

非公開化型MBOの異質性に関する実証分析： 動機・買収プレミアム・エグジット*

川 本 真 哉

要 旨

本稿では日本の非公開化型MBO案件を対象に、クラスター分析により類型化を試みるとともに、類型化されたクラスターごとに少数株主の富や非公開化後の組織形態が異なるかどうかについての検証を行った。分析の結果、以下の点が明らかとなった。第1に、クラスター分析からは非公開化型MBOが高い経営者持株比率を特徴とするグループと、高い外国人持株比率を特徴とするグループとに分けられることがわかった。

第2に、買収プレミアムの水準をチェックしたところ、高経営者持分型と高外国人持分型の間に、プレミアム水準に有意な差はないことが示された。同様に、所有構造をダイレクトに挿入したプレミアムの決定要因の分析からも、経営者持分は直接的に影響を与えておらず、ファミリーが強圧性を発揮しているとの証拠は得られなかった。

第3に、非公開化後のステータスを追跡した結果、ファミリー主導型企业群では、再上場化する割合が低いことが示された。同様に、再上場や他社とM&Aを行うか否かのダミー変数を被説明変数とした競合リスク・ハザードモデルからも、経営者持株比率は再上場化に対しネガティブな影響を与えていることが確認された。経営者持分が高い案件では非公開化による彼らへの株式集約化が主な動機となっているため、非公開化後も継続してそのステータスを選好しているものと推測できる。

目 次

- | | |
|--------------|--------------|
| I. はじめに | 2. 異質性仮説 |
| II. 先行研究 | III. MBOの異質性 |
| 1. MBO実施の諸仮説 | 1. データとサンプル |

*本稿の執筆にあたって、本誌の匿名の査読者、ならびに河西卓弥氏（熊本県立大学）から有益なコメントを頂戴した。記して謝意を表したい。もちろん、あり得べき誤りは全て筆者に属する。

- 2. MBO 実施企業の特質
- 3. クラスタ分析
- 4. 多項ロジット分析
- IV. 買収プレミアムの決定要因
- V. MBO とエグジット
- VI. 結論と課題

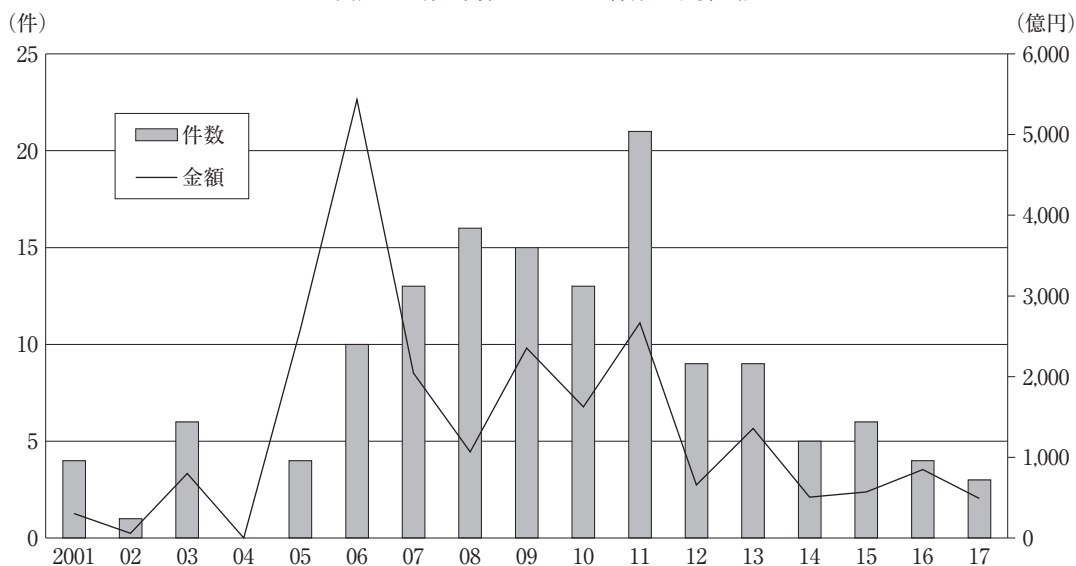
I. はじめに

2001年8月に上場廃止したトーカロの案件以来、わが国において多くの企業がマネジメント・バイアウト（MBO：Management Buy-outs）を通じて株式非公開化を果たしてきた。レコフデータのデータベースによると、2017年末までに143件もの企業がMBOによる非公開化を公表している（図表1）。2006年にはすかいらーくの2,700億円の案件が成立し、2011年には21件もの非公開化型 MBO が公表された。2010年代に入ってからメガネトップ（2013年4月公表）、ローランド（2014年5月）、アデランス（2016年10月）などの案件が注目を集め

た。ここ数年でもコンスタントに非公開化が公表されており、MBOによる非公開化は日本企業のM&A戦略として定着した感がある。

このようなMBOを含む非公開化取引の動機に関しては、次節で紹介するように、様々な角度から研究が蓄積されてきた。その先駆的な研究として、LBO（leveraged buy-outs）がフリーキャッシュフローの削減によるエージェンシー問題の解消を目的として実施されているというものや（Jensen [1989]）、MBOが負債比率上昇による節税を動機としているというもの（Kaplan [1989]）が挙げられる。また、経営陣が買い手と売り手の立場を兼ねるというMBO固有の特徴に着目し、MBOが少数株主や債権者、あるいは従業員などのステークホル

図表1 非公開化型 MBO の件数と取引金額



〔出所〕 レコフデータ『非公開化型 MBO データ』より作成。

ダーから経営陣やバイアウトに参加するファンドへの富の移転を目的として実施されているのではないかとの見方も提示されている (DeAngelo et al. [1984], Cook et al. [1992], Amess and Wright [2007], 河西・川本 [2019])。

もっとも、近年では上記のような見方を踏まえたうえで、非公開化取引が多様な形態を包含し、その形態によって MBO などの動機は異なるという見解が提示されている。例えば、Halpern et al. [1999] は、株価の過小評価 (アンダーバリュ) を共通の特徴としつつも、LBO はファミリー主導によって行われるグループと相対的に株式が分散したグループとに分かれ、前者はファミリーへの株式集約化を動機とする一方で、後者は再上場による「さや取り (arbitrage)」(再上場時の株式売却額と上場廃止時の株式取得額の差額) を動機としていと論じている。同様に、Martinez and Serve [2011] でも非公開化案件はファミリーが主導するものと親会社によって主導されるもの (すなわち、親子上場の廃止を動機とするもの) とに分割でき、両者では買収資金の負債への依存可能性や事業リスクなどの観点から非公開化の動機が異なることを明らかにしている。

では、日本の非公開化型 MBO のケースでも、その実施企業の特徴や動機に異質性は観察されるのであろうか。また、仮に類型化が可能であれば、それらタイプごとに非公開化時の少数株主の富や非公開化後の組織形態 (エグジットのあり方) に与える影響は異なるのであろうか。本稿では、クラスター分析を行い、事前の財務状態や所有構造の側面から、日本の非公開化型 MBO 案件の類型化を試み、上記のような問いにアプローチすることを目的としている。こうした分析を積み重ねることで、より MBO

案件の動機や事後の影響を理解した上で、MBO 市場の制度設計を行うことが可能となろう。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では、MBO など非公開化取引の動機について、Halpern et al. [1999] の異質性仮説を中心に検討する。第3節ではクラスター分析を行い、日本の MBO の類型化を試みる。第4節では、クラスターごとの少数株主の富に与える影響を、買収プレミアムの観点から分析する。第5節では、クラスターごとに非公開化後の組織形態がどのように異なるかについて検証する。第6節は結論と今後の課題にあてられる。

II. 先行研究

MBO の実施動機については、様々な角度から研究が蓄積されてきた。ここではまず、その中でも有力な①アンダーバリュの解消、②インセンティブ・リアライメント、③フリーキャッシュフローの削減、④負債の節税効果、⑤上場維持コストの削減について取り上げる¹⁾。次いで、それら仮説を包含し、バイアウトを実施する企業群が動機を異にする2つのグループに分けられるという Halpern et al. [1999] によって唱えられた「異質性仮説 (heterogeneity hypothesis)」について紹介する。

1. MBO 実施の諸仮説²⁾

(1) アンダーバリュの解消

経営陣はインサイダーであるため、当該企業の潜在的価値に関してアウトサイダーである一般株主よりも情報優位に立っている。こうした経営陣と外部株主の間の情報の非対称性は、当

該企業の真の価値を知ると考える経営陣に現在の株価水準が過小に評価（アンダーバリュー）されていると思わせる理由となる。このような状況にある経営陣は、株価が過小に評価されていればいるほど、非公開化を行うことにより自らの将来的な利得を増やすことができる（と考える）。なぜなら、MBO によって持分を増やした経営者は、上場廃止後に経営改革を行うことで、過小評価の分だけ価値創造の幅が大きくなり、再上場や他社への売却等のエグジットの際に有利になるからである。すなわち、株価水準が低くなっているほど、MBO が行われやすくなると予想される。実際、アンダーバリューは非公開化の有力な動機として、国内外の多くの研究において支持されている（Weir et al. [2005a], Weir et al. [2005b], 野瀬・伊藤 [2011], 齋藤ほか [2017]）。

（2） インセンティブ・リアライメント

MBO においてはバイアウトを経営陣が主導することにより、買収後、経営陣の持分が上昇することが予想される。こうした状況は、所有と経営を再一致させ、それまでに生じていたエージェンシーコストを削減すると同時に経営陣の努力水準を引き上げ、将来的な企業価値向上をもたらすと予想される。この文脈に従えば、買収前の経営陣の持株比率が低く、インセンティブ・リアライメントの効果（所有と経営の再一致による価値向上効果）が働きやすいケースほど、非公開化が行われることになる。例えば、後述する Halpern et al. [1999] では、LBO には経営陣の持株比率が低いグループが存在することを確認している。

（3） フリーキャッシュフローの削減

MBO は LBO (leveraged buy-outs) の一種ともいわれ、負債によって買収資金が調達されることにより、バイアウト後の資本構成に占める負債の割合が大幅に上昇することになる。こうした負債比率の上昇は、利払いによる余剰資金の削減をもたらし、企業価値を棄損するような投資行動を抑制するように働き、バイアウト後の経営効率の維持・向上に資するものと期待される（Jensen [1989]）。すなわち、買収前に負債比率が低く、負債によって資金調達を行う余地が大きい案件ほど、このような効果が働きやすいことになる。この仮説に関する先駆的な研究である Lehn and Poulsen [1989] では、買収前において余剰資金が多い企業ほど、非公開化を行いやすいことを明らかにしている。

（4） 負債の節税効果

バイアウトが負債調達によって実施された場合、それに伴い増加する利払いは損金加入され、税法上、控除の対象となる（負債の節税効果：tax shield）。こうした買収後における税支出の削減を動機として MBO が実施される可能性がある。節税効果に関する実証分析は十分な蓄積があるが、もっとも代表的なのが Kaplan [1989] の検証結果である。同研究では、1980 年から 1986 年にアメリカで実施された 76 件の MBO を分析し、既存株主に支払われたプレミアムに対し節税効果は 21.0% から 142.6% にも達すると試算し、同効果が MBO の有力動機だと論じている。

（5） 上場維持コストの削減

種々の上場維持に要する直接的なコストを削減することを動機として非公開化が行われてい

るとも指摘されている。同コストとしては、年間上場料、監査報酬、情報開示に伴う費用などが挙げられ、近年の内部統制（J-SOX）や四半期決算の実施によりますます高まっているともいわれている。こうしたコストが上場することによるベネフィット（資金調達や知名度の上昇など）を上回った場合、当該企業は上場廃止を選択することになる。Thomsen and Vinten [2014] では、1996年から2004年の欧州諸国の非公開化案件を分析し、少数株主保護やコーポレートガバナンス・コードの導入が、非公開化を増加させたことを示している。

2. 異質性仮説

上述のように非公開化の動機は多岐にわたり、それぞれの立場からアプローチがなされてきたが、それら従来の研究では、個々の仮説がMBO案件に均質的に当てはまるか否かのチェックをするにとどまっていた。それに対し、Halpern et al. [1999] では、LBOは2つのクラスターに分けられ、それぞれのケースで非公開化の動機は異なると論じている。

まず、同研究によれば、両クラスターは事前の株価パフォーマンスが劣る点で共通している。ただし、その原因は異なる。片方のクラスターは、事前の経営者の持分が低いために、経営者と株主の利益相反（エージェンシー問題）が生じ、結果、マーケットの評価が低くなっている。その一方で、もう片方のクラスターは、経営者の持分が高く、経営が保守的となり、過剰な多角化を行うために、マーケットからの評価が低くなっている。

このように両クラスターでは低い株価パフォーマンスの原因を異にすると同時に、非公開化の動機も異なっている。低経営者持分のク

ラスターでは、敵対的買収の脅威が高く、買収防衛の意味合いで非公開化がなされている。一方で、高経営者持分のクラスターでは、所有構造は高位に安定しているため、買収脅威は非公開化の動機とはならない。ただし、このタイプのクラスターではコントロールライツへの選好は強い。LBOという手段を選択することで、レバレッジを効かせて出資分を抑えた上で、自らに株式所有を集約化できる。こうした支配的株主への株式所有のさらなる集中化が同クラスターの非公開化の動機となっている。

さらに、両クラスターでは、事後の組織形態への対応も異なる。低経営者持分のクラスターでは、当面の敵対的買収を阻止するために、バイアウト・ファンドの協力を得てLBOを実施する傾向にある。非公開化の動機の一面がファンドによる「さや取り」となるので、バイアウト後に再上場する確率は高い。一方、高経営者持分のクラスターでは、あくまで経営権の維持が非公開化の目的である。そのためファンドの関与には消極的であり、バイアウト後も非公開の地位を維持する傾向にある³⁾。

以上のような、多様な非公開化の動機とそれらを包含する異質性仮説を踏まえ、本稿では以下のように検証課題を設定し、次節以降で分析を進めていく。

検証1：MBOの実実施動機は一様か。もし均質的でないとするならば、いかなる動機を内包するクラスターに分割されるのか。

検証2：MBOがいくつかのクラスターから構成されるのであれば、事前の行動にはどのような差異があるのか。例えば、少数株主に提示される買収プレミアムはクラスターによって異なるのか。

検証3：事後的な組織形態はクラスターによって異なりうるのか。具体的には、再上場や他社とのM&Aによってエグジットを果たすのは、どのようなクラスターなのであろうか。

従来、日本のバイアウトを対象とした研究ではその動機は均質的に捉えられてきた。検証1では、Halpern et al. [1999] での分析結果と同じように、日本でも非公開化型 MBO が動機を異にするクラスターに分割されるのかを確認する。分析結果を先取りしていえば、日本の MBO は経営者持分が高いクラスターと外国人持分が高いクラスターとに分割される。検証2では、これら差異が買収プレミアムにいかなる影響を与えるのかについて、少数株主に対する「強圧性」をキーワードに分析を進める。また、上述したように、クラスターによってエグジットのあり方が異なることも明らかにされている。検証3ではエグジットの手段について、Halpern et al. [1999] で扱われている「再上場」のほか、「他社との M&A」も取り上げて検証を行う。

Ⅲ. MBO の異質性

1. データとサンプル

まず、非公開化型 MBO 実施企業の特徴を捉えるため、それらとペア企業から構成されるデータセットを構築する。MBO サンプルについては、2001年から2017年末までに非公開化を公表した案件であり、レコフデータ提供の「非公開化型 MBO データ」から取得した。金融業と MBO を解消した案件を除き、135件が対象

となる。これらの案件の財務・所有構造・株価の情報については、日経 NEEDS Financial-Quest, 東洋経済新報社『株価 CD-ROM』から入手した。一部の企業で財務・所有構造データが入手できないため、最終的には121件が分析対象となった。

一方、ペア企業としては、イベント（=非公開化の公表）前において MBO 企業と可能な限り性質が近似した企業を選択する必要がある。本稿では、Barber and Lyon [1996] で提示された手法を参考に①産業属性、②企業規模、の2つの尺度で MBO 企業とマッチングさせ、この要求に応えることとした。具体的には、MBO 公表直前の決算期において、①日経業種分類（中分類）で同業種に属し、②総資産額が最も近い企業をペアとして抽出した。このような手続きにより、MBO 企業と同じく121件のペア企業が選定された。

2. MBO 実施企業の特徴

本格的な分析に入る前に、非公開化した MBO 企業の特徴について、ペア企業と比較しながら確認しておきたい。比較に用いた変数は、Halpern et al. [1999] 等の先行研究を参考に、①超過収益率 ADJSPF（非公開化240日前から41日前の株式収益率を、TOPIX の収益率で調整した値）、②トービンのシンプル Q（ $(\text{株式時価総額} + \text{負債合計}) / \text{総資産}$ ）SQ、③フリーキャッシュフロー比率 FCF、④負債比率 DA（ $\text{負債合計} / \text{総資産}$ ）、⑤経営者持株比率 OWN、⑥その他法人持株比率 CORP、⑦外国人持株比率 FOREIGN、⑧取引成立日比率 TRADED（MBO 公表240日前から41日までの期間で、上場市場において取引が成立した日数の比率）である。③のフリーキャッシュフロー

比率は、シンプル Q が1以下の場合に1の値を与えるダミー変数に手元流動性比率 CASH ((現預金+有価証券+投資有価証券)/総資産)を掛け合わせたものである。シンプル Q が1以下の場合に限定するのは、成長可能性が乏しい企業ほど、手元資金の使い道に限られ、浪費される可能性が高まると予想されるためである。また、株価パフォーマンスについては、超過収益率のほか、株価の現数値が実施動機やプレミアムに影響するとも考え、実証分析には

240日前から41日前の⑨株式収益率 SPF も用いた。

仮に株価の過小評価(アンダーバリュ)が非公開化の動機となっているとするならば、超過収益率や株価収益率はペア企業に比べ、低い水準となっていることが予想される。また、将来的な投資機会が乏しいことを背景とした、フリーキャッシュフローの削減が非公開化の動機となっているとするならば、トービンの Q やフリーキャッシュフロー比率は低い値を示すと

図表2 基本統計量

パネルA: MBO企業とペア企業との比較

Variable	① MBO 企業 (121社)		② ペア企業 (121社)		①と② 差
	Mean	Std.Dev.	Mean	Std.Dev.	
ADJSPF	-0.0609	0.2566	0.0522	0.3600	-0.1131 ***
SPF	-0.0836	0.2900	0.0266	0.3561	-0.1102 ***
SQ	0.9328	0.3329	0.9650	0.3574	-0.0322
FCF	0.1894	0.1941	0.1628	0.1870	0.0266
DA	0.4521	0.2276	0.4806	0.2074	-0.0285
OWN	0.1411	0.1321	0.1148	0.1346	0.0263
CORP	0.2729	0.1949	0.2824	0.1896	-0.0094
FOREIGN	0.0777	0.0957	0.0507	0.0692	0.0271 **
TRADED	0.8480	0.2148	0.9215	0.1512	-0.0735 ***
LNASSET	9.7654	0.9619	9.7331	0.9594	0.0323

パネルB: MBO クラスター間の比較

Variable	③ クラスター 1 (52社)		④ クラスター 2 (69社)		③と④ 差	③と② 差	④と② 差
	Mean	Std.Dev.	Mean	Std.Dev.			
ADJSPF	-0.0650	0.2544	-0.0578	0.2601	-0.0072	-0.1172 **	-0.1100 **
SPF	-0.0869	0.2533	-0.0811	0.3166	-0.0058	-0.1135 **	-0.1077 **
SQ	0.8423	0.2616	1.0010	0.3650	-0.1587 ***	-0.1227 **	0.0361
FCF	0.2400	0.2020	0.1512	0.1801	0.0888 **	0.0772 **	-0.0116
DA	0.4535	0.2507	0.4510	0.2104	0.0025	-0.0271	-0.0296
OWN	0.1840	0.1393	0.1088	0.1174	0.0753 ***	0.0692 ***	-0.0060
CORP	0.2630	0.1901	0.2804	0.1995	-0.0174	-0.0193	-0.0020
FOREIGN	0.0422	0.0687	0.1045	0.1045	-0.0623 ***	-0.0085	0.0539 ***
TRADED	0.8168	0.2189	0.8716	0.2102	-0.0548	-0.1047 ***	-0.0499 *
LNASSET	8.9120	0.6284	10.4085	0.6001	-1.4965 ***	-0.8211 ***	0.6754 ***

(注) 1) アスタリスクは平均値の差の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表す。
2) 各変数につき、平均値より4シグマ以上(以下)のサンプルに関しては、平均値+4シグマ(平均値-4シグマ)の値で置き換える異常値処理を施した。

考えられる。さらに、バイアウトがレバレッジを効かせることによる節税を目的としているならば、非公開化前の負債比率は低位なほど有利になると想定される。

経営者持分については、2つの可能性が考えられる。非公開化が株主・経営者間の利害の一致（＝リアライメント）を動機としているならば、この値は低いほどその効果が十分に得られる。その一方で、前節でも論じたように、日本企業の非公開化型 MBO ではファミリー企業の案件も目立ち、それらファミリーへの株式集約を動機としているならば、この値の水準は高くなるものと予想される。法人持株比率については、ダイベストメント型（＝子会社独立型）MBO の存在を捉えるために設定された変数である。非公開化型 MBO は、東芝タンガロイ（2004年4月上場廃止）や東芝セラミックス（2007年3月）のケースなど、親企業の売却需要により MBO が実施されることもあるが、もしこうした案件が一定割合存在するならば、ペアの公開企業よりも同比率は高くなるものと思われる。外国人持株比率は、「物言う株主」からのプレッシャーを表す代理変数である。非公開化がこれら株主からの圧力の緩和を目的としているならば、外国人株主の所有比率が高い企業ほど、非公開化の誘因も大きくなるであろう。

取引成立日比率は上場維持コストの代理変数である。同比率が小さい場合、株式の流動性が乏しく、株式上場のベネフィットも小さくなる。直近で取引が成立していない企業ほど、上場維持コストの削減を目的として、非公開化を行うものと予想される。

結果は図表2の通りである（パネル A）。MBO 企業はペア企業に比べ、超過収益率、株

価収益率、取引成立日比率は低く、外国人持株比率は高くなっている。日本の非公開化企業が、アンダーバリューの解消と上場維持コストの削減を動機としているという状況が読み取れる。また、所有構造の側面では、外国人投資家からの経営圧力の緩和を狙ってバイアウトが実施されているとも推察できる。

3. クラスタ分析

前節でも論じたように、LBO などの非公開化企業の実実施動機に関しては、Jensen [1989] などによってフリーキャッシュフローの削減（及び、それによるエージェンシーコストの削減）を動機とするとの見方がなされてきたが、Halpern et al. [1999] では、事前の低い株価パフォーマンスを共通としながらも、高い経営者の持株比率を特徴とする企業群と低い経営者の持株比率を特徴とする企業群とに分割されるとの見方を提示している。日本の非公開化型 MBO 企業は、均質的な特徴なのであろうか、それとも何らかの異質な特徴を有したグループに分類できるのであろうか。本節ではクラスタ分析により、この問いにアプローチしてみたい。

分析にあたっては、あらかじめクラスタ数を指定しない階層的クラスタ分析⁴⁾を用いる。個々の非公開化企業をクラスタリングしていく際の類似度の設定に関してはウォード法を用い、ユークリッド平方距離によってクラスタリングを試みた。分類に用いた変数は、前項で用いた変数に総資産対数値 LNASSET を加えた10個の指標である。クラスタ数の決定にあたっては、Calinski & Harabasz's pseudo-F index を用いた。その結果、クラスタ数が2のときに、同インデックスが最大化されたた

め、以下ではMBOサンプルを2つに分割して検証を進める。

クラスターごとに各変数の基本統計量を示したのが図表2（パネルB）である。同表によると、クラスター1（52件）は、低いSQ（0.84）、高いFCF（0.24）、高いOWN（0.18）、低いFOREIGN（0.04）、小さいLNASSET（8.91）、クラスター2（69件）は、高いSQ（1.00）、低いFCF（0.15）、低いOWN（0.11）、高いFOREIGN（0.10）、大きいLNASSET（10.41）という特徴となっている。クラスター1は、成長機会が乏しく、過剰にキャッシュを抱えたファミリー主導のMBO案件であるのに対し、クラスター2は外国人投資家など「物言う株主」からの圧力緩和を非公開化の動機とした案件であると解釈できよう。高い経営者持分によって特徴づけられるクラスターが非公開化案件の相当割合を占める状況は、米国のLBOを検証したHalpern et al. [1999]、大陸欧州諸国を対象としたMartinez and Serve [2011]、Crocchi and Giudice [2014]と同様の状況であり、興味深いところである。なお、ダイベストメント型（子会社独立型）のクラスターの存在を予想したが、法人株主の持分は両クラスターで有意な差はなく、本稿の分析からは当該クラスターの存在は確認できなかった。

各クラスターとペア企業の数値とを比較してみると（パネルB）、クラスター1はペア企業に比べ、低いADJSPF、SPF、SQ、TRADED、LNASSET、高いFCF、OWN、クラスター2は低いADJSPF、SPF、TRADED、高いFOREIGN、LNASSETという特徴となっている。アンダーバリューの解消と上場維持コストの削減を共通の特徴としつつも、クラスター1においては、乏しい成長機会を背景としたフリーキャッシュフローの削減とファミリーへの株式集中を動機とする一方で、クラスター2に関しては外国人株主からの影響力の遮断が非公開化の主な動機となっているものと推察できる。

ところで、Halpern et al. [1999]では高い経営者持分のクラスターではバイアウトを経営陣が単独で実施するために、ファンドの関与を排除する傾向にあることを明らかにしている。こうした傾向が上記で確認された2つのクラスターにも該当するか否かをチェックするために、クラスターとファンド関与の有無のクロス表を作成した（図表3）。同表によると、クラスター1ではファンド関与ありが19件（36.5%）、クラスター2では33件（47.8%）となっており、前者で比率が低くなっている。ただし、両者の割合の差についてのカイ2乗検定

図表3 MBO クラスターとファンド関与

		クラスター		Total
		1	2	
ファンド	関与あり	19 (36.5)	33 (47.8)	52 (43.0)
	関与なし	33 (63.5)	36 (52.2)	69 (57.0)
Total		52 (100.0)	69 (100.0)	121 (100.0)

Pearson $\chi^2(1) = 1.5417$ Pr = 0.214

を行ったところ、統計的に有意な結果は得られなかった。高い経営者持分のクラスターでファンドの関与の度合いが低位であるとは言えず、Halpern et al. [1999] と異なる結果となった。ファミリーへの株式集約化を選好しつつも、資金調達必要性からファンドに依存せざるを得ない状況がうかがえる。

4. 多項ロジット分析

では、以上のような傾向は、変数間の関係性をコントロールした場合でも維持されるのだろうか。この点を確認するために、以下のような推計を多項ロジットで行う。

$$MCLUS = F[ADJSPF, SPF, SQ, FCF, DA, OWN, CORP, FOREIGN,$$

図表 4 各クラスターの特徴に関する多項ロジット分析

パネル A：モデル(1)

	クラスター 1			クラスター 2		
	係数	標準誤差	限界効果	係数	標準誤差	限界効果
ADJSPF	-1.3242 **	0.6471	-0.1478	-1.0003 *	0.5652	-0.1334
SQ	-0.9464	0.7449	-0.1410	-0.0477	0.5746	0.0405
FCF	1.7407	1.1573	0.2898	-0.4884	1.2125	-0.1917
DA	0.4476	1.1079	0.1005	-0.6151	0.7914	-0.1489
OWN	4.0671 ***	1.5617	0.6346	-0.3379	1.4877	-0.2844
CORP	0.3998	1.2999	0.0426	0.3406	0.9369	0.0481
FOREIGN	0.3967	3.4680	-0.3768	8.2411 ***	2.0138	1.6565
TRADED	-2.5068 ***	0.9703	-0.2341	-2.7540 ***	0.9892	-0.4277
CONSTANT	0.8945	1.3995		1.6493	1.2982	
Observations	242					
Log Likelihood	-219.6819					
Pseudo R 2	0.1227					

パネル B：モデル(2)

	クラスター 1			クラスター 2		
	係数	標準誤差	限界効果	係数	標準誤差	限界効果
SPF	-1.1027 *	0.5948	-0.1261	-0.7806	0.5775	-0.1002
SQ	-0.7478	0.7300	-0.1183	0.0877	0.5668	0.0576
FCF	1.9148 *	1.1493	0.3106	-0.3676	1.2125	-0.1765
DA	0.4445	1.1217	0.0980	-0.5730	0.7788	-0.1402
OWN	3.9789 ***	1.5539	0.6227	-0.3373	1.4811	-0.2801
CORP	0.2745	1.3175	0.0266	0.2845	0.9458	0.0433
FOREIGN	0.1392	3.5266	-0.4125	8.1611 ***	1.9988	1.6530
TRADED	-2.4967 ***	0.9527	-0.2339	-2.7400 ***	0.9959	-0.4248
CONSTANT	0.7085	1.3831		1.4701	1.2939	
Observations	242					
Log Likelihood	-220.5346					
Pseudo R 2	0.1193					

(注) ***, **, *はそれぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

TRADED] (1)

MCLUS は MBO 企業のクラスターを表す。1 が高経営者持分型クラスターであり、2 が高外国人持分型クラスターである。ベースカテゴリー (0) は、前述の規模、業種で近似させたペア企業群である。その他の変数は既述の通りであり、MBO アナウンスメント日直前の決算期の値を用いている。

分析結果は図表 4 の通りである。モデル (1) は ADJSPF、モデル (2) は SPF を説明変数とした場合の推計結果を示している。ペア企業と比較した場合、クラスター 1 (高経営者持分型) においては、非公開化に対し、ADJSPF、SPF、TRADED が有意に負、FCF (モデル 2)、OWN が有意に正となっている。一方、クラスター 2 (高外国人持分型) に関しては、ADJSPF、TRADED が有意に負、FOREIGN が有意に正となっている。クラスター 1 においては、アンダーバリューの解消と上場維持コストの削減を動機とするとともに、フリーキャッシュフローの削減とファミリーへの株式集約が非公開化の目的となっていると解釈できる。それに対し、クラスター 2 もアンダーバリューの解消と上場維持コストの削減を動機としている点では同様であるが、所有構造の側面では上場廃止による外国人投資家からの経営圧力の緩和を非公開化の背景としている。こうした結果は、クラスターが 2 つに分割され、1 つのクラスターが高い経営者持分によって特徴づけられるという点で Halpern et al. [1999] において提唱された異質性仮説に沿った結果となっているが、もう一方のクラスターが高い外国人持分によって特徴づけられるという点で、彼らの見方とは異なる内容でもある。

なお、負債比率はいずれも非公開化に対し有意な係数を取っていない。日本企業の非公開化型 MBO はパイアウトにレバレッジを効かせることによる節税は目的としていないということであり、同変数の弱い効果は齋藤ほか (2017) と整合的な内容である。

IV. 買収プレミアムの決定要因

非公開化企業の所有構造がスクイズアウトされる少数株主の富に与える影響については、従来はインセンティブ・リアライメントの観点から検証がなされてきた。すなわち MBO のケースでは、買収に経営陣が参加することにより、非公開化後、経営陣の持株比率の上昇が予想される。それは公開時に存在したエージェンシーコストを削減すると同時に、経営陣の努力水準を引き上げ、非公開後の企業価値向上を可能にする。その価値創造の期待値のいくらかが少数株主にプレミアムとして支払われるというわけである。実際、英国企業の非公開化案件と少数株主の富の関係性を検証した Renneboog et al. [2007] では、事前の経営者持分が低く、パイアウトによる経営者持分上昇の余地が高いと予想される案件ほど、プレミアム水準が高まることを明らかにしている。

もっとも、近年の所有構造と少数株主の富の関係性についての実証研究では、支配的株主の強圧性の観点から検証がなされている。つまり、プレミアムの水準は低位なほど買い手は買収コストを節約できるわけであるが、ファミリーなどがその支配的株主である立場を利用して、売り手に圧力をかけ、相対的に低いプレミアム水準での買収を遂行しているのではないかとこの観点から分析が行われている⁵⁾。

図表 5 クラスターと買収プレミアム

Variable	クラスター 1 (52社)				クラスター 2 (69社)				差の検定 (p-value)
	Mean	Std.Dev.	Min	Max	Mean	Std.Dev.	Min	Max	
PREM1	0.4779	0.4202	-0.9869	2.0833	0.4571	0.5667	-0.8613	3.4248	0.8170
PREM10	0.5093	0.3824	-0.9868	1.3168	0.4536	0.3890	-0.8610	2.2258	0.4335
PREM20	0.5090	0.3649	-0.9838	1.1681	0.4609	0.3717	-0.8588	2.0120	0.4788
PREM40	0.4807	0.3393	-0.9839	1.2500	0.4850	0.3655	-0.2683	2.2172	0.9470

(注) 差の検定はクラスター間の平均値の差の検定を表す。

では、日本の非公開化型 MBO のケースにおいて、ファミリーなどによるバイアウトは、少数株主の富にいかなる影響を与えているのであろうか。図表 5 は、前節で定義されたクラスター（高経営者持分クラスター、高外国人持分クラスター）ごとの買収プレミアムを観察したものである。仮に支配的株主が強圧性を発揮しているのであれば、経営者持分が高いクラスター 1 ではプレミアム水準が低位になることが予想される。一方で、外国人株主の所有比率が高く、売り手のなかにブロック・シェアホルダーが存在するクラスター 2 では、売り手の交渉力が強化され、プレミアム水準は引き上げられるものと考えられる。もっとも、同表によると、いずれのプレミアムの取り方でみても（MBO 公表 1 日前、同 10 日前、同 20 日前、同 40 日前の株価水準に対する TOB 価格）、両クラスターの差は統計的に有意とはいえない。

図表 6 は、(2) 式に基づき、所有構造をダイレクトに挿入したうえで、買収プレミアムの決定要因を OLS で検証した結果である。

$$\begin{aligned}
 PREM40 = F[ADJSPF, SPF, SQ, \\
 FCF, DA, OWN, CORP, \\
 FOREIGN, FUND, LNASSET, \\
 MANU, REX] \quad (2)
 \end{aligned}$$

買収プレミアムは図表 5 で定義した PREM40 を用いた⁶⁾。FUND, LNASSET, MANU, REX はコントロール変数であり、それぞれファンド・ダミー、総資産対数値、製造業ダミー、レックス・ホールディングス事件高裁判決以降の案件に 1 の値を与えるダミー変数である⁷⁾。その他の変数はこれまでと同様である。同表によると、モデル (2) と (3) において SPF が有意に負となっている。事前の株価パフォーマンスが低い企業ほど、プレミアム水準が高いということであり、非公開化前のアンダーバリューがプレミアムの源泉となっているということがわかる。また、SQ も有意に負となっている。成長機会が乏しく、将来的にマーケットからの資金調達必要性が低い企業ほど、上場廃止によるコスト節約余地が大きくなると予想されるが、そうした節約分がプレミアムとして還元されているとみてよからう。

所有構造に関しては、プレミアム水準に対して、経営者持株比率 OWN の符号は非有意である。本稿の検証からは、ファミリーによる強圧性が存在するとは判断できない。また、モデル 3 は、アンダーバリューの程度が経営者持分の状況によって増幅するか否かを検証したものである。Halpern et al. [1999] では、両クラスター（経営者持株比率が高いクラスター、経営者持株比率が低いクラスター）ともアンダーバ

図表6 買収プレミアム (PREM40) の決定要因

	モデル(1)		モデル(2)		モデル(3)	
	係数	標準誤差	係数	標準誤差	係数	標準誤差
ADJSPF	-0.2475	0.1629				
SPF			-0.5591 ***	0.1336	-0.4575 ***	0.1520
SQ	-0.3826 ***	0.1383	-0.2757 **	0.1196	-0.2943 **	0.1193
FCF	-0.1388	0.2137	0.0126	0.1828	0.0238	0.1776
DA	0.0315	0.1969	-0.0227	0.1901	0.0131	0.1975
OWN	0.1604	0.2668	0.1073	0.2346		
CORP	0.3476 **	0.1782	0.3162 **	0.1525	0.3157 **	0.1496
FOREIGN	0.9245 **	0.4465	0.5523	0.4526	0.5831	0.4349
TRADED	0.0783	0.1747	0.0873	0.1482	0.1034	0.1328
OWNQ1					0.0492	0.0717
OWNQ4					0.0576	0.0897
SPF×OWNQ1					-0.3147	0.3700
SPF×OWNQ4					-0.1189	0.2492
LNASSET	-0.0433	0.0387	-0.0134	0.0362	-0.0113	0.0379
FUND	-0.0659	0.0655	-0.0326	0.0595	-0.0301	0.0582
MANU	0.0719	0.0704	0.0867	0.0591	0.0904	0.0581
REX	-0.0089	0.0620	0.0266	0.0548	0.0131	0.0558
CONSTANT	1.0124 **	0.4563	0.5794	0.4456	0.5382	0.4588
Observations	121		121		121	
R 2	0.1558		0.3127		0.3303	

(注) 1) 標準誤差は不均一分散に頑健な標準誤差を用いている。

2) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

リユーに陥っているため、経営者持分の両端部分ではアンダーバリューの効果が増幅され、プレミアム水準が上昇する傾向にあることを確認している。そこで経営者持分について第1四分位のダミー変数 (OWNQ1) と第4四分位のダミー変数 (OWNQ4) を作成したうえで、それらと株式収益率 SPF を交差させ、プレミアムに対する影響をチェックした⁸⁾。仮に経営者持分の高いグループと低いグループでアンダーバリューが増幅されているとするならば、両交差項は負の係数で有意になると予想されるが、本稿ではそのような結果は得られなかった。

興味深いのは、法人持株比率 CORP、外国人持株比率 FOREIGN の結果である。他の要因

をコントロールした場合、CORP はいずれのモデルでも有意に正となっており、FOREIGN はモデル (1) において5%水準で有意に正となっている⁹⁾。すなわち、法人株主や外国人株主などの持株比率が高まるほど、売り手の交渉力が強化され、プレミアム水準も引き上げられるということを意味する。特に、FOREIGN の効果は大きく、同変数の1標準偏差の上昇が PREM40 を0.088 (0.92×0.10) だけ引き上げる。これは PREM40 の18.3%にも該当する規模である。これらの結果は、わが国における非公開化時の少数株主保護においては対抗買い付けなどが期待できない現状から、これらブロック・シェアホルダーの存在とその交渉力が重要な鍵を握るということを示唆している。

V. MBO とエグジット

最後に、非公開化前の所有構造やファンド関与のあり方が、その後の組織形態の選択にかなる影響を及ぼしているかについて検証する。2節でも論じたように、ファンドが関与する案件では、彼らの非公開化の動機が買収価格と売却価格との間のさや取りとなるので、株主価値が修正された期間経過後に再上場する、あるいは他社に売却される可能性が高いと予想される。一方、経営者の持分が高いファミリー型の案件では、彼らへのコントロールライツの集約が非公開化の主な動機であるため、そのまま非公開の所有構造を継続するものと予想される。こうした見方は、日本企業のケースでもシステ

マティックに観察されるのであろうか。

図表7は、これまで用いてきた2つのクラスター及びファンド関与の有無と、非公開化後のステータス（①再上場、②他社とのM&A、③非公開維持）のクロス表を示したものである¹⁰⁾。同表によると、圧倒的に非公開の地位を維持する企業が多いものの、再上場率に限ってみれば、クラスター1（高経営者持分型）は1.9%（1件）であるのに対し、クラスター2（高外国人持株型）は10.3%（7件）となっている（パネルA）。カイ2乗検定の結果も10%水準ではあるが両者で有意な差があることを示している。クラスター1の方が再上場を選択する確率が低く、非公開化の地位を維持する傾向にある。一方、他社とM&Aを行う割合に関しては（パネルB）、クラスター1が23.1%

図表7 クラスター、ファンドとエグジット

パネルA：MBO クラスターと再上場

		クラスター		Total
		1	2	
再上場	あり	1 (1.9)	7 (10.3)	8 (6.7)
	なし	51 (98.1)	61 (89.7)	112 (93.3)
Total		52 (100.0)	68 (100.0)	120 (100.0)

Pearson $\chi^2(1)=3.3185$ Pr=0.069

パネルC：ファンド関与と再上場

		再上場		Total
		なし	あり	
ファンド	関与あり	44 (39.3)	7 (87.5)	51 (42.5)
	関与なし	68 (60.7)	1 (12.5)	69 (57.5)
Total		112 (100.0)	8 (100.0)	120 (100.0)

Pearson $\chi^2(1)=7.1027$ Pr=0.008

パネルB：MBO クラスターとM&A

		クラスター		Total
		1	2	
M&A	あり	12 (23.1)	16 (23.5)	28 (23.3)
	なし	40 (76.9)	52 (76.5)	92 (76.7)
Total		52 (100.0)	68 (100.0)	120 (100.0)

Pearson $\chi^2(1)=0.0034$ Pr=0.954

パネルD：ファンド関与とM&A

		M&A		Total
		なし	あり	
ファンド	関与あり	29 (31.5)	22 (78.6)	51 (42.5)
	関与なし	63 (68.5)	6 (21.4)	69 (57.5)
Total		92 (100.0)	28 (100.0)	120 (100.0)

Pearson $\chi^2(1)=19.4456$ Pr=0.000

図表8 エグジットに関する競合リスク・ハザードモデル

パネルA：モデル(1)

	再上場			他社との M&A		
	係数	標準誤差	限界効果	係数	標準誤差	限界効果
MONTH24	0.1852	4.4039	0.0009	-0.8377	1.4903	-0.0889
MONTH36	17.7597 ***	2.7114	0.9993	1.3237	1.4205	-0.1512
MONTH48	15.0236 ***	2.6100	0.9987	1.0734	1.2350	-0.1537
MONTH49	12.4747 ***	2.5391	0.0494	-0.8614	1.0849	-0.1450
ADJSPF	1.9222	2.6380	0.0054	-0.4224	1.1201	-0.0592
SQ	-4.2853	2.8928	-0.0119	0.3959	1.3103	0.0566
FCF	-11.1936	7.7540	-0.0312	1.4978	2.5389	0.2120
DA	-5.1389	5.1567	-0.0139	-0.2299	1.2148	-0.0294
OWN	-10.7479 *	5.8275	-0.0283	-2.2814	3.5338	-0.3103
CORP	-4.2678	4.1281	-0.0120	0.7488	2.3084	0.1054
FOREIGN	-7.5843	8.9172	-0.0191	-3.6049	3.3625	-0.4946
TRADED	6.0179 *	3.3693	0.0156	1.7066	2.4842	0.2331
FUND	1.3224	1.8221	0.0019	2.6485 ***	0.6611	0.4149
LNASSET	0.8933	0.8268	0.0023	0.1960	0.3619	0.0267
MANU	-0.8905	1.4367	-0.0018	-0.9876	0.7932	-0.1248
REX	-1.0632	1.2872	-0.0034	-0.2415	0.6757	-0.0336
CONSTANT	-19.5511 **	8.7805		-5.2684	5.2804	
Observations	120					
Log Likelihood	-59.5224					
Pseudo R 2	0.3556					

パネルB：モデル(2)

	再上場			他社との M&A		
	係数	標準誤差	限界効果	係数	標準誤差	限界効果
MONTH24	-3.4656	3.2189	-0.0026	-1.3737 ***	1.5034	-0.1194
MONTH36	15.5730 ***	1.5768	0.9990	1.0306	1.3795	-0.1494
MONTH48	11.9405 ***	2.1290	0.9907	0.6131	1.2460	-0.1518
MONTH49	9.0318 ***	2.5116	0.0196	-1.3904	1.1190	-0.2382
SPF	-1.9868	1.6957	-0.0040	-1.6085	1.0896	-0.2159
SQ	-4.9135 *	2.7920	-0.0115	0.4926	1.3245	0.0682
FCF	-9.1706	6.8537	-0.0218	1.6753	2.6062	0.2291
DA	-4.0085	3.2775	-0.0091	-0.4342	1.2972	-0.0570
OWN	-8.9490	5.9143	-0.0201	-1.6317	3.7192	-0.2165
CORP	-3.6663	4.7306	-0.0088	0.9015	2.3694	0.1228
FOREIGN	-5.9602	8.1374	-0.0119	-4.9118	3.7066	-0.6594
TRADED	7.9745 *	4.1999	0.0177	1.9619	2.8089	0.2613
FUND	2.4027	2.1550	0.0046	2.8375 ***	0.7048	0.4379
LNASSET	1.2223	1.0061	0.0027	0.3353	0.3998	0.0447
MANU	0.0546	1.4461	0.0004	-0.8227	0.7994	-0.1029
REX	-1.0451	1.2803	-0.0029	-0.0900	0.7105	-0.0118
CONSTANT	-23.3051 **	11.0078		-6.8017	5.5464	
Observations	120					
Log Likelihood	-58.6061					
Pseudo R 2	0.3656					

(注) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

(12件)、クラスター 2 が 23.5% (16件) となっており、拮抗している (カイ 2 乗検定の結果も非有意)。ファンド関与の有無と非公開化後のステータスについては、ファンド関与と案件において、再上場化する割合 (8 件中 7 件) と他社との M&A が行われる割合 (28 件中 22 件) の双方において高く、統計的にも有意である (パネル C, パネル D)。ファンドが関与するケースにおいて、エグジットが実現されている状況が見て取れる。

もっとも、こうした結果は、変数間の関係性がコントロールされておらず、あくまで暫定的なものにとどまる。そこで、(3) 式のような多項ロジットをベースとした競合リスク・ハザードモデル (competing risk hazard model)¹¹⁾ を用いて、非公開化後のステータスに対する各要因の効果を測定することとする。

$$\begin{aligned} \text{STATUS} = F[\text{MONTH24}, \text{MONTH36}, \\ \text{MONTH48}, \text{MONTH49}, \\ \text{ADJSPF}, \text{SPF}, \text{SQ}, \text{FCF}, \text{DA}, \\ \text{OWN}, \text{FUND}, \text{SIZE}, \text{MANU}, \\ \text{REX}] \end{aligned} \quad (3)$$

STATUS と MONTH ダミー以外の変数は、これまで使用してきたものと同様である。STATUS は非公開後の組織形態を表し、1 が再上場、2 が他社との M&A、ベースカテゴリー (0) が非公開維持となっている。MONTH はイベント (再上場、他社との M&A) までの期間 (月) を表し、12ヶ月までをベースカテゴリーとして、13ヶ月から24ヶ月が MONTH24、25ヶ月から36ヶ月までが MONTH36、37ヶ月から48ヶ月までが MONTH48、49ヶ月以上が MONTH49 となっ

ている。同変数によって期間の長短がイベント発生に与える影響をコントロールしている。推計結果は図表 8 の通りである¹²⁾。モデル (1) は ADJSPF を、モデル (2) は SPF を説明変数とした場合の推計結果を示す。

OWN は、再上場化に対し 10% 水準ではあるものの有意に負となっている一方で (モデル 1)、他社との M&A の確率に関しては、同変数の係数は統計的に有意になっていない。ファミリー主導型の案件においては、所有構造が再び分散する方向に向かう再上場については消極的であるのに対し、他社との M&A に関しては他のクラスターと差がなく、柔軟に対応しているという状況を示している。他方、FUND に目を向けると、OWN とは逆に、他社との M&A の確率は促すものの、再上場確率に対しては統計的に有意になっていない。後者の結果に関しては、そもそも再上場を果たす件数が少ないために、ファンドの効果を上手く捉えられなかった可能性がある。いずれにせよ、ファンドが関与する案件においては他社への M&A という形でエグジットを図っているという状況が確認された。

なお、月数ダミーについては、36ヶ月以上の変数に関して、再上場化に対して正に有意となっており、他社との M&A に対しては MONTH24 のみ有意に負となっている。再上場するまでにはある程度の期間が必要とされるのに対し、他社への売却や他社との合併は、非公開化からの期間を条件とせずフレキシブルに実施されているものと解釈できる。

VI. 結論と課題

本稿では日本の非公開化型 MBO 案件を対象

に、クラスター分析により類型化を試みるとともに、類型化されたクラスターごとに少数株主の富や非公開化後の組織形態が異なるかどうかについての検証を行った。分析の結果、以下の点が明らかとなった。第1に、クラスター分析からは非公開化型 MBO が高い経営者持株比率を特徴とするグループと、高い外国人持株比率を特徴とするグループとに分けられることがわかった。前者はファミリーによってバイアウトが主導され、後者は株主圧力を緩和するために既存経営陣によってバイアウトが実施されているものと推察できる。特に、後者の結果に関しては、Halpern et al. [1999] 等の先行研究でも取り上げられていない点であり、本研究の貢献の1つといえる。ただし、両クラスターへのファンド関与の比率の差については統計的に有意ではなく、高い外国人持分型のクラスターに比べ、ファミリー主導型のクラスターではバイアウトへのファンド関与の割合が相対的に低いとはいえないことも明らかになった。

第2に、クラスターごとにも買取プレミアムの水準をチェックしたところ、高経営者持分型と高外国人持分型の間に、プレミアム水準に有意な差はないことが示された。同様に、所有構造をダイレクトに挿入したプレミアムの決定要因の分析からも、経営者持株比率は直接的に影響を与えておらず、ファミリーが強圧性を発揮しているとの証拠は得られなかった。また、同推計からは外国人株主や法人株主はプレミアム水準に対しポジティブな効果を与えており、それらブロック・シェアホルダーが存在する場合、売り手の交渉力が強化され、プレミアムの水準が高まることも明らかになった。

第3に、クラスターごとの非公開化後のステータスについて、先行研究で取り上げられて

きた再上場に加え、他社との M&A も含めて検証を行ったところ、ファミリー主導型企業群ではもう一方のクラスターに比べ、再上場化する割合は低いことが示された。同様に、再上場や他社と M&A を行うまでの期間を被説明変数とした競合リスク・ハザードモデルからも、経営者持株比率は再上場化に対しネガティブな影響を与えていることが確認された。既述のように経営者持分が高い案件では非公開化による彼らへの株式集約化が主な動機となっているため、非公開化後も継続してその地位を選好しているものと推測できる。

最後に、本稿に残された課題について述べておきたい。まず、経営者持株比率の正確な測定が求められよう。今回の分析では、経営者保有分として有価証券報告書記載の現数値を用いたが、そこには経営者の財産保全会社や親族の保有分が参入されていない。それら株主の状況は「公開買付届出書」に記載されているが、多くの案件でそれら株主は無視できない株式を保有している。現状では経営者持分が過小になっている可能性があるため、財産保全会社や親族の保有数についても経営者保有分に加算したうえで、経営者持分を捉えなおす必要がある。また、今回の分析では MBO 案件だけに対象を限定したが、その他の非公開化案件と比較検証することも今後必要となろう。例えば、その他のタイプとして親会社による子会社買収型（親子上場廃止型）やファンドによるバイアウト型などが考えられるが、そうした案件の動機と比較することにより、より MBO 案件固有の特徴を明確に描写することが可能となろう。

注

- 1) このほか、冒頭で挙げたような債権者や従業員などのステークホルダーから買収を主導する経営陣やファンド

- への富の移転を MBO の動機としているという説があるが、それらに変数化が困難なため、今回は分析を見送った。
- 2) 本項の内容は、河西・齋藤・川本 [2011]、齋藤・河西・川本 [2017]、河西・川本 [2019] を参照している。
 - 3) さらにいえば、経営者にコントロールライツと残余請求権（あるいはキャッシュフローライツ）を集中させることにより、外部株主とのエージェンシー問題が解消されるため、こうした非公開の形態は持続することになる (Fama and Jensen [1983])。
 - 4) 同手法については、石黒編 (2014)、第10章を参考とした。
 - 5) ただ、実証研究では必ずしもこの因果関係の存在を認めているわけではなく、例えば、大陸欧州諸国のパイアウトを扱った Geranio and Zanotti [2012] や Croci and Giudice [2014] では、ファミリーなどの支配的株主が存在する案件の異常収益率はその他の案件に比べ劣らないことが示されている。
 - 6) 紙幅の都合から PREM1、PREM10、PREM20の結果は掲示していないが、ほぼ同様の結果が得られた。
 - 7) 井上ほか [2010] では、レックス・ホールディングス事件以降、経営陣の少数株主に対する対応が保守的になり、買収プレミアムの水準が引き上げられる傾向にあることを明らかにしている。ただし、分析期間を延長した本稿の分析では、必ずしもこのような関係性を確かめていない。
 - 8) Halpern et al. [1999] では、この点について株式収益率×経営者持分の2乗項を挿入してチェックしている。ただし、同交差項と株式収益率×経営者持分の相関が非常に強いため (0.9を超える)、本稿では経営者持分の四分位ダミーと株式収益率の交差項を作成して代替した。
 - 9) もっとも、FOREIGN は株価パフォーマンスを SPF としたモデル (2) (3) で係数は正であるものの非有意となっている。この結果の差異は、FOREIGN が ADJSPF と SPF の差である TOPIX の市場リターンの latent variable になっている可能性が指摘でき、もし仮にそうであるならば、その解釈については一定の留意が必要である。
 - 10) ここでの「他社との M&A」とは、非公開後に MBO 企業が他社に吸収合併されるケース、あるいは他社と経営統合を行うケースを指す。
 - 11) 同モデルについては、筒井他 (2011)、第9章を参考とした。
 - 12) 非公開化後のステータスが確認できない案件が1件存在するため、分析サンプルは120社となる。
- and Business*, 14, pp.179-195.
- Barber, B. M. and J. D. Lyon (1996), "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statics," *Journal of Financial Economics*, 41, pp.359-399.
- Cook, D. O., J. C. Easterwood and J. D. Martin [1992], "Bondholder Wealth Effects of Management Buyouts," *Financial Management*, 21, pp.102-113.
- Croci, E. and A. D. Giudice [2014], "Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe," *European Financial Management*, 20, pp.374-405.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and E. M. Rice [1984], "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholders Wealth," *Journal of Law and Economics*, 27, pp.367-401.
- Fama, E. and M. C. Jensen [1983], "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, pp.301-325.
- Geranio, M. and G. Zanotti [2012], "Equity Markets Do Not Fit All: An Analysis of Public-to-private Deals in Continental Europe," *European Financial Management*, 18, pp.867-895.
- Halpern, P., R. Kieschnick and W. Rotenberg [1999], "On the Heterogeneity of Leveraged Going Private Transactions," *Review of Financial Studies*, 12, pp.281-309.
- Jensen, M. C. [1989], "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, September-October, pp.61-74.
- Kaplan, S. [1989], "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value," *Journal of Finance*, 44, pp.611-632.
- Lehn, K. and A. Poulsen [1989], "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions," *Journal of Finance*, 44, pp.771-787.
- Martinez, I. and S. Serve, [2011], "The Delisting Decision: the Case of Buyout Offer with Squeeze-

参 考 文 献

- Amess, K. and M. Wright [2007], "The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK," *International Journal of Economics*

- out (BOSO)," *International Review of Law and Economics*, 31, pp.229-239.
- 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*, 13, pp.591-628.
- Thomsen, S. and F. Vinten [2014], "Delistings and the Costs of Governance: A Study of European Stock Exchanges 1996-2004," *Journal of Management and Governance*, 18, pp.793-833.
- Weir, C., D. Laing and M. Wright [2005a], "Undervaluation, Private Information, Agency Costs and the Decision to Go Private," *Applied Financial Economics*, 15, pp.947-961.
- Weir, C., D. Laing and M. Wright [2005b], "Incentive Effects, Monitoring Mechanisms and the Market for Corporate Control: An Analysis of the Factors Affecting Public to Private Transactions in the UK," *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, pp.909-943.
- 石黒格編 [2014]『改定 Stata による社会調査データの分析：入門から応用まで』北大路書房。
- 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』第1918号，4-17頁。
- 河西卓弥・川本真哉・齋藤隆志 [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 Discussion Paper (早稲田大学高等研究所)，No. 2010-007。
- 河西卓弥・川本真哉 [2019]「日本企業の MBO における買収プレミアムの分析：業績予想の修正と少数株主利益」細江守紀編『企業統治と会社法の経済学』勁草書房，263-291頁。
- 齋藤隆志・河西卓弥・川本真哉 [2017]「日本企業の非公開化型 MBO に関する実証分析」宮島英昭編『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社，191-224。
- 筒井淳也・平井裕久・水落正明・秋吉美都・坂本和靖・福田亘孝 [2011]『Stata で計量経済学入門 (第2版)』ミネルヴァ書房。
- 野瀬義明・伊藤彰敏 [2011]「株式非公開化の決定要因」『証券経済学会年報』第46号，39-55頁。

(南山大学経済学部准教授)