

マネジメント・バイアウトと経営者属性

——非公開化の形態とエグジットの経路に関する実証分析——

川 本 真 哉

1 はじめに

近年、MBO（Management Buy-outs：マネジメント・バイアウト）による非公開化が再び増加に転じている。2011年に21件と最高値を示した後、リーマンショック後の金融収縮や震災の影響で停滞していたが、2020年には11件、2021年には19件と増加傾向にある（図1）。その背景には、新型コロナウイルスの蔓延を原因とした需要低迷や事業構造転換の必要性、昨今のデジタル化への対応、2022年4月からの東京証券取引所の上場区分再編に伴う資本政策の変更要請等が影響しており、いったん市場から退出して抜本的な改革に取り組みたいというニーズがあるためだとされる¹⁾。

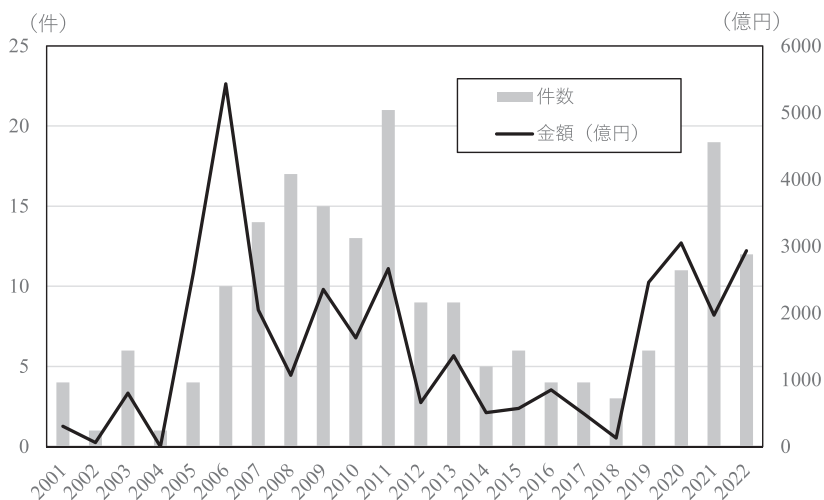


図1 MBOによる非公開化の推移

注：公表年のカウント。解消となった案件も含む。

出所：レコフデータ『レコフM&Aデータベース』より作成。

非公開化型MBOについては、トーカロ(店頭公開)が2001年1月に公表して以来、20年が経過し、

1) 「MBO, 2倍の15件」『日本経済新聞』2021年10月6日。

日本企業を対象とした研究も蓄積されてきた。まとまった研究成果として、MBOの経済的機能と成果について、実施動機、バイアウト後のパフォーマンスの推移、公正性担保措置が少数株主の富に与える影響、実施前の利益調整行動の有無等の観点から検証した川本（2022）、あるいはバイアウト・ファンドの役割について、それらの関与要因、株式リターンへの影響、再上場化へのインパクト等を検証した野瀬（2002）、河西・川本（2020）がある。日本企業を対象としたMBO研究も、一定程度の到達点に達したとみてよからう。

ただし、MBOの実行にとって欠かせない要素にも関わらず、十分に検証がなされてこなかった論点がある。それは、経営者の役割である。MBOのストラクチャーは「経営陣が時にはファンドの支援を得ながら、レバレッジを効かせ、買収を行う仕組み」と要約できるが、肝心の経営者属性がMBOの形態やバイアウト後のエグジットのあり方に与える効果については、国内外においてほとんど検証されてこなかった。

このような問題意識に関連する研究として、Halpern et al. (1999) や、それを日本企業のサンプルで追試した川本（2019）、川本（2022）などがあり、買収前における経営者の持分（すなわち、ファミリー企業度）が、LBO（Leveraged Buy-outs）やMBOの取引構造、あるいは買収後のステータスを規定することを明らかにしている。もっとも、これらの研究においても、持株比率以外の要因については、十分には考慮されていない。MBOを実施する経営者は、どのようなプロフィールを持ち、それはMBOの形態や買収後のエグジット選択にいかなる影響を与えているのか。そこで本稿では、これまで20年間に日本で行われてきた非公開化型MBOを対象として、従来の役員持株比率に加え、彼らの年齢や在職年数などの属性がMBOのストラクチャーやバイアウト後のステータスに与えた影響について検証する。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では先行研究をレビューしたうえで、実証分析のポイントについて提示する。第3節では、独自に構築したデータセットを用いて、MBOを実施した企業の経営執行者の属性、エグジット（再上場やM&Aなど）の状況、経営者属性とファンドとの関係等に関しての基礎的情報を提供する。第4節では、①どのような経営者がファンドとのMBOを選択するのか（あるいは、選択しないのか）、②経営者属性は買収後のエグジットのあり方にいかなる影響を与えるのかについての実証モデルを示し、第5節では、その推計結果を報告する。第6節は、結論と今後の課題にあてられる。

2 先行研究と検証ポイント

これまでバイアウトの実効主体については、主に役員持株比率の視点からアプローチされてきた。その先駆的な研究はKaplan（1989a）であり、ここではポストMBOの企業価値向上分の多くが、経営陣がバイアウトに参画することによる持株比率の上昇、そしてそれによるインセンティブ強化に起因することが明らかにされている。この効果は、のちに「インセンティブ・リアライメント（incentive realignment）」と呼ばれた。

この仮説を買収プレミアムの観点から分析したものとして、Renneboog et al.（2007）がある。同研究では、事前の役員持株比率が低く、経営陣がMBOに参加することによる持分上昇幅が大きいと予想される案件ほど、買収プレミアムが高くなることを示している。これは、バイアウト後に期待される株主価値の創造分が、スクイーズアウトされる少数株主にあらかじめ提供されたためとみ

られる。

一方、ファミリー企業のバイアウトの動機にアプローチした研究として、Crocchi and Giudice (2011)がある。それによると、ファミリー経営者は、内部情報にアクセスできるインサイダーであり、将来の企業価値上昇について予測が容易であるとの前提を置いている。そして、その果実を独占するため、少数株主を締め出す非公開化を行うとの仮説を設定している。もっとも、同研究では、非公開化後においてパフォーマンスが向上しているとの証拠は得られておらず、この見方は支持されていない。

また、LBO 企業を均質的なものではなく、むしろその異質性に着目した研究として Halpern et al. (1999) がある。この調査では、サンプルは経営者の持株比率が高いファミリー案件と、それが低い非ファミリー案件に二分されるとともに、前者はファンドの関与を回避する一方で、後者はファンドと組んでバイアウトをする傾向にあることを明らかにしている。また、非公開化後のステータスについても、前者はファミリーへのコントロール・ライツへの集約を目的としているために非公開の状態を維持するのに対し、後者は再上場化、あるいは事業売却に積極的であることが確認されている。

こうした Halpern et al. (1999) を追試したものとして、川本 (2019)、川本 (2022) が存在する。これらの研究では、非公開化型 MBO 案件に関して、役員持株比率が高い支配株主が存在する企業と、外国人持株比率が高い株式の流動性が高い企業群とに分割されることを報告している。そして、前者は再上場や他社との M&A に消極的であり、バイアウト後も非公開のステータスを維持する傾向にあり、Halpern et al. (1999) と整合的な結果を得ている。

このように、買収前の所有構造（特に、支配株主、あるいはオーナーの存在）はバイアウトのストラクチャーに影響を与え、さらにそれが非公開化後のエグジットの経路にも作用しているということがわかる。もっとも、上記の一連の検証には、看過できない問題点も指摘できる。たとえば、①ファミリー企業の有無の区分を、役員持株比率の高低のみで計っており、その所有形態の歴史性が織り込まれていない。同様に、②役員持株比率の測定について、役員の持株比率のみを対象としており、同比率を過少に見積もっている。③そもそも非公開化時の所有構造を含む経営者属性が、エグジットの形態に及ぼす検証する形になっていない。④さらに、いかなる経営者が MBO を実施するのかという、経営者属性の効果も等閑視されてきた。そこで本稿では、以上の問題点の解消を試みるべく、下記のような課題にアプローチする。

- 経営者の財産保全会社や親族持分を加えた場合、（それを加えない場合と比べ）ファミリーの持株比率にはいかなる差異が生じるのか。
- ファミリー企業の形態（①創業者経営、②創業者一族経営）や経営者プロフィールは、MBO のストラクチャーにどのような影響を与えるのか。
- このような MBO のストラクチャーは、バイアウト後のステータスをいかに規定するのか。

3 経営者プロフィールとエグジット

3.1 データセット

検証にあたって、2001年から2020年末までに公表され非公開化型MBOを対象とする。MBO案件は、レコフデータ「レコフM&Aデータベース」によって取得した。MBOを実施する経営執行者は原則、その企業の代表取締役社長であり、それ以外については、上記「レコフM&Aデータベース」の抄録や新聞記事等でその他の者がMBOを主導したことが明らかな場合、それに従った。経営執行者のプロフィールは、東洋経済新報社『役員四季報』、有価証券報告書から得た。

財務データは、日経メディアマーケティング「日経NEEDS-FinancialQUEST」より、株価データは同「日次収益率データ」、および東洋経済新報社「株価CD-ROM」より入手した。非公開化後のステータスは、上記「レコフM&Aデータベース」抄録、各社ウェブサイト、新聞記事等により特定した。最終的なサンプルは、データ取得可能な155件となった。

3.2 経営者属性

まず、経営者と企業属性について観察していこう（表1）。対象となるMBO案件の上場年数はおよそ18年であり、それほど長くない印象である。サンプルに設立されてから間がない新興市場に上場する企業が多く含まれることが影響しているものと考えられる²⁾。もっとも短い上場期間で非公開化したのはエイブル & パートナーズの1.8年（ジャスダック、2010年11月上場→2012年

表1 経営執行者の属性

変数	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
上場年数	156	18.0353	13.9110	1.7500	67.8333
企業年齢	156	41.2009	21.5001	1.7500	106.6667
経営執行者の年齢	155	60.3683	10.2534	34.0833	91.8333
経営執行者の従業経験年数	155	16.0350	13.7003	0.1667	59.4167
経営執行者の在職年数	155	4.3118	7.7459	0.0000	32.1667
ファミリー企業	156	0.6026	0.4909	0.0000	1.0000
ファミリー企業（創業者）	156	0.2436	0.4306	0.0000	1.0000
ファミリー企業（創業者一族）	156	0.3590	0.4812	0.0000	1.0000
文系出身	115	0.8957	0.3070	0.0000	1.0000
役員持株比率（補正前）	156	0.1380	0.1273	0.0000	0.6941
役員持株比率（補正後）	156	0.2839	0.2210	0.0000	0.9314

注1：「従業員経験年数」は経営執行者の入社時から取締役就任までの年数。

注2：「文系出身」は経営執行者が大卒の場合の学歴。

2) サンプル155社中、ジャスダック、マザーズ、地方新興市場に上場する企業は86社（55.5%）となっている。

8月上場廃止)であり³⁾、逆に長かったのが大日本木材防腐の67.8年(名証2部, 1949年5月上場→2017年3月上場廃止)となっている。会社年齢の平均は41.2年であり、設立2年未満(エイブル&パートナーズ, 1.8年)から100年を超える老舗企業(天龍木材, 106.7年)まで幅広い。

非公開化公表時の経営者属性に目を向けると、年齢の平均値は60.4歳、在職年数は4.3年、彼らの従業員経験年数は16.0年となっている。

これら経営執行者が属する企業の所有構造に注目すると、役員持株比率が13%超に達していることがわかる。これは後に検証するように、他の上場企業よりもかなり高い値である。ただ、この数値でも過小評価されている。なぜなら、前述のように、彼らの財産保全会社、親族の保有分がカウントされていないためである。そこで、各案件の有価証券報告書、公開買付届出書からそれらが把握できる値を追加すると⁴⁾、同比率は28.4%にまで増加する。日本におけるMBOの多くが支配株主であるファミリーによって実施されていることになる。これに関連して、155社の支配形態を調査すると、ファミリー支配が6割を超え、そのうち創業者経営が24.3%、一族経営が35.9%、親会社経営が7.1%であった⁵⁾。日本のMBOの実施主体のメインプレイヤーはファミリーであるといえる。

3.3 再上場の状況⁶⁾

ついで、MBO案件の再上場については、トーカロに始まり(2003年12月)、シンプレクス・ホールディングス(2021年9月)まで、13件となっている(表2)。エグジットの手法として、十分に活用されているとはいいがたい状況である。ただし、再上場案件は2010年代の半ば以降から増加傾向にあり、今後もコンスタントに登場する可能性がある。

上場廃止から再上場までの期間に目を向けると、もっとも短いのはトーカロ(2.4年)、キトー(3.8年)といったところであり、長かったのは、ワールド(12.9年)であった。キトーは、バイアウトをともに行ったカーライル主導の生産拠点の再構築、海外展開、M&A支援、ガバナンス強化が功を奏した案件として、ファンドによる経営再建のマイルストーンとして語り継がれている⁷⁾。一方、ワールドについては、上場廃止後の拡大志向の失敗、その撤退・再編、ファストファッション台頭に伴うアパレル不況もあり、事業の立て直しに時間を要したという⁸⁾。

3.4 M&Aの状況

一方、M&Aによるエグジットの状況については図2にまとめられている。2008年から観察されはじめ、2012年(8件)と2018年(6件)でピークを迎えている。M&Aの形態を確認可能な案件(37件)で調べてみると、そのほとんどが他社による株式取得(子会社化)であり、35件となって

3) エイブルとCHINTAIが経営統合して新規上場した時点から観測している。

4) これらの識別方法の詳細については、川本(2022)、第4章を参照されたい。

5) 「創業者」、「創業者一族」などをキーワードとして、東洋経済新報社『日本会社史総覧』、レコフデータ「レコフM&Aデータベース」の抄録、各社ウェブサイト等を用いて判断を行った。

6) 本稿で挙げた再上場とM&Aのほか、エグジットの方法としては経営陣が出資者として残りつつ、ファンドが交代する「セカンダリーMBO」があるが、本稿では件数が限られるため取り上げなかった。セカンダリー案件について、日本の状況に関しては杉浦(2013)、イギリスの状況についてはWright et al. (2000)を参照されたい。

7) これらの内容については、胥(2011)、鈴木(2008)、三河(2019)が詳しい。

8) 「ワールド、13年ぶりに再上場へ」『日経MJ』2018年7月2日。

表2 再上場企業のプロフィール

企業名	上場年月	上場廃止年月	上場期間(年)	再上場年月	上場廃止→ 再上場(年)
トーカロ	1996/10	2001/08	4.79	2003/12	2.38
キトー	1986/09	2003/10	17.17	2007/08	3.78
ワールド	1993/11	2005/11	12.02	2018/09	12.88
すかいらく	1978/07	2006/09	28.14	2014/10	8.03
ツバキ・ナカシマ	1961/10	2007/05	45.65	2015/12	8.59
オークネット	1991/09	2008/10	17.16	2017/03	8.42
あきんどスシロー (F&CL)	2003/09	2009/04	5.54	2017/03	8.00
ウェブロックホールディングス	1996/12	2009/07	18.79	2017/04	7.73
チムニー	2005/02	2010/04	5.16	2012/12	2.65
日本医療事務センター (ソラスト)	1992/11	2012/02	19.26	2016/06	4.39
1st ホールディングス	2010/12	2013/09	2.79	2021/03	7.51
シンプレクス・ホールディングス	2002/02	2013/10	11.69	2021/09	7.95
ローランド	1989/12	2014/10	24.86	2020/12	6.14

出所：レコフデータ『レコフ M&A データベース』, プロネクサス『eol』, 新聞記事等より作成。

いる。代表的なケースでは、超硬工具で世界2位のIMCの傘下に入ったタンガロイ(2008年9月)、LINEの傘下入りしたベンチャーリパブリック(2018年7月)等がある。M&Aによるエグジットまでの期間は、1年以内で20件(52.6%)、1年超から2年以内で14件(36.8%)であり、両者で9程度となる。M&Aの場合は再上場に比べ、上場廃止してからより早い期間で、エグジットが図られていることとなる。

各年の案件のエグジット率を求めたものが、表3である。当然のことながら、非公開化した時期

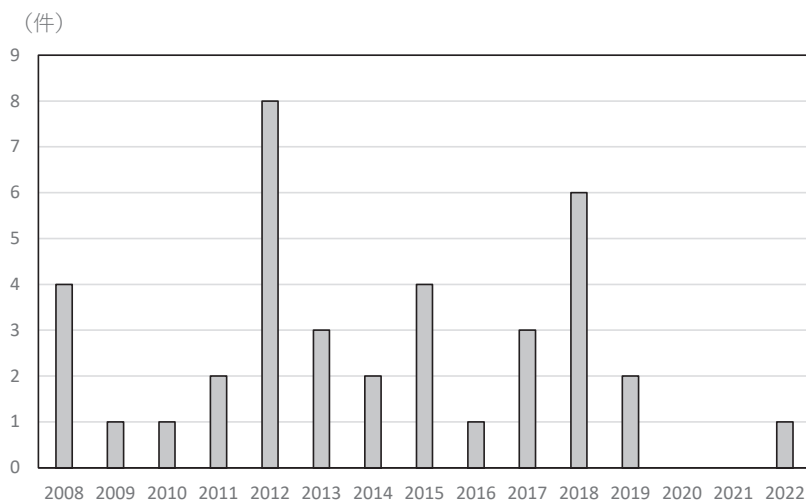


図2 M&Aによるエグジット

注：非公開化MBO実施後、M&Aによってエグジットした案件数を示す。

が早い案件ほど、エグジット率が高くなっている。全体で、30%となっており(2022年12月末時点)、再上場は7.6%、M&Aは22.4%である。

表3 エグジットの件数と経路

公表年	案件	エグジット(件)	エグジット(%)	再上場(件)	再上場(%)	M&A(件)	M&A(率)
2001	4	1	25.0	1	25.0	0	0.0
2002	1	0	0.0	0	0.0	0	0.0
2003	6	3	50.0	1	16.7	2	33.3
2004	0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
2005	3	4	133.3	1	33.3	3	100.0
2006	10	7	70.0	1	10.0	6	60.0
2007	13	3	23.1	1	7.7	2	15.4
2008	16	6	37.5	1	6.3	5	31.3
2009	15	7	46.7	2	13.3	5	33.3
2010	13	4	30.8	1	7.7	3	23.1
2011	21	5	23.8	0	0.0	5	23.8
2012	9	4	44.4	1	11.1	3	33.3
2013	9	3	33.3	2	22.2	1	11.1
2014	5	2	40.0	1	20.0	1	20.0
2015	6	1	16.7	0	0.0	1	16.7
2016	4	0	0.0	0	0.0	0	0.0
2017	3	0	0.0	0	0.0	0	0.0
2018	3	0	0.0	0	0.0	0	0.0
2019	5	0	0.0	0	0.0	0	0.0
2020	9	1	11.1	0	0.0	1	11.1
2021	15	0	0.0	0	0.0	0	0.0
計	170	51	30.0	13	7.6	38	22.4

注：計欄の%は、全体に占める当該カテゴリーの合計数の割合を示しているため、期間中の単純平均と数字は合わない。

出所：本文中で挙げたデータにより筆者作成。

3.5 ファミリー、エグジット、ファンド

では、上記のような経営者属性は、エグジットの経路にいかなる影響を及ぼしたのであろうか。ここではクロス表による一次的接近を試みる。表4は、ファミリーの形態(①ファミリー全体、②創業者経営、③一族経営)とエグジットの方法を組み合わせてみたものである。それによると、いずれの割合についてもほとんど差はなく、その差についてのカイ2乗検定も統計的に有意になってい

ない（パネル A から F）。すなわち、ここでのプリミティブな検証からは、所有形態とエグジットのあり方に相関はないということになる。

一方、有意差が検出されたのが、ファミリーとファンド関与のクロス表である。ファミリー全体、創業者一族において、ファンドの関与を回避する傾向が明確にみられる（パネル G, I）。いずれも統計的に 1%水準で有意な差があると出ている。ファミリー、特に創業者一族には、パイアウトにファンドが関与することで経営権を奪取されるという抵抗感が強いものと推察される。

表 4 ファミリー企業と再上場、M&A、ファンド

パネル A：ファミリー企業（一族経営）と再上場

		全体		Total
		0	1	
再上場	0	55 (88.71)	88 (93.62)	143 (91.67)
	1	7 (11.29)	6 (6.38)	13 (8.33)
Total		62 (100.0)	94 (100.0)	156 (100.0)

Pearsonchi2(1) = 1.1778
Pr = 0.278

パネル D：ファミリー企業（一族経営）と M&A

		全体		Total
		0	1	
M&A	0	44 (70.97)	74 (78.72)	118 (75.64)
	1	18 (29.03)	20 (21.28)	38 (24.36)
Total		62 (100.0)	94 (100.0)	156 (100.0)

Pearsonchi2(1) = 1.2196
Pr = 0.269

パネル G：ファミリー企業（一族経営）とファンド

		全体		Total
		0	1	
ファンド	0	21 (33.87)	69 (73.4)	90 (57.69)
	1	41 (66.13)	25 (26.6)	66 (42.31)
Total		62 (100.0)	94 (100.0)	156 (100.0)

Pearsonchi2(1) = 23.9212
Pr = 0.000

パネル B：ファミリー企業（創業者経営）と再上場

		創業者経営		Total
		0	1	
再上場	0	107 (90.68)	36 (94.74)	143 (91.67)
	1	11 (9.32)	2 (5.26)	13 (8.33)
Total		118 (100.0)	38 (100.0)	156 (100.0)

Pearsonchi2(1) = 0.6199
Pr = 0.431

パネル E：ファミリー企業（創業者経営）と M&A

		創業者経営		Total
		0	1	
M&A	0	89 (75.42)	29 (76.32)	118 (75.64)
	1	29 (24.58)	9 (23.68)	38 (24.36)
Total		118 (100.0)	38 (100.0)	156 (100.0)

Pearsonchi2(1) = 0.0124
Pr = 0.911

パネル H：ファミリー企業（創業者経営）とファンド

		創業者経営		Total
		0	1	
ファンド	0	67 (56.78)	23 (60.53)	90 (57.69)
	1	51 (43.22)	15 (39.47)	66 (42.31)
Total		118 (100.0)	38 (100.0)	156 (100.0)

Pearsonchi2(1) = 0.1653
Pr = 0.684

パネル C：ファミリー企業（一族経営）と再上場

		一族経営		Total
		0	1	
再上場	0	107 (90.68)	36 (94.74)	143 (91.67)
	1	11 (9.32)	2 (5.26)	13 (8.33)
Total		118 (100.0)	38 (100.0)	156 (100.0)

Pearsonchi2(1) = 0.6199
Pr = 0.431

パネル F：ファミリー企業（一族経営）と M&A

		一族経営		Total
		0	1	
M&A	0	73 (73.00)	45 (80.36)	118 (75.64)
	1	27 (27.00)	11 (19.64)	38 (24.36)
Total		100 (100.0)	56 (100.0)	156 (100.0)

Pearsonchi2(1) = 1.0545
Pr = 0.304

パネル I：ファミリー企業（一族経営）とファンド

		一族経営		Total
		0	1	
ファンド	0	44 (44.00)	46 (82.14)	90 (57.69)
	1	56 (56.00)	10 (17.86)	66 (42.31)
Total		100 (100.0)	56 (100.0)	156 (100.0)

Pearsonchi2(1) = 21.3970
Pr = 0.000

出所：本文中で挙げたデータにより筆者作成。

4 データセットと推計モデル

これまで、MBOの実施やエグジットの経路に対する、ファミリーの形態など経営者属性の影響を観察してきたが、上記検証ではそれら両者の関係を規定する他の要因を条件づけていなかった。以下では、他の要因をコントロールしたうえで、第2節で挙げた論点についての因果関係の特定を試みる。

4.1 バイアウト・ファンド関与の決定要因

まず、MBO選択に対する経営者属性の影響を探るため、ファンド関与型MBOの決定要因について推計する。

$$FUND = \alpha_1 + \beta_1 OWN(orFAMI) + \beta_2 PAGE + \beta_3 INT + \beta_4 PBR + \beta_5 ROA + \beta_6 DA + \beta_7 FCF + \beta_8 FOREIGN + \beta_9 CONTROL + \mu_i \quad (1)$$

被説明変数のFUNDは、MBOにファンドが関与した場合に1の値を与えるダミー変数である。ここでの分析の焦点は、役員持株比率OWNまたはファミリー企業ダミーFAMIの影響にある。OWNは、前述のように、財産保全会社、経営者親族保有分を加味した役員持株比率であり、FAMIはファミリー企業ダミー（創業者+創業者一族）、それらを分割した創業者ダミーFAMI_F、創業者一族ダミーFAMI_Cとなる。Halpern et al. (1999)、川本 (2021) で明らかにされたように、創業者を含むファミリー企業がファンドとのバイアウトを避けているようならば、これらの変数は負の係数を取ると予想される。

また、説明変数として、上場廃止時の経営執行者（多くは社長）の年齢MAGE、MBO公表時の経営者在職年数INTも挿入されている。いずれもバイアウトの形態への経営者属性が与える効果を観察するための変数である。このほか、非公開化の決定要因に関するスタンダードな説明変数が設定されている（それらの実証仮説は表5を参照）。それ以外のコントロール変数としては、製造

表5 非公開化の動機に関する仮説

仮説	内容	先行研究	変数
①アンダーバリュエーションの解消	株価が低迷していると、インサイダーにとっては安価に当該企業が買取できる。	Amihud (1989)	株価純資産倍率 (PBR)
②負債の節税効果 (tax shield)	買取がLBOのスキームを取る場合、利払いは損金加算となるので、節税を狙って買取を行う。	Kaplan (1989b)	総資産負債比率 (DA)
③フリーキャッシュフローの削減	買取コストを手元流動性で賄うことで、将来的な浪費が抑制でき、企業価値が維持できる。	Lehn and Poulsen (1989)	シンプルqが1未満の企業の手元流動性/総資産 (FCF)
④インセンティブ・リアライメント	バイアウトに経営陣が参加することで、彼らのインセンティブ向上につながり、企業価値向上が期待できる。	Kaplan (1989a)	役員持株率 (OWN)
⑤モニタリング	対象企業にブロックホルダーが存在しない場合、バイアウト後に登場する支配株主のモニタリングによって、経営効率が上昇する。	Renneboog et al. (2007)	外国人持株比率 (FOREIGN)
⑥上場維持コストの削減	株主総会開催費用、IR、四半期決算、内部統制など上場時に必要となるコストを節約できる。	Thomsen and Vinten (2014)	総資産対数値 (LNASSET)
⑦リストラクチャリング	非公開化することで、短期的なマーケットに動向を気にせず、抜本的な事業再構築が行える。	Slovin and Sushka (1998)	総資産営業利益率 (ROA)

業ダミー MANU, 総資産対数値 LNASSET, 上場月数対数値 LNLIST, MBO 実施に大きな影響を与えた, 2009年9月のレックス・ホールディングス高裁決定以降に1の値を与えるダミー変数である REX が挿入されている。推計は, プロビットモデルで行う。

4.2 エグジットの決定要因

ついで, 上記で挙げた経営者属性の違いがエグジットのあり方に与える影響についての分析を試みる。

$$EXIT = \alpha_1 + \beta_1 OWN(orFANI) + \beta_2 PAGE + \beta_3 INT + \beta_4 FUND + \beta_5 PBR + \beta_6 ROA + \beta_7 DA + \beta_8 FCF + \beta_9 FOREIGN + \beta_{10} CONTROL + \mu_i \quad (2)$$

EXIT はエグジット形態に関する被説明変数であり, 1 の場合は再上場, 2 の場合は M&A, 0 の場合は非公開維持を表す。これを (1) 式で用いたファミリー企業ダミー FAMI, ファンド関与ダミー FUND, 経営者属性変数 (経営者年齢 AGE, 経営者在職年数 INT), その他説明変数, コントロール変数に回帰する。推計モデルとしては, 多項ロジットモデルを用いる。以上の推計の基本統計量は, 表6にまとめられている。それによると, ファミリー MBO は, 非ファミリー MBO に比べ, PBR, 外国人持株比率 FOREIGN, ファンド関与ダミー FUND が低く, フリーキャッシュフロー比率 FCF, 役員持株比率 OWN, 経営者年齢 MAGE, 経営者の従業員経験年数 INT が有意に大きくなっている。

表6 基本統計量

パネル A : 全体

Variable	Obs	Mean	Std.dev.	Min	Max
FAMI (ファミリー全体)	156	0.6026	0.4909	0.0000	1.0000
FAMI_F (ファミリー創業者経営)	156	0.2436	0.4306	0.0000	1.0000
FAMI_C (ファミリー一族経営)	156	0.3590	0.4812	0.0000	1.0000
PBR (株価純資産倍率)	156	0.9623	0.7622	0.1794	5.5495
ROA (産業平均調整済み ROA)	156	0.0132	0.0611	-0.1482	0.1992
DA (負債比率)	156	0.4692	0.2191	0.0899	0.9526
FCF (フリーキャッシュフロー比率)	156	0.1894	0.1863	0.0000	0.6016
OWN (役員持株比率)	156	0.2839	0.2210	0.0000	0.9314
MAGE (経営者年齢)	155	60.3683	10.2534	34.0833	91.8333
INT (従業員経験年数)	155	16.0350	13.7003	0.1667	59.4167
FOREIGN (外国人持株比率)	156	0.0778	0.0951	0.0000	0.4414
FUND (ファンドダミー)	156	0.4231	0.4956	0.0000	1.0000
MANU (製造業ダミー)	156	0.3462	0.4773	0.0000	1.0000
LNASSET (総資産対数値)	156	9.7975	1.0766	6.7593	13.4496

パネル B：ファミリー MBO と非ファミリー MBO

Variable	ファミリー MBO					非ファミリー MBO					平均値の差の検定
	Obs	Mean	Std.dev.	Min	Max	Obs	Mean	Std.dev.	Min	Max	
PBR (株価純資産倍率)	94	0.8379	0.5590	0.1767	2.4828	62	1.1156	0.8436	0.1327	3.4582	-0.2778 **
ROA (産業平均調整済み ROA)	94	0.0080	0.0602	-0.1909	0.2042	62	0.0200	0.0667	-0.1909	0.2042	-0.0121
DA (負債比率)	94	0.4491	0.2108	0.0685	0.9616	62	0.4995	0.2317	0.0685	0.9616	-0.0504
FCF (フリーキャッシュフロー比率)	94	0.2297	0.1991	0.0000	0.6600	62	0.1304	0.1540	0.0000	0.5289	0.0993 ***
OWN (役員持株比率)	94	0.3753	0.1895	0.0009	0.9314	62	0.1453	0.1923	0.0000	0.7132	0.2300 ***
MAGE (経営者年齢)	93	62.0959	11.0070	34.0833	91.8333	62	57.7769	8.4448	34.5000	73.8333	4.3190 ***
INT (従業員経験年数)	93	21.9220	13.9748	0.3333	59.4167	62	7.2043	6.8717	0.1667	35.3333	14.7177 ***
FOREIGN (外国人持株比率)	94	0.0650	0.0876	0.0000	0.3380	62	0.0955	0.0983	0.0000	0.3380	-0.0305 **
FUND (ファンドダミー)	94	0.2660	0.4442	0.0000	1.0000	62	0.6613	0.4771	0.0000	1.0000	-0.3953 ***
MANU (製造業ダミー)	94	0.3085	0.4644	0.0000	1.0000	62	0.4032	0.4945	0.0000	1.0000	-0.0947
LNASSET (総資産対数値)	94	9.6766	0.9564	7.1846	12.3440	62	9.9808	1.2222	6.7593	13.4496	-0.3043 *

出所：本文中で挙げたデータにより筆者作成。

5 推計結果

5.1 バイアウト・ファンドの関与とファミリー

まず、バイアウト・ファンド関与に対する経営者属性の影響を観察していこう（表7）。同表によると、役員持株比率（コラム（1））、ファミリー企業全体（FAMI）の推計（コラム（2））と創業一族ダミー（コラム（4））の推計において、有意に負の係数を取っており、MBOにおけるファンド関与の確率を減少させる傾向にあることがわかる。その効果は大きく、コラム（2）で試算した場合、ファミリー企業である場合、レファレンスグループである非ファミリー企業に比べ、バイアウトにファンドが関与する確率は26.16%低下することとなる。全体の案件のファンド関与確率は42.31%であるので、その61.18%に相当し、無視することはできない値である。

興味深いのは、創業経営者ダミー FAMI_F の効果である。創業者一族ダミー FAMI_C とは異なり、係数は非有意ではあるものの正である。同じファミリーでも、創業者は外部者を招聘することにフラットであり、またその意思決定を実行可能であることを示す結果なのかもしれない。

また、他の経営者属性に関する変数では、経営者在職年数 INT が5%水準で有意に負となっている。（コラム（3）（4））上記の結果を踏まえると、これからビジネスでキャリアを蓄積していこうとする創業経営者が、ファンドの手を借りて、非公開化を通じた事業再構築を断行しようとしている様子がうかがいしれる。

表7 パイアウト・ファンド関与と経営者属性

	(1)	(2)	(3)	(4)
OWN	-4.6394***			
役員持株比率	-1.7606 (0.9605)			
FAMI		-0.6845**		
ファミリー		-0.2616 (0.3244)		
FAMI_F			0.1715	
ファミリー（創業者経営）			0.0664 (0.3657)	
FAMI_C				-0.6342**
ファミリー（一族経営）				-0.2317 (0.2821)
MAGE	0.0307*	0.0216	0.0264*	0.0216
経営者年齢	0.0117 (0.0175)	0.0083 (0.0157)	0.0101 (0.0157)	0.0083 (0.0153)
INT	-0.0028	-0.0128	-0.0303**	-0.0249**
従業員経験年数	-0.0011 (0.0121)	-0.0049 (0.0136)	-0.0116 (0.0138)	-0.0095 (0.0112)
PBR	0.6445**	0.4014	0.3603	0.3667
株価純資産倍率	0.2446 (0.3224)	0.1535 (0.2716)	0.138 (0.2519)	0.1402 (0.2651)
ROA	-3.6128	-4.6421*	-3.4210	-3.5520
総資産経常利益率	-1.371 (2.5395)	-1.7756 (2.5202)	-1.31 (2.3566)	-1.3577 (2.4046)
DA	-0.6807	-0.8986	-0.5812	-0.8290
負債比率	-0.2583 (0.7710)	-0.3437 (0.7234)	-0.2226 (0.6692)	-0.3169 (0.6704)
FCF	-2.0885**	-2.1447**	-2.2515***	-2.1571**
フリーキャッシュフロー比率	-0.7925 (1.0417)	-0.8204 (0.9022)	-0.8622 (0.8684)	-0.8245 (0.8712)
FOREIGN	2.9254*	3.3132**	3.5761**	2.9637*
外国人持株比率	1.1101 (1.6274)	1.2673 (1.6267)	1.3694 (1.6719)	1.1329 (1.6472)
MANU	0.8595**	0.5675*	0.6004**	0.5428*
製造業ダミー	0.3276 (0.3520)	0.2191 (0.2926)	0.2318 (0.2800)	0.2095 (0.2839)
LNASSET	0.2331*	0.2937**	0.2855**	0.2835**
総資産対数値	0.0885 (0.1408)	0.1124 (0.1369)	0.1093 (0.1431)	0.1083 (0.1412)
INLIST	-1.3126***	-0.8754***	-0.8619***	-0.8005***
上場月数対数値	-0.4981 (0.2839)	-0.3349 (0.2244)	-0.3301 (0.2160)	-0.306 (0.2082)

REX	-1.3162***	-0.7599***	-0.8570***	-0.7929***
レックスダミー	-0.4824 (0.3061)	-0.2896 (0.2729)	-0.3255 (0.2644)	-0.3017 (0.2726)
CONSTANT	4.0274** (1.7256)	1.1283 (1.6165)	0.6033 (1.6745)	0.8925 (1.6659)
N	155	155	155	155
log-likelihood	-53.3806	-66.8857	-69.2199	-66.6929
Wald chi 2	69.1526***	59.0528***	61.0391***	62.1306***

注1：上段は係数，中段は限界効果，括弧内はロバストな標準誤差を表す。

注2：***，**，*はそれぞれ1%，5%，10%水準で有意であることを示す。

出所：本文中で挙げたデータにより筆者作成。

5.2 どのような経営者がエグジットを選択するか

以上の結果を受けて、エグジットの選択要因を観察したのが、表8である。注目されるのが、ファミリー企業ダミーと創業者一族ダミーの効果である。いずれも再上場に対し、有意に正の係数を取っている。コラム(4)で試算すると、ファミリーである場合、非ファミリー企業に比べ、再上場の確率は14.41%上昇することとなる。そもそも再上場確率は8.34%に過ぎないので、その効果は非常に大きい。これらの変数はM&Aに対しては非有意であるので、創業者一族はエグジットを選択する場合でも、経営権保持のための再上場を嗜好しているものと判断できる。これは、ファミリー企業について区分を行っていなかった川本(2019)、川本(2022)では観察されなかった結果である。

また、在職年数INTが再上場の有無に対して、有意に負の係数を示している(コラム(2)(4))。前項の推計結果と照らし合わせると、就任して間もない経営者執行者は、上場廃止の決断も早く、同時に再上場の意思決定も迅速だと解釈することが可能であろう。

そのほか、FUNDは再上場、M&Aのエグジットのいずれに対しても、ロバストに正に有意の係数を取っている。ファンドが関与する案件では、多様なエグジットのルートによって、投資を回収していることを強く示す結果である。

表8 経営者属性とエグジットの経路

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	再上場	M&A	再上場	M&A	再上場	M&A	再上場	M&A
OWN	-3.0525	-1.5279						
役員持株比率	-0.1053 (1.8773)	-0.1525 (1.2773)						
FAMI			4.3386***	0.9213				
ファミリー			0.1441 (1.3302)	0.0502 (0.6330)				
FAMIL_F					0.4520	0.0544		
ファミリー (創業者経営)					0.0198 (0.9352)	-0.0019 (0.7287)		
FAMIL_C							4.4062***	0.7564
ファミリー (一族経営)							0.1576 (1.5069)	0.0217 (0.6042)

MAGE	0.0097	-0.0197	0.0934	-0.0127	0.0213	-0.0176	0.1047	-0.0164
経営者年齢	0.0009 (0.0556)	-0.0031 (0.0258)	0.0037 (0.0706)	-0.0035 (0.0254)	0.0014 (0.0567)	-0.0030 (0.0255)	0.0044 (0.0700)	-0.0044 (0.0247)
INT	-0.0170	0.0062	-0.1435***	-0.0237	-0.0440	-0.0049	-0.0940*	-0.0042
従業員経験年数	-0.0009 0.0013	0.0013 (0.0214)	-0.0049 (0.0441)	-0.0007 (0.0243)	-0.0019 (0.0347)	0.0002 (0.0251)	-0.0036 (0.0494)	0.0012 (0.0212)
PBR	-0.3967	0.7073*	-1.6755**	0.6352*	-0.5834	0.6421	-1.6110**	0.6204
株価純資産倍率	-0.0340 (0.5540)	0.1112 (0.4156)	-0.0741 (0.8144)	0.1212 (0.3856)	-0.0410 (0.5450)	0.1059 (0.3946)	-0.0752 (0.7605)	0.1204 (0.3925)
ROA	24.9679**	-2.1728	44.1791***	-1.6360	26.3978**	-2.3953	40.6489***	-2.1829
総資産経常利益率	1.1908 (11.9232)	-0.8745 (4.0541)	1.6722 (15.5724)	-1.0519 (3.9818)	1.2758 (12.0226)	-0.9200 (4.0307)	1.6335 (15.1681)	-1.1102 (4.1389)
DA	-1.3794	0.4104	-1.4934	0.7500	-1.7929	0.4446	-2.4582	0.7168
負債比率	-0.0723 (3.1802)	0.0903 (1.3522)	-0.0694 (4.3085)	0.1341 (1.3154)	-0.0928 (3.1097)	0.1034 (1.3296)	-0.1103 (4.9496)	0.1508 (1.3195)
FCF	-1.3469	2.1473	-7.0458	1.6609	-2.6671	1.9348	-6.9732	1.7685
フリーキャッシュフロー比率	-0.1098 (3.1982)	0.3408 (2.0750)	-0.2927 (4.9660)	0.3664 (1.9765)	-0.1656 (3.2395)	0.3388 (1.9694)	-0.3076 (5.0477)	0.3898 (1.9990)
FOREIGN	5.1736	-0.5930	10.0779	-0.2709	5.8148	-0.5212	10.2107	0.0303
外国人持株比率	0.2500 (4.0995)	-0.2019 (3.2438)	0.3796 (6.4585)	-0.2255 (3.0036)	0.2809 (3.7990)	-0.2017 (3.0812)	0.3990 (6.8464)	-0.1961 (3.1980)
FUND	17.3136***	1.9961***	22.6305***	2.4274***	18.4656***	2.2151***	22.4581***	2.4730***
ファンドダミー	0.7472 (1.7319)	-0.0997 (0.6041)	0.7960 (2.4491)	-0.0755 (0.5563)	0.8081 (1.7892)	-0.0785 (0.5699)	0.8303 (2.5430)	-0.0872 (0.5941)
MANU	-0.8212	-0.2374	0.2679	-0.2166	-0.7912	-0.2449	0.1395	-0.2253
製造業ダミー	-0.0322 (1.2091)	-0.0159 (0.5741)	0.0140 (1.9585)	-0.0357 (0.5802)	-0.0314 (1.2337)	-0.0184 (0.5747)	0.0099 (2.0551)	-0.0350 (0.5703)
LNASSET	0.4555	-0.5186*	1.4255*	-0.4750*	0.5850	-0.4895*	1.7097**	-0.5207**
総資産対数値	0.0325 (0.5681)	-0.0852 (0.2656)	0.0618 (0.7450)	-0.0938 (0.2459)	0.0377 (0.5227)	-0.0838 (0.2560)	0.0771 (0.8033)	-0.1080 (0.2574)
INLIST	0.4144	0.2465	-0.1151	0.2655	0.4497	0.2913	-0.4378	0.2283
上場月数対数値	0.0134 (0.5993)	0.0264 (0.3791)	-0.0092 (0.6971)	0.0398 (0.3698)	0.0145 (0.5952)	0.0326 (0.3731)	-0.0216 (0.6345)	0.0412 (0.3675)
REX	-1.3434	-0.9184*	-1.0824	-0.9024*	-1.0122	-0.7880*	-1.2049	-0.8497*
レックスダミー	-0.0408 (0.8721)	-0.1027 (0.5089)	-0.0235 (1.0365)	-0.1079 (0.4898)	-0.0299 (0.7878)	-0.0925 (0.4787)	-0.0305 (1.0841)	-0.0979 (0.4607)
CONSTANT	-24.0743***	2.6726	-42.0797***	1.0011	-27.3740***	1.6841	-43.3873***	1.7655
	(8.8812)	(3.0720)	(10.9237)	(3.0947)	(8.3773)	(2.8345)	(11.4648)	(3.0133)
N	155		155		155		155	
log-likelihood	-86.3861		-81.8195		-87.3199		-82.2239	
Wald chi 2	744.8192***		309.1344***		769.1607***		235.1743***	

注1：上段は係数，中段は限界効果，括弧内はロバストな標準誤差を表す。

注2：***，**，*はそれぞれ1%，5%，10%水準で有意であることを示す。

出所：本文中で挙げたデータにより筆者作成。

6 結論と課題

本稿では、MBO 実施企業の経営者属性が、非公開化の形態、およびエグジットの経路に与える影響について検証してきた。その結果、以下の点が明らかとなった。

第 1 に、創業者とその一族を含めた買収案件が MBO 全体の 6 割を超え、ファミリーという支配株主によるバイアウトが中心であることが明らかにされた。一般的に MBO という、サラリド・マネージャー（俸給経営者）がオーナーに転化する取引を想像するが、わが国においては支配株主であるファミリーがさらに所有を集中させることを目的として、それを利用していることがわかる。

第 2 に、実証分析からは、ファミリー企業はバイアウト・ファンドと共同しての買収を選択しないとの結果が得られた。創業者にはこうした傾向が観察されないことから、特に創業者の次世代において、バイアウト後にも支配権を維持したいという期待が強いのかかもしれない。また、在職年数の短い経営者は、MBO に踏み切る確率が高く、経営者就任のインパクトの余勢を駆って、非公開化による事業再構築に踏み切っているものと思われる。

第 3 に、ファンドが関与した案件のエグジット確率は高い。その一方で、創業者一族経営などのファミリー企業案件では、エグジット形態として M&A よりも再上場を選択する確率が高い。これはファミリー企業の経営目的がコントロール・ライツの確保にあるため、エグジット後においてもその状態を維持しようとしている結果だと推察される。

本稿の検証からは、同じファミリーでも、その世代によって非公開化、エグジットに対する態度が異なることが明らかとなった。もっとも、本稿では、バイアウト実施企業の経営者属性が、非公開化時の少数株主の富に与えた影響についてまでは検証できなかった。また、それらファミリー企業が事後的なパフォーマンス改善を享受しているのかについても扱えなかった。仮にパフォーマンスの改善を実現できていないとするならば、なぜファミリーはバイアウトを選択するのだろうか。本稿には、こうした課題が依然残されており、さらなる検証が必要であろう。

参考文献

【邦文】

- 河西卓弥・川本真哉 (2020) 「バイアウト・ファンドのターゲット選択に関する実証分析」『証券経済研究』第 112 号、39-57 頁。
- 川本真哉 (2019) 「非公開化型 MBO の異質性に関する実証分析：動機・買収プレミアム・エグジット」『証券経済研究』第 107 号、63-81 頁。
- 川本真哉 (2021) 「バイアウト・ファンドはどのような企業と MBO を行うのか」『アカデミア (社会科学編)』第 21 号、61-84 頁。
- 川本真哉 (2022) 『日本のマネジメント・バイアウト：機能と成果の実証分析』有斐閣。
- 胥鵬 (2011) 「日本における経営権市場の形成：バイアウトを中心として」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社、151-177 頁。
- 杉浦慶一 (2013) 「日本における第二次バイアウトの特徴」『大学院紀要 (法学研究科・経営学研究科・経済学研究科)』(東洋大学) 第 50 号、87-99 頁。
- 鈴木貴博 (2008) 『カーライル：世界最大級プライベート・エクイティ投資会社の日本戦略』ダイヤモンド社。
- 野瀬義明 (2022) 『日本のバイアウト・ファンド』中央経済社。

三河主門 (2019) 『カーライル流 日本企業の成長戦略』 日本経済新聞社.

【英文】

- Amihud, Y. (1989), "Leveraged Management Buyouts and Shareholders' Wealth, in Y. Amihud (ed.), *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*, New York: Dow-Jones Irwin.
- Croci E. and A. D. Giudice (2014), "Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe," *European Financial Management*, Vol. 20(2), pp. 374-405.
- Halpern, P., R. Kieschnick and W. Rotenberg (1999), "On the Heterogeneity of Leveraged Going Private Transactions," *Review of Financial Studies*, Vol. 12(2), pp. 281-309.
- Kaplan, S. (1989a), "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value," *Journal of Financial Economics*, Vol. 24(2), pp. 217-254.
- Kaplan, S. (1989b), "Management Buyouts: Evidence of Taxes as a Source of Value," *Journal of Finance*, Vol. 44(3), pp. 611-632.
- Lehn, K. and A. Poulsen (1989), "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions," *Journal of Finance*, Vol. 44(3), pp. 771-787.
- Renneboog, L., T. Simons and M. Wright (2007), "Why do Public Firms Go Private in the UK? The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13(4), pp. 591-628.
- Slovin, M. B. and M. E. Sushka (1998), "The Economics of Parent-Subsidiary Mergers: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 49(2), pp. 255-279.
- Thomsen, S. and F. Vinten (2014), "Delistings and the Costs of Governance: A Study of European Stock Exchanges 1996-2004," *Journal of Management & Governance*, Vol. 18(1), pp. 793-833.
- Wright, M., K. Robbie and M. Albrighton (2000), "Secondary Management Buy-outs and Buy-ins," *International of Entrepreneurial Behavior & Research*, Vol. 6(1) pp. 21-40.

Management Buy-outs and Manager Attributes: An Empirical Analysis of Modes of Going Private and Exit Paths

Shinya KAWAMOTO

Abstract

During management buy-out (MBO) implementation, this study examined company manager attribute effects on the mode of going private and on the exit path, producing the following findings. First, MBOs involving founders and their families constitute more than 60% of all MBOs, suggesting that many buy-out are conducted by founder families as the controlling shareholders. Secondly, the study revealed that family-run companies would not select joint MBOs with buy-out funds. Moreover, business managers who have yet to be in management positions for many years were found more likely to choose an MBO. Finally, the probability of exit of MBOs is high when a fund is involved. The study results indicated that, for companies run by families such as founders, re-listing of shares is more likely to be selected over merger and acquisition as a form of exit.

キーワード : M&A, MBO, exit strategy, relisted, family, fund involvement