

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第一小委員会委員長 河田 剛 CMA

今月号の特集は「MBO等非公開化取引と少数株主保護」である。2000年代に入って、上場企業が非公開化するケースが見られるようになったが、その典型的なスキームがMBO（マネジメント・バイアウト）である。これは主に経営陣が自己資金、ファンドの資金、銀行融資などを用いたTOB（公開買付け）によって株式の買付けを行い、大半の株式を支配した後、非公開化を行うものである。日本においては、01年のトーカロを皮切りに、本格的な案件が現れはじめた。06年5月に施行された会社法において、全部取得条件付種類株式による現金による少数株主の排除が認められたことを契機に、MBOは増加し、11年には約20件とピークを迎えた。現在まで100件を超える上場企業のMBOが実施されている。ただ、13年のメガネトップ以降は、大口案件が減少し、コーポレートガバナンスの導入や14年の会社法改正でMBOが再度増加するとの見方もあったが、その兆しはまだ見えていない。

MBOに関しては、当初から経営陣と少数株主の間での利益相反問題が指摘されていた。経営陣は、本来は株式価値を向上させなくてはならないが、買収時に有利になるよう内部情報を利用して、買収価格を相対的に安く設定する（株価を低く抑える）ことが可能である。一方、少数株主にとつ

ては株式を必要以上に安い価格で買い取られてしまうリスクが存在する。こうした問題から、訴訟によってシャルレのように経営陣の一部に賠償責任が認められたケースや、レックス・ホールディングスのように算定価格が引き上げられる例が出てきている。適正な取引を行うために、十分な情報開示と合理的な価格算定が課題となっている。

また、MBOが企業価値を高めるのかという問題もある。過去の案件では、すかいらーくやトーカロのように、経営再建を進め、再上場を果たしているケース（あるいは売却しているケース）、チムニーのように、再上場したものの、必ずしも業績の改善が見られないケース、非公開化したまま、業績の低迷が続いているケースが混在している。非公開化には、ショートターミズムの弊害を軽減するというメリットがある一方で、ガバナンスが疎かになり易いというデメリットがある。最近では投資ファンドが関与する案件が減少し、ガバナンスが機能していない例が散見される点が懸念されている。少数株主保護の観点では、その後のイグジットまでのプロセスの評価をどの程度MBO実施時点で織り込むのかという点も議論の対象になると考えられる。今月号では、非公開化取引について実務、規制、投資家のリターン、情報開示など様々な観点から検討を加えている。

川城論文「MBO等に対する取引所の立場からの考察—適時開示における記載上の注意点を中心に—」はMBOに関して東京証券取引所（以下、東証）が課している規定、施行規則を解説している。東証はMBO等については利益相反構造や情報の非対称性が存在することから、適時開示に関して通常の公開買付けに関する意見表明よりも充実した開示を求めている。当論文では二段階買収を例にとって、各手続きの際の適時開示、第一段階の公開買付けに関する意見表明の開示の記載上の注意点を解説している。公開買付けに関しては、東証が13年に行ったMBO等に関する適時開示内容の見直しに従い、決定後直ちにその内容を開示する必要がある。第二段階のキャッシュアウトについては、06年会社法による全部取得条項付種類株式による全部取得に加え、14年会社法改正で新設された株式等売渡請求制度と少数株主保護のための制度が整備された株式併合という三つの手法について、必要になる開示を解説している。次いで少数株主が公開買付けへの応募の是非を判断できるように対象会社の取締役が示すべき情報について論じている。まず、対象会社が公開買付けに関する意見表明を行う場合、その意見の根拠及び理由を記載する必要がある。また、買付け価格についても、合理的な根拠を示す必要があると考えられている。次に算定に関する記載事項について解説がなされている。特に当論文ではDCF法を採用した場合の開示内容の注意点として、①財務予測の具体的数値、②算定の前提とした財務予測の出所、③算定の前提とした財務予測が当該取引の実施を前提とするものか否か、④大幅な増減益があるときの記載について詳述している。更に、二段階買収に関する、記載事項、公平性を担保する措置、利益相反を回避するための措置についても取り上げている。再上場については、現在

未整備であるものの、投資家保護のための措置の必要性を指摘している。

十市・川端論文「非公開化取引に関する2013年東証規則改正とその実務への影響」では、川城論文で解説されている東証が13年7月8日に発出した（10月1日から適用開始）「MBO等に関する適時開示内容の充実等について」に基づき、それが実務にどのような影響を与えたかを論じている。当論文では、この改正での重要なポイントをMBO等に関する意見表明に際し、①買付け等価格に係る判断の理由に関する意見表明、②算定の概要に関する記載事項の二つが拡充、明確化され、より充実した開示が求められることになったことと考え、それが実務に与える諸問題を検討している。十市、川端両氏は、11年をピークにMBO案件が減少している要因として、円安・株高といったマクロ的な要因だけでなく、本改正によって買付け等価格の算定根拠を詳細に求められるようになったことがあるのではないかと推測している。買付け等価格に関する判断の理由に関する意見表明の改正点は、主に算定機関による算定の合理性の確認と、買付け等価格が算定結果と比較して合理的な水準にあるかという2点である。前者については、算定機関が行った算定について一般株主など対象者が実質的な判断を行うことは難しく、実務が株主利益の保護に資する方向に変化したとは言い難いとしている。後者についても、「一定期間の最高値を上回っていること」など、一部有用な基準はあるものの、株主利益の保護が改善したかどうかには懐疑的である。更に、実際の算定方法にも検討を加えている。市場株価法については改正前とほとんど変化がないとしている。類似会社比較法については、類似会社の名称、選定理由、マルチプルなど指標の開示が求められ

特集

ることから、一部株主保護に有用と認めている。DCF法については、財務予測を開示する際に、競合他社に今後の投資計画を推測され、競争上不利になる可能性があることから、MBOそのものを躊躇する要因になり得ると指摘している。逆に言えば企業側は開示に消極的になり、株主利益の保護の観点からはマイナスになり得る。当論文が示すように、MBOの実務面で株主保護の課題が依然として多く残されていると考えられる。

鈴木論文「非公開化取引に係るDCF法による企業価値評価の事例研究」は上記2論文でも論じられている買付け価格の算定方法のうち、特にDCF法に絞り込み、その開示情報について企業価値評価理論の観点から、その有用性や残された問題点を考察している。鈴木論文では13年7月以降15年末までに実施されたTOBの中でMBO取引として算定書の開示を行った29件を対象に分析を行っている。これら29件については全てDCF法が採用されている（他の算定方法と併用されている）。ここでは29件の業績予測公開年数、売上高予測平均成長率、発表前日株価比プレミアム、DCF割引率レンジ中心値、永久成長率レンジ上下限を集計して、中では割引率に極端なばらつきがあることを示している。次に、15年8月に実施されたアールテック・ウエノの企業価値評価モデルの再構築を試み、ほぼ妥当な結果を得ている。割引率に関する議論に戻ると、CAPMなどから推計される数値から明らかに上方に乖離している例が目立っている。割引率を理屈のつく範囲内なるべく高めに設定してDCF法による理論株価のレンジを引き下げようとしているのではないかと鈴木氏は推測し、開示のあり方を再考すべしとしている。業績予測の開示内容（売上高、営業利益、EBITDA、フリー・キャッシュ・フロー）

についても、予測期間が短く業績判断には不十分であること、またシナジーを考慮したものが極めて少ないという問題点も指摘している。鈴木氏は米国のように算定書そのものを公開する方式が好ましいのではないかと述べている。

伊藤・メイズ論文「非公開化を伴うMBOにおける投資家へのリターン」では、01年から09年までに行われた54社のMBOの投資家に対するリターンを分析している。平均して49%の買付プレミアムが支払われており、20社のMBO後の財務情報がある企業におけるMBO前の株主及びMBO後の全投資家への名目リターンは116.3%（市場調整後175.4%）、MBO後の投資家へのリターンは54.6%（市場調整後93.6%）であることが示されている。Kaplan [1986] の米国における分析との比較では、平均名目プレミアムは日本49.0%、米国45.9%と遜色ない水準となっている。市場調整後では日本76.7%、米国32.3%と日本が顕著に高い。MBO前及び後の市場調整リターンは日本175.4%に対し米国96.0%と日本が高い。MBO前のみを捉えても市場調整後で日本49.8%に対し米国は37.9%、MBO後のみでは日本93.6%、米国41.9%といずれも日本が上回っている。この結果からは、MBO時の少数株主も十分報いられており、十市・川端論文、鈴木論文が指摘している開示の問題点と矛盾する結果になっている点が興味深い。伊藤、メイズ両氏はプレミアムの大きさについては06年12月に施行された改正証券取引法での、公開買付けに係る一定程度の開示義務の影響を指摘している。ただ、当論文は13年の東証規則改正の前の期間を対象としているため、13年以降のMBOの分析も今後の課題である。また、MBO後のリターンの高さの要因も知りたいところである。

足元ではMBOの案件数は減少しているとはいえ、鈴木氏が指摘するように経済効率を高めるといふ観点からは必要な企業行動であり、これから

も利益相反、少数株主保護の問題は常につきまとうことになる。適切な開示を目指し、今後の更なる議論が待たれよう。