

日本企業における子会社 MBO と 親会社のパフォーマンス

大 坪 稔
候 博 峰

要 旨

本稿の目的は、日本の親会社がなぜ子会社 MBO を実施するのか、について実証的に明らかにすることである。具体的には、親会社が子会社 MBO を実施する動機として、親会社利益増大仮説、ダイバスティチャー仮説、負債削減仮説の3つの仮説を提示し、これらの仮説について親会社のパフォーマンスの変化に焦点を当てつつ実証分析を行った。

その結果、つぎの3点があきらかになった。第一に、子会社 MBO の実施年において親会社の会計上のパフォーマンスが低下する点である。さらに、子会社 MBO の実施以降においてパフォーマンスの改善を示す結果が部分的ではあるものの得られた。第二に、子会社 MBO の実施前後において、親会社の多角化度の低減、負債比率の低下、ダウンサイジングがみられる点である。さらに、このうちダウンサイジングが親会社の ROA の改善に寄与するのに対し、多角化度の低減は寄与しない、負債比率の低下については反対に ROA の低下をもたらすことが明らかとなった。第三に、子会社 MBO の公表に対して親会社株価が全体としてマイナスに反応すること、さらにダウンサイジングを実施している親会社における子会社 MBO についてのみプラスに反応することが明らかとなった。

これらの結果より、日本の親会社がなぜ子会社 MBO を実施するのかについては、親会社利益増大仮説とダイバスティチャー仮説が妥当すると考えられる。

目 次

- | | |
|-----------------------|--------------------------|
| I. はじめに | 1. サンプル・セレクション |
| II. 先行研究と仮説の提示 | 2. 分析方法 |
| 1. 子会社 MBO に関する先行研究 | IV. 実証結果 |
| 2. 日本企業のグループ戦略 | 1. 子会社 MBO 前後における財務数値の変化 |
| 3. 仮説の提示 | 2. 株価の反応 |
| III. サンプル・セレクションと分析方法 | V. おわりに |

I. はじめに

マネジメント・バイ・アウト (以下, MBO とよぶ) とは, 現行の経営者が自らの企業の買収に参加するような M&A を意味する¹⁾。日本では, 2000年前後を境として MBO を実施する企業が増加²⁾しており, ワールド (2005年) やすかいらーく (2006年), あるいは幻冬舎 (2011年) などが挙げられる。これらの企業では, MBO により現行の経営者が大株主になると同時に, 上場を廃止している。このように, 近年, 大規模でかつ上場廃止をとまなう MBO が注目を集めつつあるものの, 日本企業における MBO の大部分が子会社を対象とした MBO (以下, 子会社 MBO とよぶ) である。たとえば, 川本・斎藤 [2009] によれば日本企業が実施した MBO 全体に占める子会社 MBO の割合は金額ベースでは32%に過ぎないものの, 件数ベースでは74%に達する。

子会社 MBO においては, 親会社が子会社株式を子会社の経営者へ売却する。そのため, 子会社 MBO は, MBO 実施前の株主構成という点でワールドなどにみられる MBO³⁾と異なる。MBO 実施前において, ワールドにみられる MBO では多数の株主が存在するのに対し, 子会社 MBO では親会社が株式の大部分を所有している。さらに, 子会社 MBO の場合, 子会社と親会社の資本関係が消滅するケースも多い。このような株主構成あるいは親会社との資本関係の有無の相違により, これまで主張されてきた MBO 実施の意義や株主価値への影響が子会社 MBO において必ずしも妥当するわけではない。

本稿の目的は, 日本の親会社がなぜ子会社

MBO を実施するのか, について実証的に明らかにすることである。具体的には, 親会社が子会社 MBO を実施する動機として, 親会社利益増大仮説, ダイベスティチャー仮説, 負債削減仮説の3つの仮説を提示し, これらの仮説について親会社のパフォーマンスの変化に焦点を当てつつ実証分析を行う。

これまで, 子会社 MBO が親会社の株主価値に及ぼす影響については英国や米国を中心として実証研究が行われてきた。また, これらの研究をもとに日本企業の子会社 MBO について分析した研究として斎藤・川本 [2008] と川本・斎藤 [2009] がある。しかしながら, 日本企業と英国・米国企業では親会社-子会社間の資本関係が著しく異なる⁴⁾。たとえば, これまで日本の子会社の多くが分社化によって形成され, 長期にわたり同一の親会社のもとで子会社として存続してきた。これに対し, M&A が積極的に行われている英国や米国では, M&A により子会社となるケースが相対的に多く存在し, 同一の親会社のもとで子会社として存続する期間の短いケースも多いと考えられる。そのため, 本稿では日本の企業グループの特徴を考慮しつつ日本企業における子会社 MBO について分析を行う。

本論文の構成は, 以下のとおりである。2節では, 子会社 MBO および日本の企業グループに関する先行研究について概観し, そのうえで子会社 MBO を実施する親会社の動機に関する仮説を提示する。3節では, サンプルの抽出方法と分析方法について述べる。4節では, 実証結果についてみてみる。最後に, 5節では結論を示す。

図表 1 子会社 MBO と株価効果に関する先行研究

論文	分析期間	国	企業数	CAR 期間	CAR
Hite and Vetsuypens [1989]	1973-1985	米国	151	(-1, 0)	0.55**
Trifts et al. [1990]	1981-1985	米国	91	(-1, 0)	0.80**
Roefeldt and Sicherman [1992]	1980-1987	米国	97	(-1, 0)	1.08***
Briston et al. [1992]	1984-1989	英国	65	(-2, 0)	-0.96***
Davidson and Cheng [1994]	1983-1987	米国	80	(-1, +1)	1.50***
Saadouni et al. [1995]	1981-1991	英国	131	(-2, 0)	-0.01
Saadouni et al. [1996]	1981-1991	英国	121	(-2, 0)	-0.04
川本・斎藤 [2009]	1999-2007	日本	123	(-1, +1)	0.35*

***, **, *は、それぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意。

II. 先行研究と仮説の提示

MBO に関する先行研究の多くが、MBO の公表時における株価の反応に焦点を当ててきた。その結果、MBO の公表に対して当該企業の株価がプラスに反応すること、すなわち MBO が株主価値を高めることが明らかとなっている⁵⁾。さらに、なぜ MBO が当該企業の株主価値を高めるのかに関する仮説として、情報の非対称性仮説、エージェンシー・コスト削減仮説、価値移転仮説、税効果仮説などがある。ただし、前述のように通常の MBO と子会社 MBO は異なるため、これらの仮説が子会社 MBO に必ずしも妥当するわけではない。ここでは、子会社 MBO に関する先行研究のみに焦点をあてる。

1. 子会社 MBO に関する先行研究

子会社 MBO に関する実証研究⁶⁾の多くが、英国や米国の企業を対象として子会社 MBO の公表時における親会社株価の反応に焦点を当て

ている⁷⁾。図表 1 は、子会社 MBO と親会社株価に関する主要な研究結果を表している。同図表より、英国企業を分析対象とした研究ではマイナスに、米国企業や日本企業を対象とした研究では反対にプラスに親会社株価が反応している。

これらの研究は焦点をあてた内容により、①経営効率性の改善、②子会社による私的便益の追求、③エージェンシー問題の緩和、に大別される。ここでは、これらの研究についてみてみる。

①の経営効率性の改善に関する研究として、Hite and Vetsuypens [1989] や川本・斎藤 [2009] がある。Hite and Vetsuypens [1989] は、子会社 MBO が意思決定の迅速化などの経営効率性の改善を親会社にもたらし得るであれば親会社株価がプラスに、反対に子会社 MBO の実施の際に子会社の経営者が専門知識をもちいて私的便益を享受するのであれば株価がマイナスに反応すると考え、151件の子会社 MBO と親会社株価の関係について分析を行った。その結果、株価がプラスに反応したことより、子会

社 MBO が親会社の経営効率性を高め、さらには親会社の株主がその一部を享受することを主張した。

一方、川本・斎藤 [2009] は子会社 MBO が親会社株価にプラスの影響を及ぼすこと、さらには高収益で、子会社の削減を実施している親会社が子会社 MBO を実施する場合に特にプラスに反応することを明らかにしている。この場合、ダウンサイジングの一手段として株式市場が子会社 MBO を評価していると解釈される。

②の子会社の私的便益の追求に関する研究として、Roefeldt and Sicherman [1992] がある。同研究は、親会社と事業活動上の関連性の低い子会社が MBO の対象となる場合、親会社と子会社の経営者の間には当該子会社の事業に関する情報の非対称性が存在すると考え、子会社の経営者は親会社にとって不利な条件で子会社 MBO を行う可能性があると考えた。さらに、子会社 MBO の公表時に取引価格を公表しない場合、親会社にとって不利な取引価格が設定されている可能性があると考えた。実証分析の結果、子会社 MBO に対して親会社株価は有意にプラスに反応するものの、親会社の事業と関連のない子会社においてはプラスの程度が低いこと、取引価格を公表しない方がプラスの程度が低いという結果が得られたことより、情報の非対称性や取引価格公表の有無が株価の反応に影響を及ぼしていることを主張した。

子会社による私的便益の追求のうち、子会社 MBO 時の価格交渉力に着目した研究として Briston et al. [1992] や Saadouni et al. [1995, 1996] がある。Briston et al. [1992] は、英国で実施された65件の子会社 MBO に関する分析を行い、子会社 MBO の公表に対して親会社株価がマイナスに反応することより、子会社の経営

者に有利な条件で交渉が行われることを主張した。

一方、Saadouni et al. [1995, 1996] は英国企業における子会社 MBO が親会社の株主価値を高めない理由として価格交渉力を挙げている。はじめに、Saadouni et al. [1995] は子会社 MBO の公表前には親会社株価が上昇するものの、公表後は低迷することを明らかにし、その理由として子会社の経営者に有利な条件で交渉が行われることを指摘している。つぎに、Saadouni et al. [1996] は、業績の悪化した親会社による子会社 MBO が価格交渉力を低下させると考えた。実証分析の結果、子会社 MBO が親会社の株主価値を高めないこと、さらに業績の悪化した親会社が子会社 MBO を行う場合、親会社の株主価値が低下することを明らかにし、価格交渉力が株価に影響を及ぼしていることを主張した。

③のエージェンシー問題の緩和に関連する研究として、Davidson and Cheng [1994] や Trifts et al. [1990] が挙げられる。Davidson and Cheng [1994] は、子会社 MBO の実施が子会社のエージェンシー問題を緩和するのであれば子会社の株主価値が上昇すること、さらにこの上昇の一部をプレミアムという形で親会社株主が享受することができるのであれば、親会社株主も子会社 MBO のメリットを享受することができると考えた。ただし、親会社と子会社の経営者による交渉が親会社株主のメリット享受の程度を決定すると考え、親会社の財務上の流動性が低いほど、親会社の収益性が低いほど、親会社が頻繁に資産の売却を実施しているほど、親会社の交渉力が弱くなり、その結果として享受するメリットが小さくなると考えた。実証の結果、子会社 MBO に対して親会社の株

主価値が高まること、特に流動性の高い場合には高まるという結果を得たことより、価格交渉力が株主価値に影響を及ぼすことを主張した。

一方, Trifts et al. [1990]は親会社と子会社の経営者の間には情報の非対称性が存在するため、親会社にとって不利な条件で子会社 MBO が実施されるのであれば、子会社 MBO は親会社の株主価値にマイナスの影響を及ぼす。一方、子会社 MBO の実施により子会社に対するモニタリング・コストが低減するのであれば、親会社の株主価値にプラスの影響を及ぼす可能性がある。分析の結果、子会社 MBO に対して親会社株価はプラスに反応していることより、メリットがデメリットを上回ることを主張している。

子会社 MBO 時の株価の反応ではないものの、どのような属性を持つ親会社が子会社 MBO を実施するのかに関する研究として、Haynes et al. [2003]と斎藤・川本 [2008]がある。これらの研究では、それぞれ英国、日本の企業を対象とした実証分析を行い、低パフォーマンスで、負債比率が高く、多角化の程度（以下、多角化度とよぶ）が高い親会社が子会社 MBO を実施する傾向にあることを明らかにしている。

このように、分析対象となる国により子会社 MBO に対する親会社株価の反応が異なること、子会社 MBO が株価に影響を及ぼす要因として、経営効率性や価格交渉力などが指摘されている。また、低パフォーマンスで、負債比率が高く、多角化度の高い親会社が子会社 MBO を実施する傾向にある。

2. 日本企業のグループ戦略

これまで、日本の子会社の多くが分社化によって形成され、長期にわたり同一の親会社のもとで子会社として存続してきた。たとえば、伊藤 他 [1997]によれば、日本企業の子会社の多くが分社化により形成され、子会社のポストが上位になるほど親会社の役員や従業員による兼任がみられるなど親会社と子会社の人的な結びつきが強いことがあきらかとなっている。また、大坪 [2008]によれば少なくとも2000年までは上場子会社の多くが同一の親会社のもとで安定的な資本関係を維持してきた。

一方、英国や米国では M&A が積極的に行われてきたため、M&A を通じて子会社となるケースが相対的に多く存在すると考えられる。さらに、米国企業は1980年代以降、子会社や事業部門の一部を分離するダイベスティチャー（事業の切り離し）を積極的に実施してきた。そのため、長期間にわたり親会社と安定的な資本関係を構築する子会社の割合が日本企業に比べて低いことが予期される。

このような親会社-子会社間の資本関係あるいは人的関係の相違により、英・米企業の子会社 MBO において指摘されている子会社による私的便益の追求やエージェンシー問題、なかでも価格交渉力や情報の非対称性については日本企業の子会社 MBO には該当しないと考えられる。なぜなら、英・米企業と比較した場合、日本の親会社の経営者は子会社の事業により精通していると考えられるためである。

一方、日本企業においては親会社の会計上の業績改善のために子会社を利用してきたといわれる⁸⁾。具体的には、親会社は個別財務諸表の業績の悪化が見込まれる場合、子会社の株式を

売却することなどが挙げられる。これにより、親会社はみずからの個別財務諸表上の利益の増大あるいは平準化を行うことができる。子会社 MBO では、親会社が子会社株式を子会社の経営者へ売却するため、売却によって会計上の利益が増大するのであれば、親会社は会計上の業績を改善するために子会社 MBO を実施している可能性がある。

3. 仮説の提示

日本企業がなぜ子会社 MBO を実施するのかに対する仮説として、親会社利益増大仮説、ダイベスティチャー仮説、負債削減仮説、の3仮説を提示し、これらの仮説について実証分析を行う。

親会社利益増大仮説

「2. 日本企業のグループ戦略」でみたように、日本企業では財務諸表上の業績悪化が見込まれる場合、親会社が子会社 MBO を実施し、利益の増大あるいは損失幅の縮小を行う可能性がある。この場合、会計上の業績が改善するにすぎず、法人税の増大により親会社の株主価値は子会社 MBO により減少する可能性がある。したがって、このような動機にもとづく子会社 MBO は親会社の株主価値の増大に寄与しないことが予想される。

ダイベスティチャー仮説

子会社 MBO の実施により、親会社が当該子会社との資本関係を消失するのであれば、「事業の切り離し」の手段として子会社 MBO を実施している可能性がある。その場合、なぜ事業の切り離しを行う必要があるのかについては、2つの理由が考えられる。ひとつは、多角

化度の低減である。「1. 子会社 MBO に関する先行研究」でみたように、Haynes et al. [2003] などによれば多角化度が高い親会社ほど子会社 MBO を実施する傾向にある。その場合、親会社と関連性の低い事業に従事している子会社が子会社 MBO の対象となる。

もうひとつは、ダウンサイジングのために事業の切り離しを行う可能性がある。「1. 子会社 MBO に関する先行研究」でみたように、川本・斎藤 [2009] では、子会社の削減を実施している親会社が子会社 MBO を実施する場合に親会社株価がプラスに反応することを明らかにしている。したがって、ダウンサイジングを積極的に実施している親会社が規模縮小の手段として子会社 MBO を実施する可能性がある。どちらの場合においても、このような動機にもとづく子会社 MBO は親会社の株主価値の増大に寄与することが予想される⁹⁾。

負債削減仮説

「1. 子会社 MBO に関する先行研究」でみたように、Haynes et al. [2003] や斎藤・川本 [2008] より、負債比率の高い親会社が子会社 MBO を行う傾向にあることが指摘されている。子会社 MBO の実施により、親会社はキャッシュを得ることができる。親会社がこのキャッシュを資本構成の変更にもちいる、すなわち負債削減の資金を獲得するために親会社の子会社 MBO を実施する可能性がある。負債の削減により、親会社の資本構成が最適資本構成に近づくのであれば、Hite and Vetsuypens [1989] の指摘するように子会社 MBO は親会社の経営効率性に寄与するため、親会社の株主価値が増大することが予想される¹⁰⁾。

Ⅲ. サンプル・セレクションと分析方法

1. サンプル・セレクション

レコフ社の『日本企業の M&A データブック 1985-2007 1統計編』より上場している親会社が子会社を対象とした MBO を実施したケースとして 222 ケースを抽出した。このうち、子会社 MBO 直前において親会社の持株比率が 40% 以下¹¹⁾であったケースや親会社の持株比率が不明であったケースをのぞき、190 ケースをサンプルとして抽出した。財務データは東洋経済新報社の「会社財務カルテ CD-ROM」および eol 社の DB Tower Service より、株価データについては東洋経済新報社の「株価 CD-ROM」と日経メディアマーケティングの「Fama-French 関連データ」より、子会社 MBO の公表日についてはレコフ社の公表日と日経テレコン 21 より得た公表日のうち、早いほうを採用した。

上記の手順で抽出した 190 ケースのうち、上場子会社が MBO の対象となっていたのは 4 ケースであった。また、同一の日に同じ親会社のもとで複数の子会社が MBO の対象となる場合、個別のケースとして取り扱っている。

2. 分析方法

ここでは、子会社 MBO の実施前後における親会社の財務数値¹²⁾の変化及び子会社 MBO の公表日前後における親会社株価の反応についてみる。財務数値については、子会社 MBO の実施年を 0 期とし、-5 期から +2 期までの変化についてみる。

親会社利益増大仮説が妥当するのであれば、

親会社は財務諸表上の業績悪化が見込まれる場合に子会社 MBO を実施することが予期される。子会社株式の売却により利益が計上されるのであれば特別利益が増加するため、当期純利益から特別利益を控除した修正当期純利益 (= [当期純利益 - 特別利益] / 総資産額)¹³⁾の変化及びその水準についてみる。親会社利益増大仮説が妥当するのであれば、0 期において修正当期純利益がマイナスとなる、あるいは -5 期から -1 期までと比較して 0 期の値が著しく低いことが予期される。同様に、業種平均の値と比較した場合においても、子会社 MBO を実施する親会社は 0 期において修正当期純利益が相対的に著しく低くなることが予期される。

ダイベスティチャー仮説が妥当するのであれば、親会社と異なる業種に属する子会社が子会社 MBO の対象となること、-1 期から 0 期にかけて親会社の多角化度の低下や本業の割合の増大が予期される。あるいは、-1 期から 0 期にかけて親会社の事業規模の縮小が予期される。多角化度を示す指数として、ハーフィンダル指数¹⁴⁾をもちいる。同指数は、値が大きいほど多角化度が高いことを示すため、子会社 MBO により同指数が低下することが予期される。また、-1 期において総資産額が最大の事業部門を本業として抽出し、本業比率 (= -1 期において総資産額が最大の事業部門の割合) の変化と同業種ダミー (親会社と子会社が同一の業種¹⁵⁾に属していれば 1、そうでなければ 0) についてみる。さらに、事業規模の変化を示す指数として総資産額変化率 (= [当年の総資産額 - 前年の総資産額] / 前年の総資産額 × 100) と従業員数変化率 (= [当年の従業員数 - 前年の従業員数] / 前年の従業員数 × 100) についてみる。

負債削減仮説が妥当するのであれば、0期以降において負債比率の低減が予期される。そこで、負債比率(=有利子負債額/総資産額×100)の変化についてみてみる。子会社MBOにより得た資金をもちいて、親会社が有利子負債額を減少させるのであれば0期以降において負債比率が低減することが予期される。

ダイベスティチャー仮説と負債削減仮説が妥当するのであれば、-1期まではパフォーマンスが低く、0期以降¹⁶⁾は改善することが予期される。そこで、-5期から+2期におけるROA(=総資産事業利益率)の変化についてみてみる。

子会社MBOの公表日前後における親会社株価の反応の測定については、イベント・スタディを行う。子会社MBOが親会社の株主価値を高めるのであれば、株式売却の公表日に株価がプラスに反応することが予期され、その場合にはダイベスティチャー仮説および負債削減仮説と整合的である。反対にマイナスに反応するのであれば、親会社利益増大仮説と整合的である。

$$R_{j,t} - R_{f,t} = a_j + b_j(R_{M,t} - R_{f,t}) + s_jSMB_t + h_jHML_j + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

イベント・スタディについては、日次データをもちい、Fama and French [1993]の3ファクターモデルより個別銘柄の期待収益率を算出する。日次データをもちいて(1)式より個別銘柄の期待収益率を算出する。(1)の $R_{j,t}$ はj銘柄のt日における日次リターン、 $R_{f,t}$ はt日における無リスク利子率、 $R_{M,t}$ はt日におけるマーケット・ポートフォリオの日次リターン、 SMB_t と HML_j はそれぞれ株式時価総額と純資産時価総額比率に関連するファクターである。

各証券の実際の投資収益率と(1)より得られる期待収益率との差はアブノーマル・リターン(AR)であり、証券価格に反映される情報のうち個別企業情報を反映した部分を表す。さらに、ARを各期日について足し合わせたのが累積アブノーマル・リターン(CAR)である。ここでは、公表日を0日とした場合、-130日から-31日までの投資収益率データをもちいて3ファクターモデルの各パラメータを推定する。その際、 $R_{f,t}$ と SMB_t と HML_j については日経メディアマーケティングのFama-Frenchベンチマーク関連データの数値をもちいた。また、 $R_{M,t}$ については、当該企業が上場している市場ごとに時価加重平均ポートフォリオの日次リターンを作成し、それをもちいる。

IV. 実証結果

1. 子会社MBO前後における財務数値の変化

図表2は、子会社MBO直前期(=-1期)における親会社の状況を表している。業種平均調整済修正当期純利益と業種平均調整済ROAについては、当該企業の値から当該企業が属する業種の平均値を控除している。同業種ダミーは平均値が0.3842であり、38%の親会社が子会社と同業種である、いいかえれば62%の親会社は子会社と業種が異なる。また本業比率が平均値においても中央値においても60%近くであり、最大の事業部門が全体の過半数を占めている。親会社による子会社株式の持株比率を示す親会社持株比率については平均値で86%、中央値で100%であり、親会社の持株比率が100%近い子会社が多い。ROAについてはマイナスではないものの、業種平均調整済ROAと修正当

図表2 子会社 MBO 直前期における親会社の状況

	平均値	中央値	標準偏差	サンプル数
同業種ダミー	0.3842	0.0000	0.4877	190
ハーフィンダル指数	0.5144	0.5434	0.2125	162
本業比率	59.3530	58.3800	20.8927	162
親会社持株比率	86.3264	100.0000	18.1362	190
ROA	2.7152	3.6600	8.3958	181
業種平均調整済 ROA	-2.1624	-0.8500	8.3690	181
修正当期純利益	-0.0739	-0.0003	0.2446	188
業種平均調整済修正当期純利益	-0.0812	-0.0080	0.2477	188
負債比率	33.9090	33.3450	23.3175	188
総資産額変化率	22.3871	0.8700	84.1794	187
従業員数変化率	24.3346	1.6400	91.5462	185

(注) これらの数値は、子会社 MBO の前年 (-1 期) の値である。

期純利益は平均値においても中央値においてもマイナスである。

図表3は、子会社 MBO の実施年を0期とした場合、-5期から+2期までの修正当期純利益および ROA の変化を示している。同図表のパネル A より、子会社 MBO が実施される0期において修正当期純利益の平均値および中央値が有意にマイナスである。業種平均調整済修正当期純利益については、0期を含め、多くの期において、平均値および中央値ともに有意にマイナスであり、子会社 MBO を実施する親会社は実施年に限らず、その前後においても同業他社と比較して低パフォーマンスであることがうかがえる。さらに、最下段の A より子会社 MBO 実施前の期間と比較して0期の値がおおむね有意に低いことがわかる。この結果は、親会社利益増大仮説と整合的である。

パネル B については、業種平均調整済 ROA が全てにおいてマイナスであることより、パネ

ル A の結果と同様に親会社は実施年に限らず、その前後においても同業他社と比較してパフォーマンスの低いことがうかがえる。また、下段の B についてはマイナスである場合が多く、子会社 MBO 実施前と比較して実施年の方がパフォーマンスの高いことがうかがえる。反対に、C についてはおおむねプラスであり、子会社 MBO 実施前と比較して実施後の方がパフォーマンスの高いことがうかがえる。

このように、図表3より0期の修正当期純利益がマイナスであった点で親会社利益増大仮説と整合的な結果が得られた。同時に、子会社 MBO 実施前と比較して実施以降において ROA が一部改善しており、部分的ではあるもののダイベスティチャー仮説や負債削減仮説と整合的な結果が得られた。

図表4は、-1期から+2期¹⁷⁾における親会社の多角化度、資本構成および事業規模の変化を示している。ダイベスティチャー仮説が妥当

図表3 親会社の会計上のパフォーマンスの変化

パネルA：修正当期純利益

0：子会社 MBO 実施年	修正当期純利益 (153社)		業種平均調整済修正 当期純利益 (153社)	
	平均値	中央値	平均値	中央値
-5	-0.0219**	0.0021	-0.0209**	0.0003
-4	-0.0127*	0.0019	-0.0105	0.0039
-3	-0.0294**	0.0013	-0.0312**	0.0031
-2	-0.0507***	0.0010	-0.0538***	-0.0041**
-1	-0.0465***	0.0022	-0.0518***	-0.0056***
0	-0.0633***	-0.0015**	-0.0739***	-0.0113***
+1	-0.0672***	0.0059	-0.0822***	-0.0100***
+2	-0.0630***	0.0068	-0.0764***	-0.0052***
A:(-5~-1の平均値)-(0)	0.0311**	-0.0027	0.0402***	0.0119**
値が正の企業の割合	45.10%		59.48%	

***, **, *は、それぞれ1%, 5%, 10%水準で有意。

平均値についてはt検定を、中央値についてはウィルコクソンの順位符号化検定を行っている。

パネルB：ROA

0：子会社 MBO 実施年	ROA (113社)		業種平均調整済 ROA (112社)	
	平均値	中央値	平均値	中央値
-5	3.4163***	2.8700***	-0.5359	-1.2600**
-4	3.4200***	2.7100***	-0.3168	-0.7600*
-3	3.6306***	2.8100***	-0.4756	-0.9350*
-2	3.6138***	3.3600***	-0.7004	-0.6650**
-1	3.7041***	3.3000***	-0.7355	-0.4700
0	4.0707***	4.6300***	-0.8521	-0.0850
+1	4.4087***	4.4700***	-0.7507	-0.5550
+2	4.3828***	4.2400***	-0.9467	-0.2998
B:(-5~-1の平均値)-(0)	-0.5138	-1.1640***	0.2992	-0.3860
値が正の企業の割合	29.20%		38.39%	
C:(+2)-(-1)	0.6788	1.1100***	-0.2112	0.2100
値が正の企業の割合	81.42%		65.18%	

***, **, *は、それぞれ1%, 5%, 10%水準で有意。

平均値についてはt検定を、中央値についてはウィルコクソンの順位符号化検定を行っている。

図表 4 親会社の多角化度、資本構成および事業規模の変化

0 : 子会社 MBO 実施年

		-1	0	+1	+2	(+2) - (-1)	(0) - (-1)
ハーフィンダル 指数	平均値	0.5368	0.5188	0.5221	0.5141	-0.0227*	-0.0180*
	中央値	0.5485	0.5397	0.5565	0.5258	-0.0247***	-0.0060**
	サンプル数	118				118	
本業比率	平均値	57.6850	56.9192	55.2429	55.2726	-2.4124	-0.7658
	中央値	55.8700	53.0950	52.0700	52.1300	0.0600	0.2650
	サンプル数	84				84	
負債比率	平均値	34.7377	33.1519	30.4661	30.4617	-4.2760***	-1.5859
	中央値	34.0400	32.2200	32.3400	29.5800	-2.3900***	-1.8200**
	サンプル数	155				155	
総資産額変化率	平均値	2.3980	-5.7762	-9.8080	-12.1474	-14.5454***	-8.1742**
	中央値	1.0085	0.6875	0.0778	-0.7715	-1.3909***	-0.3210**
	サンプル数	156				156	
従業員数変化率	平均値	19.8607	2.9363	2.5328	2.4055	-17.4552**	-16.9244**
	中央値	0.6343	-1.3509	0.9067	0.7358	0.1909	-1.9852***
	サンプル数	154				154	

***, **, *は、それぞれ1%, 5%, 10%水準で有意。

平均値についてはt検定を、中央値についてはウィルコクソンの順位符号化検定を行っている。

するのであれば、ハーフィンダル指数の低下や本業比率の上昇が予期される。あるいは、総資産額変化率や従業員数変化率の減少が予期される。一方、負債削減仮説が妥当するのであれば負債比率の低下が予期される。

同図表より、ハーフィンダル指数については-1期から+2期にかけても-1期から0期にかけても有意に低下しており、子会社MBOの実施前後を境として多角化度が低減している¹⁸⁾。ただし、その変化は極めて小さいことから、多角化度の低下がその後の企業のパフォーマンスにほとんど影響を及ぼさない可能性がある。

これに対し、本業比率の変化については-1期から+2期にかけても-1期から0期にかけても有意な結果は得られておらず、符号もプラスとマイナスが混在している。

負債比率、総資産額変化率、従業員数変化率については、-1期から+2期にかけても-1期から0期にかけてもおおむね有意にマイナスであり、子会社MBOの実施前後において親会社は負債の削減およびダウンサイジングを行ったことがうかがえる。これらの結果は、川本・斎藤[2009]の結果と整合的であると同時に、ダイベスティチャー仮説および負債削減仮説と整合的である。

図表5 ROA を従属変数とする回帰分析の結果

従属変数	ROA 変化		業種平均調整済 ROA 変化	
定数項	0.6533 (0.7312)	0.9313 (0.7620)	-0.1827 (-0.2168)	0.1021 (0.1161)
同業種ダミー	-0.4542 (-0.1924)	-0.8777 (-0.4496)	-0.4027 (-0.1819)	-0.9388 (-0.4484)
ハーフィンダル指数変化率	-0.0121 (-0.8852)	-0.0097 (-0.5955)	-0.0135 (-0.9957)	-0.0120 (-0.8444)
本業比率変化率	-0.0125 (-0.2043)	-0.0195 (-0.4250)	-0.0133 (-0.2116)	-0.0181 (-0.2865)
負債比率変化率	0.0056** (2.5670)	0.0051* (1.7851)	0.0067*** (3.1612)	0.0061*** (2.7425)
総資産額変化率	-0.0179** (-2.0106)		-0.0218** (-2.4854)	
従業員数変化率		-0.0164** (-2.1426)		-0.0168** (-2.3314)
Adj. R2	0.0594	0.0776	0.1204	0.1229
N	82	82	82	82

***, **, *は、それぞれ1%, 5%, 10%水準で有意。

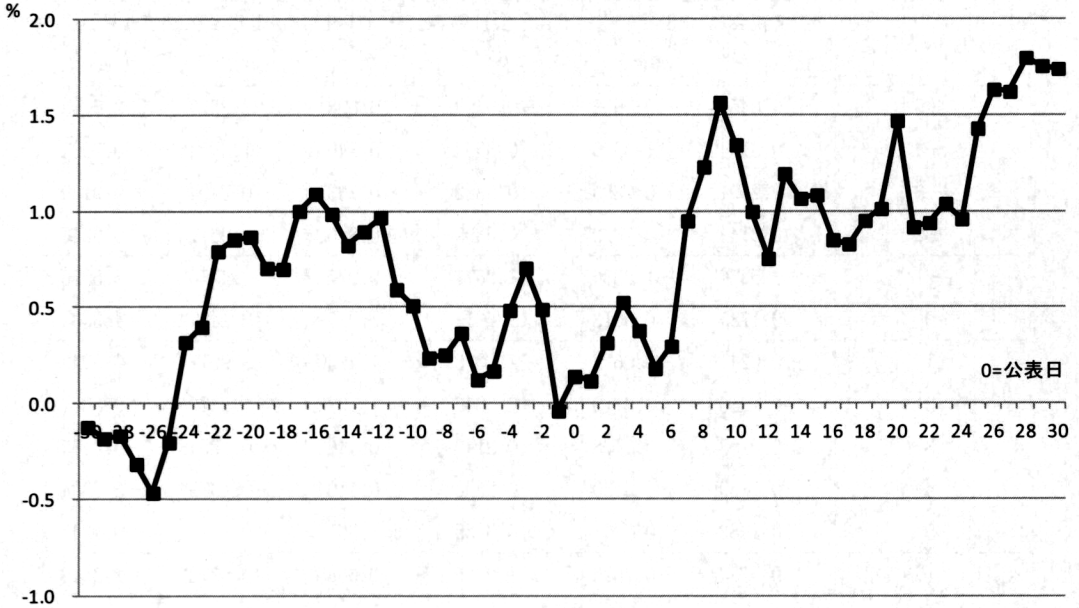
定数項と同業種ダミー以外の変数については、+2期の値から-1期の値を引いた数値である。

最後に、子会社 MBO の実施前後における多角化度の低減、負債比率の低下、あるいはダウンサイジングが親会社のパフォーマンスの改善に寄与したのか否かを示したのが図表5である。同図表は、-1期から+2期までの ROA あるいは業種平均調整済 ROA の変化¹⁹⁾を従属変数とし、-1期から+2期²⁰⁾までの多角化度や本業比率などの変化率を独立変数とする最小二乗法による回帰分析の結果を表している。各変数間の相関係数については、総資産額変化率と従業員数変化率の値が最も高く0.78であった。ダイベスティチャー仮説が妥当するのであれば、ハーフィンダル指数変化率や同業種ダ

ミーの係数が有意にマイナスになること、本業比率変化率が有意にプラスになることが予想される。また、負債削減仮説が妥当するのであれば、ハーフィンダル指数変化率、本業比率変化率、総資産額変化率、従業員数変化率、負債比率変化率において係数が有意となることが予想される。

同図表より、同業種ダミーとハーフィンダル指数変化率、本業比率変化率については全てにおいて有意な結果を得ることができなかった。これに対し、負債比率変化率については有意にプラスに、総資産額変化率と従業員数変化率については有意にマイナスの結果が得られた。す

図表6 子会社 MBO の公表時における親会社株価の反応



なわち、子会社 MBO の実施前後において負債比率を高めた親会社ほど、あるいはダウンサイジングを実施した親会社ほどパフォーマンスを改善させる傾向にある。しかしながら、図表4より子会社 MBO の実施後、親会社は負債比率を低下させていることから、このような負債比率の低下は反対に親会社のパフォーマンスの悪化をもたらしたと考えられる。

これまでの分析より、子会社 MBO を実施する親会社は実施年の修正当期純利益がそれまでの期間と比較して低くなる点で親会社利益増大仮説と整合的な結果が得られた。また、子会社 MBO の実施後に親会社がダウンサイジングを行い、これがパフォーマンスの改善に寄与している点で、ダイベスティチャー仮説とも整合的な結果が得られた。一方、子会社 MBO の実施後において親会社の負債比率が低下し、この低

下が親会社のパフォーマンスの悪化をもたらしていることより、負債削減仮説については支持する結果を得ることができなかった。

2. 株価の反応

図表6は、子会社 MBO の公表日前後における親会社株価の反応を示している。0日前後を境に、CAR はプラスに転じており、子会社 MBO の公表に対して親会社株価はプラスに反応することがうかがえる。

図表7は、図表6の0日前後における株価の反応を示している。サンプルのなかには上場子会社が4社含まれているため、上場子会社とその親会社についてはサブサンプルとして別に結果を表示している。図表6とは異なり、全親会社の結果については-1日に有意にマイナスに反応しており、子会社 MBO が親会社株価へマ

図表7 子会社 MBO 公表時における株価の反応

0 : 公表日	全親会社 (188社)		上場子会社の親会社 (4社)		上場子会社 (4社)	
	AR	t 値	AR	t 値	AR	t 値
-5	0.0454	0.1652	-0.0493	-0.0981	2.2577	2.0193
-4	0.3164	1.3905	0.3994	0.3498	1.3474	0.7004
-3	0.2191	0.7803	-0.5382	-0.7337	-0.7404	-0.9139
-2	-0.2144	-0.7322	-0.5395	-0.8463	0.9517	0.9246
-1	-0.5276*	-1.8336	1.3671	0.9271	0.4558**	5.5956
0	0.1785	0.6013	1.6611	1.0159	12.1497**	4.3634
1	-0.0241	-0.0672	-2.0076	-1.4730	3.9917	0.9242
2	0.1986	0.8119	-0.5047	-1.1978	1.8426	0.8061
3	0.2108	0.7178	-0.3140	-0.4465	-0.1254	-0.2465
4	-0.1469	-0.6150	-0.2698	-0.1104	-0.4975**	-5.0304
5	-0.1982	-0.7761	-0.3435	-1.3614	-0.1517	-0.4247
CAR(-1, +1)	-0.3732	-0.7029	1.0206	0.6685	16.5972*	2.3549
CAR(-5, +5)	0.0576	0.0697	-1.1389	-0.3333	21.4815	2.1785
CAR(-30, +30)	1.7381	0.7006	-8.3366	-0.4252	12.7379	0.6748

***, **, *は、それぞれ1%, 5%, 10%水準で有意。

マイナスの影響を及ぼすことがわかる。また上場子会社の親会社については、全ての結果において有意な結果を得ることができなかったのに対し、上場子会社については-1日および0日において有意にプラスであり、子会社 MBO による親会社からの独立が上場子会社の株価にプラスの影響を及ぼしている。

このように、CAR については子会社 MBO の公表日である0日前後を境に親会社株価は上昇しているものの、-1日に有意にマイナスとなっていることから、川本・斎藤 [2009] の結果とは異なり子会社 MBO の実施は親会社の株主価値にマイナスの影響を及ぼしている。この結果は、親会社利益増大仮説と整合的である。ただし、図表5では子会社 MBO の実施後にダ

ウンサイジングを行った親会社については ROA の改善がみられたことより、継続的にダウンサイジングを実施している親会社については子会社 MBO の実施が親会社の株主価値にプラスの影響を及ぼしている可能性がある。

そこで、子会社 MBO を実施した親会社のうち、-5期から-1期までの総資産額の変化率が下位25%に属する親会社 (=総資産額減少親会社) と上位25%に属する親会社 (=総資産額増加親会社) における株価の反応を示したのが図表8である。

図表8より、子会社 MBO の実施前において総資産額を減少させている総資産額減少親会社については0日において有意にプラスであり、子会社 MBO が親会社の株主価値を高めてい

図表 8 総資産額の変化と株価の反応

0 : 公表日	総資産額増加親会社 (47社)		総資産額減少親会社 (47社)	
	AR	t 値	AR	t 値
-5	-1.2282*	-1.9811	-0.2077	-0.5526
-4	0.1412	0.2989	0.0171	0.0336
-3	-0.1691	-0.3118	0.7200	1.0531
-2	-0.6250	-1.1669	-0.8951**	-2.2165
-1	-0.7768	-0.9129	-0.6677	-1.4960
0	0.3567	0.4473	1.2353**	2.0668
1	0.7658	0.9895	-0.1934	-0.4335
2	1.1341**	2.0444	0.2180	0.4445
3	0.2551	0.4141	-0.1512	-0.1899
4	-0.3929	-0.7216	-0.0731	-0.1702
5	0.2650	0.4277	-1.1358***	-3.1080
CAR(-1, +1)	0.3457	0.2601	0.3742	0.4980
CAR(-5, +5)	-0.2741	-0.1381	-1.1336	-1.0416
CAR(-30, +30)	5.8611	0.9015	-3.0225	-0.8671

***, **, *は、それぞれ1%, 5%, 10%水準で有意。

総資産額増加親会社：-5期から-1期までの総資産額の変化が第一四分位以下に属する親会社

総資産額減少親会社：-5期から-1期までの総資産額の変化が第三四分位以上に属する親会社

る。これに対し、総資産額増加親会社については-1日および0日において有意な結果を得ることができなかった。この結果より、継続的にダウンサイジングを実施している親会社が子会社 MBO を実施する場合のみ、親会社の株主価値が増大すると考えられる。

これまでの結果より、子会社 MBO が親会社の株主価値に与える影響については、全体として株主価値にマイナスの影響を与えることが明らかとなった。ただし、継続的にダウンサイジングを実施している親会社が子会社 MBO を行う場合についてのみ、株価がプラスに反応することについても明らかとなった。

V. おわりに

本稿の目的は、日本の親会社がなぜ子会社 MBO を実施するのか、について実証的に明らかにすることであった。親会社が子会社 MBO を実施する動機として、親会社利益増大仮説、ダイベスティチャー仮説、負債削減仮説の3つの仮説を提示し、これらの仮説について実証分析を行った。その結果、つぎの3点があきらかになった。

第一に、子会社 MBO の実施年において親会社の会計上のパフォーマンスが低下する点である。さらに、子会社 MBO の実施以降において

パフォーマンスの改善を示す結果が部分的ではあるものの得られた。前者は親会社利益増大仮説と、後者はダイベスティチャー仮説や負債削減仮説と整合的である。

第二に、子会社 MBO の実施前後において、親会社の多角化度の低減、負債比率の低下、ダウンサイジングの実施がみられる点である。さらに、このうちダウンサイジングが親会社の ROA の改善に寄与するのに対し、多角化度の低減は寄与しない、負債比率の低下については反対に ROA の低下をもたらすことが明らかとなった。これらの結果のうち、ダウンサイジングによる ROA の改善についてはダイベスティチャー仮説と整合的である。これに対し、負債比率の低下については反対に ROA の低下をもたらしていることより、負債削減仮説を棄却している。

第三に、子会社 MBO の公表に対して親会社株価が全体としてマイナスに反応すること、さらにダウンサイジングを実施している親会社における子会社 MBO についてのみプラスに反応することが明らかとなった。この結果は、ダウンサイジングのために子会社 MBO を実施している一部の親会社については株式市場がプラスに評価するものの、会計上のパフォーマンスを改善させるために子会社 MBO を実施する親会社も混在しており、全体としてはマイナスに反応すると解釈される。

このように、日本の親会社がなぜ子会社 MBO を実施するのかについては、親会社利益増大仮説およびダイベスティチャー仮説と整合的な結果が得られた。この結果は、子会社 MBO を実施する日本企業には、会計上の業績を一時的に高めるために子会社 MBO を実施している企業と事業を切離してダウンサイジング

を実施する一手段として子会社 MBO を実施している企業が混在していることを意味する。ただし、子会社 MBO に対して、全体として親会社株価がマイナスに反応していることより、会計上の業績を高めるために子会社 MBO を実施している企業のほうが多い、あるいは影響力が強いと考えられる。

注

- 1) ワールドの MBO にみられるように、MBO により非上場の企業となったり、MBO を実施するために主として負債による資金調達 (LBO) が行われたりするケースも多い。そのため、MBO の定義には非上場化と LBO を含む場合がある。
- 2) 経済産業省企業価値研究会 [2007] 30頁。
- 3) ここで MBO という場合、多数の株主が存在し、上場している企業において経営者が株式の大部分を取得するようなケースを意味する。
- 4) 大坪 [2011] などを参照。
- 5) DeAngelo et al. [1984], Kaplan [1989], Lehn and Poulsen [1989], Andres et al. [2005], 野瀬・伊藤 [2009] などを参照。
- 6) これらの研究には、子会社と事業部門を対象とした MBO が混在している。
- 7) 実証研究ではないものの、子会社 MBO に関するサーベイ論文として Langhan [1996] がある。
- 8) 田中 [1999] などを参照。
- 9) 米国では1980年代の第四次 M&A ブームの時期に本業と関連性の低い事業部門を対象としたダイベスティチャーを積極的に実施することで非効率な多角化経営を是正し、業績を改善させたことが多くの実証研究より明らかとなっている。また、ダウンサイジングにより最適な規模が実現するのであれば、このような動機にもとづく子会社 MBO は親会社の株主価値を高めることが期待される。
- 10) 負債削減仮説は、パフォーマンスの改善を伴う必然性はない。しなしながら、本稿ではパフォーマンスを高める一手段として子会社 MBO を通じた負債の削減が実施されると仮定する。
- 11) 2000年3月より、子会社であるのか否かの基準が実質支配基準となったのに伴い、親会社が40%以上の持株比率を有していれば子会社に該当する可能性があることから、40%を基準としている。
- 12) 財務数値については、特に表記がないかぎり連結データをもちいている。
- 13) 総資産額で除しているのは、企業規模をコントロールするためである。
- 14) ハーフインダル指数はつぎのように導出している。なお、 P_i は1からn番目までの事業部門を持つ企業におけるi事業部門の総資産額の割合を意味する。

$$\text{ハーフィンダル指数} = 1 - \sum_{i=1}^n (p_i \times p_i)$$

- 15) 業種については、日経業種中分類をもちいている。
 16) ただし、0期以降のどの時期より改善するのは明らかではない。
 17) 子会社 MBO が親会社の多角化度や資本構成に与える影響を分析する場合、厳密には-1期から0期にかけての変化に注目する必要がある。しかしながら、負債比率や従業員数変化率などについては、+1期以降において変化が生じる可能性があるため、ここでは-1期から+2期までの変化についてみる。
 18) ハーフィンダル指数の算出に際し、総資産額を売上高に変更した場合においても結果は同様であった。
 19) +2期の値から-1期の値を引いている。
 20) 独立変数については、-1期から0期までの変化についても同様の分析を行ったものの、結果は-1期から+2期までと同様であった。

参 考 文 献

- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田 修 [1997] 「日本企業の分社化戦略と権限委譲：アンケート調査による分析」『通産研究レビュー』No. 10, 24-63頁。
- 大坪 稔 [2008] 「親会社-上場関係会社間における資本関係の変化に関する実証研究」『日本経営学会誌』第22号, 27-40頁。
- 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。
- 川本真哉・斎藤隆志 [2009] 「MBOによる事業売却と株式市場の評価」『WIAS Discussion Paper』No. 2009-004, 1-24頁。
- 経済産業省企業価値研究会 [2007] 『企業価値の向上および公正な手続確保のための経営陣による企業買収 (MBO) に関する指針』1-23頁。
- 斎藤隆志・川本真哉 [2008] 「企業リストラクチャリングのツールとしてのMBO：売却企業のパフォーマンス・ガバナンス・事業戦略からのアプローチ」『WIAS Discussion Paper』No. 2008-005, 1-22頁。
- 田中隆雄 [1999] 「子会社に対する業績評価の新しい尺度：EVA, キャッシュフローと企業価値」『旬刊経理情報』, No. 892, 13-16頁。
- 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』No. 26, 49-66頁。
- Andres, C., A. Betzer and M. Hoffmann [2005] "Going Private via LBO: Shareholder Gains in the European Market" *Working Paper*.
- Briston, R.J., B. Saadouni, C.A. Mallin and J.A. Coutts [1992] "Management Buyout Announcement and Securities Returns: A UK Study 1984-1989" *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 19, pp. 641-655.
- Davidson III, W.N. and L.T.W. Cheng [1994] "Unit Management Buyouts, Stockholder Wealth, and Selling Firms' Characteristics" *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 24, pp. 563-576.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and E. Rice [1984] "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth" *Journal of Law and Economics*, Vol. 27, pp. 367-402.
- Fama, E.F. and K.R. French [1993] "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds" *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 3-56.
- Haynes, M., S. Thompson and M. Wright [2003] "The Determinants of Corporate Divestment: Evidence from a Panel of UK Firms" *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 52, pp. 147-166.
- Hite, G. and M. Vetsuypens [1989] "Management Buyouts Divisions and Shareholder Wealth" *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 953-970.
- Kaplan, S. [1989] "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value" *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 611-632.
- Langhan, J. [1996] "Wealth Effects and Agency Conflict in Division Management Buyouts" *University of Toronto Faculty of Law Review*, Vol. 54, pp. 193-245.

- Lehn, K. and A. Poulsen [1989] "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions" *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 771-787.
- Roefeldt, R.L. and N.W. Sicherman [1992] "Division Management Buyouts of Unrelated Divisions without a Sale Price Reported" *Journal of Financial Research*, Vol. 15, pp. 297-305.
- Saadouni, R., C.A. Mallin and R.J. Briston [1995] "Management Buyout Announcements and Securities Returns in the UK: Further Evidence for the Period 1981-91" *Applied Financial Economics*, Vol. 5, pp. 243-250.
- Saadouni, R., J. Briston, C.A. Mallin and K. Robbie [1996] "Security Price Reaction to Divest-

ments by Healthy and Financially Distressed Firms: the Case of MBOs" *Applied Financial Economics*, Vol. 6, pp. 85-90.

- Trifts, J.W., N.W. Sichertman, R.L. Roefeldt and F.D. Cossio [1990] "Divestiture to Unit Managers and Shareholder Wealth" *Journal of Financial Research*, Vol. 13, pp. 167-172.

* 本稿の作成にあたり、大坪は日本学術振興会科学研究費補助金（基盤研究(C)，課題番号23530436）の助成を受けている。

大坪 稔（佐賀大学経済学部准教授）
候 博峰（佐賀大学大学院生）