調査報告

三條機械のMBOとアクティビスト・ファンド

齋　藤　達　弘

2011年12月2日，三條機械がMBO（経営陣が参加する自社買収）を発表した．三條機械は新潟県三条市に本社を置く機械・鍛造メーカーで，たばこ製造用機械および装置の分野では日本における最大手である．この論文の目的は，三條機械がMBOにより上場廃止に至る過程をコーポレート・ファイナンスの視点から検討することにある．50年を超える上場企業としての歴史を持つものの，20年以上もの間，株主の期待に沿えない状態が続いていた三條機械を，アクティビスト・ファンドがMBOによる上場廃止へと駆り立てた事例である．

1.　はじめに

この論文の目的は，新潟県三条市に本社を置く，株式会社三條機械製作所（以下，三條機械）がMBO（Management Buyout）により上場廃止に至る過程をコーポレート・ガバナンスを含む，やや広いコーポレート・ファイナンスの視点から検討することにある．MBOとは，現在の経営者が資金を出資し，事業の継続を前提として自社の株式を購入すること，すなわち経営陣が参加する自社買収である．

三條機械は，たばこ製造用機械および装置の分野では日本において最大手であり，自動車部品や工作機械，印刷機械などの製造も手がけている．三條機械は，「にいがたモノ・クリエイト2014–2015」において，「町でみかける3台に1台は当社の製品が使われています」と題して，つぎのように自己紹介している．

> コンロッド製造でビッグシェア!!
> 車の心臓部といえば、エンジン。クランクシャフトとピストンをつなぐエンジンの重要部品、コネクチングロッド（通称コンロッド）です。平均重量わずか0.3kgながら、きわめて高精度、高強度を要求される異形部品を熱間鍛造により量産しています。素材の開発から、製造、加工、組立まで、一貫生産体制をしく当社は、完成品までつくるノウハウと設備を保有し、ユーザーのニーズにあわせた段階での出荷が可能、さらに徹底した品質管理とコストダウンを追求しています。また、画期的な軽量化を実現するチタン製のコンロッドも量産化に成功し、高強度鋼の加工も積極的に行うとともに、後工程省略の高精度鍛造にも取り組んでいます。4輪自動車国内年間販売台数の3

この研究は科学研究費補助金（基盤研究(C)，課題番号23530431）の助成を受けている．ここに記して深謝する．

割に、当社のコンロッドが使われており、エンジンコンロッドで高いシェアを築いています。



コネクチングロッド

一方，あるブログは三條機械をつぎのように紹介している.[1]

> もうけのためには手段を選ばない人種がいる。商人である。「あきんど」ともいう。彼らは割り切っている。「時にはあこぎなこともやるが、悪行より善行が上回ればいいのだ」と。その商人とまったく反対側にいるのが三條機械製作所である。何となれば職人の会社だからだ。職人会社だけに社風は地味、まじめ堅実である。だが、なぜか同社の株を買おうという気が起こらない。夢がもてないというか、ハッキリいえばおもしろくないのだ。県央地区で最初に上場会社になったのに、コロナに抜かれ、コメリに抜かれ、アークランドサカモトにも抜かれた。つぶれもしないが発展もしない。それが三條機械製作所だ。

池田英夫（元代表取締役社長）が入社した昭和三十五年当時，燕三条地区における上場会社は三條機械だけだった．人がうらやむ一流企業だった．しかし，新潟県を代表する優良企業の一つではあったものの，目立つ存在ではなかった.

ところが，施設命名権（ネーミング・ライツ）の購入により，三條機械という企業名は新潟県内に広く知れ渡ることになる．2008 年 4 月から 2011 年 3 月までの 3 年間，年 1,000 万円の契約で，三条市総合運動公園市民球場（三条市民球場）の呼称が「三條機械スタジアム」となったからだ.[2] 地元の『三條新聞』(2008 年 2 月 15 日付）は「社内クラブとして野球クラブがあり、新潟県代表としての国体出場や天皇杯大会出場など、社会人野球の名門・強豪としても知られている。創業者の結城太一郎氏（故人)、二代目の結城冨重郎氏（同）は三条野球連盟の会長を長年にわたって務めるなど、三条の野球の発展に尽力した」とその背景を伝えている.

2011 年 12 月 2 日，金曜日，株式市場が閉じた 1 時間後の午後 4 時，三條機械は「MBO の実施及び応募の推奨に関するお知らせ」と題した適時開示情報を発信した．その文書はつぎのような書き出しだった.

> 当社は、平成 23 年 12 月 2 日開催の取締役会において、以下のとおり、マネジメント・バイアウト（MBO）の一環として行われる株式会社村田商事（以下「公開買付者」）による当社の普通株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」）に賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしましたので、お知らせいたします。なお、当該取締役会決議は、公開買付者が本公開買付け及びその後の一連の手続を経て当社を完全子会社化することを企図していること、及び、当社の普通株式が上場廃止となる予定であること

[1] 大西リポート 076（1999 年 11 月 1 日号）(http://www.oonishi.com/076sanjo-kikai.html)

[2] この命名権契約は 2014 年 3 月まで続けられた．2014 年 4 月からは，三条市に本社を置くパール金属株式会社が年 840 万円の 3 年契約で施設命名権を購入し，三条市民球場の名称は「三条パール金属スタジアム」となった.

表 1
三條機械株の値動きと出来高（2011 年 11 月 21 日から 2011 年 12 月 16 日まで）

取引日	終値（円）	前日比（円）	出来高（株）	累積出来高（株）
11 月 21 日	202	0	1,000	
11 月 22 日				
11 月 24 日	200		3,000	
11 月 25 日	200	0	5,000	
11 月 28 日				
11 月 29 日	202		1,000	
11 月 30 日				
12 月 1 日	203		7,000	
12 月 2 日（金）	199	− 4	2,000	
12 月 5 日（月）	249	＋50	1,000	
12 月 6 日	329	＋80	11,000	
12 月 7 日	409	＋80	6,000	
12 月 8 日	466	＋57	1,090,000	1,090,000
12 月 9 日	465	− 1	353,000	1,443,000
12 月 12 日	466	＋1	714,000	2,157,000
12 月 13 日	466	0	192,000	2,349,000
12 月 14 日	466	0	59,000	2,408,000
12 月 15 日	466	0	67,000	2,475,000
12 月 16 日	466	0	97,000	2,572,000

を前提として行われたものです。

公開買付者である株式会社村田商事（以下，村田商事）の代表取締役は村田哲夫（以下，敬称を省略する）であり，その村田哲夫は対象者である当社，すなわち三條機械の代表取締役社長でもある．

三條機械の適時開示情報が突然の出来事だったことを株価の値動きと出来高を示す表 1 で確認しておこう．12 月 2 日（金）までと 12 月 5 日（月）からではまったく違う動きをしている．12 月 2 日まで値動きはほとんどなく，取引が成立しても出来高は数千株ほどで，取引が成立しない日もあった．しかし，適時開示情報から最初の取引日となる 12 月 5 日から様相が一変している．株価は，4 日連続，ストップ高で取引を終え，村田商事による株式公開買い付け（TOB）価格である 468 円にさや寄せし，その後は 466 円に張り付いている．

三條機械は，1956 年 4 月に新潟証券取引所に，1961 年 11 月に東京証券取引所第 2 部（東証 2 部）に上場し，それ以来，50 年を超える上場企業としての歴史を持っている．この日，三條機械は非上場（株式非公開化）を選択し，半世紀を超える上場の歴史を自ら閉じることを発表した．三條機械は，MBO による上場廃止を選択する理由を「中長期的に企業価値を向上させていくため経営改革を断行し，事業環境の変化を成長機会と捉えさらなる発展を目指すため」と伝えている．東京商工リサーチ新潟支店は「新潟県内で自社買収の形での上場廃止は初めて

ではないか」と話している.[3]

原田・見吉（2015）は，非公開型 MBO について三つのパターンを示している.[4]

(1) 親会社による関連事業の再編により，ノン・コア事業の子会社が独立する.
(2) 業績低迷により抜本的な事業再編が必要になり，短期的に大幅な赤字が予想される.
(3) 競合他社による買収リスクを回避する.

三條機械の MBO は，経営戦略の一環として捉えることはできるものの，これらのいずれにも該当しない．50 年を超える上場企業としての歴史を持つものの，20 年以上もの間，株主の期待に沿えない状態が続いていた三條機械を，アクティビスト・ファンドが MBO による上場廃止へと駆り立てた事例である．田村（2014）が「企業統治革命」と称するアクティビスト・ファンドの台頭が地域企業のコーポレート・ガバナンスに影響を与えている.

この論文の構成はつぎのようである．第 2 節では MBO の仕組みを三條機械のケースに照らして確認する．第 3 節では MBO において重要な役割を果たす三條機械の経営者を考察する．第 4 節では三條機械の経営業績を分析する．第 5 節では三條機械の MBO の引き金を引いたアクティビスト・ファンド（シンフォニー・フィナンシャル・パートナーズ）について解説する．第 6 節ではなぜ三條機械が MBO を実施したのかを考察する．第 7 節では MBO 後の三條機械の財務状況を検討する．第 8 節はまとめである．なお，有価証券報告書から作成した売上高と営業利益，売上高営業利益率，資本構成，DE レシオ，有形固定資産，キャッシュ・フロー，現金保有，1 株当たりの配当金のグラフを付録として付図 1 から付図 9 までに掲載している.

2. MBO

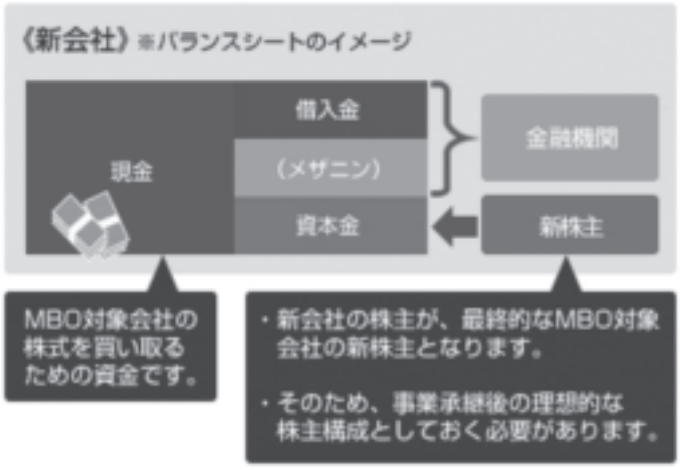
三條機械の MBO は，笹山・松村・二上 (2011) が示す典型的なパターンである．図 1 を使って MBO の仕組みを三條機械のケースに照らして確認しておこう．なお，MBO については，欧米に十分な研究蓄積がある．代表的な参考文献として，理論的な考察については Shleifer and Vishny（1988）を，包括的な理解については Renneboog and Simons（2005）をあげておく.

第 1 段階として，株式を買い取るための受け皿として新会社を設立する．三條機械のケースでは村田商事である．村田商事は三條機械株を買い取り，保有することを主たる業務とし，MBO を発表する約 1 か月前の 2011 年 11 月 8 日に設立されている．資本金は 200 万円で，株主は三條機械の代表取締役社長の村田哲夫（持分比率は 75%）と取締役の松崎仁（持分比率は 25%）の 2 人である．村田商事が三條機械の株式を買い取るための資金（シニア・ローン）

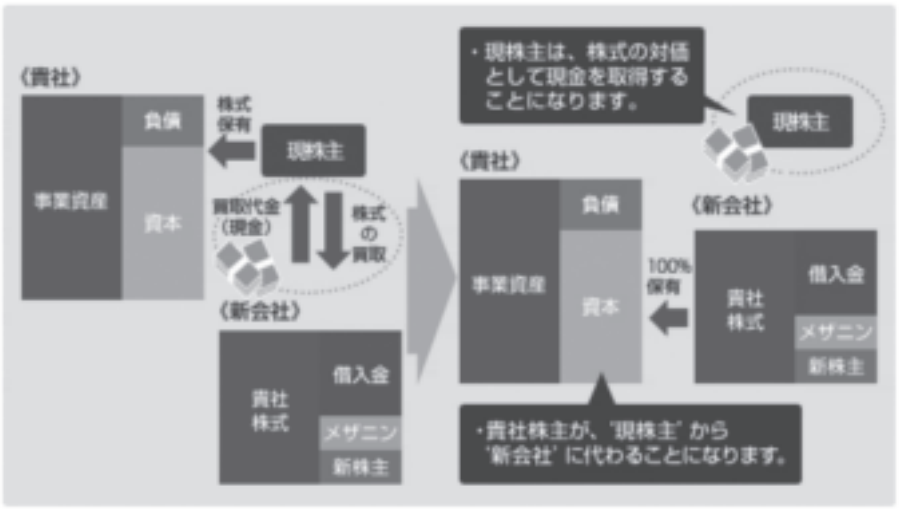
[3] 『新潟日報』(2011 年 12 月 3 日付，朝刊).

[4] 原田・見吉（2015）は MBO を (1) 業績主導型，(2) 効率性主導型，(3) イノベーション主導型に区分し，(1) から (3) に移行するにしたがって，経済的価値が高まるものの，(1) と (2)，(2) と (3) はそれぞれトレード・オフの関係にあるため，(1) から (3) への移行は容易ではないと分析している.

第 1 段階として，株式を買い取るための受け皿として，新会社を設立する．三條機械のケースでは，三條機械株を買い取るための《新会社》は村田商事（資本金は 200 万円）である．買い取りのための資金（借入金）は三井住友銀行から 75 億円を上限として融資を受ける．



第 2 段階として，新会社が現在の株主から株式を買い集める．三條機械のケースでは，村田商事が三條機械（図中の＜貴社＞）に対して公開株式買い付け（TOB）する．



（図 1 として，つぎのページに続く）

は 75 億円を上限として三井住友銀行から融資を受ける．[5]

第 2 段階として，新会社が現在の株主から TOB により株式を買い集める．三條機械のケースでは，村田商事が 2011 年 12 月 2 日の「株式会社三條機械製作所普通株式に対する公開買

[5] メザニン（mezzanine）とは「中 2 階」という意味である．普通株式を建物の 1 階，シニア・ローンを 2 階として，その中間に位置する資本性資金の優先株式や劣後ローンなどを指している．

第3段階として，旧会社と親会社となった新会社とが合併する．三條機械のケースでは，村田商事（《新会社》）と三條機械（＜貴社＞）が合併し，新・三條機械が誕生する．

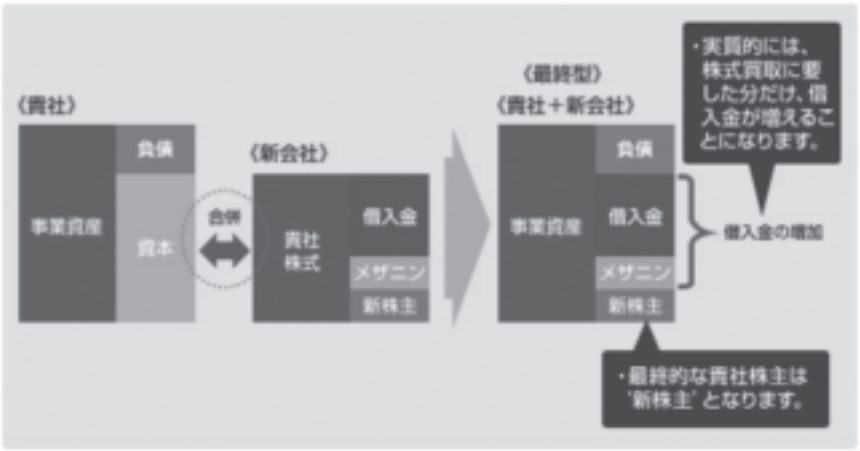


図1．MBOの仕組み．日本政策投資銀行のホームページからから再掲している．
http://www.dbj.jp/service/invest/lbo_mbo/index.html

付けの開始に関するお知らせ」において，

> 株式会社村田商事は、平成23年12月2日に、株式会社三條機械製作所（コード番号：6437、東証第2部）普通株式を金融商品取引法による公開買付けにより取得することを決定いたしましたので、お知らせいたします。

と発表している．そしてTOBによる買付予定株数の下限と上限をつぎのように設定している．

> 公開買付者は、本公開買付けにおいて、9,955,000株（平成23年9月30日現在の発行済普通株式総数15,058,152株に対する所有株式数の割合）66.11%）を買付予定数の下限と設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全部の買付けを行いません。他方、本公開買付けは、公開買付者が対象者の発行済普通株式の全てを取得することを企図しておりますので、買付予定数の上限は設けておらず、買付予定数の下限以上の応募があった場合は、応募株券等の全ての買付けを行います。

買付予定数の下限の9,955,000株は，三條機械の発行済み普通株式総数15,058,152株から三條機械が保有する自己株式数124,870株を控除した14,933,282株に係る議決権数，14,933個の3分の2超である9,956個から，公開買付者である村田商事が既に所有する普通株式数1,000株に係る議決権数1個を控除した数，9,955個に相当する株式数である．村田商事は3分の2超の議決権を得ることにより，定款変更によって非公開会社になる特殊決議を可決できる．

買付株式数が下限を上回るためには，大株主がTOBに応じることが期待される．そこで，公開買付者である村田商事はつぎのように事前に段取りをする．

> 公開買付者は、対象者の大株主である The SFP Value Realization Master Fund Ltd. の投資助言を行っている株式会社シンフォニー・フィナンシャル・パートナーズとの間で、シンフォニーが SFP に対して、SFP が保有する対象者の普通株式の全てである 3,496,000 株（所有割合 23.22%）の全てを本公開買付けにおける買付け等の価格で本公開買付けに応募するよう助言を行う旨の合意書を平成 23 年 12 月 1 日付で締結しております。なお、公開買付者は、対象者株式を保有する SFP との間では応募に関する折衝等を行っておらず、応募等の合意を行っていません。

笹山・松村・二上（2011，102 頁）によると，MBO を実施しようとする経営陣が主要株主との間で TOB に応募すること，または応募しないことを事前に合意することは規制には違反しないと解釈されている．なお，主要株主との合意内容は TOB の結果に与える影響が大きいことから，公開買付届出書などに記載しなければならない．

村田商事からの「株式会社三條機械製作所普通株式に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」を受けて，三條機械は「MBO の実施及び応募の推奨に関するお知らせ」により，つぎのように，TOB への賛同の意見を表明し，株主に対して TOB への応募を推奨している．

> 村田哲夫氏及び松崎仁氏は、当社の中長期的な戦略の実行に伴い不可避的に発生するリスクを当社の株主の皆様に負って頂くことを回避するため、柔軟かつ迅速な経営戦略の実行が可能となるマネジメント・バイアウト（MBO）の手法による非公開化を行うことが、株主の皆様にとって最善であり、また、当社の企業価値の更なる向上に資すると判断し、公開買付者は、平成 23 年 12 月 1 日にシンフォニーからの合意書を取得したことから、平成 23 年 12 月 2 日に最終的に本公開買付けを実施することを決定したとのことです。なお、公開買付者の代表取締役を兼務し当社の代表取締役社長である村田哲夫氏及び公開買付者の取締役を兼務し当社の取締役である松崎仁氏は、本公開買付け終了後も引き続き当社の経営にあたる予定とのことです。

ここでは，対象者の三條機械が公開買付者の村田商事から聞いた話として「とのことです」という言い回しになっている．

最後の第 3 段階として，旧会社と親会社となった新会社とが合併する．三條機械のケースでは，村田商事と三條機械が合併し，新・三條機械が誕生する．三條機械は「（株）三條機械製作所を存続会社とし、（株）村田商事を消滅会社とした合併を、平成 24 年 8 月 23 日に取締役会決議し、翌 24 日付にて、債権者異議申述公告を致しておりましたが、異議申述も一切なく、合併の効力発生日平成 24 年 9 月 25 日を迎えました」と報告している．

三條機械による「MBO の実施及び応募の推奨に関するお知らせ」の翌朝の『日本経済新聞』は，

> ▼三條機械製作所への TOB　買い手＝村田商事（村田哲夫氏が両社の代表取締役を兼務）、株数＝ 995 万 5000 株を下限、価格＝ 468 円、総額＝ 69 億 8830 万 7976 円、期間＝ 12 月 5 日～12 年 1 月 23 日

と事実だけをベタ記事で伝えた．50 年を超える上場の歴史を持つ三條機械が上場企業の看板を自ら下ろすというニュースが大した取り扱いにならなかった理由は，売上高は 100 億円ほど，従業員は 700 人弱の地方の中堅企業だからというだけでなく，2011 年に入ってからすで



図 2. MBO による非上場化件数.

『日本経済新聞』（2012 年 1 月 12 日付，朝刊）から再掲している.

に 18 社目の MBO だったからでもある.

MBO と明確に表明した最初の非上場化案件は 2001 年の溶射加工最大手のトーカロだった（笹山・松村・二上（2011，16 頁））．外資系企業がトーカロを買収しようとする動きに対して，親会社の日鐵商事がトーカロ株の売却の方針を打ち出し，トーカロの経営陣がベンチャー・キャピタル大手のジャフコと組んで MBO を実施した．トーカロは 2001 年 8 月に店頭登録を廃止するも，それから 2 年 4 か月後の 2003 年 12 月に東証 2 部に再上場し，2005 年 3 月に東証 1 部に指定替えし，現在に至っている．トーカロの代表取締役・中平晃は東証 1 部に上場後，「わが社はいかに MBO により経営の独立を実現したか」において「ハッピーマネージメントバイアウト」と語っている.[6]

MBO ブームは図 2 に示すように 2005 年に始まった．先駆けはアパレル大手のワールド（東証 1 部）による MBO である．その後，2005 年はポッカコーポレーション（東証 1 部），2006 年にはすかいらーく（東証 1 部），2009 年にはオオゼキ（東証 2 部），2011 年には日清医療食品（大証ジャスダック）などと続いた．2005 年から 2011 年までの間に，毎年，10 社から 15 社ほどが MBO により自ら上場を廃止し，合計すると 80 社を超える上場企業が非上場を選択している．このような動向について，東京証券取引所の斉藤惇社長は 2011 年 2 月 22 日の定例記者会見において「株主への説明責任から逃れるために上場廃止を選択するのは、投資家への愚弄だと述べ、不快感を示した」.[7]

『日本経済新聞』（2012 年 1 月 12 日付，朝刊）の「大機小機」（猪突）は MBO が増加する理由を企業経営者の市場への不信の表れでもあるとして，(i) 上場コストの増大，(ii) 評価への不信，(iii) パッシブ（インデクス）運用の増加の三つの理由をあげている．(i) について，アメリカについては Leuz（2007）がその影響は大きくはないと報告している一方で，日本については河西・川本・齋藤（2015）が株式公開の便益と費用のトレード・オフが影響を与えていると報告している，(ii) については「市場における価格形成の主導権が、日本の企業について十

[6] http://www.esri.go.jp/jp/mer/benkyoukai/051004-1.pdf

[7] http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPJAPAN-19663920110222

分な知識を持たない海外の投資家に握られてしまっていることがもたらす不信感」という漠然とした話である．(iii) については，インデクス運用では，良い会社も悪い会社も同じように売買されることから，株式市場に期待されている企業経営への規律付け機能が損なわれ，「レモンの原理」により，良い会社が撤退するという主張だ．なぜ MBO ブームが起こったのかについての検証は研究課題として残されている．

3. 経営者

三條機械の前身は，1938 年 12 月に群小家内工業を企業化するために設立された三條鉄工機械金属工業組合連合会である．企業再編成の戦時施策によって三條鉄工機械金属工業組合連合会が解散した後，その設備および債権，債務を継承して，1942 年 7 月に三條機械が設立され，株式会社新潟鉄工所の専属下請工場として工作機械の製作および精密型打鍛工品の製作を開始した．そして，1945 年 11 月に，大蔵省専売局のたばこ製造用機械および同製造工場内の各種装置の製造許可を得て，その機械や装置の製造を開始した．

三條機械の歴代の社長はつぎのようである，年月は社長就任時を，括弧内は社長就任時の年齢を示している．

1	結城太一郎	1942 年 7 月	創業者
2	結城冨重郎	1970 年 5 月（52 歳）	創業者一族，1942 年 10 月，大蔵省専売局から移籍
3	建石昌男	1985 年 6 月（62 歳）	1976 年 11 月，日本専売公社から移籍
4	飯田正直	1991 年 6 月（59 歳）	1989 年 9 月，日本たばこ産業から移籍
5	瀧澤敏	1999 年 6 月（65 歳）	生え抜き
6	池田英夫	2004 年 6 月（62 歳）	生え抜き
7	村田哲夫	2011 年 6 月（68 歳）	生え抜き

結城太一郎も結城冨重郎も創業者とその一族ではあるが，いわゆるオーナー経営者ではない．三條鉄工機械金属工業組合連合会を出自とする三條機械の経営者はすべてサラリーマン経営者である．大蔵省専売局や日本専売公社，日本たばこ産業との関係から，4 代目までの社長はそれらに関係し，5 代目の瀧澤敏になってようやく生え抜きの社長が誕生している．

創業者一族である 2 代目の社長，結城冨重郎が取締役社長（代表取締役）を退任し，取締役会長（代表取締役）に就任する直前の『日本経済新聞』（1985 年 5 月 29 日付，朝刊，新潟経済）が，三條機械の現状をつぎのように伝えている．

> 三條機械製作所は、たばこをつくる機械のメーカーだが、最近は工作機械メーカーとしてもその地位を固めてきている。たばこ製造用プラントは受注先が日本たばこ産業（旧日本専売公社）に特定されるため、景気の波に左右されにくいという利点がある。半面、たばこ消費量の伸び悩みで、「今後、受注量が大幅に増えることは期待できない」（結城冨重郎社長）。このため同社は、マイコン制御による高精度スライシングマシンなど“非たばこ分野”を今後の重点戦略部門に位置づけている。
>
> （昭和）六十年三月期決算をみると、たばこ製造用機械の売り上げは二十四億九千七百万円で、全体の一八・五％を占める。だが、四年前にはこれが三〇％を超えていたから、たばこ部門が減少

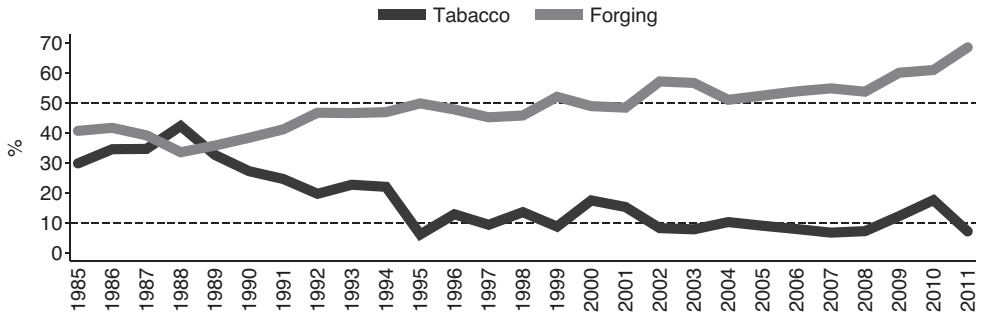


図 3. 売上高の比率（たばこ関係と鍛工品）.

有価証券報告書の「営業の状況」または「事業の状況」における記載から作成している.

傾向にあることがよく分かる。特に日本専売公社が民営化され、四月から日本たばこ産業に転換した影響は無視できない。

ここには「たばこ製造用機械の売り上げは全体の一八・五%」と書かれているが，1985 年 3 月期の有価証券報告書に記載されている販売実績を見ると，たばこ製造用「機械」が 18.1%，たばこ製造用「装置」が 11.9% である．これら「機械」と「装置」を合計してたばこ関係とすると 30.0% になる.

たばこ関係が売上高に占める比率の推移を図 3 に示している．1985 年当時，たばこ関係の売上高比率について，日本専売公社の民営化など，外部環境から判断すると「今後、受注量が大幅に増えることは期待できない」とはいっていたものの，1989 年 3 月期まで 30% を超える水準を維持し続けている.

しかし，たばこ関係の売上高比率はその後は低下の一途を辿り，1995 年 3 月期には 10% を下回る水準にまで落ち込んでいる．落ち込んだ原因について，有価証券報告書の「営業の状況」は「国内需要の不振」と書いている．この落ち込みを見ると，このときすでに，たばこ関係は「受注先が日本たばこ産業（旧日本専売公社）に特定されるため、景気の波に左右されにくいという利点」を持ってはいなかった．それ以降，たばこ関係の売上高比率は 10% 前後で推移する一方で，鍛工品の比率は 40% から 70% まで増加している．三條機械は 1990 年代の前半に鍛工品を主力製品とするメーカーに変容していた.

4 代目の社長，飯田正直は，日本たばこ産業の常務取締役から三條機械に移籍し，1990 年 6 月に副社長に，1991 年 6 月に社長に就任している．このとき，3 代目の社長，建石昌男は取締役（相談役）に退く一方で，1985 年 6 月に取締役会長（代表取締役）に就任した結城冨重郎は，依然として，取締役会長（代表取締役）に留まっている．結城冨重郎は 1996 年 3 月期まで取締役会長（代表取締役）として在籍し，それ以降，会長のポストは空席となった．三條機械にとって「結城」が特別な存在だったことを示している.

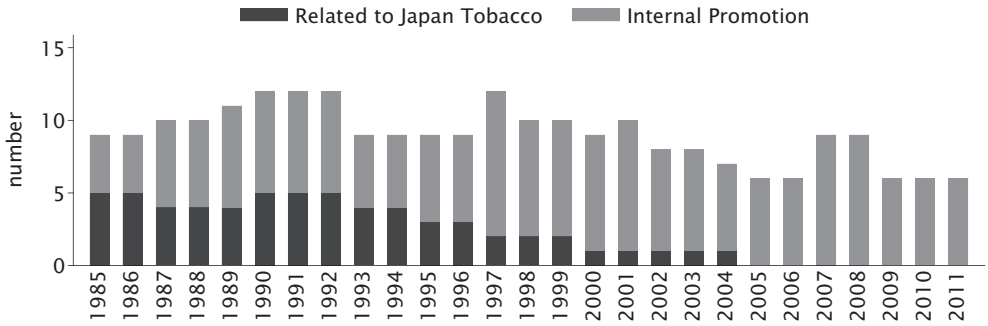


図 4. 取締役（監査役は除く）の人数.

飯田正直の在任期間は 8 年に及び，長かった．1999 年に飯田正直が社長を退くとき，図 4 に示すように，役員の中の日本たばこ産業からの移籍者は（飯田正直を除くと）1 人，1992 年 7 月に移籍した常務取締役の打田僕だけだった．図 3 に示したようにたばこ関係の売上高は一時的に回復してはいるものの，主力製品が鍛工品に取って代わった状況では，次期社長もまた日本たばこ産業の出身者というわけにはいかなかったのだろう．それに加えて，打田僕よりも年長で社歴の長い生え抜きの常務取締役が 2 人いたこともあり，5 代目になってようやく生え抜きの瀧澤敏が社長に就任した．

1999 年 6 月，社長を退任した飯田正直は，先代の建石昌男と同じように，取締役（相談役）に就任する．これでようやく，取締役社長（代表取締役）に瀧澤敏，専務取締役（代表取締役）に金子勇次という生え抜き体制が整った．しかし，その一方で日本たばこ産業出身の隈元正治が新たに取締役に就任している．2002 年に飯田正直が取締役（相談役）を退任し，隈元正治は 2004 年まで取締役として在任し続け，図 4 に示すように，三條機械の役員から日本たばこ産業からの移籍者がいなくなるのは 2005 年のことである．

初めての生え抜き社長である瀧澤敏は 1999 年から 2004 年までの 5 年間，社長を務め，退いた．瀧澤敏は，これまでとは違い，退任後，取締役（相談役）に就任することはなかった．後任の社長は順当に考えるならば常務取締役から選任される．表 2 に次期社長の候補となる 3 人の常務取締役を示している．村田哲夫は長岡工業短期大学を卒業して製造（鍛造）部門を歩み，池田英夫は三條実業高校商業科を卒業して管理部門を歩んでいる．結城明宏は 48 歳の若さで取締役に就任していることやその名字から創業者一族と推測する．結城明宏については，表 2 の記載以上の履歴は不明だが，村田哲夫や池田英夫と比べると 10 歳ほど若く，社長室次長（社長は瀧澤敏，社長室長は池田英夫）や機械本部室次長（機械本部長は池田英夫），社長室長（社長は瀧澤敏）を歴任し，将来の社長を意識した帝王学を学んでいたのではないかと考える．

2000 年代前半には，鍛工品が三條機械の売上高の半分を占めていた．傍目には鍛工部門を担当していた村田哲夫が社長の最有力候補と思われるのだが，2004 年 6 月，池田英夫が社長

表2

三條機械の役員（2003年3月期）

有価証券報告書から再掲している．

常務取締役 （鍛造本部長 製造部長）	村田哲夫 （昭和18年4月13日生）	昭和39年3月　当社入社 昭和52年7月　当社鍛造本部製造部長 昭和60年10月　当社鍛造本部鍛造部長 昭和63年10月　当社鍛造本部長代理兼営業部長兼品質管理部長 平成6年7月　当社鍛造本部品質管理部長兼海外部長 平成7年3月　当社鍛造本部副本部長 平成7年6月　当社取締役 平成11年6月　当社鍛造本部長（現任） 平成12年6月　当社常務取締役（現任） 平成12年10月　順徳楽従三条鍛造有限公司董事長（現任） 平成13年3月　当社鍛造本部品質管理部長 平成14年3月　当社鍛造本部管理部長 平成14年5月　三喜鍛工株式会社代表取締役社長（現任） 平成15年3月　当社鍛造本部製造部長（現任）
常務取締役 （本社管理本部長 総務部長 JUMP推進室長）	池田英夫 （昭和17年3月1日生）	昭和35年3月　当社入社 昭和58年11月　当社高崎工場総務部長 平成3年10月　当社本社管理本部総務部長 平成8年3月　当社社長室副室長 平成9年6月　当社取締役 平成10年9月　当社社長室長 平成12年6月　当社常務取締役（現任） 平成12年11月　当社機械本部長兼本部室長 平成13年3月　当社機械本部管理部長 平成14年2月　当社本社管理本部長兼総務部長兼JUMP推進室長（現任）
常務取締役 （社長室長）	結城宏明 （昭和28年2月6日生）	昭和51年4月　三洋電機自動販売機器㈱へ入社 昭和56年12月　同社退社 昭和57年1月　当社入社 平成12年3月　当社社長室次長 平成12年11月　当社機械本部本部室次長 平成13年4月　当社機械本部製造部長兼本部室次長 平成13年6月　当社取締役 当社機械本部副本部長兼本部室長 平成14年2月　当社社長室長（現任） 平成14年6月　当社常務取締役（現任）

に就任する．そして，池田英夫が担当していた管理部門を結城明宏が引き継ぐことになる．あるブログが池田英夫についてつぎのように記している．[8]

> 池田さんが、三条実業を卒業して、三條機械製作所へ入社した当時（昭和三十五年）。燕三条地区で上場会社は三條機械だけだった。人がうらやむ一流企業だった。だが、まじめさと堅実性だけでは業績も伸びない。三條機械を標的にしたコロナに抜かれ、コメリに抜かれアークランドサカモトにも抜かれた。ダイニチ工業、共和工業、パール金属らも迫ってきている。過去の栄光を知る

[8] 大西リポート149（2004年7月1日号）（http://www.oonishi.com/149sanjo.html

表 3

三條機械の大株主の状況（2006 年 3 月と 2007 年 3 月の比較）

有価証券報告書から再掲している．

平成18年３月31日現在

氏名又は名称	住所	所有株式数（千株）	発行済株式総数に対する所有株式数の割合（%）
ニューロング㈱	東京都台東区東上野６丁目４番14号	1,162	7.72
三條機械製作所従業員持株会	新潟県三条市大字諸子場新田1300番地	766	5.09
㈱北越銀行	新潟県長岡市大手通２丁目２番地14	733	4.87
東芝機械㈱	東京都中央区銀座４丁目２番11号	625	4.15
日本証券金融㈱	東京都中央区日本橋茅場町１丁目2番10号	624	4.14
本田技研工業㈱	東京都港区南青山２丁目１番１号	572	3.80
みずほ信託銀行㈱	東京都中央区八重洲１丁目２番１号	464	3.08
㈱結城商事	新潟県三条市西四日町１丁目５番10号	446	2.97
㈱横浜銀行	神奈川県横浜市西区みなとみらい３丁目１番１号	433	2.88
㈱損害保険ジャパン	東京都新宿区西新宿１丁目26番１号	308	2.05
計	－	6,136	40.75

平成19年３月31日現在

氏名又は名称	住所	所有株式数（千株）	発行済株式総数に対する所有株式数の割合（%）
エスエフピー　バリュー　リアリゼーション　マスター　ファンド（常任代理人　クレイディ・スイス証券株式会社）	PO BOX 309GT,UGLAND HOUSE,SOUTH CHURCH STREET GEORGE TOWN,GRAND CAYMAN,CAYMAN ISLAND,BRITISH　WEST INDIES（東京都港区六本木１丁目６番１号　泉ガーデンタワー）	1,324	8.79
ニューロング株式会社	東京都台東区東上野６丁目４番14号	1,162	7.72
株式会社北越銀行	新潟県長岡市大手通２丁目２番地14	733	4.87
三條機械製作所従業員持株会	新潟県三条市大字諸子場新田１３００番地	703	4.67
東芝機械株式会社	東京都中央区銀座４丁目２番11号	625	4.15
本田技研工業株式会社	東京都港区南青山２丁目１番１号	572	3.80
みずほ信託銀行株式会社	東京都中央区八重洲１丁目２番１号	464	3.08
株式会社結城商事	新潟県三条市西四日町１丁目５番10号	446	2.97
株式会社横浜銀行	神奈川県横浜市西区みなとみらい３丁目１番１号	433	2.88
株式会社損害保険ジャパン	東京都新宿区西新宿１丁目26番１号	308	2.05
計	－	6,773	44.98

池田さんにとってこのことが悔しくてたまらない。「昔のように三条祭りでドカーンと花火を打ち上げ、三條機械ここにありと言いたいものだ」「栄光の座を今再び」これが池田社長の悲願である。そこで社員に呼びかける。「いいかい。一発逆転のホームランを狙うなよ。ヒットでいい。四球でもいいんだ。コツコツ努力の積み重ねで勝負するんだ」「いい会社になろうよ。三條機械の社員ならうちの娘を嫁にやりたいと言われるような会社にしたいね」

表４

三條機械の役員（2011 年 3 月期）

有価証券報告書から再掲している．

取締役	本社経理部長	西巻　俊雄	昭和25年８月14日生	昭和44年３月 当社入社 平成17年７月 当社本社管理本部経理部長 平成19年６月 当社取締役（現任） 当社本社経理部長（現任）
取締役	本社総務部長 東京支店長	松崎　仁	昭和27年３月８日生	昭和49年４月 当社入社 平成17年７月 当社本社管理本部総務部長 平成19年６月 当社取締役（現任） 当社本社総務部長 兼東京支店長（現任） 平成23年５月 ㈱三条サービス代表取締役社長（現任）
取締役	ダイ・システム本部長	鮫良　加幸弥	昭和28年７月23日生	昭和45年３月 当社入社 平成13年３月 当社機械本部管理部次長 平成17年３月 当社機械本部管理部長 平成19年６月 当社取締役（現任） 当社機械本部長兼本部室長 平成21年３月 当社ダイ・システム本部長（現任）
取締役	機械本部長	相田　智	昭和22年4月28日生	昭和45年３月 当社入社 平成８年４月 当社産業機械本部機械事業部製造部長 平成10年４月 当社産業機械本部機械事業部設計部長 平成10年９月 当社産業機械本部機械事業部長兼第一機械部長 平成11年４月 当社産業機械本部機械事業部設計部長 平成13年３月 当社機械本部品質管理部長 平成14年２月 当社機械本部製造部長兼品質管理部長 平成17年３月 当社機械本部付専任職 平成17年７月 当社機械本部製造部長 平成19年５月 当社顧問 平成19年６月 当社取締役（現任） 当社システムプラント本部長 平成22年10月 当社機械本部長（現任） 平成23年５月 新栄工業㈱代表取締役社長（現任）
取締役	システムプラント本部長	原　久夫	昭和23年11月23日生	昭和42年３月 当社入社 平成16年３月 当社システムプラント本部製造部長 平成17年７月 当社システムプラント本部管理部長 平成20年12月 当社嘱託 平成22年８月 当社システムプラント本部長代行 平成23年６月 当社取締役（現任） 当社システムプラント本部長（現任）

池田英夫が社長に就任した後の最初の有価証券報告書（2005 年 3 月期）に重要な変化がある．それは【対処すべき課題】の冒頭に

当社グループは会社の将来という長期的な視点に立ち、商売の原点である「信頼」確保に向け

> て、会社を支える従業員1人ひとりが取り組み、「企業価値の最大化」、「株主利益の最大化」をめざし努力すると同時に「環境への配慮」を基本方針とし、「常に未来に向かって進化していこう」を合言葉に下記の施策に重点をおいて経営を推進してまいります。

と述べていることである．それ以前は

> 今後の見通しにつきましては、当面、景気は回復基調の持続が見込まれておりますが不安定な国際情勢による為替の影響、依然として厳しい雇用情勢による個人消費への影響、材料価格の上昇による企業の採算悪化など懸念材料も残されております。このような状況下におきまして当社グループは安定した収益力確保のため更なる企業競争力、企業体質の強化を図るため下記の項目を重点に経営を推進してまいります。

と書かれていた．大きな違いは企業価値や株主利益の最大化を明記したことにある．その違いは，付図9に見る1株当たりの配当金が経営業績に連動して増加していることに表れている．

ところが，取締役社長に池田英夫，常務取締役の製造部門に村田哲夫，管理部門に結城明宏という体制は2006年までの2年間しか続かなかった．結城明宏の名前は2007年3月期の有価証券報告書（役員の状況）からなくなっている．結城明宏の退任理由はわからないのだが，ちょうどその時期，表3に示すように，2006年3月期から2007年3月期にかけて，大株主の状況が一変している．この変化が2011年12月2日のMBO発表につながる．

創業者一族の株式会社結城商事は2.97%の株式を所有している．2008年3月期には同じ所有比率を確認できるものの，2009年3月期から，大株主の状況に結城商事の名前はない．どの程度に所有比率を減らしたのかはわからないが，三條機械から「結城」の名前が完全になくなった．

2007年6月の株主総会において退任しているのは常務取締役の結城明宏だけではない．取締役社長の池田英夫と常務取締役の村田哲夫を除くすべての役員が退任し，新たに7人が取締役に就任している．表3に示した株主構成の変化がそれを後押ししたのかどうかは定かではないけれども，まったく無関係ということはないだろう．新任の取締役7人の平均年齢は58歳であるから，世間でいうような若返りではない．しかし，この時点では，MBOに向けた動きではなく，人心を一新して体制を立て直そうということだったのだろう．ところが，9人の経営陣体制もまた2年間で終わる．2009年6月の株主総会において，2007年6月に就任した取締役7人のうち3人が退任している．

2011年6月の株主総会において，池田英夫に代わり，村田哲夫が社長に就任する．村田哲夫はこのとき68歳である．表4に2011年3月期の，村田哲夫を除く役員5人を示している．2011年6月に取締役に就任した原久夫は，2008年12月に60歳で嘱託になってからの復帰である．これまでは社長や常務など代表権を持つ取締役が兼務してきた子会社の代表取締役社長を，代表権を持たない取締役が兼任している．そして，三條機械の看板部門である鍛造本部を担当する取締役（鍛造本部長）はここにはいない（前年まで村田哲夫が担当していた）.[9] これ

[9] 最後の有価証券報告書が2011年3月期で，その後，誰が鍛造本部長に就任したのかを確認することはできていな

らは，これまでの三條機械では見ることのなかった役員人事である．

この節の最後に表 3 の 2006 年 3 月期の大株主に関連して，二つ指摘しておこう．

日本証券金融が所有比率 4.14% で 5 番目に登場している．大株主としての日本証券金融は信用取引と関係している．投資家が信用買いを行い，取引証券会社がその買付資金について証券金融会社に融資の申し込みを行う，あるいは又貸しをした場合，買い付けた株券は担保として証券金融会社に預けられる．この株券がそのまま決算日を迎えると，名義は投資家ではなく，証券金融会社となる．日本証券金融が直接に所有しているのではない．日本証券金融が大株主として登場するのは珍しいことではないが，三條機械の経営陣は，これだけの比率の株式を誰かが所有していることを看過していたのではないかと思う．

会社四季報によると三條機械のメインバンクは北越銀行である．表 3 を見ると，北越銀行は三條機械株をほぼ 5% 所有している．これがメインバンクと見なされる理由だろう．しかし，北越銀行は最大の借入先ではなく，外部監査役を北越銀行の頭取に依頼している程度の関係である．三條機械の MBO において，北越銀行がどのような役割を果たしたのかわからないが，通常，地方銀行が資本市場の業務に長けていることはなく，立ち回る余地はほとんどなかったのではないかと推測する．

4. 経営業績

ここまで三條機械の経営者がどのように推移してきたのかを述べてきた．2011 年 6 月に社長に就任した村田哲夫がその半年後に MBO を発表するのだが，そこに至るまでの三條機械の経営業績を見ておこう．

まずは，売上高と営業利益，売上高営業利益率である．それぞれ，その推移を付図 1 から付図 3 までに示している．売上高は 150 億円を挟んで増減しながら推移している．そして，営業利益もまた売上高の増減に呼応するように増減している．呼応して増減しているのであれば，売上高営業利益率は安定していると推測するのだが，そうではない．営業利益率は不安定で，1995 年と 1996 年，そして 2009 年と 2010 年は営業損失を計上していることからマイナスである．

1995 年 3 月期，三條機械は 37 年ぶりに経常赤字を計上した．「三条地区だけではなく，新潟を代表するメーカー」の業績不振だけでに，『日本経済新聞』（1995 年 5 月 23 日付，朝刊，新潟経済）がつぎのように取り上げている．

> 九五年三月期は競争激化に伴う製品単価引き下げが響いて、三十七年ぶりの経常損失を計上した。最盛期には JT（日本たばこ産業）向けのたばこ製造機が同社の売り上げの五割以上を占めていたが、現在のシェアは六・四％にまで下がった。産業構造が変わり、景気が好転しても大幅な受注回復は難しい。「有力企業に密着しているだけでは現状を打開できない」（飯田正直社長）との

い．2013 年 6 月 21 日付で駒形羊一が取締役に就任したのだが，その役職は鍛造本部副本部長兼製造部長兼品質管理部長だった．

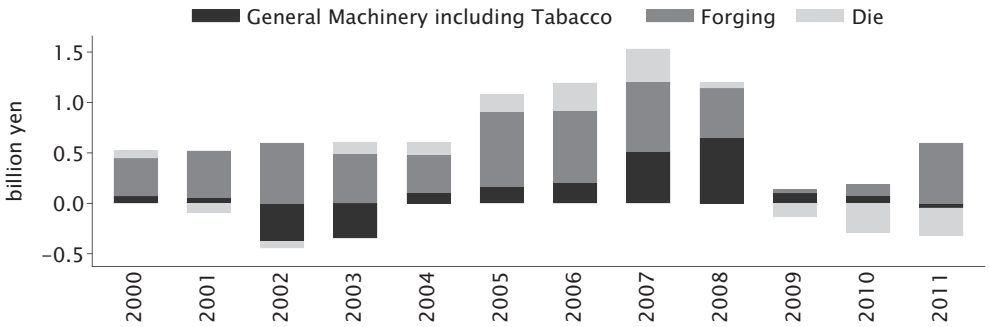


図 5. セグメント別営業利益.

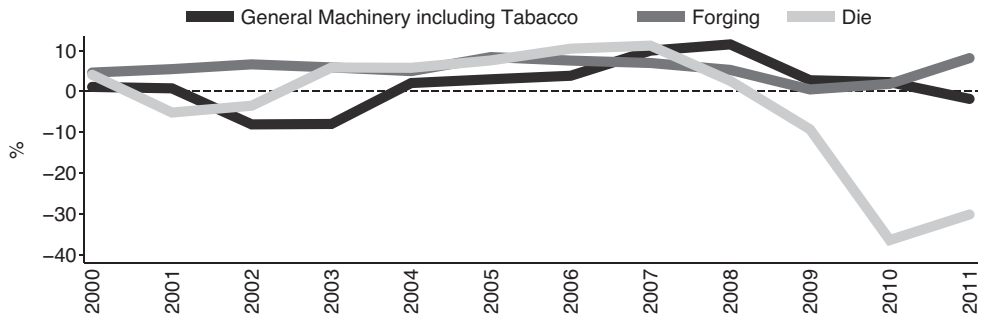


図 6. セグメント別売上高営業利益率.

データは有価証券報告書の（セグメント情報）から採取している．一般機械（General Machinery including Tabacco）には，たばこ製造用機械・装置（JT 工場内製造装置），産業機械（ラベル印刷機，各種専用機），工作機械（ブローチ盤，スライシングマシン），その他（機械部品加工など）が含まれている．鍛工品（Forging）は車両部品（2 輪車，4 輪車用コネクチングロッドなど）であり，金型（Die）は金型（ダイカスト金型，ロータリーダイ）である．

> 危機感から、九四年十月から新分野を開拓する企画開発室を発足させた。たばこ機械に代わる分野として力を入れようとしているのが、各種専用機。「割りばしの自動包装機から電池の製造機まで、ユーザーの需要にこたえていく」（飯田社長）方針で、独自開発部門を強化する。四月には機構改革に踏み切り、産業機械本部とダイカスト金型製造などのダイ・システム本部を一本化、高崎事業本部をプラントシステム部に改称、鍛造本部と合わせて三本部を事業の柱に据えた。

図 3 に示したように，たばこ関係の売上高比率は 1995 年に激減している．すでに，1985 年に結城冨重郎が「非たばこ」を重視する方針を語っているが，その後もたばこ関係の比率は極端に低下することはなく，1994 年度になって，その比率が 10% を下回り，その影響により赤字に転落し，ようやく「脱たばこ」に着手しようとしている．

「脱たばこ」に代わる「割りばしの自動包装機から電池の製造機まで」には「コンドーム」も含まれていた.[10] 1995 年 11 月 21 日，常務取締役の早川昭雄が新潟経済記者クラブで「コンドームをつくる自動化ラインに魅力がありましてね。今までの（たばこの製造プラントの技術）

[10] 大西リポート 023（1995 年 12 月 1 日号）（http://www.oonishi.com/023sanki.html）

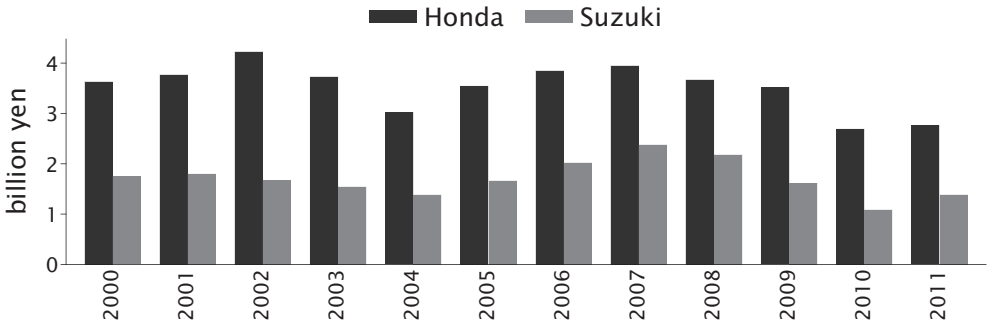


図 7. 取引先別売上高.

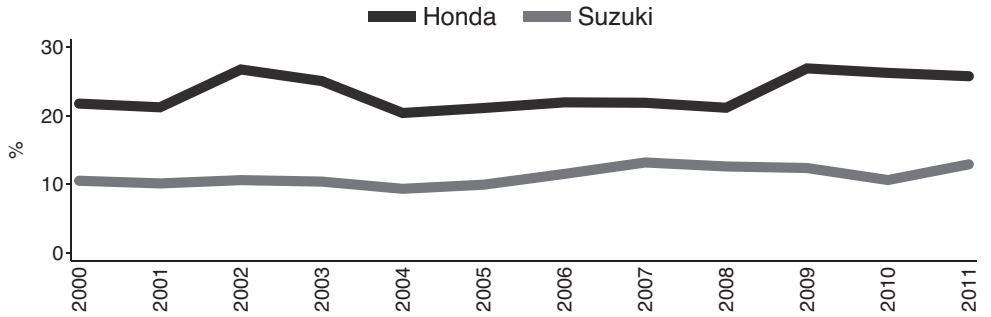


図 8. 取引先別売上高比率.

技術がそっくり生かせるんです」と発表した．その計画では「日本ゴム工業（千葉市）と共同出資で新会社「サンテック」を設立し、三條機械の高崎工場内に 8 億円をかけて年産 36 万グロスのコンドーム工場をつくり来年 8 月から 70 人体制で操業する。できたコンドームは日本ゴム工業が引き取って主に海外で販売する」．しかし，この事業は販売担当会社の倒産により失敗に終わる．1998 年 3 月期に，約 9 億 2,000 万円の特別損失（主として連帯保証債務）を計上し，営業利益の黒字を消し去り，最終損益は赤字に陥っている．

あるブログが初代の生え抜き社長，瀧澤敏とのインタビューをつぎのように記している.[11]

> 当の本人に面と向かって「お宅の会社は魅力がないですね」とはいえない。そこで「地味な会社ですね」といった、「我が社は日本たばこ産業の仕事をもらって生きてきた会社ですから、たばこ産業についていけば何とかなってきた。だから親方日の丸というぬるま湯につかっていたんです」と滝沢社長はわかり易く説明した。そうか、三條機械製作所はたばこ産業の下請けだったんだ。だから地味でコツコツ、名前を売る必要性もなかったのである。でも今はそうはいかない。何しろたばこ産業からの仕事は売上の 10 %を切った。大転換を求められている。三代目社長、四代目社長はたばこ産業からきたが五代目は、はえ抜きを起用した。それが滝沢さんである。地味な会社の社長だけに就任の抱負も「まず、生き残ることです」といい「それにはものづくりに徹することです」と語った。

[11] 大西リポート 076（1999 年 11 月 1 日号）（http://www.oonishi.com/076sanjo-kikai.html）

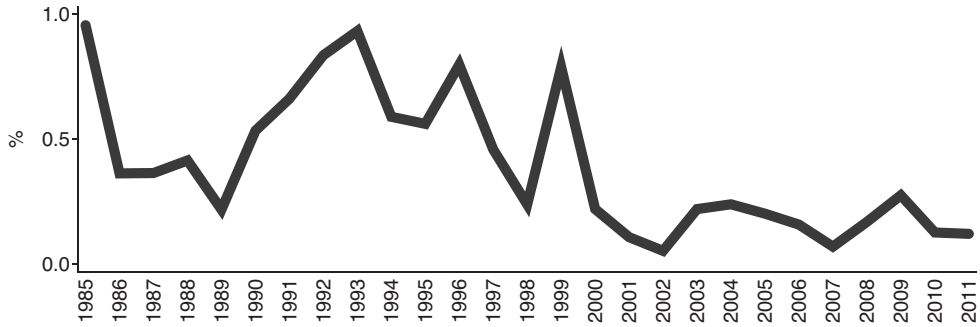


図 9. 研究開発強度（R&D intensity）.

$$\text{研究開発強度} = \frac{\text{技術研究費または研究開発費}}{\text{売上高}}.$$

瀧澤敏は「三條機械は日本たばこ産業の下請けだった」と位置づけている．その認識は正しく，「たばこ」に依存したことよりも「下請け」のほうが根深い問題だろう．

2004 年あたりから 2008 年までは順調に推移している．その要因をセグメント情報から調査してみよう．三條機械は，ラベル印刷機などの機械本部，自動車部品の鍛造本部，金型のダイ・システム本部の三つの事業部門から構成されている．図 5 にセグメント別の営業利益を，図 6 にセグメント別の売上高営業利益率を示している．ここでは，たばこ関係だけのデータが入手できなく，たばこ関係を含む一般機械と鍛工品，金型という区分になっている．2008 年までを見ると，鍛工品が安定して利益を確保している．一般機械の損益は 2004 年以降，黒字に転換し，全体の利益を押し上げている．

しかし，リーマン・ショック後の 2009 年から状況が変わる．鍛工品には落ち込みからの回復が見られるものの，一般機械は落ち込んだままで，金型は 2005 年から 2007 年までの黒字から赤字に転落している．付図 1 に見るように，2008 年から 2009 年にかけて，売上高は約 25% 減少している．売上高の半分を占める鍛工品は約 16% の減少だが，一般機械が約 35% 減少し，足を引っぱっている．鍛工品は自動車部品が中心である．取引先別の売上高と売上高に占める比率を調べてみると，2008 年から 2009 年にかけては，ホンダよりもスズキのほうが減少が大きい（図 7 と図 8 を参照されたい）．

池田英夫が『日本経済新聞』（2004 年 8 月 6 日付，朝刊，新潟経済）においてつぎのように語っている．

> 「異なる会社が三社あると考えた方が分かりやすい」。池田英夫社長は本社工場をこう表現する。機械、ダイ・システム、鍛造の三本部は技術や生産工程、受発注が全く異なるのだ。「ない技術は板金くらいではないか」。本社工場を見回して池田社長はこう話す。「鍛造・プレス」「金型成型」「機械製造」などを併せ持つ企業は県内に多くはない。三本部は一見ばらばらだが、機械本部の社員が鍛造本部に回り生産性向上を進めるといった取り組みもなされている。

1995 年 3 月期に 37 年ぶりに経常赤字を計上した後，企画開発室が主導して各種専用機へと

模索した．しかし，ここでの池田英夫の発言には各種専用機のことは触れられていない．図 9 は研究開発強度の推移を示している．2000 年代に入って，研究開発強度は低迷し続けている．自社製品を開発して販売するという努力の一端が研究開発強度に表れると考えるならば，やはり「たばこ」ではなく「下請け」体質が問題なのだろう．

この節の最後に貸借対照表の推移を見ておこう．付図 4 は，負債と資本，総資産の推移を示している．エクイティ・ファイナンスによる増資の影響は 1991 年までで，それ以降の資本の増加は内部留保の積み上げである．資本構成が変化しているのは 2009 年である．借入金を返済して負債を圧縮している．そのオフセットとして，付図 6 に示すように有形固定資産が減少している．その一方で，付図 8 に見るように現金保有が増加している．貸借対照表の変化を見ると，2009 年 3 月期から，それが MBO であるかどうかはわからないが，何か重要な方針が意思決定されたのではないかと推測する．

5. アクティビスト・ファンド

三條機械の MBO は，2006 年 12 月に突然，現れた外資系ファンド（アクティビスト・ファンド）の大株主がきっかけになっていることに疑いを挟む余地はない.[12] もし，この大株主が現れなければ，三條機械の MBO は実施されたかどうか，実施されるとしても，このタイミングではなかっただろう．その大株主とはザ・エスエフピー・バリュー・リアライゼーション・マスター・ファンド・リミテッド（The SFP Value Realization Master Fund Ltd.）である．そして，そのファンドに投資助言（投資運用）を行っているのが，株式会社シンフォニー・フィナンシャル・パートナーズ（Symphony Financial Partners（SFP））である．SFP は東京とシンガポールに拠点を持っている.[13] そして，SFP が運用するファンドの中で日本企業に特化したファンドが SFP Value Realization Fund である．

SFP は，1990 年代後半に企業買収をめぐる交渉の席で出会った柴田一彦（買収される日本企業の担当弁護士）と David Baran（買収する米国企業の代表者）により，2000 年に設立された.[14] 柴田一彦は野村證券において，18 年間，主として M&A アドバイザリー業務に従事していた．David Baran は，リーマン・ブラザーズやゴールドマン・サックス，バークレイズ・キャピタルの東京支店において，シニア・マネジメントとして，日本株式および株式デリバティブ商品のプロップ・トレーディング（proprietary trading，自己売買部門）を監督し，その後，バイ・サイド（資産運用会社）に移り，米系ヘッジファンドにおいてプライベート・エクイティ投資事業の立ち上げと運営に携わってきていた．株式会社 GCI アセット・マネジメントが発行する「GCI Global View」（2008 年 6 月 9 日号）は SFP をつぎのように評価し

[12] アクティビスト・ファンドについては，Becht, Franks, Mayer, and Rossi（2009）や Brav, Jiang, and Kim（2009，2015），Brav, Jiang, Partnoy, and Thomas（2008），Gillan and Starks（2007），Gantchev, Gredil, and Jotikasthira（2014），Klein and Zur（2009），井上（2008），田村（2014）などを参照されたい．

[13] http://symphony-fp.com.sg/

[14] http://www.fromhc.com/interview2/2010/01/post-5.html

表 5

ザ・エスエフピー・バリュー・リアライゼーション・マスター・ファンド・リミテッド（EDINET コード: E08950）による保有株式

みずほ総研（2009，135 頁）を再掲している．

（単位：百万円）

投資先	投資割合	投資額	投資先	投資割合	投資額
セントラルユニ	11.27%		中央経済社	5.57%	167
松屋	11.55%	6,475	名糖産業	8.03%	1,433
アバールデータ	16.38%	1,183	ティムコ	12.29%	360
アロカ	13.52%	3,778	前澤工業	7.35%	1,323
マークテック	13.25%	730	中部水産	7.67%	761
三條機械製作所	16.78%	1,485	キングジム	9.78%	2,315
瑞光	7.64%	597	松風	10.42%	5,347
日本セラミック	7.40%	2,830	アグロ カネショウ	6.61%	310
養命酒製造	5.64%	2,183	白青舎	6.52%	269
ナガワ	8.43%	1,986	セントラル警備保障	4.43%	621
日本開閉工業	4.45%	468	中北製作所	6.75%	836
前澤給装工業	15.87%	3,959	東洋テック	16.03%	1,597
ニレコ	13.72%	1,054	ｴｲﾄｺﾝｻﾙﾀﾝﾄ	5.44%	623
タイガースポリマー	4.58%	696	学研クレジット	5.30%	500

※ 2009 年 7 月～9 月時点での過去最大の保有割合と投資額。
出所：EDINET による大量保有報告書

ている．[15]

> フレンドリーアクティビストとして評価の高い SFP（Symphony Financial Partners）は株式を大量保有しますが、あくまで経営陣とのパートナーシップのような関係構築を重視します。運用チームは日本人と米国人で構成されており、米国人の中には高校のころから日本にずっと住んでいて完全な日本語を操る人や、伴侶が日本人であるため日本に住んで働き家族と暮らすことを前提としている人がいます。かつてはフレンドリーであることが理解されずに、ファンドが大株主として所有するある会社から提訴を受けたこともあるほどですが、現在は“雨降って、地かたまる”の言葉通りその会社の経営陣から信頼を得て、大株主としての意見や経営アドバイスを求められるまでの関係を築いています。

SFP を一躍，有名にしたのはニレコ事件である．制御機器メーカーの株式会社ニレコ（以下，ニレコ）は敵対的買収の防衛策として新株予約権を活用した「ライツ・プラン」を導入した．具体的には，2005 年 3 月，ニレコの取締役会は，すべての株主に 1 株に対して 2 株の新株予約権を無償で与え，その権利行使価格を 1 円とする「ライツ・プラン」を決議した．その決議に対して，株主の SFP が発行差止を求める仮処分を申請した．そして，2005 年 6 月 1 日，東京地裁は「商法が禁じる著しく不公正な発行に当たる」としてニレコに対して差止を命じる仮処分決定を下した．この事件は 4 年後の 2009 年 2 月に，ニレコが SFP から保有株式を買い取ることにより決着した．その経緯を『日本経済新聞』（2009 年 3 月 5 日付，朝刊）はつぎのように報じている．

[15] http://www.gci.jp/report/pdf/GV080609.pdf

表 6

ザ・エスエフピー・バリュー・リアライゼーション・マスター・ファンド・リミテッド
（EDINET コード: E08950）による三條機械株の保有

大量保有報告書の 第 4【提出者及び共同保有者に関する総括表】に基づいて作成している．大量保有報告書とは，金融商品取引法に基づき，上場会社の株券等や投資証券等を 5% を超えて保有した場合に大量保有開示制度に基づいて内閣総理大臣（金融庁）に提出が義務付けられる法定書類のことである．5% を超えて保有した者は 5 営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない（金融商品取引法 27 条の 23 第 1 項）．また，大量保有報告書を提出した後，株券等保有割合が 1% 以上増減した場合や，その株式を担保に差し入れるなどの事由が発生した場合，保有目的が変更となった場合その他の大要保有報告書に記載すべき重要な事項の変更が生じた場合には，5 営業日以内に変更報告書を提出しなければならない（金融商品取引法 27 条の 25 第 1 項）．最後の列の株価 # は参考情報として報告義務発生日 # の終値を示している．なお，2006 年 12 月 22 日の報告については書類を確認することができなく，2006 年 12 月 28 日の報告書から保有割合だけを転載している．

報告義務発生日 #	報告書提出日	保有株数	増減株数	保有割合	株価 #
	2006 年 12 月 22 日			5.47	
2006 年 12 月 25 日	2006 年 12 月 28 日	981,000		6.51	562
2007 年 1 月 30 日	2007 年 2 月 6 日	1,138,000	157,000	7.56	625
2007 年 2 月 21 日	2007 年 2 月 28 日	1,292,000	154,000	8.58	605
2007 年 3 月 20 日	2007 年 3 月 28 日	1,443,000	151,000	9.58	595
2007 年 4 月 27 日	2007 年 5 月 9 日	1,600,000	157,000	10.63	604
2007 年 5 月 23 日	2007 年 5 月 29 日	1,783,000	183,000	11.84	625
2007 年 5 月 31 日	2007 年 6 月 7 日	2,024,000	241,000	13.44	663
2007 年 6 月 11 日	2007 年 6 月 19 日	2,180,000	156,000	14.48	695
2007 年 6 月 22 日	2007 年 6 月 29 日	2,352,000	172,000	15.62	769
2007 年 7 月 30 日	2007 年 8 月 6 日	2,513,000	161,000	16.69	690
2007 年 9 月 26 日	2007 年 10 月 3 日	2,667,000	154,000	17.71	637
2008 年 8 月 19 日	2008 年 8 月 26 日	2,818,000	151,000	18.71	411
2009 年 1 月 13 日	2009 年 6 月 29 日	2,906,000	88,000	19.30	222
2009 年 7 月 21 日	2009 年 7 月 28 日	2,974,000	68,000	19.75	192
2009 年 11 月 18 日	2009 年 12 月 10 日	3,040,000	66,000	20.19	170
2010 年 6 月 3 日	2010 年 6 月 10 日	2,945,000	−95,000	19.56	174
2010 年 8 月 24 日	2010 年 8 月 31 日	2,359,000	−586,000	15.67	155
2010 年 11 月 19 日	2010 年 11 月 26 日	2,438,000	79,000	16.19	142
2010 年 12 月 14 日	2010 年 12 月 21 日	2,642,000	204,000	17.55	166
2011 年 1 月 12 日	2011 年 1 月 19 日	2,798,000	156,000	18.58	200
2011 年 7 月 29 日	2011 年 8 月 5 日	2,959,000	161,000	19.65	205
2011 年 9 月 2 日	2011 年 9 月 9 日	3,111,000	152,000	20.66	207
2011 年 10 月 5 日	2011 年 10 月 13 日	3,332,000	221,000	22.13	208
2011 年 10 月 28 日	2011 年 11 月 7 日	3,485,000	153,000	23.14	227

産業用制御機器製造のニレコは四日、同社の筆頭株主である投資ファンドが保有する全株を二月二十日付で買い取ったと発表した。取得金額は約十億円。買収者の出資比率を下げるポイズンピル（毒薬条項）を盛り込んだ防衛策の導入の是非を巡り法廷闘争に発展したニレコ株を巡る問題は、異議を唱えた大株主が保有株を手放す形で幕を引くことになった。

ニレコの自社株買いに応じる形で、ザ・エスエフピー・バリュー・リアライゼーション・マスター・ファンド（英領ケイマン諸島）は保有する百四十二万株（議決権ベースの出資比率は一五・七％）をすべて売却した。ニレコの取得価格は一株七百五十七円（四日の終値は六百五十円）。

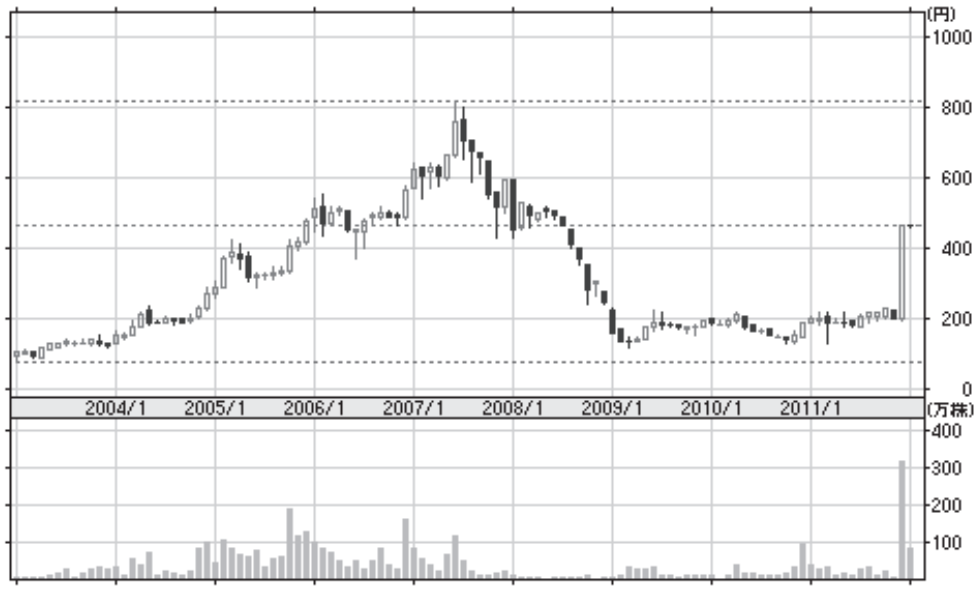


図 10. 株価チャート（月足 10 年）. http://www.nikkei.com/

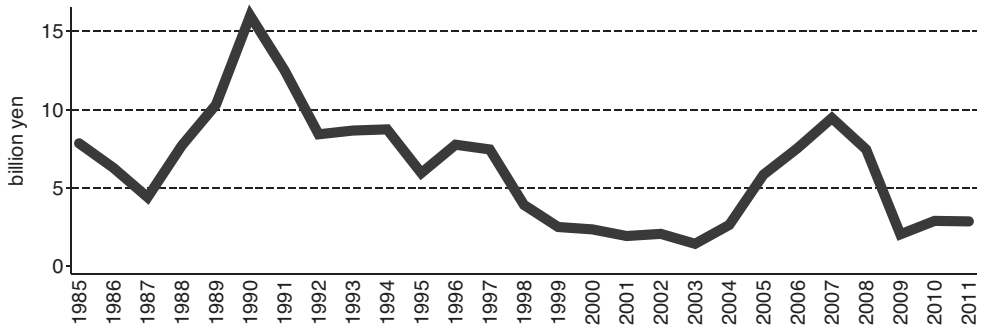


図 11. 株式時価総額.

ニレコによると「昨年末にファンド側から株式を買い取ってほしい」（同社幹部）との打診があったという。取得した自社株は取引先などに保有してもらうことなどを検討している。

SFP のアプローチは「競合他社が支払うであろう「買収価値」より低い価格で株式を取得する」バリュー戦略である.「対象となる企業は主に同族経営で、上場後も株式があまり流通せず、証券会社のアナリストもカバーしておらず、時価総額が 50 億円にも満たないような小企業」で「支配株主に影響を及ぼすのに十分と思われる 15〜25% の株式を地道にかき集め、株式分割、自社株買い、配当の引き上げ、合併、マネジメント・バイアウト（MBO）などを提案する」という.[16] David Baran は「私どもが投資をする際には、相当程度の持分を取得しま

[16] http://jp.wsj.com/articles/SB10001424052702304461804579346151034479662

す（マイノリティであっても、一定の影響力を確保できる程度の株式数を取得）。世間に真の企業価値を理解いただけるよう、経営陣と一体となって働きたい、との意思を経営陣に伝えたいからです」と語り，「1 社で 20% 程度のリターンに興味はない。われわれが求めるのは 1 社で 200～300% のリターンであり、そのためには 3～4 年かかっても構わない」と狙いを明らかにしている.[17] [18] Brav, Jiang, and Kim（2009）は，バリュー戦略の対象となる企業について，低成長であるがためにフリー・キャッシュ・フローを持て余す，いわゆる Jensen（1986）のエージェンシー問題が懸念される金のなる木（cash-cows）と表現している．経営業績が悪い企業が対象になるのではない．

SFP はどのような活動をしてきたのかを見てみよう．表 5 は三條機械が MBO を発表する 2 年ほど前に作成されている．過去（2009 年 7 月から 9 月まで）における投資割合と投資先を示しているのではなく，過去の時点に立って，それまでの最大の投資割合と投資先を示していることに注意しよう．David Baran が「私どもが投資をする際には、相当程度の持分を取得します」と語っているように，10% を超える保有比率を持つ投資先が多数ある．これらの投資先について「経営陣と一体となって働きたい」と語っている．柴田一彦もまた「私はポートフォリオマネジャーというよりも企業アドバイザーのような存在だ。保有する全ての企業に対し、経営陣と対立するのではなく、彼らの側に立って現状を理解してもらうことに努めている」と語っている.[19]

ところが実際は必ずしもそうとは思えない．東洋テックは 2006 年 10 月にセコムに売却している．前澤給装工業は 2009 年 3 月に株式を買い取らせている．マークテックは 2010 年 5 月に MBO を実施し，上場を廃止している．アロカは 2010 年 12 月に日立メディコによる TOB に応じて売却している．アバールデータは 2011 年 3 月に株式を買い取らせている（その後，アバールデータは株式を株式会社ニコンに売却している）．これが「経営陣と一体となって働く」ことなのかと思うのだが，株式会社 GCI アセット・マネジメントが発行する「GCI Global View」（2008 年 6 月 9 日号）がつぎのように解釈を与えている．

> アクティビストのアプローチについて今さらながら述べると、数あるアクティビストがいくつかの方法論を唱えながらも、一線を引くとすれば“いつでも逃げられる”体制をとった上で、株主として提案、要求をしているかどうか、というポイントがあると思います。
>
> 先日、日経新聞でも紹介された Atlantic (Atlantic Investment Management) は“建設的株主提案”を経営陣に提出するフレンドリーアクティビストとして日米での実績があります。 保有株の流動性を重視し、パブリックに提案することも時にはあるが決して動きの取れない場所に陥

[17] http://www.fromhc.com/interview2/2010/01/post-5.html

[18] Gompers, Kaplan, and Mukharlyamov（2015）は，プライベート・エクイティ・ファンドに評価方法についてアンケート調査し，MOIC（Multiple On Invested Capital）や gross IRR（Internal Rate of Return）が多用されていることを報告している．この結果は，CFO に評価方法についてアンケート調査を実施した Graham and Harvey (2001) とはかなり違っている．しかしながら，CEO に企業内の資本配分についてアンケート調査を実施した Graham, Harvey, and Puri (2015) では，NPV (Net Present Value) が最重視されているものの，部署 (division) の上級マネジャーの評判や gut feel など属人的な要因（human element）も重視されていることを報告している．

[19] http://jp.wsj.com/articles/SB10001424052702304461804579346151034479662

> ることはなく、いつでも逃げられる（株を市場売却する）体制を常に持っているという点で、何を信頼できて何を信頼できないか、ということを良くわかっていると思います。言い方を変えると、経営陣が頭の中で何を考えているかわからないし、複雑に絡み合った取引関係の中で組織人の意見を大きく変えることは簡単ではない、ということを理解していると思います。

David Baran は「ディスクロージャーの強化や JSOX・IFRS 対策など上場企業にますますの情報開示が課せられているので、上場廃止を検討する経営陣が増えているんです」という.[20] しかし，実際は「SFP が上場廃止を検討する経営陣を増やしている」という側面がある．

表 6 は SFP が三條機械株をどのように買い進めてきたのか（地道にかき集めてきたのか）を示している．SFP が三條機械の株式を保有していることは，2006 年 12 月 22 日の大量保有報告書により明らかになった．その時点ですでに 5.47% を保有していた．図 10 を見ると，2006 年の 12 月に急激に出来高が増え，株価は 500 円から 600 円に近づくまで上昇している．2006 年 12 月 28 日の大量保有報告書（保有株式は 981,000 株）を見ると，SFP は 2006 年 12 月 15 日から 25 日までの 10 日間に 23 万 1,000 株を購入している．それ以外の 75 万株はそれ以前に購入している．2006 年 12 月 28 日の大量保有報告書から判明する 1 株当たりの購入単価（簿価）は 495 円であることから，それ以前により安い株価で購入している．株価に注目して図 10 から察しをつけると，SFP は 2005 年の後半あたりから三條機械株を購入していた，あるいは売買していた可能性がある．

2007 年，SFP は継続して三條機械株を買い進め，2007 年 10 月 3 日には 17.71% まで保有比率を高めている．柴田一彦と David Baran は，「当時の欧米の投資家の間では、日本企業の経営陣の注意を引くには 3 %の株式を握れば十分だと考えられていた。ところが、その程度で日本企業が「外部の助言」に聞く耳を持つことはない」ことから，「日本企業を動かすには相当数の株式を握る必要がある」と意見が一致していた.[21] 池田英夫は『日本経済新聞』（2007 年 11 月 20 日付，朝刊，新潟経済）において，「向こうが何もしないのに、こちらがどうかするのも」と語っている．しかし，SFP と接触がなかったわけではない．池田英夫は「会社の状況を何度も説明している」とも語っている．最も早い時期を考えるならば，2007 年 10 月には SFP は三條機械に接触しているだろう．

図 11 は三條機械の時価総額の推移を示している．SFP が三條機械株を買い進めた 2007 年は株価のピークだった．2004 年から 2007 年にかけての株価上昇は，SFP が株式を買い進めた要因もあると考えるが，付図 2 や付図 3 を見ると，営業成績に裏付けられていたとも思う．ところが，2007 年 2 月からサブプライム住宅ローン危機が顕在し，2008 年 9 月にリーマン・ブラザーズが経営破綻した．あらためて表 6 を見ると，SFP はサブプライム住宅ローン危機が深刻になる時期に三條機械株を買い進めてきた．その後，2009 年 12 月まで保有割合を徐々に高めている．2009 年 12 月 10 日の大量保有報告書から 1 株当たりの購入単価（簿価）を計

[20] http://www.fromhc.com/interview2/2010/01/post-5.html

[21] http://jp.wsj.com/articles/SB10001424052702304461804579346151034479662

表 7

2011 年の MBO（経営陣等による自社買収）企業一覧

上場廃止企業（http://delisting.info/2011/index.html#tob）に基づいて作成している．決済は「買付け等の決済をする金融商品取引業者・銀行等の名称」について，証券を省略した略称を示している．プレミアムは株式公開買い付け（TOB）価格が過去の終値の単純平均をどれだけ上回っているかを示している．

				プレミアム（%）			
発表日	企業名	上場区分	決済	1 か月	3 か月	6 か月	上場年
1 月 7 日	イマージュ	東証 1 部	みずほ	17.20	26.10	22.20	1993
1 月 31 日	ワークスアプリケーションズ	JASDAQ	みずほ	30.60	43.40	43.10	2001
2 月 2 日	エノテカ	東証 2 部	日興	68.10	89.80	93.80	2006
2 月 3 日	CCC	東証 1 部	野村	27.80	35.30	48.20	2000
2 月 4 日	アートコーポレーション	東証 1 部	野村	38.80	41.80	35.60	2004
2 月 7 日	田中亜鉛鍍金	JASDAQ	日興	43.90	48.10	47.10	1997
3 月 4 日	ビジネストラスト	JASDAQ	日興	47.00	46.60	44.30	2001
7 月 8 日	ゴトー	JASDAQ	大和	79.60	78.70	77.10	2004
7 月 29 日	マスプロ電工	東証 1 部	日興	63.40	65.10	47.40	1991
8 月 8 日	東山フイルム	JASDAQ	日興	32.00	29.20	33.80	2007
8 月 30 日	新立川飛行機	東証 2 部	大和	101.53	67.20	52.10	1961
8 月 30 日	立飛企業	東証 2 部	大和	56.00	46.70	40.00	1961
9 月 2 日	パルス	東証 1 部	日興	49.50	44.20	35.20	2002
9 月 15 日	RH トラベラー	JASDAQ	SBI	45.50	40.70	35.50	1989
9 月 16 日	日本医療事務センター	東証 2 部	日興	67.20	59.20	51.40	1992
10 月 21 日	ヤマトマテリアル	JASDAQ	みずほ	50.80	41.60	47.20	1999
11 月 7 日	カラカミ観光	JASDAQ	日興	55.80	36.40	27.70	1995
12 月 2 日	三條機械製作所	東証 2 部	日興	123.90	123.90	136.40	1956
12 月 5 日	アップガレージ	マザーズ	日興	26.00	34.00	38.00	2004
12 月 16 日	ホリプロ	東証 1 部	野村	67.50	61.00	55.60	1989
12 月 20 日	ワオ・コーポレーション	JASDAQ	みずほ	107.60	102.50	92.90	1988

算してみると約 554 円になる．株価（時価）を 170 円とすると約 300 万株について約 11 億 5,000 万円の評価損を抱えていた．

SFP は 2010 年に入り，株式を売却し，保有割合を 20.19% から 15.67% まで下げている．その理由はわからない．しかし，その後，再び，買い進め，2011 年 11 月には 23.14% を保有するまでになる．2011 年 11 月 7 日の大量保有報告書から 1 株当たりの購入単価（簿価）を計算してみると約 477 円になる．株価（時価）を 227 円として約 349 万株について約 8 億 7,000 万円の評価損を抱えていた．

表 7 に 2011 年の MBO 企業の一覧を示している．TOB 価格が過去の終値の単純平均をどれだけ上回っているかを示すプレミアムに注目しよう．経済産業省（2007，8–9 頁）がいうように「プレミアムが何％以上であれば妥当である」という一義的・客観的な基準を設けることはできない．表 7 を見ると，三條機械は相当に高いプレミアムを支払っていることがわかる．河西・齋藤・川本（2011）は，非公開化目的の株式がアンダー・バリューの状態に置かれてい

るほどプレミアムは高くなることを報告している．また，三條機械の MBO は決済代行会社が SMBC 日興証券（資金融資が三井住友銀行）なのだが，表 7 の決済を見ると，SMBC 日興証券が 21 社中 9 社を占め，積極的にビジネスを展開していることがうかがえる．

TOB 価格について，「MBO の実施及び応募の推奨に関するお知らせ」にはつぎのように書かれている．

> SMBC 日興証券により上記各手法において算定された当社普通株式の 1 株当たりの株式価値はそれぞれ以下のとおりとのことです。
>
> 市場株価法では、最近における当社普通株式の市場取引の状況等を勘案の上、平成 23 年 11 月 30 日を基準日として、東京証券取引所における当社普通株式の直近 1 ヶ月間の終値の単純平均値 212 円（小数点以下四捨五入。以下、平均株価の計算において同じです。）及び直近 3 ヶ月間の終値の単純平均値 209 円を基に、当社普通株式 1 株当たりの株式価値の範囲を 209 円から 212 円までと分析しているとのことです。
>
> 類似上場会社比較法では、上場会社の中から当社と事業内容等が類似する企業を複数選定し、市場株価や収益性を示す財務指標との比較を通じて当社の株式価値を分析し、当社普通株式の 1 株当たりの株式価値の範囲を 455 円から 479 円までと分析しているとのことです。
>
> DCF 法では、公開買付者より提出された当社に係る事業計画を検討の上、直近までの業績の動向、一般に公開化された情報等の諸要素を考慮した当社の将来の収益予想に基づき、当社が将来生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて企業価値や株式価値を分析し、当社普通株式 1 株当たりの株式価値の範囲を 420 円から 510 円までと分析しているとのことです。
>
> 公開買付者は、SMBC 日興証券による当社普通株式の株式価値算定の結果を参考にしつつ、当社及びシンフォニーとの協議・交渉の結果や、当社による本公開買付けへの賛同の可否、過去の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例において買付価格に付されたプレミアムの実例及び本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、最終的に平成 23 年 12 月 2 日に本公開買付価格を 468 円に決定したとのことです。

SFP にとって TOB 価格は 1 円でも高い方が望ましい．TOB 価格の決まり方には SFP が強く影響していた．三條機械が SFP に提示した TOB 価格について「当初の提示価格は 50% のプレミアムだったがバラン氏と柴田氏は低過ぎるとして拒否し、3 週間の交渉を経て（表 7 に示したように）136% のプレミアムで交渉はまとまった」という．[22] なお，三條機械が MBO を発表したのは 2011 年 12 月 2 日で，そこまでに 3 週間，交渉していたとすると，SFP が最後に買い増しした 2011 年 10 月 28 日のすぐ後，2011 年 11 月上旬には本格的な議論が始まっていたことになる．

6.　三條機械の MBO

2012 年 1 月 24 日，三條機械は「親会社及び主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」という適時開示情報をリリースし，MBO が滞りなく完了したことを知らせている．村

[22] http://jp.wsj.com/articles/SB10001424052702304461804579346151034479662

田商事による公開買付けは，2011 年 12 月 5 日から 2012 年 1 月 23 日まで実施された．普通株式 14,172,394 株の応募があり，その全てを村田商事が三井住友銀行（新潟支店）から約 66 億円を借り入れて取得した．これで村田商事は三條機械の株主総会における議決権の 96.45%（14,173 個の議決権）を握った．後は，残る 3.55% の少数株主を排除して，完全子会社にするための手続き（スクイーズ・アウト）を経て，三條機械は上場廃止となり，村田商事と合併する（笹山・松村・二上（2011，72–73 頁））．

三條機械は MBO を選択した理由について，「MBO の実施及び応募の推奨に関するお知らせ」においてつぎのように述べている．

> 公開買付者は、当社が中長期的に企業価値を向上させていくためには、今こそが経営改革を断行し、事業環境の変化を成長機会と捉えさらなる発展を目指す時期であるが、これらの施策を実行することは、短期的には業績悪化が生じる懸念や、中長期にわたり利益の変動性が高まるリスクを内包するとのことです。特に海外展開においては、相応の設備投資が生じると共に、投資実行後直ちにその効果が現れるとは限らないとのことです。当初計画した通りに収益に寄与するとは限らずリスクを伴う可能性もあることから、一時的に財務状況等の悪化により企業価値が毀損する可能性があり、またそれらに起因する株価の下落が起こるリスクも懸念され、株主の期待に沿えない可能性があるとのことです。そこで、村田哲夫氏及び松崎仁氏は、このような経営環境を乗り切り、一貫した経営ビジョンに基づく断固とした経営改革を実行するためには、株主、経営陣及び従業員が一丸となって当社の経営改革に注力するだけにとどまらず、経営陣自身にリスクを集中して、その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こそが、中長期観点から当社の企業価値の最大化のために取り組むべき施策であると考え、平成 23 年 8 月頃から本取引についての具体的な検討を開始したとのことです。

一方，経済産業省（2007）は MBO が行われる背景や目的について，つぎのように述べている．

(1) 市場における短期的圧力を回避した長期的思考に基づく経営を実現する．
(2) 株主構成が変更されることによる柔軟な経営戦略を実現する．
(3)「選択と集中」を実現する．
(4) 危機意識の共有による従業員等の士気を向上させる．
(5) 企業のライフサイクルの中で上場の継続が適さなくなるとき，MBO により非上場化し，各企業に適した資本関係を実現する．

三條機械の説明を経済産業省（2007）に照らしてみると，(1) から (5) までがほぼすべてが満遍なく述べられている．述べられてはいるが，説得的な内容があるわけではない．経済産業省（2007）が日本における MBO の指針を示していて，それにしたがっただけともいえる．

「MBO の実施及び応募の推奨に関するお知らせ」は，なぜ非上場を選択するのかについて，つぎのように理由を述べている．

> 村田哲夫氏及び松崎仁氏は、当社が、上記のとおり、昭和 36 年に東京証券取引所市場第二部に上場して以降、資本市場からの資金調達であるエクイティ・ファイナンスの活用、知名度の向上、それに伴う優秀な従業員の確保、顧客及び取引先の皆様に対する信用力の向上等、様々なメリット

を享受してきたものと考えているとのことです。しかしながら、当社の現在の財務状況に鑑みると、今後エクイティ・ファイナンスを行う必要性は低く、また、当社は長年、事業活動を継続してきていることから、その知名度や信用力も既に十分備わっているものと考えているとのことです。むしろ、近年、資本市場に対する規制が急激に強化されていることに伴って、株式の上場を維持するために必要なコスト（株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託にかかる費用、金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続開示にかかる費用、IFRS（国際財務報告基準）準拠による開示項目の変更等）が増大しており、かかるコストは今後も更に増大することが予想されることから、これが当社の企業価値向上の足かせになる可能性も否定できないとのことです。

「当社の現在の財務状況に鑑みると、今後エクイティ・ファイナンスを行う必要性は低く」とは，2011 年 3 月期において，約 79 億円の利益剰余金を含む純資産の部は約 105 億円であり，十分に内部留保を持っている，加えて約 46 億円の現金を保有しているから当面は投資資金を外部調達する必要はないという意味だろう．しかし，株式の上場を維持するベネフィットは広田（2004）がさまざまに指摘している．三條機械が近視眼的にコストだけに注視している可能性は否定できないだろう．ちなみに，三條機械のエクイティ・ファイナンスの履歴はつぎのようである．1988 年 4 月 1 日に中間発行増資している．株主割当（1:0.3，発行価格 320 円）により 3,300,000 株を新たに発行し，10 億 5,600 万円を資金調達している．その半分が資本金に組み入れられ，資本金は 5 億 5,000 万円から 10 億 8,700 万円へと 2 倍になった．その後，1989 年 9 月に 7 年満期，額面 25 億円（転換価格は 1,155 円）の転換社債を発行している．そして，1991 年 3 月期までの株式転換により，資本金は 15 億 2,500 万円まで増加している．

SFP が筆頭株主となった 2007 年 3 月期の有価証券報告書の【対処すべき課題】に，それまでにはない，つぎのような記述が加わった．

株式会社の支配に関する基本方針について

当社は、平成 19 年 5 月 15 日開催の取締役会において、下記のとおり「当社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針」（以下「基本方針」といいます。）を決議いたしました。

基本方針

当社は昭和 13 年に新潟県三条市の群小家内工業を統合して企業化するため、三條鉄工機械金属工業組合連合会協同施設工業として発足し、昭和 17 年に連合会が企業再編成の戦時施策によって解散した後の設備等を継承して設立されました。

以来、地元に密着した企業として、雇用機会の創造、地域行事への参加・協賛など社会的貢献に継続的に取り組み、また、株主様への配当の継続、お客様・お取引先との長期的な協力関係の維持、社員の雇用の確保などステークホルダーとの関係を大切にし、社是「健康と信用」及び経営理念のもと、企業価値を高めるべく努力してまいりました。

当社のこれまでの企業経営の在り方から判断して、「会社の財務及び事業の方針の決定を支配する者」は、以下の経営方針を実践し、企業価値及び株主共同の利益の確保・向上と社会的貢献に継続的に取り組む者であるべきと考えます。

この基本方針は「平成 19 年 5 月 15 日開催の取締役会」，すなわち SFP が筆頭株主となった

株主総会の前に，SFP に向けて書かれたものだろう．そして，

> 不適切な支配を防止するための取り組み
> 当社は、基本方針に照らして不適切な者によって会社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取り組み（以下「買収防衛策」といいます。）につきましては、その導入の是非を含め検討を行っておりますが、現時点におきましては、買収防衛策の導入はいたしません。

と結んでいる．

表 6 に示したように，2007 年 5 月には SFP の保有割合は 10% を超えている．買収防衛策は導入しないのではなく，すでにできない状況にあった．池田英夫は『日本経済新聞』（2007 年 11 月 20 日付，朝刊，新潟経済）において，「向こうが何もしないのに、こちらがどうかするのも」と語っているのだが，SFP が「何もしない」ということはなかったと推測する．それは，ニレコ事件で，ニレコの幹部が「ファンド側から株式を買い取ってほしい」との打診があったという証言からの推測である．有価証券報告書の【対処すべき課題】におけるこれらの記述は 2011 年 3 月期まで同じ文章で記載され続けている．

あらためて，表 6 に示す SFP による三條機械株の保有を点検しておこう．三條機械は 2007 年 3 月期に最高の営業利益を記録している．その好調な経営業績を背景に，SFP は 2007 年の秋までに急ぎ足で三條機械株を買い進め，2007 年 10 月に 17.71% を保有し，そこで一端，買い付けを止めている．SFP はアクションを起こすタイミングを計っていたのではないかと考える．しかし，サブプライム住宅ローン危機が深刻化し，リーマン・ショックによる世界同時株安により，そのタイミングを逸してしまった．700 円前後だった三條機械の株価は 200 円を下回る水準にまで下落し，低迷し続けた．2010 年の 6 月と 8 月に一部，売却しているものの，11 月には再び，購入し始めている．そして，2011 年の 8 月から 10 月にかけて，保有割合を 18% から 23% まで急速に高めている．このとき SFP は三條機械に保有株式を買い取らせる選択肢を考えていたのだろう．三條機械の MBO は 2011 年 11 月上旬には本格的な議論が始まっている．

2011 年 12 月 2 日に村田商事が発表した「株式会社三條機械製作所普通株式に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」によると，三條機械が MBO を具体的に検討し始めたのは 2011 年 8 月頃だという．SFP はその 8 月から三條機械株を買い進めている．SFP は「“いつでも逃げられる”体制をとった上で、株主として提案、要求をし」ようとしたはずだ（「GCI Global View」（2008 年 6 月 9 日号））．三條機械と SFP の接触が 2011 年 8 月以降のいつ頃だったのかはわからないのだが，三條機械が SFP に MBO を打診した結果，SFP は購入単価を引き下げるために買い増しを開始した可能性も考えられる．2011 年 1 月 19 日の大量保有報告書から 1 株当たりの購入単価（簿価）を計算してみると約 539 円になる．それが，8 月から 10 月までの買い増しにより，10 か月後の 2011 年 11 月 7 日の大量保有報告書によると 1 株当たりの購入単価（簿価）は約 477 円にまで引き下げられた．8 月からの購入価格は 200 円よりもやや高い水準だっただろう．しかし，それでもなお 1 株当たりの購入単価（簿価）は市

場価格の倍以上である．損失をできるだけ小さくしたい SFP には異常ともいえる高い TOB 価格の提示が必要だった．

『日本経済新聞』（2007 年 11 月 20 日付，朝刊，新潟経済）は，SFP が筆頭株主になり，池田英夫が「向こうが何もしないのに、こちらがどうかするのも」という三條機械について「不慣れな法律論となるやぶ蛇を避けるため、株主の動向は静観し本業に集中する」と書いている．MBO が実施される半年前の 2011 年 6 月まで池田英夫は社長を務めていた．MBO は後任の社長，村田哲夫が実施している．なぜ，池田英夫が社長として MBO を実施しなかったのか．池田英夫が退任したから村田哲夫が実施したとは考えづらい．社長交代には個人的な事情もあったのではないかと推測するが，MBO は，池田英夫が道筋を付けて，村田哲夫に引き渡したのだろう．

あるブログがつぎのように事態を描いていた（2012 年 1 月 24 日付）．[23]

> オーナーの村田氏は勝負に出ました。「足元の株価の倍以上で TOB をかければ、さすがに SFP も売却してくるのではないか？」と。ただし、SFP の買いコストである 476 円を下回る 468 円での TOB は、きっとヒヤヒヤした事でしょう。SFP がさらなる高値で追っかけ TOB をしてこないとも限りませんから。当然、「敵対的」ですから三條機械が SFP に接触し予め TOB の応募契約を取り付けるといった交渉もしませんでした。下手に交渉をすれば、価格を吊り上げられるのではという不安もあったと思われます。相手は、プロです。そして、その結果が本日発表されたのです。村田オーナーの勝利でした。SFP は、村田商事による TOB に応じてきたのです。きっと、今晩は祝杯をあげている事でしょう。村田商事は今回の買収金額ほぼすべてを三井住友銀行から借り入れる模様です。浮動株が多いのに、上場企業として胡坐をかいていたため、非上場化を余儀なくされた上に思わぬ借金を抱え込む羽目となってしまいました。村田オーナーが頑張るのは、これからですね！

ブログの書き手は M&A アドバイザーである．数多くの案件に携わった経験から，事態の推移に関心を持ち，調査した上で推測（と脚色）を交えて書かれている．「当然、「敵対的」ですから三條機械が SFP に接触し予め TOB の応募契約を取り付けるといった交渉もしませんでした」とある．SFP が三條機械に対して TOB を仕掛ける可能性を考えているからだろう．一般的な傾向として，バイアウト・ファンドは，株式売買回転率が低い場合，非公開化を選択する傾向があると野瀬・伊藤（2009）が報告している．また，これまで SFP は発行会社に株式を引き取らせてきている．これらを踏まえると，SFP が三條機械に対して TOB を仕掛ける可能性よりも，三條機械に買い取りを求めた可能性が高いのではないかと考える．それは，1 株あたりの保有コストを引き下げるために買い増しする一方で，買い取り価格をできるだけ高くするギリギリの攻防だったと推測する．一件落着を急いだ SFP は三條機械のケースでは利益を得ていない．

「村田氏は勝負に出た」わけでも，「勝利した」わけでもない．村田哲夫は事前に SFP が TOB に応じることを確かにしていたはずだ．「村田オーナーが頑張る」かどうかはわからない．[24] 残

[23] http://m-advisers.jp/blog/category/ma_news/ このブログはすでに閉鎖されている．

[24] 村田哲夫の年齢を考えると，MBO が一段落した後に退任するのではないかと思っていた．2015 年 4 月時点で，

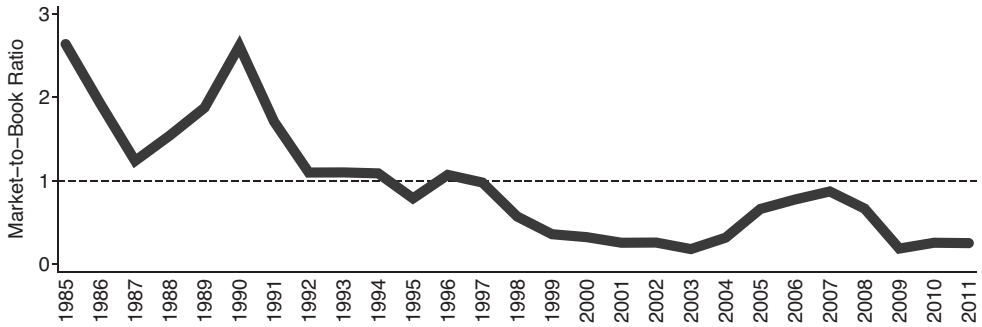


図 12. Market to Book（MB）レシオ.

る経営陣はすでに表 4 に示している．5 人の平均年齢は 62.4 歳である．「中長期的に企業価値を向上させていくため経営改革を断行し，事業環境の変化を成長機会と捉えさらなる発展を目指すため」の次世代を担う経営陣の姿は見えない．

弁護士の中村直人がつぎのように書いている.[25]

> 日本では、MBO をするとき、非公開化しないと適切な経営改革ができないから非公開化するのだ、などというという模範生的な説明がなされています。しかし欧米で MBO が行われる本当の理由は、アービトラージュにあると思います。つまり市場で安値に放置されている銘柄について、経営者がファンドと一緒になって買収し、高値で転売して利益を得ます。これは経営陣とファンドの個人的な利益獲得に過ぎず、会社のためではありません。既存の株主のためでもありません（むしろ既存の株主からの富の移転です）。本当に経営改革をすれば企業価値が上がるのであれば、今それをすればよいのであって、非公開化しなければならない理由はありません。MBO をするとき、何故非公開化するのかもっともらしい理由を探すのに四苦八苦している姿は、それが真実ではないことを示唆しています。

三條機械株は「市場で安値に放置されて」いたのだろうか．図 12 に市場関係者が割高割安評価に利用する Market to Book（MB）レシオ（株価純資産倍率）を示している．三條機械の MB レシオは 1992 年に 1 倍前後に下落し，1998 年からは「PBR，1 倍割れ」の状態に陥り，それ以降，一度も 1 倍を超えていない．このことは，企業を解散して純資産を株主に分配したほうがいいという評価である．株主の期待に沿えない状態が 20 年も続いていた．

2011 年 9 月期における 1 株あたりの純資産は約 750 円である．TOB 価格の 468 円よりもはるかに高い．なお，1 株あたりの純資産約 750 円のうちキャッシュが約 309 円を占めている（付図 8 を参照されたい）．TOB 価格の 468 円のうち約 309 円はキャッシュということで，つまりキャッシュでキャッシュを買っている．

2011 年 12 月 2 日，三條機械は「MBO の実施及び応募の推奨に関するお知らせ」と同時に

村田哲夫は代表取締役社長である．MBO の影響が収まり，非公開企業としての体制固めを確実にしているのではないかと考える．

[25] http://www.tosyodai.co.jp/topics/nakamura/040/index.html

「海外子会社設立の検討に関するお知らせ」という適時開示情報を発信している．それは「当社は、中国広東省で自動車用鍛造部品の生産を行っておりますが、今後アジア領域における自動車用鍛造部品の調達需要に対応するため、インド国ラジャスタン州に自動車用鍛造部品の製造・販売を目的とした子会社設立へ向けた検討を開始する」という知らせだった．総投資額は15億円，稼働開始は平成25年末の予定という．これが「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」において言及されていた「海外展開においては、相応の設備投資が生じると共に、投資実行後直ちにその効果が現れるとは限らない」である．前向きな印象を与えるために，このタイミングでの情報開示だったのだろう．インドで自動車といえばMaruti Suzuki，スズキはインドで独り勝ちといわれている．今後，新生・三條機械はスズキへの依存を高めていくのだろう（図8を参照されたい）．

7. MBO後の三條機械

2012年6月29日，三條機械は「当社は、株式会社村田商事と合併して、当社は株式会社村田商事の権利義務全部を承継して存続し株式会社村田商事は解散することにいたしました」と合併を公告した．[26] 三條機械はMBO後の財務情報（貸借対照表と損益計算書，株主資本等変動計算書）をホームページに開示している．この節ではMBO後の三條機械の財務状況を見てみよう．

2012年3月期から2014年3月期までの財務情報（単体）を付図1から付図6までと付図8に追加している．2011年3月期までは連結情報に基づいているため不連続になるのだが，それまでの連単倍率は1をわずかに上回る程度であることから，大筋の状況を把握できる．

売上高（付図1）と営業利益（付図2）は順調に回復している．金額としてはリーマン・ショック以前を取り戻していないものの，売上高営業利益率（付図3）を見ると，過去最高の水準にある．付図6に示す有形固定資産は，MBO後，整理（除去）が進んでいることを示している．

資本構成（付図4）とDEレシオ（付図5）の2012年3月期と2013年3月期の違いは村田商事との合併により生じている．MBOのための長期借入金が38億6,000万円増えて，自己株式の増加（相殺）に起因する繰越利益剰余金が約72億800万円減っている．その結果，固定負債は約38億円増えて約51億円に，株主資本は約68億円減って約45億円になっている．

三條機械は，2012年2月24日にリリースした「定款の一部変更及び全部取得条項付普通株式の取得に関するお知らせ」と題した適時開示情報において，あらためてつぎのように記している．

> 村田商事は、当社を取り巻く経営環境を乗り切り、一貫した経営ビジョンに基づく断固とした経営改革を実行するためには、株主、経営陣及び従業員が一丸となって当社の経営改革に注力するだけにとどまらず、経営陣自身にリスクを集中して、その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こそが、中長期観点から当社の企業価値の最大化のために取

[26] http://www.sanjokikai.co.jp/kessan/ir-image/dkoukoku0629.pdf

り組むべき施策であると考え、このような当社の中長期的な戦略の実行に伴い不可避的に発生するリスクを当社の株主の皆様に負って頂くことを回避するため、柔軟かつ迅速な経営戦略の実行が可能となるマネジメント・バイアウト（MBO）の手法による非公開化を行うことが、株主の皆様にとって最善であり、また、当社の企業価値の更なる向上に資すると判断し、当社普通株式を非公開化するための一連の取引の一環として、本公開買付けを実施したとのことです。

この長い一文のポイントは，「中長期的な戦略の実行に伴い不可避的に発生するリスク」を「株主の皆様に負って頂くことを回避」し，「自己責任において経営陣自身に集中する」という経営体制のリスクは三井住友銀行が負うことになったということだ．新生・三條機械は負債により規律付けられることになった．2014 年 3 月期の流動負債に計上されている 1 年内返済予定の長期借入金は約 3 億 5,000 万円で，このペースで返済されるならば向こう 10 年ほどで完済できる．[27] 付図 8 に示す現金保有は大幅に減少しているのだが，これは正常に戻ったと考えるべきだろう．キャッシュ・フローの情報が得られていないために断定的なことはいえないが，長期借入金が負担になり，資金繰りに困るような財務状況ではないと思われる．[28]

MBO に関係する公開買付費用として，2012 年 3 月期に約 2,600 万円を，2013 年 3 月期に約 4,700 万円を計上している．総額，約 7,300 万円の費用を掛けた MBO による非公開化の成否に言及するのは時期尚早だが，この 3 年間を見る限り，本業に支障を来すような事態は起こっていない．あえてデメリットをあげると，予想されたことであるが，MBO 以降の期間を限定して日経テレコンによる検索（キーワードは三條機械）でヒットするニュースはなく，マスコミの注目度が著しく低下したことだろう．

8. さいごに

この論文の目的は，三條機械が MBO により上場廃止に至る過程をコーポレート・ガバナンスを含む，やや広いコーポレート・ファイナンスの視点から検討することにあった．

2012 年 4 月 23 日，三條機械は上場廃止になった．振り返ってみると，三條機械には MBO のほかにも選択肢があったはずだ．たとえば，SFP から株式を買い取り他社に保有してもらうように交渉することもできたはずだ．しかし，SFP からだけ高い価格で株式を買い取ることはできない．一方の SFP もまた他社に売却する選択肢を持っていた．[29] いずれにしても，三條機

[27] 損益計算書に記載されている支払利息から逆算すると長期借入利率は約 1.3% である．

[28] 三條機会のホームページには，2014 年 10 月 30 日に日本フィルター工業株式会社からフィルター装置等の開発に対して卓越した技術が評価された感謝状が贈呈されたこと，2015 年 4 月 8 日に富士重工業株式会社から品質優秀賞を 2 年連続で受賞したことが掲載されている．

[29] 『日本経済新聞』(2012 年 2 月 9 日付，朝刊）は，買収ファンドの間で投資先企業を転売する動きが広がっていることを伝えている．2011 年のファンドによる日本企業の買収のうち，別のファンドからの転売が 50 件に達し，買収件数全体に占める割合が過去最高の 33% になった．その背景には，数年前に買収した企業の売り時を迎えた（新規株式公開（IPO）の機会を窺っているものの見つけることができないでいる）ファンドと，投資先の発掘に苦戦しているファンドの利害の一致があるという．記事は，企業価値の向上や産業再編というファンド本来の役割を果たせなくなっているのではないかと懸念している．

械は他社の支配下に入る．三條機械はそれを MBO により回避し，自主独立の経営体制を維持しようとした．

MBO は SFP が保有株を手放す時によく使う手法である．「このやり方は、1980 年代に勢いで上場したことを後悔している小規模な同族企業には有効だ。このような企業は、事業収益で必要な現金が満たされるため、公開以降新株を発行していないことが多い」からだ.[30] 三條機械は「1980 年代に勢いで上場したことを後悔している小規模な同族企業」ではないが，「事業収益で必要な現金が満たされる」についてはその通りである．

おそらく，SFP が登場しなければ，三條機械はそのまま上場し続けていただろう．それは，よくいわれる「上場企業として胡坐をかく」という悪意や怠慢からではなく，どうしたらいいのか，戦略を模索する時間を得るための上場だろう．経済産業省（2007，7 頁）につぎのような記述がある．

> 必ずしも企業価値を向上させることのない MBO であっても、株主が納得して判断を行っている限り、否定されるべきものではないとの指摘もある。上場している意義を失ったと判断した企業（例えば成熟産業や斜陽産業で、資金調達の必要もなく、市場からの注目度もなく株価が長期間低迷しているような企業）が、MBO により非上場化した上で、今後、自然に企業活動を縮小させていくことを予定している場合であっても、株主が納得して MBO に賛同している限り、否定されるべきではないとの指摘である。

企業活動を縮小するために MBO を実施するとは大っぴらにはいえないだろうが，それを「自然に」ではなく「戦略的に」取り組むならば株主は納得するのではないかと考える．

井上（2008）は，アクティビストが注目を集め始めたのは最近 3 年間のこと，つまり 2005 年頃からだという．それ以降，アクティビストは機関投資家から資金と議決権の支援を受け，田村（2014）は「アクティビストが日陰の存在からメインストリームに躍り出た」と感想を述べている．田村（2014）は，新生代のアクティビストはコーポレート・レイダー（乗っ取り屋）とは違うと主張する．新生代のアクティビストは本源的価値よりも割安な株式を買って利益を獲得する．その株式保有期間は一般の機関投資家よりも長い．アクティビストは市場がそのミスプライシングに気づくまで待っている．しかし，いつまでも待ち続けるわけにはいかず，自らがそのきっかけ（カタリスト）を作り出す．David Baran は「われわれは自らイベントを生み出し、価格受容者でなく価格形成者になることを目指している」と語っている．「鳴かぬなら鳴くまで待とうホトトギス」から「鳴かぬなら鳴かせてみようホトトギス」への転身である．イベント・ドリブンのバリュー投資とよばれる．三條機械の MBO は，新しいアクティビストの台頭により，企業と株主の構図が変化する「企業統治革命」の中で発生した．好意的に解釈するならば，SFP は戦略的 MBO を後押ししたのかもしれない．

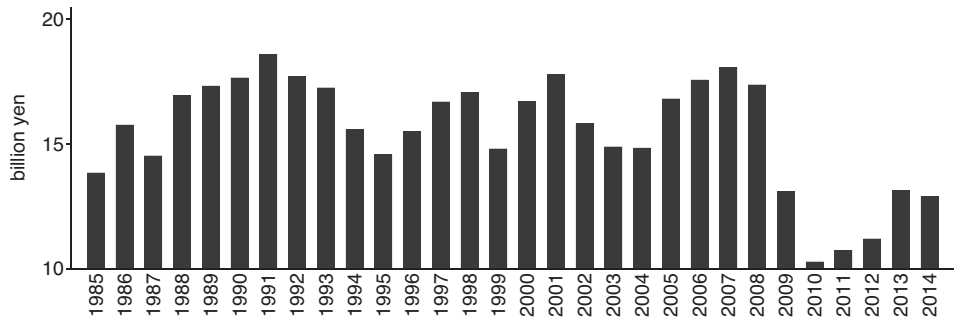
この調査を始めるにあたり三條機械のホームページを見た．そこには，ほとんどといっていいほど，株主に対するメッセージも情報提供もなかった．「財務情報」のページには，有価証券

[30] http://jp.wsj.com/articles/SB10001424052702304461804579346151034479662

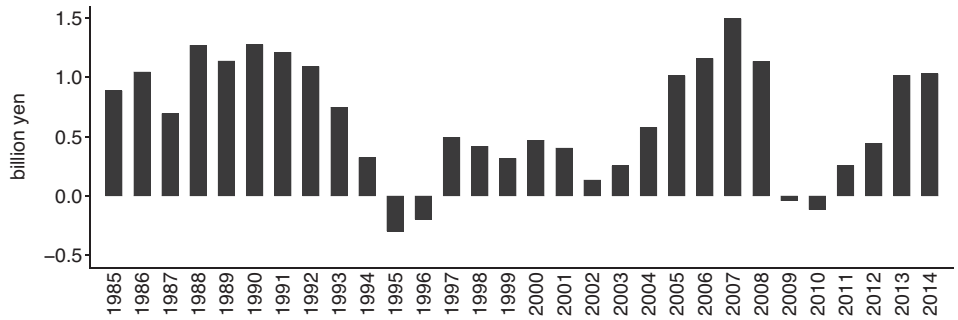
報告書と決算の概要が並べてあるだけだった．普通，財務ハイライトと題して営業成績のグラフを表示したり，株主に向けた年次報告書を掲載したりするものだ．とても上場企業のホームページとはいえないと感じた．そういうことには頓着しないから「職人会社だけに社風は地味、まじめ堅実である。だが、なぜか同社の株を買おうという気が起こらない。夢がもてないというか、ハッキリいえばおもしろくないのだ」といわれてしまう．他人に株を買ってもらえないならば，ということで，自身が株を買った．そして上場を廃止した．50 年を超える上場の歴史はこうして幕が閉じられた．

田村（2014）はアクティビストへの対応策をつぎのように述べている．アクティビストの目的は割安株を買って価値を高めることである．割安には 2 種類あり，一つは現在の経営方針下での本源的価値に対して市場評価が割安になっているケース（市場ギャップ），もう一つは現在の経営方針を変えればより本源的価値が上がると判断されるケース（経営ギャップ）である．アクティビストはこれら二つのギャップを獲得しようとする．そこで，現在の経営方針はベストなのか，マーケットに自社の株価は正しく認識されているのかの二つの問いを経営課題にしなければならないと説く．三條機械に欠けていたものの一つは株式市場との対話だったといえよう．

付図



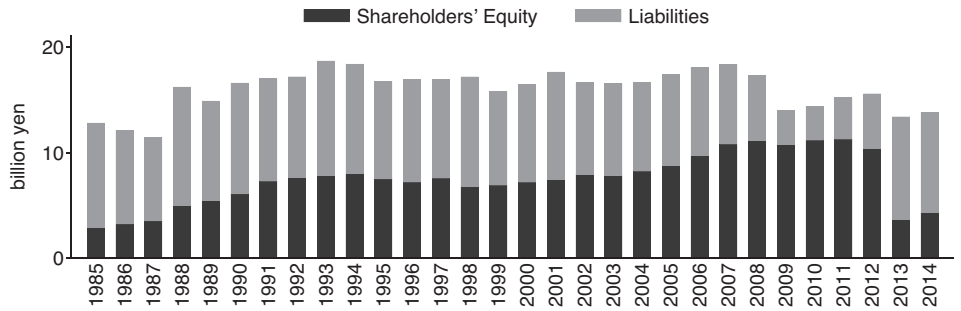
付図 1．売上高．



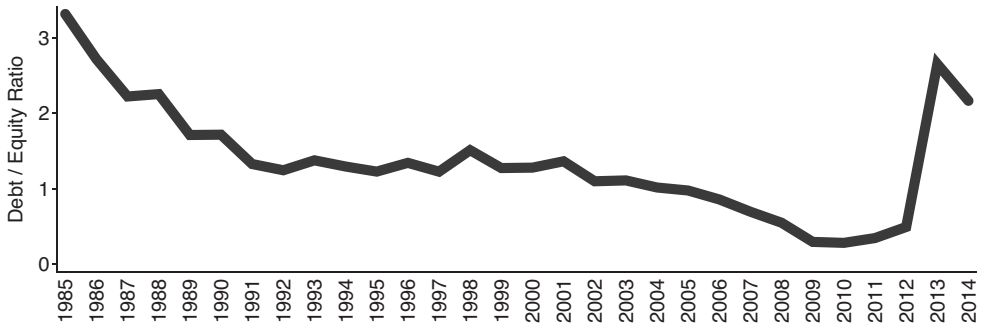
付図 2．営業利益．



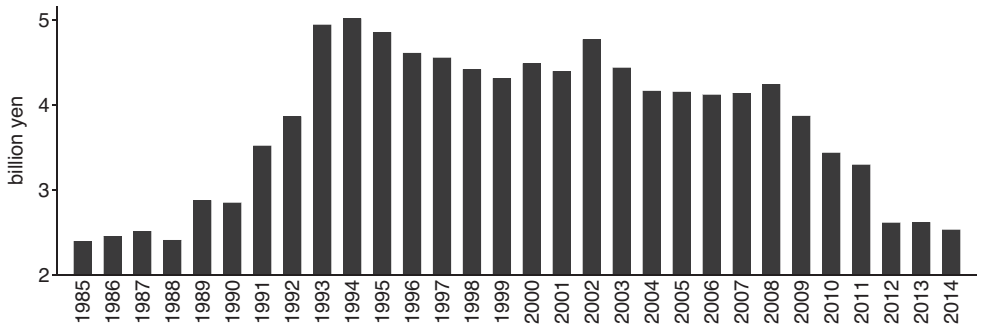
付図 3. 売上高営業利益率.



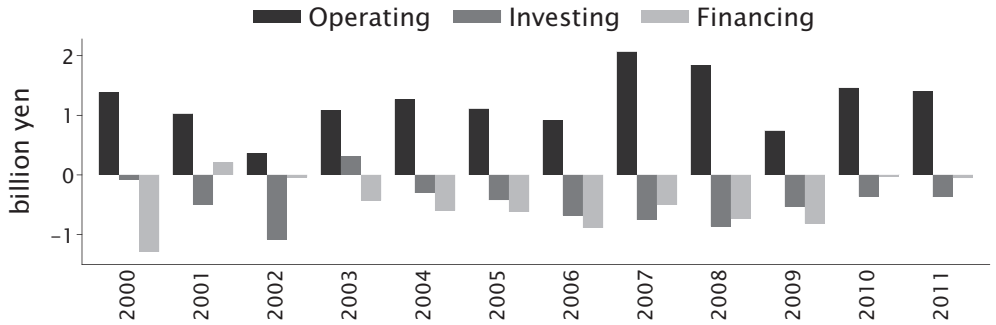
付図 4. 資本構成.



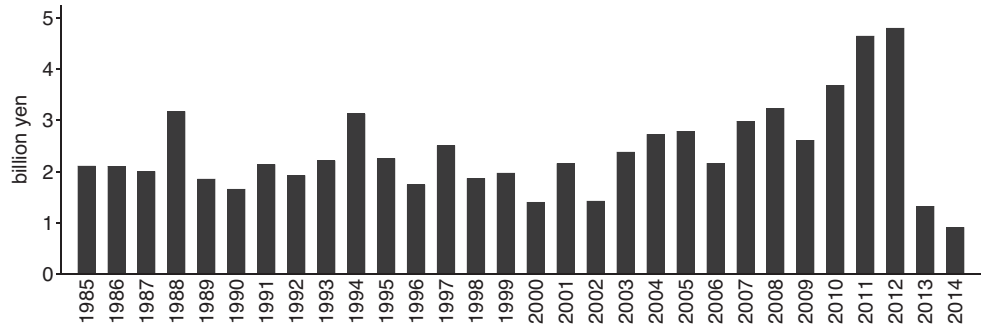
付図 5. Debt to Equity（DE）レシオ.



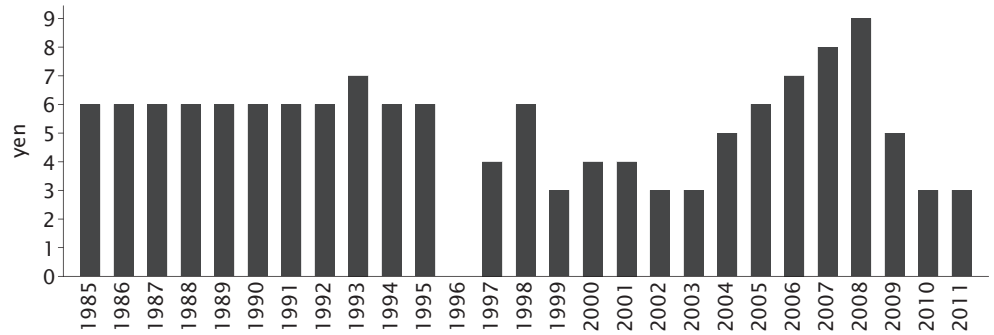
付図 6. 有形固定資産.



付図 7. キャッシュ・フロー.



付図 8. 現金保有.



付図 9. 1 株当たりの配当金.

参考文献

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』(日本証券アナリスト協会) 2008 年 2 月号, 56–66.

河西卓弥・川本真哉・齋藤隆志, 2015,「非公開型 MBO 選択の決定要因」, 明治学院大学経済学部 Discussion Paper No. 14-2.

河西卓弥・齋藤隆志・川本真哉, 2011,「買収プレミアムの源泉は何か? –MBO とステークホルダーからの富の移転に関する実証分析–」, WIAS (早稲田大学高等研究所) Discussion Paper No. 2010-007.

経済産業省 (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」.
笹山幸嗣・松村祐土・三上二郎，2011,『MBO 経営陣による上場企業の戦略的非公開化』日本経済新聞出版社.
田村俊夫，2014,「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治革命」,『証券アナリストジャーナル』（日本証券アナリスト協会）2014 年 5 月号，56–68.
野瀬義明・伊藤彰敏，2009,「バイアウト・ファンドによる買収のインパクトに関する分析」,『現代ファイナンス』（日本ファイナンス学会）No. 26，49–66.
原田勉・見吉英彦，2015,「MBO の弊害：二重のトレード・オフ」,『国民経済雑誌』（神戸大学経済経営学会）第 211 巻第 3 号，17–33.
広田真人，2004,「“資金調達機能"なき株式市場の存在理由」,『証券経済研究』（日本証券経済研究所）第 48 号，33–48.
みずほ総合研究所，2009,「外国投資ファンド等に関する調査・分析」.
Becht, Marco, Julian Franks, Colin Mayer, and Stefano Rossi, 2009, Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund, *Review of Financial Studies* 22, 3093–3129.
Brav, Alon, Wei Jiang, and Hyunseob Kim, 2009, Hedge fund activism: A review, *Foundations and Trends® in Finance* 4, 185–246.
Brav, Alon, Wei Jiang, and Hyunseob Kim, 2015, The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes, Working Paper, Duke University, Columbia University, and Cornell University.
Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas, 2008, Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance, *Journal of Finance* 63, 1729–1775.
Gillan, Stuart L., and Laura T. Starks, 2007, The evolution of shareholder activism in the United State, *Journal of Apllied Corporate Finance* 19, 55–73.
Gompers, Paul, Steven N. Kaplan, and Vladimir Mukharlyamov, 2015, What do private equity firms say they do? NBER Working Paper No. 21133.
Graham, John R., and Campbell R. Harvey, 2001, The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, *Journal of Financial Economics* 60, 187–243.
Graham, John R., Campbell R. Harvey, and Manju Puri, 2015, Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms, *Journal of Financial Economics* 115, 449–470.
Jensen, Michael C., 1986, Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323–329.
Nickolay Gantchev, Oleg Gredil and Chotibhak Jotikasthira, 2014, Governance under the gun: Spillover effects of hedge fund activism, Working Paper, University of North Carolina at Chapel Hill.
Klein, April, and Emanuel Zur, 2009, Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors, *Journal of Finance* 64, 187–229.
Leuz, Christian, 2007, Was the Sarbanes-Oxley Act of 2002 really this costly? A discussion of evidence from event returns and going-private decisions, *Journal of Accounting and Economics* 44, 146–165.
Renneboog, Luc, and Tomas Simons, 2005, Public-to-private transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs, Working Paper, McKinsey & Co. Inc. and Tilburg University.
Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, 1988, Management Buyouts as a response to mar-

ket pressure, in A. Auerbach, ed.: *Mergers and Acquisitions* (University of Chicago Press, Chicago, IL), 87–102.