

## 公開維持型バイアウト企業の長期パフォーマンス

野瀬義明（筑波大学大学院博士後期課程）

伊藤彰敏（一橋大学大学院）

本研究ではバイアウト・ファンドが参画した公開維持型バイアウト案件を対象に、被買収企業の買収後のパフォーマンスを財務・株式面から検証することで、ファンドが果たす機能について明らかにすることを試みた。具体的には、バイアウト・ファンドの機能として「バリューアップ」「アンダーバリューの解消」「価値の移転（本研究では従業員からに限定）」という仮説を設定し、被買収企業の株式長期パフォーマンスと財務パフォーマンスについて実証分析をおこなったところ、以下の三点が明らかになった。

第一に被買収企業の財務パフォーマンスに関しては、利益率改善、コスト低減、資産回転率向上といった傾向が観測されるものの、統計的な有意性は必ずしも顕著ではなかった。第二にバイアウト・ファンドは資金調達上困難があると思われる企業に対しリスクマネーを供給する際、株価ディスカウントを得ること（結果としてファンドが投資する株価は「アンダーバリュー」となる）で自らの投資リターンは確保していた。第三に、買収後に弱いながらも業績改善（バリューアップ）と認めうる事象が確認された。

これら結果はまず、「アンダーバリュー解消仮説」を否定しないものである。バイアウト・ファンドはアンダーバリュー銘柄を選び出すスキルに長けており、選んだ株式の水準訂正を実現することで自らや他の株主に対しリターンをもたらす機能があるものと思われる。また、バイアウト・ファンドは、資金調達困難企業に対し自らの投資収益を得る程度にアンダーバリューとなるようディスカウント率を設定して、リスクマネーを供給する機能もあると考えられる。次に、弱い傾向ながらも業績改善が見られることから「バリューアップ仮説」も完全には否定されない。株式長期リターンの源泉として役員インセンティブ向上（＝エージェンシーコストの低減）があると認めうる実証結果を得ており、これは、バイアウト・ファンドが投資先企業の役員に対して各種のインセンティブを与えてバリューアップを狙っているという実務面での特徴と整合する。「価値移転仮説」については、被買収企業で従業員数減少という事象が観測されるものの、その減少が株式リターンや収益性向上の源泉であるとは認められず、仮説は今回のサンプルでは支持されなかった。

本研究によって我が国の公開維持型バイアウトの買収後パフォーマンスが明らかになった。ただし、明らかになったのは黎明期の今の状況であり、バイアウト投資が今後成熟していくなかで、パフォーマンスの状況やバイアウト・ファンドの貢献度も変化すると思われる。よって継続的なフォローが今後の課題である。