

書評

川本真哉著

『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, 2022年1月)

内田交謹

1. はじめに

日本においてマネジメント・バイアウト（以下、MBO）が大きな注目を集める契機になったのは、2006年のすかいらーくによるMBOの発表であろう。1990年代半ばまでの日本では、そもそも合併・買収（以下、M&A）自体が非常に少なかった。しかしながらバブル経済崩壊により銀行部門の再編の必要性が高まる中、1997年の独占禁止法改正及びその後の銀行法等の改正によって金融持株会社を軸にした銀行間の合併・統合が進んだ。非金融企業部門においても業界再編や不良資産処理のためのM&Aの必要性が高まる中、1999年の商法改正で株式交換、株式移転制度が導入されて以降、M&Aが大幅に増大するようになった。レコフ社のM&Aデータには、1996～2000年の5年間で5,012件のM&Aアナウンスメントが収録されているのに対し、2001～2005年には10,069件、2006～2010年には41,438件のM&Aアナウンスメントが収録されている。

このように2000年代には、M&Aが時間を節約しつつ経営戦略を実現するツールとして定着したものの、その多くは企業の支配権あるいは

特定の事業を他社に売却する形態を取っており、MBOについては、企業組織再編の選択肢の一つとして十分には認識されていなかったと思われる。そのような中、2006年6月に外食大手のすかいらーくがMBOを実施すると発表したのは大きなインパクトを与えた。経営陣がファンドの協力を得て自社の支配権を獲得するという点はもちろんのこと、非上場化という意思決定も衝撃を持って受け止められた。少なくとも1990年頃までの日本企業は、証券取引所に上場することをステータスと捉える傾向にあり、上場にはコストやデメリットが存在するという考え方はほとんど定着していなかったと考えられる。本書表序-6にまとめられているように、2006年10～12月にはキューサイ、東芝セラミックス、レックス・ホールディングス、エイブル&パートナーズが大型のMBOを発表したことから、MBOは企業組織再編のためのM&A取引の一つであるという認識が急速に広がったと考えられる。

こうして日本でも認知されるようになったMBOであるが、実はその取引形態や目的は多様であり、必ずしも上述のMBOがその全体像を映し出すものではない。また言うまでもなく、日本では比較的最近になって行われるよう

になったMBOが当初の目的を達成したのかは、一定の時間が経過して初めて検証可能となる。上述のレックス・ホールディングスやサンスター（2007年）の案件では経営者がMBO公表前に業績下方修正を発表し、株価が下落したことから、意図的な株価引き下げの疑義が持たれることとなり、TOB価格の適正性について法廷で争われる事態となった。これらの事例から明らかなように、MBOでは構造的に少数株主の富が収奪されるリスクがあり、この点について客観的な分析を行うことも、健全なMBO市場の発展のためにきわめて重要である。

本書は、MBOがより一般的に行われてきたアメリカ、イギリスの文献を精査したうえで、日本のMBOの類型を提示するとともに、その実施要因、株価や営業パフォーマンスへの効果、利益調整の実態などを経済学的に検証したものである。MBOに限ったことではないが、さまざまな企業行動、経済取引について多くの識者がメディア等でそれぞれの見解を提示するのを見かける。言うまでもなくそのような議論も重要であるが、可能な限り多くのサンプルを入手し、バイアスを最小化する手法を用いて特定の企業行動の固有の決定要因や効果を計測するアカデミックな研究は、その企業行動に対する客観的な評価を行う上で必要不可欠である。本書は、まさにこのような学術研究の使命をMBOに対して果たそうとするものである。

2. 本書の構成と概要

本書は序章の後に、第I部 非公開型MBOの実証分析（第1章～6章）、第II部 ダイベストメント型・事業承継型MBOの実証分析（第7章～9章）と展開し、終章で完結する。各章

のテーマは次のとおりである。

- 序章 日本のMBO：概観と分析視覚
- 第1章 株式非公開化の動機：MBOと完全子会社化の比較分析
- 第2章 非公開型MBOの異質性：動機、買収プレミアム、エグジット
- 第3章 バイアウト・ファンドによるMBO
- 第4章 MBOとパフォーマンス改善
- 第5章 MBOと会計操作：買収ストラクチャーと裁量の発生高
- 第6章 公正性担保措置と少数株主利益
- 第7章 企業リストラクチャリングのツールとしてのMBO
- 第8章 MBOによる子会社売却と株式市場の評価
- 第9章 オーナーによる株式売却
- 終章 MBOと日本企業の今後

以下、各章の概要を説明する。序章では、MBOを「既存経営陣など内部者が新会社に相応の割合の出資を行い、それが事業部門や子会社、あるいはそれらを含むグループそのものを買収する行為」と定義づけている。そのうえで、日本で実施されてきたMBOを次の5種類に分類している：①ダイベストメント型、②事業承継型、③非公開化型、④事業再生型、⑤第2次バイアウト。その上で、金額ベースではすかいらーくに代表される③非公開型が突出して大きなシェアを占めるのに対し、件数ベースで見ると①ダイベストメント型が70%を超えるシェアを有することを指摘している。この発見事実から、非公開型にフォーカスする第I部（1～6章）とダイベストメント型にフォーカ

スする第Ⅱ部（7～9章）が提示されることになる。序章ではまた、コーポレート・ガバナンスの変化や上場維持コストの増加、金融技術の進化など、日本でMBOが増加した制度的要因を説明している。

第1章「株式非公開化の動機：MBOと完全子会社化の比較分析」では、非公開型MBOの動機と買収プレミアムの決定要因について実証分析を行っている。その際、MBOを実施した企業だけでなく、完全子会社化を実施した企業もサンプルとして収集し、比較を行うことで、MBO固有の要因を抽出しようと試みている。多項ロジット分析の結果、PBRが低い企業ほどMBOを実施する確率が高く、アンダーバリュエーションが非公開型MBOの動機となっていると主張している。また生産性が低く、雇用削減の余地が大きい企業ほど非公開型MBOを実施する傾向にあることも示されている。買収プレミアムについては、平均で50%を超えるプレミアムが提供されていることから、実務上懸念されることの多い少数株主の富の収奪が発生している可能性は低いと指摘している。その上で株式収益率や時価総額が買収プレミアムと有意に負の関係にあることから、アンダーバリュエーションに陥っており、流動性の低い企業ほど高いプレミアムを支払っていると指摘している。

第2章「非公開型MBOの異質性：動機、買収プレミアム、エグジット」では、非公開型MBOをさらに類型化し、それぞれの動機と買収プレミアム等について検証している。クラスター分析の結果、海外の発見と同様に、日本の非公開型MBOの一つの類型は役員持株比率が高く、支配株主（ファミリー）が主体になったMBOであることが明らかになった。またもう一つの

類型として、外国人持株比率の高い企業による非公開型MBOの存在が指摘されている。後者のMBOは、外国人株主の影響力の遮断を目的としている可能性がある。買収プレミアムの分析では、ファミリーによる非公開型MBOの買収プレミアムが平均的に高くなっている一方、外国人持株比率が高くなるほど買収プレミアムが高くなるという結果が提示されており、外国人投資家の交渉力の強さが示されている。また、再上場までの期間を分析した結果、役員持株比率が負の影響を与えており、ファミリー主導の非公開型MBOでは、株式の集約化が主な動機となっており、非公開後もその地位を継続する傾向にあると指摘している。

第3章「バイアウト・ファンドによるMBO」では、MBO案件を対象として、ファンドの投資先選択の決定要因を分析している。ファンド関与企業は外国人持株比率が高く、株式の取得が容易な企業あるいはガバナンス強度が高い企業を狙っていると主張している。またファンド関与企業は負債比率、手元流動性比率が低く、負債の節税効果や経営規律効果が十分に機能していない一方でキャッシュフローに問題を抱える企業をターゲットにしていると指摘している。

第4章「MBOとパフォーマンス改善」では、非公開型MBOのパフォーマンス効果を検証している。非公開型MBOを実施した企業は非上場となり、データの入手可能性が大幅に低下するが、筆者は信用調査会社から非公開会社の財務データを入手し、傾向スコアマッチングを用いることで、非公開型MBO55件のパフォーマンス効果を検証している。分析の結果、平均的にはROAの改善効果は検出されなかったものの、総資産回転率の有意な上昇が観察され

た。特に、負債比率が上昇した企業およびファミリーによる MBO において、総資産の圧縮による効率性改善が顕著に観察されたと指摘している。

第5章「MBOと会計操作：買収ストラクチャーと裁量の発生高」では、MBO実施前の利益調整行動を分析している。レックス・ホールディングスやサンスターの事例から明らかなように、MBOにおいては経営者自身が自社株を購入するため、少数株主の利益に反して低い利益を報告し、株価を低下させるインセンティブを持つ。傾向スコアマッチングを用いてMBOを実施しなかった企業と裁量会計発生高を比較した結果、レックス・ホールディングスの高裁決定前には、MBO実施企業が相対的に利益を圧縮する傾向が観察された。一方で高裁決定後にはそのような傾向が観察されなくなり、業績下方修正自体も減少していることを指摘している。

第6章「公正性担保価値と少数株主利益」では、「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」（2007年）によって普及が促進した特別委員会の設置や構成が買収プレミアムに与える影響を分析している。特別委員会の設置は2012年以降すべての案件で設置され、今や「標準装備」と言える状況になっているが（170ページ）、それが公正性担保措置として実効性を伴うものになるには、その構成も重要であると考えられる（「公正な M&A の在り方に関する指針：企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」（2019））。公開買付届出書から構築した独自のデータを分析した結果、社外取締役の選任は増加傾向にあるもののサンプル期間全体では8.4%の案件でしか選任されておらず、買収者や対象会社との交渉権を特別委員会に付与する

ケースはほとんどない。一方でマジョリティーオブマイノリティ（MOM）は半数を超える企業で採用されていることが明らかにされている。これらの構成要素の採用要因としては、株価収益率が高い企業では社外取締役が選任される傾向にあるのに対し、株価収益率が低く、アンダーバリュエーションの可能性のある企業で特別委員会へ交渉権が付与される傾向にあると指摘している。また、社外取締役を選任しているケースではプレミアムが低い傾向にあることが指摘されている。

第7章以降は第Ⅱ部として、ダイベストメント型 MBO（以下、DMBO）とオーナーによるエグジットについて、さまざまな角度から検証を行っている。第7章「企業リストラクチャリングのツールとしての MBO」では、ダイベストメント型 MBO の決定要因を分析している。DMBO 実施件数について負の二項回帰モデル、実施規模についてトービットモデルによる推計を行った結果、安定株主比率が高い企業ほど DMBO の実施に消極的であり、経営者あるいは安定株主が株主価値よりも私的便益を優先する傾向にあるのに対し（エンtrenchメント）、外国人法人持株比率が高い企業では大型の DMBO が実施される傾向にあることが明らかにされている。また ROA が低く、負債比率が高く、非関連多角化が進んでいることからリストラクチャリングの必要性が高い一方で、PBR が高い企業ほど DMBO を実施する傾向にあると指摘している。

第8章「MBOによる子会社売却と株式市場の評価」では、DMBOの発表に対する株価反応を分析している。イベント・スタディの結果、平均的にはDMBOの実施によって株価が変化する傾向は観察されなかった。ただし、子

会社情報が入手可能なサンプルに限定した場合、親子間の業績格差が拡大するほど、あるいは子会社のパフォーマンスが低い場合ほど相対的に好ましい株価反応が得られることが示されている。また全サンプルを対象とした場合、負債比率が高い企業によるDMBOは株価反応が相対的に低くなるという結果が示されている。

第9章「オーナーによる株式売却」では、MBOを含む上場企業のオーナーの株式売却に対する株価反応を分析している。イベント・スタディの結果、オーナーに株式を売却されたターゲット企業の株価が大きく上昇する一方、買い手（レイダー）の株価は平均的には有意な反応を示さなかった。レイダーとターゲットの株価反応の加重平均値は有意に正であり、ディール全体としては正の価値を創造したと解釈できるが、プレミアムが高くなるほどレイダーの株価反応が悪化しており、いわゆる「高値づかみ」現象が観察されると指摘している。なおレイダーの中でも、40%以上の株式を取得し、相対規模が小さなケースでは、相対的に高い株価反応が得られている。またターゲットについては、プレミアムが大きい取引や非公開取引のケースで大きな株価反応が観察されている。

終章「MBOと日本企業の今後」では、本書の分析結果のインプリケーションをまとめつつ、今後のMBOの展開について展望している。新型コロナショックによるアンダーバリュエーションの発生や経営環境の激変、上場維持コストの増加をもたらす諸改革が非公開型MBOの動機となりえることから、今後日本のMBOが新たなステージを迎える可能性があると結んでいる。また、2019年のユニゾホールディングスの事例に代表されるように、アクティビスト

がMBOに介入するケースが増えている。アクティビストの介入効果を検証することが、少数株主の富やMBO市場の発展のために不可欠と指摘している。

3. コメント

冒頭で述べたように、日本では2000年代から注目を集めるようになったMBOについては、その全体像が十分には認識されておらず、また取引の効果と付随する問題点についても学術的に解明されているとは言い難い。本書は、これらの課題に真正面から取り組んだ貴重な著作であり、MBOに関心を持つ研究者はもちろんのこと、実務家・政策立案者等にとって必読の書と高く評価できる。

第一に、MBOの主な類型として非公開型とダイベストメント型を提示し、金額ベースでは前者が圧倒的であるのに対し、件数ベースでは後者が70%以上を占めることを明らかにしている点が、MBO市場全体を鳥瞰する上で有益な情報と評価できる。MBOの場合、経営者が支配権を得るという点に注目が集まりがちで、すかいらーく等の事例から非公開化のイメージが強いが、本書で強調されているようにリストラクチャリング・ツールとしてのM&Aの一形態と認識することが重要である。その意味で、MBOによるリストラクチャリングの決定要因と株価反応を検証した第7、8章の分析は、MBOについて最初に検証されるべきテーマについて学術的な分析を提示していると評価できる。ROAが低く、負債比率が高く、非関連多角化が進んでいる企業がDMBOを実施しているという分析結果は、MBOがまさにリストラクチャリング・ツールであることの証拠と言え

よう（第7章）。また「子会社数を減少させている親会社が同時にMBOを通じた事業売却に取り組んで」いることから、「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」（213ページ）という指摘もMBOの機能として興味深い。

MBOのような新しい取引が増加した場合、一般に研究者や実務家が最初に関心を持つのは、その決定要因とパフォーマンス効果である。一方で、これらをバイアスのない形で検証することは必ずしも容易でなく、まさに研究者が時間をかけて丁寧に分析すべき課題である。本書は、非公開型MBOの決定要因を分析する際に完全子会社化案件をコントロール企業とし（第1章）、パフォーマンス効果や利益調整を分析する際に傾向スコアマッチングを行う（第4、5章）などの対処を行っており、バイアスを可能な限り減らす努力が行われている。また第4章では、MBO企業の非公開後のパフォーマンスを分析するために帝国データバンクからデータを収集している点も高く評価できる。

MBOには、経営者と少数株主間の利害対立という構造的な問題が存在している。このテーマに関して本書では、利益調整（第5章）、特別委員会（第6章）を分析しており、特にレックス・ホールディングス高裁決定後には利益圧縮が見られないことを明らかにしたことは、判例が公正な経済取引に寄与することを頑健に示したという意味で重要なインプリケーションを有している。一方で、特別委員会において事前の株価反応が高い企業ほど社外取締役を選任する傾向にあり、「高いプレミアムを提供できないことに対するエクスキューズとして社外取締役を選任している」（186ページ）可能性を指摘している点は、公平性担保措置のあり得る実態

を指摘しており、関係者が注意を払うべき内容と評価できる。

これまで述べてきたように、本書は、日本のMBOの全体像を客観的に把握し、その取引としての特性・効果について分析することで、MBOに関心を持つ者の疑問に学術的な回答を与えている。一方で、あらゆる研究・著作がそうであるように、本書にもさらなる分析や改善を期待したい点がいくつかある。以下では、評者が今後期待する点をまとめてみたい。

まず、MBOをリストラクチャリングの手段としてみなすのであれば、リストラクチャリングが必要な企業全般において、どのような企業がMBOを選択すべきなのか、あるいは選択しているのかを検証することが重要なテーマの一つになると考えられる。リストラクチャリングを実施する際に、その対象となる事業部門や資産を第三者に完全に譲渡するのではなく、経営者による支配権を増加させつつ親会社から切り離すことが、どのような動機で行われ、どのような経済効果を持つのかという点については、残念ながら十分に解明されていないように思える。第7章ではDMBOの決定要因が分析されているが、全上場企業がコントロール・サンプルとされており、必ずしもリストラクチャリングが必要な企業、あるいは実施した企業の中でMBO選択が分析されているわけではない。また第8章の分析で、平均的なDMBOアナウンスメントの株価反応は有意に正となっておらず、リストラクチャリングとしての効果に疑問が残るものになっている。リストラクチャリングの対象となった事業部門・資産が親会社の経営者によって効率的に運営されていたのであれば、なぜリストラ対象となるのであろうか。逆に、効率的に運営されていなかったとすれば、

そのような経営者の支配権を強化することで、逆にそれらの事業部門・資産の価値を低下させることにならないのであろうか。これらの点について、さらなる理論的検討と実証研究が待たれるところである。既に得られている分析結果の中では、PBRの高い企業ほどDMBOを実施するという第7章の結果が一般的なリストラクチャリングの経済要因とは反しており、リストラクチャリング手段としてのMBOの特性を解明する糸口になるかもしれない。また、長期の株式リターンおよびパフォーマンスの分析も重要である。

非公開化MBOの動機についても、さらなる分析と検討が可能と考えられる。フリーキャッシュフロー仮説では、非公開化によって経営者の過剰投資を防止できるとされ、フリーキャッシュフローを多く保有する企業ほど買収プレミアムを高くすると予想している。分析結果は、2008年以降に限り、フリーキャッシュフリーが多い企業ほど非公開化MBOを実施する確率が高いというものであった。たしかに、フリーキャッシュフローが多い企業は価値向上の余地が大きいので、支配株主が株主価値を犠牲にしてフリーキャッシュフローによる私的便益を享受していたのであれば、そのことを知る経営者が高いプレミアムを支払ってMBOを実施し、キャピタル・ゲインを獲得しようとするのは合理的である。ただしこれは、一般的なM&Aの考え方を経営者に適用したものであり、なぜ外部の企業・投資家ではなく経営者が支配権の獲得に至ったのかを解明することが望まれる。また、仮にフリーキャッシュフローを通じて私的便益を享受していたのが経営者であれば、経営者が高いプレミアムを支払って企業支配権を獲得し、上場廃止によって株主の監視を免れて、

私的便益の享受を維持するという考え方も可能であろう。第2章で提示されたファミリーが高いプレミアムを支払うという結果も、私的便益の維持という考え方で説明できるかもしれない。これらは、MBOの経済効果に関して相反する考え方であるが、第4章の分析ではROAに関して有意なパフォーマンス効果が検出されていない。同様に、第1章では「生産性の低い企業ほど、MBOを実施する傾向にあることもわかり、買収後において雇用削減が実施される余地が大きい」と指摘しているが、第4章では有意な雇用削減が観察されておらず、経営者が雇用を守るために非公開型MBOを実施したという解釈も可能に思える。今後のさらなる研究による解明が待たれるところである。なお、私的便益に基づく企業組織再編を主張した論文としてBoulifa and Uchida (2022)がある。

マイナーなコメントとして、アンダーバリュエーション（過小評価）の効果を検証するのに、取引発表前の株式収益率やPBRを用いているが、これらの指標は一般的ではあるものの、低い値が必ずしも過小評価を示しているのか不明という問題がある。Rhodes-Kropf et al. (2005)等の手法を用いて、過小評価の存在と発生時期をより正確に特定した研究が望まれる(Huang et al., 2016)。第3章でファンドの投資先の決定要因を分析しているが、ファンドの動機を解明するには、MBO実施企業に限定するのではなく、幅広く上場企業全体の中でどのような企業をターゲットにするのかを分析することも望まれる。ファンド関与企業は外国人持株比率が高いという結果は、国内機関投資家との行動原理の相違（財務リターン目的の投資家と安定株主の違い）を意味しているのか、あるいはファンドとのネットワークの強さを示しているのかと

いう点も興味深いテーマである。

以上、いくつかの改善点を指摘したが、その大半が欲深い研究者による無い物ねだりであることは言うまでもない。繰り返し述べたように、MBOという世間の注目を集めながらその実態が十分に解明されていない経済取引について、本書がその全体像を客観的に提示するとともに、主要な論点に関する学術的な分析を包括的に提示していると高く評価されるべきことについては、疑問の余地はない。評者自身も筆者の研究報告を何度か拝聴したことがあり、その真摯な研究活動の積み重ねが本書の刊行に結実したことを大いに喜んでいる一人である。本書が、MBOに関心を持つ研究者、実務家、政策立案者、学生等に幅広く読まれることを切に期待している。

引用文献

- Boulifa, H., Uchida, K., 2022. Like father, like son: Who creates listed subsidiaries? *Journal of the Japanese and International Economies* 64, 101205.
- Huang, Y., Uchida, K., Zha, D., 2016. Market timing of seasoned equity offerings with long regulative process. *Journal of Corporate Finance* 39, 278-294
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D.T., Viswanathan, S., 2005. Valuation waves and merger activity: the empirical evidence. *Journal of Financial Economics* 77, 561-603.

(九州大学経済学研究院教授)