

引用・参考文献

- 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』
- 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
- 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.
- 杉浦慶一（2009）「日本におけるゴーイング・プライベートと再上場トーカロとキトーの事例分析」『年報 経営分析研究』第25号、日本経営分析学会、pp.88-94.
- 杉浦慶一（2010）「産業活力再生特別措置法を活用したバイアウト案件—タンガロイの事例分析—」『年報 経営分析研究』第26号、日本経営分析学会、pp.83-90.
- 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