4．対日直接投資促進のための我が国Ｍ＆Ａ環境整備の展望

本章では、対日直接投資促進のための我が国Ｍ＆Ａ環境整備の展望について述べる。

まず、外－内型Ｍ＆Ａの成功事例を見ることで、第３章で検討を行った、Ｍ＆Ａ環境に係る諸問題について、実際のＭ＆Ａ活動の中での問題への対処の仕方について概観するとともに、Ｍ＆Ａの成功事例から成功のポイントを抽出する。また、対日直接投資や企業の経営戦略におけるＭ＆Ａの有効性について確認する。

最後に、今までの検討結果を踏まえ、対日直接投資促進のための我が国Ｍ＆Ａ環境整備の方向性について示すことにする。

4-1 外－内型Ｍ＆Ａ成功事例

第３章で、Ｍ＆Ａの障害についてＭ＆Ａアドバイザーの意見を集約した。その中で、最も大きい障害として、企業が売却を拒む、Ｍ＆Ａに対するマイナスイメージ等、企業のビヘイビアに係る問題があげられた。

ここでは、我が国で実際に行われた外－内型Ｍ＆Ａの事例を紹介することによって、その中での我が国企業のビヘイビア等のＭ＆Ａの障害について、買い手や売り手が実際どのように対処したのかについて見ることにする。また、我が国における外－内型Ｍ＆Ａの成功のポイントについて検討を行う。

なおここで取り上げた成功事例は、外－内型Ｍ＆Ａを行った企業について、買い手企業あるいは売り手企業の経営者、Ｍ＆Ａアドバイザーへのインタビューや、新聞・雑誌記事をもとに取りまとめられた。

4-1-1　事例１：A 社（米：金融）による、①a^1社（日：信販）とそのグループ企業２社（日：信販）からの営業譲渡、並びに②a^2社（日：信販）からの営業譲渡

【Ｍ＆Ａの概要】

米ノンバンク A 社が、a^1社とそのグループ企業２社から 1,200 億円相当の営業債権を買収、信販業に進出した。

外資による日本での信販業進出は初めてのケース。M&A を使うことでスムーズに対日進出できた事例。

a^1社の親会社は、子会社である a^1社の債権を譲渡することによりグループの財務体質が改善された。

A 社は、a^1社買収後、関西の信販会社 a^2社のクレジットカード部門の営業債権を買収し、クレジットカード事業にも進出を果たしている。

(1)**Ｍ＆Ａの背景と経緯**

買い手企業の概要

A 社は米電機メーカーの 100%出資子会社で世界最大のノンバンク。クレジットカード、自動車金融、航空機リース、金融保証など 23 分野で米国をはじめとする世界各地で多彩な金融サービスを展開している。

日本には、1993 年に駐日代表を設置。駐日代表を置くまでは本格的な日本企業との事業はほとんど未開拓であった。

売り手企業の概要

①a^1社

a^1社は機械部品メーカーの信販子会社。割賦販売等の信販事業、不動産関連融資等の分野で事業展開を行っていた。

②a^2社

関西の地場独立系ノンバンク。京都を中心に大阪、滋賀、奈良が主な営業基盤で、関西の約 20 ヶ所に支店・営業所、ＣＤ（現金支払機）などを配置している。

a^2 社のクレジットカード部門は、同社信販事業の主要部門であったが、信販系地域限定型クレジットカードは近年消費の低迷や銀行系カードの普及で優位性が低下してきており売却したいという潜在的なニーズがあった。

買い手企業の背景

A 社は、1980 年代に日本企業との合弁を解消して以来日本での事業展開は行っていなかった。

1993 年に、日本市場の本格的な開拓を目的に駐日代表を設置。日本を世界第２位の金融大国と位置づけ、潜在需要の大きさに着目し航空機リース、信販事業、カード事業などいくつかの事業分野について事業化の検討を開始した。

事業化にあたって、事業を自ら立ちあげる、日本企業と合弁をする、Ｍ＆Ａの３つの方法が検討された。事業を自ら立ちあげる場合、投下資本を回収するまでの時間が長期化することが予想されたため、主として合弁かＭ＆Ａの方法での事業展開の道を模索していた。

Ｍ＆Ａに至った経緯

①a^1社－Ｍ＆Ａアドバイザーから Ｍ＆Ａ相手先の紹介

A 社は、駐日代表設置後、事業化に向けて、対象事業分野の調査を行うと共に、合弁あるいはＭ＆Ａの相手先を探す活動を行っていた。

A 社が日本で事業を行うことは新聞紙上で公表されていた。a^1 社の売却相手先を探索していた独立系Ｍ＆Ａアドバイザーは、その記事を頼りに A 社に買収の打診を行った。

A 社にとって、ちょうど事業化に向けてＭ＆Ａの相手先を探していた分野であったことから、Ｍ＆Ａアドバイザーの打診に応じ、1994 年に a^1 社とそのグループ企業２社から営業債権を譲り受けた。

②a^2社－オーナーとの直接的継続的な接触による信頼関係の構築

A 社は事業化に向けて対象分野の調査を行う中で、多くの同業者と直接かつ継続的に接触を続けていた。接触を続けていた同業者の一つが a^2 社であった。

a^2 社には、クレジットカード部門から撤退したいというニーズがあったが、信販事業は直接消費者とからむものであり容易に撤退することはできないため、具体的な撤退プラン

を想定しているわけではなかった。

A 社と a^2 社は双方の思惑が一致する中で、１年以上の時間をかけ継続的な接触を続け、双方の経営理念、経営方針等の情報交換を通して信頼関係を構築していった。

a^2 社は、事業を売却するのであれば競合する日本の同業者よりむしろ外国の会社の方が好ましいと考えていた。競合する同業者は既に必要な経営資源を保有しており、そのような企業に売却した場合、a^2 社の従業員が整理される恐れもあるが、外国企業等の新規参入者であれば a^2 社が保有している経営資源をそのまま引き継いでくれると考えたためである。

A 社にとっても、クレジットカード事業は労働集約的であり、ノウハウを持つ従業員の取得はメリットがあった。

従業員をＨＡＰＰＹにする「win win situation」を作りたいという双方の目的が一致しＭ＆Ａが合意に至った。

Ｍ＆Ａの内容

① a^1 社に対するＭ＆Ａ

A 社は、a^1 社とそのグループ企業２社から、顧客（債権）、従業員、店舗網、コンピュータシステムを一括取得した。

債権を取得するにあたり、綿密なデュー・デリジェンスを行い進出事業分野である信販事業に係る優良債権のみを引き継いだ。

全国１４支店を傘下に納めることもでき、面的な事業の広がりも確保できた。

a^1 社の信販事業を売却することで、a^1 社親会社グループでは、財務体質の改善が図られると共に、経営資源をより本業に集中することにより、グループ収益力の向上が期待されている。

②a^2 社に対するＭ＆Ａ

A 社は a^2 社から会員数約 25 万人のカード部門の営業債権約 100 億円と、1 万 5000 店の加盟店に対する営業権を取得した。

a^2 社はカード部門を売却することにより、収益性の高い携帯電話販売事業や保険代理店業務などに注力することが可能となった。

(2)**Ｍ＆Ａ環境について**

売り手企業の意思決定

売り手企業 a^1 社、a^2 社双方ともオーナーの強力なリーダーシップがあり、意思決定が速かった。米国企業のカルチャーに似ており交渉はスムーズに進んだ。

買収コスト

２件とも、実質的な買収価格は当該債権の額面ということもあり、買収コストの高さは問題にならなかった。優良債権のみを引き継いだこともあり、収益性が高く採算に見合う買収コストになっている。

外資に売却することへの抵抗感

a^2 社に対するＭ＆Ａの場合、従業員をＨＡＰＰＹにするという点では、むしろ外資に売却する方が得策であった。

(3)**Ｍ＆Ａの効果**

a^1 社、a^2 社からの営業債権の譲渡により短期間のうちに日本市場での事業展開が可能となった。営業債権の譲受後、初年度から黒字化を達成する模様。

また、支店網の取得による面的な広がりを一気に確保できたこと、信販事業に加えカード事業についても短期間のうちに参入できたことなどＭ＆Ａのメリットは大きかった。

4-1-2　事例２：B 社（米：玩具メーカー）による b 社（日：玩具メーカー）の営業権を主とする資産買収

【Ｍ＆Ａの概要】

世界でも一、二を争う米国の玩具メーカーB 社は、1992 年老舗玩具メーカーb 社の営業権を主とする資産買収により日本市場に参入した。買収価格は 5 億円。

b 社は 1923 年に設立され、所有不動産の含み益はかなりの額になっていた。そのため株式取得の方法で買収すると買収コストが高額になる。買収コストに所有不動産の含み益を反映させないため、資産買収によりＭ＆Ａを行った。

(1)**Ｍ＆Ａの背景と経緯**

買い手企業の概要

米国ロードアイランド州に本社を置く、世界でも一、二を争う玩具メーカー。買収当時の売上高は 2,850 億円。

Ｍ＆Ａを行う前は日本に拠点は設けていなかったが、7、8 社の玩具メーカーとライセンス契約をしていた。

売り手企業の概要

b 社は、1923 年設立の中堅老舗玩具メーカー。売却当時の資本金は 1 億 2,000 万円、年商約 30 億円。B 社とは日本で最も長くライセンス契約をしていた。またＭ＆Ａ当時の b 社社長はかって B 社でビジネストレーニングを受けており、その時以来 B 社会長と個人的な親交があった。

買い手企業の背景

B 社は、日本で７、８社とライセンス契約をしていたが、世界第２位の市場規模を持つ日本で今後売上を伸ばすには拠点を設ける必要性を感じ、Ｍ＆Ａを行う数年前から進出方

法について検討していた。

進出方法としては、全額出資子会社の設立や合弁事業などいろいろな方法を詳細に調査、検討していた。同業者が、既に日本に全額出資子会社を設立し事業を行っていたが、なかなかうまくビジネスを進めることができないでいた。そこで、M＆Aにより日本企業を買収し日本人に経営を行わせるという戦略を立てた。

売り手企業の背景

日本の玩具業界では、M＆Aを行った当時、流通網変革の途上にあり、大規模量販店が香港や中国等の生産地に直接大量に商品を発注し安価なものを販売するというシステムが広がりつつあった。そのような中で、玩具メーカーには強力な商品開発力や規模がなければ量販店から飽きられ、生き残ることはできないのではないかという懸念があった。b 社をはじめとする中堅の玩具メーカーでは自社の努力で売れるものを開発するような時間的余裕はなく、このような業界の構造変化にいかに対応するかが中堅玩具メーカーに共通した問題であった。

このような問題に対して、中堅玩具メーカーの間では大手企業と組んで経営を強化することが最も早くて良い解決方法であるということは認識されていたが、いざ自社が大手と組むという段階になるとなかなか売却しようという決断には至らなかった。

b 社に対し B 社から買収のプロポーザルが来たのはこのような時であった。

B 社から b 社への買収提案

1990 年ころから B 社会長は、今までの方法でビジネスを成長、発展させることができるか b 社社長に対し質問をしてきていたが、1991 年 6 月に正式に買収のプロポーザルを行った。

その後、6 月～9 月にかけ B 社会長と b 社社長との間で買収交渉が続けられ、1991 年 9 月に b 社は買収受諾の回答を出した。

B 社は b 社以外にも日本のライセンス契約会社数社に対し買収プロポーザルを送っていたが、回答があったのは b 社からだけだった。

b 社は日本における B 社とのライセンス契約会社の中では、取引が一番長い企業であった。また b 社社長はかって B 社でビジネストレーニングを受けたことがあり、その時以来 B 社会長と親交があり、B 社と b 社との関係は、最初から本音で話せる間柄だった。M＆Aが成立した背景には、このような B 社と b 社の信頼関係も大きな要因となっている。

Ｍ＆Ａの内容と交渉の経緯

Ｂ社のｂ社買収は、株式取得ではなく営業権譲渡を主とする資産買収の形態により行われた。

買収交渉は、当初株式取得の方法で進んでいた。しかしｂ社の本社不動産価格が高額であり、また将来不動産価格がさらに下がるとも予想されていたため本社不動産等を除く資産買収の形態をとることになった。

具体的には、まずＢ社の子会社の日本法人が旧ｂ社の資産を買収し、次に商号をｂ社に変更した。旧ｂ社は別法人を設立して本社不動産等の資産管理を行っている。

(2)**Ｍ＆Ａ環境について**

経営者兼オーナーの自社売却の決断

ｂ社経営者兼オーナーは、ｂ社を将来存続させることはできても、大きく成長、発展させることは難しいということは以前から認識していた。オーナーの資産を守るために企業を存続させることよりも、従業員がより豊かになれるよう、企業の成長が第１と判断し売却の結論を出した。

従業員は全て新会社に引き継がれることになっており特に従業員からの反対の声はなかった。

高コスト

インタビューでは、高コストは存在するが、コストを下げる方法はいろいろと考えられるとの意見があった。

本件では、資産買収によりＭ＆Ａを行いコスト低減に成功している。

商慣行

Ｂ社は、買収後もｂ社の社長にそのまま経営を任せた。数年後社長は交替したがその時も日本人を経営者に据えた。外国人を経営者にせず日本の商慣行に合せた経営を行っているため商慣行は問題になっていない。

株式持ち合い

Ｂ社からは、一般的な傾向として大企業に対するＭ＆Ａは株式持ち合いによりやりにく

いとの指摘があった。

今回 B 社が行ったM＆Aは、同族経営の非上場会社に対するものであり、オーナーが速やかに売却の意思決定をしたのでM＆Aは容易であった。

経営風土の違い

文化の違いはどこの国の企業でもある。B 社では十分な市場調査を行い買収前に経営風土の違いは認識していた。また、買収後も即座に B 社の経営慣行を押し付けずにしばらくは日本側にまかせ経営慣行の違いを十分に学習する期間を設けた。

Ｍ＆Ａアドバイザー

B 社はM＆Aをくり返し成長してきた会社で、M＆Aに精通していた。また交渉を担当した副会長は弁護士でもあり買収交渉にはたけていた。

b 社は条件交渉の途上、自社売却のプロポーザル作成等を監査法人系のコンサルタント等に個別に依頼し作成していた。しかし買収交渉が進む過程で社長自らが交渉を行うことに不安を感じため、取引銀行に相談したところ、M＆Aの専門セクションがあることが初めてわかり、以後その都市銀行のM＆Aセクションが総合的なアドバイザリー業務を行うことになった。都市銀行のM＆Aセクションの支援もあり交渉はスムーズに進められた。

(3)**Ｍ＆Ａの効果**

飛躍的な成長

M＆Aを行った翌年度、売上は 5 割以上増加、従業員も 40 名から 60 名に増加した（全て日本で雇用した日本人従業員）。

従業員のモラルアップ

B 社による買収で、旧 b 社は日本の中堅玩具メーカーから世界最大の玩具メーカーになった。それにより旧 b 社の開発担当者は、世界に通じる開発ノウハウを享受できるようになり大変なモラルアップになった。

日本国内トップクラスの規模のメリット

規模が大きく発注する量が多いため単価の大幅な引き下げが可能になった。

また、開発業者は、今までは新しい玩具のアイデアを業界の上位から提案していきｂ社には１０番目位に持ち込んできたのが、一番最初にアイデアを持ってくるようになった。

Ｂ社にとってのメリット

Ｂ社は、このＭ＆Ａにおいて、２つのメリットが達成できた。

日本市場に参入するにはライセンス供与でも十分可能だが、Ｍ＆Ａにより、短期間の内に本格的な市場参入が可能となり、自力による市場開拓を行う環境ができた。

第２のメリットは、日本の玩具についての優れたアイデアや技術を取り入れることが可能となったことである。日本における優れたアイデア・リソースを活用し、日本から世界市場に向けた玩具の開発、アイデアの発信を行うことが可能となった。

のれんについて

のれん＝営業権は外国では、ブランド、コーポレート・アイデンティティとして認識されているが、日本では、企業の持つ伝統や信用という意味合いがこれに加わる。

日本におけるのれんの概念は外国人が理解するのは容易ではないが、のれんは特に玩具業界のように伝統的な産業では、商取引上非常に重要とされる。Ｂ 社の対日進出が単独進出の形で行われていたら、伝統や信用を自ら築きあげる努力が必要だったが、Ｍ＆Ａ形態で対日進出し、しかも老舗玩具メーカーであるｂ社から営業譲渡を受けたことにより、ｂ社が築きあげてきた日本的な伝統や信用というのれんを継承できた。

4-1-3　事例３：C 社（米：ソフトウエア）による c 社（日：ソフトウェア）の株式取得

【Ｍ＆Ａの概要】

米会計ソフトウエア大手の C 社が、日本の会計ソフトウエア大手 c 社の全発行済み株式８万株を 1996 年 1 月に取得。C 社は対価として、自社株式 65 万株（時価約 50 億円）を c 社の株主に支払った。

買い手側 C 社、売り手側 c 社双方とも 1980 年代に設立されたベンチャー企業であり、成長性著しい企業である。またこの事例では売り手側である c 社から C 社に対し売却の打診を行った。

ベンチャー企業が成長の途上で自らを売りに出したという点で、非常に注目される事例である。

(1)**Ｍ＆Ａの背景と経緯**

買い手企業の概要

C 社（米国・カリフォルニア州）は、米国の個人向け財務管理用パソコンソフト市場でシェア７５％を持つ最大手企業。

1983 年の設立後、使いやすさを特徴とした個人用財務管理ソフトの成功で急成長し、93 年 4 月に店頭市場 (NASDAQ)に株式を公開した。94 年 7 月期の売上高は 2 億 2300 万ドル。

当時、英、独など８ヶ国に進出していたが、c 社を買収するまでアジアに拠点はなかった。

売り手企業の概要

c 社（日本・東京）は、日本のパソコン用財務ソフトの大手企業。

1980 年に創業。企業向け財務会計ソフトを中心に生産管理、給与計算などのソフトを専門としていた。95 年 12 月期の売上高は前年比約 40%増の約 30 億円。

売り手企業の背景

日本のパソコン用財務ソフト市場は、約１２０億円程の規模であり、c 社の他３社が横一線の争いをしてきた。言い換えれば、どこも突出した商品を生み出せない状態が続いていた。

c 社には、日本語ワープロ市場でさえマイクロソフトなどの米国勢の活躍が目立つ中で会計ソフトについても近い将来、米国企業が対日進出し競争が激化するであろうとの見通しを持っていた。

そのため、早いうちに外国で成功した企業と組む方が得策と考えた。

買い手企業の背景

C 社は、米国ソフト業界では、マイクロソフト、ロータスなどに次ぐ地位を占めていたが、そのような地位の企業は、C 社以外皆日本に拠点を設けていた。

C 社が日本に拠点を設けていなかったのは、同社が得意にしている会計ソフトの特殊性ゆえのことであった。

会計ソフトは、その国の会計基準、税制などに大きな影響を受ける。そのためワープロソフトや表計算ソフトのように基本的な機能は変えずに日本語対応するだけでは日本に参入できないという問題があった。

C 社としては、日本市場に強い関心を持っており、c 社から売却の話が持ち掛けられる２年程前から既に市場調査を行っていた。調査の結果、日本は、世界第２位の市場であり、また会計ソフトについては、パソコンの普及度合から見てまだまだ潜在的な市場が存在すると思われたが、実際具体的に進出を行うことを検討する際には、やはり制度の違いが大きな壁として存在していた。

c 社による売却相手先の探索

C 社の日本市場参入のための事前調査では、進出方法について単独進出、提携、M＆A がそれぞれ検討されていた。M＆A については対象先として c 社も検討に上がっていたが、具体的に C 社側から c 社に売却の打診をするまでのことはしていなかった。

一方、c 社は、売却相手先の探索を、日本の独立系M＆Aアドバイザーに依頼していた。c 社の株主６名は創業時の出資者であり、また同社の役員でもあった。そのため売却にあたっては、株主としての「高く売りたい」という観点と経営者としての「シナジー効果が期待できる企業に売却したい」という観点をもって売却先を決定する基準とした。

M＆Aアドバイザーは、そのような c 社側の要望を汲み取り売却相手先として C 社を対象にあげた。

既に C 社側では日本進出の計画が進められているところであった。

M＆Aが行われた時から５年ほど前の C 社は、M＆A時の c 社とほぼ同じ程度の規模の企業であった。その後５年の間に C 社は売上高で５倍、従業員数で６倍に成長した。c 社にとって、かって同じ程度の規模の企業であった C 社が５年の間にそのような驚異的な成長を遂げたことから、自らも今後同じように成長することが期待できると考えた。C 社は、c 社にとって成功事例であり、今後の成長の過程で開発やマーケティングの手法が直接学べると考えた。

(2)**Ｍ＆Ａ環境について**

自社（c 社）の売却について

C 社に経営権を委譲することは、当初 c 社社長が決断を下した。c 社社長は、会社の将来性について、競争の厳しいソフトウェア業界で生き残るために何等かの措置を講じることが必要であるとの認識は持っていた。自社売却は有効な方法であり、特に C 社のような世界的な企業の傘下に入ることは、会社を飛躍的に成長させることを可能にすると思われた。

売却を決めたのは主として c 社社長だが、社長自身も売却を決断した当初は不安があった。不安が払拭され、売却の意向が強固になったのは C 社の経営陣との話し合いを持ってからであった。

社長以外の役員は「M＆Aの必要性は理屈ではわかっていてもなかなか踏み切れない」という時期があったが、C 社側とのコンタクトの頻度が増えるにつれてこのM＆Aに対する不安はなくなっていった。

従業員は、自社を売却することが固まった段階で告知された。若干の動揺はあったものの、外資系のソフトが優勢であること、それゆえいつかは業務用ソフト分野でも外資が参入してくるということは想像されていたことであり、しばらくすると皆理解するようになった。結果として会社を離れた従業員は一人もいなかった。全社員に対しては、C 社のストックオプションを与えるという処遇を施す等の配慮も行った。

外資に売却することへの抵抗感

外資系企業に売却することに対する抵抗感は少なかった。むしろ c 社は業界の中でも知られた存在であり、同業者に売却の話を持ち掛けることは、もし買収に応じてくれれば問題はないが、買収に応じてもらえなかった場合 c 社売却のうわさが業界内に知れわたることになることが懸念された。そのため売却対象先として日本企業はあまり考えられなかった。また、M＆Aについてなじみのある外国企業の方が買収に応じる可能性が高いと思われた。

マスコミや取引先の反応

マスコミは当初 c 社の自社売却について、何か問題を抱えているのではないかという受け止め方をしていたが、詳細が知らされるにつれ、期待されるシナジー効果が大きいことが認識されるようになり評価は好転してきた。

取引先からはこのM＆Aは評価された。

(3)**M＆Aの効果**

C 社の傘下に入ったが、社名をはじめ、経営方針、組織、雇用などは変わっていないが C 社のマーケティング手法など、新たな経営手法を取り入れることにより社内の雰囲気は相当変わったという。

当面は、現行製品の強化を続けながら、日本市場の調査を行い、個人用財務ソフトやホームバンキング分野などへの展開を進めることが展望されている。

4-1-4 事例４：D 社（米：化学）による d 社（日：化学）の株式取得

【Ｍ＆Ａの概要】

1994 年、世界最大の米プラスチック・ゴムメーカー、D 社が、富山に本拠を持つプラスチック製品メーカーの家庭用品部門の株式の 51%を取得。

D 社はM＆Ａによる対日進出について米投資銀行に相談。同投資銀行の日本拠点がM＆Ａの対象先探索、M＆Ａスキームの組成等、案件の成約に大きな役割を演じた。

(1)**Ｍ＆Ａの背景と経緯**

買い手企業の概要

米国オハイオ州に本社を置く、世界最大のプラスチック・ゴム製品メーカー。

買収当時の売上高は 19 億 6,000 万ドル。ROE20%以上という高収益会社。

M＆Ａを行う以前には、日本の大手家庭用品メーカーとライセンス契約を結び、D 社製品の日本での生産、販売を行っていた。

売り手企業（部門）の概要

富山に本拠を持つプラスチック製品メーカーの家庭用品部門（プラスチック容器等）。d 社は、1956 年設立。業界トップ 10 社のうちの 1 社。

買い手企業の背景

日本市場において、ライセンス販売によるライセンス料収入以上のビジネスを行うことを目的に対日進出を行うことになった。

対日進出の方法としては、M＆Ａしか考えなかった。

その理由は、第１に、新設投資により一から事業を立ちあげる時間がないということ。一から事業を立ちあげるには最低 5 年から 10 年はかかると見込まれ、長期にわたり利益

をあげることができないという問題があった。

第２の理由として、一般的に、日本進出上の問題点として、流通システムの難解さ（長期的な関係に基づく取引、外部からは流通網に参入しにくい）等が大きな問題であった。

Ｍ＆Ａは、これらの問題点を解決することができる手段であった。

特に、流通システムの難解さを解決するためには、Ｍ＆Ａは非常に有効な手段と思われた。

ライセンス販売では、既存の流通システムに外国製品をのせるだけであり外国企業の良さを活かすことが難しい。日本市場を開拓するためには、既存システムの良いところに外国企業の良さを加え変質させることが重要であり、そのためには、提携ではなく自ら経営に参画し流通システムに働きかける必要があった。

Ｍ＆Ａのターゲット企業としては、財務内容の良い会社で、マーケットシェアをもっており、経営陣がしっかりしている会社を想定していた。

また、D 社は、グループの連結売上高を増やすことを目標に掲げており、そのため連結対象子会社とするために株式の過半数取得が条件とされた。

売り手企業の背景

日本の家庭用プラスチック製品市場には、2,000 億円から 2,500 億円程度の市場に対し、大小約 200 のメーカーが参入している。市場の構造は、最もシェアの大きい企業でも 5 から 6%程度であり、市場の中でリーダーとなる企業がなく、激しい競争が行われていた。

d 社は、そのような競争の激しい市場において、市場シェアは 4%程度と上位 10 社の一角を占めている上、景気が低迷する中で、増収、増益を誇る優良企業であった。

しかし、d 社を取り巻く経営環境は決して良好とはいえず、シェア獲得のための値引き競争が行われる中で、d 社はマーケットリーダーになるための道を模索しているところであった。

Ｍ＆Ａに至った経緯

D 社が本国で取引のあった投資銀行に相談、同投資銀行の日本拠点で事業調査を行い、対象先企業をリストアップした。リストアップした企業に対し、投資銀行が売却の打診を行ったが、その売却の打診に応じたのが d 社であった。

d 社としては、D 社の経営資源と世界的なブランドを利用し、外国製品を加えた商品構成、商品開発戦略により他社との差別化が図れると考えた。また外資系企業の経営ノウハ

ウを取得することにより過去の商慣習にとらわれない形での事業展開も期待された。

Ｍ＆Ａの内容

d 社の家庭用品部門を分離、子会社にした後、まずその子会社が D 社から 40%の資本を受け入れた。その後 D 社の出資比率をあげ 1994 年には出資比率は 51%となった。

(2)**Ｍ＆Ａ環境について**

買収対象企業の探索

買収対象企業の探索は、米投資銀行の在日支店が行った。的確な候補先を選定できたことからＭ＆Ａが成約に至った。

売り手企業の経営者

売り手企業の経営者は、現在の事業を取り巻く環境、将来展望、Ｍ＆Ａによるシナジー効果等を総合的に検討し、外国資本の受け入れという思い切った決断をした。

出資比率の段階的引き上げ

D 社は、51%以上の株式取得を最終目標としていたが、まずは 40%の資本参加の形をとった。

これは、第１には、d 社並びに d 社従業員と D 社の間の信頼関係を形成することが目的であった。また、第２に、対外的にもこのＭ＆Ａが日米による共同経営、パートナーシップであり、“ 買収 ” ではないということを明確に示し、いわゆるＭ＆Ａに対するネガティブなイメージを回避する効果も狙っていた。

このようなステップを踏みＭ＆Ａを行ったのは、日本の経営慣行や商慣行に配慮した、Ｍ＆Ａアドバイザーの的確なアドバイスによるものである。

(3)**Ｍ＆Ａの効果**

D 社におけるＭ＆Ａの効果として次の３点があげられた。

第１に、参入が難しい日本市場における確固たる基盤を確立することができた。加えて D 社の連結ベースでの売上目標を達成することができた。

第２に、商品開発等の面では、D 社が日本からノウハウを吸収するという当初の予想を

超えた効果もあった。

第３に、パートナーである d 社との交流は、D 社自身の企業体質をより国際的なものとする契機となり、これにより D 社の国際化戦略が一層加速することにもなった。

また d 社においては、世界的な大企業のメンバーに加わることになったことから、広い視野で事業を考える環境となり、従業員のモチベーションが高まったという効果も得られた。

図表４－１（左）

図表４－１（右）

4-1-5 Ｍ＆Ａ成功のポイント

外－内型Ｍ＆Ａの成功事例についてみてきたが、成功のポイントをまとめてみたい。

(1)売り手企業の経営戦略

売り手企業が売却を決断した背景には、多角化の見直しによるリストラ、アジア諸国の台頭等業界の構造変化、世界的な競争激化への対応、成熟した市場での成長指向等となっている。

第２章では、我が国におけるＭ＆Ａの必要性について我が国企業を取り巻く経営環境の変化について概観したが、事例研究を行った企業は、まさにそういった経営環境の変化に直面しており、その経営環境の変化に対応するための経営戦略の手段として、それぞれ積極的にＭ＆Ａを用いている。

(2)売り手企業経営者の意思決定

売り手企業の経営者は、企業が置かれている経営環境の変化について冷静に認識し、Ｍ＆Ａという選択を行った。

もっとも、実際にＭ＆Ａという選択を行うには相当な熟慮を行った様子がうかがえる。

事例２においては、大手の傘下に入ることが将来企業が発展するのに最も良い方法だとわかっていても、買い手企業から買収プロポーザルが来るまでは実際の行動は起こせなかった。

また、事例３では、売り手企業の社長は自社が発展するために積極的にＭ＆Ａという手段を選択している。しかし、売却を社長が決断した後でも、役員は「Ｍ＆Ａの必要性は理屈ではわかっていてもなかなか踏み切れない」という状態がしばらく続いていた。

売り手企業が自社売却を決断したのは、それによって自社が今後も成長・発展していくことができる、また成長・発展していくことにより従業員が今よりも幸せになれるという売り手企業経営者の信念があったからだといえる。

(3)外資に売却することへの抵抗感

外資に売却することへの抵抗感については、今回取り上げた企業からはあまり問題とされていない。むしろ国内の同業者に売却するよりは外資に売却した方がメリットがあると

いう企業も見られる（事例１、３）。

例えば、事例１の a^2 社のＡ社への売却では、a^2 社は国内の同業者への売却よりむしろ日本市場へ新規に参入する外国企業への買収を望んだ。市場が拡大せず競争が激化している中で、同業者への売却では売却後 a^2 社の従業員が必要とされないことが懸念された。売却先が外国企業であれば、事業を運営する上で従業員が必要とされること、新しい経営ノウハウにより、既存業者との差別化が図れ、新しい市場が開拓されること、等から従業員が活躍する場が生じると考えたからである。

また、事例３では、国内の同業者に買収を持ち掛ければ、経営不振の噂が広まる懸念があったこと、ソフトウェア業界では外国企業の優位性が高く、外国企業の傘下に入る方が一層の成長が可能になると考えられたことから、売却先として最初から外国企業が考えられていた。

「外国企業はすぐに解雇する」というイメージが定着しているが、これらの企業は成長により雇用が確保されるという期待感がもてる相手として、日本企業よりむしろ外国企業への売却を望んだことがわかる。

(4)買収コスト

事例２では、当初株式取得の方法でＭ＆Ａを行うことが検討されていた。しかし、買収価格を算出すると本社ビル等の不動産価格が高額になり、それを反映して買収価格も高額になることがわかった。そのため、株式取得の方法ではなく、不動産部分を買収せず必要な事業だけを買収する営業譲渡の方式をとることによって買収コストを投資採算に見合う程度に引き下げることに成功した。

事例１でも、株式取得により会社全体を買収するのではなく、優良債権を引き継ぐ営業譲渡の方式によって買収を行っている。このような方法を用いることで買収価格の問題はクリアできることがわかる。

また、各事例ともＭ＆Ａ手法により、短期間に事業を立ちあげることに成功している上、投資採算も良好である。円高等により買収コストが高ければ、高額な買収価格（＝初期投資コスト）を負担できる企業でなければＭ＆Ａを行わない（対日進出を行わない）という問題がある。しかし、初期投資コストが負担できるのであれば、Ｍ＆Ａ形態による対日進出は、単独進出に必要な立ち上げ期間を短くすることができ、その分のコストを低減することが可能となる。また、相手企業の経営資源を利用し事業を行うことから、短期間のうちに採算にあう投資を行うことも十分可能となることがわかる。

(5)**株式持ち合い**

今回取り上げた事例は全て友好的なM＆Aであったこともあり、株式持ち合いについて直接問題とする企業はなかった。

事例２の企業からは一般的な傾向として株式持ち合いのため大企業のM＆Aはやりにくいという意見が出された。しかし、B 社自身は敵対的M＆Aを行わないことを企業理念にしており、市場での敵対的な株式買い集めは行わないので、仮に株式持ち合いがあったとしても、経営者や株主と同意が得られる友好的M＆Aであれば特に問題にはならないと考えている。友好的M＆Aの場合、株式持ち合いより、経営者や株主との間でM＆Aの合意が得られないことの方がより重要な問題であるといえよう。

(6)**経営風土の違い／マスコミや取引先の反応**

今回の事例では買い手企業は皆日本での経営慣行にうまく対処したM＆Aを行っている。これは、M＆Aを主導した当事者が日本人であったり（事例１、３）、市場調査を十分行い経営風土の違いについて事前に認識していたり（事例２）、M＆Aアドバイザーが日本的な経営風土にあうM＆Aの方法を行った（事例４）こと等が背景にある。

それぞれ共通しているのは、日本の経営風土が違うことを買い手企業が良く理解していたことである。事例２では、経営風土はどこの国でも違い、それにうまく対処することが必要との認識も出されている。

また事例２に見られるように、買い手と売り手が提携関係にあったり、事例１b に見られるように、長期間をかけ信頼関係を構築する場合等は、双方の経営風土に対する理解が得られやすいと考える。M＆Aアドバイザーからも M＆Aの成功のポイントとして、買い手と売り手の間に事前に商取引や提携等の関係があった場合にはM＆Aが成功しやすいという指摘もあった。外国企業との取引や提携を促進することで、経営風土の違いに対する理解が促進され、問題は相当程度緩和することができると考えられる。

(7)**Ｍ＆Ａアドバイザーの活用**

事例１a[1] 社からの営業譲渡、事例３、事例４では相手企業の探索にM＆Aアドバイザーが大きな役割を演じている。

いずれのケースもM＆Aアドバイザーの利用により最適な相手とM＆Aを行うことができた。またM＆Aアドバイザーは、M＆Aの組成において外国企業と日本企業という異な

る経営慣行・風土を持つ企業同士を融合させるための的確なアドバイスも行っている。

特に事例４のケースでは、買い手と全く関係がなかった売り手企業を発掘し、シナジー効果が発揮できる形のＭ＆Ａを組成したＭ＆Ａアドバイザーの役割は非常に大きい。我が国のＭ＆Ａ環境に精通したアドバイザーを利用することが、Ｍ＆Ａを成功させる重要なポイントであるといえよう。

(8)買い手企業におけるＭ＆Ａの目的と効果

買い手企業は、事業立ち上げ期間の短縮、複雑な経営慣行や規制への対処等を目的に対日進出を行ったが、実際にＭ＆Ａにより対日進出を果たした後、当初期待したとおりの成果をあげることに成功している。

さらには、事例２のように期待した以上の効果（アイデア・リソースや優れた技術）を得たケースもある。

対日進出を行う外国企業にとって、Ｍ＆Ａが効果的な手段となりうることがわかる。

(9)売り手企業におけるＭ＆Ａの効果

売り手企業のオーナーや経営者は、経営環境の変化への対応策としてＭ＆Ａを選択し、それにより、売り手“企業（あるいは事業）”は他社の一部となった。しかし、従業員、設備、事業ノウハウ等が一体となった売り手企業の営業活動は、他社に買収されたことによって消滅することはなく、買い手企業の中で新たな成長機会が与えられ、活力ある組織体として営業活動を継続・発展することが可能になっている。

例えば、事例２では、売り手企業の事業は、Ｍ＆Ａ後、買い手企業の在日子会社として、売上、従業員の増加等飛躍的な成長を遂げている。また世界的な大企業の傘下に入ったことにより従業員のモラルアップが図れたり（事例２、事例４）、新しい経営方法により社内の雰囲気が活性化したり（事例３）する等の効果も見られる。

ここで取り上げた事例から、Ｍ＆Ａが買い手だけでなく売り手企業においても、他者の力を利用した成長戦略として有効な手段たりうるということがわかる。

ところで、事例３のＭ＆Ａは他の事例とは異なる特徴を持っている。

事例３の売り手企業は、ベンチャー型のソフトハウスであり、今回のＭ＆Ａで創業者であるオーナー兼経営者は所有している自社株を売却したことにより巨額の創業者利益を手

に入れることができた。ベンチャー企業への出資者が企業を成長させた後、投下資本を回収するには、公開し市場で所有株式を売却する方法があるが、事例３のようにM＆A手法を使うことにより投下資本を回収することもできる。ベンチャービジネスが盛んな米国ではこのような形態でのM＆Aがしばしば行われているが、事例３はまさにその典型といえよう。

我が国では現在ベンチャー企業育成のための各種施策が講じられているが、そのような中でベンチャー企業出資者の投下資本回収手段の一つとして、事例３のようなM＆A戦略は今後我が国でも重要になってくると思われる。

ここでとりあげた事例は４件と少ないが、それにもかかわらずM＆Aは、売り手企業にとっても成長戦略の一つの手段であることが確認できた。買い手側だけでなく売り手側にもメリットがあるこのようなM＆Aの有効性をうまく活かすことが我が国企業を取り巻く経営環境が激変する中で今後重要になっていくであろうことは想像に難くないといえよう。

4-2 我が国のＭ＆Ａ環境整備に向けて

4-2-1 経営戦略手段としてのＭ＆Ａの有効性

(1)Ｍ＆Ａをどう捉えるか

Ｍ＆Ａについては、我が国では会社乗っ取り等の悪いイメージが存在する。また企業の売却についても、事業の失敗、身売り、それによる従業員の整理というネガティブな捉え方をされる。しかし今回見た４つの事例では、買い手、売り手双方共にＭ＆Ａによるメリットがあった。

例えば、事例２では、企業を売却しなければオーナー会社の資産を守るだけの企業にしかならなかったのが、Ｍ＆Ａにより世界的な大企業へと変身を遂げることが可能となった。また事例１に見られるように、新分野進出のため、または既存分野への重点的な経営資源の投入のために、他部門を積極的に売却することも企業の成長戦略の一環として前向きに捉えられることが必要となってこよう。

我が国においてＭ＆Ａは、買収については“会社乗っ取り”、売却については“経営の失敗”というネガティブなイメージで捉えられていた。しかしシナジー効果を持つＭ＆Ａは、買収はもちろんのこと、売却についても他力利用の成長戦略の手段として捉えるよう考え方を変えることが必要であろう。

(2)Ｍ＆Ａをどう経営戦略に取り入れるか

欧米における 90 年代に入ってからの活発なＭ＆Ａの展開は、グローバルな競争の中で各企業が生き残り、成長を続けるために必要な手段であると判断された結果である。そのようなグローバルな競争ともはや無縁ではいられない我が国の企業においても、欧米企業と同様にＭ＆Ａを必要とし、それに関る機会はますます増加すると考えられる。このような中で、我が国企業が、他力利用の成長戦略としてＭ＆Ａを取り入れるのであれば、事例２や事例４に見られるように、最大のシナジー効果をあげうるＭ＆Ａの相手企業を、世界的な視野から選定することも重要であろう。

外国企業は、Ｍ＆Ａの相手先として、経営慣行等が違うことから、Ｍ＆Ａの交渉、Ｍ＆Ａ後の組織統合において、日本企業以上に“手間のかかる”相手ではあるが、グローバルな競争に打ち勝つための成長戦略として、積極的に外国企業の経営資源を活用することも

有効であると考えられる。

(3)Ｍ＆Ａの有効性

Ｍ＆Ａが、現在我が国企業が置かれている、経済の成熟化、国際化、産業構造の変化といった経営環境の変化に対する手段として有効であることは、事例研究から確認できた。また、外資に売却することについても、従業員にメリットがある等有効な方法となりうることがわかった。

Ｍ＆Ａは、短期間に経営組織を変革させることにより経営環境に適合する手段であり、企業内部の経営資源に刺激を与え企業自身の回復力により環境変化に適合する方法を内科的な処置とすれば、外科手術の性格を持つものといえる。

組織の移植や、除去は術後の容体が急変することが考えられ、リスクが大きい治療法だが、成功すれば抜本的な回復も可能となる。我が国企業にとって、リターンを検討した上で、リスクの高いこのような経営戦略を積極的に受け入れていく必要があるのではないだろうか。

4-2-2 我が国におけるＭ＆Ａ環境整備の方向性

Ｍ＆Ａに対する環境整備は第３章で見たとおり非常に広範な分野にわたる。具体的な検討はすでに第３章で見たとおりだが、ここでは環境整備の戦略的な方向性について示す。

(1)Ｍ＆Ａ全般の活性化

本調査は、対日直接投資促進のため外－内型Ｍ＆Ａを中心に検討を行った。しかしＭ＆Ａが社会的に一層認知され、経営戦略の手段として利用されるためにも外－内型に限らず、内－内型、内－外型を含めたＭ＆Ａが全般的に活性化されることが必要であろう。

また、Ｍ＆Ａアドバイザーからは既に関係を持っている企業間のＭ＆Ａは容易であるという指摘が見られた。事例２に見られるように、買い手と売り手が提携関係にある場合双方の経営風土に対する理解が得られやすく、Ｍ＆Ａに対する心理的な抵抗感は緩和されると考えられる。

本格的な狭義のＭ＆Ａが行われる環境を整備するために、資本関係のない提携、すなわち広義のＭ＆Ａを促進することも有効であると考えられる。

(2)**企業ビヘイビアの変革**

我が国におけるＭ＆Ａに対する認識は、“ 買い ”の形態は受け入れられているものの、“ 売り ”については抵抗が強い。産業構造が変化する中で、外科手術的な組織変革の必要性が高まり、“ 買い ”だけでなく“ 売り ”形態のＭ＆Ａが企業の経営戦略の中で検討される必要性があろう。

(3)**経済関連制度・慣行の調和**

現在我が国では規制緩和が着々と進められているが、諸外国と比べ自由度の少ない制度や、基準が著しく異なる制度については、国際的な調和を図るべく改正されることが望ましい。また経済的な慣行についても、合理的な判断に基づく再検討が必要となろう。各国には、それぞれ異なる特殊事情があり、規制や基準の違いが完全になくなることはないと考えられるが、世界的な競争に生き残るための成長戦略として、経営資源を世界的視野で調達するクロスボーダーＭ＆Ａが円滑に行われる環境を整備するためにも、経済ルールの国際的な調和が必要であると考える。

4-2-3 Ｍ＆Ａ環境整備のために必要とされる諸施策

我が国におけるＭ＆Ａ環境は、第３章で見たとおり、企業ビヘイビア、雇用慣行、株式持ち合い、会社法制上の問題等広範な分野にまたがる難しい問題を孕んでいる。

Ｍ＆Ａ環境を整備するにあたっては、第３章で見た個別の問題のうち、どれか一つが特別な決め手になるとは考えられない。また、個別の問題は、それぞれ我が国の経済環境、経営慣行に密接に絡んでいる問題であり、Ｍ＆Ａ環境改善のためだけではなく、我が国の経済・産業構造変革の観点から有機的、包括的に検討されることが必要であると考える。

ここではＭ＆Ａ環境整備のため、第３章の個別の問題の解決を念頭におきながら、当面なすべき具体的諸施策について示すことにする。

(1)対内的ＰＲの積極的な展開

我が国においてＭ＆Ａが活発化したのは 80 年代後半からと、まだまだ欧米と比べその歴史は浅い。ただし、円高を背景とした欧米企業の買収（内－外Ｍ＆Ａ）により、Ｍ＆Ａ手法に対する認識は大企業を中心にかなり広まってきている。

しかしながら、事業再構築という観点から、企業もしくは事業部門の売却という形でのＭ＆Ａについては、未だ我が国の企業ビヘイビア上、経営戦略に積極的に取り入れられているとはいいがたい。

バブル経済崩壊後、我が国における会社売却をめぐる潜在的なＭ＆Ａニーズは大きい。我が国企業の企業ビヘイビアを変革させるための手段として、官民一体となり対内的ＰＲを積極的に展開することにより、潜在的Ｍ＆Ａニーズを顕在化させることが必要であろう。

(2)対外的ＰＲの積極的な展開

対外的ＰＲには、第１に対日直接投資の魅力を増進させること、第２にＭ＆Ａに関連する情報提供を行うことが必要である。

対日直接投資を促進するために対外的ＰＲを行い、外国企業の我が国への投資意欲を動機づけることが重要であることは既に見てきたとおりである。加えてＭ＆Ａについては、我が国にＭ＆Ａ形態により進出した企業が存在し、そういった企業が事業を成功させているという事実を対外的に示すことがとりわけ重要である。外－内型Ｍ＆Ａの成功事例を収集し積極的に海外に紹介していくことが必要と思われる。

また、Ｍ＆Ａに関する情報提供については、売却ニーズを収集し対外的に発信していく

ことが具体的な施策として考えられる。売却を希望する企業の概要をデータベース化し対外的に発信することや、我が国のＭ＆Ａアドバイザーの紹介等は外国企業が我が国にＭ＆Ａ形態で進出することを支援する有効な方策であると考える。

データベース化については、例えば山一證券がインターネットを使いＭ＆Ａの“買い”企業、“売り”企業の情報を発信している。このような試みを官民一体となり拡充すると共に、そのデータベースへのアクセス方法をＰＲしていくことが必要である。

(3)Ｍ＆Ａアドバイザーに対する期待

潜在的なＭ＆Ａニーズを顕在化させるために、対内的ＰＲを積極的に展開することが必要であるが、それに加え、個別企業の経営課題にふさわしい方法としてＭ＆Ａが選択され、企業の期待する効果が最大限発揮できるＭ＆Ａが行われるためには、Ｍ＆Ａアドバイザーの力に負うところが大きいと考える。

特に我が国では、売却企業を発掘することが難しく、この点で、Ｍ＆Ａアドバイザーが果たす役割は非常に大きい。売却企業を発掘するためには提案型Ｍ＆Ａが活発に行われる必要があるが、Ｍ＆Ａアドバイザーが事業として提案型Ｍ＆Ａを行うには大きなリスクを伴う。提案型Ｍ＆Ａのリスクは第１に我が国企業に対し売却を勧めることが困難であることに端を発している。この点については対内的ＰＲの積極展開により幾分かは問題を軽減できると考える。またＭ＆Ａアドバイザー事業の重要な経営資源である人材育成については大学院教育を充実させる等の施策が考えられる。

Ｍ＆Ａ環境整備に係る問題点の改善、ＰＲ活動の充実等の諸施策が展開される中でＭ＆Ａアドバイザーの積極的な提案型Ｍ＆Ａの展開を期待したい。

(4)外国企業のローカリゼーションに対する期待

我が国の企業経営者や従業員には、雇用慣行に不安があるために、外国企業に対する売却を拒むという傾向が見られる。

一方、外国企業にとっても現在の雇用慣行では優秀な人材が雇用できないという問題がある。外－内型Ｍ＆Ａに対する不安感払拭、外資系企業への就職意欲の増進のためにも外国企業に対し、日本の雇用慣行にあわせた経営を期待したい。

(5)**法制度の整備**

法制度について、M＆Aを直接阻害するものはないが、持ち株会社解禁等のM＆A促進的に働く法制度の整備が期待される。またM＆Aの種類に関わらず、買い手、売り手にとってM＆Aが公正なルールのもとに行われるためには、M＆Aを促進する制度を整備するのに加え、M＆Aを防衛する制度もあわせて整備する必要があろう。

(6)**対日直接投資促進の努力**

最後に対日直接投資促進の努力が必要であることを改めて述べておく。対日投資の魅力の創出、高コスト構造の是正、外国企業誘致努力、受け入れ環境の整備、外国の経営慣行・文化に関する教育等包括的な諸施策を着実に展開していくことが期待される。

M＆Aは対日直接投資促進の有効な手段であると共に、産業構造の大きな変革が必要な我が国において、産業構造変革のための手段としても必要とされている。M＆A環境整備のためには、広範かつ包括的な既存システムの変革を伴う。その変革はあるいは痛みを伴うものかもしれないが、産業構造審議会基本問題小委員会の報告に示されているように、新たな発展の道を開くための必要な痛みであり、その痛みに耐え乗り越えて行く努力が必要とされているのであろう。

外国企業とのM＆Aは、日本企業の経営資源と外国企業の経営資源のシナジー効果を発揮させることにより、１＋１を３や４にするような新たな発展を急速に可能とすることが期待できる。大きな変革の岐路に立たされている我々がこのようなM＆Aを前向きに取り入れて行くことが重要になっているといえる。