RIETI Discussion Paper Series 26-J-049

MBOのストラクチャーと実施動機、エグジット、事後パフォーマンス

川本 真哉
立教大学

宮島 英昭
経済産業研究所

RIETI
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/

RIETI Discussion Paper Series 26-J-049

2026 年 11 月

MBO のストラクチャーと実施動機、エグジット、事後パフォーマンス※

川本真哉（立教大学）
宮島英昭（RIETI/名古屋商科大学/早稲田大学）

要　旨

本稿では MBO のストラクチャー、その実施動機やエグジットの経路、非公開化後のパフォーマンスに与える影響を検証した。分析の結果、まず、実施動機としては、広い意味のパフォーマンスの低迷、つまり、事業再組織化の必要やアンダーバリュエーションの解消が、MBO による非公開化の重要な要因であること、また、成長機会が乏しい企業の潤沢な手元流動性の存在が、株式非公開化を促す要因になっていることも示された。他方、理論的な想定とは異なって、レバレッジ向上の余地の高い低負債企業が MBO を選択するという傾向はみられず、むしろ日本では高負債企業が MBO を選択する傾向が高い。所有構造面では、外国人投資家の持分が高い企業ほど MBO による非公開化に踏み切っていること、アクティビストによる大量保有に直面する企業ほど、MBO を実施する傾向が確認された。次に、MBO のストラクチャーがその後のエグジットの経路に与える影響については、ファミリー企業は再上場というエグジット手法を選択せず、非公開化状態を維持する傾向の強いことが確認された。最後に、MBO 案件における事後パフォーマンスに関して、MBO 後平均的に ROA の改善がみられ、特にそれは資産リストラクチャリングを要因としていることがわかった。また、MBO のストラクチャー分割した分析によると、国内 PE を中心としたファンド案件では ROA 改善効果が不明瞭であったのに対して、非ファンド（純粋 MBO）案件でその改善が明確であり、インセンティブ・リアライメントの効果が観察された。また、低負債企業の案件において資産リストラクチャリング、それによる経営効率性の改善が観察され、負債による規律も効率性改善の経路であることが確認された。

キーワード：アンダーバリュエーション、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、再上場、アクティビスト
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。本稿作成にあたって RIETI より東京商工リサーチ「TSR 財務情報」データの提供を受けた。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、内田交謹教授（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）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、本研究は、独立行政法人日本学術振興会の科研費（24H00149）の助成を得た。

1　はじめに

2000 年代に入って MBO（Management Buy-out：マネジメント・バイアウト）による非公開化が増加した（図 1）[1]。2000 年代半ばから増加した MBO は 2011 年に 20 件を超えた。その後いったん 2010 年代半ばには低調に推移した後、2020 年から再び増加に転じ、近年では年間 30 件に迫ろうという動向を示している。

--- 図 1　about here ---

また、件数の増加だけにとどまらず、2010 年代後半には、案件の大型化が進展した。2000 年代の最初の MBO の興隆の時期には、ワールド（2005 年、公表金額 2,185 億円)、すかいらーく（2006 年、2,718 億円）が最大案件であった。しかし、2010 年代以降大型化が進み、ここ数年で大正製薬ホールディングス（2023 年、7,086 億円)、アウトソーシング（2023 年、2,214 億円)、ベネッセホールディングス（2023 年、2,087 億円)、久光製薬（2026 年、3,937 億円）など 2,000 億円を優に超える大型案件が実施されている。

--- 表 1　about here ---

そもそも MBO は非公開化取引において、どのような位置を占めているのであろうか。これについては、川本（2025)の調査がある。同研究では TOB（Takeover-bid：株式公開買付け）の後に、キャッシュアウト（現金交付）によって少数株主を締め出して非公開化を行った案件を集計している。それによると、2024 年末までに 654 件のキャッシュアウトが行われ、そのうち MBO は、経営陣単独で行われた案件と経営陣とファンドが共同して行われた案件とを合計して 33%を占めることが明らかにされている（図 2)。MBO は、通常の M&A や完全子会社化と並んで、非公開取引全般の中でも重要な一角を占めていることがわかる。

--- 図 2　about here ---

では、ここ 20 年間で MBO が増加してきた背景としてはどのようなものがあるのであろうか。それには 2000 年代半ばの四半期決算、内部統制に始まり、2010

[1] MBO にはさまざまな捉え方があるが、本稿では「経営陣主導の下、バイアウト・ファンドの協力を時には得ながら、負債を活用して行う買収を行う LBO（Leveraged Buy-out）の一形態」と定義している。

年代の 2 つのコードの施行（コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コード)、2020 年代の東証再編にともなう上場維持基準の厳格化、同じく東証による PBR 改善要請など、有形無形の上場維持コストの継続的な上昇、あるいはマーケットからの株主価値上昇に向けた圧力の顕在化など、複数の要因が想定される（MBO の実施動機については次節で詳述する)。

こうした MBO に関連する研究は、海外で蓄積されてきた。まず、MBO の実施動機については、CMBOR（Centre of Management Buy-outs Research）のマイク・ライト（Mike Wright）らのグループが手掛けた研究があり、その後、Renneboog et al. (2007)、Weir et al. (2005a)、Weir et al. (2005b）など枚挙にいとまがない。また、こうした「事前」の特性にとどまらず、Kaplan (1989a)や Smith (1990)にはじまり、Boucly et al. (2011)、Jelic (2011)、あるいは Bharath et al. (2014)などの事後パフォーマンス、Halpern et al. (1999）によるエグジットの検証など、分析も進んでいる。

ところが、日本に関する MBO の決定要因とその経済的機能については、本稿執筆者が著者に含まれる齋藤ほか (2017)、川本 (2022)、川本(2025)の分析が、事前の決定と事後の経済的機能を別個に分析した研究を例外とすれば、いまだ十分に分析されていない。とくに、MBO の実施動機やそのストラクチャーがどのように非公開化後のエグジットやパフォーマンスのあり方を規定するのかに関する「事後」の分析は、ほとんど手が付けられていない。そこで本稿では、経営陣やバイアウト・ファンドの参画、負債の利用などの MBO のストラクチャーがいかに MBO の実施動機に反映し、それが「事後」の状態をどのように規定するかについて検証する。

本稿は、以下のように構成される。次節では、どのような企業が MBO を実施したのか、この動機に歴史的な変化はあるのかを分析する。第 3 節では、MBO 後のエグジットを扱い、いかなる条件下でエグジットが実現されているのかを解明する。第 4 節の課題は、非公開化後、パフォーマンスは改善しているのかを検証する点にあり、①インセンティブ・リアライメント、②バイアウト・ファンドによる価値創造（バリューアップ)、③負債による経営規律に関する仮説をテストする。

2　MBO の動機[2]

2.1　動機の変遷

MBO 実施の決定要因に関しては、従来の研究では、①アンダーバリュエーションの解消、②負債の節税効果（tax shield)、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コントロールの強化（モニタリング)、⑥上場維持コストの削減（=情報の非対称性の緩和)、⑦リストラクチャリングの実施、⑧従業員からの富の移転、⑨敵対的買収の阻止等の観点から検証がなされてきた（表 2)。そして、川本（2025）は、これらの仮説の日本における妥当性を検証し、上記のなかでも、①アンダーバリュエーションの解消、③フリーキャッシュフローの解消（＝エージェンシーコストの削減）が有力な動機として挙げられることを示した。もっとも川本 （2025）でも、20 年にわたる MBO の波動の中で、MBO の動向を規定する動機の「変遷」については、十分に明らかにされていない。本稿では、われわれの作成した 2000 年から最近までの長期の包括的なデータを通じてこの点についてアプローチする。

2.2　バイアウト・ファンドの関与

また、本稿の MBO サンプルでは 56.5%がファンド参画案件となっている（図 1)。MBO のストラクチャーを理解するうえでファンドの役割は看過することはできない。ファンドのバイアウトへの関与の有無については、少ないながらいくつかの研究がある。

--- 図 3　about here --=

たとえば、Chapple et al. (2010）は、2000 年代におけるオーストラリア企業のバイアウトを取り上げ、フリーキャッシュフローの保有比率が高い企業ほど、バイアウト・ファンドのターゲットになりやすいという見方を提示している。また、Sudarsanam et al. (2011）は 1990 年代後半から 2000 年代中頃までのイギリスにおける非公開化企業をサンプルとし、確率分布に基づいて計測したデフォルトまでの距離が短い企業ほど、ファンドの投資対象になることを明らかにしている。

---

[2] 本節の内容は、中央経済社の許可を得て、川本（2025)の第 2 章の内容を大幅に加筆修正して掲載するものである。

この点について、同研究では、①財務健全性の高い企業に比べ安価に買収可能であること、②ファンドによって経営陣に対するインセンティブ付与とガバナンスの強化が期待できること、③ファンドがバイアウトに参画することによって資金調達余地が拡充し、高レバレッジ経営が実現すること（LBO 形態に採用することによる節税効果の利用と、買収後の負債返済圧力による経営効率化）を挙げ、企業再生の可能性が高まることを指摘している[3]。

また日本の研究では、野瀬（2022）があり、戦略的非公開化（=自ら上場廃止を選択する案件）を対象にファンド参画の有無を検証し、Sudarsanam et al.（2011）の分析結果とは異なって、有利子負債依存度と会社関係者持株比率が低い企業ほど、ファンドの参加比率が上昇する傾向を見出している。河西・川本（2022）では、ファンドの投資先決定について、その他上場企業と比較し、インタレスト・カバレッジ・レシオが 1 未満で、役員持株比率が低い企業ほど、ファンドがバイアウトに参加する確率が上昇することを報告している。川本（2022）では、純粋 MBO 案件、及び規模・業種で近似させた上場企業と比較し、外国人持株比率が高く、フリーキャッシュフロー比率が低い企業ほど MBO のストラクチャーを組む際にファンドを参画させる傾向にあることを確認している。

これら結果をまとめると、ファンドは株式の流動性、あるいは分散度の高い企業をターゲットとして選択している。それは低い役員持株比率、高い外国人持株比率という特徴に表れている。一方、財務状態については見方が分かれる。つまり、負債比率が低く追加的なレバレッジを効かせる余地がある企業（=Leveraged Buyout の形態を取りやすい企業）がバイアウトを実施しているとの見解を示す研究がある反面、手元流動性に乏しく高い利払いに直面しているデフォルトリスクの高い企業がバイアウトを実施していると報告する研究もある。本稿では上記研究の論点を踏まえながら、①MBO 案件へのファンドの参加の要因、②それらへの国内ファンド、海外ファンドの違いについて再検証を試みる。

2.3　本稿の論点

[3] 同研究では、デフォルトリスクが高いゆえに、むしろ当該企業の負債水準は低く、バイアウトの際にレバレッジを効かせる余地があると想定している。

以上の先行研究の成果を踏まえ、本研究で取り組む論点は以下のとおりである。

- *そもそもいかなる特性をもつ企業が MBO によって非公開化を選択しているのか？*
- *アンダーバリュエーション、エージェンシー・コスト（フリーキャッシュフローの保有）など、これまで MBO の実施動機として確認されてきた要因は、過去 20 年間の環境変化の中で変化を示しているのか？*
- *バイアウト・ファンドと組んで行う MBO は、純粋 MBO 案件（=ファンドが関与しない案件）と比較して、企業特性にどのような差異が観察されるのか？*

これらの点の解明を目指す本稿は、MBO の実施動機について先行研究の間で見方が分かれるなかで、①最新の包括的なデータセットを利用している点、②MBO 案件の比較対象を非 MBO 実施（さらには、国内ファンドと外資系ファンドの投資先選択の差異）にまで拡張し、体系的に検証を試みようとしている点に独自の意義があると考えられる。

2.4 データと推計モデル

分析対象としては、2024 年末までに非公開化を公表した MBO 案件となる[4]。案件の特定はレコフデータ「MARR Pro」を、財務・所有構造のデータは日経メディアマーケティング「NEEDS-FinancialQUEST」を、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」を用いた。これらデータ利用が可能になった非公開化型 MBO は、最終的に 203 件となった。

推計に用いられたのは、以下のモデルである。

$$MBOD_{it} = \alpha + \beta_1 UV_{it} + \beta_2 TAX_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 ALIGN_{it} + \beta_5 ACTD_{it} + \beta_6 CONTROL_{it} + YD_i + \sum IND_{it} + u_{it} \quad (1)$$

[4] 2001 年 1 月に MBO を公表したトーカロが最初の案件となる。なお、金融業、TOB が不成立となった案件は分析から除く。

被説明変数である MBOD は、MBO によって非公開化した時点に 1 の値を、その他上場企業に 0 の値を与えるダミー変数である[5]。説明変数である UV はアンダーバリュエーション、TAX はタックスシールド、FCF はフリーキャッシュフロー、ALIGN はリアライメント、ACTD はアクティビストによる経営介入（大量保有報告書提出の有無）[6]、CONTROL はコントロールに関する諸仮説のカテゴリーを表す。それぞれの仮説を構成する変数の定義、符号条件は、表 3 を参照されたい。このほか、製造業ダミーMANU、年次ダミーYD が挿入されている。なお、推計方法としては、プロビットモデルと COX 比例ハザードモデルを用いた。

2.5 基本統計量

以上の変数の基本統計量が表 3 のとおりである。MBO 案件と非 MBO 案件の平均値を比較してみると（パネル A)、前者は PBR、時価総額対数値、役員持株比率、売上高成長率が低く、フリーキャッシュフロー比率、アクティビスト介入ダミーが有意に高くなっている。MBO 案件は株価が低く、アンダーバリュエーシに陥っている可能性が高く、かつ潤沢な過剰流動性を有している企業であり、さらにはアクティビストによる経営介入の危機に直面しているという点で、仮説通りの結果となっている。

パネル B ではファンド関与型 MBO と純粋 MBO とを比較している。前者は、時価総額対数値、負債比率、外国人持株比率が高く、フリーキャッシュフロー比率、役員持株比率が有意に低くなっている。ファンドはラージキャップで、手元流動性に乏しく、所有構造が分散し、流動的（外国人持分が高く、役員持分が低い）な企業を MBO のターゲットにしていると解釈することができる。さらに、外資系ファンドと国内系ファンドとの違いでは、前者の方は時価総額が大きく、外国人持株比率と売上高成長率が高く、アクティビスト介入の経営がある企業をターゲットとしていることわかる（パネル C)。

もっとも、上記の結果は、2 変数の関係を観察したものに過ぎない。そこで以

---

[5] MBO が公表された年次のみに 1 の値が与えられるため、その前後、及びその他 MBO を実施しなかった案件がリファレンス（=0）となる。

[6] MBO 公表前にアクティビストによる大量保有報告書の提出が確認された場合に 1 の値をとるダミー変数であり、レコフデータ「MARR Pro」より取得した。

下では、その他の要因を条件づけたうえでの当該変数の効果を確認するため、(1)式による重回帰分析を試みる。

--- 表 3　about here ---

2.6　推計結果

MBO の実施動機の推計結果を整理したものが表 4 のとおりである。コラム(1)と(2)がプロビット、コラム(3)から(4)が COX 比例ハザードモデルの結果である（いずれも全期間)。

まず、株価関連指標については、MBO ダミーに対して、全コラムで PBR の係数は有意に負であるという結果が得られている。アンダーバリュエーションは全期間にわたって、有力な MBO の実施動機といえる。

また、フリーキャッシュフロー比率 FCF も、いずれのコラム（(1)から(4)）でも有意に正の係数をとっている。トービンの q が 1 を下回り成長機会に乏しく、かつキャッシュを有している企業が MBO に踏み切る傾向にあると解釈できる。

さらに、外国人持株比率 FOREIGN の係数は有意に正となっている。外国人持株比率が高く、流動性の高い所有構造下にある企業が MBO によって非公開化している。アクティビスト介入ダミーACTD の係数が正となっていることから、「物言う株主」からのプレッシャーが高い企業で、非公開化が行われているといえる。

そのほか、有意となっている変数に目を向けると、時価総額対数値はすべてのコラムにおいて負の係数を示している。小規模企業ほど投資家と当該企業の情報の非対称性の程度が大きく、その解消を目指して MBO を実施していると予想したが、それに合致する結果となっている。

最後に、売上高利子率が非有意、負債比率 DA は有意に正である。Kaplan(1989b)に代表されるように、これまでの理論的な想定では、事前の利払い比率と負債依存度が低く、利払いによる損金加算の余地が高い企業ほど、タックシールドの享受を目指して MBO 実施することが期待されるが、仮説に合致する結果は得られなかった[7]。

---

[7] Pour and Lasfer (2013) では、そもそも株式による資金調達が困難なため、レバレッジが高い企業ほど非公開化に踏み切ることを明らかにしている。

同様に、パフォーマンスが低迷し、リストラクチャリングの余地がある企業ほどMBOによる改革に取り組むと予想したが、ROAは正と係数を取っており、その予想とは逆の符号となっている。また、産業メディアンで調整した従業員一人当たり売上高は非有意であり、労働生産性が低い企業ほど、MBOが実施されているとは限らない。つまり、日本の案件において、(事前の特徴の意味において)「従業員からの富の収奪」を目的としてMBOを行っているとは判断できない。

--- 表4　about here ---

2.7　期間分割

では、以上の結果は、MBO実施時期によって差異はあるのであろうか。この点を考慮して、期間分割して推計を行ったのが表4のコラム(5)以降となる。コラム(5)から(8)がリーマンショック後までの2013年まで、コラム(9)から(12)がアベノミクス以降の2014年以降の推計となる。有意な結果が得られている変数に着目すると、両期間でほとんど差は生じていない。おおむねPBR、時価総額対数値が負の係数を、フリーキャッシュフロー比率、外国人持株比率が正の係数を取っている。すなわち、株式市場において過小評価され、情報の非対称性が深刻である一方で、株式所有構造が流動的で、フリーキャッシュフローを抱える企業がMBOという手段によって非公開化を選択している。

もっとも、ここで注目すべきは、やや弱いながらアクティビスト介入ダミーの係数が有意に正の推計結果が確認される点である（コラム(10)）。2018年以降、アクティビストの活動が第2興隆期に入ったと言われているが（鈴木 2025)、以上の結果はその見方と整合的である。2020年からのMBOの第2の増加の局面では、アクティビストの圧力の上昇がMBOによる市場退出を促す重要な要因として浮上したことを示唆している。

2.8　バイアウト・ファンドのターゲット選択

前述のように、ファンドの関与もMBOの実施において無視できない比重を占めている。そこで追加的検証として、純粋MBO（非ファンド関与型）をリファレンスにして、ファンドが関与するMBOの実施要因を探ったのが表5のとおりである。それによると、ファンドの投資選択は、主にターゲット企業の所有構造の

状態によって規定されていることがわかる。つまり、役員持株比率が低く、外国人持株比率が高い企業がファンドのターゲットになっていることがわかる（コラム(1)(2)）。ファンドは外国人持株比率が高く、流動的な所有構造に企業に対し、同企業の、自社の株式保有の少ない専門経営陣と組んで MBO を遂行するのを選好していると解釈できる。

さらに、ファンド関与型 MBO において、フリーキャッシュフロー比率と ROA が低く、負債比率が高いという結果が示されている。財務的に余力がない企業がファンドからの資金的バックアップを得て、非公開化を実施していると考えられ、MBO 案件におけるファンドのターゲット選択を検証した川本（2022)、川本(2025）と整合的な結果が得られている。なお、超過リターンと PBR はいずれのコラムでも非有意である。前項の結果を踏まえれば、MBO 実施企業はアンダーバリュエーションに陥っているものの、これら他の MBO 案件との間に株価の過小評価に関する差異はないという結果となっている。

一方、コラム(3)と(4)は外資系ファンド（=1）と国内ファンド(=0)とを比較したものである。それによると、外資系ファンドは時価総額が大きく、超過リターン、労働生産性が優れた企業を選択していることがわかる。外資系ファンドは、日本市場における相対的に優良な企業をターゲットとした。また売上高利子率も低いことから、非公開化によりレバレッジを引き上げ、節税効果の実現もターゲットの重要な選択要因となっている可能性がある。この点で、ファンドの投資先選択は、国内系と外資系とで大きな差異がある点の認識が重要である[8]。

--- 表 5　about here ---

3　エグジット：再上場と M&A

3.1　異質性仮説

次に、MBO の「事後的」な分析に移っていこう。Helpern et al. (1999) によれ

[8] 直近では、アクティビストとファンドが連携してターゲットを MBO に追い込む「オペレーター化」が取りざたされている。角田進二「日本におけるアクティビスト投資家の『オペレーター化』の試み（2023-2025 年)」『赤坂国際法律会計事務所』2025 年 12 月 14 日＜https://ailaw.co.jp/blog/post16845/＞。本稿ではここ数年の新しい動きであったため、捉え切れていない可能性がある。

ば、LBO は 2 つのクラスターに分けられ、それらクラスターの特性は非公開化後のエグジットのルートを規定することが知られている。具体的には、経営者の事前持分の低い案件では、株式が分散しており、そのために敵対的買収の危機に直面している。そして、当面の敵対的買収を阻止するために、バイアウト・ファンドの協力を得て LBO を実施する傾向にあるという。すなわち、非開化の動機の一面がファンドによる「さや取り」となるので、バイアウト後に再上場する確率はこのクラスターでは高い。

一方、事前の経営者の持分が高いクラスター（ファミリー企業など）では、非公開化の目的はあくまで経営権の維持や私的便益（private benefit）の独占にあるため、バイアウトへのファンドの関与には消極的であり、買収後も非公開の地位を維持する傾向にある。以上の傾向は、日本の非公開化型 MBO を検証した川本（2022）でも確認されている。本稿ではデータを拡張するとともに、ファンドを「国内・国外」に分割して、以上の経路の妥当性を検証する。

3.2 推計モデル

エグジットに関する推計モデルは下記の(2)式のとおりである。

$$EXIT = \alpha + \beta_1 OWN + \beta_2 FUND + \beta_3 CONTROL + u \qquad (2)$$

被説明変数 EXIT は、エグジットの手法を表し、再上場が 1、他企業との M&A が 2、非公開化維持が 0 の値を取る。説明変数の焦点は非公開化公表直前期の所有構造となる。役員持株比率 OWN は高くなるほどファミリーによる買収の特徴が明確になり、私的便益の独占を目的に非公開化の維持を選択する確率も高くなり、エグジットする確率も低下すると考えられる。したがって、同変数の符号条件は負となる。

他方で、役員の事前持株比率が低く、ファンドがバイアウトに関与することを許容する場合、そのような案件では投資回収のためにエグジットを目指すと予想される。ファンド関与ダミーの符号条件は正となる。推計では国内ファンドと外資系ファンドの効果の差を見るため、ファンドダミーをさらに分割して推計を試みる。

なお、推計ではその他、コントロール変数（エグジットまでの経過月数、非公開化直前期の PBR、ROA、FCF 比率、負債比率、総資産対数値、製造業ダミー）が挿入されている。推計は多項ロジットで行った[9]。

3.3 推計結果

推計結果は表 6 のとおりである。役員持株比率 OWN は予想通りコラム(1)と(3)において有意に負の係数を取っている。ファミリー企業は特に再上場というエグジット手法を選択せず、非公開化状態を維持する傾向にあるといえる。その一方でファンド関与ダミーは、コラム(1)で有意に正となっている。その効果は大きく、ファンドが関与した場合、関与が見られない案件に比べ、再上場する確率は 25.8%、M＆A をする確率は 3.5%高いと推定される[10]。ファンドは投資を回収し、リターンを獲得するために、エグジットを狙っていっていることが明確に読み取れる。なお、ファンドを国内と海外に分けた場合、両者ともに再上場、M&A に対して有意に正の係数を示しており、その効果もほぼ同規模である。ファンドの所在地の違いはエグジット選択に差異を与えていない[11]。

コントロール変数の経過に関して興味深いのは、経過月数（非公開化からエグジットの期間）である。同変数は有意に負の係数を取っている。コラム(3)では経過月数 36 カ月以上（つまり非公開化後 3 年）のダミー変数も挿入してみたが、同変数も負値となっている。すなわち、一概に時間が長期化したからといって、単線的にエグジット確率が上昇するわけではない。この結果には、もともと非公開化を狙わないファミリー企業がサンプルに含まれることと、バリューアップが長期化するとかえってエグジットが困難になってしまうという 2 つの要因が反映し

---

[9] 非公開化からエグジットまでにある程度の期間を要すると考えられるため、分析期間は 2020 年末までに MBO を公表した案件として、2025 年末時点のエグジット状況をカウントした。

[10] 表掲していないが、限界効果を算出して計測した。

[11] ちなみに、ファンドの参入モードを確認したところ、国内ファンドは、日本の MBO 市場に早期参入していることがわかる（付表 1)。エグジット確率はムラがあるものの基本、初期案件の方が高くなっている。国内ファンドは比較的初期の日本の MBO 案件を手掛け、それから海外ファンドが続いていることから、前者の方が早期参入であることからエグジット確率が高くなるはずであるが、推計ではそうはなっていない。外資系ファンドの方が短期でのエグジットのテクニックに長けている可能性があるが、この点の本格的な検証は今後の課題である。

ているものと解釈できよう。

--- 表 6　about here ---

4　事後パフォーマンス

4.1　先行研究と作業仮説

多くの企業がその非公開化型 MBO の実施理由として、株式市場を離れ、中長期的な事業再構築の断行することで、パフォーマンス改善をすることを挙げている。確かに、MBO の実施は、所有構造・資本構成に顕著な変化を与え、当該企業のコーポレート・ガバナンス構造に多大なる影響をもたらす。すなわち、経営陣の持株比率の上昇により経営者インセンティブが強化されるとともに、主要な資金提供者であるバイアウト・ファンドに株式が集中し、モニタリング強度が上がる。また、ファンドからのオペレーショナル面での支援を期待できる。さらに、買収にあたってレバレッジを効かせることから、負債による規律付けが発揮される。以上の点を通じ、MBO の実施は買収後の企業価値に看過できない効果を与えることが予想される。では実際、MBO 実施後（非公開化後）においてパフォーマンス改善は観察されるのであろうか。

もっとも、企業は MBO 後には上場会社の情報公開義務を免れるためこれまで事後パフォーマンスの分析は殆ど試みられてこなかった。本稿では、RIETI より提供を受けた東京商工リサーチ「TSR 財務情報」データと、われわれの独自調査のデータを組み合わせることによって十分なサンプルを確保し[12]、これにより日本企業について MBO の事後的パフォーマンスの分析がはじめて可能となった。以下では、このデータ（合計 77 ケース）を利用して、事後パフォーマンスを、①インセンティブ・リアライメント、②バイアウト・ファンドによる価値創造（バリューアップ）、③負債による経営規律の 3 つの角度から検証する。

4.1.1　インセンティブ・リアライメント

[12] このほか、MBO 実施企業の非公開化後の財務情報として、川本（2022)でも使用した帝国データバンク「COSMOS1」も活用している。

株式公開による株式分散は、株主・経営者間の利益相反を引き起こす。このとき、MBO が行われ、経営者がバイアウトに参画することによる彼らの持分上昇は、経営者のインセンティブ向上をもたらし、エージェンシー・コスト削減に寄与するであろう。こうした「インセンティブ・リアライメント」の効果は、特にファンドが関与せず、経営陣単独でバイアウトを行う「純粋 MBO」案件や、事前の経営者持分が低く、MBO 参加による持分上昇が期待できる案件で増幅すると予想される。実際、Kaplan (1989), Singh (1990)でも、MBO 実施後の経営者の持分上昇が、収益や経家効率化の改善に寄与することを確認している。

H1：買収前の経営者持株比率が低い案件やファンドが関与しない純粋 MBO 案件では、非公開化後のパフォーマンス改善効果は大きい。

4.1.2 バイアウト・ファンドによる価値創造

MBO へのバイアウト・ファンドの参画は、2 つの経路で投資先企業のパフォーマンス改善をもたらしうる。一つは、ブロック・シェアホルダーとしてのバイアウト・ファンドである。大株主としての地位による当該企業のモニタリング強化によって、経営者の努力水準の低下（quiet life）や、過大投資（empire building）を阻止し、株主・経営者間のエージェンー・コストの削減に寄与できる（Shleifer and Vishny 1986）。

もう一つは、いわゆる「オペレーショナル・エンジニアリング（operational engineering; Kaplan and Stromberg 2009）」や「クロス・ユティリゼーション（cross utilization; Hite and Vetsuypens 1989）」などと呼ばれる経路である。ファンドによる人材紹介や、自らのネットワークを利用しての海外顧客の仲介、さらにクロスボーダーM&A の実現など、ファンドの支援を欠いては実現できなかった経営革新が期待できる。

前者のエージェンシー・コストの削減については、Cressy et al. (2007) の分析がある。同研究では、英国におけるバイアウトを取り上げ、ファンド関与案件では収益性に対しポジティブな効果が観察されたが、それは財務報告のチェックや努力水準の劣る経営者の更迭を通じたファンドのモニタリング機能の発揮が背景であるとしている。後者のオペレーショナル・エンジニアリングに関しては、カ

ーライルと組んだキトーの MBO のケース・スタディー（胥 2011）で、詳細にそのプロセスが紹介されている。

H2：買収にバイアウト・ファンドが関与する案件では、買収後のパフォーマンス改善が期待される。

4.1.3　負債による規律

一般に、MBO の買収資金の調達にあたっては、買収対象企業の資産を担保とした借入が利用され（レバレッジド・バイアウト)、その結果、MBO を通じて大きく資本構成が変化する場合がある。こうしたレバレッジの上昇は、負債による規律付けを通じて、企業パフォーマンスを引き上げる可能性がある（Jensen 1986; 1989)。すなわち、LBO による負債依存度の高まりは、倒産リスクを通じ、経営陣に経営効率化を促すと推察される。

H3：買収資金の多くが負債で調達された案件では、買収後のパフォーマンス改善が期待される。

4.2　サンプルと推計モデル

4.2.1　コンロール企業の選定

ここでは、フランスの LBO 企業の事後パフォーマンスを分析した Bocukly et al. (2011)を参考に、コントロール企業を設定する。具体的には、MBO 実施 1 期前と特性が近似した企業を選択した。すなわち、①業種：日経業種分類（中）でみて同コードであり、②総資産が MBO 案件の 50%から 150%も範囲に分布し、③ROS も±50%の間に収まる企業をコントロール企業として抽出した[13]。非公開後の情報は、東京商工リサーチ「TSR 財務情報」、帝国データバンク「COSMOS1」から得ている[14]。結果、77 社がトリートメント企業、340 社がコントロール企業

[13] MBO 案件 1 件につき 5 社まで選び、5 社を超えるようならば、規模・業績が最も近似する 5 件、5 件に満たない場合はその社数をコントロール企業として選択した。

[14] 非公開後の財務データは単独決算であるため、持株会社はサンプルから除い

として選択された。

4.2.2 推計モデル

推計モデルとしては、(1)式のようなパネル固定効果 DID 構造となる[15]。

$$PF_{it} = \alpha + \beta_1 POST_{it} + \beta_1 POST_{it} \times MBO_i + u_i + \varepsilon_{it} \qquad (3)$$

PF はパフォーマンス変数である。MBO は期間中、その実施企業に 1 の値を与えるダミー変数であり、コントロール企業は 0 となる。POST は非公開化以降に 1 の値を与えるダミー変数であり、非公開化前は 0 の値をとる[16]。この MBO と POST の交差項によって、MBO の事後的なパフォーマンスを測定することができる。パフォーマンス変数としては、①ROA（総資産経常利益率)、それを分解した②売上高利益率（＝経常利益/売上高)、③総資産回転率（＝売上高/総資産）を取り上げて、パフォーマンス改善の要因について特定する。このほか、④売上高、⑤総資産、⑥従業員数をパフォーマンス変数として加えた。

推計期間は 2000 年度-2023 年度のパネル・データ（アンバランスド・パネル）であり、推計方法は固定効果モデル（DID パネル）を用いた。

これらの変数の基本統計量は表 7 にまとめられている。非公開化実施 1 期前の MBO 企業とコントロール企業とを比較した場合、10%有意水準となっている資産対数値を除き、両者で有意な差がある変数はなく、マッチングが良好なことを表している（パネル A)。一方、非公開後の比較をした場合、ROA で有意な改善が観察される。また、総資産回転率がプラスの差、総資産がマイナスの差で有意

ている。

[15] このほかの手法として、MBO を実施した企業と近似した特性を持つペア企業とマッチングして比較する傾向スコア・マッチング法や、1 段階目でプロビット分析を行い、そのうえでパフォーマンスへの効果を測定するヘックマンの 2 段階推定などの手法が考えられるが、トリートメントグループ（MBO 実施企業）とマッチング対象群（全上場企業）とのバランスが整っていないことから、本稿ではそれら手法の採用を見送った。

[16] サンプルサイズを確保する目的から、非公開後の財務データが取得できた時点を 0 期としている。

となっており、MBO 後に資産リストラを主たる要因として経営効率化の改善を実現したという見方を示唆する。

もっとも、これらは他の要因をコントロールしていない unconditional な分析である。そこで次項では、重回帰分析で変数間の影響を制御しつつ、より正確な分析結果を紹介していく。

--- 表 7　about here ---

4.3　推計結果：全体推計

推計結果は表 8 にまとめられている。繰り返しになるが、MBO 全般の効果の焦点は、MBO に 1 の値を与える MBO ダミーと非公開化後に 1 の値を与える POST ダミーとの交差項となる。この変数の係数が正の場合、事後的に MBO 案件でパフォーマンスが向上しているということになる。

パネル A のコラム(1)によれば、交差項はプラスとなっている。MBO 案件において事後的な ROA の改善を実現している。ROA 上昇の要因を分解してみると、総資産回転率の改善（コラム(3)）、総資産の削減（コラム(5)）が見られることから、資産リストラクチャリングを背景とした経営効率化の上昇が ROA 改善の要因となっていることがわかる。

パネル B について、パフォーマンス改善に関する「J カーブ効果(J-curve effect)」を検証したものである。M&A においては、当初、統合コストがかかり、十分なパフォーマンス改善が期待できないので、その効果は時間の経過とともに徐々に出てくる可能性がある。そこで上記の POST 変数を分割し、非公開化後 1 期から 3 期を POST1、4 期後以降は POST2 として設定し、MBO ダミーとの交差項の効果をみたものが同表である。それによると明確に事後後半（POST2）の方がパフォーマンスが改善しているとはいえず、本稿の分析からは J カーブ効果は観察できなかった。

--- 表 8　about here ---

4.4　推計結果：ストラクチャー分解

表 9 は MBO ダミーをさらにストラクチャーごとに分割して、そのパフォーマンスに与える効果を観察しようとしたものである。まず、パネル A では MBO 案

件をファンド関与案件 FUND と非ファンド関与案件（純粋 MBO 案件）NFUND に分割して、先ほどと同様の分析を行っている。それによると、非ファンド（純粋 MBO）案件で ROA が改善され、インセンティブ・リアライメントの効果が観察された。

また、事前の経営者持ち株比率の中央値で分割した場合（パネル B)、事前の経営者持ち株比率が高い企業で、資産の圧縮、総資産回転率の上昇、ROA の改善が確認でき、MBO が経営者と株主のインセンティブ・リアライメントの効果を確認できる。以上から、仮説 H1 は支持されたとみてよかろう。

一方、ファンド案件では負債比率の上昇が確認され、同案件群ではレバレッジも活用していることがわかる。ただし、ROA やそれを分解した売上高利益率、総資産回転率では有意な効果が観察されていない。ファンドの参加を通じて、事業リストラの進展、財務戦略の変更は進んだものの、明確なバリューアップの効果は見られないといことであり、仮説 H2 は支持されない。カーライル×キトーなど、海外 PE によるバリューアップの向上が報告されているが、こうした関係は必ずしもシステマティックには観察されない[17]。ファンドの関与する MBO 案件の大部分は、国内 PE を主体としており、それらはターゲットのバリューアップの点で十分な成果を残せていないことを示唆する。

パネル B は負債による経営規律の効果を検証したものである。実施一期前の負債比率のメディアン（=40%）で分割し、メディアンより高い企業群を HAD、メディアンより低い企業群を LDA としている。低負債企業の案件ほど、LBO による負債比率の上昇幅が大きくなると想定されるため、それだけ規律も働きやすくなると予想される。したがって、低負債比率企業ダミーLDA でパフォーマンス改善がもたらされることが期待できる。実際、低負債比率案件 LDA と POST の交差項で、資産リストラクチャリング（コラム(5)）、それによる経営効率性の改善が観察されることがわかる（コラム(3)）。負債による経営規律付けが実現したということであり。仮説 H3 は支持されたと判断してよかろう。

--- 表 9　about here ---

[17] つまり、ここでの結果は、2020 年以降に増加した外資系 PE 関与案件が、サンプルに入っているケースが少ないためかもしれない。例えば、近年注目された EQT×ベネッセホールディングスのケースも含まれていない。

5　結論と課題

本稿では MBO のストラクチャーが、その実施動機やエグジットの経路、非公開化後のパフォーマンスに与える影響について検証した。分析の結果、以下の点があきらかにされた。

先ず、MBO の実施動機については、アンダーバリュエーションの解消が MBO による非公開化のシステマティックな要因であることが確認された。また、成長機会が乏しい企業の手元流動性の存在は、株式非公開化を促す要因になっていることも示された。さらに所有構造も MBO の実施にとって見逃せない要因となっていることがわかった。特に外国人投資家の持分が高い企業ほど MBO による非公開化に踏み切っている。所有構造が流動的で、TOB の成立確率が高い案件で MBO が実施されていると推察される。

そして何よりも重要で興味深いことに、アクティビストによる大量保有の経験がある企業ほど、MBO を実施していることが確認された。特に 2010 年代後半からこの傾向が明確になっている。アクティビストの経営介入やそこから発展しての敵対的買収への懸念が企業を MBO へと突き動かす局面に入ったことがわかる。

また本稿では、どのような企業がバイアウト・ファンドと組んで MBO を行うのかについての検証も行った。それによると、ファンドの投資先選択はターゲット企業の所有構造によって規定されていることが明らかにされた。すなわち、ファンドは、役員持株比率が低い一方で、外国人持株比率が高い企業と組んで MBO を実施していることがわかった。オーナー企業の非公開化の動機は私的便益の独占にあり、ファンドと組んでのバイアウトがもとより視野に入っていない可能性がある。また外資系ファンドと国内ファンドの投資先選択の違いに関しては、前者は時価総額が大きく、超過リターン、労働生産性が優れた企業を選択しているとなっていることが確認された。外資系ファンドはラージキャップ企業のさらなるバリューアップを図ろうとしていることが読み取れる。この意味で、ファンドの投資先選択は、国内系と外資系とで大きな差異があることが示された。

次に、MBO のストラクチャーがその後のエグジットの経路に与える影響についても検証を試みた。それによると、ファミリー企業は特に再上場というエグジ

ット手法を選択せず、非公開化状態を維持する傾向にあることが確認された。その一方で、ファンド関与案件では、再上場や他企業との M&A が促されることも示された、ファンドは投資を回収し、リターンを獲得するために、エグジットを狙っていっているということが読み取れる。なお、ファンドを国内と海外に分けた場合、両者ともに再上場、M&A を通したエグジットに積極的であり、ファンドの所在地の違いはエグジット経路選択に差異を与えていないことも示された[18]。

最後に、可能な限り非公開化後の財務情報を収集し、MBO 案件における事後パフォーマンス改善の有無についての検証を行った。その結果、MBO 案件において事後的な ROA の改善がみられ、特にそれは資産リストラクチャリングが背景となっていることがわかった。ついで、MBO のストラクチャー分割し、分析を進めてみると、非ファンド（純粋 MBO）案件で ROA の改善があり、インセンティブ・リアライメントの効果が観察された。また、低負債企業の案件において資産リストラクチャリング、それによる経営効率性の改善が観察されることがわかった。負債による経営規律付けが効きやすい企業ほど事後的なパフォーマンス改善を実現したということである。

繰り返しになるが、本稿では MBO のストラクチャーや所有構造が実施動機やその後のエグジットの経路、事後パフォーマンスを規定していることが確認された。それを踏まえ今後の課題を挙げておくと、そうした MBO の行動選択はどこまで固有のものかの疑問が残る。また今回、MBO によるパフォーマンス改善が観察されたが、それは上場維持しながらではなく、上場廃止しなければできなかったのであろうか。そもそも上場廃止してからリストラクチャリングを行う企業の特徴はどこに求められるのであろうか。PE の関与については、明確なバリューアップを実現していないが、これは国内 PE 側のハンズオン能力に起因するもののであろか。近年増加する海外 PE の関与のケースを含め非公開化後のサンプル

[18] ファンドの参入モードを確認したところ、国内ファンドは、日本の MBO 市場に早期参入していることがわかる（付表）。エグジット確率はムラがあるものの基本的に初期案件の方が高くなっている。国内ファンドは比較的初期の日本の MBO 案件を手掛け、それから海外ファンドが続いている。前者の方が早期参入であることからエグジット確率が高くなるはずであるが、推計ではそうはなっていない。外資系ファンドの方が短期でのエグジットのテクニックに長けている可能性があるが、この点の本格的な検証は今後の課題である。

の拡張を図りつつ、これらの問いに答えることが、今後の課題である。

参考文献

Amihud, Y. (1989), "Leveraged Management Buyouts and Shareholders' Wealth," in Y. Amihud (ed.), *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*, New York: Dow-Jones Irwin.

Andres, C., A. Betzer and C. Weir (2007), "Shareholder Wealth Gains through Better Corporate Governance: The Case of European LBO-transactions," *Financial Markets and Portfolio Management,* Vol. 21, pp. 403-424.

Boucly, Q., D. Sraer, and D. Thesmar [2011], "Growth LBOs," *Journal of Financial Economics*, 102, pp.432-453.

Bharath, S.T., A. K. Dittmar and J. Sivadsan (2014), "Do Going-private Transaction Affects Plant Efficiency and Investment," *Review of Financial Studies*, Vol. 27, pp.1929-1976.

Chapple, L., P. M. Clarkson and J. J. King (2010), "Private Equity Bids in Australia: An Exploratory Study," *Accounting and Finance*, Vol. 50, pp. 79-102.

Clarkson, P. M., S. Pathan and A. Tellam (2016), "Do Private Equity Targets Firms Exhibit Less Effectual Governance Structures?," *Australian Journal of Management*, Vol. 41, pp. 244-270.

Cressy, R., F. Munari and A. Malipiero (2007), "Playing to Their Strengths? Evidence That Specialization in the Private Equity Industry Confers Competitive Advantage," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, pp. 647-669.

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.

Halpern, P., R. Kieschnick and W. Rotenberg (1999) "On the Heterogeneity of Leveraged Going Private Transactions," *Review of Financial Studies*, Vol. 12, pp. 281-309.

Hite, G. and M. Vetsuypens (1989) "Management Buyouts Divisions and

Shareholder Wealth," *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 953-970.

Jelic, R. (2011), "Staying Power of UK Buy-Outs," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 38, pp.945-986.

Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329.

Jensen, M. C. (1993), "The Modern Industrial Revolution: Exit and the Failure of Internal Control System," *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831-880.

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 of 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.

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.

Smith, A. (1990), "Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buy-outs," *Journal of Financial Economics,* Vol. 27, pp. 143-164.

Sudarsanam, S., M. Wright and J. Huang (2011), "Target Bankruptcy Risk and Its Impact on Going Private Buyout Performance and Exit," *Corporate Governance: An International Journal*, Vol. 19, pp. 240-258.

Shleifer, A. and L. H. Summers (1988), "Breach of Trust in Hostile Takeovers," in A. J. Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, IL: University of Chicago Press.

Shleifer, A., and R. Vishney (1986) "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488.

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.

Travlos, N. G. and M. M. Cornett (1993), "Going Private Buyouts and Determinants of Shareholders' Returns," *Journal of Accounting, Auditing and Finance,* Vol. 8, pp. 1-25.

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.

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.

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（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（2023）「MBO は何をもたらしたのか：動機、株主の富、事後パフォーマンスに関するサーベイ研究」『証券レビュー』第 63 巻第 6 号, 60-75 頁.

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.

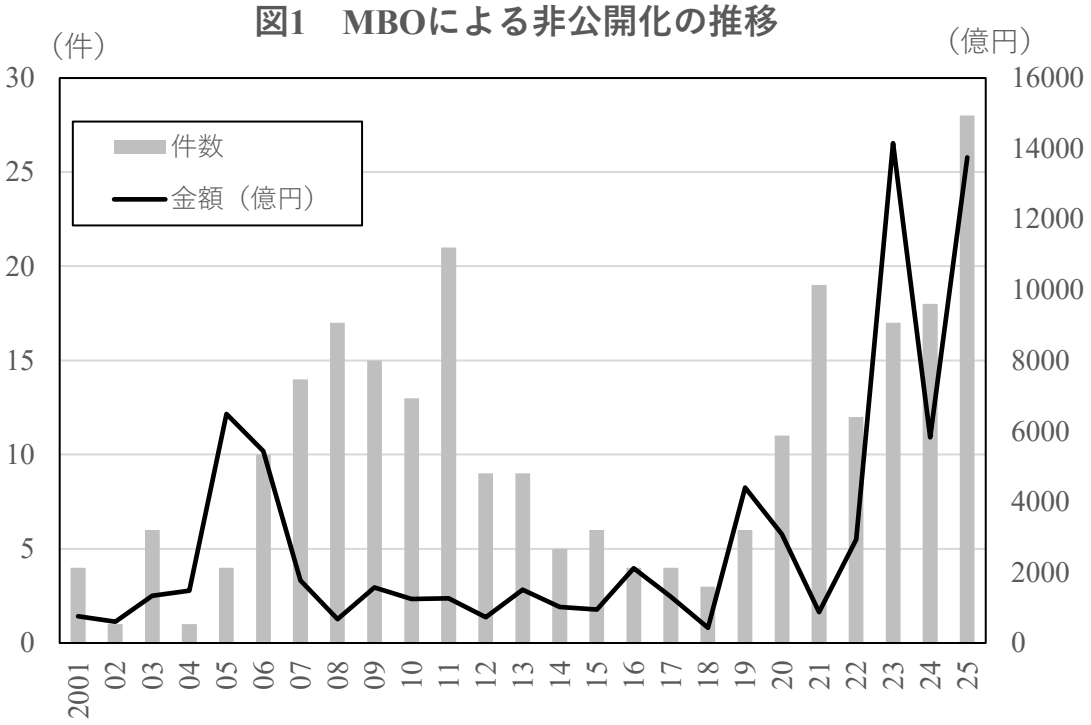
齋藤隆志・河西卓弥・川本真哉（2017）「日本企業の非公開化型 MBO に関する実証分析」宮島英昭編『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社、191-224 頁.

胥鵬 (2011)「日本における経営権市場の形成：バイアウトを中心として」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社, 151-177 頁.

鈴木一功（2025）「アクティビスト・ファンドの現状と学術研究からみた投資先企業の株価、業績への影響」『証券アナリストジャーナル』第 63 巻第 3 号、28-37 頁.

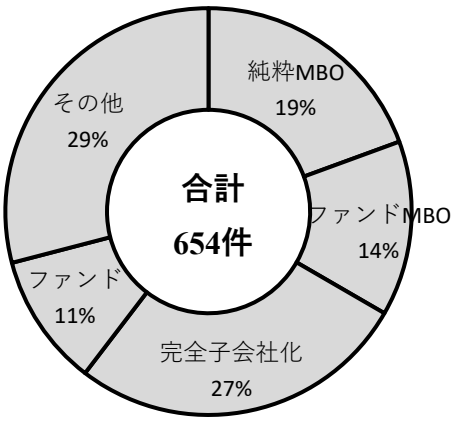
野瀬義明（2022）『日本のバイアウト・ファンド』中央経済社.

図1　MBOによる非公開化の推移



出所：レコフデータ「MARR Pro」より筆者作成。

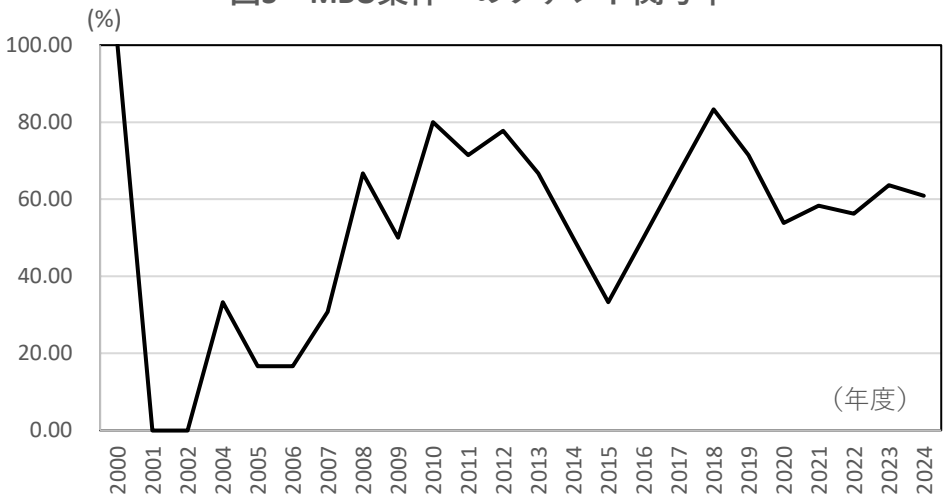
図2　キャッシュアウトによる
非公開化の内訳



注：2000 年から 2024 年度までのキャッシュアウト案件。

出所：レコフデータ「MARR Pro」等から筆者作成。

図3　MBO案件へのファンド関与率



出所：「MARR Pro」より筆者作成。

表1　MBOの取引金額上位20件（2026年8月時点）

公表日など	買い手	ターゲット	上場場部	金額(百万円)
2023/11/27	大正製薬ホールディングス経営陣	大正製薬ホールディングス	東証スタンダード	708,609
2026/01/07	久光製薬経営陣	久光製薬	東証プライム	393,702
2025/03/29	コールバーグ・クラビス・ロバーツ、トプコン経営陣、JICキャピタル	トプコン	東証プライム	348,965
2006/06/08	すかいらーく経営陣、野村プリンシパル・ファイナンス、CVCキャピタル・パートナーズ	すかいらーく	東証1部	271,771
2023/12/09	ベインキャピタル、アウトソーシング経営陣	アウトソーシング	東証プライム	221,395
2005/07/25	ワールド寺井秀蔵社長、中央三井キャピタル	ワールド	東証1部	218,505
2023/11/11	EQT運営ファンド、ベネッセホールディングス経営陣	ベネッセホールディングス	東証プライム	208,698
2026/02/06	ベインキャピタル、MCJ経営陣	MCJ	東証スタンダード	208,202
2019/12/22	ローンスター、ユニゾホールディングス従業員	ユニゾホールディングス	東証1部	205,633
2025/09/25	パラマウントベッドホールディングス経営陣	パラマウントベッドホールディングス	東証プライム	162,966
2025/07/28	太平洋工業経営陣	太平洋工業	東証プライム	135,954
2026/07/30	フューチャー経営陣	フューチャー	東証プライム	130,137
2025/09/11	CVCキャピタル・パートナーズ、マンダム経営陣	マンダム	東証プライム	125,950
2025/05/13	ベインキャピタル運営ファンド、日新経営陣	日新	東証プライム	118,303
2025/12/12	ゴールドマン・サックス、ラクスル経営陣	ラクスル	東証プライム	113,487
2009/03/20	ユー・エス・ジェイ経営陣、ゴールドマン・サックス・グループ	ユー・エス・ジェイ(USJ)	マザーズ	111,241
2020/05/11	ベインキャピタル、ニチイ学館経営陣	ニチイ学館	東証1部	110,166
2007/01/23	ツバキ・ナカシマ経営陣ら、野村プリンシパル・ファイナンス	ツバキ・ナカシマ	東証1部	101,418
2024/05/09	ゴールドマン・サックス、日本ハウズイング経営陣	日本ハウズイング	東証スタンダード	94,388
2006/10/31	東芝セラミックス経営陣、ユニゾン・キャピタル、カーライルグループ	東芝セラミックス	東証1部	91,627

出所:レコフデータ『MARR Pro』より作成。

表2　非公開化の動機に関する仮説

仮説	内容	先行研究	代理変数	符号条件
① アンダーバリュエーションの解消	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)	PBR（業種平均調整済み）、超過リターン	(-)
② 負債の節税効果（tax shield）	買収がLBOのスキームを取る場合、利払いは損金加算となるので、節税を狙って買収を行う。	Kaplan (1989b)	総資産負債比率、売上高利子率	(-)
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)	トービンのqが1未満の企業の手元流動性比率((現預金＋有価証券＋投資有価証券)/総資産)	(+)
④ インセンティブ・リアライメント	バ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)	役員持株比率	(-)
⑤ モニタリング	対象企業にブロックホルダーが存在しない場合、バ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)	外国人持株比率	(-)
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)	時価総額対数値	(-)
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に動向を気にせず、抜本的な事業再構築が行える。	Slovin and Sushka (1998)	ROA（業種平均調整済み）	(-)
⑧ 従業員からの富の移転	買収者は雇用や賃金に関する従業員との「暗黙の契約」を破棄することで、短期的な利益を獲得することができる（信頼の破壊）。	Shleifer and Summers (1988)	従業員1人当たり売上高（業種平均調	(-)
⑨ 敵対的買収の脅威	アクティビストの介入など、敵対的買収の脅威がある企業では、買収防衛を図るために非公開化を行う。	Weir et al, (2005ab)	アクティビスト介入ダミー	(+)

表3　基本統計量（実施動機）

パネルA：MBO実施企業と非実施企業

Variable	MBO実施企業			その他上場企業			平均値
	Obs	Mean	Std. dev.	Obs	Mean	Std. dev.	差の検定
PBR	203	-1.0287	1.9215	73,355	-0.2307	2.6644	-0.7980 ***
超過リターン	203	-0.0015	0.3677	73,349	0.0431	0.4543	-0.0446
時価総額対数値	203	9.2129	1.4029	73,338	9.7331	1.7550	-0.5202 ***
負債比率	203	0.4714	0.2092	73,355	0.4779	0.2124	-0.0065
売上高利子率	203	0.0039	0.0076	73,355	0.0036	0.0066	0.0002
FCF比率	203	0.1523	0.1748	73,355	0.1061	0.1513	0.0461 ***
外国人持株比率	203	0.0915	0.1049	73,355	0.0909	0.1154	0.0006
役員持株比率	203	0.2419	0.2379	73,355	0.2753	0.2555	-0.0334 *
アクティビスト介入ダミー	203	0.0887	0.2850	73,355	0.0523	0.2227	0.0363 **
ROA	203	0.0100	0.0706	73,355	0.0049	0.0850	0.0051
売上高成長率	203	-0.1648	0.5794	73,355	-0.0901	0.4286	-0.0747 **
従業員1人あたり売上高	203	-11.3685	44.6191	73,288	-3.3161	52.7188	-8.0524
製造業ダミー	203	0.3005	0.4596	73,355	0.4236	0.4941	-0.1231 ***

パネルB：ファンドMBOと非ファンドMBO（純粋MBO）

Variable	ファンド			非ファンド			平均値
	Obs	Mean	Std. dev.	Obs	Mean	Std. dev.	差の検定
PBR	85	-0.7916	2.5560	118	-1.1995	1.2704	0.4079
超過リターン	85	0.0293	0.4291	118	-0.0236	0.3163	0.0529
時価総額対数値	85	9.7504	1.2790	118	8.8258	1.3648	0.9246 ***
負債比率	85	0.5095	0.2049	118	0.4439	0.2088	0.0657 **
売上高利子率	85	0.0049	0.0097	118	0.0031	0.0057	0.0018 *
FCF比率	85	0.0725	0.1346	118	0.2097	0.1783	-0.1372 ***
外国人持株比率	85	0.1280	0.1222	118	0.0652	0.0814	0.0627 ***
役員持株比率	85	0.1645	0.1722	118	0.2976	0.2626	-0.1331 ***
アクティビスト介入ダミー	85	0.1059	0.3095	118	0.0763	0.2666	0.0296
ROA	85	0.0107	0.0814	118	0.0096	0.0621	0.0011
売上高成長率	85	-0.1835	0.6671	118	-0.1502	0.5095	-0.0333
従業員1人あたり売上高	85	-4.8261	42.3434	118	-16.0811	45.7872	11.2550
製造業ダミー	85	0.2471	0.4339	118	0.3390	0.4754	-0.0919

パネルC：国内ファンドと外資系ファンド

Variable	国内			外資系			平均値
	Obs	Mean	Std. dev.	Obs	Mean	Std. dev.	差の検定
PBR	36	2.2034	2.0693	49	1.9185	3.0059	0.2850
超過リターン	36	0.0770	0.4990	49	-0.0058	0.3711	0.0828
時価総額対数値	36	10.2764	1.0002	49	9.3640	1.3317	0.9124 ***
負債比率	36	0.5291	0.1883	49	0.4951	0.2170	0.0340
売上高利子率	36	0.0054	0.0108	49	0.0046	0.0089	0.0009 ***
FCF比率	36	0.0513	0.1076	49	0.0881	0.1506	-0.0368
外国人持株比率	36	0.1578	0.1311	49	0.1061	0.1115	0.0517 *
役員持株比率	36	0.1777	0.2065	49	0.1548	0.1435	0.0229
アクティビスト介入ダミー	36	0.1944	0.4014	49	0.0408	0.1999	0.1536 **
ROA	36	0.0074	0.0655	49	0.0131	0.0920	-0.0058
売上高成長率	36	-0.0432	0.1123	49	-0.2865	0.8626	0.2433 *
従業員1人あたり売上高	36	4.3144	50.0866	49	-11.5416	34.6375	15.8560
製造業ダミー	36	0.2500	0.4392	49	0.2449	0.4345	0.0051

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　MBOの実施動機に関する推計結果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	全期間	全期間	全期間	全期間	2000-13	2000-13	2000-13	2000-13	2014-24	2014-24	2014-24	2014-24
	Probit	Probit	Cox	Cox	Probit	Probit	Cox	Cox	Probit	Probit	Cox	Cox
	MBOダミー=1	MBOダミー=1	MBOダミー=1	MBOダミー=1	MBOダミー=1	MBOダミー=1	MBOダミー=1	MBOダミー=1	MBOダミー=1	MBOダミー=1	MBOダミー=1	MBOダミー=1
	その他上場＝0	その他上場＝0	その他上場＝0	その他上場＝0	その他上場＝0	その他上場＝0	その他上場＝0	その他上場＝0	その他上場＝0	その他上場＝0	その他上場＝0	その他上場＝0
PBR	-0.0519***		-0.1527***		-0.0475**		-0.1420**		-0.0575***		-0.1747**	
	(0.0164)		(0.0495)		(0.0229)		(0.0720)		(0.0222)		(0.0681)	
超過リターン		-0.0096		-0.0578		-0.0269		-0.1022		0.0030		-0.0216
		(0.0521)		(0.1567)		(0.0718)		(0.2070)		(0.0715)		(0.2251)
時価総額対数値	-0.0825***	-0.0923***	-0.2445***	-0.2790***	-0.0981***	-0.1042***	-0.2880***	-0.3058***	-0.0737***	-0.0858***	-0.2172***	-0.2617***
	(0.0179)	(0.0175)	(0.0530)	(0.0517)	(0.0277)	(0.0275)	(0.0771)	(0.0769)	(0.0228)	(0.0221)	(0.0706)	(0.0676)
負債比率	0.2537**		0.7842**		0.0475		0.1523		0.4120**		1.2613**	
	(0.1257)		(0.3750)		(0.1765)		(0.5268)		(0.1742)		(0.5213)	
売上高利子率		5.4027		14.9585		2.6030		7.9008		8.6447*		24.4219*
		(3.4066)		(9.7608)		(4.6357)		(13.5293)		(5.0666)		(14.5142)
FCF比率	0.4397***	0.4855***	1.1995***	1.2748***	0.3402	0.4482**	0.9542	1.2584**	0.4359**	0.4473**	1.1227**	1.0951**
	(0.1426)	(0.1349)	(0.4073)	(0.3909)	(0.2321)	(0.2058)	(0.6793)	(0.5909)	(0.1825)	(0.1820)	(0.5157)	(0.5340)
外国人持株比率	0.7839***	0.7286***	2.2066***	2.0108***	0.7958**	0.7999**	2.2418***	2.1894**	0.7557**	0.6691**	2.1007**	1.8110**
	(0.2231)	(0.2186)	(0.6126)	(0.6071)	(0.3213)	(0.3151)	(0.8680)	(0.8645)	(0.3057)	(0.3000)	(0.8513)	(0.8348)
役員持株比率	-0.0636	0.0113	-0.1717	0.0511	-0.2086	-0.1667	-0.6052	-0.4849	0.1229	0.2204	0.3258	0.6304
	(0.1166)	(0.1081)	(0.3609)	(0.3341)	(0.1677)	(0.1584)	(0.5426)	(0.5107)	(0.1592)	(0.1447)	(0.4660)	(0.4251)
アクティビスト介入ダミー	0.1539*	0.1587*	0.4555*	0.4606*	0.1098	0.1093	0.3653	0.3704	0.1689	0.1758*	0.4856	0.4852
	(0.0898)	(0.0894)	(0.2572)	(0.2575)	(0.1781)	(0.1762)	(0.5258)	(0.5245)	(0.1061)	(0.1058)	(0.2987)	(0.2981)
ROA	1.0254***	0.8983***	3.1517***	2.8664***	1.3577***	1.2691***	4.1185***	3.9252***	0.6933*	0.5683**	2.2449**	1.9149**
	(0.3021)	(0.2649)	(0.8556)	(0.7794)	(0.4869)	(0.4560)	(1.3930)	(1.3188)	(0.3659)	(0.2881)	(1.0292)	(0.8542)
売上高成長率	-0.1322***	-0.1485***	-0.3871***	-0.4292***	-0.1393**	-0.1457***	-0.4132***	-0.4294***	-0.0910	-0.1683*	-0.1887	-0.3993
	(0.0507)	(0.0477)	(0.1450)	(0.1377)	(0.0549)	(0.0534)	(0.1538)	(0.1512)	(0.1095)	(0.0935)	(0.3115)	(0.2802)
従業員1人あたり売上高	-0.0006	-0.0005	-0.0020	-0.0015	-0.0001	-0.0001	-0.0004	-0.0002	-0.0011	-0.0008	-0.0033	-0.0026
	(0.0005)	(0.0005)	(0.0015)	(0.0014)	(0.0006)	(0.0006)	(0.0019)	(0.0018)	(0.0007)	(0.0007)	(0.0022)	(0.0020)
製造業ダミー	-0.1066**	-0.1450***	-0.3405**	-0.4538***	-0.1310	-0.1515*	-0.3983	-0.4586*	-0.0760	-0.1343*	-0.2477	-0.4217**
	(0.0531)	(0.0526)	(0.1614)	(0.1615)	(0.0807)	(0.0794)	(0.2503)	(0.2479)	(0.0716)	(0.0712)	(0.2161)	(0.2150)
_cons	-2.9244***	-2.6854***			-2.5992***	-2.4895***			-2.1670***	-1.8489***		
	(0.2564)	(0.2455)			(0.2930)	(0.2936)			(0.2405)	(0.2105)		
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	73479	73473	73425	73422	36071	36069	36049	36047	37408	37404	37376	37375
R-squared	0.0607	0.0551	0.0434	0.0390	0.0656	0.0631	0.0525	0.0505	0.0618	0.0527	0.0463	0.0381
Log-likelihood	-1313.8171	-1321.6831	-1550.1075	-1557.2917	-599.1697	-600.8059	-686.2361	-687.6776	-710.0809	-716.9874	-769.6953	-776.3382
Wald	172.8462	169.1565	179.3814	169.8706	77.3643	72.4552	88.5040	86.6624	109.8734	114.9737	101.0553	105.2045

注1：上段係数、下段は企業ごとにクラスタリングしたロバストな標準誤差を示す。

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

表5　バイアウト・ファンドのターゲット選択に関する推計結果

	(1) ファンド=1 純粋MBO=0 Probit	(2) ファンド=1 純粋MBO=0 Probit	(3) 外資=1 国内=0 Probit	(4) 外資=1 国内=0 Probit
PBR	0.0850		-0.0347	
	(0.07)		(0.06)	
超過収益率		0.5784		2.2971
		(0.38)		(1.00)**
時価総額対数値	0.2959	0.2094	0.7919	1.0759
	(0.15)**	(0.13)	(0.31)**	(0.35)***
負債比率	1.4500		0.7007	
	(0.71)**		(1.26)	
売上高利子率		15.1718		-68.1550
		(20.46)		(36.09)*
FCF比率	-1.9564	-2.9476	1.0994	-0.5557
	(0.81)**	(0.76)***	(1.65)	(1.93)
外国人持株比率	4.2413	4.0063	-3.1305	-3.5881
	(1.51)***	(1.53)***	(2.20)	(3.21)
役員持株比率	-2.8375	-2.6419	0.3802	0.8179
	(0.72)***	(0.74)***	(1.47)	(1.71)
アクティビスト介入ダミー	0.1515	0.1775	1.0133	1.4191
	(0.39)	(0.39)	(0.81)	(0.94)
ROA	-3.5643	-4.1860	-2.1198	-4.9838
	(1.67)**	(1.68)**	(2.36)	(2.88)*
売上高成長率	0.1084	0.1230	0.8897	0.8247
	(0.26)	(0.24)	(0.68)	(0.51)
従業員1人あたり売上高	0.0028	0.0022	0.0127	0.0096
	(0.00)	(0.00)	(0.01)**	(0.01)
製造業ダミー	0.0389	0.0432	-0.5127	-0.8104
	(0.31)	(0.29)	(0.59)	(0.70)
_cons	-3.3192	-1.6824	-7.2394	-8.3868
	(1.58)**	(1.22)	(3.47)**	(2.97)***
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
N	199	199	67	67
Log-likelihood	-83.9056	-84.6908	-25.6424	-21.7557

注1：上段係数、下段は不均一分散に対しロバストな標準誤差を示す。

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

表6　エグジットに関する推計結果（多項ロジット）

	(1) Mlogit 0：非公開		(2) Mlogit 0：非公開	
	1:再上場	2:M&A	1:再上場	2:M&A
経過月数	-0.0740	-0.0805		
	(-3.05)***	(-2.69)***		
経過月数36カ月以上ダミー			-6.6226	-19.9931
			(-2.43)**	(-19.82)***
PBR	-5.1796	1.1027	-4.0345	0.7894
	(-2.75)***	(0.85)	(-2.43)**	(1.30)
ROA	97.8171	-0.0347	68.2348	-7.3113
	(3.46)***	(-0.00)	(2.09)**	(-1.23)
FCF比率	-7.6522	0.8597	-8.6555	0.9380
	(-0.88)	(0.31)	(-1.30)	(0.37)
負債比率	-7.6452	-0.8347	-8.1753	-0.5179
	(-1.53)	(-0.30)	(-1.36)	(-0.31)
役員持株比率	-27.7096	-3.7123	-20.2708	-0.7641
	(-3.30)***	(-2.21)**	(-2.28)**	(-0.83)
ファンドダミー	25.8445	3.5218		
	(8.93)***	(2.72)***		
外資ファンドダミー			25.3500	4.2743
			(4.96)***	(3.50)***
国内ファンドダミー			24.4364	3.5745
			(5.19)***	(4.05)***
総資産対数値	5.4188	-0.5573	4.2103	-0.7544
	(3.67)***	(-1.45)	(2.28)**	(-2.37)**
製造業ダミー	-2.8110	-1.4423	-4.1271	-1.6960
	(-1.40)	(-0.95)	(-1.78)*	(-1.98)**
2009年以降ダミー	-11.4142	-8.3817	-3.4519	-1.2761
	(-3.05)***	(-2.15)**	(-3.43)***	(-1.80)*
_cons	-58.3252	18.6717	-52.4096	26.0259
	(-3.35)***	(3.00)***	(-2.58)***	(7.05)***
N	123		123	
Log-likelihood	-23.8822		-47.7882	

注1：上段係数、下段は不均一分散に対しロバストな標準誤差を示す。

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　基本統計量（事後パフォーマンス）

パネルA：MBO実施企業と非実施企業（1期前）

Variable	MBO実施企業			非実施企業			平均値の差の検定
	Obs	Mean	Std. dev.	Obs	Mean	Std. dev.	
ROA	77	0.0441	0.0661	340	0.0477	0.0603	-0.0036
売上高利益率	77	0.0521	0.0763	340	0.0465	0.3844	0.0057
総資産回転率	77	1.0541	0.5907	340	1.0736	0.7583	-0.0195
負債比率	77	0.4340	0.2279	340	0.4661	0.2319	-0.0321
総資産対数値	77	9.4186	1.0385	340	9.6932	1.2532	-0.2746 *
売上高対数値	77	9.3013	1.2362	340	9.4728	1.3043	-0.1714
従業員数対数値	77	5.6202	1.1789	340	5.6371	1.1794	-0.0169

パネルA：MBO実施企業と非実施企業（非公開化後）

Variable	MBO実施企業（N×T）			非実施企業（N×T）			平均値の差の検定
	Obs	Mean	Std. dev.	Obs	Mean	Std. dev.	
ROA	463	0.0583	0.0760	1688	0.0486	0.0720	0.0097 **
売上高利益率	463	0.0557	0.1128	1688	0.0627	0.4197	-0.0070
総資産回転率	463	1.1962	0.6323	1688	0.9518	0.6708	0.2444 ***
負債比率	463	0.5587	0.2146	1688	0.4339	0.2335	0.1247 ***
総資産対数値	463	9.0968	1.5012	1688	9.7974	1.2187	-0.7005 ***
売上高対数値	463	9.1391	1.4436	1688	9.4962	1.2985	-0.3571 ***
従業員数対数値	461	5.6413	1.0640	1686	5.6513	1.2151	-0.0100

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8　MBOダミーと事後パフォーマンス

パネルA：MBOダミーの効果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ROA	売上高利益率	総資産回転率	負債比率	総資産	売上高	従業員数
POST	-0.0050	-0.0645	-0.0315	0.0373**	-0.0528	-0.1016*	-0.0313
	(0.0050)	(0.0664)	(0.0259)	(0.0150)	(0.0499)	(0.0564)	(0.0495)
MBO×POST	0.0188**	0.0424	0.2474***	0.1297***	-0.6045***	-0.3362*	0.1178
	(0.0083)	(0.0448)	(0.0589)	(0.0268)	(0.1751)	(0.1863)	(0.1010)
定数項	0.0736***	0.0326	1.1392***	0.6528***	8.9453***	8.8918***	5.3131***
	(0.0143)	(0.0427)	(0.0824)	(0.0568)	(0.2256)	(0.1623)	(0.0853)
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2605	2605	2605	2605	2605	2605	2597
Within R-squared	0.0233	0.0170	0.0816	0.0661	0.0974	0.0368	0.0195

パネルB：Jカーブ効果の検証

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ROA	売上高利益率	総資産回転率	負債比率	総資産	売上高	従業員数
POST1	-0.0032	-0.0641	-0.0237	0.0348**	-0.0538	-0.0972	-0.0353
	(0.0052)	(0.0699)	(0.0269)	(0.0152)	(0.0529)	(0.0604)	(0.0515)
POST2	0.0020	-0.0600	-0.0090	0.0521***	-0.1329	-0.1550	-0.0165
	(0.0070)	(0.0761)	(0.0435)	(0.0182)	(0.0891)	(0.0949)	(0.0726)
MBO×POST1	0.0180**	0.0445	0.2380***	0.1491***	-0.6615***	-0.3915*	0.1424
	(0.0088)	(0.0495)	(0.0615)	(0.0277)	(0.2091)	(0.2202)	(0.1057)
MBO×POST2	0.0197**	0.0396	0.2595***	0.1038***	-0.5284***	-0.2627	0.0852
	(0.0097)	(0.0398)	(0.0689)	(0.0291)	(0.1613)	(0.1713)	(0.1028)
定数項	0.0806***	0.0364	1.1633***	0.6618***	8.8837***	8.8553***	5.3208***
	(0.0152)	(0.0540)	(0.0914)	(0.0557)	(0.2300)	(0.1756)	(0.1065)
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2605	2605	2605	2605	2605	2605	2597
Within R-squared	0.0244	0.0170	0.0824	0.0717	0.1012	0.0392	0.0202

注1：上段係数、下段は不均一分散に対しロバストな標準誤差を示す。

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

表9　MBOのストラクチャーと事後パフォーマンス

パネルA：ファンドと純粋MBO

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ROA	売上高利益率	総資産回転率	負債比率	総資産	売上高	従業員数
POST	-0.0051	-0.0649	-0.0346	0.0407***	-0.0509	-0.1030*	-0.0274
	(0.0051)	(0.0668)	(0.0255)	(0.0151)	(0.0518)	(0.0581)	(0.0494)
FUND×POST	0.0155	0.0314	0.1506	0.2358***	-0.5462*	-0.3782	0.2414
	(0.0169)	(0.0411)	(0.1082)	(0.0428)	(0.3235)	(0.3429)	(0.1789)
NFUND×POST	0.0205**	0.0484	0.2995***	0.0725**	-0.6359***	-0.3136	0.0537
	(0.0083)	(0.0507)	(0.0678)	(0.0299)	(0.2037)	(0.2169)	(0.1149)
定数項	0.0729***	0.0302	1.1181***	0.6759***	8.9580***	8.8827***	5.3397***
	(0.0146)	(0.0455)	(0.0707)	(0.0675)	(0.2239)	(0.1787)	(0.0910)
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2605	2605	2605	2605	2605	2605	2597
Within R-squared	0.0234	0.0170	0.0841	0.0783	0.0977	0.0369	0.0208

パネルB：役員持株比率の効果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ROA	売上高利益率	総資産回転率	負債比率	総資産	売上高	従業員数
POST	-0.0128**	-0.1202	-0.0499	0.0406**	-0.0451	-0.1362*	-0.0227
	(0.0061)	(0.1104)	(0.0321)	(0.0201)	(0.0622)	(0.0766)	(0.0716)
LDA×POST	0.0178	0.0545	0.2247***	0.0605	-1.2542***	-1.0302**	-0.0697
	(0.0131)	(0.0597)	(0.0562)	(0.0437)	(0.4334)	(0.4257)	(0.0911)
HDA×POST	0.0316**	0.0757	0.3725***	0.1549***	-0.2126***	0.1905	0.1395
	(0.0153)	(0.0781)	(0.1122)	(0.0348)	(0.0780)	(0.1416)	(0.1753)
定数項	0.0770***	0.0653**	1.2124***	0.5018***	9.4254***	9.6429***	5.8992***
	(0.0244)	(0.0306)	(0.2812)	(0.0716)	(0.1085)	(0.5780)	(0.5341)
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1736	1736	1736	1736	1736	1736	1730
Within R-squared	0.0248	0.0274	0.1062	0.0598	0.1476	0.0893	0.0317

パネルC：負債依存度の効果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ROA	売上高利益率	総資産回転率	負債比率	総資産	売上高	従業員数
POST	-0.0050	-0.0645	-0.0315	0.0372**	-0.0526	-0.1014*	-0.0313
	(0.0050)	(0.0664)	(0.0258)	(0.0149)	(0.0489)	(0.0556)	(0.0495)
LDA×POST	0.0174**	0.0376	0.3481***	0.2280***	-0.9939***	-0.6864**	0.0895
	(0.0085)	(0.0350)	(0.0635)	(0.0316)	(0.3095)	(0.3108)	(0.1314)
HDA×POST	0.0201	0.0475	0.1420	0.0269	-0.1972	0.0299	0.1484
	(0.0135)	(0.0587)	(0.0973)	(0.0339)	(0.1253)	(0.1808)	(0.1475)
定数項	0.0738***	0.0332	1.1257***	0.6397***	8.9974***	8.9386***	5.3170***
	(0.0143)	(0.0414)	(0.0683)	(0.0476)	(0.1665)	(0.1180)	(0.0860)
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2605	2605	2605	2605	2605	2605	2597
Within R-squared	0.0233	0.0170	0.0868	0.0864	0.1169	0.0498	0.0196

注1：役員持株比率は事前（-1期）のメディアン（40%）で分割（LOWN＝低役員持株比率、HOWN＝高役員持株比率）

注2：負債比率は事前（-1期）のメディアン（40%）で分割（LDA＝低負債依存度、HAD＝高負債依存度）。

注3：上段係数、下段は不均一分散に対しロバストな標準誤差を示す。

注4：*** 、**、* はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

付表　MBO案件のエグジット割合の推移

年	MBO件数	再上場	M&A	退出件数	退出率	ファンド	国内PE	海外PE	海外PE比率
2001	1	0	1	1	100.0	1	1	0	0.0
2002	1	0	0	0	0.0	1	1	0	0.0
2003	4	0	2	2	50.0	4	4	0	0.0
2005	2	1	1	2	100.0	2	2	0	0.0
2006	4	1	3	4	100.0	4	4	0	0.0
2007	10	1	5	6	60.0	6	5	1	16.7
2008	12	2	4	6	50.0	5	5	0	0.0
2009	14	2	6	8	57.1	6	4	2	33.3
2010	11	0	3	3	27.3	5	4	1	20.0
2011	20	1	5	6	30.0	5	3	2	40.0
2012	8	0	4	4	50.0	1	1	0	0.0
2013	7	2	1	3	42.9	2	1	1	50.0
2014	5	1	1	2	40.0	1	0	1	100.0
2015	6	0	3	3	50.0	3	1	2	66.7
2016	3	0	1	1	33.3	2	1	1	50.0
2017	2	0	0	0	0.0	1	0	1	100.0
2018	3	0	0	0	0.0	0	0	0	0.0
2019	5	0	1	1	20.0	2	1	1	50.0
2020	9	0	3	3	33.3	3	1	2	66.7
Total	127	11	44	55	43.3	54	39	15	27.8

注：「退出率」は各年の2025年末時点におけるエグジットの割合を示す。