

## 日本企業の MBO

— パフォーマンス・ガバナンス・事業戦略 —  
( Management Buyouts of Japanese Firms  
—Performance, Governance, and Business Strategy— )

September 10, 2008

齋藤隆志 ( 京都大学経済研究所 ) / Takashi Saito(Kyoto University/KIER)  
川本真哉 ( 早稲田大学高等研究所 ) / Shinya Kawamoto(Waseda University/WIAS)

Waseda Institute for Advanced Study (WIAS)  
1-6-1 Nishiwaseda, Shinjuku-ku, Tokyo 169-8050, Japan  
Tel: +81-3-5286-2460 ; Fax: +81-3-5286-2470

# 日本企業の MBO<sup>1</sup>

— パフォーマンス・ガバナンス・事業戦略 —

## 抄 録

本稿では、ダイベストメント型（子会社・事業部門独立型）の MBO（Management Buy-outs）を実施する親会社の特徴について、企業パフォーマンス、コーポレート・ガバナンス、事業戦略、といった視点から検討を試みた。実証分析の結果、以下の点が明らかにされた。

(1) PBR（株価純資産倍率）で測った株価パフォーマンスではなく、ROA のような財務パフォーマンスの低迷がトリガーとなり、親会社は傘下部門の MBO を実施している。また、負債負担が重い企業ほど、ダイベストメント型 MBO に着手しやすい。負債による経営規律が機能し、当該企業にリストラチャリングを行わせているものと考えられる。

(2) 金融機関、事業法人、あるいは経営者など、安定株主のプレゼンスが大きな企業ではダイベストメント型 MBO に消極的である。本稿の分析結果から判断する限り、それらの企業ではエントレンチメントが発生している可能性が高い。

(3) 多角化の程度が大きく、非関連多角化を進めている企業ほど、MBO によって子会社・事業部門を売却する傾向にある。ノンコア事業を売却する「選択と集中」の新たなツールとして、MBO が活用されていると見ることができる。

(4) 子会社数を減少させている親会社は、同時に MBO を通じた事業売却にも取り組んでいる。子会社の整理・集約とダイベストメント型 MBO は補完関係にあり、企業グループ再編の一環として子会社の MBO が実施されている状況がうかがえる。

JEL classification:G34, C23

Keywords:MBO、ダイベストメント、コーポレート・ガバナンス、事業戦略、カウントデータ分析、パネルデータ

Corresponding author. Tel.: +81-3-5286-2102

E-mail address: skawamoto@aoni.waseda.jp

---

<sup>1</sup> 本稿を作成するに当たって、齋藤卓爾氏（京都産業大学）、中村健太氏（神戸大学）、船岡健太氏（日本証券経済研究所）、山本健氏（岩手県立大学）ほか、大学院ビジネス・エコノミクス研究会 2008 年夏合宿参加者の方々から多くの有益なコメントをいただいた。また、長江亮氏（早稲田大学）、宮崎浩伸氏（名古屋商科大学）にも有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝する。本稿の内容や意見は、筆者個人に属し、各々が所属する機関の公式見解を示すものではない。なお齋藤は、日本学術振興会科学研究費補助金（若手研究(B)（課題番号 20730155））からの助成を受けている。

## 1. はじめに

近年、わが国においても M&A 市場が活発化する中で、MBO (Management Buy-outs) によって独立、非公開化を果たす企業が急増している。MBO とは、「現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入すること」と定義される<sup>2</sup>。2000 年前後から、その件数、市場規模は右肩上がりに成長してきており、2006 年には 80 件を超え、取引金額も 7,000 億円に達した(図 1)。それに伴い、MBO を実施する際の制度的インフラの整備も進み、1999 年 10 月の商法改正で導入された株式交換制度によって、公開買付け後の完全子会社化(少数株主の排除、いわゆる「スクイーズアウト」)が可能になるとともに<sup>3</sup>、2007 年 9 月には MBO の公正なあり方を提示する目的で経済産業省 [2007] が公表された。事業の売り手と買い手が一致することに起因する経営者・株主間の利益相反問題に代表されるように、多くの課題を内包しながらも、ますますその存在感を増していくものと思われる。

--- 図 1 about here ---

もっとも、「MBO」と一言で表現しても、売り手、買い手の様々な動機の中で成立し、案件ごとに性格も大いに異なる。たとえば、事業再構築を進める親会社から独立を目指すような子会社の MBO と、高まる敵対的買収リスクを封じ込めるために上場企業で実施されるような非公開型の MBO とを同一に論じることはできない。通常、MBO といえば、その取引金額の規模、新聞・メディアでの報道の大きさから、非公開型の事例が思い浮かぶ。すかいらーく、ワールドなどの案件が記憶に新しい。ただし、日本企業が実施している MBO を丹念に調べてみると、そうした非公開型の MBO はあくまで少数派であり、実は「ダイベストメント (Divestment) 型」(子会社・事業部門独立型)の MBO の利用頻度が圧倒的に高いことが分かる(後述)。

ではいったい、このようなダイベストメント型の MBO はいかなる動機で実施されているのであろうか。イギリス企業のダイベストメントに関する決定要因を探った Haynes, Tompson and Wriqth [2003] によれば、パフォーマンスが劣り、負債比率が高く、多角化度が大きな企業ほど、MBO で子会社を独立させるなど、事業単位を売却する傾向が強いという<sup>4</sup>。それでは日本企業に関してはどうか。残念ながら、ダイベストメントの一形態である営業譲渡(事業譲渡)を扱った検討は散見されるものの(たとえば、長岡 [2005], 矢部 [2007], Fukui and Ushijima [2007])、この問いに実証的な裏付けをもって答える考察は、筆者が管見する限りいまだ存在しない<sup>5</sup>。そこで本稿では、事業単位の売り手となる親会社に焦点を合わせ、そのパフォーマンスの状態、コーポレート・ガバナンスの

<sup>2</sup> 経済産業省 [2007], 4-5 頁。

<sup>3</sup> ただし、少数株主の排除の手法として、2006 年度税制改正までは、産業活力再生特別措置法に基づく金銭交付株式交換が主流であった(金本 [2006])。

<sup>4</sup> 世界最大の MBO 市場を誇るイギリスでも、MBO の発生理由で多くを占めるのは、国内のコングロマリット企業を主体とし、ノンコア事業の売却を動機とした「ダイベストメント型」であるとされる(1980 年代後半の案件では 40~50%が該当)。詳細については、Wright *et al.* [2006] 参照。

<sup>5</sup> MBO が日本企業のリストラクチャリング手法として利用され始めた点を強調した先駆的業績として Wright, Kitamura and Hoskisson [2003] が存在するが、もっぱら事例の紹介に力点が置かれており、対象時期も MBO が急増する以前の 2000 年前後に限定されたものであった。

影響、事業戦略の展開、といった視点から、日本企業におけるダイベストメント型 MBO の決定要因について解明することを目的としている。

本稿の構成は以下のとおりである。第 2 節では、日本で実施されている MBO 案件を類型化・概観したのち、ダイベストメント型 MBO に深く関与するステークホルダー（親会社、子会社、投資ファンド）の動機について明らかにする。第 3 節では、ダイベストメント型 MBO の決定要因に関する仮説を提示する。第 4 節では、仮説を実証するための推計モデルと、分析に用いたデータセットについて説明する。第 5 節では、推計結果の提示と解釈を行う。第 6 節は、結論にあてられる。

## 2. ダイベストメント型 MBO の成立背景

本節ではまず、これまで日本で実施されてきた MBO について類型化を試みる。次いで、案件の中でも特に活用度の高い「ダイベストメント型」MBO の成立背景について、主なステークホルダーとなる親会社、子会社（あるいは事業部門）、投資ファンド、の視点からそれぞれ検討する。

### 2.1 MBO のタイプ

MBO の類型化については、国際的な MBO 調査機関である CMBOR (Centre for Management Buy-Out Research) がベンチマークを提供している (CMBOR [1991])<sup>6</sup>。同機関のベンチマークに参考に、わが国で実施された MBO を次のような 4 つのタイプに分類した<sup>7</sup>。

- **ダイベストメント (Divestment) 型**

国内法人 (Local) あるいは海外法人 (Foreign) がノンコア事業や不採算事業を売却しようとする際、事業部門、もしくは子会社の経営者が独立を目指して実施する MBO (東芝から独立した東芝セラミックス、日産自動車から独立したバンテックなど)。

- **事業継承 (Family-Private) 型**

家族・創業者企業が事業継承の困難に直面した際、事業継続を希望する内部者の手によって行われる MBO (キューサイ、日本高純度化学など)。

- **非公開 (Going Private) 型**

抜本的な経営戦略の転換や長期視野での経営を実現するため、株式市場からの退出を選択するような MBO (すかいらく、ワールドなど)。

- **事業再生 (Receivership) 型**

当該企業 (あるいは親会社) が経営破綻し法的手続きに入った際、雇用の維持などを目的として実施される MBO (会社更生法の適用を申請した日本重化学工業から分離したアイコテクノロジー、カネ

---

<sup>6</sup> CMBOR とは、1986 年 3 月にノッティンガム大学ビジネススクール内に設置された研究機関であり、イギリス、大陸ヨーロッパを中心に MBO、MBI (Management Buy-ins) の件数、金額、タイプなどに関する調査研究を行っている。

<sup>7</sup> このほか、公的セクターが民営化される際に MBO が利用される民営化 (Privatisation) 型というタイプもあるが、わが国においては観察されないため対象としていない。

## ボウ案件など)

分析対象は、1996年度から2006年度にかけて公表された351件であり、レコフ『マールM&AデータCD-ROM』から抽出した<sup>8</sup>。類型化にあたっては、同『日本企業のM&Aデータブック1985-2007』に記載されている各案件の解説を参考にするとともに、日経各紙に掲載された関連記事を『日経テレコン21』によって収集し、正確を期した。

--- 表1 about here ---

集計結果は、表1に整理されている。まず、金額ベースの集計から見てみると、「非公開型」が突出して大きなことがわかる(パネルA)。合計金額は7,900億円にも達し、日本のMBO市場の過半(51.1%)を占める。1件当たりの金額も他のタイプを寄せ付けず、420億円程度となっている。最も金額が大きかった案件は2006年5月に公表された、すかいらーくのケースである。野村プリンシパル・ファイナンスなど投資ファンド数社と組み、2,500億円を超える国内最大規模のMBOとなった。

ただし、件数ベースの集計の方に目を向けると、印象はかなり異なってくる(パネルB)。金額で優勢を占めた非公開型はわずか19件(5.4%)に過ぎず、代わって「ダイベストメント型」が281件、80%ものシェアを占めている。その内訳を見てみると、売却対象に関しては、子会社が売却されるケースが258件(73.5%)、売却企業に関しては、日本企業が主体となるケースが257件(73.2%)と明確な傾向が出ている。ちなみに、このタイプのMBOは、1件当たりの金額規模が小さくなっている(40億円程度)それは3市場(東証・大証・名証)に上場しているような大企業だけでなく、JASDAQ、マザーズ上場のような新興企業も傘下の非公開企業をMBOによって積極的に売却しているためだと考えられる(表2)。MBOといえば公表金額が大きな非公開型のイメージにとらわれやすいが、利用頻度においてはダイベストメント型が圧倒的シェアを占めており、わが国においてMBOは、グループ再編の新たなツールとして、幅広い企業に定着しつつあると理解できる。

--- 表2 about here ---

## 2.2 ステークホルダーの動機

以下では、ダイベストメント型MBOの成立背景について、独立させる親会社、独立する子会社(事業部門)、独立のための資金を提供する投資ファンド、の視点からそれぞれ検討していく<sup>9</sup>。

### 親会社の動機<sup>10</sup>

<sup>8</sup> 同データベースには、買収後、外部者が経営陣を率いるMBI、買収を従業員が主導するEBO(Employee Buy-outs)、経営者と従業員が協力して買収を実施するMEBO(Management and Employee Buy-outs)など、MBOの派生形態も含まれる。

<sup>9</sup> MBOはより少ない自己資金で買収を行い、レバレッジを効かせる(借入れを利用する)ことを通じ、より高い資本効率を実現することが可能となる。そのため、MBOはLBO(Leveraged Buy-outs)の一種であると表現される程であり(田城[2006])、ステークホルダーとしての債権者の役割は看過できない。ただ、既存のデータベースでは、債権者に関する体系的な情報が得られないため、今回はその分析を見送った。

<sup>10</sup> この部分の記述に関しては、杉浦[2006]が参考となった。

MBO を実施する親会社の動機としては、次のような点が挙げられる。

第 1 は、「ノンコア事業の売却」である。1990 年代半ば以降、「選択と集中」が展開されるなか、本業とのシナジーが乏しい事業部門、子会社の売却が相次いだ。その手段の一つとして MBO が用いられた。一般的には、パフォーマンスが劣る事業が売却される傾向にあるが、最近では、たとえ黒字であってもノンコア事業であるとの理由で売却されるケースも珍しくない。象徴的な事例は、東芝セラミックスの MBO である。親会社である東芝は、中核事業である半導体、原子力に経営資源を集中する姿勢を鮮明にすることを意図し、あえて優良子会社の売却に踏み切った（表 3：案件(1)）。

--- 表 3 about here ---

第 2 に、「有利子負債の削減」が子会社 MBO の動機となる企業も多い。日産自動車、ダイエーのケースが代表的であろう。日産自動車は 2000 年 4 月以降、連結で 2 兆円にまで膨れ上がった有利子負債を削減すべく、カルロス・ゴーン COO による「日産リバイバルプラン」の下、子会社株式の売却を加速させたが、その過程でバンテック、キリウ、ゼロ（旧：日産陸送）などが相次いで MBO で売却された（同：案件(11)(14)(20)）。同様に、ダイエーも自力再建を進めていた 2002 年、マルコー、エー・エス・エスと独立させ、売却益を有利子負債の圧縮に充てている（同：案件(10)(16)）。

第 3 に、以上のような動機で事業が売却されることの追い風となったのが、2000 年 3 月期の会計基準の大幅変更であった。連結決算を本位としたディスクロージャー制度に移行したため、連結財務諸表を毀損するような赤字事業や、グループ経営に寄与しないノンコア事業を抱えておくコストが増幅した<sup>11</sup>。そのため、それら事業との資本関係を根本から解消する手法として MBO が活用されたのである。

### 子会社の動機

もっとも、有利子負債の削減にせよ、本業への経営資源の集中にせよ、親会社からみれば子会社売却で実現可能であり、MBO である必然性はない。MBO を選択する子会社側のインセンティブも重要となってくる。

子会社のインセンティブとして、まず、「経営の継続性の確保」が指摘できる。他企業に売却される場合に比べ、MBO は経営陣も変わらず、雇用関係も維持される可能性が高いため、子会社側としても受け入れやすい。たとえば、松下電器産業から独立したナショナル・マイクロモータは、MBO の理由として「地元で働きたい社員と国内生産の継続を期待する顧客にはこたえられる」（同社幹部）という点を強調している<sup>12</sup>。

また、「取引関係の多様化」を動機として、MBO を実施する子会社も目立つ。親会社にとっても、競合企業に売却するよりは旧子会社との取引関係を維持できるため、有利な側面もある。前述のバンテック、ゼロの MBO は、これにも該当する。バンテックは「他の自動車メーカーからも受注を拡大しないと事業を伸ばせない。そのためにはまず日産から独立する必要があった」と説明し、一方、日

<sup>11</sup> 連結会計の本格化がグループ経営に与える影響については、「損失隠しに網、ディスクロージャー元年 効率経営徹底へグループ再編加速」『日経ビジネス』、2000 年 3 月 13 日、が興味深い。

<sup>12</sup> 「日本経済新聞」（MBO で親会社から自主独立）、2003 年 11 月 23 日。

産自動車は、ゼロの MBO に際し、独立によってコスト競争力が高まれば「安くて良いサービスを受けられる日産にとっても最善」と期待を寄せている<sup>13</sup>。

さらに、MBO は子会社の「経営戦略の転換」の契機ともなりうる。親会社の庇護から離れることにより、事業責任者、従業員に当事者意識が生まれ、士気が高まる。同時に、親会社からの制約によってなしえなかったような投資活動、研究開発も可能となる<sup>14</sup>。

親会社から懲罰されるケースもあるが、子会社側から積極的に提言し、MBO にまでたどり着く案件も多い。系列取引関係が縮小するなか、子会社の「足かせ」となるような親会社が MBO によって「三くだり半」を突きつけられるような事例も、今後観察されるようになってくるであろう<sup>15</sup>。

### 投資ファンドの動機

MBO は「経営陣による買収」と直訳されるが、買収金額が数十億円にもなる場合、それらすべてを彼らが出資するのではなく、投資ファンドと共同して実施されることになる。むしろ、経営陣の出資はわずか数%程度にとどまり、ほとんどをファンドの出資に依存するという事例も珍しくはない。実際、ファンドが関与する案件は件数、規模とも無視できない比重を占めている。2006 年では、件数ベースで 35%、金額ベースでは 97%にも達する（前掲図 1）<sup>16</sup>。

投資ファンドが MBO 案件に出資する動機としては、エグジットまでの期間が短く、堅実なリターンが望める、という利点が挙げられる。IT バブルの崩壊を受けてベンチャー企業への投資環境が冷え込むなか、収益基盤が安定しており、確実なキャッシュフローが期待できる MBO は優良案件というわけである<sup>17</sup>。

また、ファンドが関与することによって、親会社・子会社側にも一定のベネフィットが生じうることも重要である。たとえば、親会社にとっては、複数のファンドを競わせることによって売却価格を引き上げ、情報面で優位に立つ子会社経営陣に当該事業を「買い叩かれる」というリスクを緩和することができる<sup>18</sup>。一方、子会社にとっても、独立資金の提供を受けるといった根本的なメリットはもとより、「株式公開」という目的意識を共有し、経営助言能力に長けた投資ファンドから、「ファイナンス強化」、「戦略的 M&A の支援」、「取引先の開拓」といった<sup>19</sup>、それまでには得られなかったような多様

<sup>13</sup> 「日本経済新聞」(株式公開狙い MBO 相次ぐ)、2001 年 3 月 10 日。同(変わる未公開株投資)、2001 年 7 月 13 日。

<sup>14</sup> 「日本経済新聞」(企業再生の視点)、2003 年 12 月 22 日。

<sup>15</sup> 「日本経済新聞」(もっと前へ 子会社はだれのもの)、2001 年 1 月 27 日。

<sup>16</sup> もちろん、ファンドが関与した案件の額が 97%というわけであって、全額を出資したという意味ではない。

<sup>17</sup> 「日本経済新聞」(VC 調査から㊦)、2007 年 7 月 9 日。尾関・小本 [2007]、279 頁。また、このような状況を受けて、案件獲得のための投資ファンド間の競争も激化している。日本バイアウト研究所の調査によれば、2002 年以降、毎年コンスタントに 10 本から 20 本のファンドが設立されている。同研究所『日本バイアウト市場年鑑(2006 年版)』、5 頁。

<sup>18</sup> ダイベストメント型ではないが、サンテレホンの MBO の案件獲得競争に加わったあるファンド幹部は「競争状態に置かれると、相対での交渉よりも提示価格は引き上げざるを得ない」と語っている。

「日経金融新聞」(検証 MBO㊦)、2007 年 6 月 27 日。

<sup>19</sup> 杉浦 [2006a]、231 頁。「日本経済新聞」(投資ファンドの実力)、2004 年 4 月 11 日。

な支援（いわゆる“Cross-utilization”, Hite and Vetsuypens [1989]）を受けることが可能となる。

### 3. ダイベストメント型 MBO の決定要因に関する仮説

それでは、どのような企業がダイベストメント型 MBO を行うのであろうか。本節では、Haynes, Thompson and Wright [2003] を参考に、ダイベストメント型 MBO の実施に影響を与える要因として、大きく分けて次の 3 つを提示する。すなわち、パフォーマンス仮説、コーポレート・ガバナンス仮説、事業戦略仮説である。それぞれの詳細については、以下に示すとおりである。

#### 3.1 パフォーマンス仮説

##### 仮説 1：業績が悪化している企業ほど、ダイベストメント型 MBO を行う

パフォーマンスが悪化している企業であれば、自発的に事業のリストラクチャリングを行う可能性は高まるであろう。たとえば John, Lang, and Netter [1992] は、企業は業績悪化に対応して、自発的に資産売却や子会社売却などの事業縮小、人員削減、負債削減といったリストラクチャリングを行っていることを示している。また、Kang and Shivdasani [1997] は、日本企業をサンプルとして、業績が悪化した企業が資産削減、雇用・給与の削減、経営陣変更などの自発的なリストラクチャリングを行っていることを示しているが、この中でダイベストメント型 MBO は資産削減に位置づけられる。

##### 仮説 2：負債負担が重い企業ほど、ダイベストメント型 MBO を行う

Aghion and Bolton [1992]、Hart and Moore [1998] が指摘するように、企業の負債発行に伴う倒産は経営のコントロール権の移転が伴う。このため、負債は経営者に対して経営効率を高めるインセンティブを与える。また、Jensen [1986] が指摘するように、負債はフリー・キャッシュ・フローの経営者による浪費を防ぐ効果がある。したがって、負債による負担が重い企業ほど、採算性がないか、あるいは本業とのシナジー効果が見込めない事業への投資は控えられ、リストラクチャリングが進行すると考えられる。さらに、前節でも取りあげたように、直接的に有利子負債の削減を目的として MBO が行われるケースもあるが、この場合も有利子負債の負担が重い企業ほど、ダイベストメント型 MBO を行うであろう。

#### 3.2 コーポレート・ガバナンス仮説

##### 仮説 3：安定株主比率が高い企業ほど、ダイベストメント型 MBO を行わない

安定株主に守られていると、M&A による潜在的な経営規律が阻害され、MBO による子会社の売却などの事業再構築に消極的になる可能性がある。実際に最近では、買収防衛のために株式持ち合いが復活する傾向にある<sup>20</sup>。この仮説を裏付けるものとして、たとえば宮島・蟻川・齊藤 [2001] は、わが国のバブル期において、安定株主であった金融機関の持株比率が高い企業では、過剰投資が行われていたとする実証結果を提示している。

---

<sup>20</sup> 「日本経済新聞」(株持ち合いじわり復活) 2006 年 4 月 27 日。

**仮説 4：コーポレート・ガバナンスが強力な企業ほど、ダイベストメント型 MBO を行う**

これは仮説 3 の裏返しになるが、たとえば外国人株主は、比較的強力なガバナンスを行う株主として知られている。また、Shleifer and Vishney [1986] は、株主と経営者との間の情報の非対称性を解消するのは、大株主が経営者をモニタリングすることで得られる収益が、それに伴うコストを回収するのに十分なほど株式を保有している場合であることを指摘している。すなわち大株主が存在することで経営者に対するモニタリングが行われ、経営効率が高まる。このようなガバナンスの強力な株主が多数の株式を保有する企業であれば、事業リストラクチャリングが迫られる可能性が高いと考えられる。

**3.3 事業戦略仮説****仮説 5：多角化度が高い企業ほど、ダイベストメント型 MBO を行う**

1990 年代後半からは、コア事業への選択と集中が行われてきた時期であった。これは、Lang and Stulz [1994] や Berger and Ofec [1995] の指摘する「多角化ディスカウント」、すなわち多角化することで事業リスクを分散するというメリットよりも、経営資源をコア事業に集中できないことによる利益率低下というデメリットが上回ると認識されたためである。したがって、多角化度が高い企業においては、事業構造の改革を行うインセンティブが高いといえよう。

**仮説 6：企業グループ展開を行っている企業ほど、ダイベストメント型 MBO は行わない**

ダイベストメント型 MBO は事業再編の一環として、他の手段と共に補完的に行うものと考えられる。したがって、同時期に子会社数を増加させる、あるいは企業規模の連単倍率を増大させる（すなわち、子会社グループの規模を自らと比較して相対的に大きくしている）企業においては、ダイベストメント型 MBO は行われないと考えられる。ただし、菊谷・齋藤 [2006] は、撤退と進出を同時に行う企業が存在していること、そしてそれはコア事業から遠い事業から撤退し、コア事業に近い業種への進出を行うという、事業ポートフォリオの入れ替えであることを示している。このケースでは、企業グループ展開を進めつつ、コア事業以外の子会社や事業を売却する目的で、ダイベストメント型 MBO を行うことも考えうる。

**4. データとモデル****4.1 データセット**

財務データ、株価、株主構成、セグメント情報は日経 NEEDS、ダイベストメント型 MBO 実施の有無については前述した MARR データを用いる。被説明変数となるダイベストメント型 MBO 実施の有無については、1999 年度<sup>21</sup>から 2006 年度までが対象となる（ダイベストメント型 MBO 実施の有

---

<sup>21</sup> 1998 年度に実施されたダイベスト型 MBO は 1 件にとどまり、セグメント情報（確報）は 1998 年度分からのみ利用可能であったため、このような期間設定とした。

無を判定する年度を  $t$  期とする)。一方、説明変数に関しては、業種ダミーなど一部を除き、原則としてダイベストメント型 MBO が実施された前年度 ( $t-1$  期) の数値を用いるため、1998 年度から 2005 年度までのデータとなる。なお、下記の説明変数については、特に但し書きがない限り、基本的に連結データを利用する。ただし連結データが入手できない場合、単独データで補完する。記述統計は表 4 の通りである。

--- 表 4 about here ---

## 4.2 推計モデル

被説明変数 ( $DIVESTMBO$ ) は、次の 2 通りを用意する。一つは、当該年度 ( $t$  期) におけるダイベストメント型 MBO の実施数である。もう一つは、ダイベストメント型 MBO の規模、具体的には  $t$  期に実施されたダイベストメント型 MBO における売却金額を、 $t-1$  期における企業価値 (株式総額) で除したものを被説明変数とするものである。ただし、売却金額については入手できない案件が多い。そこで、まず売却金額が記入されていない案件に対して、売却金額を 0 円とするパターン、金額が入手できる企業のみで平均売却額を計算してこれを用いるパターン、Haynes, Thompson and Wright [2003] にしたがって、株式総額の 0.1% とするパターンの 3 つを用意して、頑健性の確認を行う。

また、前節で提示した各仮説は、計量モデルにおいて具体的には以下の説明変数となる。あわせて予想される符号条件についてもここで説明する。

まず、パフォーマンス変数について述べる。業績指標変数 ( $PERF$ ) として  $ROA$  (総資産利益率)  $PBR$  (株価純資産倍率) を用いる。前者は、営業利益を資産総額で除したものとして、後者は株価を一株当たり株主資本 (単独データ) で除したものとして定義される。パフォーマンスが悪化している企業ほどダイベストメント型 MBO を実施するインセンティブが高まるという仮説から、両者とも期待される符号は負である。

負債比率変数 ( $LEV$ ) としては、負債比率と有利子負債依存度を用いる。負債比率は、負債総額を資産総額で除したものとして定義される。負債による負担が重い企業ほど、リストラクチャリングが進行すると考えられるという仮説から、期待される符号は正である。また、有利子負債依存度は、(短期借入金 + 長期借入金 + 社債 + コマーシャルペーパー) / 資産総額として定義される。有利子負債の負担が重い企業ほど、リストラクチャリングが進行するという仮説より、期待される符号は同じく正となる。

コーポレート・ガバナンス変数については、以下の通りである。まず、安定株主変数 ( $STABLE$ ) として、安定株主保有比率を用いる。これは、(金融機関持株数 + 事業法人持株数) / 総株式数として定義される。符号条件は負である。また、役員持株比率も安定株主変数として加える。これは、役員持株数 / 総株式数として定義されるものである。新興市場に上場している企業など役員持株比率の高い企業もあり、これが MBO に与える影響は事前には無視できないために投入する。予想される符号条件としては、経営者の高い株式保有によってエントレンチメントが発生している場合、それまでの自らの経営路線を否定するようなリストラには消極的になるため、MBO に対して負の効果を持つこと

が予想される。これに関して Ofek [1993] は、内部経営者の株式保有比率が大きい企業では、企業業績が悪化してもリストラが行われる可能性が低いことを示している。もっとも、所有と経営が一致しているため、企業価値の向上を目的とし、積極的にリストラ (MBO) に着手する可能性もありうるため、正の効果が検出されるかもしれない。実際、Lichtenberg and Pushner [1994] では、内部経営者の株式保有比率が大きい企業ほど、企業業績が高くなることが報告されている。以上のどちらが強い効果を持つかについては、先験的には判断ができないため、実証結果を待たなくてはならない。

ガバナンスの強度変数 (*GOV*) としては、以下の 2 種類を用いる。まず一つ目として、外国人持株比率を用いる。これは、外国法人持株数 / 総株式数として定義されるものであり、符号条件は正である。二つ目として、上位十大株主持株比率を用いる。これは、上位十大株主持株数 / 総株式数として定義されるものであり、符号条件は正である。なお、それぞれの持株数のデータについては、単独データを用いる。

次に、事業戦略変数について述べる。多角化度変数 (*DIVERSE*) としては、2 通りの説明変数を用意する。一つ目として、セグメント情報から計算されたハーフィンダール指数を用いる。これは、集中度を示す変数であるため、1 から引いたものを用いて、数値が高いほど多角化度が高い変数に変換する。期待される符号は正となる。もう一つは、Rumelt [1974] の指標である。これは、企業の多角化戦略を大きく分けて「専門戦略」、「本業中心戦略」、「関連分野多角化戦略」、「非関連分野多角化戦略」の 4 つに分類するものである。本稿では Markides [1995] を参考にして、産業分類別の売上高データを用いて分類を行った。具体的には、まず日経 NEEDS のセグメント情報から入手できる、各セグメントの日本標準産業分類<sup>22</sup> (4 桁分類) を利用して、各産業分類別の売上高データを作成し、全売上高に占める産業分類別売上高が 95% を超える場合は専門企業、70% 以上 95% 以下の場合は本業中心企業とした。さらに 70% を下回る企業について、2 桁分類で分類したときの産業分類別売上高の全売上高に占める割合が 70% 以上の企業を関連多角化企業、70% 未満の企業を非関連多角化企業と分類した。推計では、専門企業をレファレンスとし、他の 3 分類についてそれぞれダミー変数を作成して投入する。予想される符号は、すべて正である。

企業グループ変数 (*GROUP*) としては、子会社数の前期 ( $t-1$  期) から今期 ( $t$  期) にかけての差分、連単倍率の前期から今期にかけての差分を用いる。なお、同時に投入した場合に、これらの変数間には強い正の相関関係があることが予想され、それによる多重共線性の発生が懸念される。したがって実際の定式化においては、両方を投入する他に、片方ずつを投入するパターンも用意する。両者とも、期待される符号は負である。

このほかコントロール変数として、規模変数、決算年、産業ダミーを投入する。規模変数としては、連結の対数従業員数を用いる。期待する符号は正である。産業ダミーについては、日経業種コードに基づいた業種分類のうち、10 件以上の MBO が観測された 5 業種のダミー変数、すなわち一般機械器具製造業ダミー、電気機械器具製造業ダミー、卸売業ダミー、小売業ダミー、その他サービス業ダミーを作成する。

<sup>22</sup> 日本標準産業分類は、1 セグメントにつき最大 3 種類まで割り振られるが、本稿ではそのうち筆頭に挙げられているもののみを利用した。

推計するモデルを式で表現すると以下の通りになる。

$$DIVESTMBO_{it} = \alpha + \beta_1 PERF_{it-1} + \beta_2 LEV_{it-1} + \beta_3 STABLE_{it-1} + \beta_4 GOV_{it-1} + \beta_5 DIVERSE_{it-1} + \beta_6 SIZE_{it-1} + \beta_7 GROUP_{it-1} + year_t + \sum Industry_{ct} + u_{it} \quad (1)$$

なお、前者では被説明変数がカウントデータであるので、ポワソン回帰モデルか負の二項回帰モデルを用いるが、今回のケースでは被説明変数の平均よりも分散が大きいため、負の二項回帰モデルを用いる<sup>23</sup>。後者では、固定効果モデルとランダム効果モデルを推計し、ハウスマン検定にて両者の中で適切なモデルを選択することにする。

*GROUP*は、上で述べたように3パターンずつの定式化を用意しており、また、*DIVERSE*についても2パターン用意しているため、これらの組み合わせにより全部で6パターンのモデルを推計して、結果の頑健性を確認する。

#### 4.3 MBO 実施企業と非実施企業の統計的比較

推計に移る前に、MBO 実施企業と非実施企業との間の特性の違いについて検討する。表5は、これら2グループ間で、各説明変数について平均値の差の検定を行った結果をまとめたものである。ダイベストメント型 MBO を実施した企業のほうが有意に平均値が高い変数として、負債比率、有利子負債依存度、外国法人持株比率、ハーフィンダール多角化度指数、非関連型多角化企業、対数連結従業員数が挙げられる。また、非実施企業のほうが有意に平均値が高い変数として、*ROA*、安定株主持株比率、上位十大持株比率、専業企業、連結子会社数差分が挙げられる。これらを上記の符号条件と照合すると、ほぼ仮説通りの結果となっていることがわかる。ただし、これらの結果については他の変数を考慮しない単純な比較であるため、推計によって他の変数を考慮したうえでもこれらの結果が維持されるかを次節で確認することにしよう。

表5の下部では、投資ファンドが関与している案件のほうが、売却金額が大きいことが示されている。すでに述べたように、投資ファンドが関与する案件は件数、規模とも比重が大きい。本稿で用いているデータセットにおいても、投資ファンドが関与する案件のほうが、規模が大きいことが示されている。

--- 表5 about here ---

## 5. 推計結果

推計結果は、表6~表9の通りである。表6はダイベストメント型 MBO 件数を被説明変数とした負の二項回帰の結果を、表7以降はダイベストメント型 MBO の規模(売却金額を企業価値で除したもの)を被説明変数とした固定効果モデルないしランダム効果モデルの結果を示している。全体的に

<sup>23</sup> 他の手法としては、ヘックマンの2段階推計によって、MBO の実施・非実施を1段階目に、MBO の実施件数を2段階目に推計するものがありうる。しかし、本稿ではデータがカウントデータであることを踏まえて、負の二項回帰モデルを用いた。

言えば、パフォーマンス変数、ガバナンス変数、事業戦略変数のいずれもが、ダイベストメント型 MBO の実施やその相対的規模に対して影響を与えていることがわかる。

### 5.1 ダイベストメント型 MBO 実施件数の推計結果<sup>24</sup>

まず、パフォーマンス変数の結果について述べる。*ROA* の係数は有意に負となり、*PBR* の係数は非有意である。これら 2 つのパフォーマンス変数の主な違いは、パフォーマンスとして企業利益を重視するか、株価を重視するかである。よって、今回の推計結果からは、ダイベストメント型 MBO の実施に対して影響を与えているのは、株価で測ったパフォーマンスではなく、利益で測ったパフォーマンスであることがわかる。以上の議論により、仮説 1 には部分的に支持される。負債比率変数は、負債比率、有利子負債依存度ともに全てのモデルで係数が有意に正であり、仮説 2 は支持される。

次に、ガバナンス変数について述べる。安定株主変数については、安定株主保有比率の係数は全てのモデルで有意に負であるが、役員持株比率の係数は非有意である。役員持株比率の係数が非有意である理由としては、エンtrenチメントの発生による MBO 実施への負の効果と、所有と経営の一致による MBO 実施への正の効果が相殺された可能性が考えられる。あるいは、一般的な上場企業において、安定株主としてのプレゼンスは金融機関と事業法人のほうが大きく、役員持株比率が大きなプレゼンスを持つのは新興企業に限定されるものと考えられる。それは、記述統計からも明らかである。今回の推計においては、このプレゼンスの差が反映されて、役員持株比率の MBO への効果は無視できるほど小さく、金融機関と事業法人から構成される安定株主持株比率のみがダイベストメント型 MBO の実施に負の影響を与えたとも考えられる。以上の議論により、仮説 3 は支持される。

一方、コーポレート・ガバナンス強度の変数について述べる。外国人持株比率、上位十大株主持株比率については、いずれの係数も非有意である。これにより仮説 4 は支持されないが、安定株主がダイベストメント型 MBO の実施を抑制するという仮説 3 は、換言すればコーポレート・ガバナンスの弱い企業において MBO が実施されないということになる点に注意が必要である。

次に、事業戦略変数の結果について述べる。多角化度変数のハーフィンダール指数の係数は、有意に正となる。また、多角化度変数としてルメルトの分類を使用した場合、関連多角化企業ダミー、非関連多角化企業ダミーがそれぞれ正で有意となった。すなわち、専門企業や主力事業企業よりも、関連多角化企業、非関連多角化企業のほうがダイベストメント型 MBO を実施する可能性が高いということである。以上のことから、仮説 5 は支持される。

企業グループ変数の子会社数の差分、連単倍率の差分(いずれも  $t-1$  期から  $t$  期にかけてのもの)については、連結子会社数差分の係数のみが負で有意となる。すなわち、子会社数を減少させている企業ではダイベストメント型 MBO は実施されていることになる。したがって、仮説 6 の前者、すなわち MBO が事業再編の一環として、他の手段と共に補完的に行うという仮説は、限定的に支持されることになる。

<sup>24</sup> なお、 $t-1$  期の代わりに、 $t-2$  期の変数を説明変数に用いたモデルも推計した。表はスペースの都合上割愛するが、結果に大差はなかった。また、*PBR* が異常値となるサンプル(3シグマ区間外)、負債比率が1を超えるサンプルを排除して推計を行ったが、この場合も結果に大差はなかった。

最後に、コントロール変数として投入した対数連結従業員数の係数は有意に正であった。また、決算年の係数については、有意に正となった。同じくコントロール変数の産業ダミーの係数については、一部で有意に正となった。よって一部の産業においては、他の説明変数でコントロールした上でも、さらにダイベストメント型 MBO が盛んに行われているということがわかった。

--- 表 6 about here ---

## 5.2 ダイベストメント型 MBO 実施規模の推計結果

MBO 実施規模については、3通りの被説明変数について、それぞれ6パターンの推計を行った。全てのパターンで固定効果モデルとランダム効果モデルの推計を行ったが、ハウスマン検定の結果、ほとんどの推計でランダム効果モデルが採択された。

まず、パフォーマンス変数の結果について述べる。表 8 において *ROA* の係数は有意に負となり、*PBR* の係数は非有意である。ただし、表 7、表 9 ではいずれの係数も有意にはならない。以上により、仮説 1 は部分的に支持される。

負債比率の係数は表 8 の(3)(6)式においては負で有意となり、予想と反した結果である。しかし、その他の全てのモデルでは有意に正である。また、有利子負債比率の係数は、全ての推計式において正で有意となる。実施件数の推計と同様に仮説 2 は概ね支持される。

次に、ガバナンス変数について述べる。安定株主変数については、表 8 の(3)(6)(9)(12)式で安定株主保有比率の係数が有意に負となる。また、役員持株比率の係数も有意に負となる。ただし、表 7、表 9 では全ての式で係数が非有意ではあるが、符号条件は満たしている。これは、安定株主のプレゼンスが大きい企業においては、大規模なダイベストメント型 MBO が実施されにくいことを示している。したがって、仮説 3 は一部支持される。コーポレート・ガバナンス強度の変数については、表 8 の(3)(6)式で外国人持株比率の係数が負で有意となる。これは予想と反した結果である。また、上位十大株主持株比率は、表 8 の(9)(12)式において正で有意となるほかは、非有意となる。以上により、仮説 4 は一部支持されるものの、支持されないケースのほうが多い。

次に、事業戦略変数の結果について述べる。多角化度変数のハーフィンダール指数の係数は、表 8 の(1)(2)(7)(8)(9)式において有意に正となる。また、多角化度変数としてルメリトの分類を使用した場合、主力事業企業ダミーは、ほとんど全ての推計式で有意に正となった。また、表 8 では非関連多角化企業ダミーも有意に正となった。これらを総合すると、非関連型企業のほうが主力事業よりも MBO 実施規模が大きいとは必ずしも言えず、企業実施件数の推計結果とは異なるものである。以上のことから、仮説 5 は一部支持される。

企業グループ変数の子会社数の差分、連単倍率の差分については、表 7、表 9 では後者の係数が負で有意となるパターンが多く観察され、表 8 では前者の係数が負で有意となるパターンが多く観察された。したがって、子会社数を減少させている企業ではダイベストメント型 MBO は実施されていることになる。仮説 6 の前者、すなわち MBO が事業再編の一環として、他の手段と共に補完的に行うという仮説は、限定的に支持されることになる。

最後に、コントロール変数として投入した対数連結従業員数の係数は表 7~表 9 の多くのケースで

有意に正であった。決算年の係数については、すべて非有意であった。すなわち、規模に関してのトレンドは観察できなかった。同じくコントロール変数の産業ダミーの係数については、一部で有意に正となった。よって一部の産業においては、他の説明変数でコントロールした上でも、ダイベストメント型 MBO の規模が大きいということがわかった。

--- 表 7~9 about here ---

## 6. 結論

本稿では、わが国において 2000 年前後から急速に増加した MBO について分析を行った。まず、わが国における MBO の実施状況を概観し、「選択と集中」の新たなツールとして、ダイベストメント型 MBO が活発化しつつある状況を指摘した。その上で、事業単位の売り手となる親会社に焦点を合わせ、日本企業におけるダイベストメント型 MBO の決定要因について、パネルデータを用いて実証分析を試みた。具体的には、ダイベストメント型 MBO には 企業のパフォーマンス、コーポレート・ガバナンスの強度、事業戦略といった、大きく分けて 3 つの要因が影響を及ぼすという仮説のもとで、パネルデータを用いて実証分析を行った。その結果は以下の通りである。

(1) ROA が低い、つまり財務パフォーマンスが低迷している親会社は、傘下部門の MBO を実施する傾向にある。一方、PBR（株価純資産倍率）で測った株価パフォーマンスは MBO の実施に影響を与えない。すなわち、MBO 実施のトリガーとなるのは、財務パフォーマンスであって、株価パフォーマンスではない。また、負債負担が重い企業ほど、ダイベストメント型 MBO が行われやすくなる。負債による経営規律が機能し、当該企業にリストラクチャリングを行わせているものと考えられる。

(2) 金融機関、事業法人、あるいは経営者など、安定株主のプレゼンスが大きな企業では、ダイベストメント型 MBO に消極的である。本稿の分析結果から判断する限り、それらの企業ではエントレンチメントが発生している可能性が高い。

(3) 多角化の程度が大きく、非関連多角化を展開していた企業ほど、MBO によって子会社・事業部門を売却する傾向にある。これは、ノンコア事業を売却する「選択と集中」の新たなツールとして、MBO が活用されているものと考えられる。また、子会社数を減少させている親会社は、同時に MBO を通じた事業売却にも取り組んでいる。すなわち、子会社の整理・集約とダイベストメント型 MBO は補完関係にあり、企業グループ再編の一環として子会社の MBO が実施されている状況がうかがえる。

以上の推計結果を解釈すると、企業のパフォーマンスが低い場合、安定株主のプレゼンスが低く、コーポレート・ガバナンスが強力に行われていると考えられる場合、事業の多角化度（特に非関連多角化）が高い場合に MBO が行われる傾向にあり、さらにその実施規模が大きくなることが示された。また、子会社グループのリストラクチャリングと MBO が補完的に行われていることも示された。したがって、提示した仮説がほぼ成立することがわかった。これらの結果は、1980 年代後半のイギリスのデータを用いたダイベストメント研究である Haynes, Thompson and Wright [2003] と同様であり、わが国においても近年になって、イギリス企業と共通した理由によって、企業がダイベ

トメント型 MBO を行っていることを示唆している。

最後に本研究に残された課題について述べる。第 1 に売却を行った親企業が MBO の実施後にパフォーマンスを伸ばすことができているのか、あるいは市場からどのように評価されているのか、といった事後の分析が必要である。第 2 に、MBO と MBO によらない分社化や企業・事業の売却、もしくは撤退など他手段によるダイベストメントとの関連性についての分析も重要であろう。第 3 に、MBO によって親会社と切り離された子会社や事業部門と、残留した子会社や事業部門、ならびに MBO 以外の手段によって親会社と切り離された子会社や事業部門との間に、どのような特徴の差が認められるのかについての検証も求められる。

## 参考文献

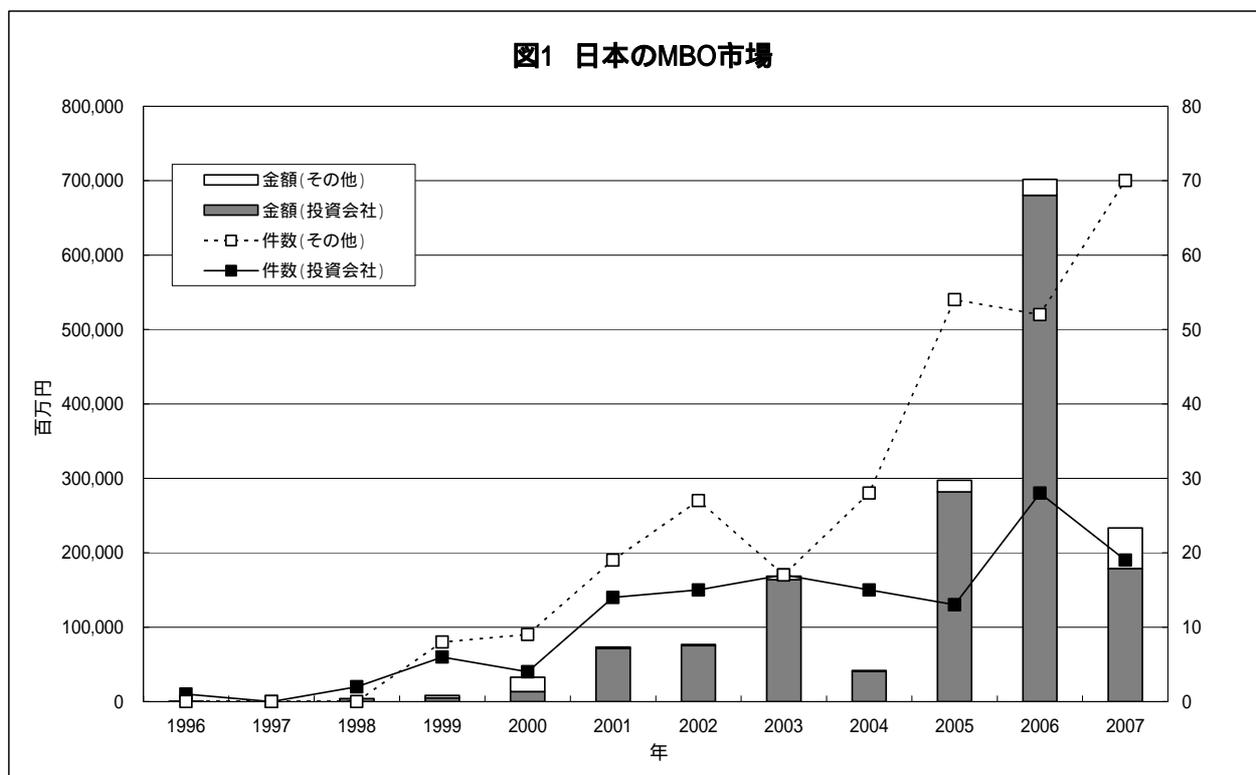
- 薄井彰 [2001] 「MBO (企業創造の新しい型)」薄井彰編『M&A21 世紀 2 バリュースタイル経営の M&A 投資』中央経済社、35-69 頁。
- 尾関純・小本恵照 [2007] 『新版 M&A 戦略策定ガイドブック』中央経済社。
- 金本悠希 [2006] 「MBO とは (その 3)」『エコノミックリサーチ 法律・制度レポート (大和総研)』 (<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/commercial/06120403commercial.pdf>) .
- 菊谷達弥・齋藤隆志 [2006] 「事業ガバナンスとしての撤退と進出：どのような事業から撤退し、どのような事業に進出するか」 Kyoto University Working Paper, J-56.
- 経済産業省 [2007] 「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針」 (<http://www.meti.go.jp/press/20070904004/mbo-shishin.pdf>) .
- 杉浦慶一 [2004] 「日本のバイアウト・ファンドの類型化」『東洋大学大学院紀要 (法・経営・経)』第 41 集, 239-253 頁。
- 杉浦慶一 [2006a] 「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 [2006b] 「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) 第 2 号, 171-184 頁。
- 田城謙一 [2006] 「MBO による非公開化は、今後も拡大するのか」『MARR』2006 年 4 月号, 26-29.
- 長岡貞男 [2005] 「合併・買収は企業成長を促すか？」『一橋ビジネスレビュー』第 53 巻第 2 号, 32-44 頁。
- 宮島英昭・蟻川靖浩・齋藤直 [2001] 「日本型企業統治と『過剰』投資：石油ショック前後とバブル期の比較分析」『フィナンシャル・レビュー』第 60 号, 139-168 頁。
- 矢部謙介 [2007] 「日本における事業譲渡の価値創造効果」『企業会計』第 59 巻第 9 号, 129-139 頁。
- Aghion, P. and P. Bolton [1992] “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting,” *Review of Economic Studies*, Vol. 59, pp.473-494.
- Berger, P. G. and Ofek, E [1995] “Diversification’s Effect on Firm Value,” *Journal of Financial*

- Economics*, Vol. 37(1), pp.39-65.
- CMBOR [1991] *Guide to Management Buy-Outs 1991/92*, Economist Intelligence Unit.
- Fox, I. and A. Marcus. [1992] "The Causes and Consequences of Leveraged Management Buyouts," *Academy of Management Review*, Vol.17(1), pp.62-85.
- Fukui, Y. and T. Ushijima [2007] "Corporate Diversification, Performance, and Restructuring in the Largest Japanese Manufactures," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.21, pp.303-323.
- Hart, O. and J. Moore [1998] "Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.113, pp.1-41.
- Haynes, M., S. Thompson, and M. Wright [1999] "Sources of Venture Capital Deals: MBOs, IBOs and Corporate Refocusing," in M. Wright and K. Robbie (eds.), *Management Buy-Outs and Venture Capital*, Edward Elgar, pp.219-237
- Haynes, M., S. Thompson, and M. Wright [2003] "The Determinants of Corporate Divestment: Evidence from a Panel of UK Firms," *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol.52, pp.147-166.
- Hite, G. and M. Vetsuypens [1989] "Management Buyouts Divisions and Shareholder Wealth," *Journal of Finance*, 44, pp.953-970.
- Jensen, M.C [1986] "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, pp.323-329.
- John, K., Lang, L, and Netter, J. [1992] "The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline," *Journal of Finance*, Vol.47, pp.891 - 917.
- Kang, J.K., and A. Shivdasani [1997] "Corporate Restructuring during Performance Declines in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol.46, pp.29-65.
- Lang, L. H. P. and R. M. Stulz [1994] "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, Vol. 102(6), pp.1248 – 1280.
- Lichtenberg, F.R., and G.P. Pushner, [1994] "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," *Japan and the World Economy*, Vol.6, pp.239-261.
- Markides, C., C. [1995] *Diversification, Refocusing, and Economic Performance*, MIT Press.
- Milgrom, P. and J. Roberts [1992] *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall(奥野正寛他訳 『組織の経済学』 NTT 出版).
- Ofek, E. [1993] "Capital Structure and Firm Response to Poor Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol.34, pp.3-30.
- Robbie, K. and M. Wright [1993] "Trends in Management Buy-Outs," in G. Sharp (ed.), *The Management Buy-out Manual*, Euromoney Publications, pp.119-143.
- Rumelt, R., P [1974] *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard University Press (鳥羽欽一郎他訳 『多角化戦略と経済成果』 東洋経済新報社).

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

Wright, M., A. Burrows, R. Ball, L. Scholes, M. Burdett and K. Tune [2006], *Management Buy-Outs 1986-2006: Past Achievements, Future Challenges*, CMBOR  
( <http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/cmbor20.pdf> ) .

Wright, M., M. Kitamura and R. Hoskisson [2003] “Management Buyouts and Restructuring Japanese Corporations,” *Long Range Planning*, Vol.36, pp.355-373.



出所：レコフ『日本企業のM&Aデータブック 1985-2007(統計編)』より筆者作成。

表1 MBOの類型化

## パネルA：金額ベース(百万円)

| 類型化           | 合計        | (%)    | 1件当たり   | 最大       |
|---------------|-----------|--------|---------|----------|
| ダイベストメント型     | 592,996   | 38.2   | 4,034   | 83,084   |
| （うち子会社売却）     | (499,041) | (32.1) | (3,643) | (83,084) |
| （うち事業部門売却）    | (93,955)  | (6.0)  | (9,396) | (50,000) |
| （うち売却企業が日本法人） | (524,986) | (33.8) | (3,832) | (83,084) |
| （うち売却企業が海外法人） | (68,010)  | (4.4)  | (6,801) | (18,100) |
| 事業継承型         | 72,958    | 4.7    | 8,106   | 61,351   |
| 非公開型          | 793,465   | 51.1   | 41,761  | 256,505  |
| 事業再生型         | 4,323     | 0.3    | 721     | 3,500    |
| 不明/その他        | 90,403    | 5.8    | 10,045  | 50,000   |
| 合計            | 1,554,145 | 100.0  | 8,180   | 256,505  |

## パネルB：件数ベース

| 類型化           | 件数    | (%)    |
|---------------|-------|--------|
| ダイベストメント型     | 281   | 80.1   |
| （うち子会社売却）     | (258) | (73.5) |
| （うち事業部門売却）    | (23)  | (6.6)  |
| （うち売却企業が日本法人） | (257) | (73.2) |
| （うち売却企業が海外法人） | (24)  | (6.8)  |
| 事業継承型         | 12    | 3.4    |
| 非公開型          | 19    | 5.4    |
| 事業再生型         | 25    | 7.1    |
| 不明/その他        | 14    | 4.0    |
| 合計            | 351   | 100.0  |

注1：1996年度から2006年度までのMBO。

注2：類型化にあたっては、レコフデータ、新聞記事等から、最も適切だと判断できるタイプを特定した。

注3：子会社には一部、孫会社も含む。

注4：「1件当たり」の金額に関しては、サンプルのうち、金額が判明するもので除している。その内訳は以下のとおり。

「ダイベストメント型」= 147件（子会社売却 = 137件、事業部門売却 = 10、日本法人売却 = 137件、

海外法人売却 = 10件）、「事業継承型」= 9件、「非公開型」= 19件、「事業再生型」= 6件、「不明/その他」= 9件。

出所：レコフ『マールM&AデータCD-ROM』、同『日本企業のM&Aデータブック 1985-2007』、日経各紙。

表2 マーケット別に見たダイベストメント型MBO

|         | 親会社 |       | 子会社 |       |
|---------|-----|-------|-----|-------|
|         | 企業数 | (%)   | 企業数 | (%)   |
| 東証1部    | 108 | 41.9  | 2   | 0.8   |
| 東証2部    | 16  | 6.2   | 2   | 0.8   |
| 大証・名証   | 9   | 3.5   | 0   | 0.0   |
| 地方市場    | 5   | 1.9   | 1   | 0.4   |
| JASDAQ  | 47  | 18.2  | 1   | 0.4   |
| ヘラクレス   | 11  | 4.3   | 1   | 0.4   |
| マザーズ    | 17  | 6.6   | 0   | 0.0   |
| セントレックス | 3   | 1.2   | 0   | 0.0   |
| 海外法人    | 13  | 5.0   | 29  | 11.2  |
| 非上場     | 29  | 11.2  | 222 | 86.0  |
| 合 計     | 258 | 100.0 | 258 | 100.0 |

注1：子会社には一部、孫会社も含む。

注2：非上場には、店頭公開企業も含む。

出所：レコフ『マールM&AデータCD-ROM』より筆者作成。

表3 主要なダイベストメント型MBO(～2007年3月)

(単位:百万円)

| 案件番号 | 公表日        | 対象企業・事業部門                | 業種      | 市場   | 金額     | 関与した投資ファンド                 | 売手企業            | 業種     | 市場   |
|------|------------|--------------------------|---------|------|--------|----------------------------|-----------------|--------|------|
| (1)  | 2006/10/31 | 東芝セラミクス                  | 窯業      | 東証1部 | 83,084 | ユニゾン・キャピタル・カーライルグループ       | 東芝              | 電機     | 東証1部 |
| (2)  | 2006/11/23 | ライブドアフィナンシャルホールディングス     | その他金融   | 未上場  | 55,100 | アドバンテッジパートナーズ              | ライブドア           | ソフト・情報 | 未上場  |
| (3)  | 2003/3/19  | ワビシア・カイブス、ワビシ産業(文書保管業など) | 運輸・倉庫   | 未上場  | 50,000 | 野村プリンスバル・ファイナンス、東京海上キャピタル  | ワビシア・カイブス、ワビシ産業 | 運輸・倉庫  | 未上場  |
| (4)  | 2003/11/11 | 東芝タガロイ                   | 機械      | 東証1部 | 35,748 | 野村プリンスバル・ファイナンス            | 東芝              | 電機     | 東証1部 |
| (5)  | 2004/10/6  | 昭和三井薬品                   | 医薬品     | 未上場  | 25,229 | ジャフコ                       | メルシャンなど         | 食料品    | 東証1部 |
| (6)  | 2003/11/26 | 近畿日本ツーリスト(会員型旅行事業)       | サービス    | 東証1部 | 24,840 | ジャフコ、ビジョン・キャピタル・コーポレーションなど | 近畿日本ツーリスト       | サービス   | 東証1部 |
| (7)  | 2000/9/16  | ユアサ・インク(産業用蓄電池部門)        | 電機      | 海外法人 | 18,100 |                            | YUASA           | 電機     | 東証1部 |
| (8)  | 2001/3/9   | 日商岩井アルニコックス              | その他販売・卸 | 未上場  | 17,000 | 富士銀キャピタルマネジメント             | 日商岩井            | 卸売業    | 東証1部 |
| (9)  | 2002/4/12  | MTS日本法人(タワレコード)          | その他小売   | 未上場  | 16,000 | 日興プリンスバル・インベストメント          | MTS             | その他小売  | 海外法人 |
| (10) | 2002/1/29  | マルコー                     | 不動産・ホテル | 未上場  | 15,100 | シュローダー・ベンチャーズ              | ダイエー            | 小売業    | 東証1部 |
| (11) | 2001/1/13  | バンテック                    | 運輸・倉庫   | 未上場  | 15,000 | スリーアイ                      | 日産自動車           | 輸送用機器  | 東証1部 |
| (12) | 2006/2/15  | ミットジャパン                  | サービス    | 未上場  | 14,500 | CVCアジアパシフィック               | ミットヨーロッパ        | サービス   | 海外法人 |
| (13) | 2002/2/1   | 国内信販                     | その他金融   | 未上場  | 11,194 | アドバンテッジパートナーズ              | 日本信販            | その他金融  | 東証1部 |
| (14) | 2001/11/23 | キリウ                      | 輸送用機器   | 東証2部 | 7,900  | ユニゾン・キャピタル                 | 日産自動車           | 輸送用機器  | 東証1部 |
| (15) | 2002/7/27  | リズム                      | 輸送用機器   | 未上場  | 5,000  | J.P.モルガン・パートナーズ            | 日産自動車           | 輸送用機器  | 東証1部 |
| (16) | 2002/1/8   | イー・エス・エス                 | サービス    | 未上場  | 3,558  | カーライル・グループ                 | ダイエー            | 小売業    | 東証1部 |
| (17) | 2001/10/26 | 日産アルティア                  | その他販売・卸 | 未上場  | 1,000  | 富士キャピタルマネジメント              | 日産自動車           | 輸送用機器  | 東証1部 |
| (18) | 2002/2/15  | ラスコーポレーション               | サービス    | 未上場  | 2,100  | ビジョン・キャピタル・コーポレーション        | ダイエー            | 小売業    | 東証1部 |
| (19) | 2001/10/10 | イー・ド                     | サービス    | 未上場  | 100    | エヌ・アイ・エフ・ベンチャーズなど          | 日産自動車           | 輸送用機器  | 東証1部 |
| (20) | 2001/4/14  | 日産陸送                     | 運輸・倉庫   | 未上場  | N/A    | 東京キャピタルなど                  | 日産自動車           | 輸送用機器  | 東証1部 |
| (21) | 2006/7/29  | オレンジマーケット                | その他小売   | 未上場  | N/A    |                            | ダイエー            | 小売業    | 東証1部 |

注：公表金額100億円を超える案件と、日産自動車、ダイエー関連案件を掲載した。

出所：レコフ<sup>®</sup>マールM&AデータCD-ROM<sub>3</sub>、同<sup>®</sup>日本企業のM&Aデータブック 1985-2007<sub>3</sub>、日経各紙より筆者作成。

表4 記述統計

|                | Obs   | Mean     | Std.Dev. | Min    | Max      |
|----------------|-------|----------|----------|--------|----------|
| <b>MBO</b>     |       |          |          |        |          |
| ダイベスト型すべて      | 17324 | 0.009    | 0.109    | 0      | 4        |
| うち子会社売却のみ      | 17324 | 0.008    | 0.104    | 0      | 4        |
| <b>PERF</b>    |       |          |          |        |          |
| ROA            | 17324 | 0.047    | 0.055    | -1.408 | 0.561    |
| PBR            | 17324 | 3.105    | 18.880   | 0.005  | 1991.850 |
| <b>LEV</b>     |       |          |          |        |          |
| 負債比率           | 17324 | 0.553    | 0.213    | 0.000  | 2.124    |
| 有利子負債依存度       | 17324 | 0.214    | 0.180    | 0.000  | 6.528    |
| <b>STABLE</b>  |       |          |          |        |          |
| 安定株主持株比率       | 17324 | 0.507    | 0.181    | 0.000  | 0.953    |
| 役員持株比率         | 17324 | 0.080    | 0.128    | 0.000  | 0.970    |
| <b>GOV</b>     |       |          |          |        |          |
| 上位十大株主持株比率     | 17324 | 0.504    | 0.152    | 0.000  | 1.000    |
| 外国法人持株比率       | 17324 | 0.072    | 0.097    | 0.000  | 0.973    |
| <b>DIVERSE</b> |       |          |          |        |          |
| ハーフィンダール多角化度指数 | 17324 | 0.237    | 0.262    | 0.000  | 0.907    |
| 専門企業           | 17324 | 0.503    | 0.500    | 0.000  | 1.000    |
| 主力事業企業         | 17324 | 0.241    | 0.427    | 0.000  | 1.000    |
| 関連多角化企業        | 17324 | 0.061    | 0.240    | 0.000  | 1.000    |
| 非関連多角化企業       | 17324 | 0.191    | 0.393    | 0.000  | 1.000    |
| <b>SIZE</b>    |       |          |          |        |          |
| 対数連結従業員数       | 17324 | 7.070    | 1.473    | 1.792  | 12.721   |
| <b>GROUP</b>   |       |          |          |        |          |
| 連結子会社数差分       | 17324 | 0.825    | 7.533    | -209   | 256      |
| 連単倍率差分         | 17324 | 0.011    | 0.217    | -7.554 | 17.829   |
| コントロール変数       |       |          |          |        |          |
| 決算年            | 17324 | 2003.776 | 2.210    | 2000   | 2007     |
| 一般機械器具製造業ダミー   | 17324 | 0.081    | 0.273    | 0      | 1        |
| 電気機械器具製造業ダミー   | 17324 | 0.105    | 0.306    | 0      | 1        |
| 卸売業ダミー         | 17324 | 0.109    | 0.311    | 0      | 1        |
| 小売業ダミー         | 17324 | 0.057    | 0.231    | 0      | 1        |
| その他サービス業ダミー    | 17324 | 0.125    | 0.330    | 0      | 1        |

表5 平均値の差の検定

|                     | MBO実施    | MBO非実施   | t値     | p値    |
|---------------------|----------|----------|--------|-------|
| <b>PERF</b>         |          |          |        |       |
| ROA                 | 0.031    | 0.047    | 3.353  | 0.001 |
| PBR                 | 3.382    | 3.102    | -0.177 | 0.860 |
| <b>LEV</b>          |          |          |        |       |
| 負債比率                | 0.626    | 0.552    | -4.132 | 0.000 |
| 有利子負債依存度            | 0.280    | 0.214    | -4.396 | 0.000 |
| <b>STABLE</b>       |          |          |        |       |
| 安定株主持株比率            | 0.429    | 0.508    | 5.204  | 0.000 |
| 役員持株比率              | 0.092    | 0.080    | -1.078 | 0.281 |
| <b>GOV</b>          |          |          |        |       |
| 上位十大株主持株比率          | 0.479    | 0.504    | 2.021  | 0.043 |
| 外国法人持株比率            | 0.127    | 0.071    | -6.931 | 0.000 |
| <b>DIVERSE</b>      |          |          |        |       |
| ハーフィンダール多角化度指数      | 0.364    | 0.236    | -5.818 | 0.000 |
| 専門企業                | 0.340    | 0.505    | 3.935  | 0.000 |
| 主力事業企業              | 0.215    | 0.241    | 0.712  | 0.477 |
| 関連多角化企業             | 0.083    | 0.061    | -1.100 | 0.271 |
| 非関連多角化企業            | 0.354    | 0.189    | -5.012 | 0.000 |
| <b>SIZE</b>         |          |          |        |       |
| 対数連結従業員数            | 7.758    | 7.064    | -5.630 | 0.000 |
| <b>GROUP</b>        |          |          |        |       |
| 連結子会社数差分            | -1.326   | 0.843    | 3.442  | 0.001 |
| 連単倍率差分              | -0.014   | 0.011    | 1.339  | 0.181 |
| サンプルサイズ             | 144      | 17180    |        |       |
|                     | ファンド案件   | 非ファンド案件  | t値     | p値    |
| 金額1(記載ナシ=0)         | 7688.81  | 147.22   | -5.798 | 0.000 |
| 金額2(記載ナシ=記載ありの平均)   | 28030.94 | 10738.81 | -2.435 | 0.016 |
| 金額3(記載ナシ=株価総額の0.1%) | 8111.68  | 367.40   | -5.979 | 0.000 |
| サンプルサイズ             | 37       | 130      |        |       |

表6 MBO件数の推計結果(負の二項回帰)

|                       | (1)                   | (2)                   | (3)                   | (4)                   | (5)                   | (6)                   | (7)                   | (8)                   | (9)                   | (10)                  | (11)                  | (12)                  |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>PERF</b>           |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| ROA                   | -4.204<br>(3.09)***   | -4.199<br>(3.08)***   | -3.926<br>(3.05)***   | -4.350<br>(3.14)***   | -4.343<br>(3.14)***   | -4.041<br>(3.09)***   | -4.080<br>(2.85)***   | -4.079<br>(2.84)***   | -3.725<br>(2.80)***   | -4.211<br>(2.91)***   | -4.208<br>(2.91)***   | -3.813<br>(2.84)***   |
| PBR                   | 0.001<br>(0.25)       | 0.001<br>(0.25)       | 0.000<br>(0.11)       | 0.001<br>(0.26)       | 0.001<br>(0.26)       | 0.000<br>(0.14)       | 0.000<br>(0.04)       | 0.000<br>(0.05)       | -0.000<br>(0.02)      | 0.000<br>(0.06)       | 0.000<br>(0.06)       | 0.000<br>(0.00)       |
| <b>LEV</b>            |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| 負債比率                  | 1.531<br>(3.13)***    | 1.532<br>(3.12)***    | 1.556<br>(3.27)***    | 1.551<br>(3.15)***    | 1.553<br>(3.15)***    | 1.567<br>(3.27)***    |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| 有利子負債依存度              |                       |                       |                       |                       |                       |                       | 1.545<br>(2.76)***    | 1.570<br>(2.80)***    | 1.931<br>(3.52)***    | 1.598<br>(2.86)***    | 1.626<br>(2.92)***    | 1.969<br>(3.59)***    |
| <b>STABLE</b>         |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| 安定株主持株比率              | -3.167<br>(3.89)***   | -3.179<br>(3.91)***   | -3.359<br>(4.11)***   | -3.069<br>(3.79)***   | -3.079<br>(3.81)***   | -3.267<br>(4.02)***   | -3.112<br>(3.75)***   | -3.114<br>(3.76)***   | -3.331<br>(3.99)***   | -3.010<br>(3.64)***   | -3.010<br>(3.65)***   | -3.239<br>(3.90)***   |
| 役員持株比率                | -0.672<br>(0.64)      | -0.697<br>(0.67)      | -1.163<br>(1.09)      | -0.569<br>(0.54)      | -0.595<br>(0.57)      | -1.093<br>(1.03)      | -0.679<br>(0.63)      | -0.697<br>(0.65)      | -1.265<br>(1.16)      | -0.575<br>(0.54)      | -0.593<br>(0.55)      | -1.195<br>(1.10)      |
| <b>GOV</b>            |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| 上位十大株主持株比率            | 0.541<br>(0.65)       | 0.539<br>(0.65)       | 0.956<br>(1.15)       | 0.450<br>(0.55)       | 0.447<br>(0.54)       | 0.886<br>(1.07)       | 0.706<br>(0.84)       | 0.705<br>(0.84)       | 1.203<br>(1.43)       | 0.616<br>(0.73)       | 0.613<br>(0.73)       | 1.138<br>(1.35)       |
| 外国法人持株比率              | 1.055<br>(1.16)       | 1.003<br>(1.11)       | 0.618<br>(0.68)       | 1.188<br>(1.31)       | 1.133<br>(1.25)       | 0.739<br>(0.81)       | 0.807<br>(0.88)       | 0.771<br>(0.84)       | 0.498<br>(0.54)       | 0.942<br>(1.02)       | 0.902<br>(0.98)       | 0.620<br>(0.67)       |
| <b>DIVERSE</b>        |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| ハーフィングダル多角化度指数        | 1.553<br>(4.04)***    | 1.556<br>(4.05)***    | 1.49<br>(3.90)***     |                       |                       |                       | 1.532<br>(3.89)***    | 1.530<br>(3.89)***    | 1.456<br>(3.73)***    |                       |                       |                       |
| (比較対象=専業企業)           |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| 主力事業企業                |                       |                       |                       | 0.376<br>(1.46)       | 0.372<br>(1.45)       | 0.304<br>(1.19)       |                       |                       |                       | 0.350<br>(1.34)       | 0.346<br>(1.32)       | 0.277<br>(1.07)       |
| 関連多角化企業               |                       |                       |                       | 0.796<br>(2.13)**     | 0.793<br>(2.12)**     | 0.727<br>(1.94)*      |                       |                       |                       | 0.769<br>(2.01)**     | 0.764<br>(2.00)**     | 0.694<br>(1.82)*      |
| 非関連多角化企業              |                       |                       |                       | 1.006<br>(3.89)***    | 1.002<br>(3.88)***    | 0.966<br>(3.77)***    |                       |                       |                       | 0.997<br>(3.78)***    | 0.990<br>(3.76)***    | 0.959<br>(3.68)***    |
| <b>SIZE</b>           |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| 対数連結従業員数              | 0.240<br>(3.08)***    | 0.242<br>(3.11)***    | 0.232<br>(2.99)***    | 0.247<br>(3.17)***    | 0.250<br>(3.22)***    | 0.239<br>(3.09)***    | 0.272<br>(3.45)***    | 0.273<br>(3.47)***    | 0.254<br>(3.28)***    | 0.278<br>(3.54)***    | 0.280<br>(3.56)***    | 0.260<br>(3.36)***    |
| <b>GROUP</b>          |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| 連結子会社数差分              | -0.009<br>(1.77)*     | -0.010<br>(1.84)*     |                       | -0.009<br>(1.75)*     | -0.009<br>(1.83)*     |                       | -0.009<br>(1.74)*     | -0.010<br>(1.80)*     |                       | -0.009<br>(1.72)*     | -0.009<br>(1.79)*     |                       |
| 連単倍率差分                | -0.214<br>(1.01)      |                       | -0.246<br>(1.18)      | -0.231<br>(1.10)      |                       | -0.261<br>(1.26)      | -0.180<br>(0.84)      |                       | -0.208<br>(1.00)      | -0.195<br>(0.92)      |                       | -0.221<br>(1.06)      |
| <b>コントロール変数</b>       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |                       |
| 決算年                   | 0.163<br>(3.69)***    | 0.163<br>(3.69)***    | 0.169<br>(3.91)***    | 0.165<br>(3.74)***    | 0.165<br>(3.74)***    | 0.171<br>(3.96)***    | 0.176<br>(3.91)***    | 0.176<br>(3.91)***    | 0.186<br>(4.22)***    | 0.179<br>(3.99)***    | 0.179<br>(3.99)***    | 0.189<br>(4.29)***    |
| 一般機械器具製造業ダミー          | 0.295<br>(0.72)       | 0.296<br>(0.73)       | 0.245<br>(0.60)       | 0.318<br>(0.78)       | 0.320<br>(0.78)       | 0.268<br>(0.65)       | 0.308<br>(0.74)       | 0.310<br>(0.75)       | 0.268<br>(0.64)       | 0.333<br>(0.80)       | 0.335<br>(0.80)       | 0.293<br>(0.70)       |
| 電気機械器具製造業ダミー          | 0.501<br>(1.55)       | 0.502<br>(1.56)       | 0.467<br>(1.44)       | 0.498<br>(1.53)       | 0.498<br>(1.53)       | 0.455<br>(1.39)       | 0.484<br>(1.47)       | 0.487<br>(1.48)       | 0.496<br>(1.51)       | 0.482<br>(1.45)       | 0.484<br>(1.46)       | 0.484<br>(1.46)       |
| 卸売業ダミー                | 0.721<br>(2.25)**     | 0.737<br>(2.31)**     | 0.922<br>(3.02)***    | 0.753<br>(2.35)**     | 0.770<br>(2.41)**     | 0.943<br>(3.07)***    | 0.850<br>(2.59)***    | 0.862<br>(2.63)***    | 1.074<br>(3.41)***    | 0.879<br>(2.67)***    | 0.892<br>(2.72)***    | 1.093<br>(3.47)***    |
| 小売業ダミー                | 1.365<br>(3.71)***    | 1.368<br>(3.72)***    | 1.271<br>(3.44)***    | 1.384<br>(3.74)***    | 1.384<br>(3.74)***    | 1.285<br>(3.46)***    | 1.376<br>(3.64)***    | 1.376<br>(3.63)***    | 1.273<br>(3.35)***    | 1.393<br>(3.66)***    | 1.391<br>(3.65)***    | 1.287<br>(3.37)***    |
| その他サービス業ダミー           | 1.347<br>(4.65)***    | 1.354<br>(4.68)***    | 1.248<br>(4.32)***    | 1.391<br>(4.80)***    | 1.399<br>(4.83)***    | 1.284<br>(4.44)***    | 1.323<br>(4.48)***    | 1.331<br>(4.50)***    | 1.234<br>(4.19)***    | 1.365<br>(4.61)***    | 1.373<br>(4.64)***    | 1.268<br>(4.30)***    |
| 定数項                   | -329.101<br>(3.71)*** | -328.438<br>(3.71)*** | -341.851<br>(3.94)*** | -334.862<br>(3.78)*** | -334.371<br>(3.78)*** | -347.509<br>(4.00)*** | -355.563<br>(3.95)*** | -355.489<br>(3.95)*** | -375.322<br>(4.26)*** | -362.184<br>(4.02)*** | -362.313<br>(4.03)*** | -381.738<br>(4.33)*** |
| r                     | 0.56                  | 0.55                  | 0.71                  | 0.49                  | 0.48                  | 0.71                  | 0.91                  | 0.91                  | 0.70                  | 0.90                  | 0.90                  | 0.70                  |
| s                     | 0.34                  | 0.34                  | 0.29                  | 0.33                  | 0.33                  | 0.28                  | 0.28                  | 0.28                  | 0.24                  | 0.27                  | 0.27                  | 0.24                  |
| サンプルサイズ               | 17324                 | 17324                 | 17463                 | 17324                 | 17324                 | 17463                 | 17324                 | 17324                 | 17463                 | 17324                 | 17324                 | 17463                 |
| 企業数                   | 2906                  | 2906                  | 2926                  | 2906                  | 2906                  | 2926                  | 2906                  | 2906                  | 2926                  | 2906                  | 2906                  | 2926                  |
| 対数尤度                  | -779.32               | -779.78               | -820.60               | -779.65               | -780.20               | -820.82               | -779.96               | -780.29               | -819.25               | -780.13               | -780.52               | -819.14               |
| 尤度比検定 (Pooled vs. RE) | 26.54                 | 26.86                 | 34.58                 | 26.55                 | 26.88                 | 35.54                 | 33.49                 | 34.02                 | 44.04                 | 34.13                 | 34.69                 | 44.84                 |
| p-value               | 0.000                 | 0.000                 | 0.000                 | 0.000                 | 0.000                 | 0.000                 | 0.000                 | 0.000                 | 0.000                 | 0.000                 | 0.000                 | 0.000                 |

注1) 上段の数値は係数、下段カッコ内の数値はz値の絶対値。  
 注2) \*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%の水準で係数が有意であることを示す。

表7 売却金額/企業価値の推計結果(売却金額が欠損値の場合は0とするケース)

|                     | (1)               | (2)               | (3)               | (4)               | (5)               | (6)               | (7)               | (8)               | (9)               | (10)              | (11)              | (12)              |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>PERF</b>         |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| ROA                 | -0.002<br>(1.13)  | -0.002<br>(1.16)  | -0.001<br>(1.11)  | -0.002<br>(1.12)  | -0.002<br>(1.15)  | -0.001<br>(1.10)  | -0.002<br>(1.10)  | -0.002<br>(1.11)  | -0.001<br>(1.07)  | -0.001<br>(1.08)  | -0.002<br>(1.09)  | -0.001<br>(1.06)  |
| PBR                 | 0.000<br>(0.16)   | 0.000<br>(0.16)   | 0.000<br>(0.14)   | 0.000<br>(0.12)   | 0.000<br>(0.12)   | 0.000<br>(0.09)   | 0.000<br>(0.06)   | 0.000<br>(0.06)   | 0.000<br>(0.05)   | 0.000<br>(0.02)   | 0.000<br>(0.03)   | 0.000<br>(0.00)   |
| <b>LEV</b>          |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 負債比率                | 0.001<br>(2.01)** | 0.001<br>(1.95)*  | 0.001<br>(2.09)** | 0.001<br>(2.03)** | 0.001<br>(1.97)** | 0.001<br>(2.10)** |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 有利子負債依存度            |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 0.001<br>(2.03)** | 0.001<br>(2.06)** | 0.001<br>(2.19)** | 0.001<br>(2.08)** | 0.001<br>(2.11)** | 0.001<br>(2.23)** |
| <b>STABLE</b>       |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 安定株主持株比率            | -0.000<br>(0.20)  | -0.000<br>(0.20)  | -0.000<br>(0.51)  | -0.000<br>(0.32)  | -0.000<br>(0.32)  | -0.000<br>(0.62)  | -0.000<br>(0.21)  | -0.000<br>(0.21)  | -0.000<br>(0.52)  | -0.000<br>(0.33)  | -0.000<br>(0.33)  | -0.000<br>(0.63)  |
| 役員持株比率              | -0.000<br>(0.14)  | -0.000<br>(0.17)  | -0.000<br>(0.36)  | -0.000<br>(0.17)  | -0.000<br>(0.20)  | -0.000<br>(0.39)  | -0.000<br>(0.21)  | -0.000<br>(0.24)  | -0.000<br>(0.44)  | -0.000<br>(0.24)  | -0.000<br>(0.27)  | -0.000<br>(0.47)  |
| <b>GOV</b>          |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 上位十大株主持株比率          | 0.000<br>(0.75)   | 0.000<br>(0.76)   | 0.001<br>(1.04)   | 0.001<br>(0.86)   | 0.001<br>(0.86)   | 0.001<br>(1.14)   | 0.001<br>(0.87)   | 0.001<br>(0.88)   | 0.001<br>(1.16)   | 0.001<br>(0.98)   | 0.001<br>(0.98)   | 0.001<br>(1.27)   |
| 外国法人持株比率            | -0.001<br>(0.79)  | -0.001<br>(0.86)  | -0.001<br>(0.99)  | -0.001<br>(0.80)  | -0.001<br>(0.88)  | -0.001<br>(1.00)  | -0.001<br>(1.01)  | -0.001<br>(1.07)  | -0.001<br>(1.21)  | -0.001<br>(1.03)  | -0.001<br>(1.08)  | -0.001<br>(1.22)  |
| <b>DIVERSE</b>      |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| ハーフィンダール多角化度指数      | 0.000<br>(0.98)   | 0.000<br>(0.99)   | 0.000<br>(0.93)   |                   |                   |                   | 0.000<br>(0.91)   | 0.000<br>(0.91)   | 0.000<br>(0.85)   |                   |                   |                   |
| (比較対象=専業企業)         |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 主力事業企業              |                   |                   |                   | 0.000<br>(2.20)** | 0.000<br>(2.17)** | 0.000<br>(2.16)** |                   |                   |                   | 0.000<br>(2.18)** | 0.000<br>(2.16)** | 0.000<br>(2.14)** |
| 関連多角化企業             |                   |                   |                   | 0.000<br>(0.24)   | 0.000<br>(0.24)   | 0.000<br>(0.20)   |                   |                   |                   | 0.000<br>(0.18)   | 0.000<br>(0.18)   | 0.000<br>(0.14)   |
| 非関連多角化企業            |                   |                   |                   | 0.000<br>(0.85)   | 0.000<br>(0.85)   | 0.000<br>(0.81)   |                   |                   |                   | 0.000<br>(0.79)   | 0.000<br>(0.77)   | 0.000<br>(0.73)   |
| <b>SIZE</b>         |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 対数連結従業員数            | 0.000<br>(1.55)   | 0.000<br>(1.63)   | 0.000<br>(1.70)*  | 0.000<br>(1.57)   | 0.000<br>(1.65)*  | 0.000<br>(1.72)*  | 0.000<br>(1.84)*  | 0.000<br>(1.90)*  | 0.000<br>(1.99)** | 0.000<br>(1.86)*  | 0.000<br>(1.92)*  | 0.000<br>(2.01)** |
| <b>GROUP</b>        |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 連結子会社数差分            | -0.000<br>(0.76)  | -0.000<br>(1.04)  |                   | -0.000<br>(0.75)  | -0.000<br>(1.04)  |                   | -0.000<br>(0.78)  | -0.000<br>(1.04)  |                   | -0.000<br>(0.77)  | -0.000<br>(1.04)  |                   |
| 連単倍率差分              | -0.001<br>(1.68)* |                   | -0.001<br>(1.82)* | -0.001<br>(1.72)* |                   | -0.001<br>(1.85)* | -0.001<br>(1.58)  |                   | -0.001<br>(1.72)* | -0.001<br>(1.61)  |                   | -0.001<br>(1.75)* |
| <b>コントロール変数</b>     |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 決算年                 | 0.000<br>(0.35)   | 0.000<br>(0.31)   | 0.000<br>(0.34)   | 0.000<br>(0.34)   | 0.000<br>(0.30)   | 0.000<br>(0.33)   | 0.000<br>(0.57)   | 0.000<br>(0.54)   | 0.000<br>(0.58)   | 0.000<br>(0.57)   | 0.000<br>(0.54)   | 0.000<br>(0.57)   |
| 一般機械器具製造業ダミー        | 0.000<br>(0.01)   | 0.000<br>(0.02)   | 0.000<br>(0.01)   | 0.000<br>(0.07)   | 0.000<br>(0.08)   | 0.000<br>(0.07)   | 0.000<br>(0.02)   | 0.000<br>(0.03)   | 0.000<br>(0.02)   | 0.000<br>(0.08)   | 0.000<br>(0.09)   | 0.000<br>(0.08)   |
| 電気機械器具製造業ダミー        | 0.000<br>(0.74)   | 0.000<br>(0.74)   | 0.000<br>(0.71)   | 0.000<br>(0.86)   | 0.000<br>(0.85)   | 0.000<br>(0.82)   | 0.000<br>(0.68)   | 0.000<br>(0.69)   | 0.000<br>(0.66)   | 0.000<br>(0.80)   | 0.000<br>(0.80)   | 0.000<br>(0.77)   |
| 卸売業ダミー              | 0.001<br>(2.29)** | 0.001<br>(2.30)** | 0.001<br>(2.57)** | 0.001<br>(2.42)** | 0.001<br>(2.43)** | 0.001<br>(2.70)** | 0.001<br>(2.56)** | 0.001<br>(2.57)** | 0.001<br>(2.85)** | 0.001<br>(2.69)** | 0.001<br>(2.70)** | 0.001<br>(2.98)** |
| 小売業ダミー              | 0.000<br>(1.10)   | 0.000<br>(1.10)   | 0.000<br>(1.08)   | 0.000<br>(1.13)   | 0.000<br>(1.13)   | 0.000<br>(1.11)   | 0.000<br>(1.13)   | 0.000<br>(1.13)   | 0.000<br>(1.11)   | 0.000<br>(1.16)   | 0.000<br>(1.15)   | 0.000<br>(1.14)   |
| その他サービス業ダミー         | 0.000<br>(1.58)   | 0.000<br>(1.58)   | 0.000<br>(1.52)   | 0.000<br>(1.66)*  | 0.000<br>(1.66)*  | 0.000<br>(1.60)   | 0.000<br>(1.57)   | 0.000<br>(1.57)   | 0.000<br>(1.51)   | 0.000<br>(1.64)   | 0.000<br>(1.65)*  | 0.000<br>(1.58)   |
| 定数項                 | -0.023<br>(0.36)  | -0.021<br>(0.33)  | -0.023<br>(0.35)  | -0.023<br>(0.36)  | -0.021<br>(0.32)  | -0.022<br>(0.35)  | -0.038<br>(0.59)  | -0.036<br>(0.56)  | -0.038<br>(0.59)  | -0.038<br>(0.59)  | -0.036<br>(0.56)  | -0.038<br>(0.59)  |
| サンプルサイズ             | 17324             | 17324             | 17463             | 17324             | 17324             | 17463             | 17324             | 17324             | 17463             | 17324             | 17324             | 17463             |
| 企業数                 | 2906              | 2906              | 2926              | 2906              | 2906              | 2926              | 2906              | 2906              | 2926              | 2906              | 2906              | 2926              |
| ハウスマン検定 (FE vs. RE) | 10.77             | 9.79              | 12.31             | 10.10             | 9.28              | 11.65             | 8.32              | 6.83              | 8.58              | 7.41              | 6.07              | 7.75              |
| p-value             | 0.5487            | 0.5491            | 0.3411            | 0.7552            | 0.7514            | 0.5564            | 0.7600            | 0.8130            | 0.6603            | 0.9178            | 0.9435            | 0.8597            |
| 採択されたモデル            | RE                |

注1) 上段の数値は係数、下段カッコ内の数値はt値の絶対値。  
 注2) \*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%の水準で係数が有意であることを示す。

表8 売却金額/企業価値の推計結果(売却金額が欠損値の場合は平均売却額とするケース)

|                    | (1)                | (2)                | (3)                | (4)                | (5)                | (6)                | (7)                | (8)                | (9)                | (10)               | (11)               | (12)               |
|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>PERF</b>        |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| ROA                | -0.003<br>(2.26)** | -0.003<br>(2.27)** | -0.004<br>(1.68)*  | -0.003<br>(2.26)** | -0.003<br>(2.27)** | -0.004<br>(1.66)*  | -0.003<br>(2.22)** | -0.003<br>(2.22)** | -0.003<br>(2.01)** | -0.003<br>(2.21)** | -0.003<br>(2.21)** | -0.003<br>(2.00)** |
| PBR                | 0.000<br>(0.11)    | 0.000<br>(0.11)    | -0.000<br>(0.01)   | 0.000<br>(0.10)    | 0.000<br>(0.10)    | -0.000<br>(0.02)   | 0.000<br>(0.00)    | 0.000<br>(0.00)    | -0.000<br>(0.02)   | -0.000<br>(0.02)   | -0.000<br>(0.01)   | -0.000<br>(0.04)   |
| <b>LEV</b>         |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| 負債比率               | 0.001<br>(2.35)**  | 0.001<br>(2.34)**  | -0.003<br>(2.24)** | 0.001<br>(2.40)**  | 0.001<br>(2.38)**  | -0.003<br>(2.27)** |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| 有利子負債依存度           |                    |                    |                    |                    |                    |                    | 0.001<br>(2.42)**  | 0.001<br>(2.43)**  | 0.001<br>(2.97)**  | 0.001<br>(2.50)**  | 0.001<br>(2.51)**  | 0.001<br>(3.04)**  |
| <b>STABLE</b>      |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| 安定株主持株比率           | -0.001<br>(1.44)   | -0.001<br>(1.44)   | -0.004<br>(1.93)*  | -0.001<br>(1.51)   | -0.001<br>(1.51)   | -0.004<br>(1.95)*  | -0.001<br>(1.45)   | -0.001<br>(1.45)   | -0.001<br>(2.07)** | -0.001<br>(1.52)   | -0.001<br>(1.52)   | -0.002<br>(2.13)** |
| 役員持株比率             | -0.000<br>(0.33)   | -0.000<br>(0.34)   | -0.007<br>(3.08)** | -0.000<br>(0.38)   | -0.000<br>(0.39)   | -0.007<br>(3.08)** | -0.000<br>(0.42)   | -0.000<br>(0.42)   | -0.001<br>(0.95)   | -0.000<br>(0.46)   | -0.000<br>(0.47)   | -0.001<br>(0.99)   |
| <b>GOV</b>         |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| 上位十大株主持株比率         | 0.001<br>(1.34)    | 0.001<br>(1.34)    | 0.003<br>(1.33)    | 0.001<br>(1.41)    | 0.001<br>(1.41)    | 0.003<br>(1.34)    | 0.001<br>(1.48)    | 0.001<br>(1.48)    | 0.001<br>(2.11)**  | 0.001<br>(1.55)    | 0.001<br>(1.55)    | 0.002<br>(2.17)**  |
| 外国人持株比率            | 0.000<br>(0.33)    | 0.000<br>(0.31)    | -0.005<br>(2.20)** | 0.000<br>(0.36)    | 0.000<br>(0.33)    | -0.005<br>(2.18)** | 0.000<br>(0.09)    | 0.000<br>(0.08)    | -0.000<br>(0.41)   | 0.000<br>(0.12)    | 0.000<br>(0.10)    | -0.000<br>(0.39)   |
| <b>DIVERSE</b>     |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| ハーフィンダール多角化度指数     | 0.001<br>(2.75)**  | 0.001<br>(2.75)**  | 0.001<br>(0.59)    |                    |                    |                    | 0.001<br>(2.66)**  | 0.001<br>(2.66)**  | 0.001<br>(2.45)**  |                    |                    |                    |
| (比較対象=専業企業)        |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| 主力事業企業             |                    |                    |                    | 0.001<br>(2.71)**  | 0.001<br>(2.70)**  | 0.000<br>(1.01)    |                    |                    |                    | 0.001<br>(2.69)**  | 0.001<br>(2.68)**  | 0.000<br>(2.47)**  |
| 関連多角化企業            |                    |                    |                    | 0.000<br>(0.54)    | 0.000<br>(0.54)    | 0.001<br>(0.74)    |                    |                    |                    | 0.000<br>(0.48)    | 0.000<br>(0.48)    | 0.000<br>(0.32)    |
| 非関連多角化企業           |                    |                    |                    | 0.001<br>(2.53)**  | 0.001<br>(2.52)**  | 0.001<br>(1.66)*   |                    |                    |                    | 0.001<br>(2.44)**  | 0.001<br>(2.43)**  | 0.001<br>(2.31)**  |
| <b>SIZE</b>        |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| 対数連結従業員数           | 0.000<br>(2.96)**  | 0.000<br>(2.98)**  | 0.001<br>(2.63)**  | 0.000<br>(3.06)**  | 0.000<br>(3.08)**  | 0.001<br>(2.61)**  | 0.000<br>(3.31)**  | 0.000<br>(3.33)**  | 0.000<br>(3.38)**  | 0.000<br>(3.42)**  | 0.000<br>(3.44)**  | 0.000<br>(3.48)**  |
| <b>GROUP</b>       |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| 連結子会社数差分           | -0.000<br>(2.61)** | -0.000<br>(2.73)** |                    | -0.000<br>(2.59)** | -0.000<br>(2.71)** |                    | -0.000<br>(2.64)** | -0.000<br>(2.73)** |                    | -0.000<br>(2.62)** | -0.000<br>(2.72)** |                    |
| 連単倍率差分             | -0.000<br>(0.48)   |                    | -0.000<br>(1.14)   | -0.000<br>(0.53)   |                    | -0.000<br>(1.14)   | -0.000<br>(0.37)   |                    | -0.000<br>(0.94)   | -0.000<br>(0.41)   |                    | -0.000<br>(0.98)   |
| <b>コントロール変数</b>    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| 決算年                | 0.000<br>(0.92)    | 0.000<br>(0.91)    | -0.000<br>(0.26)   | 0.000<br>(0.92)    | 0.000<br>(0.91)    | -0.000<br>(0.33)   | 0.000<br>(1.18)    | 0.000<br>(1.18)    | 0.000<br>(1.34)    | 0.000<br>(1.20)    | 0.000<br>(1.19)    | 0.000<br>(1.36)    |
| 一般機械器具製造業ダミー       | 0.000<br>(0.05)    | 0.000<br>(0.05)    | 0.000<br>(0.13)    | 0.000<br>(0.14)    | 0.000<br>(0.14)    | 0.000<br>(0.06)    | 0.000<br>(0.06)    | 0.000<br>(0.03)    | 0.000<br>(0.15)    | 0.000<br>(0.15)    | 0.000<br>(0.15)    | 0.000<br>(0.12)    |
| 電気機械器具製造業ダミー       | 0.000<br>(1.56)    | 0.000<br>(1.56)    | 0.000<br>(1.63)    | 0.000<br>(1.63)    | 0.000<br>(1.63)    | 0.000<br>(1.49)    | 0.000<br>(1.49)    | 0.000<br>(1.38)    | 0.000<br>(1.57)    | 0.000<br>(1.57)    | 0.000<br>(1.57)    | 0.000<br>(1.45)    |
| 卸売業ダミー             | 0.001<br>(2.92)**  | 0.001<br>(2.92)**  | 0.001<br>(3.05)**  | 0.001<br>(3.06)**  | 0.001<br>(3.06)**  | 0.001<br>(3.24)**  | 0.001<br>(3.24)**  | 0.001<br>(3.86)**  | 0.001<br>(3.38)**  | 0.001<br>(3.38)**  | 0.001<br>(3.38)**  | 0.001<br>(3.99)**  |
| 小売業ダミー             | 0.001<br>(1.73)*   | 0.001<br>(1.73)*   | 0.001<br>(1.72)*   | 0.001<br>(1.72)*   | 0.001<br>(1.72)*   | 0.001<br>(1.77)*   | 0.001<br>(1.77)*   | 0.001<br>(1.64)    | 0.001<br>(1.76)*   | 0.001<br>(1.76)*   | 0.001<br>(1.75)*   | 0.001<br>(1.63)    |
| その他サービス業ダミー        | 0.001<br>(2.77)**  | 0.001<br>(2.77)**  | 0.001<br>(2.89)**  | 0.001<br>(2.89)**  | 0.001<br>(2.89)**  | 0.001<br>(2.75)**  | 0.001<br>(2.75)**  | 0.001<br>(2.50)**  | 0.001<br>(2.87)**  | 0.001<br>(2.87)**  | 0.001<br>(2.88)**  | 0.001<br>(2.61)**  |
| 定数項                | -0.066<br>(0.94)   | -0.065<br>(0.93)   | 0.019<br>(0.22)    | -0.066<br>(0.95)   | -0.066<br>(0.94)   | 0.025<br>(0.28)    | -0.085<br>(1.20)   | -0.085<br>(1.20)   | -0.098<br>(1.36)   | -0.086<br>(1.22)   | -0.086<br>(1.22)   | -0.100<br>(1.38)   |
| サンプルサイズ            | 17324              | 17324              | 17463              | 17324              | 17324              | 17463              | 17324              | 17324              | 17463              | 17324              | 17324              | 17463              |
| 企業数                | 2906               | 2906               | 2926               | 2906               | 2906               | 2926               | 2906               | 2906               | 2926               | 2906               | 2906               | 2926               |
| ハウスマン検定(FE vs. RE) | 17.85              | 16.93              | 26.40              | 19.12              | 18.35              | 28.07              | 10.54              | 9.16               | 14.97              | 11.43              | 10.20              | 16.35              |
| p-value            | 0.1205             | 0.1100             | 0.0056             | 0.1605             | 0.1445             | 0.0088             | 0.5687             | 0.6071             | 0.1837             | 0.6518             | 0.6776             | 0.2306             |
| 採択されたモデル           | RE                 | RE                 | FE                 | RE                 | RE                 | FE                 | RE                 | RE                 | RE                 | RE                 | RE                 | RE                 |

注1) 上段の数値は係数、下段カッコ内の数値はt値の絶対値。  
 注2) \*\*, \*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%の水準で係数が有意であることを示す。

表9 売却金額/企業価値の推計結果(売却金額が欠損値の場合は企業価値の0.1%とするケース)

|                     | (1)               | (2)               | (3)               | (4)               | (5)               | (6)               | (7)               | (8)               | (9)               | (10)              | (11)              | (12)              |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>PERF</b>         |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| ROA                 | -0.002<br>(1.15)  | -0.002<br>(1.18)  | -0.002<br>(1.14)  | -0.002<br>(1.14)  | -0.002<br>(1.17)  | -0.001<br>(1.13)  | -0.002<br>(1.13)  | -0.002<br>(1.14)  | -0.001<br>(1.09)  | -0.002<br>(1.11)  | -0.002<br>(1.12)  | -0.001<br>(1.08)  |
| PBR                 | 0.000<br>(0.16)   | 0.000<br>(0.15)   | 0.000<br>(0.14)   | 0.000<br>(0.12)   | 0.000<br>(0.12)   | 0.000<br>(0.09)   | 0.000<br>(0.06)   | 0.000<br>(0.06)   | 0.000<br>(0.05)   | 0.000<br>(0.02)   | 0.000<br>(0.03)   | 0.000<br>(0.00)   |
| <b>LEV</b>          |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 負債比率                | 0.001<br>(2.02)** | 0.001<br>(1.97)** | 0.001<br>(2.10)** | 0.001<br>(2.04)** | 0.001<br>(1.99)** | 0.001<br>(2.12)** |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 有利子負債依存度            |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 0.001<br>(2.05)** | 0.001<br>(2.07)** | 0.001<br>(2.21)** | 0.001<br>(2.09)** | 0.001<br>(2.12)** | 0.001<br>(2.25)** |
| <b>STABLE</b>       |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 安定株主持株比率            | -0.000<br>(0.23)  | -0.000<br>(0.23)  | -0.000<br>(0.54)  | -0.000<br>(0.34)  | -0.000<br>(0.35)  | -0.000<br>(0.65)  | -0.000<br>(0.24)  | -0.000<br>(0.24)  | -0.000<br>(0.56)  | -0.000<br>(0.36)  | -0.000<br>(0.36)  | -0.000<br>(0.67)  |
| 役員持株比率              | -0.000<br>(0.14)  | -0.000<br>(0.17)  | -0.000<br>(0.38)  | -0.000<br>(0.17)  | -0.000<br>(0.20)  | -0.000<br>(0.40)  | -0.000<br>(0.21)  | -0.000<br>(0.24)  | -0.000<br>(0.46)  | -0.000<br>(0.24)  | -0.000<br>(0.27)  | -0.000<br>(0.48)  |
| <b>GOV</b>          |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 上位十大株主持株比率          | 0.000<br>(0.77)   | 0.000<br>(0.77)   | 0.001<br>(1.06)   | 0.001<br>(0.87)   | 0.001<br>(0.88)   | 0.001<br>(1.16)   | 0.001<br>(0.88)   | 0.001<br>(0.89)   | 0.001<br>(1.19)   | 0.001<br>(0.99)   | 0.001<br>(1.00)   | 0.001<br>(1.29)   |
| 外国法人持株比率            | -0.001<br>(0.77)  | -0.001<br>(0.84)  | -0.001<br>(0.97)  | -0.001<br>(0.78)  | -0.001<br>(0.85)  | -0.001<br>(0.98)  | -0.001<br>(0.99)  | -0.001<br>(1.05)  | -0.001<br>(1.19)  | -0.001<br>(1.00)  | -0.001<br>(1.06)  | -0.001<br>(1.20)  |
| <b>DIVERSE</b>      |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| ハーフィンダール多角化度指数      | 0.000<br>(1.02)   | 0.000<br>(1.03)   | 0.000<br>(0.97)   |                   |                   |                   | 0.000<br>(0.95)   | 0.000<br>(0.95)   | 0.000<br>(0.89)   |                   |                   |                   |
| (比較対象=専業企業)         |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 主力事業企業              |                   |                   |                   | 0.000<br>(2.21)** | 0.000<br>(2.19)** | 0.000<br>(2.17)** |                   |                   |                   | 0.000<br>(2.20)** | 0.000<br>(2.17)** | 0.000<br>(2.15)** |
| 関連多角化企業             |                   |                   |                   | 0.000<br>(0.24)   | 0.000<br>(0.24)   | 0.000<br>(0.20)   |                   |                   |                   | 0.000<br>(0.19)   | 0.000<br>(0.19)   | 0.000<br>(0.14)   |
| 非関連多角化企業            |                   |                   |                   | 0.000<br>(0.89)   | 0.000<br>(0.89)   | 0.000<br>(0.85)   |                   |                   |                   | 0.000<br>(0.82)   | 0.000<br>(0.81)   | 0.000<br>(0.77)   |
| <b>SIZE</b>         |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 対数連結従業員数            | 0.000<br>(1.59)   | 0.000<br>(1.66)*  | 0.000<br>(1.73)*  | 0.000<br>(1.61)   | 0.000<br>(1.68)*  | 0.000<br>(1.75)*  | 0.000<br>(1.88)*  | 0.000<br>(1.94)*  | 0.000<br>(2.03)** | 0.000<br>(1.90)*  | 0.000<br>(1.96)*  | 0.000<br>(2.05)** |
| <b>GROUP</b>        |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 連結子会社数差分            | -0.000<br>(0.80)  | -0.000<br>(1.08)  |                   | -0.000<br>(0.79)  | -0.000<br>(1.08)  |                   | -0.000<br>(0.82)  | -0.000<br>(1.08)  |                   | -0.000<br>(0.81)  | -0.000<br>(1.08)  |                   |
| 連単倍率差分              | -0.001<br>(1.66)* |                   | -0.001<br>(1.81)* | -0.001<br>(1.69)* |                   | -0.001<br>(1.84)* | -0.000<br>(1.56)  |                   | -0.001<br>(1.70)* | -0.001<br>(1.59)  |                   | -0.001<br>(1.74)* |
| <b>コントロール変数</b>     |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 決算年                 | 0.000<br>(0.36)   | 0.000<br>(0.33)   | 0.000<br>(0.35)   | 0.000<br>(0.35)   | 0.000<br>(0.32)   | 0.000<br>(0.34)   | 0.000<br>(0.59)   | 0.000<br>(0.56)   | 0.000<br>(0.60)   | 0.000<br>(0.58)   | 0.000<br>(0.56)   | 0.000<br>(0.59)   |
| 一般機械器具製造業ダミー        | 0.000<br>(0.01)   | 0.000<br>(0.02)   | 0.000<br>(0.01)   | 0.000<br>(0.07)   | 0.000<br>(0.08)   | 0.000<br>(0.07)   | 0.000<br>(0.02)   | 0.000<br>(0.03)   | 0.000<br>(0.02)   | 0.000<br>(0.08)   | 0.000<br>(0.09)   | 0.000<br>(0.09)   |
| 電気機械器具製造業ダミー        | 0.000<br>(0.76)   | 0.000<br>(0.76)   | 0.000<br>(0.73)   | 0.000<br>(0.88)   | 0.000<br>(0.87)   | 0.000<br>(0.84)   | 0.000<br>(0.70)   | 0.000<br>(0.71)   | 0.000<br>(0.67)   | 0.000<br>(0.82)   | 0.000<br>(0.82)   | 0.000<br>(0.79)   |
| 卸売業ダミー              | 0.001<br>(2.31)** | 0.001<br>(2.32)** | 0.001<br>(2.60)** | 0.001<br>(2.44)** | 0.001<br>(2.45)** | 0.001<br>(2.72)** | 0.001<br>(2.58)** | 0.001<br>(2.59)** | 0.001<br>(2.88)** | 0.001<br>(2.71)** | 0.001<br>(2.72)** | 0.001<br>(3.01)** |
| 小売業ダミー              | 0.000<br>(1.11)   | 0.000<br>(1.12)   | 0.000<br>(1.10)   | 0.000<br>(1.14)   | 0.000<br>(1.14)   | 0.000<br>(1.12)   | 0.000<br>(1.15)   | 0.000<br>(1.15)   | 0.000<br>(1.13)   | 0.000<br>(1.17)   | 0.000<br>(1.17)   | 0.000<br>(1.15)   |
| その他サービス業ダミー         | 0.000<br>(1.61)   | 0.000<br>(1.61)   | 0.000<br>(1.55)   | 0.000<br>(1.69)*  | 0.000<br>(1.69)*  | 0.000<br>(1.62)   | 0.000<br>(1.60)   | 0.000<br>(1.60)   | 0.000<br>(1.53)   | 0.000<br>(1.67)*  | 0.000<br>(1.68)*  | 0.000<br>(1.61)   |
| 定数項                 | -0.024<br>(0.38)  | -0.022<br>(0.34)  | -0.024<br>(0.37)  | -0.024<br>(0.37)  | -0.022<br>(0.34)  | -0.023<br>(0.36)  | -0.039<br>(0.60)  | -0.037<br>(0.58)  | -0.040<br>(0.61)  | -0.039<br>(0.60)  | -0.037<br>(0.57)  | -0.040<br>(0.61)  |
| サンプルサイズ             | 17324             | 17324             | 17463             | 17324             | 17324             | 17463             | 17324             | 17324             | 17463             | 17324             | 17324             | 17463             |
| 企業数                 | 2906              | 2906              | 2926              | 2906              | 2906              | 2926              | 2906              | 2906              | 2926              | 2906              | 2906              | 2926              |
| ハウスマン検定 (FE vs. RE) | 10.89             | 9.91              | 12.52             | 10.25             | 9.43              | 11.92             | 8.34              | 6.85              | 8.66              | 7.46              | 6.13              | 7.86              |
| p-value             | 0.5387            | 0.5383            | 0.3256            | 0.7440            | 0.7394            | 0.5346            | 0.7584            | 0.8111            | 0.6536            | 0.9153            | 0.9415            | 0.8524            |
| 採択されたモデル            | RE                |

注1) 上段の数値は係数、下段カッコ内の数値はt値の絶対値。  
 注2) \*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%の水準で係数が有意であることを示す。