

コーポレート・ガバナンスの再検証：LB0とMB0の経済学

XU, Peng / 胥, 鹏

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

79

(号 / Number)

1

(開始ページ / Start Page)

475

(終了ページ / End Page)

498

(発行年 / Year)

2011-03-30

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00007728>

【研究ノート】

コーポレート・ガバナンスの再検証

— LBOとMBOの経済学 —

胥 鵬*

1 はじめに

歴史は繰り返す。LBOやMBOも繰り返す。1980年代の敵対的買収の濫觴期に、LBOやMBOは会社防衛の攻防とともに米国で第一次ブームを迎えた (Jensen and Ruback, 1983; Shlerifer and Vishny, 1991; Holmstrom and Kaplan, 2001)。これはコーポレート・ガバナンスという用語が誕生した時代背景でもある。また、LBOやMBOは、間接的・直接的に敵対的買収をめぐる攻防の結果でもある。英国では、1985年のLBOを経験してから、米国と同様に1989年にピークを迎えた。英国の件数は少ないが、敵対的なLBOが多かったため、論争を呼んでいた。その後、敵対的買収防衛策の普及やジャンク・ボンド市場の崩壊をきっかけに、1990年に入ると敵対的買収とともにLBOやMBOは下火となった¹⁾。ようやく、1997年以降、LBOやMBOは第二次ブームを迎えるようになる。今度のブームは、米英だけでなく、欧州大陸、アジアや転換経済にも広がっている。また、M&Aと同様に、米国のprivate equity firmが直接かかわるクロス・ボード事例も多く見られる。

1) 米国では、ジャンク・ボンド市場崩壊のほか、取締役会の独立性が高まったことやストック・オプションの普及なども敵対的買収とLBOが急速に下火となった要因として挙げられる。90年代は、敵対的アクティビズム(hostile activism)と機関投資家の声が主な資本市場からの圧力と代わった。

したがって、MBOの第二次ブームは、米国のみならず、英国、欧州大陸と日本にも広がっているグローバル現象である。これで、日本企業が本格的なコントロール市場の洗礼を受けることになる。このように、コーポレート・ガバナンスの一形態として、ヘッジ・ファンド・アクティビズムやバイアウトがグローバル現象となる、すなわち、国際コーポレート・ガバナンスが収束する点は非常に興味深い。また、金融危機から強く影響を受けてリーマン・ブラザー・ショックからしばらく息を潜めていたファンドのバイアウトは、2009年に再び動き出すことになる。

MBOが一世風靡した理由は、バイアウト後企業業績が改善し、生産性が上昇し、再上場によってファンド、銀行と証券会社などに莫大な収益をもたらすことにある。また、従業員の解雇がないため、抵抗は少ない。LBOやMBOを経て、収益性の低い企業が収益性の高い企業に変身する理由は一体何であろうか。この論文では、MBOに関する仮説と実証分析をサーベイする。

2 LBOやMBOの経済学

Buyout（バイアウト、英語では、public-to-private transaction, going-private-transaction）とは、上場企業の株式を取得して非上場にする金融取引である。そのうち、LBO（leveraged buyout）は、株式取得資金が主に負債で調達されるバイアウトをさす。また、経営者が公開買付者に加わる場合には、MBO（management buyout）という。MBOと対照的に、MBI（management buy-in）は、敵対的買収で新しい経営陣によるバイアウトを意味する。現経営陣が公開買付に加わらないが、ファンドと協力してIBO（investor buyout）を行なうことも良く見られる。バイアウトした企業は、再び上場することは、リバース・バイアウト（reverse buyout）と呼ばれる。

従来の上場企業と比べて、LBOやMBOを経た企業は、以下の特徴を持っ

ている。まず、負債比率が大幅に上昇する。第2に、経営者の持株比率が高まる。第3に、バイアウト後の取締役会がスリムになり、ファンドなどの大株主の利益を代表する取締役が過半数を占めるようになることが多い。最後に、不特定多数の少数株主からなる所有構造が一変して、ファンドなどの大株主が出現する。上記の特徴に着目して、節税説、富の移転説、フリー・キャッシュ・フローとエージェンシー・コスト説及び企業組織形態（organizational form）説が唱えられる。

既に触れたように、1980年代のバイアウトはLBOの色彩が強いため、節税効果は注目されていた。バイアウト後負債比率が著しく上昇する結果、利息支払などの損金算入で法人税の負担が軽減される。法人税が存在する際に、MM命題が成立しなくなることは、企業金融で周知の事実である。Kaplan（1989b）によると、バイアウトのプレミアムの21%－72%は節税効果である。節税だけではなく、負債は規律付けの役割を果たすことも重要である。

Jensenは、敵対的買収やバイアウトを説明できる唯一の要素がフリー・キャッシュ・フローだと力説する。Jensen and Meckling（1978）はエージェンシー・コストや経営者インセンティブを俎上に載せ、以降、Jensenの一連の単独・共著論文は現在もコーポレート・ガバナンスの理論モデルや実証分析に大きな影響力を持っている。所有と経営の分離の下で、経営者は会社の利益、とりわけ、株主の利益よりも、自分の報酬や社会的地位に強い関心を持つ。その上、不特定多数の零細株主は経営の監視に関心が薄くフリー・ライドする傾向にある（Berle and Means, 1932; Demsetz, 1983; Demsetz ad Lehn, 1985 ; Demsetz and Villalonga, 2001）。さらに、米国では株主の権限が極めて弱い（Bebchuk, 2005, 2007）。たとえば、株主の権限に関する最新のランキングによると、米国の株主権限のインデックスは2であり、英国の5と比べて非常に低い（Spaman, 2009）。また、日本では強い株主権限が株式持合によって骨抜きされている（胥・田中, 2009）。したがって、経営者はキャッシュ・フローを株主に還元するよりも、常に

規模拡大のために投資に費やす傾向にある。これは、規模が大きければ経営者報酬が高くなるだけでなく、社会的地位も高いからである。

経済成長が続く間は、規模拡大のために投資することは、株主の利益にも副うことになる。したがって、経営者と株主の間の利益相反が高度成長期においては、フリー・キャッシュに起因するエージェンシー・コストが低い。しかし、経済が成熟するにつれて、フリー・キャッシュ・フローが増大することと反対に収益性の投資機会が少なくなっていく。すると、経営者と株主の間の利益相反、すなわち、フリー・キャッシュ・フロー問題が深刻化する。米国では1980年代初期が成長経済から成熟経済への転換点である。日本では90年代後期が転換点である。しかも、成長から成熟への転換点を迎える時期に、必ず新しい参入が見られる。80年代は日本経済の台頭が米国経済の成熟衰退の一因であり、90年代は中国経済の勃興と日本経済の成熟が相伴うものである。Jensen（1993）は、新興経済の勃興による参入の効果が先進国にとって産業革命に匹敵するほどだと断言する。

不採算事業から退出を躊躇ったり不採算投資にフリー・キャッシュ・フローを投下したりする結果、企業業績が長期にわたって低迷し、株価が下落し続けることになる。ついに資本市場で復讐が始まる。これはまさに敵対的買収である。敵対的買収の圧力をかわすために、ターゲットとされた企業の経営者が敵対的買収を招いたフリー・キャッシュ・フローを株主に還元するようになった。その結果として、負債比率が著しく上昇する。無配になっても株主総会で平謝りすれば何とかなるが、利息支払や元本返済を期限どおりに行なわないと、企業が倒産することになる。いくら債務者占有型企業再生（日本では民事再生法、米国ではChapter11）があっても、倒産は一大事になる。多かれ少なかれ経営者は責任を問われることになる。すると、経営者は倒産を回避するために投資の採算を重視するようになる。したがって、負債はフリー・キャッシュ・フローに起因するエージェンシー・コストを削減する役割を果たす。

しかし、節税効果にせよフリー・キャッシュ仮説にせよ、ポスト・バイ

アウトの資本構成と同様に負債比率を高めれば、上場企業も同様な効果が得られる。現に、敵対的買収の圧力をかわすために、借入で自社株式を取得して負債比率を高める上場企業も少なくはなかった。しかし、上場したままで負債比率を高めるLeveraged recapitalizationで経營業績の改善度合がバイアウト企業の業績改善度合と比べて低い事実 (Denis, 1994) から、バイアウトを説明するためには節税効果やフリー・キャッシュ仮説以外の要素を考えなければならない。バイアウト前後の経営者インセンティブや企業組織形態に着目して、所有の集中、経営者インセンティブの強化と取締役会の機能強化が取り上げられている。

まず、上場は株式の所有がある程度分散することを前提とする。八割、九割の株式が一人の大株主に集中することは、おのずと上場維持条件に抵触する。究極な株式所有の集中を実現するためには、バイアウトが不可欠である。所有の集中によって、不特定多数の零細株主からなる所有構造の下でのフリー・ライダー問題が回避されることになる。また、バイアウト後、取締役の数が大幅に少なくなる傾向が見られる。その上、経営を日常的に監視するために、ファンドがバイアウトした企業に過半数の取締役を送り込む。最後に、バイアウトの収益が投資家と少人数のファンドのパートナーがシェアするので、ファンド・マネジャーがバイアウトを成功させるために必死に働く。これは、private equity firmやヘッジ・ファンドのマネジャーのインセンティブの特徴である。これだけでなく、経営者のインセンティブも強化されることになる。MBOならば、公開買付でファンドと一緒に株式を取得するため、バイアウト後の持株比率が大幅に上昇する。また、MBO以外のLBOもバイアウト後に経営者にストック・オプションを大量に付与することが多い。したがって、負債の効果よりも、所有構造、経営者インセンティブ、組織形態の改革がバイアウトの要因となる。

上述したエージェンシー・コストに着目した説明のほか、富の移転仮説 (Shleifer and Summers, 1988) や株価過小評価説も挙げられる。富の移転仮説は、バイアウトが債権者や従業員からバイアウトする主体へ富を移

転することに過ぎないと唱える。また、株価過小評価説は、ファンドや経営者が株式市場で過小評価される企業をバイアウトし、その利ざやを稼ぐと説くものである。近年、エンロン事件以降Sarbanes-Oxley法等の導入で上場費用が相対的に高くなったため、バイアウトが増加しているとの見方も挙げられる。

3 実証分析

この節では、紹介したバイアウトに関する仮説を検証する実証分析を概観する。バイアウトの動機、バイアウトのプレミアム、バイアウト後の経営業績及び再上場の順に、エージェンシー・コスト説、富の移転説及び過小評価説を検証した実証論文を取り上げる。最後に、90年代後半以降のバイアウトについて説明する。

3.1 バイアウトの動機

Maupin, Bidwell and Ortengren (1984) は、1972-1983年の間のバイアウト企業と上場継続企業の特徴を比較し、むしろ役員持株比率が高い企業ほどバイアウトする傾向にあると判明した。これはいささか経営者インセンティブ強化説と相容れないものである。安定キャッシュ・フローと低いPBRから、過小評価説が支持されるように思われる。また、1981-85年の間の102件のMBOを分析したKieschnick (1989) の結果は、過小評価説を強くサポートするが、フリー・キャッシュ・フロー説と取引費用説がいずれも支持されない。

ただし、1980-87年の間のMBOを検証したLehn and Poulsen (1989) は、フリー・キャッシュ仮説を強く支持する結果を報告した。その上、敵対的買収の思惑や複数の買収者がコンテストすることもバイアウトの重要な要因の一つとなる。Lehn and Poulsen (1989) のデータを用いて再検証を試みた論文がいくつかある。たとえば、Kieschnick (1998) は比較対象企業

の選び方を考慮して、フリー・キャッシュ仮説を支持する結果を再現することができなかった。むしろ、企業規模と節税効果が重要である。

バイアウト後企業年金の廃止が多いというIppolito and James (1992)の結果は、富の移転説を匂わせるものの、必ずしも十分な証拠を提示することには至っていない。Opler and Titman (1993)は、経営危機 (financial distress) のコストこそバイアウトの可能性を有意に低める実証分析結果を提示した。Halpern, Kieschnick and Rotenberg (1999)は、役員持株比率が高く負債比率が低く敵対的買収のターゲットにされやすいグループと、役員持株比率が低く負債比率が高いグループがあることを突き止めた。ただし、どのグループにおいても、フリー・キャッシュ仮説が棄却された。最近、Weir, Laing and Wright (2003, 2004)は、英国の1998 - 2000年の間の95件のバイアウトについて分析した結果、節税説、フリー・キャッシュ説、敵対的買収対策説などはいずれも支持されない。

簡単にまとめると、バイアウトの目的は、敵対的買収対策、節税、上場費用削減など多岐にわたり、実証分析の結果もまちまちである。様々な目的のバイアウトが混在するため、ある目的に限定して検証することは難しいと思われる。

3.2 バイアウトのインパクト

バイアウト発表前日と翌日の二日間CARは20%、M&Aの25% - 30%よりむしろ低い。他方、実際に支払われたプレミアムは45%前後である。両者の間に大きな開きがある。バイアウト中止の二日間のCARが8.8%ということから、この差はバイアウトが撤回されるリスクより明らかに高い。Lehn and Poulsen (1989)は、プレミアムがフリー・キャッシュ・フローに強く依存する分析結果を報告した。とりわけ、役員持株比率でサンプルを分けると、役員持株比率の高いグループにおいてフリー・キャッシュ・フロー比率が有意ではなくなることは、エージェンシー・コスト仮説を強く示唆する。しかし、Lehn and Poulsen (1989)を再検証したKieschnick

(1998) は、フリー・キャッシュ・フロー仮説よりも、節税説が支持されると主張する。上場費用を削減する目的とする仮説については、必ずしもサポートされないというTravlos and Cornett (1993) の分析が挙げられる。さらに、MBOよりもMBIやIBOのプレミアムが高いとも報告している。Frankfurter and Gunay (1992) は、経営者インセンティブ説を裏付ける分析結果を提示した。さらに、プレミアムと経営者持株比率との関係がU字型になることから、オーナー経営者企業のバイアウトの動機が経営者インセンティブ強化と異なることを示唆する、とHalpern et al. (1999) が主張する。

CARと負債比率の間に有意に関連しないことから、Marais et al. (1989) は、債権者からの富移転説を否定した。また、株主の富の1ドル増が債権価値の5セント減につながるWarga and Welch (1993)の結果と社債権者のロスが株主の富の増加の3.2%に過ぎないAsquith and Wizman (1990)の結果は、仮に債権者からの富の移転があったとしても、その割合がわずかであると示唆するものである。

過小評価説については、Harlow and Howe (1993) の検証が挙げられる。まず、第三者主導のバイアウトと比べて、MBOのプレミアムが低いこととMBOの場合のみインサイダー取引に関するいくつかの指標とプレミアムとの間に有意な相関が見られることが過小評価を裏付ける証左として提示された。バイアウト直前の活発な買い (abnormal buying) は、フリー・キャッシュ・フローや法人税負担に起因するものではなく、真の企業価値に関する情報優位に由来するものだと主張される。その後、Goh, Gombola, Liu and Chou (2002) は、バイアウト発表後のアナリストの業績予想修正を調べて、過小評価説を支持する結果を提示した。ただし、発表後取り上げられたバイアウトについてアナリストの上方修正後に下方修正が見られないは過小評価説を否めると、Lee (1992) が反論した。

様々な仮説を検証した実証分析がまちまちだということに対して、複数の対抗者が公開買付を競うコンテスト (contest) が有意にプレミアムを高

めることについて、すべての実証分析は整合的な結果を得ている。たとえば、Lowenstein (1985) によると、3者以上がバイアウトを競う場合にプレミアムは、単独の場合のプレミアムと比べて19%も高い。続いて、Amihud (1989) は、1983-86年の間の15トップLBOのうち9件がコンテストに該当し、コンテストの平均プレミアムは52.2%、単独公開買付の30.7%よりはるかに高い。さらに、Easterwood, Singer, Seth and Lang (1994) から、コンテストの平均プレミアムが単独TOBのプレミアムより17%も高い。最後に、MBOにおける利益相反と社外取締役の役割については、利益相反問題が取締役会の独立性によって緩和されるというLee, Rosenstein, Nangan and Davidson (1992) の研究に触れておきたい。

3.3 バイアウト後の経営業績

バイアウトの超過収益率やプレミアムは、バイアウト後の業績改善によって裏付けられるものか。48社のMBO後の経営業績の推移を分析したKaplan (1989a) によると、MBO直後の二年間には変化がないがバイアウト後3年目に同業他社と比べて営業利益が24.1%も成長する。バイアウト直前と比べて、バイアウト後2年目以降の業績改善が著しいと、Kaplan (1989a) とSmith (1990) の結果が示唆する。しかも、業績改善は主に経営者の自由裁量で決定できる支出や資本支出の削減によるものだと思われる。Muscarella and Vetsuypens (1990) は、企業全体の業績だけでなく部門別の業績も調べて、不採算部門のリストラが業績改善の主な理由だと主張する。さらに、バイアウト価格算出に用いられた業績予測はむしろ実際の業績より過大だというKaplan (1989a) の結果から、過小評価説が正当化できないと思われる。なぜなら、株価の過小評価を狙うならば、TOB価格を算出する際にできるだけ業績を低めに予想するはずである。また、バイアウトが成功しなかった場合に業績改善が見られないSmith (1990) の分析結果も、過小評価説をサポートしないものとして挙げられる。

Kaplan (1989a) は人員削減に対するMBOの効果も分析した。MBO後、

雇用がむしろ増えると結論付けられている。同様に、Muscarella and Vetsuypens (1990) でバイアウト後に解雇が行なわれていないと確認されている。これらの雇用に関する結果は、同業他社と比べてMBO前と比べて雇用が緩やかに増加するSmith (1990) の結果と整合的である。特筆すべきことは、数多くの工場の全要素生産性を計ったLichtenberg and Siegel (1990) の結果によると、MBO後3年間の間に生産性が産業平均と比べて8.3%も高い。さらに、異なるベンチマークを用いたSmart and Waldfoegel (1994) の結論は、概ねKaplan (1989a) と一致する。

Liebesskind, Wiersema and Hansen (1992) から、1980-84年の間の33トップLBO企業とマッチング上場企業との比較から、LBO後ダウンサイズが多いことがわかる。インタビューに基づいて、Zahra (1995) がR & Dに関する分析は、重い負債負担にもかかわらず、LBO後の研究開発が削減されていないことを示唆する。とりわけ、LBO後、実用研究やR & D アライアンスが重視され、R & Dの質とベンチャー活動が強化される。Zahra (1995) は、これらの結果が経営者インセンティブ強化によるものだと主張する。

株価が急騰した結果、1980年代後半のバイアウトが破綻に終わったケースが多い。Andrade and Kaplan (1998), Kaplan and Stein (1993) は80年代後半のバイアウトがよりリスクیになったと指摘した。ただし、Long and Ravenscraft (1993) は、80年代前半と比べてバイアウト後の業績改善が落ちたが、依然として凄まじいものだと結論づける。また、Opler (1992) から、バイアウト後に研究開発費を削減されないことがわかる。

留意してほしいことは、再上場しなかった企業の財務データの入手可能性の制約から、上述した業績推移などの分析はいずれも再上場というセレクションに基づくものである。これについて、Fox and Marcus (1992) はセレクション・バイアスを指摘する。Wright, Thompson, Robbie and Wong (1995) もこの点に同意する。

バイアウト後経営破たん陥った事例も少なくはない。Wright, Wilson, Robbie and Ennew (1996) の結論は、部門MBO後の経営者持株比率や事

業再構築の素早さがMBOの成功確率を高めると示唆する。Brunner and Eades (1992) の事例研究と整合的に、負債比率が景気後退に伴うMBOの破綻を予測する有力な尺度となるとも示される。この結果は、1985 -1988の間の29件のleveraged recapitalizationsの成否に関するDenis and Denis (1995) の結論とも一致するものである。

3.4 リバース・バイアウト

LBO後業績が改善されて、再上場でLBO企業は再び普通の上場企業に戻るのか。

Jensen (1989) は、LBO組織形態が上場企業の組織形態を勝り、エージェンシー・コストが最も低いと主張する。これに対して、Rappaport (1990) は上場企業の長所を唱える。Kaplan (1991) は、両者の長所を認めつつ、バイアウト、とりわけ、LBOが上場企業の短所に対するショック療法だと説明する。

Kaplan (1991) バイアウト後から再上場までに期間の決定要因を分析した最初の論文として挙げられる。再上場の事例については、バイアウト後から再上場までの期間の中央値が2.63年である。1979-86年間の183件のバイアウト後の非上場期間の中央値が6.82年である。また、ハザード関数の推定結果から、バイアウト後2年から5年間は再上場の可能性が高いが、6年以降は再上場の蓋然性が低くなる。新しい手法で1980-92年間の343件のデュレーションを分析したVan de Gucht and Moore (1998) の結果は、概ねKaplan (1991) と同じである。これらの実証分析結果は、Jensen (1989) とRappaport (1990) のいずれも考えられることを示唆する。つまり、ショック療法を経て、LBOの組織形態の効率性よりも上場がもたらす流動性や分散投資のメリットが高い企業は再上場を選ぶ。

英国のバイアウトのデュレーションが所有構造と資本構などの要素に強く依存するWright, Robbie, Thompson and Starkey (1994) の研究結果が興味深い。とりわけ、経営者持株比率が低いバイアウトは早く再上場する傾

向にある。また、第三者から融資を受けてバイアウトの資金を調達した事例も早く再上場する傾向にある。その後、Halpern et al. (1999) の研究によると、早く再上場するグループとバイアウト後に非上場を続けるグループが存在することがわかる。バイアウト前に経営者持株が低い業績不振企業は早く再上場するグループである。これに対して、経営者持株が非常に高いバイアウトは、再上場する事例が稀である。

DeGeorge and Zeckhauser (1993) は、LBOで業績が改善し、再上場後再び業績が悪化するという情報の非対称性モデルを構築し、1983-1987年間の21件の再上場データに基づいて仮説を検証した。その後、1983-88年間の90件の再上場で再確認したHolthausen and Larcker (1996) 結果は、最上場後も負債比率やインサイダー持株比率が依然として同業他社より高いことを示す。このことから、彼らは再上場企業の組織形態が普通の上場企業とバイアウト組織のハイブリッドだと主張する。また、回帰分析結果がインセンティブ強化説を支持するものである。したがって、再上場後業績が低下するものの、徐々に普通の上場企業に収束していくものである。さらに、DeGeorge and Zeckhauser (1993), Mian and Rosenfeld (1993), Holthausen and Larcker (1996) とRitter (1991) のいずれも、再上場後長期株式投資収益率が劣ることを否定する結果である。

3.5 90年代後半以降のLBOとMBO

この小節では、1990年代後半から米国以外に広がった第二次ブーム、とりわけ、80年代の米国と最近の米国以外の地域との比較に触れる。まず、買付の資金調達方法に大きな相違が見られる。80年代の米国のLBOやMBOに必要な資金が主にジャンク・ボンドで調達されることに対して、近年のUKや欧州のMBOの買付資金は主にメザニン融資で賄われる (Toms and Wright, 2004)。次に、LBOの特徴は、UKの案件に見られない。これは、UKでは配当が非課税となっているため節税効果が重要ではないからである。続いて、近年のUKにおいて敵対的なバイアウトの比率はるかに低い

(7.3%) 点が挙げられる (Renneboog, Simons and Wright, 2004)。さらに、成長企業をターゲットにするUKのバイアウトが、成熟企業や資金豊富企業をターゲットにする80年代の米国のバイアウトと大きく異なる。最後に、M&Aに対する規制が大きく異なる点が挙げられる (Miller, 2000)。

4 日本におけるMBO

経済統合、人口減少およびグローバル競争の影響で、1990年代後半以降日本でもM&Aなどの企業再編が急増し、それと同時に、日本におけるM&Aに関する実証分析が行われるようになってきている (宮島編, 2007)。M&Aだけではなく、1980年代の米国経済の状況と酷似する日本において、成熟しつつある日本企業が敵対買収やものいうヘッジ・ファンド(activist hedge fund)の恰好のターゲットとなっている²⁾。さらに、最近MBOも急増してきた。このように、90年代後半以降、事態が一変した。コントロール市場が存在しないと視されていた日本は、株式所有構造が大きく変化することとともに、敵対的買収、ものいうファンド (hedge fund activism) とバイアウトが一斉に出現した。金融商品取引法では、公開買付者が①対象会社の役員、②対象会社の役員の依頼に基づいて当該公開買付を行なうものであって対象会社の役員と利益を共通にするものおよび 対象会社が子会社とする会社によるバイアウトがMBOとして定義される (黒沼2009)。

企業のM&Aによる企業再生や事業再構築などを支援するための措置として、1999年に産業活力再生特別措置法が制定され、2003年3月末までの時限立法として成立した。2003年と2007年には、それぞれ適用範囲拡大と期限延長が実施された。産業活力再生特別措置法に基づく経営資源再活用

2) 敵対的買収といっても、その脅威は主要上場企業の半数以上が敵対的買収のターゲットとされた一九八〇年代の米国ほどではない。とりわけ、いわゆるファンド (corporate raider) による敵対的買収がほとんどなく、スティール・パートナーズ・ジャパンが投資先企業の経営陣との長期交渉が不調に終わった末に起きた数件の事例に過ぎない。詳しいことについては、胥 (2007) とUchida and Xu (2008) を参照されたい。

計画の認定事業者が、認定計画に従って株式交換、吸収分割又は吸収合併を行う際に、新株の発行に代えて、金銭または他の株式会社の株式を交付することができる。産業活力再生特別措置法の後押しもあって、親会社による上場子会社のバイアウトを除いて、マールデータベースを集計した結果から、2001年－2009年の合計件数は70、そのうちファンドが関与する事例は46件である。主なファンドとして、ジャフコ、カーライル、ユニゾン・キャピタル、アドバンテッジ・パートナーズ、エヌ・アイ・エフ・ベンチャーズ、野村プリンシパル・ファイナンスなどが挙げられる。また、複数のファンドが共同でバイアウトする事例も見られる。

なるべく安値で株式を買い取りたい動機を持つ経営陣や利益を共通にするファンドと一般株主の間で利益相反が起きやすい。この点は、日本で特に深刻である。なぜなら、独立社外取締役の存在する会社が少ないため、敵対的買収やMBOにおける独立性と客観性の高い判断は難しいとされる。具体の議論については、田中（2009）、加藤（2009）を参照されたい。これに関連して、2007年9月4日に経済産業省が「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」（以下、MBO指針と略す）を公表し、MBOの意思決定過程における恣意性を排除するためには下記の実務対応を提案した。社外取締役（存在する場合には）、又は独立した第三者委員会等に対するMBOの是非及び条件についての諮問（又はこれらの者によるMBOを行う取締役との交渉）、及びその結果なされた判断の尊重。特別の利害関係を有する取締役を除く³⁾取締役及び監査役全員の承認。意思決定方法に関し、弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスを取得すること及びその名称を明らかにする。MBOにおいて提示されている価格に関し、対象会社において、独立した第三者評価機関からの算定書等を取得すること。

確かに、MBOにおける利益相反が取締役会の独立性によって緩和される

3) 会社法上、「特別の利害関係を有する取締役」は、取締役会から除外されることとされている（会社法第369条第2項）。

(Lee, Rosenstein, Nangan and Davidson, 1992)。なお、取締役会の独立性が高いと思われる米国ですら、第三者主導のTOBと比べて、MBOのプレミアムが低いことなどは、少数株主の利益が収奪されると示唆する。ただし、ほとんどの日本企業は社外取締役が一人も存在しない状況において、取締役の独立性は到底期待できない。また、第三者委員会構成員は、取締役と異なって、会社に対して忠実義務と善管注意義務を負わないため、どこまで役割を期待できるかについては定かではない。弁護士、アドバイザー及び評価機関は、格付機関と同様にそもそも独立性はありえない。さらに、少数株主の間のフリー・ライダー問題も深刻である。現に、株式買取請求の訴訟において、弁護士費用や評価費用を賄うことすら容易ではない。

むしろ、重要なのは、対抗的な買付の可能性の有無である。この点については、価格の適正性を担保する客観的状况を確保する実務上の対応として、MBO指針では、MBOが行われる場合には、構造上、利益相反の問題が存在することにかんがみ、他の買付者による買付の機会を確保し、当該MBOを行う取締役等にも対抗的な買付が出現する可能性を踏まえた当該MBOの価格を提示させることにより、価格の適正性を担保し、取引の透明性・合理性を高めるという実務上の工夫が考えられる。そのためには、①MBOに際しての公開買付期間を比較的長期間に設定すること②対抗者が実際に出現した場合に、当該対抗者が対象会社との間で接触等を行うことを過度に制限するような内容の合意等を、当該MBOの実施に際して行わないことの対応を併せて行うことが考えられる。前節で強調されたように、様々な仮説を検証した実証分析がまちまちだということに対して、複数の対抗者が公開買付を競うコンテスト (contest) が有意にプレミアムを高めることについて、すべての実証分析は整合的な結果を得ている。

しかしながら、持合という特殊な所用構造が対抗的な買付を妨げる、と胥 (2010) が指摘している。MBOはヘッジ・ファンド・アクティビズムと異なって、フリー・キャッシュが多く企業価値が低い企業をターゲットにしない。持合や安定株主の存在が経営陣を外圧から守る以上、敵対的買取

が急増しかつMBOに展開する可能性は低い。また、経営者インセンティブ・スキームを大きく変わらない限り、株価よりも議決権を投資目的とする持株株主はMBOに応じるインセンティブが乏しいと思われる。安定株主や持株中心の所有構造、上場子会社の所有構造およびオーナー経営の所有構造の共通点は、内部者支配である。その結果、外部者による経営権奪取の可能性はもちろん、一般株主に支払われるTOBのプレミアムも低いと思われる。これは、潜在的に複数のファンドや企業がTOBでコンテストする可能性が低いからである。他方、ホーム・バイアス等の理由で、外国人機関投資家持株比率が過半数を占める企業は規模が大きく業績が優れるため、敵対的買収やMBOのターゲットとなるものが少ない。上述したように、今後もMBO企業は親会社や経営者一族の持株比率が高い経営不振企業の事業再構築や上場費用回避のケースに限られると思われる。

多くの既存研究の主な関心は、少数株主の保護や利益相反に置かれているように見受けられる（新井，2008）。MBOの動機とバイアウト・プレミアム関連の分析は、井上・加藤（2006，2007），井上（2009），野瀬・伊藤（2007）と野瀬・伊藤（2009）を参照されたい⁴⁾。コントロール企業と比較して、フリー・キャッシュ・フロー時価総額比率，手元流動性比率やPBRが有意に異なることから，エージェンシー・コストと過小評価説の可能性が示唆される。また，利払額と減価償却前税引前利益比率が有意にCARを低めることは，節税説を支持する証左として挙げられる。

MBO後の業績推移やMBOによる組織変更については，胥（2010）は，経営不振を打開するためのバイアウトを行なったキトーについて，事例研究を行なった。株式所有の集中とモニタリングの強化が見られた。また，企業銀行間関係は，バイアウト後にシンジケート・ローンのコベナンツに代わった。上記のことから，株式所有の集中，モニタリングの強化およびカーライルのoperating engineeringがキトーの業績改善に寄与し，産業全

4) 部門のMBOについては，川本・齋藤（2008）を参照されたい。海外の文献として，Bae and Jo（2002）が挙げられる。

体の業況回復の寄与も重要である、と結論付けられる。

負債比率が必ずしも大きく上昇しないことから、節税効果ではなく、MBOプレミアムの源泉はもっぱら業績改善の効果が大きい。金融危機後、ファンドの高いリターンの源泉は、過度な負債による高リスク企業の意図的な創出だ、と批判されている。確かに、1980年代後半のバイアウトが過度に負債を抱えていた結果として破綻に終わったケースが多く、1990年代初めにLBO市場が消滅した。にもかかわらず、バイアウト後の業績改善が80年代前半ほどではないが、依然として凄まじいものである。ただし、90年代後半の米国のLBOは経營業績に対する貢献はわずかしか認められない (Guo et al. 2008)。いずれにせよ、キトーの事例に関しては、MBOがファンドによる過度な負債による高リスク企業の意図的な創出だという批判が的外れである。

とりわけ、カーライルとキトーの事例では、米国のprivate equity firmが直接かかわる点は興味深い。少子化などで国内市場が縮小を続けている中で、グローバル展開は日本企業の生き残りに欠かせない戦略となっている。しかし、日本企業は技術や経営陣が優れるが、規模が小さいため外部からoperating engineeringのノウハウを借りなければならない。経営陣が優れることは、経営執行能力が優れることであり、規模の小さい企業がグローバル経営の立案に貴重な時間を割くべきではない。こういった点から、資金だけではなく、operating engineeringを提供するファンドと企業の二人三脚のバイアウトの役割は今後ますます重要になっていくと思われる (Acharya and Kehoe, 2008; Gadiesh and MacArthur, 2008)。

最後に、敵対的買収の対策説に関しては、花枝・胥・鈴木 (2010) のアンケート調査による分析では、「MBOで非上場にする」という買収防衛策を重視しない企業の割合が多い。ただし、重要だと答えた企業は42社 (7.87%) と少数ではあるが、MBOでコーポレート・ガバナンスを抜本的に改革し、企業価値を高めることを認識している点に留意してほしい。また、 q が低い企業グループほど、MBOが重要だと認識する傾向にある。これは今

後も敵対的買収対策としてのMBOが拡大することの可能性を示唆するものである。

5 結び

MBOは日本経済再生の道を探る試行錯誤の一つであり、多くの問題点が残っている。まず、再上場はごく少数のケースであり、MBO後に転売される事例や再上場しない事例の行方はどうなっているだろうか。キトーのようなサクセス・ストーリーがあれば、すかいらーくのような一時挫折した事例も見られる。つまり、ショック療法がどこまで奏功するか、奏功すればその効果がいつまで続くかを分析しなければならない。また、バイアウトによる所有集中化は、5-6年程度の一時的措置とも言えるかもしれない。再上場後、MBO企業はいつ普通の企業の戻るのか。日本については、この問題に答えるために将来の研究に俟たなければならない。もう一つは、MBO後に再上場、その後に再度MBOと再々上場の事例は現れないだろうか。とりわけ、意図的に業績を悪化させ、再度MBOを実施し、3-5年後に再々上場する、すなわち、MBOが悪用されることも懸念される。

***謝辞** この論文は、科研費補助金と法政大学科研費奨励研究費の研究成果の一部である。早稲田大学宮島英昭教授、慶応大学井上光太郎准教授をはじめ、RIETIワークショップの参加者から貴重なコメントをいただいた。記して感謝する。

参考文献

- 新井富雄 [2008] (編著), 「M&Aと資本市場」研究会報告書, 日本経済研究センター
- 井上光太郎・加藤英昭 [2007] 「アクティビストファンドの功罪」『経済研究』

- 58, 203-216頁
- 井上光太郎 [2009] 「TOB と少数株主利益」『旬刊商事法務』1874, 34-44
- 井上光太郎・加藤英明 [2006年] 『M&Aと株価』東洋経済新報社
- 加藤貴仁 [2009] 「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討 [上] [中] [下]」商事法務1875号4頁以下, 1876号4頁以下, 1877号4頁以下
- 川本真哉・齋藤隆志 [2009] 「MBOによる事業売却と株式市場の評価」, WIAS Discussion
- 黒沼悦郎 [2009] 日経文庫『金融商品取引法入門』第3版, 日本経済新聞社出版社
- 胥 鵬 [2007], 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」, 宮島英昭編『日本のM&A』所収, 197-221, 東洋経済新報社
- 胥 鵬 [2010], 「日本における経済権市場の形成: バイアウトを中心として」, 宮島英昭編『日本の企業統治システムの進化と世界経済危機のインパクト』所収, 近刊, 東洋経済新報社
- 胥 鵬・田中 亘 [2009], 「買収防衛策イン・ザ・シャドウ・オブ株式持合い一事例研究」, 『旬刊商事法務』1885, 4-18頁
- 田中亘 [2009] 『『公正な価格』とは何か』法学教室350号
- 田中 亘 [2007], 「ブルドックソース事件の法的検討 [上] [下]」, 『旬刊商事法務』, 1809号4-15頁, 1810号15-28頁
- 花枝英樹・胥鵬・鈴木健嗣 [2010], 「日本企業のM&A戦略—サーベイ調査による分析—」, 『現代ファイナンス』, No.28, 69-100
- 野瀬義明・伊藤彰敏 [2007], 「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」日本ファイナンス学会予稿集, 39-47
- 野瀬義明・伊藤彰敏 [2009], 「戦略的非公開化の要因分析」現代ファイナンス No.45/ [26], 415-424
- 宮島英昭 [2007], 「増加するM&Aをいかに読み解くか」宮島英昭編著『日本のM&A』序章, 1-41, 東洋経済新報社.
- Acharya, V. and C. Kehoe, 2008, Corporate Governance and Value Creation Evidence from Private Equity, working paper, London Business School.
- Amihud, Y., 1989, Leveraged Management Buy-Outs, New York: Dow-Jones Irwin.
- Andrade, G. and Kaplan, S.N., 1998, How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed, *The Journal of Finance* 53, 1443-1492.
- Asquith, P. and Wizmann, T.A., 1990, Event risk, covenants and bondholder

- returns in leveraged buyouts, *Journal of Financial Economics* 27, 195-213.
- Bae, S.C. and Jo, H., 2002, Consolidating corporate control: divisional versus whole-company leveraged buyouts, *Journal of Financial research* 25, 247-262.
- Bebchuk, L. A. 2005. The Case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review* 118:833-917.
- Bebchuk, L. A. 2007. The Myth of the Shareholder Franchise. *Virginia Law Review* 93:675-732.
- Berle, A.A. Jr. and Means, G.C., 1932, *The modern corporation and private property*, New York: Macmillan.
- Bruner, R.F. and Eades, K.M., 1992, The crash of the Revco leveraged buyout: the hypothesis of inadequate capital, *Financial Management* 21, 35-49.
- DeGeorge, F. and Zeckhauser, R., 1993, The reverse LBO decision and firm performance: theory and evidence, *The Journal of Finance* 48, 1323-1348.
- Demsetz, H., 1983, The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics* 26, 375-390.
- Demsetz, H. and Lehn, K., 1985, The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Demsetz, H. and Villalonga, B., 2001, Ownership structure and corporate performance, *Journal of Corporate Finance* 7, 209-233.
- Denis, D.J., 1994, Organizational form and the consequences of highly leveraged transactions: Kroger's recapitalization and Safeway's LBO, *Journal of Financial Economics* 36, 193-224.
- Denis, D.J. and Denis, D.K., 1995, Causes of financial distress following leveraged recapitalizations, *Journal of Financial Economics* 37, 129-157.
- Easterwood, J., Singer, R., Seth, A. and Lang, D., 1994, Controlling the Conflict of Interest in Management Buyouts, *Review of Economics and Statistics* 76, 512-522.
- Fox, I. and Marcus, A., 1992, The causes and consequences of leveraged management buyouts, *Academy of Management Review* 17, 62-85.
- Frankfurter, G.M. and Gunay, E., 1992, Management buy-outs: The sources and sharing of wealth between insiders and outside shareholders, *Quarterly Review of Economics and Finance* 32, 82-95.
- Franks, J., and Mayer, C., 1996, Hostile takeovers in the UK and the correction of managerial failure, *Journal of Financial Economics* 40, 163-181.

- Franks, J., Mayer, C. and Renneboog, L., 2001, Who disciplines management of poorly performing companies?, *Journal of Financial Intermediation* 10, 209-248.
- Gadiesh O. and MacArthur, 2008, *Lessons From Private Equity Any Company Can Use*, Harvard Business School Press.
- Goh, J., Gombola, M., Liu, F.Y. and Chou, D.W., 2002, Going-private restructuring and earnings expectations: a test of the release of favorable information for target firms and industry rivals, *Working paper*.
- Grossman, S.J. and Hart, O.D., 1980, Take-over bids, the free-rider problem and the theory of the corporation, *Bell Journal of Economics* 11, 42-64.
- Guo, S., E. Hotchkiss, and W. Song (2008), Do Buyouts (Still) Create Value? N B E R Working paper 14187
- Halpern, P., Kieschnick, R. and Rotenberg, W., 1999, On the heterogeneity of leveraged going private transactions, *Review of Financial Studies* 12, 281-309.
- Harlow, W.V. and Howe, J.S., 1993, Leveraged buyouts and insider nontrading, *Financial Management* 22, 109-118.
- Holmstrom, B. and Kaplan, S.N., 2001, Corporate governance and merger activity in the U.S.: making sense of the '80s and '90s, *Journal of Economic Perspectives* 15, 121-144.
- Holthausen, R.W. and Larcker, D.F., 1996, The financial performance of reverse leveraged buyouts, *Journal of Financial Economics* 42, 293-332.
- Ippolito, R.A., and James, W.H., 1992, LBOs, reversions, and implicit contracts, *Journal of Finance* 47, 139-167.
- Jensen, M.C. and Meckling, W., 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M.C. and Ruback, R.S., 1983, The market for corporate control; the scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- Jensen, M.C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.C., 1989, The eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review* 67, 61-74.
- Jensen, C. Michael (1993), The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48, 831-880.

- Kaplan, S.N., 1989a, The effects of management buyouts on operating performance and value, *Journal of Financial Economics* 24, 217-254.
- Kaplan, S.N., 1989b, Management buyouts: evidence on taxes as a source of value, *Journal of Finance* 44, 611-632.
- Kaplan, S.N., 1991, The staying power of leveraged buyouts, *Journal of Financial Economics* 29, 287-313.
- Kaplan S.N. and Stein J., 1993, The evolution of buy-out pricing and financial structure in the 1980s, *Quarterly Journal of Economics* 108, 313-359.
- Kaplan, Steven, and Per Strömberg (2008), Leveraged Buyouts and Private Equity NBER Working Paper 14207.
- Kieschnick, R.L., 1989, Management buyouts of public corporations: an analysis of prior characteristics, in: Amihud, Y. (ed.), *Leveraged Management Buy-Outs*, New York: Dow-Jones Irwin.
- Lee, C.I., Rosenstein, S., Rangan, N. and Davidson, W.N. III, 1992, Board composition and shareholder wealth: the case of management buyouts, *Financial Management* 21, 58-72.
- Lehn, K. and Poulsen, A., 1989, Free cash flow and stockholder gains in going private transactions, *Journal of Finance* 44, 771-788.
- Lichtenberg, F. and Siegel, D., 1990, The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects on firm behavior, *Journal of Financial Economics* 27, 557-580.
- Liebesskind, J., Wiersema, M. and Hansen, G., 1992, LBOs, corporate restructuring, and the incentive-intensity hypothesis, *Financial Management* 21, 73-88.
- Long, W.F. and Ravenscraft, D.J., 1993, The financial performance of whole company LBOs, *US Bureau of Census Discussion paper* CES 93-16.
- Lowenstein, L., 1985, Management buyouts, *Columbia Law Review* 85, 730-784.
- Marais, L., Schipper, K. and Smith, A., 1989, Wealth effects of going private for senior securities, *Journal of Financial Economics* 23, 155-191.
- Maupin, R.J., Bidwell, C.M. and Ortengren, A.K., 1984, An empirical investigation of the characteristics of publicly quoted corporations that change to closely held ownership through management buyouts, *Journal of Business Finance and Accounting* 11, 435-450.
- Mian, S. and Rosenfeld, J., 1993, Takeover activity and the long run

- performance of reverse leveraged buyouts, *Financial Management* 22, 47-57.
- Miller, G.P., 2000, Takeovers: English and American, *European Financial Management* 6, 533-541.
- Muscarella, C.J. and Vetsuypens, M.R., 1990, Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs, *Journal of Finance* 45, 1389-1413.
- Opler T.C., 1992, Operating performance in leveraged buyouts: evidence from 1985-1989, *Financial Management* 21, 27-34.
- Opler, T. and Titman, S., 1993, The determinants of leveraged buyout activity, Free cash flow versus financial distress costs, *Journal of Finance* 48, 1985-1999.
- Rappaport, A., 1990, The staying power of the public corporation, *Harvard Business Review* 68, 96-104.
- Renneboog, L., Simons, T., and Wright, M., 2004, Public-to-Private transactions in the UK, Working paper, Tilburg University.
- Ritter, J., 1991, The long-run underperformance of initial public offerings, *Journal of Finance* 46, 3-27.
- Robbie, K. and Wright, M., 1995, Managerial and ownership succession and corporate restructuring: the case of management buy-ins, *Journal of Management Studies* 32, 527-549.
- Shleifer, A. and Summers, C.H., 1988, Breach of trust in hostile takeovers, chapter 2 in Auerbach, A.J., ed., *Corporate takeovers: causes and consequences*, Chicago: University of Chicago Press.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1991, The takeover wave of the 1980s, *Journal of Applied Corporate Finance* 4, 49- 56.
- Smart, S.B. and Waldfogel, J., 1994, Measuring the effect of restructuring on corporate performance: the case of management buyouts, *Review of Economics and Statistics* 76, 503-511.
- Smith, A., 1990, Corporate ownership structure and performance: the case of management buyouts, *Journal of Financial Economics* 27, 704-739.
- Spamann, H., 2009, The “Antidirector Rights Index” Revisited, forthcoming, *Review of Financial Studies*
- Toms, S. and Wright, M., 2004, Divergence and Convergence within Anglo-American Corporate Governance Systems: Evidence from the US and UK 1950-2000, forthcoming in *Business History*.

- Travlos, N.G. and Cornett, M.M., 1993, Going private buyouts and determinants of shareholders' returns, *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 8, 1-25.
- Uchida, K., and P. Xu, 2008, "US Barbarians at the Japan Gate: Cross Border Hedge Fund Activism," Bank of Japan Working Paper Series No.08-E-3.
- Van de Gucht, L.M., and Moore, W.T., 1998, Predicting the duration and reversal probability of leveraged buyouts, *Journal of Empirical Finance* 5, 299-315.
- Warga, A. and Welch, I., 1993, Bondholder losses in leveraged buyouts, *The Review of Financial Studies* 6, 959- 982.
- Weir, C., Laing, D. and Wright, M., 2003, Incentive effects, monitoring mechanisms and the threat from the market for corporate control: an analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK, Working paper, University of Nottingham.
- Wright, M., Robbie, K., Thompson, S. and Starkey, K., 1994, Longevity and the life-cycle of management buy-outs, *Strategic Management Journal* 15, 215-227.
- Wright, M., Thompson, S., Robbie, K. and Wong P., 1995, Management buy-outs in the short and long term, *Journal of Business Finance and Accounting* 22, 461-483.
- Wright, M., Wilson, N., Robbie, K. and Ennew, C., 1996, An analysis of management buy-out failure, *Managerial and Decision Economics* 17, 57-70.
- Zahra, S.A., 1995, Corporate entrepreneurship and financial performance: the case of management leveraged buyouts, *Journal of Business Venturing* 10, 225-247.