

# 経営者はなぜ MBO をするのか？

## —買収プレミアムから経営者の MBO に対するインセンティブを探る—

吉原正善（東海東京調査センター）

### 経営者がなぜ MBO を選択したのか、3つの仮説を検証する

資金調達を目的として株式公開を目指す経営者がいる一方で、既に上場している企業の経営者が MBO(Management Buyout)を行って非公開化するケースが日本市場でも増えている。本研究の目的は、経営者がなぜ MBO を選択したのかを解き明かすことである。本研究が検証した仮説は、(1) 敵対的な買収やアクティビストからの増配/自社株買いの要求を避けるというガバナンス・コスト削減仮説、(2) 経営陣が出資したエクイティが高い収益を生むという期待収益率仮説、(3)株式市場の資金調達機能が巧く働かなくなったためとする株式市場非効率仮説である。

### MBO のインセンティブは、期待収益率仮説と株式市場非効率仮説が有力

経営者の MBO に対するインセンティブの高さを表す数字として、買収プレミアムがある。買収プレミアムが高ければ高いほど、一般株主から株券を集めて MBO を成功させることができる。買収プレミアムは、現金・有価証券/時価総額、配当利回り、Log(時価総額)の3ファクターで十分に説明力が高いことが、2000年以降の実証分析から判明した。経営者の MBO に対するインセンティブは、経営陣が出資したエクイティのリターンを高めること（期待収益率仮説）、また株式市場の資金調達機能が巧く働かなくなったこと（株式市場非効率仮説）から生じている可能性が高い。

### 経営者による MBO の行為は、株式市場と融資市場の間の裁定取引

成熟してキャッシュフローが安定したサービス、小売り、食品セクターには、優れた投資機会に恵まれずに内部留保している企業が多い。このために株式市場からは低い評価しか受けていない。しかし、一方で財務体質が強固でキャッシュフローが安定しているために、銀行から融資対象としての評価が高い。経営者による MBO の行為は、株式市場と融資市場の間の裁定取引と解釈することができるのではなからうか。MBO が盛んに実施されているサービス、小売り、食品セクターは、非公開化の「リアル・オプション」の価値が反映されていない分、割安に放置されているとも言えるのではなからうか。