

第3回 日本橋ファイナンス・フォーラム

「我が国M&Aの新潮流とコーポレート・ガバナンス」

報告者：鈴木裕之 野村証券株式会社 執行役（インベストメント・バンキング担当）

コメンテーター：宮島英昭 早稲田大学商学部教授、ファイナンス総合研究所副所長

日 時： 2006年11月17日（金）14:00～15:40

場 所： 早稲田大学日本橋キャンパス・ホール

■ 近年のM&A（概観）

2006年（1—10月）のM&Aは、件数は前年並みであるものの、大型案件が減少したことから金額ベースでは前年に比べて低い水準（前年同期比▲29%）となっている。業種別件数では「ハイテク」が圧倒的に多いが、取引金額では、バランス・シートのサイズが大きい「金融」が圧倒的に大きい。最近では、「技術を買う」から「ネットワークを買う」によって安定的な収益を確保しようとする買収が増えており、件数、金額とも「小売」「卸売サービス」が目立ってきている。

目的別・形態別では「不採算部門を売却する」から「不採算部門ではないがコア・ビジネスではない部門を売却する」にシフトしつつある。80年代以降米国を中心に大型金融機関同士の合併が起きるなど、コングロマリットを作る動きが多かった。しかし最近では「コングロマリット・ディスカウント」という言葉があるように、いかにカリスマ的経営者であっても事業領域を広げていくと遅れる分野が出てくることから、業容の拡大は「手を抜く」と見られるようになってきた。コア・ビジネスとノンコア・ビジネスとを明確に分けるようになってきたとも言える。

地域別では、件数・金額ともに世界最大は米国である。M&Aは世界的ブームとなっており、米国・欧州・アジア（除く日本）では1—10月で昨年の実績（金額ベース）を上回っているものの、日本は件数・金額とも昨年とほぼ同じペースにとどまっている。

■ 最近のM&Aの特徴

最近の特徴的な動きは、TOBが企業結合の重要な手段となってきたことである。今後も税制改正（株式交換の適格要件の変更）によりさらに増加する可能性が高い。TOBは他社を買収するのみならず、経営陣による企業買収（MBO）、すなわち非公開化においても重要な手段となりつつある。

これまで敵対的TOBをかける買収者は、外国企業とファンドに限られていた。しかし、最近では、非友好的買収も選択肢の一つと考える企業が増えてきており、日本の事業会社を買収者となる事例も発生している。これは90年代以降、企業の社会的責任がクローズア

プされる中、企業としてとるべき行動や経営判断が注目されるようになり、株主にも同じ思想が広がってきたことが背景にある。王子製紙の場合は、統合戦略を世に問うと同時に、相手方企業の株主、すなわち機関投資家に対しても経営戦略の判断を問うたのである。

世界における敵対的M&Aは言うまでもないが、巨大再編による世界規模での鉄鋼生産拡大を狙って、アルセロールへの敵対的TOBをかけたミタル・スチールの事例のように、敵対的買収も経済合理性が追求されれば、最終的には友好的となるケースも多い。むしろ最後まで敵対的買収で終わるケースの方が少ない。

■ 企業買収の本質とは

企業買収の本質は「ヒトも買う」ということである。工場や機械を多少割安に買って、オペレーションを伴わない施設は一から始めなければならない。基幹システムが異なれば買収後のメンテナンスも異なる。管理・運営をするヒトが気持ちよく働いてくれるような買収でなければ企業価値が棄損する。買収する場合は「オペレーションするヒトも買収する」ということが最も重要である。

敵対的買収の場合には、更にプレミアムが必要になる。米国では、敵対的でない通常の買収のプレミアムは平均株価の3割増しが標準的であるが、敵対的買収の場合は、プレミアムが高いほど成功する確率が高まり、経験的には5割増し程度である。ただ、その企業に希少価値がある場合は、多少無理してでも買うという経営判断は随所に見られる。

■ MBOとプライベート・エクイティ・ファンドの役割

最近ではプライベート・エクイティ・ファンド（以下、PEF）がM&A市場で定着してきた。時価総額が大きい会社がMBOを行なう場合、すかいらーくの非公開化を例にとると、ファイナンシャル・スポンサー、すなわちPEFがSPCを設立し、SPCがすかいらーくにTOBを実施した。SPCは残りの株式を産業活力再生法の利用により現金で買い取り、すかいらーくを完全子会社化した。今年の10ヵ月間でPEFが関与したM&Aは金額ベースで全体の20%強となっている。

ここ5年間で非公開化を伴うMBOの主な事例では16件のうち、PEFの力を借りていないのがわずか3件にとどまっているように、PEFが資金を賄うことで、多くのMOBが可能となっている。これらは日本では新しい潮流であるが、世界的にはユニークなものではなく、アメリカでは古くから行なわれているものである。

■ 企業経営と企業価値

企業価値を判断する要素には、「時価総額」「EV（エンタープライズ・ヴァリュー）」「資産価値」「設備・生産能力」「経営陣の手腕」「従業員の資質」があるが、案外、問題となるのが「不動産」である。なぜなら株式市場から見た時間軸と、不動産市場から見た時間軸が異なるからである。たとえば、ある物件の容積率200%を400%に変更するためには、自

治体に都市計画を見直してもらおうなどの必要があり、それに3年かかる場合、今のキャッシュ・フローでは企業価値には反映されないが、3年後の企業価値は高くなる。このケースのように、買収側の属性によって買収価格が異なる場合がある。

■ M&Aとコーポレート・ガバナンス

80年代の米国で「乗っ取り屋」と評された T. Boone Pickens 氏は、「私は戦ってきた会社のトップから『乗っ取り屋』『共産主義者』などと罵られたが、・・・<中略>・・・私は常に株主価値の極大化のために働いていた」と書いている。これは誰にも否定できない言葉である。

買収される会社の経営陣は何をもって自分を律するのか。それは株主から経営を付託された者の責任であり、具体的には「duty of care (注意義務)」と「duty of loyalty (忠誠心)」の二つである。典型的な例では、A社がB社から敵対的TOBを受けるが、A社が拒否しているケースである。この場合、A社は何をすればよいかという議論である。B社が提示した金額が100ドルの場合、ホワイトナイトが来て120ドルでA社を買ってくればいいので、A社は自社を売ることを宣言する。その時、B社が130ドルで買うと言えば、A社は130ドルでB社に売らなければならなくなる。つまり、自社を売ることを宣言した段階で、A社は「duty of care」も「duty of loyalty」も放棄したモードに入っていることになる。したがって、A社は自分達が経営することが一番良いということを立証しなければならない。それがまさに経営を付託された者の責任であり、常に80年代から議論されてきたことである。

■ 買収防衛策について

それをどこまでやっていいのか、というのが防衛策であり、発祥地はもちろん米国である。米国法律事務所ワクテル・リプトンのマーティン・リプトン氏が発明した「ポイズン・ピル (毒薬条項)」とは、経営陣を守るためのものではなく、株主に権利を与えることである。たとえばA社がB社を買収する時、B社の株主はA社の株式を半額で取得することができるとする。このように決して経営陣を保護するのではなく、あくまで被買収企業の株主に権利を与えることである。これはコーポレート・ガバナンスに連なるM&Aの本流にある考え方である。

具体的な防衛策には、事前に株主に相談したり、社外取締役から構成される委員会のような第三者機関で相談したりすることなどがある。ただ、日本の社外取締役は日が浅いため、米国のように役割が完全に固まっているわけではない。日本の場合、社外取締役といっても、関係の深い事業会社の会長などが含まれることがあり、完全に独立しているとは言えないケースが少なくないのが実態である。その意味では、コーポレート・ガバナンスをバックアップし、諫めてくれるのは機関投資家である。

■ 株式を対価としたクロスボーダーM&Aを容易にする会社法

最近、話題になっている「三角合併」とは、外国会社（親会社）の株式を対価にして日本の会社を買収することである。日本では、すでに株式を対価にして買収することはできるが、会社法改正により外国企業が株式を対価として日本企業を買収できるのは2007年からとなっている。

たとえば、A社（米国）が日本に子会社B社を設立する。B社に対して株式を発行し、B社が親会社（A社）の株式を持つことになる。日本の企業C社とB社を合併させる時に、C社の株主にB社が持つA社株を渡す。するとC社はA社の株主になってB社と合併することになる。この三角関係の合併を「三角合併」と呼ぶ。

このスキームでは、C社とB社は合併決議をしなければならない。A社株は日本で上場していなければ、株主にとって流動性の面でマイナスになるので、この場合、お互いの株主がそれを認めるといって何らかの民主的な手続きを担保しようと議論されているのが、特殊要件を導入するというものである。すなわち、通常、合併の場合では、「特別決議」になるところを「特殊決議」にする。「特別決議」は議決権の半数が参加して3分の2以上の賛成を必要とするが、「特殊決議」では議決権ではなく株主の半数が出席する必要がある。この議論は、今後、しばしば報道されるようになると思われる。

また、今まで触れていなかった点で、日本において非常に重要な点がある。それは会計制度である。たとえばインドのA社が三角合併によって日本企業を買収する場合、A社の財務諸表がインドの会計基準に基づくものであれば、それを日本の金融庁が認めていないため、事実上、三角合併はできない。しかもその承認基準が国ごとに個別であるほか、税制の違いなど、三角合併の実現には実務上の問題がある。

ただ、あくまでも原理原則はコーポレート・ガバナンスという言葉に象徴されているように、企業経営者がターゲットとなった時にどういう決断をするのかが最も重要であることは言うまでもないが、今後、M&Aの事象を見るとき、そうした観点で見ると違った見方もできるだろう。

【ディスカッション】

報告に続いて、活発なディスカッションが行なわれた。

90年までの日本のM&Aは、日本企業が海外企業を買収するケースがほとんどであったが、ここ5～6年は、日本企業が買収のターゲットとなるケースがブームを迎えている。その中で「鉄鋼」「紙パ」から「金融」へ、そして「ハイテク」「小売」へという業種別の流れがある。ただ、世界的に見ると、日本の経済規模から見て、日本のM&Aの規模は小さい。こうした現状認識の下、コメンテーターより、現在の日本のM&Aの水準や今後の展望についてどう評価すべきかについて問題提起がなされた。

コメンテーターによれば、M&Aには以下の3つの決定要因がある。

- ① ショック：99～02年は、コスト上昇や需要急減のようなマイナスのショックが、M&Aのドライバーとなっていたが、02年以降は、技術革新や規制緩和などのプラスのショックが、企業がM&Aを成長戦略の選択肢の一つとなった。
- ② 制度：企業結合法制の整備によって、M&Aが促進されるようになった。メインバンク制などの制約が緩和したことも、M&Aを促進した。
- ③ 金融：マクロ環境として低金利の状態にあったことや、M&Aの仲介機関が整備されてきたことも、M&Aの増加に寄与した。ただ、M&Aブームと株式市場のブームが必ずしも対応しておらず、特に株式交換によるM&Aの動向は不透明な面がある。

これに対して、報告者は、M&Aの決定要因として「株式市場のブーム」ないしは「株価」が必ずしも重要な要因ではない、との認識を示した。株価が高ければ、買収の対価として発行する株式数は少なくて済む。しかしながら現在は現金で買収でき、その現金を貸してくれるところもある。その一つがPEFである、と指摘した。また、その産業を取り巻く環境によっても異なり、その例として「小売」は国内でどれだけシェアを獲得するかが重要であるため、競争の範囲が国内に限るが、「紙パ」は中国の安価な紙が輸入されてくると競争の特性が変わり、競争の範囲が国内だけでなく、グローバルになると、日本の環境だけがM&Aの決定要因になることはない、と指摘した。

また、M&Aの経済的役割について、次のようなコメントがあった。M&Aが経済にとってポジティブな効果があったと考えられるのは、①組織効率や、②資源配分効率の上昇、である。①組織効率としては、買収する企業のマネジメント・スキルやノウハウが買収される企業に移転することによって、財務政策がより適切になされるようになる。②資源配分効率としては、低収益企業（部門）の撤退、過剰設備・債務・雇用の処理などにより、80年代の米国のM&Aがリストラを最も効率よく実現する手段として使われた。

こうした認識の下で、村上ファンドを含む、いわゆるアクティビスト・ファンドがどのような役割を果たしたのか、という問題が提起された。具体的には、2000～03年には、フリー・キャッシュ・フローの削減に寄与したことで、日本企業に資本コストを意識させ、財務政策を転換させる役割を演じたという見方や、裁定余地を低下させたという見方があり、さらに、事業法人間のM&Aの触媒になったとの見方などもあるが、これらについてどう考えるかとの質問があった。

これに対して報告者は、経営陣を送り込まなかった過去と経営陣を送りこむようになった現在との大きな違いを指摘した上で、PEFが企業経営のサポーターとしての役割をも果たすようになってきた、との認識を示した。

さらに、王子製紙のTOBをどう見るかについて、事業法人が敵対的買収を行なう例が戦後ほとんどなかった日本で、企業の成長戦略として敵対的買収を実際に選択肢として持つ段階に入ったという意味で、画期的なケースと位置づけられるとの考えが出された。王子製紙の場合は、結果的に目的を達成できなかったものの、成長戦略としてM&Aを想定

している企業が多い中、現時点では、Private negotiation を通じてターゲットの合意を取ることが原則となっているものの、今後のシナリオとして、徐々に変わっていくと考えてよいのか、それとも、ターゲットの従業員の合意はポストM&Aの鍵だから変わらないのか、という問題も提起された。

これに対して、報告者は、非同意でスタートするM&Aが今後も重要な選択肢の一つとして位置づけられるという基本的な見方の下で、株主としての従業員、あるいは機関投資家が敵対的買収をどう判断するか、が重要との考えを示した。プラスには働かないとしても、現在マイナスに効いている要因が、次第にニュートラルなものになっていく可能性もある、と指摘した。また、グローバル化の中で「国内」というタグが外れると、大きくプラスに変わる可能性があるとし、国際的にプレゼンスを増す日本企業がM&Aを考える際も日本だけを考えることはあり得ない、との見方を示した。

最後に、TOB終了後に株価が急落することについて、実務者としてどう考えているかとの問いに対して、報告者は、株価は投資家が企業価値をどう見るかによるとし、具体的には、プレミアムがシナジー効果として現れる「時間軸」をどう見るか、が重要な要素の一つである、と指摘した。

(以 上)