

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25 年 3 月 31 日現在

機関番号：22604

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2011 ～ 2012

課題番号：23830052

研究課題名（和文） 自社買収における経営者の利益相反問題に関する研究

研究課題名（英文） An Empirical Study of Management Buy-Out

研究代表者 松田千恵子

(Matsuda Chieko)

首都大学東京 社会科学部研究科・教授

研究者番号： 80613140

研究成果の概要（和文）：近年増加する経営陣による自社買収（マネジメント・バイアウト。以下 MBO という）等により株式上場を廃止した企業について、その背景や特性、価格形成等の状況を定量的に分析、利害関係者の意思決定に資する成果を挙げた。

研究成果の概要（英文）：In Japan, the number of companies voluntarily going private through management buy-out and so on has increased over the past years. This study aims to shed light on causes behind these transactions and determinants of buy-outs that have gone private in the years 2009-2011, and it presents a model to forecast such privatization in order to help shareholders and other external stakeholders make more effective decisions.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2011 年度	1,200,000	360,000	1,560,000
2012 年度	1,200,000	360,000	1,560,000
年度			
年度			
年度			
総計	2,400,000	720,000	3,120,000

研究分野：経営学

科研費の分科・細目：経営学

キーワード：経営財務

1. 研究開始当初の背景

近年我が国では、経営陣による自社買収（マネジメント・バイアウト。以下、MBO という）等により、株式上場を廃止する企業が増加している。背景には企業経営や株式市場の環境変化があるが、一方では経営の透明性低下や企業統治への影響など多くの課題が存在し、経営学的に急速に重要度が高まっている分野である。

然るに、我が国の MBO に関しては、これまで法学的な研究がほとんどであった。実務面からも学術的な貢献が求められているにも

かかわらず、経営学的な見地から我が国の現状を定量的に分析した先行研究はほとんど見あたらないのが実状であり、かかる空白を埋めるべく本研究を開始した。

研究開始当初は、MBO における経営者の利害相反的を絞って進めるべく計画していたが、研究を進めていく過程で、こうした意思決定を行う企業の特長や、株式上場廃止という重大な意思決定を促す要因に関して十分な整理が非常に重要であることが分かり、それらに関する実証分析を中心に研究を進めることとした。

2. 研究の目的

本研究の主たる目的は、MBO といった手段を通じて株式市場から自主的に退場していく企業に関し、その特性や背景、利害相反といった課題の所在を明らかにし、以て利害関係者の意思決定に資することにある。株主にとっては、自社買収などが行われることにより保有していた株式の売却を余儀なくされれば、投資方針に反する事態ともなり影響は深刻である。株価が適正であるかどうかについても、MBO の場合は特に経営者と買収者が同一という利害相反問題が存在することにより、一層の注意喚起が必要となる。また、株主以外の利害関係者においても、こうした取引が行われることにより、信用力などに変化が生じる懸念が生じ、これまでの関係を変更せざるを得なくなることもあり得る。本研究は、幅広い利害関係者の意思決定に資するべく、財務数値等の公開情報を用いて、非上場化企業の特性を明らかにしようとするものである。

3. 研究の方法

本研究においては、2009 年から 2011 年の各年（暦年）における MBO を行った企業、及び非上場化を行った企業に関し、非上場に至る直前期の財務及び株式関連指標と、同時期に上場を維持していた企業のそれらとを比較することにより、設定した仮説を検証し、MBO を行った企業、及び非上場化企業が見せる特性を明らかにしていくこととした。データに関しては日本政策投資銀行設備投資研究所企業財務データを用いて、金融業を除く東京証券取引所第一部・第二部上場企業（内国法人）を抽出した。また、非上場化企業の特性は東京証券取引所公表の上場廃止銘柄一覧を参考に、自主的に非上場化を行った企業をレコフ M&A データベースを用いて特定した。

本分野の先行研究は我が国には数少ないが、海外、特に米国においては 1970 年代より企業買収が盛んになったことにより本分野における研究が行われるようになった。特に、多額の借入を行って他社を買収する LBO (Leveraged Buyout)、経営陣が自社を買収する MBO では、その多くが株式の非上場化を伴ったため、これらを対象として株式価値への影響を論じた研究が多く見られた。こうした研究では、買収取引が生み出す利益の源泉を巡り、幾つかの仮説が既に立てられている。本研究においては、まず我が国で以下に挙げるこれら既存仮説が成り立つのかという点について分析を行った。

① エージェンシーコスト削減仮説
経営者の持株比率が高まることで経営者と

株主の利害が一致する (Kaplan 1989)、フリーキャッシュフロー (FCF) を多く抱えている企業の場合、買収者の監視によりエージェンシーコストが改善する (Jensen 1986) 等の分析がなされている。これを、Lehn and Poulsen (1989) は、非上場化企業ほど株式価値に対する内部に留保されたキャッシュ・フローが多いと示した。Rao et. al (1995) は、非上場企業は成長性が低く、配当性向が高いとしている。我が国では、野瀬・伊藤 (2011) が「FCF と時価総額の割合」「手元流動性比率」の双方が高いことを指摘している。一方、Bharath and Dittmar (2010) は、FCF は非上場化に無関係であり、手元流動性比率は低いことが非上場化企業の特徴であると結論づけている。また、Evans et. al (2005) や Eddy et. al (1996) など豪州における分析では、FCF の多寡と非上場化との関係は証明されていない。

② 節税効果仮説

非上場化による自社株式の買付の為の借入が節税効果をもたらすという仮説である。米国では、Kaplan (1989) が買収時のプレミアムと被買収企業の節税可能額に正の相関があった事を指摘、また Bae and Simet (1998) は総資産に対する金利の割合の増加が株主へのリターンをもたらしたことを検証している。我が国でも、有利子負債が低い企業ほど節税効果を狙った非上場化を行いやすいとする指摘がある (野瀬・伊藤 2011)。一方 Gleason et. al (2007) は、総資産に対する負債の割合および総資産に対する現預金割合が高い企業が非上場化しやすいと指摘している。

③ アンダーバリュー解消仮説

自社の株価が不当にアンダーバリューの状態に放置されていると非上場化が行われやすい (Khan et. al 2011) という仮説である。特に、規模が小さい企業の場合、アナリストカバーレッジが低いことなどにより株価が割安に放置され、こうした企業は非上場化しやすい (Bharath and Dittmar 2010) とされている。また、Rao et. al (1995) は、非上場化する企業は PER、総資産に対する株式時価の割合が低いとしている。一方、Gleason et. al (2007) は、非上場化企業は ROE が低く、PBR が高いと述べている。

④ 価値の移転仮説

従業員の給与カットによって営業利益が増加し、株主価値を増やすなど (Shleifer and Vishny 1987)、買収を通じて株主以外のステークホルダーが持っていた価値を株主が得ている可能性がある。また、経営陣の株式保有割合が多いと、少数株主に安い TOB 価格を受け入れさせて余剰リターンを享受しよう

とすることがあるとされる (DeAngelo et al 1984)。経営陣が直前に株価を低く誘導し非上場化を有利に進めている可能性は Sanger and Peterson (1990) や野瀬・伊藤 (2011) も検証している。また、野瀬・伊藤 (2011) は、パイアウト・ファンドの参画案件では、会社関係者の持株比率が有意に高いとしている。

⑤ コスト削減仮説

先行研究としては未だ少数だが、サーベンス・オクスリー法 (SOX 法) の施行 (2002 年) を契機に、米国においては上場費用の増大が非上場化を招いているという研究が見られるようになってきた。Block (2004) は非上場化企業へのサーベイから上場維持コストの増大が非上場化の決定要因であったことを明らかにし、特に中小企業の非上場化が増加したと指摘している。

一方、こうした先行研究においては、その多くが非上場化前後における株価および株式価値の形成要因に焦点を当てており、コスト削減仮説における幾つかの先行研究を除けば、非上場化を選択する企業側の要因がクローズアップされることは少ない。株価や株式価値に関する先行研究は、様々な示唆を与えてくれるものの、本研究の目指す内容とは同様ではない。

また、先行研究は米国市場に関する研究が圧倒的に多く、我が国では株式市場の側から非上場化要因を分析した野瀬・伊藤 (2011) などが見られる程度である。企業側の要因を分析したものは杉浦 (2008) など限られており、しかも実証的な分析を伴うものではない。従って、本研究では企業の立場から、経営者が上場維持に感じるリスクが非上場化の意思決定を促している可能性に着目し、これを「リスク回避仮説」として、他の既存仮説と合わせて財務的数値を中心に分析を行うこととした。

これら仮説の検証にあたっては、幾つかの財務指標に関して上場維持企業との差が生じると考えた。具体的には、売上高成長率、総資産現預金比率、役員持株比率、営業利益率、有利子負債依存度、事業会社持株比率、フリーキャッシュフロー (FCF) / 売上高、有利子負債金利、金融機関持株比率、自己資本当期利益率 (ROE)、配当性向、外国人持株比率、配当 / 留保利益、個人持株比率、自己資本留保利益率、最大株主持株比率、である。

これらの指標に関して、MBO 企業、及び非上場化企業と上場維持企業との 2 群の差を検定した。両群の n 数が大きく異なるため、検定に際しては中央値についてウイルコクソン

順位和検定を行った。さらに、有意な差を持つ指標が非上場化企業に関する判別力を持つかどうか判別分析を行った。判別式の精度を測定するため、テストサンプル法を用いた。各年のデータを無作為にトレーニングデータとテストデータに分け、トレーニングデータにおいて、非上場化企業群をダミー係数 1、上場維持企業群をダミー係数 0 とする判別分析を行った。

また、判別分析とは別に、ロジスティック回帰分析を用いて MBO 企業、非上場化企業と上場維持企業を分ける要因を、同様に非上場化企業群をダミー係数 1、上場維持企業群をダミー係数 0 として行った。

4. 研究成果

本研究においては、幾つかの先行研究には見られなかった新しい事象を見出すことができ、当初目的とした利害関係者への貢献を実現できたと思料される。具体的には、MBO 等上場廃止を行った企業における持株状況は上場維持企業とは異なり、金融機関や外国人株主の持株比率が有意に低いといった点、また海外における先行研究とは異なり、我が国では MBO 等を行う企業は、役員持株比率が上場維持企業に比べて有意に低いといった点などである。また、財務状況に関しても内部留保のあり方に違いが見られた。これらは、本研究により初めて明らかにされた事実である。以下、詳細を述べる。

まず、事業状況に関する指標としては、売上高成長率につき非上場化企業群が有意に低く、営業利益率も有意性は弱いながらも非上場企業で低かった。また、ROE も有意に低く、非上場化企業の成長性及び収益性が低いという仮説を裏付けるものとなった。ROE が株式投資家の注目する指標のひとつであることを考えると、この低さは株主の期待に応える意欲の薄さを表す可能性もある。

財務状況に関しては、現預金や負債の割合に有意な差は見られなかった一方で、支払金利水準は非上場化企業が有意に高く、非上場企業が低利での負債調達が可能という当初仮説とは逆の結果となった。

一方、財務状況において当初予測した配当性向の低さに関しては、これを裏付ける結果が得られた。留保利益に対する配当の割合も低く、株主への資金流出を抑える傾向にあるとも考えられる。企業の内部留保の在り方に関する違いに関する示唆は、先行研究には殆ど見られなかったものである。

持株状況に関しては、役員の持株比率は非上場化企業の方が有意に低く、パイアウトなどを中心とした先行研究と逆の結果が得られた。また、金融機関の保有株式割合も上場維持企業に比べて有意に低かった。金融機関

にとって株式調達の可能性を低める非上場化は自らの負担を増やすものともなりかねず、非上場化という選択に賛成しかねる立場が背景にあるとも考えられる。一方、事業会社の持株比率は非上場化企業の方が顕著に高く、大企業の親子上場解消等の動きも影響しているとみられる。

先行研究ではあまり採り上げられていない外国人及び個人投資家の割合は非上場化企業において有意に低かった。このことは、上場を維持して発言力の強い株主への対応を続けることをリスクと感じて非上場化を選択する可能性に関する当初仮説にあてはまる。また、最大株主の持株割合は非上場企業が有意に高かった。

判別分析については、各年毎のデータを利用して有意な差が認められた指標をさらに分析した。2009年のデータでは、ROE、最大株主持株比率が高い説明能力を有し、判別率は全体で84.74%と比較的高い数値を示した。同様の分析を2010年、2011年に関しても行い、両年ともROE、最大株主持株比率が有意であった。これらの指標は、非上場化企業を判別するうえで重要な変数となる可能性があるが、プラス・マイナスいずれの要素でもあるため、今後詳細を吟味する必要がある。

また、2010年のデータでは、留保利益に対する配当の割合が判別力を有した他、海外法人持株比率と役員持株比率が判別に有意であり、企業の株主構成が非上場化の選択に大きな影響を与えている可能性が示唆される結果となった。2010年、2011年とも全体の判別率は88.9%、85.85%と高かったが、非上場化群の判別においては2009年ほどの的中率を示すことはできなかった。また、各年ともテストデータに同様の判別式を適用した結果は低い値を示すにとどまり、有効な判別式を構築するまでには至らなかった。これは、データのn数に大きな違いがあり、テストデータとして分割すると非上場化企業の群におけるn数が非常に少なくなってしまうことなどが考えられ、今後さらに検討を加える必要がある。

本研究では、リスク回避仮説を支持する指標の多くについてMBO企業及び非上場化企業と上場維持企業との間に有意な差が認められ、経営者のリスク回避が非上場化につながることを示唆する結果を得ることができた。また、特に株主構成と非上場化の選択との間には強い関係があることが明らかになった。これには日本企業特有の企業統治状況なども背後にあると想定される。更に、留保利益に対する配当の割合など先行研究ではあまり用いられていない指標が説明力を有する可能性についても示唆を得ることができた。

従って、今後非上場化企業に関わる研究を進めていく上で、企業の内部留保や企業統治の状況などにより焦点を当てて、非上場化に至る要因を深く分析すべきと考えている。また、データの分布状況などからは、MBOといった取引だけにスポットをあてるのではなく、他の要因により非上場化を行った企業群を分けて分析することも必要と考えられるため、この点についても更に研究を進めることとしたい。

なお、MBOの価格形成に関しては、MBO取引においては買収時点の株価が下がっていることが利益相反を意味することとなるとの仮説を構築し、業況に関する分析と同様に2009年から2011年までのMBO取引について、MBO実施3ヶ月前からの株価の動きをそれ以外の企業買収取引と比較したが、統計学的に有意な差は見られなかった。但し、幾つかの事例において明らかに株価の下落が見られたり、経営陣の意識的な価格操作が内部告発等により露見するなどといった事実を観察することができた。かかる事情から、本研究の発表に関しては、特に統計学的に明確な結果を得ることができた業況に関する分析結果を中心に、所属学会において研究発表を行い、査読付き論文として内容をまとめ、社会への還元を行った。近年、株式市場から自主的に退出する企業が注目されているが、その要因を解明し、必要に応じて政策的な手段も含めた株式市場の活性化を考える上で本研究では意義ある成果を獲得できたと考える。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計4件)

①松田千恵子「株式上場リスクと非上場企業の特性に関する研究」、危険と管理、査読有、第44号、2013年、177-194頁

②松田千恵子「Going Private Transactions: A Study of Causes Behind and Preliminary Empirical Analysis of Determinants of Going Private in Japan」Journal of Strategic Management Studies、査読有(現在査読中)、2013年

③松田千恵子「An Investigation into the Characteristics of Japanese Companies Going Private」Proceedings of The Twenty-Fourth Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues、2012年、CD-ROM、査読無

④松田千恵子「親子上場廃止が投げかける課題」、MARR、査読無、2013年、オンライン配布

〔学会発表〕(計4件)

- ① 経営情報学会「非上場化企業の特性に関する研究」 東京経済大学(東京)、2012年5月13日
- ② 日本リスクマネジメント学会関東部会「企業の上場リスクに関する研究」、専修大学(東京)、2012年6月18日
- ③ 国際経営戦略研究学会「非上場化の選択と企業戦略」立命館大学(滋賀)、2012年9月23日
- ④ Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, “An Investigation into the Characteristics of Japanese Companies Going Private” Maui(U.S.A.)、2012年10月21日

6. 研究組織

(1) 研究代表者

松田千恵子 (Matsuda Chieko)
首都大学東京・社会科学部研究科・准教授
研究者番号：80613140

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし

(以 上)