

(参考4) M & Aの基礎知識

1. M & Aの定義と分類(注)

(1) M&A取引の定義

M&Aとは Mergers and Acquisitions (合併と買収)の頭文字をとったものである。本報告では、M&Aを、企業の既存経営資源を活用することを目的に経営権を移転したり経営に参加したりする取引と定義し、その内、日本企業が絡むものを対象とする。なお、資本・資産などの取引を伴わない業務提携などは対象から除いている。

(注) 本報告におけるM & Aの定義等は(株)レコフ社のM & A統計に準拠している。

(2) M&Aの分類

マーケット別分類

マーケット別では、IN - IN が日本企業同士(この場合の日本企業は日本の資本が50%超の法人、ただし、外国資本が50%超の企業であっても日本で上場している場合には日本企業とみなす)、IN - OUT は日本企業による外国企業へのM&Aで、OUT - IN は外国企業による日本企業へのM&A、OUT - OUT は、日本企業が海外で買収した企業が現地でM&Aを行ったものである。

| | | |
|-----------|---|------------------------|
| IN - IN | : | 日本企業同士のM & A |
| IN - OUT | : | 日本企業による外国企業へのM & A |
| OUT - IN | : | 外国企業による日本企業へのM & A |
| OUT - OUT | : | 日本企業が海外で買収した企業が絡むM & A |

形態別分類

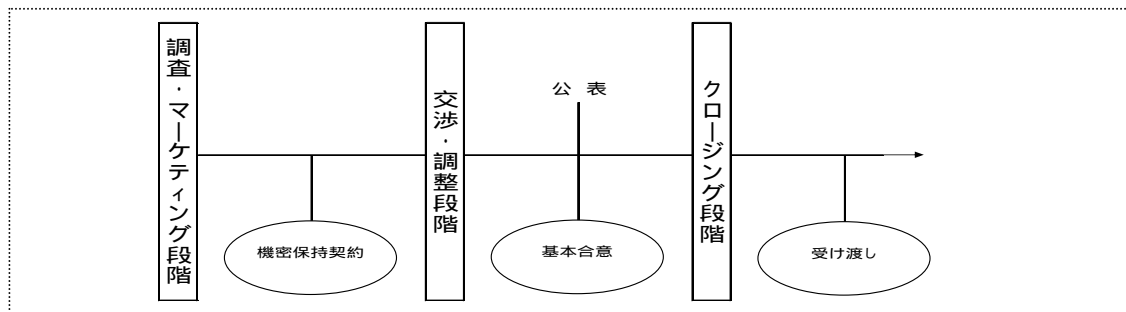
形態別には、合併(商法上の規程で、2社以上の会社が契約により実質的に1社に合同することで、新設合併と吸収合併がある)、買収(株式取得や増資引受、株式交換等により50%を超える株式の取得で、MBO(Management Buy Out、企業の事業継続を前提に、外部の投資グループが買い取り資金を用立てる仕組み)、営業譲渡(会社の資産、従業員、商権等が一体となった「営業」の譲渡で、譲受、既存事業の統合も含む)、資本参加(買収と同様の方法で支配権を得るまでに至らない50%以下の株式の取得)、出資拡大(既に株式を保有している当事者が、更に関係を深めようとしての50%以下の買い増し)がある。

| | | |
|------|---|---|
| 合併 | : | 2社以上の会社が契約によって実質的に1社に合同する |
| 買収 | : | 株式取得、増資引受、株式交換等による50%を超える株式の取得、MBO等も含む |
| 営業譲渡 | : | 会社の資産、従業員、商権等が一体となった「営業」の譲渡・譲受、既存事業の統合を含む |
| 資本参加 | : | 買収と同様の方法で50%以下の株式取得 |
| 出資拡大 | : | 既に株を保有している当事者の50%以下の追加取得 |

2. M & A取引の流れ

M&A取引は、pre-M&A、process of M&A および post M&A の3段階がある(注)。

(注)ここでは、M&Aの大部分を占める友好的なM&Aを前提としている。



process of M&Aの段階では、最初に、調査・マーケティング段階がある。買収側から言えば、調査・マーケティングでどのような企業を、どの程度の資金で、いかなる経営資源の獲得を目指すのか、それに該当する企業を挙げてその中から絞り込んでいく。現実には直接相手企業に当たるのは難しいので、仲介という行為が発生する。2社間で話を進めることになった場合、相手の内容を調査しなければならないので、第一次資料の取得が発生する。その場合に必要なのは「秘密保持契約」である。その前にトップ同士の決断というのがある。トップミーティングを最初に設定し、そこで主要なところは決めるということが必要になる。

トップミーティングの後、交渉を進めようという「基本合意」が行われ、交渉・調整段階に入る。ここでは様々な条件、例えば従業員や価格等も含め事細かなことまで交渉が行われる。こうした方向性についての基本合意ができた場合には、ディスクロージャーのため上場会社等ではその基本合意を公表することになる。

クロージング段階のところでは、更に不良資産や隠された負債はないかなど、買収監査、財務、法務、契約関係等いろいろな形で調査することになる。そして、最終の条件が決定され、その後最終的な契約書が結ばれて、「受け渡し」となる。その後、上場会社であれば総会を開催して社内外に公表する。

M&Aは、その後のポストM&Aが重要である。一緒になったことの効果をいかに発揮させるか、現実にはいかに統合させるかということで、通常は統合委員会を作ったり、戦略的に広報を行ったり、いろいろなことをする。統合の分野としては、業務統合、財務統合、人事統合の3分野が主になる。業務統合は、生産、仕入、販売、それからシステムの統合も業務統合である。財務統合は、取引銀行、経理処理の方法、資金の運用等を統合していくことである。人事統合は、組織や給与水準を変えたりすることである。

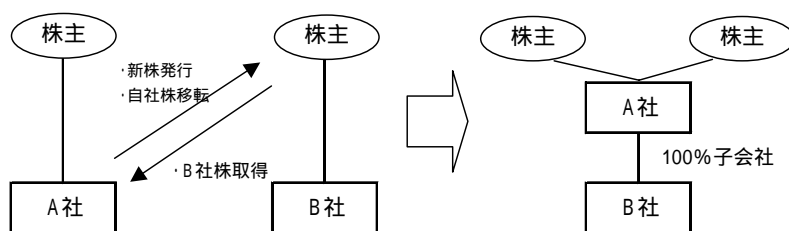
3. M & Aの主な手法

株式交換制度

株式交換制度は、株式の交換によって完全子会社を作るという仕組みである。A社がB

社を完全子会社にする場合に、B社の株主に自社の新株発行または金庫株などで持っている自社株式を渡し、その対価としてB社の株式を取得することによりA社が100%B社の株式を持つ。これによって、B社の株主はA社になりA社の株主はそのままということで、A社の下に100%の子会社ができる。B社の買収に際して、現金の代わりにA社株を利用することができ、買収に際して資金は必要されないのが盛んに行われるようになった。

株式交換

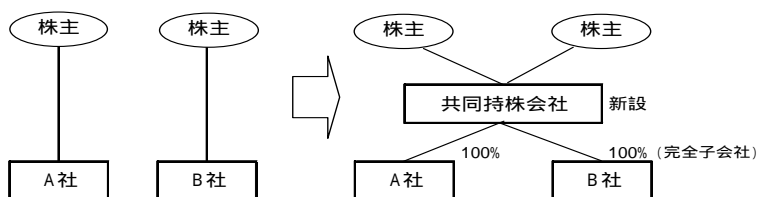


- ・ B社の買収に現金の代わりにA社株を使用
- ・ A社、B社、総会で特別決議

株式移転による統合

株式移転による統合は、完全親会社を新たに設立するために作られた法制である。新たに純粋持株会社を作るために株式移転をする。また、共同持株会社、つまり複数の会社の共同持株会社を作ってそこに株式を移して共同持ち株会社の株主になるということで、一つの持株会社の下にA社、B社、C社、D社などが100%子会社となって、共同持株会社の経営の方向付けによって行動するという仕組みである。

株式移転による統合

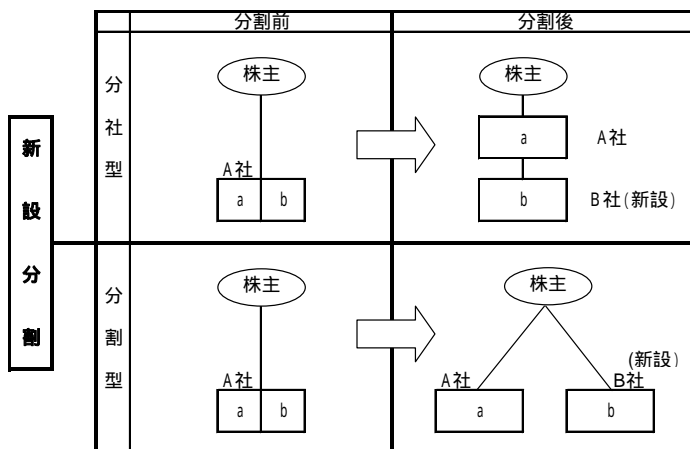


- ・ 複数の会社が共同持株移転により、1つの持株会社の完全子会社になる

会社分割

会社分割は、会社の全部または一部を新設または既存の会社に包括的に、すなわち権利・義務や従業員も含めて全部を移転・承継させるもので、事業の統合や分離、分社化、純粋の持株会社等いろいろな形に利用できる。会社分割の最も大きなメリットは、権利義務関係を包括的に移転できることである。分割には新設分割と吸収分割の2種類があり、新設分割は新しい会社を作ってそこが承継し、吸収分割は既設会社が承継するものである。それぞれ更に、分社型、分割型と分けられる。分社型というのは会社に株主を割り当て、分割型というのは株主に株を割り当てるものである。

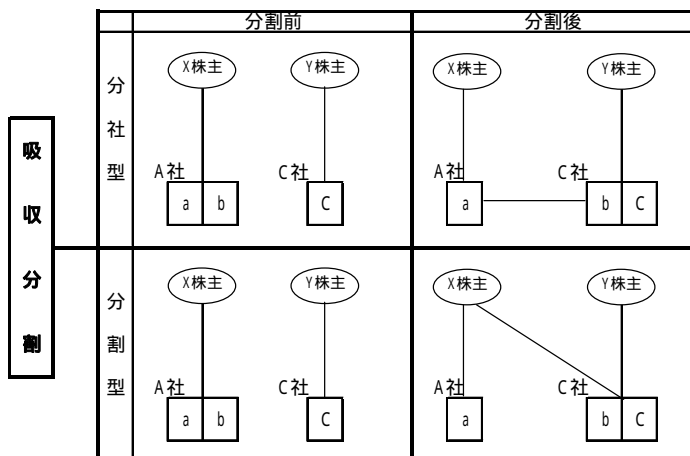
新設分割 …… 新たに会社を設立しそこが承継



分社型（物的分割）
被分割会社が承継会社の株式をうける。

分割型（人的分割）
被分割会社株主が承継会社の株式をうける。

吸収分割 …… 既存会社が承継



分社型（物的分割）
被分割会社が承継会社の株式をうける。

分割型（人的分割）
被分割会社株主が承継会社の株式をうける。

（参考）「スピンオフ」（及び「スプリットオフ」）と「カープアウト」

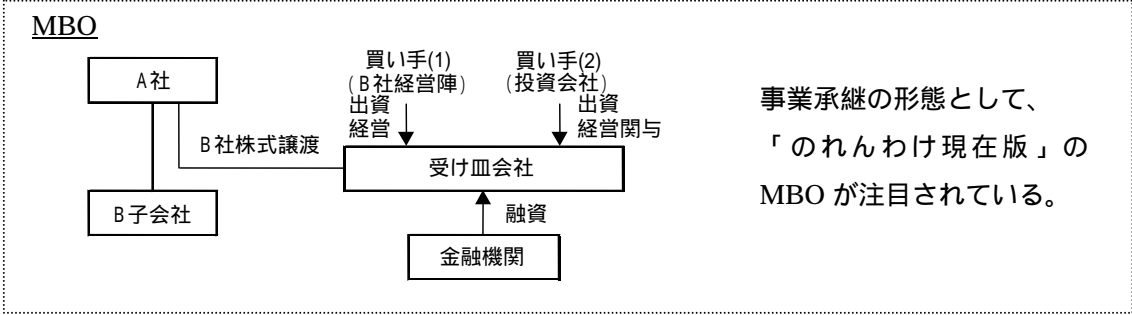
会社分割が可能となったことにより、スピンオフとカープアウトが容易になった。

「スピンオフ」とは、親会社の一部の事業を独立した会社として切り離すために、切り離した会社の株式を親会社の株主に分配することをいう。親会社から独立することにより、企業の価値を上昇させる場合に利用される（出藍の誉）。事業の成長性や事業サイクル等の側面において市場で高く評価される部分を切り離す。米国でよく利用されている。同様の言葉で、「スプリットオフ」があるが、これは、切り離した会社の株式を、親会社の株式と「交換」で交付する。

「カープアウト」とは、親会社の一部の事業を子会社化し、これを IPO（新規株式公開）で売却することをいう。会社の一部を（曲線で）切り離す、という意味である。企業の親子関係を維持しながらの資金調達や資本提携をする際に利用される。

MBO（Management Buy Out）

MBO は、企業の事業継続を前提に、外部の投資グループが買い取り資金を用立てるといいう仕組みである。受け皿会社を作ってそこから対価を払って株式を取得する。日本の「のれん分け」に似ており、中小企業などでいい経営資源がありながら後継者が居なくて続けられないといったところでは、対応できる仕組みである。



TOB (Take Over Bid)

TOB すなわち公開買付とは、不特定かつ多数の人に対しての公告により、会社の経営権の取得等を目的とした株券等の買付けの申込又は売付けの申込みの勧誘を行い、有価証券市場外で株式等の買付けを行うことをいう。

敵対的買収を行う際に使われる手法であり、同義語的に用いられることも多いが、TOBの全てが敵対的であるわけではなく、友好的 TOB も存在する。

三角合併

三角合併とは、子会社が存続会社となり他の会社を合併する際、合併の対価として親会社の株式(株式交換)を使う合併である。平成 17 年の新しい会社法の成立(施行は 18 年 5 月)で可能となった。例えば、外国企業が、日本の現地法人を 100%子会社にしたまま、日本企業をその現地法人に吸収合併することができる。

「敵対的 TOB の標的になる」という主旨とは異なることに留意されたい。

4 . M&A プレイヤーとしての投資ファンド

(1)投資ファンドとは

投資ファンドとは、一般的にはプライベート・エクイティファンドといい、経営権をしかりとり経営資源を投入して企業価値を上げるための積極的な取り組みを行うファンドである。プライベート・エクイティファンドは、破綻した企業のスポンサーとなる場合も多いが、破綻しかけた会社または破綻した企業のみを対象とする企業再生ファンドという場合もある。両者ははっきり分かれるのではなく、企業再生ファンドは、プライベート・エクイティファンドに含まれると考えられる。

ヘッジ・ファンドとは、一般的にはアービトラージ(為替の鞘抜き・市場での鞘抜きをしてリスクを少なくし、利回りを追及するもの)を行うファンドであり、このヘッジ・ファンドが形を変えてプライベート・エクイティファンドの機能を行うこともある。即ち、安い買い物を買ひ、ある程度の期間はかかるが出口が見える分野をとり、そこに経営資源を投入する。

投資ファンドはここにあるようにはっきり 3 つに分かれわけではなく、ビヘイビアもそれほど変わらない。どの会社も投資家であり自分たちの利益を優先しているが、アービトラージの発想を持ったファンドや企業を再生させて地道に企業バリューを上げそれを売却す

るファンドもある。その辺は投資戦略の違いであるが、一応この 3 つに分けられるということである。

1) プライベートエクイティファンド・バイアウトファンド

: 経営権を支配し、経営資源の投入等の企業価値の向上のための積極的な取り組みを行うファンド。

2) 企業再生ファンド

: 企業再生を専門としたファンド。

(ヘッジ・ファンド)

: アービトラージ(鞘抜き)を目的とした投資を行うファンド。

投資ファンドは総称してプライベート・エクイティファンドと理解していいが、もともと国内独立系、国内金融系、外資系とはっきり別れており、売り手の側から投資ファンドを選択する上でもこの3つの選択肢がある。

1) 国内独立系

アドバンテッジパートナーズ、ユニゾンキャピタル、MKS パートナーズ、ソフトバンク・インベストメント

2) 国内金融系

証券系(野村プリンシパル、日興プリンシパル)、銀行系(みずほキャピタル)、VC系(ジャフコ、NIF、日本アジア投資)

3) 外資系

カーライル、サーベラス、リップルウッド、ウォーバーク・ピンカース、外資系投資銀行のプリンシパル投資部門

スティールパートナーズ、ダルトンインベストメント、タワーインベストメント、シンフォニーインベストメント、ソロス

(2) 投資ファンドによる買収の特徴

1) 支配権の獲得と非上場化

2) 積極的な経営参加

3) ガバナンスを重視した経営

4) 投資回収を見据えて投資を実施

投資ファンドによる買収の特徴は、支配権の獲得をして広い意味のリストラクチャリングを行うために、上場企業であっても非上場企業にして、意思決定を素早くさせていくというのが一般的である。積極的な経営参加をして、マネジメントや人材を一気に投入し、企業の開拓を図る。そして、事業会社と共同で買収に当たる場合も多い。

投資ファンドは投資のプロではあるが、必ずしも経営のプロではないので、経営のプロ送り込んで企業を改革し、あるいは事業会社と組んでその事業会社のノウハウを移転してもらおうという形、例えば 51% は投資ファンドが持ち、20% はその事業会社に持ってもらい、その事業会社から社長を派遣してもらって、企業バリューを上げてもらうということもある。立派な経営者に経営をまかせると言えば説得力が全然違って来る。実際にディールを円滑に動かしていくためには、そのような方法も重要となっている。「ガバナンスを重視し

た経営」とあるが、投資家としてアカウントビリティやコーポレートガバナンスをきちんと当て嵌めて、説明責任と透明性に基づいて運営していくということである。当然、投資価値を考え、M&Aによる売却のシナリオを見据えて、2年から5年くらいのストーリーで買収に臨むことが多い。