

H19.9 金融・経済レポート

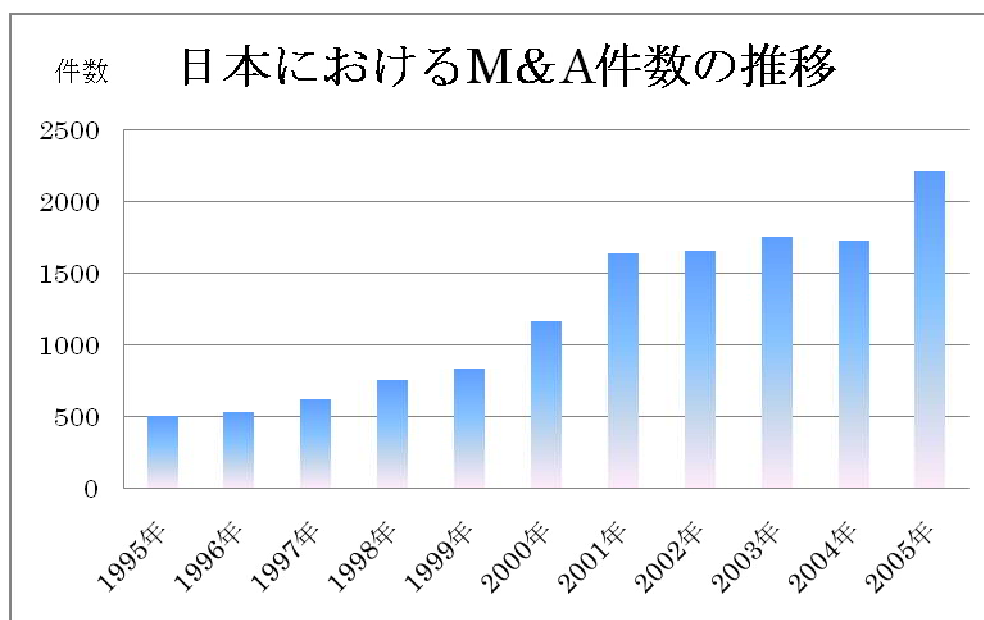
担当 樋口

テーマ 今後も増え続けると予想される M & A(合併・買収)について

これまでのレポートは、金融の分野が主たるテーマであった。今回のレポートでは、幅広い知識の習得に向け、未知なる分野“ M & A ”について考察していきたいと思う。

M & Aが増加する背景

新聞紙上に目を通すと、毎日のように M & A 関連の記事を目にする。また、NHKで放送されたドラマ「ハゲタカ」が好評な視聴率であった等、日本でも M & A に対する関心が高まっている。経済産業省の統計データを元に M & A 件数の推移を下記に示した。年を重ねるごとに増えていることがわかる。2006 年、そして今年はさらにその件数が増えると予想される。



M & Aが増加する理由について調べたところ、以下の4点が大きく関係している事がわかった。

要因1 ...業界・業種における市場の成熟化・競争激化

インドや中国、ベトナム等の新興国と呼ばれる国と違い、日本のGDP成長率は2%位で

ある事から成熟国と捉えるのが妥当である。各世帯で生活用品が普及し、人口の増加が望めない成熟した日本の市場で熾烈な顧客獲得競争・価格競争を勝ち抜く為に、企業がスケールメリットや相乗効果を求めて業界再編の動きが増加している。

最近のM & Aを例にすると、紳士服業界や家電量販店、百貨店業界、製紙業界等が挙げられる。これらの業界に共通していえる事は、市場が日本国内に集中している事と、取り扱う商品・サービスに大きな違いが無い、あるいは違い・差別化を図ることが難しいという事である。

紳士服を買うのに一部の有名ブランドを除き、取り扱っているスーツはほとんど似通った商品を取り扱っている。家電量販店、百貨店も同様だろう。製紙業界でも、製造企業による紙の品質に大きな違いはなく、完成品に差別化を図るのは容易ではない。このため、こうした業種・業界で市場競争に勝ち抜く最善策は、如何に製造コストを下げ、安い価格で顧客に商品を提供するかという事である。そのため、同業間でM & Aを行い顧客の囲い込みや店舗展開、業務の効率化を図り、価格競争に勝ち抜くM & Aが増加している。下記がその一例である。

紳士服業界の再編

- A コナカとフタタが株式交換により統合
- B A O K Iホールディングスがマルフルに株式公開買付け（TOB）を実施し完全子会社化

家電量販店の再編

- A ギガスケースデンキは、ギガス、八千代ムセン、デンコードーを子会社化
- B エイデン、デオデオが経営統合し、エディオンに。その後、ミドリ電化を子会社化。現在、ビックカメラと経営統合に向けて協議中
- C 真電とノジマ、3月に合併予定
- D ベスト電器、さくらやを連結子会社化
- E ベスト電器を巡り、現在、ヤマダ電機とビックカメラによる争奪戦になりつつある

百貨店業界の再編

- A セブン＆アイがミレニアムリテイリングを買収
- B 阪急百貨店が阪神百貨店を完全子会社化
- C 大丸と松坂屋が新設合併。J・フロントリテイリングへ
- D 伊勢丹と三越が正式に経営統合を決定
- E 西武とそごうが経営統合を予定

製紙業界の再編

A 王子製紙が北越製紙に敵対的TOBにより買収を試みたが失敗。日本製紙・三菱商事と北越製紙の資本業務提携にて決着

以上が再編の一例である。人口減少、少子高齢化、団塊世代の大量退職を迎え、生き残りをかけたM&Aが今後も増える事が予想される。

要因2...海外市場開拓に向けた攻めのM&A

国内市場が伸び悩む中、電機、ハイテク、精密機器等の業種は海外市場へ積極的に展開し、海外売上を伸ばしながら企業価値を向上させている。調べていくと、こうした海外展開の背景にもM&A戦略が大きく関わっている事がわかった。

日本国内で成功を遂げた企業でも、言語、文化、法律、人事考課が異なる海外市場に展開し成功を収める事は容易な事ではない。そこで、海外企業とM&Aを行い海外市場の開拓を図る動きが活発になりつつある。現地企業を買収する事で、買収した企業の顧客を引き継げると共に、人員派遣・技術移転等で高い相乗効果を得る事が可能となる。事例では、東芝が買収したウエスチングハウス、JT(日本たばこ産業)が買収したギャラハー等が挙げられる。買収には至らなかったが、ユニクロを展開するファーストリテイリングがバーニーズニューヨークを買収しようとした動きも海外進出に拍車をかける狙いがあったと考えられる。海外企業が日本市場に参入するために行ったM&Aでは、シティーグループが日興コーディアルを傘下に治めた事例が挙げられる。

こうした攻めのM&A戦略に対し、市場・経済アナリストは多くの場合高い評価を下している事例が多い。

要因...事業の多角化・新規事業参入を目指したM&A

要因と同様、新規事業への参入・事業の多角化という面でもM&A戦略は積極的にとられている。本業の業績が伸び悩み、将来の成長性に危機を感じるようになると、別事業へのシフトを迫られる事は少なくない。しかし、本業との繋がりがあっても新規事業への参入は、新たな人材、技術、設備、顧客開拓等が必要になってくる事から失敗するリスクが高いといえる。

こうした観点から、新規事業参入を目指す企業がその事業を本業としている企業を買収し、事業参入を図るケースが増えている。例を挙げると、ソフトバンクによるボーダフォン日本法人の買収、HOYAがTOB(株式公開買付け)で買収したペンタックス等が該当すると思われる。ソフトバンクは、ITのコンテンツと通信の融合という形で携帯電話事業への参入を目指していたが、通信業界にはNTTやKDDIといった巨大包囲網が立ちはだかり、単独での事業参入は困難であった。そこで、携帯電話事業を本業とするボーダフォン日本

法人を買収し、設備、技術、顧客等を引き継ぐ形で時間をかけずに事業参入を果たした。

HOYA は、主力事業の成長が鈍化する中で、利益率の高い医療機器の事業参入を図るために、内視鏡等の医療機器分野でシェアを持つペンタックスを買収した。

スピード経営が重視される中で、効率的に事業参入が図れる M&A は、引き続き企業の重要な戦略とした位置づけになりうると考えられる。

要因 …モノという株主の台頭、法律・会計制度の変革

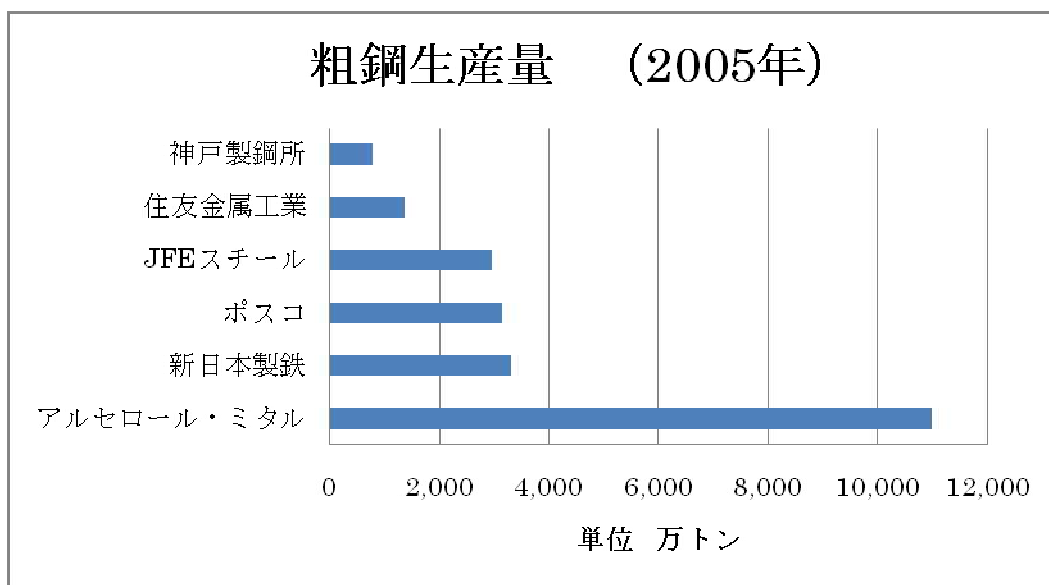
従来の持ち合い株式による安定した経営環境から外国人投資家（投資ファンド）、「モノという株主」が増加し、日本でもコーポレートガバナンス（企業統治）が今まで以上に重要視されている。こうした事態に、「選択と集中」、「本業回帰」といった形で資本効率や企業価値の向上に対する企業経営者の意識がさらに強く迫られる流れとなり、M&A に繋がるケースもある。とりわけ、投資ファンドによる M&A は新聞紙上でも頻繁に採りあげられている。事例を挙げると、阪急電鉄と阪神の経営統合や明星食品、ブルドックソース等である。こうした流れを受けて、買収防衛策を採用する企業も増加傾向にある。これは、ある意味 M&A が身近な存在として台頭してきた結果と考えられる。

また、金融市場の発展に伴い、少ない資金で買収が可能になった事も M&A 増加の要因として考えられる。具体例を挙げれば LBO（レバレッジド・バイアウト 買収先の企業の資産や将来期待される現金収入を担保に外部からの融資で資金調達する買収手法）や MBO（マネジメント・バイアウト 経営陣・従業員による企業買収）等が挙げられる。実施された件数としては少ないが、M&A の手法が増加している事は事実のようだ。

増加する M&A への留意点・リスクについて

生き残りを賭けた企業再編、企業価値の向上、新規事業参入等を背景に、M&A が増加している事は理解できた。こうした流れを見ると、企業戦略の上で M&A が万能のように見えるが調べていくと様々な問題点が浮き彫りにされた。

その一つが、M&A による企業の巨大化により独占・寡占化が進む問題である。この問題が取り上げられる例としては鉄鋼が挙げられる。下記のグラフは世界の粗鋼生産量を示したものである。

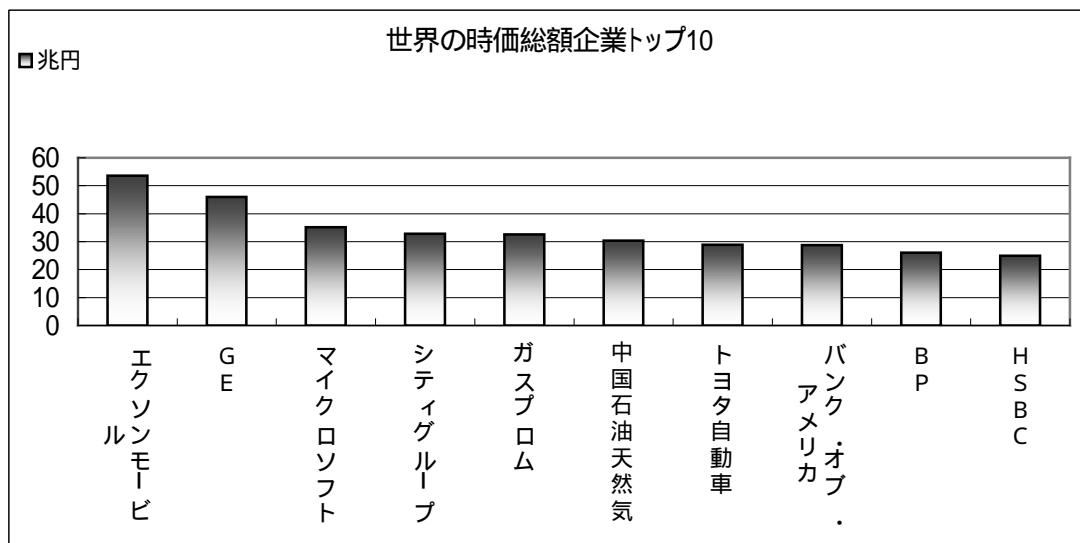


1位のアルセロール・ミタルは各国の鉄鋼企業を買収し、圧倒的な生産量を誇る超巨大企業へと遂げた。その生産量は、日本の鉄鋼4社の生産量合計を上回る数値である。鉄鋼という価格競争力の激しい製品を扱う為、コスト削減とスケールメリットを享受するアルセロール・ミタルが行った M&A 戦略は経営学にとって真つ当な戦略である。しかし、これ程までに生産量のシェアを握ることは、市場競争が作用せず、一企業による鉄鋼価格の影響力が強くなり、国際的な独占権を握っているとも考えられる。場合によっては上位企業でカルテル（価格協定）を行う事も可能である。

各国においては独占禁止法等の法整備が整っていても、世界共通の法整備は整っていない事からアルセロール・ミタルの動きを監視する機関が存在するの否が疑問符が付く。

昨今、鉄鋼を含むあらゆる原材料価格が高騰しているが、その背景の一つには超巨大資源関連企業（エクソンモービル（米）、BP（英）、ロイヤル・ダッチ・シェル（蘭）等）による価格誘導の作用が働いていることも否定できない。鉄鋼・原油等の原材料を使用する企業、消費者にとって寡占化を生む M&A は歓迎することのできない問題である。

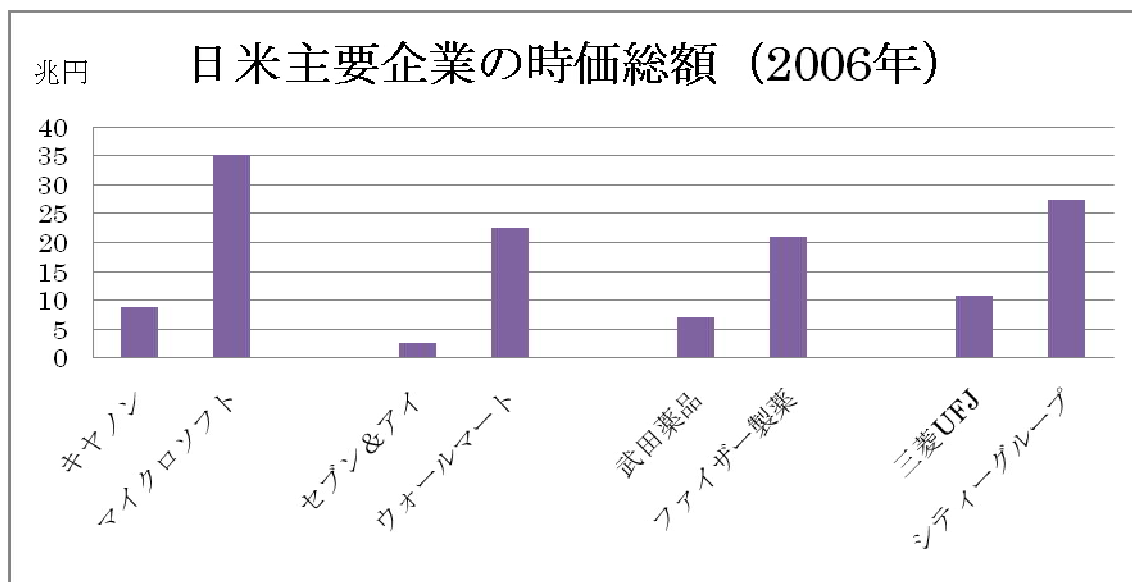
下記は、2007年2月に日経新聞に掲載された世界の時価総額企業トップ10のグラフである。10社の内、4社(エクソン(米)、ガスプロム(露)、中国石油(中)、BP(英))が資源関連企業である。今の時代状況を物語っているといえる。



また別の問題として挙げられる事として、M&Aによって国防等に関わる技術や国の基幹産業の流出である。原子力等の軍事転用が見込める技術を保有する企業が海外企業に買収される事態や、モノづくり日本の伝統的な技術の流出等は日本の国際競争の低下という観点で注視していく必要がある。事実、日本の製造業はその座を韓国や台湾などにシェアを奪われつつある。

また、M&Aは資金力、時価総額の高い企業が優位な立場に置かれる。(自社の株式と交換する形での合併・買収が可能の為)

下記のグラフは日米の同業種における時価総額を示したグラフである。



日本では巨大企業といわれる企業でも、米国の同業種企業と比べると時価総額の差は一目瞭然である。今年 5 月に導入された三角合併制度は外資企業による日本企業買収を助長させた制度である。外資企業による日本企業の乗っ取りへの対策が急務とされる。

この他、M&A には巨額の資金が投じられる為、財務が悪化し、信用格付けの引下げ・債務超過に陥るといったリスクや企業風土・働く環境が変わることによる従業員の勤労意欲の低下、人材流出等の個別リスクも挙げられる。こうしたリスクを避けるためには、企業を取り巻く利害関係者へのアカウンタビリティ（説明責任）を十分に果たし、長期的な目線にたった意思決定が求められる。

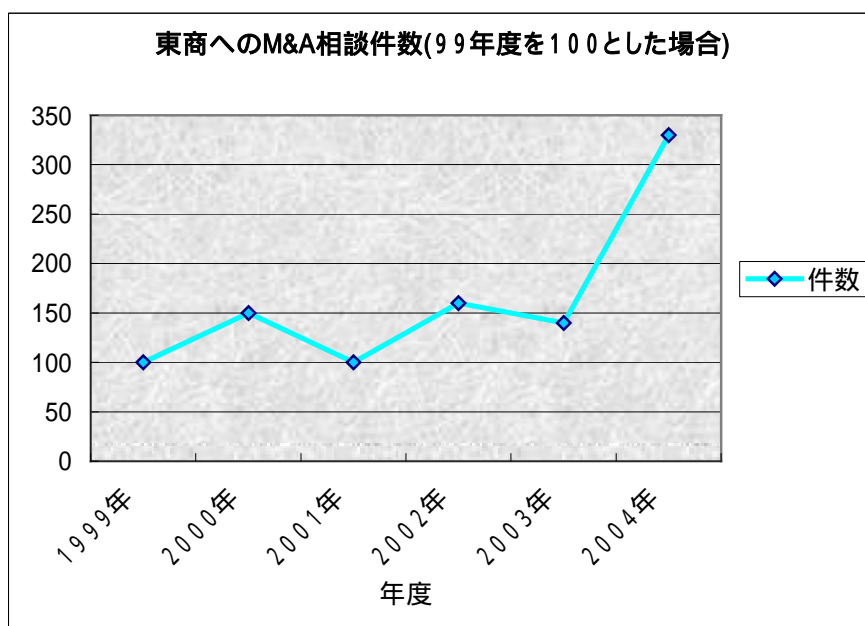
簡単ではあるが、M&A の考察とする。

これより下には、各自の M&A に対する考え等を自由に記述していく。

川邊

M&A とは「Merger and Acquisition」の略称である。直訳すると企業の合併・買収を意味する。合併・買収だけではなく営業譲渡・株式譲渡又は資本提携などを含み広い意味で資本提携の総称として使われている。自社で不足している「ヒト、モノ、カネ、技術、情報、など」を補う事又は事業の再構築や不採算部門のリストラなどを目的とされている。主に上場企業が大きく注目されているが非上場の会社でも M&A が活発 1 のようだ。東京商工会議所のホームページによると中小企業(非公開会社)の M&A 仲介市場が小規模ながら形成されていることが記載されていた。中小企業(非公開会社)の M&A の実態として後継者不足が背景にあり、買収側は事業の多角化が早期にできるメリットがある。

1



非上場企業と上場企業のM & A

非上場企業のM & Aとして今後注目される業界としてビール業界が挙げられる。ビール業界と言えば米投資ファンド『スティーラパートナーズ』によるサッポロビール(業界第4位 売上高 4,350 億円、06 年)に対するTOB(株式公開買い付け)が有名である。だがサントリー(業界第2位 売上高 13,737 億円、06 年 非上場企業)がサッポロビールに強い興味を示しているのではないかと株式市場での見方が強いようだ。サントリーはビール部門では万年4位。サッポロビールが持つ『エビスビール』ブランドを手に入れるだけでなく、優良不動産を多く保有するとされるサッポロホールディングスの子会社『恵比寿ガーデンプレイス』を手に入ればビール部門のテコ入れや優良不動産を手に入れることができサッポロ買収を実現すればサントリーにとって一石二鳥のM & Aになる。だがサントリー、サッポロの統合には大きな障害もある。サントリーのメインバンクは三菱東京UFJ銀行であるのに対し、サッポロビールのメインバンクはみずほコーポレート銀行の旧富士銀行。サッポロは旧安田財閥で構成する芙蓉グループの中核企業だ。旧富士銀行が他の目がメガバンク傘下の企業に売り渡したすのは難しいだろう。ビール業界は古い財閥の力関係が依然として強いとされており統合が難しい。また、サントリーは非上場企業であるのに対してサッポロは上場企業。仮に買収が実現しても情報開示を含めサッポロの上場維持が困難になることが考えられる。さらにサントリーは非上場企業だけに買収に必要な資金調達手法も限られる。非上場企業と上場企業との統合は厳しいようだ。

最後に

今後とも企業の合併・買収案件は多くなっていくだろう。M & Aのニュースには消費者の存在が感じられる事が少ない。身近な生活にも関わって行く可能性のある事でもあり、消費者を無視した企業利益を重視のM & Aは本末転倒である。

安西

買収・合併、統合は年々加速し国内外問わず行なわれ巨大な企業誕生という内容で朝刊の1面を飾った例も少なくない。また、合併・統合で驚かされたことと言うと財閥同士の合併である。多岐に渡り財閥は企業を存在させ、財閥内での共存共栄を図ってきたものと思われる。相次いで行なわれた財閥の合併劇を総称すると財閥そのものの経営体力の弱体化が伺える。買収合併が盛んになり飛躍的に増加した背景はいくつか考えられるが、証券取引所、税務署等へ提出する財務諸表に単体のみならず連結での経営成績、財務状態を明らかにしなければならなくなったことや、投資家が資金を投資する際に単体より連結での業績成績を好むようになり、連結の善し悪しで投資先を意思決定する風潮が色濃くなってきた。また、以前の株主総会は如何にして総会屋の邪魔から逃れ円滑に総会を終える事が株主総会の焦点であり最大目標であった。しかし近年は、普通預金の利率低下、インターネットの普及、ネット証券の進出、証券手数料の値下げにより個人株主の台頭、外国人投

資家の増加により、経営計画、配当額が株主総会での焦点になり株式公開会社は投資家の声に応えるため利益獲得、利益分配を意識しなければならず、より一層の利益追求に主眼を置かなければならず経営体力強化の一つの手法として買収合併が行なわれるようになり資本力の弱い企業は淘汰されしめる。買収合併の裏で証券会社が旧株券と新株券の株式交換や合併に関して手助けをしていることもあり、最終的には産業再生機構による再建の道を選んだカネボウが当初は資生堂との合併が報じられた際に合併のエージェントとして多額の手数料が証券会社へ支払われるとの記事が掲載された。今後買収合併により巨大企業が誕生する事は大いに考えられるだろう。以前であれば考えもしなかった、メガバンクの登場、大手百貨店同士の合併と起こりえない事が現実となった。これで終わりではないだろう。次に民衆を脅かせる合併劇はどこが演出するのか...

樋口

これまで、M&A への関心はほとんど無かったが、ライブドアによる日本放送買収や村上ファンド等の報道が連日行われた 2 年前位から徐々に M&A への関心が高くなってきた。ライブドアの堀江元社長、村上ファンドの村上代表とも実刑判決を下される結果となったが、一般人にも M&A や資本市場への関心を惹き付ける功績は残したと感じる。

一部で経営参画権を望まない投資ファンドによる株の買占め等、行き過ぎた M&A の動きはあるが、事業会社同士の経営統合・資本業務提携等は良い結果となって表れる事例が多いと感じる。日産とルノーによる V 字回復、JFE スチール、KDDI 等がその代表例か！？

不動産業界は今のところ目立った再編の動きは無いが、最近報じられた、三井不動産による帝国ホテルへの投資は日比谷地区の開発を円滑に行う事が背景にあると報道されていた。今後、大規模な不動産開発にあたって、その土地を所有する企業間同士の再編が行われる可能性はある。

今回のレポート作成を通じて、M&A は手法、専門用語（ポイズンピル、グリーンメーラー、ホワイトナイト、ゴールデンパラシュート等）が多く、引き続き勉強していく必要があると感じた。今後のレポート作成の機会を活用し、良い M&A・悪い M & A の識別や条件、企業評価の手法についての知識を習得していきたいと思う。

参考文献

日経新聞バックナンバー M&A 関連記事

日興コーディアル証券 M&A コラム

経済産業省 経済白書

M&A を実施した企業のホームページ等