

公開月例研究会講演記録〈第 232 回 (2007. 2. 6)〉——

M&A は企業価値を上げるか？

アビーム M&A コンサルティング株式会社
岡 俊子

1. はじめに

アビーム M&A コンサルティングの岡でございます。どうぞよろしくお願いたします。

今日は、1 時間半ぐらい、M&A についてお話をしたいと思えます。前半は、M&A というのが本当に企業価値を上げているのだろうかということで、2006 年に経済産業省からの委託を受けて調査をやってみました。その結果をお話したいと思えます。後半は、2006 年の暮れぐらいから、三角合併という言葉が新聞紙上で出てきているのですけれども、一体三角合併というのはどういうもので、本当に日本企業にとって怖いものなのかどうか、ということをお話したいと考えております。

2. アビーム M&A コンサルティングの紹介

まず、私どもが普段どういう仕事をしているかということなんですけれども、アビーム M&A コンサルティングというのは、アビームコンサルティングの 100%子会社でございます。アビームコンサルティングは、昔、監査法人トーマツの関連会社でした。

皆さん、アメリカで起こったエンロン事件を覚えていらっしゃるでしょうか。エンロンをアンダーセンという監査法人が監査をしていて、同時に、エンロンに対してアンダーセンがコンサルティングサービスも提供していたのですね。コンサルティングは、エンロンの収益性を向上させるためにサービスを提供するわけです。対して、監査というのは、本当にこの会社の財務諸表は信じられるのかどうかというのを、株主のために第三者的にチェックすることが業務です。このコンサルティングと監査の間には利益相反が起こりえる

のではないかとということで、エンロン事件の後、監査の独立性を担保するために監査とコンサルティングを分けなければいけないという議論がございました。

日本も公認会計士法が改正されて、大手の監査法人は持っていた大規模のコンサルティング部門については、売却をしました。特定の誰かに売却するのが M&A です。多くの不特定の人たちに株式を持ってもらうのを、上場、IPO (Initial Public Offering) といいます。アビームコンサルティングの場合は、一旦 MBO (Management Buy Out) して、その後売却をしました。

実はコンサルティング会社の多くはパートナー制を引いておりました。アビームコンサルティングにも 3,000 人ぐらいのコンサルタントがいるのですが、50 人ぐらいのパートナーが株を持って、会社を運営をしていたのです。アビームコンサルティングが監査法人トーマツと資本関係をきった際、一旦 MBO (Management Buy Out) という形でパートナーが監査法人・トーマツなどから株式を買い上げて会社を運営していたのですが、最近、この様式の一部を NEC に売却しました。アビームコンサルティングのビジネスの多くの部分は、システムコンサルティングですので、NEC とはシナジー効果が期待できるということで資本提携をしたわけです。

私どものアビーム M&A コンサルティングは、M&A の業務になりますので、クライアントさん (お客様) から見てサービス内容が分かりやすいようにということで、2006 年の 4 月、アビーム M&A コンサルティングという形に分社しました。

普段どういう仕事をやっているかですが、M&A におきましては、対象となる会社が幾らの価値があるのか、というのを算定しなければいけません。これをバリュエーションと言うのですが、

バリュエーションが私どもの仕事の1つです。

もう1つは、M&Aの対象となっている会社は、買い手に「自分たちの会社はこういう会社ですよ」という資料をいっぱい出してきました。その資料や経営者の言っていることなどが、今の事業環境に適したものかどうかを買い手の立場にたって調査しなければいけません。また、対象会社が事業計画を出してきましたので、その事業計画の実現可能性についても客観的に判断しなければいけません。これをデューデリジェンス、或はDDとかデューデリとか言うのですが、これも私どもの仕事の1つです。

基本的には、アビーム M&A コンサルティングは、クライアント（お客様）の名前は社外に公表しないのですが、クライアントが公表している場合は言うことができまして、最近の事例でいきますと、2006年の阪神・阪急の経営統合があったのを覚えていらっしゃいますか。そのディールの際の阪神側が私どもの役割でございました。デューデリですと、産業再生機構がダイエーですとかカネボウの債権を買い取ったのですけれども、その時のデューデリも私どもがやらせていただいております。

M&Aというのは最近、法廷闘争が起り始めております。特に敵対的買収となると、色々なことが起きます。これも一部で出ているので申し上げますと、ニッポン放送の事件の時、ライブドアの堀江さんは相手側で、私たちはニッポン放送側でした。法廷闘争では、相手側から資料が出てきたら、今度はそれに反論してこちらが出さなければいけないのです。資料を準備する期間は、だいたい1週間ぐらいで徹夜作業になることが多いです。

また、ここ最近の仕事ですと皆さまがよくご存じのところで行くと、焼き肉屋さんの牛角って行かれますか。或はエーエム・ピーエムというコンビニエンスストアがあるのですが、これらのお店を運営している会社がMBO（Management Buy Out）ということで、経営陣が上場していた株式を買い取って、非上場化したということがありました。そのような際にも、TOB 価格が幾らであるべきかを算定しなければいけません。そのような仕事もしております。

このようなものが私どもが日々やっている仕事

です。基本的には、日常PCに向かって、エクセルで計算をしているか、報告書を書いているか、或は、M&Aの対象会社の経営陣の方と今後どういふうに事業の方向性を考えていくかについて、ディスカッションしたり、そういうようなことに時間を使っております。どちらかという、頭を使いながら仕事をする日々です。

皆さん、頭を使うとやせるんですよ。多分脳が糖を消費するのですね。1週間ぐらい詰めて仕事をやっていると、大体やせてくるんです。これはもう限界がきたなと思ったら、そのメンバーには1週間ぐらい休んでもらって、また仕事に戻るといような感じで、かなり不健康と言えば不健康な生活をしているかもしれません。ただ、誰でもできる仕事ではなく、最近M&Aが増加しておりますし、やりがいを感じる仕事です。

3. M&Aは企業価値を上げるか

大体こういうことをやっているのですが、今日はその中で、「M&Aは企業価値を上げるか」の調査内容についてお話したいと思います。内閣府に対日投資専門部会というのがありまして、海外の会社が日本の会社を買うことを含めて、海外から日本への投資を、もうちょっと振興しなければいけないのではないかというような議論がございます。日本の会社が海外に投資するというのは結構多いんですけども、海外から日本への投資は少ないので、これをもうちょっと是正しないと、相互主義の観点からもまずいでしょうという話があります。今日ご紹介しますM&Aに対しても、もう少し世間の理解を高めることができればいいなというような問題意識がその根底にあります。私もその部会の委員をやっております関係上、経済産業省から「M&Aは企業価値を上げるか」という委託調査を受けました。

3.1 良いM&Aと悪いM&A

M&Aには、良いM&Aと悪いM&Aがあります。良いM&Aというのは、企業価値を高めるM&Aです。誰が株主や経営者でもいいのです。企業価値を高めることができれば、それは良いM&Aです。逆に企業価値を高めることができない、低くするようなM&Aは悪いM&Aです。そ

れがM&Aの良し悪しの判断基準です。経営者として、誰々さんが気に入らないとか、だからこのディールは駄目だとかいうことは、まずあり得ない話です。経済合理性があるかどうか、これがM&Aの良し悪しを計る尺度です。

3.2 定量調査の背景

M&Aを経験した会社に「あなたがやられたM&Aは成功しましたか、失敗しましたか」というアンケート調査がなされることがあります。その時に、多分7割ぐらいの方々は「成功していない」と言うのです。定量的に本当にそうかなというのを調べようと思ったのが、この調査です。

定性的に聞くと、例えば、前に座っていらっしゃる学生さん、「あなたは日本大学で勉強して、自分の学力がついたと思いますか」と聞かれたら、「はい」って言います？……。言いますよね、でも、ちょっと謙遜して、「いいえ」っておっしゃるかもしれないですね。それは日本人独特でして、謙遜の気持ちが現れるからですね。或は、自分のバー、自分としては成功、或は学力がついたというのは、このレベルでなければ駄目だという基準を持っているので、それを超えないと、なかなか「成功した」と言わない、或は「学力がついた」と言わないのです。これが人によって違うので、或は謙遜の心があるとレベルが高くなってしまいますので、定性的に聞くとどうしても、「成功じゃない」と言いがちな傾向があります。

では本当にそうだったのか。1996年から2005年、M&Aが急増した10年の期間において、日本の場合は上場していない企業のデータは殆ど取れませんので、上場している企業のデータをもとにデータ整備をしますと、使えるデータが379件でした。これらのデータをもとに調査分析を実施しました。

3.3 会計とファイナンスの考え方の相違

会計学を勉強された方はイメージがつかうのですが、図表1の左図は貸借対照表です。左と右に分かれています。おカネをどう調達したかというのが右側の負債と純資産で、それをどう経営資源に転換したかというのが左側の資産です。会計上は流動と固定に分けます。負債も流動と固定に分けます。図表1の真ん中の図は、ファイナ

ンス上の貸借対照表です。ファイナンスの世界では流動と固定ではなく事業と非事業に分けます。

例えば、売掛金というものがありますが、左図では流動資産に分類されますが、これは事業で使っているものですので、真ん中の図では事業資産に分類されます。非事業資産というのは、現金、有価証券、投資有価証券の3つが代表的なものであり、これらは基本的に事業で日々使っていない資産とみなされています。

例えば、会社にその有価証券がなくて商売ができるかという、殆どの場合できます。投資有価証券も、子会社の株式は別として、殆どの持ち合い株式などは持ち合いを解消しても、事業を継続することは可能なことが多いですね。また、非事業資産に現金が入るのですが、昔から経営をやっている方にとっては現金が事業で使われない資産に分類されることは、非常にショッキングな話でしょう。高度経済成長の時には、儲かって現金が貯まったら、それを土地に換える。その土地は銀行に融資してもらおう際、担保に出すというような形で使っていたのですが、今や銀行は事業性があればおカネを出すんですね。メガバンクは、従来の担保主義から次第に脱却してきているのです。では、貯まった現金をどうするのかというと、事業拡大のための投資資金として使うのです。

昔は、現金はしっかり貯めとけよ、いざとなったら使うんだぞと言われていたわけですが、ところが今は、現金というのは投資資金として活用しないと意味がない。現金を貯めこんでいるだけでは経営者として失格だと株式市場から評価されるのです。経営者の大きな役割とは将来のための投資ですから、それができない経営者は失格ですよというふうに、考え方が変わってきております。その流れの中、現金というのは非事業資産と見られるというのが最近のファイナンスの考え方です。

負債ですが、例えば、買掛金とかというのは事業で使っている負債です。有利子負債（デット）というのは、借入金など銀行から借りているおカネです。

くり方を変えただけで、総額は同じですから、純資産の金額は、左図と真ん中の図とで同じになります。

3.4 企業価値と事業価値と株主価値

これを基に、企業価値と事業価値と株主価値を右の図で定義しています。事業資産と事業負債から構成されるもの。これは単に引くわけではなくて、DCF法などのファイナンスの特殊な計算をして求めるわけですが、これが事業価値です。事業価値に非事業資産の分を足したものが企業価値で、EV (Enterprise Value) と言います。日本の場合は殆どデットの簿価イコール時価ですから、企業価値からデット分が差し引かれたものが株主価値と言うことになります。

M&A で取引しているのは何かというと、株主価値なのです。例えば、「500億円あげるから、会社をまるごとちょうだい」と言った場合には、500億円というのが何を指しているかということ、株主価値を指しています。ただし、この会社はデットを持っていますので、買った人は、負債(デット)もまるごと買ったことになり、買った後は、買った人がデットを返済していくことになるわけです。

これをもう少し違った見方をしてみたのが図表2です。経営者の方は、自分の会社の価値を、事業の価値がどれぐらいあるんだという見方をします。事業家ですから当然です。事業価値に非事業資産を足して、図の左側から企業価値をみています。一方、ファイナンスの世界の人は右側から見る人が多いのです。デットにエクイティーを足せば企業価値になるという見方をします。

では、左側と右側は一致するかというと、殆どの場合、ぴったりと一致はしません。例えば、かつてのライブドアは、右側が非常に大きくて、左側が小さかったとみられます。なぜかと言ったら、株式分割などで株主価値がかさ上げされていたからです。

左側と右側の差が大きくなりすぎると、その企業にはひずみが出てきます。だから後で問題が起こるのです。日本の上場企業の場合は、かつてのライブドアとは異なり、多くの場合、左側が大きくて、株主からの評価が十分にされていないという形が多いです。真面目に経営している、でもそれが株式市場から評価されていないというケースです。

3.5 調査のアプローチ

ではどうやって私たちがこの調査を実施したかということですが、実はデータが存在するのは右側の要素だけです。デットは簿価イコール時価ですから、有価証券報告書などの公表データが使えます。問題はエクイティーですね。エクイティーというのは株価に発行済株式数をかけたもの、つまり、時価総額のことです。時価総額は、マーケットの雰囲気によって流されてぶれるところがあります。ですので私どもは、これはTOPIX、東京証券取引所の指数ですけれども、これからどれぐらい変動したかというのを指数として取りました。

ただし右側のデータだけだと、先程申しましたように、ひずみのある企業が出てきますので、左側からも企業価値がどの要因で上がったかを検証しました。

左側をどう検証したかということ、非事業用資産と事業価値を足したものが企業価値だと申し上げましたが、非事業用資産は時価ですから、大きな問題はありません。事業価値を要素分解して検証しました。具体的には、EBITDA (イビダー) と EBITDA 倍率に分解しました (図表3参照)。EBITDA (イビダー) は、EBIT・DA (イービット・ディー・エー) という言い方もしますが、会計で言うと、営業損益に減価償却を足したもので、キャッシュベースでどれぐらい収益力があるというのを示したものです。

さらに EBITDA を、投下資本とか利益率とか、いろいろ細かく分けて検証しました (図表4参照)。

3.6 調査結果

では調査結果は、どうだったかということですが、M&Aをやった時点の指数を100としますと、対象企業の企業価値は1年後には4.8%上がっている。2年後には10.9%、3年後には16.1%上がっているという結果が出ました (図表5参照)。企業価値を下げた会社もありますし、上げた会社もありますので、それをバケツとして見た時に、3年後で16.1%上がっているという結果です。

これでM&Aは企業価値を上げることができるという実証がされたわけですけれども、先程せっかく分けたので、その要素ごとに見ていくと、面白いことが分かります。

例えば、企業価値を非事業用資産と事業価値に

分けましたが、非事業用資産が1年目で上がるのですね(図表6参照)。なぜ上がるかという、M&Aをやる時には大体、第三者割増資でおカネが入ってくる。そのキャッシュ部分が出てきていると考えられます。EBITDAは34.8%も上がっています。これはキャッシュを生み出す力が強くなったということですので、かなり企業の力がついてきたということが言えるかと思えます。

さらにこのEBITDAを図表7で分解して見ていただくと、固定資産の回転率が上がっている。例えば、工場を閉鎖して分母を小さくすると、回転率が上がっていきます。要らない資産の売却をやっていたのだらうとみられます。また、原価率、販管費率も下がっておりまして、コスト削減もきちんとやってきたことがうかがえます。その結果、EBITDAが上がって、企業価値が上がってきているのだという傾向が読み取れるということです。

取引のことを私たちはディールと呼びますが、今度は、ディールタイプ別に見てみましょう。1つ目のディールタイプは、IN-INとOUT-INです。国内の企業が国内の企業を買収した場合をIN-INといいます。OUT-INというのは、海外の企業が日本の企業を買収した場合です。

もう1つのディールタイプは、誰が買ったかです。ストラテジックバイヤーとフィナンシャルバイヤーという言い方をしますが、例えば、ルノーが日産を買いましたという場合、これは、ルノーも自動車会社です、日産も自動車会社です。同じ事業会社、或は違う事業でもいいのですけれども、事業会社が事業会社を買う場合をストラテジックバイヤーと言います。バイヤー、買う側が事業会社である場合です。

皆さん、投資ファンドという言葉聞いたことがあると思いますが、彼らは事業をやらないのです。ガバナンス上、取締役を派遣することもあります。彼らは、投資して値上がりしたら売ろうという、フィナンシャルベースで利益を稼ぐことを目的としています。こういう人たちをフィナンシャルバイヤーと言います。投資銀行ですとかプライベートエクイティファンドというのは、フィナンシャルバイヤーに当たります。

この2つのディールタイプで企業価値がどうなったを表わしているのが図表8です。左上がスト

ラテジックバイヤーのIN-INです。日本の事業会社が日本の会社を買った場合です。左下が海外の事業会社が日本の会社を買った場合です。例えば、ルノー・日産のケースです。右上が日本の金融機関やファンドが日本の会社を買った場合です。右下が海外の金融機関、例えば、ゴールドマンサックスとかが日本の会社を買った場合です。

特徴的であるのは、右上の日本のファンドが日本企業に投資した場合です。1996年から2005年というのは「失われた10年」と言われ、日本の金融機関が不良債権処理に苦しんでいた時です。メガバンクはグループ内にファンドを持っていますので、自分たちがどうしても潰れては困っている取引先の株式をグループ内のファンドに持たせたりしていました。ファンドは、持てと言われて持っているだけです。ファンドの仕事としてやりたくてやっているわけではない。しかも潰すなと言われますので、とりあえず持って静観ということにしようというディールもあったのではないかとみられます。そうすると企業価値は上がらない。本当にそうだったのかというのは個別の案件によると思いますが、そういう状況があったのではないかなというのを彷彿させるような数字です。

逆にパフォーマンスがいいのは、OUT-INのフィナンシャルバイヤーによる投資です。例えば、外資系の金融機関が日本の温泉旅館やゴルフ場を買っているのを知ってますか。そのような外資系のフィナンシャルバイヤーによる日本企業への投資は非常にパフォーマンスがいいことが分かりました。

事業会社が事業会社を買うというストラテジックバイヤーのディールについては、OUT-INでもIN-INでもパフォーマンスがそれほど変わらないという結果でした。

それではOUT-INのディールを中心に左側の側面から要素分解して、M&Aによって何が起こるかをみていきましょう。ストラテジックバイヤーによるディールの場合、最初は第三者割増資などでキャッシュが入るのですけれども、儲かった分が内部留保されます。これは非常に特徴的です。事業価値も上がります(図表9参照)。

どうやって事業価値が上がったかということ、これがすばらしいのです。売上高が3年目で111で

す。今、日本の会社で前年度と同じレベルを保てる企業というのはものすごく少ないです。前年度比 97 とか 98 とかという数字をお聞きになったことがありますよね。その経済環境の中で OUT-IN のストラテジックの場合は売上が 10%上がっているのです。売上を上げられるというのは、この成熟した日本の社会においてもものすごいことです。これができるというものが OUT-IN のストラテジックの特徴です (図表 10 参照)。

これは何を言っているかという、売上が海外のバイヤーと日本の対象会社では重ならないところが多いのです。そうすると、日本の会社が自社製品をバイヤーのチャンネルに流すことができます。海外の会社のチャンネルなどの経営資源を使って、シナジー効果を楽しんでいます。それが数字になって表れているということです。

では、OUT-IN のフィナンシャルバイヤーのディールの場合はどうかについて見ますと (図表 11 参照)、一旦おカネを入れますので非事業用資産は積み上がるのですが、2度と投資がなされない。一旦入れたもので全てやれというのがこの思想です。EBITDA は、2年目で最大化します。フィナンシャルバイヤーというのはファンドですから、イグジットと言うのですが、2~3年でまた誰かに売却する。その売却する時に一番高い価値をつけることが重要ですので、早く価値を最大化させようという方針がここにも表れているわけです。

OUT-IN のフィナンシャルバイヤーによるディールの対象会社の事業価値の中身を見ていくと、これも特徴的なのですが、売上高が殆ど伸びていません。売上を伸ばすことを彼らは殆ど期待していないのです。その代わりに、コスト削減を厳しくやっている。贅肉だらけの日本の会社を筋肉質にして売却することによって、彼らもリターンを得る、というのがその戦略だということが明確に分かります (図表 12 参照)。

基本的には IN-IN のフィナンシャルバイヤーによる M&A 以外は企業価値を上げておきますので、全体として見ると、良い M&A をやったということです。ただし、日本のフィナンシャルバイヤーも最近のパフォーマンスを高めてきておきますので、もう少し長いレンジで 2年後ぐらいに調査をすると、きっと別の結果も期待できるかもしれ

れません。調査対象期間がたまたま再生の期間だったから、数字的にはあまり芳しくありませんでした。

4. 三角合併の解禁

では後半、三角合併のお話をしていきたいと思います。

「三角合併」という言葉を聞いたことがおありの方、どれぐらいいらっしゃいますか……。

三角合併は、本来 2006 年 5 月の新会社法の導入時に解禁されるはずだったのですが、それが 1 年先送りになり、この 2007 年 5 月に解禁されます。なぜ 1 年先送りになったかですが、それはライブドア事件が発端でした。ライブドアが、ニッポン放送をめぐってフジテレビと買収合戦をくりひろげたのは、2006 年の今ぐらいの時期でした。ライブドアの一件から「三角合併が解禁されるところということが頻繁に起こるようになるかもしれない。そうなったら、日本の企業は大変だ」という論調が経済界を中心に世間でにわかに沸き起こり、三角合併の解禁は 1 年先送りにされることになったわけです。

経済界がなぜ三角合併を恐れているかと言うことですが、三角合併というのは基本的には大が小を食うのです。

先程見たエクイティー、時価総額或は株主価値と言われるものですが、日本の企業は、エクイティーが相対的に海外の企業よりも小さいのです。GE (General Electric) の時価総額と松下電器を比べると、7 倍 GE が大きいのです。石油は、少し事業の中身が違いますけれども、39 倍。小売り 6 倍、製薬 4 倍、銀行 3 倍というふうに、日本の企業の時価総額はかなり小さいのです。だから日本企業は海外の企業に食われてしまうのではないかと、ものすごく危機感を持っているのです。

では、実際に三角合併はどんなものなのかご説明したいと思うのですが、まず、三角合併とはそもそもどういう仕組みなのかというのをご説明します。次に、あと 2~3 ヶ月で施行になるわけですが、実際に導入されて実務的に耐えられるのかどうかという論点が 2 つ目です。また、三角合併はなぜ敵対的買収を招くと言われているのかを最後にご説明したいと思います。

4.1 三角合併の仕組み

まず、三角合併の仕組みをご説明します。今日は、クローズドの世界なので、分かりやすく説明するために、勝手に名前を拝借します。まずありえないディールですが大胆に製薬業界からファイザーが武田薬品を三角合併すると仮定します。「」は、立地的に海外です。「」を日本にします（図表 13 参照）。

三角合併というのはどういうものかという、まずファイザーがファイザーの株式をその子会社であるファイザー・ジャパンに持たせます。そして武田とファイザー・ジャパンの間で合併契約を結びます。合併契約というのは取締役による「合併する」との決議が必要なわけですから、もし武田の取締役会で「ファイザーはいやだ」或は「他社と合併するのはいやだ」となれば、武田は合併契約を結ばなければいけません。合併契約を結ばなければ三角合併できませんので、三角合併というのは友好的な間でないと成立しないことだということが分かると思います。つまり、敵対的買収において三角合併は使えないということです。これが第 1 段階目です。

第 2 段階目は、ファイザー・ジャパンが受け取ったファイザー株を武田の株主に渡します。武田の株主は、自分が持っている武田株をファイザー・ジャパンに渡します。ここで株式が交換されるわけです。そして、武田がファイザー・ジャパンに吸収されるということになります。

第 3 段階目は、でき上がりの形です。ファイザーが武田を吸収したファイザー・ジャパンを持ちます。このファイザーの株主は、もともとファイザーの株主とかつての武田の株主ということになります。これが三角合併の仕組みです。非常に簡単な仕組みです。これを見ると、三角合併というのは株式交換と合併を組み合わせたものだということが分かると思います。合併ですから、友好的でないと成立しないのです。第 2 段階が合併と株式交換、第 1 段階はその準備、第 3 段階が出来上がりということになるわけです。

実はこの三角合併というのは、日本の国内企業同士の合併でも使えます。

では、三角合併の何が画期的だったかですが、買収対価として親会社、つまりファイザーの株式を使えるということです。普通、企業を買収する

時は、その会社を持っている現株主におカネを渡すのです。おカネを渡してそれで株を買うのです。おカネの代わりに、しかも自分の株式ではなく親会社の株式を渡せる。これを対価の柔軟化と言うのですが、これができるようになったということが非常に画期的なのです。

4.2 三角合併における実務上の論点

次に三角合併における実務上の論点についてお話しします。1つ目が課税の問題、2つ目が流通上の問題、3つ目が株主総会の承認の問題、4つ目が継続開示の問題、5つ目が親会社の株主総会の要否です。

A. 課税繰延べの問題

まず1つ目、課税繰延べの問題です。三角合併というのは、例えば、皆さまが武田の株主だったとしますと、皆さまにとっては、武田の株の代わりに、ある日突然ファイザーの株が手に入るということです。税法上は株を手放した時点で株を売ったとみなされますので、取得した時が1,000円で、手放した時が2,000円だったら、差額の1,000円分にキャピタルゲイン課税がかかります。

でも皆さまは、武田の株を手放したけれども、おカネをもらったのではなくファイザーの株をもらったわけですから、キャピタルゲイン課税されても、自分はどうやって税金を払えばいいのかということになるわけです。これは、いやですよ。よく知らない海外の会社の株式に突然変わって、そのとたんに税金払えなんて、とんでもないということになるわけです。だから、この場合、武田の株主には、ファイザーの株をもらった時点では課税しないで、ファイザーの株を手放した時、つまり次に売った時まで課税は繰り延べますよというのが、この課税繰延べの内容です。

問題は、自民税調で検討中の3つの例外措置です。

どういうものが例外措置になるかということ、1つ目は海外居住の大株主は駄目よ。これは内外無差別の原則から逸脱する可能性がある、外国で問題になるかもしれません。2つ目は、ケイマンとか、タックスヘブン（租税回避地）を利用するのは駄目よというものです。これは当然で、脱

税行為は駄目です。

最大の問題は、3つ目のペーパーカンパニーを使った再編は駄目よということです。私たちが今考えているスキームの多くは、ペーパーカンパニーを使うのです。実際に三角合併が解禁されても、ペーパーカンパニーが駄目だと実務的には使えないことになる可能性があります。

B. 流通上の課題

2つ目の流通上の問題は少し複雑なのですが、皆さまが武田の株主だとします。武田とファイザーが三角合併しますという開示がなされた時に、「あまり歓迎できないな。売ろうか」と思えば、売ればいい。市場において武田株として売却すればいいのです。

こういう時は、ファイザーが武田の株主に対して「株を売ってちょうだい」というスタンスになることが多いので、2~3割のプレミアムが乗ることが多いとみられます。

或は、皆さまが「2~3割のプレミアムが乗ったとしても、三角合併は株主として認められない」と思われるのだったら、決議で反対して買い取り請求すればいい。ただ、この時の株価については、そもそも裁判所が価格を決められるのかという、従来からあった議論があります。

そうこうしているうちに、合併期日を迎えると、皆さまの手元にある武田株はファイザー株に代わります。今までは武田の株なので国内株ですから、証券会社で株を買う時は、国内口座を開いて、そこで買いますよね。それが一夜にしてファイザー株に代わると、外国株になるわけです。そうすると株主は証券会社に行って外国株の口座を開かなければいけないのか、口座を開くと手数料を取られるのか、いちいち株主が証券会社に足を運ばなければいけないのか、株券はどうなってるのかなど、手続上の細かい問題が想定される。これが流通上の問題です。

また、現物を渡されたら困りますね。ファイザー株を現物で渡された場合、これを売りたいと思えば、この現物に保険を掛けてアメリカに送るのです。それで、偽物かどうか真偽鑑定をして、偽物でないと分かってからでないと売れないわけです。そのコストを負担して売るのは、それは困るといふ議論です。

また、どういう種類の株式かということも問題です。株式には、ニューヨークストックエクスチェンジなど海外の市場で上場しているもの、東証で上場しているもの、全然上場していないものの3つに分かれます。

今はどういう説が有力かということ、外国の株式市場に上場していればいいのではないか。外国企業に預託証券(=DR: Depository Receipt)というのを発行してもらいましょう。例えば、ファイザーはアメリカで株を発行しています。そのある部分を消却してもらって、その部分を日本の市場に割り当てます。それを武田の株主に持ってもらいましょうということです。

実はこれは、この間の信託法が改正されましたので、できる形になりましたが、では実際にどうやってという細かいところは今詰めている最中です。

C. 株主総会の承認要件

3つ目の株主総会の承認要件の話は、2006年の年末に経団連から出ていた話です。三角合併に賛同できないのなら、三角合併を株主総会で否決すればいい。その可決、否決の線引きをどこでやるのかという議論ですが、今は特別決議になっています。ところが経団連は、もっと厳しい特殊決議をした方がいいとおっしゃっています。

現行は特殊決議が必要となるのは譲渡制限株式です。外国株は譲渡を制限している譲渡制限に当たらないので、現行どおりでいくとすると特別決議で行くということになります。

D. 継続開示義務

4つ目は、継続開示義務の話です。皆さまがファイザーの株式を持たされたとします。このファイザーの株価は、ファイザーの業績如何によって上がるか下がるかわ変わるわけなので、株主としては、ファイザーの業績が知りたい。では、何を見ればいいのかというと、有価証券報告書です。これをちゃんと開示してよというのは当然の話です。外国企業は「あの分厚い有価証券報告書を日本語で作るのか。結構負担重いね」と感じているようですが、日本の株主保護のことを考えると、当然のことだと思います。

E. 親会社の株主総会の要否

最後の5つ目は、あまりこれまで議論になっていませんが、根深い問題です。日本の企業同士の三角合併の時の話です。合併会社の親会社の株式が、合併の対価として使われるわけですが、その発行体としての親会社の株主総会が必要なのか否かという問題です。

現行は、親会社の新株発行が有利発行である場合は株主総会の特別決議が必要です。簡単な例でいくと、今の株価が1,000円だとします。1,000円より安い価格でその株を買える権利を持っている、例えば、850円とか、900円でその権利を買えるということは、1,000円で売れるわけですから、その人にとって有利ですね。有利発行であるかどうかというのは、判例上0.9というのが今のバーなのです。有利発行である場合は株主総会が必要です。

ところが、最初にこの三角合併というのは株式交換だと言いましたね。交換するということは、絶対評価じゃなく相対評価で、向こうの株価とこちらの株価を比べているわけです。そうすると有利発行かどうかというのはどうやって判定すればいいのかという大きい問題があります。この判定は素人には無理です。

さらに親会社の株主総会が必要となるためには、もう1つ要件があります。授權枠を超えた場合には株主総会が必要となります。ところが、今多くの企業は、敵対的買収防衛が対策として、授權枠をものすごく広げています。だから、授權枠を超えるような新株発行は、普通の上場会社の場合、まず考えられない。そうすると、有利発行であるか否かだけがバーになってしまうわけです。

三角合併というのは、親会社の株主にとっては自分の議決権が希薄化するということなのです。自分が例えば、30%の議決権を持っていたとすると、同じぐらいの大きさの会社を三角合併すると、この人の議決権の30%は15%になります。自分は30%の持分をもっていたと思って、自分が知らない間に15%にされてしまうということが起きていいのかという話です。これは非常に大きな問題だと思います。

三角合併に関する課題は難しい内容の話だったと思いますが、課税繰延べの問題、どこで売った方がいいのかという流通上の問題、株主総会は特殊

決議なのか特別決議なのかという問題、有価証券報告書を日本語で作成するのかという問題、最後は発行体である親会社として株主総会が必要なのかという問題です。このような問題が今、三角合併で問題となっております。これらは、2007年5月までの間に1個1個詰められていくと思います。

最後にまとめますと、三角合併というのは、ある会社の子会社、例えば、ファイザーの子会社であるファイザー・ジャパンが武田と合併を行うに当たって、武田の株主に、ファイザー・ジャパンの株式会社ではなくてファイザーの株式を対価として交付する合併を言います。これが画期的なんです。

対価の柔軟化が解禁されますので、2007年5月から三角合併が可能になります。三角合併は敵対的買収を促進するものではありません。日本企業同士でも活用できます。

今後は、流通上の課題と各関連法令、特に税制の詰めの部分がありますけれども、日本の株主保護も重要です。ただ、過度に日本の市場から外国企業を締め出すことになっても駄目だという事にも目を向けることが必要でしょう。

4.3 三角合併は敵対的買収を招くのか？

では最後に、なぜ敵対的買収を招くと言われていいのかについてお話します。これはひとえに、世の中の誤解です。三角合併とTOB（公開貸付）がごっちゃになっているからです。

例えば、ファイザーが本当に武田が欲しくてしょうがない。でも、武田の取締役が三角合併に反対している。その場合にどうするかといったら、ファイザーは公開貸付をしましょう。ファイザーは、例えば、過半数の議決権を取得して、取締役を入れ替えます。武田の取締役はファイザーの息がかかった人になりますので、三角合併の合併契約書を締結することができます。——というふうになるのが怖いと言われていているわけです。

これはこれで怖いのですけれども、もう一歩先に話を進め、世間で強圧的二段階買収と言っているものをご説明します。例えば、ファイザーが「TOBをかけますよ。TOBをやった後には、三角合併やります」と言ったとします。武田の株主の皆さんとしては、ファイザーの株をいつどこで売っていいかわからない状況の中であれば、「そう

か、TOBで応募しなければ、自分の手元に流通性が低い株が来ちゃうのか」と思いますね。そうすると、今の株価が1,000円だったとしても、950円ぐらいでTOBのオファーが出たら皆さん多分、応募しますよね。

三角合併によって流通性が低い株を持たされるのだったら、950円の方がいい。しかも自分の取得価格が500円ぐらいだったら、十分にキャピタルゲインが出るわけですから、TOBに応募しませんか。でも、よく考えると今1,000円の株価がついているので、TOB価格が950円だったらディスカウントなわけです。それでも応募する理由は「その後、流通性がない株を持たされる可能性がある」という恐怖心からですから、皆さんは圧力をかけられているわけです。これを強圧的二段階買収と言うのです。

諸外国では強圧的二段階買収を規制しています。日本の会社法はこれを規制していません。だからライツプランなどの買収防衛策を事前に入れておいた方がよいということだったのですが、実は2006年6月の株主総会までに防衛策を導入したのは、公開企業3,800社中、160社しかなかった

のです。「こんなことで日本企業は大丈夫なの。敵対的買収にあっちゃうよ」、経済界はそこを心配しているわけです。ライツプランと言うのはTOBの時の防止策です。でも、TOBの段階でちゃんと防止できそうにないから、三角合併を阻止するというような形に、一部の経済界が向かっています。

でもこれは三角合併の問題ではない。TOBの問題です。TOBの問題と三角合併の問題は別の議論として捉えなければいけない。そこが誤解しているところが問題だと考えます。

5. 結び

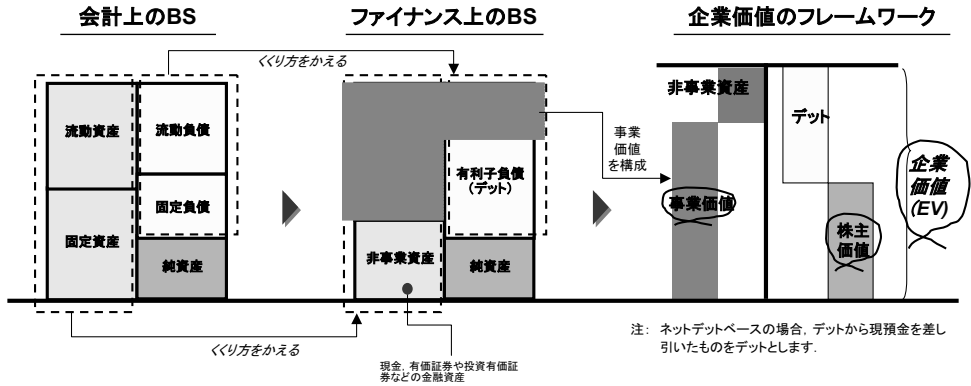
以上、前半はM&Aは企業価値を上げてくれるのかということをお話いたしました。後半、少しテクニカルですけれども、今から議論になると思われる三角合併はどのようなものか、どういう課題があるのかということをお話しさせていただきました。

ご清聴ありがとうございました。

図表 1. 企業価値と事業価値と株主価値

- 本調査では、デットとエクイティを足したものを企業価値と定義。

貸借対照表の構造

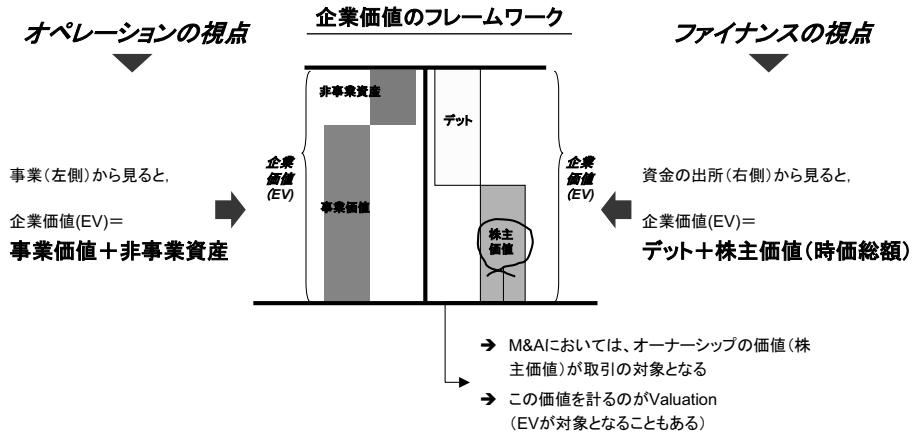


EV= Enterprise Value

© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

図表 2. 企業価値の定義には二つの側面がある

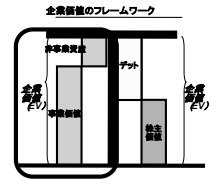
- 企業価値の捉え方は、事業から見るのと、資金の出所から見るのとでは、定義が異なる。
- 経営者は事業寄り(図の左側)、マーケットの方々は資金の出所寄り(図の右側)の見方になる傾向。



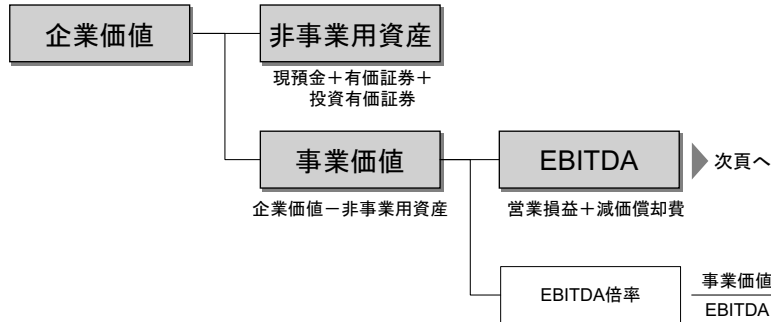
© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

図表 3. 収益性を伴っているかを検証

- 本件調査では、事業収益力の向上を伴っているかを検証。
- 企業価値を非事業用資産と事業価値に分解し、さらに事業価値を事業収益力を表すEBITDA^(注1)に分解し、企業価値の増加が事業収益力の向上に起因しているのか分析。



企業価値増減の要因分析

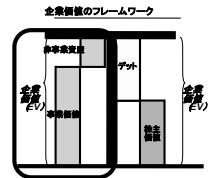


(注1: EBITDA: 金利, 法人税, 償却前営業利益)

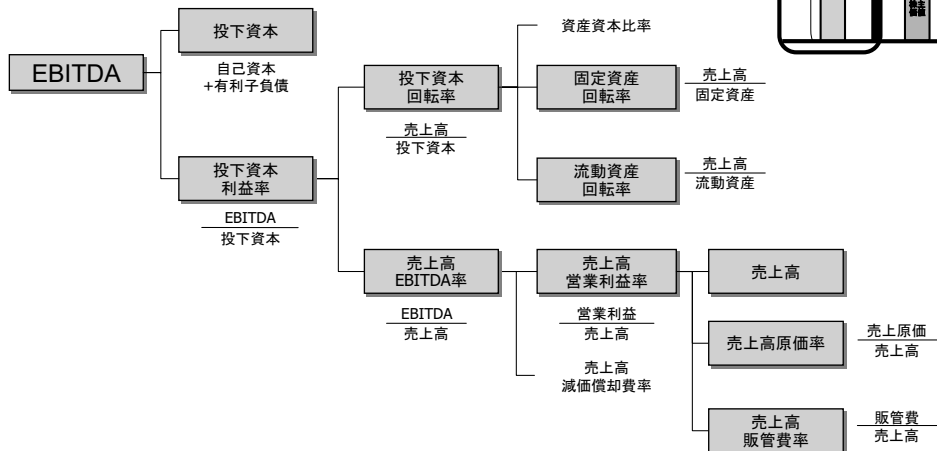
© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

図表 4. EBITDA のブレイクダウンも検証

- 事業収益力を表すEBITDAを分解し、事業収益力の向上が何に起因しているのかを分析。



事業収益力増減の要因分析

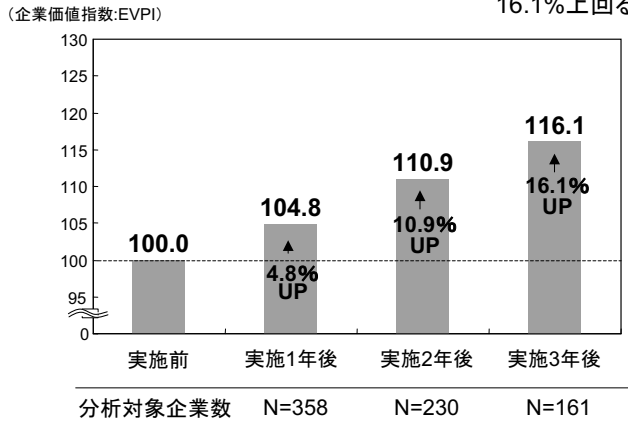


© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

図表 5. M&A は企業価値を創出している

- M&Aの投資先となった企業の企業価値は、TOPIXよりも、M&A実施1年後に4.8%、3年後には16.1%高い増加率を示していることが分かった。

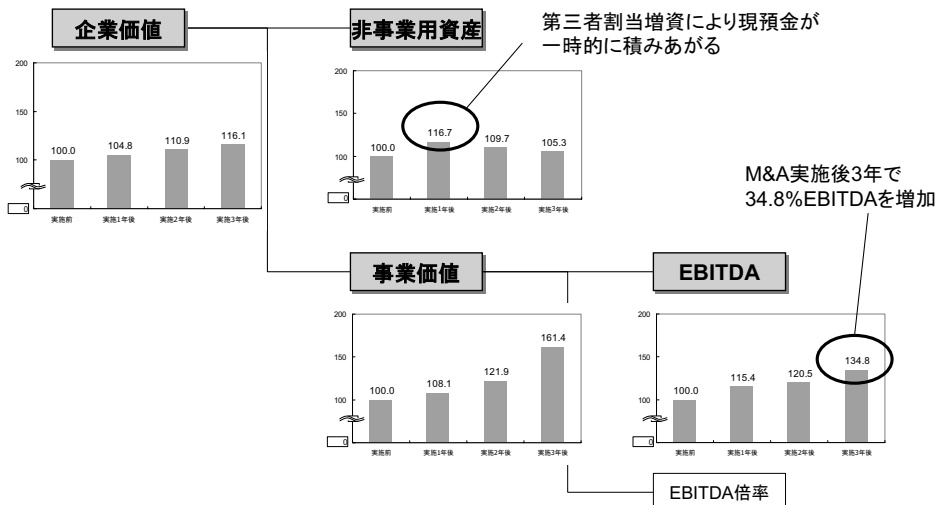
→ M&A実施後3年でTOPIXを16.1%上回る企業価値を創造



© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

図表 6. 企業価値増加の要因は EBITDA の増加

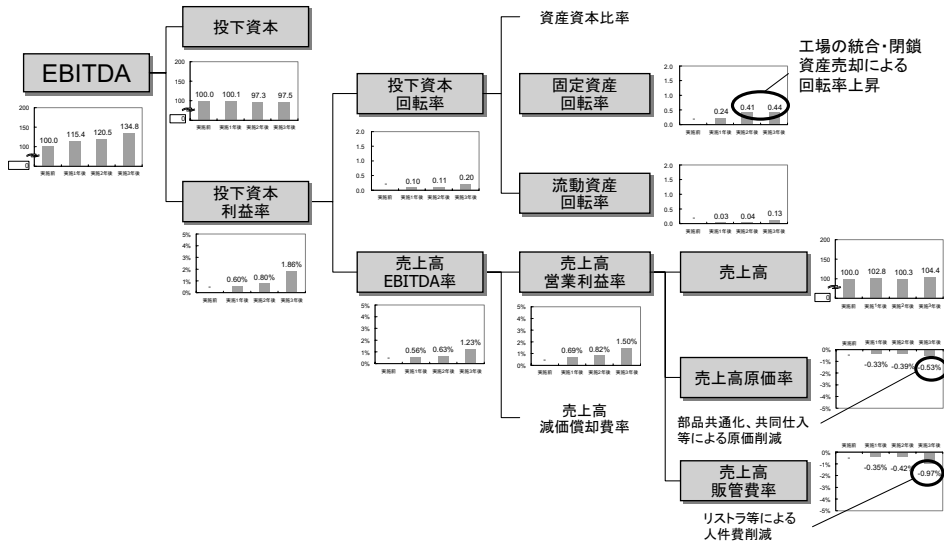
- EBITDAはM&A実施1年後に15.4%、3年後には34.8%増加。企業価値の増加は、株価上昇のみならず、収益力向上に起因。



© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

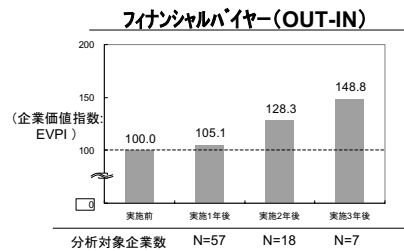
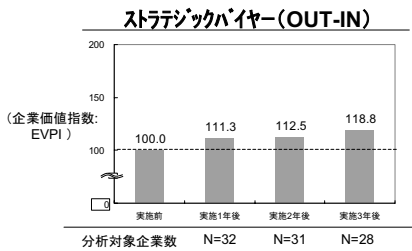
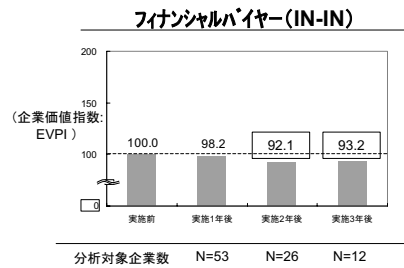
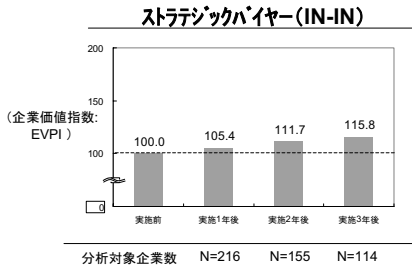
図表 7. EBITDA 増加は回転率向上とコスト削減によるもの

■ 収益力向上は、売上高原価率、売上高販管費率の改善に起因。



© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

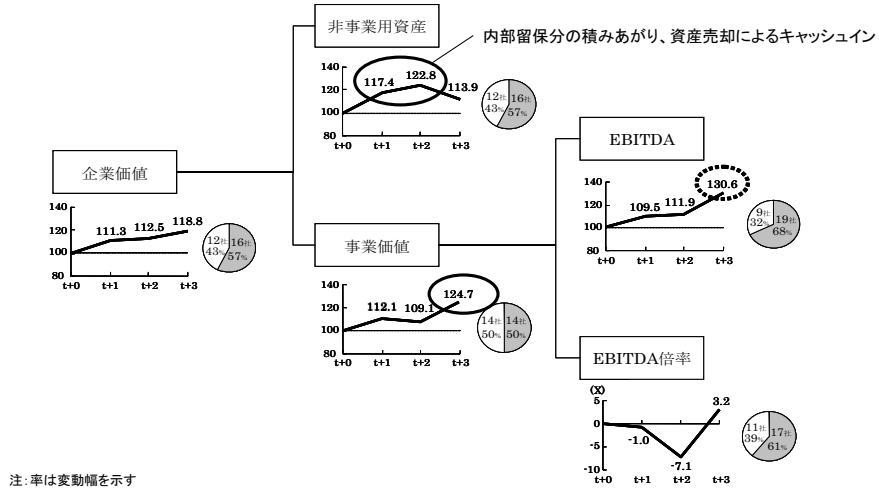
図表 8. マーケット・バイヤータイプ別の M&A 実施後の企業価値推移



© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

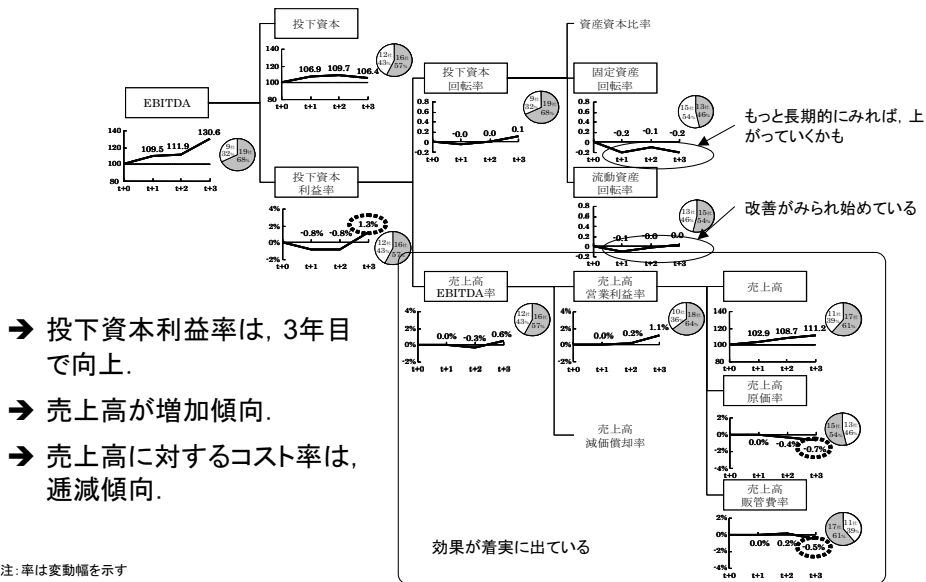
図表 9. OUT-IN/Strategic buyer による M&A の企業価値

- Strategic buyerによるM&Aでは、追加投資が行われ、事業価値は、3年目に急拡大。



© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

図表 10. OUT-IN/Strategic buyer による EBITDA の分解



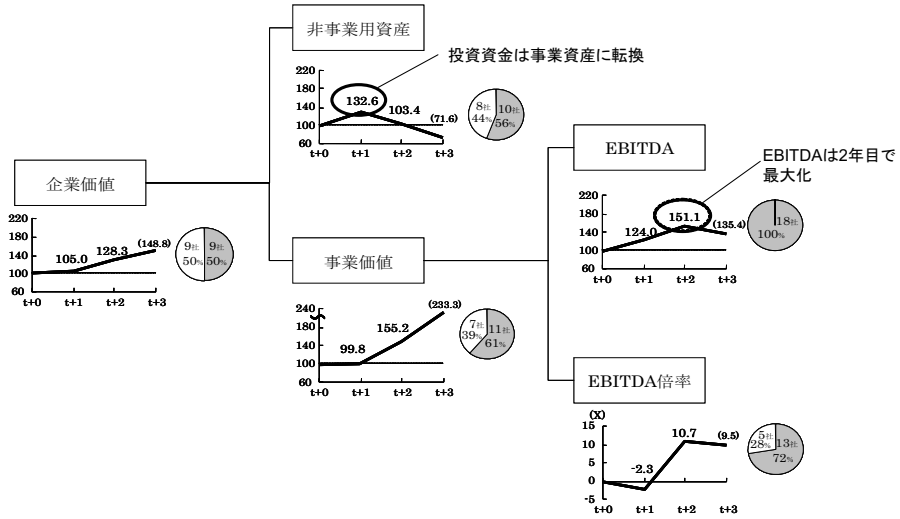
- ➔ 投下資本利益率は、3年目で向上。
- ➔ 売上高が増加傾向。
- ➔ 売上高に対するコスト率は、遞減傾向。

注: 率は変動幅を示す

© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

図表 11. OUT-IN/Financial buyer による M&A の企業価値

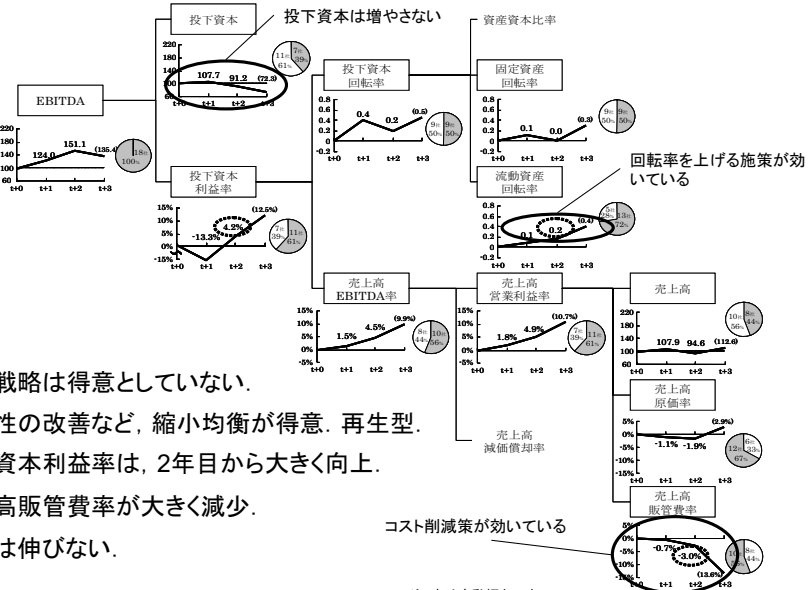
■ Financial buyerによるM&Aでは、2年目以降、事業価値が大きく増加。



© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

注: 率は変動幅を示す

図表 12. OUT-IN/Financial buyer による EBITDA の分解



- 成長戦略は得意としていない。
- 効率性の改善など、縮小均衡が得意。再生型。
- 投下資本利益率は、2年目から大きく向上。
- 売上高販管費率が大きく減少。
- 売上は伸びない。

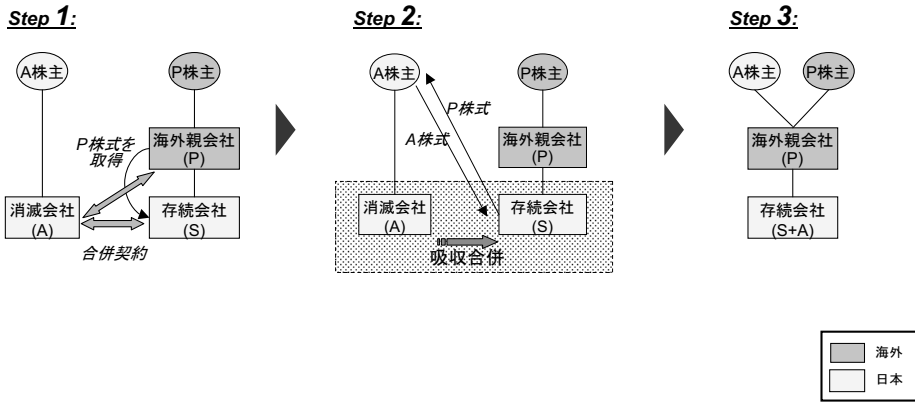
コスト削減策が効いている

© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

注: 率は変動幅を示す

図表 13. 三角合併とは

- 三角合併とは、ある会社の子会社が、他の会社と合併を行うにあたり、合併の相手方である会社の株主に、自らの株式ではなく、その親会社の株式を対価として交付する合併をいう。



© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日

三角合併に関する参考文献・参考資料:

- 対日投資会議専門部会 各種資料
- 上級商法 第3版 M&A編 X. 特殊なM&A取引 江頭憲治郎, 三苦裕編 商事法務
- 経理情報 2005.7.20 (No. 1089) 持株会社の再編に活かす「三角合併」の実務 長島・大野・常松法律事務所弁護士 田中 信隆
- 内閣府 平成17年度 第5回 M&A研究会資料 2005年5月31日
- 外国企業による日本企業買収に伴う株券実務上の問題点 野村證券株式会社IBコンサルティング部 松古樹美
- 新聞記事:
 - 日本経済新聞 2006.5.11, 2006.9.18, 2006.10.29, 2006.11.10, 2006.11.16, 2006.11.22, 2006.12.5, 2006.12.6, 2006.12.9
 - 日経金融新聞 2006.10.11
- ACCJ・CEBC 報道資料 2006.10.27 「三角合併の要件厳格化を求める経団連の姿勢に懸念を表明」

三角合併に関する監修者:

- ホワイト&ケース法律事務所 荻原 雄二弁護士
- 早稲田大学商学部 中村 信男教授

お問い合わせ先

アビーム M&A コンサルティング株式会社
www.abeamma.com/

TEL (代表) 03-4288-5005
FAX (直通) 03-4288-5006

本資料は、利用者の参考となる情報の提供を唯一の目的としたものです。
AMCは、本資料に含まれる情報もたらす一切の影響、本資料の内容に関する正確性、妥当性、適法性について責任を負うものではありません。
本資料のいかなる部分も一切の権利はAMCに帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転載することは禁止されております。

© 2007 ABeam M&A Consulting (AMC) 2007年2月27日