

特集

財務マネジメント・サーベイ

今後のM&A動向を探る

三角合併解禁のいま、戦略としてのM&Aを考える

松田千恵子

ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン株式会社
エグゼクティブ・ディレクター
日本CFO協会 協会主任研究委員

ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン株式会社
CFO アジェンダチーム

今年5月1日、会社法施行から一年を経て、

先送りされていた三角合併（合併対価柔軟化の一つであり、

外国企業が在日子会社を通じて日本企業を吸収合併することが可能になる）が解禁された。株式時価総額の大きい

欧米の有力企業が積極的に活用するケースを懸念するムードと同時に、国境を越えたM&Aの活発化など企業価値や国際競争力の向上など、期待の声も合い混じっている。このような状況下において、各企業はどのように受け止め、対応しようと考えているのか、その実態と今後の課題認識について報告する。

今回のサーベイは、三角合併解禁のタイミングで、M&A経験、

敵対的買収や三角合併の評価、買収防衛策、今後のM&A動向などについて、実態調査を行ったものである。

回答企業のプロフィールは、製造業が七〇％、グループ年商が一〇〇億円～一、〇〇〇億円、

一、〇〇〇億円～五、〇〇〇億円、五、〇〇〇億円以上がそれぞれ約三分の一、

またグループ従業員一、〇〇〇人超が八〇％であった。誌面の都合で本稿では調査の一部を紹介する。

はじめに

M&Aについては、従来の企業再生を目的としたM&Aではなく、コア事業の積極的な推進を目的としたM&Aや上場廃止なども含めたMBOといったように、内容が様変わりしてきており、件数もここ数年飛躍的に増加してきている。

そうした中、今年五月一日に、会

社法施行から一年を経て、先送りさ

れていた三角合併が解禁された。三

角合併とは、買収会社が被買収会社

の株主に対して（買収会社の株式で

はなく）親会社の株式を交付する方

法での合併をいう。合併の当事会社

はいずれも日本法人でなければなら

ないが、親会社の株式は外国会社の

ものであってもよいことから、三角合

併は外国企業が日本企業を買収す

る際の有力な手段の一つといえる。

三角合併は敵対的買収そのものでは

ないが、敵対的買収を増加させる効

果があることから、経済界の一部に

は三角合併を使いにくくしようとする

動きがみられるほか、企業価値を

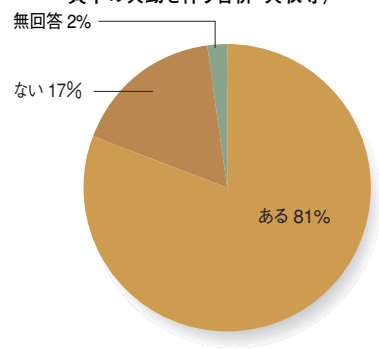
毀損するような敵対的買収は断固

拒否すべきである、といった声が聞か

れるところである。一方、専門家の

間では、三角合併は国際的なM&A

図1 ●M&Aの経験（M&Aの定義：簡易再編を除く資本の異動を伴う合併・買収等）



【調査方法】
無作為に抽出した上場企業五百社の財務担当役員宛に調査票を送付。
調査期間…二〇〇七年四月二三日～二〇〇七年五月九日
調査票回収数…四七社（回収率九四％）
実施…日本CFO協会

を促進するもので日本経済の活性化に不可欠であり、手続きとしても被買収企業の経営陣の同意を得る必要があることから、直ちに敵対的買収が増えるとの懸念は当たらない、とする見方が多い。こうした状況下において、既に二〇〇社を超える企業が買収防衛策を導入しているのが現状である(注1)。

M&Aは経営戦略上の選択肢

まず、M&Aの経験状況について見てみよう。M&Aの経験については、ある、と回答した企業が八割を超えている(図1)。

次に、この先二〜三年を念頭においた場合、自社がM&Aを行うことを検討していますか、という問いに対して、検討していると回答した企業は、七割近くに上っている(図2)。もはや、M&Aは経営戦略上の選択肢として常に検討すべき課題となつたことが明らかになっている。そのうち、M&Aを具体的に検討中または実施中としている企業は約三割あり、これは全体でみても、回答企業のうち五社に一社である。

この先二〜三年でM&Aを検討していない、とした約三割の企業でも、今後検討する可能性がある、として

いる企業は六割近くになる。M&Aについて全く検討していないしその予定もない、としているのは全体の六%に過ぎない。

過去におけるM&Aの経験、実績

M&Aを経験している企業のうち、過去三年間の経験回数については、二〜四回としているのが五割近くに上っているが、一〇回超としている企業も一六%に上る(図3)。M&A経験が豊富なのは、グループ内に多くの子会社を抱える国際的な企業や商社などである。

M&Aの中では買収(うち株式取得が九割)を経験している企業が八五%と最も多く、グループ内企業の売却、再編が四割となっている(複数回答可)。形態としては、水平統合が約六割、垂直統合、新規事業参入がそれぞれ約三割となっている。またノンコア事業整理も四割近くある。経験が豊富な企業ほど当然のこ

とながら、さまざまな形態におけるM&Aを実施してきている。

M&Aの対象となった企業は、国内企業が八割以上であるが、外国企業も六割近くに上る。また、同業種の事業会社を対象となったケースが八割を超えて最も多くなっている一

方、自社グループ内企業を対象としたものが三分の一となっている。他方、異業種の事業会社を対象としているのは、約四分の一である。以上から、過去においては、グループ外の同業種の企業との間での株式買収による水平統合が行われてきたことがわかる。

また、買収企業対比での被買収先の規模については、一〇分の一以下としている企業が三分の二を占め、半分以下と比較的大きな規模であったケースは三分の一となっている。

ちなみに二〇〇六年のTOBを見ると、食品、小売、サービスなどの業種が対象となっているものが多い。これらの業種は上場企業数が多いのに比較して一社あたりの利益額が低く、また時価総額も低くなっている。すなわち業界として成長が鈍化、または縮小しており、過当競争状態にある。例えば、食品、小売、サービス、電機、建設といった業種においては、今後もM&Aの当事者になる可能性が高いと思われる(注2)。

三角合併は脅威ではない

M&Aを検討している企業のうち、敵対的買収とみなされても行うか、という問いに対しては、行わない、

図2 ● 2〜3年以内にM&Aを行うことを検討しているか

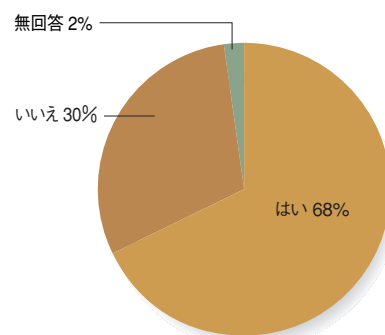
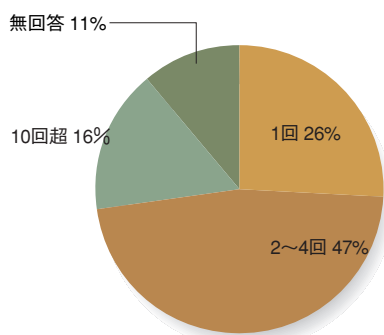


図3 ● 過去3年間のM&A経験回数



と回答している企業が八割を超える(図4)。具体的には「相手先企業の協力が得られないとシナジー効果の創出が困難」といった理由を挙げており、やはり敵対的買収となると、買収プロセスだけでなく、買収後の経営や統合が容易でないことから敬遠される傾向が明確に現れている。

三角合併について脅威と感じるかどうか、という問いに対しては、脅威ではないとする企業が三分の二に上る(図5)。三角合併はあくまで合併であり、合併を行うためには、取締役会が合併契約書に調印し、その合併契約書の承認を求めて株主総会に付議することが必要である。すなわち、手続き上、被買収企業の経営陣が同意し協力しなければ実現しない。したがって、三角合併が可能になっても、買収側が過半数の取締役を送り込まない限り、直ちに敵対的買収が増えるとの懸念は当たらない。回答企業の担当部署においては、三角合併についての理解が進んでいることを伺わせる結果となった。

横並びの買収防衛策

買収防衛策については、既に関買収防衛策を導入済み、または導入を検討中としている企業は合わせて約四

割に達する(図6)。また、情報開示の強化、といった従来からの株主対策をよりよく実施することで買収防衛につながよう、と考えている企業は二割強となっている。一方、株主構成の見直し、持ち合いや安定株主対策といったやや後ろ向きとも取られかねない施策については、二割弱の企業が実施または検討中である。買収防衛策については、まさに防衛策であるので、積極的に行うよりは他社並み、横並びで導入が進んでいる、というのが実態のようだ。

事業会社の成長機会に貢献

今後M&Aが増える、とみている企業は九六%に上り、ほぼすべての企業がそのようにみているといつてよい。

今後のM&Aを主導するプレイヤーとしては、海外の投資ファンドを挙げているのが半数近くでトップであり、日本にもKKRのような世界の有力PEファンドが顔を揃えた状況が反映されている。これに続くのが国内事業会社で三割弱ある。ファンドと事業会社が買手として競合した場合、ファンドのようなfinancial buyerよりも、事業会社のようなstrategic buyerの方が、買手につ

てのメリット、シナジーも勘案してより高い価格を呈示できる可能性がある。M&Aが経営戦略上の選択肢として認知されるにしたがって、買手としての事業会社のプレゼンスも高まり、従来にも増してファンドと事業会社が競合したり、または一体となつて買手となるケースが増えてくると思われる。まさに経営レベルで淘汰が進むということであり、経営者にとっては、常に競争と評価と生存にさらされる、ということになつてきている。もともと、事業会社のようなstrategic buyerが買手である場合であっても、シナジー効果を過大に見積もり過ぎると、結局高い買い物をしたことになるので十分注意が必要である。

今後、自社が属する業界においてM&Aが増える、と見ている企業は四分の三にも上る(図7)。その理由としては、規模の追求(二三%)や効率性の追求(一一%)よりも、むしろ成長性の追求(三二%)や経営資源の獲得の必要性(二六%)といった理由を挙げている企業が多い。(業界の規模に対して企業数が多いといった)過当競争状態における、業界再編、整理統合を目的としたものから、前向きかつ積極的なものへと、M&Aの

図4 ● M&Aが敵対的買収とみなされても行うか

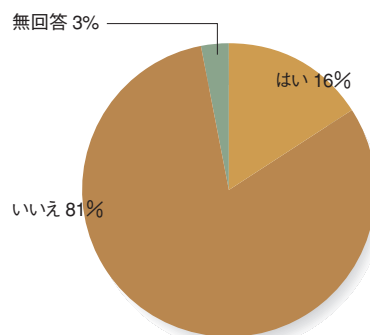
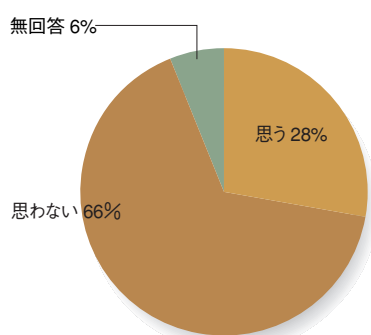


図5 ● 三角合併を脅威だと思うか



目的が変化していくとみていることがわかる。

ドラスティックな業界再編も

M&Aが増える、と回答した企業には、どのような種類のM&Aが増えると思うか、ということにも回答いただいた。まず統合の形態としては、水平統合が増える、と回答した企業が約七割に上り、続いて垂直統合が約半数、新規市場参入が四割となった(図8)。また、その手段としては、株式買収(現金買収・株式交換・株式移転)が九割近くを占め、合併・資本参加、資産買収(資産譲渡・営業譲渡・会社分割)がそれぞれ約四割で並ぶ結果となった(図9)。

(重複回答可)。日本の企業経営者も、自社の株主価値を増大させるベストな方策を採っていないければ、より収益をもたらす経営計画を提示する買収者に交替を促され、退出しなければならぬ時代を迎えた。そのような緊張感は、企業経営者に一定の規律を課すことで経営効率を常に向上させる効果があり、日本経済全体にとってプラスになると考えられる。現経営陣が買収に反対しようとする場合には、守ろうとする「企業価値」の中身が重要である。それが、経営者の自己保身やさまざまな既得権益を含むものであれば賛同を得られないであろう。

論議と呼ぶMBOの動向

図7 ● 自社が属する業界において、M&Aは増えると思うか

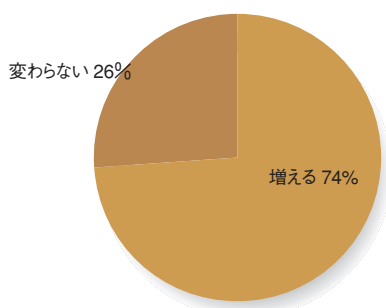


図6 ● 買収防衛策

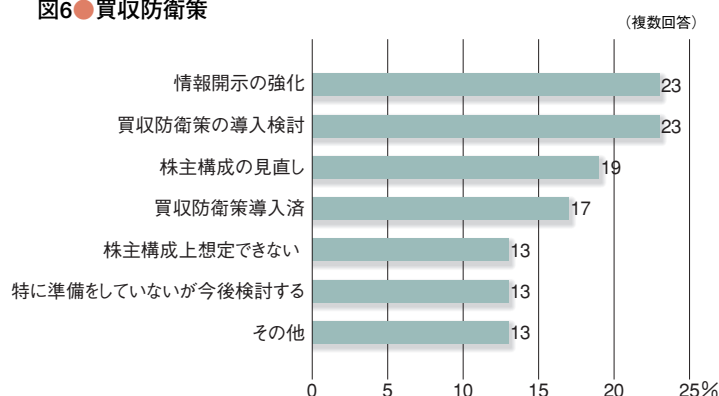


図8 ● 今後増えると思われるM&Aの種類1

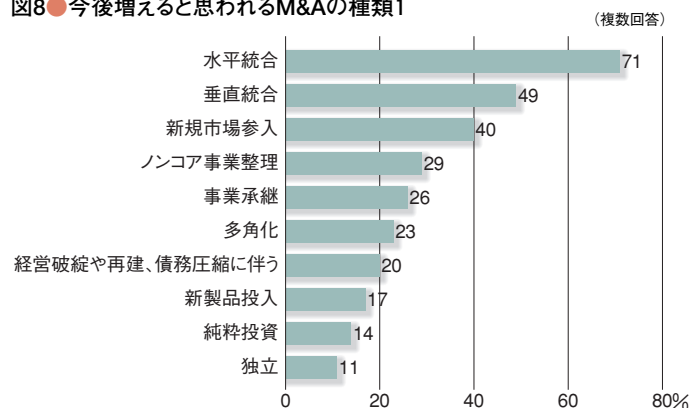
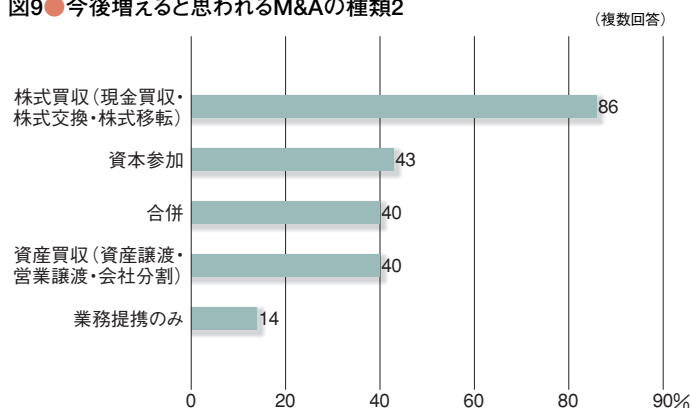


図9 ● 今後増えると思われるM&Aの種類2



BO案件の急増の背景には、低金利、金余りに起因する買収ファンドなどへの豊富な資金供給がある。日本もこうした世界の潮流の中で、既にLBOブームに突入しているといっている。ところで、LBOとMBOは買収案件の分類としては異なっているが、実態をみるとMBOのほとんど全てはLBOである(LBOの一部がMBO)。しかし、日本では、しばしばMBOが利ざや稼ぎの財務案件としてではなく、究極の敵対的買収防衛策であるとか、リストラのための一時避難として買収ファンドの力を借りた、といった説明が経営陣によってなされることがある。MBOもLBOの形をとっている以上、リスクをとって多額の金儲けを狙った財務的行動とみるべきだろう(注3)。

もっとも、最近はその経営陣の目的をさらに逆手にとるような動きが出てきた。ダヴィンチ・アドバイザーズのテオオーシーに対する株式公開買い付け(TOB)提案がそれである。これは日本初のMBOへの対抗買収提案である。テオオーシーは今年四月九日に一株八〇〇円でのTOBを実施。これに対し約一〇%の大株主であるダヴィンチ・アドバイザーズは四月二五日、提示価格には不動産の含み

益が反映されておらず利益成長が盛り込まれていないため、株主の利益が毀損される可能性がある、と主張して、一、一〇〇円での対抗TOBを提案した(ただし経営者の賛同が条件)。テオオーシー側は買収価格の引き上げも検討したが、MBOの採算が合わない判断したのか、価格の引き上げは行わなかったため、MBOは五月一日に不成立に終わった(注5)。これを受けて、ダヴィンチ・アドバイザーズは五月一八日に一株一、一〇〇円でTOBを開始するに至った。以前からダヴィンチ側に敵対的TOBを促すかのような意見が散見されたところである(注6)。

この点については、安易なMBOへの警鐘である、として経営陣側を批判する向きもある。たしかに、今年四月末のMBOで上場廃止となったレックス・ホールディングスの場合、一部の株主が、経営者が買い取り価格を不当に低く抑えていると主張し、訴訟にまで進展した。しかしながら、買収を仕掛けようとする側の説明責任についても課題が残る。ダヴィンチ・アドバイザーズは早々にTOB価格を明らかにしたが、経営者の賛同を条件とする「TOB予告」によって、TOBによらずして株価を提示価格

にさや寄せしてしまった。今年はMBOやTOBの手法や駆け引きを巡って、さまざまな議論が巻き起こりそうである。

CFOの役割とM&A担当部署

M&Aの担当部署としては、経営企画部門が六割を占め、財務・経理部門の二割強を大きく上回っている。社長直轄部門としている企業も一五%ある。M&Aは経営トップが直接関与する案件であり、社長自らが関与し決定することになっている企業がほとんどである。米国では、M&Aを常に考えておくことがCFOの役割である、と言われるが、現在の日本では、CFOや財務部門が主導権をとっている企業は多数派ではないようだ。

もっとも、CFOは従来の経理担当役員や財務担当役員とは異なっている。その役割は広く事業を理解し、経営資源配分を管理し、資本市場に向けたフロントとして機能していくことにある。また、こうした役割は経営全般を統括するCEOがその意味を十分理解することで機能し発揮される。そしてCFOが行う業務はそのままCEOの経営判断にも直結していく。M&Aについても、CFOが管轄しCEOと連携しながら経営判断

に直結させていく、というのが今後のあるべき姿なのだろう。

アドバイザーを使い分ける

仮にM&Aに対応する必要に迫られた場合、まず誰に相談しますか?という質問に対しては、主幹事証券とした企業が三割でトップであり、主幹事以外の国内外の証券会社および投資銀行としていた企業が約二割であった。やはりM&Aとなると、上場企業ではTOB規制をチェックしたり株式市場との対話が不可欠であることから、約半数はまずは証券会社もしくは投資銀行に相談を持ち込むと回答している。理由としては、M&Aについてよく知っていそうだから、自社のことをよく知っているから、の二つの理由が五割前後で拮抗している。まずは主幹事証券に相談する、というのは、自社との付き合いが長く、企業戦略や内部の文化をよく理解しており、適切な助言を期待できると考えるからである。主幹事以外の証券会社もしくは投資銀行に相談する、というのは、M&Aの経験やノウハウの豊富さをベースとしたアドバイスを求めていることである。まずはかかりつけのお医者さんのところに行ってみるが、病状が深刻であれば、

専門医のところに行く、ということなのだろう。

M & Aにおいては、アドバイザーの能力が案件の成否を左右する、といっても過言ではない。買手と売手が直接交渉するとい感情面的になりがちであり、交渉がまとまった後に感情的なしこりが残り、買収後の統合がスムーズにいかないことも多い。アドバイザーを交渉の前面に立てると相手側に対し遠慮なしに要求をぶつけることができるのは大きなメリットの一つである。

また買収後になってから、事前に経営戦略、統合計画を十分に練っておけばよかった、と後悔するケースは非常に多い。買収前には買うことで頭が一杯であり、買収後にまで考えが及ばない傾向があるが、買収後、統合後にシナジー効果が実現できなければM & Aは失敗ということになる。M & Aを真の意味で成功させるためには、買収前において、コンサルティング会社と共同で成長ビジョン、戦略を策定し、買収後はシナジー効果を顕在化させるために、統合過程における進捗をモニタリングしてもらう、といった方策が考えられる。案件ベースのアドバイザーに依頼する場合には、買ったところで終わり、になっ

てしまうので、成長戦略策定やシナジー効果の算定、測定の役割はコンサルティング会社に担ってもらうのも一案である。

M & Aの経験からの反省、改善点

M & Aを行った際に、最も力を入れたプロセスとしては、経営、事業戦略上の必要性・期待効果等の検討とされている企業が六割近くで最も多く、候補先企業の企業価値評価としたのは約四分の一に止まっている(図10)。シナジー効果は買収プレミアムに影響する。また買収後の事業統合の前提にもなるので、そこに力を注ぐのはもつともなことである。

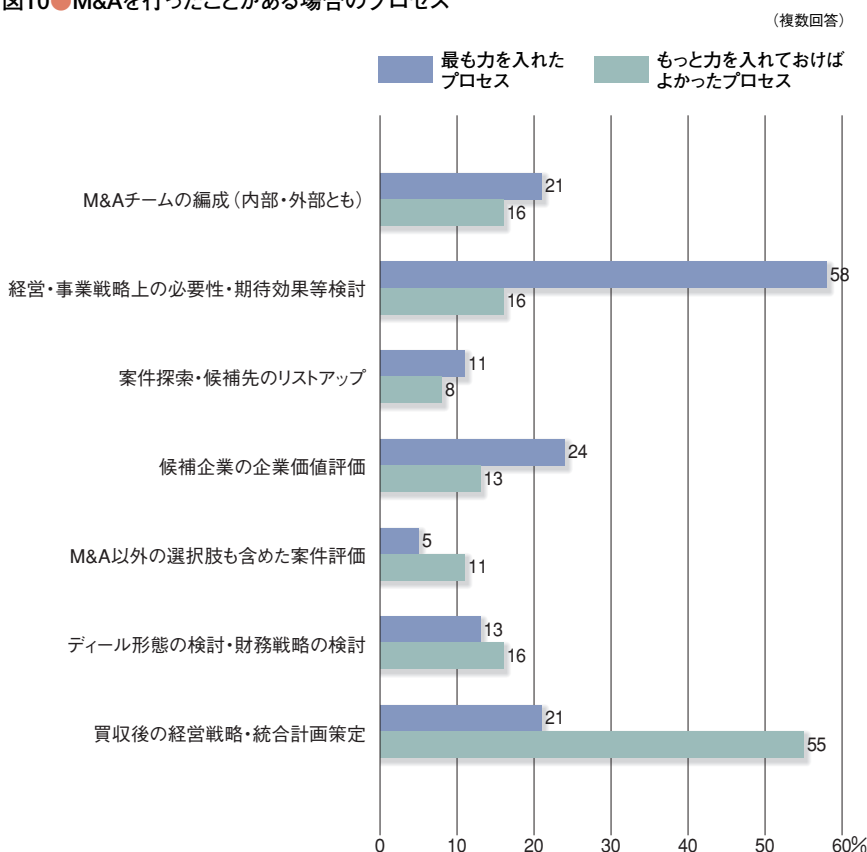
一方、買収後の経営戦略、統合計画策定を、事前に最も力を入れたプロセスとして挙げているのは約二割に過ぎないが、後で振り返ってみてもっと注力しておけばよかったと後悔、反省している企業は半数を超えている。買収前から買収後を見すえて準備をしておくことの重要性については、経験をした企業ほど身に染みている。買収後の統合段階における失敗を未然に防ぐためには、買収前の段階から、成長ビジョンや戦略の策定を行い、M & Aの目的を明確化しておくことが必要である。

まとめ

以上、サーベイ結果のレビューを行ってきたが、今回の回答企業においては、三角合併制度の趣旨が十分に理解され、準備も怠りなく進められてきているようだ。それでも、日本企業の時価が世界の企業に比べて相対的に小さいのも事実であり、不意の買収者が登場し、その対応に予想外に時間を奪われてしまうことのないよ

うにできる限りの準備はしておきたい。常日頃から企業価値向上への努力と市場との対話を行うことが従来にも増して必要とされている。

図10 ● M&Aを行ったことがある場合のプロセス



(注1) 統計月報二〇〇七年六月号
(注2) 日経ビジネス二〇〇六年二月一八日号一〇九頁

(注3) 服部暢達「MBO(非LBO)再考」証券アナリストジャーナル二〇〇六年二月号

(注4) 日経金融新聞二〇〇七年五月六日、
(注5) 日本経済新聞二〇〇七年五月二二日
(注6) 日経金融新聞二〇〇七年五月一七日