

2009年「M&Aプロフェッショナルに聞く」

日本で活躍するM&Aアドバイザー31社からのメッセージ

「M&Aプロフェッショナルに聞く」設問

I. 2008年の総括：貴社（事務所）のM&A事業の実績概要をお聞かせ下さい。

1. 2008年（12月末までにクローズ予定を含む）に成立させた取引件数（あるいは実績概要）について
（取引種別別案件／買収(売却)、部門買収(売却)、合併、資本参加、合弁、提携、その他）
2. 2008度のわが国のM&Aについての特徴と評価について
3. 2008年に実施されたわが国の取引において、特に注目される取引あるいは取引形態があれば、お挙げ下さい。

II. 2009年の動向予測

- 1) 国内M&Aについてお聞きします
 - ①活発になると予想される業界（分野）はどこですか
 - ②どんなM&A（目的・形態・手法等）が進むと思いますか
- 2) クロスボーダーM&Aが活発になると予想される業界（分野）はどこだと思いますか

III. 日本のM&Aについて、日頃感じている問題点や課題がありましたら、お聞かせ下さい

銀行・証券会社・投資銀行

株式会社あおぞら銀行

企業投資部担当部長 入江 宏志

I. 2008年の総括

1. 買収等13件
2. ・リーマンショック以降、日本を含む世界経済が急激に厳しい状況となったこともあり日本のM&A市場も目まぐるしい環境変化に晒され、年間では金額件数ともに低調であった。企業の業績先行き見通しの厳しさを背景とした買収戦略見直し(中止、延期、様子見など)、厳しい資金調達環境を背景としたバイアウトファンドの動きの停滞等が、下半期の成約数減少に影響したのではないかと。
- ・その中で、日本企業による海外企業の買収案件（IN-OUT案件）は案件規模、件数ともに積極的な動きが見られ拡大。日本企業がこれまで以上に市場飽和感の強い国内から海外市場、海外企業へ活路を求める戦略を強めたことに加え、株安、円高、高い手元流動性等の要因も相俟って、相対的に日本企業の海外におけるM&Aマ

ーケットにおいて存在感が高まったことの証左であろう。

・また、構造不況業種を中心に、支援的側面の強い案件（子会社売却、事業売却）も増加基調で、このトレンドは今年も継続するものと思われる。

3. 敵対的TOB（事前に同意を得ない形も含む）の不成立。個別事案によって異なるが、日本市場においては依然として買収者に対する心理的抵抗は経営者ならびに従業員に根強い事実をあらためて感じた。今後、買収者によって「(友好的ではないが)敵対的でなく」「適正に事業を評価し」「各ステークホルダーにとってもメリットが期待できる」買収提案がなされ、TOBが成立する事案は出てくるのではないかと予想しており、引続き注目してゆきたい。

II. 2009年の動向予測

- 1)
 - ①・少子高齢化による国内市場の縮小、競争激化に伴うスケールメリット希求の観点から、業界再編の

活発化が予想される業界として、自動車、化学、電機、食品、流通、外食、医薬、病院 金融等に注目している。

- ②・規模拡大を企図するM&A (IN-OUT、IN-IN)。
- ・IPO志向であった中堅中小企業オーナーのMBO等による会社売却案件。
 - ・事業の将来見通し不透明感をきっかけとした事業承継案件。
 - ・キャッシュリッチ企業による手許現金を活用した買収、もしくは株式交換手法による案件。
- 2) 様々な業界でM&Aが活発になると予想されるが、自動車関連、金融関連、エネルギー関連、食品関連の世界規模での再編の動きに注目している。

Ⅲ. 日本のM&Aの課題

- ・バイアウトファンドは業界再編の主要な担い手として、また、リスクマネー供給機能として、日本のM&A市場において存在感を高めてきた。しかしな

がら、まだ歴史も浅く、依然として企業側の心理的抵抗が見受けられ、日本市場においては十分浸透してきている状況とは言い難い。バイアウトファンドのExit環境は当面厳しい状況が続くことが予想されるが、その中で、投資先に対する着実な企業価値向上を実現し、実績を重ねることで、バイアウトファンドが日本経済の活性化、グローバル化に寄与する存在として認知され、日本のM&A市場の活性化に繋がってゆくことを期待している。

- ・買収後の速やかな企業価値向上施策実行が有効であるケースにおいても、対応が後手にまわることで、M&A実行後の成果がなかなか見出せない事例も見受けられる。買収者側のPMIに関する意識向上とあわせ、M&A関連業務に従事する関係者がPMIに関するサポート、アドバイス機能を高め、顧客に提供してゆく必要があると認識している。

ゴールドマン・サックス証券株式会社
投資銀行部門 日本におけるM&A統括責任者
マネージング・ディレクター 矢野 佳彦

I. 2008年の総括

1. 22件。
2. 前半は、日本企業による戦略性の高い海外資産の大型買収が複数成立しました。後半は、金融危機の影響もあり一時的に活動が低迷しています。2008年度における日本企業の海外資産の買収は、本邦企業の国内における成長力の限界を反映しております。ただ、個別の取引を仔細に分析すると、各社の基本戦略や立場に即した戦略性の高い買収であることが伺えます。将来の経営戦略の根幹を担う取引が行われている点では評価すべき取引が複数存在していると理解しております。
3. 製薬会社によって行われた複数の大型の海外資産

の買収が注目されました。

Ⅱ. 2009年の動向予測

- 1)
 - ①金融、総合電機、民生電気、化学・素材、部品、運輸、小売、ヘルスケア、食品。
 - ②業界再編を企図した取引、ファイナンシャルディストレスを背景とした取引。
- 2) ほとんどすべての業界。

Ⅲ. 日本のM&Aの課題

経営者の明確な企業成長戦略に基づく案件が増加していると感じています。一方で、国内市場の飽和感を反映したリストラ型の取引も顕著です。いずれにせよ、アドバイザーの能力の差別化がますます求められる時代になってきていると感じます。

株式会社新生銀行
コーポレートアドバイザー一部
次長 塚越 公志

I. 2008年の総括

1. ①本年は、オリジネーション部門を含む本部組織を強化し、弊行の特徴を活かした案件を成約。

多様化・複雑化する国内外のクライアントニーズを正確に捕捉し、世界的な激変が予想される来年も引続き、総合的なアドバイザー業務の展開を行う予定である。

- ②弊行コーポレートアドバイザー一部が2008年に成立させた公表可能な取引は下記の通り（下線が弊行クライアント名）。

- ・ Tyco International Holdings S.à.r.l. (消防火設備等製造・販売) による日本ドライケミカル株式会社 (消防火設備、消防自動車等製造・販売) の大和証券SMBCプリンシパル・インベストメンツ株式会社への売却。
- ・ 株式会社小松製作所 (建機製造業) によるコマツレンタル株式会社 (建機レンタル業) と株式会社BIGRENTAL (建機レンタル業) との株式交換による買収。
- ・ 株式会社丸和 (スーパー) による株式会社石原商事 (スーパー) の完全子会社化。
- ・ 株式会社メディアイノベーション (インターネット広告事業) による株式会社MI (インターネット広告事業) のソネットエンタテインメント株式会社 (ネット接続・ポータルサービス等) への売却。
- ・ 三菱商事株式会社 による Vis Nova Trading GmbH (バイオペレット製造・販売) の株式の45%取得。

2. BRICsを中心とした新興国家の台頭、新興市場の重要性の増大、世界人口急増、石油エネルギー依存型の転換、基軸通貨ドルの信用力低下、情報通信技術の拡充等から推察される通り、全世界において、20世紀型の政治・経済体制から、21世紀型の体制への過渡期と言える象徴的な年と言える。

世界経済の危機的状況が発生する中、国内需要の減少を補うため各企業は経営の安定性を確保すべく、M&Aを積極的に活用しているものの、効果的な買収であったかどうかの評価は難しいところである。中には明確な方針・意思がなく取り進められた場合には、むしろ割高な取引との印象を受けたケースも散見された。

3. ①三菱レイヨンがアクリル樹脂原料、メタクリル酸メチル (MMAMMA) モノマーの最大手であるルーサイト・インターナショナルを買収し、同原料で35%のシェアを獲得した。本件は、戦略的M&Aとしては、元来当社にとって有意義と思われてきたが、円高・株安が千載一遇のチャンスになり、ファンド保有の株式を日本の事業会社が取得した案件 (IN-OUT) である。今年度も同様案件が増加していくことが予想される。

②第一三共による印・ランバクシー・ラボラトリーズ買収は、製薬業界の世界的な環境を明示するものである一方、買収金額約5000億円に対し、数ヶ月間で約3600億円超の特別損失を計上せざるを得ない状況に陥った取引として、買収手法等に大きな課題を残したものと言える。

II. 2009年の動向予測

1)

- ① 全世界的に市場環境が急変する中、比較的影響度合いが少なかった国内企業にとって、2009年は今後の企業戦略を確定させる大きな試金石となる年と言える。国内外、系列、異業態を超えた資本取引が活発化することが予想される。
 - ・ 特定の業界に限定されず、幅広にM&Aが行われると思われるが、その起爆剤として、資本のねじれ、過去の複雑な経緯から統合等が進まなかった企業間の合併等が行われることになろう。
 - ・ 情報通信関連企業については、大企業から中堅企業に至るまで様々な組合せが考えられ、さらには業態の垣根を越えた再編も有りえる。
 - ・ 流通・小売業についても、少子高齢化による需要減少・価格下落を補うために水平・垂直統合は必須であり、また、共同持株会社方式を活用した異業態間の統合も進むものと思われる。
 - ・ 自動車部品メーカーについては、自動車販売台数の減少・メーカーの資本構成の見直し等により、積極的に統合が行われる可能性がある。
- ② 大型案件については、株価・為替等変動リスクを勘案した上で、合併、共同持株会社方式の活用等が見込まれる。
 - ・ 大企業については、選択と集中が明確化し、主力子会社の100%子会社化が進む一方、ノンコア子会社の売却も行われるものと思われる。
 - ・ 金融収縮・売上減少などにより、キャッシュフローの不安定化が顕在化し、会社更生・民事再生法等も一層活用されることになろう。
 - ・ PEファンドの既投資済案件のExitも積極的に検討されるであろうが、損益状況が不安定であり、またストラテジックとの売却価格の目線乖離も想定されるため、場合によっては、交渉が難航する恐れがある。(但し、パナソニックによる三洋電機の買収に見られる通り、最後には一定の妥協点が見出されることになるとと思われる。)

- 2) ・世界的な信用収縮と景気後退により、企業再編を迫られる状況の中、日本の事業会社は財務体質・手元資金の豊富さから、相対的に傷は浅く、「買い手」としての存在感を高めている。さらに円高・株安が追い風となり、日本企業にとってはIN-OUT案件を実行しやすい環境にある。特に日本では飽和状況になりつつある業界はIN-OUTのクロスボーダー案件が活発化すると思われる。特に飲料、食品関連が挙げられる。
- ・保有株式の下落・不良債権の増加から、財務基盤の弱った金融機関がターゲットになるだろう。グローバルに金融（保険を含む）機関が再編される一年になるとと思われる。

Ⅲ. 日本のM&Aの課題

M&Aの交渉過程においては、複雑な検証と単純な

結果が求められるが、個別具体的な問題点の捕捉を弁護士、会計士等の専門家が対応する一方、すべてを包含した上で、総合的な見地から買収・売却実行判断に有益な情報・材料を提供できる財務アドバイザー機能の充実がより一層求められている。トップマネジメントに対する助言を積極的に行う力を有する財務アドバイザーの存在がさらに必要となってくるものと思われる。

一方、経営手法としてM&Aは定着しているものの、運用面においてはマネジメントに関する課題が多い。具体的には、買収後に速やかに経営を担える人材が育成されておらず、また実務的な統合メリットを顕在化させるスタッフも不足する傾向にあり、結果として、買収メリットよりもデメリットが露呈するケースが多い。

大和証券エスエムビーシー株式会社
企業提携戦略部
企業提携戦略部長 野口 賢二

I. 2008年の総括：

- 約130件。
- 昨年まで活発だった投資ファンドの買収案件は、資金調達が困難な昨今は影を潜め、キャッシュリッチな本邦企業による戦略的な大型IN-OUT案件が増加した。Thomson Financialによれば、2007年の取引金額10億米ドル以上の日本企業に関連するIN-OUT案件が3件だったのに対し2008年（12月10日現在）は14件に増加した。
- 三井住友銀行による英パークレイズへの資本参加、三菱UFJフィナンシャル・グループによる米モルガン・スタンレーへの資本参加、武田薬品工業による米ミレニアム・ファーマシューティカルズの買収など大型のIN-OUT案件が増加した。

また、昨年大手百貨店などの経営統合の流れに続き、2008年も明治乳業と明治製菓の経営統合など戦略的な大型統合案件が起こった。各業界にとって、大きな影響及び再編の可能性を与える案件として注目している。

II. 2009年の動向予測

- ①ほとんどの業界で、国内市場での成長余地は限られ

ており、まだ再編の進んでいない業界をはじめ、M&Aを行うインセンティブはすべての業界にあると言える。特に、前述の大型統合案件の起こっている業界では、第2・第3の再編が起こる可能性がある。とりわけ、エレクトロニクス、部品、小売・流通、食品、化学、医薬品、金融業界に注目している。

- ②リストラクチャリングを目的としたグループ内企業再編、生き残りをかけた戦略的統合案件による業界再編は必然的に起こるべくして起こるであろう。昨今の世界的信用不安による株安や円高を背景に、キャッシュリッチな本邦企業によるIN-OUT型M&A案件の活発化傾向は今後も続くと期待している。また、再生型のM&A案件も増加するであろう。
- 2) 国内市場の縮小が続く業界では、国内において統合・合併により規模拡大を目指すか、海外企業を買収・資本参加することで世界シェア拡大を目指すかが経営戦略上最も有効である。救済や再生ではなく積極的かつ戦略的に海外資本を取り込むOUT-IN案件は、世界的な信用不安による金融危機や円高傾向を考えると今後の増加は考え難い。国内市場の成長が見込めず、かつ、キャッシュリッチで海外展開（経営）をおこなうことのできる企業が引き続きIN-OUT型M&Aにより世界シェア拡大を目指していくであろう（エレクトロニクス、部品、食品、化学、医薬品、エネルギー、金融など）。

Ⅲ. 日本のM&Aの課題

企業経営の戦略の選択肢としてM&Aは、一部の企業にとっては定着してきたが、日本のM&A市場の成長余地はもっと大きいのではないかと考えている。例えば、企業の生き残りをかけた経営戦略または不採算事業の立て直しや切り離しのためのM&A、また“時間を買う”ための積極的投資としてのM&Aは、経営手法の主要な手段として定着したが、激変するマケ

ット環境における企業価値向上のための“攻めの資本受入や統合”としてのM&Aを選択することもできるのではないか。企業の成長戦略の一手段としてM&Aを行うための資金調達手法・ノウハウ・豊富な経験を弊社は兼ね備えている。外部資本を取り込む資本増強、現金以外の買収通貨をより有効に活用することも含めて常に新しい形のM&Aを創造し、企業価値向上に弊社が貢献していくことで日本の企業を応援したい。

日興シティグループ証券株式会社

法人金融本部 M&Aグループ

マネジング ディレクター 井上 健

バイス プレジデント 石坂 堅輔

I. 2008年の総括

1. Thomson Reutersの公表ベースで94件（12月26日現在。日興コーポリアル証券による案件を含む）であり、主要な案件は以下のとおり（下線は弊社がアドバイザーを務めたクライアント）。

- ・ ソニー株式会社による独ベルテルスマン社保有のソニーBMG・ミュージックエンタテインメントの持分50%取得。
- ・ 三菱重工による欧州子会社である三菱キャタピラーフォークリフトヨーロッパを通じたロックラの公開買付け。
- ・ 三菱重工によるルミネントとのJV設立。
- ・ セントラルファイナンス、オーエムシーカード及びクオークの合併。
- ・ ロシュ・ファーム・ホールディング・ビー・ヴィによる中外製薬株式の公開買付け。
- ・ サーベラスによるあおぞら銀行株式の公開買付け。
- ・ ショットAGによるモリテックス株式の公開買付け。
- ・ リプラス・レジデンシャル投資法人による第三者割当増資及びアップルリンゴ・ホールディングス・ビー・ヴィによるリプラス・レジデンシャル投資法人の公開買付け。
- ・ バインキャピタルパートナーズによるディーアンドエムホールディングス株式等の公開買付け。
- ・ イオンによるCFSコーポレーション株式の公開買付け。
- ・ ファーストリテイリングによるビューカンパニー株式の公開買付け。

・ ベスト電器によるビックカメラへの第三者割当増資。

・ 日興プリンシパル・インベストメンツによるスタイリングライフ・ホールディングスの株式譲渡。

・ 日興シティホールディングスによる日興シティ信託銀行の三菱UFJ信託銀行への売却。

・ 日興シティホールディングスによる日興アントファクトリーの株式持分売却。

2. 国内企業が海外企業を買収する形でのクロスボーダー案件の増加。世界経済が混迷する中で、日本企業が積極的に海外企業を買収を行った。特に、金融（三菱UFJフィナンシャル・グループによるモルガン・スタンレーへの出資、東京海上ホールディングスによるフィラデルフィアの買収等）、医薬品（武田薬品工業によるミレニアムの買収、第一三共によるランバクシーの買収等）が目立った。

国内大手企業による統合案件の継続。パナソニックによる三洋電機の買収、新日本石油と新日鉱ホールディングスとの統合、高島屋とエイチ・ツー・オー・リテイリング（阪急・阪神）の統合等、大型の国内再編が進展した。

M&Aファイナンスの縮小に伴うファイナンシャル・スポンサーによる大型M&Aの減少。昨年まで、世界のM&Aと歩調を合わせて増加しつつあったファイナンシャル・スポンサーの活動が、サブプライム問題に起因するM&Aファイナンスの低迷にあわせて低調に推移している。

株価低迷を背景としたMBOの増加。M&Aファイナンスは低迷するものの、株価低迷を背景として、創業家を中心とした小型のMBOの増加が目立った。ただし、MBOを実施する際の株主への説明責任は重くなる傾向にある。

不動産・金融等を中心とした再生・救済型の

M&Aの増加。サブプライム問題に起因して、不動産業界を中心に民事再生法の適用等、再生型のM&Aが増加している。また、金融機関については、国内では会社更生法等の適用に至る例は少ないものの、海外金融機関への出資等、救済型と呼べるM&Aが増加した。

3. ・三菱UFJフィナンシャル・グループによるモルガン・スタンレーへの出資、東京海上ホールディングスによるフィラデルフィアの買収、武田薬品工業によるミレニアムの買収、第一三共によるランバクシーの買収等の国内企業による海外企業の買収。海外企業の混乱と比較して相対的に余力のある日本企業の積極的姿勢は、金融、医薬品に限らず、今後も一定程度継続するものと考えられる。
- ・パナソニックによる三洋電機の買収。これまで本体同士の統合は実現していなかった家電・電機業界において本体同士の統合が発生したことにより、業界内再編の障壁が一段と低くなったものと考えられる。

II. 2009年の動向予測

1)

- ① 特定の業界に限られることなく、様々な分野で引き続き活発になるものと思われる。
- ② ・買収余力のある企業に関しては、企業価値の増加を目指して、更なる規模の拡大、新規技術の獲得等を目的とした積極的な攻めの買収が実施されるものと思われる。特に、引き続き、国内企業による海外企業の買収が想定される。
- ・業界内での合従連衡が依然として進んでいない業界や、業界を取り巻く環境が大きく変化している業界においては、引き続き、国内市場での競争力

の確保を目指した統合が発生するものと思われる。

- 2) 国内M&Aと同様に、特定の業界に限られることなく、様々な分野で引き続き活発になるものと思われる。

III. 日本のM&Aの課題

- ・日本においても、M&Aが経営上の重要な選択肢として認識されて久しいが、特に一部の企業においては、実際の検討、意思決定、及び案件執行のスピード感が非常に速まったと感じている。特に国内における大型統合案件や、海外企業の大型買収等が次々に実現されていく状況を見て、日本においてもM&Aが真に一般化してきたものと考えている。
- ・多くの業界において、国内市場のみに依存していたのでは成長を実現することが難しい状態にある。また、昨今の世界経済の混乱により、国内企業の海外での存在感は相対的に増大している。従い、まさに今、国内企業が国境の枠を超えて、新たな成長の獲得を目指すべきタイミングにあるものと認識している。このような海外企業の買収案件においては、グローバルなネットワークを備えたM&Aアドバイザーの雇用が案件成功の鍵になると考えている。
- ・景気後退は国内においても業界再編の必要性を高めるものと考えられる。困難な状況下での企業の舵取りにおいては、環境変化の把握とそれに合わせたM&A戦略の迅速な実現がますます重要になっていくものと認識している。
- ・M&Aには多様な形態があり、その全てに対応するためには、人材及びネットワークの面でインフラの整ったM&Aアドバイザーの活用が必須となる。迅速かつ確実な案件実現が望まれる環境にあるからこそ、そのような観点でのM&Aアドバイザーの選択が重要であると考えている。

野村證券株式会社
企業情報部長 奥田 健太郎

I. 2008年の総括

1. 日本関連105件、グローバル160件（いずれもBloombergによる2008年の公表案件ベース）その他非公開案件が若干存在する。
2. ・大型クロスボーダーM&A案件の増加：
米国発の金融市場の混乱を背景に近年拡大傾向にあった世界のM&A市場の潮流にも大きな変

化が現れ、2008年はM&A案件数、金額ともに減少に転じた。しかし、比較的財務状況が健全な日本企業にとっては、円高傾向が追い風となり、日本企業による海外企業を対象としたクロスボーダーM&A案件の占める割合が増加した。第一三共によるインド後発医薬品大手Ranbaxy Laboratoriesの株式取得、大手電子部品メーカーTDKによるドイツ同業EPCOS電子部品事業の統合等に見られるような大型のIN-OUT案件が多く成立したことが2008年の最大の特徴であ

る。また、買い手となる日本企業の業種も多様化しており、今後も引き続きIN-OUT案件の増加傾向は続くものと思われ、注目している。

- ・国内業界内再編・グループ内再編の継続：
テレコミュニケーション業界大手MS コミュニケーションズとテレパークの合併、ロームによる沖電気半導体子会社株式の取得等の業界内再編、三菱UFJフィナンシャル・グループによる三菱UFJニコスの完全子会社化や東急電鉄による東急ストアの完全子会社化等のグループ内再編の動きも2007年に引き続き活発であった。

3. 第一三共によるインド後発医薬品会社Ranbaxy Laboratoriesの株式取得：

日本の大手医薬品企業による先進国および新興国への販売網の拡大、後発医薬品事業の拡大を睨んだインド最大手の後発医薬品企業の買収として注目を集めた。

- ・大手電子部品メーカーTDKによるドイツ同業EPCOSの電子部品事業の統合：

日本の大手電子部品メーカーによる欧州最大手の同業メーカーの買収で、電子部品業界のM&Aとしては過去最大規模であり、注目すべき案件であった。

II. 2009年の動向予測

1)

みずほ証券株式会社

グローバル投資銀行部門

アドバイザーグループ

ヴァイスプレジデント 福田 直樹

I. 2008年の総括

1. 非公表案件も含めて100件前後。うち、再編が活発化するテクノロジー・石油化学・金融業界において、沖電気工業の半導体事業のロームへの売却、新日本石油と九州石油の合併、三井化学による東セロの完全子会社化、日本航空インターナショナルによるJALカード株式の売却など、注目分野における実績を着実に積み上げることができた。また、経済のグローバル化や円高を背景として増加するクロスボーダーM&Aの分野では、ロッテによるベルギー高級チョコレートメーカーGuylianの買収、帝人ファーマによる米在宅医療機器プロバイダーBraden

①業種を問わず活発になる可能性がある。

②目的は種々考えられ、それに合せて最適な形態、手法が選択されると思われる。

2) 業種を問わず活発になる可能性がある。

III. 日本のM&Aの課題

株式市場の動向が今後もM&A市場に大きな影響を与えていくと思われ、M&A案件がより一層多様化、複雑化していくと考えている。また、日本企業のグローバルなビジネス展開が加速することにより、欧米企業を対象とするM&A案件に加えて、第一三共によるインド後発医薬品大手Ranbaxy Laboratoriesの株式取得、NTTドコモによるバングラディッシュ大手携帯事業者TMインターナショナルへの出資等に見られるようなアジアの新興国企業を対象とするM&Aも増加することが予想される。ファイナンシャル・アドバイザーとしてより質の高いサービスを提供するためには、急速に変化する世界市場に対応し、顧客のニーズにあった幅広いサービスを提供できる能力をいかに高めていくことができるかが課題になってくる。

このような環境下で、弊社は2008年に旧リーマン・ブラザーズの日本、アジア、欧州のメンバーを迎え、グローバルなM&Aアドバイザー業務の体制を格段に強化することができ、より総合的な金融機関としてのサービス、顧客満足度の高いサービスを提供する体制の整備が一段と進んだと考えている。

Partnersの買収やシマノによる米スポーツアパレルブランドPearl iZumi買収の他、ユニ・チャームによる豪おむつメーカーAustralian Pacific Paper Productsの買収、日東紡による台湾グラスファイバーメーカー建築工業材料（英名Baotek Industrial Materials）との資本・業務提携など、米・欧・亜に構築したアドバイザー拠点と連携することで数多くの案件を手掛けることが可能となった。

2. 2008年前半は、医薬・素材・食品など幅広い業種における日本企業による海外企業の買収が活発化したものの、2008年後半は、金融危機を契機とした世界規模での景気減速が日本にも波及した結果、電機・石油など海外大手企業とのグローバル競争での生き残りをかけた経営統合が相次いで発表・報道された。

3. 日本企業による、株式公開買付等を用いた海外上場企業の買収（各国の証券取引規則や投資家

対応等、グローバルかつ専門的な助言が不可欠に。当社は米投資銀行Evercore Partnersとの連携推進やグローバルネットワークの構築により体制を強化)。

- ・世界的な景気後退を契機とした、世界市場でのトッププレイヤーを目指すための大手企業同士の経営統合(当社は過去の統合案件に関するアドバイザー、又は統括アドバイザーとしての豊富な実績をもとに、統合比率算定、フェアネス・オピニオンの提出から持株会社設立に関する助言まで幅広い知見を蓄積)。

II. 2009年の動向予測

1)

- ① (i) 石油・化学業界、(ii) 食品業界、(iii) 金融業界。
- ② わが国を含め、金融危機を契機とした世界規模での経済成長の鈍化はしばらく続くものと思われ、企業にとっては更なる経営体力の強化が喫緊の課題になっていることから、これを機にグローバルトッププ

レーヤーの地位を目指すための同業他社との経営統合、事業統合が多く分野で進展すると考えられる。

- 2) (i) 資源業界、(ii) 素材業界(化学、鉄鋼等)、(iii) 金融業界。

III. 日本のM&Aの課題

日本企業による国内・海外での現金を対価とした買収のニーズは今後も大きいものと想定されるが、2008年後半からの金融危機を背景として資金調達環境は急速に厳しくなっている。そのような環境の中で、フィナンシャル・アドバイザーにとっては単に交渉・企業価値に関する助言だけでなく、エクイティ、デット、ハイブリッドの組み合わせ、或いは直接金融・間接金融、最適な通貨構成といった観点から最も効率的なファイナンス手法を迅速に構築・提案する能力が求められる。当社としても、グループやグローバルネットワークの経営資源を最大限に活用し、クライアントの期待に応える体制を更に強化していきたい。

三菱UFJ証券株式会社

投資銀行本部 M&Aアドバイザー一部

エグゼクティブ・ディレクター 真鍋 宜剛

I. 2008年の総括

2008年の日本におけるM&Aは、サブプライム問題に端を発する金融危機のあおりを受けながらも昨年引続き活発であった。資金調達の制約もあり、投資ファンドによる活動は前年比大きく減少したものの、医薬や食品をはじめ製造業を中心とした海外企業の買収、本邦金融機関による海外戦略の強化など、IN-OUT取引の増加が顕著であった。

2008年における弊社の実績としては、公表案件ベースで92件のフィナンシャル・アドバイザーを務めた。主な案件としては、三菱レイヨンによる英Lucite International Group株式の100%取得、双日による日本航空の第三者割当増資(優先株)引受け、独ロバート・ボッシュによるTOBを通じたボッシュの完全子会社化、三菱マテリアルの子会社米国三菱セメントによるロバートソン・レディ・ミックス社の持分追加取得、三菱UFJフィナンシャル・グループによるアコムに対する公開買付け、宇宙通信株式のスカパーJSATへの売却、大和紡績による公開買付けおよび株式交換を

通じたダイワボウ情報システムの完全子会社化、ユニカミノルタビジネスソリューションズU.S.A.による米ダンカオフィスイメージングの買収、NTTデータの欧州子会社NTTデータヨーロッパによる独BMWの情報システム子会社Cirquent社の買収、ローソンによる九九プラスに対する公開買付け等、多岐にわたる業界において様々な取引形態のフィナンシャル・アドバイザーを務めた(下線は弊社がアドバイザーを務めたクライアント)。

国内では、金融、ヘルスケア・ケミカル、コンシューマー、テレコム・メディア・テクノロジー、資源・エネルギー、ゼネラル・インダストリー等の業種において、各セクターの有力企業を担当する組織体制を磐石なものとし、グローバルでは、シンガポールKim Eng Holdings、印TaTa Capitalとの業務提携、また、三菱UFJフィナンシャル・グループによるMorgan Stanleyへの資本提携等の実施により、更なる体制強化を図った。

II. 2009年の動向予測

国内のM&Aについては、生き残りをかけた経営統合や、グローバル競争を視野に入れ本業回帰を企図した上場子会社の100%子会社化或いは売却、団塊の世

代高齢化に伴うオーナー系企業の売却案件等、業界を問わず相応の活動レベルが予想される。

クロスボーダーのM&Aについては、競争力の高い本邦企業による海外市場獲得型のIN-OUT案件、各種ファイナンススキームを活用したM&Aが引続き活発に行われるものと考えている。

金融危機の影響が各国の実体経済に及びつつある中、上場企業の経営者においては事業基盤の安定化が喫緊の課題となろうが、外に目を転じれば、ターゲッ

ト企業の株価低迷等IN-OUT取引の好機でもあり、逸早く足場固めに目途をつけ攻めに転じ、迅速な経営判断ができるかがポイントとなろう。また、M&Aに係る資金調達も、より重要になるであろう。

M&Aを経営戦略の一手段として活用する有意性が確実に高まっていく中、ファイナンシャル・アドバイザーにはより重要且つ多様な役割が求められてくるものと考えている。

モルガン・スタンレー証券株式会社

M&Aアドバイザー部

マネージング・ディレクター 藤田 健二

エグゼクティブ・ディレクター 若林 浩伸

I. 2008年の総括

1. 2008年に弊社がファイナンシャル・アドバイザーを務めた日本企業に関わる主要な案件は以下の通り（下線の企業が弊社クライアント）。なお、Thomson Financialによる取引件数は、2008年（暦年）公表案件ベースで30件、完了案件ベースで23件（ともに提出日現在）。

①買収・部門買収等

- ・ 新日鐵グループ（鈴木金属工業）によるガルピットタン（スウェーデン）の買収、及び新日本製鐵による鈴木金属工業の子会社化（進行中）。
- ・ 三菱UFJ信託銀行による日興シティー信託銀行の買収（進行中）。
- ・ ジュピターテレコムによるメディアッティ・コミュニケーションズの買収。
- ・ サントリーによるダノン子会社であるフルコア（ニュージーランド）の買収（進行中）。
- ・ リコーによる米アイコン・オフィス・ソリューションズの買収。
- ・ 三菱UFJフィナンシャル・グループによる米国子会社ユニオンバンク・コーポレーションの完全子会社化。
- ・ MBKパートナーズによる田崎真珠の議決権付転換型優先株の取得（議決権ベースで49.6%（完全希薄化後79.7%）の買収）。
- ・ ソネット・エンタテインメントによるゲームポットの完全子会社化。
- ・ モルガン・スタンレーの不動産ファンドによるシティーグループセンターの買収。

②売却・部門売却等

- ・ 東京電力によるテプコケーブルテレビ等、傘下CATV事業のジャパンケーブルネットへの売却（進行中）。
- ・ テマセック・ホールディングによるセノコパワーのライオンパワー・ホールディング（丸紅、関西電力、九州電力など5社による投資家グループ）への売却。
- ・ RHJインターナショナル・ジャパンによるD&Mホールディングスのペイン・キャピタルへの売却。
- ・ モルガン・スタンレーの不動産投資ファンドによるウエスティン東京のシンガポール政府投資公社（GIC）への売却。

③その他（戦略的提携・資本参加を含む）

- ・ NTTドコモによる印タタ・テレサービスズへの出資（進行中）。
- ・ 三井物産による豪ウラン鉱区49%権益取得、及びウラニウムワンのJV設立（進行中）。
- ・ 三菱UFJフィナンシャル・グループによるモルガン・スタンレーへの出資。
- ・ 三井物産による豪シムス・グループへの追加出資。
- ・ 川崎汽船による英フレックス・エルエヌジーへの出資。
- ・ モルガン・スタンレーとサーベラスによるコンソーシアムのグッドウィル・グループへの出資。
- ・ サーベラスによるあおぞら銀行（特別委員会）への追加出資。
- ・ 三菱UFJ証券によるキムエン・ホールディングへの出資。

2. 金融危機の影響により、世界全体のM&Aは金額、件数ともに大幅に縮小する中で、手元資金が豊富な日本企業は円高による追い風も受けて、海外企業の買収に積極的に動いた。また、昨今の新日本石油と

新日鉱ホールディングスの統合合意や、パナソニックによる三洋電機買収に象徴されるように、国内産業界でも大型のM&Aが相次いでいる。これらはともに国内市場のみならず、金融危機に端を発する世界市場の急速な収縮を目の当たりに、国内市場の地位を固め、グローバル成長の足場を築く戦略として評価される。今後とも、新たな事業の持続的成長機会の追求や、企業価値向上を目的としたM&Aが積極的に活用され、グローバル企業と日本企業の資本提携や買収のみならず、日本企業間の大型合併、資本提携、事業部門統合等が活発に行われていく傾向が益々顕著になっていくものと考えられる。

また、スクエア・エニックスによるテクモへの買収提案や、日本電産による東洋電機製造への買収提案等に代表されるように、日本国内においても業種や企業を問わず、非友好的買収提案を行うケースが散見された。このような買収提案行為やその対応に当たり、上場企業の経営者に自らの株主の利益を最優先した合理的な経営判断が求められるようになってきていることは評価される。昨年9月の経済産業省によるMBOに関する指針の公表以降、上場子会社の完全子会社化やMBO等の利益相反を内包するM&A取引で、特別（独立）委員会を設置する事例が増加してきている。また、大幅な希薄化が発生する第三者割当増資の新ルールに関する議論等、株式資本市場の制度的な整備も進められている。その一方で、個別の非友好的買収提案の分析・評価と株主への説明責任、少数株主の利益保護等といった観点から未成熟な点も多く、今後とも更なる実務の積上げが期待される。

3. 日本企業による海外企業買収、国内産業界での大型再編その他、上記2.をご参照

II. 2009年の動向予測

1)

- ① 業界を問わず、全業種で新たな事業の持続的成長機会の追求や企業価値向上を目的としたM&Aが活発化。

- ② 戦略的な事業規模の適正化、更に業界地位を高めるためのM&A（買収、企業統合、部門統合）が引き続き増加。
- ・ 抜本的に業界内地位を改善するために、企業規模対比で比較的規模が大きなM&Aへの取組みが増加するとともに、多様な資金調達や買収対価を用いた案件が増加。
 - ・ ターンアラウンド／リストラ案件の増加。
 - ・ 事業構造を抜本的に改革するための中・小型のMBO案件にも引き続き一定のニーズが存在。
 - ・ 非友好的買収提案を発端とするM&Aの漸増（詳細なビジネスプランを提示する等、活動が進化）。
- 2) 業界を問わず、国内市場が成熟化する中で、全業種で海外市場に活路を求めるM&Aが活発化。
- ・ 今の逆境を好機として、一気にグローバル成長の足場を築く戦略。
 - ・ 一方、海外企業による日本市場での事業拡大を目指したM&Aも増加。

III. 日本のM&Aの課題

- ・ 上場企業において、資本市場を意識したプラクティスが徐々に根付いてきているものの、未だ旧来の身内感覚が抜け切っていない（買収防衛を意識することによる過度の安定株主工作（持ち合い）、コーポレート・ガバナンス上の規律の低下懸念等）。
- ・ 非友好的買収提案や委任状勧誘（プロクシー・ファイト）に対して、企業価値向上やガバナンスに関するより開かれた公平な議論と、そのベースとなる透明性の高いディスクロージャー。
- ・ メインバンク系の系列証券がグループ企業のM&A案件のアドバイザーを務める際の利益相反の懸念（金融危機を端緒に、貸し金を梃子としたメインバンクによる系列支配構造が再強化されつつある）。
- ・ 自社株対価の株式公開買付け（TOB）に関する国内法制度上の必要な手当て。
- ・ 法律及び会計事務所の寡占化に伴い困難となっている優秀な法務・会計・税務アドバイザーの確保。

UBS証券会社

投資銀行本部M&A・アドバイザーグループ

M&A・アドバイザー部長／

マネージング ディレクター スティーブン・トーマス

マネージング ディレクター 大塚 雄三

I. 2008年の総括

1. 日本関連で20件（買収、売却、統合(共同持株会社等を含む)合併再編・解消(売却・買収)、完全子会社化等様々なM&A取引形態。公表ベース）に関与。

主要な日本関連取引には以下が含まれる（下線が弊社顧客。発表・報道ベース）：キャドバリーによ

るアサヒビールに対するシュウエップス・オーストラリア社売却、独シーメンスとの合併会社富士通シーメンス・コンピュータズのシーメンス持分の富士通による取得、SanDiskとの合併からの生産設備の東芝による買収、英IGグループによるFXオンラインジャパンの買収、塩野義製薬による米サイエル社買収、TDKによる独EPCOS社の買収、BHPピリトンと三菱商事の合併であるBMAによるオーストラリアの原料炭プロジェクト権益買収、GEによるGEコンシューマー・ファイナンス株式会社の新生銀行への売却、NECによる米ネットクラッカーテクノロジー社買収、日本ビクターとケンウッドの共同株式移転による経営統合、HOYAとの合併会社NHテクノグラスの日本板硝子によるカーライルへの売却、独ロバート・ボッシュGmbHによるボッシュ株式会社の完全子会社化、武田薬品工業による米ミレニアム・ファーマシューティカルズ買収、三菱重工業と米キャタピラー社の合併である新キャタピラー三菱の三菱重工業持分の新キャタピラー三菱に対する売却、Esmark子会社のWheeling-Pittsburghによる日新製鋼グループとの合併会社Wheeling-Nisshin株式の日新製鋼グループへの売却、日本航空による優先株増資、三井不動産による日本たばこ傘下のフロンティアREIT運用会社の株式取得及びフロンティア不動産投資法人への第三者割当増資、等。

日本の投資銀行本部に所属するプロフェッショナル（インベストメントバンカー）のほぼ全員がM&Aアドバイザーサービスに従事し、業界最大級のグローバルネットワークを活かして世界各国のオフィスと緊密に連携しながら、上記案件をアドバイス。さらに社内の他の部署と連携することで、資金提供・調達サービスや株主対応を含む、総合的なM&A関連サービスを提供。

2. ①内外で景気後退に時間差が見られた。また為替が日本企業にとって優位に変化したため、特に2008年前半においてアウトバウンドのクロスボーダー案件が増加。加えて、景気悪化の影響の程度の差により、日本企業の海外企業買収意欲と海外企業の買い手としての日本企業に対する期待は引き続き高い状況。
- ②2008年後半には日本経済においても景気後退が深刻化し、時を同じくして大規模な業界再編、及び特に不動産業界を中心に再生関連案件が起り始めた。過去の景気後退サイクルに比べ、

時期的に早いと感じた。

- ③景気後退がM&A活動を減退させることにはならなかった（上場企業の時価総額の低下を加味すると前年比ではより活発になったといえる）（そもそも欧米諸国に比べて経済規模に対するM&A取引が少なかったため、M&Aの社会浸透速度とその規模が経済環境の悪化に伴う減少要素を上回っていることが原因と見られる）。

3. 前項2. に統合。

II. 2009年の動向予測

1) 2)

- ①2008年に続き、多くの業界で引き続き活発に推移する、あるいは増加する傾向にある。特に、テクノロジー、消費財、金融、素材、資源関連、不動産関連業界。
- ②・景気後退を見据えた更なる合理化のための業界再編（特に国内）。
- ・次の景気回復局面でヘッドスタートを切るための戦略的な投資（特に海外資産買収）。
 - ・「集中と選択」に基づく、既存合併の解消と新規合併の立ち上げ。
 - ・M&Aの法的な手法における新しい形態は生まれにくいだが、超大型クロスボーダー案件が起こる場合には新たな手法もありえるか。
 - ・経済的条件における複雑化・多様化（たとえば、昨年見られた統合比率のカラー設定など）。

III. 日本のM&Aの課題

- ・現在の経済状況をチャンスとして利用し、10年先のグローバル展開を見据えたM&Aの動きが期待される。
- ・上場会社による無税でのスピノフができるようになると、シナジーがない非効率なConglomerateの解消が進む。
- ・株式対価の海外大型買収を容易にする法務・税務上のインフラの整備が期待される（クロスボーダー株式対価は避けるべきものとの常識があるも、現在の経済状況においては変化していくことも否定できない）。
- ・国内現金対価組織再編における課税軽減・税務上の取り扱いの明確化が望まれる。
- ・三角合併の場合の、直接100%子会社以外買収ビークルとすることが出来ないという要件の緩和及び事業関連性要件の緩和が望まれる。
- ・株式対価TOBの実施に向けた制度整備が望まれる。

法律事務所

アンダーソン・毛利・友常法律事務所
パートナー弁護士 山神 理

I. 2008年の総括

当事務所は、東京及び中国・北京に事務所を有する総合事務所であり、所属弁護士約280名（外国弁護士を含む）の大多数が、それぞれの専門知識・経験を活かして、国内及び国際的なM&Aに様々な形で関与している。2008年における当事務所の取扱い案件は、国内企業同士の資本提携・業務提携案件、経営統合案件、国内企業によるTOB案件・組織再編案件、ファンドによる非公開化案件・増資案件、国内企業による外国企業の買収案件など多種多様であって、業種も多岐にわたり、取扱案件数としては多数にのぼる。また、当事務所は、2008年にインドプラクティスグループを立ち上げ、日本企業によるインドへの投資、インド企業の買収に係る支援も行っている。これらの経験も踏まえて、事務所内でノウハウを集積・共有し、更にM&Aに関するセミナー（日本経済新聞社主催によるMBOセミナー、海外投融资情報財団主催によるインドM&Aセミナー、その他クロスボーダーM&Aに関するセミナーなど）を通じた外部発信にも努めている。

2008年は、サブプライム問題の余波を受けて、海外金融機関によるファイナンスが減少し、LBOの手法を活用した海外ファンドによる日本企業の大型買収は減少し、インバウンドのクロスボーダーM&A案件は大きく減少した。他方、国内市場の成熟に伴って、日本企業による海外進出案件が増加し、アウトバウンドのクロスボーダーM&Aが活発に行われた（武田薬品工業によるアメリカ医薬品会社ミレニウム・ファーマシューティカルズ社買収、第一三共によるインド大手製薬会社ランバクシー・ラボラトリーズ社買収、キリンによる豪乳業デアリー社買収、大塚製薬によるフランス食品会社ニュートリション アンド サンテ社買収など）。また、米国金融機関の再編に日本の金融機関も関与し（三菱UFJフィナンシャル・グループによるモルガン・スタンレーへの出資、野村ホールディングスによるリーマン・ブラザーズの欧州・アジア部門の買収など）、世界的にも注目を浴びた。

国内M&A案件に目を向けると、MBOは引き続き活

発であるが、大型MBOはなく、中小規模のMBOが中心であった。2008年に注目されたMBO関係に関する裁判例として、レックス・ホールディングス事件がある。同事件は、TOB後のスクイーズアウトにおける株式取得の対価を少数株主が争ったものである。株式取得価格について、東京地裁はTOB価格と同額としたが、東京高裁ではTOB価格を約47%上回る価格をもって取得価格とした。高裁決定は、事案の特殊性に注目した裁判例であるとの評価もされているが、2009年には最高裁の決定ができるが見込まれており、今後のMBO実務への影響も含め注視される。

また、成熟市場における事業規模の拡大を求めたM&Aとしては、新生銀行によるGEコンシューマー・ファイナンスの買収、パナソニックと三洋電機の資本・業務提携などがあり、経営統合案件としては、明治製菓と明治乳業による経営統合、新日本石油と新日鉱ホールディングスの経営統合（但し、現時点では基本合意書締結段階）などがある。

日本電産が東洋電機製造に対して、賛同を得ずにTOBを開始するのではないかと注目されたが、最終的に日本電産はTOB開始を断念した。日本において経営陣の賛同を得ないでTOBを開始することの難しさを改めて示すものと理解される。

II. 2009年の動向予測

国内M&Aについては、成熟市場に係る業種において規模拡大を目指した事業再編M&A、経営統合案件が一定程度堅調に推移するのではないかとと思われる。運用期間を終えるファンドは、今後エグジットの機会を求めていくものと思われ、事業再編の動きが助長されるかもしれない。業種としては、食品、電機、小売、不動産、ノンバンク（消費者金融、リース）などの業界に関連するM&Aは引き続き堅調に推移するのではないと見込まれる。不動産についてはREIT関係の再編にも注目したい。

海外ファンドによる買収案件への関与は、2009年も引き続き低調になるとと思われる。クロスボーダー案件としては、アウトバウンドが中心となり、食品、自動車関連、エネルギー関連、製薬業界等で事業拡大を目指してM&Aが行われるのではないかとと思われる。

外国法共同事業

オメルベニー・アンド・マイヤーズ法律事務所
 カウンセル 弁護士 木下 万暁

I. 2008年の総括

1. オメルベニー&マイヤーズLLP全体での2007年実績は約180件。取引総額はUS\$1000億以上。2008年の実績は現在集計途中ですが、約160件。取引総額は公表済みのものだけでUS\$400億以上。
2. ・サブプライムの影響によってファンド投資が減少することにより全体的な案件数や投資額は減少の傾向にあるものの、IN-IN、IN-OUTを中心に大型の戦略的M&A案件が多く見られた1年でした。
 - ・スクイーズアウト・MBOにかかる判例、委任状勧誘にかかる判例等が出ることにより、判例を通じたルール形成が活発になされた1年でもあったと思われます。
3. ・ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンドの電源開発への投資案件：世界的に見てもNational Securityの問題を含むM&A取引は、様々な議論や法改正の引き金となっています。その意味で、上記案件は日本における議論のさきがけとして大きな意味を持つものと考えます。
 - ・原弘産の日本ハウズイングに対する買収提案、日本電産の東洋電機に対する買収提案、スクウェア・エニックスによるテクモに対する買収提案： 国内の事業会社間において、対象会社の同意を予め取得せずに買収提案を公表し交渉を行う例が増えてきており、上記の案件はそのような傾向を象徴する事例であったと思われます。

II. 2009年の動向予測

- 1)
 - ①・エンターテインメント・メディア・IT・保険・エネルギー・家電・金融。
 - ②・短期的リターンを求めるM&Aは引き続き減少し、

市場のシェア拡大・シナジー効果を狙う中長期的・戦略的M&Aが継続的に増加することが予想されます。

- ・株式市場の混乱が引き続き継続すると思われることから、stock for stock案件（対日の三角合併を含む）より現金対価の案件の比率が増加すると考えています。
 - ・案件規模は1000億超の大規模案件と、逆に50億円以下の小規模案件が増加するものと予想しています。
 - ・破産・倒産絡みのワークアウト・ターンアラウンドにかかるマイノリティ投資が増加すると予想しています。
- 2) エンターテインメント・メディア・IT・エネルギー・家電・金融。

III. 日本のM&Aの課題

国内市場の寡占化が進み、いよいよ案件のクロスボーダー化が顕著になってきています。その時流に乗り海外企業とのM&Aを成功させるためには、社内の担当者と外部の専門家が、大型クロスボーダー案件に耐えうるだけの人的なリソースと専門性を身につけることが鍵となります。ここ数年のM&Aブームの中でFA、会計、税務、法務いずれをとってもM&Aのプレイヤーの数が増大し、専門化もより進んでいます。2009年のM&A案件数の減少が予想される中で、この流れが止まることなく、引き続き優秀なプレイヤーの増加と専門化が進むことが将来的なM&A市場と日本企業の発展のために必須であると考えています。

また、ここ数年の間で、敵対的買収に対する防衛策の議論や、MBO取引の法的構成、委任状勧誘のルールなど新しい法的な問題点が、裁判所における判断を通して少しずつ明確化されてきています。しかし、英米法的な発想に基づく条項（たとえば表明保証・補償条項、取引保護条項、Fiduciary outなど）の解釈などについては、未だ裁判例なども極めて少なく、実務の取り扱いも非常に不安定です。これらの問題点が、引き続き事例の集積や専門家の議論を通じて徐々に明らかになっていくことを望んでいます。

弁護士法人北浜法律事務所／北浜法律事務所・外国法共同事業

パートナー 弁護士 井垣 太介

I. 2008年の総括

1. 公開買付けによる株式取得、共同株式移転による持株会社設立、その他多数の買収・組織再編・資本提携・業務提携案件や買収防衛策作成などを取り扱

った。また、経営陣とファンドによるMBO（株式非公開化）案件において経営陣の利益相反行為が問題となった事件で、調査委員会として調査報告を行った。

2. 機関投資家からの要求を受けて会社を買収防衛策を廃止したり、筆頭株主のスティール・パートナーズが現経営陣の再任に反対したことに他の株主も賛同してアデランスの臨時株主総会で会社提案に係る取締役再任決議が否決されるなど、外国から流入した株主資本主義の考え方がわが国にも一層浸透した一方で、景気悪化・信用収縮によりファンドによるバイアウト案件が減少し、海外の高株価を背景にした株価至上主義およびM&Aブームは、特定の業界における事業会社による買収・合併などを除いて一時的に後退したように感じられる。
3. 具体的な取引ではないが、企業価値研究会は、2005年に公表した買収防衛策指針のアップデート版として「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」を2008年6月に公表している。そこでは、買収防衛策によって保護されるべきは株主共同の利益であることが明示されており、M&Aに関する取締役の責任がより厳しく追及される時代が来ることを予感させる。

II. 2009年の動向予測

- 1) ①例えば、特許法の改正に伴い特許の仮実施権登録が認められようになることから製薬会社とバイオベンチャーのアライアンスが進み、その影響で製薬業界におけるM&Aも更に活発化し、

また、薬事法改正に伴い薬の小売に関して登録販売者の制度がスタートすることから、競争力強化を目指して医薬品の小売・卸売企業のM&Aも活発化すると予測している。また、食品業界におけるM&Aも活発化すると考えている。

- ②世界経済の停滞から大型案件の資金調達には容易ではないため、専ら、国内市場の中でシェア増大を目指して行うM&A、日本企業がマーケット拡大・シーズ獲得を目指して行うインアウト型M&A、中小企業の事業承継案件が増えると予測される。また、景気悪化により企業倒産件数の増加が予測されるため、会社更生・民事再生手続などの中で行われる事業譲渡が増加すると考えられる。そのほか、株安を背景にしたMBOの増加も予測される。

- 2) 金融不安を契機とする金融分野でのM&A。医薬品業界。

III. 日本のM&Aの課題

日本においては、M&Aに関与する取締役の責任、MBOにおける利益相反問題等について、判例の集積が乏しく、問題をクリアするための会社法上の制度・プラクティスも限られているため、数少ない裁判例やソフトローによって実務の方針が二転三転する不安定さが存在する。海外の制度をただ模倣したり、直近の裁判例に頼るだけでなく、コーポレート・ガバナンス体制を根本から見直そうとする意識が企業に求められているように感じる。

長島・大野・常松法律事務所
弁護士 高井 伸太郎

I. 2008年の総括

当事務所の弁護士は2009年1月1日現在で総勢約330名（出向・留学中の弁護士及び外国弁護士を含む）であり、その殆どがそれぞれの専門分野における知識・経験等を活かしながら様々な形でM&Aに関与している。そして、当事務所は、各種の所内セミナー・所内勉強会の開催、イントラネットを通じた各担当弁護士から全弁護士に対する最新の法律関連情報の提供等を通じて、M&A取引に関連する諸問題等について所内における知識・経験・ノウハウ等の共有に努め、依頼者のニーズに適時適切に対応できる体制を整えて

きた。

2008年のM&A取引全体に関しては、前半からサブプライムローン問題に起因して資金調達が困難になったことに起因して、2007年に比べると大型のM&A取引の数が多くなかったような印象であるが、後半に入っていわゆるリーマンショック以降、さらに株式市場が乱高下する状況があったこと、及び株券電子化への移行にもなって上場会社のTOBその他の取引が行えない期間などがあったことから上場会社を対象とした大型M&A取引は例年に比べると少なかったように思う。もっとも、比較的中型・小型のM&A取引については、一定数存在し、M&A取引自体が沈静化してしまっただけではないものと思われる。

クロスボーダーのM&A取引については、OUT-INの

案件はこれまでに比べると減少した印象であるが、IN-OUTの案件は2007年以前と比較すると、三菱UFJFGによるモルガン・スタンレーへの出資などさらに活発化してきているように感じられる。

II. 2009年の動向予測

1)

①不動産関連業界、外食事業等に加えて、介護・福祉関連業界のM&A取引が多くなるのではないかと想像されるが、それ以外の業界・分野においてもM&Aは会社の成長戦略の一つの方法として一般的に取り入れられており、中小規模のものも含めると

あらゆる業界でM&Aが行われていくと思われる。

②企業倒産・再生に関連し、倒産手続内で行われるM&Aが多くなると予想する。また、企業における選択と集中がさらに進み、不採算事業等を分割して譲渡するといった取引も多くなるであろう。

2)

①エネルギー関連業界、自動車関連業界。

②世界同時不況と言われる2009年においても、円高によって割安で外国企業を買収できることもあり、IN-OUTの案件に関しては、2009年はさらに増えていくのではないかとと思われる。

中村・角田・松本法律事務所
パートナー弁護士 松本 真輔

I. 2008年の総括

1. 当事務所の各弁護士は、いずれも何らかの形でM&Aに関与しており、関与した案件の種類は、紀文フードケミファとキッコーマンの株式交換や日本コンピュータシステムのMBO、ボッシュの非公開化（当事務所が関与していることが公表されている案件のみ）など、上場会社に対するTOB、上場会社・非上場会社の株式譲渡・増資・合併・会社分割・株式交換・MBO等の友好的なM&Aの他、買収防衛策の策定及び敵対的株主対策等、多岐に亘っている。スキーム・戦略の策定・検討、会社法・金融商品取引法関連の法的問題に対する助言等、部分的な関与も含めれば、当事務所の各弁護士が関与した取引の件数は多数に上る。

2. 2008年度の特徴としては、①三菱UFJフィナンシャル・グループによるモルガン・スタンレーに対する出資など、日本企業による海外企業のM&Aの金額が2007年度の2兆8,192億円から2008年1月～11月で7兆2,508億円と大幅に増加したこと、②金融危機の影響で、野村ホールディングスによるリーマン・ブラザーズのアジア・太平洋事業及び欧州・中東事業の買収など、破綻関連のM&Aが2008年10月以降急増したこと、2007年度来のサブプライム問題・金融危機の影響で資金調達に困難となったこと等を背景に、③TOB案件が2007年度の104件・3兆1,495億円から2008年1月～11月で75件・9,827億円と件数・金額ともに大幅に減少する見込みであること、④MBO案件も2007年度の89件・2,400億円から

2008年1月～11月で85件・1,638億円と件数・金額ともに減少する見込みであること、③投資会社によるM&Aの件数が2007年度の402件から2008年1月～11月で233件と大幅に減少する見込みであることなどが挙げられる。

M&A全体の件数は2007年度が2,696件であったのに対し、2008年1月～11月で2,213件であることから減少が見込まれるものの、金額は2007年度が12兆4,133億円であったのに対し、2008年は12月26日までで12兆4,200億円と増加することが確実となっており、引き続き高水準のM&A活動が行われた年であったと評価し得るのではないかとと思われる。

3. MBO後に創業家の経営者が投資ファンドと折り合いがつかずに解任されたすかいらーくの事例、少数株主保護を重視した、レックスのMBOに関する東京高裁決定、取締役会の意思表示プロセスに創業家側が不当に介入したとして取締役会が一旦表明した賛同意見を撤回し、最終的に反対意見を表明したことにより失敗に終わったシャルレのMBOなどは、今後のMBO実務を考える上で、重要な教訓を与えてくれるものとして注目される。

II. 2009年の動向予測

1)

①国内M&Aは、建設、食品、製紙、製薬、電機、自動車、外食、小売、流通、金融、石油、不動産、IT業界等で活発に行われるのではないかとと思われる。

②成熟した国内市場における生き残りをかけた業界再編や「選択と集中」のためのM&A、中小企業・地方企業の事業承継を目的としたM&A等が引き続き行われるほか、破綻関連のM&Aが増加するのでは

ないかと思われる。また、その手法としては、TOB、株式交換、合併、事業譲渡、会社分割、増資等、様々なものが用いられるものと思われる。

また、サブプライム問題・金融危機の影響により投資会社の新規投資案件は引き続き低調となる可能性があるが、既に投資済みの案件についてEXIT絡みのM&Aが行われることが予想される。

2) クロスボーダーM&Aは、特に、食品、製薬、鉄鋼、電機、自動車、小売、金融、電力、石油、化学、不動産業界等において活発に行われるのではないかと

と思われる。

Ⅲ. 日本のM&Aの課題

日本のM&A・買収防衛策の実務においては、米国流が主流となりつつあるが、それが果たして日本の裁判例を含む法制度・環境に適合しているのかどうか疑問に思われる点もあり、この点をどのように克服して日本独自の実務を形成していくのが課題としてあるように思われる。

西村あさひ法律事務所

パートナー 弁護士 佐藤 丈文

I. 2008年の総括

2008年12月現在、当事務所の弁護士数は約410名(出向中又は留学中の弁護士、外国人弁護士を含む。)であり、当事務所はわが国最大の法律事務所となっているが、このうちの大多数の弁護士が様々な形でM&Aに関与している。

当事務所は、従来より、M&A案件に幅広く関与する機会を得ており、具体的な案件を通じてM&A実務全般に関するノウハウを蓄積するとともに、近時の法改正や多様化する案件へ対応するための内部的な研究会等での継続的研鑽・情報交換(その成果の一部として、書籍・論文の公表、公開セミナーなどを行っている)、様々な経験・バックグラウンドを有する人材の当事務所への参加などを通じて、最新の法律問題にも適切且つ迅速に対応できる体制を整えている。また、当事務所は、事業再生分野で確固たる評価を得ていたときわ総合法律事務所との統合(2004年1月1日)、M&Aを含む幅広い分野において高い評価を得ていたあさひ法律事務所国際部門との統合(2007年7月1日)を経て、国内最大の総合法律事務所として、その組織力を最大限発揮して、あらゆる分野について質の高いリーガルサービスを提供することのできる体制をより一層強化している。これにより当事務所は、大型化・複雑化するM&A案件に対して、より適切且つ迅速に対応することが可能となっている。なお、当事務所は、理論と実務を統合してわが国の法律実務の水準のより一層の向上に貢献すべく、2007年4月10日に西村高等法務研究所を設立しており、同研究所は、M&Aの分野についても、その実務の発展に寄与するための活動を積極的に行っている点も付言する。

2008年に当事務所が関与したM&A案件は多数且つ多岐に亘るものの、その主な特徴としては、2007年から引き続き、様々な業界(金融(ノンバンクを含む)、電機、医薬・製薬、百貨店・流通、建設、通信、食品、外食等)での大型統合・買収案件、MBO・LBO案件、上場企業の非公開化(ゴーイングプライベート)案件、三角株式交換等を活用した買収案件、再生型M&A案件(民事再生法・会社更生法を利用する場合を含む)等を挙げることができる。更に、事前警告型買収防衛策導入・更新の検討など敵対的買収への平時の対応に関するアドバイス案件に加えて、敵対的買収への有事の対応案件も増加している。

Ⅱ. 2009年の動向予測

M&Aが活発化する業界などの予測は法律実務家としては困難であるが、一般的には、2008年秋以降の金融危機と言われる経済状況(市場株価の大幅な下落、円高の進行、实体经济の悪化など)を原因とする経営環境の急激な変化を背景として、競争力の強化、効率性の向上等を目的とする事業再編・統合やグループ再編(上場子会社の完全子会社化を含む。)、倒産企業を対象とする民事再生等の手続を前提としたM&A、国内企業による外国企業を対象とするM&A等が増加し、また、敵対的なM&Aも更に増加することが見込まれる。

M&Aを取り巻く法環境面における動向としては、2008年においても重要な規制が導入され、また、裁判例において重要な判断が示されるなどされており、2009年においては、これらを踏まえた実務が必須となる。主なものとしては、第一に、金融商品取引法における課徴金制度の強化がある。具体的には、課徴金額水準の引き上げ、課徴金の対象範囲の拡大等がなされている。特に、公開買付制度における開示規制違反も

適用対象になった点が注目され、開示書類の内容の精査だけでなく、公開買付規制の適用対象か否かという点についてもより一層慎重な検討が必要となる。例えば、2008年7月9日のカネボウ事件東京高裁判決は、公開買付規制の適用除外の要件の解釈が論点であったが、従来の実務上の有力な解釈が否定される判断が示され、公開買付けによらずに株式を取得したことが違法とされた点が注目される（但し、当該事案における結論の当否は措くとして、筆者個人は同判決の解釈論（論理）は誤りではないかと考えている）。第二に、上記のカネボウ事件東京高裁判決のほかにも、M&Aに関する重要な裁判例がいくつか出ている点に留意が必要である。たとえば、2008年6月23日の不公正発行に関する東京地裁決定は所謂主要目的ルールにおける新株発行の目的（資金調達目的）の合理性について厳格な認定を行っている点が注目される。また、2008年9月12日のレックス・ホールディングス事件東京高裁判決は、MBOに際して発行された全部取得条項付種類株式の取得価格について東京地裁決定の判断を大幅に修正し、公開買付価格を大幅に上回る価額を取得価格と定める判断を行った点が注目される。実務上は、これらの最新の裁判例を踏まえたスキームの策定等を行う必要があるが、レックス・ホールディングス事件東京高裁判決を含め、その判断が未だ確定していないものもあるため、上級審での判断についても引き続き注視して行く必要があるだろう。第三に、企業価値研究会が2008年6月30日に公表した報告書は、買収防衛策の発動等の合理的なあり方について検討を行っており、実務上参考にすべき点が多い。2009年においても、買収防衛策の継続を検討する企業が少なくないと思われるが、継続する場合においては、買収防衛策の内容について必要に応じて同報告書の内容を反映する修正を行うことが望ましい。また、2008年では東洋電機製造の

買収防衛策の運用が実務上注目を集めたが、現在の市場株価の状況に鑑みれば、2009年以降も買収防衛策導入企業において買収防衛策を実際に運用することが必要となる事態が生じることは当然予想される。その際に同報告書を踏まえた対応を行えるよう予め準備を行っておくことが肝要であろう。第四に、シャルレのMBO事案は、公開買付開始後に第三者委員会が設置され、調査が行われるという異例の事態となり、その結果を受けた取締役会が意見表明の内容を変更し、また、大阪証券取引所から適時開示について改善報告書の提出が求められ、さらに、代表執行役社長が退任するなどした挙句に、公開買付けが不成立となったものである。第三者委員会の報告書などを見るかぎりには、価格の交渉等を含めプロセス全体の工夫・改善を図る余地があったようにも思われ、今後のMBO実務にとっても示唆に富むものと言えよう。なお最後に、M&Aに関する新たな法規制として注目されている独占禁止法上の企業結合規制としての株式取得に係る事前届出規制の導入については、一旦廃案になったようであるが、実務に与える影響が大きいと思われるため今後の動向には引き続き注意すべきであろう。

以上に述べたような法環境の急速な変化等に適時且つ迅速に対応し、M&Aを経営戦略の重要なツールとして活用するためにも、ビジネス上・法律上・税務上・会計上のメリット・デメリットを総合的に判断しアドバイスすることができるアドバイザーを活用することが不可欠であろう。かかるアドバイザーとともに当該M&Aにおけるゴールを達成するための戦略を十分に練り、迅速な意思決定と断固たる実行力とをもって案件を推進することが今後のわが国企業のM&A成功の不可欠な要素になると思われる。当事務所もこれらの実務の一端を担う身として、M&A関連実務の健全な発展に積極的に寄与したいと考えている。

ビンガム・マカッチェン・ムラセ外国法事務弁護士事務所／

坂井・三村・相澤法律事務所（外国法共同事業）

パートナー 弁護士 柴田 義人

I. 2008年の総括

1. 実績概要

当事務所は、事業再生、倒産、M&A等に強みを有する坂井・三村法律事務所及び新東京法律事務所、並びに、米国を基盤に世界的に法務サービスを展開する

大手法律事務所のビンガム・マカッチェン・ムラセが2007年に統合することにより誕生致しました。世界13ヶ所の拠点に約1000人の弁護士が活動しており、東京オフィスには、約70名の日本法及び外国法資格を有する弁護士が所属しております。事業再生、倒産分野における専門性に加え、会社法、証券法、知的財産権、雇用・労働法、訴訟、独禁法等の各分野における日本法実務と、ビンガム・マカッチェン・ムラセの国際的ネットワークを融合させることにより、様々なタイプのM&A案件を常時サポートしております。また、

2008年においても、M&A、買収ファイナンス、ファンド規制等の分野に専門性を有する弁護士数名を外部から採用し、M&Aチームの強化を行いました。

当事務所が2008年において取り扱った日本関係のM&A案件としては、民事再生・会社更生・破産手続等の倒産手続、私的整理におけるスポンサーへの事業売却、又は、これらの倒産手続・私的整理における投資家を代理しての事業買収、非公開化案件、グループ会社の再編、国内会社のアジア、欧米企業の買収案件など多種多様ですが、特徴としては、当事務所が2008年に扱った日本関係のM&Aの約半数が企業の破綻・事業再生に関連するM&A案件であり、その傾向は昨今の経済情勢もあり強まりつつあります。

2. 特徴と評価

サブプライムローン問題に起因する世界的な信用収縮を背景に、多額の借入を伴う形でのM&A案件やファンドによる買収案件が減少しています。他方で、事業会社を主体とする国内における再編・統合案件は引き続き高水準で推移しており、クロスボーダーのM&Aにおいても、医薬品、資源、食品業界、金融機関などによる海外企業の買収が相次ぎました。世界的な競争環境で勝ち抜くための戦略的なM&A案件が増えているものと評価しています。

また、不動産市況の低迷が進む中で、不動産会社の破綻が相次いだこともあり、破綻関連のM&A案件が急増しています。破綻した不動産会社の中には、ここ数年の間に新しい金融手法を取り入れ急成長してきたものも含まれており、これらの破綻企業の再生案件は、M&Aの要素に加え、倒産、金融の要素が複雑に絡み合い、困難な問題を生じるものと考えられます。

3. 注目した取引（取引形態）

・REIT、生命保険会社を含む経営破綻企業のM&A。不動産市況の低迷が進む中で上場REITであるリプラス・レジデンシャル投資法人を対象とする初のTOBを実施したファンドがあったことは注目に値すると思います。上場REITの再編に関連して、類似の取引が続くのか、興味深いところです。また、同じくREIT関連ではニューシティ・レジデンス投資法人について初の再生手続が東京地方裁判所により開始されましたが、この案件も近い将来のM&Aが予想されており、民事再生法による投信法対応が必ずしも十分とはいえない中で、どのような取引となるか、注目されます。

さらに、保険会社では大和生命保険について同じ

く東京地方裁判所により更生手続の開始が決定されました。2001年以來の更生特例法適用であり、また同生命は、破綻した大正生命の契約移転先である、あざみ生命と合併した経緯がありますので、大正生命を含めれば2度目の経営破綻となります。スポンサー決定と合わせて、前回の業法処理の中で権利を変更された保険契約者がどのような扱いを受けるかが、M&Aと倒産の両面から注目されます。また、AIGの事実上の公的移管に伴い、その子会社である日本での生命保険事業が売却対象となっています。保険業界の再編に結びつく動きにまで発展するのか、注目しています。

2008年は、金融危機と前後して進んだ景気低迷で30社以上の上場会社を含む有力企業の経営破綻が相次ぎ、それに伴うM&Aが数多く行われた年でもありました。ここ数年の経営破綻企業のM&Aと明らかに違うのは、外資系金融機関や投資ファンドがスポンサーとなることに消極的になったことです。低利のデットで調達した資金を高利回りが期待できるエクイティ投資に充てるという近年のプライベート・エクイティ投資を支えてきたモデルの急速な停滞が一時的なものに止まるのか、注目されます。

・株式評価を巡る紛争

事業譲渡による場合を含めて、少数株主がスクイズ・アウトに異議を申し立て、株式の評価を巡って裁判になった例も、M&A関連の事象として注目しています。

II. 2009年の動向予測

1)

- ①前記のREITを含む不動産関連や、経営破綻企業に加えて、業界再編が必至の電機・半導体関連、またビッグスリーを含む自動車業界不振の影響を受ける自動車部品の業界は、いつ大型M&Aが起きても不思議でない状況が続くと予想しています。
- ②各種の手法につき法制面の手当が整ってきた中で、株価の低迷を機会としたMBOの潜在的なニーズはオーナー系上場企業を中心として引き続きあると思われませんが、M&Aファイナンスが困難になっている中で、実際の件数に結びつくものはそう多くないと思われれます。逆に、手元流動性が豊富な事業会社が戦略的な買収に動くためには絶好の環境となっており、大小を問わず、将来の成長を見据えて思い切った動きに出る事業会社が増えることが期待されます。

2) 1990年代以降の日本の低い経済成長率に加え、少子・高齢化による人口減少傾向もあり、世界の中の日本市場の比重は長期的に益々低下していくものと見込まれます。このような情勢の中で、これまで内需に頼っていた分野を中心にM&Aを通じた積極的な海外進出が続いており、この傾向は2009年以降も続くものと予想しています。分野としては、医薬品、食品・飲料、通信、電子機器、保険、銀行、証券などが見込まれます。

Ⅲ. 日本のM&Aの課題

- ①民事再生法に基づく再生手続に係属している事件について、相対・入札ともに数多くのM&A取引がなされていますが、中には事業価値・資産価値の最大化が図られているか、疑問のあるケースも見受けられます。入札がなされていけばよいというわけではなく、プロセスの設計等に問題があるケースもあるので、案件の大小を問わず、専門知識のある助言者の関与が増えていくことが期待されます。
- ②金融商品取引法により義務付けられている対象会社取締役会の意見表明について、株主にとっての有利不利という視点と、会社の事業の将来にとって有益か否かという視点の分離が不明確なケースがあるように思います。
- ③会社法等において、組織変更等に反対する株主が株式買取請求権を行使した場合には、買取価格について会社との間で協議が調わなかったときは、当該株主は裁判所に対して価格決定の申立てをすることができます。しかしながら、当該申立てがなされた場合における最終的な買取価格の公表事例は、2008年に入ってカネボウやレックス・ホールディングスの株式買取価格決定申立事件で裁判所の判断が示されたものの、依然として多くはなく、M&A市場の市場関係者にとって予測可能性は十分とはいえないように思います。今後裁判所や当事者による公表が増えていくことが期待されます。
- ④日本企業による海外企業の買収案件において、海外企業の経営判断のスピード、交渉スタイル等の理解不足、言語・文化的相違等が原因となり、経済的な条件面以外の理由により買収が不成功に終わるケースがあるように思います。買収の実行及び買収後の対象企業のマネジメントの両方において、欧米企業のスタイル、交渉スピード、考え方を熟知し、柔軟に対応できることが、クロスボーダーのM&Aを成功させる上で必要に思います。また、このような観点からクライアントを十分にサポートすることが法律家を含めアドバイザーの責務であると考えております。

ポールヘイスティングス法律事務所・外国法共同事業
企業法務部

M&Aグループ共同代表 弁護士 宇佐神 順

I. 2008年の総括

1. ・ポールヘイスティングス法律事務所は、弁護士総勢約1300名が所属し、米国、欧州、アジアにおいて18の拠点を展開するグローバル・ローファームです。弊事務所のM&A部門にはグローバルベースで合計約400名の弁護士が所属しています。東京オフィスには、現在合計約45名の弁護士（日本法資格及び米国法資格の弁護士を含みます。）が所属しており、国内案件に加えて、クロスボーダー案件については弊事務所の海外オフィスのアトニーとプロジェクトチームを組成し、緊密に連携を取りながら各国法制に対応したリーガル・サービスを提供する体制を採っております。また、アジアにおいては、上海オフィスに日本人パートナー弁護士が常駐

し、日本企業の対中国買収案件に即応できる体制を採っており、また、香港オフィスにおいて、韓国・東南アジアを含むアジア各国の案件に関わるプラクティス・チームが存在し、東京オフィスと連携して各国における買収案件に対応する体制を採っております。

・2008年においては、前年と比較すると特に下半期において世界金融危機の影響下においてクローズする買収関連案件数は減少しましたが、当事務所がグローバルベースで関与し、2008年内にクローズ又は公表された案件数は、合計221件でした（2008年12月17日現在の当事務所集計）。

2. ・大きな特徴として日本企業によるIN-OUT型M&Aの増加の傾向がみられましたが、これは、国内事業再編が一段落したことや、また、少なくとも上半期においてはサブプライム問題の影響が低かったことにより欧米企業に対して相対的な優位性を確保しえたことによるところが大きいといえます。

- ・ 下半期においては、とりわけリーマン・ブラザーズ破綻後の世界金融危機の影響によりM&A成約案件の減少が顕著でしたが、IN-OUT型のM&A案件は少なからずクローズしており、これは、世界的な不況の長期化の中においても、なお日本企業のファンダメンタルズの強さの現われとして評価できるものと考えております。
3. わが国企業に関わる取引としては、以下の案件が注目に値するものでした。
- ・ 野村ホールディング株式会社によるリーマン・ブラザーズのアジア・パシフィック地域部門並びに欧州・中東地域の株式部門及び投資銀行部門の買収。
 - ・ 株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループによるモルガン・スタンレーへの出資。
 - ・ 武田薬品工業株式会社による米国のバイオ医薬品会社ミレニアム・ファーマシューティカルズに対するTOB。
 - ・ 第一三共株式会社による、インドの製薬会社ランバクシー・ラボラトリーズ社に対するTOB。
 - ・ 東京海上ホールディングスによる米国損害保険グループフィラデルフィア・コンソリデイトッドに対する買収。
 - ・ NTTドコモによるタタ・テレサービスズ・マハラシュトラリミテッド株式取得を内容とするインドのタタ・グループとの資本提携。
 - ・ ザチルドレンズ インベストメント マスター ファンドによる電源開発株式会社への投資に対する外為法に基づく中止命令。
 - ・ BHPビリトンによるリオ・ティントの買収計画に対する日本の公正取引委員会による報告命令。
 - ・ パナソニック株式会社による三洋電機株式会社に対する買収。

II. 2009年の動向予測

1)

- ① 金融機関関連—地銀・信用組合等の提携・買収、医療・製薬業界、食品業界、卸・流通業、通信・放送（CATV・ISP等）関連、外食産業、不動産関連事業。
- ② 国内M&A：破綻企業に対する再生型M&Aの増加が見込まれます。また、プライベート・エクイティファンド（「PEファンド」）間における2次的（セカンダリー）投資も進むものと思われます。
- ・ クロスボーダーM&A：不況下においても持続的な

成長余力のある業種において、グローバルマーケットへの進出の機会を生かす形での日本企業によるIN-OUT型M&Aの牽引が見込まれるところです。

- ・ 買収資金調達手法について：当面金融機関のデットによる資金供給が慎重な状況が続くことが見込まれ、事業会社の手元資金による金銭買収が進むものと思われます。PEファンドにおいては、当面、フル・エクイティないしデットを一部取り入れたフル・エクイティに近い形での投資が行なわれることが想定されます。金融マーケットの環境改善後のリファイナンスもありうる場所です。株価が本来の事業価値に比して下落している場合においては、将来のアップサイドも十分見込まれ、ロー・レバレッジの投資を維持することも選択肢としてありうる場所です。LBOについては、昨秋以降の急激な信用収縮により当面沈静化した状況が継続するものと予測されます。世界的な金融緩和の下で金融機関の貸出余力が回復した段階においても、当面はLBOの対象案件についての厳しい餞別が進むことが予測されます。他方で、LBOマーケットが回復した段階においては、PEファンドのみならず、事業会社においてもLBOの活用が選択肢のひとつとして検討されるところです。
- ・ 買収対価について：デットによる資金調達が困難な状況下では、対価の柔軟化に伴う株式を対価とした買収手法が本格的に検討され、三角合併・三角株式交換の利用の可能性もさらに追求されるところと考えます。現在の株式市況を前提とすれば、株式を対価として用いることによって売手サイドもアップサイドを享受しうるという点において、株式対価の買収を促進しうる状況もあると評価しうるところです。
- ・ ストラテジックM&A：事業会社の事業戦略的なM&Aもさることながら、PEファンドの既存投資対象会社のさらなるヴァリューアップに向けての戦略的買収・合併も選択肢の一つとして想定されるところです。
- 2) ・ 食品業界、製薬・化粧品業界。
 - ・ エネルギー、資源、化学業界。
 - ・ 環境関連ビジネス。
 - ・ IT関連ビジネス。

III. 日本のM&Aの課題

- ・ 国内市場の活性化：近時、英文開示等の法制面を含

めて海外からの投資を促進する方向での環境作りが進んでいることは評価できることです。しかしながら、他方で、外資規制の側面では必要最低限の規制に留まっているのか疑問無しとせず、グローバルマーケットからの対日投資を促進する上では、若干相反するメッセージとも取られかねない状況が出現しているところが懸念されるところです。日本市場が活性化し、真にグローバルマーケットにおける地歩を回復する上でも、日本企業のIN-OUT型の買収案件の増加と同時に、国内市場が、より海外資本に対して開かれた、グローバルに見て投資しやすい環境へと変化していくことが望ましいと考えております。近時公表された外国投資ファンドへの課税に関する投資促進税制の整備及びその実効性に大いに期待するところです。

・M&A法制面での課題：近年合併対価の柔軟化をはじめとする買収関連法制の制度面での整備がかなり進んで来たところは評価に値するところです。しかしながら、かかる制度枠組みが実効性をもちうるために、とりわけ、以下の点において、より一層の実効性が図られることが望まれるところです。

①エクステンション・オファー：国内市場における公開買付制度においては、税務上の問題等により株式を対価とするエクステンション・オファーが現実的には利用できない状況にあります。一定の要件の下

に株式を対価とするTOBが実務的に可能となるような税制面を含めた法制整備が望まれるところです。

②キャッシュアウト・マージャー：金銭対価の合併等の場合には、適格組織再編に該当しないことにより、株主レベルでの課税の問題のみならず、当事会社レベルにおいて、消滅会社の資産・負債の時価評価に伴う譲渡益課税の問題が生じるため、現実的にはスクイズ・アウト等の局面を含めてキャッシュアウト・マージャーが利用しにくい状況にあります。一定の要件の下で、このような課税の問題をより広くクリアできるよう税制面での整備が望まれるところです。

・グローバル・ローファームの活用—M&Aにおけるリーガル・サービスという側面においては、とりわけ、日本企業の対米、対欧州、対アジア投資に際して、当事務所を含めて東京オフィスにおいて日本法資格・海外法資格の弁護士を擁し、海外拠点との連携の下で、日本の法制及び海外法制にワンストップで対応することが可能な体制を採っているグローバル・ローファームのより一層の活用の必要性・可能性が高まるものと考えております。そのようなニーズに十分応えるべく、プロフェッショナル・サービスプロバイダーとして、更なる研鑽と人員・クオリティの強化に努めて行きたいと考えております。

森・濱田松本法律事務所
弁護士 米正剛

I. 2008年の総括

1. Merger marketの調査では60件、金額で368億2,200万米ドル、Thomson Reutersの調査では80件、金額で391億8,900万米ドルで、日本企業関連のM&Aのリーガルアドバイザーでは件数、金額ともトップであった。
2. リーマン・ブラザーズのチャプター11申請後の世界経済の低迷の中で、国内での生き残りをかけた大型の企業再編や海外市場でのシェアを拡大するためのM&Aが注目された一年だった。
3. 第一三共によるRanbaxyの買収等、円高と海外市場での株価の急落を受け、クロス・ボーダー案件の増加が著しかった。

II. 2009年の動向予測

1)

①不動産、建設といった業種のみならず、あらゆる分野で業界の縮小、淘汰が進むものと予測され、これに対応するM&Aが活発になると考える。

②民事再生や会社更生等の倒産手続を利用したM&Aが復活すると思われる。
2) 金融、IT、薬品。

III. 日本のM&Aの課題

バブル期から約20年を経て、日本企業によるクロスボーダー案件がようやく増加してきている。案件の取捨選択、スピード感等当時の失敗を糧として厳しい買収交渉を展開している企業が大半であるが、アドバイザーの選定、ストラクチャーの構築、交渉戦略等、基本的な点において経験が蓄積されていない企業も散見される。百年に一度と言われる経済環境の中、今後のM&Aの成否が企業の命運を分かち場合もあることを考えると、入念な準備、迅速な決断が求められる。

会計事務所・コンサルティング

IBM ビジネスコンサルティングサービス株式会社
戦略コンサルティンググループ

パートナー 事業戦略コンサルティングリーダー 池田 和明
アソシエイトパートナー 企業変革コンサルティングリーダー 丸山 洋
マネージングコンサルタント 事業戦略コンサルティング 吉田 徹

I. 2008年の総括

(*年別の詳細な実績は公表しておりませんので、IBM/IBCSの今までの実績と特徴を説明させていただきます。)

2サイドの実践からの知見の融合：Serial AcquirerとしてのIBMとConsulting FirmとしてのIBCS：

IBMは、事業ポートフォリオ強化の梃子としてM&Aを重視し、過去10年で100件以上、金額にして2兆円以上の買収を行っており、「Serial Acquirer」と呼ばれる。また買収事業を、放置することなく、速やかに統合することを追及し、大きな成果をあげている。

IBCSは、世界170カ国に展開する最大級のコンサルティングファームであり、前身のPwC Consulting時代から、M&A戦略立案からPMI (Post Merger Integration) までの、ライフサイクル全体を支援するサービスを、全世界の企業に提供している。その中で、IBMの100件以上のM&Aの経験はナレッジとして、IBCSのコンサルタントの間で共有されている。

II. 2009年の動向予測・日本企業におけるM&Aの今後

1. M&Aガバナンス構築の必要性：1週間で意思決定を。

金融危機による世界的な不況が深刻化する中で、多くの業界で、業界再編のための事業統合、不採算事業の撤退のための事業売却が進む。その一方で、攻勢に出られる企業にとっては、優良な事業や資産をより経済的に獲得できる機会でもある。この機を捉える企業こそが、次世代の勝者となりうる。

これまで日本では、M&Aを仕掛けてきたのは、投資銀行などの専門家であることが多く、事業会社は受動的なスタンスであった。しかし今後は、自らの生き残りや持続的な成長を実現するために、事業会社はより能動的にM&Aに取り組み、その主導権を握るべきである。

事業ポートフォリオ強化や事業戦略実現のために、

買収候補になる事業を事前にリストアップしておき、取引の機会が訪れたときに、速やかに適切な意思決定を行う必要がある。そのためには、「M&Aガバナンス」の構築が求められる。ターゲット探索から取引後の経営統合まで、M&Aのライフサイクル全体に亘って、自社のM&A推進機能が、外部の専門家をうまく活用しながら、事業部門を支援する。そのための人材は勿論、権限体系、プロセス、検討フレームワーク、意思決定基準が定義され、仕組みとして運用されていること。これを「M&Aガバナンス」と呼んでいる。

2. グローバルPMIへの再挑戦：3ヶ月で統合を。

最近の円高が日本企業にとって対外投資に有利な状況を作り出しており、実際に多くの企業が外国企業の買収に乗り出している。

ただし周知の通り、単に資本取引を行うだけで価値が創出されることはない。価値創出のためには、買収した事業に影響力を行使して、自社の求める戦略的方向性に向けて事業を変革していくといった、より統合度の高いPMIが求められる。

周知の通り、過去における日本企業による外国企業の買収事例では、「PMIに成功した」と社内外ともに認められる事例は少ない。海を越えての親子関係にすぎない統合を超え、機能統合のみならず、組織的にも融和するには、実際、そのハードルは高いことを忘れてはならない。

PMIという考えは定着したが、その前提として、あらゆる組織の底辺には感情が流れているという着眼が必要である。統合の現場は、まさに両陣営の「綱引き」と言えるが、この「感情」こそが成功に向けての梃子となろう。

組織の感情をひとつにする最大の成功要因は、「顧客価値」の追求であり、さらなる成功要因はスピードにある。時間を味方につけ、短期決戦ならではの発想の転換を図ることが、成功するグローバルPMIの要諦となる。

繰り返すが、今回の金融危機は、日本企業にとってはグローバルでの成長を実現するための好機でもある。M&Aはそのための重要な手段である。IBCSは、日本企業のM&A成功に貢献する、革新的かつ実直なパートナーになることを心がけていく。

株式会社KPMG FAS

コーポレートファイナンス

シニアマネージャー 森谷 健

I. 2008年の総括

1. 弊社2008年実績：50件程度（対外公表案件のみ）。

（注）上記実績には、買収、合併、資本参加他の形態が含まれる。

2. 2008年度の前半は、米国におけるサブプライム問題の余波でファイナンスが厳しくなったプライベートエクイティファンドを中心とするフィナンシャル・バイヤーがその動きを鈍らせたこと（昨年までのMBOブームの様相は一服した感がある）、一方で業界での生き残りを掛けたストラテジックバイヤーによるM&Aの動きは国内取引・クロスボーダー取引ともに引き続き堅調であったこと（わが国における代表的な産業である電機業界では大型の再編が繰り返された）が特徴であった。また、年度の後半では、いわゆるリーマンショック以降では各企業が資金繰りを優先する姿勢が顕著となりM&A件数が大幅に減少したが、世界全体で見れば比較的体力に余裕のあるわが国の金融機関による大型の買収や資本提携が実行されたことが特徴であったと言える。

3. 【業界上位企業による事業再編の主導】

- ・ OMCカードによるセントラルファイナンスとクオークの吸収合併。
- ・ 三菱東京UFJによるアコム子会社化。
- ・ パナソニックによる三洋電機との資本・業務提携。

【手元資金豊富な企業による積極的なIN-OUT取引】

- ・ 武田薬品によるミレニアムファーマシューティカルズ買収。
- ・ 第一三共によるランバクシー買収。
- ・ 三菱東京UFJによるモルガン・スタンレーとの資本提携。

II. 2009年の動向予測

1) ①わが国においてもM&Aが企業経営上の選択肢

としてしっかりと根付いてきた感があり、特定の業界ではなく、様々な業界で活発にM&Aが実行されると予想されるが、世界的な金融危機を発端にして需要の減速が顕著になっている自動車部品関連、電子機器・部品関連、また、国内経済が混迷を呈している中で財務基盤の安定化が求められる地方銀行の動きに注目をしている。

②国内ではより一層の経営効率化を求めた業界再編型のM&Aが進行すると思われる。また、株式市場の低迷傾向はしばらく続くと見られることからM&A手法としては現金による株式取得の手法（TOB等）が選好されると考える。なお、金融市場の混乱が解消するまでには今しばらくの時間が必要と見られることからLBOは少ないと思われる。

- 2) ・自動車業界：米国のピク3の動向次第では世界的な自動車業界の再々編が起ころうと考える。世界全体の景気の冷え込みから販売台数が落ち込んでいるが新興市場における需要は底堅いと見られ、各企業では景気回復後を見据えた事業再編に動くのではないかと予想する。
- ・金融業（銀行、証券、保険）全般：産業の血液である金融業の停滞は世界経済全体の景気後退を長引かせる要因ともなる。先進国では金融業の再生が政治問題ともなっており、新たな金融ビジネスモデルの構築に向けての事業再編の動きが加速すると見られる。

III. 日本のM&Aの課題

日頃感じている問題点としては、M&Aの本質は他社による経営権の取得にあると考えるが、一部の企業経営者の中に依然としてそうしたM&Aの本質に対して心理的な抵抗感が見受けられる点である。また、課題としては、ポストM&Aに向けた取組みの遅れやその失敗から、M&Aの失敗事例が後を絶たない点、更には、M&A関連の法制度に関しては国際化が進行しているが、M&A関連の会計基準に関して国際的な会計基準との収斂が遅れている点である。

デロイトトーマツFAS株式会社

パートナー 柘谷 克悦

ディレクター 谷山 邦彦

I. 2008年の総括

1.

- ①国内；160人、海外；1,000人以上、クロスボーダー取引は当社が中心となって、海外各地に豊富な人材、ネットワークを有するデロイト・トウシュ・トーマツのメンバーファームと連携してM&A業務を推進

する。

②M&Aに関連するフル・ライン・サービスを提供するためにグループ内のM&A関連業務の構築強化、専門家の増員。

- ・戦略、調査、評価、アドバイザー等総合的コンサルティング・サービスの強化、専門家の増員。
- ・セルサイド、バイサイドのM&A取引の支援体制の推進継続。
- ・クロスボーダー取引に関連するサービスの強化。
- ・米国会計基準（SFAS141/142）に関するサービスの強化。
- ・知的財産権に関連するサービス体制の強化とM&A関連業務の発掘。
- ・金融商品の評価サービスの強化。
- ・M&A大型案件に関する戦略、調査、評価等、総合的コンサルティング・サービス。
- ・TOB、MBO対象会社への各種サービス（企業調査、企業評価等）。
- ・グループ再編に伴う統合比率の算定等。
- ・日本企業による米国ベンチャー企業の買収等、IN-OUT取引に伴う企業調査、企業評価をはじめとする各種のアドバイザー・サービス。
- ・エネルギー、医薬品、食品業界等の企業調査および評価。
- ・その他、組織再編、税務戦略に係わるアドバイスなど多数。

以上、2008年に関与した取引件数は150件以上。

2. 上半期：通常M&A案件が堅調に推移、下半期：再生にかかわるM&A案件の増加。

- ・減損関係に関するサービスの増加。
- ・知的財産等の売買取引案件の増加。
- ・優先株関係金融商品の評価サービスの増加。

3. 統合案件が年間を通じ好調であった。下期はリーマンショック以降、再生にかかわるM&A案件の増加している傾向にある。また、円高を背景にイン・アウトのM&A取引が増加してきている。さらに、下期における株安を背景に、自社株買いが活発化したことが特徴的であった。これに伴い、自社株が今後の買収対価として活用されることが見込まれている。

II. 2009年の動向予測

1)

- ①・国内再編：1社独自の技術での限界により、電機業界、自動車、エネルギー等様々な業界で業界を越えた、提携、M&A取引が予想される。
 - ・円高を背景に、食品、医薬等の業界でイン・アウトのM&A取引が引き続き活発となる。
 - ・救済型のTOB、MBO関連案件の増加も予想される。
- ②・一部の買収資金豊富な買い手は別として、自社株買いを通じて取得した株式によるM&A等のスキームを利用した取引形態が増加する。
 - ・定着してきた、分割、事業譲渡等により業界再編が活発となる。
 - ・サブプライム問題の影響により、資金調達がむずかしくなった、海外ファンドによるブランド企業の物色は一段ときびしくなることが予想される。

2) 円高を背景に日本企業による海外企業の合併、買収等のクロスボーダー取引が増大することが予想される中、医薬業界は大手あるいは中堅企業による海外技術や海外販路を求めて、クロスボーダーM&Aが活発化することが予想される。また、化学や食品業界の大手企業による海外技術の買いが引き続き堅調に推移すると見込まれる。さらに、スーパー大手は厳しい国内市場から海外に成長をみだしつつあり、クロスボーダーM&Aが展開されると予想される。

III. 日本のM&Aの課題

会社分割制度の活用により、事業再編が定着化しつつある。また、会社法の施行に伴い、合併対価の軟化等、M&Aのインフラは整備されてきている。

今後とも海外のネットワークを駆使できる総合的なオーガナイズ的役割が重要となってきている。

こうした状況の中、当社ではクライアントのニーズ、市場動向に対応して、海外のネットワークを駆使した総合的M&Aのアドバイザー・サービス（戦略の立案、企業調査、企業評価、スキームのアドバイス等）を提供し、クライアントの意思決定をサポートしていきたい。

マーサー ジャパン株式会社
 グローバルM&Aコンサルティング
 プリンシパル 林 哲也

I. 2008年の総括

1. N/A
2. 年前半は、Multipleの高騰、案件不足等、2007年の流れが続いた。その間、コーポレートを主体とするストラテジックバイヤーのIN-OUT案件が増加し、クロスボーダーディールの増加基調が目立った。年後半は、米国サブプライムローン問題に端を発した信用収縮、リーマンショックに代表される金融危機は、バイアウトの資金調達にも大きく影響し、国内での大型案件は少なかったと思料する。

2008年度の国内のM&Aの特徴は、「コーポレートの合従連衡とグループ再編、そしてクロスボーダー取引の活発化」であると評価している。フィナンシャル・バイヤーの投資活動は2006、2007年と比してやや鈍化傾向と感じられ、ポートフォリオカンパニーの事業再構築、収益構造の改善等に力を入れていたのではないかとと思われる。

3. 大型のクロスボーダー取引として、野村によるリーマン買収が注目された。この10年来、国内金融機関が相次いで、海外との提携の動きを活発化させる中、独立を保っていた野村が機を逃さず、グローバル基盤を手中に収めた格好だ。市場価値が高く、もともと流動性の高い外資系金融機関のプロフェッショナルをどのようにリテインし、シナジーを最大化させるか、組織・人事的な視点でみた野村の取り組みには引き続き注目していきたい。

II. 2009年の動向予測

- 1)
 - ①2008年は、食品、小売（百貨店・コンビニエンスストア）、携帯電話販売等、「川下」に位置する業界では、合従連衡・グループ再編が目立った。2009年においても、金融危機や雇用不安が、消費動向に影響

を及ぼすと仮定すれば、人口減少傾向と国内市場の収縮傾向の影響を受けるB to Cをビジネスモデルとする業界では、今後こうした再編傾向が続くのではないかと。

- ②前項①で述べたように、合従連衡やグループ再編に伴うスケールメリットと効率化の追求傾向が続くと思われる。100%買収だけでなく、事業譲渡や会社分割による機能移転の形態も増えてくるのではないかと。ストラクチャーについては、税制面、会計面、ビジネス面、法務面等、様々な角度から検討を重ね、様々なバリエーションの中から最も適した形態・手法が採択されると思料する。
- 2) IN-OUTの視点で見れば、ビジネスモデルとして海外収益比率を高める戦略がはっきりしている企業であれば、投資機会を継続追求していくと思われる。米国長期金利は量的緩和策を反映しつつ低下傾向にあり、為替も現在の水準が当面続くとするれば、IN-OUTとしては追い風だろう。国内の景気動向を見据えながらの慎重な投資判断が求められる年になるであろうが、化学品等の製造業、アパレル（ブランド）、資源等の分野で、クロスボーダーディールが活発化するのではないかと。

III. 日本のM&Aの課題

- ・クロスボーダーディールにおいても、国内のM&Aにおいても、クロージング後の事業のスムーズな継続、シナジー創出のために、組織や人材マネジメント面での準備が一層重要になっていると考えている。
- ・M&A後の事業戦略の視点、コストコントロールの視点、労働者保護の視点、様々な視点から、新しい人材マネジメントの仕組みを検討・準備する姿勢が重要であろう。クロスボーダーディールにおいては、国内だけでなく、海外オフィスも含めた全社的なグローバル人材マネジメントの仕組みを整えることが、重要な成功要因となると思われ、かつ、今後日本企業が取り組むべき重要課題であると考えている。

マッキンゼー・アンド・カンパニー
 ディレクター 本田 桂子

マッキンゼーでは、戦略的な買い手・売り手およびプライベートエクイティファンドの皆様の買収の是非の検討、M&A時のアドバイザー、買収後の経営支

援を行っている。また、企業の特定事業の売却の検討、売却時のアドバイザーにも従事した。コーポレートファイナンスグループと各産業グループからチームを混成で編成し、クライアント企業をご支援申し上げている。

2008年は、資本市場が大きく揺れた。9月以降流動

性が極端になくなり、買収ファイナンスもつきにくくなった。レバレッジが効きにくいなかで、プライベートエクイティの活動レベルも低くなった。加えて、円高の進行と株式市場の低迷もあり、資金的に課題を抱えない企業は、課題の多かった2008年を“契機”と捉え、成長・グローバル化のための買収、それも大胆なものを行った。クロスボーダーM&Aの金額が大変大きくなったのは、これを端的にあらわしている。また、年末近くになり、事業再生案件が増加した。

2009年は、資本市場も多くの企業も引き続き“非常時”の状態にある。事業再生が継続してテーマとなるのに加え、企業、業界レベルのグローバルレベルの再

生・再編があるのではないか。中国、インド、中東と中長期で見れば、大きな成長が見込まれる市場も多い。日本企業にはバランスシートが堅固なところも多い。中長期的には資金流動性が十二分にある時期が続く中で、バランスシートの強さを活用できる時期は少ない。これをうまく事業のチャンスとし、海外までを視野にいった買収を検討すべきではないか。

M&Aアドバイザー界も裾野がひろがってきていると思う。今後量的にも質的にも拡大する日本企業関連のM&Aで“半歩先”のアドバイスをマッキンゼーとして、心がけていきたい。

M&A専門ブティック・投資ファンド

オリックスM&Aソリューションズ株式会社
取締役社長 原口 直道

I. 2008年の総括

1. 買収/売却：11件。
2. 2008年のわが国のM&Aマーケットは、サブプライムローン問題に端を発する金融危機の深刻化、資源価格の高騰と急落、円高・ドル安等の混迷する世界経済、そしてその世界経済に引きずられるように好況から不況へと急速な景気局面の変化が進んだ日本経済の影響をもろに受けた1年であった。その象徴として、前半においては、日本企業が海外に収益基盤をシフトすべく戦略構築した結果を受けてのIN-OUTクロスボーダー案件の増加、後半においては、信用補完や投資回収（キャッシュ化）を目的とした案件の増加が印象深い。一方、敵対的買収に関する攻防が複数発生したことも注目値する。ライブドアによるニッポン放送の買収に関する攻防が「劇場型」と表現されたとおり、敵対的買収案件はリアルタイムで買収攻防を公開することが要求されることとなり、結果として、M&Aマーケットにおける今後のスタンダードを形成する一助になるという副次的効果をもたらす。次項の「注目される取引あるいは取引形態」に挙げたdealは、TVという媒体に取り上げられることこそ少なかったものの、2006年の王子製紙による北越製紙の敵対的買収（失敗）、2007年のスティールパートナーズによるブルドックソースの敵対的買収（失敗）等に続く「劇場

型」のdealであり、今後の実務スタンダードの形成に有意なdealであったと料する。

3. ①原弘産による日本ハウズイングの買収に関する攻防。
 - ②イオンとアインファーマシーズによるCFSコーポレーションの争奪戦。
 - ③日本電産による東洋電機製造の買収に関する攻防。
 - ④シャルレ創業家によるMBOの失敗。
- ①～③については企業価値や買収の是非を巡る相互の主張を公開の下ぶつけ合っており、その攻防は見応えがあった。また、日本電産が初めて敵対的買収を仕掛けた③は、失敗に終わったものの、王子製紙—北越製紙で幕を開けた敵対的買収を辞さないM&Aの新時代が更に進んだことを示すdealであり、企業価値を巡る買収攻防がこの先まだまだ増加していくことを示している。
- ④は利益相反行為の指摘により失敗に終わったMBO案件。MBOの抱える利益相反問題は従来より指摘される場所であったが、本案件ほど明確に利益相反行為が白日のもとにさらされ、結果としてブレイクまで追い込まれたdealは初めてであろう。M&A実務者にとって、他山の石として、今後MBO案件を手掛けるたびに脳裏に浮かぶdealと思われる。

II. 2009年の動向予測

- 1) ①化学、アパレル、流通、不動産周辺業界。

②景気は現在のような混迷した状態が当面継続すると思われる、上場企業経営者に対して、業績向上のための具体的な戦略の構築と実施が求められるのは必至である。2009年は2008年（特に下期）のトレンドを色濃くした1年となり、信用補完を目的とした買収・資本提携や子会社の見直し（売却）は今後も多発すると思われる。また、株式市場が低迷する中、企業価値に議論の焦点が当てられた買収攻防が増加するとともに、監査の厳格化、内部統制対応等による上場維持コストの上昇という個別的な要因も相俟

って低PBRのオーナー企業におけるMBOも多発するであろう。

2) 機械、電機、化学。

Ⅲ. 日本のM&Aの課題

景気の急速な悪化と金融市場の収縮により、将来の利益のためにリスクを取って投資を行うという企業本来の活動が制約を受けている。他産業同様、現在の経済環境の改善が、M&Aマーケットにおいても求められていることは言わずもがなであろう。

株式会社カチタス

代表取締役社長 平井 宏治

アリーファーマーズ買収など国内市場の縮小を見越し海外展開をM&Aで加速する動きが活発だった。

I. 2008年の総括

1. 2008年の成約実績は5件。

- ・取引種類別の分類は、経営権の移動を伴う株式取得2件、第三者割当増資により三分の一超の株式を取得したもの1件、事業譲受1件、民事再生会社の減増資案件1件。
- ・上場・非上場の区分では、上場会社が関連するM&Aが4件。非上場会社同士のM&Aが1件。
- ・地域別では、IN-INが5件。クロスボーダーは0件。

3. 1994年から2006年まで増加が続いたM&A件数が2006年にピークを迎え2007年に初めて減少したが、2008年はこの減少傾向がはっきりと出たと思う。PEファンドを代表とする“企業を投機対象”として買収するものについては、サブプライム問題以降、リスクマネーの供給が減少し、PEファンドの資金調達に影響を与えたため件数が激減し、これが2008年のM&A件数を減少させたひとつの原因となった。一方、事業会社が行う国内M&Aでは、次の成長を睨んだ業界再編が起きた。石油業界では新日本石油と新日鉱ホールディングスが経営統合。電機業界では、パナソニックによる三洋電機の買収合意。人材派遣業界ではテンプスタッフとピープルスタッフが経営統合。食品業界では、明治乳業と明治製菓との経営統合などが代表例である。9月以降は、実体経済の急激な悪化の影響を受け、事業会社もM&Aに対し慎重になっている。クロスボーダーでは、武田薬品工業によるミレニアム・ファーマシューティカルの買収、第一三共によるランバクシー・ラボラトリーの買収、キリンホールディングスによるデ

Ⅱ. 2009年の動向予測

1)

①/②全般の予想であるが、2009年も2008年後半に引き続いて厳しい経済状況が続くと想定するならば、M&A件数全体は、この数年間のように増加を続けるとは考えられにくい。特にM&A総額が2008年と比較しても減少する可能性が高いと考えられる。

次に、2009年にM&Aが活発になると予想される業界であるが、2009年は、アメリカの景気悪化と円高により、輸出関連産業の代表である自動車業界（部品メーカーも含む）での再編が不可避となり、M&Aを通じた産業構造の効率化が進むと考えられる。わが国の自動車業界は、GMやフォードの製造する車と代替的な関係にある大衆車を中心とした製品構成をとっているため、2008年秋以降のアメリカ経済悪化と急激な円高という産業ショックが生じたため、M&Aによる過剰設備と過剰雇用の解決などの効率化が行われなければ、競争優位を確保することが難しくなるだろう。しかし、日本の自動車業界で従来の系列取引を崩してまで再編が行われるかは、現実的に難しい部分もある問題なので、同じ自動車メーカー系列内での部品メーカー再編が主体になると予想する。また、2008年に引き続き2009年も景気低迷に伴う国内市場の販売不振が原因となり、流通を始めとする国内関連産業でも引き続き一段の再編が加速すると予想する。

2009年に増えるM&A（目的・形態・手法等）であるが、2009年の経済状況が厳しいならば、ディストレス型M&Aが増加し産業構造が効率化される。このため、日本産業パートナーズによる新ファンド

設立等の動きも出ている。しかし2000年代前半に行われたメガバンクの不良債権処理の経験を通じ、ファンドの実態が知られるようになった事が前回の企業再生ブーム時とは違う点である。即ち、日本企業間でも“スポンサー企業から経営破綻した企業へその経営ノウハウを入れることにより企業再生する能力があるかどうか”が重要であることが知られる様になり、売り手企業の意思決定にも影響を与えると思う。

2) 2009年のIN-OUTは、景気後退の影響を受け、日本企業内で以下の傾向が強まるため楽観的に見て“横ばい”であり、恐らく企業戦略上どうしても必要なものに厳選されるため金額・件数ともに減少すると予想する。1) 日本企業の間で、海外との買収交渉ではマイナスの情報が出にくい点に注意を要することが知られる様になったこと。また、新興国の企業買収では、労働法違反のほか、贈賄などで摘発されるリスクを見極める必要性も高いことが認識される様になったこと。2) 世界的に実体経済が悪化する下で、IN-OUTを実行すれば、被買収企業が連結会計に組み込まれる結果、買い手側企業の連結会計を悪化させ企業価値を毀損するとの認識が強まること。3) 言語、文化、雇用慣習、法律制度が異なる海外で買収した企業を立て直すためのノウハウがなければ、景気後退で経営状況が悪化した海外の被買収企業を立て直すことが難しいこと。これらの理由で、金融危機とも相まって日本企業内で新たな海外企業買収に対する慎重論が強まると想定される。一部に「危機はチャンス」と煽る報道もあるが、一方でM&Aに失敗すれば買い手企業に地獄が待っていることは明らかである。企業買収は資金さえあれば誰でも出来るが、被買収企業の企業価値を上げM&Aを成功させることは別問題。このため、IN-OUTもIN-IN同様に企業戦略上どうしても必要なものに厳選されると予想する。

一方、OUT-INは、資金はあるが技術やノウハウのない国にある企業もしくはその様な国の政府系ファンドが優れた技術力やノウハウを持つ日本企業を買収して、その技術やノウハウを自国へ移転する動きが、敵対的買収も含めて起きることが予想される。このタイプの企業買収では、技術狙いのため、技術やノウハウの移転後に、日本法人を清算してしまう様な例も実際に起きており、売り手である日本企業は売却の意思決定に際し留意する必要がある。

Ⅲ. 日本のM&Aの課題

2008年の本企画で述べた様に、M&A件数は1994年から2006年まで増加を続けたが、日本のM&Aは2006年にピークを迎えた。世界的な金融危機と実体経済の悪化に直面する状況で、M&Aを活用して競合他社数を減らすという方法は、限られた市場の中で激しい競争に生き残るためには、即効性のある有効な手法である。

また、企業買収を行う動機が、1) 自社の経営戦略に沿ってM&Aを行い相乗効果の実現で企業価値向上を目的とするものと 2) 企業を投機目的で買収し買収した企業の内部留保等といった富の移転を目的とするものに分かれることも知られる様になった。後者は投機対象がたまたま企業になっただけであり、これをM&Aと呼ぶのが妥当か疑問に感じている。前者では、M&Aの取引価格を決める際に、シナジー効果やコスト削減効果などM&Aがもたらす利益を具体的な金額に換算して、“いくらまで支払うべき”なのかを見極め合理的な判断を下せる経営者が少なく、取引成立を優先させ、適切な取引金額を助言できる業者も少ない。

一方、中堅・中小企業間でのM&Aの現場では、仲介(双方代理)の横行や仲介のもたらず弊害がまだ残っており、M&A後の経営を真剣に検討するよりも、仲介業者によって“買う事”が目的化したものもかなり実在する。最近では、景気後退と資金繰り悪化を逆手に取り、中堅・中小企業へ“生き残るためのM&A”を勧めるものもあるが、大企業と比べて経営資源が豊かとは言えない中堅・中小企業がM&Aに失敗する事は企業の存亡にかかわりかねないことである。2009年の経済状況が厳しいと想定するなら、中堅・中小企業の経営者は、M&Aクロージング後に全てのリスクを取るのとは、“仲介者”ではなく“買い手”であることを忘れないことが重要である。特に、“仲介”と称する双方代理行為は、売り手側・買い手側のそれぞれにとって最適な助言をせず、M&Aの成立を目的とする行為であるので、中堅・中小企業経営者には、仲介行為を認めないことを勧める。実際に、金融機関の仲介行為により企業価値評価で不利を受けたとしてこの金融機関へ訴訟も起きている。また、余程M&A後の経営に自信が持てる案件以外は、“見送ること”が賢明である。

最後に、“もの言う株主ファンド”の正体が明らかになってきたと感じる。彼らは株主として企業価値向上にモノ申すとされているが、実際の行動と結果を観

察すると、“余剰資金が豊富で負債比率が低く安定株主が少ない企業”の株式を取得し、企業価値の向上に寄与せず、対象会社の内部留保等を株主の立場を利用して配当などの手段で“富の移転”を実現し、ファン

ド出資者に短期間で高利回りの配当を実現するのが実態ではないかと感じる。わが国の企業間にもこのような実態が明らかになってきていると思う。

GCAサヴィアン株式会社

代表取締役 中村 正吾

I. 2008年の総括

1. 2008年の実績は下表の通り。

2.

(1) わが国において過去5年間でM&A関連の法整備・ルール整備が順調に進み、企業業績も概ね順調に推移する中でM&Aは本格的に経営手法のひとつとして認知・実践されてきた。

(2) 残念ながらサブプライムローン問題はわが国にも多大な影響をもたらし、一部では円高効果等もありIN-OUTクロスボーダー案件の絶好のチャンス到来という側面もあるが、それ以上に実体経済の悪化により海外展開を含む事業計画の見直し等でM&Aも延期や中止が起きている。

(3) M&Aの内容を検証した場合にいくつかの傾向に分類される。

①売り手…海外ファンド、対象…海外メーカー、買い手…手元資金豊富な日本メーカー。

②親子上場の解消にともなう株式交換あるいは売却。

③業界再編のなかでの合従連衡。

④株式市場が軟調になる中で中小優良企業によるMBO。

⑤急速な資金繰り悪化にともなう再生案件。

(4) 上記①～⑤はわが国においても過去からあったM&A分類ではあるが法・ルール整備が進み株主の発言力が強まる中でいずれも難易度は飛躍的に上がっておりM&Aファーム活用の頻度は高まっていると思われる。

3.

(1) クロスボーダー

・武田薬品工業によるミレニアム・ファーマシューティカルズ（米国）の買収。

・東京海上ホールディングスによるフィラデルフィア（米国）の買収。

・第一三共によるランバクシー・ラボラトリーズ（印度）の買収。

・キリンホールディングスによるデアリーファーマーズ（豪州）の買収。

(2) 国内

・ケンウッドと日本ビクターの経営統合。

・パナソニックによる三洋電機の買収。

・高島屋とH2Oの経営統合。

・新日本石油と新日鉱ホールディングスの経営統合。

II. 2009年の動向予測

1)

①・2008年同様に業界業種を問わずに広く対象となると思われる。

・しかし、資金力、与信力のある企業でないとは積極的方針は取られにくい可能性はある。

②・経済不況に対応するため合理化目的で行われる経営統合あるいは救済的買収等。

・資金繰り逼迫等を理由とした再生案件。

・株式市場が軟調となるなかでの中小優良企業によるMBO。

2) 2008年に引き続きファンドによる売却は続きそれを事業会社が買収するという構図は変わらないと思われる。業種は製造業中心。

2008年の実績概要

	譲渡企業/資産買収内容	譲受企業
2008年12月 完了	IAC IACが保有する30%のジュピターショップチャンネルの持分の住友商事宛て売却（IACへのアドバイザリー）	住友商事株式会社
2008年11月 進行中	テクモ株式会社 テクモ株式会社と株式会社コーエーの共同株式移転による経営統合（テクモへのアドバイザリー）	株式会社コーエー
2008年11月 完了	Foveon, Inc. 株式会社シグマへのFoveon, Inc. 売却（Foveon, Inc.へのアドバイザリー）	株式会社シグマ
2008年10月 完了	日本ビクター株式会社 株式会社ケンウッドと日本ビクター株式会社の共同株式移転による完全経営統合（ケンウッドへのアドバイザリー）	株式会社ケンウッド

2008年10月 完了	シュナイダー・エレクトロニク 富士電機機器制御株式会社による仏シュナイダー社との間のジョイントベンチャー設立（富士電機機器制御へのアドバイザー）	富士電機機器制御株式会社
2008年10月 完了	株式会社ミヤノ シチズンホールディングス株式会社による株式会社ミヤノの普通株式の公開買付け（株式会社ミヤノへのアドバイザー）	シチズンホールディングス株式会社
2008年10月 完了	Ikon Office Solutions, Inc. 株式会社リコーによるIKON Office Solutions, Inc.の買収（株式会社リコーへのアドバイザー）	株式会社リコー
2008年10月 進行中	アルフレッサ ホールディングス株式会社 アルフレッサ ホールディングス株式会社と株式会社メディセオ・バルタックホールディングスの合併に関する基本合意締結（アルフレッサホールディングスへのアドバイザー）	
2008年9月 進行中	ゼネラル株式会社 ゼネラル株式会社経営陣によるMBO/非公開化（株式会社ゼネラルの経営陣へのアドバイザー）	
2008年8月 完了	Credence Systems Europe GmbH 株式会社アドバンテストの子会社であるAdvantest Europe GmbHによる車載用半導体のテスター製造会社Credence Systems Europe GmbHの買収（アドバンテストへのアドバイザー）	株式会社アドバンテスト
2008年8月 完了	XenoTech LLC. 積水化学工業株式会社によるXenoTech, L.L.C.の買収（積水化学へのアドバイザー）	積水化学工業株式会社
2008年8月 完了	日本板硝子株式会社 日本板硝子株式会社による株式会社ジーニクのオプテックス株式会社への売却（日本板硝子株式会社へのアドバイザー）	オプテックス株式会社
2008年7月 完了	株式会社日立モバイル 株式会社日立モバイルによるモバイル機器販売事業のアイ・ティール・シーネットワーク株式会社への売却（日立モバイルへのアドバイザー）	アイ・ティール・シーネットワーク株式会社
2008年7月 完了	CHOYA 株式会社 日清紡績株式会社による株式交換を通じたCHOYA株式会社の完全子会社化（CHOYAへのアドバイザー）	日清紡績株式会社
2008年7月 完了	ニイウスコー株式会社 ラックホールディングス株式会社によるニイウスコー株式会社及びニイウス株式会社のディーラー事業の事業譲受（ラックホールディングスへのアドバイザー）	ラックホールディングス株式会社
2008年7月 完了	日本たばこ産業株式会社 日本たばこ産業株式会社による食品事業の株式会社加ト吉への事業譲渡（日本たばこ産業へのアドバイザー）	株式会社加ト吉
2008年6月 完了	SDC Technologies, Inc. 三井化学株式会社によるSDC Technologies, Inc.（米国）の買収（三井化学へのアドバイザー）	三井化学株式会社
2008年6月 完了	株式会社加ト吉 日本たばこ産業株式会社による公開買付けを伴う株式会社加ト吉の完全子会社化（日本たばこ産業へのアドバイザー）	日本たばこ産業株式会社
2008年6月 完了	エルミック・ウェスコム株式会社 株式会社図研によるエルミック・ウェスコム株式会社の株式取得（図研へのアドバイザー）	株式会社図研
2008年6月 完了	ユニオン・メディカル株式会社 株式会社エルクコーポレーションによるユニオン・メディカル株式会社の完全子会社化（エルクコーポレーションへのアドバイザー）	株式会社エルクコーポレーション
2008年6月 進行中	エネサーブ株式会社 大和ハウス工業株式会社によるエネサーブ株式会社の完全子会社化取引（株式公開買付け・エネサーブ株式会社へのアドバイザー）	大和ハウス工業株式会社
2008年5月 完了	ニイウス コー株式会社 ニイウス コー株式会社による株式会社金融エンジニアリング・グループ全株式の新日鉄ソリューションズ株式会社への売却（ニイウス コーへのアドバイザー）	新日鉄ソリューションズ株式会社
2008年4月 完了	シャープ株式会社 シャープ株式会社によるシャープファイナンス株式会社の株式の一部の芙蓉総合リース株式会社への売却（シャープへのアドバイザー）	芙蓉総合リース株式会社
2008年4月 進行中	株式会社紀文フードケミファ キッコーマン株式会社による株式交換を通じた株式会社紀文フードケミファの完全子会社化（紀文フードケミファへのアドバイザー）	キッコーマン株式会社
2008年3月 完了	アポロメディカルホールディングス株式会社 アルフレッサホールディングス株式会社によるアポロメディカルホールディングス株式会社の子会社化（アルフレッサホールディングスへのアドバイザー）	アルフレッサホールディングス株式会社
2008年3月 完了	株式会社東急ストア 東京急行電鉄による株式交換を通じた東急ストアの完全子会社化（東急ストアへのアドバイザー）	東京急行電鉄株式会社
2008年3月 完了	ビオフェルミン製薬株式会社 大正製薬株式会社によるビオフェルミン製薬株式会社の株式公開買付け（ビオフェルミン製薬へのアドバイザー）	大正製薬株式会社
2008年2月 完了	Hauzer Techno Coating B.V. 株式会社IHIによるハウザーテクノコーティングBV（オランダ）の買収（IHIへのアドバイザー）	株式会社IHI
2008年2月 完了	新和光商事株式会社 新和光商事株式会社における寿司、カラオケ、フランチャイズ事業のバレス・キャピタル株式会社等への売却（新和光商事へのアドバイザー）	バレス・キャピタル株式会社
2008年1月 完了	エターナルエンタープライズ株式会社 エターナルエンタープライズ株式会社による株式会社フォリフォリジャパン株式のFolliFollieS.A.への売却（エターナルエンタープライズへのアドバイザー）	Folli Follie S.A.
2008年1月 完了	Demag Ergotech GmbH & Van Dorn Demag Corp. 住友重機械工業株式会社によるデマーク・エルゴテック社（ドイツ）及びバン・ドーン・デマーク社（米国）の買収（住友重機械工業へのアドバイザー）	住友重機械工業株式会社
2008年1月 完了	伊藤忠商事株式会社 伊藤忠商事株式会社によるトミーヒルフィガージャパン株式の売却（伊藤忠商事へのアドバイザー）	Tommy Hilfiger Corp.

TOKYO企業情報株式会社
代表取締役社長 古川 英一

I. 2008年の総括

1. ・買収（売却）8件、部門買収（売却）2件、合併1件、資本参加1件、その他5件の計17件。
・製造業から小売・サービス業、金融まで幅広い業種の案件をカバーしている。
2. ・日本のM&A市場（IN-IN）が踊り場に：
金融危機により世界規模で実体経済に悪影響が出だした2008年の日本のM&A市場は、92年以来16年ぶりに市場拡大に急ブレーキがかかった年となった。
・クロスボーダー（IN-OUT）案件の増加：
世界的な株安と円高を背景に素材や飲料業界などで大型のクロスボーダー案件が目立った。相対的に財務が安定している日本企業が、出遅れた海外戦略を積極化してきている。
3. ・業界地図を塗り替える大規模な水平型M&A：
石油業界での新日本石油（1位）と新日鉱ホールディングス（6位）、家電・電機業界ではパナソニック（2位）と三洋電機（12位）、医薬品卸業界でのメディセオ・パルタックスホールディングス（1位）とアルフレッサホールディングス（2位）の統合などにより、日本の業界秩序に大きな変動をもたらした。
また、三菱レイヨン（世界4位）によるルーサイト・インターナショナル（世界1位）の買収により、アクリル樹脂原料分野で世界トップシェアになるなど、ダイナミックなM&Aが見られた。

II. 2009年の動向予測

1)

日本みらいキャピタル株式会社
パートナー 増田 康裕

I. 2008年の総括

1. Exit：なし、新規投資：なし。
2. サブプライム危機に端を発した信用収縮が、従来のようなレバレッジを活用したM&A案件の減少や案件サイズの小型化をもたらした。
その一方で、円高の影響等もあり、世界的な景気

- ① (1) IT（ソフト・情報）、(2) サービス、(3) 資本財（電機、機械等）。
- ② ・民事再生法等の法的手法を使った救済型M&A案件。
・資本増強のためのPIPEs 案件。
・株価低迷下のMBOによるゴーイングプライベート案件。
- 2) (i) 素材、(ii) 食品、(iii) 医薬。

III. 日本のM&Aの課題

今年は、近年、成長産業と目されていた投資銀行業務というビジネスに、突如終止符が打たれ、代表的な投資銀行等が、商業銀行へ転じた年となった。自らのバランスシートで行なう投資業務がいつのまにか投資銀行業務の中核ビジネスとなり、顧客向けアドバイスという伝統的な業務が忘れ去られていたと感じる。

高レバレッジを利用した投資はプレーヤーの報酬体系とも連動して短期志向となり、長期的なリレーションに基づく顧客向け助言とは利益相反していた状態だったと思う。また、アドバイザーが顧客の相手側の株主であったり、債権者の立場でありながら株主利益の最大化のアドバイスをしたりするなど、明らかに利益相反が起きているケースがこれまで多く見られた。

M&Aアドバイザー業務には公平性と中立性が不可欠であり、アドバイス内容に自身のステークホルダーとしての利害があっては忠実義務を果たすことは出来ない。M&Aアドバイザーの利益相反を語る時、仲介か片側かという議論があるが、本質的には顧客との利害関係が一切ない状況において、顧客利益の最大化を追求できるものである。株式市場が低迷し、投資銀行業務が崩壊した今、シンプルだがトラディショナルな助言ビジネスの質を上げ、マーケットや株主から信頼されるM&A市場の発展に寄与して行きたいと考える。

後退局面においても比較的財務体質が良好な日本企業によるIN-OUT案件は堅調であった。

3. 金融危機に関連した、日系金融機関による外資系金融機関へのM&A（MUFGによるMorgan Stanleyへの資本参加や、野村ホールディングスによるLehman Brothersからの事業譲渡など）。

II. 2009年の動向予測

1)

- ①流通・小売、食品・外食などのサービス業に注目している。
- ②2008年にも多く見られた、抜本的な経営改革を実行するためのTOB/MBOによる非公開化や、ノンコア事業・部門の切り出し、グループ再編や事業承継といった案件形態は2009年も引き続き活発になろう。

フロンティア・マネジメント株式会社
 プロフェッショナル・サービス部
 ファイナンシャル・アドバイザー・グループ
 ファイナンシャル・アドバイザー・グループ統括
 執行役員 森山 保

I. 2008年の総括

1. トムソン・ロイターによる公表案件ベースで31件。その他に、非公表案件がいくつか存在する。
2. 国内経済の成熟化に伴い、内需主導型業界の大型の経営統合が引き続き、複数発生した。

具体例としては、高島屋とエイチ・ツー・オーリテイリング（阪急百貨店と阪神百貨店の持株会社）の経営統合を視野に入れた資本業務提携、明治製菓と明治乳業の経営統合が挙げられる。

また、パナソニックによる三洋電機の買収や、日系の医薬品企業や食品企業による海外企業の買収など、資金力のある国内企業による大型のM&A案件が多く見られた。その他に、ファンドが関与せず、純粋にマネジメントメンバーのみによる非公開化MBOが多数発生した。軟調な株式市場、上場維持に係る費用の上昇を鑑みたうえで、経営陣が上場によるメリットを享受しがたいと判断し、非公開化を決断したと考えられる。

3. 企業が、自社の強み・弱みを冷静に見極めたうえで、双方の株式価値最大化を企図して、事前に対象会社との同意を取得せずに、あくまで友好的に公開買付を提案するケースが目立った。具体例としては、スクウェア・エニックス・ホールディングスによるテクモに対する公開買付の提案、日本電産による東洋電機製造に対する株式公開買付けの提案が挙げられる。企業がM&Aを戦略的に重要な施策として認識しており、積極的にM&Aを検討している証左であると考えられる。一方で、これらの提案による買収はいずれも成立しておらず、株式価値に基づいた

- 2) グローバルの金融業界では企業間の体力格差が一層顕著になり、2009年はIN-OUT、OUT-IN共にM&Aを通じた再編が更に活発になるのではないかと。また、不動産業界では経営不振に陥った企業（REIT含む）に対するOUT-IN案件の増加も予想される。

M&Aがまだ十分に浸透していないとも考えられる。

II. 2009年の動向予測

1)

- ①業界におけるプレーヤーが多数存在し、集約が進んでいないあらゆる分野においてM&Aが活発に行われると予想される。例えば、地銀、ITサービス、小売、食品において、再編が進むと考えられる。

また、株価が割安となった中規模の各種製造業において、合従連衡の動きやファンドによる買収案件も活発化するのではないかと考えられる。

- ②私的整理や法的整理などにより有利子負債の削減を進めたうえで再生型M&Aが活発化すると考えられる。2008年度は不動産不況により建設・不動産業界において法的整理が多数発生したが、買い手不在等の理由により再生型M&Aはあまり生じなかった。2009年度は、建設・不動産業界以外においても私的整理や法的整理が生じ、事業存続のための再生型M&Aが一定程度発生すると予想する。

- 2) 国内は大手であっても、グローバルでは相対的に規模が小さい企業が多い業界（食品、医薬品、資源関連等）は、海外に活路を見出すクロスボーダーM&Aが活発になると予想される。

III. 日本のM&Aの課題

- ・監査法人や法律事務所において寡占化が進んでおり、経験豊富な会計士や弁護士を起用することが難しい場合が散見される。
- ・監査・融資の関係や、仲介等のコンフリクト（利益相反）の問題が依然として残っている。これらの問題を解決するにあたって必要な、優れたアドバイザ能力を備えた独立系M&Aアドバイザリーファームが十分に育っていないことが課題として考えられる。

リンカーン・インターナショナル株式会社
 マネージング・ディレクター・
 代表取締役社長 藤井 徹也
 ディレクター 藤澤 秀行

I. 2008年の総括

1. 米国三井物産によるハニバル社（米国）のマネジメントへの売却
2. ・大企業（事業会社、金融機関）による大型IN-OUT買収が活発化した：
 大企業の取締役会において勇気を持った大型M&Aの意思決定が為されたことは注目に値する。他の大企業に対する波及効果も予想されることから、日本企業によるM&Aの更なる拡大を予感させる。

・フィナンシャル・バイヤーの活動が停滞したことから、事業会社による戦略的M&A主体の年となった：

投資ファンドによる過剰なレバレッジを背景とした割高なバリュエーションが是正されたことで、戦略上必要なターゲットを適正な価格で買収することが可能になっている。資金力を有する大手事業会社にとってはM&Aによる更なる成長機会獲得の好機が到来している。

3. ・三菱UFJフィナンシャル・グループによるモルガン・スタンレーへの出資。
 ・野村證券によるリーマンブラザーズ事業買収。
 ・三菱レイヨンによるルーサイト買収。
 ・新日本石油と新日鉱ホールディングスによる経営統合。

企業戦略・投資活動データベース 「Japan Corporate Watcher」

Japan Corporate Watcherは日本企業、日系海外企業（含む合弁会社）、日本市場に進出する外国企業及び国内外資系企業が行う投資活動や事業戦略行動に関する情報を収集・分析・加工した汎用かつ専門性の高いデータベースです。

こんな特色を持ったデータベースです

①豊富な検索項目が用意されています

○企業の投資・事業戦略活動を18形態で分類、分析、加工／東証1部、2部、店頭、ベンチャーなど広範囲な企業を対象／投資金額、取得株式数、買収金額、新資本金などの数字検索が可能／活動実施場所、活動目的、発表日、企業名、活動内容などの検索が可能です。

②多分野での調査・研究に役立つデータを提供します。

○企業では、経営計画、投資、経理・財務、新事業開発、営業戦略等の各部門における戦略・計画立案に必要な基礎データとして有効です。
 ○大学・研究機関では、企業分析、産業分析、経済政策、金融政策、M&A、国際経済、国際関係等の研究基礎データとして有効です。

③検索・加工が簡単で、ダウンロードも自由です

○提供情報のダウンロードが自由自在／各種のグラフが、ワンタッチで出力可能／出力結果のグラフィック処理、スプレッドシート形式の出力、A4判形式の出力が簡単にできます／検索技術、専門技術のない人でも、ウインドウを見ながら確実に検索できます／一般的に普及している表計算ソフトやワープロソフト等にデータを移せます。

④情報コストの大幅節減を可能にします

○人件費0.5人分の費用で、必要な情報の収集・整理が出来ます／データの分析・加工が自由、簡単なので、資料作成業務が飛躍的に効率化します。

* 毎月末に前月分の入力データ・ディスクを送付し、ユーザーのハードディスクに蓄積します。

制作・販売：(有)マルチラテラル・インベストメント・ディベロップメント・コーポレーション (MIDC)

〒101-0021 東京都千代田区外神田3-16-13 日進ビル9階

Tel.03(5294)1540、Fax.03(5294)1543

E-mail: jcw@midcgroup.com

II. 2009年の動向予測

1)

- ①・世界的な需要減は直接的、間接的に全ての業界に影響を及ぼす見通しであり、国内は業界を問わずM&Aが活発化する。
 - ・特に構造的には必要性が認識されつつも雇用対策が支障となり再編が進んでいなかった業界において統合が進む（化学業界など）。
- ②・企業統合やリストラクチャリングを中心とした守りのM&Aが中心となる。
 - ・より本業への回帰が進む（コア・得意分野における買収⇔ノンコア・不採算事業の売却）。
 - ・キャッシュを伴わない合併、株式交換による再編。
 - ・破綻案件、再生案件。

2) ・食品・飲料業界。

- ・環境関連（含エネルギー）。

III. 日本のM&Aの課題

- ・弊社は欧米拠点売り手アドバイザーを務めるオークション案件で、買い手候補としての日本企業にオークションへの参加を求めるケースが多いが、一部の企業を除いては引き続き秘密保持契約締結の判断に要する時間が欧米企業比で2週間ほど長く、不利に働いている。
- ・日本企業が海外買収を検討する場合、事業内容に基づく絞込みに長時間を要した上に、アプローチの方法が適切でないために接触に至らない、あるいはアプローチした結果売却の可能性が全く無いことが判明する等、非効率なケースが散見される。弊社ドイツ拠点のように地域の同族企業に広くアクセスを持つなどの特徴を持つアドバイザーの活用も検討すべきである。