

〔研究論文〕

株式非公開化と買収プレミアム*

——キャッシュアウトの実証分析——

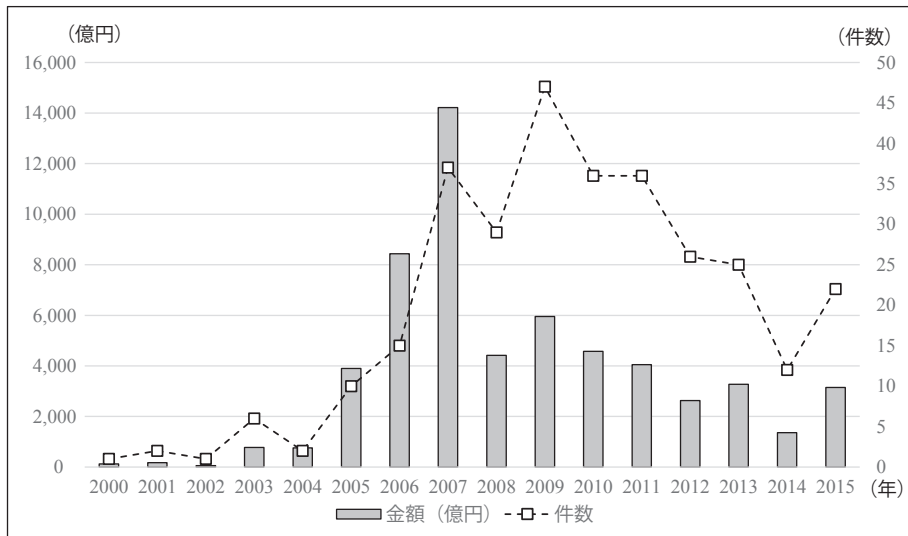
川 本 真 哉

1. はじめに

近年、わが国でもキャッシュアウトを伴う株式非公開化が活発化してきている。キャッシュアウトとは、金銭を交付することで少数株主を強制的に締め出す行為を指す。通常、同行為には株主総会での特別決議が要件とされることから、その前段階としてTOB (Takeover Bid: 株式公開買付) が行われ、同決議に必要な議決権を確保した上で実施されることとなる。キャッ

シュアウトによる少数株主排除は2000年に初めて登場して以来、急速に普及し、2009年には47件の利用が確認されている。直近でも20件前後の取引が行われ、2015年末までにTOBを公表したケースで累計300件を超える企業が市場からの退出を果たした(図表1)。この背景としては、外国人投資家の台頭など株式市場からの圧力が高まる中、2000年前後からわが国でもバイアウト・ファンドが活動を本格化させたことや、後述するようなキャッシュアウト制

図表1 キャッシュアウトを伴う株式非公開化案件の推移



注：対象は被買収企業が上場企業の案件であり、TOBを公表した時点で集計している。二段階TOB案件は除く。キャッシュアウト取引の特定方法については、本文を参照。

出所：レコフデータ『日本企業のM&Aデータブック 1985-2007』、同『マール』各月号、各案件の公開買付届出書、キャピタル・アイ提供のM&Aデータ等により筆者作成。

度の整備が進められたことが挙げられる。

こうした非公開化取引が排除される少数株主の利益に及ぼす影響については、様々な見方がなされている。その際、注目されてきたのが、TOB公表前の株価水準への上乗せ部分を表す買収プレミアムである。買収プレミアムには、いくつかの意味合いがある。その1つは、少数株主利益の尺度になっているという点である。もちろんプレミアムの水準が高いほど、少数株主の利益に資することとなる。もう1つは、非公開化後の価値創造の期待値を表すという点である。非公開化という選択は、短期的な市場の圧力から経営者を開放し、集約された所有構造の下で抜本的な企業再編を実現しうるツールを提供する。あるいは、マーケットからの資金調達必要性が乏しく、上場意義を失った企業に退出のオプションを与え、上場維持コストを節約する機会を提供する。このような買収後の価値創造や費用節約の一部が、排除される少数株主に提示されるプレミアムとして現れることとなる。

ただし、プレミアムの支払いという形で、非公開化取引は少数株主の利益に寄与する可能性を有す反面、そのような利益を減殺する性質も同取引は併せ持っているのではないかと指摘されている。例えば、買収側がターゲット企業の経営者や支配株主という優越的な地位を濫用し安価に株式を買い集め、少数株主の利益を棄損しているのではないかと懸念が持たれている。実際、株式の買い取り価格やプレミアムの水準を巡って、2000年代半ば以降、レックス・ホールディングス(2006年にTOB公表)、サンスター(2007年)、サイバードホールディングス(2007年)、ジュピターテレコム(2012年)など、会社側と少数株主の間で法廷闘争が相次いで起きている¹⁾。

このような状況を受けて、わが国でも非公開化取引と少数株主利益に関する検証が積み重ね

られている。井上ほか(2010)は、上記のレックス・ホールディングス事件がTOB取引に及ぼした影響を検証しており、買い取り価格の引き上げを認める高裁決定(2008年9月)が下されて以降、MBO(Management Buy-outs)取引²⁾においてプレミアム水準が高まったことを明らかにしている。また、野瀬・伊藤(2009)は、バイアウト・ファンドが関与した案件を検証し、非公開化取引において正の超過リターンが観察されること、そしてその源泉が株価のアンダーバリュエーション(過小評価)の解消やエージェンシー・コストの削減にあることを確認している。このほか、吉村(2010)、Kawanishi *et al.*(2014)、伊藤・メイズ(2016)では、MBO案件を取り上げ、少数株主が高いプレミアムを享受していることを報告している。

これら一連の検証は、それぞれが独自のアプローチに基づいてなされた興味深い研究成果である。ただし、非公開化取引のさらなる実態解明という点では、次のような課題も残されていた。その1つは、非公開化取引が内包する買い手の多様性について十分に捉えたものとはなっていないという点である。後述するように、非公開化取引は、経営陣やファンド、親会社(案件によってはそれらが共同で)など、様々なプレイヤーによって実行されるが、多くの研究では、MBOやファンドによる買収など同取引における特定の取引形態、あるいは非公開化全般を対象としており、買い手の差異にまで立ち入った検討はなされてこなかったように思われる。また、スクイーズアウト(少数株主排除)の方法には、大きく分けてキャッシュアウトとストックアウトの2つが存在するが、後者と少数株主利益に関する検証は蓄積があるものの(大坪2011, 矢部2013)、前者をサンプルとした分析はそれほど多くはない。そこで本稿では、キャッシュアウトを伴う株式非公開化における買収プレミアムの決定要因について、買い手の性質を

含む包括的な仮説を提示した上で明らかにすることを目的とする。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では、株式非公開化と買収プレミアムの決定要因について先行研究を紹介した上で作業仮説を提示する。第3節では、キャッシュアウトの特定を中心とするデータセットの構築方法と実証分析に用いる推計モデルについて説明する。第4節は推計結果について報告し、第5節は結論にあてられる。

2. 先行研究と作業仮説

非公開化案件の少数株主が受け取る買収プレミアムや株式リターンの源泉については、米英を中心に様々な角度から研究が積み重ねられてきた³⁾。本節では、その決定要因について包括的に検証している Renneboog *et al.* (2007) や Geranio and Zanotti (2012)、それらを踏まえて日本の非公開化型MBOを検証した Kawanishi *et al.* (2014) 等での分析枠組みを参考に、①アンダーバリュエーションの解消、②投資家と経営者（買収者）間の情報の非対称性、③負債の節税効果・規律付け、④フリーキャッシュフローの削減、⑤従業員からの富の移転、⑥買い手の性質、⑦売り手の性質、の7つ観点から作業仮説を提示する。

2.1 アンダーバリュエーションの解消

まず、非公開化取引に共通する要因として受け入れられているものとして、株価のアンダーバリュエーション（過小評価）の解消が挙げられる。買い手側が、ターゲット企業の市場価格がその潜在価値よりも過小に評価されていると認識している場合、買収後の価値創造（あるいは再上場時や株式転売時の評価修正）によって獲得される期待利益の幅も大きくなるため、少数株主に提示されるプレミアムの水準も高くなる

と予想される。実証的にも、アメリカやヨーロッパなど、地域や時期を問わず、多くの研究でアンダーバリュエーションの解消が少数株主利益の有力な源泉であることが確認されている (Travlos and Cornett 1993, Andres *et al.* 2007, Renneboog *et al.* 2007, Geranio and Zanotti 2012)。同様に、日本のMBOやTOB、あるいはバイアウトを扱った検証でも、事前の株価パフォーマンスと少数株主利益の間に負の相関が見られることが報告されている (前澤 2007, 野瀬・伊藤 2009, 井上ほか 2010, Kawanishi *et al.* 2014)。

仮説1：株価パフォーマンスの低い企業ほど、買収プレミアムは高くなる。

2.2 情報の非対称性

また、投資家との情報の非対称性が大きな状況も、非公開化行動の動機となりうる。具体的には、そのような状態に陥っている場合、企業側から情報生産を行わない限り、投資家からの注目度も低調となるため、当該企業の株価は低位にとどめられることとなる。これはマーケットからの資金調達を困難とするだけでなく、敵対的買収のリスクに晒されるという点からもコストとなる。このような情報格差を埋めるためには、投資家からの注目度を高めるようなシグナルを発信することが必要とされるが、それには株主還元やIR推進などの追加的なコスト負担が強いられる。

上記のように考えると、非公開化することで、これら情報の非対称性を緩和するための費用負担が不要となるので、その潜在的な節約余地が高い企業ほど（つまり情報の非対称性が深刻な企業ほど）、より多くのプレミアムを支払ってでも市場からの退出を選択するであろう。この点については実証的にも繰り返し検証されており、非対称性が大きいと想定されるアナリストの注目度や売買回転率が乏しい案件において、

非公開化の実施確率や少数株主利益が高まる
ことが明らかにされている (Bharath and Dittmar
2010, Martinez and Serve 2011, Geranio and Zanotti
2012, Pour and Lasfer 2013)。

仮説2：投資家との情報の非対称性が大きな企
業ほど、買収プレミアムは高くなる。

2.3 負債の節税効果・規律付け

非公開化がLBO (Leveraged Buy-outs) のスキ
ームを採用する場合、買収後の資本構成は負債依
存度を大幅に高めたものとなる。このような負
債比率の上昇は、次の2つの経路を通じて買収
後の企業価値に正の影響を与える。1つは、タッ
クス・シールド (tax shield: 負債の節税効果) で
ある。有利子負債の支払利息は損金算入される
ため、税制上の控除対象となる。このような
LBOにともなう節税余地がプレミアムの源泉
となっているとの説がある (Kaplan 1989b)。も
う1つの経路は、負債による規律付けである。
LBOによる負債依存度の高まりは、倒産脅威
を背景として、経営陣に元本返済や利払いを課
し、経営資源の効率利用を促す (Jensen 1986)。
すなわち、買収前において負債比率が低く、買
収後にこれらの効果を楽しむ余地が高い企業
ほど、プレミアムの水準は高まると考えられる。

仮説3：負債比率が低い企業ほど、買収プレ
ミアムは高くなる。

2.4 フリーキャッシュフローの削減

フリーキャッシュフロー (free cash flow) とは、
NPV (Net Present Value: 正味現在価値) が正とな
るような投資機会を有しない企業が保有する手
元流動性のことを意味する。一般的に、株式が
分散し株主によるモニタリングが十分に働か
ない公開企業では、このような余剰資金は経営
者の自己満足を充足させるような過剰投資に費

されるおそれがある。非公開化は、こうした投
資行動を抑制することで株主価値に寄与する
ことが期待できる。なぜなら買収者に株式が集
約化されることで、上記のような株主・経営者
間の利害対立 (エージェンシー問題) が解消され、
オーナー経営者 (あるいは買収者の強いモニタ
リング) のもとで、余剰資金の株主還元など株
主利益を追求した経営が実現されるからである
(Geranio and Zanotti 2012)。このような効果は成
長機会が乏しく、手元流動性を多く抱える企
業ほど大きくなるであろう。

買収前におけるフリーキャッシュフローの
保有状況がプレミアムに与える影響につい
ては、検証時期によって異なる結果が報告さ
れている。例えば、この分野の先駆的な研究で
ある Lehn and Poulsen (1989) は、1980年代米
国の非公開化案件をサンプルとし、買収前にお
ける時価総額に対するフリーキャッシュフロー
の保有比率が高い企業ほどプレミアムの水準
も高まるという傾向を見出しているのに対し、
近年の欧米諸国を対象とした分析では、必ず
しも両者に有意な相関を確認していない (Renneboog *et al.*
2007, Geranio and Zanotti 2012)⁴⁾。

仮説4：フリーキャッシュフローを多く保有
する企業ほど、買収プレミアムは高くなる。

2.5 従業員からの富の移転

上記のエージェンシー問題の解消や負債によ
る規律付けは、非公開化がもたらす価値の創
造がプレミアムの源泉になっているとする見
方であるが、その一方で、プレミアムは従業
員等のステークホルダーから株主に移転した
富を表しているのに過ぎないとする見方もある。
例えば、買収者にとっては、当該案件の従業
員がそれまでに企業側と交わっていた長期雇
用や年功賃金などの「暗黙の契約」(implicit
contract) を破棄することを通じ、短期的には
費用節約による利益

を獲得することが可能となる。いわゆる「信頼の破壊」(breach of trust)である(Shleifer and Summers 1988)。この買収者が将来獲得する利益の一部が少数株主へのプレミアムとして移転している可能性がある。

もっとも、実証研究の多くはこのような見方に否定的であり、非公開化後の雇用削減は明確には観察されていない(Kaplan 1989a, Smith 1990, 川本・河西 2015)。また、日本のMBOやパイアウトを扱った研究では、労働生産性が低い企業や人件費が高い企業ほど、買収後の人員削減の効果が大きくなるとの予測に立って検証しているが、それら変数と少数株主利益の間に有意な関係性を見出していない(野瀬・伊藤 2009, Kawanishi *et al.* 2014)。

仮説5：雇用のリストラ余地が高い企業ほど、買収プレミアムは高くなる。

2.6 買い手の性質

買収を遂行する主体の性質(買収の目的や、買収者の株主としての事前の地位など)もプレミアムの水準を左右する要因だと考えられる。例えば、Geranio and Zanotti (2012) は、買収者を①ファミリー、②投資会社、③事業会社、④経営陣に分類し、内部情報を有する①の類型において、買収アナウンスメントに対する異常リターンが高まる傾向にあることを確認している。以下では、同研究と日本における実務的な関心を踏まえ、買い手を(a)経営陣(MBO)、(b)パイアウト・ファンド、(c)親会社の3つに類型化し、それぞれ仮説を述べていくこととする。

2.6.1 MBO：インセンティブ・リアライメントと利益相反

まず、MBOの効果の1つとして挙げられるのが、経営者と株主の利害一致に基づく「インセンティブ・リアライメント」(incentive

realignment)である。MBO取引においては、現経営陣が出資を通じて買収に参画することで、事後的に彼らの持分が上昇するため、公開時の分散した所有構造の下で生じていた経営者・株主間のエージェンシー・コストが削減されることが期待できる。つまり、経営者の持分増加は彼らのインセンティブ強化を通じ、将来的な価値創造の期待値を大きくするため(Jensen and Meckling 1976)、それだけプレミアムの支払余地も高まると予想される。実際、国内外の実証研究では、MBOにおけるプレミアムの有力な源泉として、この効果が指摘されている(Renneboog *et al.* 2007, Kawanishi *et al.* 2014)。

ただし、MBO取引には、こうしたプレミアムに対する正の効果のほか、経営陣が買収側と売却側の双方の地位を兼ねるという利益相反構造が存在するため、買収後の経営負担を減らしたい経営陣が買収資金を節約するのではないかという懸念も指摘されている。仮にMBOを主導する経営陣が買収者としての性格を優先する場合、少数株主に提示されるプレミアムの水準は、他の案件よりも低くなると考えられる。

仮説6-1：MBO案件では買収プレミアムは高くなる(低くなる)。

2.6.2 パイアウト・ファンド：オペレーショナル・エンジニアリングとファイナンシャル・バイヤー

買収へのパイアウト・ファンドの参画は、多様な経路で投資先企業の価値にポジティブな影響を与える可能性がある。その1つは、ファンドはブロックシェアホルダーとして、適切なインセンティブ・スキームの設計や役員派遣による経営陣の規律付けを通じ、投資先企業のガバナンスの強化に寄与するというものである。また、他の買収案件で培った、ファイナンス、M&A、コスト削減、グローバル展開などの種々

のノウハウの移転も期待できる。いわゆるオペレーショナル・エンジニアリング (operational engineering) である (Kaplan and Strömberg 2009, 胥 2011)。買収後においてこれらに基づく価値実現が期待できる場合、ファンド関与案件ではそれを織り込んでプレミアムの水準も高まるものと予想される。

その一方で、ファンドはファイナンシャル・バイヤーでもあるため、買収資金を可能な限り節約したいという誘因も持っている。その場合、少数株主に提示されるプレミアムの水準は低いものとなるであろう⁵⁾。

仮説6-2：ファンドが関与した案件では、買収プレミアムは高くなる (低くなる)。

2.6.3 親会社：シナジーと強圧性

親会社はストラテジック・バイヤーであり、買収後に自らの事業と組み合わせ、シナジーを生み出すこと目的として買収を行う。この将来的なシナジーの一部が、プレミアムとして支払われる可能性がある。ただしその反面、このような親会社が上場子会社を完全子会社化するようなケースでは、支配株主である親会社が子会社株主に売り圧力 (= 強圧性) をかけることで買収資金を節約し、少数株主の富を棄損するのではないかとの指摘もなされている (経済産業省 2007)⁶⁾。

この点に関して、先行研究では一致した見方はなされていない。Bates *et al.* (2006) では買収者の事前保有比率が高まるほどプレミアムが低下することを確認する一方で、Crocchi and Giudice (2014) は支配株主が存在する企業がそうでない企業に比べ、買収アナウンスメントに対する異常リターンが低いわけではないと結論付けている (つまり、マーケットは支配株主による少数株主の富の収奪が発生しているとは見ていない)。日本のTOB案件を検証した井上 (2008)

も、事前保有比率の上昇が直線的にプレミアムの低下をもたらすわけではないことを確認している。本稿では支配株主として親会社を取り上げ、そのプレミアムに与える影響について検証する。

仮説6-3：親会社による上場子会社の非公開化案件では、買収プレミアムは高くなる (低くなる)。

2.7 売り手の性質

仮に買い手が取締役や株主として優越的な地位にあったとしても、売り手に十分な交渉力を備えた主体が存在する場合、少数株主の利益は保護される可能性がある。例えば、非公開化取引でエグジットする事業法人や創業者一族などのブロックシェアホルダーの存在や外国人投資家の高い持株比率は、売り手の交渉力を強化し、プレミアムを引き上げる方向に働くであろう。ただ、先行研究において「コントロール仮説」として提示されているように、それらガバナンス構造が強い企業では、そもそもエージェンシー問題が深刻ではない可能性がある。その場合、非公開化後のエージェンシー・コスト削減に基づく価値増加幅も縮小するため、プレミアムも小さくなるかもしれない (Renneboog *et al.* 2007)。これらいずれの側面が支配的であるかは、より実証的な課題となろう。

仮説7：売却側にブロックシェアホルダーが存在する企業や外国人投資家の持株比率が高い企業では、買収プレミアムは高くなる (低くなる)。

3. データセットと推計式

3.1 データセットとサンプル

本稿が対象とするのは、2000年以降にTOBを公表し、次いでTOBに応じなかった残存株主をキャッシュアウトによって排除した案件で

ある⁷⁾。キャッシュアウトの特定に関しては、レコフデータ『日本企業のM&Aデータブック1985-2007』、同『マール』各月号をベースとし、各案件の公開買付届出書、キャピタル・アイ提供のM&Aデータ等を利用した。また、それら資料で入手できない初期の案件に関しては、杉浦（2005）で紹介されているケース・スタディ、伊藤（2011）掲載のキャッシュアウト・スキームに関する巻末リストや文中記載の事例で補完した。

以上の手続きの結果、2015年末までに307件のキャッシュアウト案件が収集された。図表2は、それらのキャッシュアウトに用いられたスキームの内訳について示したものである。わが国におけるキャッシュアウトは、2000年代初頭から「端株処理方式」、「清算方式」と呼ばれる手法や「産業活力再生特別措置法」の特例

を用いたものによって登場し、2006年の会社法施行で「全部取得条項付種類株式」が利用可能となったことにより、急速に増加していった。キューサイ（2006年にTOB公表）が採用して以降（伊藤 2011）、2015年末までに237件（77.2%）を数える。同スキームは、それまでの方式で指摘されていた法的リスクや税制上のデメリットを解消したものであったことから⁸⁾、2000年代半ば以降のキャッシュアウト普及の推進力となった。もっとも、2015年に着目すると、2014年の会社法改正において「特別支配株主の株式等売渡請求」が新設されるとともに、「株式併合」の少数株主保護の充実化が図られたことから、これらのより機動性を高めたスキームを用いたキャッシュアウトが中心となりつつある様子が見て取れる⁹⁾。

以下の実証分析では、これら307件のうち、

図表2 キャッシュアウト・スキームの内訳

	端株	清算	産活	全部	交換	合併	売渡	併合	合計
2000	1	0	0	0	0	0	0	0	1
2001	2	0	0	0	0	0	0	0	2
2002	1	0	0	0	0	0	0	0	1
2003	1	3	2	0	0	0	0	0	6
2004	0	0	2	0	0	0	0	0	2
2005	0	0	10	0	0	0	0	0	10
2006	2	0	5	6	2	0	0	0	15
2007	2	0	0	28	5	2	0	0	37
2008	0	0	0	24	3	2	0	0	29
2009	0	0	0	46	1	0	0	0	47
2010	0	0	0	31	3	2	0	0	36
2011	0	0	0	34	1	1	0	0	36
2012	0	0	0	26	0	0	0	0	26
2013	0	0	0	24	1	0	0	0	25
2014	0	0	0	12	0	0	0	0	12
2015	0	0	0	6	0	0	12	4	22
合計	9	3	19	237	16	7	12	4	307

注1：対象は被買収企業が上場企業の案件であり、TOBを公表した時点で集計している。二段階TOB案件は除く。

注2：「端株」は端株処理、「清算」は株式移転（あるいは株式交換）と清算制度を併用したもの、「産活」は産業活力再生特別措置法、「全部」は全部取得条項付種類株式、「交換」は現金対価の株式交換、「合併」は現金合併、「売渡」は特別支配株主の株式等売渡請求、「併合」は株式併合によるキャッシュアウトを示す。各スキームの特定方法については、本文を参照。

出所：図表1と同じ。

財務データ等の入手制限があることから、2014年末までにTOBを公表した非金融業に該当する案件をサンプルとした（買収側には金融業の企業が含まれる）。対象企業の財務や所有構造の情報は『日経NEEDS-FinancialQUEST』（日経メディアマーケティング社）から、株価情報はそれに加え『株価CD-ROM』（東洋経済新報社）から入手した。それらデータの欠値を除去し、異常値処理を施した結果、最終的には265件が分析対象となった¹⁰⁾。

3.2 推計式と変数

買収プレミアムの決定要因に用いられるのは以下のような推計式である。説明変数は原則としてTOB公表の直前決算期の情報を用いている¹¹⁾。なお、推計はOLSによって行った。

$$PREM = F[UV, ASYINF, TAX, FCF, TRAN, SFER, BUYER, SELLER, CONTROL]$$

3.2.1 被説明変数

被説明変数の**PREM**は、非公開化を実施した企業が提示した買収プレミアムを表す。ここではRenneboog *et al.* (2007) 等の先行研究を参考に、TOB価格に対するTOB公表（取引日で見ても）前日のプレミアムである**PREM1**（ $= [TOB \text{ 価格} - \text{前日株価終値}] / \text{前日株価終値}$ ）、対10日前の**PREM10**、対20日前の**PREM20**、対40日前の**PREM40**を用いる。

3.2.2 説明変数

UV：株価のアンダーバリュエーションを示すカテゴリであり、株式収益率**SHPF**と株価純資産倍率**PBR**の2つを用いる。**SHPF**はTOB公表240日前から41日前にかけての株価収益率であり、同期間のTOPIXの収益率を差し引くことにより市場変動を調整している。自らの事業の将来性に確信を持っている経営者にとっ

て、現在の株価が過小評価されていると認識するほど、非公開化後に獲得が期待される純利益も増すこととなる。すなわち、アンダーバリュエーションに陥っている企業ほど、そのような純利益の範囲も拡大すると考えられるため、株主に支払われるプレミアムの水準も高まると推察される。したがって、**SHPF**と**PBR**は負の係数を取ると予想される。

ASYINF：当該企業に対する経営者・投資家間の情報の非対称性の程度を表すカテゴリであり、TOB公表240日前から41日前までの売買回転率（出来高/上場普通株式数）の平均値である**TRADERTE**¹²⁾と時価総額対数値**LNMV**を取り上げる。売買回転率が低い案件や規模が小さい案件では、当該企業への注目度が低く、非対称性も大きいと想定できる。非公開化することでそのような非対称性を埋めるコストを負担する必要もなくなるため、その節約の期待値が高い企業ほど、プレミアムを多く支払うものと予想される。**TRADERTE**と**LNMV**の係数は負の値を取るものと考えられる。

TAX：負債の節税効果と規律付けを表すカテゴリであり、総資産負債比率**DA**と売上高支払利息率**INTEREST**でその有無をチェックする。買収前に負債比率や支払利息率が低い企業ほど、LBOスキームの採用によって負債度依存度を高め、利払い額を増加させることを通じ、税負担を軽減することが可能となる。また負債依存度の高まりは経営陣に対する経営規律も期待できる。このような税負担の軽減や規律付け効果がプレミアムの源泉となっている場合、**DA**と**INTEREST**の係数は負の値を取ると予想される。

FCF：フリーキャッシュフローの保有状況を表すカテゴリである。ここでは営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの合計値を総資産で除した**FCFA**と、手元流動性（現金預金+有価証券+投資有価証券）を総資産で除した

図表3 基本統計量

パネルA：全サンプル (N = 265)

Variable	Mean	Std.Dev.	Min	Max
PREMI	0.4898	0.4232	-0.9869	2.0335
PREMI10	0.5247	0.3966	-0.8370	1.9011
PREM20	0.5226	0.3911	-0.8172	1.8844
PREM40	0.5179	0.3725	-0.7243	1.7722
SHPF	-0.0480	0.2843	-0.9241	0.8280
PBR	1.0562	0.8390	0.1327	4.2525
TRADERTE	1.7431	2.4237	0.0261	10.9036
LNMV	8.8608	1.4551	5.1932	13.1867
DA	0.4636	0.2182	0.0474	0.9616
INTEREST	0.0044	0.0071	0.0000	0.0379
FCFA	0.0201	0.1039	-0.3833	0.4146
LQCASH	0.1680	0.1907	0.0000	0.9291
SALESPW	12.3976	60.1418	-97.2930	343.7805
LABORCOST	0.5007	3.0102	-7.4215	10.3787
PMBO	0.2604	0.4397	0.0000	1.0000
FUND	0.0868	0.2821	0.0000	1.0000
FMBO	0.1962	0.3979	0.0000	1.0000
PARENT	0.2226	0.4168	0.0000	1.0000
FOREIGN	0.1056	0.1611	0.0000	0.8882
BLOCK	0.4245	0.2389	0.0000	0.9317
MANU	0.3547	0.4793	0.0000	1.0000

パネルB：買収者別

Variable	PMBO (N = 69)		FUND (N = 23)		FMBO (N = 52)		PARENT (N = 59)		OTHER (N = 62)	
	Mean	Std.Dev.	Mean	Std.Dev.	Mean	Std.Dev.	Mean	Std.Dev.	Mean	Std.Dev.
PREMI	0.5247	0.4316	0.2410	0.3347	0.4588	0.4251	0.4314	0.2750	0.6250	0.5067
PREMI10	0.5756	0.4073	0.3633	0.4269	0.4545	0.3383	0.4585	0.2550	0.6500	0.4851
PREM20	0.5751	0.3917	0.3701	0.4102	0.4720	0.3649	0.4684	0.2799	0.6147	0.4679
PREM40	0.5483	0.3543	0.3823	0.3801	0.4789	0.3502	0.4299	0.2466	0.6507	0.4620
SHPF	-0.1163	0.2341	-0.0671	0.3079	-0.0335	0.2761	-0.0050	0.3068	-0.0178	0.3048
PBR	0.8423	0.6835	1.0513	0.7717	1.1741	0.8696	1.1396	0.8560	1.1180	0.9529
TRADERTE	0.9263	1.4939	2.4769	2.8065	1.5723	1.5063	1.9149	2.4179	2.3597	3.3529
LNMV	8.4767	1.4042	9.1580	1.2438	9.1904	1.3565	9.3149	1.5071	8.4697	1.4358
DA	0.4441	0.2334	0.4753	0.2380	0.4581	0.1940	0.4695	0.2298	0.4798	0.2060
INTEREST	0.0046	0.0070	0.0068	0.0113	0.0045	0.0065	0.0021	0.0026	0.0052	0.0083
FCFA	0.0291	0.1040	0.0109	0.1596	0.0370	0.0946	0.0110	0.0915	0.0078	0.0972
LQCASH	0.2395	0.1967	0.1108	0.1611	0.1211	0.1601	0.1347	0.1819	0.1804	0.2045
SALESPW	-3.4284	38.0015	41.6749	106.0298	9.4934	44.8853	28.7698	69.8533	6.0053	52.4519
LABORCOST	-0.0826	2.4802	1.5611	3.4228	0.5450	3.3504	1.1193	3.0089	0.1308	2.9700
FOREIGN	0.0578	0.0744	0.2501	0.2610	0.1037	0.1045	0.1481	0.2333	0.0666	0.0832
BLOCK	0.4418	0.2277	0.4891	0.3231	0.5250	0.1716	0.1702	0.0858	0.5389	0.1832
MANU	0.3333	0.4749	0.2609	0.4490	0.4038	0.4955	0.4576	0.5025	0.2742	0.4497

注1：PMBOは買い手が経営陣単独、FUNDはファンド単独、FMBOは経営陣とファンド、PARENTは親会社、OTHERはその他を表す。

注2：DAについては1を超えるもの、BLOCKについては0を下回るものと1を超えるものを除去した。その他変数については、平均値より3シグマ以上（以下）のサンプルに関しては、平均値+3シグマ（平均値-3シグマ）の値で置き換える異常値処理を施した。

値に、トービンのシンプルQ(=[時価総額+負債]/総資産)が1を下回った企業に1を与えるダミー変数を掛けたLQCASHの2種類を用いる。後者は成長機会の乏しい企業ほど、手元流動性はフリーキャッシュになりやすいと考えたためである。いずれも正の符号を取ると予想される。

TRANSFER：従業員からの富の移転の可能性に関するカテゴリーである。非公開化前に労働生産性が低く人件費が高い企業ほど、非公開化後に人員や賃金に関するリストラを行い、買収者は利益を獲得することが可能となるため、プレミアムも上昇するものと予想される。ここではKawanishi *et al.* (2014)と同様に、労働生産性を表す従業員1人当たり売上高SALESPWと1人当たり人件費LABORCOST(いずれも産業メディアンで調整)を用いて、この仮説を検証する。符号条件はSALESPWが負、LABORCOSTが正である。

BUYER：買い手の性質を表すカテゴリーで

あり、①経営陣単独である場合のダミー変数 *PMBO*、②バイアウト・ファンド単独である場合のダミー変数 *FUND*、③ファンドが関与するMBO案件である場合のダミー変数 *FMBO*、④親会社である場合のダミー変数 *PARENT*¹³⁾、の4つを挿入する。リファレンス・グループは、以上のいずれにも該当しない案件 *OTHER* である。前節でも論じたように、これら買い手の性質の効果は両義的であるため、いかなる影響が支配的であるかは先験的には判断できない。

SELLER：売り手の性質を表すカテゴリーである。ここでは、もの言う株主である外国人持株比率 *FOREIGN* と、ブロックシェアホルダーの持株比率 *BLOCK* (10大株主持株比率から買収者の事前持株比率を引いたもの)¹⁴⁾ を用いて検証する。交渉力仮説が該当するならば正、コントロール仮説が該当するならば負の係数を取ると予想される。

CONTROL：その他、以上の要因以外の効果

をコントロールするため、推計式に年次ダミー *YD* (レックス・ホールディングス事件の高裁決定やリーマンショックの発生を勘案して、2008年以降のダミーを挿入) と製造業ダミー *MANU* を加えた。

これらの変数の基本統計量は、図表3に要約されている。買収者の内訳は、全265件のうち、*PMBO*が69件(26.0%)、*FUND*が23件(8.7%)、*FMBO*が52件(19.6%)、*PARENT*が59件(22.3%)、*OTHER*が62件(23.4%)となっている。

3.3 買収プレミアムに関する基礎的情報

推計結果を報告する前に、プレミアムの推移やその買収者別の差異について確認しておこう。図表4はサンプル全体のプレミアム推移を示したものである。全期間の平均値について確認すると、50%前後となっている。これは欧米の先行研究の計測結果を概ね上回っており、もっとも高い値を報告している1970年代アメリカの非公開化案件を対象としたDeAngelo *et*

図表4 買収プレミアムの推移(平均値)

年	件数	<i>PREMI</i>	<i>PREMI10</i>	<i>PREM20</i>	<i>PREM40</i>
2000	1	0.3026	0.8652	0.5695	0.8386
2001	2	0.5260	0.5035	0.5516	0.5716
2002	1	0.3830	0.4444	0.4286	0.3000
2003	6	0.2291	0.2925	0.2990	0.4725
2004	2	-0.3443	-0.3109	-0.1411	-0.2608
2005	9	0.1521	0.2203	0.2467	0.2665
2006	14	0.2441	0.2788	0.3236	0.3102
2007	34	0.3228	0.4032	0.3917	0.3513
2008	29	0.8871	0.8607	0.8299	0.6684
2009	43	0.6116	0.6498	0.6403	0.7018
2010	34	0.4905	0.5091	0.4877	0.4871
2011	33	0.5676	0.6240	0.6120	0.5861
2012	24	0.5219	0.5147	0.5432	0.5648
2013	22	0.3899	0.4238	0.4293	0.4964
2014	11	0.2802	0.3213	0.3588	0.3651
合計/平均	265	0.4898	0.5247	0.5226	0.5179

注：*PREMI* はTOB公表(取引日で見ても)前日、*PREMI10* は10日前、*PREM20* は20日前、*PREM40* は40日前を基準株価(終値)としたプレミアムを表す。

図表5 非公開化案件の買収プレミアムに関する先行研究の結果

出所	分析期間	地域	タイプ	基準株価	N	プレミアムの 平均値 (%)
DeAngelo <i>et al.</i> (1984)	1973-1980	US	ALL	40日前	72	56.3
Lowenstein (1985)	1979-1984	US	MBO	30日前	28	56.0
Lehn and Poulsen (1989)	1980-1987	US	ALL	20日前	257	36.1
Amihud (1989)	1983-1986	US	MBO	20日前	15	42.9
Kaplan (1989a, b)	1980-1985	US	MBO	2ヶ月前	76	42.3
Asquith and Wizman (1990)	1980-1988	US	ALL	1日前	47	37.9
Harlow and Howe (1993)	1980-1989	US	ALL	20日前	121	44.9
Travlos and Cornett (1993)	1975-1983	US	ALL	1ヶ月前	56	41.9
Easterwood <i>et al.</i> (1994)	1978-1988	US	MBO	20日前	184	32.9
Weir <i>et al.</i> (2005)	1998-2000	UK	ALL	1ヶ月前	95	44.9
Renneboog <i>et al.</i> (2007)	1997-2003	UK	ALL	20日前	177	41.0

注1：「基準株価」はTOB価格と比較する非公開化前の株価をとった時点を示す。

注2：「ALL」は非公開化全般を示し、「MBO」はサンプルがMBOに限定されることを示す。

注3：表中の文献のうち、本稿の文中に言及がないものについては参考文献リストに掲載していない。

出所：河西ほか（2011）の表2を一部修正。原資料は、Renneboog *et al.* (2007) のTable6。ただし、同研究の計測結果も追加した。

図表6 買収者別のプレミアム

パネルA：PREMIの平均値			パネルB：PREM10の平均値		
	平均	(e)との差		平均	(e)との差
(a) PMBO	0.5247	-0.1002	(a) PMBO	0.5756	-0.0745
(b) FUND	0.2410	-0.3840 ***	(b) FUND	0.3633	-0.2868 **
(c) FMBO	0.4588	-0.1662 *	(c) FMBO	0.4545	-0.1956 **
(d) PARENT	0.4314	-0.1936 **	(d) PARENT	0.4585	-0.1916 ***
(e) OTHER	0.6250	-	(e) OTHER	0.6500	-

パネルC：PREM20の平均値			パネルD：PREM40の平均値		
	平均	(e)との差		平均	(e)との差
(a) PMBO	0.5751	-0.0397	(a) PMBO	0.5483	-0.1024
(b) FUND	0.3701	-0.2447 **	(b) FUND	0.3823	-0.2684 ***
(c) FMBO	0.4720	-0.1427 *	(c) FMBO	0.4789	-0.1718 **
(d) PARENT	0.4684	-0.1463 **	(d) PARENT	0.4299	-0.2208 ***
(e) OTHER	0.6147	-	(e) OTHER	0.6507	-

注1：(a) PMBOは買い手が経営陣単独 (N=69)、(b) FUNDはファンド単独 (N=23)、(c) FMBOは経営陣とファンド (N=52)、(d) PARENTは親会社 (N=59)、(e) OTHERはその他 (N=62)を表す。

注2：PREMIはTOB公表（取引日で見ても）、PREM10は10日前、PREM20は20日前、PREM40は40日前を基準株価（終値）としたプレミアムを表す。

注3：***、**、*は平均値の差に関するt検定の結果を表しており、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

al. (1984) の56.3%に匹敵する水準である（図表5）。欧米の非公開化取引との比較において、日

本の少数株主がその利益を棄損されているとは判断できない¹⁵⁾。

次に、その推移について見ていくと、2007年から2008年にかけて急騰した後、直近では下落傾向にあることが読み取れる。前者の高騰の背景としては、冒頭で言及したような係争案件への反応に加え、2008年のリーマンショックによる株価下落の結果、プレミアムを上乘せしやすくなったためだと考えられる。一方、後者の下落は、その反対にアベノミクスによる株高で、高いプレミアムを付けるのが資金的に困難になった案件が増加したためであろう¹⁶⁾。いずれにせよ、サンプル全体の推移からも、前節で提示したアンダーバリュエーションを裏付ける結果となっている。

図表6は、買収者別のプレミアム水準についてまとめたものである。対前日のプレミアム *PREMI* で見た場合、*OTHER* (62.5%)、*PMBO* (52.5%)、*FMBO* (45.9%)、*PARENT* (43.1%)、*FUND* (24.1%) の順となっており (パネルA)、これは他のプレミアム尺度でもほぼ同様である (*PMBO*を除き、*OTHER*の平均値との差は有意)。経営陣やファンド、あるいは親会社が買い手となる非公開化案件では、それら主体が関与しない案件に比べ、プレミアム水準は小さくなる傾向がある¹⁷⁾。

4. 推計結果

推計結果は図表7にまとめられている¹⁸⁾。まず、アンダーバリュエーション *UV* を表す変数である *SHPF* と *PBR* はともに有意に負の影響を与えている (仮説1)。株価が過小評価に陥っている企業ほど、買収者は将来的な価値創造や評価修正を期待して、高い買収プレミアムを支払っていると解釈できる。このマグニチュードは無視できないものであり、例えば *SHPF* の1標準偏差の低下は *PREMI* を 8.9% (-0.28×-0.31) 引き上げることを意味する。これは *PREMI* の平均値の18.2%に相当する規模である。このよ

うなアンダーバリュエーションの効果は先行研究と整合的な結果であり、仮説1が支持されたこととなる。

投資家との情報の非対称性を表す *ASYINF* に関しては (仮説2)、時価総額対数値 *LNMV* は有意な影響を与えていないものの、売買回転率 *TRADERTE* は有意に負の係数を取っている。株式の流動性が乏しい企業ほど、非対称情報を埋めるための追加的なコスト負担の節約余地も高まることから、それに応じたプレミアムを支払っているものと考えられる。仮説2が一部サポートされたと判断できる。

負債調達による節税や経営規律を示すカテゴリ *TAX* に目を向けると (仮説3)、負債比率 *DA*、支払利息率 *INTEREST* ともに有意な影響を与えていない。買収スキームにレバレッジを効かせることによる節税余地や規律付け効果は、プレミアムの源泉とはなっていない。その一方で、フリーキャッシュフローの状態を表すカテゴリ *FCF* に関しては (仮説4)、シンプル *Q* が1未満ダミーと手元流動性の交差項を表す *LQCASH* で有意に正の結果が得られている (*FCFA* は非有意)。手元流動性が多いだけではなく、成長機会が乏しい企業ほどフリーキャッシュフローの削減を見込んだプレミアムの提示がなされているものと解釈できる。この点については、バイアウト・ファンドによる非公開化案件を扱った野瀬・伊藤 (2009) の結果とも整合的である。

従業員からの富の移転の可能性 *TRANSFER* については (仮説5)、*SALESPW*、*LABORCOST* のいずれも非有意である。労働生産性が低く、人件費が高い企業ほど、信頼の破壊が起りやすく、それによって獲得される利益の一部がプレミアムとして少数株主に移転していると予想したが、そのような見方は支持されない。

買い手の性質 *BUYER* に関しては (仮説6)、経営陣単独ダミー *PMBO*、ファンド単独ダミー

図表7 買収プレミアムの決定要因

カテゴリー	説明変数	(1) <i>PREM1</i>	(2) <i>PREM10</i>	(3) <i>PREM20</i>	(4) <i>PREM40</i>
<i>UV</i>	<i>SHPF</i>	-0.3132 (-3.55)***	-0.2286 (-2.61)***	-0.2088 (-2.24)**	-0.2068 (-2.73)***
	<i>PBR</i>	-0.0431 (-1.14)	-0.0657 (-1.67)*	-0.0615 (-1.69)*	-0.1074 (-3.41)***
<i>ASYINF</i>	<i>TRADERTE</i>	-0.0334 (-3.79)***	-0.0337 (-3.28)***	-0.0323 (-3.04)***	-0.0210 (-2.44)**
	<i>LNMV</i>	-0.0078 (-0.39)	0.0049 (0.23)	0.0024 (0.11)	0.0147 (0.71)
<i>TAX</i>	<i>DA</i>	0.2426 (1.46)	0.2196 (1.46)	0.2344 (1.51)	0.2563 (1.72)*
	<i>INTEREST</i>	-3.7808 (-0.88)	0.2596 (0.06)	-1.1416 (-0.24)	-0.7303 (-0.15)
<i>FCF</i>	<i>FCFA</i>	0.1600 (0.59)	-0.2768 (-1.09)	-0.2248 (-0.87)	-0.1904 (-0.79)
	<i>LQCASH</i>	0.4153 (2.80)***	0.3943 (2.92)***	0.3603 (2.64)***	0.2990 (1.94)*
<i>TRANSFER</i>	<i>SALESPW</i>	-0.0001 (-0.38)	0.0006 (1.51)	0.0006 (1.39)	0.0006 (1.70)*
	<i>LABORCOST</i>	0.0047 (0.58)	-0.0043 (-0.56)	-0.0036 (-0.45)	-0.0082 (-1.09)
<i>BUYER</i>	<i>PMBO</i>	-0.2112 (-2.62)***	-0.1598 (-2.04)**	-0.1138 (-1.48)	-0.1606 (-2.10)**
	<i>FUND</i>	-0.3338 (-3.95)***	-0.2693 (-3.10)***	-0.2099 (-2.43)**	-0.2414 (-2.70)***
	<i>FMBO</i>	-0.1587 (-2.08)**	-0.1850 (-2.59)**	-0.1263 (-1.65)	-0.1300 (-1.76)*
	<i>PARENT</i>	-0.0994 (-1.25)	-0.0869 (-1.15)	-0.0208 (-0.26)	-0.1094 (-1.38)
<i>SELLER</i>	<i>FOREIGN</i>	0.0674 (0.49)	0.1003 (0.76)	0.0484 (0.37)	0.0643 (0.53)
	<i>BLOCK</i>	0.2511 (1.91)*	0.2981 (2.23)**	0.3538 (2.61)***	0.3234 (2.43)**
<i>CONTROL</i>	<i>YD2008</i>	0.5526 (5.76)***	0.4526 (5.33)***	0.4171 (4.87)***	0.2682 (3.31)***
	<i>YD2009</i>	0.2582 (3.29)***	0.2340 (2.97)***	0.2216 (2.83)***	0.2992 (4.26)***
	<i>YD2010</i>	0.1862 (3.30)***	0.1182 (1.95)*	0.0961 (1.53)	0.1059 (1.86)*
	<i>YD2011</i>	0.3081 (4.33)***	0.2652 (3.94)***	0.2495 (3.64)***	0.2363 (3.70)***
	<i>YD2012</i>	0.1900 (2.72)***	0.0999 (1.55)	0.1309 (1.83)*	0.1710 (2.80)***
	<i>YD2013</i>	0.0480 (0.44)	0.0281 (0.26)	0.0355 (0.33)	0.1046 (1.03)
	<i>YD2014</i>	0.0279 (0.43)	0.0148 (0.21)	0.0480 (0.79)	0.0665 (1.18)
	<i>MANU</i>	0.1003 (2.06)**	0.0576 (1.22)	0.0617 (1.31)	0.0513 (1.28)
	<i>Constant</i>	0.2788 (1.13)	0.2452 (0.96)	0.2060 (0.78)	0.1649 (0.67)
		Observations	265	265	265
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	R-squared	0.3938	0.3709	0.3300	0.3241

注1：上段は係数を、下段括弧内は不均一分散に対し頑健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。

FUND、それら両者の共同案件ダミー *FMBO* で有意に負の係数を取っている。リファレンスとなったそれらが買い手として関与しない案件に比べ、対前日プレミアムで見てそれぞれ21.1%、33.4%、15.9%だけプレミアム水準が低いという試算となる(コラム1)。これら買収者の性質については両義的であるとの仮説を立てたが、ここでの分析結果からは、MBO案件のケースでは経営陣が買い手の性質を優先する側面が、ファンド案件のケースでは彼らのファイナンシャル・バイヤーとしての側面の方が強く作用し(あるいは、それらが複合して)、相対的にプレミアムを節約しているものと推察される。なお、前節では親会社案件のプレミアム水準が低位であることを確認したが、他の要因を条件付けた本節の推計では、親会社ダミー *PARENT* は統計的に有意となっておらず、強圧性の存在は観察されなかった¹⁹⁾。

最後に、売り手の性質 *SELLER* に関しては(仮説7)、外国人持株比率 *FOREIGN* は有意な結果が得られていないものの、*BLOCK* は統計的に有意に正值となっている。売り手の中にブロックシェアホルダーが存在する場合、彼らと買い手との交渉の結果、プレミアム水準が引き上げられることを意味する。仮説7も一部支持されたこととなる。

5. 結論

本稿では、キャッシュアウトに関する独自のデータセットを構築した上で、同スキームを採用した株式非公開化が少数株主の利益に与えた影響について、買収プレミアムの観点から多角的に検証を行った。分析の結果、明らかとなった点は以下のとおりである。

第1に、わが国におけるキャッシュアウト取引は、2015年末までにTOBを公表したケースで300件を超えることが明らかにされた。また、

同スキームは2000年代初頭から現れ、2006年の会社法施行で全部取得条項付種類株式が利用可能となったことで急速に広まるとともに、近年では特別支配株主の株式等売渡請求や株式併合へと、その利用の中心が移りつつある状況も確認された。

第2に、同取引のプレミアムについて試算したところ、その値は50%前後となり、欧米の先行研究で報告された数値と比較しても、高い水準にあることが示された。プレミアムの観点から判断する限り、日本企業の非公開化取引が少数株主の利益を棄損しているとは言えない。

第3に、プレミアムの決定要因に関する実証分析からは、株式収益率や売買回転率が有意に負の係数を取っており、アンダーバリュエーションに陥り、流動性が乏しい企業ほど高いプレミアムを支払っていることが明らかとなった。外部投資家との情報格差が大きく、将来の企業価値向上や評価修正に確信を持つ買収者や経営陣が、株価が低迷しているタイミングを見計らって相応のプレミアムを支払い、市場からの退出を選択しているものと推察される。また、成長機会が乏しく、手元流動性を多く抱える企業ほど、プレミアムが高まる傾向にあることも確認された。非公開化によるエージェンシー問題の解消とそれによるフリーキャッシュフローの削減余地が、少数株主の利益として還元されていると理解できる。

さらに、実証分析では買収側や売却側の性質もプレミアムの水準に有意な影響を与えていることが明らかとされた。すなわち、MBO案件やファンド案件では、それらが買い手として関与しない案件に比べ、プレミアム水準が低下する傾向にあることが確認された。第3節で示したように、プレミアム水準が高位であるため、直ちに少数株主の利益が棄損されているとは判断できないが²⁰⁾、利益相反が顕在化し、買収資金の節約が図られている可能性も払拭できな

い。その一方で、持株比率が高く、十分な交渉力を有したブロックシェアホルダーが売却側に存在する場合、プレミアム水準が引き上げられる傾向にあることが観察された。このような分析結果を踏まえると、今後の非公開化取引における少数株主利益保護のための1つの焦点は、買収側との利益相反が懸念され、かつ売却側の交渉力が十分に備わっていない状況下での制度設計にあると捉えられよう。

註

- 1) 非公開化取引の株式買い取り価格に関する最近の状況に関しては、「少数株主 不満根強く MBO 買い取り価格巡り議論再燃」『日本経済新聞』2017年1月23日、など。
- 2) 経営陣が、場合によってはバイアウト・ファンドの支援等を得ながら、自社を買収する行為を指す。
- 3) 通常、非公開化企業の少数株主の利益は、本稿で取り上げるプレミアムのほか、買収アナウンスメントに対する異常リターンによっても計測される。先行研究において、これら2つの決定要因についての分析結果にはほとんど差異がないため、特に断りがない限り「少数株主の利益」等と一括して紹介する。
- 4) この理由について Bharath and Dittmar (2010) は、1980年代と1990年代とでは非公開化のトレンドが異なり、前者の局面ではフリーキャッシュフローの削減が主要な動機であったのに対し、後者の局面ではプライベート・エクイティによる経営改善へと主要な動機が移ったためだと説明している。
- 5) 大陸ヨーロッパの非公開化案件を検証した Geranio and Zanotti (2012) ではファイナンシャル・バイヤーの関与の有無と異常リターンの間に有意な関係性を見出していないのに対し、日本のMBOを分析した Kawanishi *et al.* (2014) では、ファンド関与案件ではプレミアム水準が低くなることを明らかにしている。
- 6) 買収者が非公開化を目的とし、TOBでその条件を満たす株式の買い付けに成功した場合、それに応じなかった残存株主は流動性の乏しくなった株式を保有するという立場に置かれることとなる。このような状況を回避するため、仮に買い取り価格に不満があったとしても、少数株主はTOBに応募することを強えられる。こうした売り圧力が少数株主に対して発生する状態を「強圧性」という。強圧性は2段階買収（1段階目でTOB、2段階目でスクイズアウト）に共通する問題であるが、井上 (2008) でも論じられているように、買収者が支配株主である場合、TOBの成功確率が高まるため、この問題は増幅されることとなる。
- 7) 各スキームの具体的な仕組みについては、紙幅の関係から割愛せざるを得なかった。初期のスキームについては、杉浦 (2005)、伊藤 (2011) が事例を挙げながら解説している。また、松尾ほか (2015) では、各スキームのメリット・デメリットについて比較検討している。内藤編 (2016) は、スキーム利用の変遷について、キャッシュアウト法制の展開を踏まえながら論じている。詳細については、これら文献を参照されたい。
- 8) 例えば、端株処理方式を用いた場合、旧商法下ではキャッシュアウトそのものを目的とした手法が用意されていなかったことから、法的に認められていないキャッシュアウトを実行しているのではないかと指摘がなされていた (杉浦 2005: 165)。それに対し、全部取得条項付種類株式を用いたスキームでは、当初用途として想定されていた債務超過会社の100%減資という要件が取り外されるとともに、株式の有償取得も可能となったことから、キャッシュアウト転用への道が開かれることとなったとされる (江頭 2015: 158, 松尾ほか 2015: 134)。
- 9) 全部取得付種類株式を用いたスキームでは、対象会社における株主総会決議が複数回必要とされるなど、その手続きの煩雑さが課題とされていた。それに対し、新設された特別支配株主の株式等売渡請求では、TOBで9割以上の株式を取得できた場合、株主総会決議を経ることなく、残存株主をキャッシュアウトすることが可能となった。一方、株式併合は2001年の商法改正によりキャッシュアウトの手法として利用可能となったが、少数株主保護が不十分であるなど法的リスクを内包していたため、ほとんど利用実績はなかった。会社法改正により、情報開示の充実化が図られるとともに、差止請求制度や株式買取請求制度の導入などの少数株主保護が進められたため、1株未満問題が生じないことや株主にも理解しやすいスキームであることから活用が期待されている。これら経緯については、松尾ほか (2015) が詳しい。
- 10) 後述の総資産負債比率については1を超えるもの、ブロックシェアホルダーの持株比率については0を下回るものと1を超えるものをサンプルから除去した。その他変数については、平均値より3シグマ以上（以下）のサンプルに関しては、平均値+3シグマ（平均値-3シグマ）の値で置き換える異常値処理を施した。
- 11) 財務データに関しては連結決算の情報を優先し、それが取得できない企業に関しては単独決算のもので代替した。

- 12) Bharath and Dittmar (2010) に倣い、同比率に1,000を掛けスケール調整した値を推計に用いる。
- 13) 大坪・候 (2011) の識別方法と同様、連結範囲に関する実質支配力基準を踏まえ、対象企業に対する出資比率が40%以上の会社を親会社とみなした。
- 14) 同変数の作成方法は井上 (2008) を参考とした。なお、ブロックシェアホルダーの特定については、閾値の持株比率 (5%や10%) を超えた株主がいる場合に1を与えるダミー変数で捕捉する方法も考えられるが、カスタディアンとの識別や扱いが難しいため、今回の分析では見送った。
- 15) このプレミアム水準はKawanishi *et al.* (2014) と同程度であり、特異なものではない。
- 16) 森田 (2016) でも、リーマンショック後のプレミアム水準の上昇を確認したのち、アベノミクスによる株高がプレミアムの低下をもたらすのではないかと予想している。
- 17) 井上・小澤 (2016) は、MBOのケースでは、その他の案件 (親会社等によるTOBを除く) に比べ、プレミアム水準が高いという結果を報告している。ただし、この結果は、同研究のサンプルに非公開化を意図しない買収案件 (これらは全部買付を目的としておらず、取得株式数も限定されるため、非公開化案件に比べプレミアム水準が低くなる傾向にある) も含まれているためだと推察される。なお、全部買付と部分買付のプレミアムについては、森田 (2016) において比較検証されている。
- 18) 推計にあたっては多重共線性に関するVIF検定を行い、同値が5以上の変数がなかったことを確認している。
- 19) この理由として、親会社案件ではTOB公表前における株価下落の程度が他の案件よりも小さく (図表3のSHPF)、そもそもプレミアムの上乗せ余地が乏しかったことが指摘できる。
- 20) この点については、リファレンスとした案件において買い手側が過剰支払いをしている可能性や、MBOやファンド案件では堅調な業績の企業を投資対象としているため、プレミアムの支払い余地が乏しかったという可能性も指摘できる。実際に少数株主の富が棄損されているのかについては、事前の検証だけでなく、事後の業績推移などの検証も踏まえて総合的に判断されるべきであろう。

参考文献

- Andres, C., A. Betzer and C. Weir (2007), "Shareholder Wealth Gains through Better Corporate Governance: The Case of European LBO-transactions," *Financial Markets Portfolio Management*, 21, pp.403-424.
- Bates, T. W., M. L. Lemmon and J. S. Linck (2006), "Shareholder Wealth Effects and Bid Negotiation in Freeze-out Deals: Are Minority Shareholders Left Out in the Cold?," *Journal of Financial Economics*, 81, pp.681-708.
- Bharath, S. T. and A. K. Dittmar (2010), "Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?," *Review of Financial Studies*, 23, pp.1771-1818.
- Croci, E. and A. D. Giudice (2014), "Delisting, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe," *European Financial Management*, 20, pp.374-405.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and E. M. Rice (1984), "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth," *Journal of Law and Economics*, 27, pp.367-401.
- Geranio, M. and G. Zanotti (2012), "Equity Markets Do Not Fit All: an Analysis of Public-to-Private Deals in Continental Europe," *European Financial Management*, 18, pp.867-895.
- Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76, pp.323-329.
- Jensen M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kaplan, S. (1989a), "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value," *Journal of Financial Economics*, 24, pp.217-254.
- Kaplan, S. (1989b), "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value," *Journal of Finance*, 44, pp. 611-632.
- Kaplan, S. and P. Strömberg (2009), "Leveraged Buyouts and Private Equity," *Journal of Economic Perspectives*, 23, pp.121-146.
- Kawanishi, T., T. Saito, and S. Kawamoto, (2014) "An Empirical Study on the Sources of Acquisition Premiums: The Case of Management Buy-outs in Japan," *Meiji Gakuin University Discussion Paper*, No.13-05.
- Lehn, K. and A. Poulsen (1989), "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions," *Journal of Finance*, 44, pp. 771-787.
- Martinez, I. and S. Serve (2011), "The Delisting Decision: The Case of Buyout Offer with Squeeze-out (BOSO)," *International Review of Law and Economics*, 31, pp. 228-239.
- Pour, E. K. and M. Lasfer (2013), "Why do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market?," *Journal of Banking & Finance*, 37, pp.4850-4860.
- 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*, 13, pp.591-628.
- Shleifer, A. and L. H. Summers (1988), “Breach of Trust in Hostile Takeovers,” in A. J. Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Smith, A. (1990), “Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts,” *Journal of Financial Economics*, 27, pp.143-164.
- Travlos, N. G. and M. M. Cornett (1993), “Going Private Buyouts and Determinants of Shareholders’ Returns,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 8, pp.1-25.
- 伊藤歩 (2010)『TOB阻止：完全対策マニュアル』財界展望新社。
- 伊藤晴祥・E. メイズ (2016)「非公開化を伴うMBOにおける投資家へのリターン」『証券アナリストジャーナル』第54巻第3号, 35-42頁。
- 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：効率的で公平な資本市場を求めて』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』第1918号, 4-17頁。
- 井上光太郎・小澤宏貴 (2016)「公開買付けにおける支配プレミアムと株主の応募行動」田中亘・森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け：制度と実証』有斐閣, 305-336頁。
- 江頭憲治郎 (2015)『株式会社法 (第6版)』有斐閣。
- 大坪稔 (2011)『日本企業のグループ再編：親会社-上場子会社間の資本関係の変化』中央経済社。
- 大坪稔・候博峰 (2011)「日本企業における子会社MBOと親会社のパフォーマンス」『証券経済研究』第76号, 147-164頁。
- 河西卓弥・齋藤隆志・川本真哉 (2011)「買収プレミアムの源泉は何か？：MBOとステークホルダーからの富の移転に関する実証分析」WIAS Discussion Paper (早稲田大学高等研究所), No.2010-007。
- 川本真哉・河西卓弥 (2015)「MBOによる株式非公開化のパフォーマンス改善効果に関する実証分析」WIAS Discussion Paper (早稲田大学高等研究所), No.2014-005。
- 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。
- 経済産業省 (2007)『企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針』。
- 杉浦慶一 (2005)「日本のゴーイング・プライベート案件における少数株主の排除：バイアウト案件の事例を中心として」『経営力創成研究』創刊号, 161-175頁。
- 内藤良祐編 (2016)『スクイーズ・アウトと株価決定の実務』新日本法規出版。
- 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」『現代ファイナンス』第26号, 49-66頁。
- 前澤博一 (2008)「MBOと利益相反問題」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：効率的で公平な資本市場を求めて』115-140頁。
- 松尾拓也・若林義人・西村美智子・中島礼子 (2015)『スクイーズ・アウトの法務と税務：改正会社法で広がるキャッシュ・アウトの選択肢』中央経済社。
- 森田果 (2016)「公開買付けの当事者・価格その他の公開買付けの条件」田中亘・森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け：制度と実証』有斐閣, 273-304頁。
- 矢部謙介 (2013)『日本における企業再編の価値向上効果：完全子会社化・事業譲渡・資本参加の実証分析』同文館出版。
- 吉村一男 (2010)「MBOと少数株主利益：MBOにおける少数株主は十分に補償されているか」『企業会計』第62巻第10号, 83-94頁。

* 本稿の執筆にあたり、河西卓弥氏 (熊本県立大学)、齋藤隆志氏 (明治学院大学)、匿名の査読者から有益なコメントを頂戴した。記して謝意を表したい。もちろん、ありうべき誤りは全て筆者に属する。

