

## 第1日午後 第3会場 自由論題報告要旨

### 非上場化企業の特性に関する研究

#### －MBOによる非上場化の分析－

松田千恵子（筑波大学ビジネス科学研究科）

山田雄二（筑波大学ビジネスサイエンス系）

近年、我が国の株式市場では、経営陣による自社買収(Management Buyout、MBO)などによる非上場化が目立つようになってきている。従来、上場廃止となる企業は少なく、主として倒産等により市場からの退出を余儀なくされたり、合併を行ったりする場合に限られていた。1990年代後半より上場廃止となる企業数は増え始め、近年では毎年50件以上の企業が自主的に株式市場から退出している。

そこで本研究では自主的な非上場化、その中でも近年増加傾向にあるMBOに焦点を当て、その特性に関して分析を行うこととした。本研究では企業の財務的特性に焦点を当て、先行研究において指摘されているような財務的特性が我が国でも同様にみられるのか、我が国の株式市場及び企業経営が持つ特徴がMBO企業の財務的特性にも影響を与えている可能性は無いのか、といった点を明らかにする。具体的には、MBO企業を7つの財務指標により事前に判別可能だとしたMaupin(1987)などの研究結果や、MBOにおける株主の超過リターンの源泉に関する主として米国における複数の仮説（エージェンシーコスト削減仮説、節税効果仮説、アンダーバリュー解消仮説、価値の移転説）が我が国のMBO事例にも当てはまるのかといった点を検証するとともに、1990年代後半から顕著となってきた我が国株式市場の変化を考慮してEvans(2005)などが指摘する買収脅威仮説等についても採り上げ、定量的な財務数値だけではなく、株主カテゴリー毎の持株比率など企業統治に関する指標も用いて分析を行った。手法としては、2000年から2012年までに東京証券取引所の第一部、第二部上場企業において行われたMBOによる非上場化企業群の非上場化前二期間の財務データ計68件を用いて、同期間に上場を維持していた企業群の同データとの二群比較及びロジスティック回帰分析を行った。その結果、我が国のMBOによる非上場化企業には、キャッシュリッチであり有利子負債依存度が低いなど、エージェンシーコスト削減仮説や節税効果仮説、アンダーバリュー解消仮説を支持する幾つの特徴がみられることが分かった。また、海外の先行研究ではMBO企業では役員持株比率が高いという結果が多く見られるところ、我が国では逆に役員持株比率が有意に低いなど、企業統治に関する指標において、既存の海外先行研究とは異なる我が国独自の特徴を初めて明らかにすることができた。