

【 書 評 】



『南山大学学術叢書／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』

川本 真哉 著

株式会社中央経済社

2025 年 3 月刊

A5 判・256 頁

2025 年、MBO 32 社、TOB 80 社、合計 112 社が上場廃止を前提とした買収を実施・公表した。東証の市場区分再編と PBR1 倍割れ是正の要請、アクティビストの台頭を背景に、MBO は大規模企業にとっても資本政策上の重要な選択肢として定着しつつある。こうした中、企業はなぜ MBO を選択するのか、MBO は企業価値を高めるのか、キャッシュアウトされる少数株主の富はどうなるのか。本書は、これらの問いに最新データの実証分析を通じて体系的に答えるものである。

著者は、前著『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）で日本応用経済学会著作賞、証券経済学会賞、M&A フォーラム賞正賞の三賞を受賞した MBO 研究の第一人者である。本書は前著刊行後の研究成果を集約した「第二弾」であり、アクティビズム、キャッシュアウト法制、リバース MBO など前著では扱われなかった新テーマに取り組んでいる。

本書の前半では、MBO の動機が多角的に検証される。アンダーバリュエーションの解消とフリーキャッシュフローの削減が MBO を促すシステムティックな要因であること、外国人投資家の持分が高い企業ほど非公開化に踏み切る傾向にあることが確認された。一方、経営者の株式保有率は非公開化に対してニュートラルであり、日本の MBO 市場ではファミリー（創業者一族）によるバイアウトが全体の 6 割を超えるという実態が浮かび上がる。注目すべきは、これらの要因が 2010 年代半ば以降により明確に確認できるという発見であり、近年の MBO 急増が構造的な背景を持つことを示している。また、公開買付届出書のテキストデータを計量的に解析するという革新的な手法により、MBO 案件が抜本的リストラクチャリングを志向するのに対し完全子会社化案件はグループ全体の価値向上を目指すという、同じ非公開化でも動機のルートが異なることが明らかにされている。

実務家にとって特に興味深いのは、アクティビストと公正性担保措置に関する分析であろう。アクティビスト介入案件の検証では、MBO 発表後の短期・長期いずれにおいてもポジティブなリターンが確認され、介入が情報生産を通じてアンダーバリュエーションを解消させる役割を担ったと評価される。もっとも、著者自身が認めるように、分析対象は MBO が不成立となった 4 ケースにとどまり、あくまで暫定的な結論である。しかし、その限られた事例においても、介入後に株主還元の拡充やガバナンス強化が実施される一方、投資・研究開発・雇用の縮小は観察されなかったという結果は示唆に富む。著者はこれらの結果から、

過度なアクティビズム規制はかえって株主の富を毀損しかねないと提言し、アクティビストの介入がターゲット企業に「目覚め効果 (wake-up call)」をもたらすと論じている。一方、特別委員会の分析では、社外取締役の人数が多い案件やマジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定された案件においてかえってプレミアムが低下する傾向が確認された。低いプレミアムの代替として公正性担保措置が充実させられている懸念があるとの指摘は、構造的利益相反のもとでの制度の実効性を正面から問うものであり、MBO の公正価値評価に関わる公認会計士にとって看過できない論点である。

さらに本書は、MBO 後に再上場を果たした企業の成果にも光を当てている。財務パフォーマンス (ROA 等) の改善は乏しいものの、PBR・EBITDA マルチプル等で測定した株主価値は飛躍的に向上しており、再上場という情報生産のイベントを通じた情報の非対称性の緩和がその背景にある。再上場後もファン드가ブロックホルダーとして残存し、そのモニタリングと経営支援が「保証効果」として超過リターンの源泉になっているとの分析は興味深い。上場廃止後の企業財務データの取得は極めて困難であり、再上場案件のサンプルサイズには制約が残る。しかし、その制約はこの分野の研究が普遍的に抱える壁であり、著者が粘り強くデータを収集・構築することでこの壁を乗り越えてきた点は、先行の学会選考においても高く評価されてきた。MBO が単線的にバリューアップをもたらすわけではなく、情報生産を通じた経路でこそ株主価値の向上が実現されるという本書のメッセージは、今後データの蓄積とともにさらなる検証が進むことで、一層の説得力を持つことになるだろう。

本書は、計量経済学的手法とテキストデータ分析を駆使した、MBO 研究の最前線を示す研究書である。買付価格の妥当性、少数株主保護、公正性担保措置の実効性といった MBO に伴う実務上の重要課題に対し定量的な裏付けに基づく示唆を提供しており、M&A 戦略、事業再編、ガバナンス設計に携わる公認会計士の MCS 業務に幅広く貢献できる作品である。

以上のことから日本公認会計士協会 MCS 賞に値するものとして選定した。

(評者 学術賞審査委員会委員 加藤寛司)

著者の略歴

川本 真哉

立教大学経済学部教授。京都大学大学院経済学研究科博士後期課程単位取得退学。京都大学博士 (経済学)。早稲田大学高等研究所助教、新潟産業大学経済学部専任講師、福井県立大学経済学部准教授、南山大学経済学部教授を経て現職。研究業績として、『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 (2021 年度日本応用経済学会著作賞、令和 4 年度証券経済学会賞 (図書部門)、第 16 回 M&A フォーラム賞正賞『RECOF 賞』)、『日本の M&A150 年史：日本企業はどう成長してきたか』日本評論社、2024 年 1 月、『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、2025 年 10 月、*Management Buy-outs in Japan: Causes and Consequences*、Routledge、2025 年 12 月、など。