



RIETI Discussion Paper Series 26-J-028

キャッシュアウトによる株式非公開化の実証分析： その基礎的情報と決定要因

川本 真哉
立教大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<https://www.rieti.go.jp/jp/>

キャッシュアウトによる株式非公開化の実証分析： その基礎的情報と決定要因*

川本真哉（立教大学）

要 旨

本稿では、キャッシュアウトによる非公開化の動機について検証を行った。分析の結果、以下の点が明らかにされた。第1に、2014年の会社法の改正により株式等売渡請求制度が導入されたことは、機動的なキャッシュアウトを可能にし、上場廃止までの期間の短縮化を実現した。また、どのようなスキームを採用するかは買収主体の特性に依存しており、株式の事前保有比率（Toehold）が高い親会社による完全子会社化案件では株式等売渡請求制度が、その他MBO案件では株式併合の手法がキャッシュアウトに用いられていることも明らかにされた。第2に、キャッシュアウト実施企業の動機を探ったところ、TOB公表前の株価パフォーマンスが低いほどキャッシュアウトによって非公開化を実施するということがわかった。また、経営陣の持株比率が低いほど、非公開化を行う確率が高まることが確認された。あわせて、外国人投資家の持分が高いほど、非公開化を実施する傾向にあることも示された。第3に、キャッシュアウトが株主の富に与える影響について買収プレミアムを取り上げて検証を行った。それによると、スモールキャップで投資家との間に情報の非対称性がある企業、そして、キャッシュリッチな企業ほどプレミアムを支払い市場から退出していることがわかった。また、TOB後の議決権を多く獲得した株式等売渡請求が採用できたスキームで、相対的に高いプレミアムが観察された。

キーワード：アンダーバリュエーション、タックスシールド、フリーキャッシュフロー、インセンティブ・リアライメント、買収プレミアム

JEL classification: G34, G32

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

* 本稿は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）におけるプロジェクト「企業統治分析のフロンティア」の成果の一部である。本稿の原案は、経済産業研究所（RIETI）のディスカッション・ペーパー検討会で発表を行ったものである。検討会参加者からの有益なコメントに感謝したい。また、本稿の作成にあたっては、宮島英昭教授（早稲田大学）、鈴木一功教授（早稲田大学）、田中亘教授（東京大学）、河西卓弥教授（熊本県立大学）から多くの有益なコメントを頂いた。ここに記して、感謝の意を表したい。なお、本論文は公益財団法人石井記念証券研究振興財団の研究助成を受けたものである。

1 はじめに

キャッシュアウト（現金交付）による非公開化が増加している。2006年の会社法施行による全部取得条項付種類株式が利用可能になり、キャッシュアウトへの途が開かれたことから、2024年末までに650件を数える（表1）。こうした急増の背景として、2000年代半ば以降の四半期決算、J-SOX（内部統制）の導入や、コーポレート・ガバナンスコードの制定など、高まる上場維持コストが指摘できる。また近年ではコロナ禍により、業績の低迷や事業転換の必要性が増し、非公開化して、株式市場の圧力にとらわれず、中長期的な視点から抜本的な事業構造の転換を図りたいというニーズが背景になっているともいわれている。また、資本コストを意識した経営の普及により、株式交換でバイアウトを行った場合の株式の希薄化（ダイリューション; dilution）を嫌うということも、非公開化の際にキャッシュアウトを用いる動機として指摘できる。さらに、経済産業省（2025）などでも機動的なキャッシュアウト法制の創設に向けて、議論がなされているところである。

これらキャッシュアウトの動機に関する研究は、欧米では蓄積がある。例えば、TOB公表前の株価パフォーマンスや所有構造等から検証したものとして、Renenboog et al. (2007)、Weir et al. (2005ab)、Martines and Serve (2011)、Bharath and Dittmar (2010)などがあり、それぞれ体系的な仮説を立て検証を試みている。一方、日本については、MBOに着目した川本（2022）やバイアウト一般にフォーカスした野瀬（2022）、キャッシュアウトに関しては少数株主（買収プレミアム）との関連で検証した川本（2017）などがある。

ただし、自発的な上場廃止の動機を扱う研究は多いものの、日本企業を対象としてはキャッシュアウトによる非公開化を真正面から検証した研究はほとんど存在しない状況である。そこで本稿では、独自のデータセットを構築し、それら動機を中心に以下の点を検証することを目的とする。

- キャッシュアウトによる非公開化の方法の方法はいかなるものがあり、それらトレンドはどのようなものであったのか？
- それらキャッシュアウトにはいかなる動機があり、どのような要因がシ

ステマティックに観察されるのか？

- キャッシュアウトは少数株主の富にいかなる影響を与えたのか？

本稿の構成は以下のとおりである。次節では日本におけるキャッシュアウトの手法と推移について概観する。第3節では、先行研究の内容を確認しながら、キャッシュアウトの動機に関する実証分析の仮説を提示する。第4節ではデータセットと推計モデル、第5節と第6節はそのキャッシュアウトの動機と少数株主の富に関する推計結果を紹介する。第7節は結論と今後の課題にあてられる。

--- 表1 about here ---

2 キャッシュアウト概観¹

非公開化実施の山場となるのは、いかに少数株主をキャッシュアウトし、特定の買収者に所有権を集中させるかという手続きとなる。本節では、そうした少数株主締め出しに使用されるキャッシュアウト（現金交付の株式交換）の変遷について、①会社法制定前、②会社法制定（2006年）後、③同法改正（2014年）後という時期区分を行った上で、個々のスキームの特徴について踏まえながら追っていく。また、データセットを構築し、利用されたスキームの内訳についても確認する。その際、利用頻度が高かった（あるいは、今日、主に利用されている）スキームについては、その手続きについても解説する。

2.1 会社法制定前：キャッシュアウトの登場

旧商法下においては、キャッシュアウトそのものを目的とした制度が存在しなかったことから、既存の組織再編スキームを転用することによって、少数株主の締め出しを実現していた。その典型的な方法が「端株処理方式」と「清算方式」と呼ばれるものである。特に前者はわが国のキャッシュアウト第1号の案件にも

¹ キャッシュアウト法制の変遷とその内容については、家田・川本（2022）、川本（2025）でも言及する機会があった。本節はそれらを大幅に更新したものとなる。

利用された方法であったが、当時の法制度では認められていないキャッシュアウトを事実上行っているのではないかとの懸念から、また後者は税制上のデメリットやスキーム遂行に手間や時間がかかることから、広く用いられることはなかった。また、この時期には産業活力再生法が改正（2003年）され、同法の認定を受けることによって現金対価の株式交換が認められることとなったが、やはり認定を受けるまでに手間やコストがかかることや、非適格の組織再編行為であるとの判断から、対象会社の資産に含み益がある場合、課税対象とされてしまうことから、やはり利用は一部の案件にとどまるものであった。

2.2 会社法制定後：キャッシュアウトの普及

このような状況下において、わが国のキャッシュアウト普及に寄与したのが、会社法制定（2006年）時に新設された「全部取得条項付種類株式」を利用したスキームであった。全部取得条項付種類株式とは、株式総会の特別決議により、その種類の株式の全部を取得することができることを内容とする株式をいう。同スキームによるキャッシュアウトの手続きは次のようなものである。①まず、対象会社を種類株式発行会社とする定款変更を行う。②次いで、既存の普通株式に全部取得条項という要件を付する定款変更を行う。③さらに、対象会社は全部取得条項付種類株式を取得し、その対価として株主には種類株式を交付する。その際、株式交換の比率を調整し、少数株主には端数株式が手渡されるように設定し、その端数株式の対価として現金を交付し、少数株主の締め出しを実現する（図1-(a)）。

--- 図1 about here ---

当初、同スキームは債務超過会社の100%減資など限られた用途のみに利用が想定されていたが、同法制定時にはその要件が取り外されたことで、キャッシュアウト利用への道が開かれることとなった。また、買収者には全部取得された普通株式の対価として新たな株式を交付されていることから、税務上の取り扱いとして譲渡損益、みなし配当が発生しないという利点もあり、もっとも多く利用されたスキームとなっている。

なお、会社法制定時には組織再編対価の柔軟化を目的として、現金を対価とした株式交換と合併も認められたが、いずれも税制非適格となるため、前者は対象会社の資産を時価評価した際に含み益がある場合、後者は対象会社の資産を移転

する際に譲渡益がある場合に課税関係が生じてしまうため、それらのシンプルなスキームのあり方を評価する向きもあるものの、今日に至るまで積極的に利用されていない状況である。

2.3 会社法改正後：機動的なスキームの新設と少数株主保護の整備

全部取得条項付種類株式が利用可能となったことで、わが国の非公開取引も一般化することとなったが、キャッシュアウトの完了まで複数回の総会特別決議が必要とされることもあり、実務的にはより機動的なスキームを求める声もあげられていた。そこで、2014年の会社法改正では、「特別支配株主による株式等売渡請求」（以下、「売渡請求」）が新設された。同制度は、特別支配株主（対象会社の議決権の90%以上を有する株主）が対象会社の他の株主の全員に対して、その保有する株式を売り渡すことを請求できるというものである（前掲図1-(c)）。少数株主が保有する対象会社株式が直接、買収者に移転することから、全部取得条項付種類株式のスキームでは必要であった端数株式処理の手続きや複数回の株主総会決議が省略でき、税制上の不利益を被ることなく、より機動的なキャッシュアウトが可能とされる。

また、同改正では「株式併合」によるスキームについても整備が図られた。株式併合とは、複数の株式を合わせてより少数の株式にする行為を指す。少数株主が保有する株式が端数になるように併合比率が設定され、その端数株式の対価として現金が支払われることとなる（前掲図1-(b)）。改正前から制度的には利用可能であったが、反対株主による株式買取請求権や取得価格決定の申立制度が設けられていないなど、法的リスクの存在が指摘されており、ほとんど利用実績はなかった。同改正により、情報開示の充実化が図られるとともに、差止制度や株式買取請求制度の導入などの少数株主保護が進められたことから、株主にも理解しやすいスキームとして活用が期待されている。

--- 表2 about here ---

2.4 会社法改正は機動的なキャッシュアウトを実現したのか？

では会社法改正（株式等売渡請求の導入）は、機動的なキャッシュアウトを実現したのであろうか。表3は、キャッシュアウト案件公開買付開始から上場廃止

までの期間を観察したものである²。同表からも明らかなように、売渡請求の利用は 87.04 日で上場廃止しているのに対し、株式併合を用いた場合は 133.32 日要しており、その差 46.28 日であり（1%水準で有意）。そして、その要因が、公開買付終了から上場廃止までの期間の短縮にあることもよくわかる。ちなみに、全部取得条項付種類株式制度を用いていた際は、90%の議決権を取得した場合とそうでない場合とを比較しても、公開買付開始から上場廃止までの期間に有意な差は観察されない。すなわち、売渡請求制度導入の固有な要因となり、機動的なキャッシュアウトが実現されたと理解できる。

--- 表 3 about here ---

2.5 買収主体とスキーム

次に、上記のような多様なキャッシュアウトのスキームは、どのような主体によって利用されてきたのかみていこう。本節では、買収主体別にスキーム選択の実態について観察していこう。買収者のタイプとしては、Geranio and Zanotti (2012) のフレームワークを参考に、以下の 5 つの類型を設定し、分析対象案件を分類していった。

- ① 「純粋マネジメント・バイアウト（純粋 MBO）」：経営陣が単独でバイアウトを行うケース。
- ② 「ファンド」：バイアウト・ファンドが単独で買収を行うケース。
- ③ 「疑似マネジメント・バイアウト（疑似 MBO）」：経営陣とファンドが共同してバイアウトを行うケース。
- ④ 「完全子会社化」：親会社などの支配株主が子会社をバイアウトするケース。
- ⑤ 「外部買収」：上記以外のケース（親会社やファミリーに比べ、相対的に事前保有比率が低位な買収者がバイアウトを行うケースなど）=多くは買収

² 前述「株式日次収益率データ」では、2021 年から上場廃止からキャッシュアウトまでの期間記載されていないため、同表では掲載を見送った。なお、2020 年までの分析では上場廃止からキャッシュアウトまでの期間は売渡請求が 8.35 日、株式併合は 3.81 日であり、その差は非有意であった。

者と対象会社との間に相対的に *arm's length* (距離を置いた) な取引関係が成立していると想定)。

図 2 は、買収主体別に、選択されたスキームを 2014 年会社法改正前 (全部取得条項付種類株式) と改正後 (売渡請求、株式併合) に分割して、観察したものである。2014 年会社法改正前は (図 2(a))、完全子会社化案件において、公開買付によって議決権を 90%以上獲得する案件の割合が圧倒的に高くなっている (67 件中 51 件、76.12%)。表 4 から確認されるように、これら案件は、他の類型に比べ、親会社の子会社に対する買収前の持分がもともと高く (54.04%)、ゆえに高い議決権保有率を達成しやすかったものと思われる。

--- 図 2 about here ---

--- 表 4 about here ---

一方、2014 年会社法改正後は (図 2(b))、完全子会社化案件において、売渡請求の利用割合が高くなっている (97 件中 76 件、78.35%)。前述のように、このスキームの選択には TOB 後の議決権比率が 90%以上であることを要件とするので、これは自然な結果である。一方、注意が必要なのは、他の買収主体のケースである。「外部買収」では売渡請求と株式併合が拮抗し、「ファンド」、「純粹 MBO」、「疑似 MBO」では株式併合の利用頻度の方が売渡請求を上回る。特に、MBO 案件の株式併合の利用割合は高く、純粹 MBO で 83.64%(55 件中 46 件)、疑似 MBO で 85.71% (35 件中 30 件) となっている。近年においては、少数株主が公開買付の価格に不満を持ち、株価が公開買付の価格を上回り、公開買付が失敗に終わるケースが続発している。公開買付けの価格に対する株主目線が強くなり、公開買付による株式の取得が円滑に進まず、90%を獲得できなかった結果、売渡請求が利用できない案件が増加しているものと考えられる。

いずれにせよ、2014 年会社法改正後はキャッシュアウトのスキームが売渡請求と株式併合の 2 つに集約していったが、その背景として、親会社の子会社を非公開化する際に売渡請求を利用していること、経営陣が単独 (あるいはファンドと共同) でバイアウトを実施する際に、株式併合を利用していることとが、それぞれ作用しているものと理解できる。

3 作業仮説と先行研究

非公開化案件の動機やそれによる少数株主が受け取る買収プレミアムや株式リターンの源泉については、英米を中心に様々な角度から研究が積み重ねられてきた。本章では、それら決定要因について包括的に検証している Renneboog et al. (2007) や Geranio and Zanotti (2012) 等での分析枠組みを参考に、①アンダーバリュエーション、②投資家と経営者（買収者）間の情報の非対称性、③負債の節税効果・規律付け、④フリーキャッシュフローの削減、⑤買い手の性質、⑥売り手の性質、の7つ観点から作業仮説を提示する。

3.1 アンダーバリュエーション

まず、非公開化取引に共通する要因として受け入れられているものとして、株価のアンダーバリュエーション（過小評価）が挙げられる。買い手が、ターゲット企業の市場価格がその潜在価値よりも過小に評価されていると認識している場合、買収後の価値創造によって獲得される期待利益の幅も大きくなるため、バイアウトを行う動機も生じると考えられる。実証的にも、アメリカやヨーロッパなど、地域や時期を問わず、多くの研究でアンダーバリューが非公開化の有力な源泉であることが確認されている（Bharath and Dittmar 2010; Martinez and Serve 2011; Pour and Lasfer 2013）。

仮説 1：株価パフォーマンスの低い企業ほど、非公開化しやすい。

3.2 情報の非対称性

また、当該企業に対する投資家との情報の非対称性が大きなケースも、非公開化行動の動機となりうる。具体的には、そのような状態に陥っている場合、企業側から情報生産を行わない限り、投資家からの注目度も低調となるため、当該企業の株価は低位にとどめられることとなる。これはマーケットからの資金調達に困難となるだけでなく、敵対的買収のリスクに晒されるという点からもコストである。このような情報面のギャップを埋めるためには、投資家からの可視性を高めるようなシグナルが必要とされるが、それらには株主還元や IR 推進などの

追加的なコスト負担が強いられる (Martinez and Serve 2011)。

このように考えると、非公開化することで、これら情報の非対称性を緩和するための費用負担が不要となるので、その潜在的な節約余地が高い企業ほど (つまり情報の非対称性が深刻な企業ほど)、プレミアムを支払ってでも市場からの退出を選択するであろう。この点については実証的にも繰り返し検証されており、非対称性が大きいと想定されるアナリストの注目度や売買回転率が乏しい案件において、非公開化の実施確率や少数株主利益が高まることが明らかにされている (Bharath and Dittmar 2010; Martinez and Serve 2011; Geranio and Zanotti 2012; Pour and Lasfer 2013)。

仮説 2：投資家との情報の非対称性が大きな企業ほど、非公開化しやすい。

3.3 負債の節税効果・規律付け

非公開化が LBO (Leverage Buy-outs) のスキームを採用する場合、買収後の資本構成は負債依存度を大幅に高めたものとなる。このような負債比率の上昇は、次の 2 つの経路で買収後の企業価値に正の影響を与える。1 つは、タックスシールド (tax shield: 負債の節税効果) である。有利子負債の支払利息は損金算入されるため、税制上の控除の対象となる。このような LBO にともなう節税余地がプレミアムの源泉となっている可能性が指摘されている (Kaplan 1989b)。もう 1 つの経路は、負債による規律付けである。LBO による負債依存度の高まりは、倒産リスクの脅威を通じ、経営陣に効率経営を促す (Jensen 1993)。すなわち、買収前において負債比率が低く、買収後にこれらの効果を楽しむ余地が高い企業ほど、非公開化の誘因も高まると考えられる。

仮説 3：負債比率が低い企業ほど、非公開化しやすい。

3.4 フリーキャッシュフローの削減

フリーキャッシュフロー (Free Cash Flow) とは、NPV (Net Present Value: 正味現在価値) が正となるような投資機会を有しない企業が保有する手元流動性のことを意味する。一般的に、株式が分散し株主によるモニタリングが十分に働

かない公開企業では、このような余剰資金は経営者の自己満足を充足させるような過剰投資に費やされるおそれがある。いわゆる「帝国建設」(empire building)である。非公開化は、こうした投資行動を抑制することで株主価値に寄与することが期待できる。なぜなら買収者に株式が集約化されることで、上記のような株主・経営者間の利害対立(エージェンシー問題)が解消され、オーナー経営者(あるいは買収者の強いモニタリング)のもとで、余剰資金の株主還元など株主利害を追求した経営がなされるからである。このような効果は成長機会が乏しく、手元流動性を多く抱える企業ほど大きくなるであろう。

買収前におけるフリーキャッシュフローの保有状況がプレミアムに与える影響については、検証時期によって異なる結果が報告されている。例えば、この分野の先駆的な研究である Lehn and Poulsen (1989) は、1980年代米国の非公開化案件をサンプルとし、買収前においてキャッシュフローの高い企業ほどプレミアムの水準も高まる(つまりは、非公開化の動機がある)という関係を見出しているのに対し、近年の欧米諸国を対象とした分析では、必ずしも両者に有意相関を確認していない(Rennenboog et al. 2007; Geranio et al. 2012)³。

仮説4: フリーキャッシュフローを多く保有する企業ほど、非公開化しやすい。

3.5 インセンティブ・リアライメント

キャッシュアウトの中でもMBO案件の固有要因として挙げられるのが、経営者・株主間の利害の一致に基づく「インセンティブ・リアライメント」(incentive realignment)である。MBO取引においては、現経営陣が買収スキームに出資を通じて参画することで、事後的に彼らの持分が上昇するため、公開時の分散した所有構造の下で生じていた経営者・株主間のエージェンシーコストが削減されることが期待できる。つまり、経営陣の持分増加によるインセンティブ強化を通じ、将来的な価値創造の期待値も大きくなるため、それだけ買収プレミアムを支払っ

³ この理由について Bharath and Dittner (2010) は、1980年代と1990年代とでは非公開化のトレンドが異なるためだと論じ、前者の局面ではフリーキャッシュフローの削減が主要な動機であったものが、後者の局面ではプライベート・エクイティによる経営改善が主要な動機へと移っただめだと説明している。

てでも市場から退出する誘因となる。実際、国内外の実証研究では、MBO におけるプレミアムの有力な源泉として、この効果が指摘されている (Kaplan 1989a; Smith 1990; Renneboog et al. 2007; Kawanishi et al. 2015)。

仮説 5：経営者持株比率が低いほど、非公開化を行いやすい。

3.6 売り手の性質⁴

仮に買い手が取締役や株主として優越的な地位にあったとしても、売り手に十分な交渉力を備えた主体が存在する場合、少数株主の利益は保護される可能性がある。例えば、外部株主や外国人投資家の高い持株比率は、売り手の交渉力を強化し、非公開化の確率を引き上げる方向に働くであろう。ただ、先行研究において「コントロール仮説」として提示されているように、それらガバナンス構造が強い企業では、そもそもエージェンシー問題が深刻ではない可能性がある。その場合、非公開化後のエージェンシーコスト削減に基づく価値増加幅も縮小するため、非公開化の誘因も小さくなるかもしれない (Rennenboog et.al 2007)。これらいずれの側面が支配的であるかは、より実証的な課題となろう。

仮説 6：外国人持株比率の持株比率や社外取締役比率の高い案件では、非公開化を行いやすい (行わない)。

4 データセットと推計式

4.1 データセット

サンプルとしては、前述の端株交換によるキャッシュアウトが観察された 2000 年から 2024 年 12 月までに非公開化を公表した案件を対象とする。これらの特定に関しては、レコフデータ『MARR Pro』によって行った。また、実証分析に用い

⁴ このほか、買収が LBO のスキームを採用することにより、社債格付けが低下し、既存の債権者の富が棄損されているのではないか (つまりは、既存債権者の利益を犠牲にして株主が富を得ているのではないか) との見方もあるが、格付けなど検証に必要な変数が入手困難であるため、本稿では扱わない。

る対象企業の財務所有構造は日経メディアマーケティング『日経 NEEDS-FinancialQUEST』、株価データは同『株式日次収益率データ』、東洋経済新報社『株価 CD-ROM』から入手した。以上の手続きと欠値・異常値処理を施した結果、キャッシュアウト 639 件（うち純粋 MBO116 件、疑似 MBO82 件、ファンド・バイアウト 75 件、完全子会社化 115 件、外部買収 180 件）となった。

4.2 推計式と変数

キャッシュアウトの決定要因に用いられるのは以下のような推計式である。説明変数は原則として TOB 公表の直前決算期の情報を用いている。

$$COD_{it} = \alpha + \beta_1 UV_{it} + \beta_2 ASYINF_{it} + \beta_3 TAX_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 COMNTROL_{it} + \varepsilon \cdots (1)$$

4.2.1 被説明変数

被説明変数の

COD は、キャッシュアウトによって非公開化を実施した企業のダミー変数を表す（非公開化=1、その他上場企業=0）。推計には、TOB 公表時を 1 の値（0 はその他上場企業）と捉えたプロビットモデル、およびポアソンモデル⁵を用いる。

4.2.2 説明変数

UV： 株価のアンダーバリューを示すカテゴリーであり、事業年度末の株価純資産倍率 PBR とトービンのシンプル q を用いる。自らの事業の将来性に確信を持っている経営者にとって、現在の株価が過小評価されていると認識するほど、非公開後に獲得が期待される純利益も増すこととなる。すなわち、アンダーバリュエーションに陥っている企業ほど、そのような純利益の範囲も拡大すると考えられるため、非公開化の利得の水準も高まると推察される。したがって、PBR、SQ、は負の係数を取ると予想される。

⁵ 被説明変数分散が平均より大きな可能性があるため負の二項回帰モデルを用いた方が望ましいとも考えられるが、同モデルでは計測が収束しなかったため、ポアソン回帰モデルを用いた。

ASYINF： 当該企業に対する経営者と投資家間の情報の非対称性の程度を表すカテゴリーであり、ここでは時価総額対数値 LNMV を取り上げる。企業規模が小さいということは、不確実性が高く当該企業への注目度も低くなるため、非対称性も大きいと想定できる。非公開化することでそのような非対称性を埋めるコストを負担する必要性もなくなると、その節約の期待値が高い企業ほど、非公開化を行うものと予想できる。すなわち、LNMV の係数も負の値を取るものと考えられる。

TAX： 負債の節税効果と規律付けを代理するカテゴリーであり、総資産負債比率 DA でその有無をチェックする。買収前に負債比率が低い企業ほど、LBO スキームの採用によって負債依存度を高め、利払い額を増加させることを通じ、税負担を軽減することが可能となる。また負債依存度の高まりは、経営規律付けも期待できる。このような税負担の軽減や規律付け効果が非公開化の動機となっているとも考えられるため、これら DA の係数は負の値を取ると予想される。

FCF： フリーキャッシュフローの保有状況を表すカテゴリーである。ここでは手元流動性（現金預金＋有価証券＋投資有価証券）を総資産で除した値に、トービンのシンプル Q（＝時価総額＋負債／総資産）が 1 を下回った企業に 1 を与えるダミー変数を掛けた LQCASH を用いる。この措置は成長機会の乏しい企業ほど、手元流動性はフリーキャッシュになりやすいと考えたためである。正の符号を取ると予想される。

GOV： コーポレート・ガバナンス構造を表す変数であり、外国人持株比率 FRFGN を用いて検証する。前節でも論じたように、これら買い手の性質は両義的であるため、いかなる影響が表れるかは先験的には判断できない。すなわち、交渉力仮説が該当するなら正、コントロール仮説が該当するなら負の係数を取ると予想される。

CONTROL： その他、以上の要因以外の効果をコントロールするため、推計式に業種平均を差し引いて調整した ROA（経常利益／総資産）、年次ダミー、製造業ダミー MANU を挿入した。

4.3 基本統計

基本統計量は表 5 に要約されている。キャッシュアウト実施企業は、その他上

場維持企業に比べ、平均的に PBR、SQ、LNMV、DA、OWM が低く、FCF、FOREIGN が高いという結果が確認できる。すなわち、株価パフォーマンス、役員持株比率、企業規模が小さく、フリーキャッシュフロー比率、外国人持株比率が高いという結果となっており、概ね仮説通りの結果となっている。ただし、これらの観察は、変数間の依存関係をコントロールしていないプリミティブな検討にとどまる。そこで以下では、重回帰分析により変数間の関係性を条件づけたうえで、第 2 節で挙げた論点についての因果関係の特定化を試みる。

--- 表 5 about here ---

5 キャッシュアウトの決定要因

キャッシュアウト案件とその他上場維持案件との比較を行ったのが表 6 である。コラム(1)(2)がプロビットモデルで、コラム(3)(4)がポアソンモデルを用いた結果となっている。株価パフォーマンスを表す変数は、PBR と SQ いずれも有意に負の係数を取っている。TOB 公表前の事業年度末の株価パフォーマンスが低いほどキャッシュアウトによって非公開化を行うということになる。アンダーバリュエーションが非公開化の有力な動機ということであり、先行研究と整合的な結果といえる（仮説 1 は支持）。

ついで、所有構造変数である FOREIGN はいずれのコラムでも有意に負値を取っている。つまり、外国人持株比率の水準が低いほど、非公開化を実施するといえる。これらの水準が低いほど、当該企業のガバナンスは強度が低いとみなせ、バイアウトによって特定の主体に経営権を集約化することで、それら支配的株主によって当該企業のモニタリング強度が向上し、バイアウト後の価値創造が期待できる。その効果を享受するためにキャッシュアウトによって市場からの退出を選択と解釈できる。

また、LNMV が負の係数を取っており、いずれのコラムでも有意になっている。時価総額が小さい企業ほど、非公開化を行うという結果になる。企業規模が小さな企業ほどマーケットとの情報の非対称性が大きく、その格差を埋め合わせるため非公開化を行うと予想したが、それと整合的な結果となっている（仮説 2 は支持）。

その他、OWN は一貫して有意に負の係数を示している。経営陣の持株比率が低いほど、経営陣のインセンティブ向上を目指してバイアウトを実施すると予想したが、キャッシュアウトの動機としてインセンティブ・リアライメントは支持された仮説 5 は支持)。なお、フリーキャッシュフローを多く保有する企業ほど、エージェンシーコストの削減をねらって非公開化を選択すると予想したが、それら証拠は得られなかった (仮説 4 は不支持)。

--- 表 6 about here ---

6 買収プレミアムの決定要因

プレミアム水準の平均値をまとめたのが表 7 と表 8 である。PREM1D (対前日終値)、PREM1M (対 1 か月前平均終値)、PREM3M (対 3 か月前平均終値)、PREM6M (対 6 か月前平均終値) に関するプレミアム水準で観察している。いま PREM1M で見た場合、全体の平均値は 50%程度となっている (f)。しかしながら、利益相反が懸念される純粋 MBO (a) と、アームズレングス取引が成立しているとみられる外部買収案件(e)で 56%程度と相対的にプレミアム水準が高く、疑似 MBO(b)、完全子会社化(c)、ファンド関与 (d) で低くなっている (43%から 47%程度)。また、スキーム間の比較をしてみると (表 8)、90%を取得した全部取得条項付種類株式(c)は 90%未満の全部取得条項付種類株式(d)よりも (60.18%と 48.96%)、90%の議決権取得比率が求められる株式等売渡請求(a)がキャッシュアウトの要件が 90%未満でも許容される株式併合(b)よりも高くなっている (51.48%と 45.28%)。

--- 表 7 about here ---

--- 表 8 about here ---

この結果を踏まえ、買収プレミアムの決定要因を推計したのが表 9 である。コラム(1)(2)が基本推計、コラム(3)(4)が買収主体ダミーを挿入した推計、コラム(5)(6)は買収スキームを挿入した推計となっている。買収プレミアムとしては PREM1M を用いている。まず基本推計で有意な変数から見ていくと、時価総額 LNMV が負、フリーキャッシュフロー比率 FCF が正の影響を与えている。スモールキャップで投資家との間に情報の非対称性がある企業、そして、キャッシュ

リッチな企業ほどプレミアムを支払い市場から退出していると解釈できる。特にフリーキャッシュフロー比率の効果は大きく、同変数が2標準偏差上昇するとプレミアム水準は12.07% (= 34.0344×0.3546) 上昇する。PREM1Mの平均値が51.48%なので、その23.44%に該当する規模である。

次に、買収主体の効果について見てみると(コラム(3)(4))、リファレンスとした「外部買収」に比べ、疑似MBO案件FMBOと完全子会社化案件LSUBでプレミアムは8%から9%程度低くなっている。これら案件では、他の条件を一定とした場合、買収費用の負担を節約している可能性がある。

さらに、買収スキームが株主の富に与える影響を観察すると、TOBで90%以上の議決権を取得したスキーム(全部取得条項付種類株式ZENBU、売渡請求URIWA)でプレミアム水準が高くなっている。売渡請求制度で8.61%、全部取得条項付種類株式(90%以上のケース)で12.37%高い。Bate et al. (2006)、Bradley et al. (1988)では、議決権の取得割合とプレミアム水準が正の相関関係にあることを明らかにしているが、これら案件でも高い議決権割合を取得するために、プレミアム水準を上乗せしたものとみられる。実際、議決権取得比率ACQRT(TOB後議決権-TOB前保有比率Toehold)を挿入して推計してみると、同比率が高まるほど、プレミアム水準も高まっていることがわかる(コラム(7))。

最後に、興味深いのは、PBRが上記の決定要因の推計(表6)と異なり、有意な結果が得られていないことである。キャッシュアウト(あるいは非公開化)の動機としてアンダーバリュエーションが成立していても、プレミアムの源泉としてはそれが主要因となっていないことがわかる。

--- 表9 about here ---

7 結論と展望

本稿では、キャッシュアウトによる非公開化の動機について検証を行ってきた。分析の結果、以下の点が明らかにされた。

第1に、キャッシュアウト・スキームを概観したところ、2014年の会社法改正により株式等売渡請求制度が導入されたことは、機動的なキャッシュアウトを可能にし、上場廃止までの期間短縮化に寄与したことがわかった。また、どのよう

スキームを採用するかは買収主体の特性に依存しており、株式の事前保有比率 (Toehold) が高い親会社による完全子会社化案件では株式等売渡請求制度が、その他 MBO 案件では株式併合の手法がキャッシュアウトに用いられていることも明らかにされた。

第 2 に、キャッシュアウトの動機を検証したところ、TOB 公表前の株価パフォーマンスが低いほどキャッシュアウトによって非公開化を実施するということがわかった。アンダーバリュエーションの解消が非公開化の動機として指摘できる。あわせて、外国人投資家の持分が高いほど、非公開間を実施する傾向にあることも示された。これらの比率が低いほど、株式所有構造が流動的であり、株主のプレッシャーが強い、あるいは敵対的買収が発生する潜在的可能性が高いと推察される。それらリスクを遮断するために非公開化を行ったものとみられる。さらに、外国人持株比率とは逆に、役員持株比率はキャッシュアウトに対し負の影響を与えていることが判明した。バイアウトによって経営陣に所有権を集約化することで、それら支配的株主によって当該企業のモニタリング強度が向上し、バイアウト後の価値創造が期待できる。その効果を楽しむためにキャッシュアウトによって市場からの退出を選択したと解釈できる。

第 3 に、キャッシュアウトが株主の富に与える影響について買収プレミアムを取り上げて検証を行った。それによると、スモールキャップで投資家との間に情報の非対称性がある企業、そして、キャッシュリッチな企業ほどプレミアムを支払い市場から退出していることがわかった。また、TOB 後の議決権を多く獲得した (あるいは獲得する必要がある) 全部取得条項付種類株式が 90% 以上の案件と、株式等売渡請求が採用できたスキームとで、相対的に高いプレミアムが観察された。これら案件では、高い議決権比率を獲得するために、相応のプレミアムを上乗せする必要があったものとみられる。

本稿では、キャッシュアウトによる非公開化の動機や株主の富への影響に着目して検証を行ってきたが、次に検証されるべきは、それら結果を前提として、キャッシュアウトが実際に非公開化後のパフォーマンス向上に資しているかについて検証される必要がある。また、買収者の事前持株比率 (toehold) などは、支配株主が強圧性を発揮し、不当な価格でバイアウトを実施しているのではないかとの懸念に分析で答える必要もあろう。さらに、本稿は本テーマに対する一次的接

近であり、相関分析にとどまったため、キャッシュアウトの意思決定に与える内生性（説明変数の逆の因果関係や欠落変数問題）の問題にも対応し、より分析を精緻化していくことも不可欠である。これら問いにアプローチすることが、本テーマについての次の課題となる。

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(2)キャッシュ・アウトのスキームを選択する買収主体とタイムライン」『旬刊商事法務』第 2307 号、87-93 頁。

井上光太郎（2008）「日本の TOB は強圧的か？」日本経済研究センター『M&A 時代のファンドと株主利益：効率的で公平な資本市場を求めて』（日本経済新聞社との共同研究「M&A と資本市場」研究会報告書）日本経済研究センター研究統括部、99-114 頁。

伊藤歩（2011）『TOB 阻止：完全対策マニュアル』財界展望新社。

井上光太郎・中山龍太郎・増井陽子（2010）「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか：実証分析からの示唆」『旬刊商事法務』No.1918、4-17 頁。

河西卓弥・川本真哉（2020）「バイアウト・ファンドのターゲット選択に関する実証分析」『証券経済研究』第 112 号、39-57 頁。

川本真哉（2017）「株式非公開化と買収プレミアム：キャッシュアウトの実証分析」『福井県立大学経済経営研究』第 36 号、63-79 頁。

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。

川本真哉（2025）『マネジメント・バイアウトの経済分析：動機・パフォーマンス・株主の富』中央経済社。

清宮陽二（2017）「スクイーズアウト関連税制の創設に伴う組織再編税制の改正」『PwC's View』第 8 号、10-13 頁。

経済産業省（2025）『「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会会社法の改正に関する報告書』。

齋藤隆志・河西卓弥・川本真哉（2017）「日本企業の非公開化型 MBO に関する

- 実証分析」宮島英昭編著『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社, 191-224 頁.
- 野瀬義明 (2022) 『日本のバイアウト・ファンド』中央経済社.
- 杉浦慶一 (2005) 「日本のバイアウト・ファンドの投資原理：案件の発掘から投資の回収まで」『東洋大学大学院紀要（法・経営・経済）』第 42 集, 215-238 頁.
- 杉浦慶一 (2006) 「日本におけるゴーイング・プライベートを伴うバイアウト案件の特徴：案件の類型化と買収資金の調達」『経営力創成研究』（東洋大学）2 号, 171-184 頁.
- 杉浦慶一 (2010) 「日本のバイアウト市場の 10 年の軌跡」杉浦慶一・越純一郎編『プライベート・エクイティ：勝者の条件』東洋経済新報社.
- 田中亘 (2014) 「キャッシュ・アウト」『ジュリスト』第 1427 号、40-45 頁.
- 松尾拓也・若林義人・西村美智子・中島礼子 (2015) 『スクイーズ・アウトの法務と税務』中央経済社.
- Bates, T. W., M. L. Lemmon and J. S. Linck (2006), “Shareholder Wealth Effects and Bid Negotiation in Freeze-Out Deals: Are Minority Shareholders Left Out in the Cold?,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, pp. 681-708.
- Bharath, S. T. and Dittmar, A. K. (2010), “Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?,” *Review of Financial Studies*, Vol. 23, pp. 1771–1818.
- Bradley, M., A. Desai and E. H. Kim (1988), “Synergistic Gain from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp. 3-40.
- Geranio, M. and G. Zanotti (2012) “Equity Markets Do Not Fit All: An Analysis of Public-To-Private Deals in Continental Europe,” *European Financial Management*, Vol. 18(5), pp. 867-895.
- Lehn, K. and A. Poulsen (1989) “Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions,” *Journal of Finance*, Vol. 44(3), pp. 771–787.
- Martinez, I. and Serve, S. (2011), “The Delisting Decision: the Case of Buyout Offer with Squeeze-out (BOSO),” *International Review of Law and Economics*, Vol. 31, pp. 229–239.
- Kaplan, S. (1989b) “Management Buyouts: Evidence of Taxes as a Source of Value,”

- Journal of Finance*, Vol. 44(3), pp. 611–632.
- 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(4), pp. 591-628.
- Shleifer, A. and L. H. Summers (1988) “Breach of Trust in Hostile Takeovers,” in A. J. Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press.
- 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(1), pp. 793-833.
- Weir, C., D. Laing and M. Wright (2005a) “Incentive Effects, Monitoring Mechanism, and the Threat from Market for Corporate Control: An Analysis of the Factors Affecting Public to Private Transactions in the UK,” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 32, pp. 909-944.
- Weir, C., D. Laing and M. Wright (2005b) “Undervaluation, Private Information, Agency Costs and the Decision to Go Private,” *Applied Financial Economics*, Vol. 15, pp. 947-961.

表1 キャッシュアウト・スキームの推移

公表年	端株	清算	産活	全部	売渡	併合	交換	合併	計
2000	1	0	0	0	0	0	0	0	1
2001	2	0	0	0	0	0	0	0	2
2002	1	0	0	0	0	0	0	0	1
2003	1	3	2	0	0	0	0	0	6
2004	0	0	2	0	0	0	0	0	2
2005	0	0	10	0	0	0	0	0	10
2006	2	0	5	6	0	0	2	0	15
2007	2	0	0	28	0	0	5	2	37
2008	0	0	0	22	0	0	3	2	27
2009	0	0	0	46	0	0	1	0	47
2010	0	0	0	32	0	0	3	2	37
2011	0	0	0	35	0	0	1	0	36
2012	0	0	0	27	0	0	0	0	27
2013	0	0	0	24	0	0	1	0	25
2014	0	0	0	14	0	0	0	0	14
2015	0	0	0	5	12	5	0	0	22
2016	0	0	0	0	16	7	0	0	23
2017	0	0	0	0	11	9	0	1	21
2018	0	0	0	0	15	10	0	0	25
2019	0	0	0	0	13	14	0	0	27
2020	0	0	0	0	18	21	0	0	39
2021	0	0	0	0	13	28	0	0	41
2022	0	0	0	0	20	20	0	0	40
2023	0	0	0	0	19	40	0	0	59
2024	0	0	0	0	22	44	0	0	66
2013以前	9	3	19	220	0	0	16	6	273
2014以降	0	0	0	19	159	198	0	1	377
合計	9	3	19	239	159	198	16	7	650

注：「端株」は端株処理、「清算」は清算方式、「産活」は産業活力再生特別措置法、「全部」は全部所得条項付種類株式、「交換」は現金交付による株式交換、「合併」は現金合併、「併合」は株式併合、「売渡」は特別支配会社による株式売渡請求によるキャッシュ・アウトを示す。

出所：レコフデータ『MARR Pro』、各案件公開買付届出書、新聞記事より筆者作成。

表2 キャッシュアウト・スキームの特徴

時期	スキーム	キャッシュアウトの方法	特徴	初登場
会社法制定前	端株処理方式	買収者の端株を渡す株式交換。	<ul style="list-style-type: none"> 商法上、求められていないキャッシュアウトマージャーを行っているとなみなされる法的リスク。 2007年度の税制改正に伴う改正基本通達で「非適格扱い」。 	大門（2000/8）
	産業活力再生法	認定を受けると、旧商法時代でも株主の100%同意がなくともキャッシュアウトが可能。	<ul style="list-style-type: none"> 税制措置、会社法の特例、民法の特例、政策金融措置。 認定を受けるための、時間、労力のコスト。 	キトー（2003/7）
会社法制定後	全部取得条項付種類株式	買収対象会社の既存の普通株式を全部取得条項付の種類株式に変更、それを少数株主が端数になる種類株式を対価として買収対象会社が取得する決議をし、少数株主に端数相当の金銭を交付して退出させる。	<ul style="list-style-type: none"> 100%減資の手段として登場。 弱い情報開示の規律（一会社法改正にて事前開示・事後開示、差止制度の導入）。 種類株式の発行、全部取得条項を付す旨の定款変更、その取得まで複数回の株主総会特別決議が必要。 	キューサイ（2006/10）
会社法改正後	株式併合	買収対象会社の少数株主の全員が1株未満となる株式併合を行い、少数株主に端数相当の金銭を交付して退出させる。	<ul style="list-style-type: none"> 少数株主保護強化（株式買取請求制度○） 株主総会特別決議で端株を生じさせる手続きが必要。 	日本風力開発（2015/3）
	特別支配株主の株式等売渡請求	買収対象会社の9割以上の議決権を有する株主（買収会社）が、対価の額等を定めて買収対象会社に通知。取締役会承認等の手続を経て買収対象会社の株主から金銭を対価に買収対象会社の株式を取得する。	<ul style="list-style-type: none"> 機動的なキャッシュアウトが可能（対象会社の株主総会決議を要しない）。 90%以上取得の高いハードル。 	国産電機（2015/5）

参考：清宮（2017）、松尾ほか（2018）、伊藤（2011）、杉浦（2010）、杉浦（2005）、田中（2014）、ほか。

表3 公開買付けから上場廃止までのタイムライン

パネルA：全部取得条項付種類株式

期間	90%以上取得 (N=155)		90%未満取得 (N=84)		平均値の差の検定
	(a)平均値	標準偏差	(b)平均値	標準偏差	(a)-(b)
公開買付開始 → 公開買付終了	42.96	6.65	45.24	8.95	-2.28 **
公開買付終了 → 上場廃止	105.15	21.92	111.82	62.62	-6.67
公開買付開始 → 上場廃止	148.12	21.42	157.06	62.36	-8.94

パネルB：売渡請求と株式併合

期間	売渡請求 (N=159)		株式併合 (N=196)		平均値の差の検定
	(c)平均値	標準偏差	(d)平均値	標準偏差	(c)-(d)
公開買付開始 → 公開買付終了	45.17	6.03	46.54	12.91	-1.37
公開買付終了 → 上場廃止	41.87	13.13	86.79	14.54	-44.91 ***
公開買付開始 → 上場廃止	87.04	14.49	133.32	20.18	-46.28 ***

注：アスタリスクは平均値の差に関するt検定を表しており、***, **, * は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

表4 買付者の事前保有比と取得割合（買収主体別）

(単位:%)

変数	合計 (N=561)		純粹MBO (N=116)		疑似MBO (N=82)	
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
公開買付後保有比率	84.03	16.45	81.28	16.02	84.61	13.37
90%以上ダミー	0.55	0.50	0.45	0.50	0.46	0.50
事前保有比率	19.15	23.51	16.37	18.16	5.27	12.83
公開買付取得比率	64.87	25.04	64.91	23.49	79.35	19.36

変数	ファンド (N=75)		完全子会社化 (N=115)		外部買収 (N=180)	
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
公開買付後保有比率	74.14	23.77	91.96	8.30	84.71	15.62
90%以上ダミー	0.37	0.49	0.83	0.37	0.54	0.50
事前保有比率	6.10	15.41	54.04	12.11	11.42	16.97
公開買付取得比率	68.04	25.87	37.92	10.59	73.28	21.84

表5 基本統計量

Variable	キャッシュアウト (N = 639)				上場企業 (N = 89,320)				差の検定 (平均着)
	Mean	Std. dev.	Min	Max	Mean	Std. dev.	Min	Max	
PBR	1.3807	1.7716	0.2046	16.9159	1.8149	2.4848	0.2046	16.9159	-0.4342 ***
SQ	1.1306	0.7869	0.4716	8.3167	1.3563	1.1645	0.4716	8.3167	-0.2258 ***
LNMV	9.3018	1.5689	6.3896	14.6355	9.7028	1.7582	6.3896	14.6355	-0.4011 ***
DA	46.8825	21.2721	7.4699	97.9742	49.5069	21.4760	7.4699	97.9742	-2.6244 ***
FCF	13.9532	17.0198	0.0000	60.3993	11.2690	14.9066	0.0000	60.3993	2.6842 ***
FOREIGN	9.8722	12.6120	0.0000	50.2725	8.6229	11.1409	0.0000	50.2725	1.2492 ***
OWN	7.2902	12.4821	0.0000	66.3184	8.7547	14.2694	0.0000	66.3184	-1.4645 ***
ROA	5.0917	6.8666	-34.6417	28.6478	4.8845	7.6421	-34.6417	28.6478	0.2072
MANU	0.3459	0.4760	0.0000	1.0000	0.4303	0.4951	0.0000	1.0000	-0.0845 ***

注：アスタリスクは平均値の差に関するt検定を表しており、***, **, * は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

表6 キャッシュアウトの決定要因

	(1) Probit	(2) Probit	(3) Poisson	(4) Poisson
PBR	-0.0342*** (0.0105)		-0.0982*** (0.0312)	
SQ		-0.1050*** (0.0270)		-0.3037*** (0.0789)
LNMV	-0.1165*** (0.0125)	-0.1155*** (0.0125)	-0.3005*** (0.0315)	-0.2980*** (0.0316)
DA	-0.0010 (0.0008)	-0.0016** (0.0008)	-0.0023 (0.0021)	-0.0040* (0.0022)
FCF	0.0009 (0.0011)	-0.0000 (0.0012)	0.0021 (0.0029)	-0.0005 (0.0031)
FOREIGN	0.0110*** (0.0017)	0.0111*** (0.0017)	0.0286*** (0.0040)	0.0290*** (0.0040)
OWN	-0.0063*** (0.0013)	-0.0060*** (0.0013)	-0.0163*** (0.0035)	-0.0155*** (0.0035)
ROA	0.0073*** (0.0022)	0.0082*** (0.0024)	0.0189*** (0.0057)	0.0214*** (0.0062)
MANU	-0.1546*** (0.0325)	-0.1633*** (0.0327)	-0.4028*** (0.0866)	-0.4274*** (0.0869)
_cons	-4.8527*** (0.1081)	-4.7519*** (0.1151)	-19.1578*** (0.3708)	-18.1152*** (0.3879)
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
N	89939	89939	89939	89939
R-squared	0.0821	0.0835	0.0811	0.0826
log-likelihood	-3486.0979	-3480.5749	-3492.0697	-3486.3232
Wald	38374.8717	35306.3483	.	.

注1：上段係数、下段は企業ごとにクラスタリングした頑健な標準誤差を示す。

注2：***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

表7 買収プレミアム（買収主体）

(a) 純粋MBO

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	(e)との差
PREM1D	127	55.17	43.78	4.00	342.50	-0.75
PREM1M	127	56.73	38.16	0.70	257.10	0.57
PREM3M	127	56.66	33.70	-8.60	205.80	-1.26
PREM6M	127	53.70	30.03	-14.20	194.30	-2.89

(b) 疑似MBO

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	(e)との差
PREM1D	89	43.48	40.76	0.60	300.00	-12.44 **
PREM1M	89	43.09	30.48	1.40	189.90	-13.07 **
PREM3M	89	44.56	29.07	6.40	196.30	-13.37 ***
PREM6M	89	41.47	22.91	-18.10	154.80	-15.12 ***

(c) 完全子会社化

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	(e)との差
PREM1D	166	41.14	23.15	-10.00	156.10	-14.77 ***
PREM1M	166	43.55	22.25	0.00	140.60	-12.60 ***
PREM3M	166	42.48	20.23	-11.10	119.20	-15.44 ***
PREM6M	166	40.39	20.40	-29.60	106.20	-16.20 ***

(d) ファンド

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	(e)との差
PREM1D	75	40.01	43.74	-42.50	210.00	-15.90 **
PREM1M	75	46.30	47.80	-35.30	210.90	-9.86
PREM3M	75	48.61	46.38	-25.50	221.90	-9.31
PREM6M	75	50.75	42.79	-6.50	229.60	-5.84

(e) 外部買収

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
PREM1D	186	55.92	49.16	-5.30	379.00
PREM1M	186	56.15	46.38	-11.00	374.70
PREM3M	186	57.92	44.11	-1.50	340.70
PREM6M	186	56.59	43.03	-13.50	308.80

(f) 全体

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
PREM1D	638	48.38	41.39	-42.50	379.00
PREM1M	638	50.11	38.29	-35.30	374.70
PREM3M	638	50.90	36.11	-25.50	340.70
PREM6M	638	49.24	34.01	-30.40	308.80

注：***, **, * は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

表8 買収プレミアム（スキーム別）

(a) 株式等売渡請求

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	(b)との差
PREM1D	154	50.18	36.13	-16.30	221.90	8.02 **
PREM1M	154	51.48	33.72	-17.40	215.20	6.20 *
PREM3M	154	51.84	33.11	0.40	205.80	3.75
PREM6M	154	50.64	31.35	7.50	192.60	1.25

(b) 株式併合

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
PREM1D	193	42.16	33.68	-42.50	226.60
PREM1M	193	45.28	32.39	-35.30	231.40
PREM3M	193	48.10	32.22	-25.50	228.20
PREM6M	193	49.39	32.88	-5.30	229.60

(c) 全部取得条項付種類株式（90%以上取得）

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	(d)との差
PREM1D	154	60.38	55.43	-10.00	379.00	14.94 **
PREM1M	154	60.18	49.31	0.00	374.70	11.23 *
PREM3M	154	59.57	44.73	-11.10	340.70	9.26
PREM6M	154	56.64	41.89	-29.60	308.80	12.94 **

(d) 全部取得条項付種類株式（90%未満取得）

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
PREM1D	82	45.44	31.23	0.00	153.40
PREM1M	82	48.96	36.00	-11.00	200.00
PREM3M	82	50.30	34.64	-8.60	200.00
PREM6M	82	43.70	26.37	-18.10	139.80

注：***, **, * は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

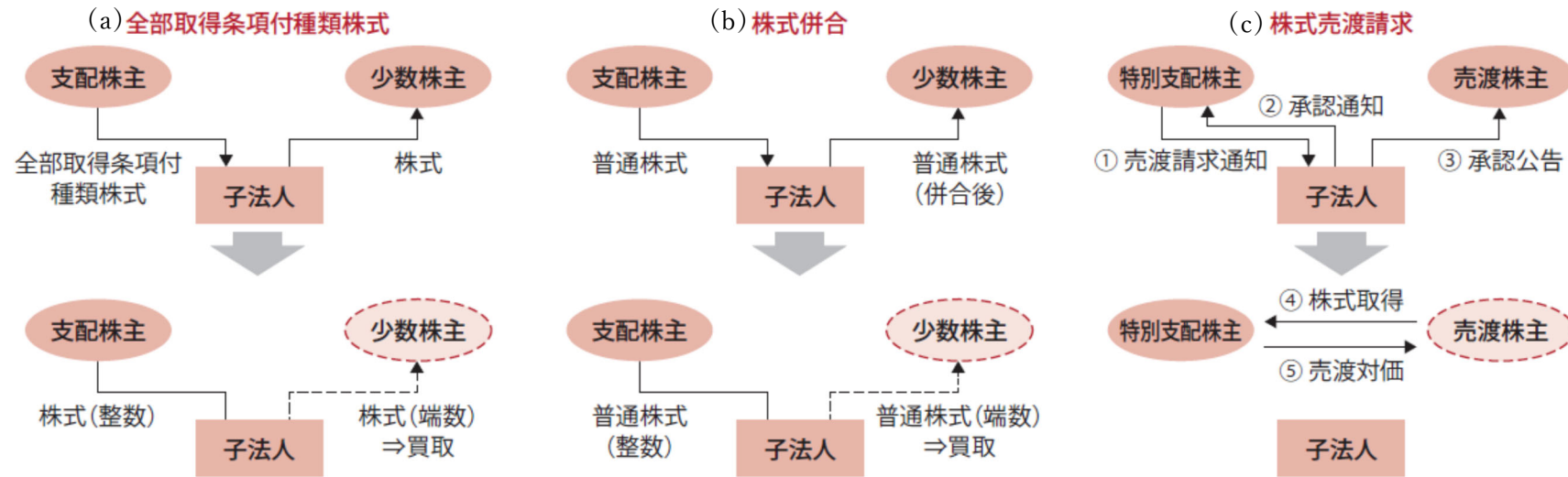
表9 買収プレミアムの決定要因

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	PREM1M	PREM1M	PREM1M	PREM1M	PREM1M	PREM1M	PREM1M
PBR	0.8419 (0.8177)		0.7313 (0.7951)		0.8076 (0.7939)		
SQ		0.0742 (1.8983)		-0.3788 (1.9054)		-0.2824 (1.9132)	-0.3004 (1.9298)
LNMV	-3.4730*** (1.1356)	-3.2117*** (1.1720)	-3.4392*** (1.1312)	-3.1013*** (1.1656)	-3.1642*** (1.1538)	-2.9579** (1.1979)	-2.8883** (1.2877)
DA	-0.1717 (0.1100)	-0.1710* (0.0995)	-0.1759 (0.1105)	-0.1756* (0.1007)	-0.1764 (0.1115)	-0.1783* (0.1017)	-0.1894* (0.1051)
FCF	0.3546** (0.1376)	0.3325*** (0.1273)	0.3365** (0.1398)	0.3187** (0.1293)	0.3561*** (0.1360)	0.3286*** (0.1267)	0.3366** (0.1354)
FOREIGN	0.0157 (0.1062)	-0.0253 (0.1025)	0.0489 (0.1191)	-0.0252 (0.1150)	0.0369 (0.1043)	-0.0104 (0.1010)	-0.0324 (0.1079)
OWN	0.1574 (0.1506)	0.1030 (0.1424)	0.1503 (0.1748)	0.1170 (0.1667)	0.1940 (0.1520)	0.1337 (0.1443)	0.1055 (0.1486)
ROA	-0.4572 (0.3888)	-0.6087 (0.3923)	-0.4422 (0.3813)	-0.5923 (0.3887)	-0.5464 (0.3929)	-0.6775* (0.3967)	-0.7527* (0.4122)
MANU	-0.2640 (3.2308)	-1.3455 (2.9291)	-0.5479 (3.2784)	-1.7172 (2.9821)	-0.8392 (3.2692)	-1.9220 (2.9724)	-1.8696 (3.1286)
PMBO			-6.6958 (5.3579)	-5.6848 (5.0400)			
FMBO			-8.3371 (5.7540)	-9.0806* (4.6386)			
LSUB			-9.0239** (3.8861)	-8.0648** (3.7043)			
FUND			-6.5286 (5.9276)	-0.5599 (6.0576)			
URIWA					8.4501** (4.0396)	5.8147 (3.8712)	
ZENBU90					12.4321** (5.1106)	10.7532** (4.7079)	
ACQRT							0.1383*** (0.0488)
_cons	68.9990*** (19.9410)	79.4380*** (18.5467)	77.4479*** (21.0763)	88.2000*** (19.6021)	67.1902*** (20.2303)	78.4310*** (18.8607)	45.9112** (21.7902)
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	638	638	638	638	638	638	582
adjusted R-squared	0.1706	0.1710	0.1735	0.1747	0.1823	0.1792	0.1877

注1：上段係数、下段は不均一分析に頑健な標準誤差を示す。

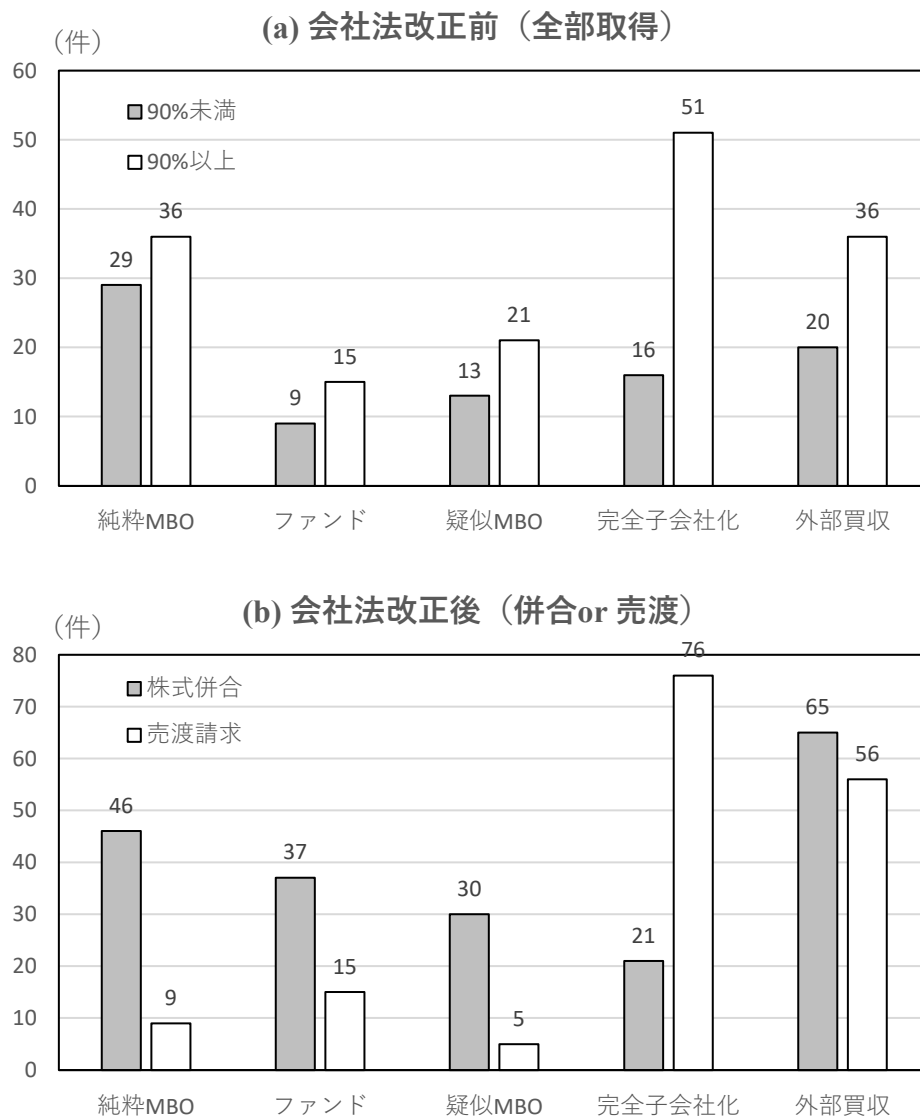
注2：***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

図1 キャッシュアウト・スキームのイメージ



出所：清宮（2018）、図表1を加筆修正。

図2 キャッシュアウト・スキームと実施主体



出所：レコフデータ『MARR Pro』より筆者作成。