

# 1. 対日直接投資とM & A

## 1-1 M & Aの基本的概念の整理

### 1-1-1 M & Aの体系

“ M & A (Mergers & Acquisitions) ” は、企業の合併(Mergers)、買収 ( Acquisitions)のことを指す。

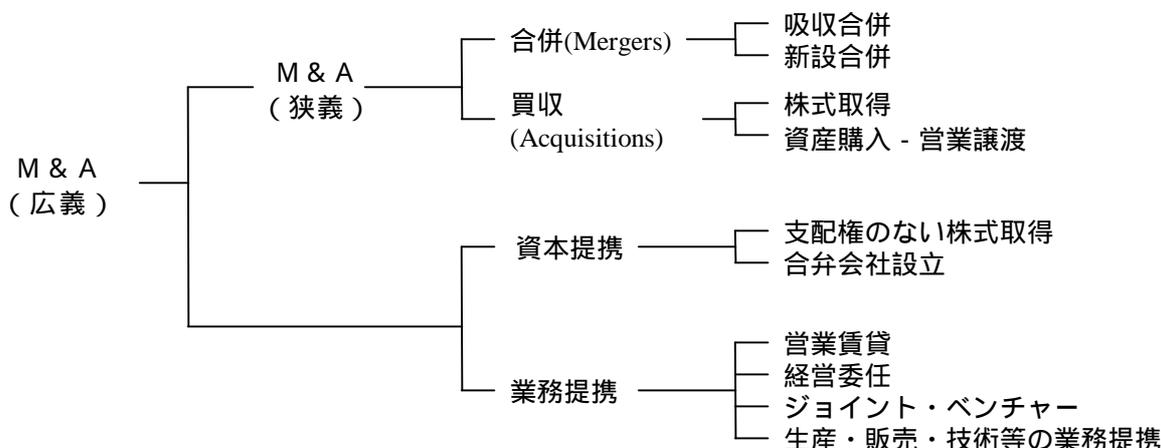
M & Aは、企業を取り巻く環境変化に対し、合併や買収という方法により経営組織を迅速に変革させるために行われるものだが、その狙いは、自社の経営資源を活用するのではなく、他の企業の持つ経営資源を利用し環境変化に対応しようというものである。その意味から資本提携や業務提携についてもM & Aに含める場合がある。資本提携や業務提携は相手企業に対する経営権を持たない。しかしながら、双方の積極的な協力関係が構築されることにより、相手企業の経営権はないものの、實際上、双方の経営目的にあった提携がなされているのであれば、あたかも経営権を取得したのと同じ効果がもたらされるからである。

一般に、M & Aをその形態によって分類する際には、相手企業に対する経営権の有無（または強さ）により、合併、買収を狭義のM & Aとし、これに業務提携、資本提携を含めたものを広義のM & Aという。また、合併、買収などの形態について、具体的な方法から、さらに細かな形態に分類できる。M & Aの形態について体系化すると図表 1-1のようになる。

なお、本論では主として狭義のM & Aを念頭においてM & A環境整備についての検討を行っている。

これは、狭義のM & Aのことを検討することによりM & A環境の問題点や課題がより明確になると考えるためであり、広義のM & Aを軽視するものではない。広義のM & Aに分類される提携については、「1-3 対日直接投資におけるM & Aの位置づけ」の項で輸出、直接投資等との関係において、その特徴、有効性について整理している。

図表 1-1 M & Aの体系



出所：第一勧銀総合研究所

### 1-1-2 M & Aの種類

#### (1) 友好的M & Aと敵対的M & A

売り手、買い手双方の合意に基づき行われるM & Aを友好的M & Aという。一方、売り手に売却意思がないにもかかわらず買い手が強引にM & Aを進めるものを敵対的M & Aと呼んでいる。

友好的M & Aは、経営の悪化した企業を救済する目的で買収する救済型と、買い手側の経営戦略に沿い売り手側が友好的にその買収の要請に応じる友好型に分けられる場合もある。また、敵対的M & Aは、買い手側がM & Aを成功させようとしても、売り手側がそれに応じないという対立型と、乗っ取り型がある。乗っ取り型には、被買収企業の持つ物的資産や権利（鉱物資源や知的所有権）のみに関心があり、従業員や企業組織には関心がないものや、買収攻勢により株価を上昇させた後売却し、株価の値上がり益を得ることを目的とするもの等がある。

M & Aの手法のうち、合併や営業の譲渡、新株引受は、経営者の同意が要件とされている。そのため、被買収企業の同意を得ず買収を行う敵対的M & Aは、上場企業を対象とする市場での株の買い集めや、一定の株を市場で買い集めた後、公開買付（TOB）によって行われる場合が多い。

敵対的M & Aは、80年代に米国でおこったM & Aブームの際に顕著に見られた。我が国

では敵対的M & Aが行われたことはほとんどなく、M & Aの大半は友好的なものになっている。

#### (2) 積極的M & Aと消極的M & A

積極的M & Aは経営戦略に基づく前向きなM & Aであり、消極的M & Aはたまたま売却案件が持ち込まれたことからそれに応じるというものである。経営の悪化した企業から、支援の要請を受け行われる救済型M & Aは消極的M & Aの代表といえる。

#### (3) 主体の国籍による分類

M & Aの買い手、売り手となる主体の国籍によりM & Aを分類することもできる。国内の企業が国内の企業を買収・合併する場合を、内 - 内型M & A ( I N - I N型)、国内の企業が国外の企業を買収・合併する場合を内 - 外型M & A ( I N - O U T型)、国外の企業が国内の企業を買収・合併する場合を外 - 内型M & A ( O U T - I N型)という。

#### (4) 業種、業態による分類

統合される企業間の関係に注目しM & Aを分類すると、水平統合型、垂直統合型、多角化型に分けることができる。水平統合型とは、同業者間のM & Aであり、規模の経済を追求する場合等に行われる。垂直統合型は、同業種における素材から販売に至るまでの各業態間でのM & Aであり、垂直統合メリット（既存ビジネスへの全面的コントロール強化）を目的としている。多角化型は、水平・垂直統合と異なり異業種の買収により、新事業への進出等を目的にするものである。

### 1-1-3 M & Aに関連する当事者

#### (1) 買い手、売り手

M & Aは、企業の売買であるので、当然ながら売り手と買い手が存在する。買い手は、企業経営者や戦略的投資家等がなりうるが、1980年代の英国では、企業の従業員が自社を買い取るケースも見られた。

売り手については、株式の所有者たる株主や、事業の売却を決断する企業経営者がM & Aの主体となる。

## (2)株主、経営者、従業員

企業は、所有者である株主と、経営者、従業員により構成されている。この3者の関係は売り手企業が売却を検討する際に問題となる。

通常、株主は、その保有株式を高値で買い取る提示があれば、保有株式売却によりキャピタルゲインが得られるメリットを享受できる。

一方、経営者や従業員は、その地位が失われることから売却に対しては慎重な立場をとる。そのため、友好的M & Aを行おうとする買い手は、第1に交渉の当事者たる企業の経営者と合意を得よう努める。また、M & Aが完了した後の組織統合の問題を考えれば、売り手企業の従業員との対立を避けるよう注意が払われる。我が国では、経営者は株主に対する利益還元より従業員の雇用の安定を重視する傾向があるといわれており、欧米等と比べると従業員との合意がより重要となっている。

## (3)取引先、取引銀行

M & Aは、取引先や取引銀行等、企業外部の関係者にも重大な影響を及ぼす。また逆にそういった関係者がM & Aに対し重要な役割を演じることもある。

M & Aは、買収対象企業の持つ経営資源を取得することが目的となるが、その中には、販売先や受注先、下請といった取引企業等も魅力ある経営資源の一つに含まれる。

我が国の取引形態は厳密な契約に基づいたものというよりは、長期的な信頼関係に基づいたものであることが知られている。そのため、M & Aにより売り手企業の経営方針が変わることが予想される場合、取引先や取引銀行は将来の取引関係に不安を感じ、売り手企業のM & Aに反対したり、売り手企業との取引に慎重になることもありうる。そのため、M & Aを行う際には、取引先や取引銀行への影響に考慮した戦略が必要とされる。

一方で、救済型M & A等では、取引先や取引銀行はM & Aに大きな役割を演じる場合がある。取引先は売却の相手先として有望であり、また取引銀行もM & Aアドバイザー機能をもって、売却相手先の探索で力を発揮することがある。

## (4)M & Aアドバイザー

M & A取引を遂行するにあたっては、買収対象企業の探索、交渉、企業評価、契約等のそれぞれの局面で、高度な情報収集力・交渉力、財務・法務・税務等の専門知識や経験が必要とされる。そのため、M & Aを行うにあたり、専門的なM & Aアドバイザーを雇うこ

とが一般的である。欧米では、主として投資銀行やブティックと呼ばれるM & A専門業者がM & Aアドバイザーとして活発にM & Aアドバイザリー業務を展開している。我が国では、証券会社、銀行やM & A専門業者がM & A全体のアドバイザーとしての役割を担うことが多い。また、企業評価、契約、交渉等の面ではM & Aアドバイザーは、会計士、弁護士と共同でアドバイザリー業務を行う。

中小企業の場合、顧問税理士や会計士がM & Aアドバイザーの役割を担うこともある。

**図表 1-2 我が国のM & Aアドバイザー・コンサルタントの業態別団体数**

業態	団体数
銀行 <sup>*1</sup> ・証券	23
アドバイザー/コンサルタント <sup>*2</sup>	27
法律事務所	15
外資系企業（証券、銀行等）	18

\*1：長信銀、都銀、信託銀行

\*2：M & A専門業者、会計士事務所等

出所：「会社を救うM & A」週刊エコノミスト臨時増刊，毎日新聞社，1995.7.17号より第一勧銀総合研究所にて作成

#### 1-1-4 M & Aの実務手順

M & Aの実務手順を時系列に従い示すと、図表 1-3のようになる。ここでは、買収形態の場合について買い手側から見たM & Aの手順について概観する。

##### (1) M & A戦略の具体化

企業がM & Aを行うことを決定した後、具体的なM & A計画を策定することになる。検討される点には次のようなものがある。

###### M & A対象分野

周辺事業への進出、異業種への進出、川下・川上分野への進出等対象分野を選定する。

###### M & A基本計画の策定

時期、地域、投資額等を決定する。

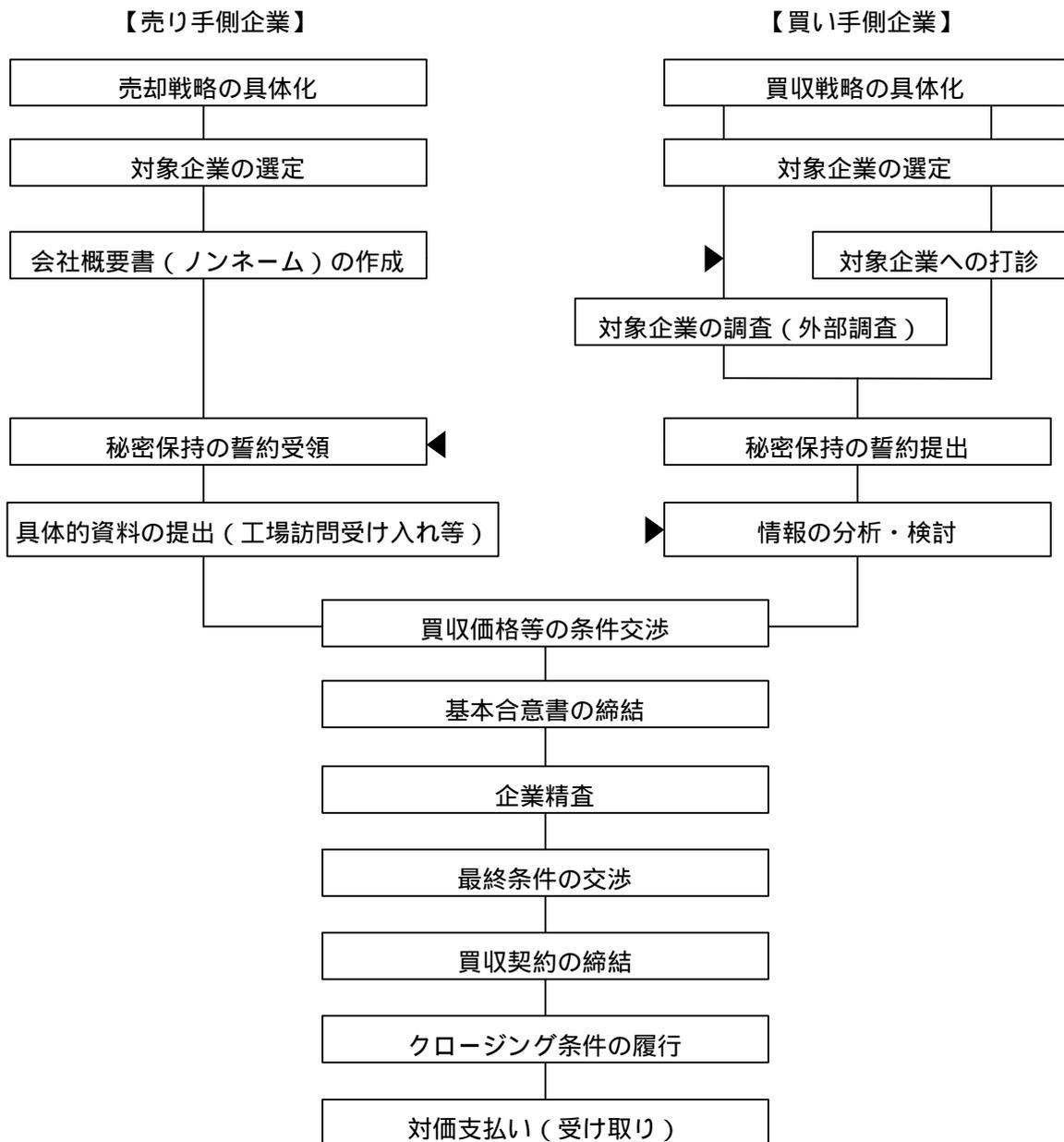
###### プロジェクトチームの構成

M & Aを自社内部のメンバーで行うか、アドバイザーを利用するか等を検討し、必要であればM & Aアドバイザー、会計士、弁護士等を加えプロジェクトチームを組成する。

(2)対象企業の選定

M & A 戦略が具体化した後、対象企業の探索・選定に入る。最初から対象企業が決まっている場合もあるが、通常は多くの企業の中からスクリーニング・プロセスを経て買収対象企業が選定される。

図表 1-3 M & A の実務手順



出所：各種資料より第一勧銀総合研究所にて作成

スクリーニング・プロセスでは、売上高や所在地、製品・取扱い商品等の基準から 30 社～50 社程度の企業リスト（ロング・リスト）が作成され、そのリストをもとにさらに詳細な検討を行い、10 社弱の企業リスト（ショート・リスト）へと絞り込みが行われていく。

### (3)対象企業への打診

ショート・リストにあげられた企業について優先順位をつけ、M & Aの打診を行っていく。

敵対的買収の場合は、この段階で打診を行わず株式公開買付（TOB）等の手段で株式を買い集めていくことになる。

友好的買収の場合、この段階で買収対象企業に断られれば、この先M & Aを行うことはできなくなってしまう。そのため、買収対象企業が興味を示すような買収提案を行い、それによって買収対象企業を話し合いの席上にのせるこの段階は、友好的買収の場合非常に重要な段階であるといえる。

### (4)情報の分析・検討（守秘義務の誓約）

買収対象企業がM & Aの打診に応じると、具体的なM & Aの方法を詰めるために、買い手は買収対象企業からさまざまな情報を入手し分析・検討を行う。

この段階で、買収対象企業は外部に公表しない情報についても買い手に対し開示することになるため、買い手は「守秘義務の誓約（Confidentiality Agreement）」を差し入れる。

### (5)条件交渉

売り手企業の内容について把握した後、条件交渉を行い、M & Aについての合意形成を図る。

具体的には、M & Aの形態（株式買取り、第三者割当増資、営業譲渡等）、買収金額、取引先・従業員の引き継ぎ、買収後の売り手企業役員の待遇等がある。

M & Aの形態、買収価格は交渉の重要な要素である。法的、会計的な専門知識を要するため、M & Aアドバイザーや弁護士、会計士等が交渉に参画することになる。

### (6)基本合意書（Letter of Intent）

買い手と売り手との間でM & Aの条件についての大筋の合意が成立した段階で、基本合

意書（Letter of Intent）を締結する。基本合意書に法的拘束力はなく、双方の基本的な合意事項を書面で確認するものである。

#### (7)企業精査（Due Diligence）

買い手は、基本合意に至るまでの間に、かなり詳細な情報を売り手から入手しているが、基本合意に至った後、さらに詳細な情報を入手・分析し、情報の正確性を確認するために企業精査（Due Diligence）を行う。企業精査は、買収対象企業の問題点の洗い出し、買収価格を含む諸条件の最終決定、買収後の運営に資する情報の入手・精査等を目的として行われる。

#### (8)買収契約の締結・クロージング

企業精査を行った後、基本合意時点では未解決もしくは仮合意となっていた項目（買収価格を含む）について再度交渉を行い、最終合意が形成されたところで買収契約の締結となる。買収契約締結後、買収調査の完了、法的手続きの完了、付随契約書の調印を経てクロージング（経営権の移転、対価の支払い）となる。

#### (9)アフターマージャー

M & A取引が完了した後、買い手企業による売り手企業の経営が始まる。売り手やM & Aアドバイザーにとっては、この時点でM & Aは終了となるが、買い手にとっては所期の目的を達成するためにM & A後の経営がうまくいくかどうかは大きな問題となる。

M & A後の企業統合は、具体的には次の点に注意が必要である<sup>1</sup>。

人的資源管理

組織改革

マーケティング

技術・製造

財務

---

<sup>1</sup> 林 伸二『M & A - 合併・買収と組織統合 - 』同文館出版, 1989, pp81-170

この中で、最も重要な問題は人的資源管理、組織改革に関するものである。

人的資源管理、組織改革の問題はすなわち組織を構成する人の問題であり、人事政策・人事管理の問題であるといえる。M & Aが対象企業の持つ経営資源の取得を目的とするのであれば、重要な経営資源である経営者や従業員のモチベーションを低下させるような人事政策では、期待する効果は得られないであろう。

M & A後の企業統合が難しいことがあらかじめ予想される場合は、M & A手段自体が選択されないであろう。その意味でアフターマージャー問題は、M & Aの成否に大きな影響を与える重要な問題であるといえる。

#### 1-1-5 M & Aの手法

M & Aは、企業の経営権を株式を通じてコントロールすることである。株式を取得することでM & Aが完了する。その手法には次のようなものがある。

##### (1)大株主からの株式譲渡

買収対象企業の一人ないし数人の大株主と交渉し、その大株主の同意を得て直接株式を譲り受ける方法。過半数の株式を取得できれば、その時点で買収対象企業の経営権を取得することが可能となる。

##### (2)株式市場での買い集め

買収対象企業が上場会社の場合に、証券会社等を通じて株式市場で流通しているその企業の株式を買い集める方法。この方法の場合、買収対象企業の経営者や株主の同意を得る必要はない。そのため、この方法は敵対的買収に使われることもある。ただし、我が国では株式持ち合いが進み、市場で流通している株式は全株式の3分の1程度といわれており、市場買い集めだけでM & Aの目的を達成するのは困難である。

また、1990年に制定された「株券等の大量保有の状況に関する開示制度（いわゆる5%ルール）によって、上場会社、店頭登録銘柄の発行会社の、発行済株式総数の5%を超える株券（転換社債、新株引受権付社債等の潜在株式を含む）の実質的な保有者は、その株券等の保有状況についての開示義務を負うこととなった。そのため5%を超えて密かに市場で株式を買い集めることはできなくなっている。

### (3)株式公開買付（TOB）

株式公開買付（Takeover Bid：TOB）は、証券取引法に定められた手続きにより、特定企業の経営権の取得または強化を目的として、証券市場外において、一定期間内に一定価格をもって買い取ることを公表し、当該株式を大量に取得する方法である<sup>2</sup>。

この制度は、米国のテンダーオファー、イギリスのTOBの制度にならい我が国でも1971年の証券取引法改正により導入された。我が国の株式公開買付制度は、1990年の証券取引法の一部改正により、欧米のものとは遜色のない制度となっている。しかし平成8年3月までにTOBが利用されたのは未だ16件に止まっている<sup>3</sup>。またそれも全て友好的M&Aにおいてのみであり、欧米のように敵対的M&Aで使われたケースはない。

TOBによるメリットは、

短期間に実行できること。

一定数量の株式を買い付けられない時は、一切をキャンセルできるので失敗に終わってもリスクが少ない。

証券市場内において買い集めるより、費用負担が少なく大量に取得できる。

等の点にある。

欧米では、敵対的M&AにTOBが使われることが多い。その場合、市場価格よりも高い価格での買収を世間に宣言し、買収対象企業の経営陣との合意なしに、ごく短期間の内に株式を買い集めるという形でM&Aが行われる。M&Aの方法としては非常にドライな方法といえる。

我が国でTOBによるM&Aがほとんど行われてこなかったのは、敵対的M&Aに対する抵抗が強く、このようなドライな方法が受け入れられなかったことによる。

---

<sup>2</sup> TOBの対象となるのは、50名程度以上の株主に対して、有価証券報告書を提出しなければならない会社が発行する株式等を、証券取引市場外で、買い付ける場合である。また、1990年の証券取引法の改正により、所有割合が5%を超える有価証券市場外における買付はTOBにより買い付けるよう義務づけられた（義務的TOBまたは強制的TOBという）。

<sup>3</sup> 義務的TOBを含む。

図表 1-4 公開買付制度の日米比較

	日 本	米 国
届出制度	新聞公告をもって買付可能とし、公告日に大蔵大臣に届出書を提出（従来の事前届出制は廃止）。	公開買付は、買付等の申し込みのなされる日のなるべく早い時間に届出書がSECへ提出されていなければならない。
公開買付とされる要件	有価証券市場外における株券等の買付。ただし、 買付後の所有割合が発行済株式総数の5%以下である場合 60日間で10人以下の者からの買付行為（買付後の所有割合が3分の1を超える場合は除く） については、対象外。	公開買付により5%超の株式等を実質的に取得する場合。
非居住者の届出代理人制度	従来どおり、届出代理人の設置が義務づけられている。ただし、届出代理人は、従来のように証券会社、銀行に限定されず、公募の届出書の場合と同様に本邦内に居住する者を届出代理人にすることができる。	規定なし。
公開買付代理人制度	設置の義務はない。ただし、株券等の保管・返還、代金の支払に関する事務は、従来同様証券会社または金融機関に行わせることが義務づけられている。	規定なし。
買付期間	20日以上60日以内。	20日以上（最長買付期間の制限はない）。
応募株主の撤回権	買付期間中はいつでも撤回可能（従来は買付開始から10日間だけ認められていた）。	買付期間中はいつでも撤回可能。
買付条件の変更	買付価格の引下げ等応募株主に不利となる条件変更を除き、原則変更自由。	買付条件の変更は原則自由。 ただし、変更の程度によっては変更ではなく、新たに公開買付の手続きを行うことが必要となる。
対象会社の意見表明	表明義務はなし。意見表明をした場合には、大蔵大臣への届出が義務づけられる。	表明義務あり。表明後直ちにSECへ届出を行わなければならない。

出所：通商産業省産業政策局『米・欧とここが違う日本のM&A』ダイヤモンド社、1991、p62

図表 1-5 我が国における公開買付の実施状況

(平成8年3月現在)

公開買付者	対象会社	買付期間
ザ・ベンディックス・コーポレーション	自動車機器(株)	1972.3.7～4.6
沖縄電力(株)	沖縄配電(株)、中央配電(株)	1975.12.13～76.1.12
オリックス	オリックス市岡	1990.1.23～2.22
ガデリウス(株)	扶桑動熱工業(株)	1991.2.28～3.2
ニューホーム・クレジット(株)	国際航業(株)	1991.3.1～3.21
(株)ダイエー	(株)マルエツ	1991.3.20～4.9
(株)ダイエー (株)マルエツ	(株)忠実屋	1992.2.8～2.28
イーソン・ビュティープラダ(株) イーソン・インターナショナル・オペレーションズ・インク	イーソンプラダ(株)	1992.9.14～11.2
三菱化成(株)	江本工業(株)	1992.10.20～11.9
ニッポン・スチール・ヨーロッパ・ビルディング	(株)エヌ・イー・ビルディング・セクター	1993.2.22～3.15
中村 健二郎	櫻護謨(株)	1993.3.23～4.12
エレクトリック・データ・システムズ・コーポレーション	ジャパンシステム(株)	1993.9.23～10.13
ワタ・マネジメント・カンパニー・リミテッド	(株)プロルート丸光	1994.3.4～3.24
グラクソ・ウェルカム・ビルシー	ウェルカム・ビルシー	1995.5.10～6.21
味の素(株) ルセルクラフ・エス・イー	森下ルセル	1996.2.2～2.22
クノール・アクチエンゲゼルシャフト	北陸製薬(株)	1996.3.18～4.8

出所：大蔵省資料（1990年以降）、新聞報道等より第一勧銀総合研究所にて作成

#### (4)株式交換

現金で株式を取得する方法ではなく、株式同士を交換するものである。M & A対象企業の株式を取得する際に他の会社の株式や証券で支払う場合などがこれに該当する。

米国では、自己株式の取得が認められているため、買収対価として買い手企業の自社株が交付されるケースがある。我が国では、1994年6月に商法が改正され定時総会の普通決議により自己株式の取得が認められるようになったが、その目的が利益消却や従業員持ち株会への転売等に限られており、自社株を買収対価として買収対象企業の株式と交換することは行われていない。

#### (5)第三者割当増資

買収対象企業が新たに発行する株式を、優先的な割り当てを受け取得する方法。我が国では大株主からの株式譲渡とともに多く用いられる方法。

第三者割当増資では、発行される新株の価額が、公正な価額より著しく低い価額（「特に有利な発行価額」）の場合、株主総会の特別決議が必要とされる。

第三者割当増資は、買収対象企業側で新株発行の手続きをとる必要があることから、買収対象企業の経営者の合意が必要となる。そのため、友好的買収の場合にしか用いられない。

#### (6)レバレッジド・バイアウト（LBO）

LBO（Leveraged Buyout）とは、買収対象企業の資産を担保に買収資金を外部から調達し、その資金で買収対象企業の株式を取得する方法をいう。負債のレバレッジ（てこ）効果を利用して買収することから、このような名称となっている。

LBOでは、買収のための自己資金が買収資金全体の5～20%程度で可能となるため、資金力のない小企業が大企業を買収することが可能となる。1980年代の米国では、レイダー（乗っ取り屋）、アービトラージャー（鞘取業者）といった企業や個人が敵対的買収を行う際に使った手法である。

LBOでは、まず買収のための持ち株会社（ペーパー・カンパニー）が設立される。次にその持ち株会社が、買収対象企業の資産を担保にして、金融機関からの借り入れ、ある

いは証券（株式・社債等）の発行により、買収資金を調達する。調達した資金で、持ち株会社が買収対象企業の株式を取得する。買収が完了した後、持ち株会社は買収対象企業を吸収合併し新会社となる。買収資金として調達した負債はこの新会社に引き継がれ、新会社の資産売却やキャッシュフローにより返済されることになる。LBOのスキームの全体像は図表 1-6のとおりである。

LBOは、1980年代に米国を中心に盛んに用いられた手法であるが、我が国では今まで一件も行われていない。その理由は、次のとおりである。

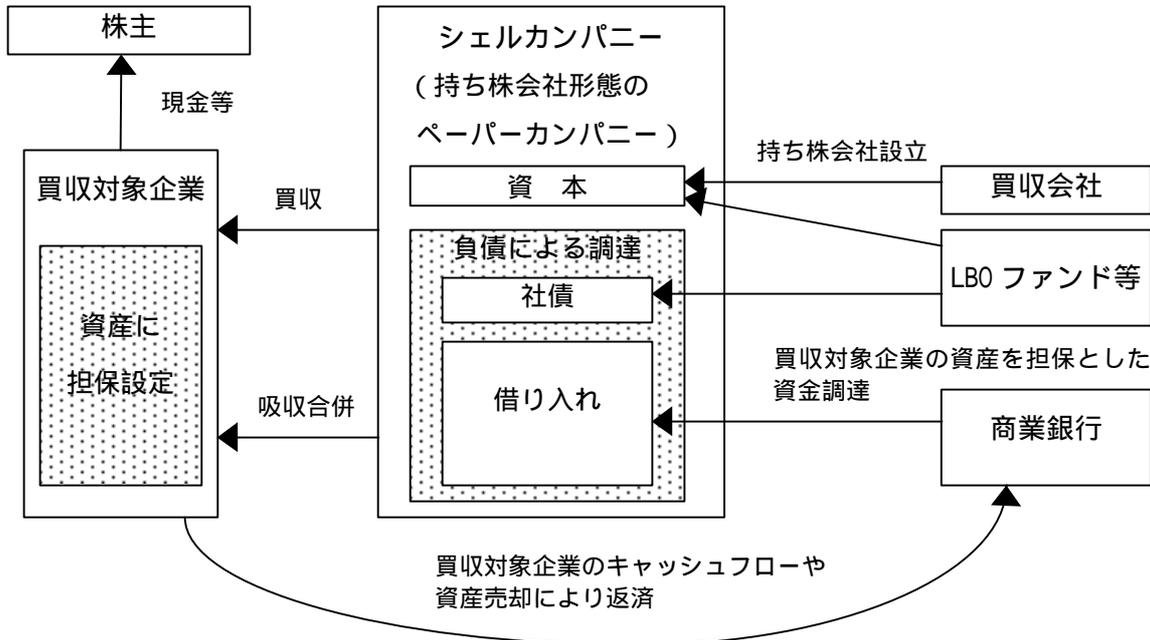
敵対的買収が少なかった。

小企業が大企業を買収する形態が少なかった。

純粋持ち株会社の設立が独占禁止法で認められていないため、ペーパー・カンパニーを設立する米国形式のLBOができない。

買収対象企業の資産に担保を設定することが難しいこと<sup>4</sup>。

図表 1-6 LBOのスキーム



出所：第一勧銀総合研究所

<sup>4</sup> 例えば、買収対象企業の取締役が勝手に会社の資産を担保に入れば商法486条の特別背任の問題が生じる。

## (7) マネジメント・バイアウト (MBO) ・ マネジメント・バイイン (MBI)

MBO (Management Buyout) は、ある企業の経営権が、その企業の従業員を含むメンバーにより買収されるものであり、1980年代の英国で顕著になった手法である。MBOでは、従業員グループに対し、LBOと同じように金融機関が買収資金を提供し、買収後当該企業が資金を返済するという財務手法がとられており、その意味でLBOの応用形態といえる。

1980年代の英国では、従業員による所属企業の買収がMBOの他にもMBI (Management Buyin) という形で現れた。MBIでは、当該企業に所属する従業員が、企業外部にいる個人あるいはグループに所属する企業の経営を依頼し、従業員と経営を依頼された個人あるいはグループが共同して、その従業員が所属する企業や事業の買収を行う方法である。MBOやMBIの背景の一つには、リストラによる事業の売却が活発化したことがある。リストラにより事業が売却されることに対し、その事業に所属する従業員が他の株主に経営権が移ることを嫌い、自ら、あるいは自らが選んだ経営者により事業の経営が行われることを目的として、買収が行われた。

LBOの応用形態としては、MBOやMBIの他に、従業員が従業員持ち株制度 (Employee Stock Ownership Plan, ESOP) を利用し、外部から資金を調達し自らの企業を買収する形態もある。

### 1-1-6 M & Aに係る法制度

M & Aは、私企業の経済行為であり、商法他いくつかの法律で規制されている。M & A活動で法律の専門家がM & Aチームに参画するのはそのためである。主な法制度について次に示す。

#### (1) 商法

企業の合併自体は、銀行等の個別産業における事業法上での規制はあるが、商法上では自由に行えることになっている。

しかし、M & Aは、企業組織を大きく変革させることから、企業組織や株主・債権者の保護、取締役の義務や責任について定めた商法に大きな影響を受ける。

また商法では、合併、株式取得、営業譲渡に関する手続きについても定めている。

さらに、株式取得については、株式の譲渡制限、第三者割当増資等についての規定があ

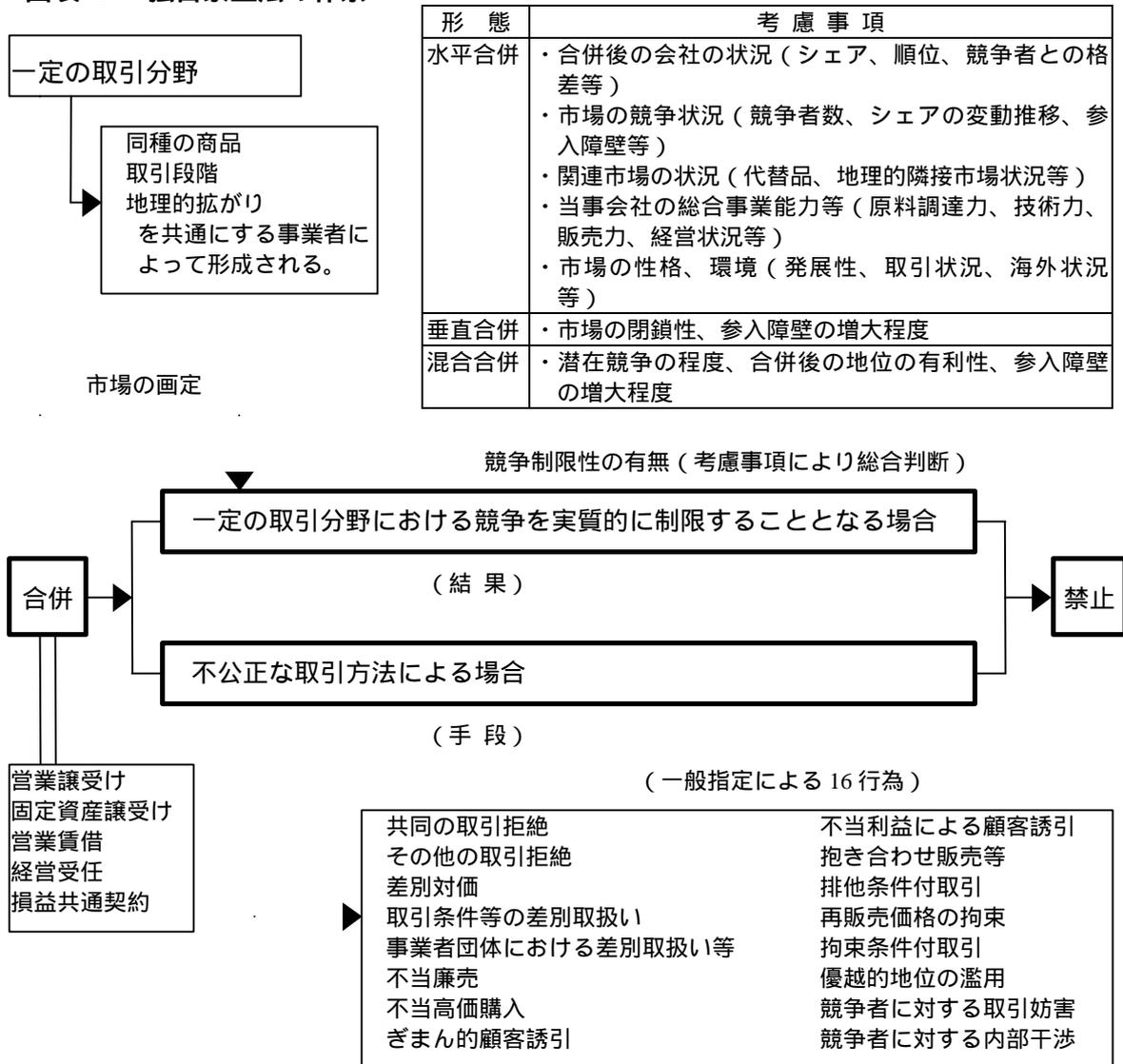
る。

(2)独占禁止法

合併、営業譲渡、株式取得については、事前に公正取引委員会に届出をすることが必要である。

独占禁止法では、競争制限的なM & Aや不公正な取引方法によるM & Aを規制している。その体系は図表 1-7のとおりである。

図表 1-7 独占禁止法の体系



出所：公正取引委員会経済部企業課長舟橋和幸編「独占禁止法による合併・株式保有規制の解説」別冊 商事法務 169, 1995, p9

### (3)証券取引法

証券取引法では、株式公開買付（TOB）や株券等の大量保有の状況に関する開示（5%ルール）に関する規定等がある。

### (4)外為法

外国会社が日本の会社の株式を取得しようとする場合は、外為法に従い大蔵大臣および事業所轄大臣に事前に届出を行う必要がある。これは上場会社株式または店頭取引株式を取得する場合で大蔵大臣指定の証券会社の媒介等による場合は不要である。ただし、その場合でも発行済株式の10%以上を取得する場合は届出が必要となる。

また、外国企業が我が国の防衛関連産業等国の安全等に係る企業を買収しようとする際は、届出が必要になるとともに、場合によってはこれが認められないこともある。

## 1-2 経営戦略におけるM & A

M & Aが経営環境の変化に対する経営戦略上の手段として、どのような形で使われるのか概観する。

### 1-2-1 経営環境の変化とM & A

#### (1)企業を取り巻く環境

企業を取り巻く環境は、企業に外因的に存在する外部環境、企業に内在する内部環境に分けられる。

外部環境としては、次のようなものがある。

経済環境（市場の成熟化、低成長時代、産業構造の変化、規制緩和 等）

技術環境（技術革新の進展、プロダクトライフサイクルの短縮化 等）

国際環境（為替変動、貿易摩擦、国際的な経営資源の比較優位性 等）

等

また、内部環境は、企業の経営資源たるヒト、モノ、カネを中心に次のようなものが考えられる。

人材（後継者難）

技術力や情報力の不足

資金調達 等

#### (2)とりうる経営戦略

外部環境、内部環境の変化に対応し、企業はさまざまな経営戦略をとる。企業が成長を維持するのであれば、その方向性は市場と機能を軸に考えると図表 1-8のとおり3つの方向性が考えられる。

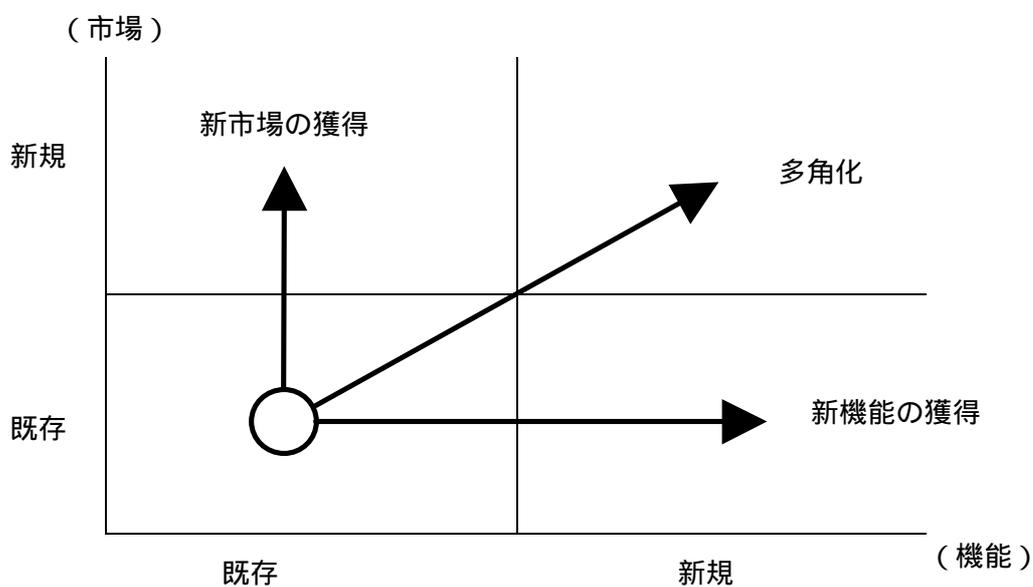
方向性 は、企業が有する機能をベースに新規市場を獲得する方向である。新たな地域に出店する、既存製品を他国に輸出する等がこの戦略の典型であろう。

方向性 は、市場を変えずに新しい機能（技術・生産設備・販売チャネル）を獲得する方向性である。新しい技術の開発・導入により魅力ある商品を市場に投入したり、価格を下げる等の手段をとろう。

方向性 は、新規市場及び新機能の両方を獲得（すなわち新事業による多角化）する方

向性である。業界でのシェアがすでに高く、その市場での今以上の成長が望めない場合、企業として成長を望むのであれば、多角化の方向しかない。機能、市場ともにまったく新規に開発しなくてはならないことから、方向性、と比べリスクの高い方向性であるといえる。

図表 1-8 環境変化に対する企業の成長戦略の方向性



出所：三井物産株式会社業務部M & A・ベンチャー室編著『戦略的M & Aの基本構造』相立出版，1990，p135

### (3)事業 - 市場ポートフォリオと企業組織

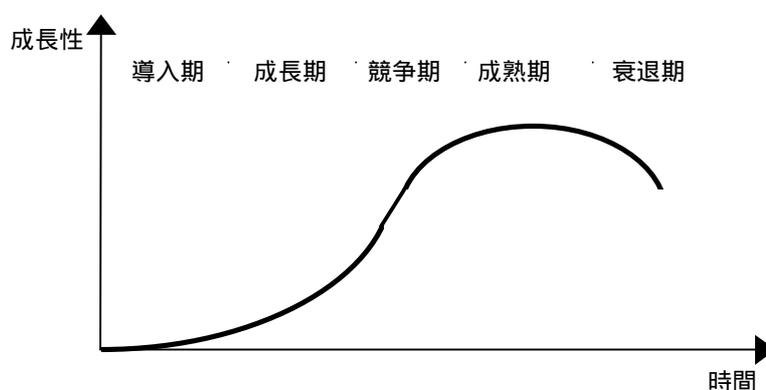
企業は環境の変化に対し、3つの方向の戦略を選択することを説明したが、ここでは外部環境の一つである市場と企業の事業構造のダイナミズムから経営戦略におけるM & Aの役割について見てみよう。

#### 市場のライフサイクル

市場や産業には、ライフ・サイクルが存在することが多い。ライフ・サイクルは図表1-9のようなカーブをたどる。

企業が単一の市場・産業をターゲットとする事業しか行っていないのであれば、このカーブはそのまま企業の成長カーブとなり、いずれ企業は衰退していくことになる。そのため、企業は常に、新たな成長事業を模索し新たなライフサイクルの波に乗る努力を行う。企業においては、事業（あるいは事業の基盤となる製品）のライフサイクルを考え、いくつかの事業や市場を組み合わせた事業ポートフォリオを作成している。

図表 1-9 市場のライフ・サイクル



### 事業ポートフォリオ

図表 1-10は、そのような企業の事業戦略の構造を事業と市場について、マーケット・シェアと売上高成長率との間について図示したものである。

企業にとって理想的な事業ポートフォリオ戦略は、成長性の高い花形事業の市場シェアを拡大することにより、花形事業を安定的な収益源となる金のなる木に育て、そこで得たキャッシュフローを、成長が見込めるが未だ十分に市場での地位を確立していない問題児事業に、研究開発投資等の形で投入することにより、問題児を花形事業へと育てあげるというサイクルを構築することである。また、金のなる木で得たキャッシュフローを花形事業に投入することにより花形事業の市場シェア拡大を企てる戦略もとられる。

一方、花形事業の市場が縮小したり、問題児が花形事業になる前に市場の成長率が低下した場合は、これらの事業は事業ポートフォリオの中で負け犬として位置づけられる。

この事業 - 市場ポートフォリオにおけるダイナミズムを先の市場のライフサイクルとの

関連で見ると次のとおりとなる。

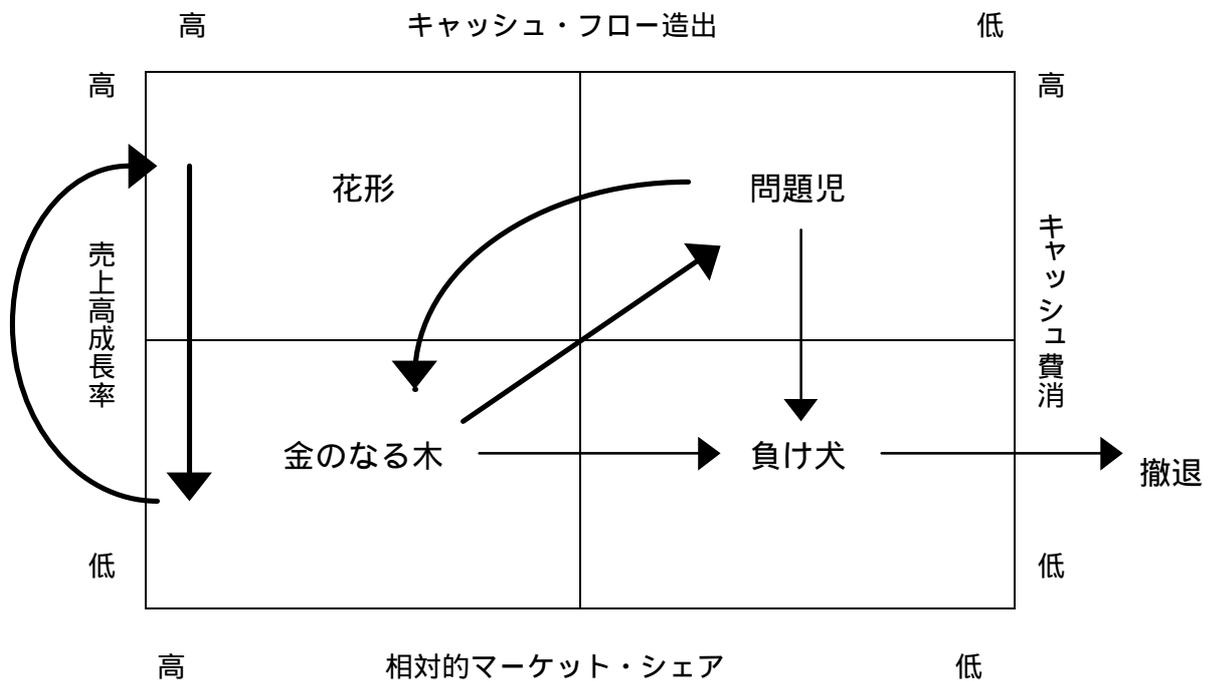
ライフ・サイクルの導入期から成長期はポートフォリオの問題児に相当しよう。成長期には競争者の参入が増加する。そのため市場での優位性を確保するには、金のなる木からの積極的な資金投入が必要となる。問題児事業は、市場での優位性を確保すれば、ポートフォリオ上の花形事業に移行する。この段階で市場の需要は拡大するが、競争者との激しいシェア争いが生じ、競争に勝つためにはさらなる資金投入が必要となる。ここでの競争に勝つことができたものが、金のなる木として成熟期におけるキャッシュフローを享受することができる。ただし、成熟期を迎えた事業はいずれ衰退期を迎えるため、衰退する前に、新たな問題児を発掘し、市場での優位性を高めるために金のなる木で得た果実を投下することが必要となる。

企業においては、このような事業の、問題児 花形 金のなる木 新たな問題児のサイクルを継続させることで企業としての成長を可能とする。このサイクルの継続による成長を成し遂げるには、第1に問題児に資金や人材等の経営資源を集中し問題児を花形や金のなる木に育てる努力と、次に育てるべき問題児を発掘する努力が重要となろう。問題児の発掘は、すなわち企業の成長の方向性であり、図表 1-8で見た3つの方向性と合致する。

ところで、全ての問題児が必ず市場で成功するとは限らない。そのため成長のサイクルを継続させるためには、いくつかの問題児を常に生み出していくことが必要となろう。問題児のいくつかは、花形に育たずにいつまでも市場での優位性を見出せないものが出てくる。そのような事業はそのうち市場の成長率が低下する中で、負け犬へ位置づけを移す。また、花形事業が金のなる木に移行できずに負け犬へと位置づけを変えることもあろう。また、金のなる木は、いずれ事業の寿命を終え負け犬へと移行しよう。負け犬事業は、事業ライフサイクルの末期にあり、さらに経営資源を投入しても成長は期待できないため、撤退か事業縮小が経営戦略として選択されていくことになる。

このように、企業の事業活動においては、事業ポートフォリオのダイナミズムをうまく捉え、成長の波にのると共に、絶えず負け犬事業から撤退していくという、連続的な事業の組み替えが行われている。

図表 1-10 事業 - 市場ポートフォリオ・マトリックス



事業のサイクルとM & A

企業戦略は環境変化に対するたゆまぬ成長事業の発掘 育成 成熟 撤退サイクルにあることを見たが、具体的にはどのような手段をとるのであろうか。

経営戦略を達成するための手段は、大きく分けると自力達成か、他力利用かに分けられる。

自力達成の場合、経営資源を強化することが第一であろう。人材育成や設備投資、R & Dやマーケティングの強化等がある。それに伴い組織変革もしばしば行われる。効率的な組織運営を目指したものや、また、不採算事業から撤退し、成長部門へ人材や資金を投入するケースもある。さらに、新規出店、新事業の発足、海外進出等、新事業、新市場への進出も行われる。

ところで、経営戦略を達成するために、自らが持つ経営資源では十分ではない場合がしばしばある。また自らが持つ経営資源での達成は不可能ではないが、人材育成や技術開発、市場の開拓に時間がかかる場合もあろう。他力利用はそのような場合に選択される。

自力達成と比較した他力利用のメリット・デメリットは次のとおりとなる<sup>5</sup>。

a)メリット

事業の立ち上げ期間の短縮

人材の集団確保

投資の節約

投資の安全性、確実性

リスク低減（特に多角化的なM & A）

相手企業の経営資源の利用（シナジー効果）等

b)デメリット

買収価格を適切に見積もることができず、買収価格が過大となるリスク

M & Aを行ったものの、相手企業を運営するノウハウがなく相手企業の経営資源を活用できないリスク

他力での目標達成に頼りすぎることにより、自力での目標達成ノウハウの蓄積がおろそかになる

借入金によるM & Aの場合、財務体質の脆弱化

敵対的M & Aでは、買い手に反発した経営者や中核従業員、技術者等が社外へ流出するリスク

他力利用であるM & Aを使うメリットは、時間、コスト、投資リスクを軽減できることにある。

例えば、優れた商品を開発したが販売網を持たない企業では、販売網を持つ他企業を買収することにより、セールスマンの育成や販売ルートの開拓が不要になり、自力で販売網を開拓することに比べ、より迅速に市場への参入が可能となるというメリットがある。

ところで、事業の発掘 育成 成熟 撤退というサイクルの中で、M & Aは事業からの撤退戦略としても有効な手段たりうる。

事業から撤退する場合も自力達成と他力利用の方法があろう。複数の事業部をかかえる企業では、内部の組織の組み替えにより衰退事業から撤退することもできるが、単一の事

---

<sup>5</sup> ここではM & Aのメリット・デメリットについて、企業の成長戦略に関連したものだけ示した。この他に、国民経済的な観点からは、非効率な企業を買収されることにより資源が有効利用されるというメリット、寡占化が助長され競争が行われなくなるデメリット等がある。

業から成り立っている企業の場合、撤退戦略としては企業の解散かM & Aにより企業を売却することしか方法は残されていない。ここにおいて解散の場合、従業員はもはや必要とされない上、事業ノウハウもそこで消滅してしまうことになるが、M & Aにより企業を売却するのであれば、従業員や事業ノウハウは他者により活かされることになり、また買い手が売却企業の価値を高く評価すれば、解散する場合以上に株主は売却対価を受け取ることが可能となるというメリットがある。

また自力達成で撤退が可能な企業であっても、他力利用としてのM & Aを撤退戦略として使うことにより、内部組織の組み替えと比べより迅速な撤退が可能となるメリットがある。また、M & Aにより事業を売却することで売却対価を成長事業に投入することも可能となる。

企業は、事業のライフサイクルにより新しい成長事業への進出、衰退事業からの撤退という事業の組み替え戦略を絶えず行うことが必要であり、事業からの撤退は、新たな成長のための準備段階と位置づけられる。

ここでは、企業の成長のダイナミズムはたゆまぬ事業の組み替えであり、M & Aは成長戦略を達成する他力利用の有効な手段であることを見た。

外部環境の変化は、このような企業の成長のダイナミズムを加速させることになる。例えば経済環境の変化は事業のライフサイクルそのものに影響を与え、他分野への進出や事業からの撤退の動きを加速させることになる。M & Aは、このような企業の成長に有効な経営手段であるといえる。

#### 1-2-2 M & Aが行われる動機

経営環境の変化に対し、他力利用の成長戦略としてM & Aが行われることを見てきたが、ここではM & Aが行われる動機について整理する。

##### (1)M & Aにより期待される効果

M & Aが行われる動機は、一つは、他力利用による経営戦略達成という目的のためであるが、もっと積極的な動機としては、M & Aにより、シナジー効果（相乗効果）が得られることがあげられる。買い手企業と売り手企業が結びつき相互に不足する機能を補完することにより、個々の企業が独立して事業を行う場合よりも、大きな成果を導き出すことができる。すなわち1 + 1が2ではなく、3や4になる可能性が期待される。

具体的なシナジー効果は、一般に以下の4つに分類される。

#### 製造シナジー

それぞれの生産設備、従業員、原材料・部品の調達ルート、生産技術・ノウハウを相互に有効利用することにより、

- ・生産規模拡大による規模の経済の享受。
- ・効率的な生産体制の実現。

等

#### 営業シナジー

- ・異なる国・地域にある2社が相互に流通チャネルを利用することができる。
- ・異なる流通チャネルを持つ会社が相互に利用できる（例えば高級品ルートと普及品ルート等）。
- ・川上産業に属する企業と川下産業に属する企業が垂直統合することにより、計画的な資源投入、生産、出荷が実現され効率の良い生産体制が実現する。
- ・技術開発指向企業とマーケティング指向企業が提携することによる相互補完。

等

#### 財務シナジー

- ・独創的な技術を持つが資金力に乏しい企業に資金潤沢な大企業が投資を行う相互補完。
- ・資金力に乏しい企業同士が合併し、企業規模を大きくすることにより株式公開等を行い資金調達の道を開くといった規模の経済の実現。

等

#### 研究・開発シナジー

- ・同業者の間で、高度な専門技術を補完しあい技術革新を行うもの。

等

## (2)主体と動機

M & Aを行う動機は買い手側、売り手側それぞれに異なる。また同じ買い手側、売り手側にあっても、株主と経営者間で利害が一致しない場合もある。M & Aに抑制的な動機が買い手・売り手、株主・経営者というM & Aを主導する主体の中に発生することによりM & Aは失敗する可能性が高くなる。図表 1-11にそれぞれの主体別の動機を示した。なお、主体別の動機については、資料編で詳述している。

**図表 1-11 主体別に見るM & Aの動機**

### 1-2-3 M & A形態の選択

経営目標達成のため、M & Aが手段として選択されてから、具体的なM & A計画が行われる中でM & A形態が決まってくる。

M & A形態には図表 1-1で見たとおり、大きく分けると合併、買収（株式取得、営業譲渡）、提携があるが、その中からどのような形態が最終的に選択されるかはM & Aの買い手、売り手両当事者企業の経営戦略とそれに応じる企業の戦略や企業内容（規模、得意分野、財務内容）によって変わってくる。

M & A形態を選定する重要なポイントとしては、次のものがあげられる。

#### M & A対象企業に対する支配権

強固な支配権が必要な場合は、合併、買収が選択され、支配権が弱くてもかまわない場合は提携が選択される。

#### 買い手が必要とするM & A対象企業の経営資源の範囲

買い手が必要とする、M & A対象企業の経営資源の範囲によってもM & Aの形態は変わってくる。

規模を大きくする、あるいは対象企業との業務の重複部分を効率化するためであれば合併が指向される。また買収の場合、対象企業を一体として取得したい場合は株式取得が用いられるが、対象企業の一部が必要な場合、あるいは対象企業の一部が不要な場合は営業譲渡が用いられる。

#### 法制度の違い

M & A形態毎に手続き面での法制度は異なる。

例えば合併の場合は、株主総会を2回も開かなくてはならない等手続的に非常に繁雑になる。また買収目的とする事業に行政上の許認可が必要な場合、営業譲渡方式では許認可を再取得する必要があるなど、それぞれの形態によりメリット・デメリットがあり法制度上の違いはM & A形態決定の大きな要因となる。

図表 1-12 合併スケジュール

合併契約書の承認を定時総会、  
報告総会を臨時総会とする場合

手 続 き	期 間	備 考
合併に対する取締役会		商法 232
合併覚書の作成		
株主名簿閉鎖公告	↑ 2週間以上	株主総会のため,商法 224ノ3
株主名簿閉鎖開始	↓	
合併契約締結		条件付合併契約
取締役会		合併契約書承認総会招集のため
株主総会招集通知発送	↑ 2週間以上	3ヶ月 商法 232,408ノ2
貸借対照表の備置	↓	以内
株主総会		合併契約書承認
株主名簿閉鎖最終日	↑ 2週間以内	
合併届出書提出		
債権者異議申述公告及び催告	↑	商法 416 ,100
株券提供公告及び通知		株式の併合又は分割の場合 商法 416,293ノ4 ,377
有価証券通知書の提出	↑ 1ヶ月以上	証取法 41 ,24 ,24の5
取締役会		1ヶ月 以上
株主名簿閉鎖公告	↑	合併報告総会開催のための株主名簿の閉鎖の決議 株主総会開催のため,商法 224ノ3
合併禁止期間の経過		独禁法 15
債権異議申述・株券提出最終期限	↓ 2週間以上	
株式の買取代金の支払い		買収価格決定後 90日以内
合併期日		商法 408ノ3 ,245ノ3
株主名簿閉鎖開始	↓	
取締役会		3ヶ月 以内
株主総会招集通知	↑ 2週間以上	合併による財産及び株主名簿等の引継ぎ 報告ならびに合併報告総会招集のため 商法 232
合併報告総会	↓ 2週間以内	商法 412
合併登記の申請	↑	商法 414
公正取引委員会に対する 登記完了報告	↓	届出規則 9
合併交付金の支払い		
新株券の交付	↓	商法 226

出所：M & A総研編『企業相続・事業拡大のためのM & A』清文社, 1991, p173

図表 1-13 M & A形態別の手続き面の問題

	合併	株式取得		営業譲渡
		株式譲渡	新株引受	
譲渡側の承認決議	株主総会の特別決議が必要	譲渡制限があれば取締役会の承認	取締役会決議で可	営業の全部又は重要な一部を譲渡する場合は、株主総会の特別決議が必要
譲受け側の承認手続	株主総会の特別決議が必要	なし	なし	営業の全部の譲受けの場合、株主総会の特別決議が必要
契約者	譲渡法人と譲受法人	譲渡法人株主と譲受法人	譲渡法人株主と譲受法人	譲渡法人と譲受法人
譲渡法人の債務引受 (債権・資産についても同様)	整理をしない限り不要な債務も継承	整理をしない限り不要な債務も継承	整理をしない限り不要な債務も継承	契約により引き継がないことも可能
従業員の引き継ぎ	引き継ぐ	引き継ぐ	引き継ぐ	従業員の同意があれば引き継ぐ
偶発債務の引き継ぎ	責任を負う	株主有限責任の範囲で責任あり	株主有限責任の範囲で責任あり	責任を負う場合がある
公正取引委員会の届出	事前届出を要する	純資産 20 億円以上の場合報告義務あり	純資産 20 億円以上の場合報告義務あり	事前届出を要する
行政上の許認可	新設合併では再取得となる	引き継げる	引き継げる	再取得となる
国土法の届出	不必要	なし	なし	監視区域の場合必要
競合避止義務	-	なし	なし	あり
証券取引法上の制限	臨時報告書の提出が必要	10%以上は売買報告書が必要	10%以上は売買報告書が必要	臨時報告書の提出が必要
手続きに要する時間	公正取引委員会への届出期間 30 日、異議申立期間 1 ヶ月以上必要	制限なし	払込期日の 2 週間前に公告又は通知が必要	公正取引委員会への届出期間 30 日必要

出所： M & A 総研編 『企業相続・事業拡大のための M & A』 清文社, 1991, p195

### 1-3 対日直接投資におけるM & Aの位置づけ

今までは、企業の経営戦略の中でのM & Aの役割について見てきたが、ここでは対日直接投資におけるM & Aの位置づけについて概観する。

#### 1-3-1 海外直接投資

国籍の異なる企業による狭義のM & Aは、海外直接投資の一形態として捉えることができる。

企業が国境を越え外国へ進出して事業活動を行う場合、直接投資の他に、輸出、ライセンス（提携）の形態をとることが考えられる。それでは、直接投資はどのような場合に選択されるのか<sup>6</sup>。

この問いに対しては、さまざまな側面から答えが出せる。洞口による動学的最適化モデルの検討の結果では、ライセンスや輸出より直接投資が選ばれる条件として次のような要因があげられている<sup>7</sup>。

投資国の為替レートが高いとき

受け入れ国の関税率が高いとき

投資国の利率が低いとき

経営資源の移転速度が速いとき

経営資源のスピルオーバー（流出）速度が、直接投資の時に遅く、輸出とライセンスの時に速いとき

洞口は、数理モデルの分析によりこの結論を導いているが、このような数理モデルからは導きたいが重要な要因として2つの点をあげると次のとおりとなる。

第1の点は、顧客の近くに立地することから得られる情報収集面での有利さである。

顧客の近くで生産拠点をもつことにより、顧客の必要にすばやく応じた的確な商品供給が可能になる。また、顧客の近くに販売拠点を自ら設立することにより、顧客ニーズを的確に把握したR & Dへのフィードバックが可能となろう。

---

<sup>6</sup> 第一勧銀総合研究所「対日直接投資促進施策に関する調査」1995、第1章

<sup>7</sup> 洞口治夫『日本企業の海外直接投資 - アジアへの進出と撤退 - 』東京大学出版会、1992

第2の点は、ライセンスと直接投資の間で選択を行う場合、技術や販売ノウハウ等の経営資源の性質からライセンスが難しい場合があるということである。経営資源は、技術であれば特許、販売ノウハウであればブランド等のように“特定”できるものがある。また特殊な生産ノウハウは、独自に開発した資本設備に体化させることもできる。そういった経営資源については、特定された経営資源を売買の対象にできることからライセンスが可能になる。一方、経営資源の中には製造にかかわる技能、営業やマーケティングのノウハウ、経営者の経営能力等、人あるいは組織に体化したものもある。そういう経営資源に強みを持つ企業はなにかの理由で輸出が難しい状況になるとライセンスという方法はとれず、必然的に直接投資の形態を選択することになるのである。

### 1-3-2 対日直接投資と外 - 内型M & A

企業が海外進出をする際に、直接投資形態を選択する要因を見てきたが、ここでは対日直接投資において外国からの日本企業に対するM & A、すなわち外 - 内型M & Aはどのような位置づけにあるのか整理する。

#### (1)対日進出の類型

M & Aは外国企業の対日進出の一手段であるが、それでは外国企業の対日進出にはどのような手段があり、M & Aは其中でどのように位置づけられるのか。

企業が戦略的に海外へ進出する場合、輸出、提携、直接投資の形をとるが、それぞれの違いは、進出先にどれだけの経営資源を移転するか、それに伴うリスクをどのようにとるかという点で分けられよう。

企業の経営資源をヒト、モノ、カネ=資本、情報=ノウハウとすると、輸出、提携、そして直接投資のうち、他企業を利用するM & A、独自に一から事業を立ちあげる新設投資は、それぞれの経営資源の利用方法によって次のように分類することができる。

#### 輸出

輸出は、単にモノだけが移動する国際間の取引といえる。外国企業は輸入者にモノを販売するだけであり、モノを販売するノウハウや資本、人材は輸入者のものを利用する。

ここでの外国企業のリスクはモノを輸出した代金を回収するまでであり、リスクの大半は輸入者が負担する。外国企業にとって最もリスクの少ない海外進出形態といえる。

#### 提携

提携は、ノウハウ（ライセンス、図面等の形で移転が可能なもの）の国際間の取引といえる。場合によってはこれにモノの移動が伴う。

提携は、特許やブランド等外部化できるノウハウの移転のみのものと、人材の交流等を通してヒトに体化したノウハウを伴うものとに区分されよう。前者については、特許やブランド等のノウハウの利用は、ノウハウの譲り受け側の経営方針にまかされる。一方後者についてはノウハウの譲渡し側である外国企業の経営方針をノウハウの譲り受け側の経営方針により明確に反映させることができる。この場合、双方の経営戦略の方向性が一致すればあたかも一つの企業としての事業展開が可能となる。

ジョルダン・D・ルイスはこのような提携を“戦略的提携”と位置づけている<sup>8</sup>。戦略的提携の場合、経営の支配力は継続的にお互いの間で調整され、それぞれの強みを活かした経営が可能となる。またリスクはお互いが共有することになるため、自社単独で事業を行うよりも低いリスクで海外進出が可能となる。

ただし、戦略的提携は、双方の企業の戦略目標が明確に一致し、かつ、その目標達成意欲が双方ともに強固であり、お互いの提携が協調的である限りはあたかも一つの企業のように機能するが、資本関係がないことから、一旦協調関係が崩れると一体感が崩壊する危険性も秘めている。

#### 新設投資

新設投資は、ヒト、モノ、カネ、ノウハウといった経営資源を全て自前のものでまかなう。経営はまったくの自社の支配下にあり強固なものであるが、一方で不慣れな土地で異国の経営システムを自ら学ぶ必要があるなど、事業を成功させるリスクは高い。

#### M & A

狭義のM & Aでは、ノウハウ（人に体化したノウハウを含む）と資本が移動する。外国企業の経営ノウハウに加え買収対象企業の経営ノウハウをも利用することができる。買収対象企業の経営権も手中に収めており、提携より強い支配が可能となる。ただし、新設投資と比べ完全にコントロールできるかどうかは、アフターマージャー問題を解決できた上でという前提がつく。またリスクの負担は資本投下分だけ、提携より大きいといえる。

---

<sup>8</sup> ジョルダン・D・ルイス著、中村元一・山下達哉・J S M Sアライアンス研究会 訳『アライアンス戦略』ダイヤモンド社、1993

## (2) M & A の位置づけ

平成6年度経済企画庁委託調査「対日直接投資促進施策に関する調査」によると、外国企業から見た対日直接投資の障害として次の点があげられている。

対日直接投資にかかる情報不足

高コスト

規制

商慣行・市場の複雑さ

人材の採用

文化の相違・生活環境

これらの障害のうち、例えば、  
、  
等は、M & Aによる進出により解決することが可能となる。

すなわち、規制については、同業種の企業を買収することにより、その企業の持つ既存の許認可を取得することができる。商慣行についても同様である。さらにその事業に通じる人材の確保も可能となるのである。

企業が対外進出を考える場合、各進出形態のメリット・デメリットについて、比較・検討した上で、各企業の経営目標達成に最も適した進出形態が選択される。

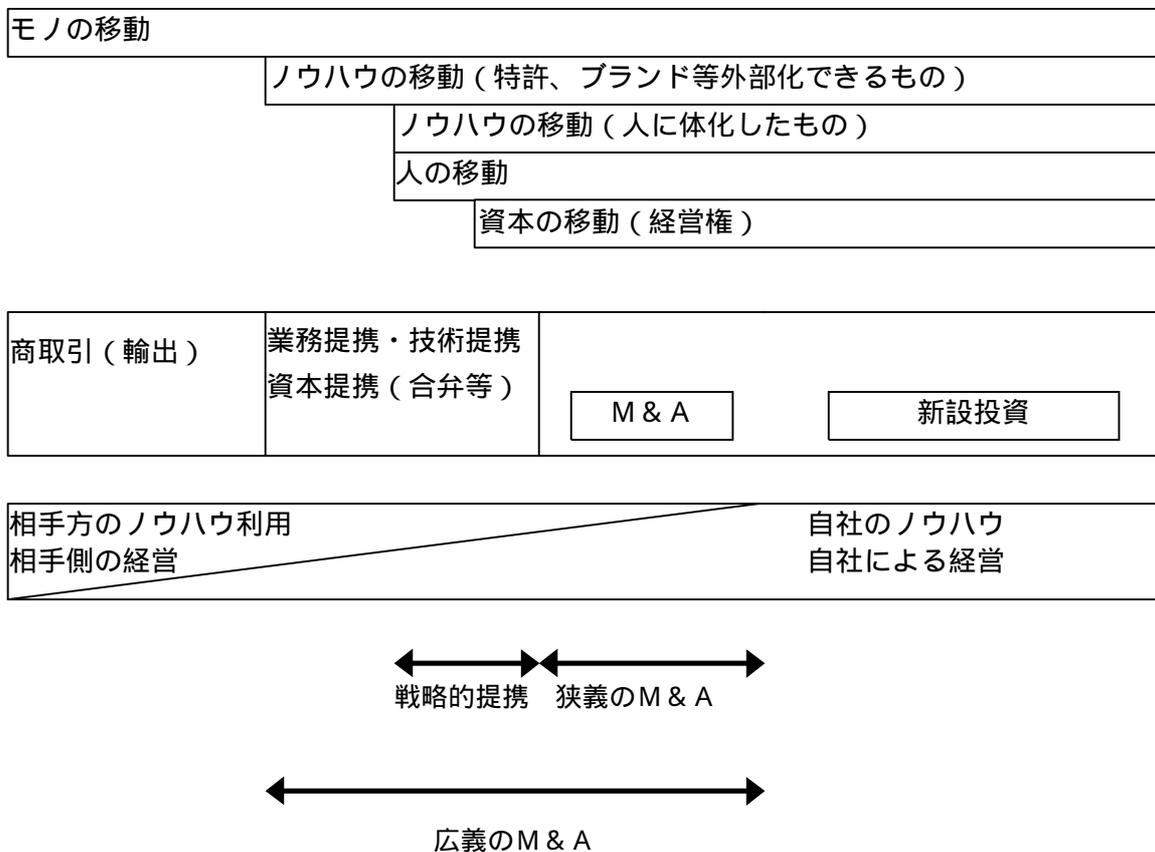
外国企業の対日進出についていえば、外国企業の経営資源を活かし積極的に日本で事業を行うためには、資本の移転が必要であり、直接投資の形態がまず選ばれるであろう。しかし、対日直接投資を行う上では、上述のように対日直接投資に係る困難な障害がある。

そのような中で、日本企業の経営資源を利用することにより、対日直接投資の障害を解消することができ、かつ外国企業の経営を強く反映できる対日進出形態として、M & Aは有効性が非常に高い手段であると位置づけることができる。

ところで、M & Aを投資側とそのパートナー双方のノウハウを利用するもの、さらにシナジー効果を期待するものと捉えれば、広義のM & A、狭義のM & Aを区分する理由は明確ではない。また、競争の激しい現代においては、戦略的な提携の有効性も唱えられている。そのため、本調査の分析視角に戦略的提携まで含めるべきではないかという意見もあった。

本論では、狭義のM & Aを主として分析対象としているが、それは狭義のM & Aに対象を絞ることにより問題点が鮮明になるためであり、戦略的提携等を含む広義のM & Aに消極的なわけではないことを確認しておきたい。

図表 1-14 M & Aの位置づけ



出所：第一勧銀総合研究所

図表 1-15 戦略的提携

	商取引	戦略的提携	買収	新設投資 (自社内の内部活動)
自社の強みの対象 範囲	競争上の強みをつけ加えることはできない 相手が単独で負担しようとするリスクによって限定される	競争上の強みをつけ加えることができる 社外の経営資源に最も広範にアクセスできる	中核となる強みと密接に関連する 買収した企業のほとんどもを手に入れる必要がある	中核となる強みのみ
コントロール	当初の契約条件による	継続的にお互いに調整できる	全面的にコントロールできる	全面的にコントロールできる
リスク	それぞれ別々にリスクを負う	リスクを共有する	買収した側がリスクを負う	単独でリスクを負う

出所：ジョルダン・D・ルイス著, 中村元一・山下達哉・J S M S アライアンス研究会 訳『アライアンス戦略』ダイヤモンド社, 1993, p30

#### 1-4 本論におけるM & Aの扱い

M & Aについて、基本的な概念、経営戦略における意義、対日直接投資における位置づけ等について整理する中で、M & Aは、買い手企業と売り手企業の経営戦略の中でさまざまな形態をとることがわかった。

ここでは、本論でのM & Aについての考え方、対象とするM & Aの範囲について確認する。

##### (1) M & Aは直接投資における一手段

M & Aは経営戦略の一手段であり、特に対外進出においては、新設投資や、提携と並ぶ手段である。

本論の大きな目的は、対日直接投資を促進することであり、対日直接投資の中で特にM & Aを促進することが必要と考えているわけではない。ただし、M & Aは外国企業の対日進出に有効な手段であり、その環境整備は対日直接投資促進に良好な結果をもたらすと考える。そのため、本論では対日直接投資促進のために、外国企業がM & Aを行やすい環境を整備することを目的としている。

##### (2) M & Aの功罪については中立的

M & Aの環境を整備することにより敵対的M & Aが頻発することも予想される。

敵対的M & Aについては、その弊害が米国でも議論されており、それを制限する法制度も制定されている。一方で、少数ながら、敵対的M & Aを擁護する主張もある<sup>9</sup>。

それでは、敵対的M & Aをどのように捉えればいいのか。M & Aが敵対的といわれるのは、主にはそのターゲット企業の経営者にとってであろう。敵対的M & Aにおいて、提示される買付価格が市場価格を上回るものであれば、少なくとも株主は保有株式を売却することでメリットを得ることができる。

経営者が敵対的M & Aに反対するのは、自己の地位の喪失等が背景にあるが、潜在的な企業の価値（＝潜在的な株価）が市場での価値を下回っているのは、経営者が企業の経営資源を最大限に使い切っていないという非効率性、つまり経営の失敗にあり、敵対的買収

---

<sup>9</sup> 通商産業省産業政策局編『我が国のM & Aの課題』通商産業調査会,1991, p58

はそういった経営の失敗を是正する契機となるという見方もある。

敵対的M & Aの功罪については、いろいろと議論があるところであるが、中には「敵対的M & Aが行われないような株式市場は正常ではない」という意見も見られる。

本論では、敵対的M & Aの功罪についての評価は下さない。立場としては両者に中立的な立場をとり、M & Aが、友好的、敵対的を問わず、買い手側、売り手側（買収側、防衛側）双方にとって、公正なルールのもと、行われる環境を整備することを目的としている。

### (3) M & Aの成功と失敗

M & Aは、ある経営目標を達成するために行われる。そのためM & Aの成功とは、策定された経営戦略の適否、買収対象企業の探索から契約の締結、買収企業と買収対象企業との組織統合（アフターマージャー）というステップが完全に行われ、所期の目標が達成された時をいう。特に、本論が“対日直接投資のためのM & A”について検討するものであれば、アフターマージャーの問題は、経営文化が欧米のものとは異なる我が国のM & Aの成否を考える上で非常に重要な問題であるといえる。

しかしながら、第2章以降で詳述するが、我が国で行われるM & A活動はそれほど活発ではない。そのため、M & A環境の整備として考えるのであれば、現在のところは、アフターマージャー問題より、それ以前の経営戦略や買収対象企業の探索、交渉等の具体的なM & A取引における問題により重点が置かれるべきであると考え。よって、本論では、経営戦略としてのM & Aの選定から契約に至るまでの成否を分析の射程としている。

以上、M & Aに関する基本的な概念について整理してきたが、第2章以降は我が国のM & A環境整備についての具体的検討を行っていくこととする。

#### 【参考文献】

M & A総研編『企業相続・事業拡大のためのM & A』清文社,1991

公正取引委員会経済部企業課長船橋和幸編「独占禁止法による合併・株式保有規制の解説」別冊商事法務No.169.,1995

杉本茂編著『M & Aの法律・会計税務と評価』清文社,1991

第一勧銀総合研究所「対日直接投資促進施策に関する調査」1995

日本M & A研究所編著『実践M & A辞典』プレジデント社,1988  
林 伸二著『M & A 合併・買収と組織統合』同文館,1989  
トーマス H・ホプキンス著,小野崎恒夫訳『M, A & D 企業買収・売却戦略』同友館,1987  
洞口治夫著『日本企業の海外直接投資 - アジアへの進出と撤退 - 』東京大学出版会, 1992  
三井物産株式会社業務部M & A・ベンチャー室編著『戦略的M & Aの基本構造』相立出版,1990  
村松司叙著『企業合併・買収』東洋経済新報社,1989  
村松司叙著『英国のM & A』同文館,1993  
森綜合法律事務所編『M & A防衛法』中央経済社,1990  
ジョルダン・D・ルイス著,中村元一・山下達哉・J S M Sアライアンス研究会 訳『アライアンス戦略』ダイヤモンド社, 1993  
若杉 明編著『M & Aの財務・会計戦略』ビジネス教育出版社,1989  
「会社を救うM & A」週刊エコノミスト臨時増刊, 毎日新聞社, 1995.7.17号