

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 12 日現在

機関番号：27401

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2013～2014

課題番号：25780205

研究課題名(和文) 日本企業の株式非公開化に関する実証分析

研究課題名(英文) Empirical Studies on Going Private Transactions of Japanese Firms

研究代表者

河西 卓弥 (KAWANISHI, TAKUYA)

熊本県立大学・総合管理学部・講師

研究者番号：20516992

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,300,000円

研究成果の概要(和文)：日本企業の株式非公開化行動を非公開化型MBO(マネジメント・バイアウト)案件に焦点を当て実証分析を行った。企業の非公開化の選択には、主に株式公開の費用と便益のトレードオフが影響を与えており、リーマンショック後には、エージェンシー・コストの削減を目的とした案件が増加したことが明らかとなった。非公開化後の変化に関しては、売上高の成長が見られたものの、ROAなど他の業績指標の改善は観察されなかった。MBOのストラクチャーを考慮に入れた分析では、バイアウト・ファンドの関与の有無にかかわらず、経営の効率化がみられた。また、MBOにより負債依存度が高まった企業群では、企業規模の縮小がみられた。

研究成果の概要(英文)：Going private transactions of Japanese firms were empirically studied focusing on public-to-private type management buyout (MBO) cases. It turned out that the decision to go private was based on a trade-off between the costs and benefits of being public and going private transactions aiming for reduction of agency costs had increased after the 2008 financial crisis. Regarding changes in the corporate behaviors and performances after going private, although MBO firms enjoyed sales growths, improvements in other performance measures such as ROA were not observed. In the analysis which took into account the structures of MBOs, efficiency gains were observed among cases with and without buyout funds. Firms which experienced substantial increases in leverage at the time of going private transactions reduced their firm sizes ex post.

研究分野：企業金融

キーワード：非公開化 MBO

1. 研究開始当初の背景

株式非公開化は、企業のライフサイクルにおける大きな転換点であるが、その動機には自発的なものから非自発的なものまで、様々なものが存在する。非自発的なものとしては主に、証券取引所の上場廃止基準に抵触したケースや他の事業会社やファンドによる敵対的 M&A によるものを挙げることができる。自発的なものとしては、マネジメント・バイアウト (MBO) を含む友好的な M&A によるものを挙げることができる。

日本における非公開化企業数は、1999 年の株式交換の導入などを背景とした M&A の増加により、90 年代後半より増加を始めた。中でも合併、完全子会社化による自発的と思われる非公開化が増加した。海外においては株式非公開化の動機や事後的なパフォーマンスに関する実証研究の蓄積が進んでいるが、日本においてはそのような実証研究は限られており、追加の研究の余地が見込まれた。

2. 研究の目的

本研究では、大きく二つの目的がある。一つ目は日本企業の株式非公開化の動機の分析であり、二つ目は株式非公開化後の企業行動・業績の変化の分析である。

目的の一つ目である日本企業の株式非公開化の動機の分析では、どのような企業が、どのような動機で株式非公開化を行っているのかを分析する。先行研究では、株式公開の費用と便益のトレードオフ、所有と経営の分離や株式所有の分散に伴うフリー・ライダー問題に関わるエージェンシー・コストの削減、株式非公開化時に高まるレバレッジによる負債の節税効果、従業員からの富の移転などを株式非公開化の動機として取り上げてきた。

株式公開の便益としては、株式の流動性 (取引費用の削減) 株式市場へのアクセス、株主とのリスクシェアリングといったものを挙げることができる。株式公開の費用としては、年間上場料、監査報酬、情報開示に伴う費用などに加え、上場維持のために受ける行動の制約や情報の非対称性によってもたらされる株価の過小評価 (アンダーバリュ) といった間接的なものも存在する。これらの株式公開から得られる便益と費用の相対的な大きさが非公開化の選択確率に影響を与えと考えられる。本研究では、先行研究を踏まえ、可能な限り包括的に株式非公開化の動機に関する仮説の検証を行う。

二つ目の目的として株式非公開化後の企業行動・業績の変化の分析がある。上述の株式非公開化の動機の分析では、非公開化によりどのような変化がもたらされるのかということには触れていない。そこで、株式非公開化により企業規模、従業員数の選択といった企業行動や売上高、ROA などのパフォーマンス指標がどのように変化したのかをコントロール企業と比較することで検証し、さ

らにそのような変化がどのような要因によってもたらされているのか、先行研究で取り上げられてきた仮説を用いて検証する。

株式非公開化によりもたらされるであろう企業価値の向上分はバイアウト実施時に支払われる買収プレミアムに反映されると考えられるため、買収プレミアムの源泉に関する研究で用いられる仮説のいくつかは、そのような価値向上の予想の実現値である事後のパフォーマンスの分析にも当てはめることができる。そのため、買収プレミアムの源泉に関する先行研究を参照しながら仮説の設定を行う。このような分析は、株式非公開化後のデータ入手の難しさから、これまでほとんど行われてこなかった。非公開化前後のデータを利用することで、非公開化に伴う行動・業績の変化を検証したい。

3. 研究の方法

上述のように株式非公開化の動機には自発的なものと非自発的なものが存在するが、本研究における株式非公開化の動機の分析、非公開化後の企業行動・業績の変化の分析では自発的な非公開化を対象とし、その中でも MBO による非公開化に注目する。MBO とは経営陣による自社の買収であり、日本においては 90 年代後半以降見られるようになった。非公開化型 MBO は公開企業が MBO に伴い株式を非公開化するもので、抜本的なリストラクチャリングを目的として行われる。

非公開化型 MBO に注目する理由としては、MBO 以外の LBO などによるその他の非公開化取引では、その取引が自発的か否かを判断するためには、経営者などの内部者やファンドなどの外部者、どの主体が主導して非公開化を行ったのかを特定する必要があるが、MBO では現経営陣がバイアウトに関わっているため、自発的なものと判断することの妥当性が高いと考えられるからである。

株式非公開化の動機の分析において用いたサンプルは 2000 年度から 2011 年度にかけて非公開化型 MBO の公表を行った 100 件である。それら非公開化型 MBO 実施企業に対して、先行研究を参考に、コントロール企業を選定した。具体的には、MBO 公表直前の決算期において同じ産業分類に属する企業の中で、MBO 企業と決算日が 3 カ月以内の総資産の最も近い企業を選択した。

非公開化型 MBO 選択の決定要因を分析するため、MBO 実施企業に 1、コントロール企業に 0 を与えるダミー変数を被説明変数とし、非公開化の選択に影響を与える要因を説明変数としたロジット分析を行う。非公開化に影響を与える要因の効果は、マクロ的な経済環境の影響を受けると考えられる。本研究のサンプル期間中の 2008 年にはリーマンショックが起こり、その前後で非公開化に対する企業の態度が大きく変化した可能性がある。そこで、そのようなマクロ要因の影響も考慮に入れ、リーマンショック前後でサンプルを

分割して推計を行ってみる。

株式非公開化後の企業行動・業績の変化の分析では、非公開化型 MBO を実施した企業と、それと比較するためのコントロール企業から構成されるパネルデータを構築し分析を行う。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する。このような手続きにより、29 件が分析の対象となった。コントロール企業に関しては、イベント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、先行研究における手法を参考に、産業属性、企業規模、パフォーマンスの 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、128 社のコントロール企業が選択された。また、MBO のストラクチャーを考慮に入れた分析を行う。具体的には、バイアウト・ファンドの関与の有無、事前の経営者持分、MBO にもともなう負債比率の上昇幅を考慮に入れる。

4. 研究成果

株式非公開化の動機分析では、先行研究で取り上げられてきた仮説を可能な限り包括的に検証した結果、以下のような点が明らかとなった。

株式公開の便益には、株式の流動性、株式市場へのアクセス、株主とのリスクシェアリングを挙げることができるが、分析の結果、株式市場へのアクセスの必要度が低い企業ほど非公開化を行う傾向が見られ、株式市場へのアクセスの必要性が公開維持・非公開化の選択に影響を与えることがわかった。

株式公開の費用としては、年間上場料、監査報酬、情報開示に伴う費用などの固定的な性質を持った費用に加え、情報の非対称性によってもたらされる株価の過小評価といった間接的な費用があるが、固定的な費用の影響は確認されなかった。また、新興市場上場企業の方が、他の条件が一定の場合、非公開化をする可能性が高いという結果を得たが、これは新興市場ではアナリストのカバレッジの低さなどにより、上場の便益が小さいという効果によるものと考えられる。

間接的な費用である株式の過小評価の影響に関しては、過小評価の程度が大きい企業ほど非公開化する傾向が見られた。リーマンショックの前後でサンプル分割を行い検証したところ、このようなアンダーバリューの効果は、主にリーマンショックの後に見られることが分かった。これはリーマンショックによる株価の低迷のため株価の過小評価の程度が強まり、過小評価による株式公開のコストが増大したためと考えられる。

エージェンシー・コストの削減を非公開化の動機としているという事実は、サンプル期

間を全期間(2000~11年)とした場合、確認されなかった。しかし、リーマンショック前後でサンプル分割を行った分析では、フリー・キャッシュフローの影響が、ショック前には見られないが、ショック後では見られた。これは、投資機会の減少により、フリー・キャッシュフロー保有のコストが高まり、その非公開化に与える影響が強まったためと考えられる。その他、負債の節税効果や従業員からの富の移転を目指して非公開化を行ったという事実は確認されなかった。

株式非公開化後の企業行動・業績の変化の分析では、以下のような結果が得られた。

まず、非公開化型 MBO 実施企業全体では、売上高の成長がみられたものの、ROA など他の業績指標の改善は観察されなかった。MBO 前後で従業員数の減少はみられず、信頼の破壊による富の移転は起きていなかったと考えられる。

次に、MBO のストラクチャーを考慮に入れて分析を行ったところ、バイアウト・ファンドの関与の有無にかかわらず、買収後に総資産回転率の上昇が確認され、経営の効率化がみられた。ファンド関与案件に関しては、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ファイナンス、M&A などに関するアドバイスを通じた価値創造の効果が表れていると考えられる。ファンドの関与していない純粋 MBO 案件に関しては、事前の経営者持分の多寡が事後のパフォーマンスに影響を与えていないことから、MBO による経営者持分の増分よりその事後的なレベルが影響を与えていると考えられる。また、MBO の実施によ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となった。これは負債による規律付けの効果と考えられる。

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)

〔雑誌論文〕(計 件)

〔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」日本応用経済学会 2014 年度秋季大会、中央大学、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」日本応用経済学会 2013 年度秋季大会、法政大学、2013 年 11 月

〔図書〕(計 件)

〔産業財産権〕
出願状況(計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況（計 件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕

ワーキングペーパー

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 No.2014-005、2015 年 3 月、21 頁、査読無

河西卓弥、齋藤隆志、川本真哉「非公開化型 MBO 選択の決定要因」Meiji Gakuin University Discussion Paper No.14-02、2015 年 3 月、19 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," Meiji Gakuin University Discussion Paper No.13-05, March 2014, 19 頁, 査読無

ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

河西 卓弥 (KAWANISHI, Takuya)
熊本県立大学・総合管理学部・講師
研究者番号：20516992

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：