

# 2009年上半期の日本企業に対する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 三光ソフランホールディングス株式会社

### III-2 ウェーブロックホールディングス株式会社

### III-3 南部化成株式会社

### III-4 株式会社ユー・エス・ジェイ

### III-5 株式会社ASK PLANNING CENTER

## IV おわりに

## V 表（資料）

## I はじめに

服部（2006）は、「MBO（≒LBO）は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。それ自体悪いことではないが現在の日本の資本市場はLBOの実態を十分理解しないまま、買収者および買収に参加して一緒に大儲けし得る経営陣の、金儲け以外の目的説明を真に受け、新聞報道もこれを追認している<sup>1)</sup>」、「資本市場を欺く説明に終始することなく、株主の代表として買付け者に対して公開買付価格をぎりぎりまで上乗せさせる努力をすべき経営陣が、本来の役割を果たした上でのLBOの増加であってほしい

い<sup>2</sup>」と述べている。一方で、佐山・山本（2009）は、「バイアウトは、……中略……『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。しかし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<sup>3</sup>」、「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>4</sup>」としている。

MBOのためのTOB（takeover bid）<sup>5</sup>における買付（買取）価格決定については、多くのケースで対象企業の経営陣が一般株主と同様TOBに応募する立場であると同時に応募された株式を買取る立場でもあるという、利益相反の問題が指摘されている。この問題を巡る訴訟では、元株主に有利な判決が出てきている。2006年11月に発表された「牛角」などを展開するレックス・ホールディングスの経営陣によるMBOでは、買付価格を23万円に設定した。2009年5月、最高裁はレックス側の許可抗告を棄却する決定を下し、1株約33万円を公正な価格とした東京高裁決定が確定した。東京高裁は、2006年8月のレックス・ホールディングスによる業績予想の下方修正について、MBO実施を念頭に決算内容を下方に誘導することを意図した会計処理がされたことは否定できないとした。最高裁の裁判官は、補足意見で、裁判所が買取価格を決定する際、MBOの手続きの透明性が確保されているかという観点も踏まえるべきであると指摘した<sup>6</sup>。歯磨き製品大手サンスターに対するMBO

---

1 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、p. 73。MBOはmanagement buyout、LBOはleveraged buyoutのこと。

2 同上書、p. 73。

3 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、p. 2。

4 同上書、p. 2。

5 （株）公開買付けのこと。株式会社の経営権の取得などを目的し、株式等の買付けを希望する者が、買付期間、買取株数、買取価格などを公表して、不特定多数の株主から株式市場外で株式等を買集める制度。金融商品取引法の下で、一定の場合、公開買付けが義務付けられる。

のケースでは、2009年9月大阪高裁は、サンスターが2007年2月のMBO公表日前日から過去6カ月間の平均株価より19%高い1株650円を買取価格としたことについて、同社が2006年11月に発表した業績下方修正は株価の安値誘導を画策する工作の一つではないかと指摘し、買取価格の基準をMBO公表日から1年前の株価に近い700円とし、平均的なプレミアムである20%を上乗せした1株840円を公正な買取価格とした。サンスターは最高裁に特別抗告した<sup>7</sup>。

このように、MBOの本質は何か、MBOのためのTOBにおける買取価格をどのように決めるべきか、MBO公表前の業績予想の下方修正をどう考えるかについては議論があり、世間でも注目されている。これらの問題を考える上で参考にするため、本稿では2009年上半期の日本企業に対する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。

## II 検証内容

2009年上半期の日本企業に対するMBOは表Ⅱの通りであった。ここでは、表Ⅱに掲載した55件のうち被買収企業が上場企業である10件中、必要なデータが揃う5件、すなわち三光ソフランホールディングス株式会社、ウェーブロックホールディングス株式会社、南部化成株式会社、株式会社ユー・エス・ジェイ、株式会社ASK PLANNING CENTERに対するMBOについて、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の関係についてケーススタディを行う<sup>8</sup>。

それぞれの企業に関して、始めに「MBOの概要」で、当事者企業による発表日<sup>9</sup>、ファンド等の参加の有無を含む買収企業または買収者、被買収企

---

6 日本経済新聞、2009年5月30日。

7 日本経済新聞、2009年9月9日。

業、被買収企業の事業内容、M&Aの形態（TOBなど）、目標出資比率、買付予定株数の上限・下限、M&A後の組織再編（全株式取得のための手続きなど）、上場廃止となるか、被買収企業の取締役会が賛同したか、当事者企業が公表したMBOの背景または目的について明らかにした。

次に「MBOの採算性」で、MBOを金融取引と見た場合、それぞれのMBO取引が買収者にどれくらいのリターンをもたらすと見込まれるのかを検証した<sup>10</sup>。そのためには、企業価値評価をする必要があるが、本稿では服部（2006, 2008a）などに倣い市場倍率法で評価した。具体的方法は以下のとおりである。なお、MBO公表日が属する事業年度を今期、前の事業年度を前期、次の事業年度を次期と呼ぶ。また、MBOのためのTOBにおいて全株式を取得できなかった場合、TOB後ただちに全株式取得の手続きを取り完了したと仮定する。

MBO公表日の時点で過去の直近に発行された『会社四季報』を使い<sup>11</sup>、発行済株式数、有利子負債、現金同等物、今期の営業利益（予想）、当期純利益（予想）、次期の営業利益（予想）のデータを収集した。前提に関し、発行済株式数は『会社四季報』のデータを使い、NRL（ノンリコースローン）<sup>12</sup>金利は3%、税率は42%と仮定した。財務数値の今期の営業利益（予想）と当期純利益（予想）、次期の営業利益（予想）は『会社四季報』のデータを

8 分析対象から除いた5社と理由は以下の通り。ベンチャーリンクと田崎真珠を除く理由は、両社の場合企業全体ではなく特定の事業を対象とするMBOであり、それぞれのセグメント情報の区分では、MBO対象事業の財務データを入手できないからである。パワーアップを除く理由は、2009年2月期が15カ月の変則決算だからである。また、ウィーヴは営業損失予想のため、セキテクノトロンは純負債と会社総価値がマイナスとなるため、本稿で行う企業価値評価の手法では企業価値評価が難しく除くこととした。

9 表Ⅱの日付はマスメディアによる公表日であるため、当事者企業による発表日から1日程度遅れている。

10 「MBOの採算性」の計算において、服部（2006, 2008a）と同様、のれんの償却などは考慮せず単純化している。

11 MBO公表日の時点で、過去の直近に発行された『会社四季報』が『会社四季報2009年1集新春号』であるか『会社四季報2009年2集春号』（4月15日発行となっているが実際の発売日は3月16日）であるかは、実際の発売日によって判定した。

12 返済の原資とする財産の範囲を限定した貸付方法のこと。借り手は返済責任を負わない。服部（2008a）p.252と同様金利を3%と仮定した。なお、LBO（MBO）におけるNRLの役割については、服部（2008a）pp.248-251を参照。

使い、純負債は有利子負債から現金同等物をマイナスした。株価は、買収者（企業）が買取価格を決める際に参考にした過去数カ月の終値平均値とした。時価総額は、発行済株式数と株価の積である。純負債と時価総額を足して会社総価値を求めた。時価総額を当期純利益で割ってPER（株価収益率）を、会社総価値を営業利益で割ってEBIT（Earnings Before Interests and Taxes：通常は営業利益）倍率を算出した。発行済株式数と公開買付価格をかけて買付時価総額を求めた。買取総額のうちエクイティ（EQ）で調達する金額とNRLで調達する金額の内訳により買収者にとってのリターンが変わってくるが、その内訳を当事者企業が公表する場合としない場合がある。各企業をできるだけ同じ土俵で比較するため、本稿では次のようなルールに従いその内訳を仮定した。①買取総額に占めるEQの比率は4分の1以上とする。②①を満たした上で、インタレストカバレッジを2に近づけるようにEQとNRLを決定する<sup>13</sup>。なお、当事者企業が内訳を公表している場合、公表された内訳に基づく分析も行った<sup>14</sup>。PER一定モデル<sup>15</sup>での評価に関し、純負債とNRLを足して期初純負債とし、その金額の3%を金利払い、今期の営業利益から金利払いを引いて税引前利益、それから税金を引いて当期純利益とした。当期純利益とPERを掛けて時価総額を求め、その金額からEQを引いてMBO損益とした。これはMBO完了時にこのようになるとのシミュレーションであるが、Exit（投資回収）まで4年かかり、MBO完了時とその時の時価総額が不変として内部収益率（IRR）<sup>16</sup>を求めた。EBIT倍率一定モデルでの評価に関し、今期から次期にかけての営業利益の成長率が今後も続くと

13 「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」（服部、2008a, p.294）を参考に、減価償却費は考えずに、営業利益が利払いの2倍に近づくようにした。EBITDA（Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization）は、減価償却費控除前営業利益。

14 ただし、ルールに従ってEQとNRLの内訳を決めた場合の計算過程を示す表のみ掲載している。

15 PER一定モデルとEBIT倍率一定モデルの関係については、服部（2008a）pp.251-260を参照。

仮定した。ただし、この仮定がやや非現実的であると考えられる場合、より妥当と思われる仮定を設けた。純利益を全て負債の返済に充てると仮定し、PER一定モデルでの今期の期初純負債から当期純利益をマイナスした金額を、EBIT倍率一定モデルでの次期の期初純負債とした。企業価値評価をする時点が次期の期初であるとし、その時点から4年後の事業年度に関する期初予想に基づいて企業価値評価を行う。予想営業利益にEBIT倍率を掛けて会社総価値を求め、期初純負債を引いて株主価値を求めた。EQが4年で株主価値になったとしてIRRを算出した。なお、MBOが採算の取れる金融取引であるか否かは、一般に買収ファンドが目標とするといわれる年率20%<sup>17</sup>を目安に判定した。

次に「業績予想」で企業による業績予想とその修正の経緯を見て、買収者を利するような不自然な予想や修正が行われていないか、MBOのためのTOB後に公表された実際の業績がMBO公表日前に発表された業績予想と比較してどうであったかを検証する。業績予想の数値としては、売上高と営業利益を中心に検討する。利益の数値として営業利益を扱うのは、本業の利益に焦点を当てるため、企業の恣意性が比較的反映されやすく株式市況などの影響も受ける特別損益を考慮外に置くためである。なお、本稿において業績予想や実績の数値は、特に断らない限り連結ベースである。

さらに「株価の推移」で、MBOの買付価格やその基礎となる基準価格が2006年以降の株価の推移の中でどの水準に決まったのかを簡単に検証する<sup>18</sup>。

---

16 出資者から見た損益がMBO損益であり、EQが何倍になったかをMBO損益（倍）で示している。ただし、MBO損益は、Exit前は評価損益である。服部（2008a）が、PER一定モデルにおいて4年でのIRRを計算しているのは、4年後のExitを仮定していると考えることができる。本稿では4年後のExitを仮定する。後掲の表「各社の採算性」を見るときこの点に注意。

17 買収ファンドが目標とするリターンについては、服部（2008a）p.248を参照。

18 大阪高裁がサンスターに対するMBOにかかわる判決で1年前の株価を買付価格の基準としているが、本稿では長めに2006年以降の株価と買付価格の関係について検討する。

### Ⅲ ケーススタディ

#### Ⅲ－１ 三光ソフランホールディングス株式会社

##### MBOの概要<sup>19</sup>

1月14日、パイン株式会社（以下「パイン」）は不動産・介護等事業の三光ソフランホールディングス株式会社（以下「三光ソフランホールディングス」）に対しTOBを実施すると発表した。三光ソフランホールディングスの高橋誠一社長と近親者が間接的にパインの議決権の過半数を所有しているので、本件は三光ソフランホールディングス経営陣による同社のMBOである。パインが三光ソフランホールディングスの発行済株式の0.2%、高橋誠一社長ら創業家一族が50.6%を所有していたが、それらを除く三光ソフランホールディングスの発行済株式（自己株式を除く）および新株予約権の全ての取得を目指し、買付予定数の下限を840万4000株（買付け後の所有割合66.7%）とした。全株式を取得できない場合、TOB後に全株式取得の手続きを実施し、三光ソフランホールディングスはヘラクレス上場廃止となる予定である。三光ソフランホールディングスの取締役会はTOBに賛同した。

建設、不動産事業を営む子会社の三光ソフラン株式会社が、設立後33年で初めて四半期ベースで赤字となるなど急激に変化する環境下、短期的な業績の変動に捉われずに中長期的な視野で経営できるようにするため、非公開化によって迅速な意思決定と一貫性のある経営方針の実践が重要であるので、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。また、株式の上場を維持するために必要なコストが増大していることもMBOを選択した理由であるとしている。

---

19 1月14日にパインが公表した「三光ソフランホールディングス株式会社株式等に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」、同日、三光ソフランホールディングスが公表した「パイン株式会社による当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明について」に基づく。以下、各社の「MBOの概要」についても、買収側、被買収側の同様の公表資料に基づく。

### MBOの採算性（表Ⅲ－1－1）

三光ソフランホールディングスの場合、先に決めたルールに従い、EQを買収総額の4分の1の960百万円、残りをNRLと仮定する。インタレストカバレッジは3.6倍となる。PER一定モデルで評価すると、EQ出資者から見たMBO取引による利益は1118百万円、IRRは21.3%となる。営業利益の成長率を16.7%として EBIT倍率一定モデルで評価すると、出資者から見たIRRは102.0%である。

営業利益の成長率16.7%が長期で見るとやや高すぎるともいえるので、営業利益が成長せず維持されると仮定しEBIT倍率一定モデルで評価すると、表には示していないが、出資者から見たIRRは46.8%となる。

いずれのモデルで評価しても、また、EBIT倍率一定モデルにおける営業利益成長率に関する仮定を変えても、このMBOは採算が取れる取引といえそうである。

### 業績予想（表Ⅲ－1－2）

2008年8月期決算短信（10月14日付）は、2009年8月期の業績予想に関し、第2四半期累計期間（2008年9月1日～2009年2月28日）の売上高14500百万円（前年同期比24.3%増）、営業利益800百万円（同94.0%増<sup>20</sup>）、通期の売上高32000百万円（前期比33.1%増）、営業利益1700百万円（同78.2%増）としていた。MBOが発表された1月14日、三光ソフランホールディングスは「特別損失の発生及び業績予想の修正並びに役員報酬の減額等に関するお知らせ」を発表し業績予想を下方修正した。第2四半期累計期間に関しては、前回10月14日予想に比べ、売上高で10.3%減、営業利益で56.3%減と大幅な下方修正となった。通期に関しても、前回予想に比べ、売上高で16.3%減、

---

20 前年同期比、前期比増減率は、表Ⅲ－1－2の数値と完全には一致しない場合がある。表Ⅲ－1－2において、売上高等の数値が百万円の桁までしか入力されていないからである。他社の業績予想についても同じ。



営業利益で55.9%減と大幅な下方修正となった。修正の理由は、不動産市況および株式市況等の低迷を背景に特別損失として販売用不動産評価損 1 億83百万円、投資有価証券評価損 2 億39百万円を計上するなど第 1 四半期の業績が当初計画を大きく下回ったこと、建設不動産市況も当面の間回復見込みがないためとしている。2009年 8 月期第2四半期決算短信（4 月14日付）で明らかになった第 2 四半期累計期間の実績営業利益は、1 月14日予想をさらに下回った。通期の実績は本稿執筆時点で発表されていない。

1 月14日に大幅下方修正となった理由は、三光ソフランホールディングスが挙げた理由以外に、10月14日予想が過大であったといえるかもしれない。2009年 8 月期第 1 四半期（2008年 9 月 1 日～11月30日）決算短信（2009年 1 月14日付け）によれば、第 1 四半期の実績が営業利益で前年同期比59.7%減となった理由は米国発の金融不安を背景とした建設、不動産販売事業を取り巻く市場環境悪化であるとしているが、米国大手証券リーマン・ブラザーズが連邦破産法第11条の適用を申請したのが 9 月15日であることを考えると、10月14日予想が楽観的であったことは否めないだろう。業績予想の下方修正をMBO発表と同じ日に行ったのは、MBOという株主に大きな影響を与える組織再編手法を発表する時点で、株主をはじめステークホルダーに足元の業況を改めて知らせるという意味で適切であるといえるだろう。もっと早く下方修正を発表していれば、株価が下がりMBOのためのTOBにおける買取価格も下がっていた可能性が高い。

### 株価の推移（表Ⅲ－1－3）

三光ソフランホールディングスの株価推移は、高値について2006年の474円から2009年の44円へと年々下がっており、安値も2006年の241円から2008年の26円へと下落し2009年は39円となった。買付価格算定の基礎となる基準価格がMBO発表日前1ヵ月終値平均値40円となったことは、買付価格はそれに55%のプレミアムが上乘せされるとしても、長期で保有している投資家に

としては低い価格で決まったという印象だろう。一方で、三光ソフランホールディングスの中核子会社が初めて四半期ベースで赤字に陥ったことを受け、企業を立て直すためにMBOが選択された以上、株価がこの水準でMBOの実施を決断したことはやむをえないとも考えられる。

### Ⅲ－２ ウェーブロックホールディングス株式会社

#### MBOの概要

1月30日、ウェーブロックインベストメント株式会社（以下「ウェーブロックインベストメント」）は繊維・樹脂製農業・工業用資材、壁紙等製造のウェーブロックホールディングス株式会社（以下「ウェーブロックホールディングス」）に対しTOBを実施すると発表した。ウェーブロックインベストメントは、MBOの支援を目的として設立されたエムシーピースリー投資事業有限責任組合（以下「MCPⅢ」）の無限責任組合員であるエムシーディースリー株式会社が100%出資する買収目的会社である。ウェーブロックインベストメントは、TOB決済日の前日までにウェーブロックホールディングスの木根渕純社長に対して、TOB終了後に木根渕純社長を含むウェーブロックホールディングス経営陣に対して第三者割当増資を行うことを予定しており、本件はウェーブロックホールディングス経営陣がMCPⅢと共同して行うMBOである。ウェーブロックホールディングスの創業者である木根渕弘水氏ら大株主は、発行済株式の合計30.8%について応募する契約を締結した。買付予定数の下限は741万8241株で、発行済株式総数の58.8%（自己株式数控除後発行済株式総数に対する割合は70.2%）である。全株式を取得できない場合、TOB後に全株式取得の手続きを実施し、ウェーブロックホールディングスは東証2部を上場廃止になる予定である。ウェーブロックホールディングスの取締役会はTOBに賛同した。

TOBの背景について次のように発表した。ウェーブロックホールディングスは、収益性を変動が激しい樹脂材料の価格に依存している、事業の大半

を成熟市場に依存している、輸入廉価品との競争が激化している、という構造的な課題を抱えている。近年新規事業に進出しているが、新規事業は立上げコストが先行するため、一時的に業績が下降するリスクを抱えると同時に、短期的に株式市場から十分な評価を得られず、株主の期待に沿えない可能性がある。大株主の三菱化学株式会社からウェーブブロックホールディングス株式の売却意向を受けており、株主構成の再検討が急務である。このような状況下、MBOに出資予定の経営陣は、短期的な業績推移に捉われず、中長期的視野で経営戦略を実行する体制を整備し、新規事業の展開や株主構成の課題に対処する手段として、ウェーブブロックホールディングスの経営方針を中長期的に支援する中核的安定株主の下で、MBOの手法で非上場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（表Ⅲ－２－１）

始めに、先のルールに従いEQを決めると、買収総額を全てEQで調達したとしてもインタレストカバレッジは0.9倍にしかない。これは、営業利益より金利払いが大きいということで、PER一定モデルでは6760百万円の損失となる。今期から次期への営業利益成長率150.0%が続くと仮定するのは非現実的であるので、営業利益が維持されると仮定しEBIT倍率一定モデルで評価するとIRRは34.1%となる。

ウェーブブロックホールディングスのケースでは、最大20億円程度の融資を受ける可能性があると発表されているので、買収総額のうちNRLを2000百万円としてPER一定モデルで評価すると、MBOにより5367百万円の損失が出る。これは、負債による利払い負担が重いからである。営業利益が500百万円で維持されると仮定しEBIT倍率一定モデルで評価すると、出資者から見たIRRは43.0%となる。

買収総額の内訳をいずれに仮定しても、EBIT倍率一定モデルで評価するとこのMBOは採算が取れるといえるだろう。

### 業績予想（表Ⅲ－2－2）

2008年3月期決算短信（5月9日付）の2009年3月期通期の業績予想では、売上高が前々期24033百万円、前期23257百万円に対し25000百万円、営業利益が前々期848百万円、前期－203百万円に対し850百万円であった。2008年10月27日に「業績予想の修正に関するお知らせ」を発表し、前回5月9日予想に対し営業利益を76.5%減と大幅に下方修正した。理由は、主要原材料価格の急騰などのため第2四半期累計期間（2008年4月1日～9月30日）の営業利益の予想を大幅に引き下げたことを受け、さらに国内景気の減速、原油・ナフサ等の原材料価格の不透明感、改正建築土法の施行による建設・不動産市場の混乱リスク等の厳しい経営環境を踏まえて修正したとしている。2009年3月期決算短信（5月11日付）によれば、実績は、10月27日予想に対し、売上高6.2%減、営業利益44.0%減となり、MBO発表前の予想をさらに下回った。

2008年5月9日予想では、前々期の実績に基づいた予想となっていたようだ。その後、第2四半期累計期間の業績予想を下方修正し、それを受けて通期の予想も下方修正し、通期実績は下方修正した予想をさらに下回ったという経緯である。業績予想とその修正および理由に関して明らかに不自然な点は見当たらない。

### 株価の推移（表Ⅲ－2－3）

ウェーブロックホールディングスの株価推移は、高値について2006年の2060円から2009年の313円へと下がり続け、安値も2006年の668円から2008年の267円にかけて下落し2009年はわずかに上昇し280円となった。買付価格算定の基礎となる基準価格はMBO発表日前1ヵ月終値平均値304円となった。買付価格はそれに71%のプレミアムが上乘せされ520円と決まった。プレミアムが高く設定され、2008年以降に投資した投資家にとっては利益が出る価格となった。

### Ⅲ－３ 南部化成株式会社

#### MBOの概要

2月26日、株式会社NMCファンド14（以下「NMCファンド14」）はプラスチック成形加工の南部化成株式会社（以下「南部化成」）に対しTOBを実施すると発表した。NMCファンド14は、日本みらいキャピタル株式会社が助言するNMC2007投資事業有限責任組合（以下「NMCファンド」）が全額出資する買収目的会社である。TOB成立後、南部化成経営陣は第三者割当増資の引受等の方法によりNMCファンド14に出資することを予定しており、本件は南部化成経営陣がNMCファンドと共同で行うMBOである。南部化成の親会社である株式会社アークは、所有する南部化成株式256万9000株（自己株式を除く発行済株式総数に対する所有割合は46.41%）についてTOBへの応募に同意した。買付予定数の下限は、407万7400株（買付け後の所有割合73.67%）である。全株式を取得できなかった場合、全株式取得のための手続きを行い、南部化成はジャスダック上場廃止となる予定である。南部化成の取締役会は賛同した。

MBOの背景については、競争優位確保のための一層の研究開発投資や先進的生産設備の導入、生産性向上のための工場の統廃合を含む事業の再構築、グローバルな生産拠点の展開、M&Aを活用した積極的な成長戦略の実行といった経営改革を実行する過程で、一時的な労務費、減価償却費、研究開発費等のコストの増加及び工場の統廃合に伴う特別損失の発生やキャッシュフローの悪化に伴う財務状況や業績の一時的な悪化が見込まれ、これに起因した株価の下落が予想されるなど、経営改革の実行に伴うリスクが極めて大きくなる可能性があり、経営改革が資本市場から十分な評価を得られない可能性があるとしている。また、株式の上場維持コストが増加する傾向にあることも、それが南部化成の収益を圧迫し経営改革の実行の障害になり、MBOの理由のひとつであるとしている。南部化成に対しMBOを行い、株主に所有株式の売却機会を提供して、経営改革の実行に伴うリスクを株主に負わせ

ることを回避し、迅速かつ機動的な意思決定が可能な経営体制に転換することが南部化成の更なる企業価値の向上に資するとの結論に至ったとしている。一方、株式上場による便益は南部化成の将来の成長発展に不可欠であるとして、TOB成立から5年程度を目途に株式の再上場を目指すとしている。

### MBOの採算性（表Ⅲ－3－1）

先のルールに従い、EQを買収総額の4分の1の1713百万円とする。インタレストカバレッジは8.0倍である。PER一定モデルで評価すると、出資者にとってのIRRは12.7%となる。営業利益が16.7%で成長するとしてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは26.5%となる。営業利益が16.7%で成長するというのは長期的に見るとやや高すぎると思われるので、営業利益がそのまま維持されるとしてEBIT倍率一定モデルで評価すると、IRRは-8.0%となる。営業利益が16.7%で成長するとしてEBIT倍率一定モデルで評価する場合だけ採算の見込める取引であるといえよう。

### 業績予想（表Ⅲ－3－2）

2008年3月期決算短信（5月16日付）の2009年3月期通期の業績予想では、売上高が前々期29521百万円、前期34374百万円に対し38200百万円（前期比11.1%増）、営業利益が前々期1819百万円、前期1935百万円に対し1620百万円（前期比16.3%減）と増収減益予想であった。2008年11月6日に「平成21年3月期 業績予想の修正に関するお知らせ」を発表し、前回5月16日予想に対し営業利益を24.7%減と下方修正した。修正理由は、急速な実体経済の悪化にともない得意先の減産等デジタル家電・自動車関連部品の受注減が予想されるためとしている。さらに、2009年2月5日に再度「平成21年3月期 業績予想の修正に関するお知らせ」を発表し、11月6日予想に対し営業利益を35.2%減と下方修正した。修正理由は、米国金融危機を発端とする世界的な実体経済の急速な悪化により第3四半期にデジタル家電・自動車関連部

品の受注が急激に減少しており、第4四半期にさらに厳しい受注環境になると予想されるためとしている。2009年3月期決算短信によれば、実績は2月5日予想に対し、営業利益22.3%減となり、MBO発表前の予想をさらに下回った。

このように南部化成は、前期の決算短信で発表した2009年3月期通期の業績予想を期中に2回下方修正し、実績は2回目の下方修正をさらに下回った。しかし、足元の業況を見ながら頻繁に業績予想を修正する姿勢は、投資家をはじめステークホルダーを驚かすような大幅な業績予想の修正や、業績予想から大幅に乖離した実績を突然発表するより好ましいといえるだろう。

### 株価の推移（表Ⅲ－3－3）

南部化成の株価推移は下落傾向をたどっている。高値は2006年の1900円から2009年の460円へ、安値も2006年の1250円から2009年の280円へと下がった。特に2008年中の下げが大きい。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414円となった。買付価格はそれに190%のプレミアムが上乗せされ1200円と決まった。プレミアムが極めて高く設定された理由はいくつか考えられる。第三者算定機関による株式価値の算定において1株当たりの株式価値が、市場株価法では374円から416円、類似会社比較法では769円から1070円、DCF（ディスカウント・キャッシュフロー）法では1164円から1291円とされ、DCF法の算定結果を重視したからかもしれない。あるいは、株主間の公平性を考え2008年中の大きな下げに配慮したためとも考えられる<sup>21</sup>。さらには、親会社の株式会社アークに配慮した可能性もあろう。

---

21 NMCファンド14が発表した「南部化成株式会社株式に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」の中に「公開買付者（NMCファンド14）は、対象者（南部化成）及び経営者等とそれぞれ別個に行った協議・交渉の結果や対象者による本公開買付けへの賛同の可否及び本公開買付けの見通し等も踏まえ、買付価格を1,200円に決定いたしました」（p.18、（ ）部分は筆者が追加）、「対象者（南部化成）は、……中略……買付価格や本公開買付けに関する諸条件の妥当性について、対象者の財務状況、事業環境及び株主間の公平正等の観点から慎重に協議、検討した結果……」（p.19、（ ）部分は筆者が追加）とある。

### Ⅲ－４ 株式会社ユー・エス・ジェイ

#### MBOの概要

3月19日、SGインベストメンツ株式会社（以下「SGインベストメンツ」）はテーマパーク「ユニバーサル・スタジオ・ジャパン」を運営する株式会社ユー・エス・ジェイ（以下「ユー・エス・ジェイ」）に対しTOBを実施すると発表した。SGインベストメンツは、米ゴールドマン・サックス・グループの100%間接出資の投資会社である有限会社クレインホールディングス（以下「クレインホールディングス」）の完全子会社であり、ユー・エス・ジェイの有価証券を取得及び保有することを目的として設立された。TOB成立後、SGインベストメンツはクレインホールディングス、ユー・エス・ジェイのガンベル社長の出資を受ける予定であり、本件はユー・エス・ジェイのガンベル社長がゴールドマン・サックス・グループと共同で行うMBOである。クレインホールディングスは所有するユー・エス・ジェイ株式88万8890株（潜在株券等考慮後株式数に対する所有割合39.89%）、オウル・クリーク・アセット・マネジメント・エルピーが運営する4つの投資ファンドは所有する22万3912株（同10.05%）を応募する予定であり、日本政策投資銀行は所有する22万2222株（同9.97%）について応募する契約を締結しており、SGインベストメンツは大阪市に対し所有する20万株（同8.98%）の応募を依頼している。買付予定株数の下限は179万9085株（同80.74%）である。全株式を取得できなかった場合、TOB後に全株式取得の手続きを取り、ユー・エス・ジェイはマザーズ上場廃止となる予定である。ユー・エス・ジェイ取締役会は賛同した。

MBOの背景について、まず事業環境に関し、世界的な金融不安を端緒とする景気悪化、円高による海外からの観光客の減少、日本の少子化に伴う人口減少などにより、今後のテーマパーク事業の成長性について下方圧力がかかるとしている。このような状況下、ゴールドマン・サックス・グループとガンベル社長が企業価値向上の方策として、女性やファミリー層をターゲッ



トとして顧客の興味を刺激するアトラクションやキャラクターの新規導入やリニューアルの投資拡充、アジア地域を中心とした海外顧客に対するマーケティング・営業活動の強化、小売や食品提供といった関連ビジネスへの展開、M&Aを活用したパーク周辺地域での飲食施設やリゾートホテルの運営およびアジア地域でエンターテインメントビジネスへの新規参入などを検討した。一方、このような方策を実施した場合、アトラクションの開発費用や設備投資、キャラクターの導入コスト、広告宣伝費などの先行投資が必要で、先行投資が計画通り収益に寄与するとは限らず、短期的に利益の変動性が高まり、中長期の利益成長にも不確実性が高まることが予想されるので、このようなリスクを株主に負わせることを回避し、ユー・エス・ジェイの株主をゴールドマン・サックス・グループおよびガンベル社長等少数に限定し、短期的な業績変動に左右されることなく機動的かつ柔軟な経営戦略の実現が可能となるMBOの手法によりユー・エス・ジェイの完全子会社化・非公開化が最善であると判断したとしている。

#### MBOの採算性（表Ⅲ－４－１）

ユー・エス・ジェイのケースでは最大750億円程度の融資をシンジケート団から受ける可能性があると発表されており、最大限の借り入れをしたと仮定すると、先に定めたルールを満たしインタレストカバレッジはちょうど2.0倍となる。PER一定モデルで評価すると、MBOにより1211百万円の損失が出る。営業利益が4.3%の成長率で成長し続けるとしてEBIT倍率一定モデルで評価すると、出資者から見たIRRは12.4%となり、採算のよい取引とはいえない。ただし、ゴールドマン・サックス・グループは、取引を実行する前に慎重に採算性を検討したと考えられるので、採算性を高める何らかの対策が用意されている可能性がある。

### 業績予想（表Ⅲ－４－２）

ユー・エス・ジェイの決算は非連結ベースである。2008年3月期決算短信（5月9日付）における2009年3月期の通期業績に関する予想では、売上高が前々期72062百万円、前期73158百万円に対し73650百万円（前期比0.7%増）、営業利益が前々期7283百万円、前期8402百万円に対し11140百万円（前期比32.6%増）であった。2009年3月期第3四半期決算短信（2009年1月30日付）では、前回5月9日予想に対し通期の営業利益を27.6%減と下方修正した。修正理由は、景気後退が業績に悪影響を及ぼしていること、テーマパーク事業において冬季である第4四半期の入場者数は少ないことから第3四半期までの計画未達分を第4四半期のみで回復するのは困難であるためとしている。MBO発表後に明らかになった2009年3月期決算短信（5月1日付）によれば、実績は一転して、1月30日予想に対し営業利益6.5%増となった。

このケースは、TOBの買付価格を低くするために意図的に業績予想を過度に下方修正したのではないかとの疑念が生じかねないが、1月30日予想に対する実績営業利益の増加率の大きさ、2009年3月期決算短信が公表されたのが5月1日、MBOのためのTOB買付け期間が3月23日から5月21日であることを考えると問題があるとはいえないだろう。

### 株価の推移（表Ⅲ－４－３）

ユー・エス・ジェイの株価は下落傾向にある。高値は2007年の90900円から2009年の44950円へ、安値も2007年の45500円から2009年の33000円へと下がった。基準価格は、3月17日から遡る3カ月終値平均値37424円となった。買付価格はそれに33.6%のプレミアムが上乗せされ50000円と決まった。表Ⅲ－４－３では示していないが、株価は2008年10月に6万円前後から4万円前後へ大きく下げており、それ以降に投資した投資家にとってはTOBへの応募によって利益が出る買付価格となった。

### Ⅲ－５ 株式会社ASK PLANNING CENTER

#### MBOの概要

5月15日、株式会社双樹コーポレーション（以下「双樹コーポレーション」）は商業空間プロデュースの株式会社ASK PLANNING CENTER（以下「ASK PLANNING CENTER」）に対しTOBを実施すると発表した。双樹コーポレーションは、ASK PLANNING CENTERの田中常務執行役員の父である二木氏が経営する不動産管理・運営会社である。双樹コーポレーションの二木社長は、ASK PLANNING CENTERの廣崎社長の依頼を受けTOBの実施を決定し、廣崎社長はTOB終了後も継続して社長としてASK PLANNING CENTERの経営にあたる予定である。買付予定数は、廣崎社長や親族などが所有する1674万2902株を除く1690万6735株で、上限下限を設けない。廣崎社長らは応募しない。よって、本件は廣崎社長らが双樹コーポレーションと共同で行うMBOである。TOB終了後、双樹コーポレーション、廣崎社長らが全株式を所有していない場合、全部取得条項を付して少数株主を排除しASK PLANNING CENTERはジャスダック上場廃止となる予定である。ASK PLANNING CENTERの取締役会は賛同した。双樹コーポレーションがASK PLANNING CENTERの大株主になるだけでなく、ASK PLANNING CENTERは二木氏から企業経営に関する助言・支援を受ける予定である。

MBOの背景については、米国発の金融不安などにより市場経済環境が厳しくなる中、2008年12月期の当期純損失が2,368百万円となったことを受け、ビジネスモデルの再構築、資産の整理を進めることによるバランスシートのスリム化、上場維持コストの見直し等、抜本的な事業改革を行うことが課題であるが、それに伴う先行投資費用や特別損失といった一時的な費用の発生等によるリスクが株主に及ばぬようにしつつ、短期的な業績に左右されることなく事業改革を機動的に遂行するためであるとしている。これは、ASK PLANNING CENTERのかねてからの課題であった廣崎社長に過度に依存

する体制から脱却するためにも妥当な手段であるとしている。

### **MBOの採算性（表Ⅲ－5－1）**

先のルールに従い、買収総額のうちEQを1892百万円と仮定する。インタレストカバレッジは2.0倍となる。PER一定モデルで評価すると、出資者から見たIRRは12.1%となる。営業利益が減少し続けるという仮定は現実的ではないため、営業利益が維持されるとしてEBIT倍率一定モデルで評価すると、出資者から見たIRRは－27.0%となる。いずれのモデルで評価しても、このMBOは採算のよい取引とはいえない。

### **業績予想（表Ⅲ－5－2）**

2008年12月期決算短信（2009年2月12日付）における2009年12月期の業績予想は、第2四半期累計期間（2009年1月1日～2009年6月30日）に関し、売上高が前々期4055百万円、前期2602百万円に対し2000百万円（前年同期比23.1%減）、営業利益が前々期1069百万円、前期－250百万円に対し150百万円（黒字転換）であった。通期に関し、売上高が前々期9869百万円、前期6043百万円に対し5250百万円（前期比13.1%減）、営業利益が前々期2114百万円、前期322百万円に対し580百万円（同80.1%増）であった。「平成21年12月期第2四半期累計期間及び通期業績予想の修正に関するお知らせ」（8月6日付）では、前回2月12日予想に比べ、第2四半期累計期間に関し売上高で53.5%減、営業損益で黒字から赤字、通期に関し売上高で11.4%減の下方修正となった。通期の営業利益予想は据え置いた。修正理由は、第2四半期累計期間に関し、個人消費の低迷などの景気悪化の影響を受け出店を見合わせる企業が増え「環境創造事業」の売上高が当初計画を下回ったためとしている。通期に関しては、第3四半期以降の売上高は第2四半期までに予定していたテナントからの内装受注の期ズレ分を取り込むことにより当初計画以上に推移する見込みであることを考慮して売上高を修正し、大幅なコスト削

減・経費節減への取り組み効果が見込まれることから営業利益は当初計画を維持したとしている。2009年12月期第2四半期決算短信（8月10日付）によれば、第2四半期累計期間の実績は8月6日予想に沿った数値となった。

ASK PLANNING CENTERの業績予想やその修正について、大きな問題はないと考えられる。

### 株価の推移（表Ⅲ－5－3）

ASK PLANNING CENTERの株価は大きく下げている。高値は2006年の1073円から2009年の110円へ、安値も2006年の322円から2009年の49円へと下がった。基準価格は、MBO発表前1カ月終値平均値93円、買付価格はそれに41.9%のプレミアムが上乗せされ132円と決まった。長期で株式を保有している多くの投資家にとって、TOBへの応募によって損失が出る買付価格である。

## IV おわりに

本稿では、三光ソフランホールディングス、ウェーブロックホールディングス、南部化成、ユー・エス・ジェイ、ASK PLANNING CENTERの5社を題材に、MBOの概要、MBOの採算性、業績予想と修正の妥当性、株価の推移と買付価格の関係について見てきた。

MBOの背景については、事業の再構築、投資の拡充、新規事業の立上げ、成長戦略の実行等のため、特別損失等一時的なコスト増、キャッシュフローや財務体質の悪化が生じ資本市場で株価が下落する可能性があり、そうしたリスクを株主に負わせることを回避するためであるとする企業が5社中4社であった。短期的な業績に左右されることなく中長期の視野で機動的な意思決定ができる体制を作りたいとする企業も5社中4社であった。株式上場維持コストの増大をあげる企業は5社中3社だった。株主構成の再検討、あるいは株主を中核となる安定株主に限定することをあげた企業は2社だった。

MBOの採算性については、本稿で決めたルールに従い買収総額の内訳を決めた場合、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。ただし、3社の中に含まれる南部化成については営業利益が5年にわたり16.7%で成長するという仮定の下でEBIT倍率一定モデルを適用しており、この仮定は楽観的すぎるといえるかもしれない。ユー・エス・ジェイやASK PLANNING CENTERのように、MBOを金融取引と見た場合、採算性の観点から魅力があるとはいえないケースが5社中2社あった。したがって、本稿では分析対象企業が少ない、ユー・エス・ジェイのケースではゴールドマン・サックス・グループが何らかの対策を用意している可能性があるということを考慮しても、PER一定モデルや妥当と考えられる営業利益成長率を仮定したEBIT倍率一定モデルで評価した南部化成のケースも含め、服部（2006, 2008a）がいうようにMBOが金儲けを狙った財務的な行動であるとは必ずしもいえないことを示唆している。

業績予想については、本稿で取り上げた5社のケースでは、買付価格を低く設定するため意図的に低調な業績予想を発表して株価を下落せたと指摘できるようなケースはなかった。ただし、本稿では、業績予想や修正の妥当性を判断する際、主として、業績予想や修正の理由に不自然な点はないか、MBO後に発表された実績がMBO公表前に発表された直近の業績予想を上回っていないかによっている。先に述べた判決などを受けて、企業がMBO発表前に業績予想を下方修正する際には慎重を期すようになっていることは十分に考えられる。一方で、MBOのためのTOBにおける買付価格を低く抑えるため、企業がより巧妙にあるいは一層計画的に株価の安値誘導を図ることもありえるだろう。したがって、今後はより詳細な分析が必要になると思われる。

株価の推移については、5社すべてのケースで株価が2006年または2007年に降下傾向にあった。MBOの背景を考えると、近年株価が下げ続けたことはやむをえないかもしれないが、買付価格を決める際のプレミアムをどの

くらいにするかで各社の対応が異なる点が興味深い。

今後は、より多くのケースについて同様の検証あるいはより詳細な検証を行い、MBOについての研究を進めていきたい。

## V 表 (資料)

表II 2009年上半期の日本企業に対するMBO

買収者、企業	被買収企業	上場
カメヤグローバル現経営陣	カメヤグローバル	
三光ソフランホールディングス現経営陣	三光ソフランホールディングス	ヘラクレス
ジェイオー建設現経営陣	ジェイオー建設	
ウェーブブロックホールディングス現経営陣他	ウェーブブロックホールディングス	東証 2
バシフィックビジネス現経営陣	バシフィックビジネス	
エフアンドエフフードサービス現経営陣	エフアンドエフフードサービス	
パワーアップ現経営陣	パワーアップ	ヘラクレス
くつろぎ宿現経営陣	くつろぎ宿	
ウィーヴ現経営陣他	ウィーヴ	ジャスダック
アルファソリューションズ現経営陣	新・アルファソリューションズ	
日本キャリア・パートナーズ現経営陣	日本キャリア・パートナーズ	
シーエムアイ元役員	シーエムアイ	
利根ジオテック現経営陣	利根ジオテック	
南部化成現経営陣他	南部化成	ジャスダック
セルコ現経営陣ら	セルコ	
港北電材現経営陣	港北電材	
北陸建材社現経営陣	北陸建材社	
データブレイス現経営陣	データブレイス	
epics現経営陣	epics	
ベンチャー・リンク従業員	ベンチャー・リンク	東証 1
サン情報現経営陣ら	サン情報	
エグゼスタッフ現経営陣	エグゼスタッフ	
ニューウォーター現経営陣	ニューウォーター	
スペクトロ・ソリューションズ・アー・ゲー現経営陣	スペクトロ・ソリューションズ・アー・ゲー	
コネクトリプロ現経営陣	コネクトリプロ	
セキテクノトン現経営陣他	セキテクノトン	ジャスダック
G-Trading India Private Limited現経営陣	G-Trading India Private Limited	
グローバル・コミュニケーション・インク現経営陣	グローバル・コミュニケーション・インク	
ビオ現経営陣	ビオなど	
ミュージックランド現経営陣	ミュージックランド	
ファシリティパートナーズ現経営陣	ファシリティパートナーズ	
Honda Racing F1 Team従業員	Honda Racing F1 Team	
ユー・エス・ジェイ現経営陣他	ユー・エス・ジェイ	マザーズ
エスエス研究所現経営陣	エスエス研究所	
Guest-Tek Interactive Entertainment Ltd.現経営陣	Guest-Tek Interactive Entertainment Ltd.	
アガットコンサルティング現経営陣	アガットコンサルティング	
ベインキャリージャパン現経営陣	ベインキャリージャパン	
日本アグリマネジメント現経営陣	日本アグリマネジメント	
モーベース現経営陣	モーベース	
田崎真珠元従業員	田崎真珠	東証 1
ディックスクロキ現経営陣他	ディックスクロキ	
5 pb.現経営陣	5 pb.	
朱雀現経営陣	朱雀	
アクセス現経営陣ら	アクセス	
ストレリチア現経営陣	ストレリチア	
北日本科学現経営陣他	北日本科学	
ユーリーグ現経営陣他	ユーリーグ	
フルキャストファイナンス	フルキャストファイナンス	
セイワ物流現経営陣	セイワ物流	
ギャガ・コミュニケーションズ現経営陣	ギャガ・コミュニケーションズ	
プロダクションリード現経営陣	プロダクションリード	
スティング現経営陣	スティング	
hon.jp現経営陣	hon.jp	
ASK PLANNING CENTER現経営陣	ASK PLANNING CENTER	ジャスダック
DGコミュニケーションズ現経営陣	DGコミュニケーションズ	

(出所)『MARR』2009年3,4,5,6,7,8月号を基に筆者作成。



日付	金額(百万円)	出資比率(%)	買付価格(1株当たり)(円)	プレミアム(%)	基準価格
1月9日	1	0→99			
1月15日	1754	0.2→66.7以上→100	62	55	1カ月終値平均値40円
1月21日	0	0→100			
1月30日	5786	0→66.67以上→100	520	71	1カ月終値平均値304円
1月27日		10→100			
1月14日		0→100			
1月29日	610	0→100	400	102	1カ月終値平均値198円
1月21日		0→100			
1月13日	476	0→66.67以上→100	16400	164.39	1カ月終値平均値6203円
1月23日		0→100			
1月5日	0	0→100			
1月21日					
2月25日	0	0→100			
2月27日	6641	0→約73.67以上→100	1200	約190	1カ月終値平均値414円
2月10日	177	0→100			
2月18日	5	30→80			
2月25日	50	0→約99.9			
2月2日	0	0→100			
2月25日	122	21.5→76.5			
2月3日					
2月9日		0→100			
2月10日	6	→54.54以上			
2月20日		20→80			
3月19日		0→100			
3月3日	0	0→64.9			
3月12日	790	0→66.69以上→100	155	約203	1カ月終値平均値51円
3月19日	0	0→100			
3月27日	9	0→100			
3月27日	0	5→85など			
3月1日	280	0→99.7			
3月19日		0→100			
3月7日		0→100			
3月20日	111241	0→80.74以上→100	50000	約33.6	3月17日から遡る3カ月終値平均値37424円
3月1日	35	21.875→96.875			
3月27日	123	8.4以上→51以上			
3月4日		0→86			
3月10日	63	0→100			
3月13日		0→80			
4月16日		40.91→70.01			
4月21日	50				
4月15日	250				
4月15日	0	20→100			
4月16日	0	0→100			
4月30日					
4月24日	5	計36→計87			
5月11日	0	0→計100			
5月31日					
5月8日	0	0→100			
5月19日	0	0→100			
5月13日		0→100			
5月20日	80	45→95.1			
5月1日	35	0→80			
5月8日					
5月16日	2231	0→50.25	132	約41.94	1カ月終値平均値93円
6月25日	8	0→90			

表Ⅲ－１－１ 三光ソフランホールディングスの採算性

(単位：百万円)

財務数値	2009年 8 月	2010年 8 月	前提	発行済株式数(千株)	61949
営業利益	1200	1400		NRL金利(%)	3
当期純利益	600			税率(%)	42
純負債	8204				
株価(円)	40	(過去1ヵ月終値平均値)		PER一定モデルでの評価	
時価総額	2478			2009年 8 月	
会社総価値	10682			営業利益	1200
PER(倍)	4.1			期初純負債	11085
EBIT倍率(倍)	8.9			金利払い	333
				税引前利益	867
公開買付価格(円)	62			当期純利益	503
買付時価総額	3841			PER(倍)	4.1
諸経費	0			時価総額	2078
買収総額	3841			MBO損益	1118
うちEQ	960			MBO損益(倍)	2.2
うちNRL	2881			IRR(4年、%)	21.3

EBIT倍率一定モデルでの評価 営業利益成長率16.7%

	2010年 8 月	2011年 8 月	2012年 8 月	2013年 8 月	2014年 8 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	1400	1633	1906	2223	2594
期初純負債	10582	9954	9179	8234	7088
金利払い	317	299	275	247	213
純利益	628	774	945	1146	1381
				EBIT倍率(倍)	8.9
				会社総価値	23088
				株主価値	16000
				IRR(4年、%)	102.0

(出所) 筆者作成。他の「各社の採算性」の表も同じ。

表Ⅲ－１－２ 三光ソフランホールディングスの業績予想

(単位：百万円、円、%)

	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	1株当たり当期純利益
連結 2009年8月期第2四半期累計(2008年9月1日～2009年2月28日)					
(2007年8月期2Q累計実績)	10298	508	690	－9	－0.15
(前年同期比増減率)	54.0	110.5	－40.3	－101.6	
(2008年8月期2Q累計実績)	11664	412	12	－380	－6.28
(前年同期比増減率)	13.3	－18.9	－98.3		
2008年10月14日予想(a)	14500	800	750	430	7.24
増減率(前年同期比)	24.3	94.2	6150.0		
2009年1月14日予想(b)	13000	350	200	－80	－1.35
増減率(aに対して)	－10.3	－56.3	－73.3		
実績	12952	303	236	－235	－3.96
増減率(bに対して)	－0.4	－13.4	18.0	193.8	
連結 2009年8月期(2008年9月1日～2009年8月31日)					
(2007年8月期実績)	25091	1929	2647	1143	18.66
(前期比増減率)	50.5	106.7	44.5	0.8	
(2008年8月期実績)	24046	953	652	－2179	－36.35
(前期比増減率)	－4.2	－50.6	－75.4		
2008年10月14日予想(a)	32000	1700	1600	900	15.16
増減率(前期比)	33.1	78.4	145.4		
2009年1月14日予想(b)	26800	750	650	70	1.18
増減率(aに対して)	－16.3	－55.9	－59.4	－92.2	

(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。

表Ⅲ－１－３ 三光ソフランホールディングスの株価推移

(単位：円)

暦 年	2006	2007	2008	2009
高 値	474	390	115	44
安 値	241	111	26	39

(出所) 筆者作成。以下の株価推移の表も同じ。

(注) 2009年は1月14日までの株価。

表Ⅲ－２－１ ウェブブロックホールディングスの採算性

(単位：百万円)

財務数値	2009年 3 月	2010年 3 月	前提	発行済株式数(千株)	12613
営業利益	200	500		NRL金利(%)	3
当期純利益	220			税率(%)	42
純負債	7331				
株価(円)	304	(過去1ヵ月終値平均値)		PER一定モデルでの評価	
時価総額	3834			2009年 3 月	
会社総価値	11165			営業利益	200
PER(倍)	17.4			期初純負債	7331
EBIT倍率(倍)	55.8			金利払い	220
				税引前利益	－20
公開買付価格(円)	520			当期純利益	－12
買付時価総額	6559			PER(倍)	17.4
諸経費	0			時価総額	－201
買収総額	6559			MBO損益	－6760
うちEQ	6559			MBO損益(倍)	
うちNRL	0			IRR(4年、%)	

EBIT倍率一定モデルでの評価 営業利益成長率 0 %

	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	500	500	500	500	500
期初純負債	7343	7180	7015	6847	6676
金利払い	220	215	210	205	200
純利益	162	165	168	171	174
				EBIT倍率(倍)	55.8
				会社総価値	27913
				株主価値	21237
				IRR(4年、%)	34.1

表Ⅲ－２－２ ウェブブロックホールディングスの業績予想

(単位：百万円、円、%)

	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	1株当たり当期純利益
連結 2009年3月期(2008年4月1日～2009年3月31日)					
(2007年3月期実績)	24033	848	1239	923	83.87
(前期比増減率)	27.5	-32.3	-26.4	-18.5	
(2008年3月期実績)	23257	-203	139	117	11.1
(前期比増減率)	-3.2		-88.8	-87.3	
2008年5月9日予想(a)	25000	850	1000	600	56.85
増減率(前期比)	7.5		619.4	412.8	
2008年10月27日予想(b)	25000	200	350	220	20.83
増減率(aに対して)	0.0	-76.5	-65.0	-63.3	
実績	23448	112	327	145	13.75
増減率(bに対して)	-6.2	-44.0	-6.6	-34.1	
連結 2010年3月期(2009年4月1日～2010年3月31日)					
2009年5月11日予想	22500	550	600	400	37.9
増減率(前年実績比)	-4.0	391.1	83.5	175.9	

表Ⅲ－２－３ ウェブブロックホールディングスの株価推移

(単位：円)

暦年	2006	2007	2008	2009
高値	2060	788	472	313
安値	668	402	267	280

(注) 2009年は1月14日までの株価。

表Ⅲ－３－１ 南部化成の採算性

(単位：百万円)

財務数値	2009年 3 月	2010年 3 月	前提	発行済株式数(千株)	5709
営業利益	1200	1400		NRL金利(%)	3
当期純利益	520			税率(%)	42
純負債	-115				
株価(円)	414	(過去1カ月終値平均値)		PER一定モデルでの評価	
時価総額	2364			2009年 3 月	
会社総価値	2249			営業利益	1200
PER(倍)	4.5			期初純負債	5023
EBIT倍率(倍)	1.9			金利払い	151
				税引前利益	1049
公開買付価格(円)	1200			当期純利益	609
買付時価総額	6851			PER(倍)	4.5
諸経費	0			時価総額	2766
買収総額	6851			MBO損益	1054
うちEQ	1713			MBO損益(倍)	1.6
うちNRL	5138			IRR(4年、%)	12.7

EBIT倍率一定モデルでの評価 営業利益成長率16.7%

	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	1400	1633	1906	2223	2594
期初純負債	4415	3679	2796	1739	480
金利払い	132	110	84	52	14
純利益	735	883	1057	1259	1496
				EBIT倍率(倍)	1.9
				会社総価値	4860
				株主価値	4380
				IRR(4年、%)	26.5

表Ⅲ－３－２ 南部化成の業績予想

(単位：百万円、円、%)

	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	1株当たり当期純利益
連結 2009年3月期(2008年4月1日～2009年3月31日)					
(2007年3月期実績)	29521	1819	1887	1048	189.39
(前期比増減率)	10.3	38.8	35.4	67.1	
(2008年3月期実績)	34374	1935	1826	1099	198.67
(前期比増減率)	16.4	6.4	-3.2	4.9	
2008年5月16日予想(a)	38200	1620	1600	900	162.6
増減率(前期比)	11.1	-16.3	-12.4	-18.1	
2008年11月6日予想(b)	37500	1220	1080	520	
増減率(aに対して)	-1.8	-24.7	-32.5	-42.2	
2009年2月5日予想(c)	36600	790	580	80	
増減率(bに対して)	-2.4	-35.2	-46.3	-84.6	
実績	36773	614	400	-45	-8.25
増減率(cに対して)	0.5	-22.3	-31.0	-156.3	
連結 2010年3月期(2009年4月1日～2010年3月31日)					
2009年5月15日予想	33000	600	550	450	81.3
増減率(前年実績比)	-10.3	-2.3	37.5	(黒字転換)	

表Ⅲ－３－３ 南部化成の株価推移

(単位：円)

暦 年	2006	2007	2008	2009
高 値	1900	1840	1340	460
安 値	1250	1310	370	280

(注) 2009年は2月26日までの株価。

表Ⅲ－４－１ ユー・エス・ジェイの採算性

(単位：百万円)

財務数値	2009年3月	2010年3月	前提	発行済株式数(千株)	2166
営業利益	8050	8400		NRL金利(%)	3
当期純利益	6000			税率(%)	42
純負債	56826				
株価(円)	37424	(過去3ヵ月終値平均値)		PER一定モデルでの評価	
時価総額	81060			2009年3月	
会社総価値	137886			営業利益	8050
PER(倍)	13.5			期初純負債	131826
EBIT倍率(倍)	17.1			金利払い	3955
				税引前利益	4095
公開買付価格(円)	50000			当期純利益	2375
買付時価総額	108300			PER(倍)	13.5
諸経費	0			時価総額	32089
買収総額	108300			MBO損益	－1211
うちEQ	33300			MBO損益(倍)	1.0
うちNRL	75000			IRR(4年、%)	－0.9

EBIT倍率一定モデルでの評価 営業利益成長率4.3%

	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	8400	8765	9146	9544	9959
期初純負債	129451	126831	123954	120806	117373
金利払い	3884	3805	3719	3624	3521
純利益	2620	2877	3148	3433	3734
				EBIT倍率(倍)	17.1
				会社総価値	170584
				株主価値	53211
				IRR(4年、%)	12.4



表Ⅲ－４－２ ユー・エス・ジェイの業績予想

(単位：百万円、円、%)

	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	1株当たり当期純利益
非連結 2009年3月期 (2008年4月1日～2009年3月31日)					
(2007年3月期実績)	72062	7283	5273	3793	1973.91
(前期比増減率)	5.6	387.4			
(2008年3月期実績)	73158	8402	7028	6766	3134.74
(前期比増減率)	1.5	15.4	33.3	78.4	
2008年5月9日予想(a)	73650	11140	9580	7400	3418.15
増減率(前期比)	0.7	32.6	36.3	9.4	
2009年1月30日予想(b)	68060	8060	7160	6000	
増減率(aに対して)	-7.6	-27.6	-25.3	-18.9	
実績	68530	8586	7935	6999	3231.63
増減率(bに対して)	0.7	6.5	10.8	16.7	
非連結 2010年3月期 (2009年4月1日～2010年3月31日)					
2009年5月1日予想	69680	10140	8910	6140	2833.37
増減率(前年実績比)	1.7	18.1	12.3	-12.3	

表Ⅲ－４－３ ユー・エス・ジェイの株価推移

(単位：円)

暦年	2006	2007	2008	2009
高値		90900	78100	44950
安値		45500	28430	33000

(注)上場は2007年3月。

(注)2009年は3月19日までの株価。

表Ⅲ－5－1 ASK PLANNING CENTERの採算性

(単位：百万円)

財務数値	2009年12月	2010年12月	前提	発行済株式数(千株)	42099
営業利益	580	550		NRL金利(%)	3
当期純利益	220			税率(%)	42
純負債	6002				
株価(円)	93	(過去1カ月終値平均値)		PER一定モデルでの評価	
時価総額	3915			2009年12月	
会社総価値	9917			営業利益	580
PER(倍)	17.8			期初純負債	9667
EBIT倍率(倍)	17.1			金利払い	290
				税引前利益	290
公開買付価格(円)	132			当期純利益	168
買付時価総額	5557			PER(倍)	17.8
諸経費	0			時価総額	2993
買収総額	5557			MBO損益	1101
うちEQ	1892			MBO損益(倍)	1.6
うちNRL	3665			IRR(4年、%)	12.1

EBIT倍率一定モデルでの評価 営業利益成長率 0 %

	2010年12月	2011年12月	2012年12月	2013年12月	2014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	550	550	550	550	550
期初純負債	9498	9345	9188	9029	8867
金利払い	285	280	276	271	266
純利益	154	156	159	162	165
				EBIT倍率(倍)	17.1
				会社総価値	9404
				株主価値	537
				IRR(4年、%)	-27.0

表Ⅲ－５－２ ASK PLANNING CENTERの業績予想

(単位：百万円、円、%)

	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	1株当たり当期純利益
連結 2009年12月期第2四半期累計 (2009年1月1日～2009年6月30日)					
(2007年12月期2Q累計実績)	4055	1069	1016	82	2.23
(前年同期比増減率)	4.5	74.6	105.8	－85.5	
(2008年12月期2Q累計実績)	2602	－250	－311	－2475	－68.73
(前年同期比増減率)	－35.8				
2009年2月12日予想(a)	2000	150	80	50	1.49
増減率(前年同期比)	－23.1				
2009年8月6日予想(b)	930	－220	－300	－200	－5.94
増減率(aに対して)	－53.5				
実績	929	－217	－298	－196	－5.85
増減率(bに対して)	－0.1	－1.4	－0.7	－2.0	
連結 2009年12月期 (2009年1月1日～2009年12月31日)					
(2007年12月期実績)	9869	2114	1977	814	22.22
(前期比増減率)	21.4	123.1	156.9	52.5	
(2008年12月期実績)	6043	322	212	－2368	－66.33
(前期比増減率)	－38.8	－84.8	－89.3		
2009年2月12日予想(a)	5250	580	530	220	6.54
増減率(前期比)	－13.1	80.1	150.0		
2009年8月6日予想	4650	580	450	220	6.54
増減率(aに対して)	－11.4	0.0	－15.1	0.0	

表Ⅲ－５－３ ASK PLANNING CENTERの株価推移

(単位：円)

暦年	2006	2007	2008	2009
高値	1073	590	320	110
安値	322	313	48	49

(注)2009年は5月15日までの株価。

## 引用・参考文献

- 佐山展生（2005）「日本のM&A市場とバイアウト」『証券アナリストジャーナル』2005年4月号、日本証券アナリスト協会、pp.5-18.
- 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
- 服部暢達（2005）『M&A最強の選択』日経BP社
- 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（2008a）『実践M&Aハンドブック』日経BP社
- 服部暢達（2008b）「世界と日本のM&A市場動向」『証券アナリストジャーナル』2008年2月号、日本証券アナリスト協会、pp.18-32.