

# バイアウト・ファンドはどのような企業と MBO を行うのか

川本真哉

## 1 はじめに

コロナ禍を原因とする経済減速を受けて、MBO（Management Buy-outs:経営陣による自社買収）が活性化する動きを見せている。レコフデータによれば、2020年1月から6月だけで7件のMBOによる上場廃止が公表され、2011年7月から12月に匹敵する件数となったという。事業転換を求められる状況下において、厳しい経営環境を非公開化によって打開しようという（図1）<sup>1)</sup>。

こうしたMBOの実施にとって、キープレイヤーとしての役割を担ってきたのが、バイアウト・

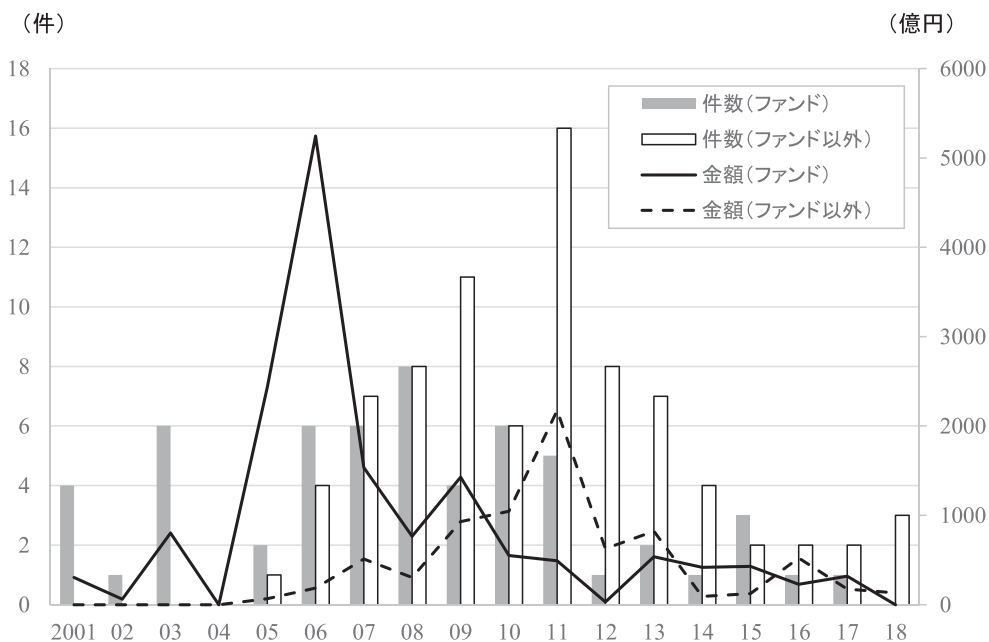


図1 非公開化型 MBO の件数と取引金額

出所：レコフデータ『レコフ M&A データベース』より作成。

1) 「非上場化は高水準」『日本経済新聞』2020年7月4日。

ファンドである<sup>2)</sup>。2018 年末までに 138 件の非公開化型 MBO が公表されたが、57 件がファンドと組んだ案件であった (41.3%)。また、金額ベースでは累計で 2 兆 3 千億を超えるが、ファンド関与案件の割合は 66.9% に達する。近年ではファンドの活動はやや下火になっているものの、すかいらーく (2014 年) やワールド (2018 年) などの再上場案件の増加に代表されるように、ここ数年はエグジットの側面で注目を集めている。さらに、近年の低金利による運用難や代替投資の志向に加え、年率二桁を超える高利回りの運用対象として、機関投資家から国内を対象としたファンドに期待が寄せられており、2020 年にはその新設規模が 5,000 億円超に達することが期待されるという。これは最高額を記録した 2006 年に続く規模とされる<sup>3)</sup>。このことは冒頭のコロナショックの影響と同様、ファンドによる MBO を増加させる可能性がある。

このように MBO という組織再編・事業再構築の手段の際に、ファンドは今後も重要な役割を担うことが予想されるが、ではどのような企業をファンドはターゲットとしているのであろうか。この点について、海外では豊富な研究蓄積があり、世界 7 カ国のファンドのターゲット企業の特徴について、その財務・株価パフォーマンス、及び各国の法制度の観点から検証を行った Osborne et al. (2012)、オーストラリア企業のファンドのターゲット企業の特徴について主に財務状態から明らかにした Chapple et al. (2010)、同様に、オーストラリア企業のガバナンス構造からターゲット企業の属性を探った Clarkson et al. (2016) などがある。また、イギリス企業をサンプルとし、ファンドのターゲット企業の特徴をデフォルトリスクからアプローチした Sudarsanam et al. (2011) も存在する。

一方、日本企業を対象としたファンドの投資選択を扱った研究は限定的であるが、いくつか存在する。例えば、日本のバイアウト案件を対象に、エージェンシーコスト、アンダーバリュエーションの解消など多角的な視点からその動機を模索した野瀬・伊藤 (2011)、ファンドのターゲット選択について上場維持型・非公開化型、MBO・非 MBO の差異などに注意しながら検証を進めた河西・川本 (2020) などが挙げられる。

もっとも、一連の日本企業をテーマとした研究では、MBO おけるファンド関与の有無は真正面から扱っておらず、また実務的にも注目されてきたホームバイアスの問題もほとんど対象としてこなかった。そこで本稿では MBO 案件を対象に、ファンドのターゲット選択の動機について検討する。その際、海外ファンドと (OUT-IN 型) と国内ファンド (IN-IN 型) のターゲット選択の差異についての検証も試み、従来の議論を深化させる。このような議論を行うことを通じ、今後の MBO 市場の制度設計に対し、ファンドのあり方をいかに捉えるか (具体的には、それを促進するのか、規制するのか) についての新たな知見を得ることが可能となろう。

本稿の構成は以下のとおりである。次節では日本におけるファンド関与型 MBO の展開についての歴史を振り返る。第 3 節では、先行研究の内容を確認しながら、実証分析に用いる仮説を提示する。第 4 節ではデータセットと推計モデル、第 5 節はその推計結果を紹介する。第 6 節は結論と今後の課題にあてられる。

2) バイアウト・ファンドとは、主に未上場企業や上場企業の過半数の株式を取得し、企業価値の向上によりキャピタルゲインを目指すファンドを指す。

3) 「国内ファンド 最高に迫る」『日本経済新聞』2020 年 3 月 12 日。

## 2 日本におけるバイアウト・ファンドの展開

以下では、バイアウト・ファンドが関与した MBO 案件の 20 年間の歴史について、簡単に振り返っておこう<sup>4)</sup>。

### 2.1 創世記 (2000 年代前半)

日本における非公開化型 MBO の幕は、ベンチャーキャピタル大手のジャフコによるトーカロ買収 (2001 年 1 月公表。以下、同様) によって切って落とされた。親会社であった日鉄商事のノンコア事業の売却需要を受け、経営の独立を守りたいトーカロ創業家社長はジャフコに協力を求めた。同社の支援の下、半導体製造装置の部品加工に力を入れるとともに、月次決算の導入などの経営改革に取り組み、順調に業績を伸ばした<sup>5)</sup>。そして 2003 年 12 月には再上場を果たし、ジャフコはキャピタルゲインを獲得した。

同様の案件として、カーライルと組んだキトーの MBO がある (2003 年 7 月)。カーライルから役員派遣を受けガバナンスを強化したうえで、資産売却による有利子負債の圧縮、カーライルのネットワークを活用した海外展開の積極化を進め、4 年間で営業利益を 4 倍にまで伸ばした<sup>6)</sup>。同社も 2007 年 8 月に再上場を果たしている。これらトーカロ、キトーの成功は、日本におけるバイアウトの試金石となり、今日でもファンドによる事業再構築のモデルケースとして語られている。

このほかに、ユニゾン・キャピタルによるキリウの MBO (2001 年 11 月、日産自動車関連会社)、野村プリンシパル・ファイナンスによる東芝タンガロイの MBO (2003 年 11 月、東芝関連会社) など、親会社の「選択と集中」を背景としたダイベストメント型案件が相次いだ。

### 2.2 大型案件と法廷闘争 (2000 年代後半)

2000 年代半ばから後半にかけて、MBO の光と影の部分があらわになった。まず、この時期にはバイアウト・ファンドが関与した大型 MBO が相次いだ (表 1)。2005 年 7 月には、ワールド経営陣が中央三井キャピタルから 500 億円の優先株の出資を受けての非公開化を図り、2,000 億円を超えるディールを成立させた。続いて、2006 年 8 月にはすかいらーく経営陣が、野村プリンシパルファイナンス、CVC キャピタルパートナーズと組んだ MBO を公表し、2,700 億円超のディールを達成した<sup>7)</sup>。この金額は、日本の MBO のトラックレコードとなっている。ほかにキューサイ (2006 年 10 月)、ポッカ (2005 年 8 月) などエンドユーザーにもなじみのある有名企業がファンドの支援を受けて市場から退出し、M&A の新たなスキームである MBO の存在を見せつけた。

もっとも、MBO は肯定的に受け取られただけではなかった。むしろ、株主主権の悪弊とも捉えられるような案件が次々と起こった。その象徴は、TOB 価格を巡って少数株主と法廷闘争ともなった、レックス・ホールディングス (アドバンテッジパートナーズと実施、2006 年 11 月) とサンス

4) 初期のバイアウト・ファンドの展開については、杉浦 (2004)、杉浦 (2010) が詳しい。

5) 「トーカロが再上場」『日本経済新聞』2003 年 11 月 18 日。

6) 「キトー、東証に再上場」『日本経済新聞』2007 年 8 月 10 日。

7) その後、MBO を主導した創業社長はファンドと意見を異にし、解任に追いやられた。また、2011 年にはベインキャピタルの傘下に移ることとなった。「すかいらーく あす再上場」『日経 MJ』2014 年 10 月 8 日。

表1 MBO 取引金額上位20件

| 日付         | マーケット  | 買手   | ターゲット             | 上場場部   | 業種        | 金額     |
|------------|--------|--|-------------------|--------|-----------|--------|
| 2006/6/8   | IN-IN  | すかいらく現経営陣, 野村プリンシパル・ファイナンス, CVC キャピタルパートナーズ                            | すかいらく             | 東証1部   | 外食        | 271771 |
| 2005/7/25  | IN-IN  | ワールド寺井秀蔵社長, 中央三井キャピタル  | ワールド              | 東証1部   | 繊維        | 218505 |
| 2009/3/20  | OUT-IN | ユー・エス・ジェイ現経営陣, ゴールドマン・サックス・グループ  | ユー・エス・ジェイ         | マザーズ   | アミューズメント  | 111241 |
| 2007/1/23  | IN-IN  | ツバキ・ナカシマ現経営陣ら, 野村プリンシパル・ファイナンス   | ツバキ・ナカシマ          | 東証1部   | 機械        | 101418 |
| 2006/10/31 | IN-IN  | 東芝セラミックス現経営陣, ユニゾン・キャピタル, カーライルグループ                                    | 東芝セラミックス          | 東証1部   | 窯業        | 91627  |
| 2011/2/4   | IN-IN  | カルチュア・コンビニエンス・クラブ現経営陣  | カルチュア・コンビニエンス・クラブ | 東証1部   | その他小売     | 69635  |
| 2006/10/2  | IN-IN  | キューサイ現経営陣, エヌ・アイ・エフ SMBC ベンチャーズなど                                      | キューサイ             | 東証2部   | 食品        | 61351  |
| 2006/11/10 | IN-IN  | レックス・ホールディングス現経営陣, アドバンテッジパートナーズ                                       | レックス・ホールディングス     | ジャスダック | 外食        | 55728  |
| 2011/8/31  | IN-IN  | 立飛企業現経営陣   | 立飛企業              | 東証2部   | 不動産・ホテル   | 51962  |
| 2016/11/1  | IN-IN  | 日本デジタル研究所現経営陣  | 日本デジタル研究所         | 東証1部   | 電機        | 50498  |
| 2013/4/16  | IN-IN  | メガネトップ現経営陣   | メガネトップ            | 東証1部   | その他小売     | 46461  |
| 2009/8/15  | IN-IN  | オオゼキ現経営陣   | オオゼキ              | 東証2部   | スーパー・コンビニ | 43890  |
| 2014/5/15  | OUT-IN | Taiyo Jupiter Holdings, L.P., ローランド現経営陣                                | ローランド             | 東証1部   | その他製造     | 41620  |
| 2010/11/20 | IN-IN  | サザビリーグ現経営陣   | サザビリーグ            | ジャスダック | その他小売     | 40120  |
| 2003/11/11 | IN-IN  | 東芝タンガロイ現経営陣, 野村プリンシパル・ファイナンス   | 東芝タンガロイ           | 東証1部   | 機械        | 38030  |
| 2006/12/20 | IN-IN  | サンテレホン現経営陣ら, 日本産業パートナーズ, ベインキャピタルグループ                                  | サンテレホン            | 東証1部   | その他販売・卸   | 33875  |
| 2012/4/14  | IN-IN  | エイブル&パートナーズ現経営陣  | エイブル&パートナーズ       | ジャスダック | 不動産・ホテル   | 33306  |
| 2017/3/24  | OUT-IN | Balance Signature Designated Activity Company (MBKパートナーズ), TASAKI 現経営陣 | TASAKI            | 東証1部   | その他製造     | 31829  |
| 2015/2/4   | OUT-IN | CJP CK Holdings, L.P. (カーライル・ファイナンス), 日立機材現経営陣                         | 日立機材              | 東証2部   | その他販売・卸   | 29286  |
| 2011/8/31  | IN-IN  | 新立川航空機現経営陣   | 新立川航空機            | 東証2部   | 不動産・ホテル   | 29094  |

出所: レコフデータ『レコフ M&amp;A データベース』。

ター（2007年2月）の案件であろう。両社ともに問題とされたのは、TOB公表前の業績予想の下方修正であった。株価を安値誘導しておいてから、その低下した株価に基づいて買い取り価格を決定しているのではないかと批判を集めた。法廷もこの主張を認め、高裁は基準株価を算定する期間を（下方修正の影響だけに依存しないよう）長期に取ったうえで、前者（2008年9月東京高裁決定）については会社側提示の1株23万円から33万6,966円（TOB公表6ヶ月平均株価に対し、20%のプレミアム）へ、後者（2009年9月大阪高裁決定）についても650円から840円（TOB公表1年前株価に対し、20%のプレミアム）への変更を命じた。MBOは経営者が買い手と売り手を兼ねることから、買収資金を節約したいという誘因を経営者は持つことになる。こうした動機はバイアウトに関与するファンドも同様である。両案件はMBOによってスクイーズアウトされる少数株主との利益相反構造をまざまざと見せつけ、その後の取引への禍根を残した。

上記2つの例は、批判を受けながらもMBOが成立したケースであるが、失敗に終わった案件もある。シャルレ（旧テン・アローズ）のMBOである（2008年9月）。同案件の買収価格の引き下げ方法はより露骨であり、①創業家社長は会社側の算定価格を下げるため、利益を低く見積もった経営計画書を作成するよう圧力をかけたこと、②社外取締役もその圧力を受け入れただけではなく、法律事務所からもその問題を指摘されながらも聞き入れなかったことなどが指摘されており、「買い付け価格も情報開示もお手盛り」であったという<sup>8)</sup>。こうした状況が内部告発によって露見し、MBOは失敗に終わり（2008年12月）、創業家社長と取締役はその職を追われた。

一連の不正取引が発生するなかで、2007年9月には経済産業省から「MBO指針」<sup>9)</sup>が出された。同指針はMBOを行う際の公正性担保措置に関する法的インフラの提示を目的としており、①第三者委員会の設置、②TOB価格に関する第三者機関からの算定書の取得、③買付期間の長期の設定、④独立した意見を取得できるアドバイザー機関の設置、などを内容としていた。同ガイドラインの公表は、MBO実施の際の公正性担保措置の取り組みを普及させた。その反面、担保措置、及びプレミアム水準（TOB公表6ヶ月平均株価に対して20%）の設定は慣行となり、企業特性から離れた価値算定の原因ともなった。

### 2.3 リーマンショックとJSOX（2010年前後）

その後、リーマンショックによる金融収縮を受けて、2000年代後半にはバイアウト・ファンドによるMBOは後退することとなる。この時期に目立った案件としては、ゴールドマン・サックスと組んで行われたUSJの案件がある程度である（2009年3月、公表金額1,100億円）。

もっとも、アンダーバリュエーションが進展したことや、内部統制（JSOX）、四半期決算の施行により上場維持コストが増したことから、非公開化への需要は根強く、MBO自体がストップしたわけではなかった。この時期には、エクイティを自己資金で用意して、経営陣のみで実施する「純粹MBO」が活況を呈した。2011年には16件に達し（図1）、以降のMBOの主導的地位を占めるようになった。同MBO案件が増加した背景としては、ファミリー企業のバイアウトが中心になったことが挙げられよう。これらの案件は、支配的株主へのさらなる株式集約によるコントロールラ イツの掌握をバイアウトの動機としており、外部者の介入を好まない（Halpern et al. 1999）。この局面のMBOはファンドを介さない100億円から200億円規模の小型の案件がボリュームゾーンで

8) 「シャルレのMBOの失敗」『日本経済新聞』2009年2月2日。

9) 正式名称は「企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」。

あった。

## 2.4 アベノミクスと再上場の増加

その後、バイアウト・ファンドによるバイアウトは回復せず、年数件程度にとどまっている。その一方で、東日本大震災後のアベノミクスによる株価回復を受け、再上場によってエグジットを図るケースが増加している（表2）。例えば、2014年10月に再上場を果たしたすかいらーくは、ベイン・キャピタル傘下で構造改革に取り組み、外食専門家のヘッドハンティングやベインからのコンサルティングを受け入れるとともに、食材見直しによるコスト削減と店舗改装によるテコ入れを進めた。上場によって調達した資金は手薄な都市部駅前への出店にあてるとされる<sup>10)</sup>。また、2018年9月に再上場したワールドも、企業再建に実績を持つ経営者の招聘やブランドの整理、店舗・人員のリストラを遂行し、筋肉質な経営体質への変貌を遂げた。再上場で調達した資金で攻めの経営に転じ、衣料品のシェアビジネスやレンタル・古着など二次流通を扱う新興企業の買収、ネット通販の基盤整備を行うという<sup>11)</sup>。ファンドによる投資モードがエグジットに移り、投資した資金をいったん回収する時期に入ったものと推察される。

表2 再上場企業一覧

| 上場廃止    | 再上場     | 新規上場場部 | 会社名            | ファンド                            |
|---------|---------|--------|----------------|---------------------------------|
| 2001/08 | 2003/12 | 東証2部   | トーカロ           | ジャフコ                            |
| 2003/10 | 2007/08 | 東証1部   | キトー            | カーライル・グループ                      |
| 2010/04 | 2012/12 | 東証2部   | チムニー           | カーライル・グループ                      |
| 2006/09 | 2014/10 | 東証1部   | すかいらーく         | ベイン・キャピタル（当初は野村プリンシパル・ファイナンスなど） |
| 2007/05 | 2015/12 | 東証1部   | ツバキ・ナカシマ       | 野村プリンシパル・ファイナンス                 |
| 2012/02 | 2016/06 | 東証1部   | ソラスト           | カーライル・グループ                      |
| 2008/10 | 2017/03 | 東証1部   | オークネット         | ポラリス                            |
| 2009/04 | 2017/03 | 東証1部   | あきんどスシロー       | ユニゾン・キャピタル                      |
| 2009/07 | 2017/04 | 東証2部   | ウェブロックホールディングス | みずほキャピタルパートナーズ                  |
| 2005/11 | 2018/09 | 東証1部   | ワールド           | 中央三井キャピタル                       |
| 2014/10 | 2020/12 | 東証1部   | ローランド          | タイヨウファンド                        |

出所：新聞記事より作成。

では今後、MBOに対するファンドの関与はどのように展開されるのであろうか。それについてはポジティブな見方とネガティブな見方がある。前者については、冒頭で言及したとおり、世界的な金融緩和によって、ファンドへの資金が集まっており、それをういた事業承継やダイベストメント型案件の増加が予想されている。また、コロナによる経済減速でアンダーバリュエーションが進

10) 「すかいらーく あす再上場」『日経MJ』2014年10月8日。

11) 「ワールド再上場へ」『日本経済新聞』2018年8月26日。

み、MBO が活発化しているという情報もある<sup>12)</sup>。さらに、東証再編に関連して、1部上場にとどまるためには、株式の流動性やガバナンスについて厳しい審査基準や報告書の作成を求められる。これは上場維持の負担増加を意味し、非公開化によるコスト削減の動機ともなる。

このほか、2019年6月には「MBO 指針」が改訂され<sup>13)</sup>、①買取価格について算定根拠などを議論する特別委員会の独立性を担保するため、社外取締役の選任を求める、②そこでの議論、交渉プロセス、算定書についての情報開示を充実させる、などが求められた。これは訴訟リスクを下げることからMBO実施の追い風になるという意見がある一方で、特別委員会を設ける必要があるためコスト増となり、減速要因になるという見方もある<sup>14)</sup>。また、ファンドに関連するバイアウトとして、ローン・スターが買収資金の提供を行ったユニゾホールディングスによるEBO (Employee Buy-outs, 2019年12月)、アクティビスト・ファンドによって買い取り価格に異議が出され、株価がTOB価格を上回る展開を見せたベイン・キャピタルによるニチイ学館のMBO (2019年5月)などの案件が紙面を賑わせた。

事態は混沌とし、予断を許さない。ただ、上記でみたように、上場維持コストの増加とアンダーバリュエーションの進展により、MBOが増加する環境は整っており、ファンドによる関与が新たなステージをむかえる可能性を秘めている。

### 3 先行研究と作業仮説

本節では、国内外のバイアウト・ファンドの投資選択を扱った先行研究から、ターゲット企業の①コーポレート・ガバナンス構造、②株価パフォーマンス、③フリーキャッシュフロー、④デフォルトリスク、⑤経営改善余地、⑥従業員からの富の移転の観点から作業仮説を提示する。ただし、多くはファンドの投資態度をリスク選好的なものと捉えるか、あるいはリスク回避的なものと捉えるかに関わっており、それぞれの仮説について相反する見方が提示される。

#### 3.1 コーポレート・ガバナンスの強化

Clarkson et al. (2016) では、バイアウト・ファンドを「友好的に経営規律を与える買取者」(disciplinary, friendly acquires) と捉え、ターゲット企業の経営に関与する主体とみている。すなわち、ファンドは、弱いコーポレート・ガバナンス構造 (weak corporate governance) を有する企業に対し、役員派遣によってモニタリングを強化するとともに、ストック・オプションなどの報酬システム改革を通じインセンティブを付与することで、それまでに生じていたエージェンシーコストを削減し、株主価値の向上を図る。

実際、Clarkson et al. (2016) では、2000年代のオーストラリアにおいてファンドのターゲットとなった企業のガバナンスの特徴を検証し、取締役会規模が大きく内部者優位、経営者持分が高い、取締役会議長とCEOの兼任割合が高いなど、エン trenchment状態にある場合、ファンドの投資確率が上昇することを報告している。ファンドは、弱いガバナンス構造を有する企業をターゲット

12) 「コロナ TOB 不満の声」『日本経済新聞』2020年7月11日。

13) 正式名称は「公正な M&A の在り方に関する指針：企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」。

14) 「MBO 指針 12年ぶり改定」『日本経済新聞』2019年6月29日。

トとし、その強化を目的に投資先を選択しているものと解釈できる。ここから、本稿ではガバナンス構造として、取締役会構成と所有構造に注目して以下の仮説を導出する。

*H1(a) : バイアウト・ファンドは、社外取締役が少ない、あるいは経営者の持分が高いなど、コーポレート・ガバナンスの強度が弱い企業をターゲットとする。*

もっとも、上記と対立する見方も存在する。例えば、Halpern et al. (1999) では、1980年代のアメリカ企業を対象にクラスター分析を行い、LBO (Leveraged Buy-outs) 企業は経営者持分が高いグループと低いグループに分けられ、前者に対してはファンドの関与の割合が低いことを明らかにしている。この点について、同研究では、経営者持分が高い企業は、コントロールライツへの選好が強いため、LBO も支配的株主 (ファミリー) へのさらなる株式の集約が動機となっており、出資への外部者の介入を避ける傾向にあると論じている。日本企業を対象としたものとしては、川本 (2019) の非公開化型 MBO の分析があり、同研究でも高い経営者持分のクラスターと高い外国人持分のクラスターに分けられることを示している。仮に、Halpern et al. (1999) によって示された内容が日本でも当てはまる場合、ファンドは前者への投資を回避して、株式取得の容易さから、後者のバイアウトにもっぱら関与している可能性がある。

*H1(b) : バイアウト・ファンドは経営者持分が低い企業や外国人持分が高い企業をターゲットとする。*

### 3.2 アンダーバリュエーションの解消

当該企業の価値については、経営者と株式市場の間に情報の非対称性が常につきまとう。なぜなら、経営者は内部情報に触れるインサイダーであり、当該企業の真の価値を知ると考えるからである。それは彼らにマーケットからの評価が低いと思わせる背景となり、そうした株価の過小評価は、MBO の動機となる。

事実、こうしたアンダーバリュエーションの存在は、バイアウトの有力な動機として、国内外の研究で支持されてきた (Weir et al. 2005a; Weir et al. 2005b; 野瀬・伊藤 2011; 齋藤ほか 2017)。さらに、こうしたアンダーバリュエーションの解消効果は、バイアウト・ファンドが買取に関与する場合、特に増幅することが知られている。なぜなら、ファンドによるバイアウトはターゲット企業の将来の企業価値に関する高い情報生産効果があり、そのためアナウンスによって売買が活発化し、ディスカウント状態が解消するからである (野瀬・伊藤 2009)。このようなアンダーバリュエーションの解消を狙って、経営者はファンドと組んで MBO に踏み切る可能性がある。

*H2 : バイアウト・ファンドは株価パフォーマンスの低い企業をターゲットとする。*

### 3.3 フリーキャッシュフローの削減

裁量性の高い余剰資金の保有は、企業規模拡大に効用を得る経営者によって、NPV (Net Present Value) を超える投資活動や私的便益のために浪費されるおそれがある。こうした投資は一時的な支出にとどまらず、ランニングコストも必要とし、長期に渡って企業価値を棄損する。このとき、バイアウトが LBO で実施されることにより、倒産の脅威を背景とした利払いと元金返済



圧力がフリーキャッシュフローを削減し、エージェンシーコスト問題の解消に寄与する (Jensen 1986)<sup>15)</sup>。

特に、フリーキャッシュフロー削減を通じた投資水準の適正化は、モニタリングが強化されるファンド関与案件で実現される可能性が高い。この点について、Chapple et al. (2010) は、2000年代におけるオーストラリア企業のバイアウトを取り上げ、フリーキャッシュフローの保有比率が高い企業ほど、バイアウト・ファンドのターゲットになりやすいという見方を提示している<sup>16)</sup>。

*H3(a) : バイアウト・ファンドはフリーキャッシュフローを保有している企業をターゲットとする。*

ただし、ここで注意が必要なのは、MBOにおいて少数株主を排除する際、キャッシュアウトによって実施されるという点である。これを行うための資金を保有している企業は、そもそもファンドの関与を必要としないと思われる。そのように考えると、ファンドの援助を必要とする企業は、手元流動性に乏しく、キャッシュアウトに必要な資金を外部から獲得する必要のある企業である可能性が高い。この場合、手元流動性が乏しい企業ほど、ファンドの関与確率が上昇すると予想される。

*H3(b) : バイアウト・ファンドは手元流動性の乏しい企業をターゲットとする。*

### 3.4 デフォルトリスク

上記に関連する仮説として、ターゲット企業のデフォルトリスクに関するものがある。その1つ立場は、デフォルトリスクの低い企業をバイアウト・ファンドは投資対象としているというものである。1980年代における米国のLBOについて検証したOpler and Titman (1993) は、デフォルトリスクの代理変数として研究開発集中度 (投資家との情報の非対称性の程度が高く、資金調達の困難に直面しやすいため) を取り上げ、同指標が高い企業ほどLBOに消極的であることを示している。

それに対し、バイアウト・ファンドは財務危機にある企業を選好しているとの見方もある。Sudarsanam et al. (2011) は1990年代後半から2000年代中頃までのイギリスにおける非公開化企業をサンプルとし、確率分布に基づいて計測したデフォルトまでの距離が短い企業ほど、ファンドの投資対象になることを明らかにしている。この点について、同研究では、①財務健全性の高い企業に比べ安価に買収可能であること、②ファンドによって経営陣に対するインセンティブ付与とガバナンスの強化が期待できること、③ファンドがバイアウトに参画することによって資金調達余地が拡充し、高レバレッジ経営が実現すること (LBO形態に採用することによる節税効果の利用と、買収後の負債返済圧力による経営効率化) を挙げ、企業再生の可能性が高まることを指摘している<sup>17)</sup>。特に、買収スキームがインセンティブ・リアライメントの期待できるMBO形態のとき、これらの効果は増幅すると論じている。

15) 実証的には、フリーキャッシュフロー仮説はLehn and Poulsen (1989) によって提示されたが、その再検証を行ったKieschnick (1998) では否定されている。

16) ただし、同研究ではファンドの参加確率に対し、総資産フリーキャッシュフロー比率は統計的に有意な影響を与えていない。

17) 同研究では、デフォルトリスクが高いゆえに、むしろ当該企業の負債水準は低く、バイアウトの際にレバレッジを効かせる余地があると想定している。

*H4: バイアウト・ファンドはデフォルトリスクの高い企業をターゲットとする。*

### 3.5 オペレーショナル・エンジニアリング

バイアウト・ファンドと組んで MBO を行う場合、上記で言及したガバナンス強化、新たな資金調達に加え、過去の投資案件で培った事業再構築のノウハウが利用可能となる。今日、ファンドはガバナンスやファイナンスのプロだけではなく、事業運営に精通した専門家を積極的に登用している。そして、彼らを投資先に派遣し、現場レベルのコストカットや生産性の改善、さらには一段上の経営戦略の改変や、それにとまなう M&A 戦略の策定にまで関与している。Kaplan and Strömberg (2009) はこうした能力をオペレーショナル・エンジニアリング (operational engineering) と呼んだ。

実際、胥 (2011) では、カーライルによるキトーの MBO のケース・スタディを行い、株式集中と取締役派遣によるモニタリング強化だけにとどまらず、事業売却や海外事業展開に代表される事業再構築がパフォーマンス改善に寄与し、同社が再上場にまでこぎつけたことを描写している。このようなオペレーショナル・エンジニアリングの効果は、買収前において効率性が乏しく、パフォーマンス改善の余地が大きい企業ほど期待できよう。

*H5: バイアウト・ファンドは経営効率の低い企業をターゲットとする。*

### 3.6 従業員からの富の移転

買収者は経営陣と従業員が交わっていた長期雇用や年功的賃金などの「暗黙の契約」(implicit contract) を破棄することを通じ、短期的な利益を獲得することができる。いわゆる「信頼の破壊」(breach of trust) の議論である (Shleifer and Summers 1988)。バイアウト・ファンドは短期的、あるいは中期的なエグジットによって利鞘を稼ぐことを目的とするフィナンシャルバイヤーであり、経営陣が継続する MBO でもこのような文脈の例外ではない。

事後的に信頼の破壊が発生したのか否かについては、実証的にはそれを支持するもの (Amess and Wright 2007; Goernig et al. 2011) と、支持しないもの (Kaplan 1989; Smith 1990) とで見方が分かれている。本稿では、労働生産性の低い企業ほど、買収後の人員削減による利益獲得余地が高くなるものと想定して、ターゲット企業の事前の特性から同仮説を検証する。

*H6: バイアウト・ファンドは労働生産性の低い企業をターゲットとする。*

## 4 データセットと推計モデル

以下では、バイアウト・ファンドのターゲット選択、そして、その前提として MBO の決定要因に関する分析を行う。本節では、そのためのデータセットと推計モデルについての説明を行う。

### 4.1 データセット

サンプルとして、2001年1月のトーカロ案件以降、2018年末までに MBO を公表した取引を対象とする (MBO 実施企業が金融業の場合、及び解消案件を除く)。MBO 案件は、レコフデー

タ『レコフ M&A データベース』より入手した。財務データは日経メディアマーケティング『日経 NEEDS-FinancialQuest』, 株価データは同『日経 NEEDS 株式日次収益率』, 及び東洋経済新報社『株価 CD-ROM』より取得した。また, MBO 実施企業と比較するペア企業に関しては, Barber and Lyon (1996) の手法を参考に, ①日経業種分類(中分類)が同一で, かつ②総資産規模が最も近似する企業を選択した<sup>18)</sup>。結果, 必要なデータが得られた MBO 実施企業は 136 社(ただし, ペア企業は 126 社)となった<sup>19)</sup>。

#### 4.2 推計モデルと変数

MBO 実施の決定要因, 及びバイアウト・ファンドのターゲット選択に推計モデルとしては, (1)式を用いる。

$$P(\text{MBO or FUND or OUTIN} = 1|X) = G(\text{GOV, SPF, CF, FINCOND, OE, TW, CONTROL}) \quad (1)$$

被説明変数は 3 つのダミー変数であり, MBO は MBO ダミー (MBO 実施企業 = 1, ペア企業 = 0), FUND はファンド・ダミー (ファンド関与 MBO = 1, ファンド非関与 MBO = 0), OUTIN は OUT-IN ダミー (OUT-IN 型 MBO = 1, IN-IN 型 MBO = 0) となる。

説明変数の GOV は MBO 実施企業のガバナンス構造を表し, 社外取締役比率 OUTDR (社外取締役人数 / 取締役人数), 外国人持株比率 FOREIGN, 役員持株比率 OWN からなる。弱いガバナンス構造や経営者の保有比率が高くエントレンチメントに陥っている企業に対し, ファンドによる経営規律が与えられる傾向にある場合, OUTDR と FOREIGN はマイナス, OWN はプラスの符号を示すであろう。ただし, ファミリー企業などで外部者の介入を好しない場合, あるいは流動的な株式所有構造から懸念される敵対的買収の脅威に備えて買収を実施している場合, 先の符号条件は逆になり, OUTDR と FOREIGN はプラス, OWN はマイナスとなるであろう。

次いで, SPF は買収公表前の株価パフォーマンスを表し, 本稿では, 超過収益率 ADJSPF, 株価純資産倍率 PBR, トービンのシンプル Q である SQ, 日次収益率のボラティリティ VOLA を用いる。ADJSPF はマーケット・インデックスで調整した超過収益率である, 個別銘柄の 240 日前から 41 日目の株式収益率から TOPIX の収益率を控除している。PBR は「株価時価総額 / 純資産」, SQ は「(株式時価総額 + 負債) / 総資産」, VOLA は公表 240 日前から 41 日目の個別銘柄の日次収益率の標準偏差で求めた。ファンドの投資先選択が保守的な場合, ADJSPF, PBR, SQ はプラス, VOLA はマイナスの符号を示すと予想される。

3 つ目のカテゴリーである CF は MBO 実施企業が保有する手元流動性の状態を示す。その第 1 は, 手元流動性比率 CASH であり, 「(現金 + 投資有価証券 + 有価証券) / 総資産」で計算される。もともと, 手元流動性の保有は低成長企業ほど, フリーキャッシュフローになりやすい (胥 2007)。そこで SQ が 1 未満の場合の CASH を表す FCF も挿入する。ファンドがフリーキャッシュフローの

18) ただし, 日経業種中分類で選んだペア企業が MBO 実施企業の総資産の 70% から 130% の範囲に入らない場合, 日経業種大分類に変え, 総資産範囲の条件を満たす近似企業を選びなおした。

19) MBO 実施企業と非実施企業を比較する際 (後掲表 3 パネル A, 表 4), 後者にあわせて, 実施企業も 126 社で分析している。

削減によるエージェンシー問題の解消を買収の目的としている場合、FCF、CASH はプラスの値を取るであろう。その反面、買収実施企業がファンドの資金援助により、買収資金を捻出している状態の場合、FCF、CASH はマイナスの符号を示すと考えられる。

4つ目のカテゴリーである FINCOND は、MBO 実施企業の財務状態に関する変数であり、インタレスト・カバレッジ・レシオ ICR と負債比率 DA を採用する。ICR は「(営業利益 + 持分法利益 + 配当金・受取利息) / (社債利息・支払利息)」, DA は「負債 / 総資産」で計算した。ファンドが投資リスクの高い企業をターゲットとしている場合、これら変数はプラス、保守的な投資行動を行っている場合、マイナスの係数になるものと考えられる。

5つ目のカテゴリーである OP は、オペレーショナル・エンジニアリングの余地を表し、買収前におけるターゲット企業の財務パフォーマンスとなる。具体的には ROA (経常利益 / 総資産) とそれを収益性と効率性に分解した SLPR (経常利益 / 売上高), ASSTRN (売上高 / 総資産) を挿入する。それぞれ業種平均の数値を控除している。ファンドが低パフォーマンス企業の経営改革によるバリューアップを目的として介入している場合、これらの変数の符号はマイナスを示すであろう。

6つ目のカテゴリーである TW は、従業員からの富の移転を示す変数であり、産業平均で調整した従業員 1 人当たり売上高 SALESPW で代理する<sup>19)</sup>。買収後の人員削減を目的とし、労働生産性の低い企業をターゲットとしている場合、同変数の符号はマイナスを取ると想定される。

最後に、CONTROL はコントロール変数であり、社齢月数 (対数値) AGE, 総資産 (対数値) ASSET, 製造業ダミー MANU を挿入する<sup>20)</sup>。これらの変数により、投資先選択に対する存続期間、企業規模、業種、マクロ経済環境の影響をコントロールする。

### 4.3 基本統計量

以上の変数の基本統計量は表 3 にまとめられている。まず、MBO 実施企業とペア企業を比較したところ、VOLA が高く、ADJSPF, SQ, ASSTRN が低くなっている (パネル A)。株価のボラティリティが高く、株価パフォーマンス、資産効率が低い企業が MBO を実施する傾向にあるといえる。次いで、ファンド関与 MBO とファンド非関与 MBO を比べてみると、FOREIGN, OWN, PBR, SQ, FCF, CASH, ASSTRN, AGE, ASSET で有意な差が確認される (パネル B)。外国人持株比率、株価パフォーマンス、企業規模が大きく、役員持株比率、キャッシュフロー、総資産回転率、社齢が小さい企業をパイアウト・ファンドは投資対象として選択しているとなっている。さらに、OUT-IN 型と IN-IN 型については、OUTDR, DA, SALESPW で有意な差があり、社外取締役比率、従業員 1 人当たり売上高、負債比率が高い企業ほど、海外ファンドと組んで MBO を実施する傾向にある (パネル C)。

もっとも、上記の平均値の差による比較はラフな検証であり、変数間の関係性、影響がコントロールされていない。そこで、次節では重回帰分析を行い、それら要因をコントロールした上で、ファンドのターゲット選択に関する分析を試みる。

表 3 基本統計量

| Variable             | (a) MBO 実施企業 (N = 126) |           |           |          | (b) ペア企業 (N = 126) |           |           |          | (a)-(b)   |
|----------------------|------------------------|-----------|-----------|----------|--------------------|-----------|-----------|----------|-----------|
|                      | Mean                   | Std. Dev. | Min       | Max      | Mean               | Std. Dev. | Min       | Max      |           |
| コーポレート・ガバナンス         |                        |           |           |          |                    |           |           |          |           |
| OUTDR 社外取締役比率        | 0.1042                 | 0.1501    | 0.0000    | 0.5714   | 0.1090             | 0.1540    | 0.0000    | 0.5714   | -0.0048   |
| FOREIGN 外国人持株比率      | 0.0731                 | 0.0900    | 0.0000    | 0.3380   | 0.0568             | 0.0771    | 0.0000    | 0.3682   | 0.0163    |
| OWN 役員持株比率           | 0.1431                 | 0.1295    | 0.0003    | 0.5605   | 0.1186             | 0.1392    | 0.0003    | 0.5605   | 0.0245    |
| 株価パフォーマンス            |                        |           |           |          |                    |           |           |          |           |
| ASJSPF 超過収益率         | -0.0595                | 0.2435    | -0.6184   | 0.5769   | 0.0471             | 0.4025    | -0.6184   | 1.4428   | -0.1066** |
| PBR 株価純資産倍率          | 0.9393                 | 0.7110    | 0.0029    | 3.4214   | 1.1422             | 1.3453    | 0.0029    | 7.0878   | -0.2029   |
| SQ トービンのシンブル Q       | 0.8425                 | 0.3859    | 0.2557    | 2.3067   | 0.9620             | 0.5754    | 0.1268    | 2.7987   | -0.1196*  |
| VOLA 日次収益率標準偏差       | 0.0299                 | 0.0109    | 0.0151    | 0.0722   | 0.0272             | 0.0136    | 0.0083    | 0.0722   | 0.0028*   |
| キャッシュフロー             |                        |           |           |          |                    |           |           |          |           |
| FCF フリーキャッシュフロー比率    | 0.2043                 | 0.1858    | 0.0000    | 0.6600   | 0.1877             | 0.1987    | 0.0000    | 0.6840   | 0.0166    |
| CASH 手元流動性比率         | 0.2708                 | 0.1614    | 0.0235    | 0.6600   | 0.2732             | 0.1889    | 0.0266    | 0.7314   | -0.0023   |
| 財務状態                 |                        |           |           |          |                    |           |           |          |           |
| ICR インタレスト・カバレッジ・レシオ | 58.7103                | 136.3610  | -134.0667 | 732.0000 | 76.7597            | 151.5466  | -134.0667 | 732.0000 | -18.0494  |
| DA 負債比率              | 0.4525                 | 0.2191    | 0.0685    | 0.9616   | 0.4586             | 0.2100    | 0.0685    | 0.9616   | -0.0062   |
| オペレーショナル・エンジニアリング    |                        |           |           |          |                    |           |           |          |           |
| ROA 総資産経常利益率         | 0.0152                 | 0.0658    | -0.2095   | 0.2008   | 0.0075             | 0.0636    | -0.2095   | 0.1881   | 0.0077    |
| SLPR 売上高利益率          | 0.1516                 | 0.7486    | -0.4395   | 5.2185   | 0.1330             | 0.7493    | -0.4395   | 5.2185   | 0.0186    |
| ASSTRN 総資産回転率        | -0.1315                | 0.5702    | -1.2897   | 1.7237   | -0.0090            | 0.5890    | -1.2897   | 1.7237   | -0.1225*  |
| 従業員からの富の移転           |                        |           |           |          |                    |           |           |          |           |
| SALESPW 1人当たり売上高     | -12.2311               | 44.6660   | -132.8979 | 202.6057 | -4.4863            | 56.6609   | -132.8979 | 206.2054 | -7.7447   |
| コントロール変数             |                        |           |           |          |                    |           |           |          |           |
| AGE 社齢 (月数) 対数値      | 6.0037                 | 0.6941    | 4.0073    | 7.1476   | 6.1315             | 0.5898    | 4.0604    | 7.1476   | -0.1278   |
| ASSET 総資産対数値         | 9.7612                 | 0.9719    | 7.1846    | 11.7867  | 9.7613             | 0.9808    | 7.1846    | 11.7867  | -0.0001   |
| MANU 製造業ダミー          | 0.3810                 | 0.4876    | 0.0000    | 1.0000   | 0.3810             | 0.4876    | 0.0000    | 1.0000   | 0.0000    |

(表3つづき)

| Variable             | (c) ファンド関与 (N=56) |           |           |          | (d) ファンド非関与 (N=80) |           |           |          | (c)-(d)    |
|----------------------|-------------------|-----------|-----------|----------|--------------------|-----------|-----------|----------|------------|
|                      | Mean              | Std. Dev. | Min       | Max      | Mean               | Std. Dev. | Min       | Max      |            |
| コーポレート・ガバナンス         |                   |           |           |          |                    |           |           |          |            |
| OUTDR 社外取締役比率        | 0.1290            | 0.1582    | 0.0000    | 0.5714   | 0.0884             | 0.1373    | 0.0000    | 0.5714   | 0.0407     |
| FOREIGN 外国人持株比率      | 0.1096            | 0.1124    | 0.0000    | 0.4414   | 0.0538             | 0.0736    | 0.0000    | 0.3000   | 0.0558***  |
| OWN 役員持株比率           | 0.1074            | 0.1084    | 0.0003    | 0.3507   | 0.1636             | 0.1330    | 0.0005    | 0.5605   | -0.0562**  |
| 株価パフォーマンス            |                   |           |           |          |                    |           |           |          |            |
| ASJSPF 超過収益率         | -0.0311           | 0.2659    | -0.7762   | 0.5598   | -0.0854            | 0.2413    | -0.7762   | 0.5769   | 0.0543     |
| PBR 株価純資産倍率          | 1.2320            | 0.8301    | 0.1767    | 3.4214   | 0.7451             | 0.5320    | 0.0023    | 2.8332   | 0.4869***  |
| SQ トービンのシンブルQ        | 0.9927            | 0.4343    | 0.3589    | 2.3067   | 0.7402             | 0.3030    | 0.2557    | 1.9982   | 0.2524***  |
| VOLA 日次収益率標準偏差       | 0.0287            | 0.0086    | 0.0155    | 0.0603   | 0.0305             | 0.0126    | 0.0151    | 0.0722   | -0.0018    |
| キャッシュフロー             |                   |           |           |          |                    |           |           |          |            |
| FCF フリーキャッシュフロー比率    | 0.1276            | 0.1577    | 0.0000    | 0.5633   | 0.2607             | 0.1833    | 0.0000    | 0.6600   | -0.1331*** |
| CASH 手元流動性比率         | 0.2378            | 0.1462    | 0.0235    | 0.5633   | 0.2933             | 0.1656    | 0.0381    | 0.6600   | -0.0555**  |
| 財務状態                 |                   |           |           |          |                    |           |           |          |            |
| ICR インタレスト・カバレッジ・レシオ | 62.3225           | 116.1093  | -134.0667 | 566.4000 | 50.7410            | 142.3038  | -37.0000  | 732.0000 | 11.5815    |
| DA 負債比率              | 0.4572            | 0.1971    | 0.1088    | 0.8546   | 0.4496             | 0.2317    | 0.0685    | 0.9616   | 0.0076     |
| オペレーショナル・エンジニアリング    |                   |           |           |          |                    |           |           |          |            |
| ROA 総資産経常利益率         | 0.0212            | 0.0670    | -0.2095   | 0.2008   | 0.0105             | 0.0643    | -0.1907   | 0.2008   | 0.0107     |
| SLPR 売上高利益率          | 0.0443            | 0.1112    | -0.4395   | 0.3700   | 0.2188             | 0.9326    | -0.4395   | 5.2185   | -0.1745    |
| ASSTRN 総資産回転率        | -0.0088           | 0.6439    | -1.2337   | 1.7631   | -0.2126            | 0.5304    | -1.2897   | 1.7631   | 0.2039**   |
| 従業員からの富の移転           |                   |           |           |          |                    |           |           |          |            |
| SALESPW 1人当たり売上高     | -6.7453           | 45.0660   | -118.1263 | 202.6057 | -18.8532           | 44.1365   | -132.8979 | 125.0154 | 12.1078    |
| コントロール変数             |                   |           |           |          |                    |           |           |          |            |
| AGE 社齢(月数)対数値        | 5.8576            | 0.7048    | 4.0604    | 6.9177   | 6.0989             | 0.6597    | 4.0073    | 7.1476   | -0.2413**  |
| ASSET 総資産対数値         | 9.9686            | 1.0545    | 7.7681    | 12.2114  | 9.6474             | 0.9634    | 7.1846    | 11.7299  | 0.3212*    |
| MANU 製造業ダミー          | 0.3929            | 0.4928    | 0.0000    | 1.0000   | 0.3500             | 0.4800    | 0.0000    | 1.0000   | 0.0429     |

(表 3 つづき)

| Variable             | (e) OUT-IN ( $N=12$ ) |           |          | (e) IN-IN ( $N=44$ ) |           |           | (e) - (f) |
|----------------------|-----------------------|-----------|----------|----------------------|-----------|-----------|-----------|
|                      | Mean                  | Std. Dev. | Max      | Mean                 | Std. Dev. | Max       |           |
| コーポレート・ガバナンス         |                       |           |          |                      |           |           |           |
| OUTDR 社外取締役比率        | 0.2423                | 0.1439    | 0.0000   | 0.0981               | 0.1489    | 0.0000    | 0.1441**  |
| FOREIGN 外国人持株比率      | 0.1358                | 0.1204    | 0.0000   | 0.1024               | 0.1105    | 0.0000    | 0.0334    |
| OWN 役員持株比率           | 0.0663                | 0.1059    | 0.0003   | 0.1186               | 0.1075    | 0.0006    | -0.0522   |
| 株価パフォーマンス            |                       |           |          |                      |           |           |           |
| ASJSPF 超過収益率         | 0.0334                | 0.2158    | -0.2370  | 0.4513               | 0.2776    | -0.7762   | 0.0821    |
| PBR 株価純資産倍率          | 1.5218                | 1.0654    | 0.2915   | 3.4143               | 0.7491    | 0.1767    | 0.3689    |
| SQ トービンのシンブル Q       | 1.0056                | 0.4662    | 0.3589   | 1.7667               | 0.4308    | 0.3636    | 0.0165    |
| VOLA 日次収益率標準偏差       | 0.0283                | 0.0072    | 0.0196   | 0.0433               | 0.0090    | 0.0155    | -0.0005   |
| キャッシュフロー             |                       |           |          |                      |           |           |           |
| FCF フリーキャッシュフロー比率    | 0.1043                | 0.1159    | 0.0000   | 0.2922               | 0.1679    | 0.0000    | -0.0296   |
| CASH 手元流動性比率         | 0.1994                | 0.1348    | 0.0235   | 0.4952               | 0.1489    | 0.0235    | -0.0489   |
| 財務状態                 |                       |           |          |                      |           |           |           |
| ICR インタレスト・カバレッジ・レシオ | 65.2066               | 117.9988  | 1.1034   | 397.0000             | 116.9563  | -134.0667 | 3.6705    |
| DA 負債比率              | 0.5477                | 0.2193    | 0.2484   | 0.8546               | 0.1857    | 0.1088    | 0.1152*   |
| オペレーショナル・エンジニアリング    |                       |           |          |                      |           |           |           |
| ROA 総資産経常利益率         | 0.0338                | 0.0481    | -0.0437  | 0.1140               | 0.0714    | -0.2095   | 0.0160    |
| SLPR 売上高利益率          | 0.0498                | 0.0560    | -0.0524  | 0.1551               | 0.0428    | -0.4395   | 0.0070    |
| ASSTRN 総資産回転率        | -0.0042               | 0.6350    | -1.2117  | 1.0877               | -0.0100   | -1.2337   | 0.0058    |
| 従業員からの富の移転           |                       |           |          |                      |           |           |           |
| SALESPW 1人当たり売上高     | 17.8668               | 69.2045   | -50.1758 | 202.6057             | 34.0207   | -118.1263 | 31.3245** |
| コントロール変数             |                       |           |          |                      |           |           |           |
| AGE 社齢 (月数) 対数値      | 5.8205                | 0.6344    | 4.9904   | 6.6053               | 0.7293    | 4.0604    | -0.0472   |
| ASSET 総資産対数値         | 10.3725               | 0.7605    | 8.9755   | 11.7792              | 1.1029    | 7.7681    | 0.5140    |
| MANU 製造業ダミー          | 0.4167                | 0.5149    | 0.0000   | 1.0000               | 0.3864    | 0.0000    | 0.0303    |

注1: アスタリスクは平均値の差に関する t 検定, あるいは比率の差に関する検定の結果を表し, \*\*\*, \*\*, \* はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意であることを示す。

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。

## 5 推計結果

### 5.1 MBO 実施の決定要因

本格的な分析に入る前に、サンプルの特性を把握するために、MBO 実施企業の特徴について、業種、規模が近似するペア企業との比較から確認しておこう(表4)<sup>21)</sup>。コラム(1)から(3)がキャッシュフローに関する変数として、フリーキャッシュフロー比率 FCF を用いた結果、コラム(4)から(6)式が手元流動性比率 CASH を用いた結果である。

まず、コーポレート・ガバナンスに関する変数の影響から見てみると、FOREIGN がコラム(2)(3)(5)(6)で有意に正の係数を取っており、外国人持株比率が高い企業ほど、MBO を行う傾向にあることがわかる。外国人投資家が多い企業は所有構造が流動的だと捉えれば、短期的な株価向上に向けた圧力、あるいは敵対的買収の脅威が現実的であり、そうした企業ほど MBO によって非公開化していると考えられる。

株価パフォーマンスについては、ADJSPF、PBR、SQ がすべてのモデルで有意に負の符号を示している。株価パフォーマンスが低迷しており、アンダーバリュエーションに陥っている企業で MBO が選択されているとなり、国内外の先行研究と整合的な結果が得られた。株価のボラティリティ(VOLA)についてはコラム(1)と(4)で有意に正の係数を取っているが、それらのコラムではモデルに挿入された説明変数がゼロと置く帰無仮説に関するワルド統計量を棄却することができず、有意な影響を与えているとは判断できない。

なお、以下いずれの推計においても、SALESPW は有意な結果は得られなかった。パイアウト・ファンドは労働生産性の低い企業を狙っているとはいえ、ファンドのターゲット選択を包括的に検証した河西・川本(2020)と同様、仮説6は棄却された。

表4 MBO 実施の決定要因

|              | (1)<br>FCF<br>フリーキャッシュ<br>フロー比率 | (2)<br>FCF<br>フリーキャッシュ<br>フロー比率 | (3)<br>FCF<br>フリーキャッシュ<br>フロー比率 | (4)<br>CASH<br>手元流動性<br>比率 | (5)<br>CASH<br>手元流動性<br>比率 | (6)<br>CASH<br>手元流動性<br>比率 |
|--------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| コーポレート・ガバナンス |                                 |                                 |                                 |                            |                            |                            |
| OUTDR        | -0.1477                         | -0.1046                         | -0.0590                         | -0.1346                    | -0.0953                    | -0.0665                    |
| 社外取締役比率      | (0.2258)                        | (0.2256)                        | (0.2290)                        | (0.2259)                   | (0.2260)                   | (0.2286)                   |
| FOREIGN      | 0.6102                          | 0.8704 **                       | 0.8508 *                        | 0.6175                     | 0.9351 **                  | 0.9433 **                  |
| 外国人持株比率      | (0.4367)                        | (0.4366)                        | (0.4381)                        | (0.4348)                   | (0.4415)                   | (0.4446)                   |
| OWN          | 0.1361                          | 0.2315                          | 0.2330                          | 0.1744                     | 0.2516                     | 0.2474                     |
| 役員持株比率       | (0.2855)                        | (0.2824)                        | (0.2820)                        | (0.2885)                   | (0.2811)                   | (0.2798)                   |
| 株価パフォーマンス    |                                 |                                 |                                 |                            |                            |                            |
| ASJSPF       | -0.2679 ***                     |                                 |                                 | -0.2643 ***                |                            |                            |
| 超過収益率        | (0.1023)                        |                                 |                                 | (0.1017)                   |                            |                            |
| PBR          |                                 | -0.0755 **                      |                                 |                            | -0.0613 **                 |                            |
| 株価純資産倍率      |                                 | (0.0344)                        |                                 |                            | (0.0304)                   |                            |
| SQ           |                                 |                                 | -0.2153 **                      |                            |                            | -0.1529 **                 |
| トーピンのシンプル Q  |                                 |                                 | (0.0844)                        |                            |                            | (0.0674)                   |



|                  |           |           |           |           |           |           |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| VOLA             | 5.6922 *  | 3.8880    | 3.5119    | 6.1423 *  | 4.1500    | 3.7749    |
| 日次収益率標準偏差        | (3.2600)  | (3.0183)  | (3.0226)  | (3.3001)  | (3.0277)  | (3.0431)  |
| キャッシュフロー         |           |           |           |           |           |           |
| FCF              | 0.0952    | -0.1581   | -0.2980   |           |           |           |
| フリーキャッシュフロー比率    | (0.1925)  | (0.2161)  | (0.2380)  |           |           |           |
| CASH             |           |           |           | -0.2100   | -0.2844   | -0.3206   |
| 手元流動性比率          |           |           |           | (0.2537)  | (0.2501)  | (0.2488)  |
| 財務状態             |           |           |           |           |           |           |
| ICR              | -0.0005   | -0.0002   | -0.0002   | -0.0004   | -0.0002   | -0.0002   |
| インタレスト・カバレッジ・レシオ | (0.0003)  | (0.0002)  | (0.0002)  | (0.0003)  | (0.0002)  | (0.0002)  |
| DA               | -0.0759   | -0.0387   | -0.0822   | -0.2287   | -0.1220   | -0.1320   |
| 負債比率             | (0.1852)  | (0.1901)  | (0.1922)  | (0.2138)  | (0.2134)  | (0.2118)  |
| オペレーショナルエンジニアリング |           |           |           |           |           |           |
| ROA              | 0.9013    |           |           | 0.8121    |           |           |
| 総資産経常利益率         | (0.5948)  |           |           | (0.5891)  |           |           |
| SLPR             |           | -0.0078   | -0.0165   |           | -0.0082   | -0.0138   |
| 売上高利益率           |           | (0.0419)  | (0.0419)  |           | (0.0423)  | (0.0420)  |
| ASSTRN           |           | -0.0908   | -0.0968   |           | -0.0944   | -0.0976   |
| 総資産回転率           |           | (0.0632)  | (0.0627)  |           | (0.0638)  | (0.0635)  |
| 従業員からの富の移転       |           |           |           |           |           |           |
| SALESPW          | -0.0008   | -0.0008   | -0.0009   | -0.0008   | -0.0008   | -0.0009   |
| 1人当たり売上高         | (0.0007)  | (0.0007)  | (0.0007)  | (0.0007)  | (0.0007)  | (0.0007)  |
| コントロール変数         |           |           |           |           |           |           |
| AGE              | -0.0331   | -0.0872   | -0.0874   | -0.0403   | -0.0890   | -0.0866   |
| 社齢(月数)対数値        | (0.0576)  | (0.0583)  | (0.0588)  | (0.0578)  | (0.0580)  | (0.0582)  |
| N                | 252       | 252       | 252       | 252       | 252       | 252       |
| 疑似 R-squared     | 0.0607    | 0.0540    | 0.0592    | 0.0620    | 0.0561    | 0.0594    |
| log-likelihood   | -164.0755 | -165.2494 | -164.3356 | -163.8486 | -164.8783 | -164.3049 |
| Wald chi2        | 16.3341   | 16.8667   | 19.3622 * | 16.1923   | 18.0125   | 19.4804 * |

注1：上段は限界効果を、下段は不均一分散にロバストな標準誤差を示す。

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

## 5.2 バイアウト・ファンド関与の決定要因

以上の基本推計の結果を踏まえ、次にMBOサンプルを対象として、ファンド関与案件の特徴について検証していこう(表5)。前述のMBO実施の決定要因とは様々な側面で異なった特徴が表れている。

最初に、ガバナンス構造に関する変数に目を向けると、上記の推計結果と同様、FOREIGNがコラム(3)を除き有意に正となっている。外国人持株比率が高い企業をターゲットとし、バイアウト・ファンドは経営陣と組んでMBOを実施しているとなる。この効果は大きく、コラム(4)で計測したところ、外国人持株比率の1標準偏差の上昇が、ファンド関与確率を17.73%ポイント(=1.86

× 0.10) だけ上昇させる。MBO 案件のうち、ファンドが関与した案件の比率は 41.76%なので、その 42.46%に相当する規模である。ファンドは所有構造が流動的な企業、あるいはガバナンス強度が高い企業を選んで、バイアウトを実施しているものと判断できる。

一方、OWN については、すべてのコラムで負に有意となっている。表 4 で確認した MBO の決定要因の符号とは逆となっている。ファンドは役員持株比率が低い企業をターゲットとしているものと考えられる。この結果は、MBO に限らず、バイアウト全体を対象とした野瀬・伊藤 (2011)、河西・川本 (2020) と同様の結果となっている。同じくコラム (4) から同変数のマグニチュードを計算してみると、同変数の 1 標準偏差の減少は、ファンドの関与確率を 14.16%ポイント ( $= -1.12 \times 0.13$ ) 引き上げる。上記のようにファンド関与確率が 41.76%なので、その 33.91%に相当し、その効果は非常に大きい。ファンドは、外部者による経営関与を嫌うファミリー企業をターゲットから外し、インセンティブ・リアライメントの余地が高い企業を投資対象としていると推察できる。以上から、仮説 1 (b) が支持された。

株価パフォーマンスに関しては、興味深い結果が得られており、コラム (1) の ADJSPF, (5) の PBR、及びコラム (6) の SQ でプラスに有意の係数を取っている。つまり、買収前の株価パフォーマンスが優れた企業ほどファンドの投資対象となっている。そのマグニチュードを計測すると、超過リターンの上昇は、ファンド関与確率を 8.24%ポイント ( $= 0.33 \times 0.25$ ) 上昇させる (コラム (1))。ファンド全体としては、アンダーバリュエーションの解消は、バイアウトの動機とはなっていない (仮説 2 は不支持)。逆に高い株価パフォーマンスを示している企業をターゲットとする傾向にあり、その保守的な投資行動が読み取れる。

キャッシュフローに関する変数については FCF, CASH とともにほとんどのコラムで統計的に有意に負となっている。手元流動性の乏しい企業において、ファンドと組んでのバイアウトが遂行される傾向にある。手元流動性比率の 1 標準偏差の上昇は、ファンド関与確率を 14.29%ポイント ( $= -0.89 \times 0.16$ ) だけ上昇させる (コラム (4))。フリーキャッシュフロー削減によるエージェンシー問題の緩和は、ファンドによるバイアウトの動機となっていない。むしろ自己資金が乏しく、少数株主をキャッシュアウトする資金が不足する企業が、ファンドから援助を受けてバイアウトを実施しているものと解釈できる (仮説 3 (b) が支持)。

財務状態については、ロバストとはいえないが、DA は 10%水準で有意に近く (コラム (2) (3) (6))、コラム (5) では有意に負の符号を示している。負債比率の低い企業ほどファンドの関与確率が高まるということであり、その 1 標準偏差の低下は同関与確率を 10.97%ポイント ( $= -0.50 \times 0.22$ ) 上昇させる。上記の結果を踏まえると、ファンドはキャッシュフローの乏しい企業をターゲットに、負債の節税効果、あるいは経営規律を効かせることを目的に、MBO に参加しているものと解釈できる (仮説 4 は不支持)。

オペレーショナル・エンジニアリングに関する変数については、ASSTRN がコラム (2) を除き有意に正となっており、ファンドは資産効率の良い企業を対象にバイアウトに関わっていることになる。ここでもその投資行動の保守性が表れている (仮説 5 は不支持)。

コントロール変数については、AGE が有意に負の係数を示している。ファンドは社齢が若い企業を投資対象としているといえる。

表5 MBOへのファンド関与の決定要因

|                  | (1)<br>FCF<br>フリーキャッシュ<br>フロー比率 | (2)<br>FCF<br>フリーキャッシュ<br>フロー比率 | (3)<br>FCF<br>フリーキャッシュ<br>フロー比率 | (4)<br>CASH<br>手元流動性<br>比率 | (5)<br>CASH<br>手元流動性<br>比率 | (6)<br>CASH<br>手元流動性<br>比率 |
|------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| コーポレート・ガバナンス     |                                 |                                 |                                 |                            |                            |                            |
| OUTDR            | -0.2321                         | -0.2753                         | -0.2271                         | -0.2551                    | -0.3088                    | -0.2586                    |
| 社外取締役比率          | (0.3604)                        | (0.3422)                        | (0.3406)                        | (0.3380)                   | (0.3455)                   | (0.3396)                   |
| FOREIGN          | 1.3367 **                       | 0.9436                          | 1.0233                          | 1.8608 ***                 | 1.1991 *                   | 1.1804 *                   |
| 外国人持株比率          | (0.6163)                        | (0.6210)                        | (0.6317)                        | (0.6151)                   | (0.6770)                   | (0.6810)                   |
| OWN              | -0.9542 **                      | -0.9775 **                      | -0.9033 **                      | -1.1223 ***                | -1.0575 ***                | -0.8873 **                 |
| 役員持株比率           | (0.3855)                        | (0.3914)                        | (0.3950)                        | (0.3827)                   | (0.3907)                   | (0.3978)                   |
| 株価パフォーマンス        |                                 |                                 |                                 |                            |                            |                            |
| ASJSPF           | 0.3266 *                        |                                 |                                 | 0.3114                     |                            |                            |
| 超過収益率            | (0.1905)                        |                                 |                                 | (0.1894)                   |                            |                            |
| PBR              |                                 | 0.1256                          |                                 |                            | 0.2248 ***                 |                            |
| 株価純資産倍率          |                                 | (0.0778)                        |                                 |                            | (0.0809)                   |                            |
| SQ               |                                 |                                 | 0.1363                          |                            |                            | 0.3723 **                  |
| トーピンのシンプルQ       |                                 |                                 | (0.1685)                        |                            |                            | (0.1540)                   |
| VOLA             | -2.5089                         | -2.5131                         | -2.1889                         | -3.9400                    | -3.1912                    | -1.4197                    |
| 日次収益率標準偏差        | (5.1244)                        | (4.7751)                        | (4.8382)                        | (5.0131)                   | (4.9044)                   | (4.8835)                   |
| キャッシュフロー         |                                 |                                 |                                 |                            |                            |                            |
| FCF              | -1.1021 ***                     | -0.9053 **                      | -0.9292 **                      |                            |                            |                            |
| フリーキャッシュフロー比率    | (0.3574)                        | (0.3485)                        | (0.3879)                        |                            |                            |                            |
| CASH             |                                 |                                 |                                 | -0.8946 **                 | -0.8387 **                 | -0.7799 **                 |
| 手元流動性比率          |                                 |                                 |                                 | (0.3911)                   | (0.3934)                   | (0.3889)                   |
| 財務状態             |                                 |                                 |                                 |                            |                            |                            |
| ICR              | -0.0002                         | -0.0005                         | -0.0004                         | -0.0001                    | -0.0004                    | -0.0005                    |
| インタレスト・カバレッジ・レシオ | (0.0004)                        | (0.0004)                        | (0.0004)                        | (0.0004)                   | (0.0004)                   | (0.0004)                   |
| DA               | -0.2215                         | -0.4275                         | -0.4013                         | -0.1670                    | -0.5048 *                  | -0.4763                    |
| 負債比率             | (0.2704)                        | (0.2625)                        | (0.2729)                        | (0.2819)                   | (0.2913)                   | (0.3027)                   |
| オペレーショナルエンジニアリング |                                 |                                 |                                 |                            |                            |                            |
| ROA              | -0.3480                         |                                 |                                 | 0.3451                     |                            |                            |
| 総資産経常利益率         | (0.9236)                        |                                 |                                 | (0.9031)                   |                            |                            |
| SLPR             |                                 | -0.5256                         | -0.4653                         |                            | -0.4097                    | -0.3774                    |
| 売上高利益率           |                                 | (0.3731)                        | (0.3790)                        |                            | (0.3631)                   | (0.3660)                   |
| ASSTRN           |                                 | 0.0765                          | 0.0898                          |                            | 0.0866                     | 0.0988                     |
| 総資産回転率           |                                 | (0.0955)                        | (0.0961)                        |                            | (0.0999)                   | (0.1015)                   |
| 従業員からの富の移転       |                                 |                                 |                                 |                            |                            |                            |
| SALESPW          | 0.0009                          | 0.0004                          | 0.0005                          | 0.0009                     | 0.0005                     | 0.0006                     |
| 1人当たり売上高         | (0.0011)                        | (0.0010)                        | (0.0010)                        | (0.0011)                   | (0.0011)                   | (0.0010)                   |
| コントロール変数         |                                 |                                 |                                 |                            |                            |                            |
| AGE              | -0.2938 ***                     | -0.2446 ***                     | -0.2514 ***                     | -0.2704 ***                | -0.2144 ***                | -0.2340 ***                |
| 社齢(月数)対数値        | (0.0832)                        | (0.0809)                        | (0.0809)                        | (0.0816)                   | (0.0790)                   | (0.0799)                   |
| ASSET            | 0.0020                          | 0.0289                          | 0.0409                          | -0.0279                    | 0.0073                     | 0.0432                     |
| 総資産対数値           | (0.0612)                        | (0.0600)                        | (0.0619)                        | (0.0612)                   | (0.0635)                   | (0.0660)                   |

|                |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
|----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| MANU<br>製造業ダミー | 0.1684<br>(0.1208) | 0.1529<br>(0.1220) | 0.1416<br>(0.1198) | 0.1039<br>(0.1142) | 0.1151<br>(0.1187) | 0.1164<br>(0.1173) |
| N              | 136                | 136                | 136                | 136                | 136                | 136                |
| 疑似 R-squared   | 0.2461             | 0.2634             | 0.2560             | 0.2039             | 0.2455             | 0.2409             |
| log-likelihood | -69.4657           | -67.8697           | -68.5538           | -73.3548           | -69.5207           | -69.9387           |
| Wald chi2      | 33.4827***         | 36.8153***         | 36.8408***         | 31.8035***         | 32.7784***         | 37.2262***         |

注1：上段は限界効果を，下段は不均一分散にロバストな標準誤差を示す。

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

### 5.3 OUT-IN 型 MBO の決定要因

最後に，ファンド関与案件に限定し，OUT-IN 型 MBO の実施要因について検証を試みる（表6）。いずれのモデルもリファレンス・グループは IN-IN 型 MBO となっている。

まず，ガバナンスに関する変数は，OUTDR においてプラスに有意の符号が確認される。社外取締役比率が高い企業ほど，国内ファンドよりも海外ファンドの関与確率が上昇する。そのマグニチュードを試算すると，同変数の1標準偏差の上昇は，海外ファンドの関与確率を12.96%ポイント（ $= 0.82 \times 0.16$ ）だけ上昇させる（コラム（5））。OUT-IN 型 MBO の比率は21.43%であるため，社外取締役比率の与える効果は無視できない。海外ファンドはガバナンス強度が高い企業と組んで買収を行っていると同理解できる。

その他，株価パフォーマンス以下の変数については有意な結果は得られなかった。最後に，コントロール変数については，ASSETが正の係数を取っている（コラム（1）（4）（5））。この点についてはファンド全般を扱った河西・川本（2020）と異なる結果となった。MBO 案件を対象とした場合，海外ファンドはガバナンスの整った，規模が大きい企業を投資先として選んでいると同解釈できる。

表6 OUT-IN 型 MBO の決定要因

|                    | (1)<br>FCF<br>フリーキャッシュ<br>フロー比率 | (2)<br>FCF<br>フリーキャッシュ<br>フロー比率 | (3)<br>FCF<br>フリーキャッシュ<br>フロー比率 | (4)<br>CASH<br>手元流動性<br>比率 | (5)<br>CASH<br>手元流動性<br>比率 | (6)<br>CASH<br>手元流動性<br>比率 |
|--------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| コーポレート・ガバナンス       |                                 |                                 |                                 |                            |                            |                            |
| OUTDR<br>社外取締役比率   | 0.6497**<br>(0.2952)            | 0.7811**<br>(0.3420)            | 0.7911**<br>(0.3426)            | 0.6412***<br>(0.2875)      | 0.8191***<br>(0.3356)      | 0.8163***<br>(0.3377)      |
| FOREIGN<br>外国人持株比率 | -0.4241<br>(0.5093)             | -0.4431<br>(0.6063)             | -0.3529<br>(0.5870)             | -0.5317<br>(0.5480)        | -0.5580<br>(0.6464)        | -0.4890<br>(0.6106)        |
| OWN<br>役員持株比率      | -0.5188<br>(0.4190)             | -0.6575<br>(0.5132)             | -0.6813<br>(0.5141)             | -0.5033<br>(0.3923)        | -0.7312<br>(0.5018)        | -0.7993<br>(0.5057)        |
| 株価パフォーマンス          |                                 |                                 |                                 |                            |                            |                            |
| ASJSPF<br>超過収益率    | 0.1837<br>(0.1692)              |                                 |                                 | 0.1841<br>(0.1541)         |                            |                            |
| PBR<br>株価純資産倍率     |                                 | 0.0151<br>(0.0720)              |                                 |                            | -0.0176<br>(0.0652)        |                            |
| SQ<br>トービンのシンプル Q  |                                 |                                 | -0.0413<br>(0.1353)             |                            |                            | -0.0917<br>(0.1262)        |
| VOLA<br>日次収益率標準偏差  | 5.2751<br>(5.3141)              | 3.6018<br>(6.9691)              | 2.9958<br>(7.0386)              | 6.2174<br>(5.2036)         | 4.0768<br>(6.8370)         | 2.8054<br>(6.7750)         |

|                  |           |          |          |          |          |          |
|------------------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| キャッシュフロー         |           |          |          |          |          |          |
| FCF              | 0.2763    | 0.3228   | 0.1969   |          |          |          |
| フリーキャッシュフロー比率    | (0.3578)  | (0.4134) | (0.4189) |          |          |          |
| CASH             |           |          |          | 0.1312   | 0.3157   | 0.3475   |
| 手元流動性比率          |           |          |          | (0.3669) | (0.4474) | (0.4431) |
| 財務状態             |           |          |          |          |          |          |
| ICR              | 0.0005    | 0.0006   | 0.0005   | 0.0004   | 0.0004   | 0.0004   |
| インタレスト・カバレッジ・レシオ | (0.0005)  | (0.0006) | (0.0006) | (0.0005) | (0.0005) | (0.0005) |
| DA               | 0.4517    | 0.4652   | 0.4603   | 0.4378   | 0.5101   | 0.5299   |
| 負債比率             | (0.3061)  | (0.3695) | (0.3552) | (0.3092) | (0.3942) | (0.3798) |
| オペレーショナルエンジニアリング |           |          |          |          |          |          |
| ROA              | 1.0727    |          |          | 0.9300   |          |          |
| 総資産経常利益率         | (0.7943)  |          |          | (0.7053) |          |          |
| SLPR             |           | 0.3066   | 0.3424   |          | 0.3591   | 0.3774   |
| 売上高利益率           |           | (0.4358) | (0.4320) |          | (0.4141) | (0.3986) |
| ASSTRN           |           | -0.0147  | -0.0068  |          | 0.0071   | -0.0027  |
| 総資産回転率           |           | (0.0860) | (0.0834) |          | (0.0830) | (0.0801) |
| 従業員からの富の移転       |           |          |          |          |          |          |
| SALESPW          | 0.0007    | 0.0010   | 0.0011   | 0.0006   | 0.0010   | 0.0010   |
| 1人当たり売上高         | (0.0009)  | (0.0010) | (0.0009) | (0.0009) | (0.0010) | (0.0010) |
| コントロール変数         |           |          |          |          |          |          |
| AGE              | -0.0923   | -0.0808  | -0.0775  | -0.0970  | -0.0769  | -0.0701  |
| 社齢(月数)対数値        | (0.0814)  | (0.0927) | (0.0920) | (0.0792) | (0.0910) | (0.0897) |
| ASSET            | 0.1168**  | 0.0844   | 0.0727   | 0.1255** | 0.0934*  | 0.0773   |
| 総資産対数値           | (0.0568)  | (0.0569) | (0.0573) | (0.0574) | (0.0571) | (0.0562) |
| MANU             | 0.0950    | 0.1434   | 0.1403   | 0.1028   | 0.1413   | 0.1438   |
| 製造業ダミー           | (0.1290)  | (0.1472) | (0.1483) | (0.1287) | (0.1541) | (0.1507) |
| N                | 56        | 56       | 56       | 56       | 56       | 56       |
| R-squared        | 0.3420    | 0.2876   | 0.2880   | 0.3342   | 0.2866   | 0.2937   |
| log-likelihood   | -19.1462  | -20.7285 | -20.7163 | -19.3722 | -20.7568 | -20.5507 |
| Wald chi2        | 23.6103** | 23.6368* | 18.6224  | 21.5969* | 21.9898* | 19.5657  |

注1：上段は限界効果を，下段は不均一分散にロバストな標準誤差を示す。

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

## 6 結論と今後の課題

本稿では、バイアウト・ファンドと組んでMBOを実施した企業の特徴について、コーポレート・ガバナンス、株価パフォーマンス、財務状況等の観点から検証を行った。分析の結果、次のような結果が得られた。第1に、ファンド関与企業の所有構造は、外国人持株比率が高い一方で、役員持株比率は低いことが明らかとなった。ファンドは、株式の取得が容易な企業を、あるいはガバナンス強度が高い企業を狙って投資先を選択しているものと考えられる。

第2に、ターゲット企業の買収前の株価パフォーマンスに目を向けると、PBRやSQが高い企業が標的となる傾向にあった。ファンドの投資態度として、リスク選好的か回避的かという問題を提

示したが、日本の MBO のケースでは、後者が当てはまることが示された。

第3に、ファンドの投資対象となった MBO 実施企業の手元流動性比率は低く、負債比率も低いことが明らかとなった。ファンドは負債の節税効果や経営規律効果を期待するとともに、キャッシュフローに問題を抱えた企業に資金的援助を与える方法でバイアウトに参加しているものと推察される。

本稿では、以上のような MBO 実施企業に対するファンドの関与・非関与の選択という問題のほか、海外ファンドによる買収か否かという分析についても試みた。それによると、海外ファンドは国内ファンドに比べ、社外取締役比率が高く、そして規模が大きな企業を投資対象として選択する確率が高いことがわかった。

以上のことをまとめると、ファンド全体としては、外国人投資家が多いなど、株式のブロックホールディングが可能な流動的な所有構造である企業に狙いを定めている。そのうえで、成長性は良好であるものの資金的制約のある企業を投資対象として選択しているものと推察される。また、海外ファンドと国内ファンドの投資態度は異質であり、前者はガバナンスの整った大企業を投資対象としている。その意味で、海外ファンドは、ホームバイアスの制約に対処するため、保守的な投資を志向しているとみなすことができる。

最後に、本稿に残された課題について触れておきたい。まずは、今回の分析では、MBO 企業に限定して、ファンドが関与したケースと関与しなかったケースを取り上げたが、よりファンド関与型 MBO 企業の特徴を導き出すために、他の M&A のケースと比較検証することが求められるであろう。例えば、同じ非公開化やキャッシュアウトでも、親子上場解消（完全子会社化）のケースや、経営陣と組まないファンドのバイアウトのケースと比べてみるのは1つの案であろう。また、本稿では、ファンドの投資動機について扱ったが、買収後、ターゲット企業のパフォーマンスはいかなる推移をたどったのであろうか。また、それは海外ファンドと国内ファンドのケースで異なるのだろうか。さらには、ファンドが関与する場合でも、買収後、非公開化される案件と上場が維持される案件（PIPEs：Private Investment in Public Entities）で特徴、パフォーマンスの影響は異なるものなのであろうか。このようにバイアウトの研究可能性、フィールドはつきない。より一層のデータの充実と、それをを用いた研究視角の多様化、そして、それらのさらなる深化が望まれる。

#### 参考文献

##### 【英文】

- Amess, Kevin and Mike Wright (2007), "The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK," *International Journal of Economics and Business*, Vol. 14, pp. 179-195.
- Barber, Brad M. and John D. Lyon (1996), "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statics," *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp. 359-399.
- Chapple, Larelle, Peter M. Clarkson and Jesse J. King (2010), "Private Equity Bids in Australia: An Exploratory Study," *Accounting and Finance*, Vol. 50, pp. 79-102.
- Clarkson, Peter M., Shams Pathan and Andrew Tellam (2016), "Do Private Equity Targets Firms Exhibit Less Effectual Governance Structures?," *Australian Journal of Management*, Vol. 41, pp. 244-270.
- Goergen, Mark, Noel O'Sullivan and Geoff Wood (2011), "Private Equity Takeovers and Employment in the UK: Some Empirical Evidence," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 19, pp. 259-275.
- Halpern, Paul, Robert Kieschnick and Wendy Rotenberg (1999), "On the Heterogeneity of Leveraged Going Private

- Transactions,” *Review of Financial Studies*, Vol. 12, pp. 281–309.
- Jensen, Michael C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,” *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323–329.
- Kaplan, Steven N. (1989), “The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 217–254.
- Kaplan, Steven N. and Per Strömberg (2009), “Leveraged buyouts and private equity,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, pp. 121–146.
- Kieschnick, Robert L. (1998), “Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions Revisited,” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25, pp. 187–202.
- Lehn, Kenneth and Annette Poulsen (1989), “Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions,” *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 771–787.
- Opler, Tim and Sheridan Titman (1993), “The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs,” *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 1985–1999.
- Osborne, Sarah, Dean Katselas and Larelle Chapple (2012), “The Preferences of Private Equity Investors in Selecting Target Acquisitions: An International Investigation,” *Australian Journal of Management*, Vol. 37, pp. 361–389.
- Renneboog, Luc., Tomas Simons and Mike 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.
- Shleifer, Andrei and Lawrence H. Summers (1988), “Breach of Trust in Hostile Takeovers,” in Alan J. Auerbach ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Smith, Abbie J. (1990), “Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buy-outs,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 143–164.
- Sudarsanam, Sudi, Mike Wright and Jian Huang (2011), “Target Bankruptcy Risk and Its Impact on Going Private Buyout Performance and Exit,” *Corporate Governance: An International Journal*, Vol. 19, pp. 240–258.
- Weir, Charlie, David Laing and Mike Wright (2005a), “Incentive Effects, Monitoring Mechanism, and the Threat from Market for Corporate Control: An Analysis of the Factors Affecting Public to Private Transactions in the UK,” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 32, pp. 909–944.
- Weir, Charlie, Davie Laing and Mike Wright (2005b), “Undervaluation, Private Information, Agency Costs and the Decision to Go Private,” *Applied Financial Economics*, Vol. 15, pp. 947–961.

#### 【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.
- 齋藤隆志・河西卓弥・川本真哉 (2017) 「日本企業の非公開化型 MBO に関する実証分析」宮島英昭編『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社, 191–224 頁.
- 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 (2004) 「日本のバイアウト・ファンドの類型化」『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 41 集, 239–253 頁.
- 杉浦慶一 (2010) 「日本のバイアウト市場の 10 年の軌跡」杉浦慶一・越純一郎編『プライベート・エクイティ：勝者の条件』東洋経済新報社.

野瀬義明・伊藤彰敏（2009）「バイアウト・ファンドによる買収のインパクトに関する分析」『現代ファイナス』No. 26, 49-66 頁.

野瀬義明・伊藤彰敏（2011）「株式非公開化の決定要因」『証券経済学会年報』第 46 号, 39-55 頁.



# What Firms and Buy-out Funds Carry out MBOs?

Shinya KAWAMOTO

## Abstract

From perspectives of target firms' corporate governance, share performance, and financial condition, this study analyzed features of MBO firms that have teamed up with buy-out funds and which have executed MBOs. Specifically, the following points were analyzed. First, results clarified that the ownership structure of firms acquired funds includes a strong presence of foreign investors. However, the managerial ownership rate of such firms was low. Second, regarding the pre-merger share performance of target firms, high share performance and PBR was associated with higher probability of being a target. Third, target firm acquisition funds had a low ratio of liquidity. Fourth, we conducted an analysis of whether foreign funds were involved in MBOs, or not. Analysis results revealed that foreign funds selected targets with a high ratio of outside directors and of larger size compared to domestic funds.

キーワード：MBO, バイアウト・ファンド, コーポレート・ガバナンス, アンダーバリュエーション, フリーキャッシュフロー, デフォルトリスク, オペレーショナル・エンジニアリング