

## MBOは何をもたらしただのか・動機、株主の富、事後パフォーマンスに関するサーベイ研究

川本真哉

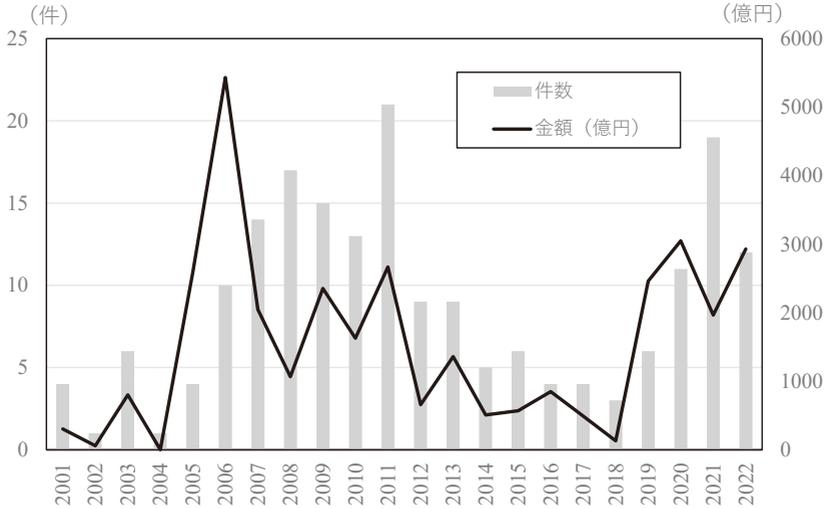
### 一、はじめに…構造的利益相反

日本において非公開化型MBO (Management Buy-outs : 経営陣による自社買収) が登場してから、二〇数年が経過した<sup>(1)</sup>。レコフデータの調査によると、二〇二二年末までに一九四件もの企業がMBOによって市場から退出を図ったという(図1)。この間、MBOはワールドやすかいらーくなどの大型案件に代表されるように、M&Aという舞台の華やかさをアピールする反面、TOB

(Takeover Bid) 価格をめぐる経営陣と少数株主が法廷闘争を繰り広げるなど、その「いびつ」な取引構造に起因する軋轢も生みだしてもきた。

MBOによる非公開化は、企業にとって「劇薬」のようなものである。バイアウトに経営陣が参加することによって、彼らのインセンティブが増強され、それまでのエージェンシーコスト問題が解消に向かう。その一方で、買い手が売り手を兼ねることから、少数株主に対して売り圧力がかかり、安価な価格での買い付けを強いているおそれがある。後者こそが、まさに「構造的利益相

図1 MBOによる非公開化の推移



(注) 公表年ベース。案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。

反」(経済産業省二〇〇七・二〇一九)と呼ばれるものであり、筆者が「いびつ」と表現したゆえんである。

このような諸刃の剣のような特性をもつがゆえに、そのコストとベネフィットをめぐって、実務だけにとどまらず、アカデミックの分野においてもMBOは常に高い関心を持ち続けられてきた。これまでの研究の着目点を挙げれば、次のとおりである。

● MBOはいかなる動機でなされるのか(本稿第二節)。

● MBO公表前において、経営陣は株価の安値誘導をするような行動を取っているのではないか(第三節)。

● 仮にそれら行動の蓋然性がある場合、それを抑止する措置としていかなる仕組みがあり、それはどの程度実効的なのであるか(第四

節)。

● MBOによってパフォーマンスは改善したのか(第五節)。

これらの問いについては、日本企業を対象とした研究についても蓄積がなされてきたが、必ずしもそれら成果は整理されているとはいえない。そこで本稿では、これまでの日本のMBO研究を振り返り、その経済的機能について体系的に理解することを旨とする。

## 二、MBOの動機

MBO実施の決定要因に関しては、これまで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コントロールの強化、⑥上

場維持コストの削減(＝情報の非対称性の緩和)、⑦リストラクチャリングの実施、⑧従業員からの富の移転、等の観点から検証がなされてきた(各仮説の詳細な内容については、表1参照)。以下では、日本におけるMBOの動機について、その実施確率と買収プレミアムの分析から紹介したい。<sup>(2)</sup>

### 二・一 アンダーバリュエーションの解消

まず、上記仮説のうち、日本のMBOを分析に共通する結果として挙げられるのがアンダーバリュエーションの解消である。たとえば、Kawanishi et al. (二〇一四)、河西ほか(二〇一五)では、MBO公表前のトーピンの $q$ や株式収益率が低い企業ほど、MBOの実施確率と買収プレミアムが上昇することを明らかにしている。経営陣が自社株式を過小評価されていると認識している企業ほど、(将来的な潜在的な価値の引き出しをね

表 1 非公開化の動機に関する仮説

| 仮説                     | 内容  | 先行研究                        |
|------------------------|---|-----------------------------|
| ① アンダーバリエーションの解消       | 株価が低迷していると、インサイダーにとっては安値に当該企業が買収できる。                        | Amihud (1989)               |
| ② 負債の節税効果 (tax shield) | 買収がLBOのスキームを取る場合、利払いは損金加算となるので、節税を狙って買収を行う。                 | Kaplan (1989b)              |
| ③ フリーキャッシュフローの削減       | 買収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)     |
| ④ インセンティブ・リアライメント      | パ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)              |
| 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、パ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)     |
| ⑥ 上場維持コストの削減           | 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。                 | Thomsen and Vinten (2014)   |
| 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に動向を気にせず、抜本的な事業再構築が行える。                  | Slovin and Sushka (1998)    |
| ⑧ 従業員からの富の移転           | 買収者は雇用や資金に関する従業員との「暗黙の契約」を破棄することで短期的な利益を獲得することができる (信頼の破壊)。 | Shleifer and Summers (1988) |

らって) 非公開化を選択していると解釈できる。このアンダーバリエーションが与える効果は、国内外の研究においてロバストで共通する結果である。<sup>(3)</sup>

## 二・二 エージェンシーコストの削減

ついで、概ね支持されているのがエージェンシーコストの削減仮説である。松田(二〇一六)では、業種と資産規模でマッチさせたコントロール企業に比べて、MBO実施企業はキャッシュフロー総資産比率、売上高現預金比率が高い傾向にあることを明らかにしている。また、川本(二〇二二)でも同様に、二〇〇〇年代後半以降、低成長企業の高い手元流動性比率がMBO実施を促すことを確認している。MBOを実施することで買収資金調達のために負債依存度の上昇し、利払いも増加するが、それは当該企業のフリーキャッ

シユフローの削減につながる。フリーキャッシュフローは企業価値を棄損するような投資に費やされやすいから、それが削減されることで企業価値が維持される。こうした経路で、フリーキャッシュフローの削減は、MBOの動機や買収プレミアム<sup>(4)</sup>の源泉になっているものと考えられる。

### 二・三 経営陣の *threshold* の効果

見方が分かれるのが、役員持株比率の効果に関してである。松田(二〇一六)、Kawanishi et al.(二〇一四)では、役員持株比率が低い企業ほど、MBOを実施する確率や買収プレミアムが高まることを報告している。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が増強され、経営者・株主間のエージェンシー問題が緩和される。それによる将来の価値創造の一部分が少数株主の買収プレミアムに回されていると理解で

きる。<sup>(5)</sup>

これに対して川本(二〇二二)では、期間分割した検証を行い、二〇〇〇年代後半以降の局面においては、バイアウトをしなかったその他上場企業に比べて、役員持株比率が高い企業ほどMBOを実施する傾向にあることを明らかにしている。すなわち、今日ではファミリーによるMBOがトレンドになっていると主張している。この理由として同研究では、*threshold*(事前保有比率)が高く、デイルの成功確率が高い企業ほど、MBOに踏み切りやすいためと説明している。その他、日本企業を対象とした多くの研究において、買収前の負債比率の水準や利払い費率が実施確率やプレミアムの水準に与える影響は観察されず、負債の節税効果はMBOの実施動機やプレミアムの源泉にはなっていないようである。

表2 MBO 案件の買収プレミアムに関する先行研究の結果 (日本)

| 出所                      | 分析期間      | 基準株価  | N   | プレミアムの平均値 (%) |
|-------------------------|-----------|-------|-----|---------------|
| 前澤 (2008)               | 1998-2007 | 20日前  | 24  | 31.5          |
| 吉村 (2010)               | 2006-2009 | 1カ月平均 | 52  | 64.2          |
| 井上ほか (2010)             | 2000-2010 | 1カ月平均 | 71  | 57.0          |
| Kawanishi et al. (2014) | 2000-2011 | 20日前  | 101 | 57.6          |
| 森田 (2016)               | 2006-2013 | 1カ月平均 | 99  | 59.3          |
| 中村 (2019)               | 2005-2019 | 1カ月平均 | 137 | 52.5          |
| 川本 (2022)               | 2000-2019 | 20日前  | 143 | 51.8          |

(注) 「基準株価」は TOB 価格と比較する非公開化前の株価 (終値) をとった時点を示す。

## 二・四 少数株主は報われているのか

ところで MBO によってスクイーズアウトされる少数株主は、十分な対価を買収者から受け取っているのだろうか。買収プレミアムの水準は MBO 案件全体で初期の研究を除き五〇%台以上と報告されている (表 2)。それは欧米の先行研究で報告された水準を概ね上回り、アメリカの非公開化案件を検証した DeAngelo et al. (1984) の五六・三%に匹敵する水準である。プレミアムの水準で判断する限り、日本の MBO において少数株主の富が棄損されているとはいえない。

ただし、注意を要するのが、MBO 実施のタイミングの問題である。川本 (二〇二二) では、MBO と支配株主による完全子会社化案件 (以下、完全子会社化案件) とでは、プレミアムの水準は変わらないものの、MBO 案件は株価の下落局面で実施される確率が高いことを明らかにしてい

る。まさに「MBOは個人投資家など少数株主の利益がもつとも損なわれやすいタイミングで実施されがち」<sup>(6)</sup>なのである。

なお、バイアウト・ファンドが関与するケースでは、バイアウトを経営陣の出資みで行う純粋MBO案件に比べ、株価が下落するタイミングで行われやすく、かつ十分なプレミアムを付与されていない状況が観察されている（吉村二〇一〇）。同様に、Kawanishi et al. (2014)でも、ファンド関与案件のプレミアムは相対的に低いことを確認している。ファンドはファイナンシャルバイヤーであり、買収コストを節約し将来の負担を軽減しようとしているため、特にこれら案件で少数株主の富の棄損は顕著になっているおそれがある。

### 三、MBO実施前の利益調整行動

レックス・ホールディングスやサンスタアのMBOに代表されるように、二〇〇〇年代後半において株式の買収価格をめぐって、買収者側と少数株主との間で係争案件が続発した。そして、いくつかの案件では裁判所において少数株主側の申し立てが認められ、買収価格の引き上げの決定がなされた。これら案件の発生を受け、買収者側が買収価格の引き下げをねらって、事前の株価を引き下げる行動に出ているのではないかとの懸念が提示され、それをチェックする検証がいくつかなされた。

#### 三・一 裁量的発生高

その検証方法の一つとしては採用されているの

が、TOBの基準株価を低下させるために、MBO公表前の会計上の利益額が押し下げられているか否かをチェックするものである。具体的には、会計上の利益は営業活動によるキャッシュフローと会計発生高の和によって求められる。さらに会計発生高は経営者が裁量でコントロールできる部分（裁量的発生高）とそれができない部分（非裁量的発生高）に分けられるが、前者は会計発生高の実現値から営業キャッシュフロー等より求めた非裁量の期待値を差し引くことで間接的に求められる（Kasznik 1999）。ポイントは、この裁量的発生高が非MBO実施企業に比べて低くなっているかどうかである。

その先駆的な研究として、北川（二〇〇八）がある。同研究では、MBO公表二期前から一期前にかけて裁量的発生高が小さくなり、利益圧縮の会計行動がとられる傾向にあることを示してい

る。同様に、月岡（二〇一三）でもリーマンショック前においては、業種と利益率でマッチしたコントロール企業に比べて、裁量的発生高が低くなる傾向あることを確かめている。<sup>7)</sup>

それに対し、川本（二〇二二）では、傾向スコア法でMBO企業と属性を近似したコントロール企業と比較し、MBO企業が裁量的発生高を小さくして、利益圧縮型の行動をおこなっているといえないとしている。もともと、ファミリーが主導するMBO案件においては、コントロール企業に比べて裁量的発生高が低くなる傾向があるという。つまり、利益を計上しないことで、「利益の圧縮↓株価の上昇の回避↓買収コストの節約」を図っている可能性を指摘している。さらに、利益圧縮を行っている企業は、株価の下落を実現するとともに、買収プレミアムは他のMBO案件並みにとどまっている。これについて、川本（二〇二

(二)では、買収者は、TOB価格の基準株価を押し上げつつ、表面上のプレミアムは維持し、買収コストの節約と円滑な買収の実行の両立を目指しているのではないかと推察している。

### 三・二 業績予想の下方修正

河西・川本(二〇一九)では、ダイレクトにMBO公表前の業績予想の下方修正の有無について検証している。それによると、完全子会社化案件と業績予想の下方修正の割合に差異はないことが明らかにされている。ただし、業績予想の下方修正があった案件では、公表前株価は下落している。もつとも、買収プレミアムは業種・規模とマッチさせたコントロール企業と同水準であることから、川本(二〇二二)と同様、買収の円滑な実施と買収コストの節約を同時に図っているのではないかと主張している。

総じて、MBO指針の公表や判例が蓄積され、スクイーズアウトされる株主の富を棄損するような会計行動が露骨に採用されるおそれは後退している。ただし、会計操作を実施している案件では、株価の下落に基づくTOB価格の引き下げを実現している。今後、公正なMBO遂行の実務においては、一律の会計上の規制ではなく、利益圧縮行動を採用する企業に対する個別具体的な対策が必要となってくるであろう。

## 四、公正性担保措置が少数株主の富に与える影響

MBOに関連する公正性担保措置は、二度にわたって経済産業省によってガイドラインが提示されてきた(経済産業省二〇〇七・二〇一九)。ではそれら措置は、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。中村（二〇一九）では、特別委員会の設置、MoM (Majority of Minority)<sup>(8)</sup>の設定、フェアネス・オピニオンの取得<sup>(9)</sup>などの公正性担保措置の影響を体系的に検証し、MBO案件においては、それらは全体としてプレミアムに対して有意な影響を与えていないことを確かめている。また、井上（二〇一〇）では特別委員会を設置した案件ほど、買収プレミアムは低下する傾向にあることを明らかにしている。あるいは、川本（二〇二二）でも特別委員会における社外取締役選任がプレミアムに対して有意に負の効果を持つことを報告している。

なぜ、このように公正性担保措置収とプレミアムは負の関係性を持つのであろうか。その理由として、二つのシナリオが考えられる。その一つは、もとよりガバナンスが優れている企業が公正性担保措置も充実させているという点である。つ

まり、それら企業はそもそも企業価値が高いため、MBO実施による価値創造の余地も少なく、プレミアムの提示も低くなるということである。

二つ目としては、買収者が公正性担保措置を充実させるコストとプレミアムの上乗せのコストを勘案し、前者のコスト負担の方が安上がりだと判断している可能性である。すなわち、プレミアアが公正性担保措置に影響を与える「逆の因果」が存在し、それら措置を充実させることでプレミアムを節約している可能性がある。高いプレミアムを提示できないエクスキューズとしてそれら措置が充実しているおそれがある。

## 五、MBOとパフォーマンス改善

### 五・一 事後パフォーマンス

非公開化後は財務情報の利用が制限されるが、

わずかながらそれらを扱った検証も存在する<sup>10)</sup>。例えば、川本（二〇二二）では帝国データバンクから得られたMBO案件五三社と傾向スコア・マッチング法で抽出されたコントロール企業と比較し、全体としてROAの改善は観察されなかったとしている。ただし、バイアウトを経営陣の出資のみで行う「純粹MBO」案件とMBOによって負債比率が上昇した案件では、経営陣のインセンティブ強化、および負債による経営規律が働き、総資産回転率の上昇が観察されたとしている。また、ファミリーによるMBOでは、ROAが改善傾向にあるが、それはインサイダーであるファミリーが当該企業に関する私的情報 (insider information) を保有しており、収益改善に関する見込みがあったためではないかと述べている。

同様に、Kawanishi (2021) は企業活動基本調査のデータを利用し、製造業、情報・通信業に属

するMBO実施企業三九件とそれと *coarsened exact matching* 法によって属性を似させたコントロール企業とを比較し、非公開化後のイノベーション、リストラクチャリング、パフォーマンスについて検証している。その分析結果によると、特許取得件数や研究開発費には変化はみられず、それらが削減されているともイノベーションを活発化させているともいえないとしている。また、従業員数は削減傾向にあることを確認しているが、それはMBO実施にあたって負債を利用したことで倒産リスクが高まったため、従業員集団の交渉力が低下したためではないかと推察している。

## 五・二 ファンドによるバリュウアップ

バイアウト・ファンドの関与の効果については定かではない。MBO案件ではないが、飯岡（二

○二〇）では帝国データバンクから取得した財務情報を利用し、ファンドが買収した六〇件のデータと業種・規模でマッチしたコントロール業とを比較している。その結果、ファンドが関与した案件は経営支援のノウハウやそれまでのデールで構築したネットワークを活用し、パフォーマンス改善に寄与したとしている。特に、親会社の培ったネットワークが活用できる企業系・外資系ファンドが関与するケースでバリューアップの程度が大きくなるという。これに対し、川本（二〇二二）、Kawanishi（二〇二二）ではファンド関与案件でのパフォーマンス改善に関する証拠を見出していない。

このようにファンドのバリューアップに関しては、一致した検証結果が得られていない。今後、サンプルの拡充をまっして、ファンドのより精緻な類型化、そして成功事例とそれに該当しない事例

とのファンド関与の差異の比較を通じ、ファンドの経済的機能がより発揮される状況の特定がなされる必要性があるろう。

## 六、おわりに…これからのMBO研究に向けて

以上、日本企業を対象としたMBO研究の経過を振り返ってきた。筆者の印象では、その動機、株主の富に与える影響、公正性担保措置の有効性、事後パフォーマンスの推移など、アカデミック、あるいは実務の分野で求められる基本的なトピックについては概ね検証がなされたように理解している。ただし、世界水準の研究を視野に入れた場合、多角的、かつ深化させる形での研究の蓄積がさらに必要となってくる。今後、MBO研究に関して、どのようなテーマの着手が求められて

いるのであろうか。それについて、筆者が必要だと思われる論点を挙げると、下記のとおりである。

●近年、MBO公表後にアクティビストが株式取得し、TOB価格の引き上げを求める案件が相次いでいる。なかにはMBOが失敗に終わるケースもある。どのような案件がこのようなアクティビストの介入のターゲットになっているのか。また彼らの要求は妥当なのか。

●MBOによって、少数株主には十分な富が提供されていると理解してよいのか。日本のMBOでは、TOB価格で測ったPBR（＝TOB価格／純資産）が一倍割れの案件が過半を占めるが（川本二〇二三）、こうした案件のMBO実施は正当化できるのか。

●非公開化後、再上場や株式売却などでエグ

ジットを実現する企業はどのような特徴を持っているのか。また、エグジット後のパフォーマンスはいかなる推移をたどっているのか。

●オーナー企業の事業承継のツールとして、MBOはいかなるポテンシャルを有しているのか。過去、MBOを用いて事業承継を行ったものにはどのような案件があったのか、など。

このようにMBOをめぐる研究テーマには枚挙にいとまがない。日本のMBO研究はまさにブルーオーシャンである。さまざまな論者により、多角的な角度からMBOの機能と成果についての研究がさらに蓄積され、その経済的役割に関する理解が深まることを期待している。

(注)

- (1) 非公開化型以外のMBOの類型化とその状況については、川本（二〇二二：第一章）を参照のこと。
- (2) MBOの実施確率とプレミアムに与える要因については、同一の方向性を取るため、本稿ではこれらを特に区別せず検討する。
- (3) なお、MBO案件と親会社による完全子会社化を比較した川本（二〇二二）では、低いPBRがMBO実施確率に対してのみ影響を与えていることから、アンダーバリュエーションの解消がMBO案件固有の要因であることを指摘している。
- (4) なお、アンダーバリュエーションの解消とフリーキャッシュフローの削減に関する結果は、非上場化案件全体を検証した野瀬（二〇二二）でも同様の結果が報告されている。
- (5) このほか、川本（二〇二二）では、ファンドと共同してMBOを行う案件は、役員持株比率が低い一方で、外国人持株比率が低いことから、ファンドは株式の流動性の高い企業をターゲットとして、経営陣と組んでMBOを行っていることを明らかにしている。
- (6) 早稲田大学商学学術院経営管理研究科の鈴木一功教授のコメント。「しくじりMBO」、関門はPBR」『日経ヴェリタス』二〇二二年二月一三日号。

(7) なお、リーマンショック後にそれが観察されなくなった理由として、そもそも株価の下落局面であり、利益圧縮行動を行わなくとも、株価の下落が実現できたためだとしている。

(8) 「一般株主、すなわち買収者と重要な利害関係を共通にしない株主が保有する株式の過半数の支持を得ることを当該M&Aの成立の前提条件とし、当該前提条件をあらかじめ公表すること」を指す（経済産業省 2019：351）。

(9) 「専門性を有する独立した第三者評価機関が、M&A等の当会社社に対し、合意された取引条件の当会社やその一般株主によって公正性について、財務的見地から意見を表明するもの」を指す（経済産業省 2019：332）。

(10) 再上場したMBO案件を対象に、非公開化前と再上場後の株主価値を比較し、株主リターンを計測した研究として伊藤・メイズ（二〇一六）がある。

(参考文献)

- 飯岡靖武（二〇二〇）「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』第五八巻第一〇号、八三―九二頁。
- 井上光太郎・中山龍太郎・増井陽子（二〇一〇）「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.一九一八、四一七頁。

伊藤晴祥・ロメイズ(二〇一六)「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』第五四巻第三号、三五―四二頁。

河西卓弥・川本真哉・齋藤隆志(二〇一五)「非公開化型MBOの決定要因」デイスカッションペーパー(明治学院大学経済学部)、No.一四一〇二。

河西卓弥・川本真哉(二〇一九)「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、二六三―二九一頁。

川本真哉(二〇二二)『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。

川本真哉(二〇二二)「MBO対応における特別委員会の役割」『月刊監査役』第七四九号、九二―一〇八頁。

北川教央(二〇〇八)『企業再編における経営者の利益調整行動に関する実証研究』、博士論文(神戸大学)。

経済産業省(二〇〇七)『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(二〇一九)『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』。

月岡靖智(二〇一三)「MBOにおける利益調整と株価下落タ

イミニングの利用」『経営財務研究』第三三巻第一・二合併号、二一―六頁。

中村謙太(二〇一九)「MBO等の構造的利益相反取引において、利益相反の程度・強度及び公正性担保措置等が買収プレミアムに与える影響等についての考察」慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士論文。

野瀬義明(二〇二二)『日本のバイアウト・ファンド』中央経済社。

前澤博一(二〇〇八)「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、一一五―一四〇頁。

松田千恵子(二〇一六)「非上場化を伴うMBO対象企業の特性分析」『産業経理』第七五巻第四号、一六―三四頁。

森田果(二〇一六)「公開買付けの当事者・価格その他の公開買付けの条件」田中亘・森田法律事務所編『日本の公開買付け』有斐閣、二七三―三〇四頁。

吉村一男(二〇一〇)「MBOと少数株主利益」『企業会計』第六二巻第一〇号、八三―九四頁。

Amihud, Y. (1989), "Leveraged Management Buyouts and Shareholders' Wealth, in Y. Amihud(ed), *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*, New York:

- Dow Jones Irwin.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and E. M. Rice (1984), "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholders Wealth," *Journal of Law and Economics*, Vol. 27, pp. 367-401.
- 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.
- Kawaiishi, T., T. Saito, and S. Kawamoto, (2014) "An Empirical Study on the Sources of Acquisition Premiums: The Case of Management Buy-outs in Japan," 『トランスナショナル・ジャーナル（国際企業大企業雑誌）』 110 | 111 - 124。
- Kasznik, R. (1999), "On the Association between Voluntary Disclosure and Earning Management," *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, pp. 57-81.
- Lehn, K. and A. Poulsen (1989) "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions," *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 771-787.
- Remneboog, 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.
- 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.
- 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.
- Slavin, 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.

(かわいし けんや・南工大大学経済学部教授)