

日本企業の非公開化型 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

河西 卓弥（熊本県立大学総合管理学部）

川本 真哉（南山大学経済学部）

2019 年 3 月 NO. 1803

# 日本企業の非公開化型 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\*

(An Empirical Study on the Sources of Acquisition Premiums in Public-to-Private MBOs:  
Revision of Management Earnings Forecasts and Interests of Minority Shareholders)

2019 年 3 月

河西 卓弥 (熊本県立大学総合管理学部)

川本 真哉 (南山大学経済学部)

## 要約：

本論文の目的は、日本企業が実施した非公開化型 MBO (マネジメント・バイアウト) 案件を対象に、買収プレミアムの源泉がステークホルダーからの富の移転に起因しているか否かについて検証することである。買収プレミアムの決定要因について、①アンダーバリュの解消、②従業員からの富の移転、③債権者からの富の移転、④節税効果といった作業仮説を立てて分析する。特に①のアンダーバリュが MBO 実施企業によって意図的に作り出されている可能性を考慮し、業績予想の下方修正に着目して分析を行う。

## Abstract:

This study was conducted to examine whether the sources of acquisition premiums in public-to-private MBOs of Japanese companies originate in wealth transfer from stakeholders or not. Analyses were performed using working hypotheses related to 1) correction of undervaluation, 2) wealth transfer from employees, 3) wealth transfer from creditors, and 4) tax-saving effects as determinants of acquisition premiums. Particularly, the possibility of wealth transfer from minority shareholders to the buyer (management or the funding company) was examined by particularly addressing downward revision of management earnings forecasts intended to push down stock prices before MBOs.

## keywords :

非公開化型 MBO、買収プレミアム、アンダーバリュ、経営者による業績予想

---

\* 本稿は細江守紀編『企業統治と会社法の経済学』(勁草書房、2019年5月刊行予定)の1章として掲載予定である。本稿は2010; 2013年日本応用経済学会秋季大会、2011年日本経済学会春季大会、「企業統治と会社法の経済学」研究会で報告を行う機会があった。阿萬弘行、葉聡明、内田交謹、齋藤隆志、胥鵬、細江守紀の諸氏から有益なコメントを頂戴した。記して感謝申し上げる。なお、本稿の内容や意見は、筆者個人に属し、各々が所属する機関の公式の見解を示すものではない。また、本稿の執筆にあたり、河西はJSPS 科研費 16K03748 より助成を受けている。

## 1. はじめに

1990年代後半から、抜本的な企業リストラクチャリングを推し進めるため、経営陣の手によって株式市場からの退出を選択する「非公開化（Public to Private：PTP）型」のMBO（Management Buy-outs）が増加してきている<sup>1</sup>。MBOには他に「部門売却（ダイベストメント）型」、「事業継承型」、「事業再生型」など多様なタイプが存在するが（CMBOR 1991）、金額面では7割以上を占めるなど、日本のMBO市場において「非公開化型」は大きなウェイトを占めている<sup>2</sup>。2012年以降は件数の低下が見られるが、毎年一定数の企業がMBOによる非公開化を選択している（図1）。

--- 図1 about here ---

このように活発化する日本のMBO市場であるが、その中でも特に注目を集めているのが、スクイーズ・アウトの対象となる株主に提示されるTOB価格と直近の株価との差、すなわち「買収プレミアム」に関する議論である。MBOをめぐる買収プレミアムには、伝統的に①企業再編による将来的な株主価値の上昇分が反映したもの、②単なるステークホルダーからの富の移転を源泉としているもの、という対立する2つの見方があるが、これまで問題とされてきたのは後者の可能性である<sup>3</sup>。レックス・ホールディングスやサンスターなど、株式の買い取り価格の水準をめぐる、法廷闘争となったのはその一例であろう。

買収プレミアムの源泉に関する検討については、MBO市場が発達しているイギリスやアメリカの事例を中心に様々な角度から検討が積み重ねられてきた。例えば、買収にともなう負債依存度の上昇に着目し、利払い増加による負債の

---

<sup>1</sup> MBOとは「既存企業に従事する内部の人材が、その企業（事業）の買収・新会社化を図り主要株主・経営者となる手法」（薄井 2001：8）と定義される。

<sup>2</sup> 金額ベースでは「非公開化型」が圧倒的な地位を占めているが、件数ベースでは親会社が傘下事業を売却する際に部門経営者がMBOを選択する「ダイベストメント型」が主流である（川本・河西・齋藤 2012：図表1）。ダイベストメント型MBOを実施する親会社の特性、その株式市場からの評価については、齋藤・川本（2010）、川本・河西・齋藤（2012）を参照。

<sup>3</sup> この点については、2007年に公表された「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）でも多くのページが割かれているところである。

節税効果 (tax shield) の存在を指摘した Kaplan (1989b)、負債による経営規律が買収後のフリー・キャッシュフローの削減に与えた影響を強調した Lehn and Poulsen (1989)、それまでの先行研究の成果を踏まえ、多角的にプレミアムの源泉を特定しようとした Renneboog *et al.* (2007) などが代表的な研究成果である。

では日本のケースではどうであろうか。増加する MBO に歩調を合わせ検討の方も進められており、その一例として井上・中山・増井 (2010) の分析がある。同研究では TOB 案件を MBO サンプルと非 MBO サンプルに分割し、MBO サンプルにおいては買収アナウンスメント前の株価が過小評価されている企業ほど買収プレミアムは高く、そしてレックス・ホールディングス事件を契機にプレミアムの支払い水準が引き上げられる傾向にあることを確認している。また、MBO を直接扱った研究ではないが、野瀬・伊藤 (2009) は近年のバイアウト・ファンドが行った買収案件を分析し、超過リターンの源泉としてアンダーバリューの解消とエージェンシー・コストの削減が重要であることを示している。さらに、プレミアムの値と買収前の株価の動向を総合的に捉え、MBO の実施が少数株主の富に与えた影響を検証しようとした前澤 (2008)、吉村 (2010) などがある。

これらの研究は、日本企業を対象として、MBO (あるいはバイアウト一般) と買収プレミアムとの関係性を検証した先駆的な試みであるが、残念ながら、海外の多くの研究で指摘されてきたプレミアムを規定する多様な要因を体系的に扱ったものとはなっていなかった。そこで本稿では、プレミアムの源泉として重要視されてきた①アンダーバリュー、②負債の節税効果、③エージェンシー・コストの削減、④従業員からの富の移転、⑤上場維持コストの節約、の 5 つの仮説を設定し、MBO の実施が少数株主の富に及ぼした影響を多角的に検討することを課題とする。特に①のアンダーバリューを検証に関しては、MBO 実施企業における事前の業績予想の修正の影響に注目する。近年、MBO 市場の制度設計にあたって、懸念されているのが買収アナウンスメント前に実施される利益圧縮型の会計操作と業績予想の下方修正である。これらの行動が観察され、その情報により株価が割安に抑え込まれていたり、あるいはプレミアムそのものの水準が低くとどめられていたりするならば、国内外の実証研究でプレ

ミアムの有力な源泉として支持されてきたアンダーバリュー仮説は再考を迫られることになる。本稿では、利益圧縮型の会計操作と業績予想の下方修正のうち、業績予想の下方修正に絞り、その少数株主への影響を検証する<sup>4</sup>。

本稿の構成は以下のとおりである。次節では、MBOと買収プレミアムに関する先行研究を紹介した上で、いくつかの作業仮説を提示する。第3節では、実証分析に用いるデータセットについて説明するとともに、買収プレミアム決定要因の推計モデルと各変数の符号条件、業績予想の修正が買収プレミアムに与える影響についての分析方法について示す。第4節では実証分析の結果について報告する。第5節は結論と今後の課題にあてられる。

## 2. 先行研究と作業仮説

買収プレミアムの源泉については、様々な角度から研究が積み重ねられてきた。本節ではその中でも、特に有力な要因だとされる①アンダーバリュー、②負債の節税効果、③フリー・キャッシュフローの削減、④従業員からの富の移転、⑤上場維持コストの節約を軸に先行研究を紹介するとともに、次節以降の作業仮説について提示する<sup>5</sup>。

### 2.1 アンダーバリューと会計操作・業績予想の修正

通常、当該企業の潜在的価値について、経営者と株主の間には情報の非対称性が存在すると言われる。なぜなら、経営者は内部情報に直接触れることができるインサイダーであるのに対し、株主はそうした情報に触れることができないアウトサイダーであるからである。こうした両者の情報の非対称性は、情報優位にあり当該企業の真の企業価値を知る経営者にとっては、実際の市場評価が納得のいく水準ではないと認識させる背景となる。このような状況を想定す

---

<sup>4</sup> 利益圧縮型の会計操作の少数株主の富への影響に関しては、河西ほか(2010)で分析が行われており、会計操作企業では、プレミアムの算定基準となる株価の低下とプレミアムそのものの支払いの抑制という二重の意味において、少数株主の富が毀損されているという結果が得られている。

<sup>5</sup> 本稿で取り上げる作業仮説のいくつかは、MBOによる株式非公開化の動機や買収プレミアムの決定要因を分析した齋藤ほか(2017)でも扱われている。

る場合、経営陣やバイアウト・ファンドにとっては、市場からの評価が低ければ低いほど、買収による新たな価値創造の幅が大きくなる（と経営陣は予想する）ので、より多くのプレミアムをスクイーズ・アウトされる株主に支払うと考えられる。実際、国内外の非公開化のケースを扱った先行研究の多くで、アンダーバリューが株主の富の主要な源泉であるとの指摘がなされている（Travlos and Cornett 1993; Renneboog *et al.* 2007; 野瀬・伊藤 2009; 井上・中山・増井 2010）。

**仮説 1-1：買収前の株価が過小評価されているほど、買収プレミアムは大きくなる。**

ただし、こうしたアンダーバリューの状態が、経営者の手によって意図的に作られたものであるとしたら、プレミアムの源泉の見方は大きく異なることになる。なぜなら、経営者は MBO にかかるコストを下げるために、プレミアムの算定基準となる株価を故意に引き下げるインセンティブを有するからである。経営者が自社の株価を引き下げる手段の 1 つとして、MBO の直前に会計操作を行い利益を圧縮するという方法がある。実際、1980 年代以降のアメリカにおける MBO 案件をサンプルとした複数の研究で、MBO 公表直前期に会計操作が行われているという結果が報告されている（Perry and Williams 1994; Wu 1997; Marquardt and Wiedman 2004; 河西ほか 2010）<sup>6</sup>。

経営者が買収価格を下げるためのその他の手段として、自らが公表する業績予想を通じた方法がある。売上高、営業利益などの業績予想は決算短信を通じて公表されるが、経営者はその業績予想を意図的に低く発表したり、下方修正を行うことで、株価を下げるよう誘導しようとする可能性がある。例えば、2006 年 11 月に公表されたレックス・ホールディングスの

---

<sup>6</sup> もっとも、この分野における先駆的な研究である DeAngelo (1986) では、1973 年から 1982 年までに MBO を実施したイギリス企業 64 社について、その直前に会計操作が行われているかを検定しているが、そうした証拠は確認されていない。また、日本のデータを用いた北川 (2008) でも、MBO 公表の 2 期前には有意に利益の圧縮が行われているものの、公表直前期には有意な結果は得られなかったとしている。

MBO に関しては、MBO 公表 3 か月前の業績の下方修正を通じて、意図的に株価を下方誘導した可能性が指摘されている<sup>7</sup>。レックス・ホールディングスは業績予想の下方修正による株価の下落後の MBO 公表直前 1 か月の平均株価に 13.9%を上乗せした 23 万円を TOB 価格としたが、東京高裁は、MBO 公表前 6 か月平均に 20%を上乗せした約 34 万円を TOB 価格とする決定を行った。同様にワールドの MBO でも、経営者が MBO 公表前に低めの業績予想を行い、その上方修正を公開買付終了後まで意図的に引き延ばしたとされている（服部 2008）。

ここで論点となるのは、①どの程度の企業が MBO 実施前に業績予想の修正を図っているのか、②そのような行動をとった企業の株価や買収プレミアムの値はいかなる影響を受けるのか、という点である。本稿では、上述のアンダーバリュ仮説の検討に加え、これらの諸点についても検証する。なお、②の業績予想修正とプレミアムの関係性については、2 通りのケースが考えられる。その 1 つは、それら行われている場合、アンダーバリュの程度が高まるのであるから、当然買収プレミアムは大きくなるという見方である。ただしその反面、あえて業績が悪化しているように見せかけて株価を圧縮し、将来生み出される利益を低く見積もらせた上で、これを理由としてさらにプレミアムを減少させて買収コストを下げるとも考えられる。したがって、業績予想の修正によってプレミアムがどのような影響を受けるかについては、先験的に判断できない。

仮説 1-2: 買収前に業績予想の下方修正が行われている場合、株価は低下する。

仮説 1-3(a): 買収前に業績予想の下方修正が行われている場合、買収プレミアムは大きくなる。

仮説 1-3(b): 買収前に業績予想の下方修正が行われている場合、買収プレミアムは小さくなる。

## 2.2 負債の節税効果

---

<sup>7</sup> 「レックス MBO 高裁、少数株主の保護重視」『日本経済新聞』2008 年 10 月 27 日。

買収資金が負債によって調達された場合、追加的に生じる支払い利息は損金に算入され、税法上、控除の対象となる。これは「負債の節税効果」(tax shield)と称され、それによって生じる税支出の削減は、買収プレミアムの重要な源泉として議論がなされてきた。買収プレミアムと節税効果に関する実証研究は多岐にわたるが、もっとも象徴的なのが Kaplan (1989b) 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のうち21%から72%が節税効果によって説明可能だとしている。また、日本企業の非公開案件をサンプルとした野瀬・伊藤(2009)でも、バイアウト前の利払い額の多寡に着目し、それは直接プレミアムとは有意な相関を有しないものの、利払い額が小さな企業ほど(すなわち、追加的な利払い額の増加による税控除の余地が大きな企業ほど)非公開化の選択確率が上昇することを明らかにし、節税効果が非公開化の有力な動機となっていると指摘している。

以上のような先行研究と同様、仮にわが国においても節税効果がMBO実施の主要な動機となっている場合、税負担が高く、利払い額が小さな企業ほど節税効果も増幅し、それだけプレミアムの値も上昇すると予想される。

**仮説 2：買収前の税負担が高く、利払い額が小さな企業ほど、買収プレミアムは大きくなる。**

## **2.3 エージェンシー・コストの削減**

株式が広範に分散した公開企業では、経営陣は十分に当該企業の株式を保有しないことから、必ずしも株主の利害に沿った行動を取るとは限らない。例えば、自己満足や保身のためにNPV(正味現在価値)が負となるような過大な投資活動(帝国建設 empire building)を選好するというのは、その象徴的な事例であろう。このような株主・経営者間のエージェンシー問題を、MBOの実施は解消させる可能性がある。

### **2.3.1 インセンティブ・リアライメント**



その要因の1つとして、経営陣が買収を主導することにより、所有と経営が再び一致する方向に進む（インセンティブ・リアライメント）ことが挙げられる。買収後の経営陣の持株比率の上昇は、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、彼らの努力水準を引き上げ、将来的な企業価値の向上をもたらす（Jensen and Meckling 1976）。その期待される価値増加分の一部が買収時にプレミアムとして支払われるというわけである。この点について直接的に検証したものとして Renneboog *et al.* (2007) がある。彼らは 1990 年代後半以降のイギリス企業を対象とし、買収時の CAR（累積超過リターン）とプレミアムで測った株主の富と買収前の経営者持分との間に負の関係性が見られることを見出し、バイアウト後の経営者持分の引き上げ余地が高い企業ほど、プレミアムも大きくなる傾向があることを確認している。

**仮説 3-1：買収前の経営者持株比率が低い企業ほど、買収プレミアムは大きくなる。**

### 2.3.2 フリー・キャッシュフローの削減

また、MBO の実施がフリー・キャッシュフローの削減を通じ、エージェンシー問題を緩和する可能性が指摘できる。MBO は LBO（Leveraged Buy-outs）の一形態であり、買収後における負債比率の上昇をともなうが、それは利払いによる余剰資金の減少を通じ、経営者に企業価値を毀損するような投資活動を思いとどまらせる効果を有す（Jensen 1993）。すなわち、買収前にフリー・キャッシュフローを多く抱えている企業ほど、このような負債による規律付け効果が効きやすく、買収後の企業価値創造が期待されるため、それだけプレミアムの支払い余地も高くなることが予想される（Lehn and Poulsen 1989）<sup>8</sup>。

**仮説 3-2：買収前にフリー・キャッシュフローを多く保有している企業ほど、**

---

<sup>8</sup> もっとも、彼らと同一のサンプルを用いて追試した Kieschnick (1998) に見られるように、近年ではプレミアムとキャッシュフローの間に明確な因果関係を見出さない研究結果も報告されており、必ずしも一致した見方がなされているわけではない。

買収プレミアムは大きくなる。

### 2.3.3 ファンドによる企業価値創造

さらに、買収にバイアウト・ファンドが関与する案件では、それらがブロック・シェアホルダーとして買収会社に対するモニタリングを強化するため、株式公開時に発生していたエージェンシー問題が緩和されることが予想される (Shleifer and Vishney 1986)。同時に、ファンドがそれまでの投資活動で培ったファイナンスや M&A、あるいは提携等に関するノウハウの移転を通じ、買収後の企業価値の向上が期待できる (杉浦 2006)。この点については、胥 (2011) では再上場を果たしたキトーの事例を取り上げ、カーライルによる業務戦略策定 (operating engineering) が活かされ、買収後の事業再構築や海外展開がスムーズに進んだ様子を紹介している。すなわち、ファンドが関与する MBO 案件では、増加が予想される企業価値の一部が、買収時にプレミアムとしてスクイーズ・アウトされる少数株主に分配される可能性がある。

ただし、ファンドはファイナンシャル・バイヤーでもあり、買収後の資金的負担を低減させるために、より安価に事業を買収したいという誘因をもっている。その場合、プレミアムの水準を低く抑える、あるいは買収前における業績の下方修正を通じて株価の引き下げを図るなど、買収コストの削減を試みる可能性も否定できない。

**仮説 3-3(a) :** 買収にバイアウト・ファンドが関与する案件では、買収プレミアムは大きくなる。

**仮説 3-3(b) :** 買収にバイアウト・ファンドが関与する案件では、買収プレミアムは小さくなる。

## 2.4 従業員からの富の移転

買収プレミアムの第 4 の源泉として、既存従業員の富の毀損に起因するものが考えられる<sup>9</sup>。Shleifer and Summers (1988) も指摘しているように、買収

---

<sup>9</sup> このほか、ステークホルダーからの富の移転としては、バイアウトのアナウンスが社債価格やその格付けに与える影響に着目し、既存債権者の富が毀損さ

者は旧経営陣と既存労働者との間で交わされた長期契約や年功賃金等の「暗黙の契約」(implicit contracts)を破棄することを通じ、短期的な収益を獲得することができる。いわゆる「信頼の破壊」(breach of trust)の議論である。この「信頼の破壊」に起因する買収後の株主価値向上の見込み分が TOB に応じる株主へのプレミアムに反映されるわけであるが、注意すべきは、そのプレミアムは、従業員から株主へ富が移転しただけに過ぎず、何らネットの価値創造に基づくものではないという点である。

このような信頼の破壊の可能性は、敵対的買収の文脈で検証されることが多いが (Gokhale *et al.* 1995; Canyon *et al.* 2001)、MBO のケースでも起こりうる問題である。その理由として、次の 3 点が指摘できる (Amess and Wright 2008)。第 1 に、負債比率が上昇することが挙げられる。MBO が LBO の形態をとる場合、負債への依存度が高まり倒産リスクも上昇するが、それは従業員側の交渉力を弱める方向性に働くことになる (Fox and Marcus 1992)。第 2 は、ファンドによるモニタリングが強化されることである。ファンドの運用期間は 3 から 5 年と指摘されているが (光定・白木 2006 : 22)、それだけ経営改善に対する圧力も短期的なものになると予想される。第 3 は、経営者の持株比率が上昇することである。それは経営インセンティブになると同時に、株主との利益相反の可能性を緩和し (アライメント効果)、企業経営をファンドが要請する株主価値最大化に向かわせる要因となる。

これらの理由により、MBO のケースでも信頼の破壊が発生する可能性は否定できず<sup>10</sup>、過剰雇用・過剰賃金を抱え、買収後にそれらの解消を通じ経営効率化を図りやすい企業ほど、買収プレミアムは大きくなると推察される。

**仮説 4 : 買収前に過剰雇用・過剰賃金を抱えている企業ほど、買収プレミアムは大きくなる。**

---

れたか否かを検証するものがある (Amihud 1989; Cook *et al.* 1999; Warga and Welch 1993)。ただし、日本企業のケースでは、MBO 実施企業が社債価格や格付けに関する体系的なデータを入手することが困難であるので、本稿では立ち入った分析を行わない。

<sup>10</sup> ただし、海外の実証研究では、買収後に有意な雇用者数の減少は観察されず、MBO によって信頼の破壊が発生したのとの報告はされていない (Kaplan 1989a; Smith 1990)。

## 2.5 上場維持コストの節約

最後に、株式非公開化によって節約される上場維持に要する費用も、買収プレミアム有力な源泉であることが指摘されている。上場維持コストとしては、取引所への年間上場料にとどまらず、監査法人への監査報酬、株主総会の運営費用、有価証券報告書や IR 資料に代表される制度上あるいは任意の情報開示資料の作成費用など、直接・間接の諸々の費用が必要とされる。また近年では、金融商品取引法制定にともなう四半期報告制度や内部統制制度の義務化など、上場に係る費用負担は増加傾向にある。こうした上場維持コストの節約を上場廃止の理由に挙げる企業は多く、特にエクイティ・ファイナンスの実績の乏しい企業や収益規模が小さな企業でそうした傾向は強いと言われる。

買収プレミアムと上場維持コストの関係を明示的に扱った研究成果は乏しい状況であるが、そうした中で興味深い検討を行っているのが前述の *Renneboog et al. (2007)* である。彼らは年間上場料が低くディスクロージャーの程度も緩和されている AIM (Alternative Investment Market) に上場しているケースについて検証し、そうした企業では上場を廃止したとしても節約されるコストは限定されるため、プレミアムの支払い水準も低くなるという結果を報告している<sup>11</sup>。

**仮説 5：株式非公開化によって上場維持コストが節約される企業ほど、買収プレミアムは大きくなる。**

## 3. 分析方法とデータ

### 3.1 データセット

分析に用いたサンプルは、2000 年度から 2015 年度にかけて非公開化型 MBO

---

<sup>11</sup> その一方で、1980 年前後のアメリカにおける非公開化案件をサンプルとした *Travlos and Cornett (1993)* では、年間上場料と買収時の超過リターンに有意な関係性は確認されておらず、上場維持コストの節約が少数株主の富の源泉ではないとの見方が提示されている。

の公表を行った 130 件<sup>12</sup>である。案件の特定は、レコフデータ社提供の非公開化型 MBO データによって行った。後述するマッチングサンプルとなる TOB によりキャッシュアウトで完全子会社化された企業は、レコフデータ『マール』各月号により特定を行った。株価、財務、株主構成データは、日経 NEEDS-Financial QUEST より抽出した。説明変数の多くは前年度のデータとなっており、原則として連結データを用いたが、それが入手できない企業や所有構造データに関しては単独データを利用した。

### 3.2 分析方法と変数

一つ目の分析として、非公開化型 MBO における買収プレミアムの決定要因を分析するため、買収プレミアムを被説明変数、第 2 節の仮説に従う下記の諸要因を説明変数とした線形回帰モデルを OLS で推計する。

#### (1) 被説明変数

**PREM20; PREM40** : 被説明変数は買収プレミアムであり、計測には 2 種類の方法を用いた。それぞれ TOB 価格と MBO 発表日から 20 日前、40 日前との株価を比較したものである。非公開化型 MBO に伴う買収プレミアムは、通常買収のように保有比率の上昇により発生する支配権プレミアムと第 2 節で論じた要因やその他、取引コストの削減や株式の集中に伴うモニタリングの強化など MBO 特有の要因による企業価値向上に伴うプレミアムがあると考えられる。ただし、後者は特定の利害関係者からの富の移転により発生している可能性があり、本稿の目的はその経路を明らかにすることにある。

#### (2) 説明変数

**過小評価に関する変数** : 当該企業の株価が過小評価されているほど MBO による価値創造の余地が大きく買収プレミアムが大きくなるという仮説 1-1 に関する変数としては、Renneboog *et al.* (2007)を参考に、マーケット・インデックスで標準化された株式収益率 SHPF を利用した。同指標として、MBO のアナ

---

<sup>12</sup> 業績予想に関するデータは 2003 年より入手可能となっているため、業績予想に関わる分析でのサンプル数は 126 件である。

ウンスメント 300 日前と 41 日前の株価（終値）によって算出された株式収益率から、同期間のマーケット・インデックス（TOPIX）の収益率を差し引いた SHPF と、株価純資産倍率 PBR の 2 種類を利用する。これら変数は、株式市場による当該企業の過小評価の程度を表しており、期待される符号条件は負である。

**節税効果に関する変数：**買収前の税負担が高く、利払い額が小さな企業ほど、買収プレミアムは大きくなるという仮説 2 に関する変数は支払利息売上高比率 INTEREST と負債総資産比率 DEBT である。利払い額が小さな企業ほど、追加的な利払い額の増加による税控除の余地が大きく、また、MBO 前の負債依存度が低い企業ほど、負債を増加させる余地が大きいため、買収プレミアムが大きくなると推測される。よって INTEREST と DEBT に期待される符号は負である。

**エージェンシー・コストの削減に関する変数：**株主・経営者間のエージェンシー問題の緩和による株主価値の増加分が買収プレミアムの源泉となるという仮説 3 に関しては、第 2 節で論じたように 3 つの要因が考えられる。まず、一つ目は MBO により経営者の持株比率が高まることで、株主と経営者の利益相反が緩和されるインセンティブ・リアライメントである。このとき、経営者持株比率が低いほどエージェンシー・コストの改善の余地が大きく、プレミアムが高くなると予想される。本稿では経営者持株比率の代理変数としての役員持株比率 DIREC を利用する。

二つ目は、MBO の実施によるフリー・キャッシュフローの削減を通じたエージェンシー・コストの削減であり、フリー・キャッシュフロー比率 FCF によりその買収プレミアムへの効果を確認する。フリー・キャッシュフロー比率は  $LQ \times \text{手元流動性} / \text{総資産}$  と定義され、LQ はトービンの Q（シンプル Q：（株式時価総額 + 有利子負債総額） / 資産総額）が 1 以下を取る時 1 の値を取るダミー変数である。手元流動性は、現金・預金 + 有価証券 + 投資有価証券と定義する。成長可能性が低い企業ほど手元流動性はフリー・キャッシュフローになりやすく、MBO の実施がフリー・キャッシュフローの削減を通じ、エージェンシー問

題を緩和する可能性があるため、買収前にフリー・キャッシュフローを多く抱えている企業ほど将来的な経営効率化の余地が大きく、プレミアムが大きくなることが考えられる。よって、ここで期待される符号は正である。

三つ目は、バイアウト・ファンドによるエージェンシー・コストの削減である。MBOにファンドが関与した企業に1を与えるダミー変数FUNDで、ファンドの買収プレミアムへの影響を捉える。ファンドによるブロック・シェアホルダーとしてのモニタリングや経営への関与、金融技術の提供などを通じた企業価値向上が買収プレミアムに反映される可能性とファンドのファイナンシャル・バイヤーとしての側面により買収プレミアムが低く抑えられる可能性の両面が考えられる。

**従業員に関する変数：**買収前に過剰雇用・過剰賃金を抱えている企業ほど、買収プレミアムは大きくなるという、従業員からの富の移転に関する仮説4に関しては、1人当たり売上高SALESPWと1人当たり人件費LABORCOSTにより検証を行う。両変数ともに同一産業における中央値を減ずることで、産業間調整を行っている<sup>13</sup>。SALESPWは過剰雇用、LABORCOSTは過剰賃金を表していると考えられる。過剰雇用を抱える企業は、1人当たりの生産性が低く、従業員の削減により生産性の上昇が望まれるため、期待される符号は負である。他方、過剰賃金を支払っている企業ではMBO実施後に賃金の圧縮を行うことを前提に買収プレミアムを捻出することができると考えられ、期待される符号は正である。

**上場維持コストの節約に関する変数：**株式非公開化によって節約される上場維持に要する費用が、買収プレミアムの源泉となるという仮説5は、取引成立日比率TRADEDと新興株式市場上場ダミー変数EMERGMKTにより検証を行う。TRADEDは、MBO公表250日前から41日前までの期間で、上場市場において当該企業の取引が成立した日数の比率であり、取引成立日が少ないほど上場維持コストが割高になるため、期待される符号は負である。EMERGMKT

---

<sup>13</sup> 産業分類として日経業種小分類を利用した。

は、ジャスダック、ヘラクレス、マザーズ上場企業に 1、その他市場に上場の企業に 0 を与えるダミー変数であり、新興市場は相対的に上場維持コストが低く、上場廃止により削減できる費用が小さいと考えられるため、期待される符号は負である。

**業績予想の修正に関する変数：**仮説 1-3(a)(b)を検証するため、業績予想を下方修正した企業に 1 を与えるダミー変数 **DOWNADJ** を追加した推計を行う。経営者によるある期の自社の業績についての予想は、決算短信や業績予想の修正を通じて複数回行われるが、**MBO** 公表日 1 年前から 3 か月前までの期間に行った業績予想が直前の予想から下がった場合、その企業を業績下方修正企業とした。ここでは業績の変数として本決算の経常利益を利用する。業績予想の下方修正は、買収プレミアム算定のための基準株価を下げることを目的としており、業績予想の下方修正によりアンダーバリュの程度が強まり、買収プレミアムが大きくなる場合には、**DOWNADJ** は正の値を取るが、悲観的な見通しを投資家に与えることでプレミアムを減少させる場合、負の値を取ると考えらる。

**コントロール変数：**その他にコントロール変数として買収金額対数値 **DEALSIZE**、製造業に属する企業に 1 の値を与える製造業ダミー **MANUFAC**、年度ダミー **YEAR** を加える。

業績予想の修正が買収プレミアムに与える影響に関しては、追加的な分析を行う。まず、マッチングサンプルとの間で業績予想の下方修正の頻度に差があるかを確認する。マッチングサンプルとして、**TOB** によりキャッシュアウトで完全子会社化された企業を選択した。そのような企業は事前の親会社の所有比率が高いため、完全子会社化により支配権の移転は起こらないが、**MBO** のケースでは通常、事前の経営者所有比率は低いため、**MBO** により経営者は支配権を新たに獲得する。そのため、完全子会社化のケースに比べ、**MBO** のケースではコントロールプレミアムの分、買い手（経営者）にとっては業績予想の下方修



正などによって少数株主の富を収奪する余地が大きくなると考えられる<sup>14</sup>。したがって、MBO のケースでは、経営者は業績予想の下方修正といった方法により株価を下方に誘導するより大きなインセンティブを持つと予想される。

また、業績予想の下方修正が株価へ与える影響を確認するため、イベントスタディを行う。具体的には、業績予想の下方修正の公表時の累積超過収益率 (CAR) の計算を行う<sup>15</sup>。

具体的な実証分析に入る前に、買収プレミアムの基本的な特徴について確認しておきたい。非公開化企業が支払った平均的なプレミアムの値は、発表前 20 日の株価と TOB 価格を比較したもので 52.6%、発表前 40 日を基準としたもので 52.1%となっている (表 1)。これは、わが国において買収プレミアムの相場として認識されている値 (MBO 実施前 6 ヶ月平均の株価に比較して 20%) を上回るだけでなく、Lowenstein (1985) によるアメリカ企業の MBO をサンプルとしたプレミアム (56.0%) に匹敵する値となっており、英米の先行研究の数値と比較しても高い部類に入ると判断できる<sup>16</sup>。

--- 表 1 about here ---

では、以上のような買収プレミアムは、いかなる要因によって左右されるのであろうか。第 2 節で論じた仮説を前提に、次節で回帰分析を行い明らかにする。

---

<sup>14</sup> 経済産業省により 2007 年に公表された「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」においてもそのような可能性が指摘されている。本稿では完全子会社化の中でもキャッシュアウトによるケースを取り上げているため、そのような状況になる可能性がより高いと考えられる。

<sup>15</sup> 短期間に業績予想を複数回行っているケースが存在する、サンプル企業には新興市場上場の企業が多く、株式の取引がない日が多くデータに制限があるといった理由から、マーケット・モデルにおいて  $\alpha_i$  を 0、 $\beta_i$  を 1 という制約を課す市場調整モデルを使用して CAR の推計を行う。

<sup>16</sup> 本稿におけるプレミアムの値が、海外の先行研究の計測結果を上回るものとなっている背景として、①わが国においては M&A に関する実務的経験の蓄積が乏しいため、経営陣のリスク評価が甘く、プレミアムを多く支払い過ぎている (服部 2008 : 75)、②株式の買い取り価格をめぐる相次ぐ法廷闘争に対し、非公開化を目指す企業が過剰に反応し、買収をスムーズに進めるために高水準のプレミアムを支払う傾向にある、等の可能性が考えられるが、本稿の検討範囲を越えるため、これ以上の言及は行わない。

## 4. 推計結果

### 4.1 買収プレミアムの決定要因

推計結果は表 2 に要約されている。コラム(1)-(3)は PREM20、コラム(4)-(6)は PREM40 を被説明変数とした推計結果である。

--- 表 2 about here ---

まず、当該企業の株価が過小評価されているほど MBO による価値創造の余地が大きく買収プレミアムが大きくなるという仮説 1-1 を検討する。過小評価の程度を表す変数として株価収益率 SHPF と PBR の 2 種類を用いているが、SHPF はプレミアム算定の基準株価を MBO 発表前 20 日に設定した PREM20 を被説明変数としたモデル（コラム(1)と(3)）で有意水準 10%、発表前 40 日を基準にしたプレミアム PREM40 を被説明変数としたモデル（コラム(4)と(6)）において有意水準 5%で負の係数を取っており、PBR は非有意であるが負の係数を取っている。仮説 1-1 は概ね支持されたと考えられる。ただし、同変数が捉えているものは、純粋な当該企業の資本市場での評価だけでなく、意図的に作り出された評価も含まれている可能性がある。意図的に過小評価を得ている場合、既存株主へ過小な対価が支払われ、結果として既存株主から買収側（経営陣やファンド）へ富の移転が起こることになる。この効果については本節の後半で論じることとする。

次に、MBO 実施に伴う負債比率の上昇による節税効果に関しては、理論的には仮説 2 にある通り、税負担が高く、利払い額が小さな企業ほど、買収プレミアムが大きくなると推測される。この仮説は、支払利息売上高比率 INTEREST と負債総資産比率 DEBT によりテストするが、両変数ともどのモデルにおいても非有意という結果となっている。本分析からは、買収プレミアムの源泉として負債増加による節税分が利用されるという関係性は見られなかった。

エージェンシー・コストの削減に関する仮説の一つ目の経営者の持株比率が高まることにより株主と経営者の利益相反が緩和されるインセンティブ・リアライメントに関しては、役員持株比率 DIREC は、コラム 1 と 2 において 10% 水準ではあるが有意に負の係数をとっている。これは、ポスト MBO の役員持分の上昇に伴う株主・経営者間のエージェンシー・コストの削減余地の大きな

企業ほど、プレミアムの支払い水準も高まることのある程度当てはまることを示唆している。MBOの実施によるフリー・キャッシュフローの削減を通じたエージェンシー・コストの削減に関しては、フリー・キャッシュフロー比率 FCF は、コラム 4 と 6 を除き、統計的に有意に正の係数を取っており、フリー・キャッシュフローの削減によるエージェンシー・コストの削減がプレミアムの源泉の一つとなっていると考えられる。バイアウト・ファンドによるエージェンシー・コストの削減に関しては、案件へのファンド関与の有無を表す FUND によって、ファンドのブロック・シェアホルダーとしての効果とファイナンシャル・バイヤーとしての効果の検証を行った。しかし、FUND は統計的に有意となっておらず、プレミアムの設定においてファンドの関与の有無は影響を与えないという結果となった。

買収前に過剰雇用・過剰賃金を抱えている企業ほど、買収プレミアムは大きくなるという、従業員からの富の移転に関する仮説 4 に関しては、業種間調整を行った 1 人当たり売上高 SALESPW と 1 人当たり人件費 LABORCOST により検証を行った。従業員を厚遇している企業では MBO 実施後に暗黙の契約を破棄することで、買収プレミアムを生み出す可能性があるが、推計の結果、SALESPW、LABORCOST と買収プレミアムの間に有意な関係は観察されなかった。

株式非公開化によって節約される上場維持に要する費用が、買収プレミアムの源泉となるという仮説 5 に関しては、取引成立日比率 TRADED、新興株式市場上場ダミー変数 EMERGMKT の両者とも買収プレミアムに対して有意な影響は見せておらず、上場維持コストの節約分が買収プレミアムに反映されるという事実は確認されなかった。

#### 4.2 業績予想の修正と少数株主の利益

次に、仮説 1-2 と仮説 1-3 の検証を通じて、業績予想の修正が MBO 実施企業の少数株主の富にいかなる影響を与えたのかについて考察する。

まず、修正の頻度や修正の規模を測った修正率を MBO 実施企業サンプルと完全子会社化された企業サンプルの間で比較する。計測の期間は MBO や完全

子会社化を目指す TOB のアナウンス日の 3～6 か月前、3～12 か月前、1～2 年前、2～3 年前の 4 期間で行う。結果は表 3 にまとめられている。業績予想の修正における下方修正の比率に関しては、どの期間においても、両サンプルにおいて差は見られない。上方修正の比率に関しても同様の結果となっている。どの程度の大きな下方修正を行ったかという最大下方修正率、期間を通じての修正率の平均を測った平均修正率に関しても、両サンプルで有意な差は見られない。上述のように、事前に低めの業績予想を行い、その上方修正を公開買付終了後まで意図的に引き延ばしたと言われているワールドのケースを念頭に、TOB 公表後 1～3 か月に業績の上方修正を行う割合についても計算を行った。MBO サンプルでは上方修正の割合は 12.5%、完全子会社サンプルでは 9.5%であったが、その差は統計的には有意ではない。以上の結果から、両サンプルにおいて TOB 公表前の業績予想の修正において異なった傾向は見られないことが分かる。

--- 表 3 about here ---

MBO サンプルにおいて、異なる計測期間の間での比較も行う。プレミアムの算定の基準となる期間の比較的近い期間（過去）であり、その時期に株価を下げると算定基準を下げられると考えられる MBO アナウンス日の 3～6 か月前、3～12 か月前と算定に影響がないほど過去と考えられる MBO アナウンス日の 1～2 年前、2～3 年前の値の比較を行う。MBO 実施企業がプレミアムの算定基準を下げるために総体的に業績の下方修正を行っているのであれば、MBO アナウンス日の 3～6 か月前、3～12 か月前において、1～2 年前、2～3 年前より多くの、もしくは大きな下方修正を行っているという事実を確認される。しかし、比較の結果、下方修正比率、上方修正比率、最大下方修正比率、平均修正比率のいずれの値においてもアナウンス日の 3～6 か月前、3～12 か月前において、1～2 年前、2～3 年前より多くの、もしくは大きな下方修正を行っているという事実は確認されない。

さらに、MBO 実施企業が MBO の公表を行った期には、その他の期に比べ、業績予想を業績の実現値に比べ過少に設定しているかどうかの検証を行う（表 4）。TOB の公表を行った期（0 期）における予想の平均が実績値を下回った企業の割合は、MBO サンプルで 5.6%、完全子会社サンプルで 17.6%であり、MBO

実施企業が完全子会社化された企業に比べ過少な業績を予想していた事実は見られない。また、0期とその1年前(-1期)、2年前(-2期)の比較でも、-1期や-2期の方が過少な業績予想を行った企業の割合は高く、MBOを公表した期に過少な業績予想を公表していた事実は観察されない。

--- 表 4 about here ---

次に、業績予想の下方修正の株価への影響を分析するイベントスタディの結果は、表5にまとめられている。MBO実施企業が業績の下方修正を行ったのは64ケースあり、完全子会社化された企業が業績の下方修正を行ったのは40ケースあった。MBOサンプルにおいては、平均AR(超過収益率)は、下方修正公表の翌日と2日後に統計的に有意に低下しており、完全子会社サンプルにおいても、下方修正公表の翌日に有意に低下が見られる。つまり、業績の下方修正により株価が下落したということが確認できる。CAR(累積超過収益率)に関しても、両サンプルにおいて下方修正公表日前後1日、2日で測ったもの共に有意に負となっており、MBOサンプルでは3%前後の収益率の下落が確認できる。特に、訴訟になり報道でも取り上げられたレックス・ホールディングスやツバキ・ナカシマのケースでは、業績予想の下方修正のイベント日前後1日のCARはそれぞれ約-21%、-13%と推計された。以上の結果から、MBO公表前の業績予想の下方修正により株価が低下することが確認された。

--- 表 5 about here ---

最後に、仮説1-3を検証するために、業績予想の修正の効果を考慮した推計式の結果を見る(表6)。まず、業績予想の修正に関する変数を追加することで、役員持株比率の係数が非有意となった。その他の結果に関しては、上述の基本モデルの結果と大きな差は見られない。業績予想下方修正ダミーDOWNADJに関しては、買収プレミアムに対して有意な影響を与えていないことがわかる。したがって、企業側が業績の下方修正を行っても買収プレミアムの大きさはそれらの行動をとらなかった場合と変わらないことが示唆される。つまり、仮説1-3(a)も1-3(b)も支持されなかった。

--- 表 6 about here ---

以上の結果を総合すると、MBO実施企業は、完全子会社化された企業と比べ、より多くまたはより大きな業績の下方修正を行っているとは言えず、またMBO

を公表した期における業績予想も過去の業績予想と差は見られず、MBO 企業が総体的に業績予想の下方修正を行っているという事実は確認されなかった。ただし、業績予想の下方修正が行われることで超過収益率の下落は見られた。また、業績予想の下方修正を行った企業が、下落した株価を基準にプレミアムを増加させるという行動をとるということは確認されなかった。したがって、プレミアムの算定基準となる株価を下げるために業績の下方修正を行った企業は、株価の下落により、少数株主の富を毀損したと考えられる。

## 5. 結論

本稿では、日本企業が実施した非公開化型 MBO 案件を対象に、買収プレミアムの決定要因について、アンダーバリューの解消、節税効果、エージェンシー・コストの削減、従業員からの富の移転、上場維持コストの節約、といった仮説の検証を行い、さらにアンダーバリューが MBO 実施企業によって意図的に作り出されている可能性を考慮し、業績予想の下方修正に着目して分析を行った。その結果、以下のような点が示された。

第 1 に、買収プレミアムの水準について計測したところ、TOB 発表前 20 日や 40 日の株価に比べ 50% 以上の上乗せがなされており、英米企業のプレミアム水準に遜色ないことが明らかにされた。第 2 に、買収プレミアムを被説明変数とした回帰分析からは、MBO 実施前の株式収益率の係数が有意に負となり、非公開化前の株式がアンダーバリューの状態に置かれている企業ほど、プレミアムの水準も高まることが示された。第 3 に、ポスト MBO の役員持分の上昇に伴う株主・経営者間のエージェンシー・コストの削減余地の大きな企業ほど、プレミアムの支払い水準も高まることがある程度当てはまること、フリー・キャッシュフローの削減によりエージェンシー・コストの削減が見込まれる企業ほどプレミアムが大きくなることから、エージェンシー・コストの削減による株主価値の向上も買収プレミアムの源泉となっている可能性が見られた。

また、MBO 実施前の経営者による業績予想の下方修正に着目して、少数株主から買収側（経営陣やファンド）への富の移転の可能性についても検証を試みた。業績予想の下方修正の頻度や程度は、MBO 実施企業とそのマッチング企業

である完全子会社化された企業で差異は見られず、MBO を公表した期と過去の期でも業績予想の下方修正の頻度や程度に差は見られなかった。また、下方修正を実施した MBO 企業の買収プレミアムの大きさもその他 MBO 企業と同等のレベルに設定されていた。ただし、業績予想の下方修正により株価が低下するということが確認された。つまり、下方修正実施企業は、業績予想の下方修正により買収プレミアムの算定基準となる株価を低下させて買収金額を抑えているが、プレミアムの大きさ自体はその他の企業と同等のレベルに設定していることが示唆された。買収プレミアムの算定基準となる株価を下げるために意図的に業績予想の下方修正を行ったケースでは、少数株主の富が毀損されていたと考えられる。

最後に、本稿に残された課題について述べる。買収プレミアムの決定要因の分析では非公開化型 MBO を実施した企業のみをサンプルとして分析を行ったが、この場合サンプルセレクションバイアスの存在が懸念される。そのため、ペアド・サンプル等の方法で非実施企業もサンプルに含めて分析を行う必要がある。また、推計では業績予想の修正を外生的な要因として扱ったが、そもそもどのような企業が MBO 実施前にそれを図る可能性が高いのかについても検証される必要がある。特に、バイアウト・ファンドの存在や経営陣の持株比率が非公開化前の業績予想の修正の選択確率にいかなる影響を及ぼしているのかは興味深い課題と思われる。バイアウト・ファンドに関しては、ファンドの属性については考慮せずに、ファンドの関与の有無だけを扱ったが、過去の MBO 関与の経験の程度や外資系や国内系、国内系の中でも金融機関係か独立系かといった属性によりその行動は異なると考えられるため、それらの情報も分析に取り込むことは意味があると思われる。

## 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 and Business*, 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.
- Asquith, P. and T. Wizman (1990), "Event Risk, Covenants, and Bondholder Returns in Leveraged Buyouts," *Journal of Financial Economics*, 27, pp.195-213.
- Canyon, M., S. Girma, S. Thompson and P. Wright (2001), "Do Hostile Mergers Destroy Jobs?" *Journal of Economic Behavior and Organization*, 45, pp.427-440.
- CMBOR (1991) Guide to Management Buy-Outs 1991/92, Economist Intelligence Unit.
- Cook, D. O., J. C. Easterwood and J. D. Martin (1992), "Bondholder Wealth Effects of Management Buyouts," *Financial Management*, 21, pp.102-113.
- DeAngelo, L. (1986), "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders," *The Accounting Review*, 61, pp.400-420.
- 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.
- Easterwood, J. C., R. F. Singer, A. Seth and D. F. Lang (1994), "Controlling the Conflict of Interest in Management Buyouts," *Review of Economics and Statistics*, 76, pp.512-522.
- Fox, I. and A. Marcus (1992), "The Causes and Consequences of Leveraged Management Buyouts," *Academy of Management Review*, 17, pp.62-85.
- Gokhale, J., E. Groshen and D. Neumark (1995), "Do Hostile Takeovers Reduce Extramarginal Wage Payments?" *Review of Economics and Statics*, 77, pp.470-485.

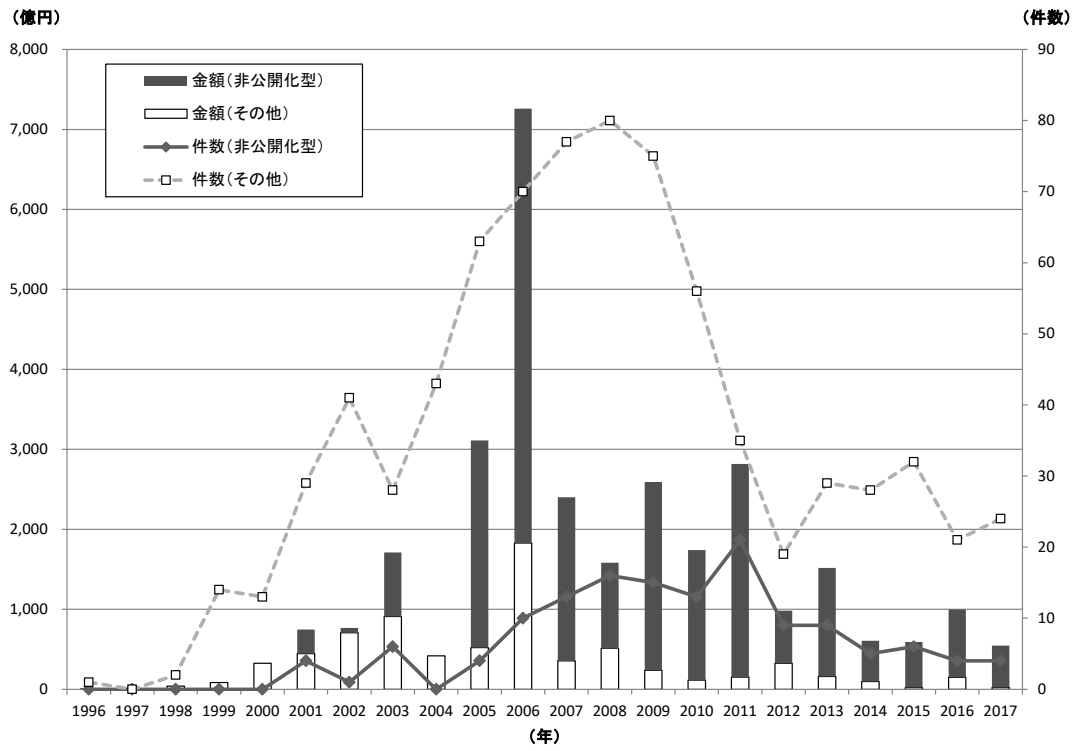


- Horlow, W. V. and J. S. Howe (1993), "Leveraged Buyouts and Insider Nontrading," *Financial Management*, 22, pp.109-118.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Jensen, M. C. (1993), "The Modern Industrial Revolution: Exit and the Failure of Internal Control System," *Journal of Finance*, 48, pp.831-880.
- Kaplan, S. (1989a), "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value," *Journal of Financial Economics*, 24, pp.217-254.
- Kaplan, S. (1989b), "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value," *Journal of Finance*, 44, pp.611-632.
- Kieschnick, R. L. (1998), "Free Cash Flow and Stockholder and Gains in Going Private Transactions Revisited," *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, pp.187-202.
- Lehn, K. and A. Poulsen (1989), "Free Cash Flow and Stockholder and Gains in Going Private Transactions," *Journal of Finance*, 44, pp.771-788.
- Lowenstein, L. (1985), "Management Buyouts," *Columbia Law Review*, 85, pp.730-784.
- Marquardt, C. A. and C. I. Wiedman (2004), "How are Earnings Managed?: An Examination of Specific Accruals," *Contemporary Accounting Research*, 21, pp.461-491.
- Perry, S., and T. Williams (1994), "Earnings Management Preceding Management Buyout Offers," *Journal of Accounting and Economics*, 18, pp.152-159.
- 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.
- Shleifer, A. and C. 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*, 94, pp.461-488.
- Smith, A. (1990), "Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buy-outs, *Journal of Financial Economics*, 27, pp.143-164.
- Travlos, N. G. and M. M. Cornett (1993), "Going Private Buyouts and Determinants of Shareholders' Returns," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 8, pp.1-25.
- Warga, A. and I. Welch (1993), "Bondholder Losses in Leveraged Buyouts," *The Review of Financial Studies*, 6, pp.959-982.
- Weir, C., D. Laing and M. Wright (2005), "Incentive Effects, Monitoring Mechanisms and the Threat from 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.909-944.
- Weston, J. F., M. Mitchell and J. H. Mulherin (2004), *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, Prentice Hall.
- Wu, Y. W. (1997), "Management Buyouts and Earnings Management," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 12, pp373-389.
- 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.
- 薄井彰 (2001) 「MBO (企業価値創造の新しい型)」薄井彰編『M&A21世紀・2 バリュースタイル経営のM&A投資』中央経済社, 35-69頁.
- 河西卓弥・齋藤隆志・川本真哉 (2010) 「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, No.2010-007.
- 北川徹 (2007) 「マネジメント・バイアウト (MBO) における経営者・取締役の行為調整」RIETI Policy Discussion Paper Series, 07-P-001.
- 北川教央 (2008) 『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) .
- 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」宮島英昭編著『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社, 191-224頁.
- 齋藤隆志・川本真哉 (2010) 「企業リストラクチャリングのツールとしての

- MBO：事業譲渡との比較分析」『応用経済学研究』第4巻, 72-93頁.
- 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 (2006) 「日本のバイアウト・ファンドの投資原理：案件の発掘から投資の回収まで」『東洋大学大学院紀要』（法・経営・経済）42: 215-238.
- 川本真哉・河西卓弥・齋藤隆志 (2012) 「MBOによる子会社売却と株式市場の評価」『産業経営』第49号, 19-38頁.
- 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』第26号, 49-66頁.
- 服部暢達 (2008) 『実践 M&A ハンドブック』日経 BP 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.
- 光定洋介・白木信一郎 (2006) 『投資ファンドのすべて：投資信託、バイアウト、ヘッジファンドなどの全容』きんざい.
- 吉村一男 (2010) 「MBO と少数株主利益：MBO における少数株主は十分に補填されているか」『企業会計』第62巻第10号、83-94頁.

図 1 日本の MBO 市場



出所：レコフデータ「非公開化型 MBO データ」、同『マール』各月号より作成。

表1 基本統計量

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>PREM20</i>	0.526	0.367	-0.058	2.012
<i>PREM40</i>	0.521	0.354	-0.109	1.982
<i>SHPF</i>	-0.104	0.279	-1.034	0.521
<i>PBR</i>	0.916	0.678	0.133	3.421
<i>INTEREST</i>	0.019	0.053	0.000	0.407
<i>DEBT</i>	1.700	3.571	0.067	24.605
<i>DIREC</i>	0.139	0.123	0.000	0.436
<i>FCF</i>	0.189	0.191	0.000	0.660
<i>FUND</i>	0.438	0.498	0.000	1.000
<i>SALESPW</i>	2.872	32.012	-52.996	130.934
<i>LABORCOST</i>	0.220	3.200	-6.000	16.485
<i>TRADED</i>	0.837	0.224	0.210	1.000
<i>EMERGMKT</i>	0.677	0.469	0.000	1.000
<i>DEALSIZE</i>	8.778	1.383	5.451	12.295
<i>MANUFAC</i>	0.354	0.480	0.000	1.000
<i>DOWNADJ</i>	0.397	0.491	0.000	1.000

注：サンプル数は、130社。ただし、下方修正実施ダミーのみ126社。

表2 買収プレミアムの決定要因

	PREM20			PREM40		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SHPF</i> (−)	-0.168* (0.093)		-0.179* (0.097)	-0.226** (0.103)		-0.245** (0.109)
<i>PBR</i> (−)		-0.044 (0.066)	-0.055 (0.069)		-0.077 (0.066)	-0.092 (0.069)
<i>INTEREST</i> (−)	-0.866 (1.603)	-0.956 (1.549)	-0.877 (1.586)	-0.016 (1.497)	-0.142 (1.426)	-0.035 (1.463)
<i>DEBT</i> (−)	0.007 (0.029)	0.010 (0.028)	0.008 (0.029)	-0.006 (0.026)	-0.001 (0.025)	-0.004 (0.026)
<i>DIREC</i> (−)	-0.478* (0.247)	-0.471* (0.275)	-0.418 (0.272)	-0.255 (0.278)	-0.227 (0.303)	-0.154 (0.302)
<i>FCF</i> (+)	0.401** (0.155)	0.328* (0.180)	0.340* (0.182)	0.345** (0.161)	0.225 (0.186)	0.242 (0.189)
<i>FUND</i> (?)	-0.100 (0.086)	-0.104 (0.087)	-0.091 (0.088)	-0.045 (0.084)	-0.048 (0.086)	-0.029 (0.086)
<i>SALESPW</i> (−)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
<i>LABORCOST</i> (+)	0.006 (0.010)	0.007 (0.010)	0.006 (0.010)	0.003 (0.009)	0.004 (0.009)	0.002 (0.010)
<i>TRADED</i> (−)	0.147 (0.164)	0.159 (0.167)	0.153 (0.163)	0.179 (0.167)	0.198 (0.168)	0.189 (0.163)
<i>EMERGMKT</i> (−)	0.000 (0.059)	0.015 (0.060)	0.003 (0.060)	-0.001 (0.056)	0.021 (0.060)	0.005 (0.058)
<i>DEALSIZE</i>	-0.020 (0.036)	-0.022 (0.038)	-0.009 (0.038)	-0.025 (0.035)	-0.023 (0.036)	-0.005 (0.035)
<i>MANUFAC</i>	0.091 (0.070)	0.055 (0.069)	0.078 (0.069)	0.048 (0.077)	-0.005 (0.078)	0.027 (0.078)
<i>CONSTANT</i>	0.466 (0.334)	0.531 (0.345)	0.408 (0.350)	0.427 (0.342)	0.498 (0.345)	0.329 (0.350)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	130	130	130	130	130	130
R-squared	0.454	0.445	0.457	0.376	0.364	0.388

注1：括弧内は、不均一分散に頑健な標準誤差。

注2：\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ有意水準10%, 5%, 1%で有意であることを表す。

注3：変数名横のプラス・マイナス記号は、予想される符号を意味する。

表3 業績予想の修正頻度・修正規模

期間	MBOサンプル										完全子会社サンプル							
	ケース数	下方修正 比率	t	m	上方修正 比率	t	m	最大下方 修正率	t	m	平均修正 率	t	m	ケース数	下方修正 比率	上方修正 比率	最大下方 修正率	平均修正 率
①: -3~-6か月	89	0.174			0.459			-0.041			0.379			52	0.260	0.375	-0.212	-0.111
②: -3~-12か月	130	0.191			0.555			-0.501			0.021			70	0.204	0.536	-0.315	-0.019
③: -1~-2年	131	0.187			0.460			-1.523			-0.326			72	0.219	0.467	-1.789	-0.236
④: -2~-3年	127	0.220			0.505			-0.487	*		-0.103			70	0.247	0.456	-0.691	-0.089
⑤: +1~+3か月	68	-			0.125			-			-			42	-	0.095	-	-
⑥: ① vs ③				-			-			-								
⑦: ① vs ④				-			-	*		-								
⑧: ② vs ③				-	**		-			-								
⑨: ② vs ④				-			-			-								

注1: tは2標本t検定、mは中央値の等値性の検定を行っている。

注2: ①~⑤でそれぞれの変数についてMBOサンプルと完全子会社サンプル間で検定を行った。

注3: ⑥~⑨ではそれぞれの変数について期間の間で検定(t検定)を行った。

注4: \*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ有意水準10%, 5%, 1%で有意であることを表す。

**表4 業績の予想値が実績値を下回った企業の割合**

	MBOサンプル	完全子会社サンプル
0期	0.056	0.176
-1期	0.457	0.435
-2期	0.415	0.507

注：0期はTOBの公表を行った期(年度)を表す。



表5 業績予想の修正に対する株価の反応(%)

	MBOサンプル (64ケース)		完全子会社サンプル (40ケース)	
	平均AR	t値	平均AR	t値
-5	-0.497	-1.080	0.719	1.614
-4	-0.037	-0.101	0.454	1.534
-3	0.546	1.643	-0.317	-0.735
-2	-0.109	-0.307	0.300	0.589
-1	-0.364	-1.195	-0.329	-0.565
0	-0.335	-1.019	-0.296	-0.692
1	-1.880 **	-2.442	-1.728 **	-2.343
2	-0.849 *	-1.686	-0.448	-0.600
3	-0.094	-0.205	-0.442	-0.783
4	0.168	0.311	0.123	0.342
5	0.243	0.538	-0.134	-0.227
平均CAR(-1, +1)	-2.579 ***	-3.158	-2.354 ***	-2.431
平均CAR(-2, +2)	-3.536 ***	-3.540	-2.502 **	-2.078

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

表6 買収プレミアムと業績予想の修正

	PREM20			PREM40		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SHPF</i> (−)	-0.180* (0.097)		-0.188* (0.101)	-0.245** (0.105)		-0.258** (0.110)
<i>PBR</i> (−)		-0.038 (0.067)	-0.048 (0.068)		-0.065 (0.065)	-0.078 (0.067)
<i>INTEREST</i> (−)	-0.956 (1.656)	-1.065 (1.607)	-0.958 (1.641)	-0.262 (1.558)	-0.412 (1.503)	-0.265 (1.529)
<i>DEBT</i> (−)	0.007 (0.030)	0.011 (0.029)	0.008 (0.030)	-0.004 (0.027)	0.001 (0.026)	-0.003 (0.026)
<i>DIREC</i> (−)	-0.437 (0.271)	-0.441 (0.299)	-0.385 (0.299)	-0.172 (0.296)	-0.164 (0.322)	-0.088 (0.324)
<i>FCF</i> (+)	0.421** (0.165)	0.352* (0.189)	0.368* (0.191)	0.366** (0.169)	0.258 (0.193)	0.281 (0.195)
<i>FUND</i> (?)	-0.097 (0.087)	-0.102 (0.088)	-0.088 (0.089)	-0.041 (0.085)	-0.046 (0.087)	-0.026 (0.087)
<i>SALESPW</i> (−)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
<i>LABORCOST</i> (+)	0.005 (0.010)	0.006 (0.010)	0.005 (0.010)	0.002 (0.009)	0.003 (0.009)	0.002 (0.009)
<i>TRADED</i> (−)	0.172 (0.177)	0.183 (0.180)	0.174 (0.176)	0.230 (0.181)	0.245 (0.183)	0.232 (0.178)
<i>EMERGMKT</i> (−)	-0.007 (0.060)	0.009 (0.061)	-0.003 (0.061)	-0.015 (0.057)	0.007 (0.059)	-0.010 (0.058)
<i>DOWNADJ</i> (?)	0.034 (0.062)	0.036 (0.061)	0.032 (0.061)	0.084 (0.057)	0.086 (0.058)	0.080 (0.056)
<i>DEALSIZE</i>	-0.019 (0.037)	-0.022 (0.040)	-0.008 (0.040)	-0.020 (0.035)	-0.022 (0.036)	-0.004 (0.037)
<i>MANUFAC</i>	0.086 (0.073)	0.050 (0.072)	0.075 (0.072)	0.043 (0.080)	-0.010 (0.081)	0.024 (0.080)
<i>CONSTANT</i>	0.398 (0.340)	0.540 (0.342)	0.366 (0.353)	0.228 (0.347)	0.414 (0.340)	0.175 (0.357)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	126	126	126	126	126	126
R-squared	0.457	0.447	0.460	0.395	0.377	0.403

注1：括弧内は、不均一分散に頑健な標準誤差。

注2：\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ有意水準10%, 5%, 1%で有意であることを表す。

注3：変数名横のプラス・マイナス記号は、予想される符号を意味する。