

本格的な展開期にあるわが国のM&A
(M & A研究会(平成18年10月) 報告)

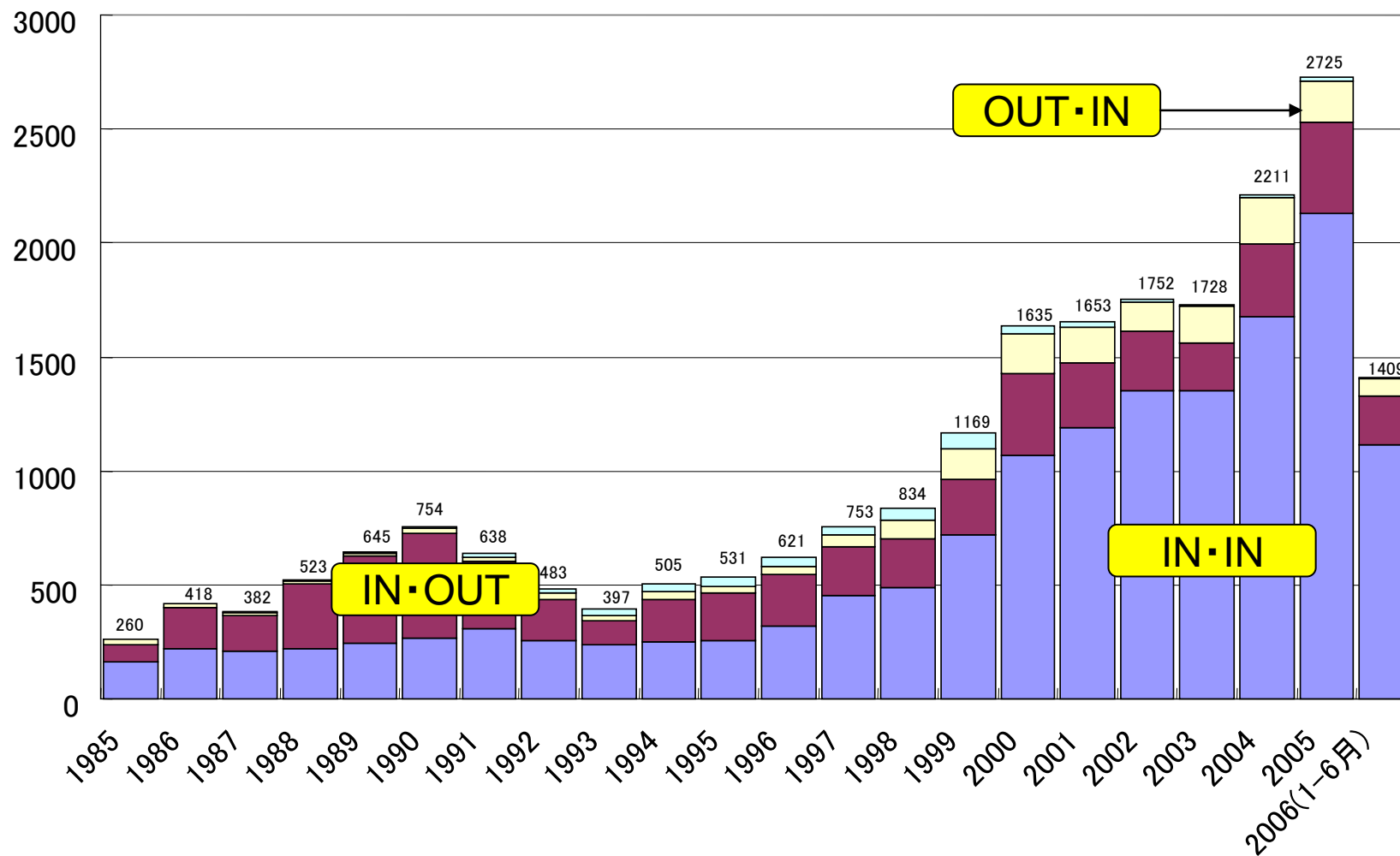
平成18年10月17日

内閣府経済社会総合研究所
特別研究員 藤岡文七
(内閣府政策統括官(経済財政運営担当))

本格的な展開期を迎えた わが国企業のM&A活動

- 05年、わが国のM&A件数は、前年比23%増の2725件。金額は11.6兆円(公表ベース前年12.1兆円)と高い水準。
- 経済活性化と企業価値の回復に大きく貢献。短期的に株価の上昇、また、中長期的には企業収益の改善等を通じて出現。
- M&Aの新たな担い手の登場、大型の敵対的M&Aの出現等新しい潮流が現れ、リストラ型M&Aから戦略的M&A、投資会社等による企業再生M&Aが盛んに。具体的には、(1)投資会社案件の増加(前年比20.8%増)、(2)TOBの活発化(05年53件)と敵対的TOBの増加、(3)経営難企業の再生や後継者対策としてのM&Aの活発化、(4)投資会社の対日投資の急増や対外直接投資の堅調な推移等。
- (1)新会社法の成立、(2)金融商品取引法の制定(証券取引法の抜本改正)、(3)証券取引所における制度の整備等の動き。

本格的な展開期にあるわが国企業のM&A活動

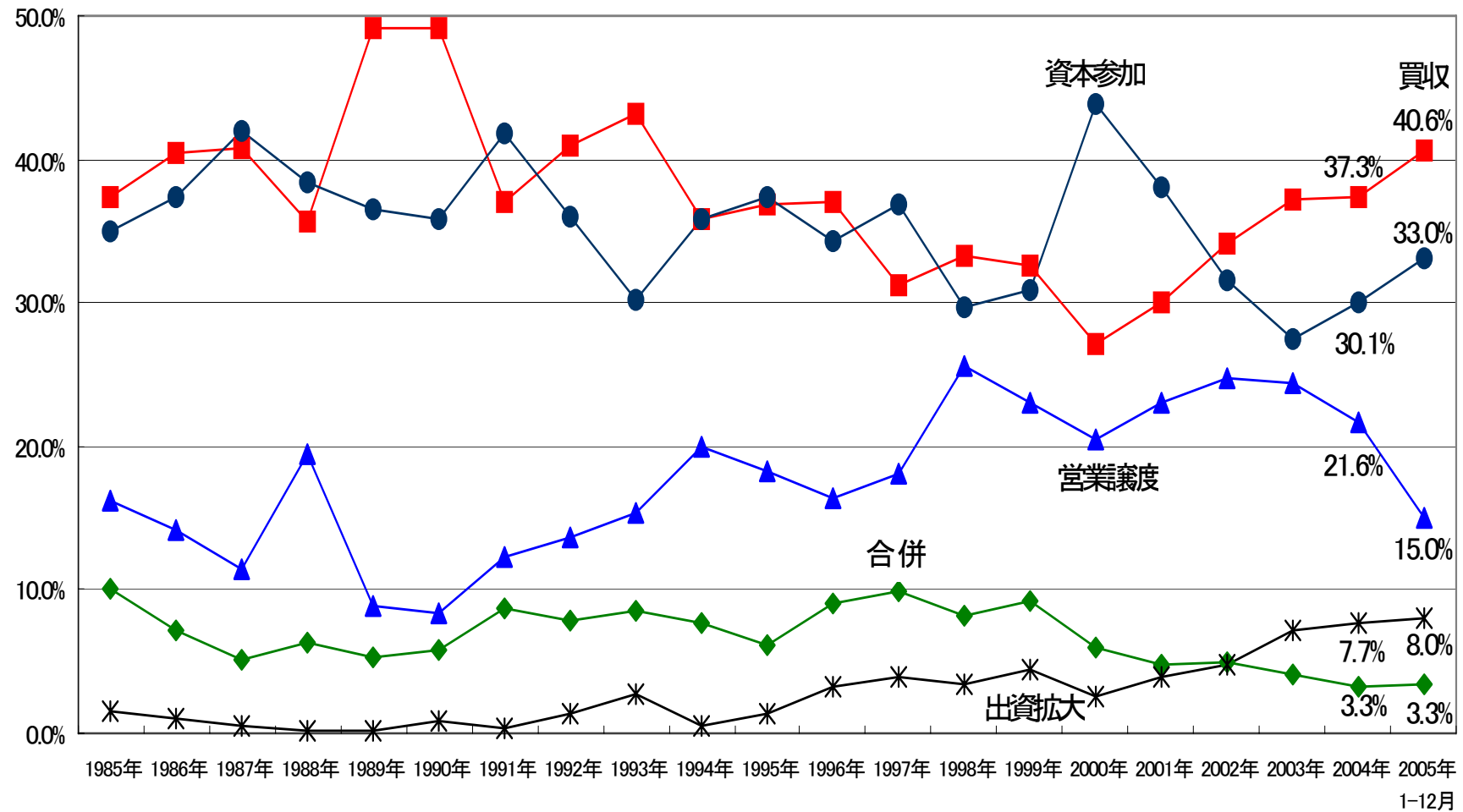


出典：(株)レコフ

わが国企業のM&Aの特徴

- 企業価値を意識した企業経営の浸透
- 不良債権処理の進展と「選択と集中」による再編・再生
- グローバル化及びIT等情報化など経済・産業構造変化
- 新会社法の成立等の関連法制度等の改正
- 日本政策投資銀行、(株)整理回収機構及び(株)産業再生機構等の活動の活発化

合併・営業譲渡(再編型)から買収・資本参加(経営型)に



出典:(株)レコフ

企業経営

- **経営の「統合」と「融合」**
M&Aでは経営トップのリーダーシップが最も重要。
- **「所有と経営」及び「経営者と社員」の非分離**
「所有と経営の非分離」(中小企業): 企業価値を意識した経営が行われていない。
「経営者と社員の非分離」(大企業のサラリーマン社長): 価値観は株主価値の最大化ではなく、リスクを回避し組織の維持や保身に向かいがち。
- **コーポレート・ガバナンス**
中小企業は、いまだ銀行を見ながら企業を経営。企業価値の向上を意識した経営や事業の再編・再生、社会的責任や危機管理への対応等経営のガバナンスに求められる事柄は複雑に。
- **組織文化と利害対立**
社内での勢力・派閥争い。M&Aが成果に繋がらない。
- **金融機関の企業経営への関与**
金融機関は、(特に中小企業の場合)自らの債権が擬似エクイティになっているという意識が薄く、貸出も企業の経営状況に対応していない。

企業価値

- **企業価値の考え方**

企業価値は、短期的なマネー・ゲームではなく、組織・設備等の再編・再生、経営改革や人材育成等を通じて中長期的観点から行われるもの。それは経営の巧拙によって左右される。

- **粉飾**

粉飾行為は、株価の維持・引上げや経営上の信用獲得等を目的としたものが多くなっている。詐欺的意図を持った粉飾や意図した情報操作等は、市場の信頼を損ない、経済の持続的発展に向けて大きな障害。

- **市場評価**

企業価値の妥当性の判断は、可能な限り市場の規律に晒して行われるべき。経営者次第で価値は変わる。中小企業の場合も企業価値を意識しての経営が必要。

- **公的セクター事業への価値評価の導入を**

企業の支配権

- **企業は誰のものか**
収益獲得を目的とする存在としては株主のものだが、「企業は株主のもの」と断定する見解には疑問あり。株主権を振りかざし、中長期的な企業価値を破壊するような「株主権」への歯止めも必要。
- **買収への対応についての取締役の責任**
敵対的買収への取締役の責任について、「意志決定権が株主総会にあるのか、あるいは取締役にあるのか」、また、「取締役の責任は、株主に対してか、ステークホルダーに対してか」について意見が分かれている。

敵対的買収への防衛策

- 敵対的買収への防衛策

EU諸国はポイズン・ピルに対して非常に否定的。米国ではポイズン・ピルの導入目的は買収価格の引上げる交渉の場を持つためであり、買収阻止ではない。

- 敵対的買収への防衛策の考え方(ゲームとして考えた場合)

敵対的買収の防衛策として、(1)支配権維持であっても「特段の事情」があれば防衛措置は許され得る、(2)平時すなわち支配権争

M&Aプロフェッショナル

- **ビジネス・プロフェッショナル(Bizプロ)**
M&A活動は、ビジネス・プロフェッショナル(Bizプロ)の総合的な活動分野。
- **Bizプロの育成**
M&Aの Bizプロには、しっかりした倫理観とコンプライアンス意識に立った経営感覚を含めた幅広い素養と能力が求められる。
- **企業のプロの活用**
M&A関係の法律・税制や経済・社会環境等変わっていく情報を、全て個々の社内に蓄積することは困難。今後、企業は、5年とか3年の有期でプロを処遇していく方向に。
- **ポストM&Aが最も重要**
外部の第三者の専門家が客観的で冷静な判断ができる。

ヒューマン・キャピタル

- **ヒューマン・キャピタル**

企業価値の重要な要素は、企業の従業員・人材が持っている能力とその力を発揮しようと思わせるような組織の運営。人材市場の創出はヒューマン・キャピタルへの投資市場を創出し、新たな活力源。

- **雇用支援策の確立と流動的な雇用環境への対応**

雇用の流動化とその調整はM&A活動の活性化に不可欠な要素。雇用対策・支援のルールが確立が大切。また、変化することに耐えうる組織文化や人事も含めたマネジメントが必要。

商法・会社法、税制及び証券取引法

- 新会社法

敵対的買収への対応における取締役の責務やその防衛策、公開会社の非公開化等に際しての開示ルール等課題が残されている。外国企業の三角合併が可能となったが、実務及び制度面からの対応も必要。

- 税制関連

税制は、企業の活力・競争力の維持・強化に大きな役割を担う重要な政策手段。M&A活動においては極めて重要な要素。政策手段として国際的視点や活力の視点を踏まえて合理的に検討されるべき。

地域活性化

- **活発化する地域のM&A**

地域の活性化に向けて、キャッシュ・フローを重視した価値評価によって人々の活力や新たな事業・投資を引き出すM&Aの考え方は有効。現在は、経営難に陥った企業の再編や再生や後継者対策型M&Aが中心。

- **中堅・中小企業の課題**

(1)中小企業経営者に「経営」の意識に欠ける、(2)基本的に企業の情報開示への努力が不足、(3)情報の非対称性(売り情報は少¹³

クロスボーダーM&A

- M&Aによるグローバルな投資活動の活発化
- クロスボーダーM&A
クロスボーダー投資は短期的には高収益をもたらすが、長期にわたる場合、非経済的な要素も絡んで、見えない大きなリスクを抱える。投資に関する国際的な協力・管理分野の国際協調はまだまだ未成熟。
- クロスボーダー投資では、相手国の市場開放度が価値評価に究極的な影響を与える。
- 諸外国のM&A関連法制度

事業再生及び倒産法制

- 不良債権処理での公的組織の活動の活発化。事業再生においてM&A手法が不可欠に。事業再生は、経営者の責任を追及し既存の株主から企業支配権を引き継ぐ「敵対的買収」的性格。
- 早い段階(私的整理の段階)で事業再生に着手できる制度的枠組みの確立を。企業価値が大きく毀損されない段階で。
- 倒産法制(法的整理)でも、経営責任をしっかりと追及し、しっかりとした経営者やダイナミックな人的及び物的資本の再配置等合理的な対応が不可欠。
- 倒産法制において、再生をめざしてM&Aを行う場合の考え方やルール等(経営責任のあり方、個人債権と機関投資家の債権への弁済率、個人保証(連帯保証含む)、金融機関の債権放棄とDES等)を明確にする努力が行われるべき。

独占禁止法

- 独占禁止法上, M&A活動は, 「企業結合規制(合併等の企業結合により一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなる企業結合の禁止)」及び「一般集中規制(事業支配力が過度に集中することとなる会社の設立等の制限(銀行等の議決権保有制限も含む))」に関係。
- M&Aを通じた企業や組織の再編・再生が活発化しており、競争環境の変化に対応した適切な審査の実施や、審査に係る迅速性・透明性・予見可能性の一層の向上に対する重要性は高まっている。

会計基準

- 会計基準は国際的に収斂していく(予想)。
- 日本では持分プーリング法を認めている。米国基準は、企業結合について全てパーチェス法である。国際財務報告基準ではパーチェス法が採用されている。
- 日本では、「のれん」は20年以内に償却する前提で、減損会計を適用、即ち価値が減った場合に損失を認識。米国会計基準や国際財務報告基準では、のれんは償却せず減損会計が適用されるのみ

新しい時代のM&A活動に向けて

- M&Aは、社会的厚生を最大化する重要手段としての企業価値の最大化を目的に、市場機能を通じて生産性の劣る既存の資本・企業経営を整理・利用・再生し、新たな価値創造に向けて資本再編・再生や経営改革等を推進する重要な手段。
- 海外展開においては積極的にM&Aを展開し、当該地域の発展や雇用の創出に貢献。諸外国のわが国へのM&Aを通じた投資もわが国の発展に寄与。
- **M&Aはわが国の持続的な発展・成長に不可欠。**

企業経営

- M&Aでは経営トップのリーダーシップが最も重要。
- 企業価値評価は、キャッシュ・フローの予測をベースにした市場評価を基本とすべきである。このためには、企業の活動状況についての的確に把握できる正確な情報の把握(と開示)が必要である。
- 金融機関の企業経営に対する貸出しへの対応や粉飾問題への対応等をしっかり図っていく必要性。
- 「企業は株主のもの」との見解には大きな課題。

ビジネス・プロフェッショナル育成 と人材市場

- M&Aのビジネス・プロフェッショナル育成は、産業や企業の持続的成長を維持するためには不可欠。
- 新しい時代の経営者や従業員等の育成を。
- 人材流動化の進展し、人的資本の重要性が認識されつつあるが、人材育成やその市場形成は遅れている。
- M&Aのプロフェッショナルや専門家の育成には、幅広い分野の専門知識のみならず、具体的なケースに応じた実務的訓練や体系的な情報及びその育成システムが必要。

雇用及び働き方

- ヒューマン・キャピタルに期待してM&Aを行う場合の考え方やルールの確立。M&Aでは、過剰人員と賃金・処遇（格差）の調整が不可欠。
- 雇用調整の受け皿となる（プロも含めた）新しい人材市場が圧倒的に不十分な状況。
- M&Aに際しての雇用対策・支援のルールの確立。

地域活性化にM&Aを

- 企業経営へのM&Aの利用や関係インフラの整備等を通じたM&A活動の活性化が地域の活性化に。
- (地域の経営者)「経営」改革や企業価値への一層の自覚を。
- (地域金融機関、ファンド)事業再生・再編、ビジネスマッチング、新規事業の立上げ等のM&A能力を。
- 地域の特性に応じ、インフラ整備や地域の人々が出資しその果実を受けるシステムを。

クロスボーダー投資

- 十分なガバナンスとリスク管理の能力の下での投資を。直接投資は長期にわたり、その環境に非経済的な要素も絡んでくる可能性が極めて大きく、見えない大きなリスクあり。
- M&A絡みの投資では、相手国の市場開放度がその価値評価に究極的な影響を与える。
- 投資に関する国際的な協力・管理を

事業再生・再編

- 早い段階での事業再生に着手できる制度的枠組みの確立。
- 法的整理においても、経営責任の追及、信頼できる経営者やダイナミックな人的及び物的資本の再配置等経済合理的な対応を。
- 企業が再生をめざしてM&Aを行う場合の考え方やルールを、実例を収集分析しつつ可能な限り明確にすべき。

関連法制度等の改革

- 国際的にも通用するM&Aの考え方やルールの確立（取締役の責任の明確化、敵対的TOBへの対応、雇用への対応、事業再生・再編等）
- 国際的視点と発展する具体的事例の蓄積を踏まえた考え方やルールの確立
- 税制は、わが国の企業の活力・競争力の維持・強化に大きな役割を担う重要な政策手段。

M & A研究会の対応

- 関連統計・情報の整備・分析
M & Aの関連統計や情報の整備を図り、経済・企業活動・雇用等への影響について評価・分析し情報の提供を行う。
- 民間主導のM & Aフォーラム(代表:落合誠一 東京大学教授)が設立された。
- M & A研究会は、M & A白書(仮称)作成等のために引き続き開催。