

3．我が国のM & A環境についての整理

我が国のM & Aは実際どのように行われているのであろうか。

本調査では、証券会社M & Aセクション、銀行M & Aセクション、外資系証券会社M & Aセクション、独立系M & Aアドバイザー、法律事務所等 11 のM & Aアドバイザーに対しインタビューを行い、外国企業の日本企業に対するM & A戦略、M & Aの障害、外 - 内型M & Aにおけるアドバイザーの役割等について聴取した。

ここでは、M & Aアドバイザーへのインタビューから、外 - 内型M & Aの障害を明らかにすると共に、M & A環境について整理・分析を行った。

3-1 我が国のM & Aの実際

3-1-1 外国企業のM & A戦略

外国企業の我が国企業に対するM & Aニーズは実際のところあるのだろうか。またあるとすればそのニーズはどのようなものか。ここでは、外国企業の我が国企業に対するM & Aニーズについて整理した。

(1)外 - 内型M & Aのニーズ

M & Aアドバイザーが、外国企業から日本企業に対するM & Aを相談される年間の件数は図表 3-1のとおりである。

この件数は、各社とも公表していないものなので、あくまでも概数である。また、各社には、得意分野や戦略分野、投入人員の違いがあり、各社ごとの件数の多寡には自ずから開きがある。

最近は、外国企業からの相談件数が増加傾向を示しているという。国別には、欧米の他、韓国を中心とするアジアN I E S諸国の台頭が指摘されている。

ただし、M & Aニーズ以前に、そもそも日本に投資するニーズが限定されているという意見もあった。これは平成7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」における対日投資の魅力が限定的であるという結果とも合致する¹。

¹ 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

ここ数年M & Aの相談件数は増加傾向にあるものの、対日直接投資の魅力が限定的であることに伴い、M & Aのニーズも限定的であるといえる。

図表 3-1 外国企業から日本企業に対するM & Aについて相談される件数

(年間、件)

	A社	B社 ^{*2}	C社	F社	G社	H社	I社
相談件数	20～30	100超	10～15 ^{*3}	-	20～40	5～10	-
リテイン件数 ^{*1}	2～3	10～40	20	20～30	5程度	2～5	20程度

*1：顧客からフィーの支払いを受けた上で、M & A業務を行うこと。

*2：B社では、情報の確度により、話題ベース（確度の低い情報）、情報ベース（確度の高い情報）、案件ベースと分類している。リテインされるのは情報ベースと案件ベースの間。件数はそれぞれ、100件以上、30-40件、10-20件としている。ここでは情報ベースと案件ベースをリテインされたものとした。

*3：C社は外資系証券会社の在日支店であり、ここでの件数は直接在日支店が受け付けた件数。本来は外国企業からの相談は本国の拠点で受け付けることにしており、直接在日支店では受け付けないことになっている。そのため本国の拠点で受け付ける件数はここでの件数以上になる。

(2)外国企業の日本企業に対するM & Aの目的

外国企業の日本企業に対するM & Aは、日本市場に効率的にアクセスすることを目的とするものが最も多い。

経営資源の取得を目的とした友好的なM & Aが大半であり、企業の市場での評価が割安なことに着目し、買収した後、転売し鞘を抜くといった財務的なメリットを取得したものはほとんど見られない。

取得を希望する経営資源については、欧米企業とアジア企業との間での相違が見られる。欧米の企業は、販路や顧客といった流通機構を取得することを目的とするM & Aを指向する。欧米企業が、生産拠点や技術を取得することを目的とするM & Aを行うことはまれではあるが、消費地で生産する必要性のある業種について生産拠点の取得を目的とするものや、先端技術分野や巨額のR & D費用が必要となる分野で、費用分担の観点から日本で技術を取得することを目的とするM & Aは行われている。最近M & Aについての相談が増加しているアジア企業においては、日本の生産技術や日本ブランドの取得を目的としたM & Aが指向されている。

(3)対日進出にM & A形態が選択される理由

対日進出には、輸出、提携、新設投資、M & Aとさまざまな形態があるが、その中でM

& Aが選択される理由について聴取した。

提携ではなく、日本市場で自ら経営を行うM & Aや新設投資の形態をとるのは、日本のマーケットを重要と考えることから、より積極的に市場参入を果たすべく、自ら日本で意思決定を行いたいという動機が背景にあると考えられる。日本に拠点を設け、自ら経営を行うにあたり、新設投資ではなく、M & Aが選択される理由は、単独進出では事業を軌道にのせるまでに時間がかかるためであり、効率的に経営資源が取得できるというメリットを期待してのことである。特に、複雑な経営慣行に対応するために、新設投資ではなくM & Aが選択されることが多い。

アジア企業の技術の取得を目的とするM & Aの場合、そもそも新設投資では目的が達成できないためM & Aが選択される。一方、欧米企業が技術取得を目的とする場合は、M & Aより技術提携が選択されることが多い。

3-1-2 M & Aが進まない理由

外国企業にとって対日直接投資の魅力が限定的であることが、M & Aが進まない大きな理由の一つとして考えられるが、それ以外に買収対象企業の探索から法的手続き等、実際のM & A取引上の障害について聴取した。

ここではM & Aの手順ごとに問題点の所在を整理する。

(1)買収対象企業は見つけにくい

M & Aアドバイザーのもとには外国企業から日本企業に対するM & Aの相談が持ちかけられる。M & Aアドバイザーは買い手企業の戦略に従い対象企業を選定するが、その際に何か障害はあるのであろうか。

この問いに対して結論から言えば、M & Aアドバイザーの多くは、対象企業を見つけることは十分可能と答えている。

買い手企業がM & Aアドバイザーに買収対象企業を探索するよう相談する際には、その経営戦略に基づき、売上高や所在地、製品・取扱い商品等、探索の基準が示される。M & Aアドバイザーは、この基準に即して、公開されたデータをもとに企業を探索する。そのため企業の探索には、公開されたデータの充実が重要な問題となる。この点について、M & Aアドバイザーからは、我が国の会計情報の開示水準が米国と比べ低いとの指摘があった。特に財務内容より営業の実態に関する情報開示が低く、前者はアドバイザーをつければ理解できるものの後者については有価証券報告書等の開示書類から読み取ることが難し

いという指摘もあった。財務内容について、具体的には、セグメント情報の開示の程度の低さについての指摘があった。

一方、情報開示については、米国に比べれば遅れているものの、英国、ドイツと比べればむしろ進んでいるとの指摘もある。M & A アドバイザーの大半が特に問題ない、あるいはM & A アドバイザーを使えば対象企業は見つかるかと答えている。このようなことから、情報開示については、確かに米国と比較すると遅れており、外国企業が独自に対象企業を選定することを困難にしているが、M & A アドバイザーにとっては企業を選ぶためのデータは十分にそろっているといえよう。

(2)買収対象企業が売却を拒む

買収対象企業を選定したとしても、買収対象企業に買収交渉をする中で、対象企業が売却を拒むケースが多いことが指摘された。

買収対象企業が売却を拒む問題はM & A の障害の中で最も大きなものの一つとして認識されている。

買収対象企業が売却を拒むケースは次の3とおりに分けることができる。

売却そのものが念頭にない

外国企業に買収されることに対する不安

売却価格がおりあわず売却を拒む

この内、売却価格が折り合わないケースは、少なくとも売り手企業が価格次第では売却に応じるものであるが、 と の場合、売却自体を拒むものである。 については、後程買収価格の項で見るとして、 と の背景について見ると次のようになる。

売却そのものが念頭にないケースの背景

a)日本人の企業観

我が国では、企業を商品とみなし売買することに対して抵抗がある。これには、経営者の、自社に対する愛着や従業員への責任感等が背景として指摘されている。そのため、我が国では、経営戦略の選択肢として企業や事業を売却することがそもそも考えられていないということがあげられる。

b)売却に対するイメージの悪さ

日本人の企業観に関連して、企業を売却することは何か企業に問題があるのではないかという連想を呼び起こす。そのため、企業の売却は、たとえ前向きな売却であったとして

も、経営の失敗を連想させ、経営者のメンツをつぶすことになる恐れがある。また、売却の噂がただただで、その企業の取引先や債権者が、売却の噂がたった企業の業績に不安を持ち、手形や買掛等の信用取引を現金決済へ変更するよう求められるというケースもある。

c)売却による経営者の職の喪失

新しい株主から職を奪われるという危機感が経営者にある場合、経営者はネガティブな反応を示す。

d)取引先、銀行の反対

長期安定的な商取引上の関係を目的として、株式持ち合いが行われている場合、取引先や銀行の反対により企業が売却を拒むことがある。

外国企業に買収されることに対する不安の背景

a)外国アレルギー

単純に外国企業に買収されることを嫌うという民族的な感情の他に、外国企業と日本企業の経営方針の違いや外国語によるコミュニケーションに対する不安がある。

b)雇用に対する不安

の背景とも関連するが、特に外国企業の場合、買収後のレイオフに対する不安感が強い。外国企業は短期的利益を追及するためドラスティックに人員削減を行うという日本企業と異なる経営風土への恐れがある。

これらの問題について、M & A アドバイザーからは、最近変化の兆しが見られることも指摘されている。

例えば、企業観については、大企業では、リストラのため部門を売却するという動きが最近見られるようになってきている。経営者の世代が交代し、経済の局面が変わってきたことから企業を売却せざるを得ない環境になってきたとの指摘があった。

これは、中小企業においてもあてはまりつつある。M & A という言葉は定着しており、特に事業継承を考える中小企業においては自社の売却に積極的なケースが多いとも言われている。

さらに、外国企業への売却については、取引上海外との付き合いが多いボーダレスな企業であれば抵抗感がなく、むしろ優位にたつ外国企業に買収されることを好む企業も見られるとの指摘もあった。

売却を拒むという企業のビヘイビアは、ほとんど全てのアドバイザーから、最も重大な M & A の障害として指摘された。M & A 環境改善のためのキーポイントといえよう。

(3)法制度上の問題

M & A を抑制する法制度上の障害については、M & A アドバイザーから特に問題として指摘されたものはなかった。ただし、法制度以外の基準、例えば上場基準や私募債発行基準等の各種団体が設けるガイドラインの一層の透明性を求める意見があった。

M & A の障害となる法制度上の問題についての指摘はなかったが、M & A を促進するための法制度面の課題として、純粋持ち株会社解禁が多くのアドバイザーから指摘された。純粋持ち株会社の設立は現在独占禁止法 9 条で禁止されているが、解禁されることにより、事業毎の収益性や経営状態が明確になり、それにより事業の売却が促進されるという意見が多く見られた。

ただし、純粋持ち株会社解禁が実質的なものになるためには、独占禁止法 9 条の改正だけでなく、連結納税制度を併せて整備する必要があるとの指摘が、多くの M & A アドバイザーから出された。また純粋持ち株会社解禁により、商法の企業結合法制等も併せて改正することが必要となる。

法制度上の問題について、直接的な障害として指摘されたものは特にないのものの、M & A 環境改善のためには、このような観点から、検討する必要がある。

(4)経営慣行

経営慣行については、株式持ち合い、企業に対する社会の認識が問題として指摘された。

株式持ち合い

株式持ち合いについての M & A アドバイザーの見方は 2 つに分かれる。

一つの見方は、それが重大な問題となっているという考え方である。

我が国では、株式持ち合いにより市場で売買される浮動株が少なく、実際、上場会社の株式を市場で買い集めるのが困難であるという指摘がある。最近、米国では大規模な M & A が行われており、買収資金を潤沢にもっている買収主体も多く、持ち合いがなければ日本の大企業を買収するニーズはあるともいわれている。現在のところ上場企業の株を市場で買い集めることができるのはせいぜい 20 ~ 25 % ともいわれている。

一方別の見方としては、株式持ち合いは、経営者が売却する意思を固めれば、必要な株をまとまった形で調達できることから、むしろ好都合であるとの考え方がある。この考え方は、市場で株を買い集める敵対的買収の場合、株式持ち合いは問題とされるが、友好的買収であれば株式持ち合いは問題ないという考えにたっている。そもそも株式持ち合いは敵対的買収防衛策として機能しており、それにより市場買い集めができないのは当然という意見である。

企業に対する社会的な認識

M & Aの障害として、我が国の場合、企業は社会的な存在であり、それを売買することについて社会がネガティブに捉えるということを問題視する意見もあった。

外国企業に乗っ取られる、またM & Aによる雇用の喪失の問題、あるいは売却する企業の事業の失敗を誇張するマスコミの報道の仕方がM & Aを社会的に受入れざるものとしているとの意見が出された。

(5)買収コストの高さ

買収コストの高さは、我が国企業の売却を拒むビヘイビアと並ぶ、重大なM & Aの障害として捉えられている。

買収コストの高さの要因としては、円高、高株価が指摘されている。買収コストが高く投資に対するリターンが十分でないためM & Aを行う環境にないとの指摘がある。一方で、事業を目的としている場合、リターンにあまり重きを置いていない企業もある。

買収コストについては、欧米と日本とでの買収価格算出方法に原因を求める意見がある。

欧米の企業評価法はディスカウント・キャッシュ・フロー（DCF）法が中心となっている。DCF法は、企業の予想されるキャッシュフローを一定のリスクを勘案して決定された割引率で現在価値に引きなおすことにより企業の価値を算定する方法である。割引率は、自己資本コストと借入コストの双方を加味した過重平均資本コストが使われる。この方法で算出された価格で企業を買収した場合、買収後事業を運営し、仮に予想されたキャッシュフローが得られたとすれば、その時の投下資本に対するリターンは割引率と同じになり、期待される投資リターンを得ることが可能となるのである。

一方、日本の場合、不動産等の資産を時価評価した（あるいは時価評価に修正を加えた）純資産を買収価格とする方法が実務上よく用いられている。この方法は、一時点の貸借対照表をもとに、各資産を時価評価した額が買収価格となる。この方法は、現在有している

資産に注目したもので、企業のビジネスの将来性はあまり重視されていない。

日本企業の場合、不動産は取得原価で計上されている。そのため不動産の原価が時価を大幅に下回る場合、買収価格は、不動産の時価を反映し、総資産の額を上回ることになる。特に業歴が長い企業の場合、時価と取得原価の乖離が大きいため不動産の価値は買収価格を大幅に引き上げることになる。

日本企業同士の場合、資産価値を重視するので不動産の価格はあまり問題とならないことが多いが、欧米企業の場合、事業を買うのであり不動産を購入するわけではない、との観点からこの評価法での買収価格では割高に映る。

売り手が売却に応じて、買収価格の交渉の時になって買い手と売り手とが合意に至らないのはこのような場合の時に起きる。

ただし、このようなケースも営業譲渡の方法をとってクリアできるという意見もあった。必要としている事業だけを譲り受けることで不必要な不動産の価値を買収価格から排除することが可能になるのである。

(6)外国企業における問題

M & Aアドバイザーからは、外国企業における問題も指摘された。

外国企業が日本企業のニーズを明確につかんでいないため、交渉の過程で重要なことと妥協できることとの境界が不明確であるというものである。

これについては、外国企業にとって日本市場に関する情報が少ないということが理由としてあげられる。平成6年度「対日直接投資促進施策に関する調査」においても驚くほど外国企業が日本市場のことについて理解していないことが示されている。同調査ではそのため情報提供の重要性について提言している。

3-1-3 M & Aアドバイザーの役割

M & Aアドバイザーは、売却企業の探索から、買い手と売り手の利害調整、法的手続き等で重要な役割を演じる。ここではM & Aアドバイザーの役割、活動の実態について見ることにする。

(1)売り手企業をどのように探しているか

探索範囲

M & A アドバイザーのもとには、外国企業から日本企業買収の相談が数多く持ちかけられているが、一方で、そのような相談に応える上で、買収対象企業が売却を拒むというバイパスが大きな障害となっている。

このような中で、我が国の M & A アドバイザーはどのように売却企業を探索しているのだろうか。

まず、M & A アドバイザーが企業を探索する範囲についてだが、探索範囲は主として次の 3 つに分けられる。

M & A アドバイザーに既に売却を申し出た企業のリスト

証券会社や銀行、M & A 専門業者の支店や関連会社が接触している企業

一般に入手可能な企業に関する情報

M & A アドバイザーがどのような探索範囲からどのように企業を探索するかは、M & A アドバイザー自身の営業形態や、買い手企業の買収対象企業選択基準によって異なる。

営業形態にかかわらず、かつ最も効率的なのが の範囲から探索する方法である。この範囲の企業は、既に売却を決断しているので、M & A の成否は、買い手企業のニーズに合うかどうかと、買い手企業の買収条件と売り手企業の売却条件が合致するかどうかにかかってくる。なお、この範囲に関しては、M & A アドバイザー自らの手持ちリストのみならず、他の M & A アドバイザーからの紹介による企業も含まれる。ただし、既に見たとおり、企業が自ら売却を申し出ることには少なく、このような範囲から対象企業を選定できる機会は多くない。

M & A アドバイザーの営業形態については、第 1 章で概観したとおり、証券会社、銀行、M & A 専門業者等がある。このうち探索範囲についていえば、銀行や証券会社は多くの国内支店をもっており、そこでの企業との継続的な取引から対象会社を選択できるという優位性を持っている。とくに都市銀行は、全国に 300 ~ 500 もの店舗網を持っており、この点での優位性は証券会社をしのぐ²。都市銀行や証券会社の M & A セクションは、このような店舗網から取引先企業の M & A ニーズを汲み取り対象先企業を選定することができる。

一方、M & A 専門業者はさまざまな方法により独自に企業との接点を作り、それを継続

² 都市銀行の国内店舗数は、さくら銀行 540、第一勧業銀行 397 等に対し、証券会社はもっとも店舗数が多い野村証券でも 133 に止まっている。（日本経済新聞社「日経会社情報」96-1 号,1995.12）

していく中で企業のニーズを汲み取り対象先企業を選定している。

手持ちリスト、自社の店舗網の取引先企業に対象となる企業がない場合、一般的な企業情報をもとに買収対象企業を選定している。

探索範囲を除き、どのような方法をとっても、企業に対し売却を促す交渉が必要となる。しかし先に見たとおり企業が売却を拒むことがM & Aのネックになっており、この段階で企業に対し売却をどのように交渉するかが問題となるが、実際は交渉し売却を促すのは困難なものとなっている。

特に、銀行は、預金取引や貸出取引を行う上で、顧客との長期的な信頼関係を重視しており、企業に売却を勧めすすめることは、その土壌が当該企業に無い限りなかなか難しいとの指摘があった。また企業に売却を勧め、経営者がそれに関心を持ったとしても、実際に、経営者が売却を決断するまでには、かなりの時間がかかるという。

欧米では企業の売却を勧められるのは、その企業が魅力があるということで最大の賛辞となるが、日本の経営者の場合、企業の売却には相当な抵抗感があることがネックとなっていることが問題とされている。

リストラ型、救済型M & A

救済型M & Aの場合、M & Aを申し出るのは通常売り手側であるが、我が国の場合は、救済を求めて企業の側から自社売却を申し出るケースは少ないとの指摘があった。あったとしても、その時点ではかなり業績が悪化しており、買い手を探す時間もなく、また買い手を見つけられたとしても既に買い手にとって魅力ある会社ではなくなっていることがあるという。業績が極端に悪化する前に、売却するという選択肢が経営戦略に組み入れられれば、救済型M & Aはもっと起こりうるとの指摘もあった。

また、我が国では、会社を法的に整理・再建するためには、和議、整理、会社更正、破産等の方法があるが、例えば会社更正法の場合、経営者に失敗者の烙印が押されるため、経営者がなかなかこういった法的手続きを行おうとせず、結果さらに業績が悪くなり債務超過の段階で売却を申し出ることが少なくないという。債務超過となると会社の資産を全部売却してもさらに負債が残るため、企業の価値はマイナスになっており、そのような会社を買収する買い手を探すのは困難であるという意見があった。

この場合、米国のチャプター11のように現経営者に再度経営立て直しのチャンスを与えるような形の倒産関連法制ができれば、会社再建にM & Aが使われる機会が増えるのでは

ないかという提案があった。また、法制度を変更しなくとも、会社更正法を適用された会社をもっと積極的にM & Aの対象とすることで、更正会社の再建が進む上、買い手企業にとってもメリットがあるM & Aが促進されるという提案も出された。

(2)買い手企業をどのように探しているか

日本企業の売却の場合と違い、外国企業が他の企業を買収する場合は、外国企業自らM & Aアドバイザーに対し買収の相談を持ち掛ける。M & Aアドバイザーはこのような外国企業からの申し出により、買収対象企業を探索する。

一方、日本企業から売却の申し出があった場合、M & Aアドバイザーは買い手企業をどのように探しているのだろうか。

まず、買い手企業を国内から見つけるか、あるいは国外から見つけるかという点については、最初は国内の企業から買い手を探索するのが通常であるという。買い手を海外に求めるのは、日本企業に買いニーズがない場合の最後の手段というアドバイザーもいる。

M & Aは、売りから入るのが最も簡単と言われている。それでは、売り企業の買い手を探索する上で、なぜ外国企業の優先順位が低いのだろうか。

M & Aアドバイザーは、それぞれ、海外の拠点や提携先の海外M & Aアドバイザー等を通して外国企業と接触するルートは確保しており、買い手を外国企業に求めることはできる。その中で買い手として国内企業を優先する理由は次のとおりである。

外国の企業から探すより国内企業から探した方が時間がかからない

買い手が国内企業の方が、買収価格での折り合いがつけやすい

売り手企業が買い手として外国企業を拒む

国内のM & Aアドバイザーや売り手企業にとって、M & Aの相手先として、企業内容や経営戦略がもっともよく理解できているのは、やはり国内の企業である。また国内の買い手企業であれば、国内の売り手企業の事情もよく理解できる。買い手が外国企業であれば、お互いに企業内容や経営戦略を理解するためには国内企業以上に時間がかかる、そのため、国内企業同士のM & Aの方が、M & Aアドバイザーにとって、効率的であり、買い手企業を国内から見つけることがまず第一となるのである。

M & Aを行う上でまず国内の企業から買い手を見つけるというのは、我が国に特殊の事

情ではない。80年代に内 - 外型M & Aが急増した背景には、海外のM & Aアドバイザーや企業から、日本の企業やM & Aアドバイザーに対し、続々と売り情報が流れてきたからと言われている。これには次の2つの理由がある。まず第1にそういった売り情報にはその国で売却できなかったため、買い手を求めて日本に情報を流したというものがある。第2の理由は、その国で売るより日本の買い手に売った方が高く売れたからである。

80年代の欧米のM & Aは空前の規模であり、その中で15%ほどの案件が流出したとしても、M & A市場の規模の小さい我が国では相当のインパクトがあったが、M & A取引の盛んな欧米でも、買い手を海外に求めるのは上述したような理由からであり、まずは自国内で買い手の選定が行われるのである。

それでは、日本企業の売却案件を、日本企業より外国企業が高く買ってくれる可能性はないのだろうか。これについても、既に関心価格の項でみてきたとおり、外国企業は日本企業の不動産の含み益込みの買収価格には興味を示さず、むしろその点では日本企業の方が買い手として可能性は高いのである。

このように、M & Aアドバイザーが、売却を申し出た日本企業の買い手を探す際に、日本企業より外国企業を優先させる動機は強くない。これに加え、買収後の人員整理の問題やコミュニケーションの問題等から、売却を希望する日本企業が外国企業に買収されることを拒むことが、M & Aアドバイザーの、買い手を日本企業から探索する行動を支えている。

3-1-4 問題点の整理

M & A環境の問題点としては、まず第1に企業が売却を拒む、また買収コストが高いといった、直接的に障害となるものがある。また、外 - 内型M & Aについては、対日直接投資の魅力が限定的であり、それに伴い外 - 内型M & Aが低調であるという、対日直接投資に関する問題が見られた。また、これに加えて、情報提供やPR活動、持ち株会社解禁等のM & A促進に有益な諸施策が整備されていないという問題がある。対日直接投資促進については、平成7年度「対日直接投資促進施策に関する調査」に詳しく触れられている。ここではそれ以外の直接的に障害となる問題とM & A促進に有益な諸施策が整備されていないという問題の2つについて整理する。

(1) M & Aの直接的な障害

M & Aの直接的な障害としては、第1に企業が売却を拒む、第2に買収価格が高い、第

3に株式持ち合い等証券市場での株式取得が困難であるという点が大きな問題としてあげられた。

ところで、企業が売却を拒むという点については、次のような背景が指摘されている。

企業観

M & Aに対するマイナスイメージ

外国アレルギー

職の喪失

ここであげられた点は、2つの問題に区分できると考える。

一つは企業経営者のビヘイビアや社会的なイメージ・企業文化に関する問題である（企業観、マイナス・イメージ、外国アレルギー）。

もう一つは、雇用に関する問題である。M & Aは、株主が変わることにより、経営者はまず自己の職を失う危険性に直面する。さらに従業員についても、経営方針が変わり、雇用の維持が保証されない不安を感じることになる。また、外国企業によるM & Aは、人員整理によりドライであると受け止められており、それが外国アレルギーの要因にもなっている。雇用に関する問題は、企業経営者のビヘイビアにも影響を与える重要な問題であるといえよう。

(2) M & A促進に有益な諸施策の整備

M & Aの直接的な障害ではないが、M & Aを促進させる機能を持つものとして、純粹持ち株会社の解禁等の法制度、買い手企業と売り手企業に対する動機づけがあげられた。これらは、それが解決されたからといって、先に見た直接的な障害が解決されない中では必ずしもM & Aに有効とはいえない。しかしながら、障害を取り除く一方でこのような有益な諸施策を展開していくことが、M & A環境の整備のためには重要であるといえる。

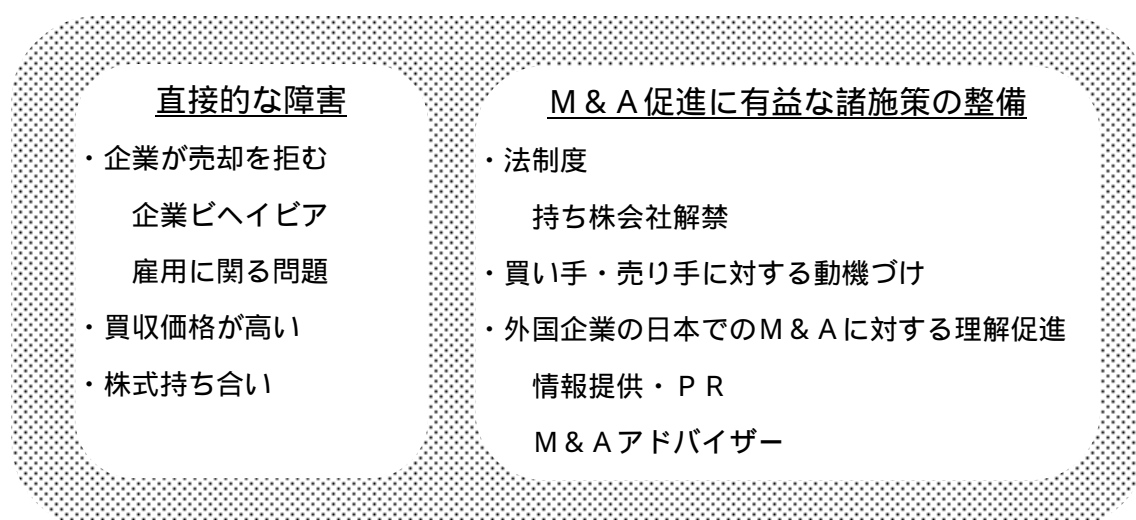
ところで、動機づけの問題については、解決のために2つのアプローチがある。一つはアドバイザーからも指摘されていることだが、買い手企業である外国企業に対するPRや企業の経営戦略においてM & Aの有効性を啓蒙する売り手企業に対する情報提供の問題である。もう一つは、買い手企業や売り手企業を直接的に動機づけるM & Aアドバイザーの企業探索活動の活発化があげられよう。

なお、情報提供やPR活動については、対日直接投資の魅力を増進させるためにも行わ

れる必要がある。さらに外国企業の日本市場に対する理解不足を正し、外国企業に効果的なM & A戦略を策定できるよう仕向けるようにすることも肝要と思われる。

我が国のM & A環境整備に関する問題点について整理してきたが、これをまとめると図表3-2のとおりとなろう。次にそれぞれの問題点についてさらに詳細な検討を加えていくこととする。

図表 3-2 我が国のM & A環境整備に関する問題点



3-2 M & A 環境についての検討

3-2-1 企業ビヘイビアに関する問題

我が国企業のビヘイビアについて、M & A アドバイザーからも指摘があった企業観、株主や市場からのチェックについて、その背景について検討する。

(1)コーポレート・ガバナンス

企業は、直接的には、事業の運営に関する意思決定（経営判断）を行う経営者、その基礎となる資本を提供する出資者、労働力を提供する従業員から構成されている³。小規模な企業であれば、同一人が全てを兼ねる場合もあるが、大規模な企業ではこれらが分離するのが通常であり、各主体間の利害の衝突が生じる。

資本主義社会における株式会社の経営と所有の關係に視点を絞ると、企業において、株主が株式会社の最終所有者であるという考えが広く流布している。この考え方によれば、企業を構成する各主体間の利害調整の問題、すなわちコーポレート・ガバナンスの問題は、企業の保有者である株主の利益を最大限実現することが第一の目的であり、経営者はその目的遂行のために経営を行うことになる。

外 - 内型 M & A について考えた場合、日本企業にとっては事業を売却することであり、そこでの各主体の利害關係は図表 3-3 のとおりである。図表 3-3 に従えば、基本的には株主にデメリットはなく、経営者、従業員にメンツ・權威の喪失、職の喪失といったデメリットが生じるため、株主対経営者・従業員という利害の対立が生じる。

経営者は株主の代理として経営を行うという論理に従えば、株主は経営者よりも強力な権力を持ち会社を支配しているため、株主にメリットのある所有株式の高値での買付けの申し出があった場合、経営者が反対したとしても、株主が買収に応じることはあろう。実際欧米では、敵対的 M & A（経営者に対して）が何件も成約している。しかしながら、第 2 章で見たとおり我が国においては敵対的 M & A はほとんど行われていない。

敵対的 M & A の基本的な論理は、ターゲット企業の市場での価値 = 株価が潜在的な企業の価値を下回る場合に行われる。つまり経営者が企業の有する経営資源を有効に活用して

³ また企業を運営するための資金を間接金融で調達する場合は銀行等の債権者も企業経営についての利害關係を有する。また仕入先、取引先も企業経営に關係する主体として重要である。

いないと市場が判断した時に、市場からの圧力として行われるものである。

図表 3-3 外 - 内型M & Aにおける日本企業の主体別メリット・デメリット

主 体	メリット	デメリット
株主	・ 所有株式の高値での売却	(買収後の株価低迷)
経営者	・ 買収後の処遇に納得がいく場合 (引き続き雇用される、高額な退職金を得られる、転職が可能等)	・ 職の喪失 ・ メンツ、権威の喪失
従業員	・ 買収後の処遇に納得がいく場合 (引き続き雇用される、高額な退職金を得られる、転職が可能等)	・ 職の喪失

我が国においては、取引先や銀行等と相互に株を所有する、「株式持ち合い」が進んでいる。株式持ち合いについては「3-2-4 株式持ち合いに関する問題」で詳述するが、持ち合いを行っている企業同士が求めるメリットの一つは、お互いの取引を長期安定化することである。そのため我が国の株主は米国の株主と違い、配当や株価の値上がりにはあまり関心がなく、取引を維持・拡大するために事業の安定や成長を期待する。(図表 3-4)

図表 3-4 株主の要求項目の日米比較

(1990 年現在, %)

要求項目	日本	米国
配当の増加	6	4
株価の上昇	12	79
事業の成長	56	15
事業の安定	24	4
社会的責任の遂行	2	0

出所：企業行動に関する調査委員会報告

また、図表 3-5は、我が国の経営者の経営目標について調査した結果であるが、これを見ると、我が国の経営者の経営目標は、株主のキャピタルゲインよりむしろ、従業員の処遇向上や社会的イメージの向上に向いていることがわかる。

図表 3-5 我が国の経営者の経営目標

我が国の企業を支配する主体は、その企業から独立した株主ではなく、取引先や債権者（銀行等）を兼ねる株主と、従業員、あるいは社会イメージであることがわかる。

我が国のこのような企業所有主体の関係は、先に見た資本主義における企業と異なるが、それでは我が国の企業システムは間違っているのであろうか。

ミシェル・アルベールは、「株主 - 経営者」という関係を重視する資本主義を米国・英国に典型的に見られるものとしてアングロサクソン型資本主義とする一方で、我が国のように「経営者 - 従業員・取引先、社会」という関係を重視する資本主義を、ドイツの企業システムをその代表としてライン型資本主義と名づけ、2つの資本主義の相克について論じている⁴。そこでは必ずしもアングロ・サクソン型の資本主義が普遍的なものとしては描かれていない。

また、アングロ・サクソン型の雄である米国においては、最近の経済の活況に反し、中

⁴ ミシェル・アルベール著、小池はるひ訳、久水宏之監修『資本主義対資本主義』竹内書店新社、1992

産階級の所得が向上せず、その中であまりにも株主や経営者を重視し従業員を簡単に解雇する企業風土への反発が見られる。

コーポレート・ガバナンスの違いは、このように論議の渦中にある議題であり一概にシステムの評価を下すことはできない。また、企業経営者の経営方針は社会の総意でもあり、当然尊重されるべきものであると考える。

我が国の企業ビヘイビアについて、経営者は、会社を支配し会社の利益によりメリットを得る株主よりも、取引拡大を望む、株式持ち合いを行っている取引先である株主や、従業員、社会的イメージを重視した経営を行っていることを見てきた。

取引先や、従業員、社会的イメージを大切にする経営は、たとえ不採算部門があったとしても、取引維持又は雇用維持のために、経営者がその部門を縮小、あるいは売却するという行動を積極的にはとらせない。仮に雇用維持を考慮せずに事業の売却を積極的に進めたとすれば、社会的なイメージを低下させ、ひいては経営者の威信を失墜させることにもなる。

また、株式持ち合いもあり、株主は経営者に対し、収益性よりも事業の成長や安定を希望している。株主としては、事業の縮小や売却という撤退戦略よりも、採算が悪くとも成長や現状維持を望むことから、よほど業績が悪くならない限り、経営者は事業採算を好転させるため不採算事業を売却するよう株主から要求されることもないのである。

このようなことから、我が国では事業を売却するということは、すなわち事業の失敗であり、何か“よほどのこと”があった場合に限られ、それが事業の売却が前向きに評価されない理由となっている。

我が国では事業の売却が前向きには評価されないことから、買い手の買収提案に対し、買収対象企業が自社の売却を前向きに決断することが難しい状況にあり、従って他の企業を買収するというM & Aは受け入れられ易いものの、他の企業から買収されるというM & Aはなかなか受け入れられ難いものとなっている。

それでは、我が国では他の企業から買収されるというM & Aはこれからも受け入れられないのであろうか。次にその点についてさらに見ていくことにする。

(2)企業を取り巻く経営環境の変化と企業経営者の意識

第2章では、我が国企業を取り巻く環境が変化し、それに対応するためにM & Aは一つの有効な手段であるということを見た。

我が国の企業経営者はこのような経営環境の変化をどう見ているのであろうか。

図表 3-6は、経済同友会が1993年5月中旬から6月上旬にかけて、上場企業社長、経済同友会会員に対し行ったアンケート調査結果である⁵。これによると、日本企業を取り巻く内外の経営環境が変化する中で企業経営者は、「技術革新・情報化進展(50.5%)」、「環境問題への対応(42.3%)」、「日本経済のリストラクチャリング(40.6%)」、「米国の経済・産業政策(40.3%)」に大きな関心を払っている。

ここで注目したいのは、日本経済のリストラクチャリング＝構造変化に4割もの経営者が関心を払っていることである。これに関連して、業界の再編・合併の動向についても17.2%の経営者が関心を持っている。

企業を取り巻く環境変化に対し、我が国の企業経営者は、日本経済や産業構造の変革が必要と考えていることがわかる。

(3)企業のビヘイビアとM & A

我が国では、株式持ち合いもあり、欧米と違い株式市場からの企業売却圧力はない。経営戦略上、経営者が必要と考える時のみ事業の売却（＝ダイベスチャー）が行われる。従って、我が国でM & Aが行われるためには、企業を経営戦略に基づき売却することが経営者の判断によって行われることが必要である。

そのためには、我が国でもM & Aが有効な戦略手段となりうるかどうか検討し、有効であればそのための条件等をPRすることにより、M & Aに前向きなイメージを定着させることが必要となろう。それにより、自社売却が経営者のメンツの問題にかかわる、社会的な批判をあびるというマイナスイメージを払拭させ、経営者のビヘイビアを、その企業に必要な場合、自社売却に前向きにさせることが可能になると考える。

また、図表 3-3のとおり、主要ステークホルダーである経営者や従業員のデメリットが職の喪失にあるのであれば、併せてM & Aに伴う雇用に関する問題についても検討する必要がある。

本論では、第4章で外 - 内型M & Aの成功事例の研究を行い、M & Aの有効性について検討を行っている。また雇用に関する問題については「3-2-2 雇用に関する問題」の項で別途検討を行う。

⁵ 経済同友会『第11回 企業白書』経済同友会、1994.1. アンケートは上場企業社長、経済同友会会員3,382名を調査対象とし851名から回答を得た（回収率25%）。

図表 3-6 日本企業を取り巻く経営環境に関する経営者の関心

(複数回答)

3-2-2 雇用に関する問題

M & A アドバイザーからは、M & A により被買収企業の経営者や従業員の雇用が脅かされることに対する不安感が M & A に対する抵抗感の根底にあるという指摘があった。

我が国の雇用慣行は、終身雇用制、年功序列賃金体系等で特徴づけられ、長期安定的な雇用形態が広く普及している。

労働省「賃金構造基本統計調査⁶」によると、45～49 歳層における 20 年以上の長期勤続者の比率は、1993 年で大卒 90.4%・高卒 94.0%と非常に高い水準となっている。

長期雇用の動向について欧米諸国と比較すると、日本はドイツ、フランスなどとともに長期勤続者の割合が高いが、20 年以上の勤続者は、これらの国と比べても多く、より長期勤続の傾向が見られる（図表 3-7）。

図表 3-7 勤続年数別にみた労働者の構成比

注) 1.OECD “Employment Outlook 1993”,労働省「賃金構造基本統計調査」により作成。

2.日本の「1～2 年未満」は 1～3 年未満、「2～5 年未満」は 3～5 年未満。

3.ドイツは 1990 年、その他の国は 1991 年の数値である。

出所：経済企画庁『国民生活白書』1995

⁶ 調査対象は、製造業、1000 人以上の企業。男子、大卒および高卒、管理・事務・技術労働者。

雇用が長期的であることに伴い、我が国では諸外国に比べ雇用の流動性が低く（図表 3-8）、一旦職を失えば転職は容易ではない。さらに転職をした場合、賃金さが下がる傾向も見られ（図表 3-9）、転職は雇用条件を悪化させることにもなっている。

このように、我が国の雇用環境は、転職しにくい、すなわち「やり直し」がききにくいものとなっており、このことが企業の売却による職の喪失に対する不安感を育む一因となっている。特に外資系企業は、すぐに従業員を解雇するといったイメージが一般的になっており、企業を売却する場合でも、その相手先として外国企業は敬遠されることになる。

ここでは、このような日本的雇用慣行のメカニズムについて概観すると共に雇用流動性について検討を行う。

図表 3-8 入職率・離職率の各国比較

	(%)													
	France		France*		Germany		Japan		Japan*		U.K.*		U.S.A.*	
	入職率	離職率	入職率	離職率	入職率	離職率	入職率	離職率	入職率	離職率	入職率	離職率	入職率	離職率
1971	21	20	22	19	29	-	20	20	18	19	28	32	47	50
1972	-	-	-	-	29	-	19	19	17	18	25	26	54	52
1973	-	-	-	-	34	33	20	19	19	18	32	21	58	56
1974	-	-	-	-	26	31	17	17	14	17	31	33	50	59
1975	-	-	-	-	25	28	14	16	11	15	23	30	44	50
1976	-	-	-	-	27	28	15	15	14	14	24	25	47	46
1977	20	19	18	17	28	28	14	15	12	14	25	24	48	46
1978	19	19	15	18	28	28	13	14	11	13	23	24	49	47
1979	19	18	16	16	30	29	15	14	13	13	22	24	48	48
1980	18	17	15	14	29	30	15	14	14	13	16	25	42	48
1981	16	17	13	16	28	29	15	14	13	12	12	22	39	41
1982	-	-	-	-	25	25	14	14	13	13	14	21	-	-
1983	-	-	-	-	-	-	14	13	13	12	16	21	-	-
1984	17	18	13	14	-	-	15	14	14	12	19	21	-	-

(注 1) 入（離）職率 = 入（離）職者数 / 常用労働者数 × 100。

(注 2) 国名横の * 印は製造業のみの統計

原典：OECD, “ Flexibility in the Labour Market ”, 1986, Table II-3.

出所：OECD, “ The OECD Jobs Study: Evidence and Explanations ”, 1994, p64

図表 3-9 標準労働者・中途使用者の賃金

(1)日本の雇用慣行

「終身雇用制」とは、企業がその基幹労働者として新規卒者などの若年層を中心に採用し、継続的育成を図りつつ、おおむね企業グループ内で長期にわたり雇用を続け、よほどのことがない限り解雇することはない慣行である。我が国大企業の男子正社員に典型的にみられ、一種の社会的規範化したものとして、一般に広く認識されている。

「年功序列賃金制」とは、賃金や昇進が、勤続年数あるいは年齢及び学歴などの要素を重視して決められる慣行である。年功序列賃金制の基本的な論理は、勤続が長くなることにより労働者が熟練、特にその企業に特殊な熟練を身につけることにより生産性が上昇し、それにあわせ賃金が上昇するとされるものである。

年功賃金制度は、勤続年数に対し累進的に増加する賃金体系となっており、若年期には労働者はその生産性よりも低い賃金を受け取り、高齢期には生産性よりも高い賃金を受け取ることとなる。このような年功賃金制度は、生活に必要な費用が上昇する中高年期に多

額の報酬を受け取る生計費保障の側面を持っているといえる。

年功賃金制は終身雇用制に密接に関連している。勤労者は、若年期には生産性よりも低い賃金を受け取っているが、これは高齢期にその不足分を受け取るための“出資”の意味を持ち、長期勤続により出資を回収することにより一生涯を通しての賃金と生産性が一致を見る。

これらの慣行は、最近変化が見られるものの、依然として日本企業における人事の大きな特徴と考えることができる。このような雇用慣行のメリットとしては、経営者にとっては、労働者の会社に対する高い帰属意識を醸成できること、長期的・計画的に人材の育成を行うことができること、それによって柔軟な配置転換が可能となり、産業構造変化への対応もより容易となることなどがあげられ、労働者側には、雇用が長期にわたって安定的に保障され、生活設計が立てやすいというメリットがあげられる。その反面、デメリットとして、労働市場の閉鎖性、長い労働時間、が存在する。特に労働市場の閉鎖性は、転職を困難にし、雇用流動性を阻害していると考えられる。

(2) 日本的雇用慣行の背景

日本的雇用慣行の成立過程

終身雇用制などの日本的雇用慣行は、1920年代の大規模近代産業の導入とともに始まった。欧米からの先進的な技術を導入して産業を拡大していくためには、多くの熟練労働者を必要としたが、基幹労働者の不足を背景に、熟練労働者を育成・定着させることを目的に終身雇用制・年功制が導入された。

戦後においても、高度経済成長と豊富な若年労働力を背景に、日本経済が欧米先進国へのキャッチアップという発展段階にあり、同質的な人材への需要が高かったこと等に適合し広がっていった。

日本的雇用慣行を成立させてきた要因としては、持続的経済成長、キャッチアップ型経済、豊富な若年労働者、企業内訓練による技能蓄積、労使の価値観の共有、大きい転職コスト、があげられる。すなわち経済成長が続いたことにより、企業規模が拡大しつづけ、利益と役職も増加し、多くの人員を社内で抱え続けることが可能とされていたのである。また、欧米先進国の技術を導入し、大量生産を行う過程では、年功的な処遇は、同質的な労働者を確保し育成するのに好都合であったことも影響している。

日本的雇用慣行に関連する法制度

終身雇用制は、法的には「期間の定めのない労働契約」の一種にすぎないが、経営者と労働者の信頼関係に基づいているだけでなく、解雇権濫用を制限する法理の確立、雇用保障に関する法的規制の強化、雇用調整助成金制度等の政策により制度的にも支えられている。

我が国の税制や社会保障制度は、日本的雇用慣行に対応する形で成立した。日本的雇用慣行を支え、雇用流動化を阻んでいるものとして、人材仲介機能の公的集中、税制・年金・社会保障制度、があげられる。

人材仲介機能の公的集中

職業紹介に関する国際条約（ILO 第 96 号）の精神をうけて、職業紹介制度は国営が原則とされ、民間による人材仲介機能は補完的な位置づけとされている。しかし、近年の産業構造の変化により、専門職、技術者等の職業紹介が求められるようになってきているが、公共職業安定所を中心に行われている旧来の公的職業紹介システムでは十分な対応ができていたとはいえない。一方、民間の有料職業紹介事業で紹介できる職種は、特別の技術を必要とする職種とされ、29 職種に限定されており⁷、公的システムをフォローできるところまでいっていない。対象職種に近いと思われる職種でも、限定的にしか認定されないといわれている。

転職者の入職経路別入職者構成比をみても、職安経由のものは 2 割程度にとどまっている。

近年大きく成長してきている労働者派遣事業についても、労働者派遣法により対象職種は、16 業種に制限されている。

税制・年金・社会保障制度

a)退職金制度

退職金は、一般に勤続年数が長くなるほど支給率が高くなるようになっている。また税制上も、勤続年数が 20 年を超えると所得控除額が増えるようになっている。

b)企業年金

⁷ 美術家、芸能家、科学技術者、医師、歯科医師、薬剤師、助産婦、看護婦、医療技術者、歯科医療技術者、服飾デザイナー、映画演劇技術者、弁護士、公認会計士、弁理士、経営管理者、生菓子製造技術者、家政婦、理容師、美容師、着物着付師、配膳人、モデル、調理師、バーテンダー、クリーニング技術者、通訳、マネキン、観光バスガイド。

企業年金においては、ごく一部（厚生年金基金制度の基本部分や適格年金の限定的通算規定）を除き、転職前の企業で積み立てた年金を転職後の企業で積み立てる年金と通算することができない（いわゆる通算制度）。したがって適格退職年金などの企業年金の場合は、転職時に一時金として受給することになっている。

c)雇用調整助成金

景気の変動、産業構造の変化その他の経済上の理由により、事業活動の縮小を余儀なくされた場合において、労働者を休業させ、または労働者に職業に関する教育訓練を受けさせる事業主その他労働者に雇用の安定を図るために必要な措置を講じる事業主に対して、その間の賃金・休業手当の一部を助成することで、労働者の失業を予防し、その雇用の安定を図る制度である。しかし、この制度が雇用の流動化を妨げているとの主張もされている。

(3)雇用流動性の将来展望

企業の日本的雇用慣行に対する展望

日本的雇用慣行を可能としてきた高度成長が終り安定成長の時代に入ると共に、我が国の産業構造の構造改革が必要とされている中で、従来の日本的雇用慣行をそのまま維持していくのは難しくなっている。

企業に行ったアンケート結果をみると、56.3%の企業が「原則としてこれからも終身雇用を維持していく」としているものの、41.5%が何らかの修正が必要であるとしている（図表 3-10）。

また、年功制を人事・労務管理の基本にするという企業も、能力主義を採用する企業に比べて少なくなっている。この傾向は大企業ほど強い（図表 3-11）。賃金体系のあり方についても見直しの傾向にあり、「年齢や勤続で決まる部分を少なくする」「定期昇給のうち人事考課で決まる部分を拡大する」といった意見が多くなっている（図表 3-12）。

日本的雇用慣行については、今後とも、終身雇用制、年功制は基本的には踏襲されていくものの、部分的な修正や能力主義への移行等、企業においては産業構造の変革にあわせて、新たな雇用形態のあり方が必要とされつつあるといえよう。

図表 3-10 今後の終身雇用のあり方

図表 3-11 企業規模別に見た今後の人事・労務管理の基本

図表 3-12 今後5年間の賃金体系の変更

労働者の日本的雇用慣行に対する展望

従業員が会社に望む人事制度や施策でも、年功制を見直すことについては支持を受けている。しかし終身雇用制の維持については賛否が均衡している。(図表 3-13)

従業員の転職についての意識は「転職する意向がない」とする人が65.1%となっている。年齢別に見ると、中高年齢層で「転職する意向がない」とする比率が高くなっている。(図表 3-14)

転職意向がない理由としては、「現在の仕事に満足しているから」が30.4%で最も多くなっているものの、「転職すると賃金や退職金の面で不利になるから」という回答が21.0%となっている。

図表 3-13 従業員が会社へ望む人事制度施策

図表 3-14 年齢別転職の意向

制度改正の動向

雇用流動性を促進するものとして、以下のような制度改正の動きがある。

民間職業紹介の自由化

日経連、経団連、東商などの経済団体から職業紹介事業の自由化が求められている。中高年齢者を中心とした余剰労働力の新産業への円滑な移動を図るためにも、さまざまなホワイトカラーに対応した民間の紹介システムが必要になると主張されている。政府では 96 年度中に検討し、97 年度に実施の方針である。

労働者派遣事業の規制緩和

1996 年 2 月、労働大臣の諮問機関である中央職業安定審議会は、労働者派遣法の改正案を妥当とする答申を行った。これを受けて、労働省は改正案を国会に提出するとともに、政令の改正によって、労働者派遣事業の対象職種に「研究開発」「ＯＡインストラクショ

ン」などの 12 職種が追加されることになった。

日本的雇用慣行についての考え方

日本的雇用慣行は、長期雇用により熟練労働者を形成するという意味で、経済的な合理性をもっている⁸。また、このような雇用慣行はドイツ、フランス等は現在でも日本のものに近く、またアメリカでも 1929 年ころまでには主流を占める慣行であった⁹。我が国において特徴的といわれている日本的雇用慣行については、一定の経済合理性を持つ普遍的な雇用形態であるといえる。

一方、最近の経済環境の変化は、経営者の意識にも見られるように雇用を維持することがなかなか難しい状況にもある。

政府においても、このような認識のもと、“失業なき労働移動”をキーワードに労働移動を円滑化する環境整備が進められている。

M & A 環境整備の立場からは、日本的雇用慣行の経済合理性と我が国企業の雇用安定努力については尊重しながらも、経済構造が激変することが予想される中で、雇用に関する問題について今後次のような点が重要と考える。

第 1 に、雇用流動性を高めるための諸施策の展開により、労働移動が円滑になる環境整備が進むことで、企業が雇用維持のために売却を拒むというビヘイビアを、変容させる条件が整うと考える。民間職業紹介の自由化、労働者派遣事業の規制緩和等が進められているが、長期雇用を前提とした退職金税制や年金の通算制度等についても雇用流動性を展望した施策が講じられることが期待される。

第 2 に、M & A により逆に雇用が維持・創出されるケースが多いことを示す必要があると考える。M & A が、売り手企業の経営資源を取得することを目的として行われるもので

⁸ 小池和夫『日本の雇用システム』東洋経済新報社、1994

⁹ アメリカにおいて、長期安定的な雇用慣行が崩れたのは、1929 年に始まる大恐慌が契機となっている。大恐慌後も 1932 年頃までは操業率の大幅な低下にもかかわらず、雇用の維持が図られていた。しかし、不況が長引くにつれ大規模な人員整理が始まった。さらに 1937 年には、経営者側が労働者側の意志形成にいくらかでも影響を及ぼすような形の会社組合、福利厚生制度、施設の提供を不当労働行為とするワグナー法に対する最高裁の合憲判決が下された。

大恐慌による人員整理、それにとまなう労働者の企業への信頼感の低下、ワグナー法等による政府の産業別労働組合運動促進策により労使間の断絶が決定的となり、労働者の雇用保障、生計費保障的な側面を持つ終身雇用制等の雇用慣行は崩壊していった。（経済企画庁編『国民生活白書 平成 7 年版』p51-p52）

あれば、重要な経営資源たる人材を喪失することは買い手にとっても大きな損失となる。特に、この点は外 - 内型M & Aという外国企業の対日進出という観点から考えると、外国企業が日本で人材を確保することが難しいという問題がある中で、買収した企業の従業員を解雇するよりは、むしろ従業員のノウハウを活用したいというニーズは外国企業の方が大きいと考えられる。

またM & Aは買い手企業と売り手企業のシナジー効果を期待して行われるものであり、シナジー効果の発揮により事業が拡大すれば、雇用の維持にとどまらず、雇用創出効果も期待できる。

さらに第3の点として、外国企業に対し、日本の雇用慣行にあわせたM & Aを行うよう期待したい。M & Aを成功させるためには、雇用に関する問題などのアフターマージャー問題を如何にうまく進めるかが重要になるが、その点、我が国の雇用慣行に反するドライな人事政策では、せっかく取得した経営資源を効果的に活用できない懸念もあろう。

実際M & Aを行った外国企業においては、このような雇用に関する問題における配慮がみられる。外国企業に対し、日本の雇用慣行にあわせたM & Aを期待する一方で、我が国においては、外国企業のドライに解雇するというイメージが先行する中で、雇用に関する問題に配慮したM & Aが行われていることを広くアピールし、外資 = 解雇という誤解を解消する努力も必要と考える。

3-2-3 買収価格に関する問題

(1) 買収価格の2つの側面

買収価格の高さもM & Aの障害として大きなものとなっている。買収価格の高さとしては、円高、高株価が問題としてあげられている。

ところで、企業にとって買収価格が高いという問題には2つの側面がある。一つは、初期投資コストが高くそれだけの資金を新規の投資に割り当てることができないというような、絶対的な価格が高いという問題である。そしてもう一つは、投資に見合う採算がとれないという意味での相対的な価格の高さの問題である。

例えば円高は前者の問題になろう。絶対的な価格の高さは、ある程度資金力のある外国企業しか日本に投資することはできないという問題を生じさせる。また、投資先としてアジア諸国の優位性が高まっていることもあり、相対的に我が国への投資を抑制することとなろう。このように絶対的な価格の高さは大きな問題であるといえるが、それはM & A環境ということだけではなく対日直接投資促進に関する問題としてもっと大きな枠組みで考えるべきことであるといえる。

一方、相対的な買収価格の高さは、投資金額に対する収益であらわされる。M & Aの場合は投資金額に対する買収対象企業の生み出す利益が採算にあうものかどうかということになってこよう。M & Aにおいては、相対的な買収価格の高さは大きな問題となっているものの、M & Aの方法によってはそれを解決することも不可能ではない。

ここでは、相対的な買収価格の高さについて、株価収益率、買収価格算出方法から概観する。

(2) 日米の株価収益率の比較

図表 3-15は日米の株価収益率について見たものである。これを見ると、米国は、14 倍程度なのに対し、日本は 80 倍以上となっている。これをもとに株価益回り（一株当たりの利益、株価収益率の逆数）を算出すると、米国 7.20%、日本 1.15%となる。つまり米国企業を買収すれば、買収金額（＝株価）に対し 7.20%の投資利回りが見込めるのに対し、日本の場合はわずか 1.15%にしかならないのである。

このような考え方にたてば、日本企業を買収は“割高”であり、投資としての魅力は少ないといえる。

図表 3-15 日米の株価収益率の推移

(3)買収価格評価方法

投資採算を重視する外国企業にとって日本の相対的な高株価はM & Aを魅力ないものとしている。一方、M & Aアドバイザー G社の意見にあるように日本企業が日本企業を買収する場合は、相対的な高株価は受け入れられるという。

この違いは、外国企業と日本企業の企業の価値に対する見方の違いに見ることができる。M & Aで買収価格を決定する方法には、図表 3-16のとおりいろいろな方法がある。このうち欧米ではDCF法が最も良く使われるのに対し、日本の場合は時価純資産法で算出する。

DCF法の場合、重視されるのは買収対象企業の将来生み出すであろうキャッシュフローであり、投下資本に対するリターンにより企業の価値を算出する。一方、時価純資産法の場合、買収対象企業の将来生み出す収益より、企業の資産の時価総額が重視される。欧米と日本のこのような買収価格算出方法の違いは企業の価値に対する考え方の違いに起因する。

我が国で用いられる、時価純資産法は、株式や不動産等を含む一切の資産を時価で評価しその合計額を買収価格のベースとするものである。我が国の会計基準は不動産等の資産

の時価ではなく取得原価で計上することになっており、企業はそのような資産価格に対するリターンを得るような行動をとる。そのため不動産等の時価が簿価を大幅に上回る状態（いわゆる“含み益”が大きい状態）の時には、時価で算出した買収価格に対するリターンは大幅に低下することになる。

このような企業の価値に対する考え方の違い、それに伴う買収価格算出方法の違いが我が国における買収価格を相対的に高くしているといえる。

図表 3-16 買収価格算出方法

1. 純資産方式

$$\text{株価} = \frac{\text{純資産}}{\text{発行済株数}}$$

- ・簿価純資産方式と時価純資産方式がある。
- ・比較的客観的な結果が得られるという利点はあるが企業の収益力やのれんが反映されないという欠点がある。
- ・不動産や株式等含み益のある資産を有する企業の買収価格を算出する際に用いられる場合が多い。

2. 収益還元方式

収益還元法

$$\text{株価} = \frac{\text{将来の予想収益} / \text{発行済株数}}{\text{資本還元率（期待収益率）}}$$

- ・一株当たりの予想利益を一定の適当な利回りで還元計算して元本としての株価を算出する。
- ・企業の経営資源を有機的に評価することが可能となるが、将来利益、還元率の決定が実務上難しい。

ディスカунティド・キャッシュ・フロー（DCF）法

$$\text{株価} = \frac{\text{予測期間のキャッシュフローの現在価値} + \text{予測期間以降のキャッシュフローの現在価値（残存価値）}}{\text{発行済株式数}}$$

- ・対象会社の事業から生み出されるキャッシュフローを予測し、それを一定のリスクを勘案して決定された割引率を用いて現在価値に引きなおすことにより企業価値を算出する。
- ・予測期間（通常3～5年）、割引率の決定が難しい。
- ・DCF法は、収益還元法とくらべ、投資成果を表すものとして会計上の収益ではなくキャッシュフローを使うことに特徴がある。会計上の収益は企業の採用する会計原則に影響を受け、また再投資を行うタイミングを考慮していないという点で必ずしも適切な投資成果を表すも

のではない。それ故、会計上の恣意性を排除したキャッシュフローを基礎に企業価値を算出する DCF 法は、企業が投資判断をする上で収益還元法より理論的に優れた方法であるといえる。

3．配当方式

- ・収益還元方式と同じ系統に属する買収価格算出方法。収益還元法における予想利益として予想配当額を用いるもの。
- ・M & Aを行うものが経営に直接参加するのではなく、資金の効率的運用を目的とする財務戦略としてのM & Aに有効。
- ・予想配当額、還元率の決定が実務上難しい。

4．批准方式

- ・上場企業の株価や他の買収事例を基に企業価値を推計する方法。業種規模等が評価の対象会社と類似している上場会社の財務数値を用いて評価を行う類似会社批准法、同じ業種の上場会社の財務数値の平均値を用いる類似業種批准法、実際の取引事例を参考に企業価値を推計する取引事例法がある。
- ・批准方式の内、類似業種批准法は、非公開会社株式の相続税額算出の際に使われる方法である。相続税法に具体的計算法が示されており評価の客観性は高いが、税務政策上課税負担を軽減する趣旨から株価がその実態価値より過小に算定されるきらいがある。
- ・類似業種批准法は利益還元性、収益性、資産価値性に市場要因を加味して算出される。類似業種批准法の算式は下記のとおり。

$$\text{株価} = A \times \frac{1}{3} \left(\frac{b}{B} + \frac{c}{C} + \frac{d}{D} \right) \times 0.7$$

A:類似業種の株価

B:類似業種の1株当たり配当金額

C:類似業種の1株当たり年間利益金額

D:類似業種の1株当たり純資産価額（帳簿価額）

b:評価会社の直前期末以前2年間の平均配当率による1株当たり配当金額

c:評価会社の直前期末以前1年間における1株当たりの利益金額（税込）

d:評価会社の直前期末における1株当たりの純資産価額（帳簿価額）

（A,B,C,Dは国税庁より発表される）

出所：各種資料より第一勧銀総合研究所にて作成

(4)買収価格についての考え方

買収価格については、政府における対日直接投資促進施策にもあるとおり、高コスト構造の是正が望まれる。

ただし、M & Aアドバイザーからは、事業目的のM & Aであれば買収コストの高さは外国企業側に受け入れてもらうしかないとの意見もでた。

ところで、我が国の企業を買収する場合、土地等の資産価格が高いことが問題であるのであれば、その部分を除き、必要とされる部分を営業譲渡の形態により買収することで、買収価格を低減させることもできる。第4章ではM & Aの成功事例として、営業譲渡の形態をとって買収価格を低減させた事例を紹介している。

買収価格については、高コスト構造の是正を必要とするものの、営業譲渡による買収価格低減の事例を外国企業に対し紹介すると共に、M & Aアドバイザーの的確なアドバイスによる買収価格低減のための仕組みづくりも期待される。

3-2-4 株式持ち合いに関する問題

株式持ち合いとは企業同士が互いに相手の発行する株式を保有することである。企業同士が相互に株式を持ち合うことにより、市場で流通する株式が少なく、市場での株式買い集めが難しいという問題がある。しかし、M & Aを行う上で株式持ち合いが障害になっているか否かについては、M & Aアドバイザーの間では意見が分かれている。

ここでは、株式持ち合いの実態と、その機能について概観すると共に今後の動向について検討する。

(1)株式持ち合いの現状

株式の保有形態

株式持ち合いは、単純に2社の間で相互に持ち合うものだけでなく、さまざまな形態をとる。持ち合いの形態が複雑になれば企業のチェック主体もそれだけあいまいになっていく。持ち合いの形態には次のようなものがある¹⁰。

単純相互保有

AとBとの間で相互保有の関係にあり、A、Bとも他の誰とも相互保有にない関係。

(A B)

単線的相互保有

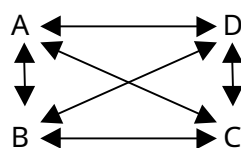
AまたはBが、他のC、Dらと相互保有関係にあり、かつこれらの他の者の間には相互保有関係がない場合。(C A B D)

環状的相互保有

上例で、CとDにも相互保有関係がある場合。(C A B D C)

マトリクス的相互保有

4以上の企業が単に環状的に相互保有関係にあるのみならず、その対角線の関係にある企業とも相互保有関係にある場合。



¹⁰ 中島修三『株式の持合と企業法』商事法務研究会, 1990, p19

放射状相互保有

中心となる企業を起点として、3以上の単線的相互保有が放射状に延びるような形態。

企業グループ内の株式保有形態

水平型

旧財閥系グループのように、多種多様な業種で構成される企業集団に多く見られる形態。グループの結束が主目的。金融機関との関係を除けば、取引関係が「垂直型」に比べ薄いとされている。集団を構成するほとんどの企業が網羅的に株式を持ち合っており、一企業の持株比率は低いものの、グループ全体としては、かなり高い比率になっている。

垂直型

子会社、関係会社、長期にわたる技術提携等が基盤となっている。主要株主の金融機関、事業会社や関連会社とは株式を持ち合っているが、これらの企業間では持ち合い関係にならない場合が多い。トヨタ自動車を頂点としたグループの持ち合いが「垂直型」の代表例である。集団内に関係会社が多いこともあり、経営効率を高めるという点では水平型に比べて優れているといわれる。

我が国の株式分布状況

戦後、個人の所有する株式の割合は一貫して低下し、株式保有の法人化が進んだ。現在では、金融機関と事業法人の保有する株式は全体の68.9%になっている。88年を境に、金融機関、事業法人の所有割合は徐々に減少し、個人、外国人の割合が増加する傾向が見られるが、その増減幅は緩やかなものに止まっている。

米国の株式分布状況

米国では、個人の株式保有比率がもともと高いが、近年その割合が低下してきており、90年では56.0%となっている。一方で、年金基金、ミューチャル・ファンド、生命保険といった機関投資家の割合が上昇してきており、90年では36.6%となっている。

図表 3-17 我が国の株式分布状況

図表 3-18 米国の株式分布状況

(2)株式持ち合いの理由

歴史的経緯

戦後の財閥解体

戦前(1945 年以前)は財閥の持株会社を中心としたピラミッド構造が形成されていたが、戦後財閥解体が行われると持株会社整理委員会が財閥の保有していた大量の株式を譲り受け、その後証券処理調整協議会によって従業員や一般に売却された。また、1947 年に独占禁止法が制定され、持株会社の全面禁止、事業会社の他社株式取得制限、金融会社の競争会社株式取得及び発行済み株式数の総数の 5%を超える他社株式取得の原則禁止、等が定められた。

その結果、49 年の個人の株式保有比率は 69.1%となり、戦前の財閥による産業支配から個人株主による企業所有へと構造変化した。

株式持ち合いの形成

1949 年、1953 年に独占禁止法が改正され、「一定の取引分野における競争を実質的に制限することになる場合」もしくは「不公正な取引方法による場合」を除いて事業会社による株式所有が可能となり、金融機関の株式所有制限も 10%に緩和された。これにより法人による株式の大量保有が可能となった。

株式持ち合いの契機

1952 年に三菱系の不動産会社の株式が投機筋に買い占められるという陽和不動産事件が発生した。買い占められた陽和不動産は三菱系企業により買い戻されたが、これを機として買い占めによる乗っ取りを防止するため、株式持ち合いが財閥系企業を中心に始まった。

株式持ち合いの進展

1960 年代に入り資本の自由化が実施されると、外資による日本企業乗っ取りが懸念され、その防止策として企業相互の株式持ち合いが一層進められるようになった。

また、証券不況対策として設立された日本証券保有組合等による凍結株放出にあたり、放出株式の市場への逆流による株価下落を防止する目的から、安定株主へ売却が行われたこともあり、株式持ち合いはさらに進んだ。

(3)株式持ち合いのメリット

株式持ち合いには企業にとって次のようなメリットがあり、それが持ち合いを維持する

要因となっている。

企業経営の安定化

株式持ち合いは安定株主を抱えることであり、外部株主による経営への介入、敵対的買収の可能性を少なくし、長期的視点に立脚した企業経営を可能にする。

長期的観点に立った企業経営

株式持ち合いにより安定株主を確保していれば、短期的な視野の株主に左右されずに経営を行うことができる。長期的経営方針の下では、従業員の技能の向上も可能となる。

敵対的M & Aの防衛

株式を友好的な企業同士が持ち合うことにより敵対的買収を防衛することができる。敵対的M & A防衛は我が国で持ち合いが進んだそもそもの要因である。

企業間取引の安定強化

株式持ち合いにより企業同士の友好的関係を資本面から維持・強化し、企業間取引の安定強化が図られている。

資金調達面でのメリット

確実な引き受け手が存在すれば資金調達が容易になる。大量に購入してくれる企業が存在すれば大量ファイナンスにより需給が崩れ株価下落を招く懸念がなくなる。

株主総会の円滑な運営

企業同士がそれぞれの会社の株主であることから、お互いの経営に対し株主として対立姿勢を示すことがなく、株主総会を円滑に運営することができる。

(4)株式持ち合いのデメリット

一方株式持ち合いのデメリットは次のとおりである。

a)一般的なデメリット

持ち合い関係にある企業が、相互に経営に干渉しないことによる、経営に対するチェック機能の低下

過度の株式保有による財務体質の脆弱化

株式のリスク分散機能を制約するなど株式会社機能の低下

排他的・競争制限的な取引慣行による国際化の阻害

株式市場機能の低下

b)持ち合い関係にある者にとってのデメリット

株式の長期保有に伴う資金の固定化

低配当の株式を所有することによる資金効率の低下
価格変動リスクにさらされる資産（＝株式）の増大
浮動株減少による株価の乱高下

(5) 株式持ち合いがM & Aに与える影響

株式持ち合いは、その形成初期は敵対的買収防衛策として機能していたが、現在ではむしろ経営の安定化や持ち合い関係にある企業同士の取引の安定化に主要な目的が移っている。そのような中で、株式持ち合いがM & Aに与える影響を整理すると次のとおりとなる。

友好的買収では問題にならない

株式持ち合いは友好的買収では問題にならない。むしろターゲット企業の経営者や、有力株主が合意すれば容易に株式を買い集めることができる。

株式の所有者が見えにくい

環状的相互保有、マトリクスの相互保有等の形態により持ち合いが行われている場合、その企業の経営に発言権を持つ真の所有者がどの企業かがわかりづらい。

市中での株式買い集めが困難

浮動株が少なく市中での買い集めが困難。また浮動株が少ないことから市場での大量の買い集めにより株価が上昇する懸念がある。

(6) 株式持ち合いの今後

株式持ち合いについて、株式の所有主体別に今後の動向について検討した。

事業会社の動向

株式の所有主体が事業会社の場合、その対応は持ち合いの目的に応じ異なるであろう。

敵対的M & A防衛

敵対的M & A防衛策として、株式持ち合いは有効である上、後述するとおり、我が国では敵対的M & A防衛策が未整備であることもあり、引き続き持ち合いを維持する動機となる。

取引関係の強化

取引上のメリットがない場合や、取引関係が終了している場合を除き、取引関係強化のため持ち合いを行う傾向があり、それは今後も持ち合いを維持する動機となりうる。

株価の維持

高株価を維持することは、時価発行増資時に割安な資金を調達することができる、敵対的買収防衛策となりうるという点から引き続き持ち合い維持の動機となりうる。

金融機関の動向

取引関係を含めた総合的な採算を重視していること、エクイティファイナンスにより企業との持ち合い関係を進めてきた経緯があることから、取引関係の解消を前提とするもの以外、金融機関が一方的に株式の売却に踏み切ることは難しいと思われる。

機関投資家の動向

取引関係を重視する姿勢がみられるものの、キャピタルゲインが得られなければ、利回りの低い株式投資については売却の可能性が高い。

たとえ、株式売却に至らなくとも、物言わぬ投資家であった機関投資家が企業の意思決定に影響を与える場面も考えられる。

外国人投資家の動向

外国人投資は最近わずかながら増加傾向にある。外国人投資家の中には積極的に議決権を行使する動きもある。

外国人投資家のこのような動きは日本企業に株主重視の経営を促すものとして注目される。

(7)株式持ち合いに関する課題

株式持ち合いについては、そのデメリットに対する認識が深まりつつあるものの、事業会社、金融機関等にとっては依然として取引関係安定化等のメリットが大きく、今後大幅に解消されるとは考えにくい。

M & A環境整備の観点からは、次のような点が株式持ち合いに対する今後の課題となるう。

機関投資家、外国人投資家等の経営チェック機能に対する期待

株式持ち合いにはメリット・デメリットがあるが、経済合理性からいってデメリットが多い場合でも、持ち合い関係にある企業同士が相互の経営に干渉しないことから、デメリットによる非効率性が解消されづらい環境になっている。

株式保有主体として、機関投資家、外国人投資家等の割合が増加しているが、取引関係の維持、経営の安定化等を目的としないこれらのセクターは、持ち合い関係にある株主とは違い、経営に対するチェック機能を果たしうると考える。企業の株式持ち合いが非効率的な場合、これらのセクターの経営チェック機能により、それが解消されるようなメカニズムが働くことを期待したい。

敵対的M & A防衛策の整備

現在、我が国では敵対的M & A防衛策は株式持ち合い以外、第三者割当増資しか方法はない。

米国では、敵対的M & Aの頻発に対し図表 3-19のような敵対的M & A防衛策が整備されている。敵対的買収防衛策を整備することで株式持ち合いが解消されるとは考えられないが、我が国企業の敵対的買収に対する不安感を低減させると共に、株式持ち合い解消を側面的に後押しするためにも敵対的買収防衛策の整備が必要と考える。

M & Aアドバイザーの効果的利用

株式持ち合いは、友好的M & Aであれば問題にならないが、マトリクス的相互保有の場合など真の有力株主が見えにくいという問題がある。この点については日本企業の事情に精通したM & Aアドバイザーを使うことで解決できると考えられる。

株式持ち合いに関する問題を解消するためにもM & Aアドバイザーの効果的な利用が期待される。

図表 3-19 各国の敵対的M & A防衛策

日本	○ 会社支配の安定化を図るための手段としては、友好的な者に対する第三者割当増資を用いる。第三者割当増資は、以前は株主総会の特別決議を要することとされていたが、1966年の商法改正によって、とくに有利な発行価額による場合を除いて、株主総会の特別決議は要せず、取締役が決定しうる¹¹こととなった。第三者割当増資はしばしば株式持合いの強化のために用いられている。 ○ ゴールデン・パラシュート（経営者への高額な退職金支払い）には株主総会の承認が必要であること（商法269条）、ポイズン・ビルは日本の商法典のもとでは違法とされる可能性が高いこと、また、レバリッジド・リキュピタリゼーション（米国の項を参照）も厳しい配当規制を考えると難しいこと、さらに、自己株式の取得も原則として禁止されている（商法210条）¹²ことなど、米国の会社が用いる対抗手段の多くは、日本の会社は用いえない。もっとも安定株主の比率が大きいため、敵対的買収を成功させることは非常に難しいのが現状である。
米国	○ 乗っ取りに対抗するための手段としてはさまざまなものがある。 第1は株主総会の同意を得て、乗っ取りを難しくするような定款変更を行っていくことである。具体的には次のような内容の定款変更が行われる。 支配株式に関係する取引については、特別多数、すなわち、少なくとも3分の2（最大90%）の株主を賛成が必要であるとする。 を基本とするが、すべての株式を公正な価格（通常一定期間の買付価格のうち最も高い価格と定義される）で買い付ける場合には、特別多数を要しないこととする。 株主が株主総会を招集することを禁止すること。 第2は、株式買戻し（自己株式の取得）である。自己株式を市場価格より高い価格で取得することによって、その株式の市場評価が低すぎると経営陣が考えていることを示すことができる。また、自己株式取得資金を捻出するために流動資産を売却することによって、買収後これらの資産を売却して買収資金の返済に充てようという買付人の思惑を阻害する効果もある。 第3は、ゴールデン・パラシュート、すなわち敵対的買収の対象となった会社の経営陣が高額の退職金を受け取ることである。これによって乗っ取りのコストを幾分か高める効果がある一方、乗っ取りに対する経営陣の抵抗を弱める面もある。 第4は、ポイズン・ビル、すなわち、公開買付けの申込みなどの一定の事態が生じた以降のみ実行し

¹¹ （原注によると）とくに有利な発行価額によらず第三者割当増資を行う場合に、取締役会の決議を要するか、代表取締役のみで決定することができるかについては、見解が分かれている。すなわち、新株の発行に関する取締役会決議事項（商法 280 条ノ 2 第 1 項）に含まれていないことから、例えば発行株式数が多い場合など重要な業務執行（商法 260 条 2 項）に該当する場合に限り取締役会の決議が必要であるという考え方がある（前田 庸、『会社法入門[第 3 版]』,有斐閣,1993,p.479）一方で、第三者割当増資はすべて重要な業務執行（商法 260 条 2 項）に該当するという考え方（鈴木竹雄・竹内昭夫、『会社法[第三版]』,有斐閣,1994,p.406）もある。

¹² 現行法では、消却、合併・営業の全部譲り受け、会社の権利の実行に必要な場合、株主の株式買取請求権の行使に応じる場合等に関限り自己株式の取得が認められていた。これに加え、平成 6 年の証券取引法改正により従業員持株会への譲渡を目的とする場合、配当可能利益による株式消却を目的とする場合等についても自己株式取得が認められることになった。しかし法改正後も、利益消却のための自己株式の取得は定時株主総会の決議がある場合に限って認めるものとされており、敵対的買収に対する対抗手段として自己株式を取得することはできない。（原注に第一勧銀総合研究所にて追記）

	うる新株引受権を、株主に与えておくことである。この権利は、対象会社の取締役会の同意なくして行われる買収のコストを上げるために発行される。 第5は、レバリッジド・リキュピタリゼーション、すなわち、外部株主に対して高額の一時的配当金を支払う一方、内部株主が新株を取得する方法である。現金配当の資金は借入れによって賄われることが多い。この方法を取ることによって、経営陣サイドの株式保有比率が上がるとともに、会社の負債比率が上がることになる。 ○ なお、1980年代後半に、多くの州で敵対的買収を規制するような州法改正が行われた。これらの法改正は、ある点では、上に述べた定款変更と類似している。Roeによれば¹³、乗っ取りを規制する州法は、次のように分類できる。 公開買付けの申込みを州に届け出なければならないものとし、その届け出が行われるまでは、買付けに応じようとする者は株式を売ってはならないとするもの。場合によっては、公開買付けが公正かどうかを州政府が判断できるものとし、不公正であるときには公開買付けを停止することができるものもある。 公開買付人の議決権を否定するもの。すなわち、公開買付人は、ひとたび一定の割合（例えば、20%、33%、50%）の株式を保有すると議決権を行使できないとしているもの。また、支配株主が議決権を行使するためには、他の株主の承認が必要としている州もある。 最近では、ポイズン・ピルを明示的に有効としたり、さらに、乗っ取りが雇用者、地域、取引先、顧客に与える影響を、取締役が考慮に入れることを認容ないしは要請する法律も制定されるようになっている。この考え方は、いわば会社の利害関係者を広く促えようとするものであり、多くの州でこのような法律が制定されている。 また、対象会社とその利害関係株主との間の合併を制限する法律もある。この場合、利害関係株主は、対象会社の10%または15%以上保有している者と定義されることが通常である。
ド イ ツ	○ 次のような制度的要因によって、敵対的買収を成功させることは非常に困難である。 監査役の解雇のためには、議決権を有する株主の75%が同意する必要があること。 監査役の3分の1ないし2分の1が、従業員代表となっていること。 正当な理由なく任期途中の取締役を解任することができないこと。 ○ 株式会社は、定款によって、1株当たりの議決権を例えば総議決権の5%以下とか10%以下に制限することができる。もっとも、銀行が寄託を受けた株式について議決権の代理行使をする場合には、この制限は適用されない。
フ ラ ン ス	○ 会社は、一定の日の2～4年以上前に登録した払込済みの株式について、1株当たり2票の議決権を与えることを裁判所に求めることができる。 ○ 会社の基本定款によって、1株主が行使しうる議決権を制限することができるが、この制限はすべての株主に対して平等に適用されなければならない。

出所：深尾光洋・森田泰子「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理および制度の国際比較」日本銀行金融研究所『金融研究』第13巻第3号、1994年9月、p45-46

¹³ Roe, Mark J., "Takeover Politics", in Margaret M. Blain, ed., *The Deal Decade*, The Brookings Institution, 1993, pp. 27-28. (原注による)

3-2-5 法制度に関する問題

M & Aアドバイザーが、M & A取引を行う上で、法制度は直接的な障害となっていない。

我が国の法制度がM & Aに対し抑制的ではないことは、日本銀行金融研究所が1994年に「日本企業のコーポレート・ガバナンス」をテーマにおこなったワークショップでも報告されている¹⁴。

一方、法制度については、持ち株会社解禁や自己株取得等、M & Aに関連する制度が整備されていないということが指摘されている。これらの法制度を整備することにより、M & Aの自由度が増進され、M & Aがより行いやすくなる環境が整備されられると思われる。

とりわけ、持ち株会社解禁は、次のような点でM & Aを活発にする契機となると考えられている。

第1に、持ち株会社解禁により事業部門の分社化が進めば、各事業部門のセグメント情報が現在より明確となる。そのため各事業部門の採算性が明確になり、株主のチェックが働きやすくなることから、経営戦略上事業部門の売却に踏み切りやすくなる。

第2に、持ち株会社を買収対象会社を買収する際に、持ち株会社子会社とすることで、被買収会社と持ち株会社との組織統合の問題を回避することができる。それにより雇用条件の異なる子会社を同一グループとして一体化することが可能となることから企業買収の面でもメリットがある。

ところで、持ち株会社解禁は、直接的には独占禁止法の改正が必要だが、それに関連する法制度の整備を併せて行うことも重要である。独占禁止法改正だけで関連する法制度を整備しない場合、M & A環境は限定された範囲でしか改善されないのみならず、持ち株会社解禁の弊害も顕著となることが考えられる。ここでは、持ち株会社解禁について最近の議論の行方を概観しながら、M & Aに与える影響、関連する法制度の整備について検討を行う。

(1) 持ち株会社の形態

持ち株会社は3つの形態に分けられ、この内純粋持ち株会社については独占禁止法9条で

¹⁴ 深尾・森田論文では、諸外国の研究成果等を参考としながら我が国で敵対的M & Aが行われない原因は安定的な株式保有構造等であり、買収に関する規制に関するものではないと結論づけている。（深尾光洋・森田泰子「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理および制度の国際比較」日本銀行金融研究所『金融研究』第13巻第3号, 1994年9月,p25）

その設立が禁止されている。

- 純粋持ち株会社

- ・ 「持ち株会社とは、株式を所有することにより、国内の会社の事業活動を支配することを主たる事業とする会社」（独占禁止法 9 条）

- 事業持ち株会社

- ・ 一般の事業会社が子会社を所有する形態

- 金融持ち株会社

- ・ 金融業における純粋持ち株会社

(2) 持ち株会社解禁の議論

持ち株会社解禁については、80 年代までに独占禁止法 9 条の緩和や廃止の要望が何回か出されたがいずれも議論だけで終わっていた。90 年代に入り長引く不況対策として企業の買収・売却などリストラを容易にすることや、多角経営企業の組織を効率化したり分散化することを狙いに、持ち株会社の解禁を求める声が再び高まった。また国境を超えた競争の激化に伴い、持ち株会社を自由にもてる欧米の巨大企業と対等に競争するため、産業界が持ち株会社解禁を強く主張するようになった。

持ち株会社解禁について具体的な検討が始まったのは、1995 年に政府の規制緩和推進計画において、持ち株会社解禁について検討に着手し 3 年以内に結論を出すの方針が発表されてからである（1995 年 3 月閣議決定）。その後持ち株会社解禁をめぐり議論が重ねられ、一時 1996 年 3 月までに解禁案の国会への提出が検討されたが、1996 年 3 月現在では未だ議論が継続され結論に至っていない。

持ち株会社解禁についての議論の焦点は、推進側が先に見たとおり、組織の効率化、国際的な競争への対応のために持ち株会社解禁が必要としているのに対し、反対側は経済力の過度の集中、系列強化、さらには持ち株会社子会社の労働者保護等の点から持ち株会社解禁は容認できないとしている。

これらの反対意見に対しては、例えば中央大学伊従寛教授による株式取得の事前届出制による経済力の過度の集中に対する監視、企業集団について部門別の経理や取引状況などの情報を開示することにより企業集団内の透明性を高め過度の系列支配に対する監視を強化する案等の善後策が提案されている¹⁵。

¹⁵ 日本経済新聞, 1996.3.27

図表 3-20 持ち株会社解禁をめぐる動き

1995. 2.22	通産省の研究会、持ち株会社の全面解禁を求める報告書発表。
3.31	政府、規制緩和推進計画に3年以内の見直し検討を明記。
11. 8	公取委の「独禁法第4章改正問題研究会」が解禁案の検討着手。
12. 7	公取委の規制緩和小委員会最終報告で「全面解禁」を要求。
12.27	公取委研究会「部分解禁」を求める報告書発表。
1.18	公取委、自民党独禁法調査会に「部分解禁」案を提示。独禁調は再検討要求。
1996. 1.23	公取委、「原則自由」の解禁案固める。
1.30	社民党商工部会、公取委案への反対決議。
2. 6	公取委、一定資産規模（15兆円）以上重点審査案。
2. 9	独占禁止法改正案の閣議決定先送り。

出所：日本経済新聞より第一勧銀総合研究所にて作成

(3)持ち株会社形態への移行に関する課題

ところで持ち株会社解禁については、独占禁止法9条の改正が重要な論点とされているが、実質的に企業組織が持ち株会社形態へ移行するためには独占禁止法改正だけでは不十分である。

連結納税制度

持ち株会社解禁が実質的なものとなるためには、第1に連結納税制度を採用する必要がある。

図表 3-21は、東証1部、2部上場会社と有力未上場会社318社に対し、持ち株会社制度に関する展望について聴いたアンケート調査結果である。これを見ると、持ち株会社解禁となった場合、「移行する価値がある」と答えた企業は全体の19社、6.0%に止まるが、連結納税制度やひ孫会社の二重課税排除措置が必要等の条件次第で移行すると回答した企業を含めると、持ち株会社形態への移行に前向きな企業は190社、59.7%にのぼる。特に、連結納税制度の容認についての期待が大きく、持ち株会社が実質的なものとなるには、連結納税制度の容認が不可欠といえよう。

図表 3-21 持ち株会社制度に関する展望

(社数)

区 分	合 計	比率	左の内訳				
			製 造	非製造	1 部	2 部	未上場
1.持ち株会社解禁の際は移行する価値がある	19	6.0%	9	10	6	3	10
2.持ち株会社解禁となっても移行することはない	50	15.7%	24	26	14	8	28
3.条件次第（連結納税制度の承認が必要）	85	26.7%	43	42	49	9	27
4.条件次第（ひ孫会社の二重課税排除措置が必要）	3	0.9%	1	2	2	-	1
5.条件次第（上記 3,4 が共に必要）	83	26.1%	60	23	46	10	27
6.その他	22	6.9%	12	10	10	2	10
7.回答なし	56	17.6%	28	28	23	2	31

(注)回答者は東証 1 部、2 部上場会社と有力未上場会社 318 社。

出所：経営組織の変革に関するスタディグループ「経営組織の変革に関する実態調査報告書」広島県立大学, (株)三菱総合研究所, 1995.11

会社法制の整備

さらに持ち株会社解禁に伴い会社法制についての検討が必要とされる¹⁶。

現在の会社法は、子会社は親会社とは別に独立した事業体であるとの考えに立っている。その考えのもとでは、子会社といえどもその取締役は法的に独立した権利主体として、他の権利主体（従業員を含む）と無数の取引を自主的な判断に基づき計画的・反復的・継続的に行うことによって利益をあげることが期待され、それに必要なすべての権限が与えられている。

しかし、子会社の支配のみを目的とした純粹持ち株会社の場合、子会社の経営は株主た

¹⁶ 持ち株会社解禁に関する会社法上の問題については、本調査検討委員会における遠藤委員の研究発表、資本市場法制研究会『持株会社の法的諸問題』（財）資本市場研究会,1995、を参考にした。

る親会社の支配によって大きな影響を受ける。そのため現行会社法の基本的な考え方のもとではさまざまな問題が生じることが予想される。

例えば、親会社の不当な指示により子会社が損失を被った場合、子会社の少数株主は子会社の取締役の責任を追求できるが、損失に対する実質的な責任を持つ親会社取締役の責任は追求できない¹⁷。

また持ち株会社が 100%所有している子会社に関して、子会社に損害が出た場合、通常であれば株主たる親会社が子会社取締役の責任を追及することになるが、その経営に深く関与する親会社が子会社の責任追求をすることは期待できない。加えて子会社の損害について持ち株会社の株主が子会社の取締役の責任を追及することは現行法制では不可能であるという問題がある。

このように、持ち株会社容認により、現行法制では、親会社に影響を受ける子会社を一体とした企業集団とみなし、企業集団における親子会社の取締役の責任追求や株主や債権者の保護といった問題に十分対処できないものとなっている。持株会社容認に伴いこれらの問題に対応した立法措置を講ずる必要がある。

また、M & A についても、持ち株会社容認により、会社法制上次のような影響が出てくる。

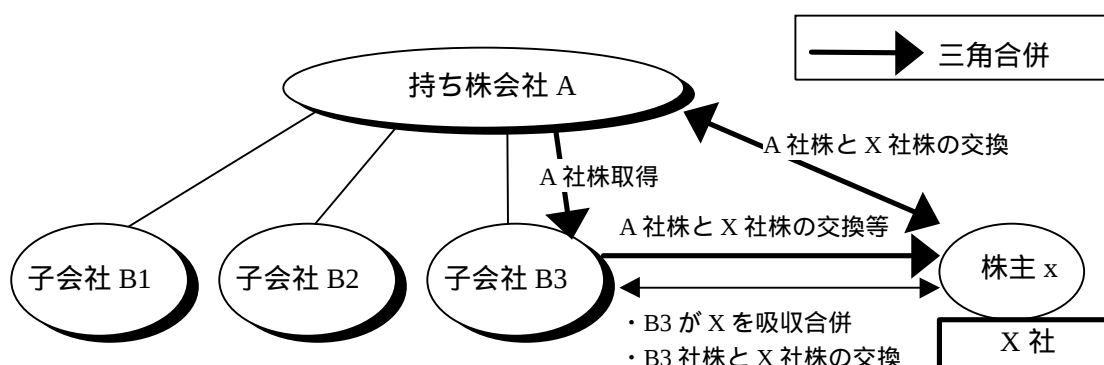
まず第 1 に完全子会社の営業譲渡の問題が考えられる。

持ち株会社を設立する方法として、既存の事業会社が子会社に自己の営業の重要な一部もしくは全部を譲渡する方法が考えられる。その際、現行会社法では 100%子会社への営業譲渡であれば株主総会の特別決議は不要だという見解もある。株主総会の特別決議なしに設立された子会社を売却する場合、実態的には既存事業会社のある事業部門を、他会社へ営業譲渡することになるにもかかわらず、株式の譲渡の形態となることから株主総会の特別決議が不要になる場合を生ずる。このような場合、親会社株主の利益が損なわれる恐れがある。

第 2 に、傘下子会社が他社と合併する場合、例えば図表 3-22のように B3 社が X 社を吸収合併する場合、現行の法制では B3 社の株式を X 社の株式と交換する。株主 x は B3 社の株主になるが、x は子会社 B3 社の少数株主になることを望むのかという問題が生じる。

¹⁷ 米国では子会社の少数株主が親会社たる持株会社の取締役に対し株主代表訴訟を行うことが認められている（多重的代表訴訟）。

図表 3-22 持ち株会社傘下子会社の他社との合併



出所：第一勧銀総合研究所

米国では三角合併という形態が認められている。それによれば、このような場合、ターゲット会社である X 社は子会社である B3 社に吸収されるが、合併の対価として、B3 社の親会社である A 社の株式が株主 x に交付されることになる。

我が国では、このような形態の合併は、現在の合併法制が、原則として合併対価を相手会社の株式に限定していることから認められない。つまり、仮に B3 社が A 社の一事業部であれば合併は A 社と行われることになり株主 x は A 社の株主となれるが、持ち株会社形態により B3 事業部が子会社 B3 になることにより株主 x は子会社の少数株主の地位しか与えられなくなり、場合によっては株主 x は X 社の B3 社との合併に抑制的になることも考えられる。

独占禁止法が改正され、持ち株会社が容認されるに伴い、M & A の自由度を増すためには、会社法上、上述したような三角合併の導入を検討することが課題となり、合併対価として、自社の株式の交換だけでなく、親会社の株式や金銭を対価にすることを認めることが課題となる。そして、そのためには自己株式の取得規制、子会社による親会社株式の取得規制の緩和について検討する必要性が生じる。

持ち株会社解禁問題については独占禁止法改正に伴い、M & A を行う上での自由度の確保や株主や債権者の権利保護が図られるように、会社法制についても、制度基盤の早急な整備が期待される。

(4)持ち株会社解禁についての考え方

M & Aを促進させる法制度として、持ち株会社解禁に対するM & Aアドバイザーや経済界の期待は大きい。持ち株会社解禁によりM & A環境は大幅に整備されると考えられる。

しかしながら、持ち株会社解禁については、未だ反対意見もある上、関連する法制度の整備も必要である。今後の議論の高まりのなかでこれらの問題が解決され、M & Aが行われる自由度が確保されるとともに、持ち株会社解禁の弊害が抑制されるよう、適切な法改正が行われることを期待したい。

3-2-6 情報不足に関する問題

M & Aに関する情報は、企業探索のための情報、買収価格を算出するための情報等が直接的な情報として考えられる。また、我が国でのM & Aが低調であることを考えると、買い手や売り手に対し経営戦略として有効なM & Aという手段を認識させ動機づけることも必要と考えられる。さらに外 - 内型M & Aに関しては外国企業に対し対日直接投資を動機づける情報提供やPRが必要となろう。

外 - 内型M & Aについて、必要とされる情報をM & Aのステップに応じまとめると図表3-23のとおりになる。

ところでM & Aに関する情報について、買い手と売り手の間でM & Aに対する一定の合意ができれば、必要な情報は売り手から全て開示されることになる。この段階での情報不足ということは考えられず、情報不足という点で検討を要するのは、買い手と売り手の間でM & Aの合意に至る前の段階のものが重要であるということがいえよう。

(1)外国企業に対し必要とされる情報

M & Aについて、情報に関連する問題点としては2つの側面が考えられる。一つは情報量の不足であり、もう一つは情報の公開基準が諸外国と異なることによる問題である（図表3-24）。

情報量の不足については、情報量が不足しM & Aの意志決定に支障をきたすという問題がある。これについては、情報量の増加を図ることが必要であると共に、特に外国企業にとっては情報ソースにアクセスするための情報を提供することも必要となる。

情報の公開基準が諸外国のものと異なるという点については、公開基準が違い正確な判断に支障をきたすという問題がある。公開基準が違うものはM & Aアドバイザーを使うことにより解消できる問題が多い。M & Aアドバイザーであれば、諸外国の公開基準との違いを理解し、外国企業が理解できるよう情報を加工することが可能であるからである。しかし、このような情報加工は、日本企業同士のM & Aの際には必要ないものである。つまりクロスボーダーM & Aの場合、情報加工という余分な手間がかかってしまうのである。このことはM & Aアドバイザーが買収企業を日本企業から選ぶ要因にもなっている。

公開基準の国際的なハーモナイゼーションを進めることによって、このような情報を加工する手間が省け、外国企業の日本企業に関する情報に対するアクセスが容易になると考える。次に、図表3-24に基づき、情報不足に関する問題点について検討してみることにする。

図表 3-23 M & Aに必要な情報

M & Aの ステップ	必要とされる情報		
	情報収集の目的	情報の種類と内容	情報源
対日投資検討 (対日投資への 動機づけ)	○投資目的と最適投資国の決定	○投資環境としての日本の魅力PR ・市場規模、技術 ○インフラについての情報 ・オフィス・工場用地、電力・水道、物流等 ○事業環境に関する情報 ・雇用、資金調達 ○規制・商慣行に関する情報 ○支援制度に関する情報 ・インセンティブ(税制、補助金)等 ・アドバイザー(FIND、JETRO、M & Aアドバイザー等) ○M & Aに関する情報 ・売却企業情報、M & Aアドバイザー、M & Aに関する規制、統計等	○公開情報 ・FINDパンフレット ・地方公共団体パンフレット ○アドバイザー ・FIND、JETRO、M & Aアドバイザー等
対象企業の調査・選定	○対象企業探索 ・ロングリスト作成 ・ショートリストへの絞り込み	○ロングリスト(30～50社)作成 ・売上高、所在地、製品・取扱商品の内容・比率等から企業を選定 ・業績、資本金、株主構成、取引先、仕入先、製品・取扱商品の内容等 ○ショートリスト(10社弱)の作成 ・事業内容の詳細、株主の構成、役員構成、従業員の構成、保有資産の状況等	○公開情報 ・有価証券報告書 ・企業データベース ○アドバイザー ・FIND、JETRO、M & Aアドバイザー等
売却意思打診	-	-	-
情報の分析・検討 (守秘義務協定締結)	○対象企業評価 ・企業内部の秘密情報の入手 ・買収条件を固めていく	○対象企業評価情報 ・商業登記簿謄本、定款、株主名簿、税務申告書、労務関係資料、不動産登記簿謄本、固定資産台帳、等	○非公開情報 ・対象企業から入手
基本合意書の締結	-	-	-
企業精査 (Due Diligence)	○企業精査情報(弁護士、会計士の参画) - 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決定 - 買収後の運営に活用する	・固定資産、在庫、主要契約書等の現物確認 ・資産、負債内容の有高確認 ・簿外債務(保証、オフバランス取引等)、偶発債務(係争問題等)の有無の確認	○非公開情報 ・対象企業から入手
クロージング	-	-	-

出所：各種資料より第一勧銀総合研究所にて作成

図表 3-24 不足している情報について

	情報量	公開基準の違い
対日直接投資動機づけ情報	○ 対日投資の魅力に疑念が呈されていることから一層の情報提供が必要。 ・ M & A 環境関連情報	
対象企業探索情報	○ 対象企業が見つからないという問題に応える情報提供が必要 ・ 売却企業の概要公開	○ 会計基準の整合性 ・ セグメント情報 ・ 時価表記
M & A についての合意		
対象企業評価情報		○ 外国企業が要求する仕様に合わせた情報
対象企業精査情報		○ 外国企業が要求する仕様に合わせた情報

出所：第一勧銀総合研究所

対日直接投資動機づけ情報

対内直接投資を動機づけるために、諸外国では積極的な情報活動を展開している¹⁸。

我が国においても日本貿易振興会（JETRO）、(株)対日投資サポートサービス（FIND）が中心になり対日直接投資動機づけ情報を対外的に提供している。

外 - 内型 M & A について、そもそも対日直接投資自体の魅力が少ないとされる中で、対日直接投資を動機づける情報提供の重要性はますます高まっており、JETRO、FIND を中心とした情報提供活動の一層の活発化が期待される。

対象企業探索情報

対象企業探索情報としては、売却を希望する企業の概要を対外的に公開することなどが

¹⁸ 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 では、英国、独ノルト・ライン・ヴェストファーレン州、韓国の対内投資促進施策について詳述している。

必要と考えられる。

米国では民間企業がM & Aの売り情報、買い情報をインターネット上で公開する等この面では進んでいるが、我が国でも山一證券が1996年3月からインターネットを利用しM & Aの売り情報、買い情報を発信している。

このような情報基盤を整備・拡充することによりM & A促進の一つの契機になると考えられる。

会計基準

M & Aアドバイザーからは、対象企業探索情報について、情報の公開基準の調和が必要なものとして、会計基準についての問題が指摘された。

我が国では、会計基準は商法、税法、証券取引法の3つの法律に規定されているが、特に商法の取得原価主義（簿価主義）と税法の確定決算主義に影響を強く受け、主として証券取引法により規定される米・英の会計基準とは大きく異なることが多い。これは、米・英の会計基準が投資家保護の観点を重視しているのに対し、我が国の会計基準が、債権者保護を重視したものになっていることによる。

近年、我が国でも証券取引法により有価証券報告書の提出が義務づけられる会社においては、投資家保護の観点から、連結財務諸表、セグメント情報の開示、有価証券等の時価情報の開示等が整備されつつある。しかし、基本的には従来の個別財務諸表が中心であり、時価情報の開示等は、注記等の形で開示されることになっている。

ところで財務諸表の比較可能性については、M & Aに限らず経済の国際化、それに伴う企業、資金のボーダレス化の進展につれ国際的に重要な課題となっている。そのため、現在各国の職業会計士団体によって設立された国際会計基準委員会(International Accounting Standard Committee : IASC)において、国際会計基準(International Accounting Standard : IAS)の作成が行われている。

国際会計基準については、コモン・ローの流れをくむイギリス系統の諸国（米国、英国、オーストラリア、ニュージーランド等）では国内基準と国際基準がおおむね一致しているが、各国内の法律や行政の影響力の強い大陸法系の諸国（日本、ドイツ、オーストリア、メキシコ等）では不一致が多く各国の取り組みは一様ではない。しかし、1995年7月に各国の証券監督当局で構成される国際証券監督者国際機構（IOSCO）が国際会計基準の作成に協力することでIASCと合意したこともあり、国際会計基準の導入は世界的な潮流となりつつある。この動きは、国際会計基準との不一致が多いドイツ等の欧州企業が、資金調達

を目的に、米、英の証券市場に上場するために国際会計基準や米国の SEC 基準を採用する等、経済のグローバル化を展望した多国籍企業の国際会計基準支持を背景に、加速する様相を呈している¹⁹。

我が国においては、企業会計審議会において連結決算制度について、「支配力」基準の導入、連結情報の拡大、親子会社間の会計処理の統一等 IAS の基準を展望した制度改革が検討されているが、確定決算主義等税法や商法等との関連もあり IAS の導入にはまだ課題が多い。

国際的な会計基準の調和は、国際的な投資や資金調達の規模が拡大する中で今後ますます重要となっている。国際的な会計基準の調和を図ることは、日本企業の情報開示を進展させ、外国企業がシナジー効果を発揮できる日本側パートナーを探索することを容易とし、M & A の活性化にも資すると考える。

(2)対内的M & A 動機づけ情報

外 - 内型 M & A の環境整備のためには、対外的に外国企業の対日直接投資を動機づけると共に、対内的に我が国企業に対し経営戦略としての M & A の有効性を啓蒙していく必要もあろう。

経済構造の変革期を迎え経営戦略としての M & A の有効性が高まっている中で、必ずしも我が国企業においては自社の売却という選択が経営戦略の中で前向きに意識されているとはいえない。また自社の売却が恥ずかしいもの、悪いものというネガティブなイメージも存在している。このような中で、M & A に対する理解を増進させ、経営戦略として自社の売却というオプションが有効であることを広く啓蒙する必要があると思われる。

M & A アドバイザー J 社では、中小企業の後継者難という問題に因應するため、M & A による自社の売却を勧めている。同社によると中小企業の経営者は、M & A 手法を知らない、また知っていてもまさか自社が M & A の対象となることができるとは考えていない場合が多いという。同社では、このような中小企業の潜在的な M & A ニーズを発掘するために定

¹⁹ ドイツの大手化学メーカーのバイエルや医薬品メーカーのシェーリングは 94 年度決算から IAS に移行した。

ロンドン証券取引所は原則的に日本基準を受け入れているが重要な項目については英国か米国、または IAS の基準との違いを注記するよう求めており、日本企業においても、富士通、キリンビールなどロンドン上場企業はすでに英文の連結決算では IAS との差異を注記している。

期的に新聞広告を出しているが、広告掲載後 1 週間の問い合わせは 300 件にのぼり、その内 3 割は自社売却の問い合わせであるという。

また M & A に対するネガティブなイメージを払拭することも対内的な情報提供として重要であろう。そのためには M & A の成功事例を積極的に P R し、経営手段としての有効性を広く浸透させていくことが必要と考える。

(3)情報不足についての考え方

対日直接投資促進のためには、外国企業に対する積極的な情報提供により対日投資への関心を増大させることが必要であり、加えて対日進出を決定した企業に対しては障害解決のためのオーダーメイドの情報提供が必要であることが、平成 6 年度経済企画庁調査「対日直接投資促進施策に関する調査」において唱えられている。

M & A についても、上記に見たとおり情報量の増大と共に、情報開示の国際的な調和を促進することが重要といえよう。

また、外 - 内型 M & A について外国企業に対し日本市場や M & A 対象企業探索情報の提供を行う主体として M & A アドバイザーの役割は大きい。情報ソースとして我が国の M & A アドバイザーの役割を拡充し、外国企業のアクセスを促進することも必要と考える。

3-2-7 M & Aアドバイザーに関する問題

米国や英国のM & Aの歴史を見てもわかるように、M & AアドバイザーがM & Aに果たす役割は非常に大きい。我が国においても、M & Aアドバイザーは、M & Aがなかなか行われにくい環境にもかかわらず、さまざまなテクニックを駆使しM & Aを組成している。しかしながら独立系M & Aアドバイザー I 社の意見に見られるように、M & Aの活性化にはM & Aアドバイザーの一層の活躍が期待される。

ここではM & Aアドバイザーの業務内容や実際のM & A組成に対する取り組み等を概観し、M & Aアドバイザーに関する問題について検討を行う。

(1)M & Aアドバイザー業務の内容

ファインディングとエグゼキューション

M & Aアドバイザー業務の内容は大きく分けると、買収（売却）企業を探索し、買収（売却）提案を行うものと、買い手と売り手の間でM & Aの合意ができた後に、法務・財務・税務等の助言を行うと共に、両者の利害を調整しM & Aを具体化させるものがある。前者をファインディング、後者をエグゼキューションという。

M & Aアドバイザー業務を行うための経営資源の内もっとも重要なのは人材である。M & Aアドバイザー業務は、先に見たとおりファインディングとエグゼキューションに分かれるが、双方とも法務、財務、税務等にかかわる高度な専門的知識を有する人材を必要とする。

ところで、M & A業務において最も困難なのはM & Aを行う企業の発掘、つまりファインディングである。企業にとってM & Aは高度な経営戦略であり、意思決定のためには企業トップや実権者の高度な経営判断を必要とする。そのため企業内容を分析し、潜在的な買収（売却）企業を探索し、その企業を買収（売却）へと導くファインディングは、最終的には企業実権者と直接会って提案を行い、実権者にM & Aの必要性を理解してもらい、経営戦略にM & Aを取り入れるよう導く必要がある。そこで必要となるファインダーの能力は、法務、財務、税務等の専門知識はもちろんのこと、経営に対する深い理解が必要となる。

また、ファインダーには、このような専門的知識や経営に対する理解に加え、優れた人間性も求められる。M & Aは企業トップを含めたごく一部の関係者により秘密裏に進めら

れる。そのため意思決定の際の経営者の相談相手となり、不安感を払拭させ、M & Aを選択することの正当性を確固たるものとするために、ファインダーには実権者との全人格的なつきあいが必要となるのである。

M & Aアドバイザーによると、エグゼキューションを行う人材にはそれほど経験年数は必要としないものの（もちろん高度な専門知識の修得は必須ではあるが）、ファインダーになるためには、企業の実権者とのネットワーク、強い信頼関係を築き上げる必要もあり、少なくとも5～6年の経験を要するという。ファインディングは、M & A業務において重要であるとともに、非常に難しい業務であるといえる。

M & Aアドバイザーの事業性

M & Aアドバイザーは、M & Aアドバイザリー業務の遂行による手数料により収入を得ている。

手数料にはリテイナー・フィー（執務報酬）とサクセス・フィー（成功報酬）がある。前者は、買収（売却）の相談を持ち掛けられた後に、対象企業の発掘、交渉にかかる執務に対する報酬でありM & Aが成功する、しないにかかわらず支払われるものである。後者はM & Aが成功した場合に支払われるものである。

M & Aアドバイザリー業務の収益の柱はやはりサクセス・フィーである。いかにM & Aを成功させサクセス・フィーを得るかがアドバイザリー業務の採算性を決めることになる。

M & Aアドバイザリーの方法

我が国のM & Aアドバイザーが行っているM & Aアドバイザリー業務は、取り扱う案件によっても異なるが、企業の探索・発掘方法に焦点をあてると、おおよそ次のような3つのパターンに分類することができる。

仲介型

企業から買収・売却の依頼を受けた後に、相手先の探索、M & A形態選択、法務・税務・財務面でのアドバイス等のM & Aアドバイザリーを実施する形態がある。この形態は企業のM & Aニーズがまず第一にある。これをここでは“仲介型”とする。

日本では企業売却のニーズが少なく、外国企業の売りニーズ、日本企業の買いニーズが多いという状況のため、この型では内 - 外型、内 - 内型が主流となる。

1980年代の我が国の第2次M & Aブームでは、外国の投資銀行から頻繁に売り案件が紹介されることから、その売り案件をもって、資金力の豊富な日本企業から買い手を探す

いう形のM & A（ショッピングと呼ばれている）が盛んに行われた。M & Aアドバイザーにとって、売り企業の情報をもとに買い企業を探す方法は比較的容易であり、これが我が国の第2次M & Aブームにおいて、内 - 外型M & Aが急増した背景にある。

提案型

売却、買収ニーズがあると思われる企業を自ら選定し、売却、買収を提案することにより対象企業を発掘し、M & Aを組成する形態がある。この場合、企業の売却、買収ニーズ自体をM & Aアドバイザーの提案により発掘する。ここではこれを“提案型”とする。

既に見たとおり我が国ではM & Aに対する抵抗があり、特に企業に売却を提案することは容易ではない。欧米では企業に売却の提案をすることは、その企業が売り物になるだけの価値を有するということで経営者に好意的に迎えられる場合が多いという。

一方我が国では、いきなり事業を売却するよう提案することは難しいため、まずは提携や事業継承についての相談から始め、時間をかけて、企業に売却ニーズの必要性が自ずと認識されるまで、継続的に提案を行っていくことが必要とされる場合が多いといわれている。

提案型の場合、企業を探索し、売却交渉をするファインダーの役割が重要となる。既に見たとおり、ファインダーになるためには少なくとも5年程度の経験を要するため、提案型を行うためには、M & Aアドバイザーにおいて長期的に人材育成を行う環境が必要となるという事業面の難しさもある。

提案型では、自ら売却企業を発掘することにより、ニーズが明確な多くの売却希望企業と緊密かつ継続的な接触が可能となる。そのため、買収ニーズに対し、広く応えることができる。ただし、提案型は、提案書の作成や提案の受け入れまでに、長期間を要する場合が多く、コストがかさむが、そのわりにはリターンにさえ至らないリスクも大きい。また人材育成も困難であるなどハイリスク - ハイリターン型の事業形態といえよう。

コンサルティング型

コンサルティング型は、既に合意のできたM & A案件について、法務、財務、税務面でのアドバイスのみを行うものである。合意のできたM & A案件が継続的に持ち込まれるのであれば、少ないリスクでリターンをあげられる事業形態といえる。

ファインディングは行わないものの、高度なM & A技術により他のM & Aアドバイザーとの差別化を図ることができる。

(2)我が国のM & Aアドバイザーの類型

我が国のM & Aアドバイザーの種類については第1章で概観したが、ここではその種類毎にM & Aアドバイザリー業務の特徴等についてみることにする。なお、M & Aアドバイザーの種類毎の業務の特徴は、各M & Aアドバイザーの経営方針によって相当程度、異なる場合がある。

独立系

M & Aアドバイザリー業務専門業者としてはレコフ、野村企業情報、アライアンス、日本M & Aセンター等がある。これらの専門業者では主として提案型のM & Aが行われている。

M & A業務専業であり、M & Aを成功させることによるサクセスフィーの獲得が主要目的である。

人材育成については、長期的な人材育成が可能であり、提案型M & Aを行う環境は整っている。

証券系

米国では我が国の証券会社に相当する、投資銀行がM & Aアドバイザーとして中心的な役割を演じている。我が国の証券会社でも、引受業務の一環としてM & Aセクションを設けている企業が多い。

証券会社のM & Aセクションは証券会社の営業戦略によりM & Aに対する取り組みが異なり、手数料収益を目的とする業者と、本業のサポートを目的とする業者があるが、株式移動を伴うM & Aでは、市場集中義務があり、本業である売買手数料を得ることはできず、本業サポートよりM & Aに関する手数料収益目的の傾向が強い。

手数料収益目的の業者の場合、提案型がかなり精力的に行われている。

証券会社の場合、支店網を通した国内企業との接点が豊富であり、支店網を通した対象企業の発掘も行われている。

一般的には会社内での人事異動（ジョブローテーション）があり、長期的な人材育成は困難だが、企業によっては専門的な人材育成を行っているところも見られる。

銀行系

銀行は顧客取引の関係からM & Aセクションを設けているところが多い。長期信用銀行、都市銀行、地方銀行等においてM & Aアドバイザリー業務を行っている。全国に多くの支店網を持ち、顧客である企業との接点は証券会社以上に多く、最も広がりのあるセクターであるといえる。

銀行のM & AセクションのM & Aに対する取り組みは、銀行の営業戦略によりそれぞれ異なるが、いくつかの銀行を除き証券会社と比べ本業サポートの目的を主とするところが多い。銀行の場合、預金・貸出を通じた長期的な顧客との取引を重視する。そのためM & Aにおいても本業での顧客取引を重視し手数料収入にあまりこだわらない傾向も見られる。

銀行の場合、長くても5年程度で他の業務に移動する人事異動があり、長期的な人材育成環境は必ずしも優れているとはいえず、本業サポート目的ということもあり、提案型M & Aに対する取り組み姿勢は強固ではない場合が多い。

外資系

外資系投資銀行の在日拠点は、本国でのM & Aノウハウを活かしたM & Aアドバイザリー業務を展開している。M & Aの方法は、親会社の営業戦略により異なるが、外国企業の売買情報が豊富であり、外国企業の要望に応える形での提案型M & Aや、本国での高度なM & A技術を活かしたコンサルティング型M & Aが行われている。

経験のある人材を中途採用したり、専門的な人材育成が行われており、ファインダー育成環境も整っている。一方で、買い手や売り手となる日本企業との接点は、日本の銀行、証券会社等の国内M & Aアドバイザーに比べ乏しく、もっぱらクロスボーダー案件を中心にM & A業務を展開している。

(3)外 - 内型M & A促進のためのM & Aアドバイザーにおける問題について

提案型M & Aの困難さ

我が国では、企業の売却、事業部門の売却等に強い抵抗感があり、自ら積極的に売却を検討することが極めて少ないという環境下で、潜在的な売り案件を顕在化させるにはM & Aアドバイザーによる提案型M & Aが果たす役割は大きい。

提案型M & Aは時間がかかる上に提案が受け入れられないリスクも高い。銀行や証券会社では、我が国の企業が自社を売却することに抵抗があるだけに、売却提案をするに

より、企業との信頼関係を悪化させ、本業に悪影響を与えるなどのリスクも予想される。

提案型M & Aは、我が国のM & Aの活性化に果たす役割が大きいと考えられるものの、M & Aアドバイザーがそれだけのリスクを負って提案型M & Aを行うことは難しいという問題がある。

事業としての魅力

ハイリスクなビジネスである一方、特に銀行系では適正な手数料を徴収することが難しいケースもあり、現状必ずしも魅力あるビジネスとなっていない面もある。

一方、独立系M & AアドバイザーI社やJ社では十分採算にのるものとなっている上、事業は拡大しており一定のリスクを負うことで事業として成功する可能性は大きいという指摘もあった。

人材育成の困難さ

銀行系、証券系においては、人事異動により長期的な人材育成が困難になっている場合がみられる。

また、米国ではビジネス・スクール等M & A実務についての教育の場が存在するが、我が国では、M & Aアドバイザーの社内での人材育成、海外ビジネススクール留学等、教育機会が限られているという指摘がM & Aアドバイザーから出された。

(4)課題

M & Aにおいてアドバイザーの役割は大きく、M & Aアドバイザーの活動を活発化させることにより、M & A環境は大幅に好転すると考えられる。特に、我が国においては、企業の売却に抵抗感がある中で、潜在的な売却ニーズを持つ企業をM & Aに導くためにも提案型M & Aに対するアドバイザーの前向きな取り組みに期待したい。

そのためには、官民一体となったM & A環境の改善努力が同時に行われる必要がある。例えば、M & Aのネガティブなイメージを払拭するよう、国や経済団体が働きかけることにより、M & Aアドバイザーの提案型M & Aはより受け入れられやすくなるであろう。また、M & Aアドバイザー育成や経営者に対するM & A手法利用に関する教育環境の整備も重要であるといえよう。

3-3 M & A 環境についてのまとめ

M & A 環境について見てきたが、個々の問題はそれぞれ密接に関連しており、どれか一つだけを解決することで飛躍的に M & A 環境が改善するとは考えがたい。(図表 3-25) また、問題の背景には日本の産業構造、企業システムがある。このようなシステムは、一定の経済合理性に基づき形成・維持されており、それが大胆に変革することは、仮にあったとしても相当な時間がかかると考えられる。もっとも、我が国の産業構造、企業システムにも変化の兆しが見られる。M & A 環境整備のためには、個々の問題について、我が国の産業構造、企業システムの変化を注視しながら、包括的かつ継続的に改善していく努力が必要となろう。

ところで、現在行われている M & A は、これまで見てきた M & A に関する諸問題に対し、どのように対処しているのであろうか。

第 4 章では、外 - 内型 M & A の成功事例を研究することにより、M & A に関する諸問題への実際の対処方法から、問題解決のヒントを得るとともに、外 - 内型 M & A の成功のポイントを抽出する。さらに、第 3 章で行った、個々の問題についての検討、外 - 内型 M & A の成功のポイントから、我が国の M & A 環境整備の方向性を示すこととする。