

## わが国企業のM&Aの動向

吉田 允昭

高橋理事長 大変お待たせいたしました。ただいまから一二月の「資本市場を考える会」講演会を開催したいと思えます。

本日は、御案内いたしましたように、株式会社レコフ代表、吉田允昭氏をお招きいたしまして、「わが国企業のM&Aの動向」ということでお話をしていたたくことしております。

株式会社レコフにつきましては、御承知の方も多いかと思いますが、昭和六二年に吉田代表が設立された会社で、M&Aの仲介業務を専業とする、大変ユニークなビジネスを展開しております。また、M&Aに

関しますデータの収集でありますとか分析でありますとかいうことでも、非常にすぐれた業績を展開しております。

M&Aにつきましては、御承知のように、企業の再生でありますとか、あるいは企業戦略、経営戦略ということで大変注目を浴びておりますときだけに、今日、大変いいタイミングでお話を伺えることだと思っております。

吉田代表につきましては、御承知の方ばかりだと思えますけれども、お手元に略歴を配付してございますので、ご覧いただきたいと思います。

昭和三五年に山一證券に入社されまして、昭和四八年に山一證券の中にM & Aのチームを創設されました。これが吉田代表がM & Aにかかわった最初だと思いますすけれども、四〇年代後半の流通再編に始まり、エレクトロニクス、薬品業界の再編といったM & A案件の多くをこなしておられます。その後、営業企画部長、取締役営業企画部長を経られまして、六一年二月には山一證券の取締役企業開発部長ということと、M & A業務を総括されたと伺っております。六二年に、先ほど申し上げましたように、株式会社レコフ事務所を創設され、その後、レコフインターナショナル、アール・イー・パートナーズなどを設立され、その後、平成二二年にグループ四社を合併いたしました。現在の株式会社レコフを設立されておられます。そのほか、早稲田大学大学院で客員教授といった御活動もされているわけでございます。

それでは吉田さん、どうぞよろしくお願ひします。

## はじめに

御紹介賜りました吉田でございます。

ご紹介の通り、ほかの一つ覚えで、一九七三年から今日まで三〇年余の間、M & Aをやっております。先ほど、理事長から、そんな会社は珍しいけど、何でそこまでやるんだというような御質問をいただいたのですが、おもしろくて仕方がなくて今日に至りましたというのがそのお答えでございます。白地に絵をかける、珍しいビジネス分野の一つであると思っております。なかなかいい絵はかけませんが、まさにマーケットの中で自由奔放にやれるということが最もおもしろいということと、三〇年を費やしてまいりました。

今日は、最近のM & Aの動向についてお話を申

し上げたいと思うわけではありますが、最近は、劇場型 M&A と私は呼んでいるのですが、一部で、株式時価総額を通貨とする買収攻勢がともすると強引に行われております。本来的には、市場経済ですから、M&A 手法によって、マーケットの中で経営者の交代が行われるというのは当たり前なことでもあります。しかし、普通の地道な M&A をやっている大多数の方々にとっては、そうした経営者交代のやり方にはいろいろ異論もありません。そう思うと思っております。

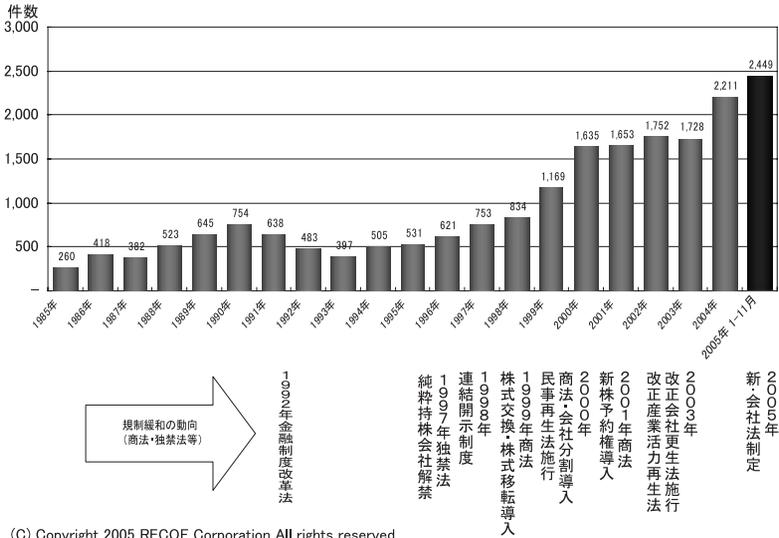
## 一、最近の M&A 件数の動向

さて、図表 1 のグラフでご覧の通り、本年の M&A 件数は一二月までの途中ラップで二四四九件と、史上最高の年間二七〇〇件ペースとなっております。海外の政治・経済情勢に大きな異変は無

いという仮定に立ちますと、恐らく二〇一〇年まで、この傾向は続くであろう。二〇一〇年頃には、ほぼ四五〇〇件。グループ内 M&A の件数を含めた合計では、五五〇〇件程度と見ております。

アメリカは既に高原状態に入っております、年間の件数が一万から一万二〇〇〇件といわれておりますから、ざっくり見ましてアメリカの半分、概ね五五〇〇件あたりのところで日本の M&A 件数はピークアウトし、巡航速度に入る。それが二〇一〇年頃ということであります。その後、資本市場・市場経済が続いていく限り、大体この水準を上下しながら高原状態を続ける。これが爛熟した市場経済における M&A の姿であろうと、このように見通しております。

図表1 M & A 件数の推移と規制緩和の動向



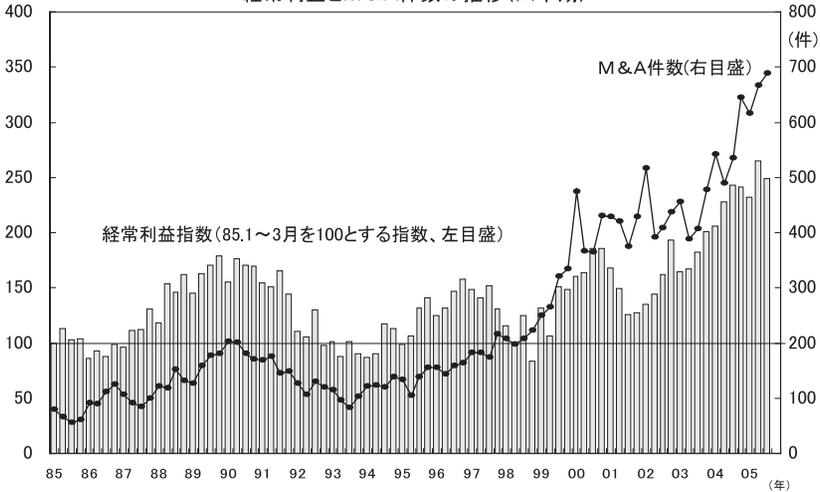
(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

## 二、企業収益とM & A 件数の関係

M & A の件数データに関しまして、次の図表2のグラフをご覧ください。企業業績とM & A 件数との相関関係についてであります。単純に二つのデータを並べて相関関係がありそうだという程度で、まだまだたく未消化ですが、私どものM & A データがスタートしました一九八五年から直近まで、企業の経常利益（法人企業統計の一〇億円以上の会社）とM & A 件数をそれぞれ四半期毎に並べてみると、M & A 件数の増減と経常利益の増減とが、かなり相関しているように見えます。企業業績の方は、一九八五年第一四半期を一〇〇として指数化してありますが、これを今後どのように分析していくかは課題でありまして、ちょっと未成熟なデータかとも思いましたが、あまり見かけ

わが国企業の M&A の動向

図表 2 企業収益と M&A 件数の推移  
 経常利益と M&A 件数の推移 (四半期)



(注) M&A 件数はレコフ統計、経常利益は法人企業統計の全産業大企業(資本金10億円以上)ベース  
 (C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

ない分析ですので、何かのご参考になればと思っ  
 て、見ていただいたわけでありませう。

何が申し上げたいかと言いますと、私は一九九  
 八年頃から、日本経済は大きく立ち直るとい  
 とを講演などの場ですつと言いつつ続けてまいりま  
 した。その理由は、一九九八年頃からの M&A 件数  
 の大幅な伸びにありました。この頃の日本は、ま  
 さに選択と集中、コア・ノンコアということが叫  
 ばれた時代であります。日本企業が、M&A の手  
 法を活用しながら、非常にスリム化していつてい  
 る。そうなれば、当然のことながら、ひとたび景  
 気が上昇に向かったときの収益の回復は早い。こ  
 のように見ておりました、一九九八〜九年頃か  
 ら、日本経済の立ち直りは早いということをお言  
 っておりましたが、案の定、二〇〇二年の一月から  
 景気は上昇波動に入って、現在まで四七カ月の上  
 昇を続けています。

今のところ、M & A関連データは、経済指標としては認知されていません。内閣府なども、M & A件数を別個に分析することはありますけれども、設備投資とか在庫とか消費などの基本的な指標の中にM & A関連データは入っていない。しかし、これは非常に大きな意味を持つんじゃないか。

と申しますのは、また後で述べますけれども、M & Aの件数もさることながら、我が国ではまだM & Aの移動資産、いわゆる買収金額というものがすべての案件について公表されていないのです。公表しない企業がまだたくさんあり、公表率は改善方向とはいえ、現状でやっと六〇%程度であります。二〇〇五年の公表金額は一兆円になりそうです。それでも、それから類推いたしますと、公表されていないものも含め、M & Aで何と一五兆円くらいが動いている。場合によっては二

〇兆円近くになる可能性がある。

我が国の設備投資の過去最高は、五二兆円であります。今年度は四六兆円といわれている。そうしますと、その半分まではいきませんが、三分の一くらいの資産がM & Aで動いている。この指標が何処にも使われていないのはもったいないと思っております。未消化ではありますが、本邦初公開で、皆さんに見ていただきました。M & A件数を見ていけば、企業業績や景気の動向が見えてくる可能性がある。

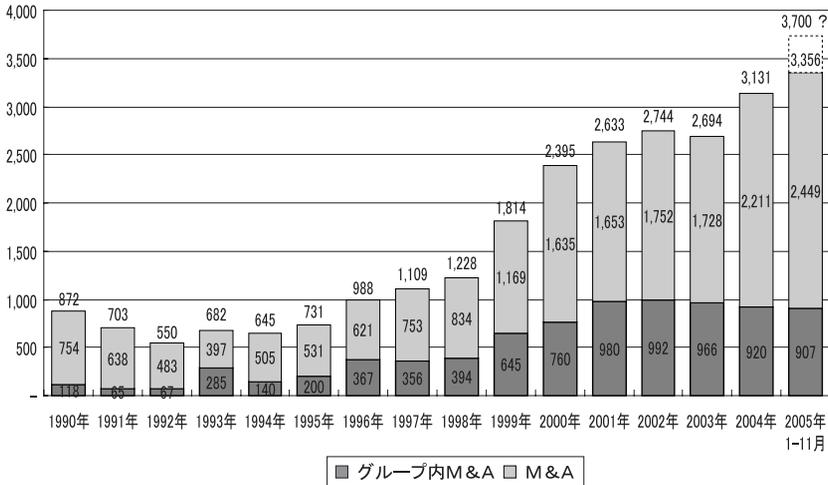
### 三、わが国におけるM & Aの過去からの動き

#### (1) M & A件数の歴史的推移

M & A件数の図表1のグラフに戻りまして、歴史的に見ますと、一九九〇年のところに一つの山

わが国企業の M & A の動向

図表 3 グループ内を含む M & A 件数の推移



(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

があります。これは皆さんご察しのとおり、バブルの山でありまして、財テクの M & A でありま  
す。強烈的な金融緩和を受けて、我が国は猛烈的な海  
外投資をやりました。その投資対象のほとんど  
は、ゴルフ場であるとか土地建物といった不動産  
が主力でありましたけれども、M & A の手法が採  
られた。これが一つの山であります。

そこからバブルがはじけまして、坂道を下った  
わけでありまして、一九九三年を底に、M & A 件  
数は一貫して上げ続けております。特に、一九九  
七〜八年頃までは、規制緩和、市場経済化の流れ  
の中で、最もマーケットの近くで激変にさらされ  
た中堅企業が主役で動いた。中堅企業が生き残り  
をかけた企業再編に乗り出した時期であります。

一九九九年からさらにぐっと伸びております  
が、これは、上場企業などの大企業やその関係会  
社が参画したことによります。ここで、図表 3 の

グループ内のM&Aを含めたM&A件数のグラフを見ていただきたいと存じますが、グループ内M&Aの件数が、一九九九年から大幅に増え始めたのが分かります。選択と集中ということで、グループ内再編のためのM&Aが大変盛んに行われるようになった。グループ内の事業の整理・統合が先行し、それがグループ外企業とのM&Aに共鳴し、二〇〇〇年以降のM&Aの活況と景気上昇波動へと結びついていった、こういうことが申し上げられるのではないかと思えます。そして、この間に、わが国の企業・経済は大変たくましく、強くなってきた。

グループ内M&Aが年間一〇〇〇〇〇件程度ですの  
で、今年の見通しである二七〇〇〇〇件を足します  
と、三七〇〇〇件くらいに達します。冒頭に申しま  
した、わが国のM&A件数の巡航速度五五〇〇〇件  
まで、あと一八〇〇〇件程度ですが、ちよつとス

ピードが速くなっておりまして、二〇一〇年より早く、ひよつとしたら二〇〇八年ごろに到達するのではないか。そうした勢いがあると御理解いただければと思えます。

(2) 最近におけるM&A件数増大の背景

さらに、この底辺にありますのは、銀行の健全化の動きであります。これには、日銀の量的緩和と超低金利政策が大きく寄与していることは事実でありまして、不良債権処理に伴う事業再生、企業の構造改革を下支えし、ここ二年ぐらいいは前向きな戦略的M&Aが目立つほどにまで、わが国経済を復活させてきました。ただ、後で述べますけれども、一連のファンド資本主義といわれるものが起こってきた。先ほど申しました劇場型のM&Aというのは、この量的緩和による金余りの現象から生じている部分がないといったらうことになる

のではないか、このように思います。

それから、図表 1 のグラフの下に書いてありますが、一九九二年の金融制度改革法から始まった我が国の市場経済への急転換にあわせ、政府としてもそれにふさわしい環境整備をしなければならぬということ、経済法の相次ぐ改正が、一九九七年の純粹持株会社解禁以降行われたわけです。株式交換・移転制度や会社分割制度の創設等に、会計制度の整備も相まって、M & A に関連する法制度は、二〇〇〇六年に施行の新会社法も含め、格段に整備されました。これも、M & A の経営手法としての定着に大きく寄与しております。

ただ、日本はドイツ法の流れをくんでおりますから、どうしても法律の条文に書き込もうとします。市場経済にあつては、現実の変化に柔軟に対応しやすいという意味で、アメリカのように慣習

法・判例法の方がフィットしやすい。日本の場合は、法律をほとんど書き換えなければならないが、弁護士さんも含め追いつかない。会計士さんも含め、この辺をどのように市場経済にマッチングさせていくのかということが今後の大きな課題であろうと思います。

#### 四、M & A データの分析

##### (1) マーケット別の M & A の動向

図表 4 は、マーケット別の M & A 件数を見たものであります。まず、I N I N であります、先ほどお話しした通り、一九九九年から二〇〇〇年以降、大企業が M & A 市場に参画しまして、国内企業同士の選択と集中のための M & A が急増している。生き残りのための統合、さらに景気の回復に応じて、勝ち組みによるさらなる集約化の動き

図表 4

## 1985年以降のマーケット別M&amp;A件数の推移

年	IN-IN		IN-OUT		OUT-IN		OUT-OUT		合計
	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比	
1985年	161	61.9%	77	29.6%	21	8.1%	1	0.4%	260
1986年	223	53.3%	178	42.6%	14	3.3%	3	0.7%	418
1987年	206	53.9%	156	40.8%	18	4.7%	2	0.5%	382
1988年	218	41.7%	285	54.5%	14	2.7%	6	1.1%	523
1989年	245	38.0%	380	58.9%	12	1.9%	8	1.2%	645
1990年	268	35.5%	459	60.9%	19	2.5%	8	1.1%	754
1991年	309	48.4%	292	45.8%	19	3.0%	18	2.8%	638
1992年	254	52.6%	179	37.1%	29	6.0%	21	4.3%	483
1993年	234	58.9%	108	27.2%	26	6.5%	29	7.3%	397
1994年	250	49.5%	187	37.0%	33	6.5%	35	6.9%	505
1995年	255	48.0%	208	39.2%	33	6.2%	35	6.6%	531
1996年	320	51.5%	227	36.6%	31	5.0%	43	6.9%	621
1997年	452	60.0%	215	28.6%	53	7.8%	33	4.4%	753
1998年	488	58.5%	213	25.5%	85	10.2%	48	5.8%	834
1999年	718	61.4%	248	21.2%	129	11.0%	74	6.3%	1,169
2000年	1,066	65.2%	361	22.1%	175	10.7%	33	2.0%	1,635
2001年	1,189	71.9%	282	17.1%	159	9.6%	23	1.4%	1,653
2002年	1,352	77.2%	258	14.7%	131	7.5%	11	0.6%	1,752
2003年	1,352	78.2%	211	12.2%	158	9.1%	7	0.4%	1,728
2004年	1,678	75.9%	317	14.3%	207	9.4%	9	0.4%	2,211
2005年1-11月	1,913	78.1%	359	14.7%	161	6.6%	16	0.7%	2,449

(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

(グループ内M&amp;Aは含まれておりません)

になっておりまして、いろいろな業界において、なぜか二強化に向かって猛烈に動いております。これは鉄鋼に見るまでもなく、食用油、船会社、金融機関等、枚挙に暇がない。その動きは、企業レベルだけではありません。例えば、NECがブラズマをバイオニアに売った。あるいは日立・東芝・松下がテレビ向け液晶パネルで合弁会社を作るなど、企業の壁を乗り越えて事業部門の統合を図ることが行われている。機能ごとに二つに収斂していこうという大きな流れがあるということができると思います。

次にIN-OUTですが、先ほど申しましたように、海外の資産を買いまくったバブルの頂点の一九九〇年がピークで、全体の六〇％を占めていた。その後は低迷してりましたが、最近二年ほど、このIN-OUTが徐々に増え始めている点に注目していただきたい。バブル崩壊後、海外投

資どころではなかったわけですが、この間に体力を蓄え、グローバル・セッションに積極的に対応して、海外に打って出ようという企業が出始めてきているということであります。件数はまだ少ないのですが、中型・大型のものが着実に始めております。地域別の件数では、アジアが四〇%、欧州と米国を足して約六〇%弱という数字で、特にアジアの伸びが最近は大い。

○ U T I N は海外からの投資です。皆さんご存じの、例えば G E キャピタルが日本リースを買収した、リップルウッドが長銀を買収したというように、海外の会社やファンドが日本を買いあさりました。それが、ちょうど一九九七年から二〇〇一年くらいまで続いた。ところが、今年になってそのウェイトが大幅に落ちてきております。理由としては、想像の域を出ませんが、二つくらいなと考えております。

一つは、エンロン事件等を契機に制定されたアメリカのサーベンス・オクスレー法、いわゆる企業改革法です。これは財務書類等に対して取締役の宣誓を義務づける法律であります。これができるために、他国の企業の買収をヘジテートしたという面があるかも知れないということ。

もう一つは、アメリカの税制の問題であります。アメリカ国内への投資促進策として、アメリカ企業が国外で過去に稼いで蓄積した利益を二〇〇五年中に本国に持ち帰った場合に、税制優遇があるということで、アメリカの事業会社の対外 M & A が一服状態にあるのかなというような感じが出ております。

海外からの日本企業への敵対的買収を心配する向きもありますが、当面起こらないと思っております。一九九一年以降、我が国は対日投資を猛烈に促進してまいりました。国を挙げてキャンペーン

ンも張り、やってまいったわけですが、全然増えません。その当時、日本の規制が原因だと、アメリカは言い続けていたわけですが、今日、日本の法律や会計制度は世界最高峰の水準になっております。産業界等は、それらを心配して、新会社法の三角合併の施行を一年延期させてしまつた。

しかし、対日投資が増えない大きな理由はインフラ問題でありまして、言葉の問題でありますとか、学校の問題でありますとか、あるいは病院の問題でありますとか、重要な三要素が我が国は充実しておりません。したがって、アメリカ人もヨーロッパ人も日本に来ることにヘジテートしてしまつ。少なくとも日本の規制が強いがために来ないということではない、このように御理解をいただいたらよいのではないかと思つます。

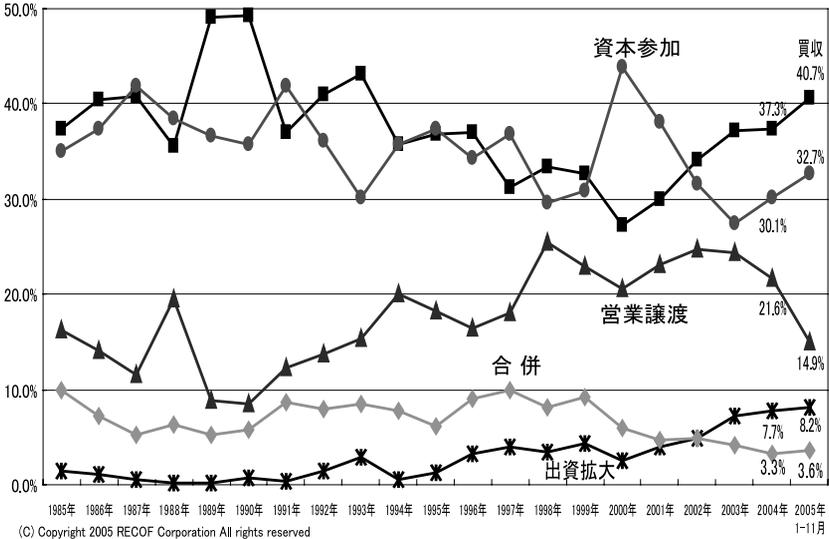
## (2) M & A の形態別シエア

次の図表5は、形態別の表です。営業譲渡が一九九八年に大幅に増え、それ以降も比較的高水準が続いております。これはなぜかといえますと、バブル崩壊後の状況ですので、不良資産を引き継ぎたくない。つまり、合併や買収のスキームでは、負の遺産を引き継ぐリスクがある。営業譲渡なら、リスクの遮断ができるということで、これが増えた。最近では、バブル期の負の遺産の処理がかなり進んできましたので、特に二〇〇五年は急激に減りました。バランスシートが改善され、企業の体力もついてきましたので、連結経営重視ということで、買収が二〇〇二年頃から急激に増え始めてきた。

資本参加も、二〇〇四年以降、復活してきました。これは、五〇%以下の出資比率で、資本業務提携を行うケースであります。合併・統合に備え

わが国企業の M&A の動向

図表 5 M & A 件数の形態別シェア



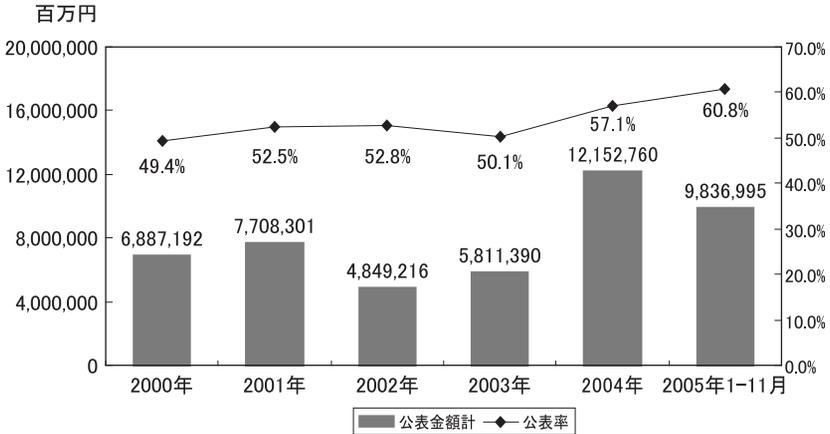
た結納の期間という場合も多い。また、景気回復とともに前向きな戦略的な出資が増え始めている。また、敵対的買収に対する防衛のために事業上の関係やメリットがある企業同士で、持ち合いをやつていこうという動きも増え始めていると思われまふ。

出資拡大も最近徐々に伸びてきておりますが、資本参加が増えているのと同じような理由であります。

(3) 公表額と公表率の推移

次の図表 6 は、M & A の公表金額のグラフであります。先ほど申しました通り、公表率は六〇％でして、買収金額を公表する会社は年々増えてきております。二〇〇五年は、非公表分も含めて類推いたしますと、大体一五兆円くらいの M & A が行われることになると思われます。

図表6 公表金額と公表率の推移



(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

二〇〇四年は、三菱東京とUFJの件だけで三兆円でしたので、これを考慮すれば、二〇〇五年も金額的には昨年に引けを取らない高水準だといえます。

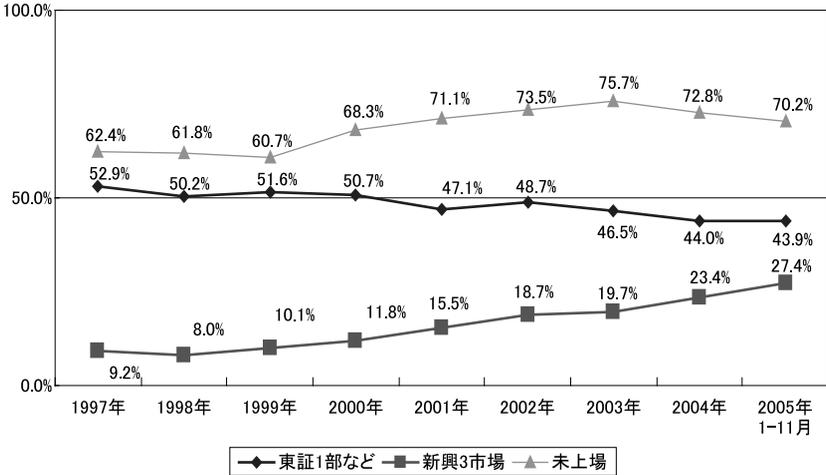
(4) 当事者の形態別動向

次の図表7のグラフは、一つは、新興市場のM&Aが着実に増えていることを表しております。新興三市場（ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス）に上場している企業が絡んだM&A件数の割合は、一九九八年の八%から今年の二七%まで、一貫して上がり続けております。それに対して、東証一部企業が絡むものの比率は低下傾向にあります。新興市場の新しい企業のM&Aが増えてきているということを表しております。

「未上場」のグラフの線は、上場と未上場、あるいは未上場会社同士、すなわち未上場企業が片

わが国企業の M&A の動向

図表 7 東証 1 部など、新興 3 市場、未上場企業が当事者となる M&A 総件数に占める割合



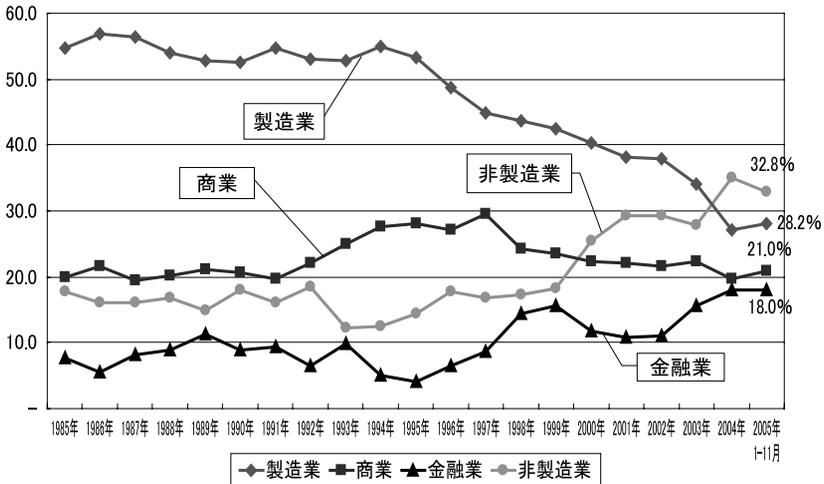
(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

方でも絡んでいる M&A が全体の七〇%を占めているということを表している。ご案内のとおり、我が国が世界に冠たる生産立国になったのは、富士山の裾野といわれておりますように、裾野の中堅企業が大変充実しているからであります。事業継承やその他でどんどん廃業していくといわれておりますが、それは反面では、市場経済にマッチングするようになりストラクチャリングあるいは再生の M&A をやっているという姿でありまして、このグラフは、我が国の経済が健全であることを表している、このように御理解いただいて良いと思います。

(5) 買い手の業種別動向

次の図表 8 のグラフは、買い手の業種別の状況です。従来、製造業が主でありましたが、昨年、非製造業が逆転しました。その原動力は IT 業界

図表8 業種別動向（買い手）



(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

であります。それから、金融業が増えてきておりますが、これは投資ファンドによるものであります。この、IT業界では、楽天さんやライブドアさんがけん引役となっておりますが、ややロングロマリットの買収の傾向が出てきたように見えます。アメリカでは、一九六〇年代に多角化経営と称してロングロマリット化が進み、一九七〇年代から八〇年代前半にロングロマリット経営の行き詰まりを経験した。また、それが一九八〇年代後半のLBOによる企業解体に繋がったといわれております。ロングロマリット・ディスカウントという言葉もこの頃に生まれました。当時のアメリカと今の日本とは事情が違いますから、単純な比較は出来ませんが、アメリカの轍を踏まないようにしなければならぬ。日本におけるプロの経営者のあり方・育ち方ということにも繋がる問題のように思います。

もう一つの最近の特徴は、プティック型・集中型の買収タイプが目立つことです。ACCES さんなどが、その代表例かと思えます。携帯電話用閲覧ソフト開発の会社ですが、この九月にアメリカのパームソースという同業の会社を自社の売り上げの三倍の買収価格で買収している。創業ベンチャーによる「ソーせい」さんによるイギリスのアラキス社買収も同様です。日本電産さんは回転するものを作る会社の M&A に集中されている。一九八八年にブリヂストンさんがファイアストンを買収いたしました。これも集中型でありまして、やはり売り上げの倍くらいの金額で買収したと思えますが、今もうまくいっております。ソニーさんのコロンビアピクチャーズ買収もうまくいっており、ソフト強化ということで、昨年は MGM を加えられた。

集中型は比較的成功率が高いように思っている

のですが、コングロマリット型は難易度が高い。繰り返しになりますが、アメリカの二の舞にならないよう、上手く経営して頂きたいと思えます。

少し話が飛びますが、M&A というのは、いわゆる遺伝子工学的な手法を使い、脳神経外科医の精密さを持って企業という有機体を融合させるところにある、そのように私はずっと申してきているのですが、M&A を使って経営戦略の構築をなさっているほとんどの経営者は、そのために日夜努力なさっております。

例えば、日本電産の永守さんは、数々の買収をやってこられました。買収をしたら、その日からその会社に泊り込み、茶碗酒を交わしながら熱く企業理念を説き、そして従業員とともに喜びを分かちあえるように、フィロソフィーとカルチャーの統合をやる。こうした必死の努力をしている方々から見れば、株を買って事業統合を強

引に迫るといふことについては、一体、企業を支えているステークホルダーをどう考えているのか。従業員、取引先、その他の株主をどう考えているのか、という反発が出ておもしろくない。現に新聞紙上で、そうした発言をしておられる。つまり、企業というものを無機物的に見るの、有機体として見るのかということが今問われている。

私は、堀江さんなり三木谷さんといった若き経営者が、こうした先駆者の経験を糧として、新しい日本の経営者モデルを構築され、よりよい企業の発展に寄与されることを大いに期待しております。

## 五、ウエルチの「M&Aの七つの落とし穴」

ここで、M&Aを駆使した経営者の代表選手で

あります、GEのジャック・ウエルチさんの著作をご紹介しますと思います。最近リタイアされましたけれども、大変著名な経営者ですので、皆さんよくご存知かと思えます。彼は、GE在職中に九〇〇社を買収し、その買収総額は一〇〇〇億ドルを超えるとのこと。約二二〜三兆円を買収に使った。そして、売却した企業は三五〇社、二四〇億ドル、約三兆円を売却している。金額的には、日本の一年分のM&Aを、在任期間中にやったのけたことになりませんが、その彼がM&Aについての「七つの落とし穴」ということを言っております。

その一つは、いわゆる「対等合併のわな」にはまるな。これは私も常に言うことでありますが、対等合併という言葉は商法上ありません。一方が存続し、他方が解散するわけでありませぬ。

ところが、自分の会社が吸収されたとか、解散

したと言われるのは嫌だということ、 「対等の精神をもってこれを合併し」と、契約書に入れるんです。この「対等の精神」が後になって企業価値を毀損させていくケースが多々ある。劣後している方の会社の生き残りのために合併するという場合には、当然その企業価値の比率に応じた役員数でいいはずのものを、対等なんだから役員数も同じでいいじゃないかと決め、人事をたすきがけでやっていく。そうすると、優位にある企業の役員クラスの優秀な人材を外に出さざるを得なくなる。これは合併会社の経営資源の大きな毀損を意味するわけです。そういった意味のことを、私もずっと「対等合併のわな」と言っていました。が、ウエルチは「対等合併が可能だと信じるな」、こう言っているわけでありませう。

二つ目は、先ほど私も申しましたが、カルチャアの融合こそ一番大事だと。買収といって

も、お金でもって企業を制することはできない。

両方の企業のカルチャアの融合ということ、M&Aは常に考えなければならない。

三つ目は、逆人質状況になるな。譲歩し過ぎちゃって、買い手が被買収企業の奴隷になってしまう。譲歩し過ぎると譲歩し過ぎるといのは逆人質だと、こう言っているわけでありませう。

四つ目は、M&Aというのは強いリーダーシップがなければできない。合議制でやろうとしてもM&Aはできない。九〇日以内でできないものは没にした方がいい。無理をしたM&Aは必ず将来破綻する、と。

五つ目は、占領軍のように支配し過ぎると経営資源を毀損する。これは先ほどと逆であります。銀行の統合でも見かけたケースですが、勝ち組の色に強引に染めてしまう。相手の経営者・幹部を全部追い出してしまおうというようなことはよく

ない。譲歩しすぎても良くないが、買い手がやり過ぎるのも、良くないということを書いてあるわけです。

六つ目に言っておりますことは、過大なプレミアムは必ず将来に禍根を残す。適正プレミアムとして、彼は5%から10%と書いております。これはマーケット等によって違つと思いますが、要は統合効果で取り戻せないほどのプレミアムは払うなということでありませう。

そして、七つ目、最後は、買収をしますと抵抗する社員がいっぱい出ますが、そういう社員に対して、その会社で生き残りたいのなら合併後の会社を愛せよと書いてある。このことは、逆に考えますと、買収者は抵抗する社員こそ大事にせよ、登用せよとなる。もっと言うと、自分がやったM&Aディールをこよなく愛し続けよということにも通ずる。そんなふうにして

おります。

彼は多くのM&Aをやってきて、さすがと思われることを言っております。私は今まで仲介専門で三〇年やってまいりまして、自分自身で買ったり売ったりしたことはございませぬが、買ったり売ったりした人の言っていることと、私が三〇年間言い続けてきたことに、大きな差異のないことに驚いております。この本は『ウィニング』という本で、二〇〇五年の二月にアメリカで出版され、最近翻訳本も出ていると思いますので、もしご興味あつたらお読みいただいたらと思います。

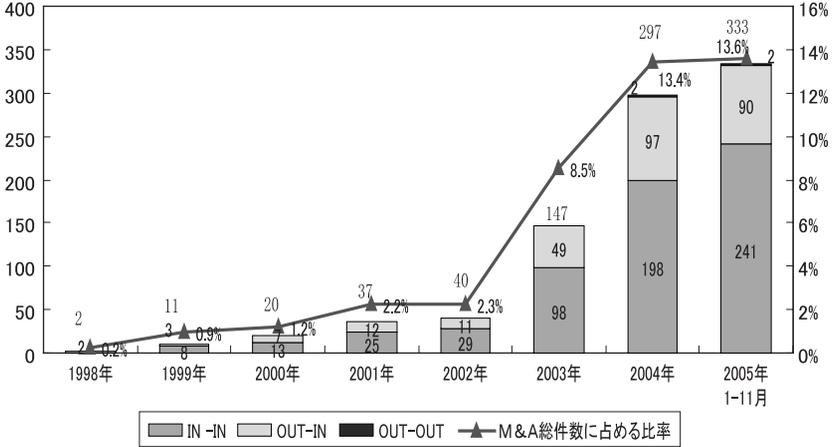
## 六、投資会社のM&A

データの方に戻りまして、次の図表9は、投資会社（ファンド）のM&Aであります。推定です

わが国企業の M&A の動向

図表 9 投資会社の M&A

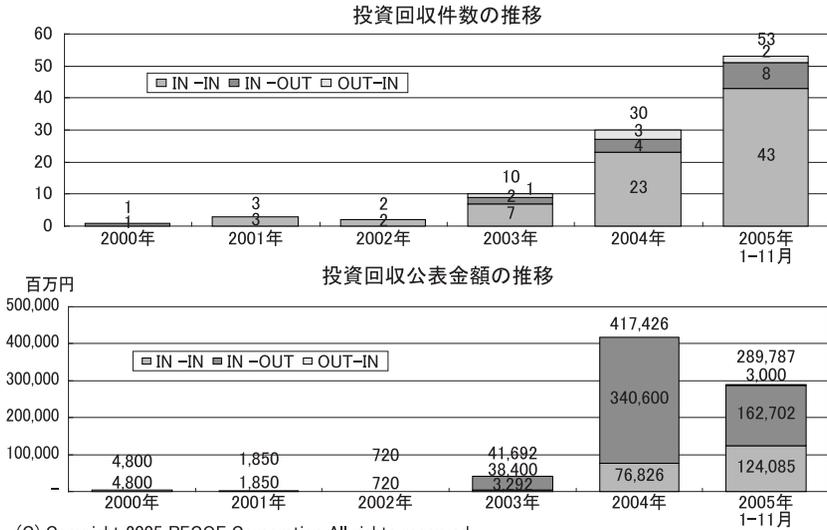
日本企業に対する投資会社の M&A 件数の推移



(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

が、新聞などに登場するファンドは、八〇余りあるようです。そして、それらが投資している銘柄は残高ベースで約四五〇銘柄程度だと思います。この間、約五五〇件に投資して、約一〇〇件が、売却により回収された。その回収の状況は、次の図表10ですが、一応期限は七年とか一〇年ですが、三年から五年くらいで、エグジット、出口を探さなければならない。最近、猛烈な勢いでこのファンドによる回収の動きが強まっております。二〇〇〇年は一件だったのですが、二〇〇三年には一〇件。二〇〇四年が三〇件で、今年、既に五三件、恐らく六〇件か七〇件くらいになる。これをトータルいたしますと、大体一〇〇件になります。約五五〇銘柄のうちの約二割、約一〇〇件がエグジットを見つけたということであり、残っている銘柄の投資後のパフォーマンスはわかりません。良いものから売っていきますか

図表10 投資回収のM&A



ら、悪いものが残るといのは理の当然かもしれませんが、相当のスピードで出口を探していることは事実であります。

さて、こうしたファンドの活発な動きを支えているものの一つは金余りであります。かつてはリップルウッドを始めとする外資のファンドが多かったわけですが、最近では、日本のファンドが増えて、しかも日本企業や機関投資家が金づるとなっている。余剰資金は、上場企業だけでも五〇兆円を超えている。私はよく講演で申し上げるのですが、ファンドにお金を出し、他方で、ファンドに株を買われている、あるいは、買収されるかもしれないぬと高いコストを払って防衛策に腐心している。おやめになったらと。

このように、ファンドは、いとも簡単にお金を集められる。ところが、銘柄がそう簡単に見つからなくなってきました。私どもにもいろいろ

なファンドの方が良い案件はないかとご相談に來られますが、そう簡単ではありません。マーケットから優良な案件がどんどんなくなっていく。したがって、ファンドがどこかでピークアウトする可能性がないわけではない。

ファンドの動きとして一つ重要なのは、戦略的なバイヤーと組んで、大型案件に取り組むもの。今回の花王とカネボウもそうですが、裏側にファンドがついております。昨年、ソニーが、MGMを買収しました。このときも四九億ドルの買収金額に対して、ソニーが出したお金は三億ドル、残りのほとんどはファンドが出している。つまり、資本のアウトソーシングであります。このように、ファンドもしたたかに生き残っていく可能性は残っている。しかし、いずれにしても、ファンドの淘汰が始まっていることは間違いないと思われれます。

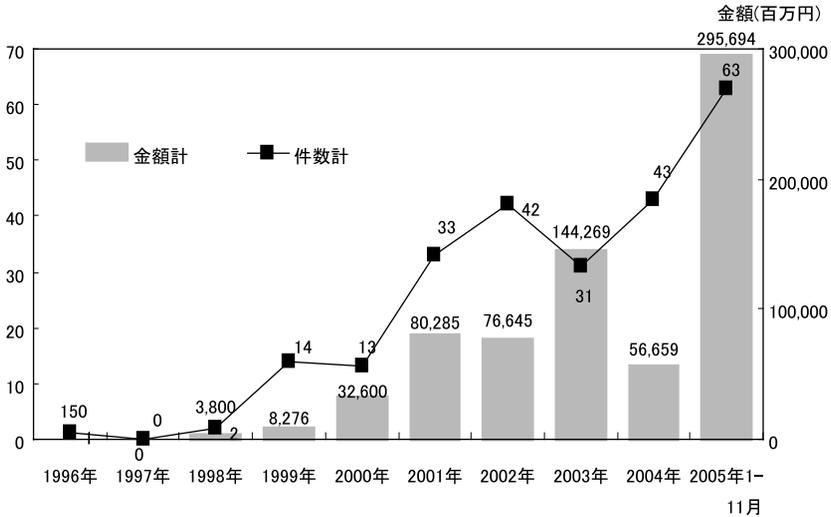
## 七、MBOの動向

その次の図表11はMBOの件数と公表金額であります。最近では、ワールドが注目を集めました。

MBOの件数は急激に伸びております。一九九七年頃はほとんどなかったのですが、今年は一二月までに六三件と大幅に増えております。

MBOの動機には三つほどありまして、中堅オーナー企業のオーナー保有株や大企業の子会社の株を現経営者がMBOするというケース。それから、海外企業の日本法人の経営者が外国の親会社からMBOして独立する。三つ目は、上場企業の経営者やオーナー自身がMBOによつて非公開化するというケース。三つ目のケースは、ワールドがその典型であります。

図表11 MBOの件数と公表金額の推移



(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

投資会社と組んだMBOとそうでないMBOとに分けてみますと、投資会社と組むケース、これが全体の件数の約三〇％で、買収金額は一件当たり平均五〇億円くらいになっている。投資会社とは組まないケースは約七〇％で、買収金額は三億円くらいが平均であります。つまり、中堅企業のオーナーから経営者が買い取るとか、あるいは海外親会社から独立するといった場合は、大体数億円規模で、経営者や従業員が自己資金と借入金で賄っている。

投資会社と組むケースは、ワールドの二一八五億円は特別としても、上場廃止を含めた大型の案件が多く、五〇億円とか七〇億円のスケールになる。これが、MBOの現状であります。比較的小ぶりのものは、経営者が独立し、それを大きくして、IPOなどで経営者とそのリターンを得るといふことで、MBOらしいMBOであろうと思ひ

ます。MBO による非公開化がすべて悪いと申し  
ているわけではありませんが、いやくも上場し  
ている企業をいとも簡単に MBO を使って上場廃  
止にすることについては異論が出てもおかしくな  
い。

それから、非公開化を伴う MBO については、  
十分注意しなければならないことが一つございま  
す。経営者は、最もその企業の内容や情報に精通  
しているわけでありませう。そうしますと、後でも  
お話しますが、市場価値と本来のあるべき企業バ  
リュウの差額がスプレッドになるわけですから、  
ケースによっては、非常に安い市場価格に二割程  
度のプレミアムをつけても、公正な企業バリュウ  
には届かないということが起こり得るのではない  
か。つまり、情報の少ない一般投資家・少数株主  
が安売りをさせられてしまう可能性がある。特定  
の会社のことを申し上げているわけではありません

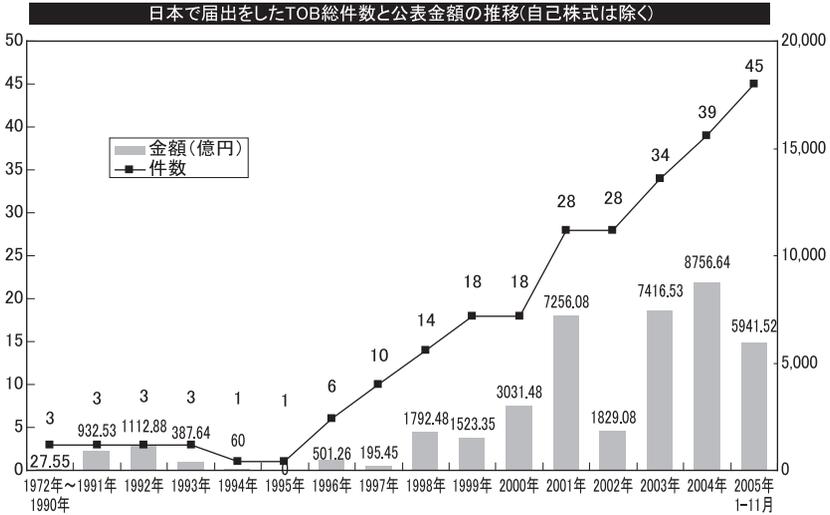
んが、あり得ることでもあります。MBO における  
注意点ということで申し上げます。

## 八、TOB と敵対的買収事例の 分析

次の図表12グラフはTOBの件数と公表金額の  
推移であります。これも増えております。今年  
は、夢真ホールディングスなどが話題を集めまし  
たが、実際には、敵対的TOBというのはごく少  
数でありまして、ほとんどは証券取引法の規制に  
従ってテクニカルにTOBを使っている、友好的  
なケースであります。

次の図表13は、敵対的買収の事例の表でありま  
すが、我が国では、敵対的買収で成功したという  
事例はほとんどありません。代表的な事例として  
ベーリンガーインゲルハイムによるエスエス製薬

図表12 TOB 件数と公表金額の推移



(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

に対するTOBがあげられますが、実はこれは敵対的ではありません。経営者同意のもとにやったのですが、積極的にコメントしなかったために、敵対的とみなされただけです。ステイール・パートナーズによるソトーとユシロ化学工業へのTOBも成功しておりませんが、高額配当の方針が公表され、株が上がったところで保有株を売り抜けております。村上ファンドによる昭栄へのTOBも大株主が売らずに失敗。ケーブル・アンド・ワイヤレスがIDC（国際デジタル通信）の買収に成功した件は、対抗馬のNTTが政策的に折れた結果です。未公開企業の株主間の話でもあり、本格的な敵対的TOBとは言い難い。このケースは、ケーブル・アンド・ワイヤレスが後でIDCを売却することになるのですが、わが国では今までのところ敵対的TOBはほとんど成功していないという状況であります。

わが国企業の M & A の動向

図表13 日本における敵対的買収の事例

発表日	マーケット	当事者1	当事者1業種	当事者2	当事者2業種	形態
1985/8/15	IN-IN	ミネベ	機械	三菱精機	精密	資本参加
1985/10/16	OUT-IN	トラファルガー・ホールディング	その他金融	ミネベ	機械	資本参加
1987/4/3	IN-IN	ユール産業	不動産・ホテル	蛇の目シシ工業	機械	資本参加
1987/9/1	IN-IN	高橋産業	その他製造	宮入ハルノ製作所	その他製造	買収
1987/10/7	IN-IN	コスモリク	不動産・ホテル	タツ	機械	資本参加
1987/11/11	IN-IN	ユール産業	不動産・ホテル	国際航業	サービス	資本参加
1989/4/4	OUT-IN	アーン・カンパニー	その他金融	小糸製作所	輸送用機器	資本参加
1989/7/7	IN-IN	秀和	不動産・ホテル	忠実屋・いなげや	スーパー	資本参加
1986/6/21	OUT-IN	ニュース・コボレー・ジョン・ソフバンク	通信・放送	旺文社行々	出版・印刷	買収
1989/6/10	OUT-IN	ケーブル・アンド・ワイヤレス(C&W)	通信・放送	国際テレシタル通信(IDC)	通信・放送	買収(TOB)
2000/2/15	IN-IN	エム・エー・シー(MAC, 村上世彰氏関連)	その他金融	昭栄	繊維	資本参加(TOB)
2000/2/17	OUT-IN	ペーリカー・インゲルハイム(BI)	医薬品	エスエス製薬	医薬品	出資拡大(TOB)
2003/12/19	OUT-IN	スチール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド	その他金融	フー	繊維	出資拡大(TOB)
2003/12/19	OUT-IN	スチール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド	その他金融	エソロ化学工業	石炭・石油	買収(TOB)
2004/6/14	IN-IN	オリックス野球クラブ[オリックスグループ](★ライブドア 買収提案)	アミューズメント	大阪ハパローズ	アミューズメント	営業譲渡
2004/6/29	IN-IN	松佳グループ(現ハナース)	その他販売・卸	宮入ハルノ製作所	機械	買収
2004/7/17	IN-IN	三菱東京フナシヤルグループ(★三井住友フナシヤルグループ合併提案)	銀行	UFJホールディングス	銀行	合併
2005/2/8	IN-IN	ライブドア	ソフト・情報	フロン放送	通信・放送	買収
2005/7/1	IN-OUT	スミダ・コーポレーション	電機	サイバー・ビジネス・エレクトロニクスホールディング	電機	買収(TOB)
2005/7/20	IN-IN	夢真ホールディングス	サービス	日本技術開発	サービス	買収(TOB)
2005/10/13	IN-IN	楽天	ソフト・情報	TBS	通信・放送	資本参加
2005/11/21	IN-IN	MAC	その他金融	新日本無線	電機	買収(TOB)

(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

TOB規制逃れではないかと問題になりました  
ライブドアとニッポン放送の事例や楽天とTBS  
の事例など、皆さんご承知の通りであります  
最近では、村上さんが阪神電鉄をお買いになっ  
ております。四三%くらい持っておられ、遊休資産  
の活用など、いろいろ提言をなさっているよう  
ですが、自分は経営しないともおっしゃっている。  
皆様ご存知の通り、M & Aにおける買い手(バ  
イヤー)は、戦略的なバイヤーとフィナンシャル  
なバイヤーに大別されます。フィナンシャルなバ  
イヤー、代表的にはファンドであります。これ  
も、再生型、プライベートエクイティなど、経営  
にコミットしながらエグジットを目指すものか  
ら、利ざやを稼いで、キャピタルゲインを得るた  
めに投資をしているバイヤーまでいろいろある。  
しかし、実際は、このあたりの区別が大変つきに  
くくなっている。

我が国がまだ規制国家であった一九九二年以前、我が国の会社は株主が非常に遠いところにあつて、経営者と従業員が密着している、極めて鋭角の二等辺三角形であつた。しかし村上氏は、会社は株主のものという理念に基づいて、株主の地位をどんどん強めてきた。つまり、鋭角の二等辺三角形の頂点にあつた株主をずっとおろしてきて、正三角形に近づける。そのことによつて、株主と経営者、経営者と従業員、従業員と株主という三者の関係を強い緊張関係に持ち込んだ。これは市場経済の成熟にとつては好ましいことである、この点では大きな貢献をなさつたと思ひます。

ところが、村上さんご自身は、ファンドマネジャーである。そついたしますと、ファンドのゲインを取つていくために、この理念を武器として使つことになります。ある一定の株式を持つて、

経営者に対して経営提言を行う。その部分は戦略的だといえるわけですが、しかし、ご本人は経営には参画しないと明瞭に発言されているわけですから、そのお立場は、非常にあいまいといわざるを得ない。

例えばライブドアの事件のときも、あるいは楽天さんの事件のときにも、村上さんは事前にニッポン放送やTBSの株式を取得されたが、知らないうちにライブドアさんや楽天さんの持株に移つてしまつている。報道も、このあたりの理念と実態の乖離については、大変に混同しているのが現状ではないかと思ひます。

それから、阪神電鉄に固有の問題として、ひとつ思つていますが、ご承知の通り、電鉄会社にあつては、鉄道事業法一六条によつて、総括原価方式がとられております。適正原価に適正利潤を乗せて上限運賃を定め、その範囲内で実際の運

賃を決めることとされている。その適正利潤には、配当金等の資本コストが含まれており、株主に払うべき配当金も総括原価の構成要素となっている。それは法律によって保護されているかわりに、それ以上の利益が出たら、株主ではなく、利用者に還元せよ、運賃を値下げしなさいということです。供給責任とか安全確保といったことも含め、公共事業の場合の株主の利益と利用者の利益とのバッティングについて、どう考えておられるのか。

いずれにしても、敵対的買収というのはなかなかうまくいかない。また、海外からの敵対的買収の脅威といいますが、先ほどお話ししたように戦略的なものは簡単には実行できない。従って、防衛策についても、過剰に騒ぐ必要はないのではないか。政府が防衛策の指針を出しましたが、私は、余り事細かに言わない方がいいと思つて

おります。

東京高裁が、敵対的買収で、四つの場合、グリーン・メーラーであるとか、焦土化目的であるとか、LBOを使つての企業解体だとか、資産売却や高値売り抜けとかの場合は、有事であつても第三者割当増資や新株予約権の発行を認め得るといつているのですから、基本的には、この判決に従つて対応すればよい。余り事細かいいルールをつくると、必ず裏をかいたり逆手に取つたりする人が出てくる。これは私の持論であります。

それから、黄金株の問題については、取引所の言い分はもつともで、一理ある。しかし、黄金株を発行したい会社にはやらせればよいのではないか。市場が評価するでしょう。ルールは、関係者の皆さんが議論して決めていただければよいのですが、そんなふうにあります。

## 九、狙われやすい会社の特徴と

### M & A レシオ

次の図表14は、「狙われやすい会社の特徴」です。大体ご存知のことと思いますので、後ほどご覧下さい。その中の、M & A レシオについては、次の図表15をご覧下さい。ご参考までに「M & A レシオの低い会社」ということで、過去に、村上ファンドやステイール・パートナーズなどに株を買われた会社の、その買われた当時の状況を表してあります。M & A レシオは、ここに計算式が書いてありますが、会社の時価総額の半分から手元流動性（余剰金融資産）を引いて、それをその会社の年間の営業キャッシュフローで割った値です。時価総額の五〇％超を買って支配権を取れば、余剰金融資産の処分権が手に入るので、それ

を引いて実質的な経営支配コストを計算して、それが何年分の営業キャッシュフローで回収できるかを計算するという意味です。二〇〇一年七月に村上さんに株を買われたことが判明した東京スタイルの場合、その当時のM & A レシオはマイナス一八でした。ということは、買った途端に、買収資金を回収した上に、一八年分のキャッシュフローが手に入るということになる。ただで買えて、さらに一八年分のキャッシュフローに相当する余剰金融資産というおまけまでついて来るという状況でした。狙われて当然といっても過言ではないでしょう。

M & A レシオが二ということとは、市場価格で五〇％超の買収が出来たとして、二年後にはそのコストが回収できるということを表していますが、ちょっと調べましたところ、M & A レシオが二以下という会社が、今でも、時価総額が二五〇億円

わが国企業の M&A の動向

図表14 狙われやすい会社の特徴

ファイナンシャル・バイヤー	<p>① 株価が割安 (PBRI 倍未満)</p> <p>② 安定株主比率が低い (50% 未満)</p> <p>③ 株主軽視と見られやすい</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 資本を無駄遣い ~ キャッシュリッチ (余剰金融資産 - 有利子負債) で実質無借金、高自己資本比率で高資本コスト</li> <li>➢ 低ROEで低配当性向</li> <li>➢ IRに不熱心</li> <li>➢ 自社のフェアバリューを把握していない・・・</li> </ul> <p>④ これまででは中小型株が中心だが・・・</p>
ストラテジック・バイヤー	<p>① 無形価値 (技術力、ブランド力など) が有効活用ができていない</p> <p>② M&amp;Aレシオが低い</p> <p style="text-align: center;">= (株式時価総額 × 50% - 余剰金融資産) ÷ 予想キャッシュフロー</p> <p>③ 優良子会社を抱えていながら親会社の評価が低位 (資本のねじれ)</p>

(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

図表15 (参考) M&A レシオの低い会社

(単位: 百万円・倍)

日会社名	決算期	時価総額	手元流動性	CF	M&Aレシオ	純資産	PBR	純有利子負債	自己資本比率
東京スタイル	2001/3	145,497	128,209	3,088	-18.0	157,624	0.92	-127,468	89.0%
ブルドッグス	2003/3	13,694	2,876	1,200	3.3	16,383	0.84	-2,876	82.4%
明星食品	2003/9	11,499	7,337	2,463	-0.6	25,781	0.45	-4,972	54.5%
ユシロ化学工業	2003/3	14,440	6,637	1,453	0.4	19,353	0.75	-6,276	73.0%
ソトー	2003/4	13,501	4,012	1,088	2.5	24,075	0.56	-4,012	76.5%
サポ・ホールディング	2003/12	141,756	8,559	35,099	1.8	87,364	1.62	309,809	13.9%
モアードサービス	2004/3	40,672	12,909	3,195	2.3	44,819	0.91	-11,557	78.9%
ハウス食品	2004/3	170,296	60,092	7,775	3.2	175,808	0.97	-60,092	79.7%
帝國臓器製薬	2004/3	18,537	12,171	1,155	-2.5	33,008	0.56	-9,816	73.5%

(注) 時価総額は、株式取得公表日の前日の終値により計算。財務数値は、公表日直前期決算による

$$M\&Aレシオ = \frac{\text{株式時価総額} \times 50\% - \text{手元流動性}}{\text{連結キャッシュフロー}} \text{ (年)}$$

経営支配コスト = 株式時価総額 × 50%  
 実質経営支配コスト = 経営支配コスト - 手元流動性  
 手元流動性 = 現金・預金 + 短期保有有価証券  
 連結キャッシュフロー = 当期純利益 (※) + 減価償却費  
 = 経営支配後のリターン  
 M&Aレシオ = 実質経営支配コスト回収年数  
 (※) 当期純利益 = 営業利益 × 50% で計算

(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

から一〇〇〇億円の範囲の会社に絞っても、約九〇社あります。まだまだ、フィナンシャル・バスターやグリーン・メーラーに狙われてもおかしくない会社があるということでもあります。

## 一〇、「公正価値」の把握と三つのギャップ

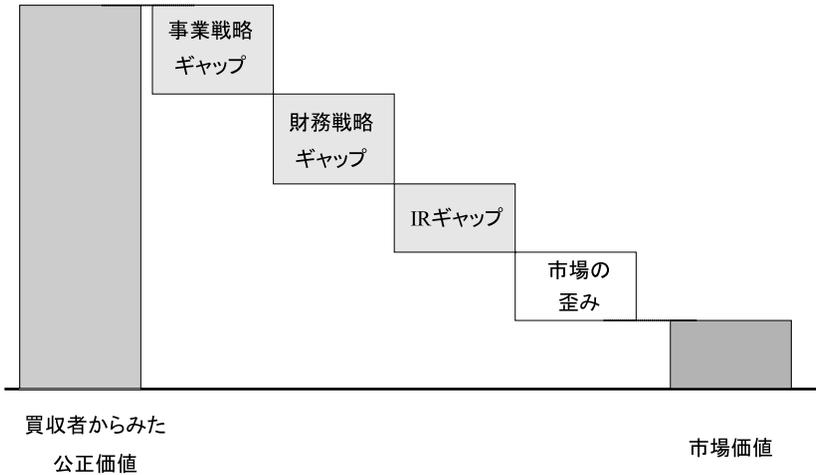
『公正価値』の把握と三つのギャップ」の図表16は、買収者からみた公正価値と市場価値とのギャップが買収プレミアムの源泉であり、買収者の狙い目でもあるという図です。このギャップの要因の一つが財務戦略ギャップでして、それが多額の余剰金融資産の場合は、鞘取りを狙うファンド等が狙ってくる可能性が高い。戦略的バイヤーがねらうのは、事業戦略ギャップです。自分ならもっと効率的に出来るとか、シナジー効果がある

とか。その他、例えば、ニッポン放送とフジテレビのケースでは、資本のねじれを狙われ、フジテレビ株を保有するニッポン放送が割安な株価を狙われた。

最大の防衛策は、ボイズンピルなどではなく、企業価値を高め、IRRをしっかりとやって、市場価値がフェアバリューに比べて割安にならないようにすることに尽きる。最近、配当性向を高くしたり、自己株取得をして、株主還元率を高めるといふことが行われておりますが、これは、次善の策でありまして、本来、企業価値を高めるために成長戦略をとっているのであれば、自己資金によって、戦略的なM&Aなどの投資をやるのが普通の姿です。

高い配当性向が有効なのは、過大資本の是正とか成長限界に達した場合でして、成長ステージでは無配も立派な配当政策です。つまり、企業のス

図表16 「公正価値」の把握と3つのギャップ



(C) Copyright 2005 RECOF Corporation All rights reserved

テージや戦略に応じてケースバイケースでありまして、株主が増配せよということが常に正しいとは限らない。会社自身の戦略が重要だということが申し上げられるのではないかと思います。

いずれにせよ、企業価値を上げていくというのは容易なことではありませんけれども、肅々とやっていくしかない。これが王道であろうと思います。

最後に少し端折りましたが、以上をもって終わらせていただき、あと一〇分ばかりお時間がございますので、御質問にお答えしたいと思います。(拍手)

高橋理事長 大変興味深いお話をありがとうございました。先ほども、経常利益とM&Aの件数の表は本邦初開だとおっしゃっておりますけれども、大変ありがとうございました。

それでは、時間を頂戴しておりますので、御質問なりあるいは御意見等お持ちの方はぜひご発言をいただきたいと思えます。

それでは、きつかけに私から一つ。先ほど、冒頭に代表からお話がありましたように、M & Aの仲介を専業としている会社で大手というのは、株式会社レコフが唯一の会社だと承知をしておりますけれども、アメリカとかヨーロッパで同じような仕事のニーズというのはあるだろうと思えますけれども、どういう企業が仲介の役割を果たしているんだろうか。海外、アメリカとかヨーロッパですね、同じような仕事をどういう企業がやっているかということ。

もう一つは、さつき表で、INNIN、INNO UT、OUTTIN、OUTTOUTと出ていましたけれども、吉田さんのこの会社はOUTTOUTというところまで手を広げてやっておられる

とすれば、どんなふうになっておられるのか。その辺、ちょっと教えていただきたいと思えます。

吉田 私ども、今一二〇名で、M & A専業でやっておりますが、世界的にはM & A専業で一二〇名という世帯はほとんどございません。ヨーロッパもアメリカも投資銀行部門の中にM & Aのディビジョンがあって、コーポレートファイナンス・ディビジョンなどと同じ軒下でやっている。日本の投資銀行（証券会社）も都市銀行も同じです。世界的にも、M & A専業のブティックで百人クラスと言つのは大変珍しく、欧州等の大手でも二〇人から三〇人、アメリカでも五〇人規模が大手だと思えます。なお、そうした全世界の主要なブティックが、原則一カ国一社のネットワークとして、グローバルM & A (GMA) というグループを形成して、情報交換をしております。

欧米の専業ブティックは、中小型の案件がほと

んどでありまして、大型の案件はメガ投資銀行の M & A デビジョンがやってしまうという棲み分けが行われているのが現状であります。欧米からのお客様が見えられ、一二〇名と聞くと、大抵はびつくりいたします。

それから、もう一つ、これは残念なことでありますけれども、私が M & A を始めました一九七三年頃に、同時にスタートいたしましたのが、ピーター・アンド・ピーターソンというアメリカの元商務長官が作った、ブラックストーンという専門ブティックです。しかし、三〇年もたたぬうちに、今やアメリカ最大のファンドに変身しております。M & A のブティックはファンドになることが多いようなのです。なぜかといいますと、こんな手間のかかる仕事はやっていられない。大きい投資案件でまとめて稼いだ方が、効率が良いということですので、確かに M & A 仲介業者はマーケ

ティングをやっておりますから、情報力が強い。それなら自分でお金を集めて投資した方がよい。

対象会社をよそ様に渡してしまうよりいいじゃないかということで、ファンドへの転進が非常に魅力的になるようございます。私も途中でファンドに転進していたら、どうなっていたかと思わぬわけではありませんが、やっぱりきちんとした M & A をクライアントのニーズに応じてやっていくのが本来だと思っております。

それから、O U T O U T（日本企業の海外子会社等が海外で行う M & A）の案件は、元来非常に少ないのですが、前向きに手がけていると言えるのは、中国でございます。上海に事務所がございます。我が国からは何万社も進出しておりますが、中国はいろいろと難しい国でありまして、上手いかわないケースも非常に多い。そこで、撤退のお手伝いとして売却のお世話をすること

を考えたわけでございます。一億円でも一〇億円でも、撤退に際して、何がしかが手元に残れば、ということですよ。

高橋理事長 どうもありがとうございます。

ほかにどなたか御質問等ございませんでしょうか。

吉田 最後に、一言申し上げます。

最近、M & A取引でアドバイザーを使うケースが増えてきておりますけれども、このアドバイザー制度はアメリカで発達した制度でありまして、我が国にはそれにまざるとも劣らない、仲人というシステムがある。

最近五年ぐらいの傾向ですが、合併などの基本合意をして新聞発表をやった後、やめたというケースが増えてきております。皆さんの記憶に新しいところでは、大正製薬と田辺製薬、三井化学と住友化学、あるいは杏林製薬と帝人などです。

両社にアドバイザーがついているケースがほとんどですが、アドバイザー方式の場合は、相手のトップの意向がお互いに見えなくなるといふ事が往々にして起きる。アドバイザーは片方の会社の利益のためだけに条件交渉や契約書の詰めなどをやるわけですから、それぞれの社長の思いやカルチャーにギャップが生じてしまったような場合に、その修復が仕組み上難しく、また、時としてギャップの存在そのものに気が付かないということがおきる。結果として、こうしたギャップが増殖して、気がついたときには経営者同士の信頼関係に修復できないほどのひびが入ってしまう、ということがおこりやすいのです。オーナー企業の場合では、特に売り手のオーナーの気持ちの揺れに気がつかない。仲人の場合は、両トップの信頼感の醸成が重要な仕事ですから、トップ間の橋渡しを丹念にやります。仲人というシステムは、我

が国に昔からある、大変よいシステムだと私は思っております。

高橋理事長 ほかに何か御質問等ございましたでしょうか。——それでは、時間も参りましたので、これで今日の講演会を終わりにしたいと思えます。

吉田さん、どうもありがとうございました。

吉田 どうもありがとうございます。(拍手)

(よしだ まさあき・株式会社レコフ 代表)

(本稿は、平成一七年二月一三日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

## 吉 田 允 昭 氏

### 略 歴

- 昭和35年 3月 大阪大学法学部卒業  
同年 4月 山一證券株式会社入社  
昭和48年 ●同社内に日本初の M&A チーム創設  
●M&A の手数料体系、契約書の体系および M&A 手法の開発により、日本の M&A ビジネスの基本的方向を開拓  
●昭和40年代後半から50年代中ごろにかけての流通再編時、その後のエレクトロニクス、薬品の再編等に実績  
昭和56年 9月 同社営業企画部長  
昭和59年12月 同社取締役  
昭和61年12月 同社取締役企業開発部長として、M&A を総括  
昭和62年12月 株式会社レコフ事務所を設立  
昭和63年 9月 株式会社レコフ、レコフインターナショナル株式会社設立  
平成10年 3月 株式会社アール・イー・パートナーズ設立  
平成12年 7月 グループ 4 社を合併し、株式会社レコフを設立、現在に至る  
平成15年 4月 早稲田大学大学院客員教授に就任、現在に至る