日本企業のビジネスチャンス～米国における企業再生とM&A戦略

日経産業新聞フォーラム2009

# 能動的、攻撃的に自らを再生せよ

日本経済新聞社は「日本企業のビジネスチャンス～米国における企業再生とM&A戦略」と題したフォーラムを2009年12月15日、東京・大手町の日経ホールで開催した。「好機が到来したらアクセルを踏め！」。M&A（合併・買収）ではタイミングと実行スピードが決め手となる。そのためには常日ごろからM&Aの準備を怠らないことが大切で、国境をまたぐM&Aの場合は海外のルールを十分に理解しておくことが求められる。本フォーラムは米国における再建型M&Aに焦点を絞り、日本企業が買い手として成功するための「ツボ」を日米の専門家が披瀝（ひれき）した。

## 基調講演　世界経済の潮流と企業経営

東京大学大学院経済学研究科教授　**伊藤 元重氏**

この10年間、先進国の潤沢な資金が不動産、新興国、資源エネルギーに流れていった。過熱してリーマン・ショックが起こったものの、今後10年、15年を見ても、グローバルな資金が、高齢化、少子化、成熟化していく先進国から新興国に動くというトレンドは変わらないだろう。

今回の金融危機の背後にあるのは間違いなくテクノロジーだ。デジタル革命によって、製造業も、金融業も、流通業も、サービス業も、世界中のあらゆる企業が情報にアクセスできるようになった。かつてテクノロジーやマーケットは先進国にとっての特権だったが、もはやそうした時代ではない。新興国に大きなビジネスチャンスが出てきた。既に中国はモノの最大の生産国となり、2010年には国内総生産（GDP）で日本を追い抜き世界第2位の経済大国になるだろう。

### 供給不足の産業を育て 縮小均衡の産業は国外へ

新興国というと、中国、インド、ブラジル、ロシア、南アフリカ、インドネシアなどがすぐに思い浮かぶが、意外な国がある。それは毎年、300万人も人口が増えている米国だ。米国は先進国と同時に新興国なのである。

一方、日本は1990年にバブル経済が崩壊してから今日まで、非常に深刻なデフレギャップ（実際の需要が潜在供給力を下回る状態）が続いている。デフレギャップが起こっていると、物価が下がり、雇用も厳しい。2002～06年は景気が良かったが、これは世界経済が過熱していたから。リーマン・ショックによって世界の貿易が急速に縮小し、貿易への依存度が高い日本がその影響を一番受けてしまった。

今、日本のデフレギャップはGDPの約7%に当たる35兆円。日本経済は体温が低く非常に弱っている。20年続く根雪のようなデフレギャップの中で、日本は供給不足の産業、すなわち医療、介護、健康、食料、環境といった分野を国内で育てていく必要がある。同時に国内で縮小均衡を余儀なくされている既存産業は、新興国を中心に国外へシフトしていくことが求められている。

## プレゼンテーション❶　日本企業における米国企業再生の戦略的意義

フーリハン・ローキー マネージングディレクター東京オフィス代表　**藤野 隆太氏**

フーリハン・ローキー ニューヨークオフィスマネージングディレクター 不動産ホテルレジャー部門共同責任者　**ジョナサン・ギアナコス氏**

米国では2004年から07年にかけての空前の信用緩和によって、企業の有利子負債による資金調達が急増した。過剰流動性は割安な会社を丸ごと買って投資効率を上げるLBO（レバレッジド・バイアウト）によるM&Aブームを引き起こした。

ところが、07年半ば以降に米国で金融不安、とりわけ不動産証券化にかかわる問題が表れて、金融資本市場は機能停止した。金融不安に端を発した世界的なリセッションの下、米国では貸付金の債務不履行（デフォルト）が急増。過剰な有利子負債を抱える米国企業は手元流動性を確保できない状況に陥り、倒産法申請の件数も急ピッチで増えた。日本企業が、有利な条件でM&A対象企業の持つ事業や資産を獲得できるチャンスを生み出している。

今、米国の企業破綻に注目する理由は3つある。1つ目は、ブランドや顧客をきっちりと持った有力企業の破綻が増えていること。再建型M&Aでは、いわゆるグッドビジネス・バッドバランスシートの企業を対象とすべきだ。2つ目は、足元の資金調達環境が非常に厳しいこと。過剰な有利子負債を抱える企業は、事業や資産の早期の売却を選択せざるを得ない状況になっている。3つ目は、円高ドル安の傾向が続いていること。日本企業には米国の資産を割安で取得できるチャンスがある。

国内市場が成長しにくい中で、日本企業が持続的な成長を果たすためには、海外展開を図っていく必要がある。海外企業のM&Aは日本企業にとって重要な戦略的オプションである。そのM&Aを成功させる要件は①適切な価格で買収を実行すること②買収後に統合を効果的に進めること③買収リスクを最小化すること――の3つだ。

### リスクを抑えメリット享受

米国連邦倒産法363条の規定による譲渡（363セール）を用いれば、これら3つの要件を満たすことが可能になる。363セールを活用すれば、破綻企業の優良な事業・資産のみを、担保権や請求権などの負担のない状態、すなわちリスクを抑えた形で買収することが可能となる。また買収者は対象事業を支援するので利害関係者から好意的に受け入れられ、統合はスムーズに進む場合が多い。363セールは手続きが迅速に実行される利点もあり、手続き開始から60～90日ほどで完了することもある。

04年11月以降の米国における倒産企業のM&Aは約1100件で、このうち日本企業が買収者となったケースは0・3%のみ。そもそも日本企業は、破綻案件に対する心理的なハードルが高いように見受けられる。国境をまたぐクロスボーダーの案件になると、さらに言語、文化、物理的な距離、時差などのハードルが加わる。しかし、米国での再建型M&Aは、適切に取り組めば、リスクを抑制しながら、メリットを十分に享受できる。平時から様々なシナリオに基づく行動計画を検討しておき、有事の際に迅速に対応することが重要だ。

## プレゼンテーション❷　米国企業再生・M&Aのキーポイントと注意点

ビンガム・マカッチェン・ムラセ外国法事務弁護士事務所 坂井・三村・相澤法律事務所（外国法共同事業） マネージング・パートナー　**坂井 秀行氏**

ビンガム・マカッチェンLLP パートナー　**F. マーク・フッシー氏**

米国の金融市場は依然として不安定で、政府による市場介入が続いている。資金調達難が継続し、債務不履行も相変わらず多い。米国企業の大半はディストレスト（不良資産）状態にあり、米国経済全体がV字回復するまでには程遠いと思う。一方、米国で再建型M&Aを狙う日本企業にとっては、千載一遇のチャンスが到来した。

業績不振企業にとっては売却しか選択肢がないという状況になっている。逆に買い手は無理して対象企業を買収する必要はない。再建型M&Aでは売り手と買い手の間に大きな事情の差がある。未公開株式を取得し、株式公開や第三者に売却することで、キャピタルゲインを獲得することを目的としたプライベート・エクイティファンドが金融危機の影響を引きずり、新しい投資になかなか取り組みにくい状況もある。円高ドル安の基調も続いており、日本企業の優位性が続いている。

### 千載一遇のチャンスが到来

日本企業による再建型M&Aの成功事例として、2009年10月、363セールでクロージング（破産裁判所の許可取得後に譲渡を実行）に至った住友精密工業のケースを紹介しよう。世界的な事業基盤の構築、強化を目指す住友精密は、米製造装置メーカーのアビザ・テクノロジー（カリフォルニア州）からMEMS（微小電子機械システム）製造装置事業を約6000万ドルで買収した。アビザはビジネスの不振から米連邦破産法チャプター11手続きの適用を6月に申請。住友精密はストーキングホースとなって8月にMEMS製造装置事業を譲り受ける契約を結び、積極的に買収作業をリードした。

その結果、363セールの中で見事に競合相手を制して、買収に成功した。

米国でのM&Aで日本企業が注意すべき点は4つある。1つ目は、米国では手続きの進行速度が速く、迅速な判断と決断が求められること。2つ目は、363セールなど米国の倒産手続きによる買収では、その手続きの流れが予想しにくいということ。日本の民事再生手続き、会社更生手続きと際立って違う点だ。早い段階から、専門家の助言を受けて十分に準備しておくことが大事だと思う。

3つ目は、walk away（交渉打ち切り）の覚悟を持つこと。展開によっては手続きから離れることも必要だ。社内決裁を取ってしまったからといって執着しすぎると、結局高値づかみをして失敗する。ただ、連邦破産法11条（チャプター11）の適用を申請した企業は、最終的には誰かには売らなければならない宿命にあることを忘れてはいけない。4つ目は買収後も勝負ということ。買収後に現地の経営陣を見直したり、良い人材を確保したり、財務を早急に立て直したりする必要がある。顧客対策や下請け対策も講じ、業務統合も進めなければならない。リスク管理体制や法務体制の強化も急務だ。コミュニケーションの重要性も忘れてはいけない。

再建型M&Aは、「白馬の騎士（ホワイトナイト）」ではなく、「ハゲタカ」でもなく、戦略的投資の一類型だ。海外での再建型M&Aでもそれは異ならない。一般企業の方々はこれら4点にくれぐれも注意して、買収と事業再生を成功裏に進めていただきたい。

## パネルディスカッション　米国における日本企業のビジネスチャンスを検証する

パネリスト
ビンガム・マカッチェンLLP ニューヨークオフィス パートナー　**ジョナサン・ギアナコス氏**
ビンガム・マカッチェンLLP　**F. マーク・フッシー氏**
コーディネーター
アリックスパートナーズ・アジアLLC 日本代表マネージングディレクター　**西浦 裕二氏**
フーリハン・ローキー マネージングディレクター　**藤野 隆太氏**
**村瀬 悟氏**

**西浦**　ニューヨーク在住の村瀬さんに、米国での再建型M&Aが日本企業にもたらすチャンスについて伺いたい。

**村瀬**　現在、米国の失業率は10%を超え、実質的な失業率はもっと高い。米国経済は2010年に回復するとしてもせいぜい横ばいだろう。優良企業、優良ビジネス、優良資産を安く買えるチャンスは続く。ただ、再建型M&Aは生ものでペースが速いので、日本企業には必要な場合はwalk away（交渉打ち切り）も辞さない覚悟を持って買収に参加していただきたい。ちなみに、日本企業は以前、M&Aでプライベート・エクイティファンドやヘッジファンドと競争していたが、最近は中国や韓国の企業とよくぶつかっている。

**ギアナコス**　米国ではこれから2、3年、倒産案件に事欠くことはないだろう。

**フッシー**　M&Aを狙う日本企業にとっては非常にいい環境だ。需給を見ると、今は需要が減っており、買い手は値段交渉を有利に進めることができる。

**藤野**　確かに今がチャンスだが、そのチャンスは永続しない可能性がある。為替が円安にふれることもあるだろう。今、363セール（連邦倒産法363条の規定による譲渡）が幅を利かせているイナンスが付くような状況になれば、363セールを使う買収のチャンスは減っていくだろう。

村瀬氏

**西浦**　どのようにして再建型M&Aのチャンスをつかんでいけばいいのか、アドバイスをいただきたい。

**フッシー**　通常のM&Aと同じく、資産査定（デューデリジェンス）をはじめとするデータそのものに問題がある場合も少なくないので要注意だ。だからこそ、デューデリジェンスは一つひとつ丁寧に実施しなければならない。

**ギアナコス**　デューデリジェンスの一部として、対象企業に適切な経営陣がいるかどうか、対象企業に破綻の原因をつくった人たちがいないかどうか、を見極めることが重要だと思う。M&Aでは時間軸も大切だ。短期的には十分なリターンはないが、長期的には大きなリターンを見込める場合も多い。どのようなオーナーシップで参入するのかも重要な要素だ。全社丸ごと買収するのか、ある事業部門だけ買うのか、戦略的に判断しなければならない。

### 交渉中止も覚悟で参加を　村瀬氏
### 資産査定は丁寧に実施　フッシー氏
### 経営陣の見極めも重要　ギアナコス氏
### 破綻案件には専門家必須　藤野氏

**藤野**　破綻案件は相応のリスクを伴うものなので、きちんとしたアドバイザーと弁護士事務所を使って取り組むことが大事。自分だけで進めようとすると、最初のコストは安く済むが、結果的にコストは膨らむ可能性が高い。

西浦氏

が、要因の1つは運転資金融資（DIPファイナンス）が付きにくいこと。DIPファイナンスが付くような状況になれば、363セールを使う買収のチャンスは減っていくだろう。

**西浦**　どのようにして再建型M&Aのチャンスをつかんでいけばいいのか、アドバイスをいただきたい。

**フッシー**　通常のM&Aと同じく、資産査定（デューデリジェンス）をはじめとするデータそのものに問題がある場合も少なくないので要注意だ。だからこそ、デューデリジェンスは一つひとつ丁寧に実施しなければならない。

**ギアナコス**　デューデリジェンスの一部として、対象企業に適切な経営陣がいるかどうか、対象企業に破綻の原因をつくった人たちがいないかどうか、を見極めることが重要だと思う。M&Aでは時間軸も大切だ。短期的には十分なリターンはないが、長期的には大きなリターンを見込める場合も多い。どのようなオーナーシップで参入するのかも重要な要素だ。全社丸ごと買収するのか、ある事業部門だけ買うのか、戦略的に判断しなければならない。

**藤野**　破綻案件は相応のリスクを伴うものなので、きちんとしたアドバイザーと弁護士事務所を使って取り組むことが大事。自分だけで進めようとすると、最初のコストは安く済むが、結果的にコストは膨らむ可能性が高い。

**村瀬**　日本企業が米国で再建型M&Aに取り組む場合、同じ業種の企業が一番の狙い目だ。自社のビジネスをよく理解し、強いところと弱いところを見ながらM&Aで補強していく。同業種の企業が左前になったとか、売りに出たとかしたときにすぐ動けるよう、日ごろから準備しておく必要がある。同じ業界で尊敬に値する欧米企業を5社ほどリストアップして、ビジネスの内容、経営状態、買収した場合の損得勘定などを調べておくことを私は勧めている。

**藤野**　日本での企業買収も363セールとかかわる場合があることに留意したい。対象企業の親会社が米国にあったり、対象企業の知的財産を米国企業が持っていたりすると、自ら意図せずとも363セールの手続きを経なければならない事態が生じる可能性がある。

**西浦**　日本企業は能動的に、攻撃的に自らを再生していくことが求められている。そうした試みの中で、海外の資産や企業を買収することが有力な選択肢となってきた。このフォーラムは数々のヒントに満ちあふれていると思う。


広　告

企画・制作＝日本経済新聞社
クロスメディア営業局

この特集は日経アドネットからもご覧になれます。
http://www.nikkei.co.jp/adnet


協賛：フーリハン・ローキー、ビンガム・マカッチェン・ムラセ外国法事務弁護士事務所
坂井・三村・相澤法律事務所（外国法共同事業）