

オーナーによる株式売却と株式市場の評価*

川 本 真 哉

要 旨

本稿では、オーナーの株式売却によるエグジットに対し、株式市場がどのように反応したのかについて、レイダーとターゲットに分けて検証を試みた。分析の結果、第1に、市場調整モデルによって異常リターンを計測したところ、株式売却のアナウンスメントに対し、ターゲット側について大きなリターンが発生したことが観察された。第2に、オーナーのエグジットに対する株価反応の要因についての回帰分析からは、レイダーサイドに関して、オーナーからの40%以上の株式取得、そして相対規模が小さな取引で有意に正の株価反応がみられた。一方、ターゲットサイドについては、非公開化取引のケースで高い株価反応が示された。

1. はじめに

オーナーが自社株式の売却や事業譲渡によってエグジットを図るケースが増加している¹⁾。日本M&Aセンターの実績によれば、2019年3月期には設立以来最高となる770件もの事業承継を支援したという²⁾。これらの多くは後継者難に悩む中小企業であるが、最近では上場企業のケースでもこうした事例は増加している。例えば、レコフデータ『レコフM&Aデータベース』により発行済株式総数の5%以上を売却した上場オーナー案件を集計したところ、2008年から2019年末までの間に113件の取引公表が確認された(図1)。代表的なケースとしては、キリンHDに発行済株式総数の30.3%を売却したファンケル創業者・池森賢二氏(2019年8月)や、ヤフーに36.76%の株式の大半を売却したZOZO創業者・前沢友作氏(2019年9月)の事例が記憶に新しい。前者については、創業者の引退による穴を取引関係があった大手企業の信頼によって埋めようという狙いが³⁾、後者についてはワンマン経営から集団指導体制への

*本稿は2020年度南山大学パッヘ研究奨励金I-A-2の助成を受けている。

1) 本稿でのオーナーとは自社株式を一定割合保有する創業者、あるいはその一族を指す。

2) 「事業承継、最高に増えたけれど」『日経MJ(流通新聞)』2019年12月11日。

3) より正確には、ファンケルはキリンHD子会社の協和キリンとの取引関係があった。「ファンケル、キリンから3割出資」『日本経済新聞』2019年8月12日。

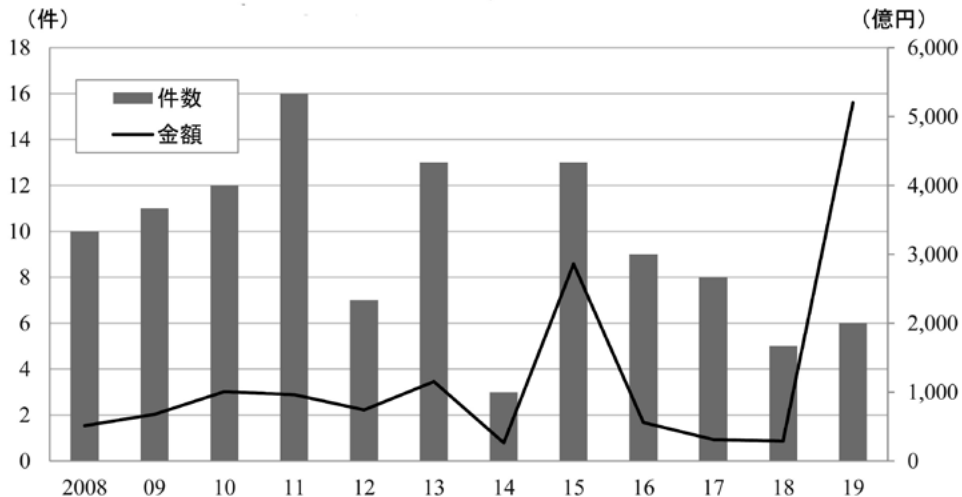


図1 上場企業におけるオーナーのエグジット件数と取引金額

注1：オーナーとは創業者、あるいはその一族を指す。

注2：エグジットについてはオーナーが発行済株式総数の5%以上を売却した案件を集計した。

出所：レコフデータ『レコフM&Aデータベース』より作成。

転換が狙いにあったという⁴⁾。今後、後継者難に加え、新型コロナウイルスの感染拡大による企業経営の低迷も原因となり、このような案件は企業規模を問わず増加すると予想される。

では、上記のようなオーナーのエグジット案件をマーケットはどのように評価したのか。創業以来、経営の支柱となってきたオーナーのエグジットは、従来の経営スタイルを大きく転換させ、当事者間（買い手であるレイダー、売り手であるターゲット）の株価に大きな影響を与える可能性がある。この点について、海外案件のケースに関しては、レイダーの株価反応がファミリー企業と非ファミリー企業の買収で差異があるのかについて、対象企業の規模の要素などを考慮に入れながら検証した Gonenc et al. (2013)、ファミリー企業を買収したレイダー企業の株価反応をエグジットする経営者の属性、対価の支払い手段から分析した Gleason and Pennathur (2014) などの研究がある（分析結果の内容は次節）。

一方、日本企業のケースについては、アンケートなどの個票データを用いて中小企業の事業承継型M&Aの要因（中井 2008）や承継後のパフォーマンスの変化（安田 2005）などについての検証はなされているが、上場企業におけるオーナーのエグジッ

4) 「ZOZO買収 ソフトバンクGが主導」『日本経済新聞』2019年9月13日。なお、M&Aを通じた事業承継のケースについては、『週刊東洋経済』（2010年9月12日号）において特集がなされている。

トの株価効果を分析した研究は、管見するところ存在しない。そこで本稿では、上場企業をサンプルとして、オーナーの株式売却が与える株価効果について、株式を取得するレイダー企業と売却するターゲット企業とに分けて検証を行うこととする。

このような分析を行う意義として、上場企業の特にターゲットの株価反応についても対象としている点が挙げられる。上述した先行研究では、レイダー企業の株価反応を中心に扱ってきた。ただし、MA&の価値評価は、ターゲットへの効果も考慮に入れたトータルの株主価値から検討される必要がある。仮に買い手側が交渉力を発揮し、株式取得価格をディスカウントしている場合などは、売り手側株主の価値が棄損されることになる。このような価値移転が売り手から買い手に起こり、前者の価値棄損が後者の価値創造を上回る場合、M&Aの供給を減少させ、取引自体を委縮させる。この場合、何らかの規制が必要になるが、本稿の分析結果を通して、その判断材料を獲得することが可能となろう。

本稿の構成は次のとおりである。第2節では、先行研究の紹介と作業仮説を提示する。第3節では、実証分析に用いるデータセットとオーナーの株式売却に対するレイダーとターゲットの株価反応について、市場調整モデルを用いて計測する。第4章では、それら当事者の株価反応の要因について作業仮説に基づいた諸変数を作成し分析を行う。第5節は結論と今後の課題にあてられる。

2. 先行研究と作業仮説

オーナーの株式売却は、ターゲット企業とレイダー企業の株価にどのような影響を与えるのであろうか。本節では先行研究を紹介しながら、①オーナーが売却する株式の比率（対発行済株式総数）、②ターゲット企業の所有構造、及び③ターゲット企業の規模、の観点から作業仮説を提示する。

2.1 オーナーが売却する株式比率

Gonenc et al. (2013) は、1997-2008年までに大陸ヨーロッパ諸国で行われた391件の非公開化企業を対象とした買収をサンプルとし、レイダー企業の株価反応について、ファミリー企業⁵⁾と非ファミリー企業を買収した場合に分けて検証している。その結果、非ファミリー企業を買収に比べ、ファミリー企業を買収の方がレイダー側の株式のリターンは有意に低いとの結果を報告している。その理由として、ファミリーは支配権と私的便益を放棄するためにレイダーは高いプレミアムを見返りとして求めら

5) 以下紹介する Gonenc et al. (2013), Gleason and Pennathur (2014) は、いずれも個人、あるいは一族で発行済株式総数の20%以上を保有する企業をファミリー企業と定義している。

オーナーによる株式売却と株式市場の評価

れ、それを株式市場はネガティブに評価したためと結論付けている。特にこうした関係性は、オーナーの株式処分の規模が大きくなるほど、彼らの交渉力は増すため、強くなる可能性がある。実際、Bradley et al. (1988) はTOB取引において、株式取得割合に比例してターゲット企業の株主に提示する買収プレミアムも上昇し、買い手の費用負担が増すことを明らかにしている。以上から、次の仮説が導かれる。

H1 (a): オーナーの売却比率が高い案件ほど、レイダーのリターンは低くなり、ターゲットのリターンは高くなる。

ただし、上記の反面、レイダーが支配権を獲得することにより、将来的なシナジーの獲得はより確実なものになるという経路も想定される。近年の完全子会社の動きは親子上場の批判への対応という点に加え、こうした側面もあろう。これに関連する研究として、オーナーの株式売却を扱ったものではないが、Slovin and Sushka (1998) による親子合併の株価効果に関する分析がある。それによると、子会社株主に比べ値は低いものの、親会社株主にも正のリターンが生じている。その理由として、同研究では合併によって子会社少数株主がスクイズアウトされ機動的な事業再編が可能となり、将来的なシナジー獲得が見込まれるため、それを織り込んで親会社の株価がプラスに反応したためだと論じている。すなわち、M&Aによるシナジーの獲得のベネフィットが上述のコストを上回るとき、レイダーのリターンにもプラス効果が表れるであろう。

H1 (b): オーナーの売却比率が高い案件ほど、ターゲットとともに、レイダーのリターンはプラスに反応する。

2.2 ターゲットの所有構造

Gleason and Pennathur (2014) はアメリカにおいて1984年から2000年までに発表された307件のファミリー企業をターゲットとした買収案件をサンプルとし、レイダーのリターンについて検証している。その際、同研究はターゲット企業の経営者持株比率に注目している。つまり、経営者の持株比率が上昇するにつれ彼らのインセンティブが増すため、株主利害と一致し、株主価値向上を促すような経営が期待できる(リアライメント効果)。その一方で、経営者の保有比率がある閾値を超えると、外部者による規律付けが効きにくくなるため、株主価値の低下が放置されるおそれがある(エントレンチメント効果)。このように経営者の持株比率には最適水準があり、株主価値に対して非線形(Mork et al. 1988; McConnell and Servaes 1990)となることから、Gleason and Pennathur (2014) はそうした企業を買収するレイダーのリターン

もターゲットとなるファミリーの持株比率に応じて非線形になると主張している（同研究では株主価値は経営者持株比率が中程度で最大となり、そうした高い価値がある企業を買収することで、レイダーの株価は高まると捉えている）。

H2: ターゲットの経営者持株比率は、レイダーのリターンに対し非線形の形状を取る。

もっとも、彼らの仮説は、リアライメント状態にある企業を買収＝レイダーは高リターン、エントレンチメント状態にある企業を買収＝レイダーは低リターンと想定しているが、この点については議論の余地があろう。例えば、リアライメント状態にある企業はパフォーマンスも高いと予想されるが、そうした案件は買収価格も高いものになるであろう（つまり、レイダーのリターンは低くなる）。その一方で、エントレンチメント状態にある企業は、パフォーマンスが低いために、買収価格も安く、リストラクチャリングによる価値創造の余地も大きいかもしれない。そうした企業を買収を、レイダー側株主は肯定的に評価する可能性もある。このような見方と上記仮説のいずれが支配的かは、実証分析の結果に委ねられることになろう。

2.3 ターゲット企業の規模

ターゲット企業の規模も、レイダーの株価反応を観察するうえで看過できない要素である。この点について、Gonenc et al. (2013) は、レイダーとターゲットの相対規模（ターゲット時価総額／レイダー時価総額）を取り上げ、同比率が大きいほどレイダーのリターンにプラスの効果を与えることを明らかにしている。これについて同研究では、相対的に規模が大きいほど買収後のシナジー効果も大きくなることが期待できるためと説明している。

H3 (a) : ターゲット企業の規模が大きくなるほど、レイダー側のリターンは大きくなる。

それに対し、Gleason and Pennathur (2014) はターゲット企業の規模（時価総額）が大きくなるほど、レイダーのリターンは低下する傾向を見出している。その理由は明確に提示されていないが、おそらく、ターゲットの企業規模が大きくなるにつれ、買収にかかる費用負担も高まるため、それをレイダー側株主は敬遠したためだと推察される。

H3 (b) : ターゲット企業の規模が大きくなるほど、レイダー側のリターンは小さくなる。

3. データセットと株価反応

3.1 データセット

上記の検証を行うにあたり、オーナーが一定割合の株式を売却した案件を特定する必要がある。本稿ではレコフデータ『レコフM&Aデータベース』を用いて、2008年以降にオーナーが5%以上の株式を売却したケースを抽出した。株価データは『日経NEEDS株式日次収益率』、東洋経済新報社『株価CD-ROM』から、次節の株価反応の要因分析に用いた財務データは『日経NEEDS FinancialQuest』から取得した。結果、2019年末までに公表された案件で、売却側（＝ターゲット）109件、買収側（＝レイダー）36件が分析対象となった（いずれも非金融業の上場企業）⁶⁾。

3.2 株価反応の計測方法

イベント（＝オーナーによる株式売却）による株価反応を捉えるため、「異常リターン」（AR: Abnormal Return）と、それを特定の期間、合計した「累積異常リターン」（CAR: Cumulative Abnormal Return）を用いる。異常リターンは（1）式のような市場調整モデルによって計測した⁷⁾。

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

AR_{it} は銘柄*i*の*t*日の異常リターン、 R_{it} は銘柄*i*の*t*日の日次収益率、 R_{mt} はTOPIXの*t*日の日次収益率となる。すなわち、ARはマーケットリターンからの乖離を表し、その値によって、あるイベントが株価にどの程度ポジティブ（あるいはネガティブ）な影響を与えたのかを計測するものである。ここでは、イベント日（ $t=0$ ）を中心にしてその前後1日間、2日間、3日間、及び10日間の AR_{it} を合計した値を累積異常リターンと定義して、それぞれCAR（-1, 1）、CAR（-2, 2）、CAR（-3, 3）、CAR（-10, 10）と表す。分析にはこれら4パターンのCARを用いた。また、こうしたAR、CARについて、レイダーとターゲット個々のものに加え、Bradley et al. (1988)

6) いずれの案件もTOBを経て当事者間のブロックトレードがなされており、レコフデータのカテゴリでは買収（当事者1による支配権の獲得）に該当する。

7) 他に、イベント発生前の個別銘柄のリターンとマーケットリターンの回帰モデルからイベント発生後の個別銘柄の期待リターンを計算し、それと実現したリターンとの乖離を計算し、異常リターンを求める方法がある（市場モデル）。しかし、本稿のケースでは、互いのイベントが近接して発生しているため、ある銘柄の期待リターンを算出する際に他の銘柄のイベントが干渉してしまうという問題がある。そこでイベント日近辺の個別銘柄とマーケットのリターンのみで計測可能な市場調整モデルを今回は用いることにした。なお、市場調整モデルと市場モデルの間にはほとんど結果に差異はないことが知られている（Sirower 1997）。

にならない、案件トータルとして株主価値を生み出したかを検証するために、アナウンスメント日直前の決算期のレイダー、ターゲットのそれぞれの時価総額で加重平均したリターンも計算した。

3.3 株価の反応

まず、株価反応の推移について、ヴィジュアル的に追っていきこう。まず、レイダー企業のイベント ($t=0$ 日) 発生前においてプラスのCARであったものが、イベント日を直前にマイナスに転じ、その後上下しながらも上昇傾向にある(図2)。イベント前後30日間のCARは0.2%程度であり、総じて弱い株価反応となっている。株式取得割合でサンプルを分割してみると、支配権の移転を意味する40%以上の取得のグループでイベントの効果がみて取れる⁸⁾。イベント日前にマイナス傾向であったCARはイベントを境にプラスに転じ、イベント発生から10日後から20日後にかけて3%から4%のCARを記録している。すなわち、支配権の移転を伴うブロックトレードの買い手側を株式市場はポジティブに評価したと解釈できる。一方、40%未満の取得では全サンプルと共通した推移となっている。イベント発生前にプラス、イベント日前後において下降、そして徐々に上昇していつているが、全体的に株価反応は微弱である。

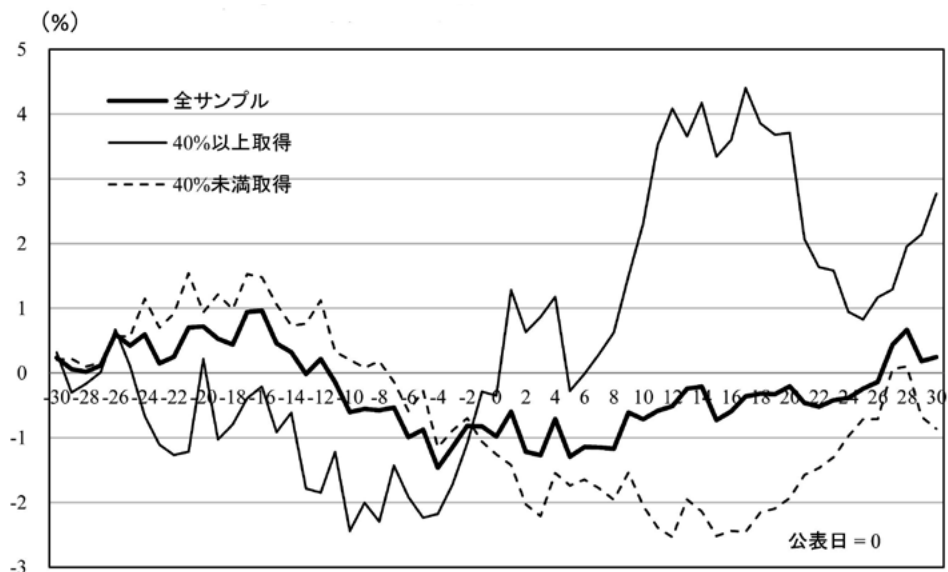


図2 レイダー企業の株価反応 (CAR)

8) 買収の定義は通常50%超であるが、(役員派遣状況も加味した) 実質支配力基準を念頭に支配権の獲得を40%以上と定義した。

イベント発生がターゲット企業の株価に与えた影響については、その効果が明確に観察される。0%近辺で推移していたCARはイベント日に急騰し、40%を超えるCARを記録している（図3）。ただし、売却比率を40%で分割しても、グループ間でほとんど違いはみられない。総じてオーナーによる株式売却は、ターゲット側の株主に大きな富をもたらしたと解釈できる。

レイダーとターゲットのリターンを加重平均してみると、イベント日を境に、大きくCARは上昇している（図4）。特に、その効果は支配権の獲得があった案件で顕著であり、イベント10日後から20日後にかけて5%から6%のCARが観測されている。オーナーのエグジットは、案件トータルとしても価値を生み出したと評価できよう。

次に、上記の結果が統計的に有意か否かを判定していこう（表1）。レイダー側の全サンプルの累積異常リターンはプラスとなっているCAR（-1, 1）のパターンでも0.22%と弱く、非有意である。すなわち、オーナーからの株式取得は、必ずしもレイダー側株主に富をもたらすとは限らない。ただし、40%以上のブロックトレードに限定した場合、CAR（-3, 3）は3.04%となっており、10%水準ながら有意にゼロと異なる。この企業群については、オーナーからの株式取得は、レイダー側株主に富の獲得をもたらしたと考えられる。一方、40%以下のケースに目を向けると、CAR（-3, 3）は-1.06%とマイナスのリターンとなっており、統計的に非有意である。

ターゲット側については、全サンプルのケースでイベント日に1.17%の異常リターンが記録（1%水準で有意）されており、その後5日目まで統計的に有意なプラスのリターンが継続している。特に、1日後、2日後のリターンは高く、それぞれ18.26%、10.58%となっている。結果、CARの値も非常に高く、CAR（-10, 10）は40%を超える。ただし、この傾向はサンプルを分割しても変わりはない。売却比率40%で分割して累積異常リターンを比較しても、CAR（-1, 1）からCAR（-3, 3）、及びCAR（-10, 10）はグループ間で有意な差はみられない（後掲表2パネルB）。このケースにおいては、支配権の移転に有無に関わらず、オーナーの株式売却は買収対象企業の株主に富をもたらしたと解釈できよう。

加重平均したリターンはイベント日周り1日から3日で正となっており、それは40%以上取得案件の効果によって説明可能である。この企業群では概ね5%から6%の価値が生み出されている。

では、以上のようなイベント発生に伴う株価の変動は、いかなる要因によってもたらされたのであろうか。次節では、前述した仮説に基づき、明らかにしていきたい。

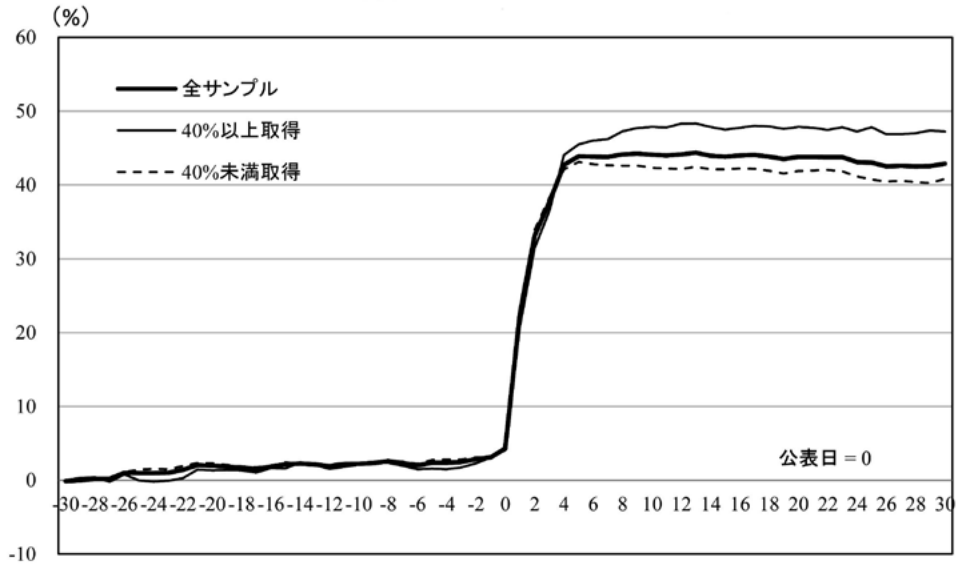


図3 ターゲット企業の株価反応 (CAR)

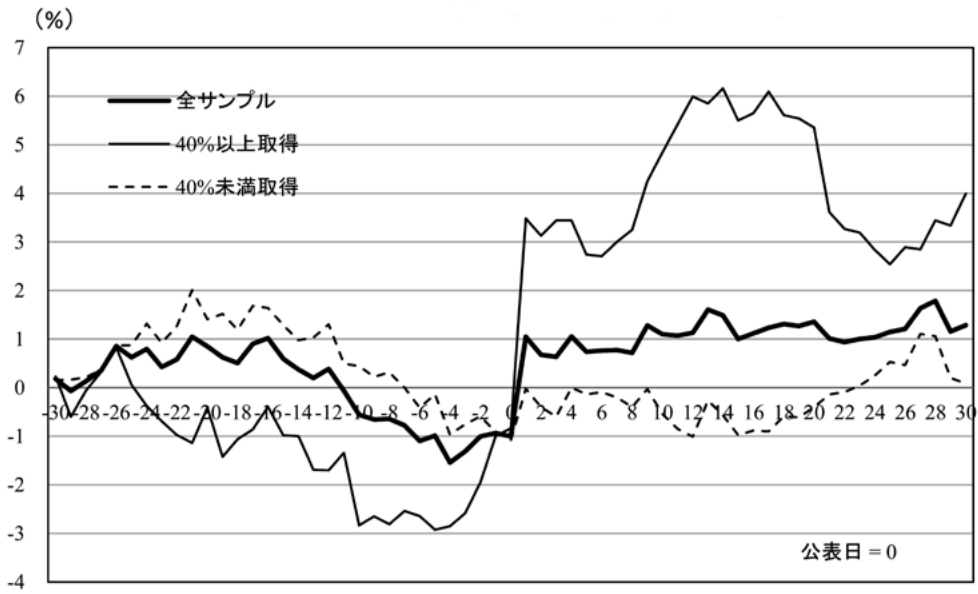


図4 レイダー・ターゲット加重平均の株価反応 (CAR)

4. 株価反応の決定要因

4.1 推計モデル

(1) レイダーサイド

まず、株式を取得したレイダー側の株価反応の決定要因として、Gonenc et al. (2013) などの先行研究を参考に、以下のように定式化する。

$$\text{CAR} = F[\text{SELLRT (or CONT), OWN, OWN2, RSIZE, GP, DA, CASH, PBR, ROA, SIZE, AGE, MANU}] \quad (2)$$

被説明変数は累積異常リターンであり、前節と同様、CAR (-1, 1), CAR (-2, 2), CAR (-3, 3), CAR (-10, 10) の4パターンを用いる。

説明変数のSELLRTはオーナーの売却比率（レイダー側からみれば、オーナーからの株式取得比率）を表し、「オーナー売却株式数／ターゲット企業の発行済株式総数」で求められる。同割合はレコフデータ『レコフM&Aデータベース』の抄録より把握した。2節で提示したように、同売却比率が高まるにつれ、オーナー側の交渉力が強くなり、レイダー側の金銭的負担が増すという側面と、取得割合が高くなるにつれ、買い手の支配権も確固たるものとなり、将来的なシナジー効果の獲得が確実にするというシナリオも存在する。前者の場合では、レイダー側の株価は負に反応、後者の場合では正に反応するであろう。なお、本仮説の検証にあたっては、売却比率の原数値とは別に、支配権を得ることが質的に重要となる可能性も踏まえ、オーナーから買収対象企業の株式の40%以上を取得した場合のダミー変数（CONT）も挿入してチェックする。

OWN, OWN2はターゲット企業の経営者持株比率、同2乗である。その持分に応じてターゲット企業の株主価値が非線形になっているとするならば、レイダーのリターンも非線形になる可能性がある。その場合、OWNは正、OWN2は負の符号を取るであろう。

RSIZEは相対規模であり、ターゲット総資産／レイダー総資産と定義される⁹⁾。同比率が高いほど、自社資産と取得資産の融合によるシナジー効果も増幅し、レイダー側の株価はポジティブな反応を示すことが予想される。もっとも、買収する企業の規模が相対的に大きくなれば、買収資金やPMI（Post Merger Integration）の負担も増すと考えられる。これをマーケットが敬遠する場合、レイダー側の株価はネガティブに反応するであろう。

GPは非公開化ダミーであり、買収後、非公開化された案件に1の値を与えるダミー

9) 以下、いずれの変数もオーナーのエグジット公表直前の決算期の数値を用いている。

変数である。分析サンプルの52.6%が該当する。レックス・ホールディングス事件以降、株式の買取価格をめぐってスクイズアウトされる少数株主との間に法廷闘争が相次ぎ、買取プレミアムが高騰した経緯がある（井上他 2010）。これは買取側の金銭的負担が上昇したことを意味する。この場合、レイダー側は少数株主の批判やひいては法廷闘争を回避するため、追加的な金銭的負担を強いられることになる。実際、それが起こっている場合、非公開化取引はレイダー側の株価にネガティブな影響を及ぼすであろう。

PREMは買取プレミアムであり、取引日20日前の終値に対するTOB価格（(TOB価格-取引20日前終値)/取引20日前終値）で計算される。高いプレミアムは事後的なシナジーを過大に見積もっており、割高な買取を行う可能性を示唆する。その場合、当該取引に対しレイダー側の株主はネガティブに反応するであろう。

その他、買取前の資本構成、パフォーマンスなどをコントロールする。資本構成として、負債比率（負債/総資産）DA、手元流動性比率（(現預金+有価証券+投資有価証券)/総資産）CASH、株価パフォーマンスとしてPBR（株価純資産倍率）、財務パフォーマンスとして業種平均で調整したROA（経常利益/総資産）、規模企業として総資産対数値SIZE、存続期間として社齢（月数）の対数値AGE、業種要因として製造業ダミーMANUを挿入した。

(2) ターゲットサイド

次に、株式を売却したターゲット側の株価反応の決定要因として、(3)式の推計を行う。

$$\text{CAR} = F[\text{SELLRT (or CONT), GP, MBO, FUND, DA, CASH, PBR, ROA, SIZE, AGE, MANU}] \quad (3)$$

被説明変数は、レイダー側の推計と同様、4パターンのCARである。

SELLRTは、オーナーの売却比率である。前述のように、ブロックトレードの場合、オーナー側の交渉力も上昇し、プレミアムも上昇することが想定される。その場合、他の一般株主も恩恵を享受するため、ターゲット側の株価にポジティブな影響を与えることが予想される。なお、この推計でも支配権の提供が大きなインパクトを与えると予想して、推計式にCONT（40%以上の株式売却）も挿入する。

GPは非公開化ダミーである。少数株主をキャッシュアウトするために、割増のプレミアムが提示される傾向にあることは前述のとおりである。同行為が行われる案件においては、売却側の株価はポジティブに反応すると想定される。

MBOはMBO案件の場合に1の値を取るダミー変数である。サンプルの33.9%を占める。このケースにおけるオーナーのエグジットについては大きく分けて2つのパ

ターンが考えられる。1つ目は、既に経営の一線から引退しているオーナーが現経営陣に株式を売却するケースである。2つ目は、経営を担っているオーナーが所有の側面からはエグジットを図るケースである（経営は引き続き担い、場合によっては買収会社に再出資を行う）。もっとも、本稿のサンプルでは後者のケースが主流となっており、前者のケースはほとんど観察されない¹⁰⁾。いずれのケースでも非公開化を伴うため、上記と同様、売却側企業の株価にポジティブな影響を与えると予想される。

FUNDはファンドダミーであり、買収にバイアウト・ファンドが関与する案件に1の値を与えるダミー変数である。ファンドはファイナンシャル・バイヤーとして交渉力と強圧性を発揮し、買収価格を節約している可能性が指摘されている。同案件では、ターゲット企業の株価はネガティブな反応を示すと想定される。

PREMはレイダーサイドの推計と同様、対取引20日前の終値で計算したTOBプレミアムである。高いプレミアムはそのまま買収対象企業の株主の富に反映されるため、ターゲット企業の異常リターンにプラスの効果を与えるであろう。

最後に、コントロール変数として、レイダーサイドの推計と同様、負債比率DA、手元流動性比率CASH、PBR、調整済みROA、総資産対数値SIZE、社齢（月数）対数値AGE、製造業ダミーMANUを挿入している。

以上の変数の基本統計量は表2のとおりである。オーナーの売却比率はレイダー側（パネルA）で31.11%となっており、40%以上の売却ダミーの割合は30.56%となっている。ターゲット側（パネルB）の同売却比率は31.96%、支配権の提供を意味するダミー変数の割合は32.1%となっており、レイダー側と大きな差はない。売却比率40%でサンプルを分割してみると、レイダー側の場合（コラム（b）とコラム（c））、40%以上の株式を取得したグループはそうでないグループに比べ、経営者持株比率で高く、買収プレミアム、社齢で低くなっている。特にプレミアムの差は大きく、40%以上案件で-5.7%であるの対し、40%未満案件で31.11%となっている。これは前者でディスカウントTOB案件の割合が多いためである¹¹⁾。一方、ターゲット側の場合では、前者はMBOダミーと製造業ダミーの割合、総資産対数値、社齢対数値は低く、手元流動性比率は高くなっている。

4.2 推計結果

(1) レイダーサイド

レイダーサイドの株価反応の決定要因は表3に要約されている。サンプルサイズの

10) 本稿のサンプルでは日本コンピュータシステム（2008年）の案件が含まれるに過ぎない。他に創業者エグジット型のMBOとしてよく知られているのはキューサイ（2006年）の案件であるが、本稿の分析対象期間前である。

11) 38件中12件（31.6%）が該当する。

表2 基本統計量

パネルA：レイダー

Variable	(a) 全サンプル (N=36)				(b) 40%以上取得	
	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Mean	Std. Dev.
CAR (-1, 1)	0.0022	0.0436	-0.1141	0.1071	0.0237	0.0416
CAR (-2, 2)	-0.0007	0.0383	-0.0970	0.0998	0.0235	0.0389
CAR (-3, 3)	0.0020	0.0493	-0.1316	0.1468	0.0304	0.0476
CAR (-10, 10)	-0.0052	0.1204	-0.3067	0.2424	0.0370	0.1637
SELLRT	0.3111	0.1667	0.0558	0.6654	0.5135	0.0752
CONT	0.3056	0.4672	0.0000	1.0000	1.0000	0.0000
OWN	0.1904	0.2078	0.0006	0.6695	0.3394	0.2762
RSIZE	0.1228	0.1684	0.0023	0.8033	0.1244	0.1483
GP	0.5000	0.5071	0.0000	1.0000	0.4545	0.5222
PREM	0.1986	0.3465	-0.5735	1.0151	-0.0570	0.3525
DA	0.5253	0.2073	0.2083	0.9190	0.5019	0.1729
CASH	0.2620	0.1639	0.0653	0.7385	0.2826	0.1869
PBR	1.4568	1.6620	0.0075	9.4642	1.2194	1.1224
ROA	0.0523	0.0940	-0.0348	0.4750	0.0790	0.1375
SIZE	12.1158	1.7661	8.7415	14.7060	11.4640	1.8806
AGE	5.7200	1.1480	2.3979	7.1058	4.9007	0.8948
MANU	0.2222	0.4216	0.0000	1.0000	0.0909	0.3015

パネルB：ターゲット

Variable	(d) 全サンプル (N=109)				(e) 40%以上取得	
	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Mean	Std. Dev.
CAR (-1, 1)	0.1942	0.1153	-0.1141	0.4498	0.1855	0.1454
CAR (-2, 2)	0.3068	0.1695	-0.0970	0.7219	0.2991	0.1994
CAR (-3, 3)	0.3499	0.2166	-0.1316	0.8400	0.3504	0.2611
CAR (-10, 10)	0.4178	0.3290	-0.0648	1.4162	0.4605	0.4091
SELLRT	0.3196	0.1714	0.0558	0.8026	0.5238	0.0978
CONT	0.3211	0.4691	0.0000	1.0000	1.0000	0.0000
GP	0.7431	0.4389	0.0000	1.0000	0.6857	0.4710
MBO	0.3394	0.4757	0.0000	1.0000	0.1714	0.3824
FUND	0.1651	0.3730	0.0000	1.0000	0.1429	0.3550
PREM	0.4622	0.5191	-0.5735	2.1073	0.5281	0.7137
DA	0.4809	0.2248	0.0837	0.9526	0.4922	0.2082
CASH	0.3270	0.2057	0.0450	0.8348	0.3945	0.2419
PBR	1.7675	3.9852	0.0075	28.6927	1.6315	2.2109
ROA	0.0090	0.0920	-0.2021	0.4750	0.0045	0.1204
SIZE	9.2917	1.0529	7.0519	11.8114	8.7780	1.1023
AGE	5.7530	0.7462	2.3979	7.1058	5.4369	0.7878
MANU	0.2294	0.4224	0.0000	1.0000	0.1143	0.3228

注1：アスタリスクはt検定の結果、あるいは2群の比率の差に関する検定の結果を表し、***, **, *はそれぞれ注2：各変数について、1%タイルと99%タイルを winsorize する異常値処理をしている。

(表2 続き)

パネルA：レイダー

(N=11)		(c) 40% 未満取得 (N=25)				(b) - (c)
Min	Max	Mean	Std. Dev.	Min	Max	
-0.0668	0.1071	-0.0073	0.0418	-0.1141	0.0722	0.0310 **
-0.0431	0.0998	-0.0114	0.0334	-0.0970	0.0868	0.0350 ***
-0.0369	0.1468	-0.0106	0.0455	-0.1316	0.1068	0.0410 ***
-0.3067	0.2424	-0.0238	0.0938	-0.3067	0.1605	0.0608
0.4183	0.6654	0.2221	0.1056	0.0558	0.3823	0.2913 ***
1.0000	1.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
0.0053	0.6695	0.1249	0.1287	0.0006	0.3665	0.2145 ***
0.0036	0.5034	0.1221	0.1794	0.0023	0.8033	0.0023
0.0000	1.0000	0.5200	0.5099	0.0000	1.0000	-0.0655
-0.5735	0.4405	0.3111	0.2832	-0.1713	1.0151	-0.3682 ***
0.2643	0.7691	0.5357	0.2233	0.2083	0.9190	-0.0337
0.0840	0.7289	0.2530	0.1561	0.0653	0.7385	0.0296
0.0075	3.3135	1.5612	1.8618	0.4368	9.4642	-0.3418
-0.0348	0.4750	0.0405	0.0674	-0.0247	0.2934	0.0385
8.7415	14.6789	12.4025	1.6718	8.8652	14.7060	-0.9385
2.8332	6.5439	6.0806	1.0702	2.3979	7.1058	-1.1799 ***
0.0000	1.0000	0.2800	0.4583	0.0000	1.0000	-0.1891

パネルB：ターゲット

(N=35)		(f) 40% 未満取得 (N=74)				(e) - (f)
Min	Max	Mean	Std. Dev.	Min	Max	
-0.1141	0.4498	0.1984	0.0989	-0.0593	0.4498	-0.0129
-0.0970	0.6964	0.3104	0.1547	-0.0685	0.7219	-0.0114
-0.1316	0.8400	0.3496	0.1940	-0.0865	0.8400	0.0008
-0.0648	1.4162	0.3975	0.2844	-0.0515	1.4162	0.0630
0.4049	0.8026	0.2230	0.0978	0.0558	0.3921	0.3008 ***
1.0000	1.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
0.0000	1.0000	0.7703	0.4235	0.0000	1.0000	-0.0846
0.0000	1.0000	0.4189	0.4967	0.0000	1.0000	-0.2475 **
0.0000	1.0000	0.1757	0.3831	0.0000	1.0000	-0.0328
-0.5735	2.1073	0.4311	0.3979	-0.5735	2.0120	0.0971
0.0837	0.8700	0.4755	0.2334	0.0837	0.9526	0.0167
0.0867	0.8348	0.2951	0.1793	0.0450	0.7596	0.0993 **
0.0075	9.4532	1.8318	4.6051	0.0226	28.6927	-0.2002
-0.2021	0.4750	0.0111	0.0758	-0.1463	0.2956	-0.0065
7.0519	10.8100	9.5347	0.9422	7.1717	11.8114	-0.7567 ***
2.3979	6.5889	5.9025	0.6813	4.0073	7.1058	-0.4656 ***
0.0000	1.0000	0.2838	0.4539	0.0000	1.0000	-0.1695 *

れ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

表3 株価反応の決定要因 (レイダー)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	CAR(-1, 1)	CAR(-1, 1)	CAR(-1, 1)	CAR(-2, 2)	CAR(-2, 2)
SELLER	-0.0127 (-0.26)			0.0081 (0.18)	
CONT		0.0287 (1.63)			0.0389 (2.33)**
OWN			0.1467 (1.16)		
OWN2			-0.2154 (-1.10)		
RSIZE	-0.2177 (-4.03)***	-0.1730 (-3.38)***	-0.1904 (-3.52)***	-0.1211 (-2.42)**	-0.0774 (-1.92)*
CONT × RSIZE		-0.1302 (-1.32)			-0.1440 (-1.94)*
GP	-0.0064 (-0.44)	-0.0110 (-0.71)	-0.0097 (-0.66)	-0.0149 (-1.12)	-0.0197 (-1.39)
PREM	-0.0178 (-0.85)	-0.0032 (-0.15)	-0.0241 (-0.99)	-0.0239 (-1.45)	-0.0058 (-0.32)
DA	0.0471 (1.08)	0.0600 (1.26)	0.0274 (0.61)	0.0330 (0.86)	0.0474 (1.12)
CASH	0.0121 (0.15)	0.0561 (0.55)	-0.0004 (-0.01)	-0.0316 (-0.42)	0.0156 (0.18)
PBR	-0.0017 (-0.41)	-0.0027 (-0.52)	-0.0024 (-0.53)	0.0001 (0.02)	-0.0006 (-0.13)
ROA	0.0025 (0.02)	-0.0455 (-0.35)	0.0201 (0.21)	0.0757 (0.89)	0.0236 (0.23)
SIZE	-0.0120 (-2.21)**	-0.0115 (-2.40)**	-0.0084 (-1.40)	-0.0080 (-1.32)	-0.0078 (-1.38)
AGE	-0.0125 (-1.45)	-0.0104 (-1.00)	-0.0103 (-1.32)	-0.0101 (-1.70)	-0.0073 (-1.02)
MANU	0.0268 (1.40)	0.0256 (1.21)	0.0261 (1.29)	0.0289 (1.42)	0.0274 (1.28)
Constant	0.2252 (2.21)**	0.1788 (1.91)*	0.1675 (1.80)*	0.1583 (1.60)	0.1140 (1.29)
N	36	36	36	36	36
F-value	3.68***	3.33***	3.06**	3.46***	4.63***
Adj-R-squared	0.1906	0.1992	0.2075	0.0715	0.1293

注1：上段は係数を，下段括弧内は不均一分散にロバストな標準誤差に基づく漸近的t値を示す。

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

(表3続き)

(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
CAR(-2, 2)	CAR(-3, 3)	CAR(-3, 3)	CAR(-3, 3)	CAR(-10, 10)	CAR(-10, 10)	CAR(-10, 10)
	-0.0362 (-0.61)			-0.1264 (-0.94)		
		0.0242 (1.10)			0.0787 (1.72)*	
0.1933 (1.90)*			0.0445 (0.32)			-0.3619 (-1.26)
-0.2427 (-1.55)			-0.0311 (-0.16)			0.4362 (0.96)
-0.1016 (-2.07)**	-0.1138 (-1.52)	-0.0629 (-0.88)	-0.0869 (-1.06)	-0.2093 (-1.30)	-0.0262 (-0.17)	-0.1771 (-0.99)
		-0.0541 (-0.48)			-0.4567 (-2.61)**	
-0.0202 (-1.60)	-0.0010 (-0.05)	-0.0034 (-0.17)	-0.0035 (-0.17)	0.0462 (1.45)	0.0289 (0.90)	0.0549 (1.76)*
-0.0322 (-1.77)*	-0.0677 (-2.14)**	-0.0506 (-1.56)	-0.0636 (-1.92)*	-0.1962 (-3.27)***	-0.1488 (-2.34)**	-0.1691 (-2.86)***
0.0039 (0.10)	0.0742 (1.42)	0.0758 (1.30)	0.0625 (1.11)	0.1550 (1.56)	0.1989 (2.08)**	0.2049 (1.87)*
-0.0641 (-0.94)	0.0662 (0.77)	0.0770 (0.69)	0.0454 (0.50)	-0.0679 (-0.45)	0.0901 (0.58)	-0.0072 (-0.04)
0.0003 (0.07)	-0.0012 (-0.25)	-0.0005 (-0.09)	-0.0001 (-0.03)	-0.0217 (-2.20)**	-0.0263 (-2.88)***	-0.0220 (-1.94)*
0.0840 (1.05)	-0.0791 (-0.58)	-0.0884 (-0.51)	-0.0793 (-0.54)	0.3643 (1.73)*	0.1947 (0.83)	0.3684 (1.54)
-0.0046 (-0.79)	-0.0101 (-1.21)	-0.0072 (-0.85)	-0.0076 (-0.83)	0.0052 (0.27)	0.0088 (0.41)	0.0044 (0.20)
-0.0078 (-1.45)	-0.0093 (-1.28)	-0.0053 (-0.64)	-0.0072 (-0.94)	0.0079 (0.80)	0.0147 (1.28)	0.0074 (0.64)
0.0289 (1.45)	0.0211 (0.84)	0.0248 (0.94)	0.0251 (0.93)	0.0065 (0.15)	0.0040 (0.08)	0.0127 (0.30)
0.1146 (1.25)	0.1613 (1.25)	0.0738 (0.61)	0.1091 (0.76)	-0.0850 (-0.29)	-0.2855 (-0.88)	-0.1339 (-0.39)
36	36	36	36	36	36	36
3.22***	1.70	1.63	1.51	4.6***	8.28***	6.22***
0.1859	0.0384	0.0054	-0.0049	0.3723	0.3740	0.3747

表4 株価反応の決定要因 (ターゲット)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR(-1, 1)	CAR(-1, 1)	CAR(-2, 2)	CAR(-2, 2)
SELLRT	-0.0696 (-0.94)		-0.0703 (-0.79)	
CONT		-0.0178 (-0.60)		-0.0221 (-0.66)
GP	0.0492 (1.71)*		0.0701 (1.81)*	
MBO		0.0188 (0.82)		0.0688 (2.53)**
FUND	-0.0302 (-0.99)	-0.0275 (-0.94)	-0.0505 (-1.49)	-0.0606 (-1.76)*
PREM	0.0393 (1.73)*	0.0465 (2.07)**	0.1646 (5.17)***	0.1735 (5.98)***
DA	-0.0880 (-1.29)	-0.0728 (-1.07)	-0.0796 (-0.92)	-0.0466 (-0.55)
CASH	-0.0295 (-0.35)	0.0034 (0.04)	0.0164 (0.16)	0.0769 (0.78)
PBR	-0.0035 (-1.05)	-0.0043 (-1.39)	-0.0052 (-1.62)	-0.0058 (-1.90)*
ROA	-0.2888 (-2.55)**	-0.3028 (-2.65)***	-0.2933 (-1.67)*	-0.3285 (-1.88)*
SIZE	0.0048 (0.47)	0.0084 (0.79)	0.0077 (0.62)	0.0094 (0.74)
AGE	0.0004 (0.03)	0.0008 (0.06)	0.0047 (0.28)	0.0054 (0.33)
MANU	-0.0531 (-1.70)*	-0.0523 (-1.65)	-0.0475 (-1.40)	-0.0494 (-1.44)
Constant	0.1930 (1.44)	0.1499 (1.07)	0.1662 (1.01)	0.1233 (0.74)
N	109	109	109	109
F-value	2.9***	2.37**	6.87***	7.12***
Adj-R-squared	0.1336	0.1023	0.3856	0.3922

注1：上段は係数を，下段括弧内は不均一分散にロバストな標準誤差に基づく漸近的t値を示す。

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

(表4 続き)

(5)	(6)	(7)	(8)
CAR(-3, 3)	CAR(-3, 3)	CAR(-10, 10)	CAR(-10, 10)
-0.0365 (-0.34)		-0.0357 (-0.24)	
	-0.0262 (-0.71)		-0.0243 (-0.51)
0.0765 (2.02)**		0.0791 (1.74)*	
	0.0407 (1.37)		0.0373 (1.12)
-0.0493 (-1.19)	-0.0463 (-1.12)	-0.0420 (-1.07)	-0.0371 (-0.92)
0.2845 (9.69)***	0.2969 (10.55)***	0.5217 (13.91)***	0.5346 (13.85)***
-0.0907 (-0.99)	-0.0503 (-0.54)	0.1108 (1.07)	0.1512 (1.39)
0.0187 (0.16)	0.0880 (0.80)	0.1852 (1.36)	0.2550 (1.89)*
-0.0039 (-1.15)	-0.0052 (-1.52)	-0.0014 (-0.50)	-0.0028 (-0.89)
-0.3113 (-1.76)*	-0.3479 (-1.97)*	-0.6307 (-2.22)**	-0.6672 (-2.43)**
0.0046 (0.35)	0.0077 (0.54)	-0.0185 (-1.01)	-0.0146 (-0.72)
0.0134 (0.71)	0.0137 (0.72)	0.0024 (0.11)	0.0030 (0.13)
-0.0424 (-1.21)	-0.0455 (-1.26)	-0.0028 (-0.06)	-0.0058 (-0.12)
0.1185 (0.61)	0.0825 (0.40)	0.1891 (0.78)	0.1469 (0.54)
109	109	109	109
15.98***	16.2***	34.68***	34.56***
0.5714	0.5611	0.7167	0.7108

制約から、すべての説明変数の係数がゼロとする帰無仮説を棄却できるモデルが限定されるため、帰無仮説を棄却できた結果を中心に報告する。まず、SELLRTはどのコラムも統計的に有意となっていない。オーナーからの株式取得は、線形としては買収企業の株式リターンに影響を与えていない。一方、CONTはコラム(5)(11)で有意に正の係数となっている。例えば、コラム(5)でみた場合、オーナーから40%以上の株式を取得した案件の累積異常リターンCAR(-2, 2)は3.89%ポイントだけ高い。サンプル平均はほぼゼロであるので、その効果は非常に大きい。オーナーからの支配権移転を伴う取引をマーケットは高く評価しているといえる。したがって、仮説1(b)が支持された。

興味深いのは、相対規模の効果である。RSIZEの係数は有意に負である(コラム(1)から(6))。コラム(1)でみた場合、同変数の1標準偏差の低下はCAR(-1, 1)を3.63%ポイント(=0.17×-0.22)だけ引き上げる。サンプル平均のCAR(-1, 1)はゼロ近辺であるので、それを超える値となっている。これにより、仮説3(b)が支持されたといえる。

以上の結果を踏まえ、CONTとRSIZEの交差項を推計に挿入した(コラム(2)(5)(8)(11))。結果をみると、コラム(5)と(11)において有意に負の係数を示している。相対規模が小さく、かつ40%以上の株式取得がなされた場合、累積異常リターンはポジティブに反応する。マーケットは、オーナーから株式取得をする場合、支配権移転を伴う小型の案件を好感していると推察できる。

OWN, OWN2は、概ね前者は正、後者は負となっているが、ほとんどのコラムで有意な結果は得られていない。株主価値は経営者持株比率によって非線形になり、それによって買収を行うレイダーの株主価値も変化するとの見方(仮説2)を提示したが、本稿の推計結果からは同仮説は支持されなかった。

PREMの係数はCAR(-10, 10)のモデルを中心に有意に負となっている。すなわち、高いプレミアムの支払いは、買収対象企業のプライシングが過剰に行われているとマーケットが評価していることを示唆する結果だと考えられる。買収企業株主から被買収企業株主への富の移転が起こっている可能性がある。

その他、コントロール変数についてはSIZEがコラム(1)と(2)で有意に負となっており、大規模企業の買収行動に対しマーケットはネガティブな反応を示していることがわかる。

(2) ターゲットサイド

次に、ターゲットサイドの推計結果を確認していこう(表4)。SELLRT, CONTは統計的に有意となっていない。オーナーの売却比率、オーナーからレイダーへの支配権移転は、ターゲット企業の株式リターンに有意な影響を与えていない。つまり、

仮説1は支持されなかった。

取引形態で有意となっているのはGPである。挿入されたいずれのコラムでも10%水準ながら正に有意となっている。コラム(1)で見ると、非公開化取引の場合、CAR(-1, 1)は公開維持取引に比べ、4.92%ポイント高い。このパターンの累積異常リターンの平均は19.42%であるので、その25.33%に相当する規模である。MBOダミーの係数は一部コラムを除き有意とはなっていないことから、非公開化取引全般がターゲット企業の株主のリターン獲得に寄与しているといえる。その他取引形態ではFUNDは有意な影響を与えず、ファンドの強圧性によって買収対象企業の株主の富が棄損されているとは判断できない。

PREMはいずれのコラムも正に有意となっている。係数が最も高くなっているコラム(8)で解釈した場合、同変数の1標準偏差の上昇はCAR(-10, 10)を27.75%ポイント(0.52×0.53)だけ引き上げる。これはサンプルのCAR(-10, 10)平均(41.78%)の66.42%にも相当する。買い手側から提示される高いプレミアムが売り手側の高い異常リターンを生み出すという点は井上・加藤(2006)と整合的な結果であり、上記レイダーサイドのPREMの効果と表裏一体といえる。

最後に、コントロール変数については、調整済ROAがすべてのコラムで有意に負となっている。事前のパフォーマンスが低い企業ほど経営改善余地が高く、事後的な価値創造が期待できるため、それが被買収時の異常リターンに反映している可能性がある。

5. 結論と今後の課題

本稿では、オーナーの株式売却によるエグジットに対し、株式市場がどのように反応したのかについて、レイダーとターゲットに分けて検証を試みた。分析の結果、以下の点が明らかとなった。第1に、市場調整モデルによって異常リターンを計測したところ、株式売却のアナウンスメントに対し、レイダー側は有意な株価反応を示さなかったが、ターゲット側については大きなリターンが発生したことが観察された。もっとも、サンプルをオーナーから支配権を獲得したグループに限定してみると、レイダー側についてもイベント日周りの累積異常リターンで正の効果が確認された。また、両者の加重平均を取ったリターンもプラスとなっており、オーナーの株式売却というイベントが総体として価値を生み出していることも判明した。

第2に、オーナーのエグジットに対する株価反応の要因について、同じくレイダーとターゲットの2つの側面から回帰分析を行った。まず、レイダーサイドについては、オーナーからの40%以上の株式取得、そして相対規模が小さな取引について、有意に正の株価反応がみられた。マーケットは、小型のオーナー企業を買収する際に、ポ

ジティブな評価をしていると考えられる。また、買収プレミアムの多寡は、イベント日周辺のターゲット側銘柄の株価反応に有意な影響を及ぼしていた。すなわち、しばしば買収企業の「高値掴み」が問題とされるが、そうした現象がシステマティックに発生していることを示唆する結果だと推察される。

一方、ターゲットサイドについては、非公開化取引のケースで高い株価反応が示された。エグジットするオーナー以外の少数株主に、十分な富の補填がなされているものと考えられる。また、買収プレミアムの高い取引ほど累積異常リターンも高い傾向もあり、買い手側に提示するプレミアムが直接的に売り手側株主の富を創造している点が確認された。

総じて、支配権移転を伴うオーナーの株式売却は、レイダー、ターゲット双方の株主の富にポジティブな影響を与えたと判断できる。

最後に、残された課題について述べておきたい。本稿ではオーナーの株式売却を対象としたが、それが非オーナーの売却案件とどのような差異があるのかについては扱えなかった。同じ株式の売却でもオーナー案件と非オーナー案件とを比較することを通じ、前者の固有の特徴を導き出すことが可能となろう。また、今回はオーナーの株式売却という側面に焦点をあてたが、エグジットするオーナーのその他の特性が株価に影響する可能性がある。例えば、オーナーの世代(創業者か二代目以降か)、エグジット時の彼らの年齢の効果を対象とするのも興味深いであろう。さらに、本稿ではオーナーから買収企業への支配権の移転が後者の株主の富を創造していることが判明したが、それが実際、事後的な財務パフォーマンスに寄与しているかを検証することで、これまでのファミリー企業論やコーポレートガバナンス論に新たな知見を提供することが期待できよう。

参考文献

- Bradley, M., A. Desai and E. H. Kim (1988), "Synergistic Gain from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp. 3-40.
- Gonenc, H., N. Hermes and E. V. Sinderen (2013), "Bidders' Gains and Family Control of Private Targets Firms," *International Business Review*, Vol. 22, pp. 856-867.
- Gleason, K. C. and A. K. Pennathur (2014), "Acquisitions of Family Owned Firms: Boon or Bust?," *Journal of Economic Finance*, Vol. 38, pp. 269-286.
- McConnell J. J. and H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612.
- Mork, R.A., A. Shleifer and R. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.

- 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, pp. 591-628.
- Roll, R. (1986), “The Hubris Theory of Corporate Takeovers,” *Journal of Business*, Vol. 59, pp. 197-216.
- Sirower, M. L. (1997), *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, Free Press (宮腰秀一訳『シナジー・トラップ：なぜM&Aゲームに勝てないのか』プレイティスホール出版, 1998年).
- Slovin, M. B. and M. E. Sushka (1998), “The Economics of Parent-Subsidiary Mergers: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 255-279.
- 井上光太郎・加藤英明 (2006) 『M&Aと株価』東洋経済新報社.
- 井上光太郎 (2008) 「日本のTOBは強圧的か？」日本経済研究センター「M&Aと資本市場」研究会報告書『M&A時代のファンドと株主利益』99-114頁.
- 井上光太郎・中山龍太郎・増井陽子 (2010) 「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか：実証分析からの示唆」『商事法務』No. 1918, 4-17頁.
- 齋藤隆志・河西卓弥・川本真哉 (2017) 「日本企業の非公開化型MBOの実証分析」宮島英昭編『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社, 191-224頁.
- 中井透 (2010) 「小規模企業における事業承継の決定要因」『日本経営診断学会論集』第9巻, 46-52頁.
- 安田武彦 (2005) 「中小企業の事業承継と承継後のパフォーマンスの決定要因：中小企業経営者は事業承継に当たり何に留意すべきか」『中小企業総合研究』創刊号, 62-85頁.

『南山経済研究』掲載論文の中で示された内容や意見は、南山大学および南山大学経済学会の公式見解を示すものではありません。また、論文に対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

(川本 真哉, E-mail: kawamoto@nanzan-u.ac.jp)