

# － 経済政策フォーラム －

わが国企業のM&A活動－構造改革を超えて

平成16年11月10日

内閣府経済社会総合研究所

特別研究員 藤岡文七

(内閣府大臣官房審議官、(併)産業再生機構担当室長)

内閣府経済社会総合研究所  
**M&A研究会の開催**

(座長: 落合誠一 東京大学大学院教授)

「持続的な経済社会構築に向けてのM&Aの役割」  
「わが国のM&A活動における課題について」

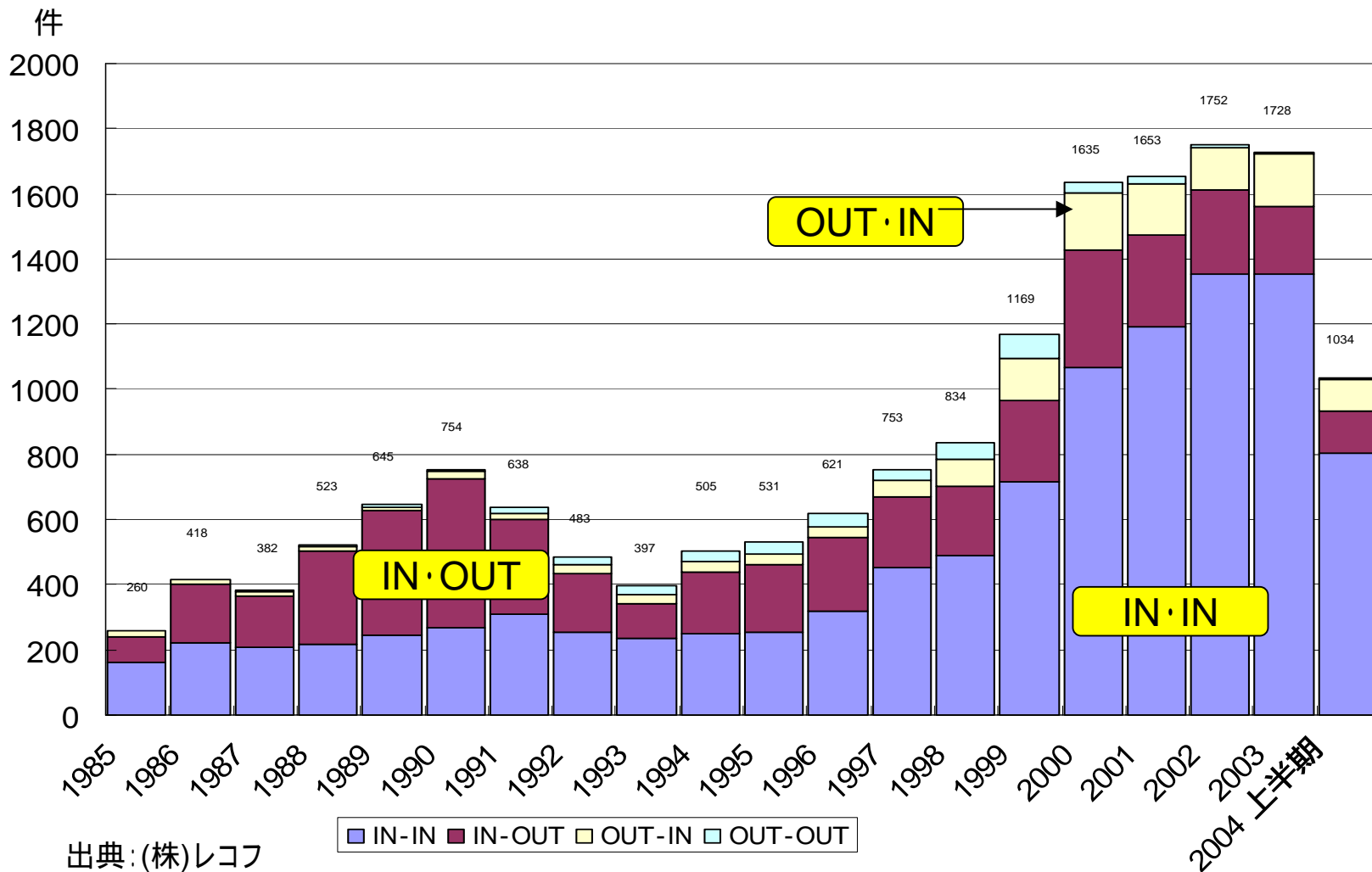


- ・分野横断的な検討
- ・「民」の役割、「官」の支援
- ・「グローバル対応」と「地域活力対応」

# わが国企業の M&A活動の円滑な展開に向けて (平成16年9月 M&A研究会報告)

1. わが国企業のM&A活動の現況
2. M&Aの目的と展開及び具体的課題
3. 経営者・従業員・M&Aプロフェッショナル  
及び人材育成・教育
4. 構造改革とM&Aの円滑な展開に向けて  
「企業経営のあり方」・「雇用流動化」・  
「人材育成と市場創造」・「法及び税制度改革」 等

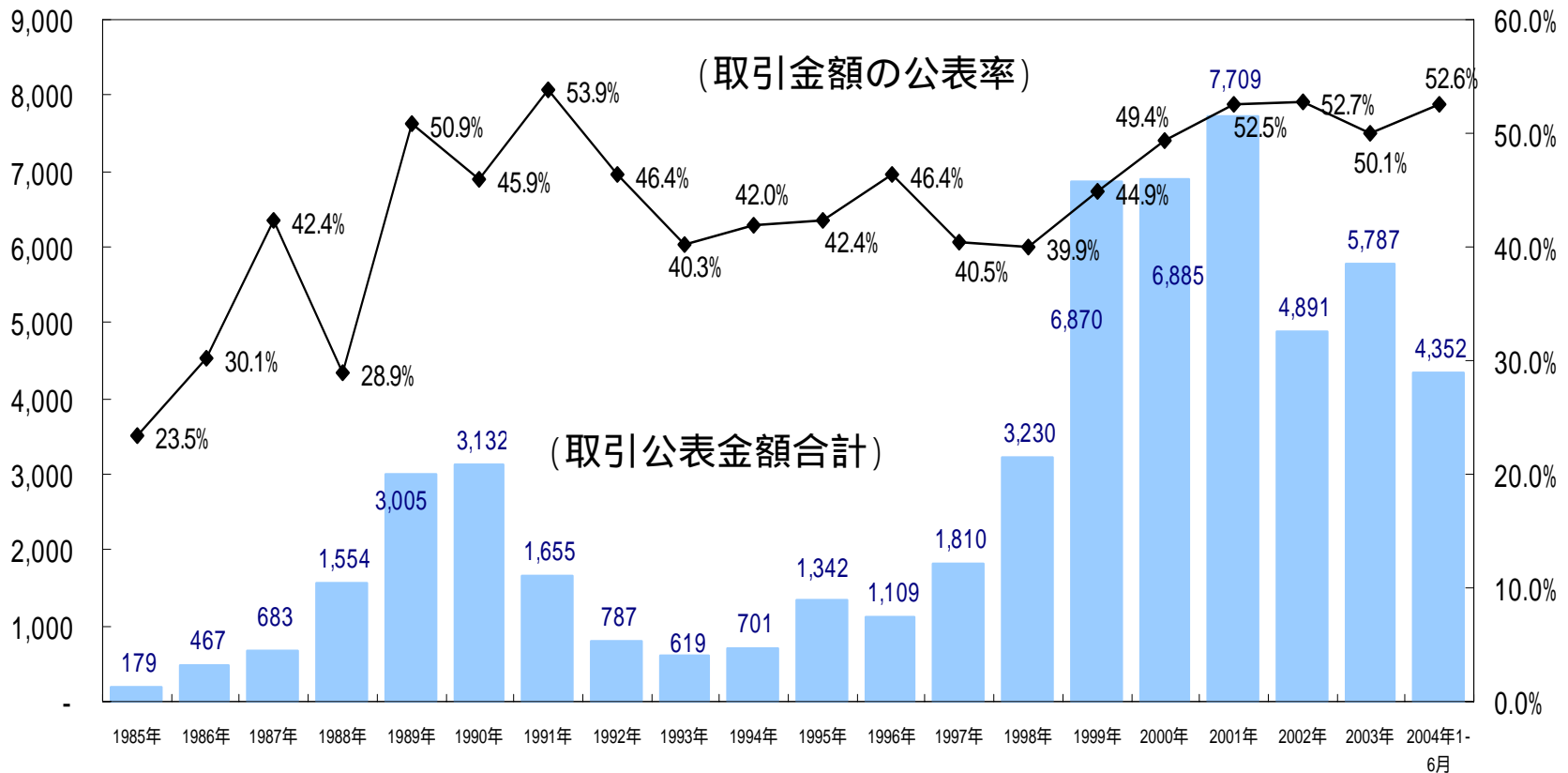
# 1. 本格的展開期に入ったわが国企業のM&A活動 (わが国企業のM&A取引件数の推移)



## 2. 急増するM&A取引金額 (年間10兆円規模に)

(10億円)

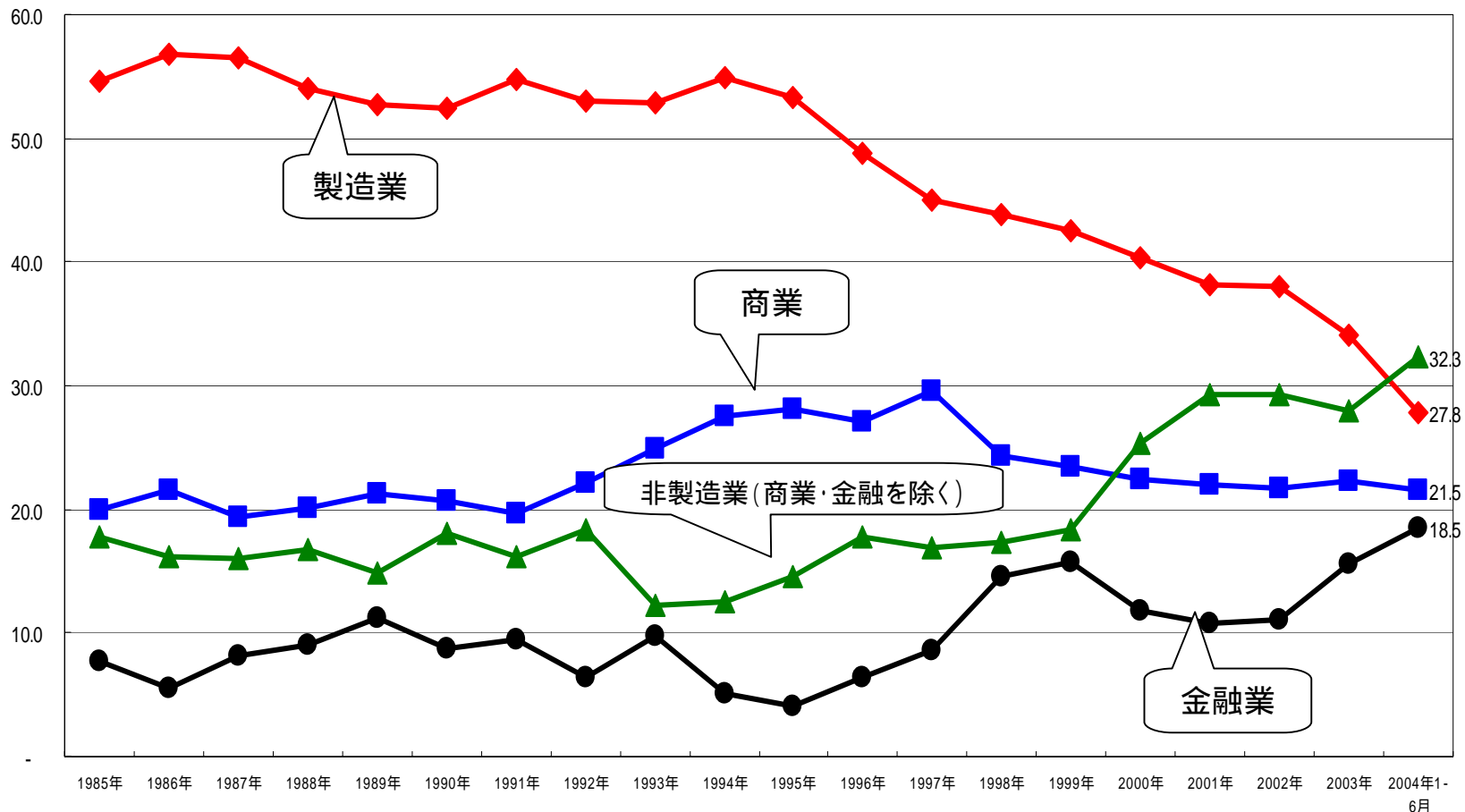
### M&A取引公表金額と公表率の推移



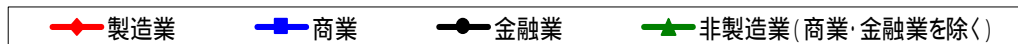
出典:(株)レコフ

■ 公表金額計 ◆ 公表率

# 3. 製造業から非製造業・投資ファンド等へ (産業別M&A取引件数構成比の推移)

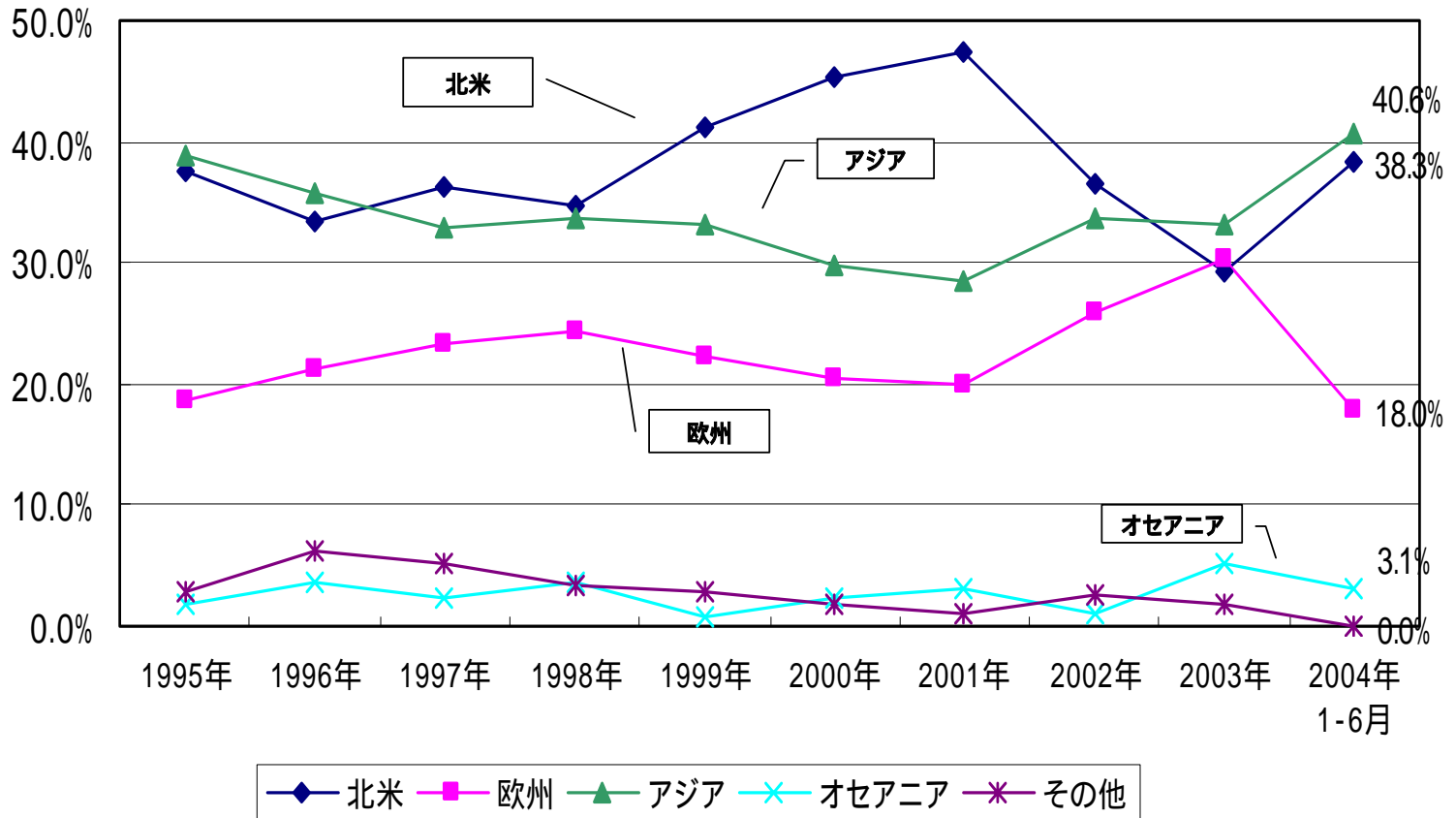


出典:(株)レコフ



# 4. IN-OUTは対欧州・アジアが増勢

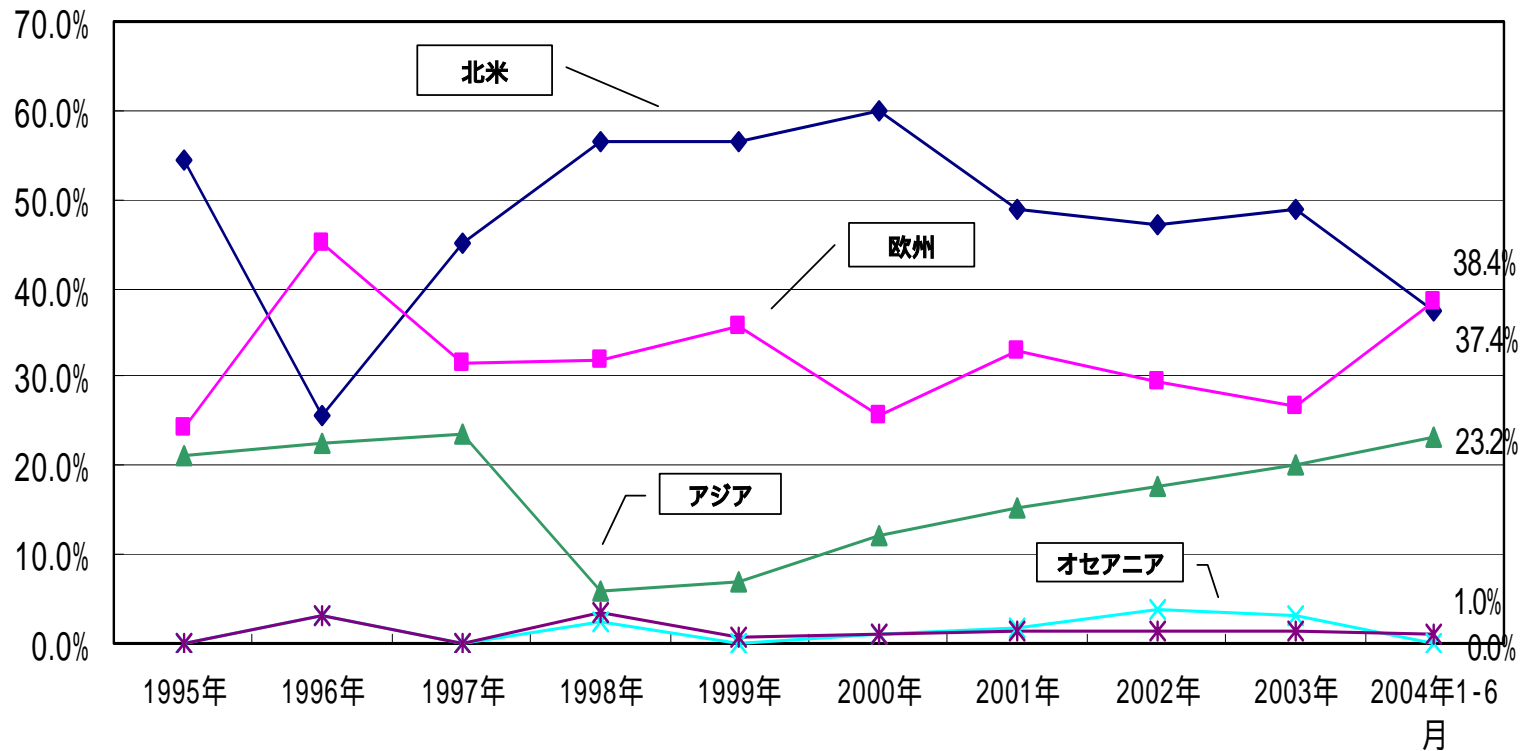
IN-OUT 地域別件数シェアの推移



出典: 株式会社レコフ

# 5. OUT-INは欧州堅調・アジアは増勢

OUT-IN 地域別件数シェアの推移

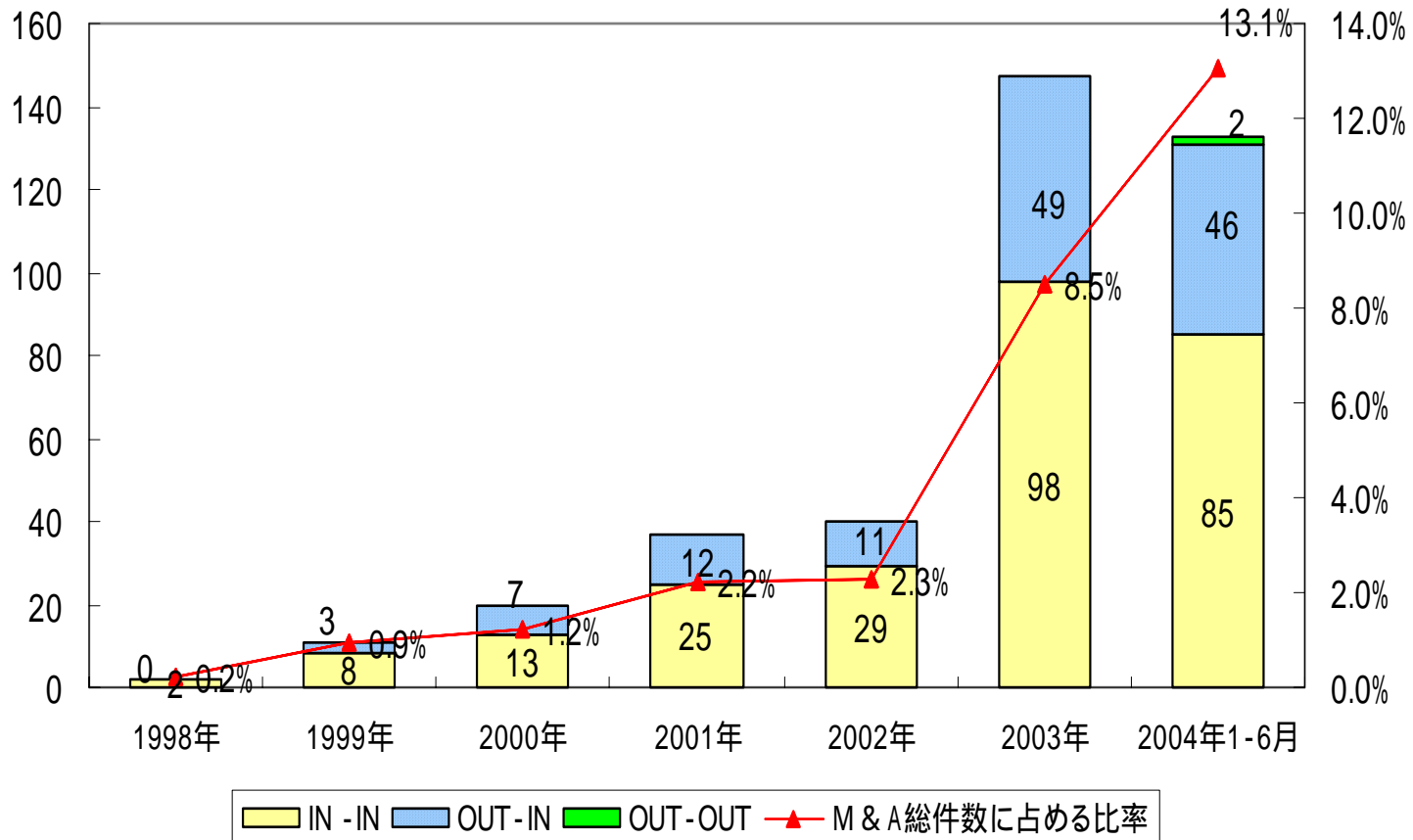


出典：株式会社レコフ

◆ 北米 ■ 欧州 ▲ アジア ✕ オセアニア \* その他

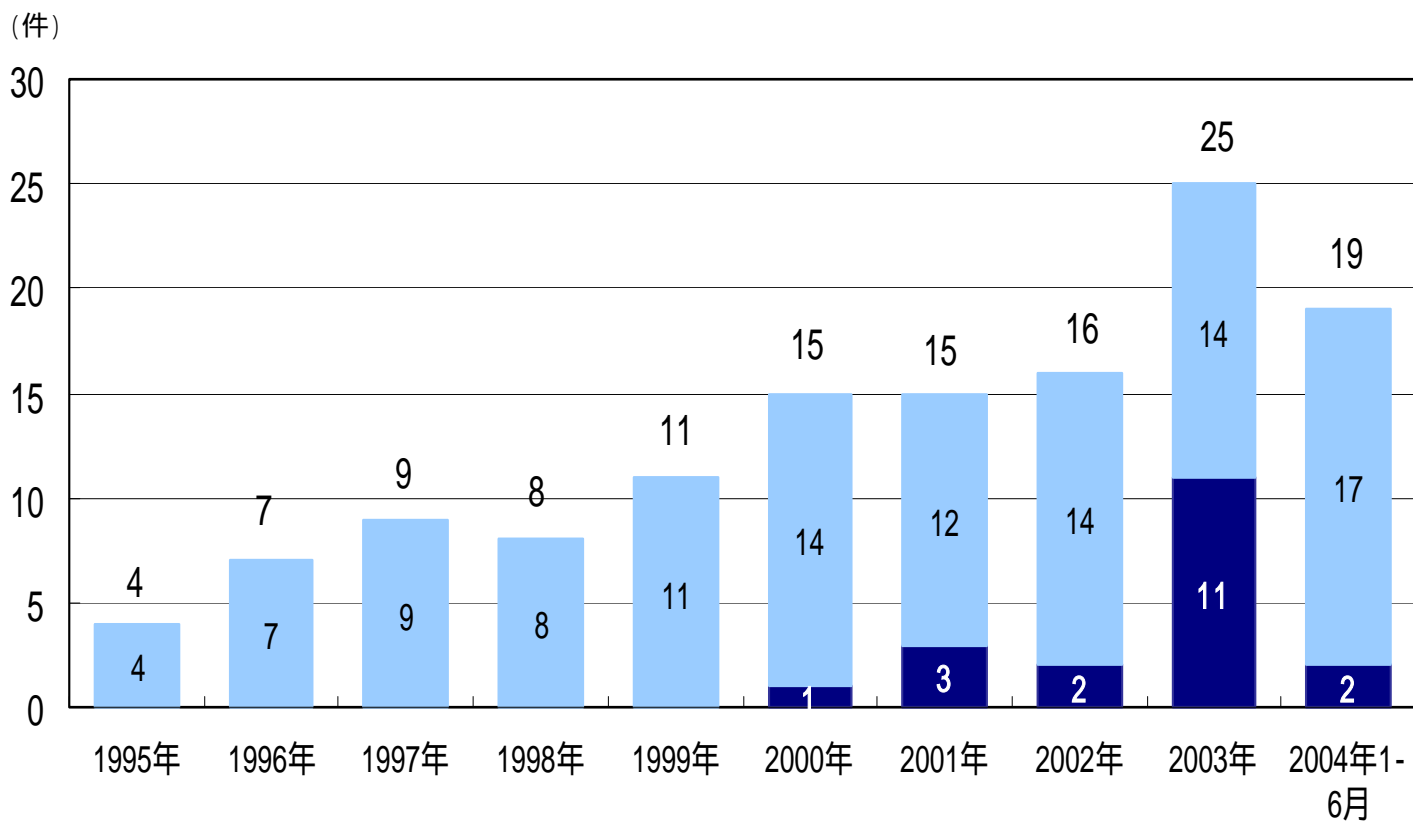
# 6. 国内及び外国の投資会社のM&Aが急増

(件)



出典: 株式会社レコフ

# 7. TOBの増加



出典: 株式会社レコフ

■ 投資会社のTOB ■ その他

## 8. わが国でのM&A急増の要因

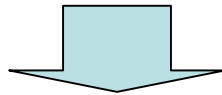
1. 右肩上がり経済の終焉 成熟経済下、構造改革・事業改革等を通じての生産性・収益性の向上
2. 不良債権処理と企業の再編・再生(選択と集中)  
( 株式持合いの解消、雇用の流動化等)  
(独禁法、商法・会社法、税制等制度改革の進展、公的な(金融)機関の活動等)
3. グローバルな競争環境の激化・IT革命の進展等の経済・社会環境の構造変化
4. クロスボーダーM&A(OUT・IN及びIN・OUT)の活発化

## 9 . M&Aの経済活性化効果

- 1 . 市場機能を通じた企業価値の上昇(最大化)・  
生産性・収益性の上昇
- 2 . 企業環境や構造変化への迅速な対応(資源  
配分の迅速な調整)  
資本価値の維持・向上
- 3 . 投資の迅速な展開(クロスボーダー等)
- 4 . 異業種・異文化融合による新しい価値創造
- 5 . 市場成熟による閉塞の打破  
収益性低下の打破

## 10. M&Aによる生産・収益性向上

- ・ 買収プレミアムは平均25%から50%
- ・ 長期的にも株主価値は上昇
- ・ 営業譲渡でROAが1～2年上昇
- ・ 企業の再編・再生に大きな効果
- ・ 強い経営介入がパフォーマンスを改善



高い収益性と高いリスク( 低い成功率)  
わが国では今後M&Aが増加

# 10-1. M&Aの低い成功率

- ▶ ウォール・ストリートは、かつては買収について「お気に召すまま」と応じていたが、買い手が描いていたメリットが得られないディールが多く、もう「お気に召すまま」と言うわけにはいかなくなった。

*“M&A deals: Show Me” Business Week, 2003.11.10*

- ▶ M&Aは、ビジネス上の大失敗がよく起こる分野である。

*“Why Smart Executives Fail” Sydney Finkelstein, 2003*

- ▶ 日本の合併の成功率は欧米の経験則(3割)と余り変わらないといえそうだ。

*森山事務所, 2002.8 Marr*

- ▶ 世界540社の調査から、M&Aに成功していると自認している企業は全体の1/3しかない。

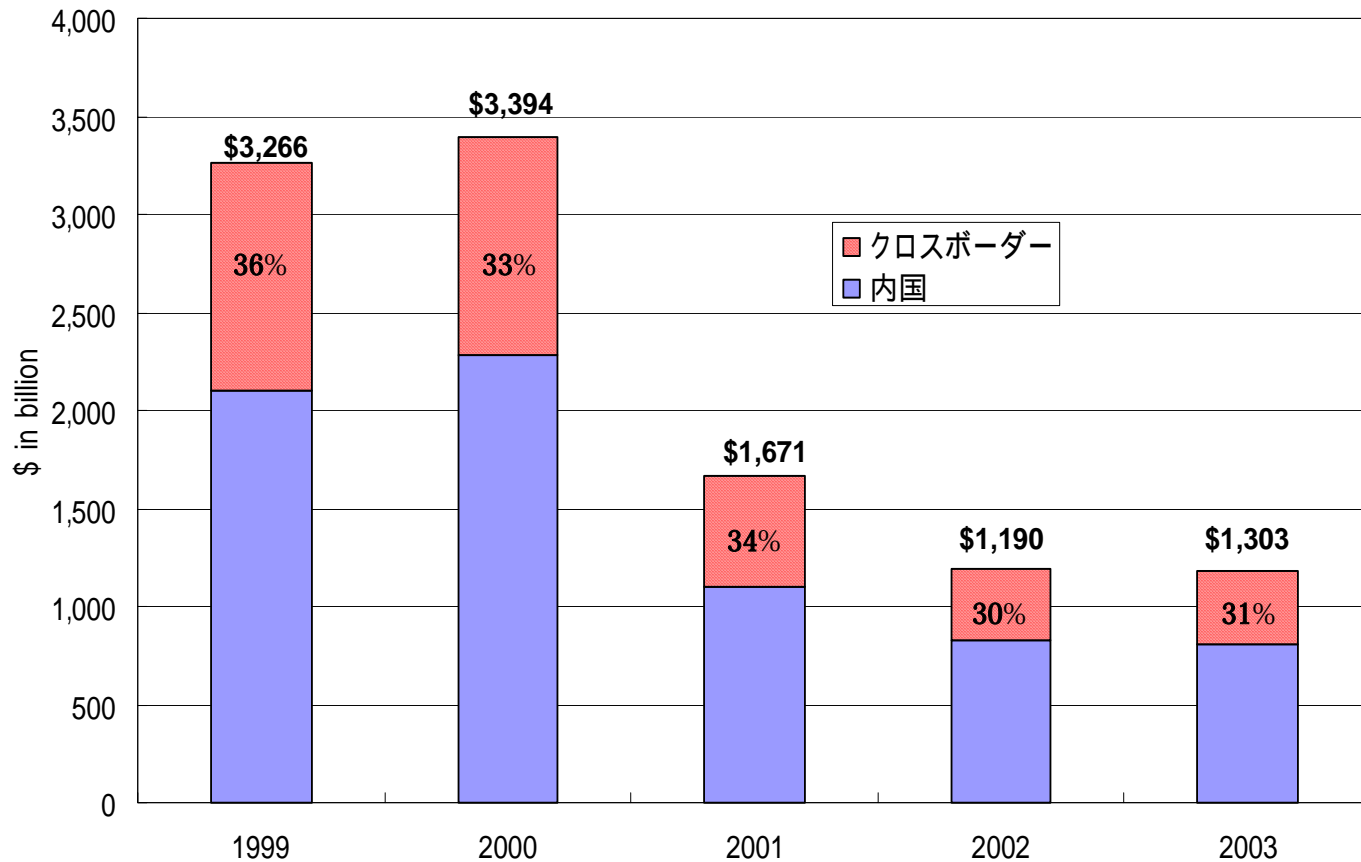
*デロイト・トーマツ調査, 2001年*

- ▶ 過去30年、殆どのM&Aは買い手の株主価値を向上させていないにもかかわらず、毎年M&Aのディールは増え、規模も大きくなっている。

*“Are You Paying Too Much for That Acquisition?”*

*Robert G. Eccles, Kersten L. Lanes, and Thomas C. Wilson, Jul.-Aug. 1999*

# 10-2. わが国のM&A取引規模はまだ世界の数%程度 —増加の余地が大きい (世界のM&A取引金額の推移)



Source: Thomson Financial Securities Data

# 11. M&A: わが国における多くの課題

(順不同)

1. M&A実施時(高値買い・ポストM&A・事業部の抵抗)
2. 「経営者と社員」・「所有と経営」の非分離
3. M&A実施時の社員(従業員)への配慮
4. 企業の組織文化と利害対立
5. 人材の育成・市場・処遇(M&Aプロフェッショナル他)
6. 取締役の責任(「株主」に対してか、「利害関係者」に対してか)
7. 敵対的買収への対応(防衛策)  
(株式価値の向上? ハゲタカ・ファンドに対する防衛? 経営者の保身?)
8. 商法・会社法、税制等の制度改革
9. クロスボーダーM&A・地域活性化 等

# 11 1. M&A実施時

- ・高値買い:

平均25%(以上)の支配権プレミアム

- ・ポストM&A:

企業運営のまずさ

- ・事業部の抵抗:

同上(企画部と事業部の考え方の相違)

# 11 2. 「所有と経営の非分離」 「経営者と社員の非分離」

## (1) 2つの「非分離」

### i. 所有と経営の非分離

- オーナー企業
- 必ずしも数値としての株主価値最大化ではない

### ii. 経営と雇用者の非分離

- 業務執行と経営
- 終身雇用制・年功序列
- 株主価値最大化ではなく、給料と権限の最大化

## (2) ミドルマーケットにおけるM & Aの活用

- M & Aに対する理解の浸透
- 後継者難（世襲制の衰退）
- 事業拡大のための買収ニーズ
- 業務提携（ビジネスマッチング）

# 11 3. 従業員とM&A

## (1) 労働組合

### i. 買収サイド

- 買収側企業の組合にとってのインパクトは小
- 既存従業員への不利益がなければOK

### ii. 売却サイド

- 事業の一部を売却し、残った事業(従業員)を救う  
組合の利益に適うか？
- 従業員の処遇変更
- M&Aの可否そのものを左右する

## (2) 労働市場の制度的要因

- 退職給付引当金・年金 企業価値へのインパクト大
- 終身雇用制・年功序列
- 再就職者の多くは賃金下落する
- 従業員だけではなく、役員もリストラ対象となる
- 再教育システムの欠如

# 11 4. 組織文化と利害対立

分類	具体的理由	事例
利害対立	会社間の勢力争い	なんで役員の数がこれだけアンバランスなんだ？ (大手メーカー) どちらの支店が閉鎖されるのか？ (大手都銀営業担当)
	本人の利害	自分は人事マンとしてやっていけるだろうか？ (大手メーカー人事教育課長) 自分の雇用は保証されるのだろうか？ (大手都銀人事教育課長)
組織文化	会社運営法	人を駒のように扱う 現場の状況を知らないのに、次々と様々なことが決定されていく (外資系企業に買収された企業の人事次長)
	組織文化	考え方が全くかみ合わない (日本の監査法人に買収された外資系コンサルティング・ファーム)
目的不明	目的が不明	M&Aして経営はどうしたいのか分からない この先どうなるのか不安だ (大手都銀営業担当)

第二次大戦以降のM & Aの失敗の84%は組織文化の不適合 ブロックハウス(1975)

# 11 5. 人材サーチ市場における人材ニーズ

## OUT - IN

「日本のマーケットにあわせた経営ができる人材」  
買収後に「社員に方向性を示し」「オペレーションを変革し」「新しいマーケットの シーズを植えられる」人材  
汗のかける人、失敗経験のある人、理屈先行でない人  
日本人をマネジメントする人材と外国人をマネジメントする人材を分けて調達する傾向あり

## IN - IN

人材ニーズなし。合併二年後位から出てくる  
(本来は舵取りする人材を外部から入れるべき)

## IN OUT

買収した日本企業側に遠慮のマネジメントが存在  
定期間後に外国企業でのマネジメント経験ある人材ニーズ

## 支援コンサルタント

両社に成功イメージを作らせる人材  
ファイナンスに寄り過ぎない、視界の広い人材

# 11 6. 取締役の責任範囲

## 1. 敵対的TOBへの対応

- ・意志決定権はどこに？ 「株主総会」か、「取締役会」か？
- ・取締役の責任は？ 「株主に対するもの」か、「株主を含むステークホルダーに対するもの」か？

## 2. 友好的TOBに対しても

- ・対価の評価に対する責任のあり方

## 3. IR(企業の投資家向広報)の必要性

# 11 7. 敵対的TOBへの防衛策：議論は未成熟

対抗策の時期	単独 or M & A	具体策	想定される具体的効果
敵対的TOB 実施後		安定株主工作	基本対策であるが、新規株主を獲得するのは困難。
		メディア対応	基本対策であるが、即効性・実効性が予測困難。
		対抗買付(ホワイトナイト)	短期間で高プレミアムを支払うホワイトナイト発見に難。
		第三者割当増資(ホワイトナイト)	× 短期間でのホワイトナイト発見に難。新株発行差止請求。
		合併・株式交換(ホワイトナイト)	× 短期間でのホワイトナイト発見・合併等契約締結に難。
		敵対的TOB 実施前	単独での 対応
IRの充実	基本対策であるが、即効性・実効性が予測困難。		
安定株主工作	基本対策であるが、安定株主工作は時代に逆行。		
M&Aによる 対応	資本政策(自社株買い・借入等)		自己買い:投資ファンドの持株比率が上昇。 借入:見合いの現金が発生するため、効果は限定的。
	ポイズンピル		新株予約権発行の差止請求のリスク。 ポイズンピルの割当先の確保が課題。
	ホワイトナイトとのM&A		即効性・実効性も高い。

M & Aによる対応が有効

# 11 8. 米国においてさえポイズンピルに賛否両論

## ポイズンピルに対しては賛否両論

### 現状

1. 2002年には2,176社がポイズンピルを導入済み (IRRC調査)
2. 2003年には調査対象5,500社のうち4割がポイズンピルを導入済み (ISS調査)
3. 敵対的M&Aは米国で最も多い
4. ポイズンピルが発動された例: 1件のみと言われている
  - 目的は、「買収価格を引き上げる」、「買収者と対象会社が交渉の場を持つ」ことであり、発動することにより買収を阻止することではない
  - 会社側は、上記目的を達した場合、ポイズンピルをいつでも消却できるよう設計する

### ポイズンピルと株価の関係

1. ポイズンピルの導入と株価に関する統一的で最終的な調査はない
2. ポジティブな調査結果
  - ISS (ガバナンス格付けと業績の相関性調査、2004.2): ポイズンピルを含む防衛策をとっている企業は、そうでない企業よりも投資リターン (3,5,10年間) が高く、収益性 (ROE、ROA等の資産効率指標及び利益率)、配当性向及び配当利回りが高いことを実証
  - Georgeson & Co (議決権行使促進サービス): ポイズンピルを有する会社がそうでない会社と比較して買収プレミアムが8%高いため、ポイズンピルは株主価値を生むと結論
3. ネガティブな意見
  - 新たなポイズンピル導入のニュースは株価を下げる、ポイズンピル導入企業の株価はディスカウントされる
  - ポイズンピルを有する会社はもともと株価が割り引かれているため、結果的に買収プレミアムが高く算出される

# 11 9. 法制・税制等の制度改革

- 商法・会社法

敵対的企業買収に対する取締役の義務の指針がない。  
公開会社の完全子会社化への開示ルールが必要。

- 税制

商法等の改革に対応しての税制上の対応が遅れている。  
組織再編に対応した税制上の措置の柔軟化。

- 証券取引法

強制的買付制度における企業支配権の扱いの柔軟化。  
など

## 11 10. 今後のM&A研究会の活動

1. M&A時代の企業経営と企業の従業員対応
2. M&A分野のプロフェッショナル  
及び 人材育成と市場の形成
3. 法制度改革及び税制改革
4. M&A関連統計の整備と情報集積
5. その他  
(地域活性化、クロスボーダーM&A等)