

令和 5 年 6 月 29 日現在

機関番号：32601

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2022

課題番号：16K21448

研究課題名（和文）企業価値向上に寄与するガバナンス構造に関する実証研究

研究課題名（英文）On the Governance Structures Creating the Corporate Value by Empirical Analysis

研究代表者

伊藤 晴祥 (Ito, Haruyoshi)

青山学院大学・国際マネジメント研究科・教授

研究者番号：30710678

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,900,000円

研究成果の概要（和文）：日本におけるマネジメントバイアウト(MBO)の事例を利用しガバナンス構造の変化が企業価値に与える影響を分析した。MBOの際に、中央値で41.4%のプレミアムを支払っており、MBO後のリスク調整済みリターンの中央値も45.0%であり、アメリカ企業と同様に、MBOを通じて企業価値が創造されている。しかし、価値創造の源泉は、アメリカの場合、エージェンシーコストの削減であると考えられるが(Kaplan 1989)、日本企業の場合、割安の企業がMBOによって価値が高まったとするアンダープライシング仮説が支持された。アンダープライシングは、企業特有の要因に起因し、時系列や産業要因ではないことが理解された。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の意義は、日本のデータを用いて、MBOにおける価値創造プロセスについて検証したところ、Kaplan (1989)では、エージェンシー仮説が支持されたが、本研究では、個別企業の要因によるアンダープライシング仮説が支持され、必ずしもエージェンシー理論に基づく議論が正しいとは限らないことを示した点に学術的な意義がある。コーポレートガバナンスコード等は、エージェンシー理論を前提として、独立した社外取締役の選任等を上場企業に要請しているが、これにより必ずしも企業価値が向上するとは言えない。日本企業の企業価値創造に資するガバナンス構造を議論する礎となる結果を得られた点で社会的意義がある。

研究成果の概要（英文）：Using the case of management buyouts (MBOs) in Japan, we analyze the impact of changes in governance structure on corporate value. At the time of MBOs, the median premium was 41.4%, and the median post-MBO risk-adjusted return was 45.0%. Like American companies, Japanese corporations in Japan created corporate value through MBO. However, while the source of value creation in the United States is the reduction of agency costs (Kaplan 1989), in the case of Japanese companies, we support the underpricing hypothesis that MBOs have increased their value because of the underpricing before the MBO. This underpricing was caused by company-specific factors, not time series or industry factors.

研究分野：コーポレートファイナンス、リスクマネジメント、コーポレートガバナンス

キーワード：マネジメントバイアウト コーポレートガバナンス アンダーバリュエーション 企業価値 株主資本
価値 情報の非対称性

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

研究開始当初は、コーポレートガバナンスコードが経産省から発行されるなど、コーポレートガバナンスの強化により企業価値を高めることに日本の関心が高まっていた時期である。その際に、コーポレートガバナンスと企業価値の関係について先行研究を整理し、どのようなガバナンス構造が企業価値を高めるかについて知見を得ることは学術的にも実務的にも意義があった。

現時点でも、東京証券取引所によるレビュー会議(東京証券取引所 2023)でも、PBR1 割れの企業に関する強い問題意識が示されており、コーポレートガバナンスの改善による企業価値向上への実務的な要請は強く、本研究には学術的にも社会的にも意義があると考えられる。

2. 研究の目的

企業価値向上をもたらすコーポレートガバナンスについて知見を得ることが本研究の目的である。MBO の事例を利用して、日本企業の価値創造の状況について分析を行い、MBO の誘因について考察する。MBO の誘因には、1. エージェンシーコストの削減、2. 従業員から株主への富の移転、3. アンダープライシングの3つが考えられ、日本の場合、どの誘因により MBO が実行されているか検証する。特に、日本のコーポレートガバナンスはエージェンシー理論に基づいて議論されることが多いが、その前提が正しいかどうかについて検討する事も目的である。

3. 研究の方法

まず、日本の MBO における価値創造の状況を記述統計量により把握する。具体的には、MBO 以前の株主に対するリターンあるいは MBO 実施の際に支払われたプレミアム、MBO 後の株主に対するリターン、そして、MBO 実施前から実施後両方の期間に株主であった者に対するリターンを計算する。

次に、日本の MBO の誘因が、エージェンシー仮説、富の移転仮説、アンダープライシング仮説のいずれによるものであるか検証する。エージェンシーコストの削減状況を把握するために、MBO 実施前後で、CEO 等経営者の株式所有割合がどのように変化しているか計算する。従業員から株主への富の移転が起きているかどうかを把握するために、MBO 前後での従業員数の変化を計算する。そして、アンダープライシング仮説を検証するために、MBO 実施した企業とそうではない企業間で、Book to Market Ratio (簿価時価比率)がどの程度異なるか検証する。

アンダープライシング仮説が支持された場合、アンダープライシングの要因を Rhodes-Kropf et al. (2005)に従い、以下の式(1)を利用し、1. 個別企業要因、2. 産業要因、3. 時系列要因、に分解してアンダープライシングの要因について詳細に検討する。

$$m_{it} - b_{it} = \underbrace{m_{it} - v(\theta_{it}; \alpha_{jt})}_{firm} + \underbrace{v(\theta_{it}; \alpha_{jt}) - v(\theta_{it}; \alpha_j)}_{sector} + \underbrace{v(\theta_{it}; \alpha_j) - b_{it}}_{long-term} \quad (1)$$

$$v(\theta_{it}; \alpha_{jt}) = v(B_{it}, NI_{it}; \hat{\alpha}_{0jt}, \hat{\alpha}_{1jt}, \hat{\alpha}_{2jt}, \hat{\alpha}_{3jt}) = \hat{\alpha}_{0jt} + \hat{\alpha}_{1jt} b_{it} + \hat{\alpha}_{2jt} \ln(NI_{it})^+ + \hat{\alpha}_{3jt} I_{(<0)} \ln(NI_{it})^+ + \hat{\alpha}_{4jt} LEV_{it} \quad (2)$$

$$v(\theta_{it}; \alpha_j) = v(B_{it}, NI_{it}; \bar{\alpha}_{0j}, \bar{\alpha}_{1j}, \bar{\alpha}_{2j}, \bar{\alpha}_{3j}) = \bar{\alpha}_{0j} + \bar{\alpha}_{1j} b_{it} + \bar{\alpha}_{2j} \ln(NI_{it})^+ + \bar{\alpha}_{3j} I_{(<0)} \ln(NI_{it})^+ + \bar{\alpha}_{4j} LEV_{it} \quad (3)$$

ここで、 $m_{it} - b_{it}$ は、簿価時価比率を示し、 m_{it} は、時価の自然対数、 b_{it} は、簿価の自然対数を示す。式(1)における1項目の $m_{it} - v(\theta_{it}; \alpha_{jt})$ が個別企業要因、2項目の $v(\theta_{it}; \alpha_{jt}) - v(\theta_{it}; \alpha_j)$ が、産業要因、3項目の $v(\theta_{it}; \alpha_j) - b_{it}$ が時系列要因を示す。 $v(\theta_{it}; \alpha_{jt})$ 及び $v(\theta_{it}; \alpha_j)$ は、それぞれ、式(2)及び式(3)を利用して計算する。 NI は、純利益、添え字の+は、絶対値であることを示す。 $I_{(<0)}$ は、純利益が0未満であれば1、そうでなければ0を示す指示関数を意味する。 LEV は、レバレッジを示す。また、 $\bar{\alpha}_j$ は、 $\hat{\alpha}_{jt}$ の平均値であることを示す。

以上の式(1)~(3)を利用して、アンダープライシングを3つの要因に分解し、MBO 企業のアンダープライシングの性質について、MBO を実施していない企業との比較により分析する。

4. 研究成果

まず、日本におけるマネジメントバイアウト(MBO)の事例を利用してガバナンス構造の変化が企業価値に与える影響を分析したところ、日本企業は、MBO 実施の際に、中央値で41.4%のプレミアムを支払っており、42.3%のアメリカ(Kaplan 1989)と同程度のプレミアムを支払っている。さらに、MBO 後も、リスク調整済みリターンの中央値が45.0%であり、アメリカ企業の28.0%よりも高く、MBO を通じて企業価値の創造が行われている。しかしながら、その価値の源泉は、アメリカの場合、エージェンシー問題の解決、すなわち経営者のインセンティブの改善により、エージェンシーコストが削減され、企業価値が向上したものと考えられるが(Kaplan 1989)、日本企業の場合は、割安である企業が MBO によって価値創造を果たしたとするアンダープライシン

グ仮説の方が支持される。

実際に、日本企業の場合、MBO 実施後に CEO による株式持ち分が中央値で 4.95%、アメリカの場合には、3.57% 向上しており、日本企業もアメリカの企業と同様に、経営者の企業価値向上に対するインセンティブが改善しているものの、日本企業はアメリカ企業とは異なり、営業キャッシュフローの改善は有意には認められなかった。さらに、これらの営業キャッシュフローの改善度合いと、MBO 後の株主に対するリターンとの相関も有意ではなかった。

さらに、従業員数にも変化が見られないことから、従業員への給与を削減し、株主への富を生み出したとする、従業員から株主への富の移転仮説についても指示されなかった。

一方で、MBO 実施企業の簿価時価比率の中央値が 1.438 であったのに対して、MBO を実施していない企業の中央値は、1.024 であり、統計的に有意に差が認められる。また、MBO 時点における経営者の株式持ち分が、MBO 後も経営者として残っているものとそうではない MBO 時点の経営者の持ち分がアメリカではほぼ同じであるが、日本の場合は、圧倒的に、MBO 後も経営者として残っているものの株主持分の方が多いことから、日本の場合は、MBO 後の企業価値向上の可能性を認めている経営者が多く、MBO 実施企業の経営者は、一致して企業価値が割安であると考えていることが示唆される。また、2006 年に証券取引法が改正され、MBO 実施企業は、MBO 実施時の買取価格の根拠を詳細に示さなければならなくなったが、改正後に MBO を行った企業が支払ったプレミアムが改正前よりも大幅に増えており、一方で、改正後に企業価値を高めるような要因、キャッシュフローが向上するような施策なども認められないことから、MBO 企業は割安であるために、さらにプレミアムを支払って非公開化する余地があると考えられ、このことからアンダープライシング仮説が支持される。

MBO 実施時に経営者から発表された理由として、長期的な企業価値向上のため等と言われることが多く、割安であることを明記している事例は殆どないが、上記のことから、アンダープライシングが MBO の合理的な理由であると考えられる。

そして、上記で示した通り、アンダープライシングの要因について、1. 個別企業要因、2. 産業要因、3. 時系列要因に分解して分析をしたところ、MBO 企業は、MBO を実施していない企業と比較して、割安であるが、個別企業要因によるアンダープライシングのみが、統計的に有意に差があり、その他の要因は有意な差が認められなかった。従って、日本の MBO の場合、特に割安に取引されている産業や株価が割安な時期に MBO が行われているのではなく、あくまでも個別企業が割安に取引されている場合に MBO が実施される可能性が高まることが理解される。

以上のように、日本企業の MBO の事例を利用した実証分析から、日本企業ではエージェンシー仮説は支持されず、アンダープライシング仮説が支持された。株主構成や取締役会の構成等と企業価値との相関分析を行うことにより、エージェンシー仮説が MBO 以外のガバナンス事例でも支持されるかどうか検証したい。エージェンシー仮説が支持されない場合、その他の理論、例えば、スチュワードシップ理論等に基づくガバナンス構造に関する議論が必要となってくるが、その詳細の検討も今後の研究課題としたい。

< 参考文献 >

1. Kaplan, S. 1989. The effect of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, 24(2): 217-254.
2. Rhodes-Kropf, M., D. T. Robinson, and S. Viswanathan, 2005, Valuation waves and merger activity: The empirical evidence, *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561-603.

5. 主な発表論文等

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

1. 著者名 伊藤 晴祥	4. 巻 1975
2. 論文標題 M&A大予測 株主が引き起こす再編	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 日経ビジネス	6. 最初と最後の頁 42-45
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 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計0件

〔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
研究協力者	エリック メイズ (Eric Mais)	ハワイ大学・Shidler College of Business・Professor of Finance	

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関		
米国	University of Hawaii		