

# 日本企業によるクロスボーダー（海外企業） M&A推進に向けて 米国企業買収を例として

石上圭太郎



後藤知己



岩澤 脩



永井希望



## CONTENTS

- I 近年の日本企業による海外企業買収（In-Out）の動向
- II 国内の常識が通用しない海外M&A——米国企業買収例
- III 海外企業M&Aにおけるデューデリジェンス実施のポイント——米国企業の事例
- IV 米国企業M&Aにおける買収スキームの選択肢
- V 日本企業によるクロスボーダー（海外企業）M&A推進に向けて

### 要約

- 1 近年、日本のM&A（企業合併・買収）において、日本企業による海外企業買収（In-Out）案件の比率が回復基調にある。直近3年間は北米（大半が米国）が、アジアを抑えてIn-Out案件対象地域首位となっている。北米では、09年にはソフト・情報、電気などの業種を中心に、中小案件が増加している。
- 2 日本と海外（米国）では法制度の枠組みが異なるため、対日本企業（In-In）案件とIn-Out案件ではかなり勝手が違う。さらにIn-Out案件は、「キーパーソンの退社」や「債権を持つ取引先からの訴訟」など買収後のリスクも高いため、DD（デューデリジェンス：ターゲット企業の実態把握・調査、以下、DD）が重要である。
- 3 「プレDD」はターゲット企業の基本条件把握、買収の勝算などの確認のために有用である。「本DD」ではターゲット企業買収の、①戦略的意義・シナジー（相乗効果）、②投資対効果、③企業・事業としての成立・継続性——の主に3点を細部にわたって確認・検証していく。In-Out案件の場合、考慮すべき範囲・深度が大きいいため、DD作業はIn-In案件の2、3倍程度となる。
- 4 In-Out案件ではターゲット企業の株式取得にこだわるべきではない。初めにターゲット企業事業のKFSをDDで浮き彫りにし、ターゲット企業の何を獲得するのかを明確にし、そのうえで、アセットセール（事業譲渡）やヘッドハンティングなど幅広い選択肢から最適なスキームを選択することが重要である。

# I 近年の日本企業による海外企業買収 (In-Out) の動向

## 1 再び注目を集める日本企業による海外企業M&A

野村総合研究所 (NRI) でも、日本企業顧客による海外企業M&A (企業合併・買収) 案件の話聞くことが多くなってきている。2008年から09年にかけて新聞紙上で賑わしたような大規模M&A案件は、売り手の海外企業、買い手の日本企業ともに投資銀行をアドバイザーにつけて交渉することが多いのに対し、売り上げが数十億円から100億円程度の中小規模の海外企業のM&A案件については、アドバイザー費用をあまりかけずに効率的に買収したいというニーズが出てきている。

中小規模の海外企業M&Aに注目が集まる背景には、ターゲット企業株式の majority (多数) を取得して連結対象とし、日本側でコントロールしたいという意向、および高額案件ではなく、まずは小規模な投資から始めたいという日本企業の意向が働いているようである。

地域という観点からは、国内市場で成長分野を見出すのが難しくなっていくなか、特に

国内大企業から「戦略的市場セグメント攻略をねらって、市場開拓に要する時間を買う (短縮化する) ために、中小規模の米国企業を買収したい」という声を聞くことが多くなってきている。IT (情報技術) や自然エネルギーなどの先端分野においては米国で新しい技術や制度が導入され、同国から市場が創造されることがいまだに多く、これらの分野に投資して早期に成果を出したいということである。また、日本およびEU (欧州連合) 諸国では市場の成長が鈍化しつつあるものの新興国では市場がまだ十分に確立していない分野では、米国企業の魅力度が相対的に高いということでもあろう。医薬品、ソフト・情報、アミューズメントなどの業種では、日本企業による海外企業買収の半分以上が米国企業であり、全業種の14年間平均でも約37%が米国企業となっている (表1)。

## 2 回復基調にある日本企業の海外企業買収 (In-Out) 比率

次ページの図1に見るように、1990年代半ば以降、日本企業がかかわるM&A件数は飛躍的な増加を見せた。その主な牽引役となったのは「In-In」案件 (国内における日本企

表1 日本企業による海外企業買収 (In-Out) 案件数における米国企業の業種別シェアの推移

年	(単位: %)														
	1996	97	98	99	2000	01	02	03	04	05	06	07	08	09	平均
ソフト・情報	78.1	63.6	94.1	77.3	73.1	64.2	64.3	54.5	42.0	28.6	39.7	33.3	45.2	52.9	57.9
サービス	11.1	28.6	40.0	55.0	46.4	65.5	42.9	64.3	47.8	31.4	36.4	44.4	50.0	34.5	42.7
電機	38.5	51.6	55.2	70.0	58.8	48.6	38.5	52.2	32.5	35.3	37.5	33.3	34.6	57.1	46.0
電力・ガス	50.0	66.7	80.0	100.0	42.9	22.2	0.0	27.3	41.7	50.0	66.7	66.7	25.0	37.5	48.3
医薬品	60.0	80.0	44.4	44.4	50.0	69.2	57.1	57.1	53.8	50.0	54.5	84.6	41.2	92.3	59.9
精密機器	50.0	63.6	33.3	90.0	60.0	50.0	40.0	33.3	44.4	63.6	64.3	28.6	55.6	50.0	51.9
証券	0.0	-	100.0	33.3	100.0	100.0	0.0	50.0	0.0	0.0	50.0	0.0	57.1	33.3	40.3
その他金融	100.0	16.7	37.5	66.7	33.3	50.0	80.0	25.0	80.0	45.5	37.5	26.3	50.0	33.3	48.7
アミューズメント	100.0	33.3	0.0	100.0	50.0	75.0	50.0	20.0	41.7	30.0	33.3	50.0	40.0	100.0	51.7
全業種平均	35.1	37.1	37.7	42.9	45.7	47.1	37.5	29.1	34.1	30.7	35.6	33.2	34.5	36.8	36.9

出所) レコフデータより作成

業同士の買収案件)の増加であった。1997年の純粋持ち株会社解禁など、M&Aにかかわる規制が緩和されるなか、日本企業は「選択と集中」をキーワードにM&A戦略を積極的に推進した。加えて2000年代前半からは、投資ファンドによる案件、および再生型案件が増加した。

「In-Out」案件(日本企業による海外企業買収)比率<sup>注1)</sup>は、バブル崩壊後には急減し、一方でIn-In案件が増加したことから、2003年には13.6%まで低下した。しかし、2004年には実質GDP(国内総生産)成長率が2.7%を記録するなど日本経済が上向き、また円高傾向も顕著となったことからIn-Out案件数が再び増加に転じた。2007年以降は、In-In案件数の大きな落ち込みもあって、In-Out案件比率は15~17%程度まで回復している。

図2のとおり、ITバブルの影響もあって、1990年代後半~2000年初頭においてIn-Out案

件対象企業の最も多かったのは北米(その大半が米国)であった。2000年には北米だけで実に57件ものソフト・情報産業企業が日本企業によりM&Aされた。

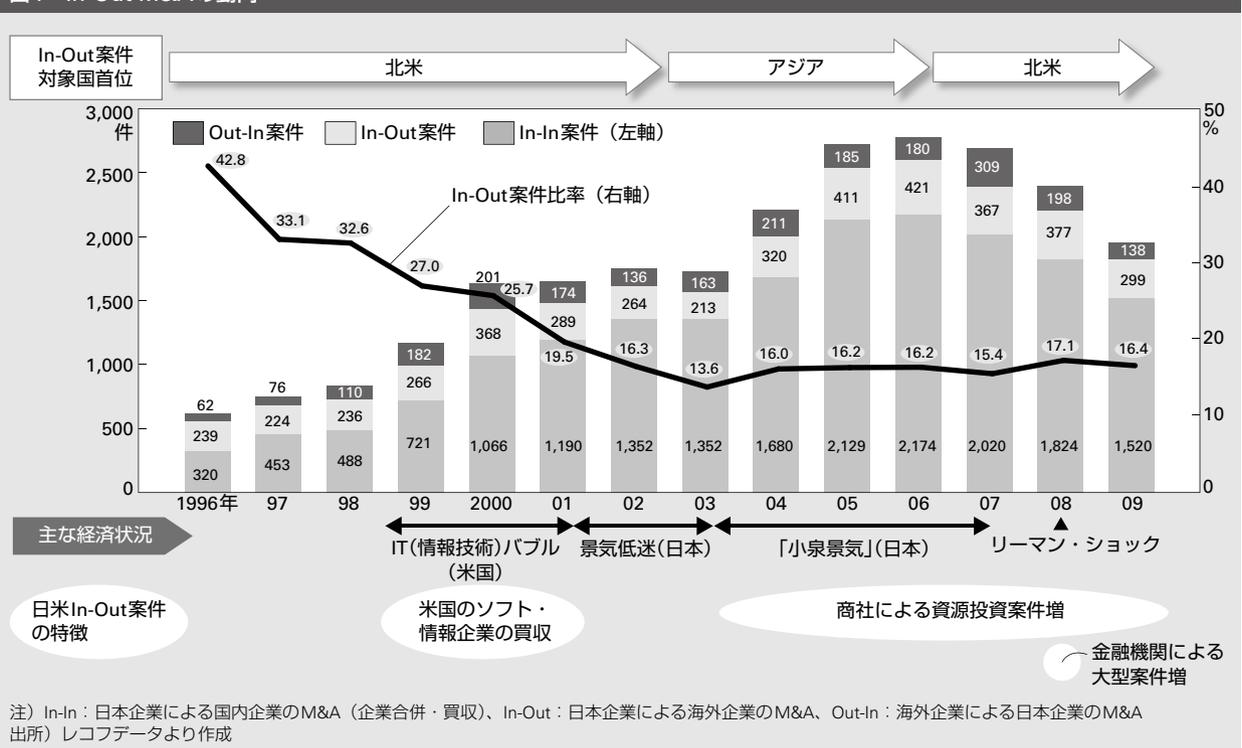
2001年にITバブルが崩壊すると、北米案件比率は低下し、03年から06年にかけては中国・韓国を中心に、ソフト・情報、電機産業企業のM&Aが大きく伸びたアジア地域がトップに立った。2006年にはソフト・情報産業企業を中心にM&Aが増えた北米地域のシェアが向上してアジアに並び、2009年時点では37%の水準まで回復してきている。

### 3 地域で異なる日本企業の海外M&A動向

#### (1) 中・小型案件が多いアジア地域

図3のとおり、日本企業によるアジア地域でのM&Aの特徴は、100億円以下の中・小型案件の比率が90.5%(2009年値)と非常に高

図1 In-Out M&Aの動向



いことである。北米や欧州など先進国に比べ、アジア地域はそもそも時価総額の大きな会社自体が少ないこと、また鉱業、電力・ガス、金融機関など、大規模案件が多い業種のM&A案件が比較的少ないことがその背景にある。

### (2) 案件の大型化が進む欧州地域

欧州地域では、2000年ごろから日本企業によるM&A案件の大型化が顕著となった。輸送機器や化学をはじめとした、案件規模が比較的大きな産業が買われる傾向にあったためである。その後はユーロ高の影響などで単発的に小型化した年もあったが、2009年では、中・小型案件割合は58.3%にまで落ち込み、大型化が進行している。

### (3) 大型化を経て再び中・小型案件比率が拡大している北米地域

日本企業による北米地域でのM&Aは、2003年時点では100億円以下の中・小型案件が95.1%を占めていたが、その後は大型化が進行した。その理由の一つに挙げられるのは、2004年より鉱業や電力・ガスなど資源系の大規模な投資案件や金融機関の大型案件が増加したことである。実際に、2003年には5%にすぎなかった鉱業、電力・ガス産業の案件が、09年には13%にまで上昇している。リーマン・ショックの2008年には、資金的に余裕のあった日本の金融機関による大型案件が相次いだ。

2009年には、逆に中・小型案件の割合が増加した。これは金融機関による大型案件が一段落したなかで、ソフト・情報、電機など、もともと比較的小型案件の多い業種での案件数が再び増加したためである。

## II 国内の常識が通用しない海外M&A——米国企業買収例

### 1 海外企業M&Aで戸惑う日本企業

#### (1) 日本企業相手とは勝手が異なる海外企業M&A

日本の大企業であれば、すでに国内外でM&Aの経験があるのが一般的であり、事業

図2 In-Out M&A案件のターゲット企業のエリア別比率の推移

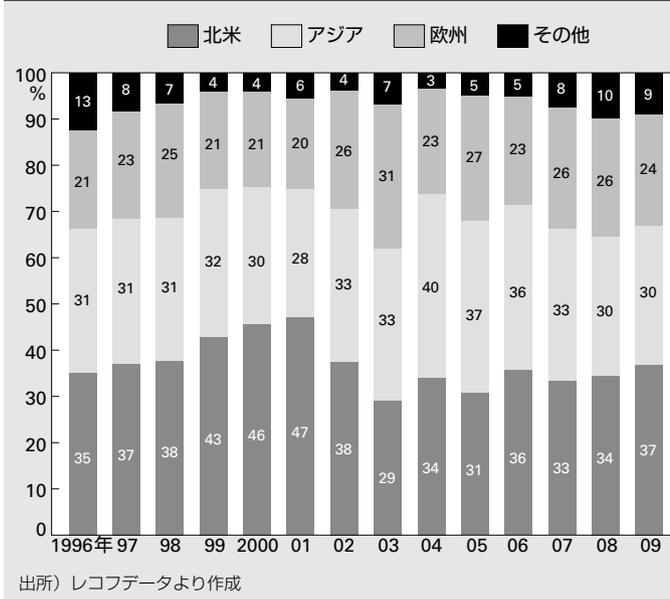
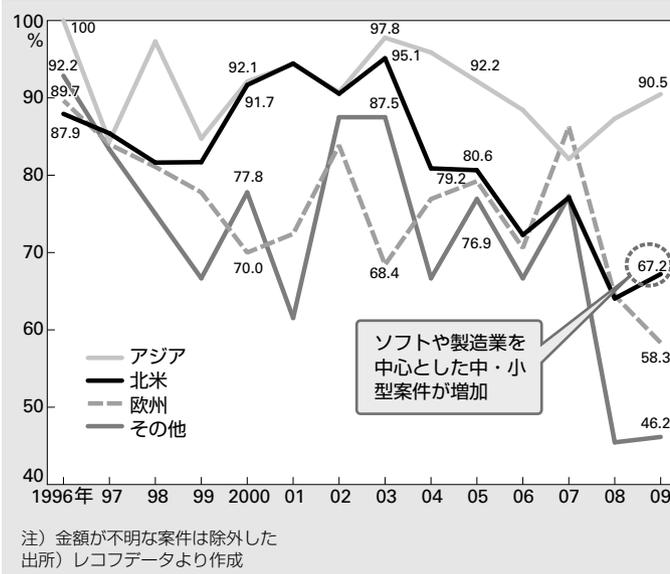


図3 対象地域別によるIn-Out M&Aに占める100億円以下案件数の比率の推移



部門主導で海外企業を買収しようとする場合には、法務部や経理部などの本社部門からデューデリジェンス（Due Diligence、ターゲット企業の実態把握・調査、以下、DD）を要求されることが多い。

このようなDDをNRIがサポートするなかで、M&A先進国であると思われがちな米国でも、日本では考えられないような事態が頻出する。特に、米国証券取引委員会（SEC）に財務資料を登録していない中小企業の場合には、基本的な財務データや会社規則の類についてすら入手が難しく、ターゲット企業側でそもそも資料が整備されていないことも珍しくない。

一方で、日本企業は米国企業からの情報を真に受けすぎる傾向がある。交渉の出発点として、相手企業が「この価格以下では売却しない」、あるいは「当社戦略の現状維持を前提とした売却である」といわれると、その時点で交渉開始を諦めてしまったり、これらの条件を前提にM&Aの交渉を進めてしまったりしている例が見られる。日本企業に対して売却意欲が旺盛な米国の中小企業の場合には、資金繰りなどの面で何らかの問題を抱えているケースが少なくなく、それゆえに、かなりの高値の売却価格を提示してくることも少なくない。

## (2) そもそも異なる法制度の枠組み

一般に日本企業は、米国の制度がグローバルスタンダード（世界標準）であり、米国のほうが先進的で透明性の高い制度を採用しているような印象を持ちがちであるが、実際には日本よりもかなり複雑でわかりにくい制度になっている部分がある（表2）。

日本では株式会社の枠組みを規定しているのは会社法（平成十七年七月二十六日法律第八十六号）であるが、米国は各州それぞれが会社法を制定している。特に上場企業などは、会社法の枠組みが柔軟なデラウェア州で設立されていることが多いが、本社機能の実態は他州に置かれているケースが普通である。

このため米国企業に対するM&Aでは、まず弁護士が会社を設立した州の会社法に照らして、ターゲット企業が適切に設立されて取締役会や株主総会が定期的に開催されるなど、適法に運営されているか否かの確認から始めるのが普通である。実際にDDを開始すると、作成や保存が法律で義務づけられている書類すら存在しないことも珍しくなく、これらには後々訴訟や偶発債務発生につながりかねないリスクが存在する。

## (3) 米国企業側も戸惑っている

売り手側の米国企業も日本企業との交渉に戸惑っていることが少なくない。NRIが日本企業のアドバイザーとして米国企業と交渉した際の経験では、「いつまで時間がかかるのだろうか」「買い手から金額や買収スキームについての提案がないので検討の進めようがない」「依頼に応じて山のようにデータを提供しているが、重複するものも多く、そもそも正しく見て判断してくれているのだろうか」といった疑問や苦情が少なくない。

NRIとの共同アドバイザーであった米国の弁護士事務所によれば、米国企業同士のM&A案件で、買い手側のポジションが有利な場合には、買い手側が、売り手側企業に対して満たすべき条件を大量に付け、そのうえ

でM&Aに基本合意して、売り手側企業が実際に条件を満たした後に株式を譲渡する例も多いという。

たとえば、日本企業側がターゲット企業の実務能力を確認したいという理由でエンジニアリングプロジェクトの簡単な事業性評価をしてほしいと依頼したり、建設予定地に案内してもらったりすることもある。しかし、米国企業側はこのようなケースにも、それらの手間にフィーが支払われるのが一般的という意識を持っている場合があり、いずれ買収するのだからという理由で、そうしたことをあまり気にしない買い手の日本企業に不信感を募らせることもある。

また、DDでは必須のデータ提供についても、そもそも中小企業は人員数が少なく、デ

ータ要求に対応するための専任スタッフを設置する費用の負担を米国企業側が要求して、することも少なくない。

## 2 中小企業相手だからこそ必要な デューデリジェンス

日本企業側からは、「数億円程度の案件であり、買収に失敗したとしても大した影響はないので、DDにわざわざ費用をかける必要があるのだろうか」という疑問が上がることもある。しかし、NRIの経験からは、特に小規模案件であるからこそ「プレDD」と「本DD」の2段階でDDを実施したほうが良いと考えられる。

具体的には、まずは事業内容やマーケット動向、収益力、株主構成、売り手企業の持つ

表2 M&Aの観点から見た日米の中小企業にかかわる制度などの枠組みの違い

	日本	米国
会社法	会社法	各州の会社法
重要な決議	会社法特別決議 2分の1出席、3分の2賛成	2分の1出席、2分の1賛成（デラウェア州会社法）
株式発行		事前に定めておけば、ありとあらゆる株式の発行がほぼ可能（デラウェア州会社法）
地理的な展開・事業ライセンス	建設業など、一部国の免許と都道府県知事の免許に分かれる場合があるが、基本的には国内での事業展開に制限はない	事業を行う各州ごとに事業ライセンスを取得することが必要な場合がある
会社の履歴	一部の会社を除いて比較的わかりやすい	複雑な資本取引が行われていることが珍しくなく、現在の業態と全く関係のない以前の業態に関連する偶発債務などが存在する可能性がある
会社の概要		定款（などさまざまな資料）を読み込まなければ会社の概要を把握できない場合がある
財務データ	非上場企業でも商用データベースを活用すれば、比較的容易に信頼性の高いデータを得られる	SEC（米国証券取引委員会）に登録していない企業の財務データを入手するのは比較的困難（商用データベースは存在）、かつ財務データの整備水準が低い場合もある
資金調達		日本と比較してエクイティファイナンス（株式発行、オプション・ワラントなどの発行）による資金調達が容易で、債務超過であるにもかかわらず、負債が少ないこともありうる
株式保有	企業グループ間で複雑な持ち合いになっていて、外部から保有関係がわかりにくくなっていることがある	信託、投資ファンドなどを経由して経営陣などが株式保有をしていることがあり、実態以上に株式保有が分散して見ることがある。中小企業でも多くのオプション・ワラントなどを発行していることがあり、これらが行使された場合、株式保有比率が急激に変わることがある
税金	国税 地方税（地方税法により全国同じ仕組み）	連邦税 州税（各州により異なる）
訴訟リスク		会社ないしは経営者個人が訴訟案件を抱えていることが珍しくない。資金力のあるスポンサーに買収されると、それまで様子見だった訴訟案件が急に顕在化することが珍しくない

表3 日本企業による米国の破たん企業買収事例

公表日 年 月 日	形態	買収側	被買収側	被買収側の業種	金額 (億円)
2001 5 23 11 27 12 5	資本参加	伊藤忠商事	コンバース	その他製造	80
	営業譲渡	NEC	ゼファー	ソフト・情報	
	営業譲渡	信越化学工業	ボーデンケミカル&プラスチック・オペ レイティング・パートナーシップ	化学	
02 1 22 2 8 10 5	営業譲渡	三井物産	エコジェン	化学	4
	買収	インターネット総合研究所 (IRI)	グローバル・クロッシング・ジャパン	ソフト・情報	8.22
	資本参加	住友商事	ケルストローム	輸送用機器	2
03 3 24 12 10	営業譲渡	ディーアンドエムホールディングス (D&M)	ソニックブルー	電機	4.82
	営業譲渡	クボテック	キャドキー	ソフト・情報	3.86
04 10 24	営業譲渡	パームツリー	ローンスターループ	その他金融	1
08 9 23 10 3 12 12	事業譲渡	野村ホールディングス	リーマン・ブラザーズ	証券	
	買収	野村ホールディングス	リーマン・ブラザーズインド子会社 (Lehman Brothers Services India Private, Lehman Brothers Financial Services (India) Private, Lehman Brothers Structured Finance Services Private)	サービス	
	事業譲渡	野村ホールディングス	リーマン・ブラザーズ	証券	
09 8 4 8 18 9 25 12 10	事業譲渡	村田機械 (受け皿会社：ムラテックオート メーション)	アシストテクノロジーズジャパン、アシス トテクノロジーズジャパン・ホールディ ングス (アシストテクノロジーズ日本法人)	運輸・倉庫	5.371
	買収	住友精密工業 (受け皿会社：SPP Process Technology Systems UK (SPTSUK))	アビザ・テクノロジーズ設立会社 (英国法 人一部事業承継会社)	電機	
	買収	日本ポラロイド経営陣 (当時、伊藤裕太社 長) (受け皿会社：フロンティアズ)	日本ポラロイド (ポラロイド日本法人)	その他販売・ 卸	
	事業譲渡	日立製作所	ノーテルネットワークスなどグループ3社	電機	
10 4 17 5 1	事業譲渡	ユニオン・バンク (UB) (三菱UFJ銀行 [三 菱UFJフィナンシャル・グループ (MUFG)] 孫会社)	タマルパイス銀行	銀行	
	事業譲渡	ユニオン・バンク (UB) (三菱UFJ銀行 [三 菱UFJフィナンシャル・グループ (MUFG)] 孫会社)	フロンティア銀行	銀行	

出所) レコフ「MARRテイラー版」より作成

ノウハウの特定と確認、会社や事業の実態が  
本当にあるのかなどの基本条件を把握するプ  
レDDを実施し、買い手側にとっての戦略的  
意義やシナジー (相乗効果)、買収の勝算を  
確認したうえで、実際に買収を進めるための  
本DDを実施することが有益である。

### (1) 少なくない破たん企業のM&A

表3に日本企業による米国の破たん企業の  
買収事例を示した。このなかではリーマン・  
ブラザーズが有名であるが、ソフト・情報、

電機などの分野でも事例が見られる。

成長分野のベンチャー的性格の中小企業を  
買収する場合には、ターゲット企業が破たん  
企業、ないしは実質破たん企業となることは  
珍しくない。米国では、日本と比較してベン  
チャー企業の株式発行による資金調達および  
資材調達、費用支払いなどが容易なため、当  
期赤字で、かつ実質債務超過であっても運転  
継続が可能な場合がある。

特にベンチャー企業の場合、経営陣が「今  
後市場が急成長する。今期の資金繰りさえ乗

り切れば黒字転換する」といった主張をすることも多いが、この真偽の見極めには相当の分析力が必要な場合がある。

## (2) 意外と高い買収後のリスク

米国の会計事務所からは、財務DDの報告時に、「ターゲット企業の経営陣の年齢を考慮すると、会社売却後の早い時期に経営陣は退職・リタイアするだろう」、また「ターゲット企業の財務状況を見ると、日本の大企業が同社を買収した場合、今のところ債権の回収を諦めている取引先が訴訟を起こして取り立てに殺到する可能性が高い」といった懸念が寄せられることがある。

米国企業の場合、会社あるいは経営者個人が、結論が出ないままの訴訟案件を抱えていることは比較的普通である。米国の弁護士事務所によれば、こうした場合も「同社には支払い能力がないと見ているために本気で訴訟手続きが進められていないだけで、日本の大企業がバックにつくのであれば、必死になって裁判で勝ちにくることが考えられる」という。

米国の中小企業を買収した日本のある上場企業からは、「買収後、東証上場会社である自社の連結子会社に求められる社内規定・内部統制を整備するために、ばかにならない時間とコストが必要であった」という感想を聞いたこともある。米国企業へのNRIのDD経験から見ても、「時間を買う」つもりで米国の中小企業を買収しても、キーパーソンの退職や経営体制整備に数カ月ではすまない時間と労力が必要となる可能性は十分にある。

特に株式を100%取得しない案件では、事業がうまくいかない場合の撤退が必ずしも容

易でないことに留意する必要がある。米国側の株主が会社清算に拒否権を行使したり、株式引受けに応じなかったりといった例もある。

## Ⅲ 海外企業M&Aにおけるデューデリジェンス実施のポイント ——米国企業の事例

### 1 なぜDDが必要なのか

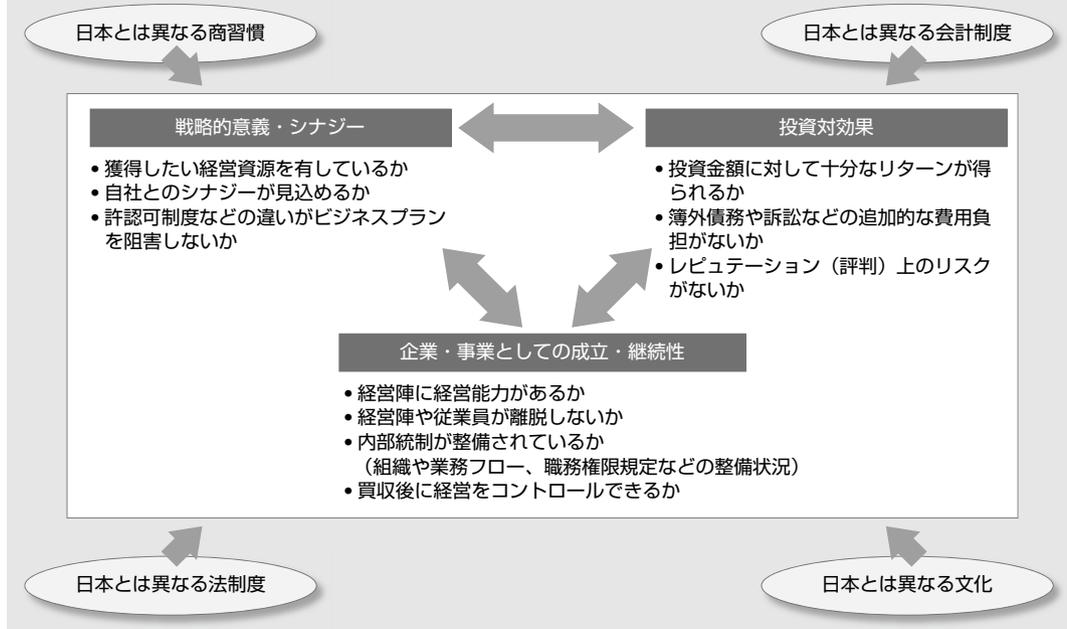
事業会社がターゲット企業のM&Aを実施するに当たって考慮・検討すべき事項として、以下の3点が挙げられる。これがDDである。

- ①ターゲット企業買収の戦略的意義・シナジー
- ②ターゲット企業買収の投資対効果
- ③ターゲット企業単体の企業・事業としての成立・継続性

ターゲット企業と買収側企業の戦略が一致し、事業展開上のシナジーが期待できるのでなければ、ターゲット企業をそもそも買収する意味がない(①)。一方、シナジーが期待できるとしても、適正価値以上の高値で買収することになれば、買収側企業にとって投資対効果の高い、経済合理性のある取引とはいえない(②)。

また、ターゲット企業が中小企業の場合、経営はオーナー個人に依存しているケースも多く、買収後にもしオーナーが退職すると、単体の企業として体をなさないこともありうる(③)。特に、東証上場企業が米国の中小企業を買収する場合には、上場企業連結子会社として求められる社内規定・内部統制やコンプライアンス(法令遵守)体制などが、タ

図4 In-Out M&A実施に当たって考慮・検討すべき事業



ターゲット企業に整っていない可能性がある。このため、ターゲット企業の買収が上述の3点を満たすか否かを確認・検証するために、買収側企業は、ターゲット企業にDDを実施することになる。もちろん、日本企業を対象としたM&AでもDDは一般的であるが、海外企業を買収する場合には、法制度や会計制度、商習慣、文化などの違いにより、考慮・検討しなければならない範囲や深さがはるかに大きくなる傾向がある（図4）。

## 2 戦略的意義・シナジーの確認と検証

単純な買収価格の算定にとどまらず、さまざまな偶発的コスト発生の可能性なども踏まえ、DDにはビジネス・財務・法務などの多岐にわたる側面からの取り組みが必要となる。なかでも日本国内のM&Aとの違いが比較的大きい以下の2点については、主にビジ

ネスDD、法務DDを通じて検証していくことになる。

### (1) 前提は人材流動性の高さ ——ビジネスDD

日本に比べ人材流動性が高い米国の労使関係はきわめてドライで、キーとなる人材が買収後に流出するリスクが高い。M&Aの目的が現地の優秀な人材獲得にあることも多いため、人材が流出してしまっただけでは本末転倒である。

そのため米国企業に対するM&Aでは、人的資源についての調査を日本企業以上に綿密に実施しなければならない。特に、①M&Aの目的を達成するために必要となるキーマンは誰か、②キーマンの雇用維持にどのような条件を提示すべきか、③キーマンの持つノウハウや人脈などが組織に根づいているか——などを十分に調査・検討する。「企業や組織

とそこに属す人材は不可分である」という、日本企業を買収するケースを前提にはならない。

人的資源の調査の結果、ターゲット企業が特定のキーマンの力量に大きく依存した企業や組織であることが明らかになれば、M&Aではなく、ヘッドハンティングなどの手法も効率的な代替案として挙がってくるであろう。

## (2) 許認可や業法の違いを十分に認識 ——ビジネスDD、財務DD

米国では、事業を展開する州ごとに、当該州で事業ライセンス、たとえば電気設備を設置するためのライセンスなどを取得しなければならないことがある。またライセンスには、連邦政府から取得するものと州政府から取得するものがある。一般に、これらのライセンスの追加取得はそれほど困難ではないと考えられるが、M&A後、不足するライセンスの取得や許認可に時間がかかれば、当初予定していた買収後のビジネスプランを変更せざるをえなくなる。

## 3 投資対効果の確認と検証

### (1) 財務情報だけでは決められない企業価値評価——ビジネスDD、財務DD

株式公開企業を評価するうえでは、株式市場での株価や時価総額が一つの参考値となるが、特にベンチャー企業などでは、オーナーの個人的人脈に依存した機関投資家などが株式の大半を保有し、流動性を抑えて株価を維持しているケースも見られるため、株主構成や取引出来高も十分に確認しておく。たとえば、一見、オーナーの親族や関係者ではない第三者や投資家が大株主や上位株主であった

としても、実質的にはオーナーと一体のこともある。このような場合、株式の流動性が制限され、株価が高値維持されている可能性もある。

売り手側が高値での売却をねらって、交渉の前段から高額な買収価格を主張するケースもあるが、買い手側としては、DDの結果に基づいてさまざまなリスクが存在することを指摘し、自社にとって適正な買収条件になるように交渉していく。

### (2) ストックオプション制度にかかわる潜在的な株式希薄化の可能性に留意 ——財務DD、財務DD

国によって、のれんの償却方法など会計基準や繰越欠損金の使用制限、配当にかかわる税制が異なるため、米国にかぎらず、財務・税務状況は入念に調査する。また、日本企業のM&Aの検討ではあまりなじみがないが、米国企業を買収する際の留意事項としてストックオプション制度が挙げられる。

ストックオプション制度の利用が日本企業に比べ進んでいる米国では、経営者に対して多くの企業がストックオプションの付与などの報酬プランを用意してインセンティブを持たせている。さらに、資金繰りが苦しいベンチャー企業では、調達先や業者にワラント（新株予約権）付与などの形で支払っていることもあり、十分に調査をしておかないと、買収後に思いもよらない株主が現れる可能性もある。

ストックオプション制度を活用することで、既存の経営陣が顕在化しない形で経営の支配権を確保しているケースもあるため、子会社化を予定している場合には、株式希薄化

の可能性がどの程度あるかを事前に見積もっておく。さらに、ストックオプション制度を活用したボーナスが企業の最終損益に大きな影響を与えることもあるため、どのような仕組みが導入されているかも十分に調査しておく。これは前述のキーマンとなる人材を雇用するうえでの報酬制度を検討するうえで必須となる。

### (3) 潜在的な訴訟リスクの可能性を十分に 見積もる——法務DD

米国は訴訟社会である。日本企業が米国企業を買収した結果、資金力のある日本企業が株主となることで被買収企業の財務体力や信用力が向上することに目をつけ、訴訟を起こして賠償金を得ようとする意図も働きやすいと想定される。そのため米国企業を買収する場合には、既存の株主や取引先、従業員から訴訟を起こされるリスクがどの程度あるのか十分に見積もっておく。

日本企業を買収する際の法務DDでは、現在抱えている訴訟案件を中心に、和解・解決の可能性や実際に賠償金を支払う可能性を精査するまでで、潜在的なリスクの精査まで行われることは多くないと思われる。一方、海外企業を買収する場合の法務DDは、言葉は適切ではないが、「金持ち相手にとりあえず訴えてみる」という意図を持っている者もいることを忘れてはならない。

しかし、法務DDをいくら入念に実施しても、法的なリスクを完全に遮断することは困難である。そのため、訴訟リスクが大きくなりそうな業態や企業特性の場合には、潜在的なリスクを引き継がないように、企業全体ではなく特定の事業や資産だけを買収すること

や、売り手側に対して表明保証や経済的損失を補償する条件を盛り込む検討をする。

## 4 企業・事業としての成立と継続性

### (1) 企業の複雑な生い立ちに潜むリスクに 留意——法務DD

日本に比べてM&Aが活発な米国では、複雑な資本取引をしている企業は珍しくない。日本の中小企業であれば、創業家が興した事業や会社を脈々と受け継いでいくことや、大企業が新たな事業を子会社として設立するケースが多いため、会社の沿革や生い立ちに大きな問題が潜んでいることは稀である。

一方、米国では、ベンチャー企業が上場企業というステータスを獲得するために、自社とは業態の異なる上場企業を買収し、その後その会社を存続会社として業態転換をしているケースもある。そのため、会社の履歴や過去の資本取引にかかわる潜在的な偶発債務リスクが潜んでいる可能性があることを十分に認識しておく。

### (2) 内部統制の整備状況——ビジネスDD、 法務DD

特にベンチャー企業や中小企業では、自国内外にかかわらず内部管理体制や内部統制組織が明確には存在しない場合が多い。企業内の属人的な情報共有や意思決定に頼るあまり、あるべき財務情報や従業員のための職務権限規定、業務プロセス、マニュアルなどが整備されていないことがある。そこで買い手である日本企業が本社から人材を派遣するなどして新たに制度・組織を整える必要が生じ、当初想定していなかった管理コストが発生することもある。結果的に、シナジーを期

待して海外企業を買収したにもかかわらず、発揮できたシナジー以上に管理コストがかかり、赤字が継続してしまうこともあるため、対象企業の内部管理体制については特に留意しておく必要がある。

以上をまとめると、海外企業を対象とするときには表4のように、日本企業と比べて実施すべきDDの項目が非常に多いことがわかる。NRIの経験からも、日本企業を対象とするDDに比べて、その作業量は2、3倍程度になると見られる。

買収金額が小さいからといって、買収金額の範囲内でしか損失が発生しないわけではない。たとえば、買収後に発生する偶発債務な

ど追加資金負担が発生するリスクや、従前からの訴訟に巻き込まれて多大な資金負担が必要となる可能性もある。また、もともとR&D（研究・開発）やハイリスク・ハイリターンな事業を好む経営者が経営しているベンチャー企業で、買収後も同じ経営者が経営を継承した場合、日本企業の後ろ盾を得て、損失を拡大させるおそれのある投資にさらに傾注する可能性さえある。

そのため、特にベンチャー・中小の海外企業のM&Aでは、リスクの範囲や深さが日本企業よりも大きいことを前提にDDを実施する。ただし、本格的なビジネス・財務・法務DDをいきなり実施するよりは、プレDDを実施して、本案件がM&Aの本格検討に値す

表4 デューデリジェンス（ターゲット企業の実態把握・調査：DD）における調査事項の違い

	日本企業を対象とする場合	米国企業を対象とする場合
ビジネスDD	企業全体 <ul style="list-style-type: none"> <li>市場環境</li> <li>対象企業の沿革および事業構造</li> <li>対象企業の業界でのポジション、強み・弱み</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場環境</li> <li>対象企業の沿革および事業構造</li> <li>詳細な社歴と過去の資本取引の状況</li> <li>株主構成および株主の素性</li> <li>対象企業の業界でのポジション、強み、弱み</li> </ul>
	組織・人事 <ul style="list-style-type: none"> <li>組織体制</li> <li>人員構成や人事制度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>組織体制</li> <li>人員構成や人事制度</li> <li>キーマンの所在と雇用契約の内容</li> <li>文書としてのノウハウなどの整備状況</li> <li>内部統制の整備状況</li> </ul>
	事業活動 <ul style="list-style-type: none"> <li>生産技術・設備の状況</li> <li>販売力の有無</li> <li>研究開発力の有無</li> <li>資金繰りの状況</li> <li>将来の損益見込み</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>生産技術・設備の状況</li> <li>販売力の有無</li> <li>研究開発力の有無</li> <li>国・州ごとの許認可取得の状況</li> <li>資金繰りの状況</li> <li>将来の損益見込み</li> </ul>
	買収後の事業プラン <ul style="list-style-type: none"> <li>シナジーの可能性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>シナジーの可能性</li> <li>許認可など法規制による事業阻害要因の有無</li> </ul>
財務DD	<ul style="list-style-type: none"> <li>資産内容（不良在庫、不良債権の有無など）</li> <li>損益状況の精査</li> <li>簿外債務、偶発債務の有無</li> <li>税務上の問題点の確認（繰越欠損金の利用や追徴課税の可能性）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>資産内容（不良在庫、不良債権の有無など）</li> <li>損益状況の精査</li> <li>簿外債務、偶発債務の有無</li> <li>税務上の問題点の確認（国・州ごとの税制に応じた繰越欠損金の利用可能性、追徴課税の可能性）</li> </ul>
法務DD	<ul style="list-style-type: none"> <li>重要な契約内容の確認</li> <li>訴訟・係争案件の影響、見通しの確認</li> <li>環境問題</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役会、株主総会などの運営状況</li> <li>各種整備書類の保存状況</li> <li>重要な契約内容の確認</li> <li>訴訟・係争案件の影響と見通しの確認</li> <li>環境問題</li> <li>過去の各種契約内容と訴訟可能性</li> <li>買収による特許などの利用制限の有無</li> </ul>

注) ビジネスDD・財務DD・法務DDの内容の切り分けは、あくまでも一例。たとえば、資金繰り、将来の損益見込みなどは財務DDとして実施することもある。また、株主の素性調査などを実施する場合には、現地の法律事務所などが法務DDを実施することもある

るのかの確認をすべきであろう。

日本企業はしばしば、話術の巧みな米国企業の経営者のプレゼンテーションに感心して、当該企業に高い期待値を持ってしまうことがある。そのため、まずは、そもそもターゲット企業は収益を出しているのか、ノウハウの実態はどのようなものなのか、また、会社としての経営実態があるのか——などの基本的項目を確認して冷静になる必要がある。NRIの経験でも、米国企業がセールスポイントであると主張していた特殊なノウハウが、実は同業他社と比較して特に優れたものではないことが本DD開始後に明らかになったことがある。買い手側企業が事前に社内で、最初に当該買収案件についての意義や目的、満たすべき条件などを十分に検討して、それらのポイントから検証を始めることが必要であろう。

## IV 米国企業M&Aにおける 買収スキームの選択肢

### 1 必要なのは株式取得に こだわらない柔軟性

#### (1) 不要な権利・義務関係を引き継がない

国内における日本企業のM&A手法は、株式取得による合併が一般的で、「M&A＝ターゲット企業の発行済株式取得」を連想することが多い。これに対して、たとえば米国でのNRIの経験では、売り手企業側から第三者割当増資による株式マジョリティ取得を提案されたり、あるいは弁護士事務所や会計事務所から、アセットセール（日本での事業譲渡、営業譲渡に相当）<sup>注2</sup>やヘッドハンティングのほうが望ましいのではないかという提案

を受けることが少なくない。

企業には、会社法人に紐づく各種の権利・義務関係があり、M&Aによって株主が変わっても、これらは基本的には継承される性格のものである。買い手企業側にとって必要のない権利・義務関係を引き継がないということが、日本企業のM&Aと比較するとはるかに重要な論点となる。特にエクイティファイナンス（新株発行）で資金調達を賄っているベンチャー企業の場合には、株主や経営者の変更を繰り返し、現経営者も十分に把握できていないリスクが会社法人に紐づいていることがある。

たとえば、創業者が会社設立にかかわる手間を省くために、全く別の事業を行っている会社を買収して現事業を始めた場合には、現在の事業とは無関係の、買収前の事業にかかわる製造者・販売者責任や訴訟リスクを引き継いでしまっていることがある。

#### (2) 容易ではない支配権取得の担保

ターゲット企業を自らの戦略に取り込むために日本企業は、株式の過半数を取得して支配権を得なければならないと考えているようである。

しかしながら、米国企業の資本政策はきわめて柔軟な場合があり、NRIの経験でも、たとえば無条件で普通株10株に転換可能な優先株を発行したベンチャー企業がある。ターゲット企業がどのような株式をどれだけ発行する権利を留保しているのか、また、オプションワラントの発行状況と転換の見通しはどうなっているのかなどを十分に分析・考慮しておかなければ、発行済株式の過半数を取得したところで、買収後に希薄化しかねない。

## 2 アセットセール、ヘッドハンティングも買収スキームの選択肢

主な買収スキームそのものは日本でも米国でも変わりがなく、

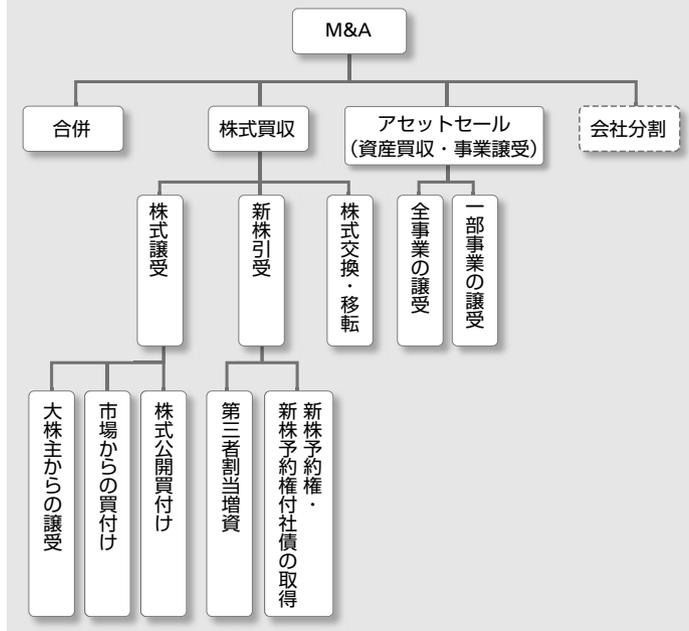
- ①合併
- ②株式買収
- ③アセットセール

——であり、上場企業買収では、これらを応用した三角合併や二段階型買収の手法も多く用いられている（図5）。

特に米国の中小企業を買収対象とする場合、会社法人そのものというよりは、スキル（技能）やノウハウを有する人材や保有技術・特許などに価値があることも少なくない。株式取得によって会社法人に紐づく多数の見えざるリスクを包括的に継承するのではなく、必要最低限の事業の譲受（アセットセール）や、キーパーソンもしくはチームのヘッドハンティングによりスキルやノウハウを獲得することが最適解の場合もあるだろう。54ページの表3に見るとおり、実際に日本企業が米国の破たん企業を買収した事例では、株式取得ではなく、事業譲渡、営業譲渡のスキームを選択しているケースが多い。株式買収のみがM&Aではなく、アセットセールやヘッドハンティングも有効な選択肢であることを認識しておきたい。

買収スキームによって、トランザクション（買収実施）時のメリットや買収後のリスクは異なる。最適な買収形態を選択するには、実績のあるフィナンシャルアドバイザーを活用したDDにより、当該事業のKFS（成功要因）を浮き彫りにしたうえで、ターゲット企業の事業資産、ネットワーク、人材、技術・特許、ライセンス、法人格などの何に眼目を

図5 主な買収スキーム例



置いたM&Aを実施するかを明らかにして適切な買収スキームを選択する。

## 3 買収スキームにより異なる メリット・デメリット

### (1) 合併

米国企業を買収の際、当該企業を日本企業の本社あるいは米国子会社に合併して取り込んでしまうという考え方もありうる。しかし、ターゲット企業を子会社として連結対象に取り込むことと、完全に吸収合併することとは大きな違いがある。

連結子会社とはいえ、親会社とは別法人であるというのが米国式の考え方であり、特別の事情がないかぎり、子会社が破たんしても一株主としての責任以上は負わないとされることが多い。これに対して自社に吸収合併すると、当該事業の破たんの責任は自社で負うことになる。一般論として、日本企業を買収

と比較してリスクの大きい米国企業については、合併よりも株式取得で子会社化するほうが望ましい。

## (2) 株式買収

ターゲット企業の株式を取得するのが株式買収である。株式譲渡、新株引受け、株式交換・移転などにより株式を取得し、被買収企業のすべての資産、負債、契約、従業員、許認可などを継承する。資産・負債の移転についても特別な手続きはないため、単純な取引形態であるといえる。

ターゲット企業の全資産・負債を含むすべての権利・義務関係を自動的に継承するため、買い手側が認識していない債務を継承してしまうリスクや、ターゲット企業の税務ポジションまでも継承してしまうというリスクがあることを認識しておく。

## (3) アセットセール

アセットセールは、ターゲット企業の資産・負債のうち、買い手側が必要なものを個別に取得する手法であり、前述のように日本では事業譲渡、営業譲渡といわれるスキームに相当する。アセットセールでは、買収する資産・負債の範囲を限定できるため、必要のない債務、偶発債務、係争案件などを継承せずにすむというメリットがある。

一方で、原則として移転対象資産・負債については個別に移転手続きを経るため、DD範囲が広範囲にわたるとともに、買収のための契約手続きもかなり煩雑になることが多いといわれている。また、ターゲット企業の契約・許認可・ライセンスなどが必ずしも自動的に継承されないことにも留意しなければな

らない。継承する場合は第三者からの同意を得るか、新たに許認可を取得するなどの手続きが必要な場合がある。

## (4) ヘッドハンティング

ターゲット企業のオフィスや工場などの固定資産、特許などが必要ではなく、特に経営者や個人に紐づいたネットワークやノウハウ、スキルなどの取得が目的である場合にはヘッドハンティングが有効である。

前述の東証上場企業が米国の中小企業を連結子会社とするために買収したケースでは、内部体制・経営管理体制・コンプライアンス体制などのつくり込みに相当の時間とコストがかかる場合があった。一方で、経験者や有資格者さえ雇用すれば、米国で事業展開をするためのライセンスや許認可の取得はそれほど難しくない場合もある。

## V 日本企業によるクロスボーダー（海外企業）M&A推進に向けて

国内市場が継続的に停滞するなか、有効な成長戦略としてクロスボーダー（海外企業）のM&Aが再度注目されている。特に市場創造が始まったばかりの事業領域では、米国企業はいまだに有力なターゲットである。

しかし、米国をはじめとする海外企業の買収に当たっては、日本企業の買収とはリスクの範囲が異なり、より広範なDDを要することも明らかになりつつある。一方で、M&Aに踏み切るか否かについて、ターゲット企業が経営面・財務面で健全な会社であるか、また、日本企業が必要とするリソース（経営資源）を確実に保有しているか否かについての

検証が不十分なまま本DDに踏み込んでしまっている例も少なくない。

ビジネス・財務・法務DDそれぞれは、比較的定型の手順で進められるものであり、本DDに踏み込んだ時点でM&Aは推進の方向と認識されているため、その段階ではフィナンシャルアドバイザー側も、買い手が必要とするリソースがターゲット企業に本当にあるか否かなどの基本的事項について、検討の必要があると認識していない可能性がある。このため膨大な時間をかけて大量の資料をやり取りしてもなかなか結論を出せないケースがある。

したがって、まず日本企業側で、当該買収案件について、意義や目的、満たすべき条件を明確にしたうえで、ターゲット企業がこれらを満たしているか否かをプレDDで確認することが望ましい。特に中小・ベンチャー企業の買収を考える際は、会社としての経営実態があるか否かを、たとえば売上げが継続的に立っているか、同業他社と比較して財務的に不審な兆候はないかなどの点を、本DDに踏み込む前に確認・検証しておくべきであ

ろう。

#### 注

- 1 
$$\text{In-Out案件比率} = \frac{\text{In-Out案件数}}{\text{In-In案件数} + \text{In-Out案件数}}$$
- 2 売り手側から見た場合にはアセットセール、買い手側から見た場合にはアセットパーチェスとなるが、米国で買収スキームを議論する場合には、一般にはアセットセールということが多い

#### 著者

石上圭太郎（いしがみけいたろう）

産業革新コンサルティング部グループマネージャー  
専門は事業戦略、事業再生・再編、民営化など

後藤知己（ごとうともみ）

産業革新コンサルティング部主任コンサルタント  
専門は事業戦略策定、M&A戦略策定、企業再生支援

岩澤 脩（いわさわおさむ）

産業革新コンサルティング部副主任コンサルタント  
専門はM&A戦略策定、企業再生支援

永井希望（ながいのぞみ）

公共経営戦略コンサルティング部コンサルタント  
専門は産業分析