

# MBOは何を変えたのか： 再上場の動機と成果に関する実証分析

川 本 真 哉

## 要 旨

本稿では、再上場を果たしたMBO案件の、再上場の動機とその成果についての検証を行った。その分析結果を要約すると、以下のとおりである。第1に、再上場企業の非公開化前のPBRとフリーキャッシュフロー比率は相対的に低く、アンダーバリュエーションの程度が大きく、手元流動性に余裕がないコンディションにあった。第2に、それら案件の所有構造に目を向けると、非公開化前の役員持株比率は低かった。流動的な所有構造下にある企業はバイアウト・ファンドと組んでMBOを行うことに親和的であり、それ故にエグジットを目指し、その結果として再上場が選択されたものと推察される。第3に、非公開化前から再上場後のパフォーマンスに関しては、ROAは上昇しておらず、総合的な経営効率の改善は観察されなかった。それに対し、ROEは上昇傾向にあったが、それは主にレバレッジの利用に起因しており、総じて収益性、効率性改善の寄与は乏しかった。第5に、PBR、EBITDA マルチプル、名目リターン、IRRで求めた株主価値は、非公開化前から再上場時において向上した。再上場というイベントを通じて情報生産が行われ、マーケットとの情報の非対称性が緩和された結果だと解釈できる。

キーワード：MBO, 再上場, バイアウト・ファンド, バリュウアップ, 信頼の破壊

## 目 次

- |                  |                   |
|------------------|-------------------|
| 1. はじめに          | 3.2 推計結果          |
| 2. 先行研究と分析課題     | 4. 再上場化とバリュウアップ   |
| 2.1 米国企業を対象とした研究 | 4.1 計測方法          |
| 2.2 日本企業を対象とした研究 | 4.2 非公開化前と再上場後の比較 |
| 3. 再上場企業の事前の特徴   | 5. 結論と課題          |
| 3.1 データセットと推計モデル |                   |

## 1. はじめに

日本において、非公開化型のMBO（Management Buy-outs）が登場してから、20年以上経過した。その間、MBOの件数は、2000年代半ばから後半の高まり、そして近年のMBO案件の復活と、いくつかのサイクルを経ながら推移してきた。レコフデータの統計によれば、2022年末までに194件もの上場企業がMBOによる非公開化を公表したという（図表1）。

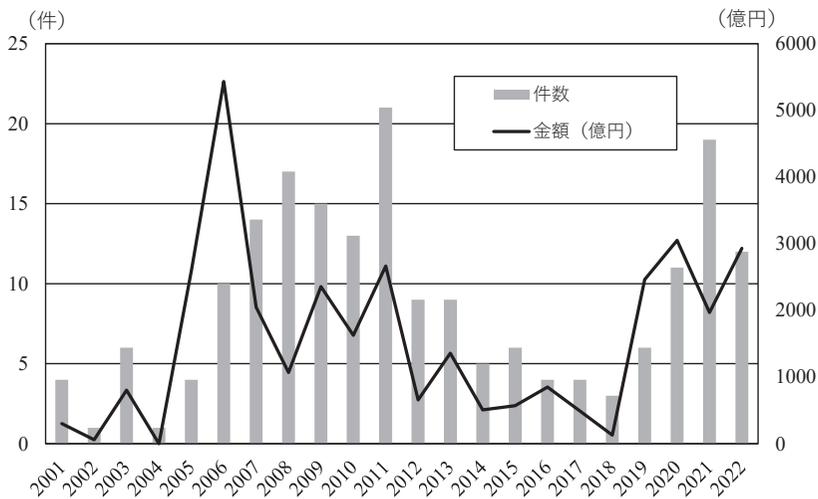
もちろん、非公開化されたからといって、これら企業の事後的なステータスは一様であったわけではない。それらが多くの案件が非公開企業にとどまる一方で、ある企業は経営陣が取得した株式を他社に売却し、他企業の傘下入りを決断した。また、ある企業では、MBOに参画したバイアウト・ファンドがエグジットを図る際、別のファンドに株式を売却するという「第二次バイアウト」（Secondary Buy-outs）という手段が採用された。

こうした非公開後のMBO企業のステータスで、もっとも注目を集めるのが「再上場化」である。2003年12月に再上場を果たしたトーカロにはじまり、直近の2021年9月再上場のシンプレクス・ホールディングスまで、13件を数える（図表2）。特にこの再上場の傾向は、2015年以降に9件とピッチがあがってきている。MBOというイベントは、それが発生する局面と、ファンドがそれまでの Deals の投資回収を試みる局面に差し掛かっているのかもしれない。

MBOの発生动機に関しては、比較的研究が蓄積されてきている。たとえば、川本（2022）では、支配株主による完全子会社化案件と比較することを通じ、MBOによって非公開化を選択する企業の固有の動機について明らかにしようとしている。このほか、買収プレミアムの観点から、MBO実施の要因を探った前澤（2008）、吉村（2010）、井上ほか（2010）なども見逃せない研究である。

それに対し、MBOの成功ケースと捉えられる再上場をテーマとした研究の蓄積はほとんどな

図表1 MBOによる非公開化の推移



(注) 公表年ベース。件数は解消案件も含む。

(出所) レコフデータ『レコフ M&A データベース』より作成。

図表2 再上場企業のプロフィール

企業名	業種	上場年月	非公開化年月	再上場年月	市場	
					非公開化時	再上場時
トーカロ	金属	1996/10	2001/08	2003/12	店頭	東証1部
キトー	機械	1986/09	2003/10	2007/08	店頭	東証1部
ワールド	繊維	1993/11	2005/11	2018/09	東証1部	東証1部
すかいらく	小売	1978/07	2006/09	2014/10	東証1部	東証1部
ツバキ・ナカシマ	機械	1961/10	2007/05	2015/12	東証1部	東証1部
オークネット	情報・通信	1991/09	2008/10	2017/03	東証1部	東証1部
FOOD&LIFE COMPANIES (旧あきんどスシロー)	小売	2003/09	2009/04	2017/03	東証2部	東証1部
ウェーブロックホールディングス	化学	1996/12	2009/07	2017/04	東証2部	東証2部
チムニー	小売	2005/02	2010/04	2012/12	東証2部	東証2部
ソラスト(旧日本医療事務センター)	サービス	1992/11	2012/02	2016/06	東証2部	東証1部
ウイングアーク1st (旧1stホールディングス)	情報・通信	2010/12	2013/09	2021/03	東証2部	東証1部
シンプレクス・ホールディングス	情報・通信	2002/02	2013/10	2021/09	東証1部	東証1部
ローランド	その他製品	1989/12	2014/10	2020/12	東証1部	東証1部

(出所) レコフデータ『レコフM&Aデータベース』, 日経各紙, プロネクサス『eol』より筆者作成。

されていない。初期のキトーとトーカロのケーススタディを行った胥(2011), 杉浦(2009), 杉浦(2012)などがあり<sup>1</sup>, ファンドによる資産売却や海外事業の展開支援を通じたいわゆる「業務戦略策定」(operational engineering; Kaplan and Strömberg 2009)が投資先企業のパフォーマンス改善をもたらしたことが報告されているが, 体系的にMBO成功のモデルケースが何をもたらしたのかについては, 明らかにされてこなかった。

そこで本稿では, 13ケースと限られるが, これら再上場を果たしたMBO案件がどのような特性を事前に有し, そしていかなる側面でパフォーマンスの向上を実現したのかについて検証する。このような分析を行うことを通じて, 今後エグジットが活発化すると予想されるMBOマーケットの選択肢に関する新たな知見が提供可能になろう。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では, 非公開化後のバリュアップに関する国内外の先行研究の内容について整理したうえで, 本稿における検証課題を明確にする。第3節では, 再上場を果たしたMBO案件の特性が非公開を維持するMBO案件やその他上場企業と異なるのかについて, 非公開化公表直前期の経営状態から観察する。第4節では, 非公開化前と再上場後のパフォーマンスとガバナンスを2時点で比較し, MBOというイベントが当該企業に何をもたらしたのかについて明らかにする。第5節は, 結論と今後の課題にあてられる。

## 2. 先行研究と分析課題

### 2.1 米国企業を対象とした研究

MBOの事後的なパフォーマンスへの影響につ

1 非公開化後のパフォーマンスのケーススタディについては, ほかに杉浦(2017)などがある。

いては、LBO (Leveraged Buy-outs) が盛んであった1980年代の米国企業を対象に研究が蓄積されている。その先駆的な研究として、Kaplan (1989a) が挙げられる。それによると、MBO後、オペレーティング・インカム、キャッシュ・フローは実施前に比べて増加傾向にある一方で、資本的支出は減少していることが明らかとされている。この背景として、経営陣の持株比率がバイアウト後に上昇していることから、エージェンシー・コストの削減がパフォーマンス向上の要因であると指摘している。

同様の研究として、Smith (1990) があり、ポストMBOの事業キャッシュ・フローが増加している状況を明らかにしている。それに加え、MBO実施後に運転資本回転率は改善しているのに対し、棚卸資産回転期間、売上債権回転期間は縮減傾向にあることから、MBOによる収益改善は、効率性の追求によるものと主張している。同様に、Singh (1990) では、MBO実施企業は再上場前において、産業平均に比べ、高い成長率と収益性を維持しつつも、棚卸資産と売上債権の回転期間に関する短縮化を実現していることを確認している。ガバナンス構造が経営陣やバイアウト・ファンド関係者に集約化された構造へと変化していることから、それがパフォーマンス改善に寄与したと推察している。

バイアウトによるガバナンス構造の変化が事後的なパフォーマンスに与えた影響に特に注目して検証したものとして、Muscarella and Vetsuypens (1990) がある。同研究では、非公開化の期間、財務パフォーマンスは改善しており、それはコントロール企業に比べても有意に高いことを示している。LBO後の所有構造、および役員構成を確認すると、経営陣の持株比率は顕著に高くなり、かつ非公開化前から再上

場までにかけて、彼らとその職にとどまる確率も高い。すなわちこれら所有構造の集中化を伴うガバナンス構造の変革が、バイアウト後の事業再編行動を促し、パフォーマンスの改善に寄与したと論じている。

総じて、これら1980年代のMBOの効果を検証した研究は、インセンティブ構造や資本構成の変化(役員持株比率や負債依存度の上昇)、あるいはファンドを中心としたガバナンス構造の強化が、バイアウト後のパフォーマンス改善に寄与したことを示している。

なお、バイアウトの研究をめぐっては、それが従業員の富を棄損したのかについての検証も論点となっている。これについては見方が分かれており、Amess and Wright (2007) や Goergen et al. (2011) では、非公開化後に賃金や雇用の削減が行われる傾向にあることを確認しているのに対し、上記のKaplan (1989a), Smith (1990), Singh (1990) では雇用削減がなされたという証拠を見出していない。日本の再上場を果たしたMBO案件の成功要因が、従業員との「信頼の破壊」(breach of trust; Shleifer and Summers 1988)に起因しているかは、以下の実証上の課題となろう。

## 2.2 日本企業を対象とした研究

日本企業のMBOの事後的なパフォーマンスを検証した分析は、MBOが登場して相対的に時間が経過していないことと、非公開化後の財務情報が制約されることから、それほど多くはないが、近年になっていくつかの研究が公表されている。例えば、川本(2022)では、帝国データバンクから非公開化後の財務情報を取得し、53件のMBO案件で分析を行っている。それによると、全体としてMBO実施後のパフォーマ

ンスは改善しているとはいえないものの、ファミリーの持株比率が高い案件やバイアウトを経営陣単独で行う純粹 MBO 案件において、収益性や経営効率の改善があったことを報告している。

また、バイアウト・ファンドの役割について検証したものとして、飯岡 (2020) がある。それによると、企業系や外資系ファンドが関与する買収案件では、親会社の保有する人的資源や企業間ネットワークが活用できるため、高い事後的なパフォーマンスをあげる傾向にあることを確認している。

MBO 案件が投資家のリターンに与えた影響について分析したものとしては、伊藤・メイズ (2016) が挙げられる。同研究では非公開化前からエグジット (再上場、他社への株式売却など) までの二時点の情報を比較し、MBO は債権者を含む投資家全体、あるいは株主に対してマーケット・インデックスを超過するリターンを提供しており、米国の MBO に劣らない富の創造をもたらしていると主張している。

本研究に問題意識が近い研究としては、野瀬 (2022) が存在する。その分析結果によると、バイアウト17件の非公開化前と再上場後のパフォーマンスを比較し、ROE は上昇傾向にあるものの、それは主にレバレッジの利用に起因しており、収益性や経営効率の改善という部分ではバイアウトの効果は弱いと指摘している。

冒頭でも論じたように、これら一連の日本企業を対象とした研究は、MBO や非公開化案件の事後的な情報を可能な限り収集し、バイアウトの効果を確認しようとした、後続研究のフレームワークとなる成果である。あるいは、非公開化前と再上場後の入手が可能なデータを駆使して、コーポレート・ファイナンスの見地か

ら、ファンドによるバリュアップ効果を突き止めようと工夫したものであった。ただし、それらの多くは事後的なパフォーマンスの推移を追跡しようというプリミティブな調査にとどまっており、バイアウトによるガバナンス構造の変革が、いかに企業を再上場に導いたのかを検証したものではなかった。さらにいえば、MBO 企業の成功要因を特定しようというものでもない。そこで、こうした先行研究が抱える現状の課題を念頭に、本稿では以下の点について検証する。

- 論点1：再上場を果たした MBO 案件には、資本構成、所有構造の側面において、いかなる変化があったのか。
- 論点2：そもそも再上場を果たした MBO 案件は、パフォーマンスを向上させているのか (財務パフォーマンス、株価パフォーマンスのどのような指標で改善が観察されるのか)。また、バイアウトによるガバナンス構造の変化はパフォーマンス改善をもたらしたのか。
- 論点3：バイアウト後、企業の設備投資や雇用が削減され、中長期的な投資活動や従業員が犠牲になっている傾向はあるのか。

### 3. 再上場企業の事前の特徴

まず、再上場を果たした企業の買収前の特徴についてみていこう。果たして非公開化前の特性は、再上場という経路に影響を与えるのであろうか。ここでは非公開化の動機に関するオーソドックスな仮説で検証してみる。すなわち、

MBOは何を変えたのか：再上場の動機と成果に関する実証分析

①アンダーバリュエーションの解消，②負債の節税効果（tax shield），③フリーキャッシュフローの削減，④インセンティブ・リアライメント，⑤ブロックホルダーによるモニタリング，⑥上場維持コストの削減，⑦リストラクチャリングの実施である。これら仮説とそれに対応する変数は図表3に整理されている。

### 3.1 データセットと推計モデル

データセットは，2000年から2022年末までに非公開化を公表したMBO案件である。MBO案件はレコフデータ「レコフM&Aデータベース」，財務データは日経メディアマーケティング「NEEDS-FinancialQuest」，株価データは同「NEEDS株式日次収益率データ」，東洋経済新報社「株価CD-ROM」各年版から取得し

た。サンプルはデータが取得できたMBO案件134件が対象となる。

推計モデルの被説明変数は，①再上場ダミー1（再上場＝1，それ以外の全上場企業＝0），②非公開維持ダミー（非公開維持＝1，それ以外の全上場企業＝0），③再上場ダミー（再上場＝1，非公開維持＝0）の3種類である。これにより，将来的に再上場を果たした企業の固有の特徴を，上場企業，非公開を維持するMBO企業との比較から明らかにする。説明変数は，上記に掲載した図表3の諸変数である。推計方法は，①と②はプロビット・モデルとポアソン・モデルを<sup>2</sup>，③はプロビット・モデルを用いた。

図表3 非公開化の動機に関する仮説

仮説	内容	先行研究	代理変数	符号条件
① アンダーバリュエーションの解消	株価が低迷していると、インサイダーにとっては安価に当該企業を買取できる。	Amihud (1989)	PBR (= 株価 / 1株当たり純資産)	(-)
② 負債の節税効果 (tax shield)	買取がLBOのスキームを取る場合、利払いは損金加算となるので、節税を狙って買取を行う。	Kaplan (1989b)	総資産負債比率	(-)
③ フリーキャッシュフローの削減	買取コストを手元流動性で賄うことで、将来的な浪費が抑制でき、企業価値が維持できる。	Lehn and Poulsen (1989)	手元流動性比率 (= (現預金 + 有価証券 + 投資有価証券) / 総資産)，フリーキャッシュフロー比率 (トービンのqが1未満の手元流動性比率)	(+)
④ インセンティブ・リアライメント	バイアウトに経営陣が参加することで、彼らのインセンティブ向上につながり、企業価値向上が期待できる。	Kaplan (1989a)	役員持株比率	(-)
⑤ モニタリング	対象企業にブロックホルダーが存在しない場合、バイアウト後に登場する支配株主のモニタリングによって、経営効率が上昇する。	Renneboog et al. (2007)	外国人持株比率、安定株主持株比率	(-)
⑥ 上場維持コストの削減、情報の非対称性異の緩和	株主総会開催費用、IR、四半期決算、内部統制など上場時に必要となるコストを節約できる。また、小規模企業はマーケットとの情報の非対称性が大きく、資本コストが高くなる。	Thomsen and Vinten (2014)	総資産対数値	(-)
⑦ リストラクチャリング	非公開化することで、短期的なマーケットの動向を気にせず、抜本的な事業再構築が行える。	Slovin and Sushka (1998)	ROA (= 経常利益 / 総資産)	(-)

### 3.2 推計結果

基本統計量は図表4、推計結果は図表5に要約されている。図表5のコラム(1)と(2)は、再上場を果たしたMBO企業の非公開化直前期と全上場企業とを、コラム(3)と(4)は非上場状態を維持するMBO企業の非公開化直前期と全上場企業とを、コラム(5)は再上場企業と非公開維持企業の非公開化直前期の特徴を比較したものであ

る<sup>3</sup>。コラム(1)と(2)、コラム(3)と(4)とで、プロビット・モデルとポアソン・モデルとの間に推計結果に大きな差異はなかったため、以下では前者を中心に報告する。

まず、全上場企業に対しては、コラム(1)の再上場企業もコラム(3)の非公開維持企業もPBRは同様の反応を示しており、非公開化直前決算期のPBRが統計的に有意に負となっている。これは国内外の先行研究と同様の結果である。

図表4 基本統計量

パネルA：再上場案件と上場企業

Variable	再上場化案件					上場企業					平均値の差
	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	
PBR	12	1.4428	0.9105	0.3028	3.4569	90.078	1.6946	7.6020	-121.6381	1672.8830	-0.2518
ROA	12	0.1073	0.0648	0.0140	0.2502	90.078	0.0445	0.0667	-1.9030	0.5786	0.0628***
フリーキャッシュフロー比率	12	0.0716	0.1205	0.0000	0.2922	90.078	0.1112	0.1480	0.0000	0.9756	-0.0396
負債比率	12	0.3853	0.1671	0.1465	0.5922	90.078	0.5235	0.2257	0.0003	8.3381	-0.1382**
安定株主持株比率	12	0.4814	0.2591	0.0883	0.9804	90.078	0.4724	0.2007	0.0000	1.0000	0.0090
外国人持株比率	12	0.1344	0.1203	0.0000	0.3380	90.078	0.0790	0.1068	0.0000	0.9335	0.0554*
役員持株比率	12	0.0332	0.0594	0.0000	0.1699	90.078	0.0898	0.1391	0.0000	4.6329	-0.0566
総資産 (対数値)	12	10.4865	1.0507	9.2366	12.3440	90.078	10.4619	1.6305	5.1985	16.8702	0.0245
企業年齢月数 (対数値)	12	6.1268	0.4193	5.2257	6.7069	90.078	6.2148	0.6508	2.7081	7.2710	-0.0879

パネルB：非公開維持案件と上場企業

Variable	非公開維持案件					上場企業					平均値の差
	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	
PBR	127	0.9859	0.9032	0.1819	8.1185	89.963	1.6956	7.6068	-121.6381	1672.8830	-0.7097
ROA	127	0.0465	0.0712	-0.2688	0.2502	89.963	0.0445	0.0667	-1.9030	0.5786	0.0020
フリーキャッシュフロー比率	127	0.1978	0.1951	0.0000	0.6203	89.963	0.1111	0.1478	0.0000	0.9756	0.0868***
負債比率	127	0.4638	0.2276	0.0806	0.9619	89.963	0.5236	0.2257	0.0003	8.3381	-0.0598***
安定株主持株比率	127	0.4335	0.2668	0.0249	0.8557	89.963	0.4724	0.2006	0.0000	1.0000	-0.0389**
外国人持株比率	127	0.0539	0.0865	0.0000	0.4414	89.963	0.0791	0.1068	0.0000	0.9335	-0.0252***
役員持株比率	127	0.1225	0.1349	0.0000	0.6427	89.963	0.0897	0.1391	0.0000	4.6329	0.0328***
総資産 (対数値)	127	9.7059	1.0211	6.9698	11.7748	89.963	10.4630	1.6309	5.1985	16.8702	-0.7571***
企業年齢月数 (対数値)	127	5.9663	0.7241	3.8501	7.1476	89.963	6.2151	0.6506	2.7081	7.2710	-0.2488***

パネルC：再上場案件と非公開維持案件

Variable	再上場化案件					非公開維持					平均値の差
	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	
PBR	12	1.4428	0.9105	0.3028	3.4569	127	0.9859	0.9032	0.1819	8.1185	0.4569*
ROA	12	0.1073	0.0648	0.0140	0.2502	127	0.0465	0.0712	-0.2688	0.2502	0.0608***
フリーキャッシュフロー比率	12	0.0716	0.1205	0.0000	0.2922	127	0.1978	0.1951	0.0000	0.6203	-0.1262**
負債比率	12	0.3853	0.1671	0.1465	0.5922	127	0.4638	0.2276	0.0806	0.9619	-0.0785
安定株主持株比率	12	0.4814	0.2591	0.0883	0.9804	127	0.4335	0.2668	0.0249	0.8557	0.0479
外国人持株比率	12	0.1344	0.1203	0.0000	0.3380	127	0.0539	0.0865	0.0000	0.4414	0.0805***
役員持株比率	12	0.0332	0.0594	0.0000	0.1699	127	0.1225	0.1349	0.0000	0.6427	-0.0893**
総資産 (対数値)	12	10.4865	1.0507	9.2366	12.3440	127	9.7059	1.0211	6.9698	11.7748	0.7806**
企業年齢月数 (対数値)	12	6.1268	0.4193	5.2257	6.7069	127	5.9663	0.7241	3.8501	7.1476	0.1605

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

2 サンプルに占めるMBO実施企業の割合が小さいため、①と②についてはポアソン・モデルも併用した。ポアソンの代わりに負の二項回帰モデル (Negative Binomial Regression Model) を用いることも考えられるが、モデル選択 (NB1, NB2) に関する尤度比検定が棄却できなかったため、ポアソンの結果を掲載する。

3 MBO案件で非公開化直前期以外は、比較対象のその他上場企業のサンプルに含まれる。

図表5 再上場案件の非公開化前の特徴

	(1) Probit 再上場－上場	(2) Poisson 再上場－上場	(3) Pboprobit 非公開維持－上場	(4) Poisson 非公開維持－上場	(5) Probit 再上場－非公開維持
PBR	-0.0208*** (0.0036)	-0.0628*** (0.0105)	-0.0183*** (0.0031)	-0.0418*** (0.0054)	-0.6570* (0.3592)
ROA	3.6406*** (1.0675)	11.7391*** (2.7845)	0.4538 (0.4261)	1.4835 (1.3068)	13.9112*** (4.5665)
フリーキャッシュフロー比率	-0.4360 (0.5508)	-1.7397 (2.1149)	0.8840*** (0.1655)	2.7631*** (0.4915)	-3.2239** (1.5751)
負債比率	-0.5877 (0.4486)	-2.3482 (1.6077)	0.0063 (0.1544)	0.0329 (0.5028)	-0.3364 (1.0564)
安定株主比率	-0.2985 (0.5420)	-0.9811 (2.0851)	0.0566 (0.2342)	0.1192 (0.8028)	-3.7539 (0.6596)
役員持株比率	-2.6393** (1.1392)	-9.7629** (4.3762)	-0.0767 (0.2475)	-0.2946 (0.7856)	-6.0355** (2.8656)
外国人持株比率	-0.1262 (0.5619)	-0.2639 (1.8241)	-0.2072 (0.4301)	-0.8114 (1.4260)	-2.1765 (1.9789)
企業年齢（対数値）	-0.0304 (0.0668)	-0.0850 (0.2482)	-0.1352*** (0.0432)	-0.4034*** (0.1328)	0.0182 (0.2564)
総資産（対数値）	-0.0095 (0.0574)	-0.0502 (0.2209)	-0.0764*** (0.0242)	-0.2314*** (0.0781)	0.3645 (0.2366)
製造業ダミー	0.0011 (0.1580)	-0.0738 (0.6162)	-0.0432 (0.0593)	-0.1260 (0.1924)	0.6490 (0.4770)
定数項	-2.9795*** (0.5679)	-6.3347*** (1.8297)	-1.5062*** (0.2820)	-2.1352** (0.8597)	-4.6465 (3.3391)
Observations	90090	90090	90090	90090	139
Groups	5425	5425	5425	5425	
Pseudo R-squared	0.0876		0.0404		0.3660
Log Likelihood	-108.6474	-108.9481	-921.7379	-923.1495	-25.9059
Wald Chi2	80.5715***	125.1366***	118.8745***	160.8933***	24.3642***

(注) 1) 上段は係数を、下段は標準誤差を示す。

2) 標準誤差は企業ごとにクラスタリングしたロバストな標準誤差を用いている。

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

すなわち、経営者が自社の株価が過小評価されていると感じている案件ほど、MBOを実施するという傾向がある。もっとも、再上場案件と非公開維持案件とを比べた場合、前者はROAは上回っているものの、PBRは低く、過小評価の程度が大きい（コラム5）。MBO案件の中でも、株主価値改善の潜在的余地が大きな企業ほど再上場を選択している可能性が高い。

フリーキャッシュフローに関しては、LBOによる負債調達とその利払いによって、それら余剰資金を削減し、将来的な企業価値の棄損を回避すると予想したが（この場合、フリーキャッ

シュフロー比率の符号は正となる）、非公開化案件との比較では、再上場案件の方が同変数が負の係数を示している（コラム5）。再上場案件のすべてがバイアウト・ファンドの参画を受けていることから、それらには外部資金に依存する必要があり、それほど手元流動性に余裕がないという可能性が考えられる。これら案件では、さらなる資金調達を目指して再上場を果たしているとも捉えられる<sup>4</sup>。

最後に、同コラムでは、非公開維持企業に比べ、再上場企業の役員持株比率は低い。オーナー企業の非公開化はファミリーへのコント

4 Boucly et al. (2011) では、LBO実施後の負債比率は上昇傾向にあり、バイアウトによる資金制約の緩和が売上高や雇用の成長に寄与したことを明らかにしている。これは逆に捉えると、内部資金に制約がある企業が、負債調達を活用するLBOを実施していると捉えられる。

ロールライツの集約化を目的としており (Halpern 1999; Croci and Giudice 2014; 川本 2022), それら企業はそもそも再上場を目指さないことが影響していると考えられる。これは先行研究と整合的な結果となっている。

## 4. 再上場化とバリュアアップ

### 4.1 計測方法

では再上場企業はバリュアアップを果たしたのであるか。この点について、再上場企業の非公開化直前期と再上場直後の情報を比較することで検証してみよう<sup>5</sup>。

検討する指標としては、①財務パフォーマンス、②株価パフォーマンス、③その他要因の3つに分ける。

①の財務パフォーマンスとしては、ROA (総資本経常利益率) と ROE (自己資本当期利益率) を取り上げる。前者はさらに売上高経常利益率と総資産回転率 (売上高/総資産) に分解される。これにより、仮にパフォーマンスが改善しているならば、収益力の強化か経営効率の改善のいずれに起因するかが特定することができる。一方、後者もデュボンシステムにならない、売上高当期利益率、総資産回転率、財務レバレッジ (負債/総資産)<sup>6</sup>に分解する。最後の財務レバレッジが高い案件は、相対的に負債に依存することによって MBO が実施されていることになる。つまり、レバレッジを効かせるこ

とで企業パフォーマンスの向上を目指していると考えられる<sup>7</sup>。

②の株価パフォーマンスは、非公開化前と再上場後の PBR (株価純資産倍率)、時価総額、EBITDA マルチプル (= [時価総額 + 純有利子負債] / [営業利益 + 減価償却]), 名目株主リターン、IRR (内部収益率) によって検証する。なお、名目株主リターンは、Kaplan (1989) の手法にならない、「(時価総額/買収金額) - 1」で計算した。これにより株主が事前の出資に対し、事後的にどの程度のリターンを得たかがわかる。IRR に関しては、投資期間と買収金額、再上場後の時価総額の3つによってラフに算出した。

③は、所有構造 (役員持株比率、10大株主集中度)、従業員数から構成される。役員持株比率をみることで、経営陣がバイアウトに参画することによるインセンティブ・リアライメントが担保されているかが把握できる。一方、10大株主集中度は、MBO の実施を通じ、特定株主に所有を集中することでエージェンシー問題の解消が企図されているかを確かめることができる (Shleifer and Vishny 1986; 経済産業省2007; 経済産業省 2019)。また、従業員数については、バイアウト後に雇用が削減され、既存経営陣と従業員間のそれまでの暗黙の契約が破棄され、「信頼の破壊」が発生しているかを検証するために設定された変数である (Amess and Wright 2007; Goergen et al. 2011)。

データソースは、上記「NEEDS-Financial-

5 なお、これら再上場化案件はすべてバイアウト・ファンドが関与していることから、この検証をファンドによるバリュアアップの効果を観察することにも通じる。

6 通常、財務レバレッジは「総資産/純資産」で求められるが、解釈が容易になるよう、このように設定した。

7 これは投資家への収益の還元がその高さに制約されない資本と、利払いに制約される負債という性質に依存している。投資先企業の高収益の果実は、一定の利払いに充てられた後、残りは株主に帰属する。すなわち、レバレッジを効かせるほど、収益が上昇している間は、株主への利得は拡大し、ROEが向上する。これは「梔子の効果」と呼ばれる。

QUEST], 同「NEEDS 株式日次収益率データ」, 各社有価証券報告書である。

## 4.2 非公開化前と再上場後の比較

再上場を果たした13件の非公開化から再上場後にかけての諸指標の変化の要約は図表6に示される。同表によると、ROAについては非公開化前から再上場後の2時点でむしろ下降しており（平均値で10.75%→8.25%）、その構成要素の売上高利益率、総資産回転率のいずれも低下気味である。バイアウトによって、企業全体のパフォーマンスが改善したとはいえない。

もっとも、ROEに関しては、統計的に有意ではないものの、平均値で8.57%から11.07%へと、中央値で7.05%から11.70%へと改善が確認される<sup>8</sup>。ただし、その構成要素である収益性、効率性が非公開化前から再上場後の前後で変化がないのは、ROAと同様である。それに対し、負債比率に顕著な上昇（平均値12.98%→31.92%）がみられる。ROEの改善はレバ

レッジを効かせたことに起因していると判断できる。これは野瀬（2022）と同様の結果である。日本のMBO案件は、成功ケースでも全体として、収益性、効率性の改善の効果に欠けている状況であると理解できる。

ついで、所有構造については、10大株主集中度が上昇している。両時点で53.63%から63.05%へと変化している。MBOを通じて買収者への所有の集中化がなされている特徴がよく表れている。ただし、役員持株比率は意外にも、両時点で4%程度から2%程度へと小さくなっている。個別案件でも、両時点で上昇しているのは13案件中7件にとどまる。同比率が減少しているのは再上場の際の売り出しで持分が低下したためかもしれない。

株式リターンについては、PBR、EBITDA マルチプル、名目リターンで顕著な影響が確認される。平均値でみた場合、PBRは1.47倍から3.34倍へ、EBITDA マルチプルは6.91倍から22.74倍へ、名目リターンでは1.61倍を記録

図表6 再上場後と非公開化前のパフォーマンス比較

Variable	再上場後						非公開化直前期						差の検定	
	Obs:	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max	Obs:	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max	平均値	中央値
ROA	13	0.0825	0.0720	0.0646	-0.0113	0.1939	13	0.1075	0.0924	0.0685	0.0060	0.2785	-0.0250	-0.0204
売上高利益率（経常利益）	13	-0.0413	0.0980	0.5390	-1.8267	0.1905	13	0.0989	0.0798	0.0830	0.0060	0.3101	-0.1402	0.0182
総資産回転率	13	0.9179	0.9304	0.7444	0.0062	2.7980	13	1.3027	1.0187	0.6772	0.4138	2.8934	-0.3848	-0.0883
ROE	13	0.1107	0.1170	0.1104	-0.0709	0.2439	13	0.0857	0.0705	0.0803	0.0107	0.3062	0.0250	0.0465
売上高利益率（当期利益）	13	-0.0834	0.0575	0.5055	-1.7600	0.1123	13	0.0466	0.0193	0.0472	0.0050	0.1494	-0.1300	0.0382
PBR	13	3.3379	2.3820	2.7584	0.0213	10.6531	13	1.4644	1.4971	0.9047	0.3028	3.4569	1.8734**	0.8849**
負債比率	13	0.3192	0.2362	0.2574	0.0000	0.8145	13	0.1298	0.0499	0.1544	0.0000	0.4563	0.1894**	0.1864*
役員持株比率	13	0.0226	0.0073	0.0361	0.0000	0.1249	13	0.0403	0.0179	0.0550	0.0000	0.1699	-0.0177	-0.0106
10大株主集中度	13	0.6305	0.6411	0.2588	0.0010	0.9924	13	0.5363	0.5029	0.1976	0.2740	0.9810	0.0942	0.1382*
投資比率	13	0.0490	0.0172	0.0616	0.0000	0.1733	13	0.0969	0.0754	0.0506	0.0360	0.1918	-0.0480***	-0.0582**
総還元比率	13	0.0142	0.0000	0.0248	0.0000	0.0854	13	0.0198	0.0097	0.0183	0.0023	0.0515	-0.0057	-0.0097*
従業員数	13	2815	744	6264	48	23288	13	2843	869	3958	344	13913	-27	-125
時価総額	13	97748	44186	144578	565	533525	13	53735	21238	75899	3443	221840	44012	22948
EBITDA マルチプル	12	22.74	11.11	27.95	2.27	99.36	12	6.91	5.85	3.72	3.24	14.26	15.82*	24.22
名目リターン	13	1.61	1.64	1.78	-0.65	5.31								
IRR	13	18.93	16.26	32.75	-37.91	79.63								

(注) 1) アスタリスク(\*)は平均値の差に関するt検定、中央値の差に関するウィルコクソンの順位和検定の結果を表し、

\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

2) FOOD & LIFE COMPANIESはEBITDA マルチプルがマイナスのため、計算から取り除いている。

8 ROEについて十分な統計的有意性が得られなかった理由として、サンプルサイズが小さいことが考えられる。このほか、再上場案件は非公開化前の外国人持株比率が高いため（前掲図表4）、従前からモニタリング強度が高く、パフォーマンス改善の余地がそもそも乏しかったという理由も考えられる。

している。名目リターンはMBO案件25件を対象としたKaplan (1989a) の42.75倍には劣るものの、MBO20件の同リターンを計測した伊藤・メイズ (2016) の1.60倍とほぼ同規模である。IRRに関しても、平均値20%弱と、やや物足りないが合格点である。これらの効果は、財務パフォーマンスの改善がないことから、再上場によりマーケットからの注目が集まったことが要因になっていると考えられる。つまり、再上場によって当該企業に関する情報生産が行われ、投資家・経営者（企業）間の情報の非対称性が緩和されたことで、リターンが上昇したものと解釈できよう。

なお、従業員数に目を向けると、ほとんど両時点で変化はない（平均値で2843人から2815人）。再上場化案件において、従業員との間の「信頼の破壊」が株式リターンの源泉になっているとは判断できない。その一方で、投資比率、総還元比率は後退気味である。これはKaplan (1989) の分析と整合的な内容である。エージェンシー問題の解消によって過剰投資が抑制された（あるいは中長期的な投資が犠牲にされた）可能性がある。

## 5. 結論と課題

本稿では、再上場を果たしたMBO案件の、再上場の動機とその成果についての検証を行ってきた。その分析結果を要約すると、以下のとおりである。

- ① 再上場企業の非公開化前のPBRとフリーキャッシュフロー比率は相対的に低く、アンダーバリュエーションの程度が大きく、手元流動に余裕がないコンディションに

あった。すなわち、再上場を果たしたMBO実施企業は、資本とレバレッジの注入を受けることで事後的な株主価値向上の潜在性が高かった案件が多かったと考えられる。

- ② 再上場案件の所有構造に目を向けると、非公開化前の役員持株比率は低かった。すなわち、ファミリー案件はMBOの目的をコントロールライツの集約を目的としており、非公開の状態を維持する傾向がある。それに対し、それ以外の流動的な所有構造下にある企業はバイアウト・ファンドと組んでMBOを行うことに親和的であり、それ故にエグジットを目指し、その結果として再上場が選択されたものと推察される。
- ③ 非公開化前から再上場後のパフォーマンスに目を向けると、ROAは上昇しておらず、総合的な経営効率の改善は観察されなかった。それに対し、ROEは上昇傾向にあったが、それは主にレバレッジの利用に起因しており、総じて収益性、効率性改善の寄与は乏しかった。
- ④ PBR、EBITDA マルチプル、名目リターン、IRRで求めた株主価値は、非公開化前から再上場時において飛躍的に向上した。再上場というイベントを通じ、情報生産が行われ、マーケットとの情報の非対称性が緩和された結果だと理解できる。

本稿では、サンプルサイズに大きな制約があったものの、MBOの成功企業と捉えられる再上場案件に関する検証を試みた。ただ、1次の接近の分析であるために、以下のような課題も残された。それは冒頭の図表2に示されているような、比較的短期間で再上場を果たす企業と、再上場までに時間を要した企業を分けた要

因は何なのかという点である。また、それら案件が経営効率の向上を果たしていないとするならば、なぜ再上場が実現できたのであろうか。さらにいえば、再上場後のパフォーマンスはいかなる推移をたどったのか。これらの問いに関しては、海外の企業のケースでは研究の蓄積が進んでおり<sup>9</sup>、それらを参考に、再上場案件のサンプルサイズがさらに確保されるのを待つて、取り組まれる必要があるだろう。

## 参 考 文 献

- 飯岡靖武 (2020) 「プライベートエクイティファンドの価値創造機能に関する実証分析」『証券アナリストジャーナル』第58巻第10号, 83-92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。
- 伊藤晴祥・E. メイズ (2016) 「非公開化を伴うMBOにおける投資家へのリターン」『証券アナリストジャーナル』第54巻第3号, 35-42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。
- 経済産業省 (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) に関する指針』。
- 経済産業省 (2019) 『公正な M&A の在り方に関する指針：企業価値の向上と株主利益の確保に向けて』。
- 胥鵬 (2011) 「日本における経営権市場の形成：バイアウトを中心として」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社, 151-177頁。
- 杉浦慶一 (2009) 「日本におけるゴーイング・プライベートと再上場：トーカロとキトーの事例分析」『年報経営分析研究』第25号, 88-94頁。
- 杉浦慶一 (2012) 「バイアウト実施企業の財務特性と経営改善：キトーの海外における事業展開の強化を中心として」『年報経営分析研究』第28号, 60-69頁。
- 杉浦慶一 (2017) 「ワールドの非公開化後の経営分析」『年報経営分析研究』第33号, 159-167頁。
- 野瀬義明 (2022) 『日本のバイアウト・ファンド』中央経済社。
- 前澤博一 (2008) 「MBO と利益相反」日本経済研究センター『M&A 時代のファンドと株主利益：効率的で公平な資本市場を求めて』（「M&A と資本市場」研究会報告書）日本経済研究センター研究統括部, 115-140頁。
- 吉村一男 (2010) 「MBO と少数株主利益」『企業会計』第62巻第10号, 83-94頁。
- Amess, K. and M. Wright (2007), "The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK," *International Journal of Economics and Business*, Vol.14, pp.179-195.
- Amihud, Y. (1989), "Leveraged Management Buyouts and Shareholders' Wealth, in Y. Amihud (ed.), *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*, New York: Dow-Jones Irwin.
- Boucly, Q., D. Sraer and D. Thesmar (2011), "Growth LBOs," *Journal of Financial Economics*, Vol.102, pp.432-453.
- Cao, J. and J. Lerner (2009), "The Performance of Reverse Leveraged Buyouts," *Journal of Financial Economics*, Vol.91, pp.139-157.
- Croci e. and A. D. Giudice (2014), "Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe," *European Financial Management*, Vol.20, pp.374-405.

9 たとえば, Holthauscn and Larcler (1996), Cao and Lerner (2009) では再上場後 (Reverse LBO) のパフォーマンスの推移, それに影響を与える要因についての検証を行っている。

- Goergen, M., N. O'Sullivan and G. Wood (2011), "Private Equity Takeovers and Employment in the UK: Some Empirical Evidence," *Corporate Governance: An International Review*, Vol.19, pp.259-275.
- Halpern, P., R. Kieschnick and W. Rotenberg (1999) "On the Heterogeneity of Leveraged Going Private Transactions," *Review of Financial Studies*, Vol.12, pp.281-309.
- Holthausen, R. W. and D. Larcker (1996), "The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts," *Journal of Financial Economics*, Vol.42, pp.293-323.
- Kaplan, S. (1989a), "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value," *Journal of Financial Economics*, Vol.24, pp.217-254.
- Kaplan, S. (1989b), "Management Buyouts: Evidence of Taxes as a Source of Value," *Journal of Finance*, Vol.44, pp.611-632.
- Kaplan, S. and P. Strömberg (2009) "Leveraged buyouts and private equity," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.23, pp.121-146.
- Lehn, K. and A. Poulsen (1989) "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions," *Journal of Finance*, Vol.44, pp.771-787.
- Muscarella, C. J. and M. R. Vetsuypens (1990), "Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs," Vol.45, *Journal of Finance*, pp.1389-1413
- 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, 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. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, Vol.94, pp.461-488.
- Singh, H. (1990), "Management Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering," *Strategic Management Journal*, Vol.11, pp.111-129.
- Slovin, M. B. and M. E. Sushka (1998), "The Economics of Parent-Subsidiary Mergers: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol.49, pp.255-279.
- Smith, A. (1990), "Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buy-outs," *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp.143-164.
- Thomsen, S. and F. Vinten (2014), "Delistings and the Costs of Governance: A Study of European Stock Exchanges 1996-2004," *Journal of Management & Governance*, Vol.18, pp.793-833.

(南山大学経済学部教授・当研究所客員研究員)