

株式非公開化の動機に関するテキストデータ分析

——MBO と完全子会社の比較を中心に——

川 本 真 哉

南山大学経済学部

要 旨：

本稿では、公開買付届出書のテキストデータを解析することで、株式非公開化の動機、少数株主の富への影響について検証した。分析の結果、MBO 案件と支配株主による完全子会社化案件とも、非公開化を通じ、上場維持コストの削減をしようとしていることがわかった。そのうえで、MBO 案件では、抜本的なリストラクチャリングを実施することを志向しているのに対し、完全子会社化案件では、親会社やグループ企業との連携を深め、グループ全体の企業価値向上を目指していることが明らかとなった。また、パイアウト・ファンド関与案件では、「コスト」や「抜本」という単語の記載を避ける傾向にあった。さらに、買収プレミアムの検証では、「コスト」のみがその水準を引き上げていることが示された。

キーワード：

MBO, 完全子会社化, テキストデータ, MeCab, 共起語

目 次：

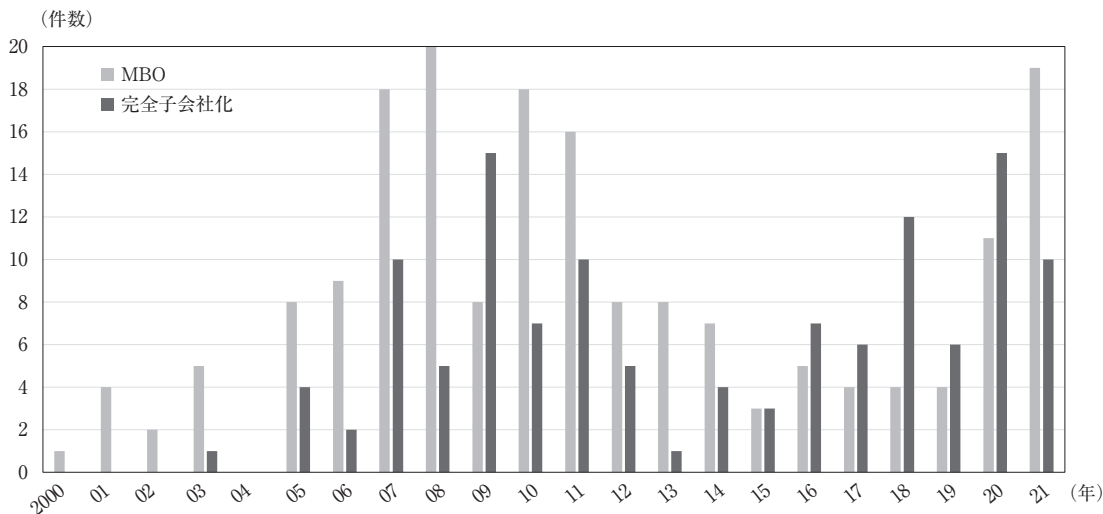
1. はじめに
2. 非公開化の動機と単語頻度
3. 推計モデル
4. 推計結果
5. 結論と課題

1. はじめに

1999年に旧商法で施行されて以来、長らく株式交換は日本のM&Aの実施において主流を占めてきた。ただし、ここ数年では、こうした動きに変化が起きている。レコフデータの調査によると、株式交付によるM&Aは減少傾向にあり、金銭を対価とするTOBが増加しているという。2020年には52件中43件(82.7%)が金銭対価に該当した(吉富[2022])。

その要因としては、近年のキャッシュ・アウトのスキーム進化が指摘できる。日本のキャッシュ・アウトは2003年の産業活力再生特別措置法の特例で認められ、2006年施行の会社法における全部取得条項付種類株式によって普及した。そして、2014年改正会社法では、「特別支配株主の株式等売渡請求」の新設や「株式併合」制度の見直しもあり、少数株主の締め出しの機動性が向上するとともに、株式買取請求制度が追加され、少数株主の保護に留意が払われた¹⁾。このほか、キャッシュ・アウトを利用す

図1 キャッシュアウトによる非公開化



る理由として、外国人投資家のプレゼンスが高まり、手元流動性の活用方法に厳しい視線が注がれている状況下において、キャッシュをM&Aに戦略的に利用しつつ、株主数の増加を回避したいという企業側の思惑もあるとみられる。この結果、キャッシュ・アウトによる非公開化の件数は増加し、2021年までにMBOと支配株主による完全子会社化（以下「完全子会社化」）の2つのケースで累計245件を数え、直近では29件と最高水準に達した（図1）。キャッシュ・アウトは株式非公開化のスキームとして、いまやスタンダードになったと理解できよう。

こうした非公開化の動機や少数株主の富に与える影響に関しては、国内外で多くの研究が蓄積されている。特に、株価が低迷している際にバイアウトが行われる傾向にあるという「アンダーバリュエーションの解消」仮説、買収に手元資金を使用することで将来的な浪費を抑制するために行われるという「フリーキャッシュフローの削減」仮説、買収資金に借入を活用することで利払いが上昇（その損金算入）するという「負債の節税効果（tax shield）」仮説、バイアウトに経営陣が参加することを通じ彼らのモチベーションアップが期待できるという「イン

センティブ・リアライメント」仮説、などが有力である。

ただし、以上の検証は、企業の財務情報を使用したもので、非公開化を実施した企業の「生の声」を聞いたものではない。実際に、買収側はいかなる動機をバイアウトの理由として挙げているのであろうか。それを知るアプローチの1つとして、各案件の公開買付届出書の記載に着目するという方法がある²⁾。今日ほとんどの案件において、公開買付届出書のフォーマットは「公開買付概要」、「公開買付者の状況」以下、5部構成となっている（表1）。公正性担保措置の内容など、その多くは企業間で差異のない画一的な記載である。ただし、第1部の3「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針」（以下、「公開買付けの背景」）の箇所は、それぞれの企業が置かれている業界環境、それまでの経営への取り組みの経緯もあって、かなり企業間で記載にバリエーションがある。この箇所を丹念に分析することで、これまでの財務情報を用いた先行研究とは異なった、非公開化の動機に関する新たな知見を獲得できる可能性がある。

そこで本稿では、上記「公開買付けの背景」

表1 公開買付届出書の構造(チトヒア投資, 2019年12月24日)

第1 【公開買付概要】	<ol style="list-style-type: none"> 1 【対象者名】 2 【買付け等をする株式等の種類】 3 【買付け等の目的】 <ol style="list-style-type: none"> (1) 本公開買付けの概要 (2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景, 目的及び意思決定の過程, 並びに本公開買付け後の経営方針 (3) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等, 本公開買付けの公正性を担保するための措置 (4) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買取に関する事項) (5) 上場廃止となる見込み及びその理由 (6) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項 4 【買付け等の期間, 買付け等の価格及び買付予定の株券等の数】 5 【買付け等を行った後における株券等所有割合】 6 【株券等の取得に関する許可等】 7 【応募及び契約の解除の方法】 8 【買付け等に要する資金】 9 【買付け等の対価とする有価証券の発行者の状況】 10 【決済の方法】 11 【その他買付け等の条件及び方法】
第2 【公開買付者の状況】	<ol style="list-style-type: none"> 1 【会社の場合】 2 【会社以外の団体の場合】 3 【個人の場合】
第3 【公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況】	<ol style="list-style-type: none"> 1 【株券等の所有状況】 2 【株券等の取引状況】 3 【当該株券等に関して締結されている重要な契約】 4 【届出書の提出日以後に株券等の買付け等を行う旨の契約】
第4 【公開買付者と対象者との取引等】	<ol style="list-style-type: none"> 1 【公開買付者と対象者又はその役員との間の取引の有無及び内容】 2 【公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容】
第5 【対象者の状況】	<ol style="list-style-type: none"> 1 【最近3年間の損益状況等】 2 【株価の状況】 3 【株主の状況】 4 【継続開示会社たる対象者に関する事項】 5 【伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容等】 6 【その他】

の記載を対象に, テキストデータ分析を行い, キャッシュ・アウトを実施したMBO案件と完全子会社化案件の非公開化の動機, および少数株主の富への影響を探っていくこととする。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では, テキストデータ分析の手順を説明したうえで, 「公開買付けの背景」で多く登場した単

語, 非公開化に関連する用語の頻度等について概観する。第3節と第4節では, テキストデータを導入して, 回帰分析を試みる。具体的には, 非公開化の動機を特徴づける用語の決定要因, それらテキスト情報が買取プレミアムに与えた影響について検証する。第5節は結論と今後の研究の展望にあてられる。

- 1) キャッシュアウトスキームの内容、変遷については、松尾ほか〔2021〕、川本〔2022〕、家田・川本〔2022〕を参照されたい。
- 2) なお、有価証券報告書のテキストデータ分析を行った成果として、矢澤ほか〔2022〕がある。

2. 非公開化の動機と単語頻度

(1) 非公開化の動機

冒頭で触れたように、非公開化の動機として、先行研究では①アンダーバリュエーションの解消、②負債の節税効果、③フリーキャッシュフローの削減、④インセンティブ・リアライメント、⑤ブロックホルダーによるモニタリング（コントロール）、⑥上場維持コストの削減、⑦抜本的なリストラクチャリングの実施、⑧親会社やグループ企業とのシナジーの創造、などが取り上げられてきた（表2）³⁾。本稿では、これら動機を代理する単語として、冒頭で言及したように、公開買付届出書の「公開買付けの背景」部分から、同表で挙げたような「対象語」の記載を抽出していく⁴⁾。

対象とする案件は、表1のような届出書のフォーマットが採用された、2005年から2021年末までの非公開化型MBO122件、完全子会社化74件である。各案件の公開買付届出書はプロネクサス「eol」から取得した。テキスト情報の分析にあたっては、プログラミング言語としてはR、形態素解析システムとしてはMeCab、辞書としてはIPAdicを使用した⁵⁾。

イメージを得るための一例として、アートコーポレーションの公開買付届出書（2011年2月7日提出）の該当部分の一部を挙げておこう。

近年、金融商品取引法の改正を始め、資本市場に対する各種規制が強化されたことに伴い、株主総会運営、監査・内部統制制度関連の対応等、株式の上場を維持するために必要な負担が急速に増大しております。また、こうした傾向は、今後さらに増大することが予想されることから、株式の上場を維持することが対象者の経

営上の負担になる可能性があります。

これらの状況を踏まえ、公開買付者は、企業価値の向上を図るための経営改革に伴うリスクから対象者の一般株主の皆様の利益を守るとともに、対象者を中長期的に支援するため、MBOの手法により、公開買付者が対象者の株式を取得することによって対象者の普通株式を非公開化して、公開買付者の代表取締役である寺田千代乃氏のリーダーシップの下で、短期的な業績の変化に左右されることなく、対象者の経営陣及び従業員が一丸となって変革に取り組む体制を構築し、経営の変革を遂行していくとともに、併せて上場維持に伴うコストの削減を図ることが最も有効な手段であるという結論に至りました。

以上の記載から、同社が上場維持コストの削減、中長期視野でのリストラクチャリング実施（それによる短期的な株価への負の影響）を目的として、非公開化を選択した様子がよくわかる。

(2) 全体の出現頻度

まず、「背景」に記載された総単語数から確認していこう（図2）。同図によると、2005年には平均1,600字程度であった単語数が、その後、右肩上がりに増加し、直近では4,800字を超えていることがわかる。少数株主に対する非公開化の目的や影響、買収後のプランなどの説明が充実している（あるいは、買収者にとっては説明責任が増している）状況が確認できる。

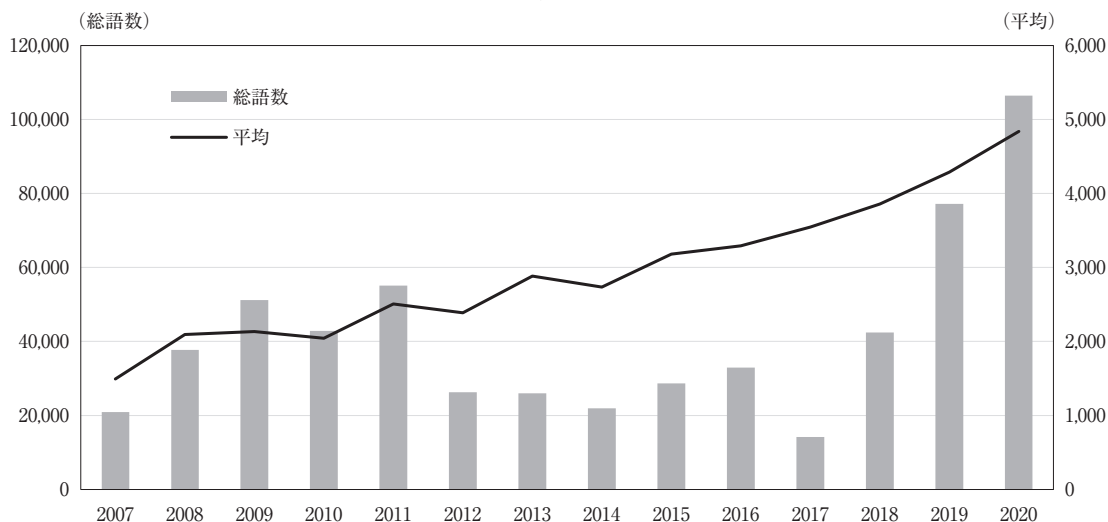
つぎに、同記載における単語の出現頻度（名詞、50位）を確認してみた⁶⁾。MBO案件では、「対象者」（1位、4,526語）がトップとなり、ついで、「公開買付」（2位、2,453語）「事業」（3位、1,983語）と続く（表3パネルA）。そのほか、50位以内に入った名詞で特徴的なものとして、「価値」（17位、542語）、「グループ」（19位、505語）、「改革」（34位、368語）、「維持」（39位、344語）、「中長期」（40位、337語）などがみかけられる。

一方、完全子会社化案件についても、「対象

表2 非公開化の動機に関する仮説と対象語

仮説	内容	先行研究	対象語
① アンダーバリエーションの解消	株価が低迷していると、インサイダーにとっては安価に当該企業が買収できる。	Amihud [1989]	過小
② 負債の節税効果 (tax shield)	買収がLBOのスキームを取る場合、利払いは損金算入となるので、節税を狙って買収を行う。	Kaplan [1989b]	節税
③ フリーキャッシュフローの削減	買収コストを手元流動性で賄うことで、将来的な浪費が抑制でき、企業価値が維持できる。	Lehn and Poulsen [1989]	キャッシュフロー
④ インセンティブ・リアライメント	パイアウトに経営陣が参加することで、彼らのインセンティブ向上につながり、企業価値向上が期待できる。	Kaplan [1989a]	インセンティブ, モチベーション
⑤ コントロール	対象企業にブロックホルダーが存在しない場合、パイアウト後に登場する支配株主のモニタリングによって、経営効率が上昇する。	Renneboog et al. [2007]	支配, コントロール, モニタリング
⑥ 上場維持コストの削減	株主総会開催費用, IR, 四半期決算, 内部統制など上場時に必要となるコストを節約できる。	Thomsen and Vinten [2014]	コスト
⑦ リストラクチャリング	非公開化することで、短期的なマーケットの動向を気にせず、抜本的な事業再構築が行える。	Slovin and Sushka [1998]	抜本, 改革
⑧ シナジーの創造	親会社, グループ企業との連携が図りやすくなり、シナジーが生み出されやすい。	Slovin and Sushka [1998]	シナジー

図2 「公開買い付けの背景」総語数の推移



者」, 「事業」など上位の顔ぶれはMBOと変わらない。それ以外の名詞でこのケースでは, 「グループ」(5位, 786語), 「子会社」(8位, 404語), 「価値」(17位, 297語), 「完全」(22位, 252語), 「販売」(28位, 232語), 「戦略」(34位, 192語), 「製品」(35位, 191語), 「技術」(37位, 183語)などが注目される。

両タイプで「価値」の向上を目的としつつも, MBOが中長期的な経営視野での改革を目的とする一方で, 完全子会社化がグループ企業との戦略や技術上の連携を志向している様子がうかがえる。

(3) 「動機」に関連する単語頻度

では, 先行研究で取り上げられてきた非公開化の動機を表す用語の登場頻度はどのようなものなのであろうか⁷⁾。MBO案件では, 「価値」(頻度: 542語, 千語当たりの相対頻度: 1.82語, 以下同), 「コスト」(274語, 0.92語), 「抜本」(219語, 0.74語)の頻度が高い(図3(a))。非公開化による上場維持コストの削減, 抜本的な改革, それらによる価値向上が主な動機として記載されていることがわかる。また「創業」がそれらに続き(181語, 0.61語), 創業者一族によってMBOが実行されている可能性も示唆される。これはファミリーによるMBOが一定

割合占めることを明らかにした川本〔2022〕と整合的な結果である。

それに対し, 「キャッシュフロー」, 「モチベーション」, 「インセンティブ」, 「過少」, 「節税」は2語以下に過ぎない。従来, MBOの実施要因で取り上げられてきた, フリーキャッシュフローの削減やインセンティブ・リアライメントは, 少なくとも公開買付届出書における動機としては強調されていない。

完全子会社化案件については, 「価値」(297語, 0.21語)や「コスト」(63語, 0.05語)が上位にくるのは同様である(図3(b))。MBOの動機と異なる点は, 「シナジー」(54語, 0.4語)が第3位に入っていることである。やはり当該企業と親会社, あるいはグループ企業との連携強化が完全子会社化の動機となっていることがイメージできる。

(4) 共起語

ところで, 上記の「動機」を特徴づける単語は, 他のどのような単語とともに登場しやすいのであろうか。この点については, 対象となっている語(ここでは, 「コスト」「価値」など動機に関する語)の「共起語」(対象語の前後近くに登場する語)を検索することによって調べることが可能である。以下では, 登場頻度が高

表3 「公開買い付けの背景」出現頻度（名詞，上位50単語）

パネルA：MBO（総語数=297,826）

順位	単語	出現頻度	順位	単語	出現頻度	順位	単語	出現頻度
1	対象者	4526	18	可能	525	35	予定	362
2	公開買付	2453	19	グループ	505	36	会社	352
3	事業	1983	20	環境	484	37	代表	345
4	経営	1492	21	価格	483	38	成長	345
5	平成	1383	22	投資	446	39	維持	344
6	取引	1049	23	証券	441	40	中長期	337
7	株式	1046	24	決定	429	41	結果	335
8	企業	771	25	検討	405	42	皆様	327
9	取締役	760	26	開発	399	43	収益	319
10	株主	732	27	強化	388	44	サービス	319
11	株式会社	693	28	利益	387	45	商品	315
12	市場	677	29	販売	385	46	実行	313
13	上場	603	30	状況	377	47	実現	310
14	向上	597	31	拡大	369	48	業績	305
15	必要	573	32	体制	368	49	顧客	302
16	実施	548	33	今後	368	50	現在	301
17	価値	542	34	改革	368			

パネルB：完全子会社化（総語数=139,033）

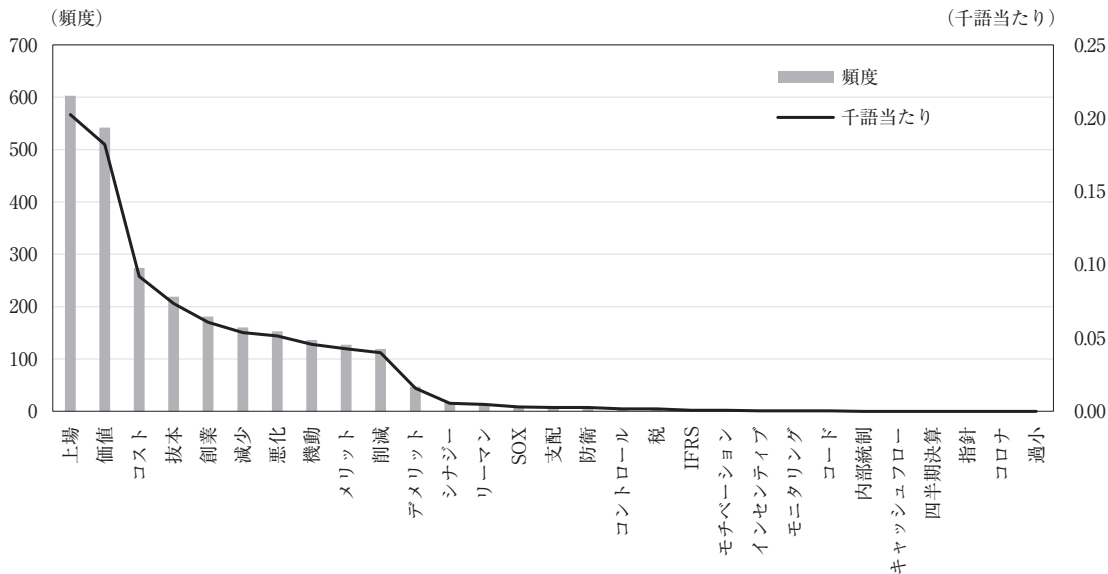
順位	単語	出現頻度	順位	単語	出現頻度	順位	単語	出現頻度
1	対象者	2252	18	決定	278	35	製品	191
2	事業	1494	19	向上	274	36	株主	185
3	公開買付	1306	20	開発	269	37	技術	183
4	当社	870	21	会社	263	38	構築	180
5	グループ	786	22	完全	252	39	情報	175
6	平成	655	23	拡大	252	40	協議	174
7	経営	612	24	体制	241	41	買付け	171
8	子会社	404	25	成長	235	42	必要	169
9	取引	371	26	システム	234	43	実現	169
10	企業	363	27	環境	233	44	意思	164
11	株式	351	28	販売	232	45	利益	163
12	強化	336	29	実施	226	46	関連	163
13	サービス	317	30	可能	207	47	算定	161
14	価格	314	31	検討	203	48	展開	156
15	株式会社	303	32	提供	201	49	措置	156
16	市場	302	33	分野	194	50	活用	153
17	価値	297	34	戦略	192			

かった、MBO 案件では「価値」、「コスト」、「抜本」、「創業」（表4）、完全子会社化案件では「価値」、「コスト」、「シナジー」の共起語を検出してみた（表5）⁸⁾。検索語と対象語の共起頻度は、平均値の差の検定で使用されるT値、言語学における相互情報量に基づくMI値で判断できる。前者については2、後者につい

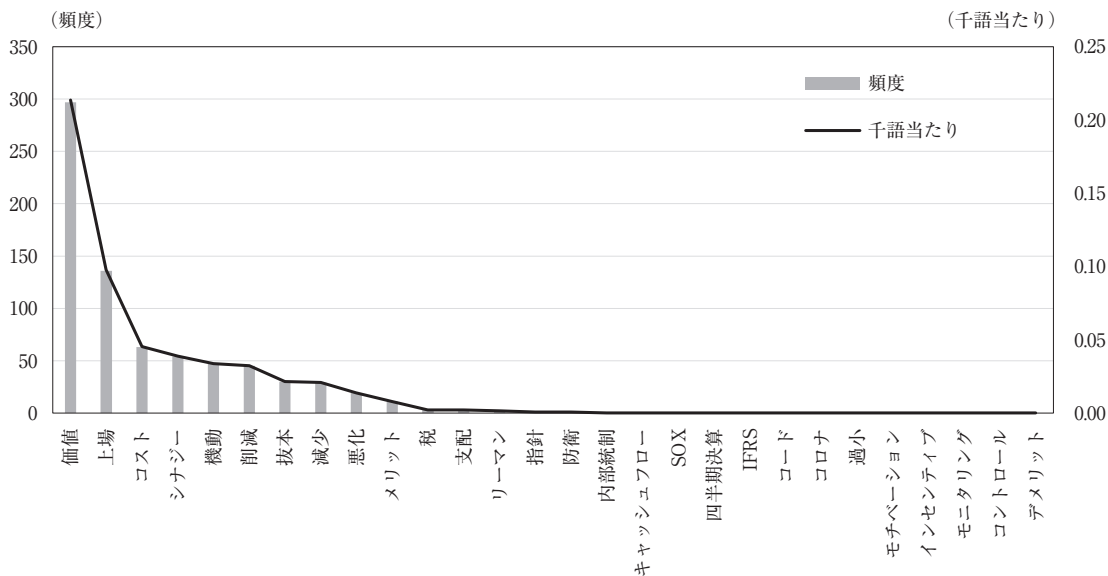
ては1.58が目安になるが（石田〔2017〕）、掲載したいずれの単語もこの基準をクリアしていることがわかる。

その中身についてみていくと、MBO 案件の「コスト」においては、やはり「削減」との共起性が高い（表4パネルA）。この単語と並んで、「総会」、「維持」、「運営」といったところ

図3 非公開化の動機を表す用語の登場頻度
(a) MBO (総語数 = 297,826)



(b) 完全子会社化 (総語数 = 139,033)



が入っていることから、コストのなかでも、特に上場維持コスト、とりわけ株主総会の運営コストの削減を目的としていることがわかる。上場維持コストの削減といえば、従来、四半期決算の公表や内部統制に関わる監査報酬などの直接的、あるいは事務作業などに要する間接的なコストが指摘されてきたことから、これは興味

深い結果である。また、「抜本」は「改革」、「構造」、「事業」とともに、「(パネルB)」、「価値」は「中長期」といった単語とともに記載される傾向にある(パネルC)。注目されるのは「創業」であり、「一族」といった用語のほか、「カーライル・グループ」が上位に入り、共起性も高い。同グループが創業者一族と組ん

表 4 MBO の共起語
パネル C：価値

パネル A：コスト

単語	Before	After	Span	Total	T	MI
削減	3	76	79	119	8,7615	6.1325
必要	56	5	61	573	7.1160	3.4919
増加	3	43	46	206	6.4949	4.5606
総会	3	29	32	69	5.5414	5.6150
維持	32	1	33	344	5.1779	3.3417
運営	2	26	28	163	5.0000	4.1822
株主	5	31	36	732	4.8456	2.3778
上場	26	4	30	603	4.4355	2.3944
増大	0	13	13	69	3.4245	4.3154
キャッシュ	0	11	11	60	3.1454	4.2761

パネル B：抜本

単語	Before	After	Span	Total	T	MI
改革	2	125	127	368	11.0225	5.5119
構造	19	26	45	189	6.4951	4.9764
経営	18	42	60	1492	6.2892	2.4106
事業	29	36	65	1983	6.2020	2.1157
視点	33	0	33	100	5.6129	5.4473
見直し	4	20	24	68	4.7940	5.5443
機動	0	20	20	136	4.2421	4.2812
取り組み	0	14	14	50	3.6406	5.2103
構築	5	11	16	295	3.4422	2.8422
戦略	12	0	12	224	2.9750	2.8244

パネル D：創業

単語	Before	After	Span	Total	T	MI
以来	1	46	47	101	6.7636	6.2181
者	15	44	59	1472	6.4832	2.6808
家	1	27	28	71	5.2076	5.9793
昭和	9	13	22	284	4.3119	3.6314
一族	1	14	15	15	3.8488	7.3217
株主	1	18	19	732	3.3092	2.0539
対象者	34	11	45	4526	2.4907	0.6696
培う	1	5	6	21	2.3959	5.5144
カーライル・グループ	2	3	5	22	2.1746	5.1842
当初	0	5	5	51	2.0935	3.9712

パネル C：価値

単語	Before	After	Span	Total	T	MI
企業	380	5	385	771	18.8859	4.7375
向上	2	328	330	597	17.5508	4.8842
中長期	87	15	102	337	9.4749	4.0152
算定	7	63	70	148	8.0355	4.6592
付加	62	0	62	63	7.7242	5.7163
株式	75	3	78	1046	6.6149	1.9942
対象者	165	3	168	4526	6.4253	0.9877
持続	25	4	29	72	5.1349	4.4275
資する	0	26	26	39	4.9559	5.1545
視点	10	12	22	100	4.2913	3.5550

表5 完全子会社化の共起語

パネルA：コスト

単語	Before	After	Span	Total	T	MI
削減	1	27	28	45	5.2517	7.0548
維持	10	0	10	57	3.0779	5.2283
軽減	2	7	9	10	2.9844	7.5873
上場	10	0	10	136	2.9610	3.9737
負担	2	6	8	13	2.8069	7.0388
構造	2	6	8	50	2.7457	5.0954
低減	0	6	6	12	2.4266	6.7393
管理	6	0	6	59	2.3368	4.4416
伴う	4	1	5	49	2.1335	4.4465
期待	0	5	5	78	2.0728	3.7758

パネルB：価値

単語	Before	After	Span	Total	T	MI
企業	187	2	189	363	13.1652	4.5606
向上	1	162	163	274	12.2936	4.7529
株式	71	0	71	351	7.5071	3.1967
算定	10	46	56	161	7.0086	3.9787
付加	26	0	26	31	4.9649	5.2485
全体	26	1	27	130	4.6442	3.2348
グループ	45	4	49	786	4.5226	1.4986
両社	23	0	23	79	4.4324	3.7220
資する	0	19	19	44	4.1362	4.2907
図る	2	18	20	204	3.4657	2.1517

パネルC：シナジー

単語	Before	After	Span	Total	T	MI
効果	0	20	20	62	4.4388	7.0664
実現	0	15	15	169	3.7680	5.2046
事業	14	1	15	1494	2.9445	2.0606
向ける	0	8	8	76	2.7638	5.4507
追求	0	6	6	27	2.4230	6.5287
見込む	4	2	6	61	2.3896	5.3529
発生	4	1	5	15	2.2199	7.1137
最大限	0	4	4	33	1.9603	5.6542
創出	0	4	4	34	1.9591	5.6112
グループ	7	0	7	786	1.9307	1.8876

でMBOを行っている様子がかがえる。

完全子会社化案件に関しては、「コスト」は「削減」、「維持」といった単語とともに登場するという点では、MBOと同様である（表5パネルA）。ただし、「価値」は「グループ」と、「シナジー」は「事業」と共起度が強く、この企業群においては、やはり当該企業にとどまらず、グループの企業価値上昇を目指して非公開

化がなされていることが理解できる。

以上まとめると、両案件とも非公開化の目的として企業価値の向上を掲げ、その手段として上場維持コストの削減を挙げているところでは共通している。もっとも、それに付け加え、MBO案件では抜本的な経営改革による中長期的な価値向上が強調されているのに対し、完全子会社化案件では、親会社、そしてグループ企

業とのシナジー創出によるグループ価値向上を志向されているという点も違いがある。では、これらの将来的な企業価値向上に向けた手段の差異は、どのように決定され、そして少数株主がキャッシュ・アウトされる際の買取プレミアムにいかなる影響を与えているのであろうか。以下、これらの点について検証を試みる。

- 3) これら仮説の背景については川本〔2022〕で解説する機会があった。詳しくは、同書第1章等をご覧ください。
- 4) 同表で示したような対象語のほか、「アンダーバリュエーションの解消」仮説については「過小評価」、「負債の節税効果」仮説については「利払い」、「フリーキャッシュフローの削減」については「余剰資金」といった単語でも検索してみたが、それらはほとんど抽出されることはなかった。
- 5) 形態素解析辞書としてこのほか、NEologd などがあがるが、「シナジー」などが単独で抽出できないため、今回は使用しなかった。
- 6) 表3から表5にかけて、記号や数値、名詞の一部など、明らかに名詞ではない（あるいは独立した語として判断するのが難しい）単語が抽出された場合は除いた。
- 7) 両案件とも、全期間の集計に加え、前半（2013年まで）と後半（2014年以降）で分割してみたが、全期間の傾向とそれほど変わらなかった。
- 8) 本稿では共起語のスパンとして、検索語の前後5つまでの単語を対象とするよう設定した。

3. 推計モデル

(1) 非公開化の動機

以上の公開買付届出書のテキスト分析からは、「上場維持コストの削減」や「シナジーの創出」、あるいは「企業・株主価値向上」などが非公開化の動機となっていることがわかった。これを踏まえ、以下ではそれら動機の記載の決定要因、及び同記載が買取プレミアムに与えた効果について検証していく。分析は2020年末までに公開買付けを実施したMBO122件、支配株主（親会社）による完全子会社化74件を対象とする。財務データは日経メディアマーケティング「NEEDS-FinancialQUEST」から、株価データは同「NEEDS 株式日次収益率データ」、東洋経済新報社「株価 CD-ROM」から取得した。

推計については、つぎの2つのモデルからアプローチする。いずれも OLS を利用した⁹⁾。

$$TEXT = F[MBO, FUND, PF, DA, OST, LNASSET, LNTWORDS, MANU, AFTER2009, AFTER2014] \quad (1)$$

まず、非公開化の動機に関する被説明変数 TEXT として、頻出度数と相対頻度が高かった「コスト (COST)」、「シナジー (SYNERGY)」、「抜本 (DRASTIC)」、「価値 (VALUE)」の各案件の記載数を取り上げる。一方、説明変数は、MBO ダミー (MBO の場合 1、完全子会社化の場合 0)、ファンドダミー-FUND (パイアウト・ファンド関与案件の場合 1、非関与案件の場合 0) を挿入した。

また、コーポレート・ガバナンスをテーマとする際に使用される、標準的な要因も説明変数とする。具体的には、パフォーマンス PF、資本構成を表す負債比率 DA (負債 / 総資産)、所有構造 OST、企業規模 LNASSET、製造業ダミー-MANU、リーマンショック期の影響を捉えるための AFTER2009 (2009年度から2013年度までに 1 の値を与えるダミー変数)、アベノミクス期の影響を捉えるための AFTER2014 (2014年度以降に 1 の値を与えるダミー変数) を設定した。PF は、産業平均のパフォーマンスで調整した ROA (経常利益 / 総資産)、TOB 公表240日前から41日前までの株式収益率を同期間の TOPIX リターンで差し引いた超過リターン SPF、株価純資産倍率 PBR から構成される。OST は、ファミリーによるパイアウトの増加、および外国人投資家のプレゼンスが高まっていることを考慮して、役員持株比率 OWN、外国人持株比率 FOREIGN を加えた。このほか、トータルの語数が被説明変数に与える影響をコントロールするため、総語数対数値 LNTWORDS も入れている。

分析の焦点はもちろん、パフォーマンス、ガバナンス要因を条件づけたうえで、MBO と完全子会社化案件、あるいはファンド関与案件と非関与案件とで、公開買付届出書で強調する非公開化の動機が異なるのかという点である。

(2) 買収プレミアム

ついで、アプローチの2つ目として、上記で被説明変数として設定したテキスト情報が、買収プレミアムの水準に及ぼした影響について測定する。買収プレミアムを取り上げるのは、先行研究で繰り返し検証されてきたように、その高低が非公開化のモチベーションに直結すると理解するからである。本稿では、Renneboog et al. [2007] にない、TOB公表1日前の株価終値に対する買取価格PREM1、同終値が10日前の場合のPREM10、20日前のPREM20、40日前のPREM40を用いた。説明変数としては、上記

(1) 式の被説明変数に加え、プレミアムの決定要因を検証する際のスタンダードな変数である、SPF、PBR (=アンダーバリュエーションの程度)、ROA (=リストラクチャリングの余地)、DA (=タックス・シールドの余地)、手元流動性比率CASH (=フリーキャッシュフローの程度)、経営者持株比率 (=インセンティブ・リアライメントの余地)、外国人持株比率 (=非公開化前のモニタリングの程度)、およびコントロール変数(LNASSET, LNTWORDS, MANU, AFTER2009, AFTER2014)を挿入した¹⁰⁾。なお、買収プレミアムに与える案件の性質の差異をみるために、MBOダミーとFUNDダミーも加えている。

$$PREM = F[ETEXT, MBO, FUND, PF, DA, CASH, OST, LNASSET, LNTWORDS, MANU, AFTER2009, AFTER2014] \quad (2)$$

(2) 式の分析の焦点は、4つのテキスト情報が、買収プレミアムに与えた影響である。仮に非公開化後のコスト削減やシナジー創出、あるいは経営改革がプレミアムの源泉となっている場合、これらテキストの登場単語数が多い案件ほど、買収後の価値も高まるため、それがプレミアムとして事前に少数株主に支払われるであろう。

以上の基本統計量は表6のとおりである。テキスト情報について、MBO案件と完全子会社化案件で比較した場合(パネルB)、MBOの

方が「抜本」の登場数が高い反面、「シナジー」、「価値」、「総語数」の単語数では低くなっている。また、ファンド関与案件とファンド非関与案件でみた場合(パネルC)、「コスト」と「シナジー」で前者が低いという結果になっている。MBO案件では非公開化の経営改革を、完全子会社化案件では親会社やグループ企業の事業とのシナジーを創出することを目的としていることが推察される。もっとも、これらの結果は、プリミティブな2変数間の相関をチェックしただけに過ぎない。他の要因を条件づけても、これらの関係が維持されるか、以下の重回帰分析でチェックしていく。

- 9) テキスト情報については、ゼロの値を取る案件もあるため、下限をゼロ切断と設定したトービットモデル(Tobit Model)によっても推計を行ってみたが、OLSと結果に論旨に影響を与えるような差異は生じなかった。
- 10) 総語数対数値LNTWORDSはテキスト情報と相関が強いが、同変数を外れてみても、テキスト情報がプレミアムに与える効果については、ほぼ変わりがみられなかった。

4. 推計結果

(1) テキスト情報の決定要因

テキスト情報の決定要因に関する推計結果は、表7にまとめられている。コラム(1)(2)が各案件の株式公開買付届出書に記載された「コスト」の数を被説明変数として、(3)(4)が「シナジー」を、(5)(6)が「抜本」を、(7)(8)が「価値」を被説明変数として、前節で挙げた各仮説を代理する説明変数に回帰させた結果である。まず、MBOダミーに目を向けると、「シナジー」に対して有意に負(コラム(3)(4))、「抜本」に対しては有意に正(コラム(5)(6))の効果が観察される。MBO企業は、完全子会社化企業に比べ、「シナジー」の登場頻度は2.05語だけ低く(コラム(3))、「抜本」は1.79語だけ高い(コラム(5))ということになる。MBO案件が経営改革を目的として非公開化を行っているこ

表 6 基本統計量

パネル A : 全体

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
COST	201	2.5373	2.8407	0.0000	23.0000
SYNERGY	201	1.0498	2.4935	0.0000	16.0000
DRASTIC	201	1.4925	1.7864	0.0000	9.0000
VALUE	201	9.2388	9.3125	0.0000	49.0000
TWORDS	201	2904.0	1141.4	532.0	6748.0
PBR	201	1.0269	0.8486	0.1327	5.0947
SPF	174	-0.0327	0.3035	-1.1656	1.1656
ROA	201	0.0073	0.0634	-0.1858	0.2002
DA	201	0.4769	0.2147	0.0978	0.9616
OWN	201	0.0879	0.1156	0.0000	0.4359
FOREIGN	201	0.0916	0.1263	0.0000	0.6778
MANU	201	0.3234	0.4689	0.0000	1.0000
LNASSET	201	10.0121	1.3355	6.7593	15.7422
PREM1	174	0.4791	0.4702	-0.9869	3.4248
PREM10	174	0.5000	0.3733	-0.9868	2.2258
PREM20	174	0.5139	0.3854	-0.9838	2.2292
PREM40	174	0.4958	0.3516	-0.9839	2.2172

パネル B : MBO と完全子会社化

Variable	MBO					完全子会社化					平均値の差
	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	
COST	124	2.6129	2.8845	0.0000	23.0000	77	2.4156	2.7832	0.0000	14.0000	0.1973
SYNERGY	124	0.1613	0.4666	0.0000	3.0000	77	2.4805	3.5564	0.0000	16.0000	-2.3192***
DRASTIC	124	2.0000	1.8827	0.0000	9.0000	77	0.6753	1.2507	0.0000	6.0000	1.3247***
VALUE	124	6.9839	7.0411	0.0000	41.0000	77	12.8701	11.2394	0.0000	49.0000	-5.8863***
TWORDS	124	2731.4	897.4	532.0	5020.0	77	3181.9	1413.6	916.0	6748.0	-450.5030***
PBR	124	0.9240	0.6674	0.1327	3.4582	77	1.1925	1.0627	0.1327	5.0947	-0.2686**
SPF	114	-0.0796	0.2669	-1.0376	1.1656	60	0.0564	0.3483	-1.0376	1.1656	-0.1360***
ROA	124	0.0133	0.0654	-0.1858	0.2002	77	-0.0023	0.0593	-0.1858	0.1667	0.0157*
DA	124	0.4796	0.2176	0.0978	0.9616	77	0.4726	0.2112	0.0978	0.9616	0.0070
OWN	124	0.1373	0.1223	0.0000	0.4359	77	0.0085	0.0241	0.0000	0.1835	0.1288***
FOREIGN	124	0.0771	0.0959	0.0000	0.4414	77	0.1149	0.1619	0.0000	0.6778	-0.0378**
MANU	124	0.2903	0.4558	0.0000	1.0000	77	0.3766	0.4877	0.0000	1.0000	-0.0863
LNASSET	124	9.7328	1.0651	6.7593	13.4496	77	10.4619	1.5891	7.6921	15.7422	-0.7291***
PREM1	114	0.5164	0.5377	-0.9869	3.4248	60	0.4082	0.2943	-0.0115	1.5605	0.1082
PREM10	114	0.5211	0.4153	-0.9868	2.2258	60	0.4598	0.2753	-0.1294	1.2584	0.0613
PREM20	114	0.5263	0.4271	-0.9838	2.2292	60	0.4904	0.2921	0.0000	1.6800	0.0359
PREM40	114	0.5163	0.3916	-0.9839	2.2172	60	0.4570	0.2578	-0.1148	1.2346	0.0592

(表6 続き)
パネルC：ファンズとファンズ非関与

Variable	ファンズ関与				ファンズ非関与				平均値の差	
	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Std. dev.		Min
COST	44	1.5455	1.7713	0.0000	10.0000	157	2.8153	3.0209	0.0000	23.0000
SYNERGY	44	0.3182	0.9829	0.0000	6.0000	157	1.2548	2.7407	0.0000	16.0000
DRASTIC	44	1.1591	1.7646	0.0000	9.0000	157	1.5860	1.7869	0.0000	8.0000
VALUE	44	7.6364	8.5211	0.0000	41.0000	157	9.6879	9.4996	0.0000	49.0000
TWORDS	44	2739	1068	532	4748	157	2950	1160	916	6748
PBR	44	1.2644	0.7979	0.1767	3.4582	157	0.9603	0.8529	0.1327	5.0947
SPF	40	-0.0620	0.3021	-0.5715	1.1656	134	-0.0240	0.3045	-1.0376	1.1656
ROA	44	0.0110	0.0731	-0.1858	0.2002	157	0.0063	0.0607	-0.1858	0.2002
DA	44	0.5145	0.1978	0.1662	0.8682	157	0.4664	0.2186	0.0978	0.9616
OWN	44	0.0993	0.1142	0.0000	0.3507	157	0.0848	0.1161	0.0000	0.4359
FOREIGN	44	0.1311	0.1272	0.0000	0.5142	157	0.0805	0.1243	0.0000	0.6778
MANU	44	0.2727	0.4505	0.0000	1.0000	157	0.3376	0.4744	0.0000	1.0000
LNASSET	44	9.9516	1.1475	7.7681	13.4496	157	10.0291	1.3865	6.7593	15.7422
PREM1	40	0.5485	0.5570	0.0408	3.0000	134	0.4584	0.4412	-0.9869	3.4248
PREM10	40	0.5174	0.3471	0.0603	1.6667	134	0.4948	0.3818	-0.9868	2.2258
PREM20	40	0.5298	0.3911	0.0220	1.9338	134	0.5092	0.3850	-0.9838	2.2292
PREM40	40	0.5324	0.4314	0.0000	2.2172	134	0.4849	0.3252	-0.9839	1.6316

(注1) 総語数 (TWORDS) は推計の際、対数変換している。

(注2) アスタリスクは平均値の差に関するt検定、比率の差に関するカイ2乗検定の結果を表しており、***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

(注3) 各変数について、1%タイルと99%タイルでwinsorizeする異常値処理をしている。

表7 テキスト情報の決定要因

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	COST	COST	SYNERGY	SYNERGY	DRASTIC	DRASTIC	VALUE	VALUE
MBO	0.2304 (0.4746)	0.6411 (0.4565)	-2.0456*** (0.3907)	-1.3827*** (0.3249)	1.7858*** (0.3505)	1.6824*** (0.3466)	-1.0694 (1.1428)	-0.6877 (1.0834)
FUND	-1.1503** (0.4450)	-1.3106*** (0.4738)	0.1167 (0.2582)	0.1046 (0.1650)	-1.1061*** (0.3882)	-1.1774*** (0.3826)	0.5909 (1.0413)	0.4083 (0.8462)
ROA	-4.7439 (3.4643)	-6.8865* (4.0441)	-3.2549 (3.5157)	1.4213 (2.8941)	-2.1703 (1.8496)	-1.6718 (1.8932)	-1.7939 (6.3476)	-2.3702 (7.1166)
PBR	-0.4158** (0.1739)		0.1285 (0.2600)		-0.2189** (0.1069)		0.5424 (0.6215)	
SPF		0.0299 (0.5337)		-1.1574** (0.5303)		-0.7448** (0.3475)		0.8501 (2.1393)
DA	-0.3523 (1.0310)	-0.6381 (1.0565)	-1.3526** (0.5996)	-0.7322 (0.5139)	-0.6628 (0.6279)	-1.1275* (0.6395)	-1.4286 (1.9009)	-1.1244 (1.7128)
FOREIGN	-1.4172 (1.3499)	-0.3174 (1.4502)	0.6878 (1.4222)	-1.0415 (1.0034)	0.8014 (1.0046)	-0.7139 (1.1086)	-4.5292 (3.6417)	-3.6849 (3.2337)
OWN	1.9798 (1.6780)	2.3474 (1.7029)	0.9151 (0.8503)	-0.3899 (0.6535)	-0.7887 (1.3739)	-0.4976 (1.4008)	-3.4217 (3.9601)	-1.6829 (3.5300)
LNTWORDS	3.8312*** (1.0670)	2.7559** (1.0611)	2.3835*** (0.7521)	1.2160*** (0.3991)	0.0435 (0.4390)	-0.2065 (0.5114)	10.6921*** (1.7353)	7.9988*** (1.3746)
LNASSET	-0.1202 (0.1532)	-0.2034 (0.1481)	0.2462 (0.1858)	0.2555 (0.1595)	0.0172 (0.0871)	0.1166 (0.0938)	1.2893** (0.4997)	1.2320** (0.4999)
AFTER2009	-1.2873* (0.6784)	-1.0355 (0.7126)	-0.4158 (0.2618)	-0.1856 (0.2011)	0.7097** (0.2812)	0.7769*** (0.2795)	-2.2214*** (0.7330)	-1.4617** (0.6322)
AFTER2014	-1.6917 (1.1514)	-1.4399 (1.2024)	-0.5589 (0.5841)	0.3628 (0.3837)	0.4291 (0.4487)	0.5292 (0.4968)	5.1658*** (1.8358)	4.2743*** (1.4574)
Constant	-24.7741*** (7.9732)	-16.4559** (7.6465)	-18.2617*** (6.4700)	-10.0561*** (3.6955)	0.2769 (3.3359)	1.3234 (3.9800)	-87.7211*** (14.7736)	-66.8929*** (13.1785)
Obs	201	174	201	174	201	174	201	174
F - values	4.4834	2.9474	5.0178	3.3683	6.5021	5.6984	25.5355	16.5151
Adj. R-Squared	0.1939	0.1308	0.3384	0.2760	0.2151	0.2162	0.6555	0.5739

(注1) 括弧内は不均一分散にロバストな標準誤差を表す。

(注2) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

と、完全子会社化案件はグループ企業とのシナジーの獲得を目指して実施されていることがうかがわれる。MBOの結果については、財務パフォーマンスが低迷している企業ほど、非公開化後の経営効率の改善を目指して非公開化を行う傾向にあることを明らかにした Martinez and Serve [2011] と整合的な結果となっている。一方、完全子会社化の結果については、親株主の富の創造が期待されるという点において、親子間合併の株式リターン効果を観察し、親会社株主と子会社株主のトータルリターンが正であることを明らかにした Slovin and

Sushka [1998]に通じる結果といえる。

注目されるのはファンドダミーの効果である。「コスト」, 「抜本」に対して有意に負の係数をとっている(コラム(1)(2)(5)(6))。前述のように、先行研究ではファンドによる事業面、あるいは金融面での買収後の改革を強調してきたことから意外な結果である。いまだファンドといえは「ハゲタカ」のイメージも根強くあることから、届出書におけるリストラクチャリングの文言の記載を抑制することで、バイアウトへのファンドの関与による従業員の抵抗感の緩和、ファンド自体のイメージ低

下の回避をねらっていると推察できる¹¹⁾。

他の変数では、株式収益率SPFと株価純資産倍率PBRで有意に負を示すコラムが多くなっている。株価パフォーマンスが低迷する企業で、「コスト」、「シナジー」、あるいは「抜本」の登場頻度が高くなる傾向がある。買収後のリストラクチャリングによる株価のアンダーバリュエーションの是正が非公開化のトリガーとなっていると理解できる。これについては、Martinez and Serve [2011]、Pour and Lasfer [2013] など、イギリス、大陸ヨーロッパなどの非公開化企業の特徴を探った海外の研究と共通した内容といえる。

「価値」を被説明変数とした場合に関しては、AFTER2014が有意に正となっている。2014年以降に届出書に「価値」を記載する案件数が増加しているとなる。アベノミクス下で株主価値、企業価値向上による国富の増大が目指されたこと、そして、少数株主との利害対立など非公開化案件に厳しい視線が向けられたことの影響を受け、バイアウトの際にも「価値向上」という効用を買い手が強調するようになったのかもしれない。

(2) 買収プレミアムへの影響

一方、上記のテキスト情報が買収プレミアムに与える影響を推計したものが表8となる。コラム(1)(2)が対前日、(3)(4)が対10日前、(5)(6)が対20日前、(7)(8)対40日前の終値を基準株価としたプレミアムを被説明変数として、前項と同様の説明変数に回帰させた結果である。それによれば、「コスト」がPREM10からPREM40のケースで有意に正の効果を与えている。(コラム(3)から(8))。たとえば、コラム(3)で測定すると、「コスト」の単語数が1つ増加すると、買収プレミアムは3.90%上昇することになる。前述のような、株主総会費用など上場維持コストの削減が買収プレミアムの有力な源泉になっていることが裏付けられる。これまで国内外の研究でも、バイアウトのプレミアム推計において上場維持コストの削減は明示的に変数化されることはな

かったので、これは本稿の貢献といえる。そのほか、買収プレミアムに対してPBR、株価パフォーマンスSPFが有意に負となっており、Amihud [1989] やRenneboog et al. [2007] などの先行研究と同様、アンダーバリュエーションがプレミアムの源泉になっているという点で、本推計に違和感はない。

- 11) 実際、Amess and Wright [2007] では、バイアウト・ファンドが買収を主導するMBI (Management Buy-ins) 案件では、事後的な雇用削減と賃金カットが観察されることを明らかにしている。また、ファンドと従業員の富に関しては、ユニゾホールディングスのEBO (Employee Buy-outs) のケースにおいて、従業員の雇用と待遇維持をめぐる、複数のファンドとの合意が得られず、雇用保障と内部者による経営権維持にコミットしたローン・スターとの買収に合意したという事例がある。

5. 結論と課題

本稿では、公開買付届出書のテキストデータを解析することで、非公開の動機、少数株主の富への影響について探ってきた。分析の結果、MBO案件と支配株主(親会社)による完全子会社化案件とで、非公開の動機に共通する部分と異なる部分があることがわかった。具体的には、両グループとも、企業価値向上を目的として、その実現のために上場維持コストの削減をしようとしていることでは共通している。そのうえで、MBO案件では、少数株主を排除したうえで、短期的な株価の動向にとらわれない、抜本的なリストラクチャリングを断行することを視野としているのに対し、完全子会社化案件では、当該企業だけではなく、親会社やグループ企業との連携を深め、グループ全体の価値向上を目指していることが明らかとなった。

このようなグループ間の差異は、テキスト情報を被説明変数とし、MBOダミー、完全子会社化ダミーを説明変数とした回帰分析からも支持された。なお、追加的検証のために、ファンドダミーも同推計に挿入したところ、届出書における「コスト」や「抜本」という単語の記載を避ける傾向にあり、そのイメージ低下を回避したい思惑も垣間見えた。もっとも、少数株主

表8 買収プレミアムの決定要因

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	PREM1	PREM1	PREM10	PREM10	PREM20	PREM20	PREM40	PREM40
COST	0.0406 (0.0284)	0.0412 (0.0294)	0.0390** (0.0168)	0.0396** (0.0175)	0.0411** (0.0188)	0.0417** (0.0195)	0.0390** (0.0166)	0.0399** (0.0173)
SYNERGY	0.0150 (0.0151)	0.0084 (0.0167)	0.0066 (0.0136)	-0.0001 (0.0143)	0.0179 (0.0159)	0.0119 (0.0173)	0.0040 (0.0129)	-0.0028 (0.0133)
DRASTIC	0.0137 (0.0181)	0.0121 (0.0178)	0.0174 (0.0160)	0.0157 (0.0153)	0.0114 (0.0170)	0.0101 (0.0165)	0.0046 (0.0165)	0.0033 (0.0162)
VALUE	0.0032 (0.0063)	0.0060 (0.0066)	0.0059 (0.0058)	0.0086 (0.0059)	0.0068 (0.0066)	0.0094 (0.0065)	0.0038 (0.0060)	0.0068 (0.0054)
ROA	0.7708 (0.5834)	0.4335 (0.5437)	0.8668 (0.5347)	0.5354 (0.5100)	0.5870 (0.5769)	0.2524 (0.5596)	0.6583 (0.5627)	0.2337 (0.5267)
PBR	-0.1249** (0.0592)		-0.1238** (0.0489)		-0.1210** (0.0495)		-0.1497*** (0.0507)	
SPF		-0.2023* (0.1189)		-0.2040** (0.0945)		-0.1872** (0.0933)		-0.2188** (0.0896)
DA	0.1127 (0.2189)	-0.0138 (0.2204)	0.0004 (0.1640)	-0.1248 (0.1687)	0.0285 (0.1673)	-0.0946 (0.1771)	-0.0688 (0.1388)	-0.2218 (0.1504)
CASH	0.3039 (0.2430)	0.3018 (0.2464)	0.0939 (0.1850)	0.0925 (0.1895)	0.1113 (0.1944)	0.1075 (0.1998)	0.0169 (0.1657)	0.0098 (0.1702)
OWN	-0.2823 (0.3024)	-0.3822 (0.3179)	-0.2031 (0.2504)	-0.3030 (0.2574)	-0.1020 (0.2764)	-0.1967 (0.2763)	-0.0268 (0.2187)	-0.1408 (0.2448)
FOREIGN	-0.2042 (0.1878)	-0.4229* (0.2179)	-0.0144 (0.1674)	-0.2324 (0.1526)	-0.0372 (0.1612)	-0.2463 (0.1614)	-0.0107 (0.1639)	-0.2650 (0.1751)
MBO	-0.1016 (0.1017)	-0.0632 (0.1005)	-0.1054 (0.0953)	-0.0675 (0.0929)	-0.1224 (0.1040)	-0.0847 (0.1051)	-0.0958 (0.0813)	-0.0485 (0.0824)
FUND	0.1742* (0.0951)	0.1368 (0.0927)	0.1056 (0.0761)	0.0685 (0.0761)	0.1154 (0.0858)	0.0792 (0.0867)	0.1345 (0.0843)	0.0898 (0.0821)
LNTWORDS	0.1770 (0.1390)	0.1105 (0.1544)	0.0806 (0.1061)	0.0141 (0.1286)	0.0709 (0.1071)	0.0081 (0.1274)	0.0814 (0.1157)	0.0061 (0.1440)
LNASSET	-0.0453 (0.0282)	-0.0447 (0.0284)	-0.0382* (0.0226)	-0.0376* (0.0226)	-0.0394* (0.0233)	-0.0389* (0.0233)	-0.0107 (0.0192)	-0.0102 (0.0192)
MANU	0.0848 (0.0734)	0.1260 (0.0782)	0.0391 (0.0558)	0.0802 (0.0562)	0.0512 (0.0607)	0.0904 (0.0597)	0.0022 (0.0520)	0.0495 (0.0558)
AFTER2009	-0.2874*** (0.1028)	-0.2767*** (0.1051)	-0.2312*** (0.0742)	-0.2205*** (0.0787)	-0.2426*** (0.0750)	-0.2327*** (0.0773)	-0.2096*** (0.0727)	-0.1981** (0.0767)
AFTER2014	-0.4649*** (0.1763)	-0.4204** (0.1766)	-0.3860*** (0.1316)	-0.3412** (0.1343)	-0.4053*** (0.1383)	-0.3642*** (0.1372)	-0.3097** (0.1200)	-0.2617** (0.1272)
Constant	-0.3321 (1.1851)	0.0850 (1.3309)	0.4263 (0.9057)	0.8440 (1.0836)	0.5064 (0.8889)	0.9001 (1.0551)	0.2095 (0.9263)	0.6810 (1.1579)
Obs	174	174	174	174	174	174	174	174
F - values	2.0425	2.2282	2.2814	2.6676	1.9165	2.0302	1.5913	1.8071
Adj. R-Squared	0.1633	0.1486	0.2066	0.1845	0.2068	0.1845	0.2093	0.1646

(注1) 括弧内は不均一分散にロバストな標準誤差を表す。

(注2) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

に支払われる買収プレミアムの検証では、「コスト」のみがその水準を引き上げ、リストラクチャリングやシナジー創造に関連する単語は影響を与えていないことも確認された。

以上の分析結果は、同じ非公開化でも、企業価値向上を目指すルートが異なるということを示している。今後の非公開化の動機や事後パフォーマンスの実証分析では、それぞれのグループの特性を見据えたフレームワークを構築したうえで検証を行っていく必要がある。

また、テキスト情報という観点から分析を行ったことにより、上場維持コストが非公開化の動機として確認されるなど、財務情報を主に用いてきた先行研究の結果とは異なる、非公開の動機や買収プレミアムに関する新たな知見を提供することができた。ただ、課題は残る。たとえば、「抜本的な経営改革」とは、どのような事業やガバナンス体制を対象とした再構築を指すのか。「シナジー」とはいかなる分野での連携が親会社とグループ企業と想定されているのか。テキスト分析の精度をより向上させるとともに、当該企業のケース・スタディ、関係者へのヒアリングで補強することにより、より研究面、実務面で有益な非公開化の効用に関するインプリケーションを提供することが可能となる。

<参考文献>

- 家田崇・川本真哉〔2022〕,「キャッシュ・アウト法制の実証分析(1):キャッシュ・アウト法制の変遷」『旬刊商事法務』No.2305, 26-32頁。
- 石田基広〔2017〕,『Rによるテキストマイニング入門(第2版)』, 森北出版。
- 川本真哉〔2022〕,『日本のマネジメント・バイアウト:機能と成果の実証分析』, 有斐閣。
- 松尾拓也・若林義人・西村美智子・中島礼子〔2021〕,『スクイーズ・アウトの法務と税務(第3版)』, 中央経済社。
- 矢澤憲一・金鉉玉・伊藤健顕〔2022〕,「テキストマイニングで解き明かす有報の60年」『企業会計』第74巻第2号, 27-37頁。
- 吉富優子〔2022〕,「M&A・グループ内再編による上場廃止動向(下) 金銭対価7割。TOBが主流に(1-11月期)」『MARR』327。
- Amess, K. and M. Wright〔2007〕, “The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK,” *International Journal of the Economics of Business*, Vol.14, pp.179-195.
- Amihud, Y.〔1989〕, “Leveraged Management Buyouts and Shareholders’ Wealth”, in Y. Amihud [ed.], *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*, New York: Dow-Jones Irwin.
- Kaplan, S.〔1989a〕, “The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value,” *Journal of Financial Economics*, Vol.24, pp.217-254.
- Kaplan, S.〔1989b〕, “Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value,” *Journal of Finance*, Vol.44, pp.611-632.
- Lehn, K. and A. Poulsen〔1989〕, “Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions,” *Journal of Finance*, Vol.44, pp.771-787.
- Martinez, I. and S. Serve〔2011〕, “The Delisting Decision: the Case of Buyout Offes with Squeezeout (BOSO),” *International Review of Law and Economics*, Vol.31, pp.229-239.
- Pour, E. K., and M. Lasfer〔2013〕, “Why do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market?,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.37, pp.4850-4860.
- Renneboog, L., T. Simons and M. Wright〔2007〕, “Why do Public Firms Go Private in the UK? The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.13, pp.591-628.
- Slovin, M. B. and M. E. Sushka〔1998〕, “The Economics of Parent-Subsidiary Mergers: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.49, pp.255-279.
- Thomsen, S. and F. Vinten〔2014〕, “Delistings and the Costs of Governance: A Study of European Stock Exchanges 1996-2004,” *Journal of Management & Governance*, Vol.18, pp.793-833.

(投稿受付2022年9月21日、)
(最終受理日2023年5月22日)

A Text Data Analysis of Motivations for Going Private: Focusing on MBOs and Wholly Owned Subsidiaries

Shinya Kawamoto

Faculty of Economics, Nanzan University

Abstract:

In this study, which was conducted by parsing tender offer registration forms, motivations for going private and increasing minority shareholder wealth were verified. The analysis results indicate that firms that have gone private aimed to reduce listing costs. Moreover, MBO firms sought drastic restructuring in order to secure freedom from short-term share performance. The findings also clarified that wholly owned subsidiary acquisitions were done to increase group value by deepening alignment with the respective parent companies. Additionally, buyout funds demonstrated a tendency to refrain from using words such as “cost” and “drastic.” Furthermore, the analysis of acquisition premiums indicated “cost” as enhancing the acquisition premium.

Keywords:

MBO, wholly owned subsidiary acquisition, text data analysis, MeCab, co-occurrence word