

令和 2 年 6 月 25 日現在

機関番号：27401  
研究種目：基盤研究(C)（一般）  
研究期間：2016～2019  
課題番号：16K03748  
研究課題名（和文）パイアウト・ファンドの機能に関する実証分析

研究課題名（英文）Empirical Studies of Buyout Funds

研究代表者

河西 卓弥（Kawanishi, Takuya）

熊本県立大学・総合管理学部・准教授

研究者番号：20516992

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、パイアウト・ファンドの機能を実証的に分析することを目的とした。パイアウト・ファンドがどのような企業をどのような動機からターゲットとして選択したのかを分析したところ、倒産リスクの高い企業、経営陣の持分が低い企業を買収していることが明らかとなった。経営改革やインセンティブ・リアライメントによる企業価値の向上を買収の動機としていと考えられる。ターゲット企業の事後的な行動・業績にファンドが与える影響に関しては、ファンド関与案件では売上高成長率が高まることによる経営効率化が観察された。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、パイアウト・ファンドの機能を実証的に分析することを目的とした。ファンドのターゲット選択に関する分析からは、経営改革やインセンティブ・リアライメントによる企業価値の向上を買収の動機としていことが明らかとなり、ターゲット企業の事後的な行動・業績にファンドが与える影響に関する分析からは、ファンドによる価値創造の効果が観察された。ファンドの働きとしては、ブロック・シェアホルダーとして企業価値向上に貢献する側面とファイナンシャル・バイヤーとしての側面の両面が考えられるが、分析の結果、前者としての側面が確認された。

研究成果の概要（英文）：This study has empirically analyzed the role of buyout funds in Japan. First, with the target selection model of buyout funds, it turned out that public firms with high bankruptcy risk and low managerial ownership had higher probability to become buyout targets. The results suggest that the gains from management reform and incentive realignment are the funds' motives for acquisition. Second, in the estimation of post-buyout business performance, an increase in the total asset turnover was observed in the firms bought by a buyout fund. The increased management efficiency was achieved primarily through sales growth. This finding reflects the value creation effect of buyout funds.

研究分野：企業金融

キーワード：パイアウト・ファンド

## 様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

近年、世界的にバイアウト・ファンドの活動が顕著になってきており、日本国内におけるファンドの投資規模も拡大傾向にある。バイアウト・ファンドとは、主に未上場企業や上場企業の過半数の株式を取得し、企業価値の向上によりキャピタルゲインを目指すファンドである。本研究では、バイアウトは買収により経営権を取得する行為のことを指し、バイアウト・ファンドはそのようなバイアウトを行う、自己資金やファンドを利用して投資を行い、株式の売却や公開により資金回収を図る投資会社と定義している。本研究の統計でも、上場企業に対するファンドによるバイアウトは、2000年代半ばから急増し、2017年末までに196件を数える。ただし、バイアウト・ファンドの投資先選択やバイアウト後の働きをシステムティックに分析した研究は多くない。バイアウト・ファンドの機能を理解することで、日本企業の企業価値向上の方策や市場の制度のあり方を考える上での重要な知識を得ることができると期待されるため、本研究を実施することとした。

### 2. 研究の目的

本研究の目的は、バイアウト・ファンドの機能を実証的に明らかにすることである。大きく二つの目的があり、一つ目はバイアウト・ファンドのターゲット選択に関する分析であり、二つ目はターゲット企業の事後的な行動・業績にバイアウト・ファンドが与える影響に関する分析である。一つ目のターゲットの選択の分析では、どのような企業をどのような動機からターゲットとしたのかを明らかにすることを目的とする。また、バイアウトにおける非上場化と上場維持の間の意思決定、海外ファンドと国内ファンドの投資行動の違いにも注目する。

二つ目のバイアウト後の分析では、設備投資、従業員数などの企業行動や ROA などの企業パフォーマンスの事後的な変化へ、バイアウト・ファンドが与える影響を明らかにすることを目的とする。負債への依存度の高まりにより、企業のリスクテイクが抑制される可能性があるが、株主と経営陣の利害の不一致が解消されることで、よりリスクを取った行動が観察される可能性もある。そのような状況でファンドがどのような役割を果たしているのかを検証する。バイアウト・ファンドにはストラテジック・バイヤーとファイナンシャル・バイヤーの両方の機能があるが、中長期的な視野に立ち経営改善に積極的に関与するのか、短期的な収益を目指した行動をとっているのかを明らかにすることを目標とする。

### 3. 研究の方法

バイアウト・ファンドのターゲット選択の分析では、ファンドの関与したバイアウト案件を特定した上で、ロジットモデルを用いて企業の被買収確率に影響を与える要因の分析を行った。検証する仮説は、先行研究を参考に、可能な限り包括的に選択した。また、バイアウトにおける、非上場化と上場維持の間の選択、海外ファンドと国内ファンドの投資行動の違いも分析に取り入れた。

次に、バイアウト後の企業行動・業績の変化に対してファンドが与える影響の分析に関してであるが、このような分析は、バイアウト後のデータ入手の難しさから、それほど多くは行われてこなかった。本研究では、経営陣がバイアウトを行う MBO (マネジメント・バイアウト) の中で、バイアウト時に株式市場から退出する非公開型 MBO を対象にバイアウト後のデータを収集し、事後的な企業行動・業績の分析を行った。バイアウトの実施により企業行動・業績に関する変数にどのような変化が見られたのか、ファンド関与サンプルとコントロールサンプルを比較することで、ファンドの役割を分析した。

### 4. 研究成果

ターゲットの選択の分析では、金融業に属する企業を除く、日本の上場企業をサンプルに、ファンドのターゲット選択に関する仮説の検証を行った。その結果、ファンドは倒産リスクの高い企業、経営陣の持分が小さい企業を買収していることが明らかとなった。“operating engineering” と呼ばれるファンドによる様々な経営改革 (M&A の仲介や海外取引先の紹介、金融支援など) やインセンティブ・リアライメントによる企業価値の向上を目指してバイアウトを実施していると推測される。

バイアウトにおける上場維持と上場廃止の選択に関する多項ロジットモデルの推計からは、株式市場における過小評価は、上場維持の選択には影響を与えないが、上場廃止の選択の可能性を高めることが示された。非上場化によりアンダーパリュエーションやそれに伴い発生するコストの削減がより行われるためと考えられる。また、倒産リスクは上場維持の可能性を高める一方、上場廃止の意思決定には影響を与えないことが明らかとなった。倒産リスクが高い企業に対しては投資規模を抑えている可能性がある。その他、上場維持コストの削減を目指し、上場廃止の選択をしている可能性が示された。海外ファンド・国内ファンドの選択に関する多項ロジットモデルの推計結果からは、国内ファンドの方が倒産リスクの高い企業を選択する傾向が見られた。

ターゲット企業の事後的な行動・業績にバイアウト・ファンドが与える影響に関する分析では、非公開化型 MBO を実施した日本企業の事後的な行動・業績を分析したところ、ファンド関与案件では売上高成長率が高まることによる経営効率化が観察された。これはバイアウト・ファンドによる価値創造の効果によるものと解釈することができる。バイアウト・ファンドの働

きとしては、ブロック・シェアホルダーとして企業価値向上に貢献する側面とファイナンシャル・バイヤーとしての側面の両面が考えられるが、分析の結果、前者としての側面が確認された。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 1件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 河西卓弥・川本真哉	4. 巻 -
2. 論文標題 パイアウト・ファンドのターゲット選択に関する実証分析	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 証券経済研究	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計1件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 川本真哉・河西卓弥
2. 発表標題 Empirical Analysis of Public-to-Private Management Buyouts of Japanese Companies
3. 学会等名 韓国応用経済学会2019年定期学術大会
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計2件

1. 著者名 河西卓弥・川本真哉	4. 発行年 2019年
2. 出版社 勁草書房	5. 総ページ数 29
3. 書名 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（細江守紀編著『企業統治と会社法の経済学』所収）	

1. 著者名 齋藤隆志・河西卓弥・川本真哉	4. 発行年 2017年
2. 出版社 東洋経済新報社	5. 総ページ数 34
3. 書名 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』所収）	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----