経営手法として一般化するM&Aの潮流と成功の鍵

河野俊明

CONTENTS

Ⅰ　日本企業のM&Aを取り巻く環境
Ⅱ　日本企業のM&Aの４分類
Ⅲ　狭義のM&Aへの対応
Ⅳ　非公開化の考え方
Ⅴ　外部パートナー活用の考え方

要約

1　日本における企業のM&A（合併・買収）は1999年以降増加傾向にあり、経営施策として定着した感がある。しかし、アメリカでM&Aが活発に行われていることを鑑みると、日本でも2004年の実績に比べて２～４倍の規模となる可能性がある。近い将来を想定し、M&Aの経験の乏しかった企業も、M&Aを現実的な選択肢として活用する備えをすべきである。

2　狭義のM&A（企業レベルのM&A、事業レベルのM&A）に対する評価は、日本では必ずしも定まっていない。その主な理由として、①目的・達成目標の不明確さ、②過大な買収対価、③成果を出すための施策の不徹底――の３点があげられる。これらの問題を克服するためには、M&Aの各プロセスに対して備えをする必要がある。

3　非公開化は、今後も件数が増加すると見込まれる。再上場を意図するアクティブなMBO（経営者による自社買収）でも、再上場を意図しないパッシブなMBOでも、前提となる事業計画の再設計を行うことで、自社にとって必要かつ可能な施策か否かを判断すべきである。

4　M&A件数の増加とともに、今後、M&Aの成否に関する株式市場からの関心がますます高まることが想定される。従来は、部分的な専門領域についてのリスク低減を主目的とした外部パートナーの活用が一般的であった。今後は、総合的なプロセスについて、株主価値向上により重点を置いた活用が求められる。

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

Ⅰ　日本企業のM&Aを取り巻く環境

1　日本企業のM&Aのポテンシャルは高い

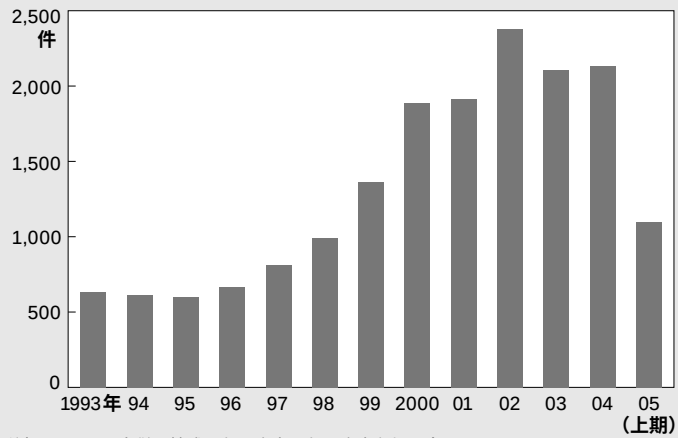
近年、日本企業の経営において、M&A（合併・買収）が定着したといわれている。公表されている案件ベースだけで見ても、1999年に1000件を突破し、2000年以降は2000件近い水準で推移している（図１）。また、2005年度上半期について公表されている案件だけでも、５兆円を超える取引が発生している。

アメリカにおけるM&A定着の歴史が、定期的な「M&Aの波」と呼ばれる現象で語られるのに対し、日本では数字だけで見ると、1999年を境に一気に定着を果たした。そして、日本におけるM&Aは、今後成長を続けると見るのが一般的である。

日本企業のM&Aのポテンシャルを考える視点の一例として、日米の株式市場比較を行った（表１）。アメリカの調査会社マージャースタットの算出したM&Aの取引金額をベースとすると、日米の2004年の取引金額比は、日本１対アメリカ８程度となる。それに対し、主要株式市場時価総額は、日本１対アメリカ４程度、主要株式市場上場企業数は、日本１対アメリカ２程度である。市場環境の差はあるものの、計算上、日本のM&A取引金額は、現在の２～４倍まで拡大する余地がある。

いずれにせよ、M&Aが近い将来、より日常的な経営戦略の中に組み込まれるのは間違いない。本稿では、これをM&Aの「コモディティ（普及品）化」と称することとする。

図1　日本におけるM&A（合併・買収）取引件数の推移



注）M&Aには合併、株式買収、資産買収、資本参加を含む
出所）野村證券「日本企業に関連するM&Aの動向（2005年上期）」

表1　日米の株式市場比較

	日本	アメリカ
M&A金額（概算、2004年）	1	8
主要株式市場時価総額 1)	1	4
主要株式市場上場企業数 2)	1	2

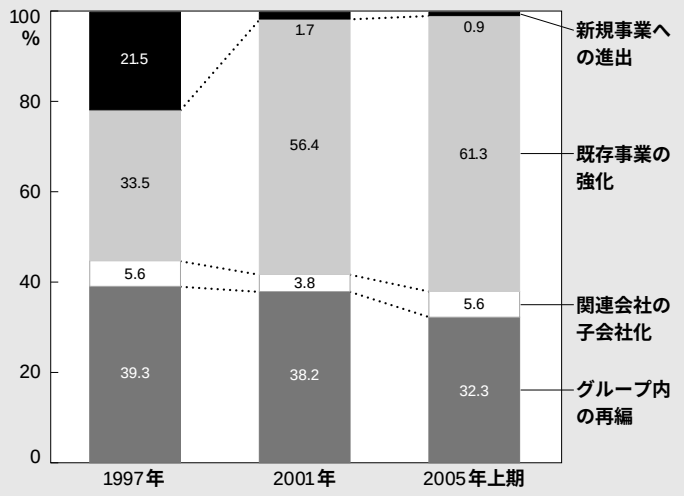
注１）日本は東証、アメリカはNYSE（ニューヨーク証券取引所）を対象とした
　２）日本は東証、大証、ジャスダック、アメリカはNYSE、AMEX（アメリカン証券取引所）、ナスダック、OTCブリティンボードを対象とした
出所）各種資料より作成

M&Aは、迅速だが骨の折れる意思決定を要するのが一般的である。そのため、事前の備えを十分にしておかなければ、競争環境に乗り遅れる恐れが生じる。M&Aがコモディティ化する環境では、M&Aの経験の差が意思決定のスピード、ひいては競争優位性に影響を及ぼす可能性がある。特に業界規模の再編が生じた場合には、早期に最適な相手企業を選択する意思決定が求められる。

そのため、特に現在M&Aの経験が乏しい企業においては、M&Aに対する早期の対応方針の確立が求められる。

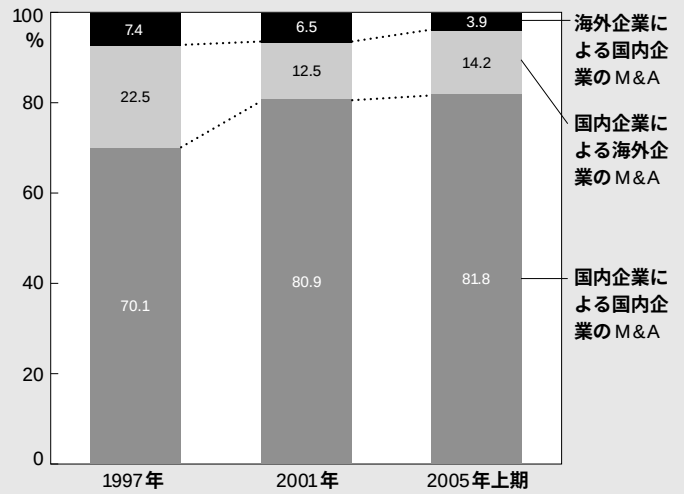
当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

図2　M&Aの目的別件数の割合（国内企業による国内企業のM&A）



出所）野村證券「日本企業に関連するM&Aの動向（2005年上期）」

図3　M&Aの類型別件数の割合



出所）野村證券「日本企業に関連するM&Aの動向（2005年上期）」

2　既存事業の強化と新規事業への進出目的の増加

では、M&A件数が増加するとして、どんなタイプのM&Aが増加するのだろうか。1997年、2001年、および2005年上期の３時点の比較から、今後の方向について考察してみよう。

「国内企業による国内企業のM&A」のタイプを、グループ内の再編、関連会社の子会社化、既存事業の強化、新規事業への進出という４つの目的に大別したところ、①グループ内の再編、関連会社の子会社化を合わせた広義のグループ内再編目的の減少、②既存事業の強化目的の増加、③新規事業への進出目的の減少――という３つの傾向が見られた（図２）。

これらの傾向は、中核事業の強化と非中核事業の選別を進める、いわゆる「選択と集中」が進展している状況と捉えることができる。いわゆるバブル景気の崩壊後、日本企業の多くは縮小の方向、すなわち既存事業の整理、統廃合を進めてきた。新規事業よりも、既存事業の強化に重点が置かれてきたのが従来の一般的な傾向であった。

しかし、非中核事業からの撤退はすでにピークを越えた感がある。既存事業の強化は今後も継続するが、既存事業整理の観点でのグループ内再編は縮小傾向を示すと考えられる。

また、今後は日本経済の成熟化に伴う成長率の鈍化により、M&Aを成長の源泉と考える企業がますます増加する。しかも、既存事業領域の成熟化により、成長のポテンシャルを新規事業領域に求める傾向はますます強まる。その意味で、新規事業目的のM&Aの件数は、再び増加すると考えられる。

3　クロスボーダー取引も増加

「国内企業による海外企業のM&A」と「海外企業による国内企業のM&A」の傾向を見ると、1997年から2005年上期にかけて、その推移は減少傾向となっている（図３）。

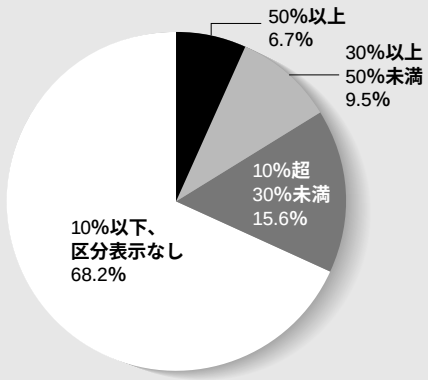
他方、2004年度の東証一部・二部上場企業

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

の連結海外売上比率を見ると、海外売り上げの全体売り上げに占める割合が10%以下、もしくは区分表示なしの企業が、実に７割近くに上る（図４）。売上比率50%以上の企業はわずか6.7%に過ぎない。

しかし、既存事業領域の成熟化は、成長の源泉を海外に求める動きをも加速させるはずである。当然、事業拡大の手段としてのM&Aは経営の選択肢として重要な位置づけとなる。今後はクロスボーダーM&Aがますます増加することが見込まれる。

図4　上場企業の連結海外売上比率（2004年度）



出所）東証一部・二部上場企業の有価証券報告書（2004年度）より作成

II　日本企業のM&Aの４分類

一口にM&Aといっても、その内容は実にさまざまである。取引目的も異なれば、その再編手法も異なる。前向きな取引もあれば、後ろ向きな取引もある。そこで本稿では、企業が主体的に行う諸々のM&Aを２つの軸によって表してみたい。すなわち、対象を企業とするか、事業とするか、そして行為を投資行為と捉えるか、非投資行為と捉えるか、である（表２）。

まず、「企業M&A」の象限では、会社レベルの投資行為が代表例としてあげられる。この象限に入る経営統合は、近年、多くの業界において頻繁に発生している。都市銀行の統合に代表される、企業そのものがM&Aによって大きく変わる行為である。医薬業界、セメント業界、アミューズメント業界など、すでに再編が進んでいる業界と同様、今後も業界再編が見込まれる業界は数多い。

次に、「事業M&A」の象限では、事業レベルの投資行為があげられる。その目的は、大きく既存事業の強化と新規事業の育成に分けられる。この象限に属するM&Aは、事業の単位での売買行為であり、最も一般的で件数も多い。

また、「株式市場からの退出」の象限は、主に非公開化を示す。2005年に入り、ワールド、ポッカコーポレーションが相次いでMBO（経営者による自社買収）による非公開化を果たしたことが代表例である。後述するように、その目的はさまざまだが、実は多くの上場企業にとって一考に値する取引である。

最後に、「切り離し」の象限では、事業からの撤退もしくは分離が対象となる。代表的な例として、子会社IPO（新規株式公開）、

表2　M&Aの4分類

	投資行為（狭義のM&A）	非投資行為
企業レベル	①企業M&A 経営統合	③市場からの退出 非公開化
事業レベル	②事業M&A 事業強化 新規事業育成	④切り離し 子会社IPO 株式売却 事業撤退

注1）本来、M&Aとは投資行為であるが、近時はM&Aを広く資本が動く行為と捉えるケースもある。そのため、本稿では非投資行為を広義のM&Aの範疇に入れた
2）IPO：新規株式公開

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

株式売却、事業撤退といったものがある。後述するように、必ずしも赤字でなくとも、これらの意思決定がなされるのが、近年の特徴である。

４つの象限のうち、「切り離し」については、「選択と集中」の議論のなかで、すでに多くが解決済み（と少なくとも企業側は認識している）と考えられる。むしろ、今後のプレM&A戦略においては、成長戦略を論じるうえで不可欠な「企業M&A」「事業M&A」についての選択肢（以下、「狭義のM&A」と呼称）の重要性がますます増大する。同時に、「株式市場からの退出」のうち、萌芽事例が生じつつある非公開化についても、今後は現実的な選択肢と考えるべき企業が増大する。

今後のM&Aへの対応においては、特にこれら狭義のM&Aへの対応と、非公開化への対応について、事前の備えを図ることが必要となる。

III　狭義のM&Aへの対応

1　必ずしも高い評価を得られないM&A

狭義のM&Aの評価は、長らくアメリカを中心に研究が進んでいた分野であるが、日本企業を対象とした研究も次第に増えている。名古屋市立大学の井上光太郎助教授と神戸大学の加藤英明教授によれば、M&A発表後の株価をベースにした分析では、企業買収により買収企業、被買収企業双方の株価ともに、TOPIX（東証株価指数）に対する超過リターンが発生している。日本におけるM&Aは、株主価値の増大に寄与しているとの見方が示されている[注1]。

ただし、野村総合研究所（NRI）で経営統合事例（純粋持ち株会社形態）を抽出し、同一サンプルで発表直後、発表後２年間の超過リターンを測定したところ、発表直後の超過リターンと発表２年後の超過リターンの傾向には、大きな差異が生じていることが明らかになった。発表直後に高い評価を得ていた案件であっても、発表２年後まで、高い評価が継続している案件は半数にすぎなかったのである。また、案件によって評価のばらつきも大きい。少なくとも、日本企業におけるM&Aがすべて市場で評価されるわけでは必ずしもない。

2　問題の所在

M&Aの実施後、必ずしも対外的な評価が高まらない主な理由として、以下の３点をあげることができる。

（1）目的・達成目標が不明確

そもそもM&Aを行う目的が不明確で、達成目標も不明確であることが考えられる。検証は困難だが、日本企業では、経営者同士が、必ずしも深い思慮に基づかずに合意してしまう場合がある。

特に業界再編が進んでいる業界に属する企業の経営者は、再編に乗り遅れることに対する漠たる不安を持っていることが多い。同じ境遇にいる他社の経営者と同じ悩みを吐露することで双方が共感し、結果として「企業M&A」に該当する経営統合が生み出される場合は多い。

また、M&A自体が目標となってしまい、取引の達成目標が希薄になってしまう場合も

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

多い。目先のM&A行為自体を成功させることに奔走してしまい、その取引自体の「目指すべき姿」をどこに持つべきかを、意思決定者側も実行責任者側も意識しなくなってしまう状態である。

（2）買収対価の過大評価

どのような優良案件であっても、高く買えばリターンは低く、反対にどのような不良案件であっても、安く買えばリターンは高くなる可能性がある。

どの程度の価格で買うかを決める際に考慮されるべきものが、シナジー（相乗効果）の見込みと、経営支配権を根拠に算定される買収プレミアムである。シナジーを不当に高く見積もったり、被買収者の条件に過度に譲歩してしまい、高い買収プレミアムを受け入れたりすることは、M&A後のパフォーマンスの悪化をもたらしてしまう。

（3）成果を出すための施策が徹底していない

M&A自体は公に進めることが難しい取引であるため、取引の成立まではごく限られた関係者のみで検討を進めることになる。しかし、本社の担当部署が中心となって検討を進めると、後々事業責任者との齟齬が生じる恐れもある。

特に、買収価格の算定に際してシナジーを織り込む場合、本社側だけで検討を進めると、事業責任者側がその数値に対する責任意識、そして妥当性についての確信を持てなくなる恐れがある。

成果を出すためには、早期に事業責任者を加えた議論をすべきだが、往々にして本社側が中心となる傾向がある。

3 M&Aのコモディティ化に際して検討すべきこと

前述したように、M&Aがコモディティ化する環境下では、事前の備えが十分であるか否かが競争優位性を左右する。狭義のM&Aにおいて、企業が検討すべきは、標準的なM&Aプロセスに対する事前の備えと自社組織の備えとなる（次ページの図５）。

（1）第１段階の戦略策定の重要性
〈企業戦略、事業戦略の備え〉

一般的に、日本企業がM&Aを実施する場合、第１段階（戦略策定）に関する議論が乏しい。通常、企業戦略の検討は、自社資源の限界を考慮する前段階でなされなければ、議論が矮小なものになりがちである。本来は、自社資源の限界をM&Aで補い、機動的に戦略を遂行する思考が求められる。

なお、近年の傾向として、各事業部への権限・責任の委譲により、「事業M&A」が生じにくくなる弊害が生じている。各事業部に戦略策定を任せると、どうしても発想が現在の事業の範囲にとどまりがちになるためである。この弊害を克服するために、本社は従来以上の事業戦略上の支援が求められる。事業部の戦略オプションの拡大に対して、本社が果たすべき役割は大きい。

通常、この第１段階の検討は、随時行うべきものではなく、「企業M&A」であれば中期経営計画策定のタイミング、「事業M&A」であれば１年に１回の業績評価の前後のタイミングで行う程度でよい。ただし、M&Aなどの検討を行うに際しては、随時見直すこと

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

図5　M&Aの実行プロセス

注）DD：デューデリジェンス（買収対象の精査）

が必要となる。

（2）第２段階の基本合意での備え

〈候補企業リストの準備などの備え〉

M&Aを頻繁に実施する企業と経験の浅い企業とでは、基本合意に至るスピードが違う。前者では事前の備えが十分に行われており、対象企業に関する情報を事前に分析する体制が構築できていることが主な要因である。

特に、頻繁にM&Aを実施する企業では、常時、候補企業の一次抽出を図っていることが多い。事前に、何が自分たちの会社に必要なのかという要件に照らして、交渉先に接する前段階から、リスト化を図っている。

また、事前のシミュレーションが十分にできていることも重要な点である。

さらに、初期交渉の段階で何を伝えるべきか、簡易デューデリジェンス（買収対象の精査）の項目で押さえるべきものは何か、などについて、事前の備えを行うことで、交渉を優位に働かせることが可能となる。コモディティ化に際しては、第１段階（戦略策定）の流れから、事前の備えを行うことが求められる。

〈価値算定における備え〉

また、M&Aの一連のプロセスにおいて、最もタフな交渉を要するプロセスとされる価値算定についても、十分な備えが求められる。ここでの論点は、大きくは価値算定手法の問題と、買収価格に対するスタンスとに分けられる。

まず、価値算定手法は、１つの確たる手法が存在するわけではなく、一般的に多くて４つほどの手法（DCF〈ディスカウントキャッシュフロー〉法、株価倍率法、類似企業批准法、修正簿価法など）が組み合わされることが多い。

今日では、これらの手法自体は、かなりコモディティ化しているものの、それぞれ一長一短があり、また、その前提条件（資本コストなど）について合意が必要となることもある。そのため、その内容についての十分な理解が求められる。

次に、買収価格に対するスタンスについて

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

である。DCF法を用いる場合には、ある前提を置いた事業計画を想定することになるが、その時点では事業の内容がわからない当事者が算定する以上、かなり不確実性の高い内容にならざるを得ない。ここでの買収価格に対するスタンスは、外部パートナーによる公平な意見に過度に依存するというよりも、出せる金額条件を後付けで検証してもらう、というスタンスの方が現実的である。

M&Aの価格算定プロセスでは、モノ、不動産を買うくらいの感覚の方が、客観性をもって判断することできると考えられる[注2]。

（3）第3段階の契約締結における準備

〈契約内容に対する備え〉

この段階では、デューデリジェンスにより、未然のリスクをいかに防止するかが重要なポイントとなる。ただし、実際には外部パートナーに依頼することが一般的である。

欧米企業のM&A案件処理を概観すると、日本企業の案件処理のスピードに比べて迅速なケースが多い。今後は、現在以上にデューデリジェンスにかけられる時間が短くなることが想定されるため、デューデリジェンスに過度に依存するよりも、契約条項の備えがますます重要な位置づけになっていくものと思われる。

〈再編手法の検討に対する備え〉

再編手法の検討は、一般的に外部パートナーに任せる傾向が強い。しかし、NRIのコンサルティング経験からは、この部分での事業会社側のスキルの向上こそ、今後求められる項目ではないかと考えられる。

理由は2点ある。1点目は統合のスピードをスキームに反映させるため、2点目は買収コストを正確に認識する必要があるためである。

まず、事業上のシナジーを生み出すための「完全統合」のスピードを、スキームに反映させる必要がある。近年の業界再編に伴う経営統合でも、形式的な統合に終始する事例よりも、当初から完全統合を志向する事例の方が、対外的な評価は高い。完全統合を早期に志向するには、経営統合の当初から、事業ごとの統合までを計画立てる必要がある。統合後の絵姿は経営の問題であることが多いため、事業会社側の推進者が自ら率先して検討すべきである。

次に、M&A後の事業責任者に対する目標設定を明確に行うために、買収コストの認識について、事業会社側が主体的に関与することが必要と考えられる。特に、株式を用いた買収であれば、買収コストを正確に認識することは難しい。もし、買収コストが明確にならなければ、結果として買収コストが回収されたか否かを判断することができなくなってしまう。

（4）第4段階のクロージングで意識すべきこと

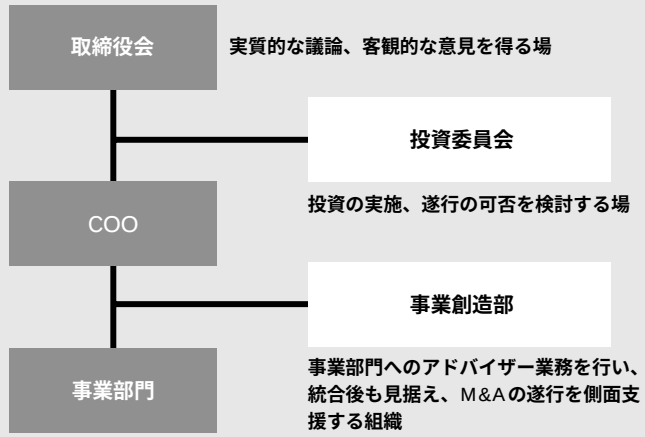
〈成果を出すための備え〉

契約締結後に発足する、統合プロジェクトにおける統合プランを詳細なものにする必要がある。「事業M&A」であれば、自社が主体者となることから、統合後のプランを描きやすい。

欧米企業では、たとえばGE（ゼネラル・エレクトリック）のパスファインダー・モデル（通称「100日プラン」）のように、統合後

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

図6　M&A遂行上、強化すべき自社組織



注）COO：最高執行責任者

の標準的な統合プランが作成されていることが多い。日本でも、頻繁にM&Aを実行している企業では、同様のモデルが存在する。今後、M&Aのコモディティ化に際しては、自社オリジナルの統合モデルを事前に設けることも一般的になると考えられる。

〈不測の事態への備え〉

通常、M&Aを行う場合には、前向きな側面のみを想定した対応が主であるものの、不測の事態への対応も求められる。

M&A後の対象企業の経営状況が悪化してしまった場合の対応などは代表的な例といえる。増資に伴う持ち分の希薄化、減損を通じて、自社の経営への関与度が希薄化してしまった場合の対応方針を、厳格に運用することが求められる。

日本企業の場合、「始める」判断基準は定めていても、「やめる」判断基準を持っていないケース、もしくは持っていても運用できないケースが多い。前述したように、モノを買う感覚であれば、モノを手放す感覚で撤退についての意思決定を行えることが、本来あるべき姿ではないか。

4　自社組織の備え

M&Aのプロセスごとに見てきたように、事業会社は、外部パートナーに依存するよりも、むしろ自ら主体的に動く必要性がある。ただし、これらの備えを実行するためには、多くの日本企業で組織を整備しなければならない。

買収対象先との交渉における専門性、およびマネジメントによる客観的な意思決定の２点については、今後の日本企業のM&Aに対する組織上の要点と考えられる。ここでは、頻繁にM&Aを実行する企業における体制図をもとに、今後必要性が高まる組織を２つあげる（図６）。

（1）事業創造部

M&Aのコモディティ化に際して、自社内でのスキル向上の必要性が高まるものの、案件ベースの一時的なかかわりに終始していては、スキルを向上させることは難しい。そこで、M&Aを頻繁に行う企業においては、専門化されたチームを組成し、対応を図っている。

この事業創造部は、まず、事業会社におけるファイナンシャルアドバイザー的な役割を担う位置づけとすべきである。M&A、事業再編のスキルを蓄積し、事業部門へのアドバイザリー業務を有料で提供する。事業創造部は、外部パートナーとの窓口となって、自社の立場に立ち、主体的に案件に関与することが想定される。

その主な役割は、案件の発掘と取引の遂

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

行、事業部門の側面支援（統合後のプロジェクト組成を含む）、対外的発表への対応といった、プレM&Aプロセスの全般にかかわるものとすべきである。

また、事業部門が実行しない案件の管理（ベンチャーファンド形態での出資など）についても、事業部門に代わって実行することが想定される。一般的な事業部門の出資とは異なり、新規事業案件の開発について、事業部門よりも財務的な判断基準をベースに行うことができる点が特徴である。

（2）投資委員会

あたかもモノを扱うように、と述べたものの、案件に直接かかわる人材に意思決定を担わせると、判断にバイアスがかかってしまう恐れがある。そのため、案件に直接関与しない、中立的な第三者の集合体による判断を仰ぐプロセスを設けることで、意思決定が偏るリスクを低減することができる。

この投資委員会は、CFO（最高財務責任者）が委員長となり、社内有識者がメンバーとして参加するなど、他の事業部門も含めて、中立的な立場の有識者を集める形態が想定される。客観的な意見を収集し、撤退、切り離しの可否の方向性を議論する場として活用する。また、投資に関する継続的なモニタリングの場として活用することも考えられる。

Ⅳ　非公開化の考え方

1　非公開化取引におけるMBOの特徴

日本における親会社を対象とした非公開化取引のMBOは、2000年以降、日本でも活用されてきた。しかし、2005年に入り、従来の事例とは異なる意味あいのMBOが生じつつある。

MBOの種類について述べると、一般的にMBOは３つの目的で用いられる。

まず、非上場会社のオーナー企業を中心に用いられる事業承継である。これは、非上場会社の主要株主である創業オーナーが、株主からの引退を企図し、親族または後継経営者が承継するものである。

次に、子会社による親会社からの分離を目的とするMBOである。1996年以来、MBOファンドの隆盛と相まって、広く利用されている。このタイプの取引は、主要株主である親会社からの株式を、子会社の経営層または従業員が買い取ることによって実行される。大企業における工場などの一事業所単位でなされることもあれば、上場会社が対象となることもある。

そして、第３のタイプが非公開化目的のMBOである。このタイプのMBOは、上の２つのタイプの組み合わせとも考えることができる。なぜなら、非公開化の目的にさまざまなものが存在するからである。

たとえば、上場会社ではあるものの、大きな保有比率を持つオーナー株主が存在する場合である。前述の事業承継型と同様、オーナー株主が、親族ではなく現経営層への株式承継を望む場合に、MBOが用いられることになる。また、学研クレジットのように、上場会社であっても、約65%の保有比率を有する親会社の学研からの分離のためにMBOが用いられる場合もある。

非公開化はあくまで手段であって、MBO

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

を行う背景にはさまざまな目的がある。

2 ワールドとポッカコーポレーションのMBOの目的

公表ベースでは、ワールドとポッカコーポレーションの目的は異なっているように見受けられる。

まず、ワールドの場合、非公開化によって一般株主からの利益配分要求がなくなり、中長期的な成長の基盤を築くための投資を行いやすくなることをあげている。ただし、明確には肯定しなかったものの、敵対的買収に対する防衛策の意味合いもあるとの見方もなされている。

次に、ポッカコーポレーションの場合、創業者に対する甘えからの脱却、社内への危機感の醸成の目的があるとされている。同社は、MBOの意思決定前に、資本提携、経営統合も模索した結果、最も合理的な意思決定としてMBOを選択したとしている。

敵対的買収に対する防衛策としての効果は同様であるものの（目的とするか否かはともかくとして）、MBO後の株主のあり方という面では、両社には著しい差異が見られる。

ワールドの場合には、MBO後、株主は現経営層が中心となるため、従来よりも株主からの圧力は弱いものとなる。それに対して、ポッカコーポレーションの場合は、投資ファンドを多数派の株主として迎えるため、株主からの圧力はより強いものとなる。

ただし、いずれも、MBOスキームの設計に際して投資ファンドの関与が見られることから、最終的にはIPOがゴールになると考えられる。

なお、両社の場合から、今後生じ得る議論として、非公開化に対する開示規制の強化があげられる。公開買い付けに応じる一般株主にとっては、不当に安い買付価格が設定される恐れがあるためである。価格の妥当性いかんによっては、当該企業の世評にも影響が及ぶ恐れがあると考えられる。

3 今後、非公開化の流れは継続するか

（1）2つの相反する見方

それでは、今後、非公開化スキームは増加することが想定されるのだろうか。

まず、増加すると考える論拠は、「株主からの圧力が従来以上に高まっており、経営の自由度が失われる」という点である。どのような株主構成であるかにもよるが、機関投資家を主要株主とする企業の場合には、ある程度短期的な成果を出せる経営戦略の方が株主から好まれる傾向は否めない。従来以上に株主からの圧力が強まれば、ますます経営戦略の選択肢が狭まる。特に利益水準が低く、閉塞状態にある企業が抜本施策を実行するのは難しくなる。

それに対して、増加しないとする見方は、「資金調達のメリットが失われない限り、上場しているメリットは存在する」ことを論拠とする。確かに、成長のための原資である資金を機動的に調達できる株式市場に身を置くことは、成長のための選択肢を持っているに等しい。

（2）上場企業の株式市場活用の実態

東証一部・二部上場企業の中で、直近10年間もしくは上場以来、株式、転換社債、新株引受権付き社債などを活用した資金調達を行

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

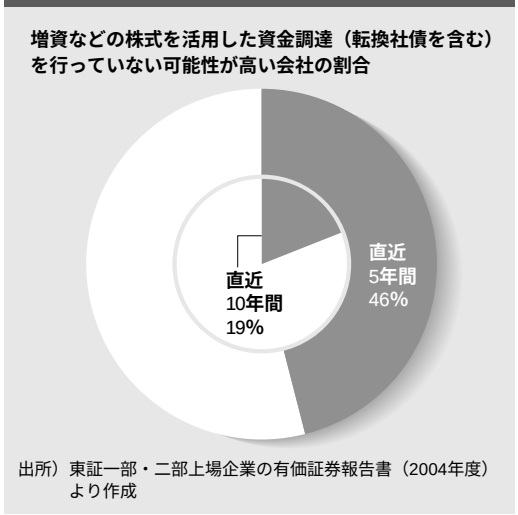
っていない割合は19%となっている（図７）。また、直近５年以内に絞ると、この割合は46%と半数近い。

単純な議論として、株式（潜在も含む）を活用した資金調達を行っていないのであれば、株式市場に上場する意義は小さい。実に２割の企業が、株式上場のメリットを享受していないことになる。

前項で「増加しない」とした論拠は、これら２割の企業については当てはまらない可能性がある。

もちろん、株式を直接発行しなくても、株式市場に上場することで信用が得られ、債務による資金調達の選択肢は広がる。そのため、一概に株式市場で調達を行っていないことだけで、上場メリットがないと断じるべきではない。しかし、少なくとも資金調達に関するメリットを十分に享受している状態であるとは言い難い。

図7　上場企業の資金調達の実態



出所）東証一部・二部上場企業の有価証券報告書（2004年度）より作成

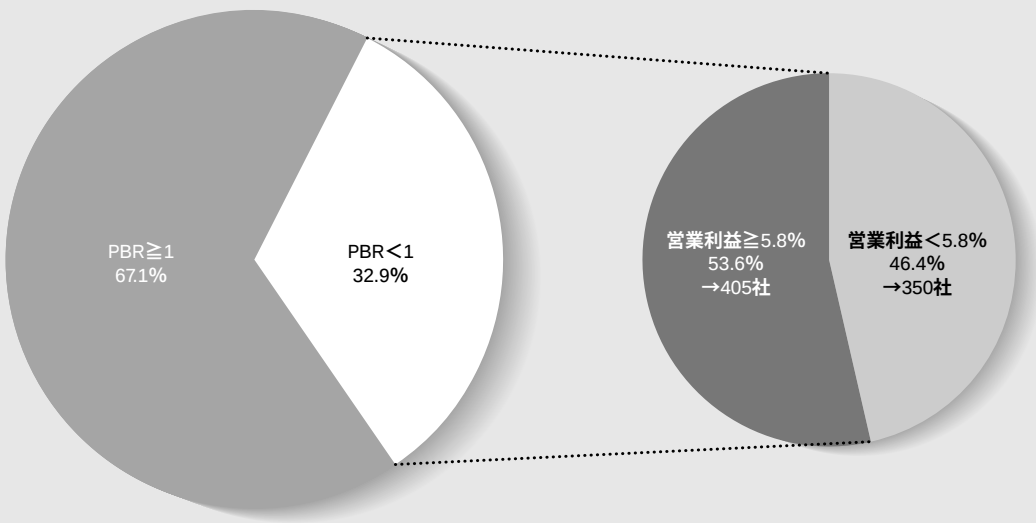
（３）被買収リスクの存在

上場することのデメリットという観点からは、被買収リスクが存在することがあげられる。

東証一部・二部上場企業のうちで、2005年10月７日現在の実績PBR（株式時価総額÷2004年度簿価純資産）が１を下回っている企業は32.9%にも上る（図８）。

ただし、一般的に用いられるこの指標も、その中には利益率が低いために評価されていない企業が含まれている。割安であるか否か

図8　被買収リスクが高い企業の割合



注）PBR：株価純資産倍率
出所）東証一部・二部上場企業の有価証券報告書（2004年度）、および株式市場データより作成

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

が判断のポイントであり、むしろ喫緊の対応が求められる企業は、営業利益率がある程度の水準であるにもかかわらず、実績PBRが低い企業である。実績PBRが１未満で、かつ2004年度決算の上場各社における営業利益率の中央値5.8%を上回っている企業は、405社に上る。

これらの企業は、資産の圧縮による資本効率化によるメリットが高いとみなされるため、被買収リスクは非常に高い。

これら被買収リスクが高いとされる企業にとって、被買収リスクを避けるための即効的な効果をもたらす施策として、非公開化の選択肢の位置づけは大きい。

（4）サラリーマン経営者のオーナー化

株式保有比率の高い創業者が存在する企業において、今後、創業者が経営だけでなく、株主からも引退する場合が増えると考えられる。確かに、上場会社であれば、市場での株式売却は１つの選択肢となる。

しかし、市場で売却する場合には、株価の大幅な下落を招く恐れがある。株式の流動性が低い企業では、被買収リスクの増大を招きかねず、経営の不安定要素となる。このような企業の場合には、上場会社であっても、非上場会社と同様の対応、すなわちサラリーマン経営者への譲渡が現実的な対応になり得る。

他方、サラリーマン経営者にとっても、自らがオーナー化することは、経営者の地位の安定化につながることから、決して悪い話ではない。むしろ、積極的にオーナー化を志向する経営者も増加すると考えられる。

（5）非公開化の評価

先に見たワールド、ポッカコーポレーションのような企業にとっては、MBOはいわば再上場を意図した「アクティブなMBO」として、活用メリットがある。

反対に、資金調達上のメリットを享受していなかったり、高い被買収リスクにさらされたりしている企業にとっては、再上場を意図しない「パッシブなMBO」を行うメリットがある。

ここでいうパッシブなMBOとは、継続的な成長志向へと導く役割を担う株式市場と決別し、株式市場から離れて事業に専念するためのMBOであり、アクティブなMBOとは異なる。特に成熟した業界、安定的なキャッシュフローが見込まれる企業にとっては、一考の余地がある。

いずれのタイプのMBOも、それぞれ想定される事象に応じた活用メリットは存在する。事業承継、リスクの顕在化といった事象をきっかけに、非公開化を選択する企業は増大すると考えられる。

4　非公開化の考え方

非公開化のプロセスは、標準的なM&Aのプロセスと異なり、大きく４つのプロセスに分かれる（図９）。

ただし、アクティブなMBOも、パッシブなMBOも、非公開化における判断は詰まるところ、MBOのスキームが実行可能であるか否かに尽きる。その意味で、最初のステップの「事業計画、資金計画の再設計」は、最も重要なプロセスとなる。

このプロセスでは、業界、市場分析などにより、事業の収益性や将来性についての検討

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

を行う。今後の業容拡大に向けて、アクティブなMBOであれば、いつの時点でどの程度の資金ニーズが発生するかを検討する。

それに対してパッシブなMBOであれば、基本的には大規模な資金ニーズが発生しない、もしくは資金調達可能な範囲内に収まることを確認する作業となる。

また、この段階での検討には、非財務的な視点から、たとえば、既存の取引上の影響、新規市場開拓への影響、知名度・ブランドへの影響、人事採用上の影響といった項目を検討することが求められる。

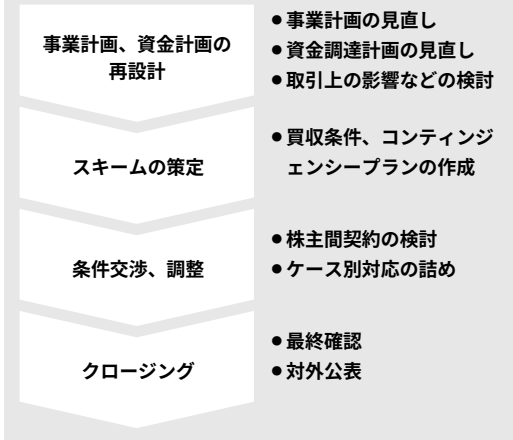
アクティブなMBOであれば、再上場までの期間に、パッシブなMBOであれば、将来にわたり、非上場化によって著しくマイナスの影響が生じないことを確認する。

V　外部パートナー活用の考え方

外部パートナーの活用は、取引の客観性を担保するという最低限の意味合いにおいて、自社組織をいくら整備しても必要な事項である。しかも、取引を円滑に遂行するという意味合いも含めれば、外部活用の重要性はますます増大する。狭義のM&Aにおいても、非公開化においても、外部パートナーの活用いかんでその成否が分かれるといっても過言ではない（以下、狭義のM&Aを想定し、パートナー活用の考え方を示す）。

また、事業会社にとっては、狭義のM&Aで示した第１段階から第４段階のプロセスは、プレM&Aでしかない。M&A後どのように統合を図るかという、統合後のプロセスも、事業会社にとっては重要なプロセスである。通常の経営と同様、外部パートナーの活用いかんでM&Aの成否に影響が出ると考えられる。

図9　非公開化のプロセス



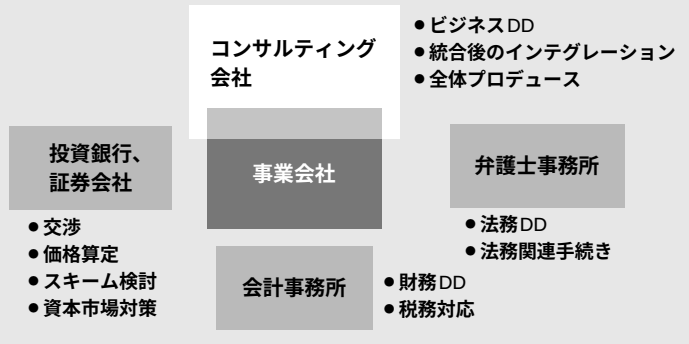
一般的な外部パートナーとしては、①いわゆるファイナンシャルアドバイザーとしての投資銀行、証券会社、②法務面のチェックを行う弁護士事務所、③会計、税務面を取り扱う会計事務所――の大きく３者があげられる（次ページの図10）。

ただし、これらの外部パートナーは、それぞれの専門領域にかかわるプロセスでの関与にとどまる。一部、ファイナンシャルアドバイザーでは、第１段階から関与することもあるものの、取引を発生させることを前提としたサービスである点で、あるべき検討の内容とは少々異なる。

というのも、日本企業のM&A案件において、戦略的な適合性やシナジーの検討は、IR（投資家向け広報）などの対外発表のための議論と化している事例も少なくない。戦略策定なり、統合後のプロセスなりに関する検討は、第２段階から第４段階までの検討に比べれば、位置づけが低い状況にあった。いうなれば、これまでの日本のM&Aでは、

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

図10　M&Aに関連する外部パートナー



第１段階および統合後のプロセスに外部パートナーをかかわらせるまでには至っていなかった。

しかし、対外的な評価向上のため、狭義のM&Aにおける問題の解決のためには、第１段階および統合後のプロセスの検討を今まで以上に重視すべきである。

従来の外部パートナーによるデューデリジェンスはリスク低減の意味合いが強かったが、今後は株主価値を高めるためのポテンシャルの観点からの検討に重きを置くべきである。

株主価値の向上のために、特に外部パートナーが果たすべき役割は、①企業戦略の策定への関与、②全体プロセスの調整、③戦略デューデリジェンスの実行、④統合後の体制の設計――の４つとなる。

これらの役割における外部パートナーの付加価値は、客観的な視点を常に持ち続ける点にある。戦略策定における客観性の付与だけでなく、全プロセスにおいて、あたかもモノ、不動産を扱うように取引を見ることは、通常の事業会社の担当者には難しい。

たとえば、M&A後の統合プロセスのなかでも、モニタリングルールの設計は、客観性の観点からもますます重要となり、外部パートナーによる付加価値の提供が見込まれる役割である。

M&A案件は個別事情も多く、事業部門を含めた利害関係者の意向を過度に取り入れた意思決定に陥りがちである。しかし、株主から託された資本を投下するという意味において、本社機構による投資管理は、株主の視点を大幅に取り入れたものとならざるを得ない。経営の観点と株主の観点のバランスについての検討いかんにより、会社の対外的な評価にも影響は及ぶ。対外的な事例を基に、客観的な視点を付与する外部パートナーは、この検討のプロセスにおいて付加価値を発揮する。

今後は、M&Aが増大するに伴って、M&Aの成否に対する研究も進み、株式市場を中心とした外部の利害関係者の評価手法も一般化していく。このことは、企業にとっては株主価値向上のための意識の向上につながる。M&Aの外部パートナーの活用も、プレM&AからM&A後の統合プロセスまでを意識したものになる可能性が高い。

日本企業のM&Aを取り巻く環境は、急速に欧米諸国の環境に近づきつつある。アメリカにおいてそうであったように、日本にも、たとえば2010年にかけて、数度の「M&Aの波」が訪れるはずである。そのうえで、先達の事例から教訓とすべきは、アメリカにおける「波」の終焉が、各時期におけるM&Aの濫用、行き過ぎにあったことである。

個別企業においても、目的や達成目標が不明確な取引は行うべきではないし、M&A後の一貫した仕組みのないままM&Aを進める

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

べきではない。

M&Aの件数が増大し、経営手法としてコモディティ化しても、M&A自体は経営手法であって目的ではない。企業戦略、事業戦略を持ってM&Aを進める企業こそが、M&Aを企業成長に結びつけることができる。

注

1　井上光太郎、加藤英明「企業買収（M&A）と株式市場の評価――日米比較」『証券アナリストジャーナル』2004年10月号

2　本稿でいう「M&Aをモノ、不動産のように扱う」とは、「これから頻繁に起こることが予想されるM&Aを、いたずらに買収プレミアムをつけずに、かつ撤退基準を明確にして処理すること」を意味する。

著者

河野俊明（こうのとしあき）
経営システムコンサルティング部主任コンサルタント
専門はグループ再編戦略、財務戦略

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2005 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.