

グローバル時代のM&A

―拡大するクロスボーダーM&A市場と留意すべき取締役の義務―

恩 地 祥 光

はじめに

ただいまご紹介にあずかりましたレコフの恩地でございます。よろしくお願い致します。

この業界では珍しく事業会社の出身です。M&Aに携わっておられる多くの方は、大体金融機関の出身であるとか、あるいは海外でMBAを取られてそのまま外資系の投資銀行に入られるとか、そういう方が多いんですが、私の場合、ちよつと異色で、ダイエーという事業会社におりました。

どんな差別化要因があるのかといいますと、M&Aの数を人一倍やっておるところで、かなりアドバンテージがあるのかなと自分なりに分析しております。しかも、オーナー会社におりましたので、経営者の気持ちとか、あるいはオーナーあるいは社長の下で働いておられる経営企画の実務担当者の気持ちが非常にわかるということ、そのあたりにも感情移入をすることができることが、私の一つの売りなのかなとも考えております。

泣く子も黙る中内功さんのもとで鍛えられたM

&Aでございます。それが仕事になってしましまして、一二年前にレコフに入りまして、M & Aの業務に引き続き携わっておる次第でございます。ひとつよろしくお願い致します。

一、イントロダクション

前置きはこれぐらいにいたしまして、早速、今日のM & Aに関して少しお話をさせていただければと思います。

(1) M & Aの形態

(一) 承知のように、M & Aはmerger (合併) とacquisition (買収) というのが字義的な意味となっております。ですから、厳密な意味で言いますと、M & Aというのは合併とか買収とか、資本提携でもどちらかというマジョリティーをとる

ようなところがM & Aという定義になるのではないかと思います。レコフは合併会社の設立でありますとか、あるいは資本の絡まない業務提携もアドバイスして、サービスの一環としてさせていただいております。

(2) 企業の中期的GOALとM & A

では、M & Aというのは一体どんな使い勝手があるのかというのが、資料(本文末参照。以下同じ)の三ページ目でございます。事業会社の経営企画の方々は、常に成長戦略、自社をどのようにして成長させていこうかということを考えておられると思います。自助努力で成長していく、いわゆるOrganic growthという形では将来像を見据えたゴールにたどり着かない。そのギャップを埋めるために、いわゆるStrategic growthの部分でM & Aという手法を活用して、このゴールを達成

する、こういうことができるのではないかと思っております。

(3) 企業の構造改革と M & A

もう一つは、構造改革という視点でございます。企業というのは歴史の積み重ねでございますので、いろいろな経緯で関連事業を行っていたりするわけです。それが時代の変遷とともに位置づけが変わったりして、かつてはよかったと思っていたのが、非常に傷んでくるとか、そういう事がどうしても起こってくるわけです。

ダイエーのようにグループ会社が一〇〇社ほどあった会社。今はもうそんなにないんですけれども、それぐらいの関連事業を展開していた会社でした。例えば、小さい会社ですけども、オートワールドという会社をつくっておりました。これは、いわゆるカーアクセサリーでありますとか、

タイヤとか、そんなものをショッピングセンターの片隅で売っておりましたけれども、それは全くオートバックスさんの見よう見まねでやっていたわけです。高度成長のころはそれでよかったけれども、結局のところ、きちっとした差別化ができないまま赤字傾向が続いてきた。不採算部門、ノンコア部門というべき事業があったわけです。衰退傾向にあった。

これを一体どうしていくのかというときに、オートバックスさんにやっていたら、付加価値がついてよみがえる。これは実際の話でありまして、オートバックスさんに売却したオートワールドの店はすぐによみがえりまして、黒字化しておりました。そういう形で、付加価値をつけて同分野をコア事業とする企業に引き受けてもらって、こちらの方はそういう不採算事業を全部外出しして、事業の構造改革を推進する。こういう

う一つのメリットもあるんじゃないかと思っております。

ちなみに、ダイエーグループは今はもうなかなか難しい状況かもしれません。銀行団が入ってきて、しょうがなかったわけですけども、私個人的に考えますと、やはりそういう不採算部門からこういう形で売っていった構造改革をしていかないと、よみがえることは難しかったんじゃないかなと思います。ダイエーの場合は、利益の出ている事業から先に売却して、有利子負債を削減して、銀行にお金を返す。こういうことをしましたものですから、最後に不採算のところだけ残って、それを清算するのにまたコストがかかったりとか、そういう悪循環になったのではないかと、余談ですけども、そんな感じがするわけでございます。

(4) 企業の成長ステージとM&A

企業の成長ステージとM&Aという切り口で考えてみますと、企業にはどうしてもライフサイクルというものがあります。私が入社したころは、企業の寿命は三〇年ぐらいだと言われておりました。この図（五ページ）のように、成長期から衰退期、最後に再生というステージがあるかもしれないけれども、さまざまな局面でM&Aを活用することによって、こういういわゆる典型的な企業のライフサイクルを打破していくことができるんじゃないかと考えております。当然、資本関係が変わることもあるかもしれませんが、創業された事業というものは、こういう形で継続・発展させていくこともできるんじゃないかと考えております。

(5) M & Aのプロセス(例)

実際の M & A のプロセス、これはもう本当に釈迦に説法かもしれませんが、M & A というのは、プレ M & A があって、実際の M & A があって、ポスト M & A がある。大まかに言うとういうことでございます(六ページ)。

我々レコフのやり方は、クライアントからアドバイザーになってほしいと頼まれてそれから関与する場合もあれば、レコフの提案でこういうふうにしたらどうでしょうかと。例えば、過去にさかのぼって事例を挙げますと、家電量販店のエディオンという会社があります。これは比較的早い時期に共同持株会社を組成しました。広島のアオダオさんと名古屋のエイデンさんが共同持株会社をつくった案件です。

これはレコフが提案をして、いわゆるリージョナルな家電量販店からナショナルチェーンに、仕

入れのメリットも享受して、家電量販店業界で生き残っていく手だてを打てるのではないかとという形で提案させていただいた。これは、調査分析のさらに前の段階かもしれませんが、M & A というのはそんなことから始まるものでございます。

最終的には、きちっとしたデューデリジェンスを経て最終契約、受け渡しという流れを踏んでいくのが M & A でございます。

二、M & A 市場のトレンド

(1) これまでの M & A 市場のトレンド

これまで日本の M & A 市場はどのような変遷をたどってきたのかということでございます。

八ページの図表は、弊社ですととっておりましてデータを時系列に並べたものでございます。見

ていただくとわかりますけれども、最初にバブルのころに一つの小さな山がございます。件数は少なかったんですけども、M & Aが大きく始まった時期がこの辺だったんじゃないかなと思います。ここにお集まりの方々は、恐らくバブルを経験された方が多いかもしれません。日本の企業が世界の冠たる企業を買収するという、一見痛快な時代だったわけです。

一九八八年、ブリヂストンがファイヤーストーンを買収したときには、これはしゃれじゃないかとみんな思ったわけです。三五〇〇億円もの金を投じてファイヤーストーンを買収した。

同じく一九八八年に、青木建設がウエステインホテルを買収しました。これは三〇〇〇億円で。どこかのウエステインの一つのホテルじゃなくて、ウエステインホテル全体のチェーンを買収したわけです。

同じく一九八八年、セゾングループがインターコンチネンタルホテル、これもチェーン全体を買収しました。二八〇〇億円。

一九八九年、三菱地所がロックフェラー・センタールを買収しました。二二〇〇億円。

同じ年に、ソニーがコロンビア・ピクチャーズを買収しました。六四〇〇億円。

一九九〇年、松下電器がMCAを買収しました。七八〇〇億円。

こんなビッグデールがバブルの時代に乗って次々と行われてきたわけでございます。

ちなみに、私の在籍したダイエーグループも、一九八一年、ハワイのアラモアのショッピングセンターの六〇％部分を五〇〇億で買収しまして、残りの部分は九五年に四〇％を取得して、一〇〇％の状態になったわけでございます。

このように日本企業がショッピングセンターな

んかを買収したりして、大型の投資を行った、そういう時期だったわけでございます。

さらに、小売業界は、本格的なといいますか、理屈のついた M & A という意味では、ちょうど大規模小売店舗法が施行されて、出店がままならなくなった。そういう中で、いわゆる日本の陣取り合戦をするのに、当時の中内功さんでありますとか、セゾングループの堤清二さんなんかが地方のスーパーマーケットチェーンでありますとか、あるいは地方百貨店を買収したりして、自分の企業の領域をふやしていった、そういう時代でございます。

その後、バブルがはじけまして一旦シュリンクするんですけども、その後、また劇的に増えまして、二〇〇六年に二七七五件というピークを迎えることになりました。

この流れは、ちょうど一九九七年のところに

「金融ビッグバン」という注記をつけさせていただいておりますけれども、ここを境に、それまで護送船団方式で行ってありました金融機関のたがが外れまして、山一證券あるいは日本長期信用銀行、北海道拓殖銀行、そんなところが軒並み破綻しまして、その関連事業とかそんなものもほとんど売却されていた時期です。各企業も、本業回歸、関連事業売却という流れで、飛躍的にディールがふえた時期でございます。

(2) 金融の自由化は全産業の戦略に影響を与え、

M & A は経営戦略の重要な選択肢となる

こういう時期を二つのステージに分類しますと、こういうふうになるのではないかと思います。

一つは、金融ビッグバンのところまでは間接金融の時代。いわゆる系列秩序の維持というのが重

要な視点で、メガバンクによるガバナンスが効いていたと言えるんじゃないかと思います。M & Aは比較的限定的な役割を果たしていた。M & Aというものに対してまだ少しアレルギーがあつて、一九九二年にダイエーがリクルートを買収したときなんかは、一面に真つ黒なバックで「ダイエーリクルート買収」という、非常に忌まわしい雰囲気醸し出すような形で新聞に載っていたものです。

しかし、九七年以降、市場経済への移行ということで、M & Aの役割が拡大して、リストラでありますとか企業再生において、M & Aという手法が必要欠くべからざるものとなってきたと言えるのではないかと思います。ほぼすべての業種がM & A機能を活用し出したのが、この第二ステージではないかと考えております。

(3) 直接金融（証券市場から調達）と間接金融（銀行からの借入）の調達額推移

一〇ページの部分は、金融ビッグバン以降の市場経済が間接金融から直接金融へと移行する、比率が逆転したことを示す図でございます。

(4) 金融ビッグバン以降の市場経済のインフラ整備

そのためには、インフラ整備が伴っていないといけなかったわけですが、一ページにありますように九六年以降、矢継ぎ早に市場経済のインフラ整備がなされて、M & Aをやるにも非常に組みやすくなったというのが金融ビッグバン以降の動きではないかと思っております。

(5) 日本の人口減少―これから M&A 市場の

ドライバー

二〇〇六年に一つのピークを迎えた M&A ですが、これからは M&A 市場のドライバーは一体どういう観点で考えられるのかというのが二ページの図でございます。推進力は何かということでございます。

まず考えられますのは、人口の減少あるいは高齢化という切り口でございます。二〇四五年には、日本の人口は一億人まで減ると予想されております。そして、そのころには六五歳以上が人口の約四〇%を占めるという構造的な変化が起きるということでございます。消費という観点で考えますと、加速度がついて下がっていくのは明々白々なことではないかと思っております。いわゆる胃袋がシュリンクしていきますので、食品スーパーでありますとか、あるいは外食産業であります

とか、いろいろ食に携わる方々、食品メーカーとか、これは本当に危機感を持って今考えておられると思います。

後で少し出てきますけれども、サントリーの佐治社長も、こんなデータを見て恐ろしくなって、キリンさんとの統合話に入っていたと私は聞いております。

(6) 世界、アジアの人口増加

しかしながら、全世界に目を向けてみますと、一三ページの図表では、点線で囲っておりますけれども、インドとか中国、インドネシア、パキスタン、バングラデシュ、こういうアジア圏、あるいはナイジェリアとか、コンゴとか、エチオピアとか、こういうアフリカのところは、まだまだ人口がふえていくんじゃないかと予想されております。アメリカ合衆国もふえていきます。これは見

逃せないところではあると思います。国土が広くて、人口がふえ続けて、しかも資源を有するという三つの要素、これは産業革命以前にこういう国が伸びるんじゃないかと言われていました。結局のところは、産業革命で技術が一通り世界じゅうに行き渡った後は、またもう一度こういうところに帰結するかもしれないと個人的には思っております。

(7) 二〇一〇年一月～九月のM&Aの件数―

IN―OUT市場の拡大

そうした事柄も踏まえまして、一四ページにありますように、この一月から九月のM&Aの件数を見てみますと、件数ベースでは一三％減っております。これは、二〇〇九年に二割減少したところから見ますと、少し底を打ったようには見えませんが、やはり依然として減少は続いております。

ます。本格的な回復までにはまだまだ至っております。ということでございます。

(8) 二〇一〇年一月～九月のM&Aの金額

一五ページにありますように、金額ベースでも一割弱減っております。二〇〇五年からビッグデイルのベスト3みたいなところを挙げさせていただいておりますけれども、二〇〇六年、M&Aの件数がピークだったとき、例えば日本たばこがガラハーを買収した二兆円のデイルとか、あるいはソフトバンクとボーダフォン、東芝がウエスチングハウスを買収する。こんなことが起きていたわけです。

その後も、三菱銀行グループがモルガン・スタンレーに出資するとか、そんなこともございました。

この一月から九月のところを見ますと、比較的

小ぶりの案件に終わっておるといのが現状でございます。

(9) 二〇一〇年の I N—I N の動向

その中で、我々は I N—I N と呼んでおりますけれども、国内企業同士の案件はどうだったのだろうかということでございます。一六ページの図表にありますように、前年同期比で見ますと二割減っております。金額では二五%減っておりますということで、少し I N—I N の M & A の市場は停滞しつつあるとも見受けられます。

一方で、サービスを業を中心とした内需関連企業における規模拡大とか事業の拡充という面での経営統合案件、事業統合案件、あるいは事業分野の拡充、こうした事柄、こういう目的で、依然として M & A は行われております。

(10) 二〇一〇年の I N—O U T の動向

一方、I N—O U T の分野でございます。これは、今非常に増えております。一七ページにありますように、件数でいきますと二割増加いたしまして、金額でも一割増加しております。成長機会を海外に求める動きが見てとれます

これは非常に情緒的な話ですが、例えば日本国内企業同士の統合案件とかを考えますと、やはり事業所がダブっていたりとか、あるいは工場の一つを閉鎖しないといけないとか、どうしてもいろいろ痛みの伴う M & A になってしまふ。しかし、海外へ打って出る M & A は、言ってみれば比較的に明るい M & A で、今の国内の事業にアドオンでプラスされていくということで、非常に取り組みやすいといえますか、特にマインド的に取り組みやすいと言えるのではないかと思います。

そもそも中国へ出ていくというのは、昔は製造

業が安いコストで製造するために中国に工場をつくったり、あるいは中国の企業と提携したり、そんなことを考えておったわけですが、今や中国をマーケットとしてお金もうけのために出ていく。こういうふうに変化してきていると言えると思います。

ただ、これはもう世界じゅうのどの企業もそういうことを考えておりますので、中国という大きな大陸の中で、日本企業だけが出ていって果実を享受できるかというところではなくて、海外企業、グローバルな企業がどんどん来ますので、この戦いはこの戦いで、これから非常に熾烈なものになるんじゃないかと考えております。そう簡単ではないとは考えております。

一方で、昨今取りざたされておりますような、いわゆるカントリーリスクというものもどうしても見逃せない部分ではないかと考えております。

(11) IN—OUTの目的、戦略

一八ページでは、大体どのようなつもりで日本企業が海外企業を買収しておるのかということを一列挙しております。メーカーのところは、やはりサービス系も共通してですけれども、アジアというのは新しいマーケットで、そこを市場開拓していくという目的が透けて見えるんじゃないかと思っております。

一方、IN—OUTの金額ベースで見ますと、ITとガラハーのような大きなものはないかもしれませんが、一応そこそのものが行われておるんじゃないかと我々は観察しております。こうした事柄は、引き続き今後とも続いていくのではないかと思っております。

(12) アジア企業へのIN—OUT

アジア企業へのIN—OUTの各年の公表の順

位としては、二一ページの図表に示しましたようなことが観察できるのではないかと考えております。比較的小ぶりではありますけれども、件数は非常にたくさん行われてきておるということでございます。

(13) キリン／サントリーの統合交渉

そういう中で、一つのトピックスとして、二二ページにありますように、キリンさんとサントリーさんの統合案件を取り上げることができます。この案件は、結局のところ破談になったわけですが、この案件が目指したところは、このような二つ目のブレッドに書かれております。「統合を目指した理由」に四つ挙げさせていただいておりますけれども、こんなところに集約されるんじゃないかなと思っております。

まず、統合によってシェアを向上させよう。こ

れは、国内で一たん勝負ありという形で勝負をつけた上で、世界へ打って出る。こういう考え方もあったんじゃないかと思っております。それから、統合することによって価格交渉力の向上を図れると考えたんじゃないかと思います。当然これは統合ですから、間接部門とか、あるいは生産設備とか、このあたりを集約して、コスト削減になげられる。それから、一番大きなところかもしれないかもしれません、海外事業での提携、世界的な勝ち残りを目指す。こういう四つのもくろみで、キリンさんとサントリーさんの交渉が行われたんじゃないかと思っております。いわゆる国内の集約化と海外買収が同時並行で行われるハイブリッド型の M & A ということで、我々は注目していたわけでございます。

先ほど申し上げましたように、サントリーの佐治社長が言われていたそうですが、やはり二〇四

五年に人口が一億人を切る。しかも、高齢化が加速度的に進むところで、食品メーカーとしてはかなり危機感を持って当たらなければならぬ。胃袋がシュリンクしてしまう。この現実を考えて、まずは国内の胃袋を独り占めにした上で、海外で世界的な競争に打ち勝っていこう、こういうハイブリッド型の企業体をつくらなければならぬということ、キリンさんとの統合話に進んでいったということを伝え聞いております。

なぜ破談に至ったのか。これはこれでなかなかきちつとした説明がなされていないので、我々もちょっとわからないんですけれども、やはり関西弁と標準語の違いのように考えられるんじゃないかと思います。上場会社としてずっとやってこられたキリンさんと、巨大な企業ではありませんけれどもオーナー会社で未上場でやってこられた、いわゆる商店のようなサントリーさんとの言語がな

かなか合わなかったんじゃないかなという観察をしております。当然、関西弁のあいまいさというものも、このディールにはちょっと影響したんじゃないかなと思います。

私も関西の出身ですので、ちょっとペンディングにするときに、そういうあいまいな言葉遣いをするわけです。それが関西弁のよさでもあるんですけれども、こういう、物事を明確に取り決めたといけないときには少しマイナスに働いたのかなとも考えております。

というわけで、日本企業の海外案件への取り組みは、中堅企業から大企業に至るまで、アジアという傾向も含めて広がりがつつあるのが現状でございます。

(14) IN—OUT市場の堅調は継続するか？

先ほどもM&Aの傾向から時代を定義づけさせ

ていただきました。ステージ1、ステージ2、間接金融の時代から市場経済への移行期と書かせていただいたわけですが、今後は日本企業のグローバル化の時代と位置づけることができるのではないかと思います。

先ほどから何回も申し上げておりますように、これはもう必然性として人口減、高齢化、こんなところでございます。それから、可能性としては、日本の技術の高さ、安全性、高品質。例えば、粉ミルクなんかでも、中国では日本の粉ミルクしか売れないそうです。やはりそういう安心・安全の分野、こんなところはまだまだ非常にアドバンテージがあるんじゃないかと思えます。ですから、これは日本企業のグローバル化の一つの大きな要因になっていくんじゃないかと思えます。

二三ページの下のまとめのところに書いておりますけれども、「日本企業の業種の多様性×数多

くの新興国」ということで、日本企業のグローバル化の機会がどんどん広がっていくんじゃないかなと考えておる次第でございます。

三、マクロ指標とM&A市場

(1) M&A件数と景況感

マクロ指標とM&A市場にどういう関連があるのか。

これは、後でぜひごらんになっていただければと思います。ちょっとユニークな分析ではございます。企業収益とM&Aの件数はどうリンクしているのか。あるいは、景況感とM&Aはどうリンクしているのか。(二五ページ参照)

(2) M&A件数と設備投資

設備投資とM&Aの件数はどうリンクしている

のか。こういう事柄をもとに考えていきますと、やはりM&Aは余り景気が悪いと行われなものなのかなと。(二六ページ参照)

(3) 金融機関の姿勢と企業のキャッシュフロー

今、各企業さんとも非常に内部留保をふやしておられる時代です。リーマン・ショック以前は、キャッシュを持っているとばかな経営者だと言われて、アクティビストなんかから追及されて、使わないなら配当せよと迫られたりしたものですけれども、リーマン・ショック以降は、どれだけ分厚くキャッシュを持っているのかというのが非常にいい企業であると言われ始めたものですから、お金がたまってもなかなか設備投資に回らない、ひいてはM&Aへも向かわない、こういう事柄が今起こっているんじゃないかと思います。ここはぜひ後でござらんになっていただければと思います

す。(二七ページ参照)

四、市場経済下のM&Aにおける 取締役の判断と法的論点

さて、本日の主題のもう一つ分野です。「市場経済下のM&Aにおける取締役の判断と法的論点」。ちょっと難しい主題になっておりますけれども。

(1) インTRODクション

① M&Aに関する訴訟事件、取締役個人が多大な責任を負う訴訟事例が近年増加

M&Aにかかわる訴訟というものが最近結構起きております。取締役個人が訴えられるという事柄が起きております。昔は、M&Aをやつて訴えられることは余りなかったわけですが、最

近はこういう事柄が非常に多くなってきたおるわけでございます。増資でありますとか、TOBでありますとか、そういう分野でのM&Aが非常に多いわけですが、そういう場合に取締役が株主から訴えられる事例がふえております。どうしてこういうことになっておるかということでございます。

②取締役の経営判断をとりまく環境の変化

(その二)

それは、経営環境の変化というのが一つ挙げられるのではないかと考えております。(二九ページ参照) マクロの市場環境の変化を見ますと、当然グローバル化、あるいはIT通信の技術革新でありますとか、先ほど来述べておりますような間接金融から直接金融への流れとか、こんな変化がございました。

そういう事柄と関連して、株主利益に対する追及でありますとか干渉が高まり始めたと言えるのではないかと考えております。取締役会が株主から以前にも増してより厳しい監視のもとに置かれて経営をしなければならぬという事態に陥っておるわけでございます。昔でしたら、こんなことで訴えられるのかと思うような事柄でも訴えられているわけです。

ちなみに、またダイエーの話で申しわけないんですけども、一九九二年にダイエーはリクルートを四六〇億円で買収したわけです。当時、リクルートのオーナーでありました江副さんは、リクルートコスモスの、いわゆるリクルート事件というもので未上場の株を政界、官界にばらまかれて、刑事被告人になっておられたわけです。

それで、自分がいるとこれからリクルートは伸びないんじゃないか、阻害要因になるんじゃない

かと考えられて、中内さんのところに頼みに来られた。「持ち株会の評価でいくと、自分の三四%のこの株は四六〇億円になっております。ダイエーで引き受けていただけませんか」と頼まれたわけです。私もそのときに中内さんの横にいたわけです。今ではもう考えられないことですけれども、中内さんは、一言、「じゃあ、預かっておこうか」と言われたわけです。

三和銀行さんが両方のメインバンクでしたので、仲介役をしていただいて、資料が出てきました。非常に不良債権が多くて、バブル崩壊の影響で借入金が一兆数千億あり、一方、資産はというとかなり焦げついておりまして、実質は借入金の一〇分の一ぐらいしかなかったという傷んだバランスシートと、一方で損益計算書、P/Lのほうは年間五〇〇〜六〇〇億円の利益を出すという非常にアンバランスで評価の難しい会社だったわけ

です。これは一体どのように見るのか、四六〇億円は正しいのか、間違えているのかというのはなかなかわからない。

我々は事務局だったわけですが、当然デューデリをして、四六〇億円からどれだけ差し引くことができるのか。これをやっておかないと危なくてしょうがない。見たところ絶世の美女だけれども、実際は不治の病に冒されているんじゃないかという会社だったわけです。

ところが、中内さんは「そんなものはしなくていい。江副さんと約束したんだから、四六〇億円で買うと言ったんだから」ということで、デューデリも行わずに四六〇億円で買収したわけです。もう今となつてはこんなことは絶対できません。全く説明責任を果たせないディールだったわけです。

これは後日談ですが、二つあります。

一つは、そのとき中内さんが「預かっておこうか」と言われなかったら、江副さんはサントリーの佐治さんか、京セラの稲盛さんのところへ持つていったということだったわけです。

もう一つの後日談は、その後ダイエーの経営が傾いて、リクルートの株を売らないといけないようになったわけです。五〇〇〜六〇〇億円の利益があったわけですから、そのときまでにどんどん借金は返せたわけです。何回かに分けて売りましたけれども、最終的にトータル一六〇〇億円以上にはなっていたと思います。ですから、買った金額の四倍の金額、キャピタルゲインで一二〇〇億円ぐらいの利益が出た。こういうデールだったわけです。説明責任は全然果たしていないんですけれども、結果オーライみたいな、非常に莫大な利益を生んだ。それは全部銀行へ返ったわけですから、そういうデールでした。

そういうことは、今やないわけです。通常の経営判断であったとしても厳しく追及される、干渉される環境に今なっているということを、まづ頭に置いておく必要があります。

③取締役の経営判断をとりまく環境の変化

(その二)

もう一つ、環境の変化としては、当然国内の成長は、人口減、高齢化というキーワードからいっても、鈍化している。そういう中で、企業の戦略の方向性は一体どこへ向けられるべきなのかということ、業界再編でありますとか、海外へ打って出るとか、M&Aという手法を使うことがやはり多くなるわけです。そういう中で、日常的にM&Aを行う際にどんな経営判断をしていかなければならないのか。こういう局面が増加しているというのも一つの大きな環境の変化ではないかと

思っております。(三〇ページ参照)

(2) M & Aにおける取締役の判断と法的論点

①取締役の法的責任の基本的な考え方

そういう中で、取締役というものはどういう義務を負っているのかということでございます。

(三二ページ参照) M & Aに関して言うなら、一言で言うと、これはもう善管注意義務を負っていると考えると思います。

善管注意義務というのはどのように判断されるのか。先ほどの中内さんのように、経営に冒険的な要素が不可欠であると。これは皆が認めるところじゃないかと思えます。経営が萎縮していたら、なかなか成長することはできないわけですから、冒険的要素が不可欠であるというのは事実なわけですけども、その中で事実認識、意思決定のプロセスと内容にもし不注意があったとした

ら、取締役は責任を問われる。不注意がなければ、広い裁量権で経営をしていただくさい。こういうのが経営判断の原則じゃないかと思っております。訴えられた裁判の例をみますと、やはりそういうところを突いてこられて、そういうプロセスとか判断に合理性を欠く場合は、問われると言えると思います。

これは「ヤクルト本社事件」と書いてあります。これは、M & Aというよりもデリバティブでかなりの損を出した担当役員が、六〇億円ぐらいの株主代表訴訟を負った。そういうはしりのような案件があったわけです。それ以降、こんな事柄が問われておるといってございます。

②取締役求められる経営判断と局面

具体的に、M & Aにおける取締役の判断と法的論点にはどういう事柄が考えられるのかというこ

とでございます。(三二ページ参照) 先ほども M & A のプロセスについて基本的なところをお示ししました。取締役会としては、通常の M & A プロセスにおける判断事項として、大まかに言うところ六つぐらいの事柄に注意して行っていかなければならない。

候補企業はここでもよかったのか。例えば、会社を売却する場合、あるいは買収する場合、候補企業はここでもよかったのだろうか。

秘密保持の契約をきちっと締結していたでしょうか。サントリーさんとキリンさんの場合は、比較的早目にディスクローズされました。基本合意書を締結したとか、多分そういうとき以前にやられたと思います。これはインサイダーの問題とか、そんなことを考慮されて早目にされたんだと思いますけれども、秘密保持の契約をきちっと締結されているでしょうか。

デューデリジェンスに移る前に基本合意書を締結して、大体の取引の骨子を決めてデューデリに入っているでしょうか。きちとしたデューデリが第三者機関によって行われているでしょうか。

それに基づいて、合理的な取り決めのもとに最終確定契約の締結が行われているでしょうか。例えば、事業譲渡でありますとか、いろんなディールのストラクチャーによって、スキームによって、例えば最終確定契約を締結してから一カ月置いて初めて受け渡しができるとか、こういうこともありますので、そういう手順を踏んだ上で受け渡しをしているでしょうか。

こういう事柄が判断事項として挙げられるのではないかと思います。

これは通常のパターンですけれども、通常より高度な経営判断を求められる局面として、会社の支配権の移動。第三者割当増資。上場子会社の完

全子会社化、未上場ではなくて上場している子会社を完全子会社化する場合。そして、MBOをする場合。この四つぐらいの分野が挙げられるのではないかと思っています。この四つぐらいの事柄に対して、後で問題になることが多いというのが最近の事例でございます。

③ M & A プロセスにおける判断

具体的には、まずディールプロセスにかかわるところから考えますと、三三ページに示しましたようなことになってくるわけでございます。先ほどの基本的なところでは、候補企業の選定、LO I、デューデリ、最終契約の締結・受け渡し。こういう事柄で判断を要する事項として、それぞれ挙げさせていただいているわけでございます。

先ほども申し上げましたように、なぜその企業を選定したのか。これはそもそも非常に説明を求

められるところがあると思います。ほかに可能性はなかったんでしょうか、いやなかった、ここが一番いい条件である、あるいはここに組んだら会社の成長に一番資するM & Aを行うことができる。いろんな説明があると思いますけれども、相手企業の選定がどうだったのか。

あと、外部の専門家を起用するのか、しない場合の理由は何なのか。こんな事柄もあると思います。この時点で絶対に起用しないといけないというのではないと思いますけれども、そういう事柄も判断を要する事項であると思います。

秘密保持契約書を締結する場合、当然秘密が漏れた場合に損害賠償のプロセスに移行してしまう可能性もはらんでいるものですから、こんな事柄も一つの検討事項であると思います。

こんな事柄が、ずらっと検討される事柄ではないかと思っております。

④ 取締役として高度な判断を要する局面

(その二)

先ほど、高度な判断を要する局面を四つほど挙げさせていただきましたけれども、その一つ一つを考えていきたいと思います。(三四～三五ページ参照)

(i) M & Aで会社支配権に変動が生じる場合

例えば、M & Aで会社の支配権に変動が生ずる場合、自分の会社を売却して、どこか大手の傘下に入りますとか、こういう事柄があるかもしれません。取締役として、もうその会社の傘下に入ると自分のクビが危ない、こういうことを考えてしまいかもしれません。保身を目的として行動する可能性が当然あるわけです。ですから、これは通常の経営判断よりも高度な注意義務が必要と思われる局面であると思います。

国内では余りそういう事例はないんですけれども、アメリカの会社では、客観的に見て、売却価格を最大化したと説明できる検討プロセスをとることが必要であると出てきておるわけでございます。当然、相対で決めても、今日本の国内の場合、きちつと説明さえできればいいわけですが、でも、海外の場合はこんな事柄でございます。

しかも、アメリカの判例によりますと、「取締役会の職責は、会社を防御することではなく、株主利益のために会社の売却価格を最大化することに専念することが求められる」と言われておるわけです。ですから、我々がM & Aに携わるようになって、海外の企業の売却を打診に行きますと、判で押したように、ここはアメリカですから、すべての企業が売却対象ですと言われるわけです。それは、こういうところに原点があるんじゃないかと思えます。しかし、取締役会の職責は会社を

防御することではなくて、売却価格を最大化することに専念することが求められるというような判例が出ていることは、ちょっと気にかかるところではあります。いつ日本にこれが来るのかと。

(ii) MBO (Management Buy-Out・経営陣による企業買収) の場合

それから、Management Buy-Out の場合は非常に難しい、ややこしい話になります。経営陣がみずから株を買って独立するわけですから、株主と経営陣とが売り手と買い手に分かれて、経営陣が株を買うときには安く買いたいですし、株主は高く売りたい。こういう利益相反が生ずるわけです。ですから、検討プロセスの適正性と、価格の公正性を担保する措置がどうしても必要になってきます。これは第三者機関を入れて、算定書あるいはフェアネス・オピニオンをとったりして、そ

れは担保することができるところです。このプロセスを抜きにMBOは語れないと考えるわけでございます。

以前、牛角という焼き肉屋チェーンをやっておられるレックス・ホールディングスという会社がMBOをしたわけです。これは第三者機関に算定させてやりましたけれども、最終的に三分の二以上の株が集まったわけですが、残りの少数株主を追いつけないわけですね。そのときに、三分の二以上あれば特別決議ができますので、強制的に買い取ることができるわけです。やはりその株価の評価が本当に正しかったのかどうか、後で少数株主から訴訟があったり、少しもめた経緯はあります。このプロセスは非常に重要なところと言うことができます。

(iii) (上場) 子会社を完全子会社化する場合

もう一つは、よく似たことになるかもしれないけれども上場子会社を完全子会社化する場合。

これも、少数株主と親会社。親会社は完全子会社化するときには株を買うわけですけども、安く買いたい。少数株主は高く売ってほしい。こういう利益相反が生じますので、同じく検討プロセスの適正性と価格の公正性を担保する必要があるわけでございます。このときも、やはり第三者委員会の設置でありますとか、法務アドバイザーからの意見書、フィナンシャルアドバイザーからの株式価値算定書などを取得するケース、これはぜひやっておかれたらいいと思います。

(iv) 第三者割当増資を実施する場合

もう一つは、第三者割当増資を実施する場合です。これも、有利発行の問題とか、下手をすると

後で禍根を残すようなプロセスに陥ってしまう可能性があります。事後でございませう。

取締役会で過半数の議決権を維持・争奪する目的あるいは反対派の少数株主権を排斥する目的で募集株式の発行を行う場合に、非常に不公正な方法による発行とみなされる場合があります。今は余りいなくなりましたが、そういう形で争奪する、争奪戦に巻き込む、そういう事柄があるわけです。そういうときにも、非常に注意が必要な事柄でございます。

第三者割当増資の場合は、手続するときに財務局とかそういうところにもヒアリングに行ったりするわけですけども、そこでいろんな注意点を言われて、そこをきちっと押さえた上でやってくださいということを指導されることも最近多くなっております。

このような四つほどが、今非常に注目されている

る事柄でございます。

⑤ 専門家の意見を活用する意義

ぜひ専門家の意見を活用していただきたいなと思います。これは別にレコフの宣伝をしているわけではないんですけれども、こういう後々のことも見据えて、そういう事柄を担保しておくことが非常に必要なことで、取締役会の善管注意義務というものを十分に遂行する上で非常に必要な事柄ではないかと思っております。(二六ページ参照)

⑥ 実際に訴訟となった近時のケース

実際に訴訟となった最近のケースが三七～四〇ページに出ております。これはぜひご覧になっていただければと思っております。

いろんな論点があるわけですが、会社のことを本当に真剣に考えて、会社の成長戦略とい

うものを実行していくためにやっていくという非常にいい動機のもとに行われるのであればそんなに大きな問題はないと思うんですけれども、何か経営権の争奪戦でありますとか、あるいは何かオーナーが自分の利益のために株をいじるとか、そんなことになってくると、後々いろんな問題が指摘されるおそれがあるというのが昨今の例でございます。

高値で行われた場合、低値で行われた場合、いろんな判例が出ておりますので、またぜひ後で見ただけだと思います。

五、まとめ

こんな事柄で、最終的に我々はどういう事例からどんな示唆を受けるのかということで、三つほどのブレッドに分けて考えております。(四一

ページ参照)

一つ目は、「善管注意義務の観点を踏まえた事実認識と意思決定の過程」。プロセスをきちつと行っていかなければならないということでございます。外部に対する説明力を高めておくことは非常に重要なことでございます。

二つ目は、「利益相反構造に対する慎重な対応」。先ほどの MBO とか、あるいは上場子会社の完全子会社化の際の少数株主の取り扱い。こんな事柄においては、利益相反構造に対する慎重な対応が必要であると思われます。

それから、「専門家意見の活用」というものが、後々の事実認定において非常に重要な役割を果たしてくる。きちつとこういうふうにやっております、算定書をとっておりますという形で、取締役会としてはリスクヘッジをすることが出来る。一方で、我々は時々算定書なんかを書か

せていただくわけですが、そういう訴訟のことを踏まえて、我々もかなり慎重に株価の算定を行います。相互の責任を果たす面で、ダブルのチェックになっているんじゃないかと思っております。

このように考えてみますと、M&A も取り組むのに細心の注意を払わなければならない、リスクを伴う時代に入ってきていると言える一方で、そのように押さえるべきところをきちつと押さえておけば、非常に大きな果実を得ることが出来る手法であることも事実でございます。

こうした点で、過去、M&A を数多く行われている、例えば日本電産の永守社長でありますとか、そういう方々の話を聞きますと、やはり M&A の価値は認めておられて、今のグループの経営規模があるのも M&A のおかげであると言っておられるのも事実でございます。

ですから、こうしたリスクを最小限に抑えてメリットを最大限に享受するためのお手伝いをするのが、最後にレコフの宣伝になりますけれども、我々の仕事ではないかと自負しておるわけでございます。日本経済新聞なんかでもレコフのデータを出させていただいております。「レコフ調べ」という名前を見ていただくことができると思うんですけれども、レコフの名前を頭の片隅に置いておいていただいて、M & Aの案件が出たときには、皆さんそういうお立場であるかどうかわかりませんけれども、レコフと一緒にやってみようかと考えていただければ、我々はこれほどの幸せはないわけでございます。

最後に弊社のPRも兼ねてお願いを申し上げます。結びとさせていただきますと思います。本日は御清聴ありがとうございました。(拍手)

高橋理事長 恩地社長、どうもありがとうございます

ました。

今後の長期的な課題として、我が国企業が海外へ飛躍して、機会を求めていかなければいけない。そういう場合に、どういう点に注意するか、どういうリスクがあるかという点について、大変きめ細かい興味深いお話を事例を挙げながら伺えたかと思えます。

それでは、お時間をいただいていますので、御質問なり御意見なりおありの方は、ぜひお伺いしたいと思えます。いかがでしょうか。

質問者 本日はありがとうございました。

OUT-INのM & Aの最近の動向だとか、今後の見通しに関して御見解をお話しいただけたらと思います。

恩地 OUT-INの主要なプレーヤーは、これまでは外資系の投資ファンドでした。外資系の投

資ファンドが日本の企業を買収する、こういうのが大体 O T T I N の大きなポーションを占めておったところでございます。

以前は、アメリカなりヨーロッパの企業が日本に進出するときに日本の企業を買収して、それを足場に日本で事業を展開していくこともあったわけです。それは、先進国の場合は一通り終わっておると思います。

今後の見通しですけれども、一つはファンドの動きです。ファンドは、リーマン・ショックでたんお金が集まらなくなって、どちらかというと死んでおった時期がありましたけれども、最近の我々の活動で肌で感じるところです。案件としてできてきているわけではないんですが、肌で感じるところでは、ちよつとよみがえりつつあるなと思います。外資系の投資ファンドが再び投資するということは、これから出てくるんじゃないかと

思います。撤退したファンドもありますけれども、粘り強く腰をおろして日本への投資を続けている外資系のファンドは依然としてありますので、それはそれで一つあると思います。

もう一つは、今度は例えば中国の企業が日本の企業を買収するということは、これから非常にたくさん出てくると思います。今のところは、中国の企業が日本の企業を買収するのは、どちらかというと厳しい状況下にある企業への買収や出資です。例えば、法的手続に入った本間ゴルフさんを買収するとか、その寸前だったラオックスさんを買収するとか、あるいは最近ではレナウンさんへ出資するとか。レナウンさんも、こういう不況の時代にアパレルという業界全体の落ち込みとともに沈んでおられたわけですけども、そういう事柄がありました。

ですから、今現在、隆々とした会社を中国の企

業に売却しようという会社は余りないかもしれないけれども、これから出てくるんじゃないかとも思います。その一つのあらわれとしては、先ほどのファンドですけれども、これまでファンドが買収した会社のエグジット（出口）のところで、ファンドは当然後ろに投資家がありますので、高い値段で売却しないといけませんので、コンペがあります。これはもう中国企業であろうが日本企業であろうがお構いなしですから、一番高い値段で買ってくれるところに売却しますので、これは中国の企業がそういう会社を買収するということには出てくると思います。

そういう事柄が引き金となって、比較的中国の企業に会社を売却するということに抵抗がなくなってくれば、割合出てくるんじゃないかと思います。そんな見通しを持っております。

高橋理事長 M & Aというのは、先ほど冒頭で御

説明があったように、合併、買収、資本提携、いろんなケースがあります。今日は一括してM & Aということでお話を伺ったんですが、どういう場合に合併という手法がいいのか、どういう場合に買収、あるいは買収において多数株主になってから合併するとか、いろんなプロセスというか、バラエティーに富んだ戦略があるかと思っています。初歩的な質問で恐縮ですが、そういう点についてお考えがあれば教えていただきたいと思います。

恩地 例えば、先ほど申し上げましたような共同持株会社をつくりましょうというのは、当然戦略上いい話でもありますし、非常に取り組みやすいんです。

例えば、今の質問からいきますと、両者が大体同じぐらいの規模の場合、昔は合併しかできなかったわけです。合併しますと一つの会社になります。片方の会社は消滅して、存続会社に集約さ

れることになるわけです。当然、それまで社長、副社長、専務、常務といったのが、一本の会社になりますと、どちらかがやめないといけないわけです。少なくとも社長は一人にならないといけないですから、そこでもめる場合もありました。

しかし、共同持株会社となりますと、持株会社のところはそういう手当てが必要ですが、下にぶら下がるもとの事業会社は今までどおりでいいわけです。だから、非常に取り組みやすい。規模が同じで対等の精神であったとしても、共同持株会社は非常に作りやすい、取り組みやすい形だと思っています。

ただ、その後、共同持株会社というのは、やっていくうちに両者が一緒に夫婦のように生活始めると、もっと統合効果が出るんじゃないかということ、最終的には共同持株会社をやめて一社に統合するというのが基本パターンになってい

ます。

例えば、サークルKサンクスというコンビニエンスストアも共同持株会社をつくったわけですが、これも最終的には合併しています。先ほどのエディオンという共同持株会社も、結局もう合併しました。消費者にとってみたら、店の名前が重要で会社が分かれていても余り関係ない話なんです。そういうふうになら統合されてくるというのが大体のパターンです。企業規模が同じぐらいの場合は、大体合併という手法が行われる。違う場合は、買収というのが大体通常のパターンかなと思います。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかに何か御質問等ございませんでしょうか。

質問者 IN-O-UTに関連して、いろんな事例は欧米の例が多いと思いますけれども、アジアの場合には資本の流入規制等いろいろあるのかもしれない。

れませんけれども、今後アジアでM&Aの活動がどういうふうになるのかについて、御意見がありましたらお伺いできればと思います。

恩地 例えば、先ほど申し上げましたように、これからアジアというのが一つの市場といえますか
マーケットとして皆さんにとらえられると思います。中国の場合は、昔は合弁会社でないといふのでした。なかなか独自で参入できなかったわけですが、今では当然合弁会社でも日本の企業が過半数を占めるとか、こんなことができるわけです。昔と比べると非常にやりやすくなっております。

どんなところに進出していくかといいますと、例えば、小売業の場合は、現地の小売業を買収するというよりも、例えば不動産会社を買収して出店していくとか、こういう形態をとられる会社さんもあります。もう一つは、外食チェーンなんかも

は、どちらかというと現地の従業員を使ってやっていけないといけませんので、まずは出店した上で、現地の状況をよく見ながらふさわしい会社を買収していく。こういう行動をとられる方が今は多いです。

ですから、いきなり中国の市場を調べて、ここにこういう会社があつて、この会社を買収しよう。そういう行動パターンというよりも、行つてみてから現地をよく見据えた上で買収するとか、あるいは逆に中国に特化した我々のようなアドバイザリー会社がありますので、そんなところを通じての案件が持ち込まれて、それを一つ一つ検討した上で決めていく。現状はこういうパターンになるんじゃないかと思えます。そんな感じがします。

高橋理事長 今の御質問に関連して、さつき、今後人口構成が変わってくるという話がありまし

た。ということとは、中国だけでなくインドとかベトナム、インドネシアとか、視野を広げて、場合によっては南米等も含めて、IN—OUTで出ていく必要があるんじゃないかということを展望しておられると受けとめたいんですが、いかがでしょうか。

恩地 先ほど申し上げましたように、インドとか、中国とか、南米・ブラジル等を志向しておられる、皆さん目を向けておられるのは事実です。では、具体的にどの会社を買収したらいいのかということところまでは、まだきちっと調べ上げられていないというのも現状かもしれません。

ただ、例えば大手の製紙会社なんかは、インドでどんな会社がある可能性があるのかというときに、一応の条件といえますか、こんな条件であれば買収できるという一つのベンチマークを持っておられるんです。固有名詞は、名指しはできない

んですけども、こんな会社であれば買収できるというベンチマークを持っておられるので、今後割合そういう観点でのM&Aはさらに加速されてくるんじゃないかなと思います。

高橋理事長 ほかにいかがでしょうか。

特に御質問、御意見ないようでしたら、時間も参りましたので、そろそろ閉会にしたいと思います。

恩地社長、今日は大変お忙しいところありがとうございます。ありがとうございました。(拍手)

(おんじ よしみつ・株式会社レコフ代表取締役社長)

(本稿は、平成二二年十一月二日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

恩 地 祥 光 氏

略 歴

生年月日 1954年11月1日

現住所 東京都世田谷区

出身地 大阪府

学 歴

1977年3月 同志社大学法学部法律学科卒業

職 歴

1977年4月 株式会社ダイエー入社

1982年－1986年 中内社長秘書

1986年－1988年 中内潤専務秘書

1990年－1994年 事業企画室主査、社長室主席
グループ企画室副室長他歴任

1994年 経営企画本部長

1995年 総合企画室長

1996年 事業企画室長

1997年 グループ事業担当

1998年7月 株式会社ダイエー退社

1998年9月 株式会社アール・イー・パートナーズ副社長就任（レコフグループ入り）

2002年4月 株式会社レコフ常務執行役員就任

2006年4月 同社専務執行役員就任

2007年4月 同社アール・イー・ネットワークカンパニー社長兼任

2007年6月 同社取締役兼首席執行役員就任

2008年4月 同社チーフオペレーティングオフィサー就任

2010年3月 同社代表取締役 CEO 就任

2010年6月 同社代表取締役社長 CEO 就任
(現在に至る)

**グローバル時代のM&A
—拡大するクロスボーダーM&A市場と留意すべき取締役の義務—**

資本市場を考える会

2010年11月2日



イントロダクション

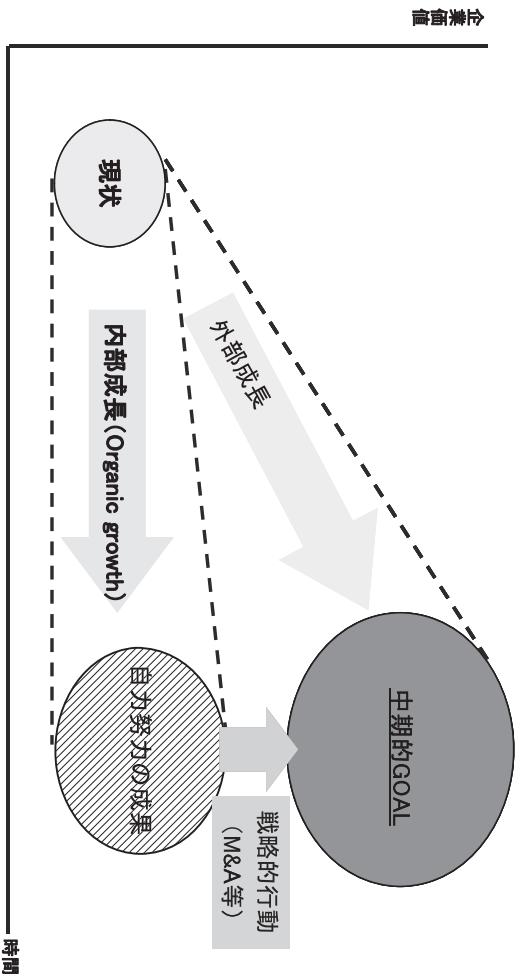
M&Aの形態

M&A	
合併	吸収合併 新設合併・共同持株会社
買収 (acquisitions)	株式取得・増資引受・株式交換 事業譲渡
資本提携	株式取得・増資引受による資本参加・出資拡大
業務提携	合併会社設立 営業買収 経営委任 生産・販売・技術等の業務提携
合併	2社以上の会社が契約によって1社に合同する
買収	株式取得、増資引受、株式交換による50%を超える株式の取得
事業譲渡	会社の資産、従業員、商圏等が一体となった「事業」の譲渡・譲受
資本参加	買収と同様の形態で、50%以下の株式取得
出資拡大	既に株式を保有している当事者の追加取得

企業の中期的GOALとM&A

内部成長の想定成果とゴールとのギャップを埋める手段 (break through solution)

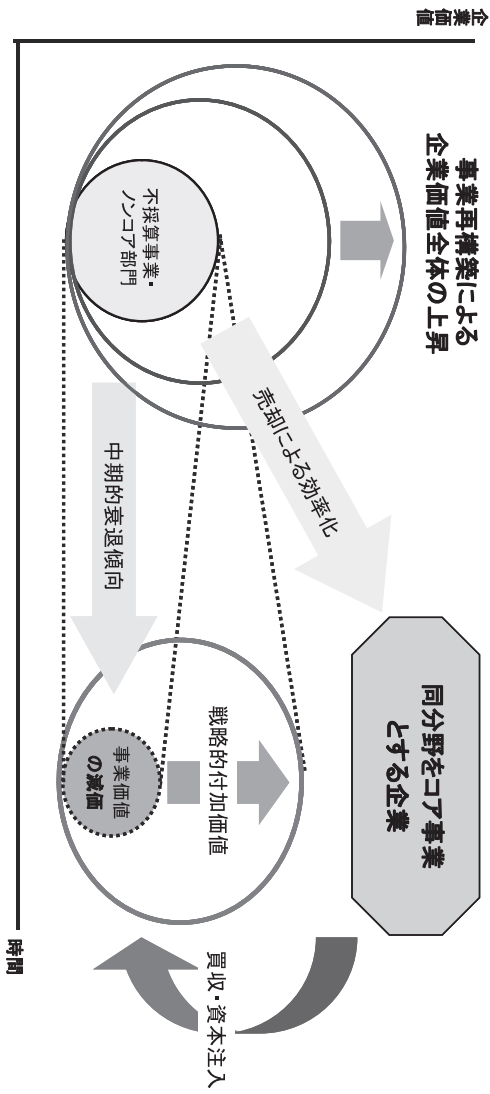
- 中期的Goalを達成するための戦略的手段のひとつがM&A



企業の構造改革とM&A

事業の非効率性における成長の限界を打ち破るための戦略的事業組み換え

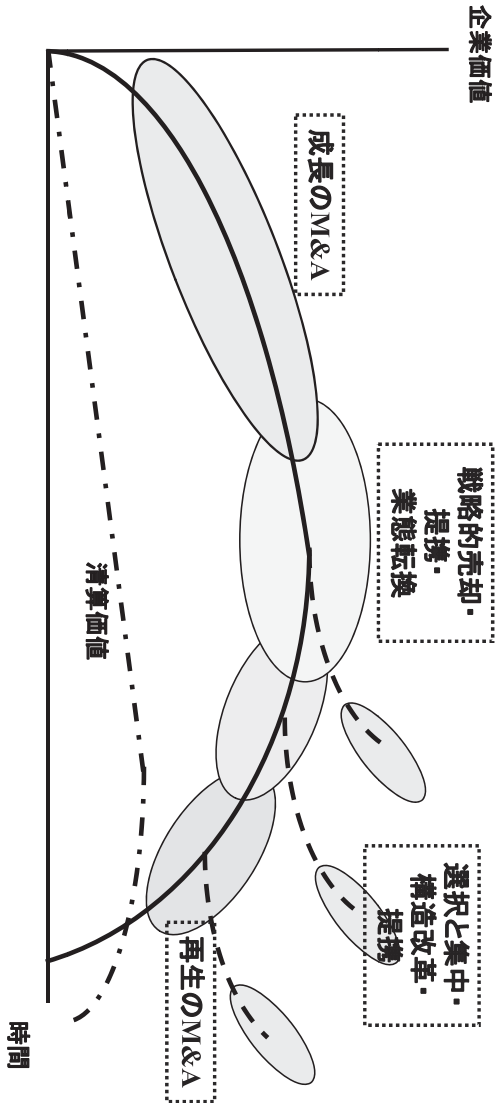
- 内部成長のみに依存する経営計画の限界を打ち破る手段としてのM&A



事業ポートフォリオの効率化は企業価値を上げるための市場からの強い要請

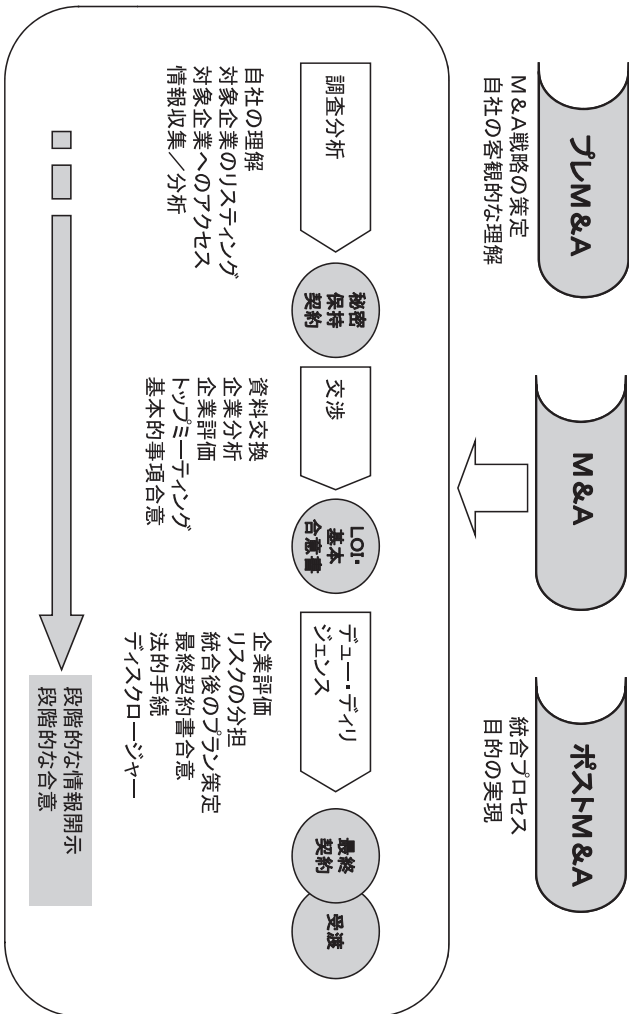
企業の成長ステージとM&A

企業にはライフ・サイクルがあり、永遠に内部成長を続けることはできない



企業の各ステージの中での転換点でM&Aは経営の重要な選択肢となる

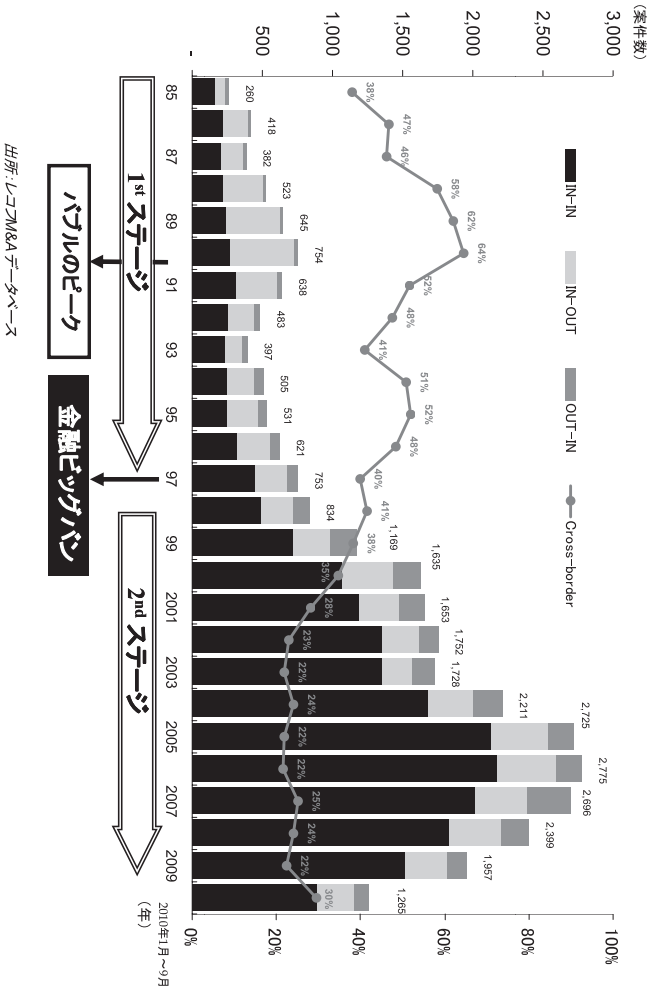
M&Aのプロセス(例)



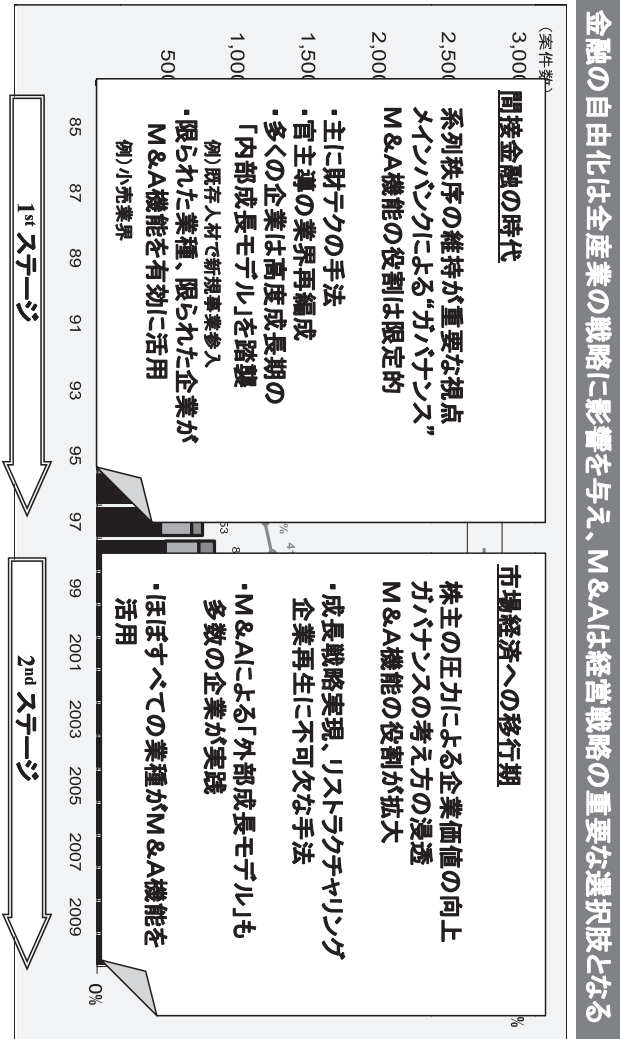
M&A市場のトレンド

これまでのM&A市場のトレンド

案件数の推移

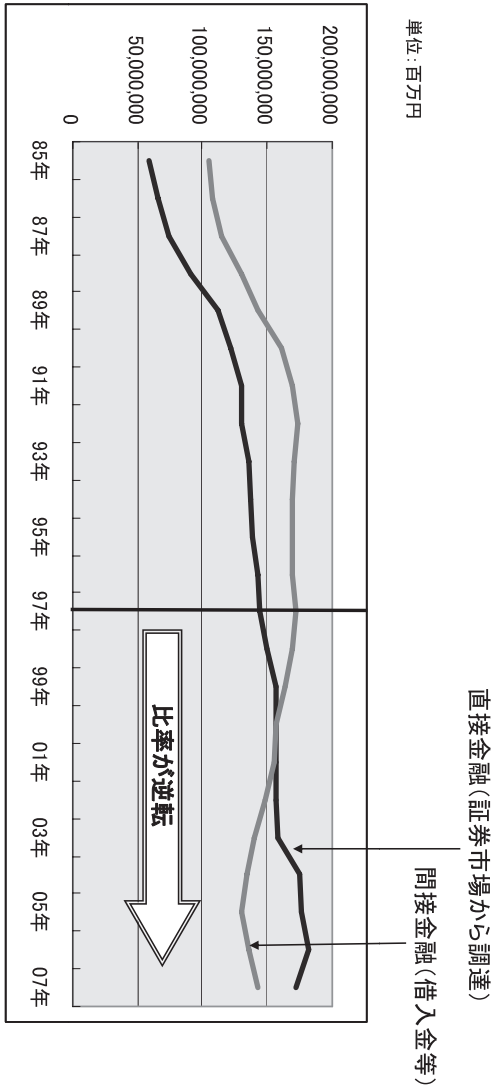


これまでのM&A市場のトレンド



直接金融(証券市場から調達)と間接金融(銀行からの借入)の調達額推移

資本金10億円以上の企業の資金調達源は、ビッグバンを境に直接金融化へ



出所: 財務省 法人企業統計年報

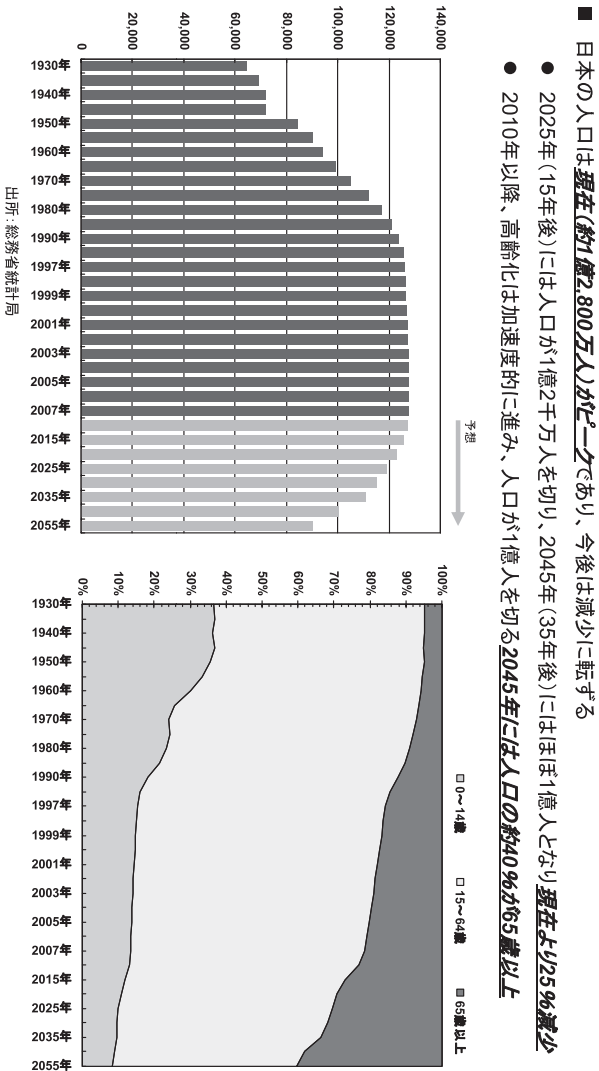
金融ビッグバン以降の市場経済のインフラ整備

1996年	金融ビッグバン宣言(橋本内閣のビッグバン)
1997年	合併手続き簡素化、純粋持株会社解禁(独禁法改正)
1998年	企業合併審査基準緩和、金融システム改革法、金融再生法成立
1999年	株式交換・移転制度導入、産業活力再生特別措置法施行、連結財務諸表の重視 キャッシュフロー計算書の開示、税効果会計の導入
2000年	民事再生法施行、退職給付会計、金融商品の時価会計、規制緩和推進3か年計画 会社分割制度導入、組織再編税制の整備、金庫株解禁、私的整理ガイドライン、 銀行等株式保有制限法成立、中小投資事業有限責任組合法、 DIPファインانس制度の導入、「規制改革推進3か年計画」閣議決定
2002年	種類株式の多様化、新株予約権制度導入、連結納税制度導入、監査役機能の強化、 取締役責任の制限
2003年	委員会等設置会社制度導入、株式会社産業再生機構設立、 公正取引委員会内閣府移管、会社更生法改正、産業活力再生特別措置法改正、 「企業結合に係る会計基準の設定に関する意見書」公表(2006年度より適用)
2005年	新会社法公布(2006年施行)
2007年	三角合併解禁

M&A活用を促進する法制度・透明な会計制度への改定と、再生の枠組みの進化

日本の人口減少 — これからのM&A市場のドライバー

日本の人口に関する今後の予想 ～総人口減少時代の到来～



世界、アジアの人口増加

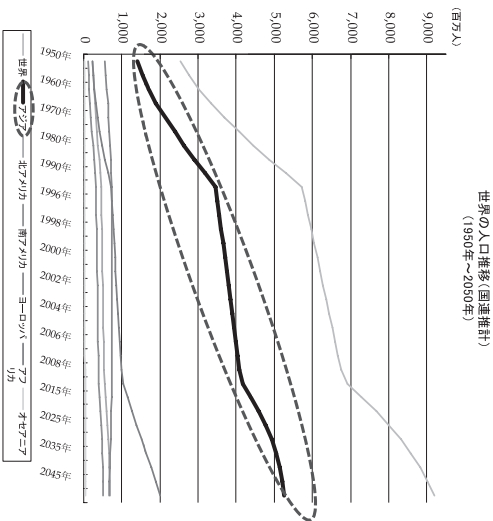
全世界の人口の予想について

- 日本の人口は減少に転ずるが、一方で世界では今後とも人口は大幅に伸びる見込み
- 特にアジア及びアメリカの人口の伸びは先進諸国を大きく上回る水準となる予想

世界の人口(主要国) ト・ワ・10

2010年		2050年	
1 中国	1,351,512	1 インド	1,659,270
2 インド	1,220,182	2 中国	1,408,846
3 アメリカ合衆国	314,692	3 アメリカ合衆国	402,415
4 インドネシア	239,600	4 インドネシア	296,585
5 ブラジル	198,964	5 パキスタン	292,209
6 パキスタン	173,351	6 イタリヤ	288,996
7 ベトナム	166,638	7 フランス	254,035
8 イタリヤ	158,314	8 ベトナム	254,034
9 ロシア	140,318	9 ロシア民主共和国	186,537
10 日本	127,176	10 エチオピア	183,404
世界	6,906,558	世界	9,191,287

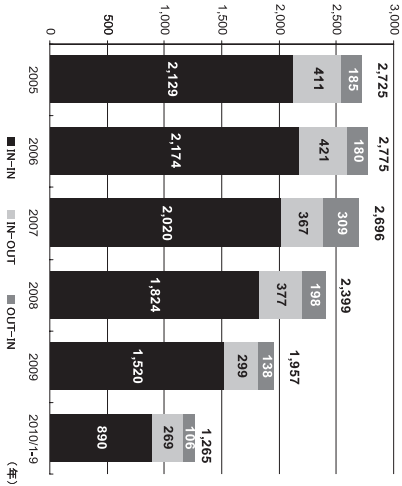
出典：国勢調査統計局
UN World Population Prospects: The 2006 Revision



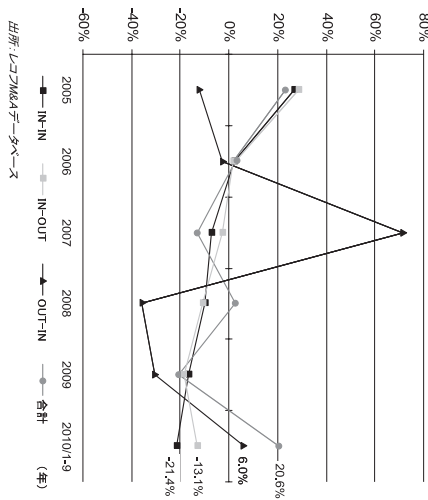
2010年1月～9月 M&Aの件数 — IN-OUT市場の拡大

2005年以降の件数の推移

■件数



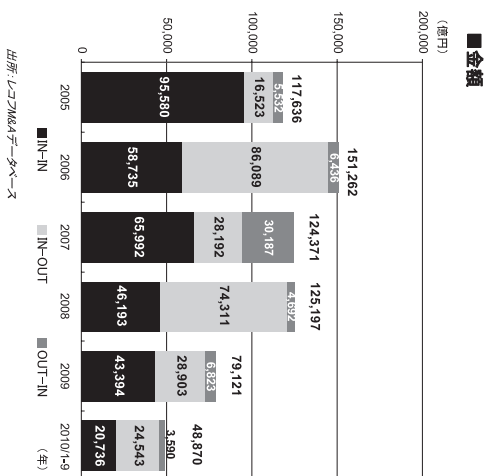
■件数前年比



■ 2010年1月～9月の件数は1,265件であり、2009年前年同期の1,455件に比べて13.1%減少
 ■ マーケット別にみると、IN-IN(890件)は前年同期の1,132件から21.4%減少、IN-OUT(269件)は前年同期の223件から20.6%増加、また、OUT-IN(106件)は前年同期の100件から6.0%増加であった。

2010年1月～9月 M&Aの金額

2005年以降の金額の推移



■各年公表金額上位

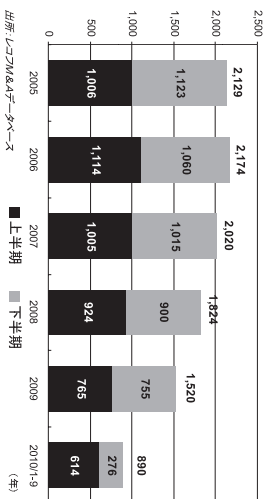
年	買手等	売り手等	金額	方向
2005	イトーヨーカ堂	セブンイレブン・コンビニエンスストア	1,352,300	IN-IN
	三井	第一勧業	796,798	IN-IN
	花王・パナソニック・パナソニック等	カネボウ	440,000	IN-IN
2006	JT	ガラハド(英)	2,263,000	IN-OUT
	ソニー・パナソニック	ポーター・パナソニック(英)	1,917,200	IN-OUT
	東芝等	日立製作所(英)、英技機料会社	621,000	IN-OUT
2007	ソニー・パナソニック(米)	日立製作所(英)	920,035	OUT-IN
	田辺製薬	三井物産・パナソニック(英)	525,091	IN-IN
	エーザイ	MGF・パナソニック(米)	433,758	IN-OUT
2008	三菱UFJ・パナソニック・パナソニック	モルガン・スタンレー(米)	948,050	IN-OUT
	武田薬品工業	パナソニック・パナソニック(英)	899,888	IN-OUT
	新日本製鐵・パナソニック	GE・パナソニック・パナソニック(米)	580,000	IN-OUT
2009	三井住友銀行	日本銀行・パナソニック・パナソニック(英)	574,800	IN-OUT
	三井住友海上・パナソニック・パナソニック	あいおい・パナソニック・パナソニック(英)	534,538	IN-IN
	損害保険ジャパン	日本損害保険	457,948	IN-IN
2010 1-9月	東電電力、関西電力、中部電力、九州電力など全国9電力会社など	日本原燃	400,000	IN-IN
	Mitsui Bussan Kaisha (三井物産、三井物産・パナソニック(英)等)	パナソニック(米)	396,616	IN-OUT
	アスファルト製薬	OSI・パナソニック・パナソニック(米)	370,880	IN-OUT

出所: リンコム&データベース

■2010年1月～9月の金額は4兆8,870億円であり、2009年前年同期の5兆3,927億円に比べて9.4%減少
 ■「ネット別」みると、IN-IN(2兆8,736億円)は前年同期の2兆7,336億円から25.8%減少したが、IN-OUT(2兆4,543億円)は前
 年同期の2兆2,221億円から10.5%増加。OUT-IN(3,590億円)は前年同期の3,770億円から4.7%減少した。

2010年 IN-INの動向

IN-IN 件数の上半期・下半期の内訳



■ 前年同期から件数で21.4%減少(1,132件→890件)、また、金額で25.8%減少(27,936億円→20,736億円)したものの、以下のように、幅広い分野・目的で経営統合や事業統合、また、事業分野拡充といった動きがみられた

A. 経営統合

- サービズ業を中心とした内需関連企業における、規模拡大や事業の拡充

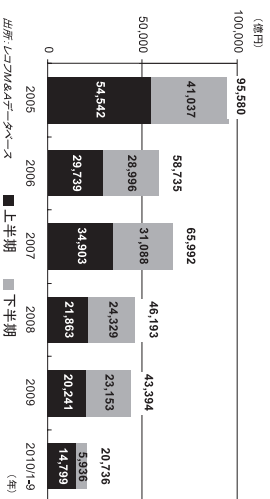
B. 事業統合

- 大手製造業による経営資源の選択と集中を目的とした事業譲渡等

C. 事業分野拡充

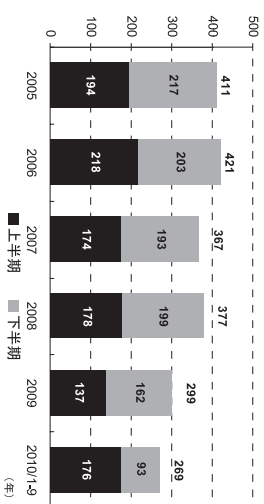
- シナジー効果が見込んだ関連事業の拡充を目的とした買収、資本参加等

IN-IN 金額の上半期・下半期の内訳

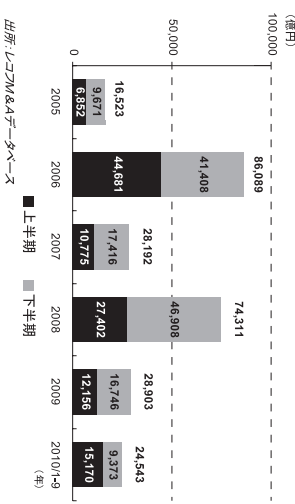


2010年 IN-OUTの動向

IN-OUT 件数の上半期・下半期の内訳



IN-OUT 金額の上半期・下半期の内訳



■ 前年同期から件数で20.6%増加(223件→269件)、金額でも10.5%

増加(22,221億円→24,543億円)した。成長機会を海外に求める動きがみられるとともに、開発力、技術力の強化や、資源・原材料の安定的な確保、を目的としたケースがみられた

A. 製造業による海外事業の強化

- 輸出企業による海外事業の一層の強化を目的とした買収、資本参加

B. 製造業による開発力、技術力の強化

- 外国企業の有する開発力、技術力とのシナジー効果を目的とした買収、資本参加

C. サービス業による海外市場の開拓

- 保険会社、ポータルサイト運営会社などによる海外の開拓を目的とした買収、資本参加

D. 資源・原材料の安定的な確保

- 総合商社、電力会社による、資源・原材料の安定的な確保を目的とした買収、資本参加等

■ なお、2010年1～9月のアジア企業へのIN-OUTの件数は107件であり、IN-OUT全体(269件)の39.8%を占めた

2010年 IN-OUTの動向

A.製造業による海外事業の強化

主要事業 (自手動)	公称月	買手等	売り手等	形態	金額 (百万円)	概要
トイタリ	1月	資生堂	ベアツェンヤル (米)	買収 (TOB)	180,000	米の自然派化粧品メーカーのベアツェンヤルを買収。手薄だった北米事業を強化
医療機器	2月	ニプロ	ホーム・ダイアリス・テイクウス (米)	買収 (TOB)	19,504	ホーム・ダイアリス・テイクウス社買収により、血槽濾過装置をグローバルに営業展開
建機	3月	日立建機	チーナ・コンストラクション・インディヤ(印) (99自動車、日立建機合併会社)	買収	22,575	日立建機主催で油圧ショベル等の生産効率化、ソフトウェアサービスの強化を進める
自動車	4月	日産自動車	タイルレー (独)	資本参加 (持合い)	74,064 (1.55%保有へ)	独のハイブリッド(PHEV)EVの連合、139自動車に次ぐ世界3位グループが誕生
製紙	6月	日本製紙グループ 本社	理文造紙(Gold Best Holdings Ltd.子会社) (中国(香港))	資本参加	42,600 (12.0%保有へ)	香港所在で中国段ボール原紙2位メーカーの理文造紙に資本参加へ。中国市場の開拓急ぐ
飲料	7月	キルバー・ホールディングス	カレザー・フーズ・ニース(イタリカ・ル)	資本参加	84,600	急成長を続ける東南アジア市場で事業基盤拡大を図る
モーター	8月	日本電産	エック・エレクトロニクス(米)	事業譲渡	—	米電機大手のエック・エレクトロニクスからモーター事業を譲り受け、大型モーターへ進出
飲料	8月	エ・ア・エ・パシフィック・ホールディングス (タイ)	頂順(タイ)ホーディングス(頂順グループ持株会社) (台湾)	資本参加	43,800	タイ・ビルは、伊藤忠商事・頂順グループ間の提携を強化へ
飲料	9月	Asahi Holdings (Australia) Pty Ltd(タイ)	エー・アール・エス・パシフィック・ホーディングス(豪州)	買収	27,200	豪国飲料3位メーカーのE・アール・エス・パシフィック・ホーディングスを買収へ

B.製造業による開発力、技術力の強化

主要事業 (自手動)	公称月	買手等	売り手等	形態	金額 (百万円)	概要
医薬品	3月	アズナラ製薬	OSIラ・マジェ・ユー・テカルス (米)	買収 (TOB)	370,880	OSIは有数の卵がん治療薬を製造販売。がん治療薬の新薬開発を積極もつ
自動車	5月	トヨタ自動車	テスラ・モーターズ (米)	資本参加	4,494 (2~3%保有へ)	米電気自動車ベンチャーのテスラ・モーターズと部品開発などでの提携で基合意
化学	6月	カネカ	ユーロジェン・テクノ (ベルギー)	買収	4,000	カネカのバイオ技術・ユーロジェンテクノの事業意欲を組み合わせ、バイオ事業の早期育成へ

出所:シノコム&データベース。「J」は金額不明

2010年 IN-OUTの動向

C.サービス業による海外市場の開拓

主要事案 (買手手続)	公表月	買手等	売り手等	形態	金額 (百万円)	概要
損保	3月	損害保険ジャパン (NKSJ株・NTF(株))	テネット・インシュランス (シンガポール)	買収	6,400	損保会社を買収し、シンガポール、東南アジア地域での事業基盤強化・拡大
ネット	5月	楽天	バイ・ドットコム (米)	買収	22,700	ネット通販会社を買収し、米国でのEC事業を拡大。世界展開を加速
システム	6月	NTTデータ	イネテリグループ (米)	買収 (TOB)	18,000	システム開発・販売のインテリグループを買収し、北米事業を強化
損保	6月	損害保険ジャパン (NKSJ株・NTF(株))	フレイシゴルタ (トルコ)	買収	28,100	海外事業を国内に次ぐ収益の柱と位置づけ、損保会社買収により成長するトルコ市場で事業基盤を構築
損保	6月	三井住友海上火災保険 (MS&ADホールド(株))	ホビレオン・アシュアランス (ホビレオングループ) (マレーシア)	資本参加	25,400 (30%保有へ)	マレーシアの生保ホビレオン・アシュアランスに資本参加。マレーシア生保市場へ参入
ネット	6月	楽天	フライエスミニスター (仏)	買収	22,600	仏No.1のECサイト運営企業買収により、仏を中心に英国やスペインでEC事業を展開へ
銀行	6月	三井住友銀行	コタック・エビントラ銀行 (印)	資本参加	28,961 (約4.5%保有へ)	印民間銀行4位に資本参加へ。資産運用、証券業務、投資銀行業務を中心に業務提携。印に關するビジネスチャンスの獲得を目指す
通信・放送	7月	NTT	デバシヨシ・デーダ (南アフリカ)	買収	286,000	同社は世界50か国に6000社以上の顧客を持つ。NTTグループにとって10年ぶりの本格的海外進出。
証券	7月	大和証券(株)・三井住友 (大和証券グループ本社)	KBCグループ (ベルギー)	事業譲渡	88,890	KBCグループからグループCB(転換社債)型新株予約権付社債部門とアジア・エフィカティブ部門を譲り受け

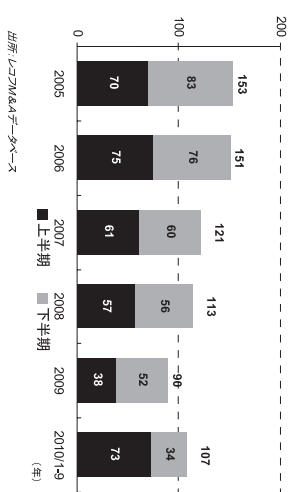
出所：レコマ&Aデータベース

D.資源・原材料の安定的な確保

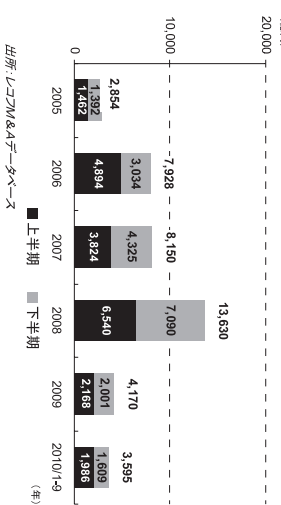
出所:レコメ&Aデータベース

2010年 IN-OUTの動向

アジア企業へのIN-OUT 件数の上半期・下半期の内訳



アジア企業へのIN-OUT 金額の上半期・下半期の内訳



アジア企業へのIN-OUT 各年公費金額上位

年	買い手等	売り手等	金額
2005	NTTコム	KTテレコム(韓国)	65,500
	三井住友海上火災保険	明台産物保險公司(台湾)	28,800
	ソニー	イグニッション・システム・テクノロジー(奇美電子)分利会社(台湾)	18,500
2006	ダイキン工業	OVLインダストリーズ(マレーシア)	243,800
	NTTコム	フジビシ長距離電話(フィリピン)	86,700
	新日本製鉄	ホスコ(韓国)	55,000
2007	キリンホールディングス	サシミサルトフード・システム・ホールディングス(フィリピン)	294,000
	ロクリー・チルノ、オリカス	安泰商業銀行(台湾)	66,552
	松下電工	アセカー・エレクトロニクス(印)	50,000
2008	第一三井	ラハ・リナー・ラホ・リナー(印)	499,491
	丸紅、関西電力等のコンソーシアム	セコ・ハ・ラ(マセキ・ホールディングス)	300,000
	NTTコム	88・リナー・マセキ等(印)	261,000
2009	キリンホールディングス	サシミ・ラ・マセキ(フィリピン)	131,600
	アサヒビール	青島ビール(中国)	59,300
	三井住友銀行	東亜銀行(中国・香港)	17,346
2010	キリンホールディングス	ルイ・マセキ・マセキ(マセキ・ホールディングス)	84,600
	エヌ・エー・エヌ・エー・エヌ・エー	頂新(マセキ・マセキ)(台湾)	43,800
	日本製紙グループ本社	理文造纸(中国・香港)	42,600

キリン / サントリーの統合交渉

■ 概要

- 2009年7月キリンとサントリーが経営統合の交渉を進めているとの報道
- 両社持株会社を2011年春を目処に設立
- 2010年2月交渉終了

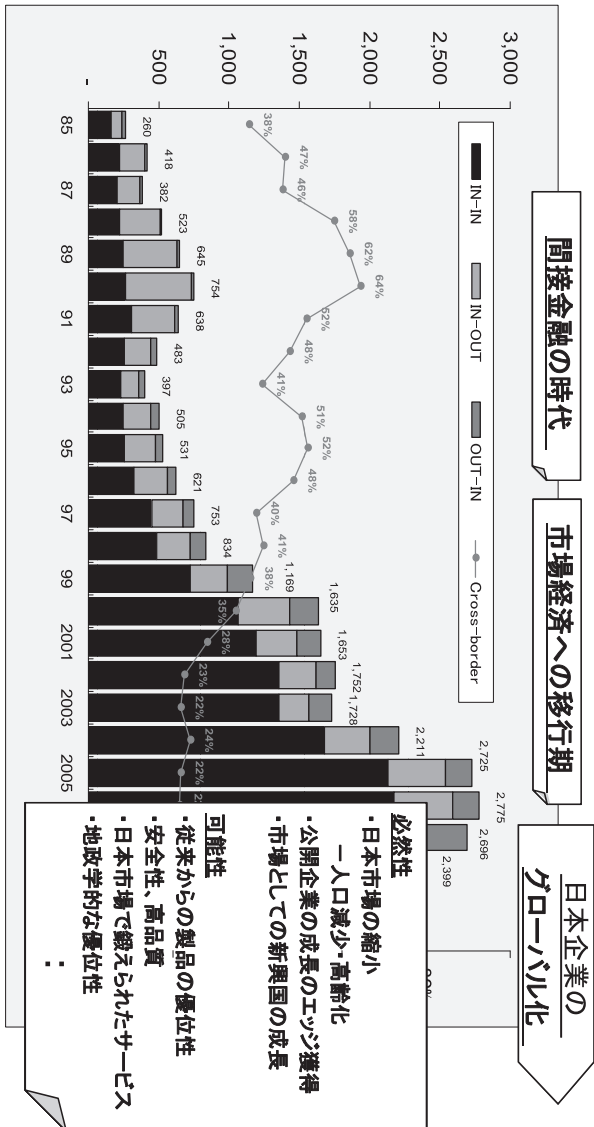
■ 統合を目指した理由

- 統合によるシェアの向上
 - － 両社の売上高合計(3兆8,200億円)は、世界の食品メーカーの中で5位の規模へ
- 価格交渉力のアップ
 - － 販売先の小売業はセゾン&アイエイオンを中心に再編が進み、メーカーの価格交渉力は低下傾向
- コスト削減
 - － ビール系飲料の市場縮小に伴い、キリンは工場の将来的な整理・統合の必要性が高いと考える一方で、サントリーはビール生産が伸びることから、生産設備の融通が可能
 - － 原料の共同購買による仕入原価の低減
- 海外事業での提携
 - － 両社で海外市場を共同開拓し、世界的な勝ち残りを目指す

国内集約化と海外買収が同時並行で進行する (IN-IN) + (IN-OUT) のハイブリッド型

国内は統合	キリン	サントリー
海外は大型買収	2008年 (豪) ティー・アーク・アースを買収 金額: 840億円	2008年 (ニュージージーランド) タンの子会社を買収 金額: 750億円
	2009年 (フイリピン) サンミナル・ビルに資本参加 金額: 1,300億円	2009年 (仏) オレンジ・ネオ・ジュウエイブスを買収 金額: 3,000億円

IN-OUT市場の堅調は継続するか？



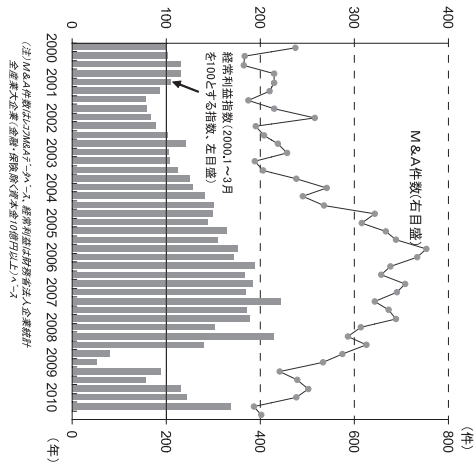
日本企業の業種の多様性 × 数多くの新興国 ⇒ 日本企業グローバル化の機会

マクロ指標とM&A市場

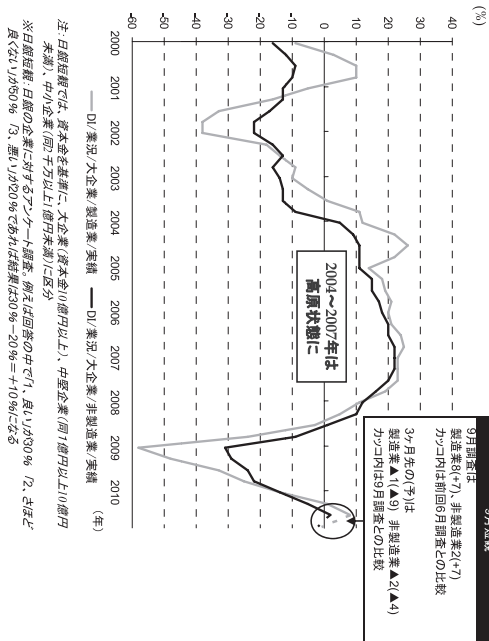
マクロ指標とM&A動向

M&A件数と景況感

■企業収益(経常利益)とM&A件数の推移(四半期ベース)



■大企業における景況感(2010年9月 日銀短観 業況判断指数Iy)



これまでのM&A件数と経常利益の推移をみると、業績向上時にM&A件数が増加する傾向が窺える。足元、新興国の回復による輸出拡大などにより景況感(日銀短観)は大幅に改善してきた。しかし、3カ月前の景況感(予測)は再度マイナスに陥る見込みである。

マクロ指標とM&A動向

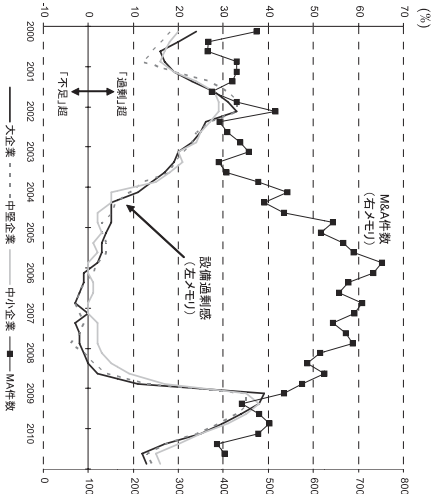
M&A件数と設備投資

■ 2010年度の設備投資計画(2010年9月 日経短観より)

企業規模	業種	設備投資計画 2010年度伸び率 今回(9月)調査	設備投資計画 2010年度伸び率 前回(6月)調査
大企業	製造業	4.0%	3.8%
	非製造業	1.6%	4.5%
中堅企業	製造業	6.2%	8.4%
	非製造業	▲8.9%	▲6.3%
中小企業	製造業	▲0.5%	▲9.1%
	非製造業	▲21.8%	▲17.5%
全規模	製造業	3.7%	2.8%
	非製造業	▲3.4%	▲0.4%
	全産業	▲1.0%	0.5%

注：日経短観では、資本金を基準に、大企業(資本金10億円以上)、中堅企業(同1億円以上10億円未満)、中小企業(同1千万以上1億円未満)に区分

■ 設備通利感とM&A件数の推移(2010年9月 日経短観より)



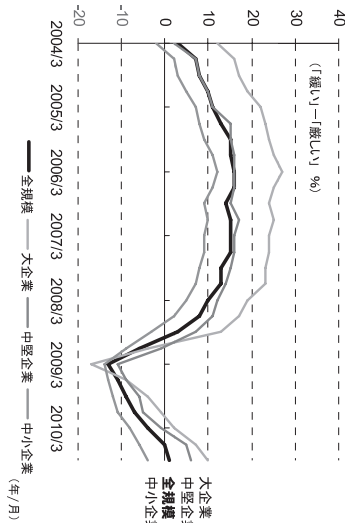
注：設備通利感のグラフ直近は6月年の予測(大企業13%、中堅企業14%、中小企業16%)

設備投資計画の伸び率は6月以降、大企業では製造業、非製造業ともプラス。また、これまでの設備通利感とM&A件数の推移をみると、設備通利感が解消に向かう際にM&A件数が増加する傾向が窺える。足元の設備通利感は、これまでの水準と比較すると必ずしも低いとはいえない。

マクロ指標とM&A動向

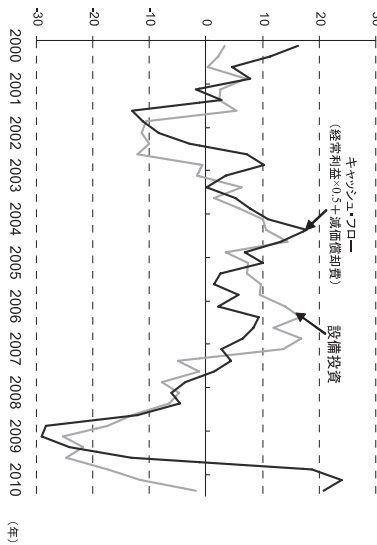
金融機関の姿勢と企業のキャッシュ・フロー

■金融機関の貸出態度(2010年9月 日銀短観より)



注: 日銀短観では、貸出金を基盤に、大企業(貸出金1億円以上)、中堅企業(同1億円以上10億円未満)、中小企業(同1千万以上1億円未満)に区分

■設備投資とキャッシュ・フロー(前年比)の推移



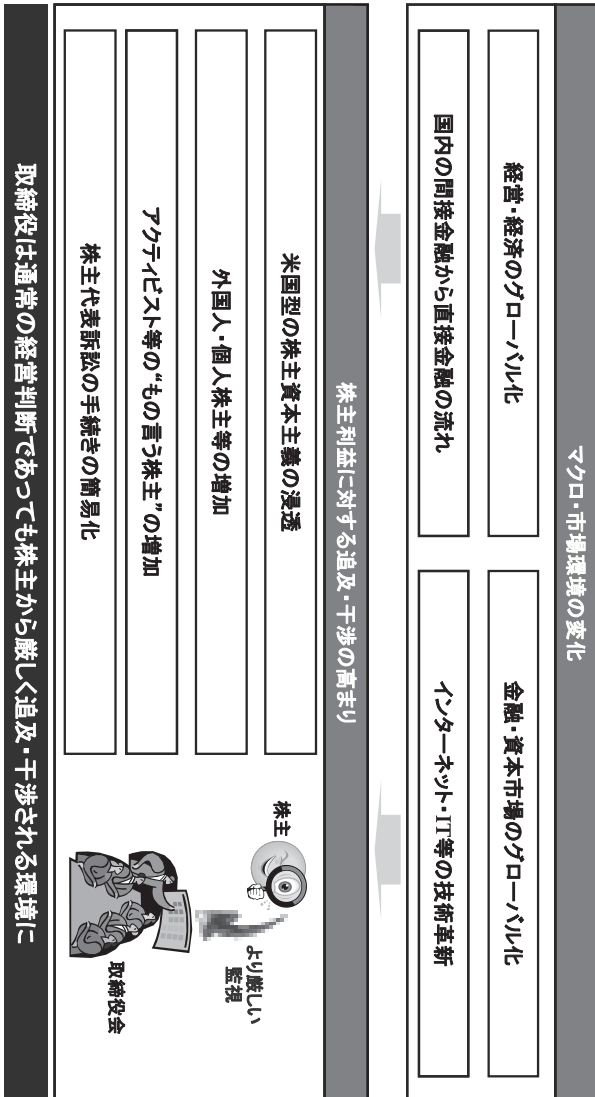
出所: 日本リサーチ総研資料を参考に、財務省 法人企業統計手帳(金融保険業を除く全産業ベース)より作成

金融機関の貸出態度は緩和の傾向にあり、特に大企業では10%にまで回復した。また、企業のキャッシュ・フローも回復の傾向。M&Aに備えて投資枠を設定する企業が相次いでおり、M&Aの潜在的ニーズは大きいものと考えられる。

市場経済下のM&Aにおける取締役の判断と法的論点

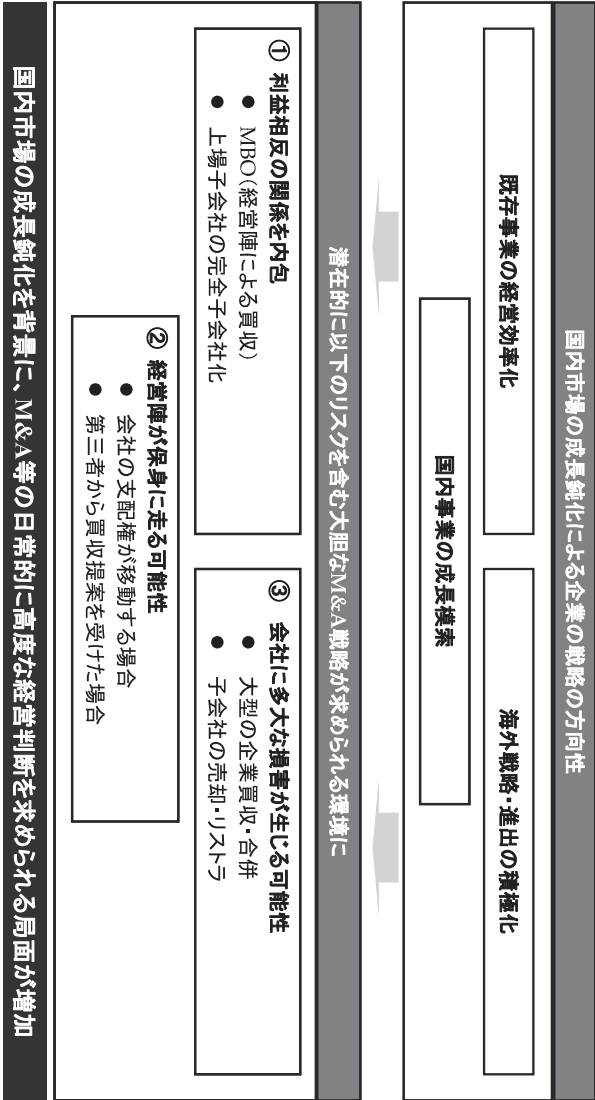
イントロダクション

取締役の経営判断をとりまく環境の変化①



イントロダクション

取締役の経営判断をとりまく環境の変化②



M&Aにおける取締役の判断と法的論点

取締役の法的責任の基本的な考え方

取締役の義務とは？

- 取締役は会社から“委任”を受ける立場
 - 株式会社と取締役の関係は委任に関する規定に従うとされており、委任の主旨に従い善良な管理者の注意をもって委任事務を処理する“**善管注意義務**”を負う

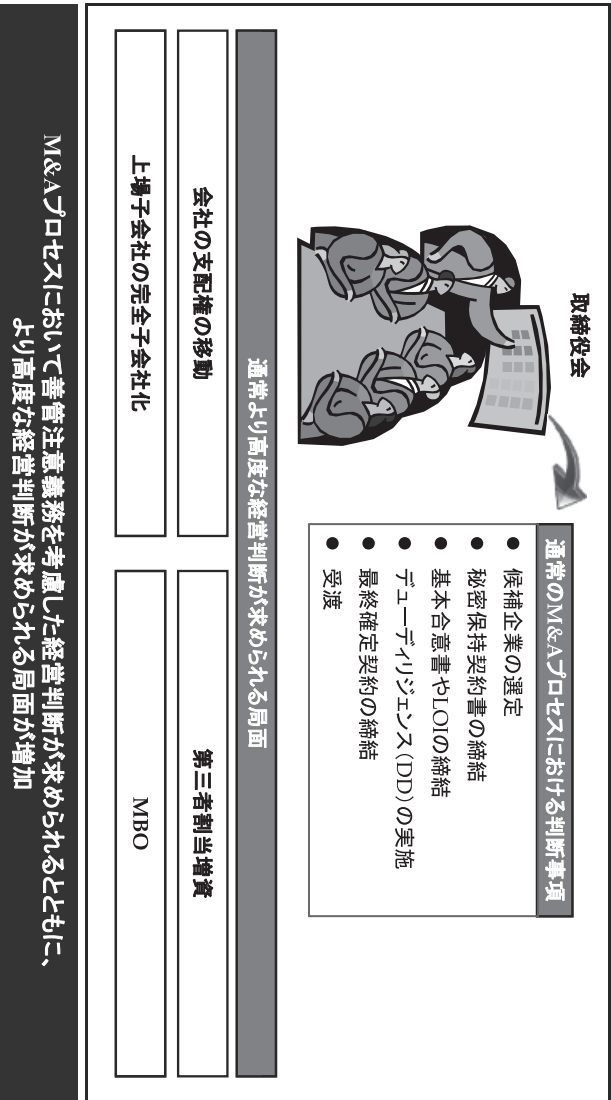
善管注意義務はどのように判断される？

- 経営判断の原則
 - 経営に“**冒險的要素**”が不可欠であるとして、通常の経営判断においては、①**事実認識**、および②**意思決定の過程と内容**に不注意があれば、取締役には広い裁量権
- 裁判例
 - 「意思決定が行われた当時の状況下において、取締役の一般的に期待する水準に照らして、当該判断をする前提となった事実の認識の過程（情報収集とその分析、検討）に不注意な限りがあり、合理性を欠くものであったか否か、そして、その事実認識に基づく判断の推論過程及び内容が明らかに不合理であったか否かが問われる」（ヤクルト本社事件/東京地判2004年12月16日）

取締役の善管注意義務を果たすためには、事実認識と意思決定過程が極めて重要

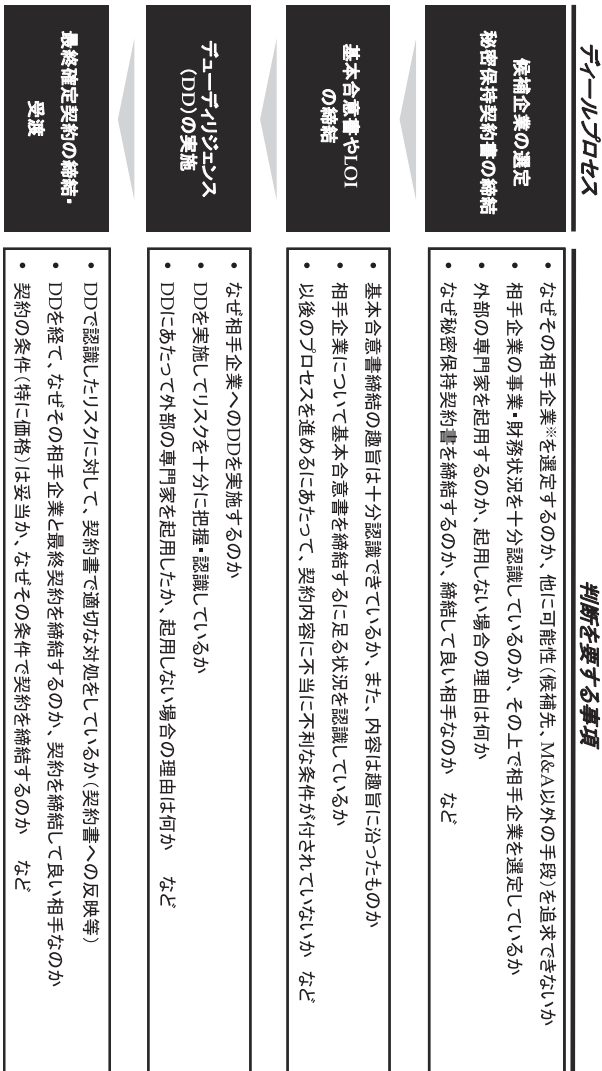
M&Aにおける取締役の判断と法的論点

取締役求められる経営判断と局面



M&Aにおける取締役の判断と法的論点

M&Aプロセスにおける判断



M&Aにおける取締役の判断と法的論点

取締役としてより高度な判断を要する局面(1)

M&Aで会社支配権に変動が生じ得る場合	
■ 会社支配権に変動が生じ得る状況下では、取締役が株主利益よりも保身を目的として行動する可能性があるため、通常の経営判断原則よりも高度な注意義務(＝より高い基準を満たす必要)を果たすべきと考えられる ■ 国内で明示的な判例はないものの、米国の判例を参考にとすると、支配権に変動が生じうる状況下では会社の売却価格の最大化の責務を負うこととなるため、取締役の判断について株主による訴訟が提起された場合に備え、客観的にみて売却価格を最大化したと説明のできる検討プロセスをとることが重要とされる ■ 米国の判例(シブロン基準)～「会社の支配権が移動する可能性が存在する状況においては、取締役会の職責は、会社を防御することではなく、株主利益の為に会社の売却価格を最大化することに専念することが求められる」	
MBO (Management Buy-Out: 経営陣による企業買収) の場合	
■ MBOにおいては、株主と経営陣が“売り手”と“買い手”に分かれ、株主と経営陣の間に利益相反の関係が生じるため、検討プロセスの適正性と価格の公正性を担保する措置が必要とされる ■ 2007年9月に経済産業省が公表した「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」(MBO指針:後掲)において透明性・合理性確保の枠組みが説明されており、少なくとも当該指針を参考とした対応をしておくことが必要	
取締役が株主利益を優先できない事情が生じたとされる場合 (会社支配権の移動やMBOなど)には、より高度な注意義務を果たすことが要請される	

M&Aにおける取締役の判断と法的論点

取締役としてより高度な判断を要する局面(2)

(上場)子会社を完全子会社化する場合

- 親会社と子会社の少数株主間に利益相反の関係が生じるため、**MBOと同様の検討プロセスの適正性と価格の公正性を担保する措置が必要とされる**
- 対象会社の取締役会は、意思決定過程における恣意性を排除するため、第三者委員会の設置や、法務アドバイザーからの意見書、フィナンシャルアドバイザーからの株式価値算定書等を取得するケースも見られる
- 公開買付けに関する決議を子会社で行なう場合、利益相反の防止の観点から、親会社の取締役を兼務しているような役員は原則として決議に参加しない

第三者割当増資を実施する場合

- 取締役が過半数の議決権を維持・争奪する目的又は反対派の少数株主権を排斥する目的で募集株式の発行をおこなう場合、著しく不公正な方法による発行とされる
- 著しく不公正な方法によるかどうかは、**会社の支配権の争いに介入する等の目的が、資金調達等の目的よりも優先され、それが新株発行等の主要な目的と認められるか(主要目的ルール)により判断される**
- 上場会社がおこなう第三者割当については、実証の上場規程が改定され、一定の希薄化が生じる場合には、所定の手続き(外部の意見聴取又は株主総会決議)を経ることが必要となった

完全子会社化の際には、親会社と子会社少数株主との間に、第三者割当の際は、経営陣と株主との間に利益相反の構図が生じうるため、高度な注意義務を果たすことが要請される

M&Aにおける取締役の判断と法的論点

専門家の意見を活用する意義

国内における考え方

- 企業買収を決定した判断過程において、会計レビューや、海外M&Aについて知識・経験を有するとみられる**専門家の意見を求め、賛成を得たことが認定**(セメダイン事件/東京地判1996年2月8日)
- MBOにおける価格決定にあたり、①買収者と対象会社から独立した**第三者評価機関に株式価値の算定を依頼**、②社外取締役を含めて**独立した第三者委員会が、買収フアンプと協議・交渉したうえで、取締役会にMBOについての意見提出を委託**、なども踏まえつつ**取得価格を追認**(サイバード/東京地決定2009年9月18日)
- 株式買取価格の決定に際し、**弁護士意見を聴取したのみでは買取価格は注意義務違反を否定できず**(東京高判2008年10月29日)し、**高裁では、弁護士意見を聴取したのみでは買取価格は注意義務違反を否定できず**(東京高判2008年10月29日)

米国における考え方

- 対象会社の取締役が、投資銀行や弁護士の助言やValuationレポートを取得しなかったことを含め、意思決定過程に重大な瑕疵があるとして**Business Judgment Ruleを否定**(Smith v. Van Gorkom/デラウェア最高裁1985年)
- MBOにおいては、“完全な公正基準”が審査され、①プロセスの公正さ、②価格の公正さ、を具体的に検討される
- フェアネスオピニオン(F.O.)について、対象会社とF.O.提供者との関係やF.O.作成者における作成ガイドラインの文書化が求められ、アドバイザーの利益相反の状況についても**焦点に**

善管注意義務を果たすにあたり、専門家意見の活用が

裁判における事実認定に資するだけでなく、今後の訴訟環境において必須となる可能性あり

実際に訴訟となった近時のケース

① 株式の取得価格が高額で取締役の責任が問われた事例

事実の概要

- 2006年6月、アパマンジョブホールディングス(以下「アパマンHDJ」)が未上場の子会社(以下「X社」)を完全子会社化するにあたって、適正価額が1株1万円とされる子会社株式を5万円、代金総額1億5,800万円で購入(その後、買取りに応じなかった株主に対して、株式交換を実施)
- アパマンHD株主は、当該行為が低い株価による取得が適正であったにもかかわらず、高い株価で取得したとして、取締役の善管注意義務違反にあたり、アパマンHD監査役に対して、取締役らの責任追及の訴えを提起するよう請求する旨を通知
- 監査役が訴えを提起しなかったため、アパマンHD株主は取締役らに対して、適正価格と買取価格の差額をアパマンHDに支払うよう株主代表訴訟を提起
- 地裁では、株主の請求を棄却したが、高裁では地裁の判決を変更し、取締役の善管注意義務違反を認めた(現在、本件は最高裁に上告中)

実際に訴訟となった近時のケース

①株式の取得価格が高額で取締役の責任が問われた事例(つつき)

高裁が提示した論点	高裁判決の事実認定
■ 1株あたり5万円を買取価格として設定したが、買取りを円滑に進めるために必要であったかどうか、より低額では買取りが円滑に進まないといえるかどうか ■ 適正価格と買取価格との乖離の程度と、買取りによって会社経営上期待できる効果とが均衡を失いなのか ■ 買取りの手続と同時に計画されていた株式交換手続きにおける株式交換比率及びその前提となるX社株式の交換比率はいくらか	■ 単に出資価格と同額を買取価格として設定をしたもので、十分な調査や検討がされていない ■ 2005年9月期の営業利益9億円余、経常利益8億円余、当期純利益4億円余であるところ、買取代金総額は「相当に高い比率」であり経営上、かなり大きな影響があり得る」 ■ 株式交換の交換比率に照らして価格を計算すると8,448円となる

価格設定における取締役らの判断につき「何ら合理的な根拠又は理由を見出すことはできず取締役の善管注意義務違反を否定することはできない」として、取締役らに連帯して1億2,640万円の支払いを命じる判決を言い渡し

実際に訴訟となった近時のケース

②売却価格が低額で取締役の責任が問われた事例

事案の概要

- 本事案は、ニッポン放送の経営権の取得を巡ってライオドアとフジテレビジョン（以下、「フジテレビ」）との間で繰り広げられた紛争¹に関連しており、日本でも初の大企業を対象とした敵対的買収として広く社会の関心を集めた
- 2006年1月、フジテレビは、ニッポン放送の株式に対する公開買付け（TOB）を発表
- 東京電力は保有するニッポン放送株式を売却するべく、フジテレビのTOBに対して応募
- その後、フジテレビとライオドアがニッポン放送の経営権を巡って争うこととなったため、市場株価がTOB価格を上回る状況で推移
- しかしながら、東京電力はTOBへの応募を維持し、フジテレビが提示したTOB価格で保有株式を売却
- この行為に関して、東京電力の株主は、同社取締役に対して株価が上回った後も応募を撤回せずに株式を売却したことが善管注意義務違反にあたるとして約1億円の損害賠償を求めて株主代表訴訟を提起
- 地裁は株主の主張を退けて棄却、高裁での控訴審においても地裁の判決を維持し、株主の控訴を棄却した

実際に訴訟となった近時のケース

②売却価格が低額で取締役の責任が問われた事例(つづき)

地裁が提示した論点	地裁の事実認定
■ 取引先の企業からの要請があった場合、その要請に応じてTOBIに応募するかは、買付価格の合理性だけでなく、取引関係の維持や発展等を勘案した経営判断に属する ■ 特に差し迫った資金的需要がない限り、これに応じることが許されないと解すべき理由はない ■ 応募後に当該株式に係る市場価格が買付価格を上回った場合には常に応募を撤回しなければならぬという一義的な処理が要請されるべきものでもない ■ 経営者の判断は、具体的な状況下において、前提とした事実の認識に不注意な誤りがなく、その事実に基づく行為の選択に著しく不合理な点がない限り、尊重されるべき	■ ニッポン放送株式の市場株価は2005年2月8日以降、TOB価格を上回る価格で推移したものの、その差は、市場株価がTOB価格を約1割上回る程度であること、東京電力がTOBIに応じた目的が、経営上重要な取引先であるフジサンケイグループとの良好な関係の維持にあった ■ TOB価格が、直近の3ヶ月間の東京証券取引所における終値平均に約21%プレミアムを加えた価格であった

市場価格との差は許容される範囲内のものであると判断し、取締役がTOB価格での応募を撤回せず、株式売却を選択したことは著しく不合理とはいえないとして、取締役の善管注意義務違反を認めないとした

まとめ

近時の事例からみた取締役の判断にかかるインプリケーション

- 善管注意義務の観点を踏まえた事実認識と意思決定過程
 - 通常の利益相反関係のないM&Aにおいても善管注意義務違反による訴訟が登場
 - 株主からの訴訟を想定し、事実認識及び意思決定過程を外部への説明力の高いものとすることが望ましい
 - 結果として、外部への説明力を高めておくことにつながる
- 利益相反構造に対する慎重な対応
 - MBOや完全子会社化においては、利益相反構造に対して株主から厳しい視線
 - 明確に取締役と株主の間で利益相反の構造が存在する場合（例えばMBO）、外部の意見を組み込んだより慎重な判断とプロセスとしておくことが必須
 - 仮に明確な利益相反構造がなかったとしても、“疑われる”場合には十分な手当てが必要(ex. 賛同意見表明)
- 専門家意見の“活用”
 - 専門家から意見を取得しておくことが、後々の事実認定において考慮される可能性
 - 単なる意見の取得にとどまらず、専門家とのデイスカッションなどにより積極的に“活用”することが求められる
 - 加えて、専門家における利益相反についても考慮しておくことにより、より説明力を高める効果あり

M&Aの実行にあたっては、これまで以上に株主を含めた対外的な説明力を確保しておくことが重要