

新MBO指針の企業価値評価実務への影響に関する考察

鈴木 一 功 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに—新MBO指針の背景

経済産業省は、2019年6月28日に、「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」と題する、いわゆる新MBO指針（以下、新指針）を発表した。新指針は、2007年9月に策定された、旧MBO指針を、策定後約10年間の実務、裁判例や議論の蓄積、コーポレートガバナンス改革の進展等の上場企業を取り巻く環境の変化等を踏まえて、マネジメント・バイ・アウト（MBO）や、支配株主による従属会社の買収等、利益相反構造のあるM&Aについての論点整理を行うものとされている（経済産業省ウェブサイト）。

新指針の目的は、買手企業と被買収企業の少数株主との間での利益相反問題が特に大きいと思われる、MBOと支配株主による従属会社（以下、MBO等と総称する）の買収を念頭に、企業価値を向上させるM&Aを促進（新指針第1原則）しつつ、公正な手続を通じた一般株主利益の確保を可能にする（新指針第2原則）こととされている。実務面からの、新指針の主たる意義は、対象となる取引の被買収企業に関して、「公正性担保措置」と呼ばれる実務上の手続が示されたことであり、新指針公表以降は、この担保措置に沿う形で、実務が行われることになると考えられる。

公正性担保措置には、(1)独立した特別委員会の設置（原則3.2）、(2)外部専門家の独立した専門的助言等の取得（原則3.3）、(3)他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック、原則3.4）、(4)マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定（原則3.5）、(5)一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上（原則3.6）、(6)強圧性の排除（原則3.7）という六つの項目が設けられ、それぞれに関して詳細な記載がなされている。

新指針の実務上の影響に関しては、すでに東京証券取引所〔2020〕によって、主に手続き上に関して、おおむね指針に沿った手続きが取られていることが報告されている。本稿では、手続き面を離れて、企業価値評価実務の観点から、この新指針以降に、MBO等の新指針の対象取引において、どのような変化がみられたかについて、実際の取引データを検証し、考察するものである。具体的には、筆者が本誌において掲載した過去の検証（鈴木〔2016〕）のサンプルを直近のものまでに拡張し、MBO等取引に伴う株式公開買付（TOB）における買収プレミアムや、企業価値算定手法やDCF法に用いられる諸変数に関して分析を行う。新指針以降の取引における目立った変化として、競争的（必ずしも敵対的でないとして