

第 14 章 M&Aと企業再編 1 頁：29 字（1 行）×26 行＝

754 字 20 頁

選択と集中の時代 27 行×22 字＝594 字

1990 年代後半以降、わが国は未曾有の M&A ブームを経験している。事実、M&A の年間件数は、95 年から 05 年の 10 年間で 5 倍以上に増加し、その後も、世界金融危機の影響で若干下火にはなったものの、依然高い水準を保っている。この M&A ブームに見られる活発な企業再編の背景には、世界規模での企業間競争の激化やバブル経済期における多角化戦略の失敗から、「選択と集中」といわれる、競争劣位の事業から撤退して競争優位の事業に経営資源を集中させる戦略に、企業が経営方針を転換していったことがある。

さらに、企業再編を促進する法的枠組みの整備が進められたこともその一因であるといえる。わが国では、97 年の持株会社の解禁および簡易合併制度の導入に始まり、99 年の株式交換・株式移転制度の導入、01 年の会社分割制度の導入、さらには 07 年の三角合併の解禁と、相次いで企業再編制度の改革が実施された。

それに伴って、近年の M&A は形態が多様化し、その仕組みも複雑なものとなっている。とりわけ 2000 年以降は、それまでわが国ではほとんど例の無かった、外資系投資ファンドによる敵対的な企業買収や、現経営陣による自社の買収などがしばしば行われるようになってきている。

大型の M&A 案件は、新聞の一面を飾ったりマスコミで特集が組まれるなど、多くの人の耳目を集める出来事である。本章を読むことによって M&A に関する理解が少しでも深まれば、M&A に関する報道もより興味深いものとなることであろう。

1. わが国の M&A の概 容

M&A とは Mergers and Acquisitions の略で、企業の合併・買収のことをいう。一般に M&A という言葉は、会社全体の合併・買収だけでなく、ある部門だけの一部事業譲渡や資本提携なども含めて用いられる。さらに広義では、技術提携や販売提携などの資本の移動を伴わない単なる業務提携も含めた広い意味での企業提携の総称として用いられることもあるが、本章では単なる業務提携は M&A に含めないこととする。

(図表 1 この辺り)

図表 1 は、1985-2009 年のわが国の M&A の件数と、マーケット別の構成比率の推移を図示したものである。マーケット別による分類とは、M&A を、IN-IN 型（日本企業同士の M&A）、IN-OUT 型（日本企業の外国企業に対する M&A）、OUT-IN 型（外国企業の日本企業に対する M&A）の三つに分類したものである。

図表 1 からは、1980 年代後半のバブル経済期に M&A が増加していることがわかる。この時期の M&A の特徴としては、円高や貿易摩擦といった外部要因に加え、国内主要産業の成熟化に伴う新たな成長戦略として、外国企業を買収する IN-OUT 型の M&A が増加したということが挙げられる。代表的な事例としては、88 年のブリジストンによる米ファイアストーン社買収（3,300 億円）、89 年のソニーによる米映画大手コロンビア・ピクチャーズ買収（6,400 億円）、そして 90 年の松下電器産業（現パナソニック）による米エンタテインメント大手 MCA の買収（7,800 億円）などがある。

その後、バブル崩壊とともに M&A は一旦減少したが、1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて M&A ブームが起これ、M&A 件数が急激に増加している。95 年には 531 件だった M&A が 05 年には 2,725 件と、この 10 年間で実に 5 倍以上の増加を示している。この期の M&A の特徴としては、第一に、国際競争の激化等を背景に業界内再編の動きが進み、国内企業同士による IN-IN 型 M&A が増加したということが挙げられる。例えば、鉄鋼業界では、韓国や中国企業の台頭による激しい国際競争を受けて、NKK と川崎製鉄が 2002 年に合併して JFE ホールディングスを設立している。

またバブル崩壊に伴う不良債権処理問題に苦しむ金融業界でも再編が進み、95 年時点では 13 行を数えた都市銀行が、05 年までに 4 行のメガバンクに集約されている。図表 2 は、金額ベースでのわが国の M&A 案件トップテンを載せたものであるが、上位 5 つは、何れもこの時期の銀行関連の M&A である。

(図表 2 この辺り)

第二に、外国企業が日本企業を買収する OUT-IN 型の M&A が見られるようになったのもこの期の M&A の特徴である。それまでは、外国企業による日本企業を買収は極めてまれであったが、バブル崩壊後の経営不振・破綻にあえぐ日本企業を買収する形で、OUT-IN 型の M&A が増加したのである。代表的な事例としては、98 年の仏ルノーによる日産自動車への資本参加（5,900 億円）、00 年の米企業再生ファンド、リップルウッドによる旧日本長期信用銀行（現新生銀行）買収（1,210 億円）、そして 02 年の小売業世界最大手、米ウォルマートによる西友の買収（累計で 2,470 億円）などがある。

さらに 2000 年以降では、楽天やライブドアに代表されるネット関連企業が、成長戦略の一環として、自社の高い株価を背景に株式交換を用いて積極的に M&A を行っている。また、後に詳細に述べるが、わが国で企業の敵対的買収が始まったのも 2000 年以降の M&A の特徴といえる。

2. M&A の分類

M&A には、色々な分類方法がある。図表 1 で示されている、マーケット別（IN-IN 型、IN-OUT 型、OUT-IN 型）の分類方法もその一つである。本節では、それ以外の分類方法として、企業融合の方向性による分類と M&A の形態による分類について説明する。

2.1 企業融合の方向性

M&A は、企業融合の方向性によって、水平的結合、垂直的結合、多角的結合の 3 つに分類できる。最初に、**水平的結合**とは、同一業種の同じ生産段階の企業と結合することによって、既存事業の強化を図るとともに規模の経済によるメリットを狙う M&A である。

次に、**垂直的結合**とは、同一業種ではあるが異なる生産段階に属する企業との M&A である。例えば、製品の生産だけを行っている会社は、川上の原材料仕入れ先企業や川下の販売会社を買収することによって、生産工程を総合的にコントロールできるようになるというメリットがある。垂直的結合とは、このようなサプライチェーンの効率化を狙う M&A である。

最後に、**多角的結合**とは、**コングロマリット型結合**とも呼ばれ、異業種の企業と結合することによって新規事業への進出を図る M&A である。1960 年代に米国で盛んに行われたが、異業種参入の難しさや既存事業とのシナジー効果が期待したほど得られなかったこともあって、その多くが失敗に終わっている。そのため現在では、多角的結合を意図する M&A はあまり行われていない。

2.2 M&Aの形態

(図表 3 & 4 この辺り)

M&Aには実に様々な形態がある。図表 3 は、M&A を形態別に図示したものであり、図表 4 は、それらの形態の特徴をまとめたものである。企業は、これらの中からそれぞれの状況に応じた最適な手法を選択して、M&A を実施している。

合併

合併とは、2 社以上の企業が 1 つの法人格に統合する取引である。合併には、合併企業の 1 つが存続会社となりその他が消滅会社となる**吸収合併**と、いずれの合併企業も存続会社とされない**新設合併**があるが、実際の合併では吸収合併によることがほとんどである。

これは、新設合併は、株式上場企業の場合には改めて上場申請を要することや、銀行など許認可や事業免許を要する業種では、新設会社による許認可や免許の再取得が必要となるなど、事務手続きの処理が非常に煩雑となることが理由である。

株式交換

株式交換とは、一方の会社が他方の会社の完全子会社となる取引である。完全子会社の全株主は、株を完全親会社に提出する代りに完全親会社発行の株を取得し、完全親会社の株主となる。

なお完全親会社とは、子会社の発行する全ての株式を保有している親会社のことであり、このときの子会社を完全子会社という。

株式移転

株式移転とは、既存の会社（複数可）が、完全親会社となる持株会社を新たに設立し、自らがその完全子会社となる取引である。完全子会社の全株主は、株を新設される完全親会社（新設持株会社）に提出する代りに完全親会社発行の株を取得し、完全親会社の株主となる。

(図表 5 この辺り)

株式譲渡

株式譲渡とは、買収企業が買収対象企業の既存の発行済み株式を現金で取得する取引である。M&A では買収対象企業の経営支配権獲得を目的とするので、特別決議事項の拒否権確保に必要な 1/3 超の株式の取得を目指すことが通常である。そして、上場企業の発行済み株式の 1/3 超を獲得するには、金融証券取引法に基づいて TOB によらねばならない。従って、上場企業の株式譲渡による M&A は、通常 TOB によって行われることになる。

第三者割当増資

第三者割当増資とは、買収対象企業が、買収企業に新株を発行する取引である。第三者割当増資は、株式譲渡とは異なり、買収対象企業の株主ではなく会社自体に株式払込金が振り込まれる。従って、第三者割当増資は、しばしば経営不振企業や破綻企業の救済のために用いられる。

事業譲渡

事業譲渡とは、企業の事業の全部または一部を、別の会社に金銭を対価として譲渡する取引である。事業譲渡は単なる事業の売買契約であるので、下記で述べる会社分割とは異なって、事業を一括して譲渡できない。従って、不動産は移転登記、従業員の転籍は個別の同意、債務については債権者の承諾など、個々の権利義務について移転手続きが必要であり、手続きが煩雑である。

分割

会社の分割とは、既存の会社を2つ以上の会社に分ける取引であり、大きく**吸収分割**と**新設分割**とに分類される。吸収分割とは、分割を行う会社（分割会社）が、分割した事業を既存の別会社（承継会社）に承継させるものであり、新設分割とは、分割会社が、分割した事業を新たに設立する承継会社に承継させるものである。

さらに、事業を承継された承継会社が対価として交付する株式や金銭を、分割会社に割り当てるものを**分社型分割**または**物的分割**といい、分割会社の株主に割り当てるものを**分割型分割**または**人的分割**という。

3. M&Aのメリットとデメリット

M&Aのメリット

M&Aを実施することによるメリットを一言でいえば、それは、複数の会社がひとつの会社あるいはグループにまとまることから生じる**シナジー効果**である。以下では、その効果についてより具体的に説明する。

- ① **規模と範囲の経済の享受**：企業規模が拡大されるので、大量生産や供給業者に対する価格交渉力の増加によるコスト削減が可能となる（規模の経済）。また、異なるけれども関連性のある商品を取り扱っている場合には、マーケティングや流通チャネルの統合などによるコスト削減が見込まれる（範囲の経済）。
- ② **時間の節約**：自社で事業を拡大したり新たな事業を一から立ち上げるには莫大な時間と労力が必要だが、M&Aではそれらを大幅に節約でき、機動的に新分野への進出が可能となる。

- ③ **多角化の恩恵**：事業を多角化することによって、個々の事業の有するリスクを全体として軽減することができ、借入コストの軽減につながる。また、ある事業からの損失を他の事業からの利益と相殺できるので、節税にもつながる。
- ④ **ノウハウの取得**：他社の持つ優れた技術やノウハウを取り込み、それを自社の有する経営資源に上手く活用できれば、収益や利益の更なる増加が期待できる。

M&Aのデメリット

企業は、メリットがデメリットを上回ると判断して M&A を行うわけだが、考えられる M&A のデメリットとしては、以下のようことが挙げられる。

- ① **適正価格の算定が困難**：M&A 取引では、客観的な取引価格というものがないので、買収価格は当事者間の交渉によって決まる。そのため、適正な買収価格の算定が非常に困難である。また、売却企業の財政状態を精査しておかないと、M&A 締結後に、不要な資産、簿外債務、あるいは不良債権などを引き継いでしまうといったリスクがある。
- ② **異なる企業文化の融合が困難**：会社には、それぞれ異なる制度（人事・給与・労務体系）や企業文化（社風、企業風土）があり、それらを短期間に融合することは困難である。また、そのような制度や文化の違いから生じる軋轢から、有能な人材が流出してしまうリスクがある。

4. 友好的M&Aと敵対的M&A

友好的買収と敵対的買収

M&A では、買収される側もその買収に賛成しているケースが多いが、時には買収される側の意図に反して一方的に買収が提案されることもある。買収される側の経営陣がその買収に賛成している場合は、**友好的 M&A** または **友好的買収（Friendly Takeover）** と呼ばれ、買収される側の経営陣がその買収に反対している場合は、**敵対的 M&A** または **敵対的買収（Hostile Takeover）** と呼ばれる。なお、日本の M&A のほとんどは友好的 M&A である。

経営陣の賛同が得られている友好的 M&A では、その実施方法として、吸収合併や株式交換など様々な手法が考えられるが、経営陣の賛同が得られていない敵対的 M&A では、原則的に以下で述べる株式公開買付けによって、ターゲットとする企業の株式を買い集めることになる。

株式公開買付け（TOB）

株式公開買付け（TOB：Takeover Bid）とは、ある企業の株式を大量に取得したい場合に、新聞等への掲載を通じて「買付目的、買付価格、買付予定株数、買付期間」などを公告し、不特定多数の株主から市場外で一挙に株式を取得する方法である。

TOBのメリットとしては、第一に、市場で大量買付けを行うと株価の上昇を招く恐れがあるが、TOBでは一定の買付価格で購入するので資金計画が立てやすいこと。第二に、買付株数が予定株数に達しなかった場合に買付けをすべてキャンセルできるので、買付け失敗のリスクを負わないことが挙げられる。

一方、TOBのデメリットとしては、文字通り公開して株式を買付けるので、買収を仕掛けていることが明らかになってしまい、買収を仕掛けられた企業や他の投資家に防戦の機会を与えてしまうといったことがある。

（図表 6 & 7 この辺り）

図表 6 は、わが国の TOB の件数と買付金額の推移を表わしたものである。90 年代前半までは、TOB はほとんど行われていないが、90 年代後半以降急速に増え、07 年には最多の 104 件の TOB が実施されている。買付金額についても同様に、06 年と 07 年には 3 兆円を超えている。

また、09 年までの TOB の総件数は 586 件であるが、これらのほとんどは友好的買収を目的とする**友好的 TOB**であり、敵対的買収を目的とする**敵対的 TOB**は、この中でわずか 19 件しかない。図表 7 は、わが国の主な敵対的 TOB の概要をまとめたものであるが、右端の結果の欄にあるように、そのほとんどは失敗に終わっており、わが国における敵対的買収の難しさを物語っている。

5. 敵対的買収防衛策

アクティビスト・ファンドの台頭

アクティビスト・ファンドとは、投資ファンドの一種で、単に株式を保有するだけでなく、企業価値向上のために経営陣に積極的に働きかけを行うファンドである。具体的には、大株主として、大幅増配、取締役の選解任、経営陣による自社買収（MBO、後述）などを提案し、経営陣がこれらの提案を拒否すると、議案に賛成する株主を募ってその議決権行使の委任状を取り付ける**委任状争奪戦**（Proxy Fight）を起こしたり、時には敵対的 TOB を仕掛けるなどの行動をとる。

図表 7 の敵対的 TOB の公開買付者に名前の出てくる、MAC（村上ファンド）やスティーラー・パートナーズなどは、アクティビス

ト・ファンドの典型であるといえる。

従来、わが国の株主は、経営に口を出さないサイレント・パートナーがほとんどであったが、2000年に入った頃からアクティビスト・ファンドの活動が活発になっていった。

買収防衛策の導入

買収防衛策とは、アクティビスト・ファンドや業界再編を目論むライバル企業からの敵対的買収に対抗するために、買収のターゲットとなる可能性のある企業が講じる防御手段である。

買収防衛策には、大きく、平時の予防策と、実際に敵対的買収を仕掛けられた時の有事の対抗策の二種類がある。さらに、その目的によって、買収者の持株数を増やさせない、買収者の議決権比率を低下させる、買収時の魅力を低下させるの三つに分けることができる。図表8は、これらの分類に基づいて、敵対的買収に対する防衛策を一覧にまとめたものである。

(図表8 この辺り)

最初に、買収者の持株数を増やさせないための平時の予防策としては、安定株主の形成やMBOによる株式の非公開化などがある。また、有事の対抗策としては、大幅な増配を実施して株価を公開買付価格よりも高く引き上げたり、善意の第三者に対抗的TOBをかけてもらうホワイトナイト(White Knight)などがある。

次に、買収者の議決権比率を低下させるための平時の予防策としては、**ライツプラン(Rights Plan)**(しばしば**ポイズンピル**

(Poison Pill)とも呼ばれる)、黄金株や複数議決権株の発行などがあり、有事の対抗策としては、特定の者に対して新株を割り当てる第三者割当増資などがある。ライツプランとは、敵対的買収者が一定割合の議決権を取得した場合、時価より安い価格で行使可能な新株予約権を、既存株主に対して予め渡しておくというものである。一方、黄金株とは株主総会での決議事項に対して拒否権が与えられている株式であり、複数議決権株とは一株に複数の議決権が付与されている株式の事である。

最後に、買収時の魅力を低下させるための平時の予防策としては、取締役の**期差任期制**や**ゴールデンパラシュート(Golden Parachute)**などがある。期差任期制とは、取締役の任期をずらして改選期を分け、一度の株主総会で全員の取締役が交替させられることを防ぐというものであり、ゴールデンパラシュートとは、退任する経営陣に対して多額の退職金を支払わなければいけないとする契約を予め結んでおくというものである。また、有事の対抗策としては、自社で最も魅力的な資産や事業部門など売却したり分社化する**クラウンジュエル(Crown Jewel)**(**スコーチドアー**

ス（Scorched Earth）とも呼ばれる）や、買収者に対して反対に買収を仕掛けるパックマンディフェンス（Pac-Man Defense）などがある。

これらの買収防衛策は、法的には可能であっても、証券取引所の基準に抵触するために導入できないものもある。実際、2009 年末時点において買収防衛策を導入している会社は 567 社であるが、そのほとんどはライツプランである。

6. その他の企業再編

6.1 レバレッジド・バイアウト（LBO）

レバレッジド・バイアウト（LBO：Leveraged Buyout）とは、買収対象企業の資産あるいは将来キャッシュフローを担保に、負債（借入金・債券）によって調達された資金を用いて買収を行う M&A の手法である。なお LBO の資金提供者は、通常、金融機関や LBO ファンドと呼ばれる投資ファンドである。

LBO では、買収資金を自己資金ではなく借入金等による負債で充当することができるので、買収企業にとっては少ない手持ち資金でより大規模な買収を行えるというメリットがある。また資金提供者にとっても、買収対象企業が早期に処分可能な資産を多く保有している場合や、将来にわたって安定した収益が見込める場合には、資金回収の目処が立てやすく比較的リスクの低い融資であるといえる。

わが国では、LBO は、次節で述べる MBO の形態で実施されるケースがほとんどで、MBO でない LBO はあまり数が多い。その中で、日本最大の LBO は、図表 2 に載っているソフトバンクによるボーダフォン日本法人（現ソフトバンクモバイル）の買収である。ソフトバンクは TOB によって、英ボーダフォングループからボーダフォン日本法人の 97.7%の株式を取得したが、そのために必要な買収資金 1 兆 7,500 億円の 2/3 に当たる 1 兆 1,600 億円を LBO によって調達した。なお資金提供は、ドイツ銀行、みずほコーポレート銀行等計 7 つの金融機関が共同主幹事となって行っている。

6.2 マネジメント・バイアウト（MBO）

マネジメント・バイアウト（MBO：Management Buyout）とは、現在の経営陣による自社株式の買い取りである。MBO に必要な資金は、本来ならば買収者である経営陣の自己資金によるべきであるが、大型の MBO では多額の資金が必要であり、経営陣の自己資金だけでは賄いきれない。そこで通常、自社の資産等を担保と

して金融機関や投資ファンドから買収資金を借りることになる。その意味で、MBOは、買収者が現在の経営陣であるという、LBOの特殊なケースであるといえる。

MBOは、大きく、非公開化型とダイベストメント型に分類される。最初に、**非公開化型 MBO**とは、上場企業が、敵対的買収リスクを回避するためや、短期的成果を求める株主からの影響を排除して長期的な経営戦略を実現するために、現在の経営陣が TOB によって自社の株式を取得して、株式を非公開（上場廃止）とする取引のことである。

わが国における大型 MBO の多くはこの非公開型 MBO であり、著名な案件としてはワールドやすかいらーくがある。とりわけ、2006 年 7 月に実施されたすかいらーくの MBO は、わが国最大規模であり、買収金額は 2,500 億円を超えるものであった。

次に、**ダイベストメント型 MBO**とは、子会社の経営陣が親会社から株式を買い取って独立する、あるいは会社のある事業部門のトップが事業譲渡によって新会社を設立して独立するといった、いわば「暖簾分け」型の MBO である。ダイベストメント型は、非公開化型と比べて規模は小さいが、件数では MBO 全体の 8 割を占めており、企業の事業再編に重要な役割を果たしている。

（図表 9 この辺り）

最後に、図表 9 は、わが国の MBO の件数と金額の推移を表わしたものである。99 年頃から件数が増加し始め、06 年以降は毎年 80 件を超える MBO が実施されている。これは、件数だけ見れば、TOB を少し上回るものである。ただし、金額的には TOB と比べてかなり小さく、先のすかいらーくの MBO が実施された 06 年に 7 千億円を記録したのが最大で、それ以外では多い年でも数千億円といった規模である。

本章で学んだキーワード

合併・買収 水平的結合 垂直的結合 多角的結合 吸収合併
新設合併 株式交換 株式移転 株式譲渡 第三者割当増資 事業譲渡
吸収分割 新設分割 友好的買収 敵対的買収 株式公開買付け (TOB)
アクティビスト・ファンド 委任状争奪戦 買収防衛策
ホワイトナイト ライツプラン (ポイズンピル) レバレッジド・バイアウト (LBO)
マネジメント・バイアウト (MBO)

演習問題

1 敵対的 TOB の増加がコーポレート・ガバナンスに与える影響

について考えてみよう。

- 2 近年、ソニー、日立、パナソニックといった大手電機メーカーが上場子会社を完全子会社化するケースが相次いでいるが、その理由について考えてみよう。
- 3 会社分割の手法である、「スピンオフ」と「カーブアウト」について詳しく調べてみよう。

参考文献

新井富雄・日本経済研究センター[2007]『検証日本の敵対的買収－M&A 市場の歪みを問う－』日本経済新聞出版社。

井上光太郎・加藤英明[2006]『M&A と株価』東洋経済新報社。

齋藤隆志・川本真哉[2008]「日本企業の MBO－パフォーマンス・ガバナンス・事業戦略－」WIAS Discussion Paper No.2008-005。

宮島英昭[2007]『日本の M&A－企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト－』東洋経済新報社。

村松司叙[2001]『M&A 21 世紀 I 企業評価の理論と技法』中央経済社。

渡邊顯[2007]『敵対的買収－新会社法と M&A－』角川書店。

Berk, J. and P. DeMarzo [2010] *Corporate Finance* (2nd Edition), Prentice Hall, Boston, MA.

Brealey, R., S. Myers, and F. Allen [2010] *Principles of Corporate Finance* (10th Edition), McGraw-Hill/Irwin, New York, NY.

Column ⑭ ライブドアが市場に残した遺産

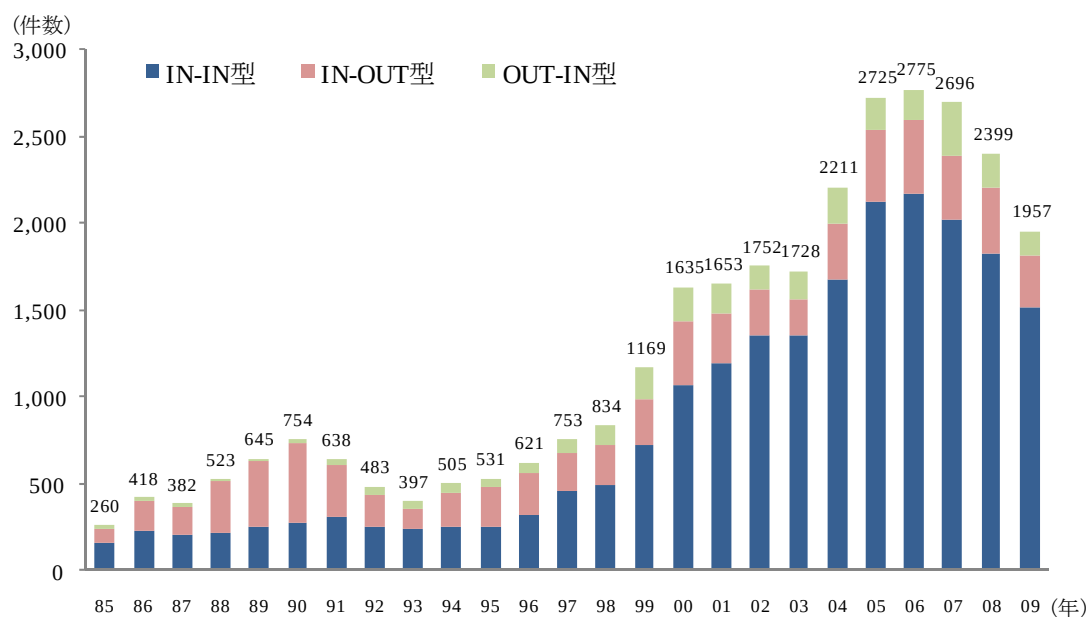
ライブドアが東証マザーズに上場したのは、2000 年 4 月から 2006 年 4 月までの僅か 6 年間である。その間のライブドアの成長戦略は、制度上の不備や法の抜け穴を突くものであり何かと批判も多いが、結果的に市場に改革をもたらす触媒となったという見方もできる。以下では、ライブドアが市場に残した 3 つの遺産について述べる。

①株式分割直後の株券不足問題の解消：以前は、株式分割割当日から新株が交付されて売買可能となるまで 2 ヶ月近くを要したため、その間株式の需給が逼迫して株価が高騰するという現象が見られた。ライブドアはこれを上手く利用し、100 分割などの極端な株式分割を行って自社の株価を吊り上げた後、有利な条件で、株式交換による企業買収を推し進めていった。そこで、2006 年 1 月に制度改正が行われ、株式分割割当日の翌日から新株の売買が可能になった。

② TOB 制度の整備：フジテレビは、2005 年 1 月 17 日に同じグループのニッポン放送に対して TOB を実施することを公表し、買付期間を翌日から 2 月 21 日までとした。その最中、ライブドアが 2 月 8 日朝の立会外取引（時間外取引）などで、ニッポン放送株の 35%を取得したと公表した。本来、保有比率が 1/3 超となる株式を市場外で取得する場合には TOB によらなければならないのだが、立会外取引は市場内取引の一種であるため規制外であった。そこで、2005 年 7 月に証券取引法が改正され、立会外取引による株式の取得も TOB によることが義務付けられた。

③ 取引システムの増強：ライブドアへの強制捜査が行われた 2 日後の 2006 年 1 月 18 日、個人投資家等による注文が殺到して東証の売買システム処理可能件数である 450 万件に近づいた。そのため東証は、正常より 20 分早い 2 時 40 分に全銘柄の取引を停止し、その後も 3 ヶ月間にわたって取引時間を短縮するという異例の措置を取った。この事件が引き金となって、東証は急遽システム能力の増強を図り、2010 年 1 月に新システム東証アローヘッドを導入するに至った。

図表 1 M&A件数の推移とマーケット別比率



(出所) 『MARR』2010年2月号レコフデータより著者作成。

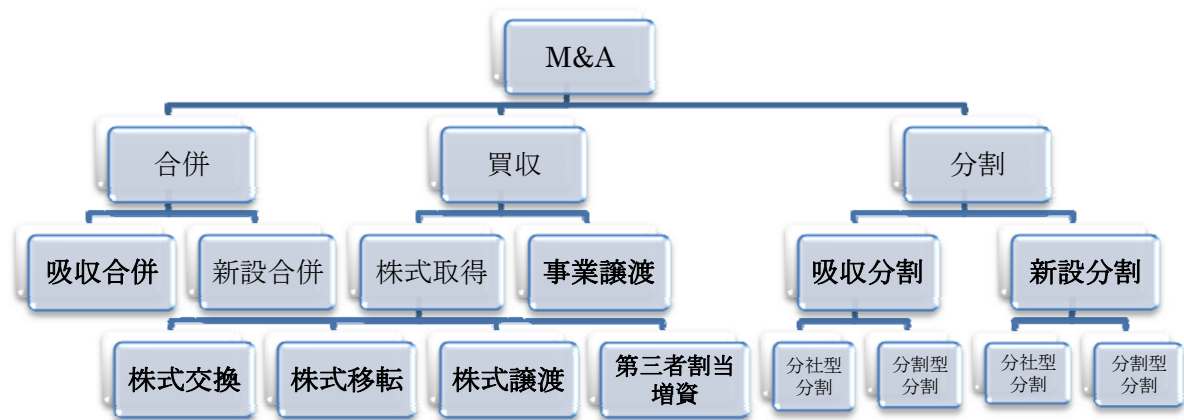
図表 2 M&A金額トップ10 (1985~2009年)

順位	金額 (億円)	取得会社	相手会社	M&A 後の会社	M&A 形態	マーケット 別分類	有効日
1	49,149	富士銀行	第一勧業銀行、 日本興業銀行	みずほ HD	株式移転	IN-IN 型	20000929
2	34,962	住友銀行	さくら銀行	三井住友銀行	吸収合併	IN-IN 型	20010401
3	33,985	三菱銀行	東京銀行	東京三菱銀行	吸収合併	IN-IN 型	19960401
4	31,650	三井銀行	太陽神戸銀行	太陽神戸三井銀行	吸収合併	IN-IN 型	19900401
5	30,995	三菱東京 FG	UFJHD	三菱 UFJFG	吸収合併	IN-IN 型	20051001
6	22,530	JT	ガラハー	ガラハーが JT の完全子会社に	英国法に基づく 買収 (Scheme of Arrangement)	IN-OUT 型	20070418
7	19,600	預金保険機構	りそな HD	りそな HD が事 実上国有化	増資 (優先株・ 新株を引受)	IN-IN 型	20030807
8	19,172	ソフトバンク	ボーダフォン日 本法人	ソフトバンクモ バイル	TOB (1兆数千 億円規模の LBO でもある)	IN-OUT 型	20060427
9	18,833	DDI	KDD、日本移動 通信	KDDI	吸収合併	IN-IN 型	20001001
10	17,928	三和銀行	東海銀行、東洋 信託銀行	UFJHD	株式移転	IN-IN 型	20010401

(注) 株式移転の場合は資産規模の最も大きい企業を取得会社としている。

(出所) 『日本企業の M&A データブック』(株) レコフより著者作成。

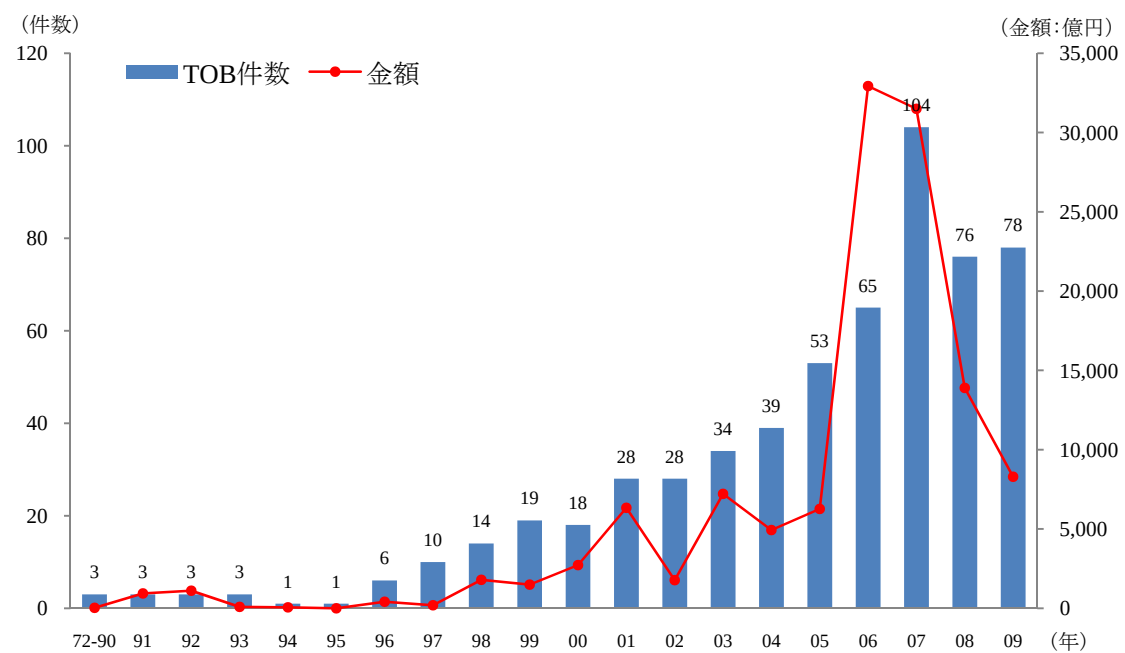
図表 3 M&Aの形態



図表 4 M&Aの各形態の特徴

形態	定義	買収対価	備考
合併	2社以上の企業が1つの法人格に統合される。	株式	吸収合併と新設合併があるが、実質上はほとんどが吸収合併である。
株式交換	一方の会社他方の会社の完全子会社となる。	株式	既存の会社を完全子会社化するのに用いられる。
株式移転	新たに完全親会社となる持株会社が設立され、既存の会社はその完全子会社となる。	株式	持株会社を創る場合に用いられる。
株式譲渡	買収対象企業の発行済み株式を現金で取得する。	現金	上場会社の株式譲渡によるM&Aは、実質的にTOBによらなければならない。
第三者割当増資	新株発行を引受ることによって経営支配権を獲得する。	現金	経営不振・破綻企業の救済によく用いられる。
事業譲渡	他社の特定の事業や資産を現金で取得する。	現金	事業の包括承継ではなく売買契約である。
吸収分割	既存する他の会社に企業が切り離した事業を承継させる。	株式(現金)	他社へ特定の事業部門を包括的に譲渡するのによく用いられる。
新設分割	新しく設立する会社に企業が切り離した事業を承継させる。	株式(現金)	自社の特定の事業部門を分社化するのによく用いられる。

図表 6 TOBの件数と金額の推移



(出所) 『MARR』 2010 年 2 月号レコフデータより著者作成。

図表 7 日本の主な敵対的TOB

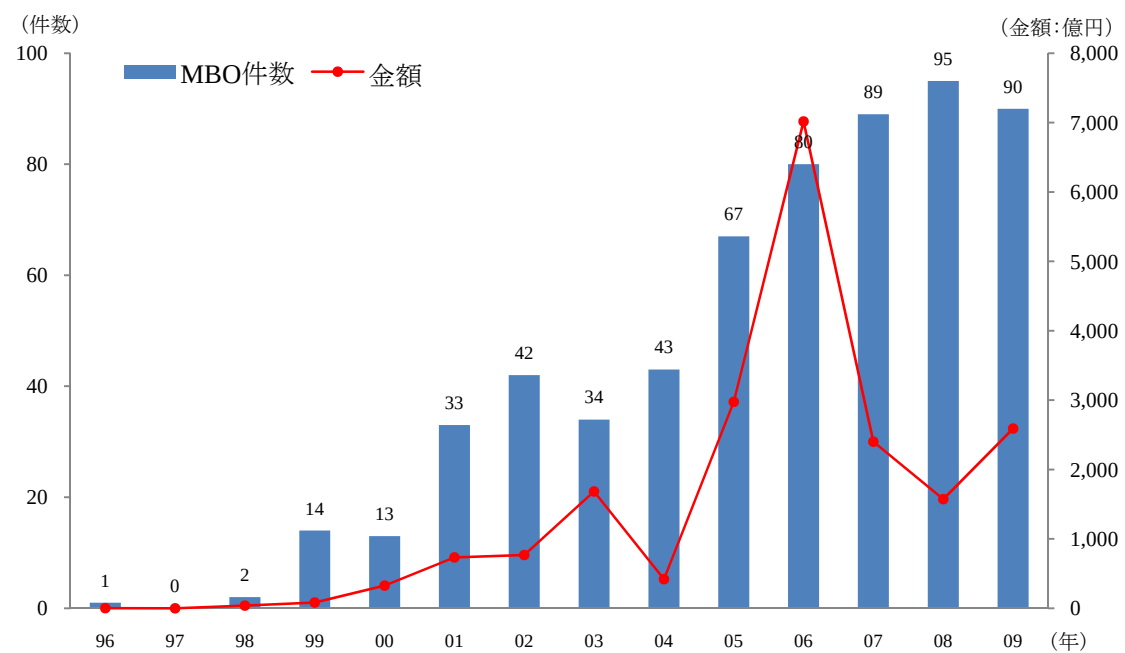
買付期間	公開買付者	対象者	目標買付数	結果
20000117～ 20000215	ベーリンガー インゲルハイ ム	エスエス製薬	出資比率を 19.61%か ら 35.5%以上に高め る。	出資比率が 35.86%になり TOB は 成功。
20000124～ 20000214	MAC (村上フ ァンド)	昭栄	出資比率を 100%に高 める。	TOB 前からの保有と合わせて出資 比率を 6.52%に高めるも失敗。
20031219～ 20040126	スティール・ パートナーズ	ユシロ化学	出資比率を 8.94%から 100%に高める。	2004 年 3 月期の年間配当金を 19 円から 200 円に増配。そのため株 価が買付価格を上回り、応募はゼ ロで失敗。
20031219～ 20040126	スティール・ パートナーズ	ソトー	出資比率を 12.24%か ら 33.34%に高める。	2004 年 3 月期の年間配当金を 13 円から 200 円に増配。11.5 万株 (0.74%) の取得にとどまり失敗。
20050720～ 20050809	夢新ホールデ ィングス	日本技術開発	出資比率を 6.83%から 53.71%に高める。	買収防衛策を導入した企業への国 内初の敵対的 TOB。1:5 の株式分 割、ホワイトナイト（エイトコン サルタント）の出現。出資比率を 10.59%に高めるも失敗。
20060116～ 20060209	ドン・キホー テ	オリジン東秀	出資比率を 30.92%か ら 51.2%に高める。	ホワイトナイト（イオン）の出現。 1 件 100 株の応募しかなく失敗。
20060802～ 20080904	王子製紙	北越製紙	出資比率を 3.45%から 50.0004%に高める。	三菱商事に対して第三者割当増資 (24%)を実施するなどしたため失 敗。
20061027～ 20061127	スティール・ パートナーズ	明星食品	出資比率を 23.11%か ら 100%に高める。	ホワイトナイト（日清食品）の出 現。応募はゼロで失敗。
20070518～ 20070628	スティール・ パートナーズ	ブルドックソ ース	出資比率を 10.15%か ら 100%に高める。	事後的なポイズンピルの発動で、 スティール以外の株主に 1 株あた り 3 株の新株予約権を付与。出資 比率が 5.41%に低下して失敗。
20070518～ 20070718	ダヴィンチ・ アドバイザー ズ	TOC	出資比率を 10.02%か ら 61.42%に高める。	出資比率で 34.6%にあたる応募が あったものの目標に達しなかつた ので買付けをキャンセル。失敗。
20070524～ 20070704	スティール・ パートナーズ	天龍製鋸	出資比率を 9.04%から 100%に高める。	出資比率が 11.73%になり筆頭株主 にはなったものの失敗。

図表 8 敵対的買収防衛策の一覧

敵対的買収防衛策	買収者の持株数を増 やさせない	買収者の議決権比率 を低下させる	買収時の魅力を低下 させる
平時の予防策	- 安定株主の形成 - 株式の非公開化	- ライツプラン - 黄金株や複数議決権 株の発行	- 期差任期制 - ゴールデンパラシュ ート
有事の対抗策	- 増配による株価の引 き上げ - ホワイトナイト	第三者割当増資	- クラウンジュエル - バックマンディフェ ンス

(出所) 渡邊(2007)を基に著者作成。

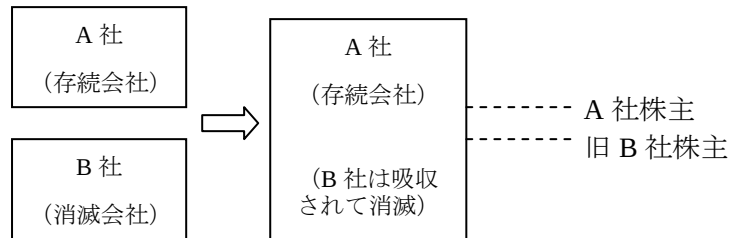
図表 9 MBOの件数と金額の推移



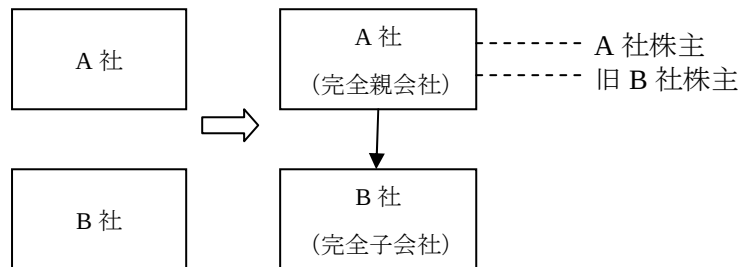
(出所) 『MARR』 2010 年 2 月号レコフデータより著者作成。

図表 5 吸収合併、株式交換、株式移転のイメージ図

吸収合併



株式交換



株式移転

