

Business Revitalization and Bank (10)

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2017-10-03 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/2297/17469

事業再生と銀行(10)

加 藤 峰 弘

目 次

I はじめに

II 事業再生と銀行の情報生産機能

III 事業再生と金融

1. 事業再生を支援する金融的手法
2. 事業再生を支援する諸制度
3. 銀行以外で事業再生を手掛けている主体
4. 事業再生と銀行業の変革

(以上、第24巻第1号～第28巻2号)

5. 政策的対応 —— 事業再生とM&A ——

IV おわりに

(以上、本号)

5. 政策的対応 —— 事業再生とM&A ——

上述のように、事業再生を目指す企業は事業再構築に際して「選択と集中」が不可欠となる。そして、それをより抜本的に行うことを可能にするのがM&Aである。すなわち、当該企業が抱える事業部門を存続部門(中核事業に該当)と譲渡・閉鎖部門(不採算事業に該当)とに切り分けて、M&Aを通じて譲渡部門を他社に譲渡することでより抜本的な「選択と集中」を成し遂げることができる、というわけである。また、事業再生を目指す企業が同業界の他企業に吸収合併されたり、その傘下に入ったりする場合においても、後述のように、M&Aは統合メリットなど多様なメリットを通じて事業再生を強力に

後押しすると考えられる。

ところで、M&Aは1990年代後半以降、顕著な増加を示しているが、それには1997年6月の持ち株会社解禁から始まった一連の制度改革＝政策的対応が大きな役割を果たした。つまり、M&Aに関する法制面での基盤整備がM&Aの顕著な増加に結びついているのである。

本節では、こうした認識に基づき、事業再生において最も有効なツールとあってよいM&Aについて制度面を中心に多角的に考察するとともに、事業再生型M&Aの特徴を明らかにする。本節の構成は次の通りである。第1項では、M&Aのメリットとデメリットについて考察する。第2項では、まず90年代後半にM&Aが急増した諸要因について概観し、次にそれを側面から支えた最も大きな要因である、90年代後半以降のM&A法制に関する一連の改革について概観する。第3項では、M&A取引の実際、すなわちM&Aがいかなる手順にしたがって進められるのかについて概観する。第4項では、事業再生型M&Aの特徴について詳しく考察する。第5項では、銀行のM&A助言・仲介業務について概観する。

(1) M&Aのメリットとデメリット

M&AはMergers and Acquisitionsの略語である。合併 (mergers) は複数の企業がほぼ対等の条件で結合することであり、買収 (acquisitions) は一企業が他の企業の議決権の過半数を買収したり、他の企業やその事業を買収したりして支配下に収めることを指す。いずれの場合も単独の意思決定の下で経営されるようになるため、経済上の効果は共通する。したがって合併と買収はM&Aと総称される (小田切, 2007)。

本項では、M&A—合併と買収—に共通する経済上の効果、すなわちメリットとデメリットについて考察する。なお、以下では、特に断りのない限り、水平的なM&Aを想定することとする。

M&Aのメリットは次の4つである⁽¹⁾。第1に、統合効果である。統合効果は規模拡大と重複部門等の統廃合を通じてコスト低減化をもたらすものである。規模拡大については、仕入の際にボリューム・ディスカウントが可能になり、それがコスト低減化につながる。すなわち、M&A後に、仕入面で仕入

先を統合・整理して少数の仕入先に対して大量発注・購買する体制を築き上げることで、それに伴って交渉力が増すこととによって以前よりも低廉な価格で仕入を行うことが可能になる²⁾。特に製造業においては、水平的なM&Aに伴う仕入面でのボリューム・ディスカウントは、原材料価格の低廉化につながるために重要性が高く、同業界内でのM&Aを推進する直接的な動機にもなりうるものである。なお、規模拡大によって、仕入以外の物品・サービスの調達面でも同様にボリューム・ディスカウントが可能になる。また、規模拡大によって、金融機関に対する交渉力が増し、かつ信用リスクも低下することから資金調達面でもコスト低減化をもたらすと考えられる。

重複部門等の統廃合については、M&A後に企業内で機能的に重複する部門——事業部門、R&D(研究開発)部門、および間接部門(人事、総務、経理等)——を統廃合したり、地域的に重複する支店、販売店、工場、物流拠点等を統廃合したりすることによって人件費や店舗等の運営費の削減が可能になる。製造業においては、コストを削減する上で機械設備を集約して稼働率を高めることが重要になる。IT産業においては、最もコストを要するサーバー運営費とシステム開発費について、M&A後にサーバーを集約し、システム開発部門を統合することによって大幅にコストを削減することが可能になる。また、M&Aはシステム投資についても重複、すなわち二重投資を回避させ、コスト低減化をもたらす。このように重複部門の統廃合は、より少ない経営資源でより多くの財貨・サービスを生み出すという「規模の経済性」を発揮させることによって、企業の生産性・効率性を高めるのである。しかも企業は、重複部門等の統廃合によって余剰となった経営資源を中核事業に振り向ければ、この面からも生産性・効率性を高められる。

なお、M&Aは「節税」というルートによってもコスト低減化に寄与する。これも統合効果に含まれよう。収益がプラスの企業Aが繰越欠損金を抱える企業Bとの間でM&Aを行う場合に、損益通算によって節税が可能になる。

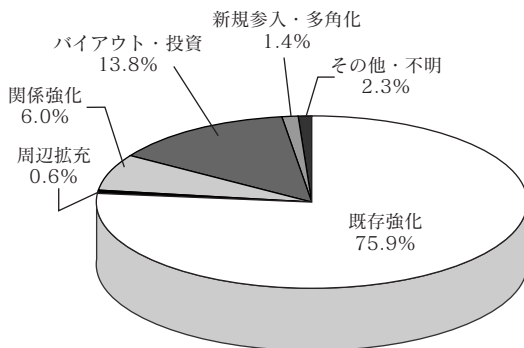
M&Aのメリットとして第2に、コアコンピタンス(中核事業の競争力)の強化が挙げられる。買収企業は被買収企業から①より効率的な経営手法・ノウハウを導入したり、②技術——製造業ならば、生産・加工・組立技術——やブランド、③知的財産権を移転させたり、④新規市場(商圏)・顧客や新たな

販売網、⑤原材料・半製品や資金の新たな調達先を獲得したりすることによって、コアコンピタンスの強化が可能になる。②についてはたとえば、電子技術に強みを持つ企業が、光学技術に強みを持つ企業と合併することにより、デジタルカメラの開発が容易になるケースが挙げられる。③に当てはまるのは次のケースである。電機業界や自動車業界では、一製品に数多くの技術が取り込まれている。こうした技術は集積的な技術と呼ばれる。数百の特許がかかわり、それらについて使用許諾を得ないと製品を生産・販売できないことも珍しくない。特許を持つ企業同士が合併すれば、使用許諾を得るなどの手続を省略することが可能になり、生産活動はより活発になると考えられる(小田切, 2007)。④に当てはまる典型的なケースは国境を越えたM&Aで、その狙いは主に新規市場(商圏)の獲得にある。同じく、画期的な新商品・サービスや革新的な経営手法によって急速に台頭してきた新興企業が同業界内の老舗企業を買収するケースも④に当てはまる。老舗企業は通常、優良顧客を多数抱えており、新興企業はマーケット・シェアを拡大するのに老舗企業の顧客データベースを活用できる。

また、M&Aを活用することによって、買収企業は自力でコアコンピタンスの強化を図るよりも、はるかに迅速かつ安価にそれに必要な経営資源(上述の①～⑤)を獲得することができる。「M&Aは、買収企業にとって新規投資(グリーンフィールド投資)の代替として展開され」(宮島, 2007, 8ページ)とあってよい。俗にM&Aが「時間を買う」行為といわれるゆえんである。

以上から、M&Aを活用することによって、買収企業はコアコンピタンスの強化というメリットを通じて、迅速かつ安価にイノベーションを実現させたり、イノベーション能力を高めたりすることが可能になることが理解されよう⁹⁾。実際にも、M&Aの大半はコアコンピタンスの強化を目的として行われる。図1が示すように、2008年1-10月に実施されたM&Aにおいて、その目的は既存強化が75.9%と圧倒的に多かった。

図1 2008年1-10月に実施されたM&Aの目的



出所：レコフ(株)ホームページ。

M&Aのメリットとして第3に、コーポレート・ガバナンスの強化が挙げられる。被買収企業が、潜在的なイノベーション能力は高いものの、経営管理体制に欠陥が見受けられ、その結果として収益が低水準に落ち込んでいる場合には、買収企業からより合理的な経営管理体制を導入することで、イノベーション能力を発揮して収益を改善させることが可能になる。たとえば、被買収企業において、経営者とその資質・能力を欠いていながら取締役会がそのような経営者を更迭できないケースでは、買収企業が現経営者を退陣させ、代わってリーダーシップ機能を担うことで経営執行力を高めることができる。また、被買収企業において、過度に保守的な経営がマーケット・シェアの拡大を妨げたり、従業員のモラル低下を招いたりしているケースでは、被買収企業は買収企業から迅速かつ機動的な意思決定を可能にする経営上の仕組み——たとえば、社外取締役・監査役の登用や委員会設置会社への移行——を取り入れることで経営執行力を高めることができる。以上のように、被買収企業は買収企業からより合理的な経営管理体制を取り入れてコーポレート・ガバナンスの強化を図ることができるのである。

具体的な事例としては、日本電産(精密小型モーター最大手)のケースが挙げられる。同社は1990年代半ばから積極的なM&A戦略を通じて規模を拡大させてきた。同社がM&Aの対象とするのは次の7つの条件を満たす企業である。すなわち、①よい製品、よい市場を持っていること、②技術力が高く、それ

を支える人材が揃っていること、③買収先が歓迎してくれること、④経営上の失敗項目が多いこと、⑤工場が汚いこと、⑥社員のやる気がないこと、⑦高コスト体質である(ムダが多い)ことである。同社が「技術と人材の蓄積」を主眼に置いてM&A戦略を推進してきたことからすると、①～③は必要条件と考えられる。それに対して④～⑦はマイナス項目のように考えられるが、同社は「業績改善余地」と捉え直している。同社は以上の条件を満たす企業についてM&Aを行い、その後に自社の経営管理体制を移植して短期間で生産性・効率性を高める(伊藤, 2007)。また、M&Aを繰り返すことで、同社は自社の経営管理体制を円滑に移植するノウハウを身に付けたと考えられる。これは一種の学習効果といえ、同社はこのために、よりいっそう円滑にM&A戦略を推進することが可能になっている。

また、大企業よりも中小企業のほうが環境変化に柔軟に対応できるため、買収企業は被買収企業が中小企業のほうが経営管理体制を移植しやすい。そしてこれは、一部の買収ファンドが、中・小型のM&Aを次々に行うタイプのロールアップを手掛ける理由のひとつとなっている。

M&Aのメリットとして第4に、ノンコア事業の分離の円滑化が挙げられる。事業を過度に多角化したことが原因で、業績が低迷してしまった企業がそれを改善させるには、「選択と集中」が不可欠となる。そこでM&Aを活用すれば、当該企業はノンコア事業を円滑に切り離し、「選択と集中」を大幅に促進することが可能になる。

1960年代から70年代にかけてコングロマリット(複合企業体)化が進んだ米国では、80年代にM&Aブームが起こったが、M&Aの目的の大半はノンコア事業の円滑な分離であった。ここで80年代にM&Aが最も多かった石油産業を例にとろう。70年代の石油価格の高騰は米国の石油産業に巨額の収益をもたらした。しかし、70年代後半の第2次石油危機以降は石油消費の減少のため、石油価格上昇率の低下が予想され、高コスト体質の米国の石油産業にとっては、油田の探索・開発や石油精製は採算が取れなくなっていた。にもかかわらず、石油産業の経営者はそれまでに溜め込んだ豊富な手元資金を、油田の探索・開発と石油精製能力の増強に注ぎ続けた。中には、石油産業内部には有利な投資機会がなかったため、小売、事務機器、鉱業などを買収して、そ

これらの産業に進出した企業もあった。しかし、石油会社は多角化と称して他産業の企業を買収したものの、買収先産業における専門的経営知識をまったく持っていなかったため、その試みはことごとく失敗に終わった。こうした状況下で、70年代末には、石油産業は過剰設備の廃棄と不採算部門からの撤退が不可欠な段階に達していた。そして最終的には、株式市場からの圧力、すなわち敵対的買収の脅威にさらされて、油田探索・開発や石油精製・配給施設への過剰支出が削減され、石油産業の過剰供給能力は大幅に縮小された。それとともに、小売、事務機器、鋳業などの不採算事業は当該の専門企業に売却された。以上の経緯をたどって、米国の石油産業では、M&Aによってノンコア事業が円滑に切り離され、それを軸に「選択と集中」を成し遂げ、同時に過剰設備も廃棄されて、抜本的な事業再構築を達成した(岩田, 2007)。

日本企業の場合も、その事業ポートフォリオ面の特徴は專業度が高く、事業を多角化するにしてもコア事業と関連性の強い領域に限るという関連多角化が支配的であるとみなされてきた。しかしながら、バブル経済の生成・膨張期の1980年代後半には本業の成熟化とともに非関連多角化を進め、バブル経済が崩壊した90年代以降にそのような多角化部門の低収益性が顕在化した。こうした状況下、ノンコア事業を円滑に切り離して「選択と集中」を成し遂げる上でM&Aの活用は不可欠と考えられる(宮島, 2007)。

個別のM&Aにおいてデメリットになりうるものは次の4つである。第1に、M&Aによって発生しうる特別な費用である。Milgrom and Roberts (1992)によると、M&Aに伴って、企業文化の衝突、インフルエンス・コスト、被買収企業の経営者や従業員に対する買収企業による約束違反など特別な費用が発生しうるという。しかも、ケース・スタディによると、それらは同時にないし複合的に発生しているという。ここで企業文化とは、「その企業に固有の、信条・価値観、および意思決定の仕方と共通の行動様式を軸とする行動規範の総和」と定義できよう。ちなみに、大久保(2006)によると、M&Aの機会において具体的に合併企業の従業員が感じる差異は次の4つであるという。すなわち、①物事の判断、意思決定がスピードや効率を重視したものか、厳正な手続や多面的な検証を重視したものか、②リスクに対する態度について、最大限にリスクを回避しようとする社風か、積極的にリスクを引き受ける社風

か、③自由な社風か官僚的な社風か、言い換えると現場重視の社風か本部重視の社風か、④個人の力を尊重する社風か、組織の力を重視する社風か、である。インフルエンス・コストは次のように定義される。「組織による決定が、組織を構成するメンバーやグループに対する富その他の利益分配に影響を与えるときに、インフルエンス活動が組織内に生じる。そして、影響を受ける個人やグループは利己的な利益を追求するため、その決定が自分の利益になるよう画策する。これらのインフルエンス活動によってもたらされる費用が、インフルエンス・コスト (influence costs) である」(Milgrom and Roberts, 1992 [邦訳, 210ページ])。そしてM&Aを経て、介入力を備えた経営陣が以前は別々であった2つの組織を率いるようになると、インフルエンスの範囲は広がり、インフルエンス・コストは増大する。たとえば、公平性が確保されなければ従業員全体のモラル、ひいては企業そのものの生産性を低下させると主張し、特殊技能や専門的知識を必要とする部門に属する従業員に対する賃金と同水準の賃金を、自部門に属する従業員にも支払うように要求するケースが挙げられる。

Milgrom and Roberts (1992) では、上記の特別な費用が複合的に発生する典型的な事例として、大企業がベンチャー・ビジネスの技術力や企業家精神を取り込もうと吸収合併したケースが複数、紹介されている。M&Aに際して、買収企業はベンチャー・ビジネスの独立性と旧経営陣、経営スタイル、および諸制度について、いずれも維持することを約束しながら、M&A後にそれを守ることはできなかった。企業家精神を重んじるベンチャー・ビジネスでは、業績と報酬がはっきりと連動した賃金体系になっており、中軸を担う従業員はリスクテイクをいとわない者であった。しかしながら、いったん大企業に吸収合併されると、そのような従業員に与えられる高額の報酬や高待遇は妬みの元になった。買収企業側の従業員は繰り返し経営陣に対して全社レベルでの賃金の公平性確保を要求し、経営陣は最終的にはそれに屈して当初の約束を反故にせざるを得なかった。その結果、ベンチャー・ビジネス側の役員・従業員が相当数離反し、M&Aによってベンチャー・ビジネスの技術力や企業家精神を取り入れるという買収企業の当初の目論見は大幅に減殺されてしまった。

M&Aのデメリットとして第2に、規模拡大に伴って、全社を統括して管理することと迅速な意思決定に支障を来たすことが挙げられる。企業規模が拡大するにつれて、事業部数が増えたり各事業部の規模が拡大したりする。前者においては、本部に流入する情報量が増大して経営陣は適切に対処できなくなる。その対策として①補助スタッフを追加する、②意思決定の権限を下位のレベルに委譲する、③本部と事業部との間に管理レベルを追加することが考えられる。後者においても、事業部が管理できなくなり、事業部内で分権化が必要になり、やはり管理レベルが追加される。このように分権化が進むことは組織内で階層が積み上げられることを意味する。そしてこうした階層は情報伝達においてはいわばフィルターの役割を果たし、階層が追加されれば、それだけ経営陣にとって全社を統括して管理することは難しくなるとともに意思決定は遅くなり、ひいては機動的な経営が難しくなると考えられる。しかも、M&A後に上述した企業文化の衝突が起これば、全社の統括管理や迅速な意思決定はよりいっそう難しくなる。

M&Aのデメリットとして第3に、買取価格にゆがみがあれば、合併企業の価値を低下させることが挙げられる。上場企業を買取する際には、「市場株価法」によって企業価値を測ることが一般的である。市場株価法は、被買取企業の時価ベースでの株価を用いて価値を評価する方法である。そして実際のM&A取引においては、株価に買取プレミアムを加えた値に基づいて買取価格が算定される。服部(2008)によると、1997-2007年における米国の平均買取プレミアムは34.5%、同期間における日本のそれは20.4%で、07年に限れば米国が26.4%、日本が22.3%であるという。この買取プレミアムはM&A後に見込まれる企業価値向上を反映したものであり、それを実現させるものは買取企業の経営者の経営執行力ないし経営手腕にほかならない。ここで買取企業の経営者が自己の経営手腕を過大評価していると、買取プレミアムも過大になり、M&A後に合併企業の価値低下が顕在化することになる。特に、買取企業のコーポレート・ガバナンスが十分に機能していない場合には、こうした事態が起りやすい。また、M&Aファイナンスを容易にする金融環境もこうしたM&Aを促進すると考えられる。

なお、小田切(2007)によると、経営者の中には利潤を減らしてでも企業規

模の拡大を追求しようとする者が少なからず存在するという。これは米国の研究者たちによって「帝国建設の夢」と呼ばれ、多くのM&Aにおいてこれが真の動機であると考えられている。こうした経営者が意図的に過大な買収価格を提示して強引にM&Aを行えば、M&A後に合併企業の価値低下が顕在化するのとは必然であろう。

M&Aのデメリットとして第4に、信頼の破壊 (breach of trust) が挙げられる。信頼の破壊とは、M&A後に買収企業が被買収企業の「暗黙の契約」——従業員との間の終身雇用制や年功序列制、サプライヤーとの間の長期継続取引など——を反故にして、雇用を大幅に削減したり、サプライヤーを選別し直したりすることによって、合併企業とステークホルダー(従業員、サプライヤーなど)との間の信頼関係が断ち切られることを意味する。これによって合併企業は短期的に収益を引き上げることができるものの、長期的な視点からは従業員の企業に対する忠誠心を失わせる、デザイン・イン(設計・開発段階からの中核企業・サプライヤー間の協力関係)を損なうなどの弊害をもたらしかねない(宮島, 2007, 参照)。

ただし、宮島(2007)によると、この信頼の破壊はこれまでのM&A研究において十分に実証されていないという。久保(2008)においても否定的な結論が得られている。たとえば、合併企業においては従業員の賃金は上昇し、処遇は改善しているという。

以上がM&Aのメリットとデメリットである。さて、事業再生を目指す企業が事業再構築に際して「選択と集中」を行う上で、最も重要なM&Aのメリットはもちろん、ノンコア事業の分離の円滑化であろう。また、事業再生型M&A——事業再生を目指す企業が同業界の他企業に吸収合併されたり、その傘下に入ったタイプタイプのM&A——においては、M&Aのデメリットである、M&Aに伴って起こりうる企業文化の衝突などの特別な費用は発生しにくいと考えられる。というのも、被買収企業は劣位な立場に置かれるため、買収企業の企業文化を受け入れざるを得ないからである。以上の点を踏まえて、第4項において事業再生型M&Aの特徴を明らかにする。

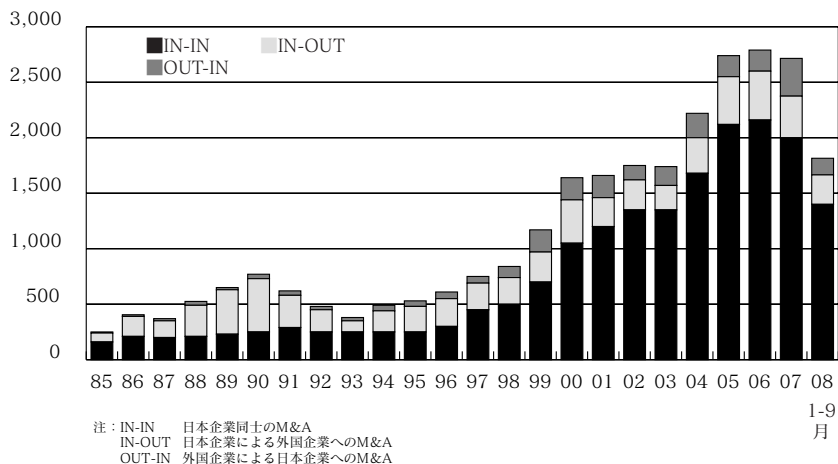
(2) M&A法制の改革

a. M&A急増の諸要因

図2から分かるように、1990年代後半以降、日本においてM&A件数が急増している。その基盤的な要因として、経済環境の変化が挙げられる。周知のように、バブル経済が崩壊した1990年代以降、国内需要が縮小して多くの産業において供給力過剰＝設備過剰が顕在化した。加えて、総体的に見ると、経済の成熟化・少子高齢化の進展によって国内需要の顕著な拡大は見込めなくなってきた。こうした状況の下で、効率的に過剰設備の削減を実現させる、さらには業界再編を促進するツールとしてM&Aが盛んに活用されている。

他方で、コスト競争力を武器とした、BRICs諸国に代表される新興国企業の台頭などによって、国際的なレベルで企業間競争が激化している。こうした状況の下で、日本企業は競争力を強化しなければグローバル競争を勝ち残れなくなってきた。そのために積極的に活用されているのがM&Aなのである。自動車、医薬品、鉄鋼など多くの産業で、国境を越えた大型M&Aが頻発している。

図2 1985年以降のマーケット別M&A件数の推移



出所：レコフ(株)ホームページ。

また、M&A急増を側面から支えた要因としては、第1に金融環境の変化が挙げられる。1980年代以降、金融自由化・国際化が本格的に進展し、それによってマーケットの存在感が従来に比し格段に大きくなった。そして、株価、格付などのかたちをとって現れる、金融市場からの圧力が企業に経営効率化を促し、それがM&A増加に結びついたと考えられる。

第2の要因としては、1990年代後半以降に実施された一連の会計制度改革(いわゆる会計ビッグバン)が挙げられる。その中でも、有価証券に対する時価会計の採用と連結決算重視の新会計制度への移行が結果的にM&A増加に結びついたと考えられる。前者は次のようにM&A増加を促進した。2001年3月期から売買目的で保有している有価証券(売買目的有価証券)について、02年3月期からは持ち合い株式に代表されるその他有価証券(売買目的、満期保有目的、子会社・関連会社株式以外の有価証券)について時価会計が適用された。その結果、株価の変動はただちに損益項目や純資産の増減を通じて企業業績に影響を与えることとなった。これを受けて、企業同士の持ち合いについては、1990年代以降、日本企業の業績が全般的に悪化し株価が低迷する中で、資産効率の悪い株式を処分する動きが広がり、解消に向かった。企業・銀行間の持ち合いについては、資産効率の悪い株式を処分する動きが広がるとともに、特に銀行側が自己資本比率規制の下、株価の変動が経営に与える影響を最小限に抑えるために株式を積極的に処分し、解消に向かった⁴⁾。そして持ち合い解消の受け皿となったのが外国人投資家で、彼らの多くは経営効率化を強く意識し、議決権行使にも積極的である。こうして日本企業は経営効率化を促進するために、M&A活用を視野に入れなければならないようになった。

2000年3月期から連結決算重視の新会計制度に移行したことも、結果的にM&A増加に結びついた。すなわち、連結中心主義の導入によって日本企業はグループ経営の再検討を迫られ、業績不振子会社・関連会社の整理・統合を行うことが必要になった。また、連結キャッシュ・フロー計算書の導入によって日本企業は将来キャッシュ・フローを生み出さない不採算事業を整理することが必要になった。そこでM&Aに注目するようになった、というわけである。

そしてM&A急増を側面から支えた最も大きな要因こそ、M&Aを取り巻く法制度の改革であるといえるが、それについては以下において詳しく考察する。

b. M&A法制の改革

1990年代後半まで、日本ではM&Aを円滑に進めるために必要な、法制度上のインフラが十分に整備されていなかった。しかしながら、独占禁止法が改正されて1997年12月に持ち株会社の設立が解禁されたのを嚆矢にM&Aを取り巻く法制度の改革が進んで、それが1990年代後半以降のM&Aの増加に結びついたと考えられる。以下では、こうした認識に基づき、持ち株会社解禁以降のM&A法制の改革について概観する。

周知のように、1947年4月に(原始)独占禁止法が制定されて以来、持ち株会社の設立は禁止されてきた。すなわち、戦前、財閥は財閥本社を持ち株会社として巨大なコンツェルンを築き上げ、金融など基幹産業を直接支配していた。それゆえ戦後、持ち株会社は「日本帝国主義の経済的支柱」として同法第9条で設立を厳格に禁止された。そしてそれが約半世紀もの間、堅持されてきた。ところが、90年代に入ってバブル経済が崩壊し、不況が長期化する中で、産業界から解禁を求める声が高まった。というのも、産業界では、企業の生産性・効率性を高め、産業を活性化する上で、持ち株会社は大きな役割を果たすと考えられたからである。しかも、この頃から国際的なレベルでの企業間競争が激しくなり、欧米では持ち株会社のメリットを活かした迅速で大胆な事業再編成や大型M&Aが活発になっていた。こうした背景から、日本でも同法が改正され、97年12月に持ち株会社の設立が解禁された。

持ち株会社とは、複数の企業の株式を保有して統括する会社のことを指す。その主な役割は「司令塔」としてグループ企業の監督や監査を行うとともに、グループ全体の経営計画を立て、全体の利益が最大になるように経営資源を配分することである。個別の業務は傘下のそれぞれの企業が担当し、収益も個別に管理する。傘下の企業は社名、業務、人事、賃金体系など個別企業の独立性を保つ。

持ち株会社の仕組みを活用することのメリットは次の3つである。第1に、個々の事業部門を株式会社化することで、部門ごとの採算管理を強化したり、部門ごとに収益性に応じた賃金体系を導入することが可能になり、それが生産性・効率性の向上につながることである。第2に、M&Aを機動的に行いやすくなり、事業再編成が容易になることである。上述のように、新たにグルー

プに加わる企業は個別企業の独立性を保ち続けることが可能で、M&Aに際して抵抗感は小さいと考えられる。また、すでに株式会社化しているため、一事業を外部に売却するのも比較的容易である。さらに、一事業が株式会社化し、透明性が高くなっているため、そのグループ企業と、(同じ事業を営む)外部の企業とを合併させ、グループ全体としてその事業を強化するという戦略も取りやすい。第3に、第2のメリットとも関連して、グループ企業は全体として、個別企業同士が合併する場合に顕在化しうる企業文化の衝突などM&Aのデメリットを回避しながら、M&Aのメリットを一定程度、享受できることである。以上から、持ち株会社の仕組みは特にM&Aにおいてその強みを発揮することが理解されよう⁶⁾。

さて、持ち株会社の仕組みを立ち上げるには、既存企業の株主が保有する株式を、低いコストで新設持ち株会社へ移転させることが必要になる。この課題は、1999年10月に改正商法が施行され、株式移転制度が導入されることで克服された。株式移転は完全親会社を新たに設立し、そこに1または2以上の既存企業の株主が保有する株式をすべて移転させ、既存企業の株主には新設の完全親会社の株式を交付する企業結合方式である。その際に既存企業の株式と、新設の完全親会社の株式とが強制的に交換される。この制度が導入されて以降、複数の企業が共同で新設の完全親会社の傘下に入る共同株式移転などの経営統合案件が増加した。たとえば、製造業においては、2000年の日本製紙と大昭和製紙の2社による日本ユニバックホールディングスの設立、02年のNKKと川崎製鉄の2社によるJFEホールディングスの設立が挙げられる。

1999年10月施行の改正商法において株式移転制度とともに株式交換制度が導入されたが、それによってM&Aはいっそう容易になった。株式交換とは、既存企業を完全子会社化するために、買収企業が自社株(新株または金庫株)を被買収企業の株式と交換する手法のことをいう。株式交換のメリットは、①現金に代えて自社(親会社)の株式で対価を支払うため、資金をほとんど必要としないことと、②企業同士の合意により、株主の個別の同意を得ずに対象会社の全株式を取得することができ、これにより反対する少数株主を排除できることである(ただし原則として、株主総会の特別決議による承認を得る

必要があり、反対株主には株式買い取り請求権が認められる)。現金が手元になくても機動的にM&A、それも大型M&Aを手掛けられるため、株式交換は海外では最も頻繁に活用されるM&Aの手法となっており、世界におけるM&A拡大を支えている。それに対し、たとえばTOB (take-over bid; 株式公開買付) を活用する場合、(対抗的なTOBを受けてTOB合戦となり) 価格がつり上がって買収資金がかさんだり、一部の株主が応じなかったりするリスクを伴う。

日本でも、株式交換制度導入後、M&Aにおいて利用が増加し、特に2004－05年に目覚ましい増加を遂げている。同制度の利用に関する特徴として第1に、上場子会社の完全子会社化に利用されたことが挙げられる。その主たる狙いはグループレベルでの重複部門等の統廃合と、その結果生まれた余剰経営資源の成長事業への再配分にあった。第2に、M&Aを成長戦略と捉える企業が盛んに利用した。手元現金は少ないものの、新興企業向け株式市場において高い評価を得ているベンチャー・ビジネスなど、M&Aによって急成長を図ろうとする企業が株式交換を積極的に利用した(蟻川・宮島, 2007)。

続いて2001年4月には、改正商法が施行され、簡素な手続で会社分割を行えるようにする会社分割制度が導入された。会社分割とは、会社が事業の全部または一部を分離して、新設の会社または既存の他の会社に承継させることを指す。会社が優良部門を独立させたり、不採算部門を他社に吸収させたりして機動的に事業を再編成し、生産性・効率性を向上させられるようにする手法である。会社分割は、切り離れた事業部門を独立した新会社に移す「新設分割」と、既存の別会社に吸収させる「吸収分割」とに分類される。会社分割はまた、事業を承継する会社の株式を、分割する会社に割り当てる「物的分割」と、分割する会社の株主に割り当てる「人的分割」とにも分類される。ただし、会社法では物的分割のみが規定されており、人的分割は「物的分割＋剰余金の配当(配当財産が新設会社または承継会社の株式)」として構成されると位置づけられている。また、07年5月以降は同法における「対価の柔軟化」の規定によって、吸収分割では金銭その他の財産を対価として交付できるようになった⁶⁾。

従来、企業本体の事業を分社化する場合には土地、設備などの資産を現物出資して新会社を設立するか、社外に事業譲渡するかという選択肢しかな

かった。どちらも裁判所が任命した検査役の調査が必要となるなど機動的な再編が難しかった。しかし、会社分割制度が導入されて、会社分割は簡素な手続で行えるようになった。すなわち、検査役の調査は不要になり、また原則として債権者から個別に承諾を得ることなく、特定事業部門を一括して新会社に移すことができるようになった(とはいえ、原則として株主総会の特別決議による承認を得る必要があり、反対株主の株式買い取り請求権や債権者保護手続も原則として認められる)。

税務面でも、資産の帳簿価格での移転や、その際に譲渡益課税を繰り延べることを可能にする優遇措置も設けられた。労働者に対しては、会社分割で不利益が生じないように労働承継法も同時に制定された。ただし、会社分割に当たっては債務超過の事業部門を切り離すことは認められていない。会社分割のメリットは次の4つである。すなわち、第1に事業譲渡では難しい許認可の承継が容易に行えること、第2に譲受先会社は新株の発行で対価を支払うことができるので資金を調達する必要がないこと、第3に退職金を支払う必要がないので現金の流出を回避できること、第4に労働者の承継を円滑に行えることである。会社分割のデメリットは、事業譲渡は債務超過でも行えるが、会社分割は行えないことである。

会社分割制度のM&A上の意義は次の通りである。上の記述から分かるように、会社分割制度はいわば対価が株式で支払われる新型の事業譲渡であり、譲受先会社は資金調達が必要でなくなった。同制度が導入されたことで、事業の別会社化や売却は格段に容易になった。すなわち、会社分割を活用することで、①一部の事業部門を分離し、他のグループ企業に売却する、②複数企業が同じ事業部門を分離し、それらを統合して別会社化する、③主力事業を分離・分社化して持ち株会社の傘下に収め、グループ企業のひとつとして管理するなどの戦略的な事業再編成を円滑に進めることが可能になった(蟻川・宮島, 2007)⁷⁾。

そして、2006年5月に会社法が施行され、M&Aはさらに活用しやすくなった。会社法は、商法第2編や有限会社法、株式会社の監査に関する商法特例法などに分散していた会社関係規定を一本化して定めた、会社経営に関する基本法である。会社法の設計思想のひとつは、経済のグローバル化に歩調を

合わせ、企業が競争しやすい環境を整えることである。それに則して、大幅に規制が緩和され、経営の自由度は格段に増した(その一方で説明責任は強められた)。M&Aについても手続の簡素化など規制緩和が図られ、事業再編成はこれまで以上に行いやすくなった。

会社法によって規定された、M&Aに関する主な改正点は次の2つである。第1に、簡易組織再編に関する要件の緩和と略式組織再編の新設である。簡易組織再編とは、原則として株主総会の特別決議が必要な合併等の組織再編行為のうち、存続会社に与える影響が軽微な場合(典型的には、大企業が中小企業を吸収合併する場合)に、存続会社については株主総会決議を省略できるという制度である。旧商法では、合併等の対価として消滅会社の株主に支払う資産額が原則として純資産額の5%以下ならば、株主総会決議が不要であったが、会社法では、これが20%以下にまで適用範囲が拡大された。大量の単元株主を抱える大企業にとって株主総会を開く労力と費用は膨大なものとなる。要件が緩和されたことで、大企業は定時株主総会まで相当な時間を残した期中においても、機動的に複数のM&Aを同時並行で進めやすくなった。

略式組織再編とは、親子会社間において、90%以上を出資している親会社(特別支配会社)が子会社を完全子会社化する場合には、子会社の株主総会を省略できる制度である。ほぼ完全な支配関係にある会社間において組織再編が行われる場合には、仮に株主総会を開いても、それが承認されないことはあり得ない。このような場合には、子会社における株主総会の開催を省略することで、迅速に組織再編を行うことを可能にした。

第2に「対価の柔軟化」である。旧商法の下では、合併、会社分割、および株式交換・移転に際して、消滅会社の株主に交付する財産は、原則として存続会社の株式に限定されていた。しかし会社法では、2007年5月から、吸収合併、吸収分割、および株式交換に際して、消滅会社の株主に対する対価について制限がなくなり、金銭その他の財産を株主に交付することが可能になった。これが対価の柔軟化と呼ばれるものである。この規定によって、企業は財務・資産状況に応じて消滅会社の株主に渡す対価の種類を選べることになった。発行済み株式を大幅に増やしたくなければ、対価を「株式+現金」など複数の資産の組み合わせとすることも可能になった。また、対価の柔軟

化が実施されたことで、吸収合併に際して消滅会社の株主への対価として金銭のみを交付する、いわゆる「キャッシュアウト・マージャー」(交付金合併)も可能となった。これを利用すると、消滅会社の株主に株式を渡さないで、存続会社は株主構成を変えずに吸収合併を行うことができる。したがって、特に存続会社が非公開会社である場合に、この手法による吸収合併は都合がよい。以上のように、会社法において対価の柔軟化が規定されたことで、企業はM&Aを円滑に進めやすくなった。

そして対価の柔軟化については、それによって「三角合併」が可能になったことが最も重要な事柄であろう。三角合併とは、吸収合併に際して、存続会社の株式に代えて、存続会社の親会社の株式を交付する手法を指す。三角合併は国境を越えたM&Aに道を開くといわれている。その具体的な手続は、外国企業A社が日本企業B社を買収する際に、まず日本国内に子会社a社を設立する。その後a社を存続会社、B社を消滅会社として合併させる。これに伴ってB社の既存株主に支払うことになる合併対価をa社株主ではなく親会社のA社株主とする。A社とB社が直接に合併するのではなく、a社を加えることで、3社がかかわる仕組みになるため、「三角」合併と呼ばれる。日本では、外国企業と日本企業との直接の組織再編行為は現在も認められていない⁸⁾。三角合併を使えば、日本企業を100%子会社化でき、実質的に吸収合併と同じ効果を得られる。

三角合併解禁の狙いは、M&Aの選択肢を増やし、国際的なレベルでの事業再編成を促進し、それによって企業競争力を高めることである。マクロ経済的には、外国企業による対日直接投資を増やし、雇用拡大など経済活性化に結びつけることも狙いとしている。しかしながら、グローバルに事業を展開する外国企業の中には、日本の業界トップ企業の時価総額をはるかに上回るものもあり、解禁によって自社株を巨額の買収対価として活用できる巨大な外国企業が日本企業を買収しやすくなり、買取りリスクが高まったとして日本の産業界は警戒感を強めている。それゆえ(三角合併を可能にする)対価の柔軟化は2006年5月施行の会社法に含まれていたものの、日本企業が買収防衛策を導入する準備期間として翌07年5月まで導入が延期された。その一方で、三角合併は基本的には、友好的買収に使われる手段であり、敵対的買収の手

段には適していないという見解も存在する。というのも、合併に先立って、双方の企業において取締役会の承認を経て合併契約書を締結する必要があり、さらにその合併契約書が株主総会に上程され、特別決議を経なければならないからである。つまり、三角合併を実施するには、合併される企業についても、取締役会と株主の支持を取り付けなければならないのである⁹⁾。

また、三角合併を企図する外国企業は「フローバック」(逆流)によって自社の株価が急落するリスクを抱えることになる。フローバックとは、三角合併を経てなじみの薄い外国企業の株式を渡された被買収企業の株主が、それを一斉に市場で売却することによって外国企業の株価が急落してしまう現象のことを指す。加えて、被買収企業も株価が下落するリスクを抱えることになる。すなわち、国内株専門で運用するファンドは海外株を組み入れられないため、外国企業との三角合併が決まれば、株式を交換する前に市場で売却せざるを得ない。国境を越えた三角合併はこうした問題を伴うため、その実施はけっして容易ではない。

以上のように三角合併には様々な困難が伴うものの、株式を買収対価として使えるメリットはやはり大きい。欧米では特に新興企業がM&Aにおいて自社株を活用することが多いことから、たとえば海外のITやバイオ関連の企業が日本のベンチャー・ビジネスを買収するケースで三角合併が使われることも考えられる。

会社法で定められた、M&Aに関する主な改正点は以上の通りである。そのほかの改正点としては、事後設立に関する検査役の調査規制の撤廃と、全部取得条項付種類株式の導入が挙げられる。前者の内容は次の通りである。事後設立とは、会社設立後2年以内に、会社設立前から存在する財産で、会社の事業のために継続して使用するべきものを、資本の5%以上に当たる対価で取得する契約のことをいう。旧商法では、資本充実の原則に照らして、事後設立には、株主総会の特別決議に加え、原則として裁判所の選任する検査役の調査が必要とされていた。しかし、検査役の調査はときに数ヶ月以上の期間を要するなど、M&Aを迅速に進める上で妨げとなっていた。そこで会社法では、事後設立に関する検査役の調査規制が撤廃された¹⁰⁾。

後者の内容は次の通りである。全部取得条項付種類株式とは、会社が株主

総会の特別決議によってその種類の株式の全部を取得することができる旨の定款の定めがある種類株式を指す。会社は定款変更を行うことにより、すでに発行している株式に対して全部取得条項を付けることも可能である。グループ再編に際して、子会社などが債務超過に陥っている場合、100%減資を行って債務超過を解消した上で吸収合併あるいは第三者への株式譲渡を行うのが一般的である。しかし旧商法の下では、直接の明文の規定がなかったため、私的整理の枠組みで100%減資を行う場合には、全株主の同意が必要と解されており、手続を円滑に進めるのに困難を伴った。それを解消するために、会社法の施行によって新たに導入されたのが全部取得条項付種類株式である。この種類株式は特に、私的整理の枠組みで100%減資を行う際に活用されると見込まれている。

1990年代後半以降のM&A法制の改革は概略、以上の通りである。一連の改革によってM&Aは従来に比し、はるかに円滑に進めることが可能になった。すなわち、M&Aにおいて活用できる手法として、新たに持ち株会社、株式交換・移転、会社分割、そして三角合併が加わり、選択肢が広がった。手続面では、特に会社法の施行によって簡素化が図られるとともに、株式交換制度の導入と「対価の柔軟化」の導入によって資金的な制約も緩和された。三角合併解禁によってM&Aの相手先も日本企業だけではなく、外国企業にまで選択肢が広がった。以上のように、M&Aの法制度上のインフラが相当程度整備され、M&Aの自由度が格段に増したことが1990年代後半以降のM&Aの増加に結びついたと考えられる。

(3) M&A取引の手順

本項では、実際にM&A取引がいかなる手順で行われるのかについて概観する⁹⁰。藤岡・栗田(2006)によると、M&A取引はPre M&A, Process of M&A, およびPost M&Aの3段階に分かれるという。Pre M&Aの段階では、経営陣によって自社の経営目標を実現させるためにM&Aを活用する必要があるかどうかを検討される。すなわち、経営陣はまず、自社の業界内での地位や経営環境と照らし合わせて、自社が中長期的に成長していくのに必要な経営上の課題を見極めなければならない。そのような経営上の課題としては、たとえ

ばコスト高や、(企業の持続的な成長に不可欠なイノベーション能力を支える)技術や販路、資金調達などに関する問題点が挙げられよう。経営上の課題がはっきりと認識されれば、次にそれをいかなる方法で克服するのかが経営目標として設定されなければならない。そして次に、その経営目標を達成するためにM&Aを活用する必要があるか否かが検討されなければならない。すなわち、自社の枠内で経営目標を達成できるのか否か——たとえばコスト高ならば自社単独のリストラクチャリングだけで円滑に解消できるのか否か、技術力に関する問題点ならば自社の人的資源の配置転換だけで対応できるのか否か——が検証されなければならない。その結果、自社の枠内では経営目標を達成できないと結論づけられた場合には、M&Aの活用が視野に入ることになる。また、経営目標を達成するのに——たとえば新規市場(商圏)の獲得が経営目標ならば——、新規投資とM&Aのどちらが適切なのかについても比較考量される必要がある。その際には、(推定)投資額だけでなく(推定)所要期間もポイントとなる。投資額に顕著な差がなければ、「時間を買う」M&Aを選択するのが賢明といえよう。そして経営陣が経営目標を達成するためにM&Aの活用が必要と判断すれば、Process of M&Aの段階に移行することになる。

Process of M&Aの段階では、はじめにM&Aを実現させるために担当部門を設置して体制を整える必要がある。そして担当部門の最初の作業となるのがM&A基本計画の策定である。期限(スケジュール)と予算(資金調達計画を含む)を中心に同計画が練られる。もちろん実行の段階に移っても、情勢の変化に応じて同計画は適宜変更されることになる。M&A基本計画を策定すれば、それに沿って相手先企業を選定していくことになる。その作業は実際のところ容易ではないので、投資銀行やM&A専門会社、メインバンクなどに協力を求めるのが一般的である。選定作業ではまず「ロング・リスト」を作成する。すなわち、データベース等の中から、所在地や企業規模、主力製品等の項目ごとに一定の基準を設けて、候補先企業を30~50社程度、選び出す。次に「ショート・リスト」を作成する。すなわち、ロング・リストに挙がった候補先企業についてさらに情報を収集し、個別に企業内容——事業内容、財務内容、株主・役員・従業員構成、取引先、仕入先等——を吟味して10社程

度にまで絞り込む。次に、ショート・リストに挙げた候補先企業に対してM&Aに応じるか否か打診していくことになる。上述のM&Aに精通した機関に申し入れを代理で行ってもらうことも多い。

そして最終的に相手先企業が固まり、トップ・ミーティング(経営者同士の会談)において両者がM&Aに合意すれば、2社間で具体的にM&Aを進めることになる。その最初の作業は秘密保持契約または守秘義務契約を結んだ上で相手先企業から必要な資料を提出してもらったり、聞き取り調査を通じて基本的な企業内容の検証と、それに基づく暫定的な企業価値評価を行ったりすることである。これは後述の、基本合意書締結後に実施するデュー・デリジェンスと買取価格の算定に向けての準備作業と位置づけられる。ここでは主に次の2つが調査・確認される。第1に企業の基本情報である。事前に入手した企業内容に関する情報の正否や定款の内容が調査・確認される。第2に財務諸表である。財務諸表を分析することで、財務内容、取引先・仕入先企業、資金調達方法等、企業の事業活動に関する情報が得られる。これは特に、企業価値評価を行う際に重要な情報源となる。そのほかに、契約書が開示されている範囲内で労務関係や対外契約、取引が適法かつ適正に行われているか確認される。メーカーならば工場や機械設備も調査の対象となる。

基本的な企業内容の検証と暫定的な企業価値評価が双方にとって納得のいくものであれば、次にそれを踏まえてM&Aの形態が決定される。M&Aの形態は合併、株式交換、株式取得——資本参加から子会社化、完全子会社化と目的に応じて取得する割合が異なる——、事業譲渡、および会社分割に大別されるが、双方の意向に応じて、それらの中から適切なものが、またはそれらを適宜、組み合わせたものが選択される。もちろん、M&Aに精通した機関からアドバイスを受けたり、法務・財務面からのチェックも不可欠なので、弁護士、公認会計士等に関与してもらったりすることも必要になる。

以上の手続を経て双方がM&Aに基本的に合意すれば、「基本合意書」が締結される。これは当事者間で合意している事項を列挙して作成される、いわば覚書である。その内容には、ここまでの合意事項、今後の協議事項、会社法等の関連法規上の必要手続や届け出などが盛り込まれる。ただし、各条項にどの程度の法的拘束力を持たせるかは案件ごとに異なり、契約書と同等の強

い拘束力を持つものから、法的拘束力がほとんどないものまで様々な形態がある¹⁹⁾。

そしてProcess of M&Aのクロージングの段階では、デュー・デリジェンスないし買収監査が実施される。その目的は最終的な買収価格の算定に向けて企業価値評価を行うこと、相手先企業を取り巻く法務上のリスクの洗い出し、M&A後に事業を効率的に営むために必要な経営情報の収集と分析などである。実際の調査・分析は、弁護士、公認会計士、経営コンサルタントなど専門家が行う。デュー・デリジェンスの内容、範囲、および作業期間はM&Aの形態、相手先企業の業種や規模、M&Aに至る経緯などにより異なるので、一概にはいえない。ただし、基本的な企業内容の調査とは異なり、細部にまで調査・分析が及ぶ。たとえば、フィナンシャル・デュー・デリジェンスにおいては、経理の各種元帳や原簿との突合と現物確認まで行われる。万一、法務面や財務面で大きな瑕疵が発見されれば、M&Aの形態を見直したり、場合によってはM&Aそのものが中止になったりする。なお、M&Aの際に実施される標準的なデュー・デリジェンスの概要は表1の通りである。

デュー・デリジェンスを終えれば、それを踏まえて買収条件を確定するために交渉が行われる。その中でも最も重要な事項は最終的な買収価格の算定である。その前提となる企業価値評価については、それを求める代表的な手法として①市場株価法、②類似会社比較法、③類似取引比較法、④DCF法(割引キャッシュ・フロー法)が挙げられる。その概要は表2の通りである。通常のM&A取引においては、これらの複数の手法を併用することで企業価値評価を行うことが多い。そしてこうして求められた企業価値評価に買収プレミアムが加えられて最終的な買収価格が算定される。そのほかに、M&A後の事業継続に必要な従業員数、取引先、仕入先、各種契約の引き継ぎなどに関する手続やスケジュール、およびM&A後の現経営陣の処遇や退職慰労金について話し合われる。

交渉がまとまり、買収条件が確定すれば、正式契約締結日を決めて、契約の調印(クロージング)の準備に入る。最終合意内容を記載した正式契約書の準備、実印、印鑑証明、登録関係書類等の必要書類や物件の引き継ぎ、および売買代金の決済などの確認をする。なお、M&A取引においては、売買代

金は正式契約日に一括して支払うのが原則であり、支払方法も確認しておかなければならない。これらの準備を整え、正式契約締結日に両社が調印することでM&Aはようやく完了する。

表1 デュー・デリジェンスの区分と概要

区 分	概 要
ビジネス・デュー・デリジェンス	<ul style="list-style-type: none"> ・開発、購買、生産、販売、研究開発などの実態調査 ・外部の事業環境の把握 ・事業の将来性、成長可能性に関する分析 など
フィナンシャル・デュー・デリジェンス	<ul style="list-style-type: none"> ・決算書の適否 ・過去の財務数値の推移や資金繰りの実態把握 ・将来の損益見通し など
リーガル・デュー・デリジェンス	<ul style="list-style-type: none"> ・定款、登記事項などの確認 ・重要な契約事項に関する調査 ・係争とそれに伴う損害賠償などの調査 など

出所：伊藤(2007)，475ページ。

表2 M&Aで使われる主な企業価値評価手法

企業価値評価手法	概 要
市場株価法	<ul style="list-style-type: none"> ・対象が上場会社であれば、最も一般的な方法の1つ ・現在市場で取引されている株価水準をベースに株主価値を算定する ・デュー・デリジェンスを通じて一般の投資家が織り込んでいる以外に株価を左右する情報があると判断された場合には、それらの情報を加味して評価を行うことになる ・非上場会社には適用できない
類似会社比較法	<ul style="list-style-type: none"> ・評価対象会社と類似する上場会社の株価から算出される利益株価倍率をもとに、この倍率を対象会社の利益に当てはめて評価を行う ・対象と類似会社の特徴の違いに留意が必要
類似取引比較法	<ul style="list-style-type: none"> ・評価対象会社と類似する企業がM&Aにおいて取引された場合の取引価格から算出される利益倍率をもとに、この倍率を対象会社の利益に当てはめて算出する ・対象と類似案件

DCF法	<ul style="list-style-type: none"> ・対象会社が将来生み出すと予想されるキャッシュ・フローの現在価値合計をもとに評価を行う方法 ・従来は主に米国で使われてきた手法であるが、現在では日本でも一般的に使用されている ・資本コストや将来キャッシュ・フローの見積もりや、予測期間によって恣意性が入り込む点に注意が必要
------	--

出所：伊藤(2007)，476ページ。

Process of M&Aの手続を終えれば、Post M&Aの段階に移行する。M&Aのメリットを最大限に発揮させ、デメリットの顕現化を最小限に抑えるには、Post M&Aが重要になる。Post M&Aでは、通常、統合委員会を設立し、両組織の円滑な統合をサポートする。主たる統合分野としては、業務統合、財務統合、および人事統合が挙げられる。業務統合には、仕入、生産、販売、システム等の統合が含まれる。財務統合には、取引金融機関、経理処理の方法、資金の運用等の統合が含まれる。人事統合では、人員の配置転換(個々の従業員にとっては部署・職務・職位等の変更)が行われる。

(4) 事業再生型M&Aの特徴

本節では、ここまで主に成長目的型M&Aを想定して議論を展開してきた。本項では、それを踏まえながら、事業再生型M&Aに焦点を当てて、その特徴について多角的に考察する。事業再生を目指す企業にとってノンコア事業の円滑な分離を可能にするM&Aはなくてはならないツールといってよい。また、事業再生を目指す企業が同業界の他企業に吸収合併されたり、その傘下に入ったりする場合でも、M&Aは統合メリットなど多様なメリットを通じて事業再生を強力に後押しする。本項では、こうした事業再生型M&Aについて、ときに通常のM&A＝成長目的型M&Aと対比させながら、議論を展開していく。

事業再生型M&Aの特徴は次の5つである。第1に、買収企業が立場上、優位になることである。企業が、事業価値の劣化が顕在化し始めた段階で、すなわち時間的にゆとりの見込める状況でノンコア事業の売却を図るのならば、買収企業が優位に立つとは限らない。しかしながら、企業価値、事業価値が相当程度劣化してしまった段階で、事業再生を企図してM&Aを活用するのな

らば、買収企業は優位な立場で交渉を進めることが可能になる。というのも、そのような段階では、優秀な従業員や取引先が離反し始める、資金繰りが厳しさを増してくるなどの現象に見舞われており、時間的な余裕が失われているからである。したがって事業再生型M&Aでは、成長目的型M&Aにおいて起こりがちな企業文化の衝突などの特別な費用は発生しにくい。安田(2005)によると、対等合併を筆頭に成長目的型M&Aでは、企業文化の衝突や支配権争いが起こりがちであるという。成長目的型M&Aでは、Post Merger Managementの3要素といわれる、Power(意思決定権限)、Process(業務のやり方)、そしてPeople(従業員のモラルと価値観)のうち、PowerとProcessが重要なテーマとなる。一方、事業再生型M&Aでは、買収企業が立場上、優位になるため、PowerとProcessはほとんど問題にならない。むしろ、問題となるのはPeopleで、リストラ続きでモラルを失い、敗北者として萎縮してしまった被買収企業の従業員のモラルをいかに高めるのかが重要なテーマとなる。

第2に、メインバンクが主導する事例が数多く見受けられることである。メインバンクにとって、経営困難に陥った融資先企業が私的整理の枠組みでM&Aに成功すれば、事業再生に目途が立ち、法的整理に移行するよりも金融支援額を少なく抑えることができ、債権回収率も高くなろう。それとともに、メインバンクはその地域での「評判」を維持することもできる。メインバンクが地域金融機関ならば、この点はより重要であろう。こうしてメインバンクが率先して買収企業を探し出し、M&Aを仲介する事例が数多く見受けられることになる。ネットワークが地域内に限定される地域金融機関については、M&A専門会社と連携する動きもみられる。

第3に、買収企業にとって買収価格が安い一方で、通常のM&A(成長目的型M&A)に比べて潜在的なリスクが大きいことである。買収価格が安い理由は、上述のように、事業再生を目指す企業は概して時間的な余裕が失われており、価格よりもスピードを優先して交渉を行わざるを得ないことと、すぐ後で述べるように潜在的に大きなリスクを抱えていることに求められる。潜在的なリスクとしては、業績低迷や過剰債務など財務諸表で確認できる事実のほか、訴訟や紛争、偶発債務や簿外債務などを抱えていたりすることが挙げられる。加えて、人件費削減などによる労働環境の悪化によって従業員

のモチベーションが低下し、すでに優秀な従業員が相当数流出している可能性がある。特に中小企業の場合には人材が生命線を握っており、その流出は事業価値を著しく毀損させる。さらに、事業価値がどの程度劣化しているかによるが、法的整理に移行するリスクも考慮に入れなければならない。たとえばM&Aの手法として事業譲渡を選択した場合に、その後法的整理に移行すれば、買収価格が適正なものであったとしても、管財人により否認の対象とされる可能性がある。

第4に、事業再生ファンドが関与する余地が大きいことである。すぐ上で述べたように、事業再生型M&Aは潜在的に大きなリスクを伴う。ともすれば、それが事業再生型M&Aの障害となってしまう。しかしながら、事業再生ファンドは経営難に陥った企業に対するデュー・デリジェンスにおいて優位性を持つため、そのようなリスクを比較的容易に洗い出すことができる。そしてそれを踏まえて再生計画を策定するため、そのようなリスクが顕現化する可能性はより低いと考えられる。しかも、再生計画を実行に移す段階でも、同ファンドは「各方面から経営管理、技術、人脈などに優れた人材を受け入れ」(安東、2008)ており、こうした人材を活用できるため、事業再生を成功に導く可能性はより高いといつてよい。投資先企業が事業再生を成し遂げれば、同ファンドは上場(IPOまたは再上場)や二次売却によってエグジットを図ることになるが、最も多いのは一般事業会社への二次売却である。この場合、同ファンドは自己の手腕＝専門的知識・ノウハウによって事業再生型M&Aの触媒ないし橋渡し役を果たしたことになる。実際にも、第2章第3節で考察したように、2003年以降、事業再生ファンドを含む買収ファンドがかかわったM&A件数は飛躍的に伸びている。

第5に、多様なM&Aの手法が用いられることである。事業再生に適したM&Aの手法は、事業価値がどの程度劣化しているかによって大きく異なってくる。安田(2005)によると、事業再生型M&Aには「“M&Aのデパート”と呼ばれるほど多様な戦略がある」(22ページ)という。以下では、安田(2005)にしたがって「危機」——経営の失敗がキャッシュ・フローの不足と過剰債務を介して事業価値を劣化させてしまった状況や、産業構造の変化に適応できずに競争力を失ってしまった状況——の段階に応じたM&Aの手法について概観する。

まず、事業価値の劣化が顕在化し始めた段階である。この段階では、企業は業績が低迷し、資金繰りが厳しくなり始めている。ここでとられる方策は、経費節減や資産圧縮などによってキャッシュ・フローを捻出することと、事業ポートフォリオの再編によって「選択と集中」を図ることである。そしてノンコア事業を分離・売却する際にM&Aが活用される。事業再生を成し遂げるには、経済資源や時間についてまだ余裕の残っているこの段階で、ノンコア事業を分離・売却するのが望ましいが、経営者はそれを「経営の失敗」ととられることを恐れ、それに踏み切れないことが多い。

次に、産業構造の変化に伴って同業者とともに業績が落ち込んでしまった段階である。産業構造の変化の中で、同業界の企業が一律に業績悪化に見舞われ、状況を改善するには業界再編の視点が必要となる。すなわち、業界全体が地盤沈下し、その中で個別企業が一方では過当競争で経営体力を消耗し続け、他方で新しいビジネスモデルが構築できずに苦しんでいる状況である。経費節減や資産圧縮、事業ポートフォリオの再編ももちろん必要であるが、それだけでは根本的な解決には至らない。個別企業の枠を超えて、業界そのものを再編成することが必要になる。そしてそれを達成させるものこそM&Aなのである。M&Aを経て業界再編が実現すれば、過当競争が解消されるとともに、特に統合効果によって企業の生産性・効率性が高まることが期待される。ただしこうしたM&Aは、事業再編型M&Aではあるものの、同業界の企業同士による対等合併になりがちで、通常M&Aと同様に企業文化の衝突などM&Aのデメリットが顕現化しやすい。経営陣にとっては経営手腕が問われるところであろう。

次に、事業価値の劣化が進んで経営破綻が目前に迫った段階である。財務内容は債務超過寸前で、資金繰りも非常に厳しくなっている。人的資源をはじめ、経営資源についても散逸が進んでいる。この段階にまで至ってしまった企業に対する処方箋はもはや、競争力・成長性を見込める存続部門を選び出し、それについてのみM&Aを活用して分離・売却し、生き残りを図ることだけである。

そして最後に、最終的に経営破綻し法的整理に移行した段階である。法的整理の最大のメリットはより抜本的な財務・事業再構築を可能にすることで

ある。債務が大幅に削減されるとともに偶発債務や簿外債務など財務上のリスクもなくなるため、同業界に属する他企業がスポンサーとして、もしくは事業再生ファンドがM&Aに乗り出しやすくなる。そのような主体にとっては、買収価格の安さこそが最大の魅力である。しかしながら、本章第2節で幾度も言及したように、法的整理には特有のデメリットが伴うため、M&A後の事業再生はけっして容易なものではない。

なお、以上をまとめたものが表3である。

表3 各再生段階のM&A戦略の特徴

危機の段階	再生戦略	M&Aの形態	成功の要因
1. 業績悪化が顕在化	ノンコア事業の売却、コア事業への集中投資	売却(MBO含む)、グループ会社の完全子会社化	ノンコア事業売却後のポジティブ・シンキング
2. 産業再編が不可避	オーバーキャパシティの解消、規模の経済の追求	合併、合弁会社	新会社の利益を最優先した経営統合
3. 破綻寸前の状況	Good事業とBad事業の分離・再生	Good事業の買収	Good事業のStrong化
4. 法的整理	法的整理による債務カットを前提とした再生	法的整理後のスポンサーとしての買収	被買収先従業員のモラルアップを通じたバリュウ・アップの実現

出所：安田(2005)、29ページ。

(5) 銀行のM&A助言・仲介業務

a. 銀行業務におけるM&A助言・仲介の位置づけ

銀行にとってM&A助言・仲介は投資銀行業務の一環と位置づけられる⁸⁹⁾。経営戦略上、投資銀行業務を得意分野として他行との差別化を図りたい銀行にとってM&A助言・仲介はその柱のひとつであり、極めて重要な業務といえよう。

また、M&A助言・仲介はフィー・ビジネス(手数料業務)の一環であるとも

いえる。銀行の収益源は一般に、金利収入、債券などの売買益、および手数料収入の3つに大別される。邦銀は資産を活用する金利収入と売買益が収入の大半——大手行で約8割——を占め、専門的知識・ノウハウの提供の見返りに受け取る手数料収入が収入全体に占める割合は少なく、その拡大が課題となっている⁹⁰。したがってフィー・ビジネスの一環であるM&A助言・仲介についても、その強化が求められている。銀行にとってフィー・ビジネスの強化が課題となるのは、金利収入、売買益に比べて景気変動に左右されにくい安定的な収入源となるからである。たとえば、M&Aは好況期よりもむしろ景気後退期や不況期に案件数が増え、M&A助言・仲介はビジネス・チャンスが拡大する。というのも、事業再編成は景気後退期や不況期においてこそ必要になり、買取価格も安くなるからである。

以上から、M&A助言・仲介業務は、投資銀行業務に比較優位を見出そうとする銀行だけでなく、銀行全体にとって強化が必要となっていることが理解されよう。そしてそれと同時に、銀行にとってM&A助言・仲介は事業再生支援業務の一環であることも忘れてはならない。それはもちろん、M&Aが事業再生において極めて有効なツールであるためである。その特徴は次の2つである。第1に、投資銀行業務の一環としてのM&A助言・仲介は対象が大企業に限られるのに対し、事業再生支援業務の一環としてのM&A助言・仲介は、フィー・ビジネスの一環としてのM&A助言・仲介と同様に、大企業だけでなく中小企業も対象に含むことである。第2に、事業再生支援業務の一環としてのM&A助言・仲介では、成長目的型M&Aではなく、もっぱら事業再生型M&Aを手掛けることである。特に第2の特徴に照らせば、次のようにいえよう。すなわち、前項で考察したように、事業再生に適したM&Aの手法は、事業価値がどの程度劣化しているかによって大きく異なってくる。したがって銀行は事業再生型M&Aに取り組む上で、それを見極める能力と、多様なM&Aの手法を「危機」の段階に応じて駆使できるだけの専門的知識・ノウハウを蓄え、経験を積むことが必要になる。

b. M&A助言・仲介業務の将来性

銀行にとってM&A助言・仲介業務は将来有望なビジネスと考えられる。そ

の理由は次の2つである。ひとつは、銀行業が金融を媒体とした情報産業であることである。銀行はもともと財務、税務、法務等に関する専門的知識を備え、また弁護士、公認会計士、経営コンサルタントなど各方面の専門家とのネットワークを有しているが、それに加えて銀行が行うマクロ経済、地方経済の現況に関する調査・分析や、銀行が情報生産活動を通じて蓄えた各産業に関する広範な知識はM&A助言・仲介においても活かせると考えられる。

もうひとつは、銀行が裾野の広い法人顧客基盤を持っていることである。銀行は通常、多数の企業と取引関係を構築している。しかも銀行はメインバンク関係ないしリレーションシップバンキングを通じて個々の企業について豊富な情報・知識を有しているため、融資先企業同士をM&Aによって結びつけることは十分に可能である。また、ビジネスマッチング(取引先紹介)業務も銀行が厚い法人顧客層を活かせる業務であるが、それが実を結んでM&Aにまで発展した場合に、銀行はその仲介を手掛けることもできる。

以上から、M&A助言・仲介業務は銀行業務と親和性が強く、銀行にとって将来性に富むビジネスであると結論づけられよう。

IV おわりに

本稿の目的は、銀行の今後の経営戦略において融資先企業の事業再生支援はどのように位置づけられるのかについて、理論・実際面から明らかにすることであった。具体的には、銀行業の本質である情報生産機能と、融資先企業の事業再生支援との関係、事業再生を支援する現行の諸制度の下で、また様々な主体(事業再生ファンドなど)が事業再生支援を手掛ける中で、銀行はそれにどのように取り組むことが求められるのかについて考察してきた。ここでは、ごく簡単に第Ⅱ章と第Ⅲ章の内容を振り返り、最後に若干の付言を行って本稿を締め括る。

第Ⅱ章「事業再生と銀行の情報生産機能」では、まず不良債権問題と関連させて銀行による融資先企業の事業再生支援の意義を確認した。そしてこれは間接償却や最終処理と異なって副作用の少ない不良債権処理方法であることが明らかになった。次に再生支援業務は銀行業の本質である情報生産機能の

中でどのように捉えられるのかについて、理論・実際面から考察した。そして再生支援業務は債権管理活動と密接に関連し、銀行が中核に据えなければならない業務であることが明らかになった。

第Ⅲ章「事業再生と金融」では、第1節で邦銀が具体的にどのような手法を用いて企業を金融面から支援しているのかについて考察した。対象としたのは、債権放棄、DES、およびDIPファイナンスであった。第2節では、事業再生を支援する現行の諸制度について概観した。主な対象となったのは、私的整理ガイドライン、民事再生法、会社更生法、および産業再生法であった。第3節では、銀行以外で事業再生を手掛けている主体について概観した。対象としたのは、事業再生ファンド、RCC、産業再生機構、および中小企業再生支援協議会であった。第4節では、本稿の中心をなす部分として、銀行は事業再生支援にどのように取り組むことが求められているのかについて検討した。

第1項から第4項において、早期事業再生を促進する融資方法について考察した。対象としたのは、リレーションシップ貸出、動産担保融資、およびコベナンツ・ファイナンスで、この中で基盤となるのはリレーションシップ貸出であった。その理由は第1に、同貸出は銀行業の本質である情報生産機能と密接不可分であることに求められる。同貸出を情報生産機能と関連づけて定義すれば、「審査活動(与信判断)に際して、長期・継続的な取引関係に依拠したモニタリング活動によって蓄積された情報、とりわけソフト情報を重視する融資方法」となる。第2に、同貸出がいかなる企業に対しても適用できるのに対して、現在のところ、動産担保融資とコベナンツ・ファイナンスは適用対象が、前者であれば中堅以上、後者であれば銀行と企業との力関係において銀行が優位に立つ企業に限定されることに求められる。

第5項では、早期事業再生を促進するために、どのように情報生産機能を強化・変革したらよいかについて考察した。リレーションシップ貸出を推進することによって、必然的に同機能は強化・変革される。具体的には、邦銀は審査活動に際して、長期・継続的な取引関係の中から蓄積された情報、とりわけソフト情報を重視することと、それに関連して組織内部で審査部門がこれまで以上に営業部門、特に融資担当者の融資先企業に対する評価に耳

を傾けることが必要になろう。モニタリング活動については、これまで以上に銀行・企業間のコミュニケーションの質・量を高めること、つまり融資担当者が経営者・従業員と接触し情報交換を行う頻度を高めることが必要になろう。経営戦略面でも、邦銀は企業とのコミュニケーションをより充実したものとするために、支店の増設と融資担当者の増員を図ることが必要となろう。早期事業再生を促進するには、リレーションシップ貸出と平仄を合わせるかたちで情報生産機能を強化・変革するだけでなく、同機能を独自に強化・変革することもまた必要である。たとえば、「早期事業再生指標群」をモニタリング活動において活用することが挙げられる。

第6項では、第Ⅲ章のここまでの議論を踏まえながら、銀行が事業の変調や事業価値の劣化を早い段階で察知することができず、過剰債務を抱えてしまった融資先企業に対してどのように事業再生を支援したらよいかについて考察した。銀行が過剰債務企業について事業再生支援に乗り出す場合には、みずからそれを手掛けるのか、貸出債権を流動化して第三者に全面的にそれを委ねるのかを判断しなければならない。銀行は債権者として保守的な経営を求めがちで、成熟産業に属する企業についてみずから事業再生支援を手掛けることが多くなると考えられる。さらに、銀行はみずから事業再生支援を手掛けるにしても、独力で支援を手掛けるのか、第三者と連携して支援を手掛けるのかを判断しなければならない。銀行＝メインバンクは、私的整理に伴う債権者間調整について難航が予想されたり、実際に難航してしまった場合には、RCCや中小企業再生支援協議会に協力を要請し、「債権者間調整機能」を果たしてもらうことが合理的である。また、地域金融機関は融資先企業との膠着関係から脱し、距離を置いたかたちで事業再生を支援したいときには、自身も出資している中小企業再生ファンドに貸出債権を売却し、ファンドと連携して支援を手掛けることになる。

銀行がみずから事業再生支援を手掛ける場合、私的整理を活用するのか法的整理を活用するのかを判断しなければならない。前者のメリットは事業価値が損なわれないこと、後者のそれはより抜本的な事業・財務再構築を可能にすることである。ゆえに、ブランド・イメージ(または信用力)や商圏、人材が事業を遂行・展開する上で不可欠な業種に属する企業は私的整理を、事

業価値の毀損・劣化が比較的小さい製造業は法的整理を選択することが望ましい。また、業種を問わず、著しい債務超過に陥っていたり、一般商取引債権さえデフォルトしかねないほど資金繰りに窮していたりする場合には、法的整理を選択せざるを得ない。そのような場合、ブランド・イメージなどの維持が求められる業種に属する企業については、スポンサーによる「信用の補完」を伴ったプレパッケージ型事業再生を採用するなど、事業価値の著しい毀損・劣化を克服する特別な手段を講じることが不可欠となる。

第5節では、事業再生において最も有効なツールと云ってよいM&Aについて制度面を中心に多角的に考察するとともに、事業再生型M&Aの特徴を明らかにした。第5項では、M&Aは事業再生において極めて有効なツールであるため、銀行にとってM&A助言・仲介は事業再生支援業務の一環であると述べた。その特徴は次の2つである。第1に、事業再生支援業務の一環としてのM&A助言・仲介は大企業だけでなく中小企業も対象に含むことである。第2に、事業再生支援業務の一環としてのM&A助言・仲介では、もっぱら事業再生型M&Aを手掛けることである。特に第2の特徴に照らせば、次のようにいえよう。すなわち、事業再生に適したM&Aの手法は事業価値の劣化の程度によって大きく異なるが、銀行は事業再生型M&Aに取り組む上で、それを見極める能力と、多様なM&Aの手法を「危機」の段階に応じて駆使できるだけの専門的知識・ノウハウを蓄え、経験を積むことが必要になる。

では最後に、若干の付言を行って本稿を締め括りたい。小泉政権が2002年10月に公表した「改革加速のための総合対応策」の中で産業と金融の一体的再生を掲げたことに象徴されるように、2000年代前半に事業再生は急速に脚光を浴び、数多くの銀行が事業再生部を新設して精力的に事業再生支援に取り組んだ。しかしながら、この頃から始まった景気回復に後押しされて、それが一定程度成果を収めるとともに、不良債権処理が峠を越えると、事業再生部の多くが役割を終えたとして解散された。そして現在、2002年1月に始まった景気回復・拡大局面が循環的な要因から終焉を迎えるとともに、米国に端を発するサブプライム問題が証券化商品を介して国際的な規模の金融危機を引き起こし、それが日本経済にも悪影響を及ぼし、本格的な景気後退・不況局面に移行することが懸念されている。こうした状況の下で、邦銀の中

には、不良債権の漸増にかんがみて事業再生部を復活させるものも現れ始めている。事業再生支援が銀行業の本質である情報生産機能(特にモニタリング活動)と密接に関連し、加えてパーゼルIIとの関係等から早期事業再生が求められることを考慮すれば、経営戦略上、事業再生部を常設の機関とする選択肢もとりうるのではないか。その際には、情報生産活動に携わる部門、M&Aを取り扱う部門などと連携を保ち続けることが重要になるろう。

脚 注

- (1) 一般的に、M&Aのメリットは一括りにシナジー効果という言葉で表現されている。以下で述べるM&Aの4つのメリットは、筆者なりにシナジー効果を4つに分類したものとよい。
- (2) ただし、仕入先を統合・整理するに際して、仕入条件の比較、仕入契約の整理、仕入先との交渉、仕入契約の再締結、仕入業務機能の統合、購買管理システムの統合等の作業が発生する。これら一連の作業を終えなければ、ボリューム・ディスカウントは享受できない。
- (3) シュンペーターが『経済発展の理論』(1926年)において明示したイノベーションの内容は次の通りである。すなわち、①新製品の開発、②新しい生産方法の導入、③新しい販路の開拓、④原料・半製品の新しい供給源の獲得、⑤旧組織の破壊と新組織の形成である。
- (4) また、自己資本比率規制をクリアする必要性のほかに、銀行株式保有制限法の規定によって、銀行は2004年9月中間決算までに株式保有を中核自己資本と同額までに抑えなければならず、株式を積極的に処分した。
- (5) 蟻川・宮島(2008)において、M&Aが最盛期を迎えた2005-07年を対象期間として東証1・2部上場企業(金融機関を除く)を対象に行われた実証分析によると、持ち株会社の仕組みがM&Aを促進する効果は大きく、企業が経営戦略としてM&Aを活用する確率を10%近く高めたという。
- (6) 「対価の柔軟化」については後で詳しく説明する。
- (7) 会社分割の戦略的な活用法としては「スピノフ」と「カープアウト」が有名である。「スピノフ」は企業(親会社)が一事業部門を分離・分社化する(→子会社)に際して、子会社が親会社に自社株を交付するものを指す。親会社から独立させることで価値が上昇すると見込まれる、すなわち「出藍の誉れ」が期待される成長事業が「スピノフ」の対象となる。また、子会社が自社株を親会社の株式と交換に交付するものを「スピリットオフ」という。「カープアウト」とは、子会社が分離・分社化と同時にIPO(新規株式公開)を行うものを指す。企業の一部を「曲線」で切り離すという意味である。「カープアウト」は企業の親子関係を維持しながら、株式市場から資金調達を行うことを可能

にする(藤岡・栗田, 2006)。

- (8) その理由として、①日本の会社法制と外国の会社法制との間に組織再編行為の効力発生時期や効果が異なる場合に、包括承継等の効果を発生させることが困難であること、②外国企業側の組織再編法制は国ごとに異なるため、外国企業がどのような手続で組織再編を行った場合にその行為を有効とするかを明確に規定することが困難であること、などが挙げられる(渡邊・樋口, 2006)。
- (9) とはいえ、実際には日本企業の多くが、三角合併が敵対的買収の手段として使われることを懸念している。想定されるのは、TOBで議決権の過半数を取得して役員を送り込み、その上で三角合併を株主総会に提案する「二段階買収」で、さらに総会で2/3以上の賛成を得られれば、100%子会社化でも現金は買収額の約半分で収まってしまう。株式を投資ファンドなど機関投資家から直接、取得することも考えられる。
- (10) なお、事後設立に関する株主総会決議の要否の基準は、事業全部の譲受の場合における株主総会決議の要否の基準(たとえば、存続会社等の譲受側については発行済み株式総数の20%、あるいは分割会社については総資産の20%)に合わせるようになった。
- (11) 本項の内容は主に湊(2005)、藤岡・栗田(2006)、および伊藤(2007)に依拠している。
- (12) 基本合意書の法的拘束力について詳しくは、たとえば喜多村(2008)を参照されたい。
- (13) 投資銀行はインベストメント・バンクの日本語訳で、本来は、つまり米国ではホールセール業務に特化した証券会社のことを指す。日本で投資銀行業務という場合、銀行、証券会社を問わずM&A助言・仲介や財務・資本戦略に関する助言によって手数料を得る業務、M&A資金の融資など高度な専門知識・ノウハウを必要とするホールセール業務一般のことを指して使われる。収益性の高い業務として知られる。
- (14) 制度改正もこの流れを後押ししている。すなわち、金融庁は2003年6月末、事務指針を改正し、コンサルティング業務、ビジネスマッチング(取引先紹介)業務、M&A助言・仲介業務、および事務受託業務を銀行法上の「付随業務」に位置づけた。これにより、銀行はフィー・ビジネスの一環としてこれらの業務を展開することが可能になった。

参考文献

- (1) 安東恭志(2008)「投資ファンドの活用進めよ」『日本経済新聞』9月12日付<経済教室>。
- (2) 蟻川靖浩・宮島英昭(2007)「M&Aはなぜ増加したのか」宮島英昭編『日本のM&A』日本評論社。
- (3) 蟻川靖浩・宮島英昭(2008)「どのような企業がM&Aを選択するのか」『一橋ビジネスレビュー』冬号, 東洋経済新報社。
- (4) 知野雅彦・寺田昌人(2006)「M&Aによる企業再生」『ターンアラウンドマネージャー』12月号, 銀行研修社。
- (5) 藤岡文七・栗田昌之(2006)「M&A取引と制度」落合誠一編『わが国M&Aの課題と展望』商事法務。

- (6) 藤原総一郎ほか(2006)『M&A・事業再生用語事典』日経BP社。
- (7) 古市峰子(2008)「会計制度改革の成果と課題:この10年を振り返って」『金融研究』(日本銀行)8月号。
- (8) 服部暢達(2005)『M&A最強の選択』日経BP社。
- (9) 服部暢達(2008)「M&A成功の条件」『一橋ビジネスレビュー』冬号, 東洋経済新報社。
- (10) 伊藤邦雄(2007)『企業価値評価』日本経済新聞社。
- (11) 岩田規久男(2007)『そもそも株式会社とは』ちくま新書。
- (12) 神田秀樹(2006)『会社法入門』岩波新書。
- (13) 神田秀樹(2007)『会社法〔第9版〕』弘文堂。
- (14) 喜多村勝徳(2008)「レター・オブ・インテントの法的意義と機能」『会社法務A 2 Z』12月号, 第一法規株式会社。
- (15) 久保克行(2008)「合併・買収は従業員にとって, 悪いニュースか」労働政策研究・研修機構『日本労働研究雑誌』No.578。
- (16) Milgrom, Paul and John Roberts (1992), *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall [奥野正寛ほか訳『組織の経済学』NTT出版, 1997年]。
- (17) 湊雄二(2005)「M&Aの戦略とプロセス」『経済セミナー』9月号, 日本評論社。
- (18) 宮島英昭(2005)「M&Aで何が変わる?」『経済セミナー』3月号, 日本評論社。
- (19) 宮島英昭(2007)「増加するM&Aをいかに読み解くか」宮島英昭編『日本のM&A』日本評論社。
- (20) 『日本経済新聞』関連記事。
- (21) 小田切宏之(2007)「M&Aの競争政策」『経済セミナー』9月号, 日本評論社。
- (22) 大久保幸夫(2006)「M&Aの成否を左右する企業文化の融合」落合誠一編『わが国M&Aの課題と展望』商事法務。
- (23) レコフ(株)ホームページ, <http://www.recof.co.jp/>
- (24) 下谷正弘(1996)『持株会社解禁』中公新書。
- (25) Schumpeter, Joseph A. (1926), *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, 2. Aufl., Duncker & Humblot [塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論』岩波書店, 1980年]。
- (26) 清水淳二(2008)「事業再生型M&A」『ターンアラウンドマネージャー』6月号, 銀行研修社。
- (27) 渡邊 顕・樋口 達(2006)『企業再編の要点』商事法務。
- (28) 渡邊 顕(2007)『敵対的買収』角川書店。
- (29) 安田隆二(2005)「企業再生におけるM&Aの活用」『一橋ビジネスレビュー』秋号, 東洋経済新報社。

