

MBO とアクティビズム

——介入の動機と成果——*

川本真哉

1. はじめに

近年, MBO (Management Buy-out: マネジメント・バイアウト)¹⁾によって, 株式を非公開化する企業が増加している。特に2020年には, 新型コロナウイルス感染症による経済の減速, 経営環境の変化の影響を受けて, 事業構造転換のための抜本的なリストラクチャリング実施を理由としてMBOを試みる企業が目立ち, 2011年以来, 10件に達した(図1)。こうした傾向は2021年も継続するとみられている。

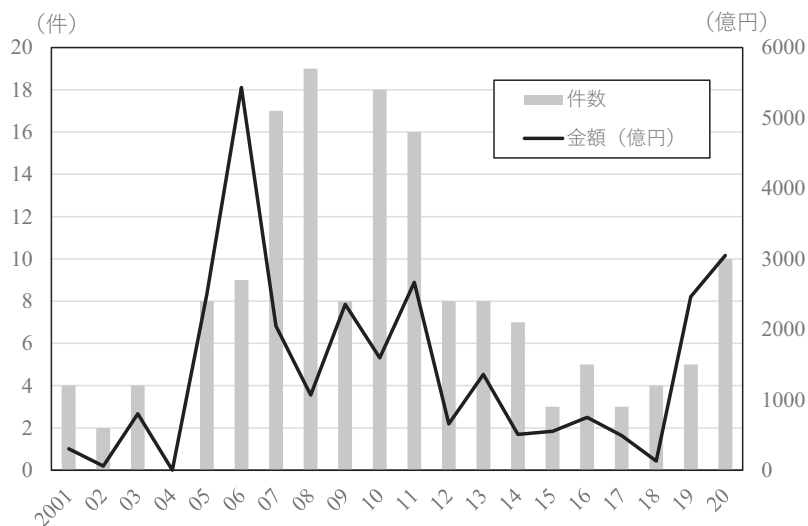


図1 MBOによる非公開化の推移
出所: レコフデータ『レコフM & Aデータベース』より作成。

* 本研究はJSPS科研費21K01711の助成を受けたものである。

1) 日本市場のM&A調査機関であるレコフデータでは, 「マネジメント・バイ・アウト (Management Buyout, MBO) とは, 自社の経営陣が, 自社又は自社の事業の一部を買収することをいう」と定義されている。

このようななかで目立つ動きは、MBOを公表した案件にアクティビスト²⁾が介入するケースが相次いで起こっていることである。レノやシティインデックスイレブンス（以下、シティ）などの旧村上ファンド系を中心に、2017年以降、6つのケースを数える（表1）³⁾。その過程でTOB（Takeover Bid：株式公開買付）が成立した案件もあれば、買付価格の引き上げにもかかわらず、必要とする買付数に達せず、不成立となった案件も存在する。また、介入したアクティビストと条件交渉を行ったうえで、再MBOに踏み切ったケースもみられる。

表1 MBOにアクティビストが介入した事例

届出日	会社名	ファンド	アクティビスト、 対抗買付者など	TOB 価格変遷（円） （会社側）	MBO 成否
2007/4/9	テーオーシー		ダヴィンチ・アドバイザーズ	800	否
2017/11/9	東栄リーファーライン		オフィスサポート、レノ	600	否
2019/1/18	廣済堂	ベインキャピタル	レノ、南青山不動産	610 → 700	否
2019/12/24	ユニゾホールディングス	ローン・スター	HIS、フォートレスなど	5100 → 5,700 → 6,000	成
2020/5/11	ニチイ学館	ベインキャピタル	リム・アドバイザーズなど	1,500 → 1,670	成
2020/11/6	日本アジアグループ	カーライル・グループ	シティインデックスイレブンス	600 → 1,200	否
2021/2/9	サカイオーベックス		シティインデックスイレブンス	2,850 → 3,000	否

出所：日経各誌などを参考に筆者作成。

こうしたアクティビストの介入は、どのように評価されるのであろうか。それには肯定的なもの、否定的なものがある。前者としては、アクティビストはフリーキャッシュフローを抱える企業をもっぱらターゲットとしており、介入を通じ株主還元を実現し、株主の富を創造しているという見方である（Jensen 1986）。また、ノンコア事業の売却や資本政策の変更など、アクティビストの経営要求が“wake up call”（Chatterjee et al. 2002）となり、仮に要求が通らなくとも、経営陣の経営政策変更の呼び水となり、株主価値向上に向けた動きを促進しているという捉え方もある。特にMBO取引においては、買い手と売り手とを経営陣が兼ねることにより、少数株主との利益相反を引き起こす懸念があることから、アクティビストの介入は、そうした誤った経営者の行動を矯正するシグナル（credible signal; Boyson et al. 2017）として期待する向きもある。

一方で、アクティビストの介入行為に疑問を投げかける声を根強い。その代表的なものは、アクティビストはブロック取引とそれに基づく経営要求を通じて、一時的な株価の引き上げを狙い、単なる鞘取り（arbitrage：アービトラージ、）あるいは“stock picking”（Becht et al. 2008）を行っているだけに過ぎないという見方である。このケースでは、アクティビストの介入で経営が混乱することで、経営陣はその対応で時間を浪費し、肝心の経営執行に専念できないため、株主価値にネガティブな影響を及ぼすおそれがある。

2) 井上（2008：56）では「アクティビスト・ファンドとは、経営陣に影響を与え得るだけのブロック株式を取得し、経営陣との交渉や株主提案など積極的な株主行動（中略）を通して投資先企業の経営効率化を促し、その株主価値の向上を通して超過リターンを獲得を目指す一種のヘッジファンドである」とされている。

3) ソトー（MBO公表、2004年1月16日）とサンテレホン（同2006年12月20日）のケースは、アクティビストのTOBに対抗するための手段としてMBOがされたことから、同表には掲載されていない。

また、同様に、アクティビストは成長企業からも必要資金を引き出しており、正のNPV（Net Present Value：正味現在価値）を生み出す投資までもが犠牲にされているのではないかとの見解もある。さらに、介入行為が敵対的買収に発展するなかで、従業員のモチベーション低下や離職を引き起こし、それまで培ってきた経営者・従業員間の信頼を破壊（breach of trust; Shleifer and Summers 1988）するのではないかとの懸念も指摘されている。

日本のMBOに対するアクティビストの介入行為は、上記のような2つの立場のいずれが支配的なのであろうか。そこで本稿では、上記の議論を念頭に、近年のMBOへのアクティビスト介入案件をサンプルとして、以下のような点を検証する。

論点1：アクティビストの介入があったMBO案件は、介入がなかったMBO案件や非MBO案件と比べ、株価や財務パフォーマンス、所有構造に差異はあったのか。

論点2：アクティビストの介入は、株主価値にいかなる影響を与えたのか。

論点3：アクティビストの介入は、その後の経営政策を変化させたのか。させたとすれば、どのような側面でそれは起こったのか。

サンプルも限定されており、あくまでその結果は暫定的なものにとどまるが、以上のような検証を通じ、アクティビストの行動を規制するか促進するかの、政策的インプリケーションの糸口が掴めるであろう。

本稿の構成は以下のとおりである。次節ではアクティビストの介入効果とMBO実施動機に関する先行研究をレビューする。第3節では、MBOの実施からアクティビスト介入、そして、その後の経緯について、案件ごとに簡単に紹介する。第4節ではアクティビスト介入案件の特徴について分析する。第5節ではアクティビスト介入後の株式リターンに関して検証する。第6節では介入の経営政策への影響について、MBOが不成立に終わった案件を中心に確認する。第7節は結論と今後の課題にあてられる。

2. 先行研究⁴⁾

本節では、本稿の研究目的に関連する先行研究として、①アクティビストのターゲット、およびMBOを実施した企業の特徴、②それらの介入・実施の株式リターンへの影響、③介入による経営政策への効果、について紹介する。

2.1 ターゲット企業の特徴

アクティビストのターゲットとなった企業の属性に関し、しばしば取り上げられる研究としてBrav et al. (2006)がある。同研究では、ROAや機関投資家の持分は高い反面、トービンのqと配当利回りは低い企業がターゲットとなる傾向が明らかにされている。また、Greenwood and Schor (2009)は経営陣とエンゲージメント（資本構成、ガバナンス、経営戦略、事業売却などに関して）を行ったヘッジファンドによる経営介入（5%以上の株式取得）を対象として、その対象とならなかつ

4) アクティビストの介入動機や効果については、川本（2018）でもレビューする機会があった。

たサンプルと比べ、時価簿価比率、株式リターンの低い企業の方が、ターゲットになる傾向にあることを報告している⁵⁾。

一方、日本の実証分析としては、井上・加藤（2007）があり、2000年代前半の6ファンドの株式取得行動を扱っている。そこではターゲット企業は、ROE、PBRなどの面で資本効率に劣り、少数特定株主持株比率、筆頭株主持株比率が低く、ブロック株式の取得が容易な企業が標的となっている状況が観察されている。同様に、胥（2008）でも2000年代前半の2つのファンド（村上ファンド、スティール・パートナーズの）の投資対象をサンプルとして、フリーキャッシュフローを抱え、経営者・株主間のエージェンシーコストが発生している企業ほど、ファンドのターゲットになる確率が上昇することを示している。さらに、田中・後藤（2020）でも、主に2000年代のブロック株式取得を取り上げて、アクティビストは現預金などの保有率が高い一方で、トービンの q は低く、外国人持株比率が高い企業を標的としていることが指摘されている。

以上の国内外の研究は、アクティビストが、株価が過小評価（アンダーバリュエーション）に陥っていると同時に、フリーキャッシュフロー（成長性が低いにも関わらず、多くの現預金・有価証券を保有）を抱え、かつ流動的な所有構造を有し、ブロック株式を購入することで影響力の行使しやすい企業をターゲットにしていることを示すものといえよう。

2.2 MBO 実施企業の特徴

一方、上場廃止全般を対象としたものは蓄積されているが、MBOに絞って、その実施前の属性を検証した研究はそれほど多くはない。一例として、Weir et al.（2005）は1990年代末の非公開化型MBOを取り上げ、株式リターンが低く、かつ経営陣の持株比率が高い企業ほど、非公開化に踏み切る確率が高いことを報告している。興味深いことに、これらは、日本の非公開化型MBOをサンプルとした川本（2022）でも共通する特徴となっている。

株式リターンが低いということは、アンダーバリュエーションの傾向があるということであり、上記のアクティビスト介入案件の特徴と重なる。これを踏まえると、本稿の論点は、MBOにアクティビストが介入した案件は、介入がみられなかった案件よりもアンダーバリュエーションの程度が大きいのか否か、という点になろう。

また、経営者持分の側面では、理論的には、その事前の持分が低い企業ほど、MBOを実施する可能性が高いとされている。なぜなら、経営者の持株比率が低い案件の方が、バイアウトに経営陣が参加することによる持分上昇幅が大きくなり、彼らの経営インセンティブが増強されるからである（インセンティブ・リアライメント効果）。だが、実証的には逆の結果となっており、さらにアンダーバリュエーションの程度が大きいほど、その関係性は増強する。この点について、Weir et al.（2005）やHalpern et al.（1999）、あるいはCrocchi and Giudice（2014）では、ファミリーのような持分が高い経営者ほど、より多くの内部情報（insider information）を保有しており、非公開化後の価値創造分を一手に獲得することを目指すこと、そして、アンダーバリュエーションの程度が大きい場合、（内部情報を保有するがゆえに、価値が適正に評価されていないとの印象を経営陣が

5) アクティビスト介入に与える企業規模の効果は、先行研究において一致した見方が得られていない。例えば、日本のケースでは、井上（2008）において小規模案件が多いと言及されている一方で、田中・後藤（2020）ではむしろ上場企業のなかでも規模が部類のものが多いことが観察されている。また、胥（2008）ではランダムに抽出したコントロール企業と差異がないことが示されている。

抱きやすいため) MBO を行うのではないかと論じられている。

2.3 アクティビスト介入と株主リターン

アクティビストの介入が株主の富に与える影響については、その介入の目的によって異なることが知られている。例えば、先の Brav et al. (2006) では、経営戦略の変更を目的とした介入や対抗買付に発展する場合、バイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターン (Buy and Hold Abnormal Return; BHAR) は高くなる一方で、ガバナンス強化や資本政策変更を目的としたものは、それらよりリターンが低くなることが示されている。後者については、そもそもアクティビストの取得割合は数%にとどまっており、それらの変更を実現するには効果的ではないためだと述べられている。また、Becht et al. (2010) はイギリスの年金ファンド、Hermes U.K. Focus Fund (HUKFF) のエンゲージメント行為 (会談や書簡送付) を取り上げ、HUKFF による株式取得に対する株価反応は弱いものの、介入が成果を上げた場合 (特に、事業再構築と CEO 交代のケース)、他の介入行為よりも高いリターンを獲得したとされている。

日本企業を対象とした研究としては、井上・加藤 (2007) があり、イベントスタディ分析の結果からは、イベント日周辺 1 日で 4% 程度のリターン、1 年でも村上ファンド関連案件以外ではそれまでの超過リターンが残っていることが明らかにされている。また、村上ファンド対象案件でも 1 年リターンは負にはなっておらず、株主の富を棄損したといえないとしている。

以上の実証分析の結果は、アクティビストのリターンの源泉が、しばしば指摘されるような、単なる “stock picking” (Becht et al. 2010) や「割安株発見能力」(井上 2008) だけではなく、エンゲージメントの選択と行使、その実現に基づくケースが存在することを示唆している。

2.4 MBO と株主リターン

一方、MBO を実施した企業の少数株主のリターンについては、もっぱらプレミアムの測定によって検証されている。例えば、ヨーロッパ諸国の非公開案件を分析した Renneboog et al. (2007) では、MBO 案件のプレミアムは対 20 日前終値基準で 40.6%、対 40 日前基準で 39.1% の水準が報告されている。日本に関しては、川本 (2022) が直近までのデータを用いて検証しており、対 20 日前終値プレミアムで 40% 台後半から 50% 台前半のレンジを取っており⁶⁾、それは 1970 年代アメリカにおける非公開化案件を対象とした DeAngelo et al. (1984) の 56.3% にも匹敵する水準であることが確認されている。プレミアムの観点からみる限り、日本の少数株主が非公開化取引において利益を棄損されているとは判断できない。

では、こうした MBO 案件にアクティビストが介入した場合、リターンはどのようになるのであろうか。この点について、Easterwood et al. (1994) が示唆に富む分析をしている。同研究では、1970 年代後半から 1980 年代後半のアメリカにおける MBO 184 件を取り上げ、それを “explicit competition” (MBO 前後において正式な対抗買付があったケース、71 件) と “implicit competition” (TOB の噂の流布や、正式なオファーにまでいかなかったケース、30 件) に分け、後者は TOB がなかった案件と累積異常リターン CAR (Cumulative Abnormal Return) に差異はなかったのに対し、前者は有意にリターンが高かったことが示されている。また、TOB 価格の修正

6) もっとも、リターンの水準は変化しており、レックス HD 事件の高裁決定があった 2010 年前後に上昇し (井上ほか 2010)、その後低下し、直近では安定化する傾向をみせている (川本 2022)。

理由についても検証しており（109件）、社外取締役の交渉26件、株主の訴訟27件、対抗ビッド56件と、コントロールメカニズムのなかでもコンテストの状態が効果的であることが明らかにされている。

2.5 経営政策への影響

では、アクティビストは、ターゲットの企業の経営政策にいかなる影響を与えたのであろうか。前述の Brav et al. (2006) では、アクティビスト介入後、業種、規模、時価簿価比率で近似させたコントロール企業に比べ、ROA、株主還元が上昇していることが報告されている。ただし、株主還元と資本政策の変更（負債比率の引き上げ）の関係性は弱く、それは債権者から株主への富の移転を前者が嫌ったためだと論じている。また、Becht et al. (2010) でも、上記 HUKFF のエンゲージメント30件のうち28件は、ノンコア事業の売却による事業再構築が介入目的、半数はCEOの交代、もう半数は株主還元の増加としており、そのなかでノンコア事業の売却、多角化投資の中止、CEO・社外取締役の交代、資本政策の変更（新株発行、株主還元の増加）に成果があったと報告している。

日本企業の実証では、田中・後藤（2020）において、傾向スコアマッチングを用いて抽出したコントロール企業と比較することで、介入後7期にわたる経営行動をチェックしている。その結果、ROA、トービンのq、自己資本分配率においてはコントロール企業との間に有意な差はみられなかったものの、アクティビストのヴォイス（①社外取締役選任、②株主還元増大、③買収・設備投資の実行、④不採算業の売却などのリストラクチャリング、⑤他社への身売り）が会社側に認められたサンプルに限定した場合、トービンのq、株主還元の増加があったことが報告されている。また、介入後、設備投資、R&Dは減少していないことから、彼らの介入はフリーキャッシュフローの株主還元を実現してはいるが、必ずしも企業の短期志向をもたらしているわけではないと結論付けている。

2.6 敵対的 TOB への発展

以上の研究は、アクティビスト介入の経営政策へのポジティブな影響を見出すものであるが、では彼らの行動が単なるブロック株式の取得にとどまらず、敵対的買収に発展した場合、事後の経営行動にいかなる影響をもたらされたのであろうか。これについては、敵対的 TOB が “wake up call” (Chatterjee et al. 2002) となり、当該企業を株主価値向上に目覚めさせるという見方もある。例えば、Boyson et al. (2017) では、TOB 不成立後、経営が効率化し、財務パフォーマンスが改善するとともに、資本政策が変化（負債の活用）し、投資が活発化している状況を明らかにしている。この他、直接アクティビストを対象としたものではないが、Denis and Serrano (1996) では、TOB 不成立後、2年間のCEO交代確率は高いが、それは取締役会がイニシアチブを取ったのではなくて、アクティビストがブロックホルダーとして残存し、経営陣にプレッシャーをかけたためだと述べられている。

もっとも、以上のような介入行為が株主価値向上のトリガーとなったとする見方とは異なるものもある。前掲の Greenwood and Schor (2009) は、事後の経営行動も検証しているが、アクティビストによる買収不成立後、ROA、ペイアウト、成長率、時価総額に変化なく、投資行動はかえって抑制されていることを明らかにしている。そのネガティブな影響を過度に強調するものではないが、経営政策に有意な影響はなく、かえって経営の混乱という部分でコストが生じうるといえる

性も否定しきれない。日本のMBOのケースで、これらいずれの側面が支配的であるかは、実証的な課題となる。

3. 各案件の概要

本節ではMBOへのアクティビストの介入が発生した案件の概要について、①MBOの動機、②アクティビストの介入目的、③それら介入後における会社支配権の争奪状況などの観点から、簡単に紹介していきたい。

3.1 テーオーシー（不動産賃貸業、東証1部）

この案件は、MBO不成立後、不動産ファンドが敵対的TOBを仕掛け、それも不成立に終わったケースである。2007年4月6日、テーオーシーはMBOを公表した。買付価格は1株当たり800円、直近3カ月終値平均710円に12.68%のプレミアムをつけた価格であった（図2参照）。MBOに踏み切った動機としては、含み益を有する資産（TOCビル）などを保有し、財務が良好であり、それを目当てとした買収を避けることが狙いにあったという⁷⁾。ただし、皮肉なことに、これがアクティビストを呼び込むきっかけとなった。

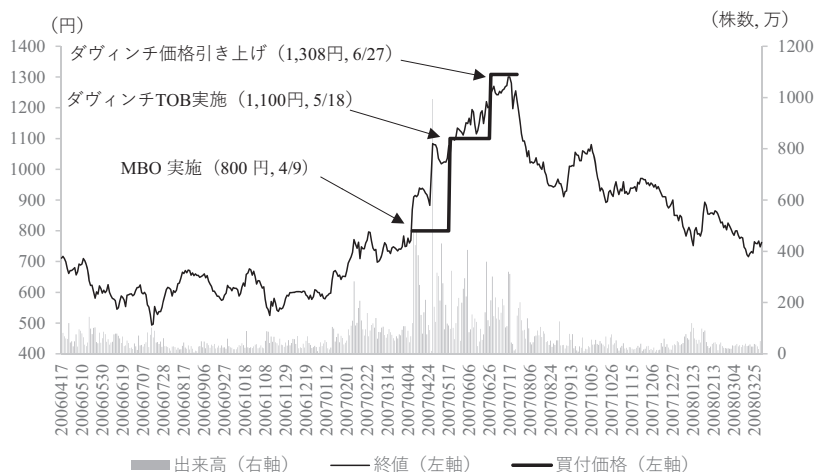


図2 テーオーシーの株価推移

出所：日経メディアマーケティング『NEEDS株式会社日次収益率データ』、東洋経済新報社『株価CD-ROM』、プロネクサス『eoI』より筆者作成。

4月25日、不動産投資ファンドのダヴィンチ・アドバイザーズ（以下、ダヴィンチ）は、買付価格に保有不動産の含み益を反映していないことを理由に、経営陣の賛同を条件としてTOBの実施を提案した。ダヴィンチ介入後、テーオーシー側の価格引き上げが期待され、株価は急騰し、株

7) 「テーオーシーがMBO」『日経産業新聞』2007年4月9日。

価が買付価格を上回る展開となった。ただ、会社側はダヴィンチの提案を拒否するとともに⁸⁾、買収後の財務負担悪化を懸念して、価格の引き上げを行わなかった。結果、5月12日、応募は買付予定数の18.58%とどまり、MBOは不成立に終わった。

こうした両陣営の対立が増すなか、5月18日、ダヴィンチは、敵対的TOBを発表した（買付価格1,100円）。自社の不動産経営のノウハウを移転することで、テーオーシーの企業価値を高めることが可能と判断したという。これに対し、テーオーシーは資産の切り売りやダヴィンチの法令順守体制に懸念があると反発し、創業者一族による株の買い増しを行うとともに、ダヴィンチからの株主名簿閲覧要求を拒絶し⁹⁾、TOB阻止に動いた。

株主構成が把握できず、TOBへの応募交渉が困難をきたすなか、ダヴィンチは買付価格を引き上げるとともに（6月27日、1308円へ）、海外専門会社を利用し、テーオーシー株を保有する機関投資家40社を特定したうえで、直接訪問し、それらからTOBに応じる意向を確認していった。同意を取り付けた株式数は発行済み株式数の37%にものほり、これにダヴィンチ子会社の10%を足すと、TOB成立への目途が立ったかにみえた¹⁰⁾。

ところが、ふたを開けてみると、7月24日、TOBは不成立に終わった。子会社分も含め応募率は発行済み株式総数の4割弱に過ぎなかったのである¹¹⁾。原因としては、テーオーシーの安定株主である生命保険会社や取引銀行、一部の資産運用会社が応じなかったことが指摘されている。ダヴィンチ・金子修社長（当時）は「経済合理性で動かない株主がいた点が誤算だった」と語った¹²⁾。

3.2 東栄リーファーライン（冷凍・冷蔵食品輸送、ジャスダック）

この案件は、アクティビストの介入により、いったんMBOが不成立なり、その後、アクティビストとの条件交渉を経て、再MBOに挑んだケースである。2017年11月8日、東栄リーファーライン（以下、東栄リーファ）はMBOを公表した。その動機は、上場廃止で経営の自由度を高め、低燃費の小型漁船などに新規投資することにあつたとされる¹³⁾。買付価格は1株当たり600円、直近3カ月終値平均434円に38.25%のプレミアムをつけた価格であった（図3参照）。

ただ、株価はTOB価格を上回って推移し、そうしたなかで、オフィスサポート（旧村上ファンド系）の資本参加が明らかとなった（11月30日には7.4%の取得が判明。その後、2018年1月12日には16.7%まで上昇）。この株価推移の背景には、同ファンドが当該銘柄の割安感に着目し（TOB価格よりも純資産が安価であった）、マーケットも東栄リーファの価格引き上げを期待したからであった。もっとも、会社側は引き上げを実施しなかったことから、議決権の3分の2にあたる株式の応募が集まらず、2018年1月12日、TOBは不成立となった。

8) ダヴィンチのRIET運用子会社が不動産鑑定書の不備のために金融庁から業務停止命令を受けていることを理由に、ダヴィンチ側の法令順守体制に問題があるとして、テーオーシーは買収提案を拒否した。「ダヴィンチの法令順守体制「懸念」の質問書」『日本経済新聞』2007年5月8日。

9) その後、ダヴィンチは東京地裁にテーオーシーの株主名簿閲覧を求め仮処分申請を行った、ダヴィンチがテーオーシーの同業にあたるとの判断から、地裁はこれを却下した。「テーオーシーTOB株主名簿閲覧の仮処分申請却下」『日本経済新聞』2007年6月18日。

10) 「テーオーシーへのTOB」『日本経済新聞』2007年7月7日。

11) 「ダヴィンチ 敵対的TOB不成立」『日本経済新聞』2007年7月24日。

12) 「TOB不成立、ダヴィンチ社長、『経済合理性で動かず』」『日本経済新聞』2007年7月25日。

13) 「東栄リーファ、MBO不成立」『日本経済新聞』2018年4月13日。

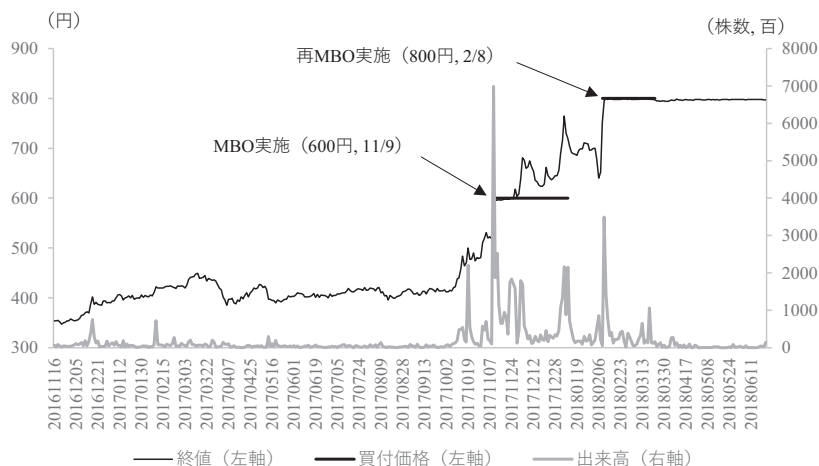


図3 東栄リーファラインの株価推移

出所：図2と同様。

もっとも、話はここから一転する。東栄リーファは買付条件について村上氏側と再交渉したうえで同意を得て、2月7日、再MBOに踏み切った。買付価格は800円、直近3カ月終値平均651円に22.89%のプレミアムと試算されている。このバイアウトは成功し、3月24日、TOBは成立をし、6月22日、上場廃止となった。

3.3 廣濟堂（商業印刷，東証1部）

この案件は、MBOと、介入したアクティビストによる敵対的TOBの双方が不成立に終わったケースである。2019年1月17日、廣濟堂経営陣はベインキャピタルと組み、同社をMBOで買収することを公表した。非公開化の動機としては、「主力の印刷事業の構造改革や迅速な意思決定を実現するため」¹⁴⁾とされる。買付価格は610円、直近3カ月終値平均424円に43.87%のプレミアムをつけた価格であった（図4参照）。ただし、会社側の意思は、一枚岩ではなかった。2月18日、創業者、監査役は、買収で負債が膨らむことを問題視して、MBOに反対を表明した。

こうした状況を背景に、株価は買付価格を上回って推移した。マーケットが、株価の引き上げを期待したからである。また、もう1つの混乱要素があった。アクティビストの介入である。ここでも旧村上ファンド系のレノによる資本参加が明るみとなり、2月4日には5.83%であった持株比率を、同5日には8.31%、同8日には9.55%、3月18日には11.71%にまで段階的に引き上げていった。この動きに会社側も反応し、村上氏側の意見を参考に、買付価格を700円に引き上げた。ところが、こうした譲歩も、ファンド側には十分なものではなかった。3月20日、レノ、南青山不動産（旧村上ファンド系）によるTOB実施が伝えられた。買付価格は750円、直近3カ月終値平均613円に対し、22.28%のプレミアムを上乗せした価格であった。この介入の動機には、同社子会社の東京博善の収益性に着目し、会社側買付価格が割安と判断したためであった。

結局、ファンドの攻勢に会社側は抗しきれず、経営陣が提示したTOBへの応募推奨の意見を撤

14) 「廣濟堂がMBO」『日本経済新聞』2019年1月18日。

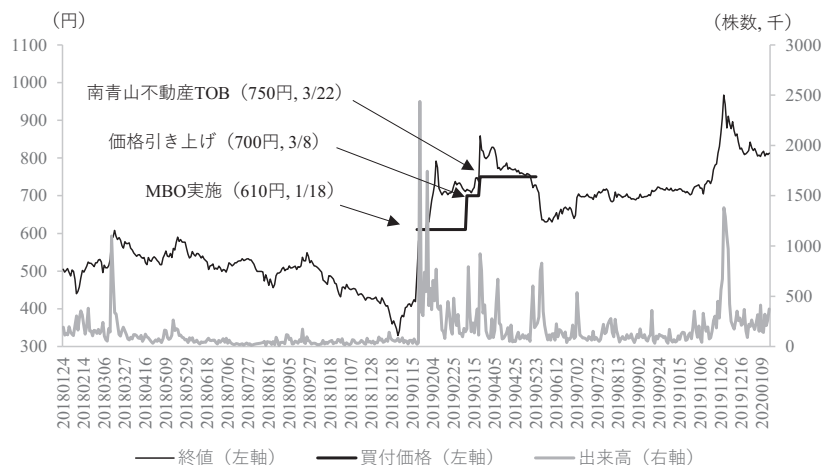


図4 廣濟堂の株価推移

出所：図2と同様。

回せざるを得ず、MBOは失敗に終わった（4月9日）。もっとも、ファンドが仕掛けた対抗買付も成立することはなかった（5月23日、買付予定数の4.69%の応募）。株主が、上記優良子会社の保有など、同社の潜在的な価値を認めたためと報道されている¹⁵⁾。

3.4 ユニゾホールディングス（不動産賃貸，東証1部）

この案件の発端は、ユニゾホールディングス（以下、ユニゾ）へのHISによる敵対的TOBの実施にあった（2019年7月11日）。買付価格は3,100円であり、直近3カ月終値平均1,893円に63.76%のプレミアムをつけた価格であった（図5参照）。これに対抗するため、8月19日、ユニゾは、フォートレスト・インベストメント・グループをホワイトナイトとしてのMBOに踏み切った（買付価格は4,000円。その後、4,100円に引き上げ）。しかしながら、この試みは「従業員への配慮」をめぐって破談している。続いて、2019年9月17日には、経営陣の同意を条件として、ブラックストーンも買収に名乗り出たが（買付価格は5,000円）、やはり従業員の権利などの面で折り合うことができなかった。

このような状況を受け、2019年12月24日、ユニゾは日本で上場企業初となる従業員によるバイアウト（Employee Buy-out：EBO）を発表するにいたった。買付価格は5,100円であり、従業員による支配権を確保するために、資金を提供するローン・スターは経営には関与せず、優先株で最大4,500億円の引き受けるとともに、1,300億円の融資を行うという条件であった。ローン・スター側としては、「JR東京駅の八重洲口の近くなど複数の好立地のオフィスビルを保有しており、支払い能力は高い」という判断が背景にあったという¹⁶⁾。その後、TOBは2020年4月3日に成立し、小嶋哲資社長が退任するとともに、子会社のユニゾ不動産の山口雄平・執行役員が新会社の社長に就任した。

15) 松木耕「記者の目 廣濟堂」『日経産業新聞』2019年6月11日。

16) 「ユニゾ、独立維持へ奇策」『日本経済新聞』2019年12月24日。

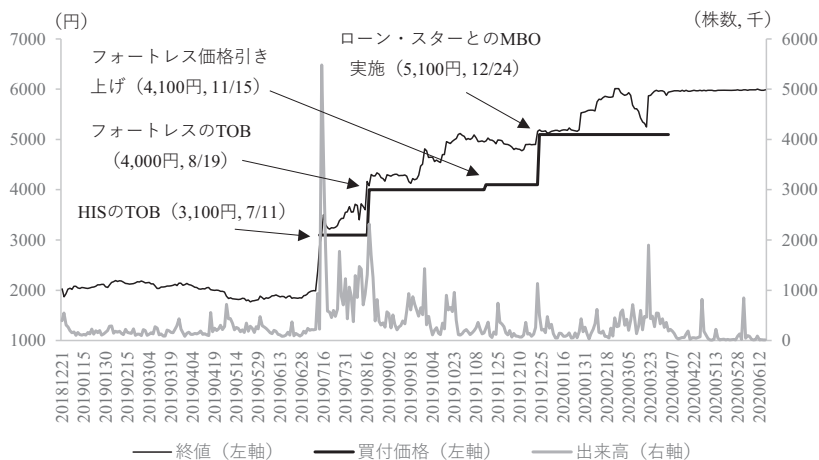


図5 ユニゾホールディングスの株価推移

出所：図2と同様。

3.5 ニチイ学館（医療事務受託，東証1部）

この案件では、複数のファンドが買取に関わった。事の発端は、2020年5月8日、同社が社外取締役であったベインキャピタル（以下、ベイン）日本代表・杉本勇次氏に声をかけたうえで、同ファンドと組み、MBOを公表したことにあった。「介護や医療関連の市場で労働人口が減少するなか、迅速な経営改革が必要」であり、「上場を維持したまま事業構造改革を行うと、株主に株価下落の迷惑をかける」（ニチイ学館・森信介社長，創業者一族・寺田剛氏）ため、上場廃止を選択したという¹⁷⁾。買付価格は1,500円で、直近3カ月終値平均1,123円に33.57%のプレミアムを上乗せするという条件であった（図6参照）。

この際、「時間的余裕がない」ため、オークション（入札）を実施せず、ベインと独占契約したことが問題となった¹⁸⁾。6月11日、香港投資会社のリム・アドバイザーズ・リミテッド（以下、リム）は買付価格は2,400円が妥当と主張し、買付価格とその設定プロセスに疑問を投げかける質問状を公表すると¹⁹⁾、買いが活性化し、株価がTOB価格を上回って推移した。これに対し、同社は数度の買付期間の引き延ばしで対応したが、買付価格の引き上げは行わなかった。

ただ、別ファンドの動きによって事態は急転した。7月31日、同社に12%程度の出資を行っていた旧村上ファンド系のエフィッシモ・キャピタル・マネジメント（以下、エフィッシモ）が、TOB価格の引き上げ（1,670円）と、同ファンドがTOB成立後、新会社に出資することで、買付への応募に同意したのであった²⁰⁾。

17) 「検証ニチイ学館 MBO (2)」『朝日新聞』2020年11月18日。

18) 同上記事。また、オークションの模索をうたったMBO指針のコンセプトに則らなかった理由について、ベインが雇用了森・濱田松本法律事務所は「指針が示した事項は採用するのがベターであってマストではない」と述べている（「検証ニチイ学館 MBO (3)」『朝日新聞』2020年11月19日）。

19) LIM Advisors Sends Letter to NichiiGakkan Questioning Fairness of Takeover Price (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000001.000059804.html)。

20) 「ニチイ学館，1,670円に上げ」『日本経済新聞』2020年8月1日、「検証ニチイ学館 (4)」『朝日新聞』2020年

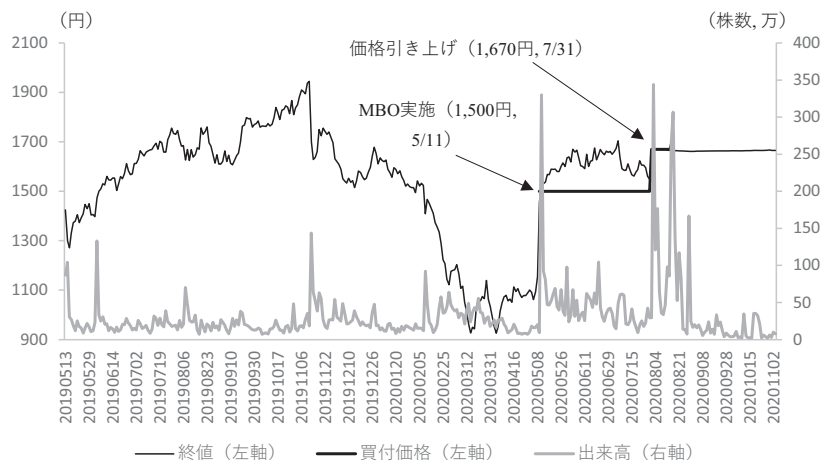


図6 ニチイ学館の株価推移

出所：図2と同様。

これに対し、リムは、エフィッシモが再出資するのは「公開買付者は一部の投資家に対して他の投資家とは異なる取引条件を提供することになる」と株主の平等性から疑問を呈し、買付に応募しない態度を崩さなかったが、買付成立への流れを食い止めることはできなかった²¹⁾。また、8月17日には別の香港投資ファンドであるベアリング・プライベート・エクイティが買収提案を提示（買付価格2,000円）したと表明したが、会社側は正式なオファーを受け取っていないとこれを否定している。

結局、8月18日、発行済み株式数の82%の応募があり、TOBは成立した。同社は11月5日付けで上場廃止となった²²⁾。

3.6 日本アジアグループ（航空測量，東証1部）

この案件は、当該企業の経営支配権をめぐる、経営陣とファンドが激しく火花を散らしたケースであった。2020年11月5日、日本アジアグループ（以下、日本アジア）は、カーライルと組み、MBOを実施することを公表した。買付価格は600円、直近3か月終値平均307円に95.44%のプレミアムをつけた価格であった。（図7参照）。こうしたなか、例のごとくというか、旧村上ファンド系のシティインデックスイレブンス（以下、シティ）による株式取得が判明し（6.1%）、株価はTOB価格を超えて推移した。

これに対し会社側は奇策を打った。主力子会社（JAG国際エネルギー、国際航業）の売却益をTOB価格に上乗せすることをシティ側に提案したのであった。いわゆるM&Aのテキストでいう「クラウンジュエル」戦略である。ただ、この提案に対し、シティは拒否し、2021年1月14日、対抗

11月20日。

21) 「ニチイTOBに応じず」『日本経済新聞』2020年8月4日。

22) その後、リムは買付価格とそのプロセスが公正ではないとして、東京地裁に申し立てを行った（2021年1月）。詳細については、「ニチイ学館MBOで元株主が提訴」『週刊ダイヤモンド』2021年4月17日を参照。

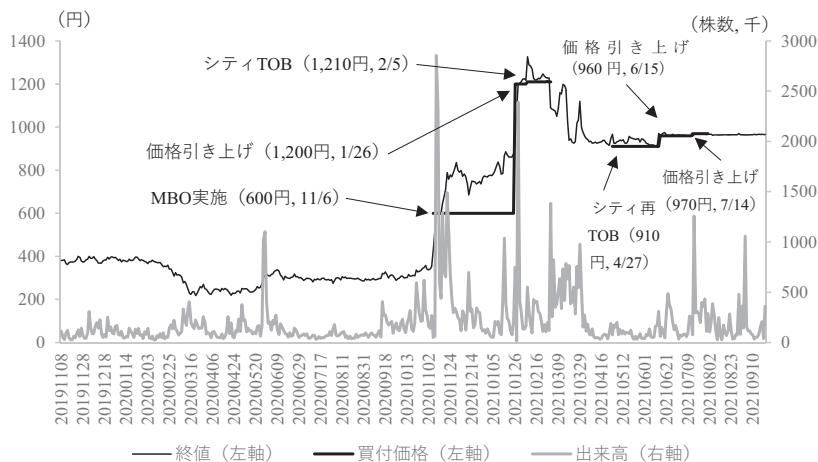


図7 日本アジアグループの株価推移

出所：図2と同様。

TOBを公表した²³⁾。買付価格は840円であった。その後、会社側、シティ側において価格の引き上げがなされ、株価が高止まりしてしまったため、結局日本アジア側のTOBは十分な買付ができず、失敗に終わった。

もっとも、会社側の抵抗は、これで止んだわけではなかった。ファンド側の買収を阻止するために、今度は上記の子会社売却益を原資として、1株当たり300円の特別配当を公表したのである(3月3日)。この純資産を大幅に減らす身を切る戦法は功を奏し、シティは対抗TOBを撤回するに追いやられた。

ただし、シティは日本アジアの経営権取得を諦めなかった。態勢を整え、3月18日、特別配当実施分の300円を差し引いた910円を新たな買付価格として設定し、再TOBを公表した。これに対し、会社側は新株予約権の発行により、シティの持株比率を希薄化する買収防衛策の発動を試みたが、シティの請求を受けて、東京地裁での差し止めが決定した。この後、日本アジア側は、シティに子会社売却を原資とした自己株式の取得も打診したが受諾は得られず、ついに対抗買付に中立の意見を出すに追い込まれた。その後、数度の価格引き上げ、買付期間の延長を経て、ついには7月31日、TOBは成立するにいたった。9月29日に上場が廃止され、日本アジアはシティによって子会社化された²⁴⁾。

3.7 サカイオーベックス (アパレル, 東証1部)

この案件は、上記の東栄リーファと同様の経緯をたどったケースである。2021年2月9日、サカイオーベックス(以下、サカイオーベ)は、MBOを発表した。その背景には、近年のアパレル

23) シティは2021年2月5日に公開買付を開始したが、これに対し、日本アジア経営陣は、①ステークホルダー全体の価値を棄損すること、②買収後の経営に関する情報開示が不十分であること、③買収成立によって取引先、従業員との信頼関係が悪化すること、④公開買付に強圧性の懸念があることを理由に、反対表明をしていた(同社「シティ社公開買付けに対する意見表明(反対)について」2021年2月19日)。

24) なお、同社の上記子会社2社は、カーライル運営ファンドに売却されることが発表されている。

業界における染色加工の伸び悩みに加え、新型コロナウイルス感染症の打撃も影響したという。そこで「サカイオーベの経営陣は、MBOによる非上場化後、抜本的な経営改革を進め、東南アジアへの生産・販売拠点の新設や、成長を加速させるためのM&Aなどの青写真を描いていた」²⁵⁾という。買付価格は2,850円、直近3カ月終値平均2,117円に対し、プレミアムは34.62%であった(図8参照)。

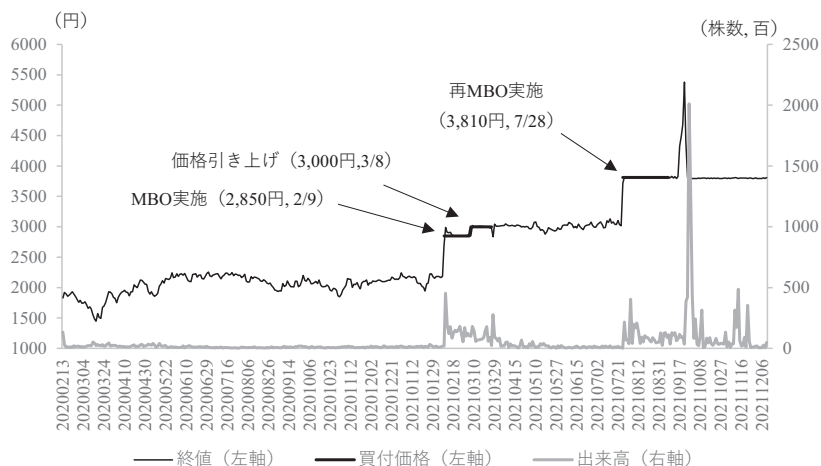


図8 サカイオーベックスの株価推移

出所：図2と同様。

しかし、買収の公表後、株価は買付価格を上回る状態が続いた。そこで3月8日にTOB価格を引き上げたが(3,000円)、株価の高値推移の状況を変えることはできず、結局、TOBは不成立に終わった。この失敗劇には、同社に対するシティによる株式取得が大きな影響を与えていたことが判明した(7.93%, 3月29)。その後、シティが株主として残り、企業価値向上に向けた支援を行うことで同意し、7月27日、サカイオーベは再MBOに踏み切った。買付価格は3,810円であった。2度目のMBOは成立し、同社は12月10日に上場廃止となった。

4. ターゲット企業の特徴

4.1 データセット

では、アクティビストのターゲットとなったMBO実施企業の特徴は、いかなるものであったのであろうか。本節ではこの点について、財務や所有構造などの側面から検証していく。対象は、2020年末までに公表されたMBO 164件である。このうち、アクティビストの介入が観察されたのは7件となる²⁶⁾。財務データは日経メディアマーケティング『NEEDS-FinancialQuest』から、株価データは同『NEEDS 株式日次収益率』、および東洋経済新報社『株価 CD-ROM』から得た。本稿

25) 「サカイオーベ MBO 不成立」『福井新聞』2021年3月26日。

26) サンプルサイズを確保する目的から、サカイオーベのケースも加えた。

では、介入案件の特徴を特定するために、それらと介入が観察されなかったMBO案件、そもそもMBOを行わなかった企業との比較を行う。後者については、LBO (Leveraged Buy-out) 実施企業の特徴を分析した Boucly et al. (2011) での手法を参考とした。すなわち、アクティビスト介入案件と規模、業種で近似したコントロール企業を抽出するために、①日経業種中分類で同一カテゴリー、かつ②アクティビスト介入案件の総資産規模の70%から130%に範囲に入る企業4社を抽出した²⁷⁾。結果、23社がコントロール企業として選ばれた。

4.2 変数の選択

では、どのような特徴を持つMBO案件がアクティビストのターゲットになったのであろうか。ここでは、①パフォーマンス、②財務、株主還元、③設備投資、R&D、④所有構造、⑤買収プレミアム、の状態から探っていく²⁸⁾。

①については、ROA (経常利益/総資産)、ROE (親会社株主に帰属する当期純利益/自己資本)、PBR (株価純資産倍率)、従業員1人当たり売上高を採用した。最後の変数は、同指標が低いほど労働生産性が低いと想定され、そうした企業の将来的な人員・給与削減などの労働条件の変更を原資としたプレミアムの引き上げを期待して、アクティビストが介入しているかをチェックするために設定した。

②については、田中・後藤 (2020)、宮島・齋藤 (2020) で用いられた変数を参考に、株主総還元比率 ((配当額+自己株式取得による支出-自己株式の処分による収入)/自己資本)、配当性向 (配当金/当期純利益)、自己資本配当率 (配当金/自己資本)、手元流動性比率 ((現預金+有価証券+投資有価証券)/総資産)²⁹⁾、負債比率 (負債/総資産) を用いた。これらは、アクティビストが現預金を多く保有する一方で、株主還元が十分ではない企業をターゲットにしているか否かを確認するための変数である。

③については、設備投資比率 (設備投資額/総資産)、研究開発費比率 (研究開発費/総資産) を取り上げる。これら変数と、上記保有キャッシュの状況との結果を照合することで、アクティビストがフリーキャッシュを保有している企業を対象としているのか、それとも企業成長にとって必要な資金までも還元する原資とすることを目的として介入しているのか判断できよう。

④については、10大株主集中度、少数特定株主持株比率、役員持株比率、外国人持株比率を設定した。これら変数により、アクティビストが自らの要求が通りやすい、あるいは敵対的買収に発展した際、流動的で、そして買付に応じる株主が見込める企業をターゲットにしているのかを検証する。

⑤は、公開買付価格に対する、対前日、対10日前、対20日前、対40日前のプレミアムである。アクティビスト介入案件のプレミアム水準は、低い傾向にあるのであろうか。この他、社齢(年)、総資産額も加えられている。

27) 4社未満の場合はその社数を、4社を超える場合は、資産規模が絶対値で接近する4社をペアとした。なお、Boucly et al. (2011) では、ターゲット企業の従業員数の±50%に入ることをコントロール企業の条件の1つとしている。

28) いずれも TOB 公表直前の決算期の値を用いている。

29) 分子から有利子負債を引いたネットキャッシュの比率でも試してみたが、ほぼ結果に変わりはない。

表2 ターゲット企業の特徴

	(a) ターゲット					(b) 非介入MBO					(c) コントロール					(a) - (b) 平均値の差	(a) - (c) 平均値の差					
	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max			Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
ROA	7	0.0383	0.0298	0.0034	0.0937	155	0.0584	0.0611	-0.1323	0.2686	23	0.0450	0.0638	-0.0744	0.2383	23	0.0450	0.0638	-0.0744	0.2383	-0.0201	-0.0067*
ROE	7	0.0921	0.0257	0.0389	0.1178	155	0.0345	0.2004	-1.1827	0.6787	23	0.0241	0.2579	-0.8478	0.6787	23	0.0241	0.2579	-0.8478	0.6787	0.0576***	0.0680
PBR	7	0.8868	0.5887	0.2945	1.7484	155	0.9802	0.7423	0.1327	3.4582	23	2.0585	2.4242	0.3917	8.5388	23	2.0585	2.4242	0.3917	8.5388	-0.0934	-1.1717**
従業員1人当たり売上高	7	54.4398	50.4075	8.0130	145.2150	154	48.4669	57.4265	4.1681	549.9276	23	104.4082	126.9685	14.6691	549.9276	23	104.4082	126.9685	14.6691	549.9276	5.9730	-49.9684
株主還元比率	7	0.0199	0.0125	0.0000	0.0363	155	0.0277	0.0318	0.0000	0.1539	23	0.0231	0.0290	0.0000	0.1164	23	0.0231	0.0290	0.0000	0.1164	-0.0078	-0.0032
配当性向	7	0.2305	0.2037	0.0000	0.6345	155	0.3313	0.8432	-2.8000	8.2000	23	0.4619	1.8282	-2.8000	8.2000	23	0.4619	1.8282	-2.8000	8.2000	-0.1008	-0.2313
自己資本配当率	7	0.0195	0.0189	0.0000	0.0596	155	0.0190	0.0190	0.0000	0.1164	23	0.0196	0.0259	0.0000	0.1164	23	0.0196	0.0259	0.0000	0.1164	0.0005	0.0000
手元流動性比率	7	0.1805	0.0707	0.0947	0.2860	155	0.2837	0.1699	0.0091	0.7860	23	0.2828	0.2078	0.0329	0.7860	23	0.2828	0.2078	0.0329	0.7860	-0.1032***	-0.1024
負債比率	7	0.6004	0.2163	0.3316	0.8368	155	0.4608	0.2188	0.0685	0.9616	23	0.5148	0.2297	0.1060	0.8939	23	0.5148	0.2297	0.1060	0.8939	0.1395	0.0855
設備投資比率	7	0.0322	0.0252	0.0000	0.0715	155	0.0362	0.0427	0.0000	0.2349	23	0.0279	0.0260	0.0000	0.1022	23	0.0279	0.0260	0.0000	0.1022	-0.0039	0.0044
研究開発費比率	7	0.0032	0.0080	0.0000	0.0212	155	0.0075	0.0145	0.0000	0.0752	23	0.0041	0.0080	0.0000	0.0316	23	0.0041	0.0080	0.0000	0.0316	-0.0043	-0.0009
10大株主集中度	7	0.4360	0.0894	0.3270	0.5683	147	0.5905	0.1411	0.2191	0.8545	21	0.4875	0.1464	0.2637	0.7368	21	0.4875	0.1464	0.2637	0.7368	-0.1545***	-0.0514
少数特定持株比率	6	0.4991	0.0879	0.4170	0.6300	140	0.6322	0.1371	0.2230	0.8780	18	0.4808	0.1349	0.2760	0.7013	18	0.4808	0.1349	0.2760	0.7013	-0.1331**	0.0183
役員持株比率	7	0.0240	0.0249	0.0004	0.0664	155	0.1318	0.1231	0.0000	0.4506	23	0.0801	0.1303	0.0000	0.4506	23	0.0801	0.1303	0.0000	0.4506	-0.1078***	-0.0561*
外国人持株比率	7	0.1531	0.0860	0.0034	0.2408	155	0.0716	0.0925	0.0000	0.4414	23	0.1570	0.1557	0.0000	0.4814	23	0.1570	0.1557	0.0000	0.4814	0.0814**	-0.0039
社齢(年)	7	59.6548	18.5794	32.0000	85.4167	155	40.2048	21.5743	4.1667	105.9167	23	48.2138	32.2761	5.3333	105.9167	23	48.2138	32.2761	5.3333	105.9167	19.4499**	11.4410
総資産対数値	7	11.4659	1.3104	9.3797	13.4496	155	9.7695	1.0168	7.1846	12.3440	23	11.3914	0.9571	9.5005	13.4496	23	11.3914	0.9571	9.5005	13.4496	1.6963**	0.0745
対前日買収プレミアム	7	0.2997	0.2546	0.0403	0.7544	155	0.4682	0.4648	-0.8613	3.0000	23	0.4682	0.4648	-0.8613	3.0000	23	0.4682	0.4648	-0.8613	3.0000	-0.1685	-0.1685
対10日前買収プレミアム	7	0.3594	0.2691	0.0603	0.7857	155	0.4788	0.3660	-0.8610	1.8182	23	0.4788	0.3660	-0.8610	1.8182	23	0.4788	0.3660	-0.8610	1.8182	-0.1194	-0.1194
対20日前買収プレミアム	7	0.4087	0.3168	0.0220	0.9544	155	0.4967	0.3756	-0.8588	2.0120	23	0.4967	0.3756	-0.8588	2.0120	23	0.4967	0.3756	-0.8588	2.0120	-0.0880	-0.0880
対40日前買収プレミアム	7	0.3712	0.3549	0.0000	1.0690	155	0.4996	0.3357	-0.2683	1.9818	23	0.4996	0.3357	-0.2683	1.9818	23	0.4996	0.3357	-0.2683	1.9818	-0.1284	-0.1284

注1: アスタリスクは平均値の差に関するt検定の結果を表し, *** **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

注2: 各変数について, 1%タイルと99%タイルでwinsorizeする異常値処理をしている。

4.3 グループ間の差

以上の3つのグループの基本統計量、および平均値の差の検定結果を掲載したのが表2である。まず、アクティビスト介入案件とペア企業との差をみていくと、前者はPBRが1倍割れしており、アンダーバリュエーションに陥っているのがわかる。平均値の差の検定も5%水準で有意となっている。また、ROAはコントロール企業の4.5%に対し、3.83%と低い。アクティビストが経営効率の劣る企業をターゲットにしていると推察される。もっとも、手元流動性、株主還元比率に関する変数は、有意な差が観察されない。株主還元には積極的ではなく、フリーキャッシュフローが豊富な企業から、余剰を引き出すために介入していると予想したが、そうした見方は支持されない。この他、役員持株比率の差が有意となっており、介入案件が2.40%、コントロール企業が8.01%となっている。アクティビストは、介入の効果が期待できる、分散した所有構造下にある企業に狙いを定めているものと推察される。

一方、介入が観察されなかったMBO企業との間には、主に所有構造の側面で差異が確認できる。10大株主集中度、少数特定株主持株比率、役員持株比率は低い反面、外国人持株比率は高くなっている。上記のコントロール企業の比較と同様、支配的株主がおらず、介入に対する反応が大きい流動的な所有構造の企業がターゲットにされているものと思われる。

プレミアム、公開前の株価パフォーマンスを示すPBRについては、有意な差が検出されなかった(ROEに関しては、ターゲット企業の方が有意に高い)。もっとも、表掲はしていないが、PBRについて、アクティビスト非介入のMBO案件とコントロール企業と比較したところ、前者の方が1%水準で有意に低いという結果になった。すなわち、上記の結果も考慮に入れると、ペア企業に比べ、MBO企業はアンダーバリュエーションの傾向があるものの、介入と非介入のMBO案件とでは過小評価の程度には差はないと理解できる。いずれにせよ、プレミアムは同水準と捉えられることから、介入がみられた案件で特に買収価格を節約しているとは判断できない。

その他、社齢と総資産額の差がプラスに有意となっている。ターゲット企業の社齢は年に直すと、59.65年、非介入のMBO企業の方は40.20年である。MBO案件のなかでも相対的に企業年齢が長く、規模が大きな企業が対象になっているとみられる。

5. 株主利益への影響

5.1 分析手法

では以上のようなアクティビストの介入は、当該MBO案件の株主の富にいかなる影響を与えたのであろうか。ここでは、短期的な富への影響をイベントスタディによって、長期的な富への影響をBHARによって検証する。

前者については、(1)式のような市場調整モデルによる累積異常リターンCARを採用する³⁰⁾。

30) イベントスタディの別手法として、イベント発生前の個別銘柄のリターンとマーケットリターンの回帰モデルからイベント発生後の個別銘柄の期待リターンを計算し、それと実現したリターンとの乖離を計算し、異常リターンを求める方法がある。これを市場モデルという。しかし、本稿のケースでは、アクティビストの介入案件が、短期間に連続して発生しているため、ある銘柄の期待リターンを算出する際に他の銘柄のイベントが影響してしまうという問題がある。そこでイベント日周辺の個別銘柄とマーケットのリターンのみで計測可能な市場調整モデルを本稿では採用した。なお、市場調整モデルと市場モデルの間にはほとんど結果に差異はないことが知られている

R_{it} は銘柄 i の t 日における株式リターン ($(P_{it}-P_{i,t-1})/P_{i,t-1}$) を表し (P は終値), $E(R_{it})$ は同日の TOPIX のリターンを表す。そして, 各日の R_{it} から $E(R_{it})$ を引いて, 異常リターン AR を算出する。これを累積していったものが CAR であり。さらに, これら AR , CAR については, 対象案件の平均を取ったものを AAR (Average Abnormal Return) と $ACAR$ (Average Cumulative Abnormal Return) とする。なお, $ACAR$ の累積期間 (イベントウィンドウ) については, MBO 公表前後 1 日, 2 日, 3 日, 10 日を見ていく。

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^T (R_{it} - E(R_{it})) = \sum_{t=1}^T AR_{it} \quad (1)$$

一方, $BHAR$ に関しては, MBO が失敗に終わった, テーオーシー, 東栄リーファ, 廣濟堂, 日本アジア, サカイオーベのケースで観察する。 MBO 公表 1 日後から 240 日後³¹⁾ までのリターンを, (2) 式で測定する。同式で表現されているように, 各銘柄のリターンから期待リターンに相当する TOPIX リターンを差し引くことで, 実際の投資によって得られるリターンを求める。 MBO の失敗後, 株価が急落し, TOB 価格を下回ってしまうことで株主利害を損ねることがしばしば指摘されるが³²⁾, マーケット全体の株価動向も考慮した場合でも, 同様に評価されるのであろうか。以下, 検証していく。

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + E(R_{it})) \quad (2)$$

5.2 計測結果

まず, AAR から確認していくと, アナウンス当日 ($t = 0$) で 16.48%, 翌日 ($t = 1$) で 7.85% と高い異常リターンが発生している (図 9)。イベント日周りのリターン ($ACAR$) に目を向けると, 1 日で 25.50%, 2 日で 28.50%, 3 日で 28.46%, 10 日では 37.12% に達する。これは Renneboog et al. (2007) に掲載されている先行研究の結果 (Table 8) では最も高いリターンを記録している DeAngelo et al. (1984) の 28.05% (10 日間ウィンドウ) を超える。 t 検定の結果も, いずれのウィンドウでも有意にゼロと異なる (表 3)。アクティビストの介入があった案件が, 短期的に高いリターンを創出していたと判断できよう。

一方, アクティビストの介入によって MBO が不成立になった銘柄の株価展開は, その後どのようなものであったのであろうか。各銘柄の MBO 公表 1 日後以降の $BHAR$ と CAR (参考値) の推移を追ったのが図 10 の A から E である。 $BHAR$ を中心にみていくと, 240 日後 (上場廃止した銘柄は, その日まで) の時点で, 15% から 100% 程度と, レンジは広いが, 非常に高いリターンを維持していることがわかる。その理由として, 第 1 に, アクティビストの株式取得, そこから対抗

(Sirower 1997)。

31) その後の非公開化によって 240 日間のリターンが得られない銘柄は, 上場廃止までの日数を掲載する。なお, 終値データとして, 配当込の値を利用するのが望ましいが, データ取得の制約のため, 今回は見送った。

32) 「テーオーシー昨春の MBO 価格割れ」『日経金融新聞』2008 年 1 月 16 日。

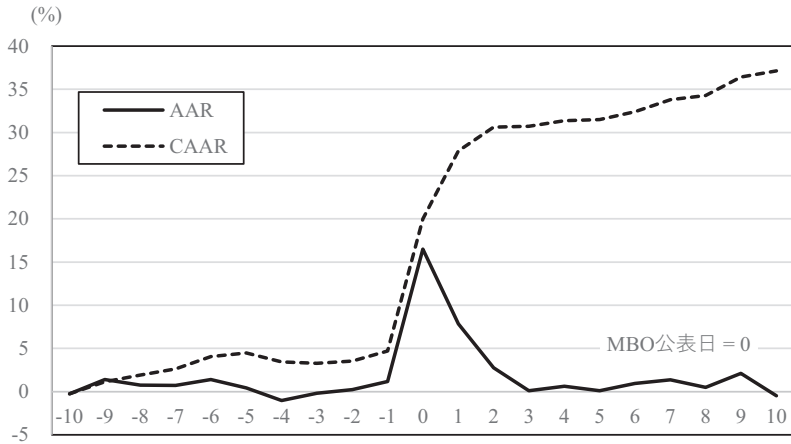


図9 アクティビスト介入前後の株価リターン

表3 MBO公表に関する株価反応

	ACAR (%)	t 値	p 値
ACAR (-1, +1)	25.5039	5.3505	0.0017
ACAR (-2, +2)	28.5155	4.2935	0.0051
ACAR (-3, +3)	28.4600	4.4745	0.0042
ACAR (-10, +10)	37.1150	3.7884	0.0091

TOBに発展した場合、さらなる価格の引き上げへの期待がマーケットで形成され、株価が押し上げられたことが挙げられる。例えば、廣濟堂のケースでは、 $t+13$ 、 $t+43$ にリターンが上昇し、それぞれ57.14%、68.32%を記録しているが(C)、それはレノの買い増し公表に反応したためである。同様に、テーオーシーのケースでも、 $t+13$ でリターンがジャンプしているが(A)、ダヴィンチが敵対的TOBを公表し、それを受けて株価が上がったことが背景となっている。

第2に、実際に買付価格の引き上げがなされた場合でも、リターンは上昇した。日本アジアのケースでは、 $t+61$ のリターンは200%にも達しようとしているが(D)、これは $t+53$ 時点で買付価格が見直され、そこからさらなるアクティビストのプレッシャーの増加、もう一段の価格引き上げに発展することが期待されたためである。

第3に、MBOが失敗したのち、再MBO、あるいは再TOBを試みた案件でもリターンの創造がもたらされた。東栄リーファのケースでは、 $t+61$ のリターンが60%程度にまで上がっているが、これは買付価格を引き上げての再MBOが公表されたためである(B)。サカイオーベに関しても、買付価格の引き上げへの期待→引き上げ→さらなる引き上げ期待→TOB失敗と、マーケットの思惑が交錯したため、当初、リターンはゼロ近辺でもみ合っていたものの、 $t+112$ に買付価格を引き上げての再MBOが公表されると、それに呼応してリターンも30%程度にまで跳ね上がった(E)³³⁾。

33) TOB終了後の150日後付近でもリターンは急騰しているが、その理由は不明である。

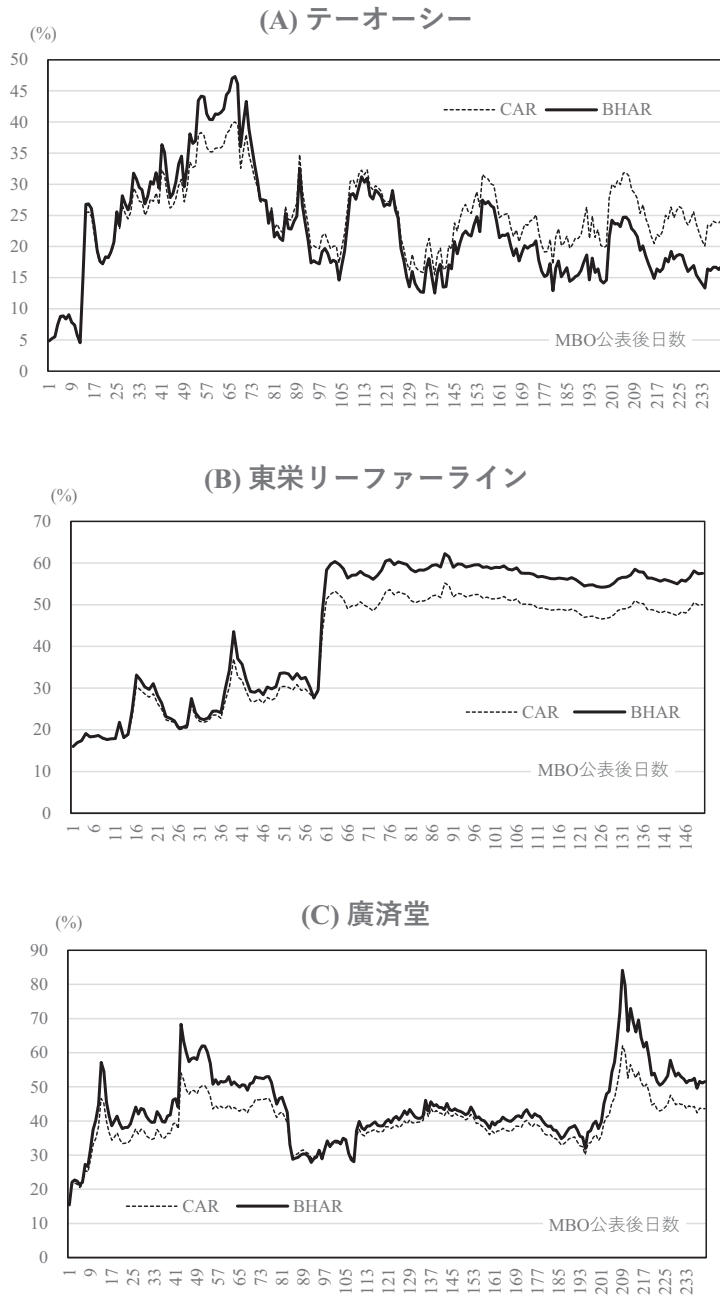
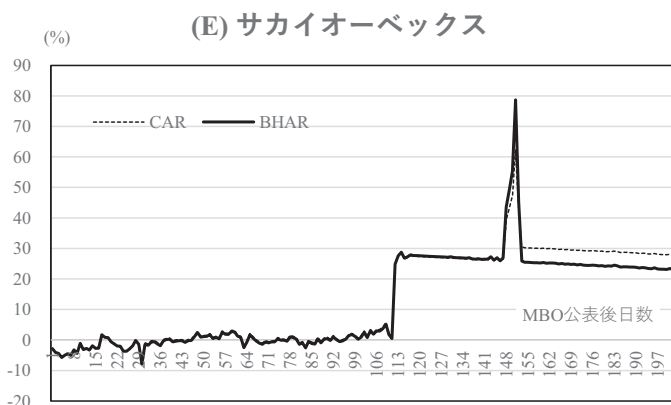
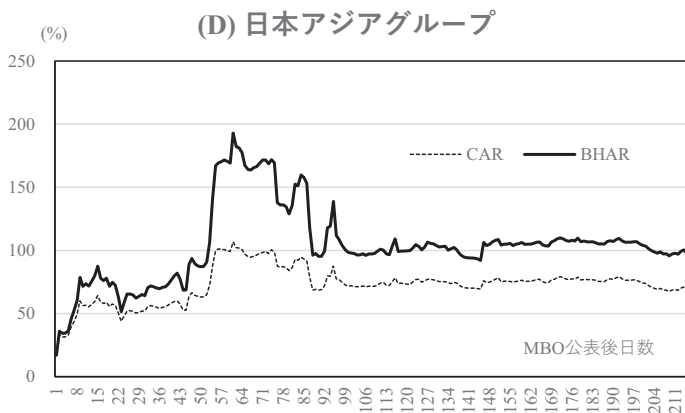


図 10 アクティビスト介入と長期リターン



(図 10 つづき)

以上のことをまとめると、いずれの銘柄でも、MBOの失敗にも関わらず、短期にとどまらないリターンを株主に提供している。それは再MBOや再TOB、TOB価格の引き上げの実施に助けられた部分も大きい。それが起こらなかった案件でも、正のリターンが観察されることは重要である。その理由として、MBOとそれに対するアクティビストの介入の経緯が報道され、当該銘柄に関する市場からの注目度が上昇したことが指摘できる。実際、アクティビストの介入が観察されたいずれのMBO案件でも、TOB公表後、出来高の上昇が観察される（前掲図2から図8、右軸、棒グラフ）。すなわち、MBO案件へのアクティビストの介入は、それまでのアンダーバリュエーションの解消を担う役割を果たしたと考えられる。このように、アクティビスト介入にともなって当該銘柄についての「情報生産」が行われ、それが断続的にでも発生したことが、MBO不成立案件においても株主が富を享受した要因と捉えられよう。

6. 介入後の経営行動

最後に、アクティビスト介入による経営行動の影響について、MBO が不成立であったために事後的な情報が入手できる、テーオーシー、廣濟堂、日本アジア、サカイオーベのケースについてみていこう（表4 パネル A から D）³⁴⁾。

全体的な傾向をまとめると、まず、財務パフォーマンスについては、介入後においても、ほぼ横ばい、あるいは低下している。廣濟堂、日本アジアともに、介入1期後において、いずれも ROE はマイナスを計上している。前者は「葬祭事業における減損損失」、後者については、「前期に実施した所有する不動産及び保有有価証券の売却（前記子会社の売却―筆者注）による特別利益の反動、欠損金を抱える株式会社ザクティが連結納税対象外であることから、前期比で減益」³⁵⁾ となったことが原因とされる。

また、投資活動、研究開発活動、従業員の影響については定かではない。テーオーシーのように、2期後において設備投資比率が大幅に上昇している案件もあるが³⁶⁾、明確な変化の傾向はみられない。これら4社の情報からは、アクティビストからの買収防衛の原資（買付価格の引き上げなど）を得るために、事後的な設備投資、R&D、雇用を犠牲にしたとは判断できない。

その一方で、株主還元については、顕著な変化が確認される。例えば、テーオーシーについては、2期後（2009年3月期）に株主資本還元率の大幅な上昇（1.66%→6.80%）が観察されるが、これは大規模な自社株買い（250万株、10億円）が要因となっている³⁷⁾。また、日本アジアでも、株主還元の拡充が観察され、既述のようにシティから買収に対抗するために、1期後（2021年3月期）に主要子会社（JAG 国際エネルギー、国際航業）の売却益と手元資金によって、1株当たり300円、総額82億3,400万円の特別配当が行われている。さらに、サカイオーベも、MBO 不成立後（2021年3月期）、1株95円、総額5億8,500万円の配当が実施され（前期は、1株65円、総額4億円弱）、配当性向の大幅な上昇が確認される（14.74%→28.27%）。

これらに関連して、興味深いのは、MBO 不成立後に業績が悪化した廣濟堂のケースである。この案件では、パフォーマンスの低迷にともない無配に転落（2019年3月期）したものの、同時期に、取締役構成に変化（社外取締役の1名から4名の増員、社長交代）がみられる。アクティビスト介入後にガバナンスの強化が図られるというのは、Denis and Serrano (1996) らの先行研究の結果と整合的である。限られたケースからの導出のため断定はできないが、株主還元とガバナンスの強化など、事後の経営行動の選択は、補完的ではなく代替的な関係にあるのかもしれない³⁸⁾。

また、何よりも見逃せないのは、MBO 不成立後も、アクティビストが出資比率を維持した間において、上記のような経営政策の変更がみられたという点である。テーオーシーのケースでは、

34) 東栄リーファのケースは、最初のMBOは失敗に終わったが、第2節で述べたように、間を置かず再MBOが行われ、それらMBO公表後の有価証券報告書が公開されなかったため、ここでは取り上げることはできない。

35) いずれも有価証券報告書からの情報による。

36) これは、2009年3月期において、TOCみなとみらい173億円に240億円など、大規模な設備投資を実施したことが影響しているとみられる。

37) 「自社株取得枠設定」『日本経済新聞』2009年8月12日。

38) その後、廣濟堂は最大で25億円の自社株買いを公表した。「廣濟堂が自社株買い」『日本経済新聞』2021年8月27日。

表4 アクティビスト介入と経営行動

パネルA：テオーシー

決算期	t期	ROA (%)	ROE (%)	PBR	従業員1人当たり売上高(百万円)	株主還元比率 (%)	配当性向 (%)	自己資本配当率 (%)	流動性比率 (%)	負債比率 (%)	設備投資費比率 (%)	研究開発費比率 (%)	総資産(百万円)	従業員数(人)
200403	-3	6.22	4.58	1.07	11.73	1.23	27.75	27.75	15.65	34.21	0.00	0.00	85995	181
200503	-2	6.09	4.43	1.10	5.72	1.16	27.91	27.91	15.61	34.84	0.00	0.00	89397	184
200603	-1	4.92	4.84	1.64	17.43	-0.47	24.28	24.28	13.35	41.70	0.00	0.00	106148	185
200703	0	4.00	3.89	1.71	6.17	1.33	33.25	33.25	9.47	41.76	0.00	0.00	108541	183
200803	1	5.24	4.11	1.60	2.66	1.66	33.35	33.35	16.45	45.36	0.00	0.00	118343	184
200903	2	4.40	5.05	0.78	17.74	6.80	32.18	32.18	14.30	53.40	0.00	0.00	135134	197
201003	3	3.59	1.13	0.79	8.04	4.23	147.03	147.03	13.94	57.98	0.00	0.00	146471	204

パネルB：廣濟堂

決算期	t期	ROA (%)	ROE (%)	PBR	従業員1人当たり売上高(百万円)	株主還元比率 (%)	配当性向 (%)	自己資本配当率 (%)	流動性比率 (%)	負債比率 (%)	設備投資費比率 (%)	研究開発費比率 (%)	総資産(百万円)	従業員数(人)
201503	-3	2.86	3.14	0.58	23.91	0.50	15.94	0.50	26.65	45.18	0.00	0.00	76756	1509
201603	-2	2.34	1.28	0.83	24.16	0.72	56.31	0.72	23.18	47.71	0.00	0.00	80375	1467
201703	-1	2.52	-1.95	0.83	24.82	0.00	0.00	0.00	20.73	47.91	0.00	0.00	81941	1406
201803	0	2.07	11.78	0.72	26.48	0.00	0.00	0.00	24.74	41.44	0.00	0.00	79637	1377
201903	1	2.13	-1.19	0.74	27.07	0.28	-23.46	0.28	26.98	40.14	0.00	0.00	76996	1337
202003	2	2.69	-8.65	0.57	28.14	0.00	0.00	0.00	36.96	62.28	0.00	0.00	82190	1247
202103	3	2.82	2.71	0.81	30.34	15.08	0.00	0.00	26.70	51.04	1.36	0.00	64592	1038

パネルC：日本アジアグループ

決算期	t期	ROA (%)	ROE (%)	PBR	従業員1人当たり売上高(百万円)	株主還元比率 (%)	配当性向 (%)	自己資本配当率 (%)	流動性比率 (%)	負債比率 (%)	設備投資費比率 (%)	研究開発費比率 (%)	総資産(百万円)	従業員数(人)
201703	-3	1.25	6.51	0.35	22.91	2.29	15.64	1.02	32.69	76.82	8.44	0.11	127522	2983
201803	-2	0.92	5.17	0.34	23.97	1.90	36.74	1.90	23.25	79.59	14.97	0.09	155121	3059
201903	-1	-0.11	-9.37	0.36	21.41	1.00	-10.68	1.00	19.82	81.32	6.20	0.04	172344	4765
202003	0	0.34	8.59	0.29	20.77	1.17	13.66	1.17	17.56	83.54	7.15	0.09	163383	4714
202103	1	0.64	-1.41	0.31	19.79	1.27	-88.06	1.24	18.37	83.94	2.35	0.11	159585	4605

パネルD：サカイオーベックス

決算期	t期	ROA (%)	ROE (%)	PBR	従業員1人当たり売上高(百万円)	株主還元比率 (%)	配当性向 (%)	自己資本配当率 (%)	流動性比率 (%)	負債比率 (%)	設備投資費比率 (%)	研究開発費比率 (%)	総資産(百万円)	従業員数(人)
201703	-3	9.00	12.87	0.73	23.38	2.44	10.40	1.34	23.12	37.88	1.74	2.64	26713	1085
201803	-2	10.76	11.97	0.90	23.93	1.92	12.53	1.50	25.76	36.79	1.84	2.25	29707	1079
201903	-1	10.14	11.04	0.58	26.22	1.53	13.88	1.53	27.71	33.87	1.16	2.17	30670	1040
202003	0	9.37	10.80	0.57	25.81	2.39	14.74	1.59	28.60	33.16	2.06	2.12	32159	1068
202103	1	6.91	6.02	0.52	21.51	1.71	28.27	1.70	33.58	25.06	0.66	2.20	31273	1018

注：t期の0は介入直後の決算期を表す。

2010年3月期にダヴィンチが10大株主から脱落しているが³⁹⁾、それに入れ替わるように、旧村上ファンド系のエフィッシモが2009年3月期に5.15%の株主として登場している。廣濟堂については、2019年3月期にレノが3位株主(8.71%)で、2020年3月期には10大株主から外れている。日本アジア、サカイオーベに関しても、2021年3月期にはシティが首位株主(前者は15.35%、後者は9.14%)となっている。これらの事実は、MBO失敗後における経営政策の変更にとって、アクティビストによるプレッシャーが引き続き重要であり、それらアクティビストの再介入を阻止するため、またはアクティビストからの批判をかわすため(あるいは、それらと経営体制の継続を前提とした合意を得るため)、財務状態を勘案しながら、何らかの株主価値向上に向けた経営行動が実施されていると捉えられよう⁴⁰⁾。

7. 結論と課題

本稿では、MBO案件へのアクティビストの介入動機と成果について、いくつかのケースに基づいて検証してきた。事例に限られているため、あくまで暫定的な結論にとどまるが、以下のような結果が示された。

第1に、介入が起らなかったMBO案件、および規模・業種で近似したペア企業に比べ、外国人持株比率が高く経営者の持株比率が低いなど、アクティビストは流動的な所有構造下にあり、介入の効果が期待できそうな企業をターゲットにしていることが判明した。また、ターゲット企業はPBRが低く、アンダーバリュエーションに陥っているものの、それは介入がみられなかったMBO案件でも同様であった。非介入MBO案件とプレミアム水準にも差異はなかったことから、アクティビスト介入案件で特に少数株主への富の分配が劣るわけではない。さらに、ターゲットになった企業のフリーキャッシュは必ずしも豊富ではなく、過剰流動性を原資とした株主還元を目的としてアクティビストが介入を図っているという通説的な見方とは異なる結果が得られた。

第2に、少数株主の富への影響を、MBO発表後の株価反応で検証したところ、CARについては国際的にみても高い値を記録しており、高い正のリターンが与えられていることが明らかとなった。長期的には、BHARで計測したところ、MBO発表からおよそ1年後(あるいは上場廃止時)においても、ポジティブなリターンの維持されていることがわかった。その背景として、価格の引き上げ、アクティビストによる敵対的TOB、それらに対抗するために株主還元の実施などが発生し、その都度株価の上昇が起こったことが指摘できる。短期だけにとどまらず、ある程度の期間でも、アクティビストの介入はイベントの発生、それによる情報発信を通じ、当該銘柄のアンダーバリュエーションを解消させる役割を担ったと評価できよう。

第3に、アクティビストの介入による経営政策への影響について、MBOが失敗した4ケースを対象に観察した。それによると、介入後、株主還元の拡充、あるいはガバナンスの強化が実施されていることが確認された。その背景には、アクティビストが株主として残り、引き続き経営陣にブ

39) テーオーシーの持分は、正確には子会社のアルグループの保有分である。

40) もっとも、テーオーシーのケースでは、アクティビストに対抗するため、MBO不成立後、株主持ち合いの強化が図られており、資本効率に寄与しない行動が存在することにも留意されなければならない(「学研、株式持ち合いテーオーシーと」『日本経済新聞』2008年7月1日)。

レッシュャーを与えていたことが影響したと示唆される。また、各案件の投資、研究開発、雇用については、介入前後で明確な変化が観察されず、これらの縮小が、前述の株式リターンの源泉になっているとは判断できない。

以上の点から、本稿の政策的インプリケーションとして、過度のアクティビズムに対する規制は、資本市場のダイナミズムを失わせ、かえって株主の富を棄損しかねないという点が指摘できよう。むしろ、アクティビストの株式取得行動を促すようなターゲット企業の株主名簿の閲覧ハードルの解消、あわせてアクティビストの介入目的の情報開示を積極化することで、よりクリアーで活発な会社支配権市場の環境が整えられ、少数株主の富の創造につながると理解できる。

最後に、本稿の課題を述べておく。何よりも、事例の積み重ねを待ち、追試が行われるべきであろう。特に、今回は主にケースによって介入による経営政策への影響を検討したが、これに関しては、ある程度のサンプルサイズを確保したうえで、海外の先行研究における検証手法も参考にしながら、統計学的な検証が加えられるべきであろう。また、今回はアクティビストのターゲット企業の観点から検証したが、アクティビストの介入動機や影響をより体系的に理解するために、アクティビストごとの銘柄選択、それ自身の投資成果が測定される必要性もある。特に、従来認識されていたような短期間でのエグジットを目指すのではなく、再MBO後も株主として残り、経営支援を行う事例も現れていることから、それらケースの検証は今後のアクティビストのマーケットにおける役割を評価するうえで、重要な検証となってこよう。

参考文献

【英文】

- Becht, M., J. Franks, C. Mayer and S. Rossi (2010), "Returns to Shareholders Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund," *Review of Financial Studies*, No. 23 (3), pp. 3093-3129.
- Bethel, J. E., J. P. Liebeskind and T. Opler (1998), "Block Share Purchases and Corporate Performance," *The Journal of Finance*, Vol. 53 (2), pp. 605-634.
- Boucly, Q., D. Sraer, and D. Thesmar (2011), "Growth LBOs," *Journal of Financial Economics*, Vol. 102 (2), pp. 432-453.
- Boyson, N. M., N. Gantchev and A. Shivdasani (2017), "Activism Mergers," *Journal of Financial Economics*, Vol. 126 (1), pp. 54-73.
- Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy and R. Thomas (2008), "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance," *The Journal of Finance*, Vol. 63 (4), pp. 1729-1775.
- Chatterjee, S., J. S. Harrison and D. D. Bergh (2003), "Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing," *Strategic Management Journal*, Vol. 24 (1), pp. 87-96.
- Cremers, K. J. M., E. Giambona, S. M. Sepe and Y. Wang (2018), "Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value," <https://ssrn.com/abstract=2693231>.
- Croci e. and A. D. Giudice (2014), "Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe," *European Financial Management*, Vol. 20 (2), pp. 374-405.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and E. M. Rice (1984), "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholders Wealth," *Journal of Law and Economics*, Vol. 27 (2), pp. 367-401.
- Denis, D. J. and J. M. Serrano (1996), "Active Investors and Management Turnover following Unsuccessful Control Contests," *Journal of Financial Economics*, Vol. 40 (2), pp. 239-266.
- Easterwood, J. C., R. F. Singer, A. Seth and D. F. Lang (1993), "Controlling the Conflict of Interest in Management Buyouts," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 76 (3), pp. 512-522.

- Greenwood, R. and M. Schor (2009), "Investor Activism and Takeovers," *Journal of Financial Economics*, Vol. 92 (3), pp. 362-375.
- Halpern, P., R. Kieschnick and W. Rotemberg (1999), "On the Heterogeneity of Leveraged Going Private Transactions," *Review of Financial Studies*, Vol. 12 (2), pp. 281-309.
- Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76 (2), pp. 323-329.
- Liu, B. (2016), "The Disciplinary Role of Failed Takeover Attempts," *The Journal of Financial Research*, Vol. 39 (1), pp. 63-85.
- Renneboog, L., T. Simons and M. Wright (2007), "Why do Public Firms Go Private in the UK? The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13 (4), pp. 591-628.
- Shleifer, A. and L. H. Summers (1988), "Breach of Trust in Hostile Takeovers," in A. J. Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Shleifer, A., and R. Vishney (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, Vol. 94 (3), pp. 461-488.
- Sirower, M. L. (1997), *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, Free Press (宮腰秀一訳『シナジー・トラップ：なぜM&Aゲームに勝てないのか』プレイティスホール出版, 1998年)。
- Weir, C., D. Laing and M. Wright (2005), "Undervaluation, Private Information, Agency Costs and the Decision to Go Private," *Applied Financial Economics*, Vol. 15 (13), pp. 947-961.

【邦文】

- 井上光太郎・加藤英明 (2006) 『M&A と株価』 東洋経済新報社。
- 井上光太郎 (2008) 「アクティビストファンドの効果：日米比較」『証券アナリストジャーナル』第46巻第2号, 56-66頁。
- 井上光太郎・中山龍太郎・増井陽子 (2010) 「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか：実証分析からの示唆」『商事法務』No. 1918, 4-17頁。
- 川本真哉 (2018) 「アクティビストが会社にもたらす経済的效果：そのコストとベネフィットとは」『企業会計』第70号, 40-47頁。
- 川本真哉 (2022) 『日本のマネジメント・バイアウト：機能と成果の実証分析』有斐閣。
- 胥鵬 (2007) 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」宮島英昭編『日本のM&A：企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』東洋経済新報社, 197-221頁。
- 田中亘・後藤元 (2020) 「日本におけるアクティビズムの長期的影響」『JSDA キャピタルマーケットフォーラム論文集』第2期, 115-161頁。

Management Buy-outs and Shareholder Activism in Japan: Activist's Motivations to Intervention and Target Performance

Shinya KAWAMOTO

要 旨

本稿では、MBO 案件へのアクティビストの介入の動機と成果について、いくつかのケースに基づいて検証した。その結果、第 1 に、アクティビストは流動的な所有構造下にあり、介入の効果が期待できそうな企業をターゲットにしていることが判明した。また、対象企業の PBR は低く、アンダーバリュエーションに陥っていることもわかった。第 2 に、株主の富への影響を、MBO 発表後の株価反応で検証したところ、短期的にも長期的にも、ポジティブなリターンが発生していることが観察された。第 3 に、アクティビストの介入による経営政策への影響について分析したところ、介入後、株主還元の拡充、あるいはガバナンスの強化が実施されていることが確認された。