

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 19 日現在

機関番号：23401

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2013～2014

課題番号：25780211

研究課題名(和文) MBOによる株式非公開化のパフォーマンス改善効果に関する実証分析

研究課題名(英文) The Performance Effects of Public-to-Private Transactions: Evidence from Japanese Management Buy-outs

研究代表者

川本 真哉 (KAWAMOTO, SHINYA)

福井県立大学・経済学部・講師

研究者番号：60468874

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,100,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の課題は、2000年代以降の日本企業を対象として、MBOによる株式非公開化が買収後のパフォーマンスに与えた影響について検証する点にある。より具体的には、ポストMBOのパフォーマンスに対し、MBO実施に伴う当該企業のコーポレート・ガバナンス構造の変化が与えた影響を中心に検討を行った。分析の結果、MBO案件トータルではパフォーマンスに対するポジティブな効果は検出されなかったが、MBOのストラクチャーを分割して推計を行ったところ、純粋MBO案件とバイアウト・ファンド関与案件では総資産回転率の上昇が、負債依存度が高まった案件では資産削減効果が観察された。

研究成果の概要(英文)：For public-to-private transactions of Japanese companies executed through management buy-outs (MBO) implemented since the 2000s, this study was conducted to examine the post-MBO effects on company performance. More specifically, the investigation assessed the effects of changes in the corporate governance structure of such companies as a result of the MBO on their post-MBO performance. Although the overall analysis of MBOs in the study showed no positive effect on the company performance, estimation by the type of MBO structure revealed an increase in total asset turnover in pure MBOs and MBOs involving buyout funds and an asset reduction effect in cases where the leverage (debt dependence) increased.

研究分野：コーポレート・ガバナンス論

キーワード：MBO 株式非公開化 コーポレート・ガバナンス エージェンシー・コスト インセンティブ・リアライメント バイアウト・ファンド 信頼の破壊 Jカーブ効果

1. 研究開始当初の背景

近年、わが国でも MBO (Management Buy-outs: マネジメント・バイアウト) によって株式非公開化を実施する企業が増加している。MBO とは経営陣による自社買収を指し、「事業部門・子会社独立 (ダイベストメント) 型」、「事業承継型」、「事業再生型」等に分類されるが、なかでも注目を集めているのが「非公開化型」である。同タイプの MBO は 2000 年代に入ってから観察されるようになり、2014 年末時点で累計 120 件を超える案件が公表されるに至っている。このような非公開化型 MBO は、所有構造・資本構成の変化を通じ、当該企業のコーポレート・ガバナンス構造に大きな変革をもたらすことから、企業リストラクチャリングの有力なツールとして期待が寄せられている。

こうした活発化する MBO 市場の動向を受けて、日本企業を対象としたその経済的機能に関する研究も蓄積されつつある。もっとも、従来の実証研究は、MBO 実施の動機に代表される事前の状態についての検証に偏っており、MBO による株式非公開化が業績改善効果を有しているのかについては、これまでシステマティックには明らかにされてこなかった。その理由の 1 つとして、買収を主導する経営陣が売却側の立場も兼ねるといふ MBO 固有の取引構造が原因となり、少数株主の富への影響が懸念されていることから、買収前の株価動向や買収時のプレミアム水準等の事前の特性に関する分析を行い、そこから政策的インプリケーションを導き出そうという意図が多く研究者にあったためだと思われる。また、そもそも買収後は非公開企業になってしまうため、財務データ等の入手が困難になるという情報面での制約も影響しているものと推察される。

2. 研究の目的

以上のような問題意識を踏まえ、本研究では、2000 年代以降の日本企業を対象として、MBO による株式非公開化が買収後のパフォーマンスに与えた影響について解明することを目的とした。

具体的には次のような 2 つを課題として設定した。第 1 は、MBO 実施後のパフォーマンスに関する基礎的情報の提供である。上述のように、買収後は非公開化されてしまうために、情報入手の制約から、この点に関する検証はほとんどなされてこなかった。本研究では外部の情報提供機関等から非公開化後の財務情報を可能な限り取得し、MBO の業績改善効果についての検証を試みた。

第 2 の課題は、ポスト MBO のガバナンス構造とパフォーマンスに関する実証分析を行うことである。冒頭で触れたように、MBO の実施は当該企業のガバナンス構造に変革をもたらすこと、事後的な企業価値に影響を及ぼすことが予想される。本研究では MBO のストラクチャーを下記で詳述する 3 つに分割し

(経営者インセンティブ構造の変化、 バイアウト・ファンドによる価値創造機能、負債による経営規律付け) いかなる要因が事後的なパフォーマンスに影響を与えているのかについての特定化を行った。

3. 研究の方法

実証分析に用いるサンプルとして、非公開化型 MBO を実施した企業群と、それと比較するためのコントロール企業群から構成されるデータセットを構築した。まず、MBO サンプルに関しては、2001 年 1 月以降に非公開化のアナウンスをした案件のうち、2011 年 3 月期決算時点で買収後の財務情報が 1 期以上取得できる非金融業の企業を対象とした。MBO 案件の特定は、レコフデータ¹⁾『レコフ M&A データベース』から、買収後の財務情報に関しては帝国データバンク『COSMOS1』から入手した。このような手続きにより、全体として 82 件の MBO 案件がサンプルの候補となったが、非公開化後のデータ入手には制約があるため、そのうち 29 件が分析対象となった。

一方、コントロール企業に関しては、イベント (= MBO の実施) の事後的なパフォーマンスへの影響を厳密に測定するため、イベント前において MBO 企業と可能な限り性質が近似した企業を選択する必要がある。本研究では、産業属性、企業規模、パフォーマンス (ROA) の 3 つの尺度で MBO 企業とコントロール企業とをマッチングさせ、この要求に応えることとした。結果、コントロール企業として 128 社が抽出された。これらコントロール企業、及び非公開化前の MBO 企業の財務、所有構造の情報に関しては、『日経 NEEDS-FAME』等から取得した。以上のサンプルをプールし、1998 年度から 2010 年度までのパネルデータを構築し、検証に用いた。

分析の手順としては、まず、MBO 実施後のパフォーマンスの推移について計測した。ここで取り上げるパフォーマンス変数は、収益性指標 (ROA 等) と成長性指標 (売上高成長率、従業員数変化率等) の 2 つである。さらに に関しては、売上高利益率と総資産回転率に分解し、収益性変化の要因を詳細に検討した。以上の指標を総合的に観察することを通じ、MBO 実施後に収益の改善があったか否かにとどまらず、事業再構築の動態をより厳密に把握することが期待でき、当該企業の価値創造に向けた取り組みを多角的に評価することが可能となろう。

次いで、ポスト MBO のパフォーマンスに対し、当該企業のコーポレート・ガバナンス構造の変化が与えた影響に関して検証した。本研究で着目した MBO のストラクチャーは、以下の 3 つである。第 1 は、「経営者インセンティブ構造の変化」である。株式の分散した公開企業では、所有と経営の分離により、経営者と株主の利益相反によるエージェン

シー・コストが発生する可能性がある。ただし、バイアウトに経営陣が参加することで、彼らの株式所有比率が高まるため、株式分散に伴うエージェンシー問題が緩和され、事後的な企業価値の向上がもたらされると考えられる（インセンティブ・リアライメント効果）。すなわち、バイアウトが経営陣のみで遂行される「純粋 MBO」のケースや、MBO による経営者持株比率の上昇幅が大きな企業ほど、買収後のパフォーマンス改善の程度も大きくなると予想される。

第 2 は、「ファンドの価値創造機能」である。MBO にバイアウト・ファンドが関与することで、彼らがブロック・シェアホルダーとして投資先企業にモニタリングを行うために、事前に見られたエージェンシー問題が緩和される。あわせて、ファンドがそれまでの投資活動で培った M&A 等に関するノウハウの移転を通じ、企業成長や経営効率が促されることも期待できる。

第 3 は、「負債による経営規律付け」である。MBO は LBO (Leveraged Buy-outs) の一形態であり、買収後には負債依存度が高まることとなるが、それはフリー・キャッシュフローの削減を通じ、企業価値を毀損するような投資活動を抑制させるものと予測される。つまり、バイアウト実施によって負債比率が上昇した案件ほど、パフォーマンス向上効果は大きくなると考えられる。

これら 3 つの特徴を表す変数を作成し、MBO 実施後のパフォーマンス変数と関連付けることにより、上記作業仮説の妥当性に関する検証を行った。

4. 研究成果

実証分析の結果、次のような結果が得られた。第 1 に、MBO 案件をトータルで捉えた推計では、売上高成長率の上昇が示されたものの、他のパフォーマンス変数へのポジティブな効果は検出されなかった。また、MBO の実施後、従業員数の減少は観察されず、いわゆる「信頼の破壊」が発生しているとの証拠も得られなかった。

第 2 に、MBO のストラクチャーを類型化して検証してみたところ、これも収益性の改善に直結しないという点では同様であるものの、純粋 MBO 案件とファンドが関与する案件の双方で、買収後における総資産回転率の上昇が確認された。インセンティブ・リアライメント効果とファンドによる価値創造効果が一部観察されたということになる。また、MBO 実施に伴って負債依存度が高まった企業群では、企業規模の縮小が図られていることが明らかにされた。負債による規律付けが、企業リストラクチャリングの推進という形で機能しているものと見ることができよう。

第 3 に、バイアウト後の期間を分割した推計からは、上記の純粋 MBO 案件とファンド関与案件の経営効率化効果、及び負債依存度

上昇案件の資産削減効果が後半期に明確に出るという結果が得られ、いわゆる「J カーブ効果」が存在すること明らかにされた。

以上の分析結果は、MBO によるパフォーマンス改善効果の有無を検証する際、MBO のストラクチャーを具体的に特定した上で検証を行うことが不可欠であること、また、短期の検証のみでは効果を捕捉するのに不十分であり、経営効率化の影響が現れる中長期の観点から検証を進めることが重要であることを示唆している。

また、本研究期間内には、上記のような事後的なパフォーマンス分析の前提となる、株式非公開化の選択要因や買収プレミアムの決定要因に関する MBO 実施企業の事前の特性に関する分析も行った。非公開化の選択要因についての分析からは、新興市場に上場している企業ほど、上場廃止を選択する確率が上昇することが判明した。新興市場ではアナリスト・カバレッジが低く、上場のメリットが限定されるという側面が作用しているものと推察される。また、株価が過小評価（アンダーバリュー）されている企業ほど非公開化する可能性は高まり、その程度はリーマンショック以降、増幅している傾向が観察された。これは、リーマンショックにより、アンダーバリューの程度が強まり、過小評価による株式公開のコストが高まったためだと考えられる。なお、買収時のプレミアム水準の側面から MBO 実施の動機を探った別の検討からも、これらと整合的な結果が得られており、事前の PBR や株価収益率が低い企業ほど買収プレミアムは高まる傾向にあり、ここでもアンダーバリューが非公開化の主要因となっていることが確認された。

最後に、本研究に残された課題について述べておきたい。まず何よりも、分析の精度を向上させるため、サンプル・サイズの拡充を図っていくことが不可欠である。特に非公開化後の情報について、複数のデータベースを組み合わせるなど、さらなる充実化が求められる。また、本研究で得られた非公開化型 MBO 企業の事前と事後の特性に関する検証結果が、いかに相互に関連しているのかについて、両者を統合的に捉えた検証を進めていくことも必要であろう。例えば、実証分析からは、買収前のエージェンシー・コストの大きな企業ほど、買収後のパフォーマンス改善効果が高まることが示されたが、検証で扱った経営者持株比率以外にも事前のエージェンシー・コストを規定する要因（株式所有構造や取締役会構成等）をより幅広く捉え、分析枠組みに取り入れていくことが求められる。さらに、MBO 固有の効果を特定するために、完全子会社化や IBO (Investor-led Buy-outs) など、他のバイアウト案件との比較分析も重要であると考えられる。

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)

〔学会発表〕(計 2件)

川本真哉・河西卓弥「MBOによる株式非公開化のパフォーマンス改善効果に関する実証分析」2014年度日本応用経済学会秋季大会、中央大学多摩キャンパス(東京都八王子市) 2014年11月。

河西卓弥・齋藤隆志・川本真哉「日本企業のMBOにおける買収プレミアムの分析」2013年度日本応用経済学会秋季大会、法政大学多摩キャンパス(東京都町田市) 2013年11月。

〔その他〕

ディスカッション・ペーパー

川本真哉・河西卓弥「MBOによる株式非公開化のパフォーマンス改善効果に関する実証分析」WIAS Discussion Paper(早稲田大学高等研究所), No.2014-005, 2015年3月、20頁、査読無。

河西卓弥・川本真哉・齋藤隆志「非公開化型MBO選択の決定要因」Discussion Paper(明治学院大学経済学部), No.14-02, 2015年3月、18頁、査読無。

Kawanishi, T., T. Saito and S. Kawamoto, "An Empirical Study on the Sources of Acquisition Premiums: The Case of Management Buy-outs in Japan," Discussion Paper(明治学院大学経済学部), No.13-05, 2014年3月、18頁、査読無。

6. 研究組織

(1) 研究代表者

川本 真哉 (KAWAMOTO SHINYA)

福井県立大学・経済学部・講師

研究者番号：60468874