日経産業新聞
フォーラム
2008

クロスボーダーM&Aの効果と課題探る

企業価値を高める手法の一つとしてM&A（合併・買収）が日本でも定着し始めた。国境を越えたM&Aも盛ん。一方で、まだ抵抗感も根強く残る。日本経済新聞社は日経産業新聞フォーラム2008「クロスボーダーM&Aのプロセスと戦略」（経済産業省後援）をこのほど開催し、どう考えていくべきか、専門家がその経済効果と課題を多面的に分析、今後を展望した。

基調講演

世界と日本のクロスボーダーM&A市場 ～市場データに基づく検証～

LBOしやすく大型案件の時代へ

一橋大学大学院 国際企業戦略研究科客員教授　服部　暢達氏

世界のM&A市場は昨年、サブプライムローン（米国の信用力の低い個人向け住宅融資）問題の影響を受け、LBO（借り入れで資金量を増やした買収）は激減したが戦略案件については引き続き高い活動レベルを維持している。日本のM&A市場は世界でまだ数%の規模を占めるに過ぎないが、今後このシェアは徐々に増えると見ている。

クロスボーダーM&A市場で日本は海外ファンドから見るとLBO天国といってよい状況にある。低金利が続いており、ノンリコースローンで買収資金が容易に調達できるからだ。現在、先進国でLBOが可能なのは日本だけといってもよい。すでに企業の中には経営陣による企業買収（MBO）で上場廃止を行ったところも出ており、今年は「LBOブーム」になる可能性がある。

M&Aは買収金額が千億円以上の大型案件の時代に入ってきた。全体の約七割が大型案件になっており、大型になればなるほど買収対価は株というのが一般的である。世界のM&A市場の約三―五割を占めるクロスボーダー市場では国際株式交換が常識で欧州では直接交換型差取る例が圧倒的だが、米国では三角合併を使うことが多い。

三角合併は昨年、日本でも解禁されたが国内では敵対的買収には事実上使えないので心配はない。今年はこの三角合併を使って米国に上場している日本企業が米国で上場企業を買収するといったケースが出てくるのではないか。サブプライム問題による景気動向は深刻だが、中長期的にはさほど心配する必要はないので米企業買収ではかつてのバブル期に続く千載一遇のチャンスが来るのではないかと思っている。

M&Aでは日本企業の高値づかみがよく言われる。しかし上場企業を買収したケースを調べて見ると買収プレミアムについて統計的にはそれを証明する数字は出ていない。上場企業を対象とする場合には直前の株価という明確なベンチマークが存在するためであろう。しかし日本企業が外国企業を買収する、いわゆるIn―Outのケースで気を付けておきたいのは未上場企業や未上場部門が対象になる場合だ。こうしたケースでは十分な事前調査を行うなどして高値つかみにならないようにすることが肝要である。

プレゼンテーション

クロスボーダーM&Aを巡る法的論点

森・濱田松本法律事務所パートナー弁護士　松村　祐土氏

松村氏

契約の精緻化が鍵握る

近時の日本の企業社会は以和為貴の精神や、合意は必ず順守すべし（パクタ・スント・セルバンダ）という教条、また規制緩和の潮流という三点について大きな変ぼうを遂げているように思われる。これはクロスボーダーM&Aの増加と無関係ではない。

クロスボーダーM&Aの成功には、元来地域に固有のものである法制度の明確化とともに、共通の法的言語の不在を補完する契約の精緻（せいち）化が カギとなる。

In―Out取引の場合は、正確な情報に基づく経営判断がなされ、経営陣の善管注意義務を果たしたといえるためには、海外の法制度について十分な情報収集が欠かせない。近時は競争制限行為への厳罰化（アンタイ・トラスト）、外国公務員への賄賂（わいろ）法制強化（アンタイ・ブライブ）、さらには安全保障の見直し（アンタイ・テロリズム）の視点を看過することはできない。

Out―In取引に関しては会社法、金融商品取引法の整備により日本における買収手法の柔軟化が進んだ。合併・買収対価の柔軟化により株式に限らず、社債、現金、その他の財物を交付することも認められるようになり、外国親会社の株式を対価として用いた株式交換の実例も最近登場した。また株式の設計の緩和により資金調達の幅が広がっただけでなく、相手企業の完全支配を目的にした株式公開買い付け（TOB）では全部取得条項付き株式を利用した案件が相当多数見受けられるようになった。グループ内再編については、手続きが簡略化される一方で、厳格な開示が求められるようになっている。

TOBの場合、一連取引における急速買い付け規制や大量買い集め行為の規制の導入により、規範が以前よりは明確化された。契約による調整についても契約を「破る」自由という考え方が台頭し、それを前提とした取引保護条項や、フィデューシャリー・アウト条項などが日本企業を当事者とする案件でも一般化しつつある。

今後の課題としては買収手法などの一層の柔軟化（委任状勧誘制度の有効活用・交換的公開買い付けの実現など）とともに規範のさらなる明確化（内部者取引規制の限界、買収防衛策の限界、種類株主総会制度、買い取り請求制度の明確化）が挙げられる。

M&Aライフサイクルにおける留意点 ～みえない経営資源をレバレッジする～

トーマツ コンサルティング パートナー　今泉　順理氏

今泉氏

情報不足は交渉劣位へ

日本のM&Aの実務は海外のそれと比していまだ進化の過程にあり、投資判断を含めたM&A戦略の立案、ディールマネジメント、交渉と条件設定などの各局面において改善すべき点が多くある。

国内案件もクロスボーダーもM&Aライフサイクルマネジメントの点で本質的な違いはないが、一方でリスク水準は異なることから、高値づかみや所期の効果が享受できず撤退するなどの過去を繰り返さないための諸見直しが必要となる。

バイ・セルの両サイドに言えることだが、相手方の経営や投資スタンスの理解、三角合併制度が存在しないなどの国ごとの法務・税務の違いの理解など、価値創造というM&Aの目的を達成するため、実務のさらなる蓄積と公正な規範作りが期待される。

情報面での不足は入り口からの交渉劣位につながる。また合目的的なデューデリジェンスの範囲や深さ、綿密なストラクチャーや付帯条件の設計、これらを明確に盛り込んだ契約などが海外プレイヤーとの比較上、学ぶべき点となる。

成長戦略志向のクロスボーダー案件が増えており、案件の成立と成功を獲得すべく、自社のM&Aライフサイクルマネジメントの点検を実施していただきたいと考える。

日本企業が関連するクロスボーダーM&Aの現状と展望

大和証券SMBC 執行役員（M&A担当）　佐藤　誠治氏

永田氏

理念の共有が最も大切

監査法人トーマツ 知的財産グループ ディレクター　永田　伸之氏

M&Aでは資産価値向上に向けた具体的なシナリオと実現体制を明確化していくことが何より必要だが、クロスボーダーM&Aでは技術や事業ノウハウといった見えない資産への対応が重要になる。案件交渉の際、質の高い情報を十分得られない場合があり、特に見えない資産は不確実性も高く、その保全・移管がきちんと行われるスキームとなっているかを十分注意したい。例えば技術が移管された時点で対価を支払うようにしないと、案件は成就しても肝心の欲しい技術などの資産が得られないというリスクが生じる。

技術や事業ノウハウの実態を把握するには外部専門家を活用する一方、調査チームに技術・営業部門のキーパーソンを組み入れてデューデリジェンスを充実化する。調査対象の案件が複数の国にまたがる場合などは優先順位を付けて財務・法務の専門家を上手に活用したい。

M&Aではリスクが全くない取引はあり得ない。特に見えない資産のレバレッジではリスクを認識し、事業価値の中に明確に位置づけていくことが大事になる。

佐藤氏

見えない資産を明確化

M&Aは成熟した経済のなかで、さらに成長するための触媒の役割を果たしていく。過剰設備のリスクなしに成長するテコに使えるからだ。

日本企業が関連するM&Aは一九九〇年代に千件程度だったのが、二〇〇〇年代になって急増、昨年は約二千七百件だった。日本のM&Aのキーワードは「困った」。困らないとなかなか踏み切らない。二〇〇〇年代前半の経営課題は「バブルの清算」「選択と集中」「不良債権」などだったが、昨年あたりから「企業価値の向上」「国内市場の縮小」「戦略的経営統合」「ボーダーレス」などに変わってきた。

現場の実感としては今後「経営統合」「クロスボーダー」「MBO」が増えるのではないかと思う。特に経営統合の場合には、両社の経営戦略が一致するよう、ひと工夫したスキームの統合が増えるだろう。キリンビールと協和発酵のケースが好例だ。

クロスボーダーでは、In―Outが〇六年に四百二十一件、八兆五千億円だったのが、昨年は三百六十六件、二兆八千億円に減った。大型案件が減ったことが大きい。Out―Inは一昨年から昨年にかけて増えている。百七十九件から三百八件に、額も六千億円から三兆円になった。投資ファンドがからむ案件が不動産関係を中心に一兆円くらいある。一方、アクティビストファンドなどの一方的な資本参加も百件以上あり、件数を押し上げている。日本の株式インデックスは昨年一一・八%も下がった。

企業価値はDCF（ディスカウントキャッシュフロー）法で算定することがグローバルスタンダードであり、将来のキャッシュ・フローの現在価値を足元の予測と将来の予測＝ターミナルバリューの合計で見る。海外投資家が、日本国内市場の縮小が見込まれる中で、日本企業のターミナルバリューが拡大しないと判断している可能性がある。ここを打破するカギがM&Aである。

英国では、〇七年に国内総生産（GDP）の一八%に相当する約四十四兆円のM&Aを行っている（日本はGDP比二・四%）。英国経済活性化に外資をうまく使って、今やシティーは世界最大の金融センターとしての地位を確立している。

クロスボーダーM&Aの成功要件は「ビジョン・価値観の共有」と「戦略的意義の確認」「リスクマネジメント」の三つ。理念の共有は相互理解の難しいクロスボーダーでは特に大事かと思う。

敵対的買収は、日本では約四百社が買収防衛策を導入している。十分考えたいのは何を守るのかということ。過剰防衛になっていないか。M&Aは必然の実現。日本のマクロ経済を考えたとき、クロスボーダーはまさに必然の時を迎えているのではないか。In―Out、Out―Inともに今後間違いなく増加すると思っている。

パネルディスカッション

「Out―In」と「In―Out」のインテグレーション戦略

若杉　グローバリゼーションと技術革新のなかで、企業価値を高めるためにM&Aの持つ意味は大きい。企業が本来持っている実力をどう発揮させるか、外から違った観点で見るということで特にクロスボーダーM&Aは価値があると思う。それぞれの分野からお話を伺いたい。

佐藤　バブル崩壊後の選択と集中による売却案件の増加が一段落して、日本のM&Aは新しい局面への過渡期にあると思う。外資が昨年後半あたりから「日本はもういい」に変わってきた。日本バッシングだけでなくナッシングになってきて、ちょっとまずい状態になってきた気がする。

松村　M&A市場を活性化するには市場のルールづくりが重要。クロスボーダー案件増加のため、法律的観点からは特に三つの概念についての議論を深めていく必要がある。一つは善管注意義務。買収者の立場として、また対象者の立場として、どのような経営判断をすれば法的責任の追及を免れるか。二つ目は罪刑法定主義。金融商品取引法などビジネス法務ではグレーな部分が多いが、そこをどう明確化するか。三つ目は契約自由の原則。信義則などの一般原則や独禁法などでどこまで修正を受けるか。規制の明確化は規制強化を招き、柔軟化と相反する可能性がある点には留意が必要。

山本　クロスボーダーM&Aを因数分解すると、一つは「企業同士の結婚」だということ。結婚してからが本番だと言われるように、統合してからが大事だ。次は企業変革のマネジメント。どんな価値を出すのか、きっちり説明できないといけない。人材についても的確な判断が必要となる。統合のプロセスでは「軸合わせ」の視点を持ちたい。三つ目は異文化の統治。リターンだけあればいいのか、自社の手法に染め上げるのか。両方の「いいとこ取り」をするのか。現実には結構大変だ。

若杉　向いている人材というのはあるのか。

山本　本気で一生懸命やる人は言葉が通じなくても何とかなる。感受性も大切だと思う。

佐藤　外国企業を統治していくことができる人材、外国語が話せた上に能力ある人となるとハードルは高い。英国の国際競争力の相当部分は言語が占めている気もする。

松村　M&Aにおける「人」という要素を法的に分析すると、経営陣については国により異なる企業統治のシステムをどう活用するか、従業員については各国での労働法規をいかに生かしてシナジー効果を出していくかがカギとなる。企業間の契約だけで人は簡単に縛れない。

若杉　ただし価値観の共有は大事。その点日本企業は特異過ぎないか。

山本　財務面だけでなく社是のようなソフトの価値観も徹底できるかだろう。社是は言語や表現をグローバルに使えるよう工夫したほうがいい。

若杉　ファンドによる買収が大きな関心事だが、どう思うか。

山本　ファンドから優秀な経営者が送り込まれると、従業員も今までの経営者より良いとなり希望も出てくる。ただ、日本企業の仕組みをよく分からせないと日本の強みのチーム力などが壊れてしまう恐れもある。

佐藤　日本の企業は社員から経営者になった方が多く、現状を否定して自己変革していくのはなかなか難しい。ファンドが入ってきて合理的な経営指針を打ち出すことで、企業が活性化していく役割は期待できる。気付きの効果は大きい。経営者には変化をポジティブに受け止め、打って出る気合いがほしい。

松村　以和為貴の精神でやってきた日本企業が正面からの対決をするケースが出てきたのはクロスボーダー取引の影響もあると思うが、法曹人口の増加による株主代表訴訟の活性化なども手伝い、企業価値チェックの機会は今後も増えるだろう。

若杉　すべてのステークホルダーを大事にしたうえで利益を上げるのが企業の価値で、それを実践しようと思えばOut―InでもIn―Outでも根本的には同じということで結論としたい。

市場のルールづくり重要
統合に軸合わせの視点を
合理的経営指標で活性化

松村氏　山本氏　佐藤氏

●パネリスト

大和証券SMBC 執行役員（M&A担当）　佐藤　誠治　氏

トーマツ コンサルティング ディレクター　山本　成一　氏

森・濱田松本法律事務所 パートナー弁護士 ニューヨーク州弁護士　松村　祐土　氏

●コーディネーター

東京経済大学 経営学部教授　若杉　敬明　氏

山本氏

若杉氏

広告

森・濱田松本法律事務所
MORI HAMADA & MATSUMOTO

Deloitte.

大和証券SMBC
Daiwa Securities SMBC

企画・制作＝日本経済新聞社広告局

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