

07年度 卒業論文

マネジメントバイアウト  
—MBOにおける諸問題の分析—

慶應義塾大学 経済学部  
石橋研究会 第8期生

瀬在 康広

## はしがき

21世紀に入り、企業再編は一段と活発化を増している。企業再編を行う方法の大半は M&A（企業の合併・買収）を利用した企業統合である。その結果、企業は規模を拡大していく。これは市場での競争を勝ち抜いていく上で当然のことと言えるだろう。しかし、一方である企業は MBO（マネジメント・バイアウト）という手法を用いて株式市場からの退出、企業解体、規模の縮小を図る。

かつての企業の目指すものとしては、まず初めに株式の上場、その後にマーケットシェアの獲得や規模の拡大、そして並みいる競合を抑えてトップに上り詰めることが挙げられた。現在も一般的にその傾向は変わらないだろう。しかし、一部の経営者は、株式を上場すること、企業の規模を拡大すること、マーケットシェアを増やしていくことなどが市場を勝ち抜く上での必要条件ではないことを理解してきたように思える。株式を上場すれば、敵対的買収のリスクが増大する。情報公開などのコストもかかる。規模を拡大すれば、その分管理が行き届かなくなる。部門ごとの最適化が困難になり、最終的に全体的な最適から遠ざかる。シェアの拡大に躍起になれば、利益率などの効率性を表す指標が下がっていく。こういったことが現実的に起き始め、経営者は解決策を探すことになる。そのような現在において、「選択と集中」という言葉が騒がれるようになった。目の行き届かないような部門を切り離して効率化を図り、主力となる部門を全力で向上させていく。これが「選択と集中」の代表的な例だ。

このように現在、企業は同時に利益とともに効率性を求められている。企業を効率的にしていくためには、 unnecessary コストを抑えること、経営を行う上での最適な規模を模索することが必要である。MBO を行う意図はまさにこの 2 点を満たすものであると考えられる。

MBO の持つ性質を具体的に述べると、内部者による買収、株式の非公開化、LBO、企業の解体といったものが挙げられる（ただし、全ての性質を兼ね備えているとは限らない。）。そこで本論文では MBO の持つ各性質、およびそれらの効果について経済学を用いて分析していく。

## 目次

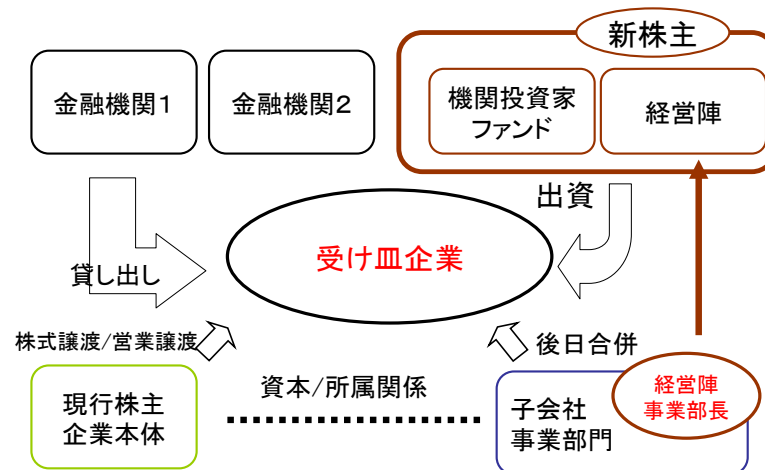
|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 序章                              | 1  |
| 第1章 現状分析                        | 2  |
| 1.1 欧米における MBO の現状              | 2  |
| 1.2 日本における MBO の現状              | 2  |
| 1.3 MBO の持つ諸性質                  | 4  |
| 第2章 内部者による買収                    | 5  |
| 2.1 外部者による買収との差異                | 5  |
| 2.2 内部者による買収の理論分析               | 6  |
| 2.3 まとめ                         | 12 |
| 第3章 非上場化                        | 14 |
| 3.1 上場、非上場のメリット、デメリット           | 14 |
| 3.2 非上場化のパターン                   | 16 |
| 3.3 ケーススタディ 1 ～ポッカ・コーポレーション～    | 17 |
| 3.4 まとめ                         | 19 |
| 第4章 LBO                         | 20 |
| 4.1 LBO の性質                     | 20 |
| 4.2 LBO におけるエージェンシーコスト削減効果の理論分析 | 21 |
| 4.3 まとめ                         | 26 |
| 第5章 企業解体                        | 27 |
| 5.1 企業解体の現状分析                   | 27 |
| 5.2 ケーススタディ 2 ～ザイマックス～          | 28 |
| 5.3 まとめ                         | 29 |
| 第6章 実証分析                        | 30 |
| 6.1 米国における MBO の実証分析            | 30 |

|                      |           |
|----------------------|-----------|
| 6.2 ケーススタディ 3 ～ワールド～ | 39        |
| 6.3 まとめ              | 41        |
| <b>第 7 章 結論</b>      | <b>43</b> |
| <b>参考文献</b>          | <b>44</b> |

## 序章

MBO（マネジメントバイアウト）とは企業買収手段の1つで、企業や事業部門の経営者や幹部社員が、当該事業の継続を前提として既存オーナー（株主や親会社）から株式もしくは営業資産を買い取って、経営権を取得するものである（具体的なスキームは図 1-1 を参照）。買収主体が経営陣ではなく従業員の場合、EBO（employee buy-out）とも呼ばれる。本論文では EBO も MBO の一つとして考える。また、買収の際、資金は通常自らの出資金に加え、機関投資家からの出資や買収後の企業の資産を担保にした金融機関からの借り入れで調達する。そのため、LBO（レバレッジドバイアウト）の一面もあるといえる。

図 1-1 MBO の基本的なスキーム



MBO という言葉はもともと、英国ベンチャーキャピタルのスリーアイが米国発祥の LBO を導入する際に使い始めたもので、経営陣が主体であることと経営陣へのインセンティブを重視することから名付けられた。そのため英国や日本では MBO という言葉は盛んに用いられるが、米国では MBO の形態であっても LBO と呼ばれることもある。本論文では LBO と呼ばれている場合でも上記の MBO の形態をとる場合も MBO として扱う。

## 第 1 章 現状分析

本章では、MBO の現状分析を行う。MBO は米国、および英国でスキーム化された。そのため、初めに米国、英国での MBO の案件や件数、取引額の推移を検証する。その後、日本における現状を分析する。また、以降の章で MBO の諸性質について分析するため、本章で性質の紹介を行う。

### 1.1 欧米における MBO の現状

MBO の原型は前述の通り、米国に端を発している。1970 年代中頃に MBO（当時ではまだ LBO という名称）が行われ始め、1986 年から 1988 年に至る間に年間 500 億ドルの総額規模に達した。1989 年には、食品たばこ大手の RJR ナビスコ社の買収が行われ、規模は 670 億ドルまで膨らんだ。しかし、その後 1991 年には 55 億ドル、1992 年には 70 億ドルの規模まで下落した。この背景にはその当時 MBO を行う上で重要な役割を果たしたジャンク・ボンドの発行市場がその創設者の証取法違反による有罪判決で消滅と同様な状態になったことが挙げられる。しかし、1997 年を境に再び総額規模は拡大し、2002 年には 650 億ドルの規模まで復調した。ここには、上場におけるコストの増大化があると考えられる。2002 年には SOX 法が施行され、上場維持コストは事実上、増大化した。MBO を行った結果、非公開化する動きは同様にこの時期から活発化している。MBO で買収総額規模が最も大きな案件は 1990 年代まで前述の RJR ナビスコの案件であったが、2006 年 7 月には大手病院チェーンの HCA の 330 億ドルが現れるなど、近年では大型の買収案件が増加している。

MBO 発祥の英国でも、1980 年代から増え続けている。件数でみていくと、1980 年には 50 件弱であったが、1988 年に 500 件に近づき、1990 年には 600 件に達した。その後、1993 年には再び 500 件を切るが、1997 年に 700 件になるまで成長した。総額規模では 1990 年に一度 70 億ポンドに達し、その後低調になるが、1998 年に 150 億ポンドに近づき、2000 年には 250 億ポンドに近づく総額になっている。最大の案件は 2000 年の MEPC で 35 億ポンドである。近年には件数、金額ともに増加してきていることから、まだ MBO ブームは続くものと考えられる。

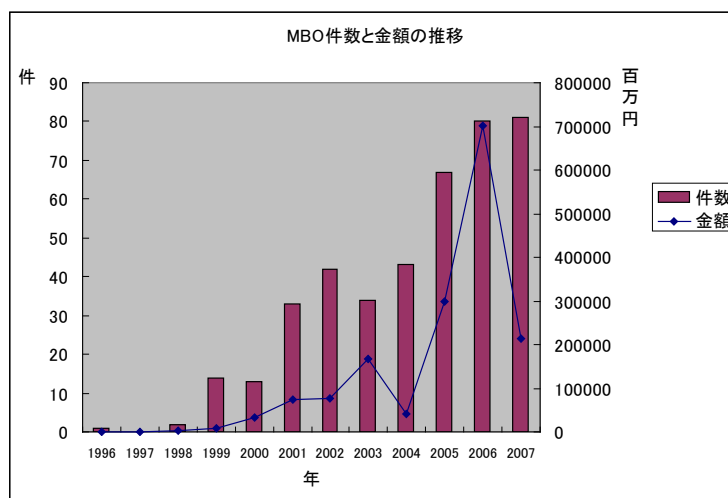
### 1.2 日本における MBO の現状

日本でも MBO の件数、取引額は 1990 年代後半から 2000 年代にかけて増えてきている（表 1-1 を参照）。1995 年に日本で初めての MBO が成立し、2002 年には 42 件

まで膨らんだ。その後、一度減りはしたものの、2006年の80件に至るまで再び上昇し続けている。2007年も同様の水準で推移しているが、2007年末には、多くのMBOの申告があったため、2008年度はさらに増える見込みである。

1990年代までのMBOの多くは、経営難からの「選択と集中」を迫られた上での事業分離や売却が目的であった。しかし、欧米と同様、日本においても、事業分離や売却の目的ではなく、主に株式市場からの退出を意図した非公開化の案件が増え始めた。2005年のワールドのMBOはその先駆けである。以降もすかいらーく、レックスなどの企業規模の大きい企業が非公開化を目的としたMBOを行った。非公開化については第3章において詳しく分析する。取引金額の面では、ワールドの2200億円、2006年のすかいらーくの2600億円といった規模の大きい上場企業によるMBOが起きた影響で増えていった。しかし、2007年にはそういった規模のMBOが起きなかったため、膠着した状態である。

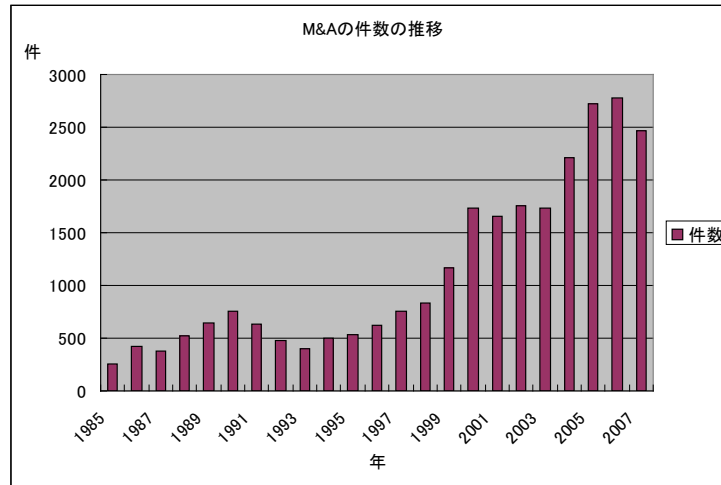
表 1-1 日本におけるMBOの件数、金額の推移



出所：レコフ <http://www.recof.co.jp/>

日本におけるM&Aの全体の件数からみると、まだMBOの占める割合は低い。表の1-2に日本におけるM&Aの件数の推移を示した。件数はMBOと同様、2001年ごろから伸び始めていて、2006年には2775件に達した。MBOの同年の件数の30倍以上である。このことは、依然として企業は拡大志向であることを示している。特に、家電量販店、百貨店、鉄鋼業などは企業再編の機運が高まっており、しばらくはM&Aの件数も増えていくと思われる。

表 1-2 日本における M&A の件数の推移



出所：レコフ <http://www.recof.co.jp/>

### 1.3 MBO の持つ諸性質

MBO が企業買収の中でも特殊である点の一つに経営陣による買収であるという点が挙げられる。これは言い換えれば、企業の内部者による買収といえる。内部者は外部の人物よりも当然ではあるが、企業に関する特殊な情報を有している。これは買収を行う上で、条件が異なることによる優位性が生じる可能性がある。また、MBO が行われる際、自社株式を大量に取得するため株式の非上場化が発生する。この非上場化はワールドなど前述の通り、経営陣側が意図して行う、つまり非上場化を目的として MBO を行うこともある。さらに、定義としても述べたが、MBO は経営陣の自己資金のほかに、金融機関の借入れを受けて行われることがほとんどである。このことから LBO の側面もあると考えられる。以上に述べた点が MBO の恒常的に持つ性質である。

MBO を経済学的に分析する上で、以上に述べた性質を考察していくことが有用であると思われる。2章以降ではこれらの諸性質について分析を行っていく。



## 第2章 内部者による買収

本章では、企業の内部者による買収について分析を行う。まず、企業の外部者が仕掛ける買収とどのような点で異なるのかを説明し、内部者による買収の性質をつかむ。その後、従業員による買収の理論分析を通じて、買収の行われる条件、情報の保有の差が結果に及ぼす影響などを探る。

### 2.1 外部者による買収との差異

通常、企業買収は外部の機関によって行われると考えられる。日本でも企業買収オファーはほぼ外部の機関から行われている。レコフの調査によると、2006年におけるM&Aの件数は2500件以上に上る。これに対し、MBOの件数は80件程度である。このことからM&AにおけるMBOの件数の比率がわかる。オファーの件数であれば、日本での近年のM&Aの失敗例が重なっていることも考慮に入れるとさらに差が開くと予想される。ここではまず、外部者による買収のメリット、内部者によるメリットを考えていきたい。

外部の機関から買収のオファーを受けると、日本の企業は敵対的買収であるとみなす傾向がある。これは、日本の企業が企業買収に不慣れであること、買収によって経営の方針・雇用の方針が変わるのではないかという恐れがあること、経営者の保身などの理由が考えられる。一点目については、M&Aの歴史を見れば明らかである。1章でも挙げたようにM&Aが行われ始めたのは1980年代であり、その名前が定着したのは近年のライブドアや村上ファンドの件があった頃である。しかも、その買収も敵対的買収であることがメディアを通して広く伝えられたので不慣れな上に、買収＝敵対的買収という認識が広まったと考えられる。二点目については、外部からの買収であれば現実に容易に起こりえることである。仮に買収を行う側の企業が同業であった場合を考えてみると、管理部門などの総務を取りしきる部門においては重複が生じる。効率性を考慮すると、買収される側の雇用が確保されるとは考えがたい。仕事の方法や労働条件が悪化することも考えられるだろう。三点目は創業者やその一族がオーナーをしている企業などで考えられることだ。総合すると、外部からのオファーであるがゆえに、企業側と買収者側の間で情報の非対称性が生じ、買収者の思惑が企業側に正確に伝わらないということ、また、企業側の望む方針と買収側の方針が異なるという利益相反の問題が関係しているということである。そのため、外部の買収機関は買収を成功させるために、まず情報の差を埋めること、企業側の理解を得ることに

コストを費やさなければならない。また、買収が仮に行われたとしても企業内部の情報をも有効に使用できない、つまり、経営の効率性が一時的に落ちることが予想される。しかし、外部による買収にはメリットも存在する。第一に挙げられるのはシナジー効果である。買収が行われれば、一般的には買収側の企業と合併することになるか、または経営陣が投資ファンドから輩出されることとなる。仮に前者であれば、買収側の企業の経営資源や情報を所有することになり、これまでの資源との関係によっては相乗効果、つまり、シナジー効果が生じることになる。また、後者であれば、経営のプロが経営を仕切ることになり、前述の通り、一時的に効率性が落ちるかもしれないが、長期的な視点に立った場合、経営が改善されるかもしれない。内部からの経営者では行えない思い切った改革も行える可能性がある。

一方、内部者による買収であれば、外部による買収にくらべコストを抑えることができる。理由としては第一に、内部者による買収であれば、企業内の同意を得ることが容易であることが挙げられる。同じ会社の経営陣や従業員が新たな経営陣になるので、この点については自明だろう。第二に、企業の内部者は企業をよりよくするための内部情報を所有しており、経営に関与することで経営の効率化を図ることができるという点がある。第三に、内部者自らが経営者になることによるインセンティブ付与があるという点が挙げられる。MBOの成功確率はきわめて高いのだが、これは上記のような理由があるからではないかと考えられる。しかし、外部からの買収に比べると、新たな経営資源の発生などはなく、また、内部者にとっての効用を最大化するような経営になる可能性もある。それゆえ、ストックオプションなど、常に外部からのモニタリングを実現するようなシステムが必要である。

## 2.2 内部者による買収の理論分析 (Ben-ner and Jun, 1996)

次に Ben-ner and Jun (1996)の理論を用いて、内部者による買収の分析を進めていく。この論文では EBO における現経営者と次期経営者となる雇用者との交渉ゲームを通じて、どのようなケースに内部者による買収が起きるのか、どのような要因が影響するかを分析する。また、この理論を通して、内部者による買収が実現することで、企業の状態をスクリーニングすることができることを示していく。

### 2.2.1 論文の紹介

米国では 1980 年代、United Airlines や Avis、Weirton Steel Corporation といった企業で従業員による買収 (EBO) が発生した。これらの発生原因に疑問を呈したの

が、この論文の含意である。通常、経営陣は従業員に比べ、企業に対しての情報の優位性があると考えられる。仮に企業が将来、収益が上がるであろうと経営陣が予想すれば、従業員による買収の提案があつたとしてもそれには応じず、買収よりも従業員の効用を増やすことのできる報酬を提案するであろう。また、もし企業の収益が下がると予想されれば、買収に応じるかもしれない。経営陣が企業の収益、または期待収益にのみ効用を得られるとすれば、従業員の適度なオファーにより、企業の収益力をスクリーニングできるであろう。

以下では、まず初めに交渉の基本的なモデルを説明し、対称情報、非対称情報下での結果を提示する。その後、仮定をより複雑化させ、より現実に近づけた場合どのように結果が変化するかを考察する。

### 2.2.2 モデル

企業内における交渉ゲームを想定する。プレイヤーは二人で、企業の現経営陣  $M$  と労働団体である新経営陣  $U$  である。互いに危険中立で自身の利得の割引現在価値を最大化する。プレイヤーは各期に交代で1回のオファーを行う。状況は2パターン考えられ、一つ目のパターンとしては、まず  $U$  が自企業を買収するためのオファー  $v$  を提示、 $M$  はこれを受け入れるか、拒否するかを選択を行う。もし、拒否した場合、 $M$  は  $U$  に対し、 $U$  が従業員として働く場合の賃金  $w$  を提示する。 $U$  はこれを受け入れるか拒否するか決め、拒否であれば改めて対案を提出する。この繰り返しゲームである。二つ目のパターンは  $M$  が初めにオファーを出し、あとは同様である。それぞれについて、対称情報の場合、非対称情報である場合の2パターンを考えていく。

企業の収益  $r$  は  $h$  か  $l$  で、仮に非対称情報である場合、 $U$  は企業の収益力が  $h$  であるという信念  $\pi_0$  を持つ。また、 $(w, v) = [0, h] \times [0, h]$  であるとする。割引因子は  $\delta < 1$  である。

### 2.2.3 導入的分析

まず、 $U$  が先にオファーを提出するパターンについて分析していく。交渉ゲームでは一般に先にオファーを出した側にとって有利な結果が導かれる。ここでは定理1のみ証明を示した。

定理1 (Rubinstein, 1982) : 対称情報である場合、提出できるオファーが一種類なら

ば、U が初めに  $w = v = r/(1 + \delta)$  のオファーを出すとき、M はこれを受諾する。

証明： U と M について、それぞれの割引因子  $\delta_U, \delta_M$ 、オファーにおける収益に占める割合  $m_U, m_M < 1$  をおく。ここで交渉均衡の性質より、自らのオファーによる利得と 1 期後の相手のオファーを受けたときの自らの利得が一致するとき、均衡となる。よって、 $\delta_M(1 - m_U) = m_M$ 、 $\delta_U(1 - m_M) = m_U$  が成り立つ。これをそれぞれの  $m_U, m_M$  について解くと  $m_U = \delta_U(1 - \delta_M)/(1 - \delta_M\delta_U)$ 、 $m_M = \delta_M(1 - \delta_U)/(1 - \delta_M\delta_U)$  となる。ここで交渉均衡の性質より、1 期目で交渉が成立することが均衡の条件となり  $\delta_U = 1$ 、また、M については  $\delta_U = \delta_M = \delta$  となる。

これより、 $m_U = (1 - \delta)/(1 - \delta^2) = 1/1 + \delta$ 、 $m_M = \delta(1 - \delta)/(1 - \delta^2) = \delta/1 + \delta$  となる。仮定より、U の 1 期目のオファーは  $w = v = m_U r$  なので、この式に代入することで  $w = v = r/1 + \delta$  が示される。 Q.E.D.

定理 2 (Rubinstein, 1985) : 非対称情報である場合、U の提出できるオファーが一種類ならば、3 通りに均衡が分かれ、

- ①  $w = v = h[1 - (1 - \pi_0)\delta^2]/(1 + \delta)$       if  $\pi_0 > \ell/h$ ,  $r = h$
- ②  $w = v = \delta\pi_0 h/(1 + \delta)$                       if  $\pi_0 > \ell/h$ ,  $r = \ell$
- ③  $w = v = \ell/(1 + \delta)$                               if  $\pi_0 < \ell/h$

となる。

以上の定理 1、定理 2 より以下の定理 3 が示される。

定理 3 : 非対称情報である場合、U が  $w, v$  についてそれぞれ一期にオファーを提示できるならば、 $(w, v) = (h/(1 + \delta), \delta\ell/(1 + \delta))$  が均衡となり、M は  $r = h$  ならば、 $w = r/(1 + \delta)$  を受諾。  $r = \ell$  ならば、 $v = \delta\ell/(1 + \delta)$  を受諾する。

次に M が先にオファーを出した場合を考える。ここでは、M が初めにオファーを提示するため、M にとって有利な結果が導かれるはずである。まず、定理 1、2 と同様に以下の定理が与えられる。

定理 4 : 対称情報である場合、提出できるオファーが一種類ならば、M が初めに

$w = \delta r / (1 + \delta)$  のオファーを出すとき、U はこれを受諾する。

定理 5 : 非対称情報である場合、M の提出できるオファーが一種類ならば、4 通りに均衡が分かれ、

- ①  $w = \delta \pi_0 h / (1 + \delta)$  if  $\pi_0 > \ell / h$
- ②  $w = v = h[1 - (1 - \pi_0)\delta^2] / (1 + \delta)$  if  $\pi_0 > \ell / h, r = h$
- ③  $w = v = \delta \pi_0 h / (1 + \delta)$  if  $\pi_0 > \ell / h, r = \ell$
- ④  $w = \delta \ell / (1 + \delta)$  if  $\pi_0 < \ell / h$

定理 4 と定理 5 から、2 種類のオファーが同時に出せるときの均衡が以下の定理によって示される。

定理 6 : 非対称情報である場合、M が  $w, v$  についてそれぞれ一期にオファーを提示できるならば、均衡は収益のタイプによってそれぞれ 2 パターンに分類でき

(i)  $r = h$  ならば

- ①  $(w, v) = (\delta h / (1 + \delta), v)$  U は  $w = \delta h / (1 + \delta)$  を受諾 if  $v \neq h / (1 + \delta)$
- ②  $w = \delta h / (1 + \delta)$  w. p.  $p > \delta / (1 + \delta)$
- $v = h / (1 + \delta)$  w. p.  $p < \delta / (1 + \delta)$  if  $v = h / (1 + \delta)$

(ii)  $r = \ell$  ならば

- ①  $(w, v) = (w, \ell / (1 + \delta))$  U は  $v = \ell / (1 + \delta)$  を受諾 if  $w \neq \delta \ell / (1 + \delta)$
- ②  $v = \ell / (1 + \delta)$  w. p.  $p > \delta / (1 + \delta)$
- $w = \delta \ell / (1 + \delta)$  w. p.  $p < \delta / (1 + \delta)$  if  $w = \delta \ell / (1 + \delta)$

が均衡となる。

ここまでの分析では、まず非対称情報であるとき、交渉の結果は完全なスクリーニング機能を果たしているということがわかった。定理 3 からは企業の収益力が高ければ、買収は行われず、**収益力が低ければ買収が行われる**ということがわかる。また、定理 6 からは一部、無差別になる関係で確率に依存する結果も生じるが、ほぼ定理 3 の結果と一致することがわかる。さらに、一つのオファーであるときは、賃金か買収の区別がないが、二つのオファーが同時に出せる場合、賃金か買収のどちらかに決ま

る。現実においては、現経営陣にとって、賃金と買収が無差別であることは考えづらい。二つのオファーが出せることにより、どちらか一方に帰結させることが可能になり、現実に近い結果を導くことが可能になる。Uにとって、対称情報である場合も非対称情報である場合も、結果に変化がないことにも着目したい。これはUの信念と均衡における利得が依存していないことを示している。

#### 2.2.4 発展的分析

次にモデルにおける仮定を変えて、分析を行う。まずは、収益を2段階から確率密度関数に依存する確率変数の収益に変更する。具体的には以下の命題に示す。

命題 1:  $r$  は確率変数で  $[\ell, h]$  の間に存在。  $F(r)$  の確率密度関数に依存する。Uはこの情報しかわからない。2種類のオファーを同時に出すことができ、均衡においてはUが初めに  $(w, v) = (h'/(1+\delta), \delta\ell'/(1+\delta))$  をオファーする。このとき、4種類の結果が生じ、

- ①  $w = h'/(1+\delta)$  if  $r \geq h'$
- ②  $v = \delta\ell'/(1+\delta)$  if  $r \leq \ell'$
- ③  $w = \delta r/(1+\delta)$  w. p.  $1/(1+\delta)$  if  $\ell' < r < h'$ ,
- ④  $v = r/(1+\delta)$  w. p.  $\delta/(1+\delta)$  if  $\ell' < r < h'$

が実現する。

しかし、上記の均衡が唯一の均衡として実現するためには以下の条件を満たす必要がある。

条件 1: M は静的な戦略を用いる。

条件 2: M が二つの戦略から得る利得に関して無差別であるような部分ゲームにおいては、必ず早い期に行われる戦略を選択する。

条件 3: M は必ず自らが均衡利得を得られるようなオファー  $(w, v)$  を行い、それを U が  $(w, v)$  についてそれぞれ確率  $(p, 1-p)$ ,  $p \in [0, 1]$  で受け入れると仮定する。その場合、U は  $(w, v)$  を受け入れる。

条件 1 は M の戦略が時間と、前に行われた戦略とは独立していることを示している。

ただし、最も近い期に得られた収益に関する情報に関しては依存する。条件 2 は交渉が早期に終わるように単純化するためのものである。本来であれば、時間がたつほど同じ結果から得られる効用は減少していくものと考えられる。条件 2 はその観点から現実においても満たされやすい条件であると考えられる。条件 3 は与えられた情報の下では相互により良いオファーはないことを保証している。言い換えれば、仮に均衡利得が得られるオファーを拒否したとしても、その後、このオファーよりも互いに多くの利得を得られるオファーはないことを表している。これらの条件を満たし、かつ、命題におけるオファーが  $M$  から初めに提示されるとき、以下の命題が成り立つ。

命題 2：命題 1 において、 $M$  が初めにオファーを提示する。このとき、条件 1 から 3 が満たされるならば、 $M$  は  $r$  に依存するオファー  $(w, v) = (\delta r / (1 + \delta), r / (1 + \delta))$  を提示し、 $U$  は  $1 / (1 + \delta)$  の確率で  $w$  を受け入れ、 $\delta / (1 + \delta)$  の確率で  $v$  を受け入れる。

この命題からは収益を 2 段階からより現実に近いものに変えたことによって、買収と非買収も確率に依存するものになったことが示されている。つまり、**収益力が低い企業でも必ず買収されるわけではなく、一方で収益力が高くても買収される可能性がある**。現実においても、収益力が低いと予想されれば、必ず買収が起こるわけではない。この命題におけるオファーでは  $w$  の方が  $v$  よりも高い確率で発生する。しかし、割引率が限りなく 1 に近づけば、買収が行われる確率も限りなく報酬を支払う確率に近づく。これは直観的には、割引率が上がれば、現経営陣にとっては企業の収益力は低下し、企業を持ち続けることに対する効用が減少するためではないかと考えられる。

次に現経営陣、新経営陣それぞれに外部の投資機会、雇用機会があることを考慮した分析を行う。通常、経営陣には現在の雇用者を解雇できる権利があり、また、従業員にとっても別の会社に職を求めることが可能である。ここで、従業員にとっての外部雇用における報酬  $w_0$  を仮定する。もし、 $w_0 \leq l / (1 + \delta)$  ならば、定理 1、2 より  $w_0$  は考慮されない。 $w_0 \geq h / (1 + \delta)$  ならば、将来の企業の収益力にかかわらず  $w_0$  を受諾する。このとき、 $(w_0, l - w_0)$  が従業員にとっての均衡利得になり、利得は実際の企業の収益にかかわらず、同じになる。仮に企業の収益が低い場合、二つのオファーは無差別になる。この場合のみ、買収が行われる可能性がある。また、スクリーニングを行う上では、 $(h / (1 + \delta), l - w_0)$  のオファーが有効であり、このときも企業の収益力が低い場合のみ買収が発生する。これは  $w_0 > l$  ならば、オファーが合意に達するのは企業の収益力が高い場合のみであり、非対称情報がない状況と同じになるからである。こ

のように、 $w_0$ という外部の報酬が考慮されると、買収がより起こりにくくなる。直観的には、買収によって得られる効用からはリスクが差し引かれるものと考えられる。外部に安定的な報酬があり、かつ買収によって得られる効用よりも高いならば、外部に移る可能性は高い。しかし、企業特種的な知識を持つ従業員の場合、他の企業からより高い報酬をオファーされることは考えにくい。そのため、実際に買収が行われている企業においては、従業員が外部の報酬を受けることは考えづらいと考えられる。

次に現経営陣に外部の企業の経営権を握る機会、代替の雇用の機会があることを考える。ここで、 $v_r$ を他の企業の経営を行うオプションだと仮定する。 $v_r$ はその企業の収益に依存する利得で、収益は $r$ 、 $r = h, l$ とする。また、 $x_r = \max\{v_r, \delta r / (1 + \delta)\}$ をおく。もし、 $0 < x_h - x_l < h - l$ ならば、すでに分析した結果と同様になり、 $(h - x_h, x_l)$ というオファーをUが提示することによって、企業が収益の低い場合、買収が起こる。しかし、もし、 $x_h - x_l > h - l$ ならば、同じオファーではスクリーニングは困難である。この場合、 $h - x_h$ と $(1 - \pi_0)(1 - x_l)$ の大きい方に依存し、Uは収益の両タイプの企業と低い報酬 $h - x_h$ で和解するか、低い収益の企業るとき、高い報酬 $l - x_l$ か $x_l$ での買収が行われる。ここで、経営陣の外部の機会が生じたことによる影響を考えるため、3段階 $h, m, l$ の企業の収益と全ての企業のタイプが同じ外部機会 $v_0$ を持つと仮定する。 $v_0 \leq \delta l / (1 + \delta)$ ならば、その外部機会は影響を及ぼさない。 $\delta l / (1 + \delta) < v_0 \leq \delta m / (1 + \delta)$ ならば、 $l = (1 + \delta)v_0 / \delta$ のときと同様になる。 $v_0$ は $\delta m / (1 + \delta)$ に近づくので、Uは $(h / (1 + \delta), \delta m / (1 + \delta))$ のオファーを提示することで、収益が $m, l$ ならば買収が成立する。この場合、企業の外部機会が増加すると買収の可能性は増加する。 $\delta m / (1 + \delta) < v_0 \leq \delta h / (1 + \delta)$ ならば、Uは $(h / (1 + \delta), v_0)$ のオファーを提示することで、収益が $m, l$ のとき、買収が起こる。これらのことより、全てのタイプの企業が同じ外部機会を持つことによって、外部機会の増加が買収の増加につながる事がわかる。これは、外部機会の増加はそれと比例して、収益の高い企業への外部機会をもたらすことになり、企業の収益が固定である場合に比べ、経営陣の自社企業に対する執着が薄らぐからと考えられる。

### 2.3 まとめ

2章では、内部者による買収の特徴について考察した。現状分析からは外部からの買収に比べ、成功する確率が高いことを挙げ、その理由として友好的な買収であることが容易に判別できる点、内部情報保有による効率性の改善への優位性がある点、経営陣になることによるインセンティブ付与を挙げた。また、理論分析では、従業員に



よる買収をモデルにした分析を行った。結果として導かれたのは、基本的に収益力の低い企業で買収が行われることである。さらに発展的な分析では、収益の分布をより現実に即したものに仮定を変え、ある条件のもとでは買収確率は割引率に依存し、割引率が高くなるほど、買収確率が高くなることを示した。また、外部におけるオプションの存在も考慮し、従業員に外部での雇用機会がある場合、買収確率は減少し、経営陣に外部での経営機会がある場合、買収確率が増加することをつきとめた。

## 第3章 非上場化

日本において、成長した企業が株式を公開すること、つまり、企業を上場させることは当然のことであるという認識がなされてきた。これは株式公開会社であることが、企業やその従業員にとってある種のステータスであると考えられてきたからであろう。しかし、その認識も近年においては再確認される必要が出てきた。これには三つの理由が存在する。一つ目は事業再生の必要性であり、二つ目は敵対的買収の拡大、三つ目は上場におけるコストの存在である。ここでは、まず株式を公開することのメリット、デメリットにはどのようなものがあるのかを検討し、非上場化について考えていきたい。

### 3.1 上場、非上場のメリット、デメリット

株式の公開化は、そもそも株式の流動性を高くすることによって、資金調達を容易にする点に意義がある。また、公開されていない企業の株式に比べ、取引が容易であるので、投資家側としても購入が容易である。このことは株式価格の上昇につながる。資金調達が容易になることで本来銀行からの融資を得ていた場合でも、銀行との交渉を有利に働かせられるというメリットもある。ストックオプションなどの株式による報酬制度がインセンティブにつながることもメリットに挙げられる。

企業のステータスになるという点もメリットだといえよう。公開会社と非公開会社では、投資家に伝わる情報が異なってくる。証券取引所をある意味での情報提供の場であると考えれば、投資家に優れた情報を提供することもメリットの一つになる。さらに取引所の持つモニタリングの機能を通じたコーポレート・ガバナンス上の効果もある。

一方でデメリットとして挙げられるのは、逆選択問題、管理費用などの負担、情報流出の可能性、買収リスクの増大などである。原則として、企業は投資家に比べ、企業内部における情報の優位性がある。このような状況下では逆選択の問題が起きる可能性がある。つまり、株式の価値を判断するに十分な情報がなければ、平均的な予想に基づいた株価をつけることになる。これが情報の非対称性がないときに比べ、過小評価になるという結果につながるということだ。しかし、この問題については近年では一概にそうとも言い切れない。新興企業などが新規上場する際には、株価が数百倍に跳ね上がることもある。これは将来価値を予想した結果であり、むしろ過大評価される場合もあるからである。

上場を維持していくには管理費用がかかってくる。たとえば、監査費用、登録費用、内部会計情報の整備などの法律遵守の費用、情報開示のための費用などである。また、情報を開示したために、企業内部の競争上知らせたくない情報を流出してしまう危険性もある。たとえば、他社に先駆けた研究開発に関する情報が市場に公開されてしまうと一時的に株価は上昇するかもしれないが、他社の追随を許すことになり、結果的にマイナスの効果を及ぼすかもしれない。また、近年、最も大きなデメリットとして考えられるのが、敵対的買収のリスクである。敵対的買収を仕掛けられた場合、企業は買収防衛に向かって努力を行う。その結果、経営者、従業員にかかるコストは多大である。仮に買収はされずにすんだとしても、株式保有割合が高くなれば、「物言う株主」として経営を圧迫する可能性もある。言い換えれば、株主重視の経営を行っていく必要に迫られる。ただ、買収イコール企業価値の損失とは一概には言えない。経営者、従業員にとってはコストになる場合の方が多いが、株主にとっては株価上昇という面でプラスになるかもしれない。

非上場化のメリットについては、上場のデメリットから考えると容易である。第一に挙げられるのが、買収リスクの減少である。非上場企業は株式の流動性が低い。そのため、市場で株式を調達することは困難である。仮に買収が行われる可能性があるとなれば、それは友好的な買収にのみ限られるだろう。また、前述した情報の開示についても上場している場合に比べると少なくなる。これは他社に対して、情報の流出を防ぐことでスピルオーバーを防ぐことができることを示している。しかし、近年の非上場化の目的は別のところにあるように思われる。それは思い切った経営改革の容易さである。上場している企業であれば、前述の通り、株主を意識した経営を行わなければならない。仮に、長期的にみて企業にプラスの現在価値を生むプロジェクトがあったとしても、短期的に株価が下落するようであれば、拒否をする株主も出てくるであろう。こういった場合に上場企業であると、プロジェクトを回避せざるをえない。しかし、非上場化した場合、その心配はなくなる。このように長期的な視点にたった改革が可能になる点が、その他のメリットに挙げられる。

デメリットとしては、株主のモニタリングがなくなることで経営者が自らの効用を最大化する行動に出ること、つまり、パーク(perk)が挙げられる。パークは一般に上場企業でも発生することはある。最近では、NOVAなどがその例だろう。しかし、非上場企業になれば、そのインセンティブはさらに増える。この背景にはモニタリングがなくなること以外にも、企業行動が不透明になることが挙げられる。

では、このようなメリット、デメリットがある中で具体的にどのような場合に非上

場化が行われるのだろうか。次に非上場化をパターン別に分けて考えていく。

なお、表 3-1 に上場、非上場のメリット、デメリットをまとめた。

表 3-1 上場、非上場のメリット・デメリット

|       | 上場企業                                                                                                                                                     | 非上場企業                                                                                                                            |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| メリット  | <ul style="list-style-type: none"> <li>① 資金調達の容易さ</li> <li>② 流動性の上昇による株式価格の上昇</li> <li>③ ストックオプションなどの株式報酬による経営の動機付け</li> <li>④ 知名度など企業ブランドの向上</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>① 経営改革が容易</li> <li>② 買収防止</li> <li>③ 情報開示の少なさから競争的優位を実現できる</li> <li>④ 上場コストの削減</li> </ul> |
| デメリット | <ul style="list-style-type: none"> <li>① 株主重視の経営を強いられる</li> <li>② 管理コストが高い</li> <li>③ 買収リスクにさらされる</li> <li>④ 内部情報の流出</li> </ul>                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>① 上場企業のメリットで挙げたものを享受できない</li> <li>② 経営者の暴走が起こるおそれあり</li> <li>③ 企業行動が不透明になる</li> </ul>     |

### 3.2 非上場化のパターン

非上場化はそのメリットから 3 パターンに分けられると考えられる。一つ目は企業再建型、二つ目は CSR の徹底型、三つ目は買収防衛型である。これらについて具体的な非上場化企業を踏まえながら検証していきたい。

#### (i) 企業再建型

2005 年、米国で玩具チェーンのトイザラスが投資ファンドへの身売り、非上場化を決めた。その後、短期的な損失が広がるにも関わらず、不採算店舗の閉鎖、資産売却などを進めていった。このように経営不振に陥った企業が、非上場化を経て競争力を高め、再上場を目指していく形が企業再建型のパターンに当てはまる。非上場化においては前述の通り、株主が限定されたものになり一時的にコーポレート・ガバナンスが不在になる状況が起きる。ここで、リスクの許容範囲が広がり、大胆な再建が実現可能になる。日本においては、ポッカやタリーズコーヒーを展開するフードエックス・グローブなどが当てはまる。ポッカは、非上場前は東証一部上場企業でコーヒー飲料を主力として売り出していた。しかし、1995 年には缶コーヒーのシェアで全体の 7.4% だったものが、2004 年には 2.9% まで下落している。収益面でも 2004 年度までの 5

期で3期最終赤字という状態であった。その中での投資ファンドと組んだMBO、非上場化は経営再建の上での第一歩といえる。

#### (ii) CSR 追求型

1985年、米国のジーンズ大手リーバイ・ストラウスは非上場化。目標を「従業員と地域社会からの信頼を得る経営」とした上で、積極的な社会貢献を進めた。このCSR追求型は欧米のオーナー系大企業に多く見られる。日本においては、サントリー、また、近年MBOを行ったワールドも含まれるだろう。サントリーは文化的な活動に大変熱心であることで知られており、CSR追求型非上場のさきがけである。また、ワールドはその目標に「衣料メーカーとしての理想像」を追求するとした点でCSR追及型であると考えられる。

#### (iii) 買収防衛型

非上場化を行えば原則的に敵対的買収をしかけられることはない。その点を活かしたのが、この買収防衛型である。日本で明確に買収阻止を目的に非上場化した企業としては2001年に非上場化した金属処理加工のトーカロが挙げられる。ただ、この買収防衛型については前述の通り、株主にとっての企業価値を高めているとは言い切れない。敵対的買収が行われ、経営のプロが経営をまわしていく方がより効率的だということも考えられる。この買収防衛型が株主のためではなく、単に経営者の保身のためのみであるならば、肯定できないものである。

### 3.3 ケーススタディ 1 ～ポッカ・コーポレーション～

ここでは、ポッカのMBOによる非上場化を取り上げ、どのような状況において非上場化という選択肢に至ったのか、また、非上場化の後、どのような影響があったかを検証していく。ポッカは非上場化のパターンとしては最も多い企業再建型の非上場化である。企業再建型の非上場化は今後も増えていくことが予想される。このことからポッカをケースとして考えていくことが大変有用であると考えられる。

#### 3.3.1 経緯

ポッカは清涼飲料メーカーとして、1972年から缶コーヒーの発売を開始した。当初は缶コーヒーを販売する会社は限られており、ダイドー、UCCに並ぶ3強と呼ばれた。しかし、その後様々な企業の参入を経験。缶コーヒーにおけるシェアは下がり、前述の通り、2004年には全体の2.9%まで下落した。要因は二点考えられる。一点目は採算を維持しやすい自動販売機の設置で出遅れた点である。日経BP社によると、

ポッカの自動販売機台数は約 9 万台で、コカコーラ・グループの約 10 分の 1 にとどまる。二点目は販売促進活動の失敗である。ポッカは販売促進には力を入れず、品質でのみ差別化を図った。一方、他社は大量に販売促進費用をかけ、マーケティングに力を入れた。売上高における販売促進費用の割合はポッカが 5% に対し、キリンビバレッジは 24%、サントリーは 18% である。以上の二点が業績悪化の原因と考えられる。それを受け、ポッカは増資を考えた。しかし、2005 年 3 月期における株価は 580 円前後であった。1 株あたり純資産 791 円と比較するとわかるように、割安で推移している状態であった。このままでは買収の対象になる可能性もあったため、2005 年 MBO による非上場化を発表、9 月に成立し、11 月に非上場化が決定した。

### 3.3.2 目的

当時の内藤社長は「短期の業績を気にせず事業構造改革に取り組みたい」、「営業利益率 2% では全然ダメ」と語っている。コーヒーにおけるシェアの低下や割安な株価などから総合すると、長期的な視点に立って、経営再建を行うことが目的であると考えられる。また、割安な株価だと買収の危険もある。この MBO は企業買収防衛も目的としていると考えられる。

### 3.3.3 成果

初めに業績の指標から分析を試みる。指標は総合的に分析を行うために連結ベースの指標を用いる（以降のケーススタディでも同様）。ポッカは非上場化以降、有価証券報告書が公に公開されておらず、MBO 後四半期までの業績、また一部の業績のみ入手可能であった。まず、株主の投資に対する経営の効率性を表す指標である株主資本利益率(ROE)をみてみると、MBO が行われた 2005 年度 3 月期までの三年間の指標は 17.8%、3.8%、-13.7% とかなりの割合で下落していることがわかる。また、総合的な収益力を示す売上高利益率からみると、三年間で 5%、1.3%、-4.2% となっている。このことから非上場化前までは効率性、収益力ともに悪化していたことがわかる。一方、MBO 後の業績は四半期決算においては多少改善されて、株主資本利益率は -2.4%、売上高利益率は -2.8% であった。株主資本利益率は 1 年ベースで考えるため単純に 4 倍すると -9.6% となる。後述の MBO の実証分析の結果と同様、1 年後までではまだ、大きな業績の改善は見込めないものと考えられる。しかし、入手可能であった MBO 後である 2006 年度 9 月期決算における業績によると、売上は前年度比ではマイナスであったが、採算性を示す経常利益は前年度比 3 倍以上となる 16 億円となっている。

従業員数は MBO 前から MBO 後に至っても増え続けているため、人件費の削減から生まれた利益とは言えず、経営の改善が利益につながったものと思われる。さらに 2007 年 3 月期には再び減収ではあったが、企業の収益力を示す営業利益は 2006 年 9 月期の 3.3 倍、競争力を示す売上高営業利益率は 3.9% になった。これは同社が再上場の目標としていた 4% に近い数字で、9 月期には非上場化後、初の増収増益となっている。これは実証で示されている 3 年後までの経営改善という点で一致している。

#### 3.3.4 考察

業績悪化の中で行われたポッカの非上場化は、割安な株価であったこと、長期的な視点にたった経営改善が不可欠であったことから考慮すると望ましい選択肢の一つであったと考えられる。企業価値に対して割安な株価であった場合、買収コストも割安となる。実際、MBO 時の公開買い付け価格は 690 円であったが、これは前述の株価 580 円の 2 割以上のプレミアムをつけていながら、1 株あたり純資産である 791 円よりも 100 円以上下回っている。買収後の成果を見ても、企業の収益性、効率性の改善が見られ、非上場化の合理的な証拠の裏づけとなっている。

#### 3.4 まとめ

この章では非上場化のメリット、デメリット、非上場化のパターンを示し、ポッカのケーススタディを用いて検討した。非上場化のメリットとデメリットを考慮すると、メリットの方が上回るであろう企業は多く存在すると考えられる。ポッカもその一つである。分析を通じて、非上場化が経営再建、改善化を補助するシステムであることは確かであると考えられる。しかし、非上場化を行う企業、非上場を維持する企業はただメリットを享受するだけではなく、ステークホルダーを重視する必要がある。この点は非上場化を議論する様々な場で指摘されており、法の整備を待つだけではなく、経営者の自制が必要であると考えられる。

## 第4章 LBO

LBO（レバレッジド・バイアウト）は1970年代からアメリカで行われ始めた。その後、1980年代に入ると英国ではMBOとして用いられるようになり、アメリカでは大規模な成熟企業においても行われるようになった。特に1980年代において最も大規模なLBO案件としては、1章で述べたとおり、コールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）によるRJRナビスコの買収が有名である。この案件はLBOの最も重要なニュアンスを含んでいる。日本でもLBOを基調とした企業買収が増加してきている。そこで本章では、MBOの性質に含まれるLBOを分析していく。まずLBOの性質について、負債のもたらすインセンティブや無駄の削減といった点から論じる。その後、理論分析を用いて、エージェンシーコストの削減効果、経営陣へのインセンティブ効果といった仮説の検証を行う。なお、本章で論じられる一部の実証については第6章で行う。

### 4.1 LBOの性質

LBOは通常の買収とは、買収の対価の大部分が借入れによって資金調達される点で異なる。一般に企業の借入れが増大することは経営陣、および従業員に負債返済のための現金を得るインセンティブを与える。また、借入れに応じている債権者側には、フリーキャッシュフローを経営陣に無駄遣いさせない監視インセンティブを付与するという効果もある。債権者は貸し出しをしている以上、企業の成績に対してより敏感になる必要がある。もし、企業がパークなどに走った場合、それは企業価値向上や業績の向上に寄与するものではなく、負債の返済には一切関係のないことだからである。これらの借入れの増加による効果はLBOの重要な性質の一つといえる。この性質については次節において理論による分析、第6章において実証による分析を行う。

LBOの借入れの増加は節税効果をもたらすともいわれている。これは借入れの増加によって一時的な自己資本比率の低下、つまり減資が起こり、これが減価償却、金利の増加につながり、法人税の引き下げにつながる効果のことである。LBOの節税効果についてはKaplan(1989)やSchipper and Smith(1988)において実証されており、いずれにおいても正の効果であることが示されている。ただし、双方の実証において節税効果は、LBOの価値創出における一部に過ぎないという示唆が含まれているので、この論文では詳しく扱わない。次にLBOのエージェンシーコスト削減効果について



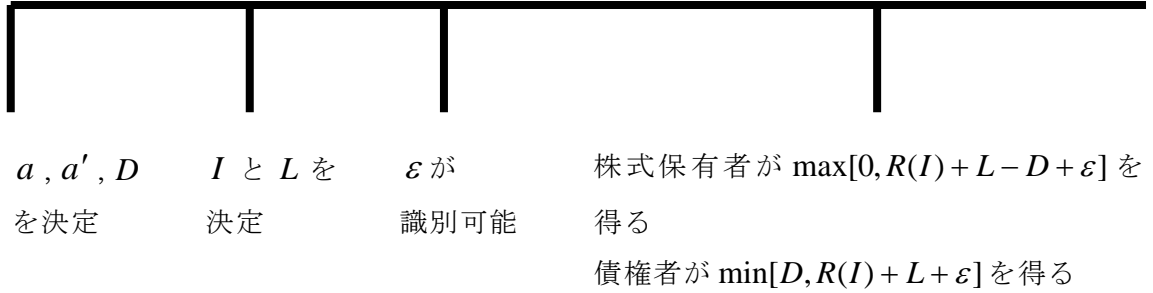
理論分析を行う。

#### 4.2 LBOにおけるエージェンシーコスト削減効果の理論分析

ここでは、LBOにおける負債の保有、また、企業の株式を保有することによる効果を、理論を用いて分析していく。経営者の投資行動をモデルとして考える。企業には資金  $S$  がある。経営者はこの中から  $I$  を現存している資本の拡大、または雇用の拡大といったプロジェクトに投資を行う。 $I$  を行った結果、期待収益  $R(I)$  ( $R'(I) > 0, R''(I) < 0$ ) が生じる。これは収穫逓減の投資機会を想定している。経営者は  $S - I$  の残りから、 $L$  を NPV が 0 のプロジェクト、または余剰金として残しておく。残りの  $S - I - L$  は配当として株主に割り当てる。ここで、フリーキャッシュフローのエージェンシー問題を一般化するために経営者の効用を企業規模の増加関数である  $U(I)$  ( $U'(I) > 0, U''(I) < 0$ ) と定義する。全てのプレイヤーはリスク中立であると仮定するので、経営者の投資から得られる総期待余剰は  $R(I) + S - I + U(I)$  とすることができる。エージェンシー問題を解くために二つの情報を加える。一つ目に経営者の保有する株を  $0 \leq a \leq 1$  と置き、二つ目に企業が財政難に陥ったときの経営者のコストを  $b$  とする。 $b$  の存在は有限責任であることを示している。負債に対して無限責任であると仮定すると、レバレッジが経営者に効果を及ぼさないためである。企業の固形資産は全て株式、または担保付負債によって出資されていて、それ以外に債務契約  $D$  を負っている。 $D$  は投資後の利益が確定したのちの残額によって返済が行われる。また、経営者の株式保有の中で  $a'$  を上位債務証券にすることが可能であり、この場合、経営者は  $a'$  のレバレッジでない株式、 $a - a'$  のレバレッジを効かせた株式を保有することになる。 $S - I - L$  は負債を返済する前に配当として支払われるので、債務契約  $D$  は  $R(I) + L + \hat{\varepsilon} = D$  のとき、ちょうど支払うことができる。 $\hat{\varepsilon}$  は平均値が 0 の確率変数で、累積関数  $F$  と確率密度関数  $f$  は  $(\underline{\varepsilon}, \bar{\varepsilon})$  の区間が与えられる。分布関数は単調尤度比性質を満たし、 $f(x)/F(x)$  は  $x$  の減少関数である。 $\varepsilon$  は経営者が  $I$  と  $L$  を決定した後には判別できる。

前提のほかに、経営者は  $I$  と  $L$  の水準を経営者の株式保有、財政難の回避に依存して決定するという仮定をおく。このため、 $I$  の水準は実際、経営者のインセンティブに関係する関数であるといえる。簡単化のため、 $\varepsilon$  は  $I$  や  $L$  に依存しないとする。時間の流れは図 4-1 の通り。

図 4-1 ゲームの手順



配当と  $L$  は同じ収益率だとする。また、 $a'$  の上位債務証券は  $\varepsilon$  に依存しない。経営者の決定を\*で示すとすると、以下の命題が与えられる。

命題 1:  $b$  の存在によって、経営者が  $L^* > 0$  と正の値の配当、つまり  $I^* + L^* < S$  を満たすならば、 $D$  と  $a'$  は投資の決定に影響を及ぼさず、 $I^*$  は経営者の株式保有  $a$  のみの減少関数になる。

証明: 株式保有者は  $\max[0, R(I) + L - D + \varepsilon]$  のほかに配当として、 $S - I - L$  を得る。経営者は  $a'$  の保有率に応じて、投資のリターンと余剰金による収益、配当つまり、 $R(I) + L + S - I - L$  を得る。また、 $a - a'$  の保有率に応じて、もし  $\varepsilon > \hat{\varepsilon}$  であれば、 $R(I) + L - D + \varepsilon + S - I - L$ 、 $\varepsilon < \hat{\varepsilon}$  であれば、 $S - I - L$  を得る。また、 $\varepsilon < \hat{\varepsilon}$  の場合、債務契約に応じることができず、財政難となるので  $b$  のコストが生じる。さらに投資によって  $U(I)$  の効用が生じるので、経営者の目的関数は

$$\begin{aligned}
 & a'[R(I) + L + S - I - L] \\
 & + (a - a') \left[ \int_{\hat{\varepsilon}}^{\varepsilon} (R(I) + L - D + \varepsilon) f(\varepsilon) d\varepsilon + S - I - L \right] - bF(\hat{\varepsilon}) + U(I)
 \end{aligned} \tag{4.1}$$

となる。これを経営者は  $I$  と  $L$  で最大化する。ここで  $I^*$  の一階の条件は

$$a'(R'(I^*) - 1) + (a - a')[R'(I^*)(1 - F(\hat{\varepsilon})) - 1] + bR'(I^*)f(\hat{\varepsilon}) + U'(I^*) = 0 \tag{4.2}$$

また、 $L^*$  の一階の条件は

$$-F(\hat{\varepsilon})(a - a') + bf(\hat{\varepsilon}) = 0 \tag{4.3}$$

となる。(2.3)を $bf(\hat{\varepsilon})$ について解いた式を(2.2)に代入して簡単化すると

$$a(R'(I^*)-1)+U'(I^*)=0 \quad (4.4)$$

が導出される。 $U'(I) > 0$ 、 $a > 0$ より $R'(I^*) < 1$ が満たされ、かつ、 $I^*$ は $a$ の減少関数となる。Q.E.D.

命題1が示していることは、株式保有率が高まるほど投資水準が下がるということである。この結果を直観的に解釈すると、株式保有率が高まると、それだけ配当による利益が増加する。投資による収益はあくまで不確定的であり、一定の収益水準を満たさなければ財政難になることによるコストがかかる。そのため、企業への余剰金を増やし、配当による利益を得ることが効率的であると考えられる。

次に財政難に陥った場合でもそのコストが極めて少ない場合を検証する。 $b$ が極めて小さい場合、以下の命題が成り立つ。

命題2： $b$ が極めて小さく、余剰金を残す必要がない、すなわち、 $L^* = 0$ であるとき、負債と株式保有が投資水準を改善する。また、債務証券の増加は投資水準を悪化させる。言い換えると、経営者の決定する投資水準 $I^*$ は $a$ 、 $D$ の減少関数、 $a'$ の増加関数となる。

証明：(4.1)の目的関数において、 $L^* = 0$ となるので、新たな目的関数は

$$a'[R(I)+S-I]+(a-a')\left[\int_{\hat{\varepsilon}}^{\bar{\varepsilon}}(R(I)-D+\varepsilon)f(\varepsilon)d\varepsilon+S-I\right]-bF(\hat{\varepsilon})+U(I) \quad (4.5)$$

$I^*$ の一階の条件は

$$a'(R'(I^*)-1)+(a-a')[R'(I^*)(1-F(\hat{\varepsilon}))-1]+bR'(I^*)f(\hat{\varepsilon})+U'(I^*)=0 \quad (4.6)$$

まとめると、

$$a'R'(I^*)F(\hat{\varepsilon})+a[R'(I^*)(1-F(\hat{\varepsilon}))-1]+bR'(I^*)f(\hat{\varepsilon})+U'(I^*)=0 \quad (4.7)$$

(4.7)を $a$ について微分すると、

$$R'(I^*)(1-F(\hat{\varepsilon}))-1 < 0 \quad (4.8)$$

また、(4.7)を  $a'$  について微分すると、

$$R'(I^*)F(\hat{\varepsilon}) > 0 \quad (4.9)$$

さらに(4.8)を  $D$  について微分すると

$$-R'(I^*)f(\hat{\varepsilon}) < 0 \quad (4.10)$$

が導出される。(4.8)においては  $a$  の増加によって左辺は減少する必要がある。 $R'(I^*)$  以外は定数であるので、 $R'(I^*)$  が減少。 $a'$ 、 $D$  についても同様に証明される。Q.E.D.

命題 2 では、 $b$  が極めて小さい場合について示した。結果を直観的に分析すると、余剰金がなくなったことにより、配当が減少する。負債の増加はレバレッジを利かせた株式保有の利益を減少させることにつながる。そのため、投資水準は減少する。また、株式保有率の  $a$  についても、レバレッジのある株式保有の投資の方が収益を見込めるため、 $a'$  は増加するが、 $a - a'$  は減少、つまり、 $a$  も減少すると考えられる。

次に  $b$  が極めて大きい場合、以下の命題が示される。

命題 3：  $b$  が極めて大きく、余剰金を全て債務契約の支払いのために保留しなければならない、すなわち、 $L^* = S - I^*$  であるとき、負債  $D$  は  $I^*$  の水準に関して、 $a$  の減少効果を弱める。また、債務証券の増加は投資水準を改善させる。

証明：(4.1)の目的関数において  $L^* = S - I^*$  を代入すると

$$a'[R(I) + S - I] + (a - a') \left[ \int_{\hat{\varepsilon}}^{\bar{\varepsilon}} (R(I) + S - I - D + \varepsilon) f(\varepsilon) d\varepsilon \right] - bF(\hat{\varepsilon}) + U(I) \quad (4.11)$$

となる。ここで  $I^*$  の一階の条件を変形すると

$$(R'(I^* - 1)[a'F(\hat{\varepsilon}) + a(1 - F(\hat{\varepsilon})) + bf(\hat{\varepsilon})] + U'(I^*)) = 0 \quad (4.12)$$

が得られる。内点解より  $R'(I^*) < 1$  が成り立つ。(4.12)を  $a$ 、 $a'$ 、 $a$  と  $D$  についてそれぞれ微分すると、

$$(1 - F(\hat{\varepsilon}))(R'(I^*) - 1) < 0 \quad (4.13)$$

$$(R'(I^*) - 1)F(\hat{\varepsilon}) < 0 \quad (4.14)$$

$$-f(\hat{\varepsilon})(R'(I^*)-1) > 0 \quad (4.15)$$

が得られる。Q.E.D.

負債の増加は財政難に陥る可能性を高める。株式保有の増加によって  $I^*$  の水準は減少するが、負債が増えた場合、余剰金のみでは返済が不可能であるため  $I^*$  の水準が増えると考えられる。一方、債務証券の増加によって、投資水準は減少すると示されたが、これは財政難に陥った場合、少しでも投資によって失った金額を取り戻す必要があるためだと考えられる。命題 2 と 3 からは、高いレバレッジと経営者の株式保有は財政難に陥った場合のコストが少ない場合にのみ、エージェンシーコストの削減につながるという結果が示された。

次に、債権者を「LBO 協会」とした場合に LBO 協会はどのような負債と株式保有の水準で、経営者にインセンティブを付与していくかを検討する。ここでは、LBO 協会をプリンシパル、経営者をエージェントとして考える。LBO 協会は資金を供出する投資銀行や VC を想定する。LBO 協会は負債と経営者が持つ株式保有の割合を決定する。経営者は  $a$  の株式を保有し、ここでは債務証券は考慮しない。LBO 協会の貸付やファンドの形成の取引費用を  $W_1$ 、経営者の報酬を  $W_2$  と仮定する。LBO 協会は経営者が保有している株式の残り、 $1-a$  の株式を保有する。また、節税効果も考慮に入れるため、負債は  $t$  パーセントの節税効果があるとする。ここで、LBO 協会は自らの保有する株式の割合において、収入を最大化させるため

$$\max_a D(1-a) \left[ \int_{\hat{\varepsilon}}^{\bar{\varepsilon}} (R(I) + L - D + \varepsilon) f(\varepsilon) d\varepsilon + S - I - L \right] - W_2 - W_1 \quad (4.16)$$

を満たす。ここで、制約条件としては経営者の参加制約と LBO 協会が現存している株主から株式を買収するための制約条件、経営者に  $L$  と  $I$  を選ばせるインセンティブ制約の 4 つがある。まず、経営者の参加制約は留保効用を 0 とすると、

$$W_2 + a \left[ \int_{\hat{\varepsilon}}^{\bar{\varepsilon}} (R(I) + L - D + \varepsilon) f(\varepsilon) d\varepsilon + S - I - L \right] - bF(\hat{\varepsilon}) + U(I) \geq 0 \quad (4.17)$$

となる。ここで、債務契約が合理的に価格付けされ、債権市場がリスク中立だと仮定する。また、株価は全ての資産を投資に当てた場合の収益率を想定し  $R(S)$ 、買収を行う際の買収プレミアムを  $P$  とすると買収するための条件は

$$R(S) + P = W_1 + \{D(1 - F(\hat{\varepsilon})) + \int_{\hat{\varepsilon}}^{\bar{\varepsilon}} (R(I) + L + \varepsilon)f(\varepsilon)d\varepsilon\}(1 - t)^{-1} \quad (4.18)$$

となる。ここで、 $D(1 - F(\hat{\varepsilon})) = \hat{D}$ 、経営者に  $L$  と  $I$  を選ばせるインセンティブ制約を (4.18) に代入すると LBO 協会の目的関数は

$$R(I^*) + S - I^* + U(I^*) - bF(\hat{\varepsilon}) - R(S) - P - t[R(S) + P - \hat{D}] \quad (4.19)$$

となる。 $D$  の一階の条件は

$$\frac{\partial I^*}{\partial D} (R'(I^*) - 1) - bf(\hat{\varepsilon}) \frac{\partial \hat{\varepsilon}}{\partial D} + t(1 - F(\hat{\varepsilon})) = 0 \quad (4.20)$$

となる。命題 1 から第 1 項と第 2 項は 0 になるので、 $t = 0$  ならば、資本構成は不適となる。つまり、 $t > 0$  ならば (4.20) の式は成り立ち、合理的であるということになる。ここで、 $t > 0$  を仮定したとき以下の命題が成り立つ。(証明は省略)

命題 4 :  $t > 0$  で金銭的な制約がないと仮定すると、合理的な資金供給は  $aF^*(\hat{\varepsilon}) > bf(\hat{\varepsilon})$  となり、 $I^*$  の水準は命題 2 の結果と一致する。

$aF^*(\hat{\varepsilon}) > bf(\hat{\varepsilon})$  は直観としては、財政難によるコストを超える資金供給を行うということを示している。この命題は直観的にはもし、節税効果が存在し、LBO 協会が十分に多くの資金供給を行うならば、レバレッジは合理的に株式保有と同様、フリーキャッシュフロー問題の解決につながるということを示している。

以上までの理論分析から、企業がフリーキャッシュフローの問題を抱えている場合、負債の増加、および、経営者の株式保有は互いにその問題を解決するインセンティブを与えることがわかった。

### 4.3 まとめ

この章では LBO の特徴を検証し、理論分析によって示した。LBO の性質は MBO の性質の大半を占めているといっても過言ではない。しかし、経営者のインセンティブは理論によって示された投資の大小のみでなく、多方面にわたって効果があると考えられる。第 6 章では、理論によって示したエージェンシーコストの削減効果を仮説として、実証分析で経営の指標の面から検証する。

## 第5章 企業解体

企業規模の拡大や投資の失敗により、「選択と集中」の必要性が認識されている。「選択」とはコア事業、切り離すべき事業の選定、集中とはコア事業に経営資源を集中させることを指す。確実にいえることは、切り離すべき事業は企業内にとどまっても決してメリットを生じないということだ。経営資源が他の事業に集中すれば、おのずと競争力が劣っていくからである。この章では、企業解体の現状を踏まえ、戦略的な企業解体の実際を、ケースを追いながら検証していく。なお、理論による分析は3年次の論文において紹介済みであるので、ここでは省略した。

### 5.1 企業解体の現状分析

企業解体、企業分割は一般にスピノフ、カーブアウトと呼ばれる。スピノフとカーブアウトは厳密には異なる。スピノフは親会社の資産と業務を切り離して、新しい会社を設立する手法で、新会社の株式は親会社の株主に分配される。スピノフは親会社との関係は深い、株式保有による影響などはなく独立しているため、親会社の方針とは関係なく経営を行えるという特徴がある。カーブアウトは株式の分配の面でのみ異なり、市場公開により売却される。カーブアウトの場合は、売却される残りの株式は親会社に流れるため、子会社として存続する場合も多い。この点ではスピノフとは違い、厳密に独立した企業とはいえない。また、スピノアウトという手法もあるが、これは親会社との関わりを一切切り離したものとなる。

スピノフの形式での企業解体は、日本でのケースを見ると三菱化成、住友化学、昭和電工などが有名な例である。これらの企業はともに採算の悪い子会社を分離するために用いた。このように企業解体は一般に業績の良くない部門を対象に行われる。また、広義ではトヨタ自動車、富士通などはスピノフから生まれた企業であるといえる。これらは事業方針の違い、専門分野への特化という意味で企業分割を行っている。経済学的には、企業内に残しておくとは多大なインフルエンス・コストを生じさせる場合、独立した方が従業員にインセンティブを与えられる場合などに行うと合理的であると考えられる。

20世紀までは前者のような場合に多く、企業解体が行われてきた。しかし、近年では採算は取れていても収益力が企業規模の比べ、劣る場合などにも用いられるようになった。独立させた方が企業の機動性やインセンティブが高まるからである。その例としては、東芝から独立したザインエレクトロニクス、リコーや三菱電機から独立し

たメガチップス、三井金属鉱業から独立したインクスなどが挙げられる。前者の2企業は独立から8、9年で株式公開を果たしており、技術においては3社ともニッチ市場での大きなシェアを保有している。

以上のように企業解体は主に採算の悪い部門を中心に行われるが、近年では事業の専門分野への特化、従業員のインセンティブ向上の目的で行われることもある。次にMBOを用いたスピノフの現状についてみていきたい。

企業解体の全体の件数などは広範に渡り、統計データが無いことから特定は難しい。しかし、2001年以降の上場企業におけるMBOを用いた企業解体でみていくと、2001年以降の上場企業におけるMBOの3割程度、12件は企業解体を目的としている。具体的には東芝セラミックス、タワーレコード、鳴海製陶、マーベラスエンターテイメントなどが挙げられる。しかし、MBOを用いた企業解体後、再び別企業による買収などで子会社化、吸収合併になっている件数が12件のうち、4件を占めている。これは専門事業に特化した部門を買収、合併することによってシナジー効果が見込めること、もしくは解体後の企業の経営を進めていくことが困難であることの2点が考えられる。

## 5.2 ケーススタディ2 ～ザイマックス～

ここでは、ザイマックスを企業解体のモデルとしてケーススタディを行う。ザイマックスはリクルートからMBOを用いたスピノフを経て独立した。ザイマックスをモデルとして用いる理由としては三点ある。一点目は第6章で実証されるMBOにおける効率性の改善が見られる企業であること。二点目は採算の悪い事業の切り離し、専門分野への特化双方の理由から切り離されていること。三点目はMBOが行われた時期が2000年であり、MBO後の変化が見えやすい点である。

### 5.2.1 経緯

ザイマックスは旧リクルートビルマネジメントというビル管理を行う、会社でリクルートの子会社であった。しかし、2000年リクルートはコンテンツビジネスに経営資源を集中することを決め、不動産管理事業をノンコア事業と位置づけ、売却を決定した。だが、旧リクルートビルマネジメントの従業員から独立の要望が出たため、MBOを用いたスピノフになった。

### 5.2.2 成果



MBO 後、同社は順調に業績を伸ばし、2002 年 3 月期には 35 億の経常利益を計上している。これは自社ビルを持たない独立系不動産会社としては最大手である。同社は、不動産のオーナーに代わり、賃借収入を引き上げ、資産価値を高めるプロパティマネジメントという事業に特化した。これは MBO 後の経営者の方針によって決められたもので、スピノフの長所である機動性の向上が見られる点である。同社の保有する受託床面積の変化を見てみると、1994 年から MBO が行われた 2000 年までは 10 万坪から 20 万坪で推移している。しかし、2001 年には 30 万坪を超え、2003 年には 50 万坪、2004 年には 90 万坪に迫り、2007 年には 140 万坪に達している。これは MBO までは子会社の一つとして、経営資源が活用できていないこと、MBO 後は明確な経営戦略が立ち、経営資源の効果的な利用ができていていることを示している。また、近年ではグループ会社 20 社を持つまでに成長し、売上高は 2006 年度で 250 億(単体)、2007 年度で 446 億(連結)となっている。

### 5.2.3 考察

外部に売られる予定であった企業が MBO によるスピノフを経て、成長したことが示された。要因としては、スピノフを経て独立企業になったことによる経営陣、および従業員へのインセンティブ付与が第一に考えられる。また、プロパティマネジメントというニッチな市場に特化した点も挙げられる。ニッチ市場を拡大していくことはイノベーションを促進するという面で経済の発展においても有用であろう。さらに事業自体が設備投資を必要とせず、従業員に蓄積された経験やノウハウが第一であったことも幸いしている。スピノフでは、親会社からの経営資源の移転が可能である点がメリットだが、人的資源も含めた移転が可能である点もメリットといえよう。

### 5.3 まとめ

企業解体は本来、拡大していくべき企業の姿からは反しているものと考えられるが、企業の効率性を考えると欠かせないものである。そのメリットは親会社としては負のインフルエンス・コストの削減、経営資源の効率的な利用、部門としては部門の機動性の確保、従業員へのインセンティブ付与が挙げられた。また、ザイマックスのケースからは、親会社の元では不要であった部門も、独立することによって収益力の向上が可能であることが示された。これは MBO 前後の比較によって、元からあった経営資源の有効利用やインセンティブ付与による結果であると考えられる。

## 第 6 章 実証分析

第 6 章では、MBO に関する実証分析、およびケーススタディを行う。米国における実証分析は 1980 年代中旬にかけて行われた全ての MBO をサンプルにしたもので、MBO の性質を実証した有意義なものであると考えられる。日本においては、MBO 後のデータが入手困難なため、入手可能な企業のケーススタディを通して、LBO の理論、米国での実証結果との符合する点を考察していく。

### 6.1 米国における MBO の実証分析

#### 6.1.1 論文の紹介

ここでは、Kaplan (1989) の論文を紹介する。Kaplan はこの論文において、1980 年から 1986 年に米国で行われたすべての MBO を対象に実証分析を行っている。分析の目的は従来から存在する MBO に関する仮説の検証である。ここで取り上げられる従来から存在する仮説は 3 つある。

1 つ目は Jensen (1986, 1988) によって唱えられた、MBO はエージェンシーコストを削減、もしくは新しいインセンティブを付与するという仮説である。内容としては MBO によって経営者に発生する多大な負債、または株式保有は企業価値の向上、経営の効率性を向上するインセンティブを与えるというものである。この仮説では MBO によって、営業利益の向上とともに無駄な資本支出が減ると主張している。

2 つ目は Shleifer and Summers (1988) による、MBO の雇用費用削減による投資者への富の移転仮説である。この仮説では MBO 後の雇用者のレイオフや給料の削減の結果、株主に利益が移転するとされている。

3 つ目は Lowenstein (1985) による、経営者の情報の優位性の仮説である。内容としては、経営者は他の入札者の持っていない情報を保有しており、その結果、自身の企業を対称情報下に比べ、安値で買収できるというものである。この仮説では MBO 後に並外れた営業利益の向上があるとしている。

#### 6.1.2 サンプル・実証方法

サンプルは 1980 年から 1985 年において以下の条件を満たした MBO である。

- (1) ニューヨーク、またはアメリカ株式取引所から上場廃止された
- (2) W. T. Grimm's Mergerstat Review に買収としてリストに載っている
- (3) The Wall Street Journal が該当企業の非上場化の声明を載せている

- (4) 非上場化した際に、新たに買収、もしくは他の企業からの支配を受けていない
- (5) 委任勧誘状、または WSJ が買収者の中に少なくとも一人の現職経営陣を確認している
- (6) 取引総額が 5000 万ドルを超えている

以上に該当した 76 企業のサンプルを用いている。なお、MBO 後のデータは 76 社の中で 48 社が入手可能であった。

実証方法としては、初めに 3 つの指標の移り変わりを見ていく。指標は具体的に償却前営業利益、資本支出、純キャッシュフローである。営業利益は買収後の企業が生み出したキャッシュを計る上で有用である。資本支出は新しい投資を計るのに用いられる。エージェンシーコスト削減の仮説 Jensen (1986, 1988) によれば、買収企業は事前に NPV が負のプロジェクトに投資をするという。また、資本支出の減少は言い換えれば、企業の収益力と価値を向上させている。純キャッシュフローは営業利益から資本支出を差し引いたものである。この指標は企業によって生み出された純キャッシュを計り、これが上昇し続ければ、企業価値の向上にもつながる。

以上の 3 つの指標について、それぞれ買収の前年度(-1)から買収の 3 年後(+1, +2, +3)までのデータを比較し、指標の変化をパーセンテージで示していく。他にも、産業内、経済の影響を配慮し、産業修正変化というパーセンテージも示す。これは買収企業の 3 つの指標のパーセンテージの変化から同じ産業の全企業のパーセンテージの変化の中央値を引いたものである。

計測は 3 種類で行われ、水準について、期末における全資産への割合、年度の売り上げに対する割合である。これらは計測の不完全性を補完する意味で行われる。また、結果も中央値と平均の双方を用いて、互いに補完させる。有意水準は Wilcoxon signed rank test を用いて、両側検定を行い計測する。これは Student t-test に比べ、中央値から離れる案件、つまり、平均を一つの案件で引き下げている場合などの誤差を軽減できるためである。

### 6.1.3 分析結果

まずは営業利益についてみていく。結果は表 6-1 に示した。有意な数値を示したもので特徴的なのは、売り上げが産業修正を行った結果で前年(-1)から 1 年目(+1)、2 年目(+2)、3 年目(+3)に向けてそれぞれ -7.7%, -6.0%, 2.7%(いずれも 1%水準で有意)となったことである。これは買収企業が同じ産業における他の企業にくらべ、成長が緩やかであることを示している。また、産業修正を行った後の営業利益の資産にお

ける割合（総資産利益率）は-1 から+1, +2, +3 に対してそれぞれ 16.6%, 36.1%, 21.3%(+3 は 5%, 他は 1%水準で有意)であった。また、修正後の売上高利益率は-1 から+1, +2, +3 に対してそれぞれ 12.4%, 23.3%, 34.8%(いずれも 1%水準で有意)である。以上のことから、買収企業は同じ産業の他の企業に比べ、総資産利益率、売上高利益率において上回っていることがわかる。それに加え、一般に+1 における簿価の数値は実際の数値を過小評価していることがわかっている。なぜなら、MBO は買収時の在庫の帳簿上の価値を引き上げる効果があるからである。この簿価の引き上げは人工的に商品売る際のコストを引き上げることになり、その結果、本来の変化よりも過小評価したものになる。このことを考慮すると、+1 における営業利益は 10.9%になる。以上のことから、営業利益の計測からは買収後のよりよい営業パフォーマンスを導くことができる。

表 6-1 営業利益の変化

| 指標                   | i 年から j 年への変化      |                    |                    |                    |
|----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                      | -2 から-1            | -1 から+1            | -1 から+2            | -1 から+3            |
| 営業利益                 | N=48               | N=45               | N=37               | N=19               |
| %の変化                 | 11.4% <sup>a</sup> | 15.6% <sup>a</sup> | 30.7% <sup>a</sup> | 42.0% <sup>a</sup> |
| 産業修正後%               | -1.2               | -2.70              | 0.7                | 24.1               |
| 総資産利益率               | N=46               | N=42               | N=34               | N=15               |
| %の変化                 | 5.9                | 13.7 <sup>a</sup>  | 20.1 <sup>a</sup>  | 14.6 <sup>b</sup>  |
| 産業修正後%(-1 中央値 13.1%) | 5.0                | 16.6 <sup>a</sup>  | 36.1 <sup>a</sup>  | 21.3 <sup>b</sup>  |
| 売上高利益率               | N=48               | N=45               | N=37               | N=19               |
| %の変化                 | -1.7               | 7.1 <sup>a</sup>   | 11.9 <sup>a</sup>  | 19.3 <sup>a</sup>  |
| 産業修正後%(-1 中央値 10.9%) | -1.9               | 12.4 <sup>a</sup>  | 23.3 <sup>a</sup>  | 34.8 <sup>a</sup>  |

<sup>a</sup> 1%水準で有意

<sup>b</sup> 5%水準で有意

<sup>c</sup> 10%水準で有意

出所：Kaplan (1989)

次に資本支出についてみていく。表 6-2 に結果を示した。まず、資本支出自体の修正後変化は-1 から+1, +2, +3 に対してそれぞれ-35.9%, -32.6%, -64.4%である。+1, +2 の値は有意となった。これは事業の引き上げや買収に失敗したことを考慮した

ものであると考えられる。次に資本支出の総資産や売上に占める割合を見ると、全て負の値を示している。この負の値を示していることはもし、MBO 前の企業が大量のフリーキャッシュフローを持っていて、かつ、負の NPV のプロジェクトに投資していたのであれば、エージェンシーコストの削減効果、ならびに効率性の上昇を示していると考えられる。また、低い水準の資本支出は、MBO 企業がキャッシュの制約を持っており、MBO 後は投資を控えるという仮説と一致している。ここまでの数値では、資本支出の減少が企業価値の向上につながっているのか、減少につながっているのか、判別できない。次に、純キャッシュフローの分析に入る。

表 6-2 資本支出の変化

| 指標                  | i 年から j 年への変化     |                    |                    |         |
|---------------------|-------------------|--------------------|--------------------|---------|
|                     | -2 から-1           | -1 から+1            | -1 から+2            | -1 から+3 |
| 資本支出                | N=48              | N=39               | N=32               | N=14    |
| %の変化                | -1.5%             | -21.1%             | -21.4%             | -6.9%   |
| 産業修正後%              | -7.9 <sup>b</sup> | -35.9 <sup>a</sup> | -32.6 <sup>b</sup> | -64.4   |
| 資本支出/総資産            | N=46              | N=40               | N=34               | N=13    |
| %の変化                | -8.5              | -11.9 <sup>b</sup> | -25.4 <sup>b</sup> | -24.5   |
| 産業修正後%(-1 中央値 4.1%) | -3.5              | -6.1               | -5.7               | -19.3   |
| 資本支出/売上             | N=48              | N=44               | N=37               | N=16    |
| %の変化                | -5.4              | -23.2 <sup>b</sup> | -31.6 <sup>c</sup> | -28.1   |
| 産業修正後%(-1 中央値 3.0%) | -4.4 <sup>c</sup> | -16.7 <sup>b</sup> | -16.8 <sup>c</sup> | -25.6   |

<sup>a</sup> 1%水準で有意

<sup>b</sup> 5%水準で有意

<sup>c</sup> 10%水準で有意

出所：Kaplan (1989)

純キャッシュフローの分析結果は表 6-3 に示した。営業利益と資本支出の結果からは MBO 企業がキャッシュを生み出すことに成功していることが明らかになっている。純キャッシュフローの表からも全ての数値が正で有意になっていることから示される。しかも、産業修正後の数値の水準も非常に高い。この結果からは同じ産業である他の企業に比べ、高い比率でキャッシュフローを生み出していることがわかる。また、純キャッシュフローの増大は企業価値の増大を示している。このことから MBO に

よって企業の価値が増えていることが明らかである。

表 6-3 純キャッシュフローの変化

| 指標                   | i 年から j 年への変化     |                    |                    |                    |
|----------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                      | -2 から-1           | -1 から+1            | -1 から+2            | -1 から+3            |
| 純キャッシュフロー            | N=47              | N=37               | N=30               | N=14               |
| %の変化                 | 11.2%             | 41.1% <sup>a</sup> | 59.3% <sup>a</sup> | 95.6% <sup>a</sup> |
| 産業修正後%               | 2.5               | 22.0 <sup>b</sup>  | 43.1 <sup>a</sup>  | 80.5 <sup>b</sup>  |
| 総資産に占める割合            | N=45              | N=39               | N=33               | N=13               |
| %の変化                 | 5.3               | 43.4 <sup>a</sup>  | 66.3 <sup>a</sup>  | 79.4 <sup>a</sup>  |
| 産業修正後%(-1 中央値 13.1%) | 4.3               | 50.5 <sup>a</sup>  | 85.4 <sup>a</sup>  | 64.3 <sup>a</sup>  |
| 売上に占める割合             | N=47              | N=43               | N=36               | N=16               |
| %の変化                 | -1.3              | 29.2 <sup>a</sup>  | 42.0 <sup>a</sup>  | 43.2 <sup>a</sup>  |
| 産業修正後%(-1 中央値 10.9%) | -8.4 <sup>c</sup> | 45.4 <sup>a</sup>  | 72.5 <sup>a</sup>  | 28.3 <sup>a</sup>  |

<sup>a</sup> 1%水準で有意

<sup>b</sup> 5%水準で有意

<sup>c</sup> 10%水準で有意

出所：Kaplan (1989)

ここまでは、3つの経営指標に基づいて分析を行ってきた。総合すると、MBOを行った企業は営業利益の指標から、MBO後、3年後までに経営の効率性を向上していることがわかり、また、純キャッシュフローの指標からは企業価値の向上をしていることがわかる。次は、この二つの結論をさらに実証するために、MBOに対する投資家の収益性を分析する。市場のポートフォリオと比較して、MBOにおいて投資家がプラスの収益を得ていれば、より企業価値の向上を裏付けるものとなる。逆に、営業利益の変化が真で、価値のあるものであれば、それは市場修正済みの収益にプラスに影響するはずである。

ここでは、入手可能であった25社の買収後直近の株価で分析を行う。方法としては買収2ヶ月前の株価と買収後直近の株価を比較し、その差を名目収益、買収企業の $\beta$ で考慮したものを市場修正済み収益とする。買収企業の $\beta$ は0.73とし、これは一般の企業よりも低いリスクで設定している。まず、名目の収益は中央値では220.3%、平均値では235.0%となった。この指標においては25社全てが0以上の%を示した。

次に市場修正済み収益だが、中央値で 77.0%、平均値で 96.0%となった。ここでは 1社を除いた全ての企業が 0%以上の数値を示した。市場修正済み収益が正の値をとったということは、言い換えれば、MBO 企業の株価は市場の株価の伸び率よりも高い伸び率を示しているということになる。さらにそれは企業価値の向上も示唆しており、3つの経営指標から得た結果と同様の結果となる。

#### 6.1.4 雇用費用移転仮説の検証

ここまでの経営指標や株価の分析からは、企業価値の向上、効率性の向上が見られることがわかった。次に、初めに示した仮説の検証を行う。Shleifer and Summers (1988)が主張した仮説によると、買収は雇用費用の削減によって株主に利益を移転する効果があるとされる。この仮説を実証するためには MBO 後の雇用費用の削減を証明する必要がある。MBO 後の雇用状況についての情報を入手できたのは 42 社であった。これらの企業を買収後、部門の売却や吸収合併された企業とそうでない企業で分ける。これは部門の売却や吸収合併を経験すると、雇用の減少は自明であり、正しい結果が得られないためである。売却や合併を行っていない企業は 26 社で、これらの企業の買収後 3~4 年後の雇用の変化を見てみると、61.5%の企業で雇用は増加している。雇用の変化の中央値は 4.9%であったが、これは有意ではなかった。産業修正済みの変化においても -6.2%という結果が出たが、これも有意ではなかった。しかし、Shleifer and Summers (1988)の主張は産業修正済みの雇用に対してではなく、実際の雇用の変化に対してであり、そのことを考慮すると、この結果は彼らの主張を支持しないということになる。しかし、この分析では給与の変化、雇用者の変化に対応できていない。つまり、給与が削減されれば、それだけ雇用費用も削減されることになる。そうすると仮に雇用が増えているとしても、雇用費用全体としては減少しているかもしれない。また、雇用数のみを見ているため、もしかしたらそれまでの雇用者を解雇して新しく給与の安い雇用を増やしているかもしれない。以上のことから、Shleifer and Summers (1988)の主張は実証することができないということになる。

#### 6.1.5 情報の優位性仮説の検証

次に Lowenstein (1985)による仮説を検証する。彼の仮説は、経営者は情報において他の投資家よりも優位性があり、他の投資家が経営者と同じ情報を持っているときに比べ、株式を割安で購入するというものである。この仮説が真ならば、経営の効率性の改善は MBO がない場合でも起こるということであり、株主は MBO 後の投資

から収益を得るということになる。そして買収の際に得られた正のリターンは、彼らの情報の優位性のみによるものであるということになる。この仮説に対し、インセンティブ改善の仮説は負債の所持、株式のインセンティブ、買収によるモニタリングは有意に企業のエージェンシーコストを削減するという主張である。これらの改善されたインセンティブは企業価値を向上する決定、MBO 後の経営改善に導く。この仮説では、経営者はもし、一般の株主が同様の情報を持っていたとしても MBO 後に収益を得ることができる。そのゲインは、MBO 以外にも同様なインセンティブを生じさせるシステムがない限り発生する。まず、これらの仮説を実証するために MBO を行った企業の経営者や取締役、また MBO 後の企業に投資を行わなかった他の企業についての情報を所有している人物(情報のある不参加者)の株式保有についてみていく。情報の優位性仮説によれば、情報のある不参加者は、MBO 企業の真の価値は買収価格を上回ることを知っているはずである。この場合、情報の優位性仮説が真ならば、MBO の申告に対して、彼らの株式を売却して MBO に賛成することは非合理的である。一方、エージェンシーコスト削減の仮説であれば、非合理的とはいえない。

サンプルのそれぞれの企業について、取締役会の人物を MBO 後の株式に投資した者としていないもので分類する。投資した者を経営陣の MBO 参加者、MBO の時点で株式を売却し、MBO 後の株式に投資していない者を経営陣の MBO 不参加者とする。同様に、MBO 後の株式に投資していない敵対的なグループの MBO 前の株式保有についても調べた。これらは MBO 前の株式を保有していることから、株式を持つのに十分合理的な情報を持っているはずだからだ。この敵対的グループは敵対的不参加者と分類し、その条件は MBO の申告から 2 年前の段階で 5%以上の株式を保有しているグループで、現経営陣から反対されているグループとする。まず、MBO 前の株式保有、株式価値について分析する。分析結果は表 6-4 に示した。

表 6-4 MBO 前の企業における全株式に対する保有割合、株式価値

|         | MBO 前の株式保有の割合(%) |        |    | MBO 前の保有株式価値(\$MM) |         |    |
|---------|------------------|--------|----|--------------------|---------|----|
|         | 中央値              | 平均     | N  | 中央値                | 平均      | N  |
| 経営陣参加者  | 4.67%            | 12.05% | 74 | \$12.15            | \$39.80 | 74 |
| 全不参加者   | 10.00%           | 12.92% | 75 | \$16.97            | \$32.56 | 75 |
| 経営陣不参加者 | 5.50%            | 9.66%  | 75 | \$8.30             | \$22.46 | 75 |
| 敵対的不参加者 | 0.00%            | 3.26%  | 75 | \$0.00             | \$10.11 | 75 |

出所：Kaplan (1989)



なお、一般の株式保有割合は MBO 時の委任勧誘状の情報から入手した。経営陣の保有割合は MBO 時のもの、敵対的なグループについては買収の申告の 2 ヶ月前のものとする。表 6-4 の結果からは有意に経営陣の MBO 不参加者の存在がわかる。彼らの株式保有の割合は中央値で 5.50% だった。これに加え、全不参加者は中央値で 10.00% となっている。これらの株式保有割合は大きく経営陣参加者の保有割合を超えている。この結果は情報の優位性の仮説を支持していないことがわかる。仮説が真である場合は、経営陣の不参加者が株式以外の場面で多大な報酬を受け取っていたか、なんらかの方法で MBO 価格を受け入れさせられた場合のみに限られる。しかし、もし、MBO の価格が低ければ、経営陣の不参加者はその立場上、MBO の申告を拒否できる。

次に MBO 後の株式保有、および前後の比較についてみていく。情報の優位性仮説、およびインセンティブの改善の仮説はともに経営陣による株式保有が MBO 後に増えることを予想している。危険中立的な経営陣であれば、もし企業の価値が株式の期待値よりも低く設定されていれば可能な限り 100% に近い保有を目指すであろう。これは経営者のみに限らない。一般の株主も同様である。

分析結果は表 6-5 に示した。ここでもデータは委任勧誘状から抽出した。まず、双方の仮説から主張されているように、MBO 後に経営陣による全体に占める株式保有の割合は増えていることが示された。MBO 前においては経営陣の所有する株式の割合は中央値で 5.88% であるが、MBO 後の保有割合は中央値で 22.63% となっている。また、MBO 後に経営陣は自身の株式保有を中央値で 16.03% 増やしていることもわかる。同様に、MBO 前に取締役と経営陣は中央値で 19.30% の株式を保有していたが、MBO 後は経営陣のみで 22.63% の株式を保有している。経営陣と取締役とすると、22.63% を超えることとなる。MBO には通常、投資銀行やベンチャーキャピタル、ファンドが加わる。62 の案件においてデータが入手可能であったが、これらの投資部門の保有する株式も合わせると、中央値で 99.00% の株式保有割合となった。

二人のトップ経営者と他の経営陣の株式保有についても表で示したが、この結果は情報の優位性の仮説よりも効率性、インセンティブ仮説を支持している。MBO 前後での比較を見てみると、二人のトップ経営者は中央値で 4.41% の株式保有の増加を示しているが、他の全ての経営陣による保有は中央値で 9.96% 増えている。この結果はもし MBO の参加者が買収価格を割安だと知っていたならばおかしい結果となる。一方で、この結果は若い経営陣への新しいインセンティブが MBO において重要な役割をしていることを示している。

表 6-5 MBO 前から MBO 後における経営陣の株式保有割合、株式価値

|                                        | 株式保有割合(%) |       |    | 株式価値(\$MM) |        |    |
|----------------------------------------|-----------|-------|----|------------|--------|----|
|                                        | 中央値       | 平均    | N  | 中央値        | 平均     | N  |
| <b>A. MBO 前の経営者の MBO 前の株式保有</b>        |           |       |    |            |        |    |
| CEO                                    | 1.40      | 7.13  | 75 | 2.80       | 18.17  | 73 |
| 二人の経営者                                 | 3.90      | 10.23 | 76 | 6.18       | 25.74  | 75 |
| 他の全ての経営陣                               | 1.19      | 1.97  | 76 | 2.54       | 5.59   | 75 |
| 全ての経営陣                                 | 5.88      | 12.20 | 75 | 12.80      | 31.33  | 74 |
| 全ての経営陣と<br>取締役                         | 19.30     | 22.89 | 75 | 31.85      | 64.52  | 74 |
| <b>B. MBO 後の経営者の MBO 前の株式保有</b>        |           |       |    |            |        |    |
| CEO                                    | 1.09      | 6.42  | 74 | 2.55       | 17.17  | 73 |
| 二人の経営者                                 | 1.48      | 7.59  | 76 | 3.95       | 21.06  | 75 |
| 他の全ての経営陣                               | 1.19      | 1.70  | 76 | 2.50       | 4.36   | 75 |
| 全ての経営陣                                 | 3.50      | 9.30  | 76 | 7.87       | 25.42  | 75 |
| <b>C. MBO 後の経営者の MBO 後の株式保有</b>        |           |       |    |            |        |    |
| CEO                                    | 6.40      | 14.75 | 67 | 1.03       | 12.24  | 65 |
| 二人の経営者                                 | 7.54      | 18.39 | 68 | 1.54       | 13.41  | 67 |
| 他の全ての経営陣                               | 10.88     | 12.60 | 68 | 1.83       | 3.18   | 67 |
| 全ての経営陣                                 | 22.63     | 30.99 | 68 | 4.13       | 16.58  | 67 |
| <b>D. MBO 後の経営者の株式保有における MBO 前後の違い</b> |           |       |    |            |        |    |
| CEO                                    | 3.57      | 8.11  | 65 | -1.55      | -6.27  | 65 |
| 二人の経営者                                 | 4.41      | 10.23 | 68 | -1.55      | -9.22  | 67 |
| 他の全ての経営陣                               | 9.96      | 10.79 | 68 | -0.43      | -1.50  | 67 |
| 全ての経営陣                                 | 16.03     | 21.02 | 68 | -3.69      | -10.71 | 67 |

出所：Kaplan (1989)

最後に MBO 時における経営陣の交代についてみていく。情報の優位性の仮説では同一の経営陣が MBO 前後で経営を続けることとなっている。経営陣が MBO 後の新しい企業に対し投資をせず去っていくことは、もし経営陣が買収価格を割安だと知っていたならば非合理的なことである。その代わりに、高い経営陣の交代率は悪い経営

陣から良い経営陣への移り変わりと関係している。76のMBOを行った企業の中で、12の企業、15.8%がMBO時にCEOもしくは会長兼CEOの交代を経験している。さらに7の企業では、CEOではないが、会長が交代している。つまり、19の企業、25%が会長またはCEOの交代を行っている。Warner, Watts, and Wruck (1988)は会長、社長、CEOの交代についての確率を1年間で試算しており、その数値は18.3%となった。ここでのMBOにおける会長、CEOの交代の確率25%はその数値を上回っており、著しく高い確率であるといえる。このMBO時の経営陣の交代確率は経営陣による情報の優位性の仮説を支持しないことに結びついている。もし、MBOを失敗に終わったMBOまで含めて考えたとしても、より経営陣の交代は明確になる。122のMBOの申告において34の企業で経営陣は経営権を失った。それに加え、12の企業がCEOの交代を経験した。つまり122社中46社が経営陣の交代を経験しており、その確率は37.7%となる。このことも情報の優位性の仮説を支持しないことになる。

この節の結論としては、MBO前、MBO後、およびMBO前後の株式保有の比較、経営陣の交代確率双方の点から経営陣による特殊な情報の所有の優位性仮説は支持されず、新しいインセンティブによるエージェンシーコストの削減仮説が支持される。

#### 6.1.6 考察

この実証分析からは、MBOのエージェンシーコスト削減仮説の立証が大変有用な結果として導き出された。営業利益については短期間では結果が伴わず、3年後に反映される点が考察に値する。日本においてはMBOを行う上で、経営者は長期的な視点に立った経営改善を企てる。実証された結果はMBOの長期的な改善への有意な論拠となる。また、資本支出の減少はLBOの章における理論分析の結果と一致した。純キャッシュフローの増加は理論分析の命題4で示された金銭的制約を取り払うのに十分な数値であると考えられる。これらのことから理論分析の結果を実証するに望ましい分析であったといえる。

### 6.2 ケーススタディ 3 ～ワールド～

ここでは、日本において唯一、公にMBO後の財務データが入手可能であったワールドのケーススタディを行う。実証分析では、営業利益などの数値についても有意な結果が出た。ワールドのケーススタディでは実証との結果の比較分析も行い、結果の違いについての検証を行う。

### 6.2.1 経緯

ワールドは1959年に設立されたアパレル大手企業である。1982年に売上高1000億円を突破、1993年には株式上場、99年に東証および大証一部に指定替えされている。多くの独自ブランドを持ち、2000年以降は売上高において2005年まで増収を続けた。しかし、増収を続けていても、株価は2000年4月の8000円をピークに2001年には4000円台に突入、2002年11月には2000円を割るという上場来安値を記録した。その後復調したが、2005年7月、MBOを発表する時点では4000円後半で推移していた。株価下落の要因はその当時からの長期的な戦略に基づく投資であるといえる。2002年に、当時としては注目が薄かった郊外型ショッピングセンターへの出店を本格化させる。これは将来、郊外型ショッピングセンターが収益源になるという見通しから行ったものだが、投資家には理解されず、最安値の株価に至った。

### 6.2.2 目的

寺井社長のコメントを要約すると目的は長期的な視点に立った経営改革、合理性、効率性の追求であるといえる。前述の通り、MBO前から長期的な視点に立って経営を行っていたが、市場の評価は思わしくなかった。寺井社長は企業価値と株主価値に違いを感じたとも言っている。このことから目的は、市場にいる上での企業の本質を考慮しない株価変動、もしくは割安な株価を狙った敵対的買収などの経営リスクを排除することにあつたともいえる。

### 6.2.3 成果

まず、MBO前までの財務データを検証する。2005年7月にMBOの方針を明らかにしたため、2005年3月期までを考える。経営の効率性を示すROEは2005年までの3年でそれぞれ4.62%、5.7%、7.16%と順調に伸びている。また、売上高純利益率は2.5%、3%、3.7%とこちらも伸びている。さらに効率性を示す総資本回転率も1.17、1.22、1.24と推移している。このことはMBO前までに効率性の改善が進んでいることを示している。次に前後で比較する。売上高、営業利益については2005年から2007年まで増収増益を続けている。また、2005年3月期の指標を1としたときの伸び率で考えていくと、ROEについては2006年で58.9%、2007年では89.4%の伸びを示している。売上高利益率では2006年で45.9%、2007年には-59.4%とマイナスの値を示している。総資本回転率は2006年で11.3%、2007年は13.7%と伸びている。ROEと総資本回転率の効率性を示す指標では共に成長を示しているが、収益力を示す売上高利

益率は 2007 年に下落している。この要因としては、非上場企業でありながら、ハーバーホールディングスという企業を吸収合併しており、売上高は伸びたが、純利益が増えなかったことが挙げられる。実証分析において、売上高利益率は MBO 後 3 年に渡り増えることが示されているが、1 年目については一致している。2 年目での結果との違いは前述のものが挙げられる。

実証分析における他の指標とも比較を試みる。従業員数は 2005 年を 1 とした場合、2006 年には 11.6%の伸びを示している。このことと同年の ROE、売上高利益率を比較すると従業員数の減少が効率性をもたらしたわけではないことがわかる。経営者の情報優位性については、MBO 後株式保有のほぼすべてが自社によって占められているので、判別はできなかった。

事業における成果をみると、中国での法人設立を行っている一方、中国では不採算店舗の整理から 2004 年には、150 以上あった店舗を 2007 年 6 月の時点で 116 にまで減らした。国内においても抜本的な改革を行っていて、系列工場を増やしていくなど、トヨタと同様、系列化を行っている。このような店舗縮小による効率化や設備投資は短期的な利益を求める株主からは評価されないことが予想されることから、MBO のメリットを有効に利用しているといえる。

#### 6.2.4 考察

ワールドは MBO 前から企業の効率性を求めていたが、短期的な視点を持つ株主との意見が一致しなかった。ワールドは効率化のために新しい手を次々と打ったが、一方でセルサイドの証券アナリストは新しい試みにネガティブな反応を示す。そのため、株価も低迷し、上場のメリットが少なくなった。市場からの評価が経営陣にとって割安であったので、効率的な経営、企業価値を市場に再認識させるという点では望ましいものといえるだろう。事実、ROE や総資本回転率といった効率性を示す指標は改善されている。しかし、非上場化で失われた資金調達の流動性と収益力を示す売上高利益率の低下が気になる。効率性を求めた結果、手元資金の空洞化につながっていると思われる。MBO を行ってまだ 2 年未満であるので、具体的な成果を得るためには今後を見守っていく必要があるだろう。

### 6.3 まとめ

この章では MBO の性質を、実証分析を用いて検証し、ワールドのケースステディから効率性を追求するために MBO をした企業の成果についてみていった。MBO の

性質は総合するとインセンティブの改善、エージェンシーコストの削減効果があることがわかった。これは内部者による買収という点からみると、新しい企業の経営を行えるというインセンティブ付与が考えられ、非上場化という点からみると短期的な利益を求める株主の意見に影響されず、長期的な視点に立って効率化を行えるということが関係していると思われる。また、LBO の側面からは負債所持による債権者の監視インセンティブ、節税効果が考えられる。株主と債権者の違いはその回収期間という点で異なる。債権者は元本に利子の返済を望むことから、長期的な経営改善に対しても寛容になりえる性質がある。また、株主は複数いて、その意見は様々であるのに対し、借り入れ先は通常、銀行など限られたものになる。そのため、長期的な戦略を支持していれば貸し出しを行い、支持しなければ行わないという単純な形となる。借り入れによる買収はこれらの点で長期的な効率化を支持していると思われる。また、MBO は企業解体という面からも効率化は支持される。スピンオフの際には、その企業に必要な経営資源の移転が行われる。もともと多くの部門のひとつであったものが、独立後は集中して経営資源を投入できることかた容易に効率化が図れるものと考えられる。MBO の実証分析の結果は以上のように、これまで述べてきた MBO の性質すべてを反映しているといえる。

ワールドのケーススタディにおいても、効率性の改善という点では実証分析の結果と一致した。しかし、収益力の拡大は直近のデータではみられなかった。これは企業買収が同時期に重なったためと考えられる。そのため、3 年目以降の結果をみて判断していく必要がある。

## 第7章 結論

MBOのスキームが利用され始めてから、30年以上経過した。そのシステムは日本においても徐々に浸透しつつあるといえる。効率性を改善する上で、MBOは有用なスキームであることは確かである。しかし、それは有用なスキームのひとつであるということであり、MBOを行えば必ずしも効率性が改善されるとはいえない。企業解体を目的にMBOを用いた企業12社のうち、4社がその後他社による買収、吸収合併を受けたと述べた。MBOを成功させる企業の裏には失敗する企業も存在する。その差はどこにあるのだろうか。私はMBOを有用にするためにはMBOを、企業をよくしていくための転機と考えられるかが重要だと思う。ケースでみた3つの企業は背景に差はあるが、経営陣、従業員の企業改善に対する意識の高さが感じられる。理由のひとつとして挙げられるのが、従業員数である。MBO後は効率性を求めるため、従業員にかかる負担も大きい。従業員はそれを苦に思うならば、転職という選択肢もある。しかし、それは従業員数の増加という点からは見出せない。経営者もMBO時に効率化のために人員削減を行えるはずである。しかし、それも行われていない。このことはMBO後への経営者、および従業員の仕事に対する意識の高さを示しているに他ならない。

MBOのインセンティブは債権者からの監視や短期的な視点の排除など、外部的なものが多い。しかし、その外部的な要因を企業自らのインセンティブに変えられるかは企業を動かしている経営者、従業員の意識次第ではないだろうか。MBOを用いて独立、非上場化した以上は、企業は株価に左右されない。「人材」という経営資源の動向に左右されるものだと思う。

## 参考文献

- 砂川伸幸 (2000),「財務政策と企業価値」有斐閣.
- 高森寛・井出正介 (2006),「金融・契約技術・エージェンシーと経営戦略」東洋経済新報社.
- ポール・ミルグロム, ジョン・ロバーツ (奥野・伊藤・今井・西村・八木訳) (1997), 「組織の経済学」NTT出版.
- 柳川範之 (2006),「法と企業行動の経済分析」日本経済新聞社.
- 柳川範之 (2007),「株式公開とコーポレート・ガバナンス」, 神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』金融財政事情研究会.
- リチャード・ブリーリー, スチュワート・マイヤーズ (藤井・国枝監訳) (2002) 「コーポレートファイナンス第6版(下)」日経BP社.
- Ben-ner, A. and B. Jun, (1996), “Employee Buyout in a Bargaining Game with Asymmetric Information,” *American Economic Review*, **86**, 502-523.
- Gerald, G. (1992), “Leveraging the Underinvestment Problem: How High Debt and Management Shareholdings Solve the Agency Costs of Free Cash Flow,” *The Journal of Financial Research*, **15**, 149-166.
- Jensen, M. C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,” *American Economic Review*, **76**, 323-329.
- Jensen, M. C. (1988), “Takeovers: Their Causes and Consequences,” *Journal of Economic Perspectives*, **2**, 21-48.
- John, P. (2003), “Agency Theory and the MBO,” *The Journal of Interdisciplinary Economics*, **14**, 13-39.
- Kaplan, S. (1989), “Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value,” *Journal of Finance*, **44**, 611-632.
- Kaplan, S. (1989), “The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value,” *Journal of Financial Economics*, **24**, 217-254.
- Lowenstein, L. (1985), “Management Buyouts,” *Columbia Law Review*, **85**, 730-780.
- Rubinstein, A. (1982), “Perfect Equilibrium in a Bargaining Model,” *Econometrica*, **50**, 97-109.



Rubinstein, A. (1985), "A Bargaining Model with Incomplete Information about Time Preferences," *Econometrica*, **53**, 1151-1172.

Shleifer, A. and L. Summers, (1988), "Breach of Trust in Hostile Takeovers, in: Alan Auerbach (eds.), 'Corporate Takeovers: Causes and Consequences,' University of Chicago Press, Chicago, IL.

Schipper, K. and A. Smith, (1988), "Corporate Income Tax Effects of Management Buyouts," University of Chicago.

Warner, J., R. Watts, and K. Wruck, (1988), "Stock Prices and Top Management Changes," *Journal of Financial Economics*, **20**, 461-492.

経済産業研究所 ホームページ

<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/07070007.html>

金融庁 ホームページ <http://www.fsa.go.jp/>

日経 BP 社 ホームページ <http://www.nikkeibp.co.jp/>

レコフ ホームページ <http://www.recof.co.jp/>

@IT ホームページ <http://www.atmarkit.co.jp/aig/04biz/mbo2.html>

## あとがき

3年次に企業解体の一つであるスピノフを分析し、企業規模が縮小されるにも関わらず、市場において企業が競争力を持てることに関心を抱き、スピノフを行う上で踏む手続きとして最もMBOが適していると考えたのが、本テーマを選んだ理由である。私の持論は、企業規模の拡大、それを通じた売上、シェアの増加だけでは限界があるということだ。いかに売上を多くしても、それに比例して費用も増えれば企業価値の創出にはつながらない。それを考慮すると、これからの企業には効率性が求められていると思う。

本分析では、なによりもデータを用いた実証分析を行えなかったことが心残りである。現在ではまだ、大規模なMBOの件数は少なく、MBO後の財務データを公に手に入れることは困難である。しかし、今後、MBOの件数は増加すると考えられ、さらに昨年度の金商法施行など、企業行動を規定する法は整備され、近い将来にはMBO後のデータも手に入れやすくなるのではないかと思われる。

限られたデータを用いて、論拠の裏づけを試みる作業は大変興味深かった。さらにMBO自体を研究した理論分析は皆無であったが、MBOの本質を随所で理論を用いて分析できたのではないかと考えている。

今後は実務を通じて、ベンチャー企業の育成、または企業分割に関わっていくことになるが、本分析を通じて得たことを活かしていきたいと思う。また、本分析では出来なかった、データを用いた実証分析を取り組んでみたいと考えている。

最後に、本論文の執筆において、そして2年間にわたるゼミにおいて貴重なご指導を下された慶應義塾大学准教授石橋孝次先生に心からお礼を申し上げます。