

第1回M&Aフォーラム賞「RECOF賞」

選考結果のご報告

2007年7月5日
M&Aフォーラム 事務局

☐ M&Aフォーラム賞正賞 『RECOF賞』 1篇

井上 光太郎 加藤 英明共著 『M&Aと株価』

☐ M&Aフォーラム賞奨励賞 『RECOF奨励賞』 2篇

飯田 秀総 『公開買付規制における対象会社株主の保護』

下村 正樹 『対中投資に関する法的問題～M&Aによる中国進出のBest Practice 追求～』

☐ M&Aフォーラム賞選考委員特別賞 『RECOF特別賞』 1篇

杉浦 慶一 『日本のバイアウトに関する実証分析』



M&Aフォーラム 会長
中央大学法科大学院 教授
東京大学 名誉教授
落合 誠一

わが国のM&Aは、件数、金額ともに一段と増加傾向にあり、構造改革を経て民需中心の持続的成長を目指すわが国経済にとって、多様で革新的な投資の活性化を図るために有効な手段として、益々重要性を増しております。『M&Aフォーラム』はこうしたなかで、2005年12月に発足いたしました。

ところで、M&A問題は、きわめて大きな複合的問題といえます。M&Aの学問的分析を考えたとき、経済学、法学、経営学などの関係諸科学からの幅広い研究者による総合的な研究が求められます。また実務の面からいっても、M&Aを遂行するためには、インベストメント・バンクあるいはコンサルティングファームのエキスパート、弁護士、会計士等々多くの幅広い専門家の関与が必要で、

こうした意味で、わが国のM&Aについて総合的に検討し、あるべき方向を指し示すには、個々の学問領域あるいは個別の実務領域からのアプローチではその全貌の把握は難しいといえます。研究者のみならずM&Aの第一線で活躍する実務家も加わって、いわば学問と実務による学際的研究が求められている所以でもあります。

本フォーラムは、内閣府経済社会総合研究所の「M&A研究会」の2005年10月の中間報告において、民と官との連携ができる民間ベースのフォーラムの創設が提唱され、わが国のM&Aの発展と普及を促す活動を行う場として設立されました。このフォーラムには、M&A研究会のメンバーはもとより、様々な関係分野の有識者、実務専門家、企業関係者等が参加されています。

本フォーラムでは、わが国企業のM&A活動を理論的、実証的および実務的な視点から総合的に評価し、さらに進歩、変化するM&A事情の研究・調査を行い、今後のわが国におけるM&Aのあり方についての提言を行います。

レコフさんの全面的資金援助により創設されました『M&Aフォーラム賞』も、「M&A活動が、わが国経済の持続的成長、あるいは産業・企業の成長・発展に寄与する」という大前提に立ち、わが国におけるM&A活動の普及・啓発を図り、あわせてM&Aに精通した人材を育成することを目的にしております。

本フォーラムの活動の趣旨を何卒ご理解賜わり、関心を持つ多くの法人、専門家の方々のご参加を希望いたします。



第1回M&Aフォーラム賞
選考委員長
経済評論家
香西 泰

『M&Aフォーラム賞』は、今回が第1回目ですが、M&Aに関して、学識経験者から学生さんにいたる幅広い分野の方々を対象

に募集いたしました。今回の賞の対象は、昨年4月から本年3月までに執筆された書籍、論文、または経済専門誌、総合雑誌、各種機関誌に掲載された論文といたしましたが、おかげをもちまして、予想を上回る33作品のご応募がございました。

ご応募の内訳は、学識経験者から11作品、法律・会計事務所が3団体・4作品、シンクタンク・コンサルタントが3名・4作品、実業界の方、経済誌編集記者の方からそれぞれ1作品、そして社会人大学を含めた学生の方々から12作品となっております。

審査にあたりましては、作品が独創性に富んでいること、理論的・実証的な分析を行っているもの、実用性・実務への応用性が高いこと、問題点を先取りし、その解決の糸口を論じているもの、M&Aの啓蒙に資するもので、業界全体への影響力が高いと判断されるもの、等を選考基準といたしました。とりわけ今回は、M&A活動の諸問題に真正面から取り組んでおり、啓蒙力の高い点を重視いたしました。その結果、選考委員6名の満場一致により、正賞を井上 光太郎氏、加藤 英明氏共著の『M&Aと株価』に、奨励賞を飯田 秀総氏の『公開買付規制における対象会社株主の保護』と、下村 正樹氏の『対中投資に関する法的問題』の2篇に決定いたしました。また、当初の募集規定では、表彰作品をM&Aフォーラム賞正賞1篇、M&Aフォーラム賞奨励賞2篇としておりましたが、社会人大学を含む学生さんからの作品で、これに準じた優秀な作品があれば別途、賞を設けようということになり、杉浦 慶一君の『日本のバイアウトに関する実証分析』を特別賞といたしました。また、表彰作品からは漏れましたが、M&Aに関する法律・税務・会計分野で実用性、実務への応用可能性の高い優れた作品が、数多く寄せられましたことを申し添えます。

なお、受賞されました諸兄に対しましては、心よりお慶び申し上げますとともに、作品をお寄せいただきました数多くの皆様に誌面を借りまして、改めて御礼申し上げます。また、この『M&Aフォーラム賞』を今後も永く皆様で育てていただき、些かなりともわが国企業の成長・発展に貢献し、延いては日本経済の持続的成長に寄与することを祈念いたしております。

★受賞作品の評価コメント★



M&A フォーラム賞正賞『RECOF 賞』

井上 光太郎 加藤 英明共著 『M&A と株価』

M&A が成功しているか否かについては、ともすれば定性的見地からのみ述べられ、国内外においてやや否定的な見解も多くみられる。エクセキューションのプロセスが煩雑であることや統合作業に長期間の経営努力を要求されるためだ。

本書は定量的分析を多用した実証研究において、上場企業の M&A が概ねシナジー効果を持ち、株主価値を増大する取引であることを示している。

第一に M&A の機能としては、非効率な経営に対して利益獲得が可能なアービトラージ取引と自由競争市場における経営環境の変化に対する合理的対応としている。第二に M&A を株式市場はどのように評価しているのか、かつ、株式市場は速やかに、正しく株価に反映しているのかを分析対象にしている。

まず、アービトラージ取引としての M&A とその経済性をケーススタディを交えて考察しているが、経営の規律付けと株式市場の効率性改善というポジティブな潜在的効果があるとしている。次に日米におけるこれまでの M&A の経済性について、主に株式市場との関係で分析している実証研究に焦点をあててサーベイしている。そしてサーベイで示した課題と予測に基づく、1990 年から 2002 年の間の日本の上場企業の M&A に関する実証分析を行っている。分析結果は概ね M&A はシナジー効果を持ち、株主価値が増大する取引であることが示されている。

そして括りとして、本書の分析結果から、M&A に対する過度な規制や防衛は非効率を生む、M&A の取引形態や買収価格が取引経済性に影響を及ぼす点、効率的市場のための株式市場の整備、について示唆している。

日米の詳細なサーベイを踏まえ、論理的な実証分析に基づいた M&A の株主価値に対する効果とその要因が示されており、極めて完成度の高い研究書となっている。

M&A フォーラム賞奨励賞『RECOF 奨励賞』

飯田 秀総 『公開買付規制における対象会社株主の保護』

本論文は、公開買付に関する法規制(TOB ルール)の存在意義を徹底的に分析する学術研究である。具体的には、まずわが国におけるこれまでの学説の理解を要約し、詳細な公開買付規制を持つイギリス・ドイツ・EU の法制を詳細に紹介・分析し、そこから解決すべき問題が売却圧力と少数派株主の保護の解消の 2 点に整理できることを示している。そして、売却圧力(株主が意に反した株式売却を強いられること)を解消するには部分買付の禁止や買付期間の延長よりもアンケート方式(株主が、当該 TOB への賛否と応募するか否かの意思表示を分けて表明するもの)によるべきである、としている。ただ基本的に、少数派株主保護のあり方については、企業結合法制のあり方の一環として論じられる必要があるとして、本論文では結論は保留されている。

この問題を論じる前提として、次のような事情がある。わが国の TOB ルールは、平成 2 年の大改正以後、アメリカのルールとヨーロッパ(主にイギリス)のルールの折衷的な内容のまま今日に至っている(この点は金融商品取引法により大改正がなされた現在でも同様である)。市場外の取引は厳格に規制するが、市場内の取引はほとんど規制しないというわが国の法制は、何が保護法益であるのかが曖昧であり、また個々の規制の合理性も明らかにされていない。

本論文は、イギリス法の法制・法改正、そしてイギリス本国での議論を十分に掘り下げて紹介し、かつミクロ経済学的な観点からその合理性を検討している。このように深みがあり、批判的視点を維持した外国法研究は、会社法の領域では珍しくなくなっているものの、証券取引法の領域では初めてのものといってよい。

本論文の第一の意義は、TOB ルールをどのように理解すべきではないかが説得力をもって示されている点にある。他方、本論文は解決の方向を示すものであるがその具体性は十分ではない。

とはいえ、TOB ルールの改善は、一個人の手に余るものであり、本論文の到達点がすでに 1 個の論文のなしうる上限に位置することに鑑みれば、むしろ着眼点の鋭さ・問題提起力・今後の法規制議論への影響力などの長所を評価すべきである。他方、外国法の紹介は地味で手間のかかる作業であるが、本論文はその両力に見合うだけの成果を挙げており、今後もこのような学術研究を促進することが必要と考える。

M&A フォーラム賞奨励賞『RECOF 奨励賞』

下村 正樹 『対中投資に関する法的問題』

～ M&A による中国進出の Best Practice 追求 ～

本論文は、第一に中国進出を目指す、もしくは中国進出を実現している外国企業に対し、中国進出に関する問題点を指摘・整理し、その問題点を法的側面から考察し、実務における対応策を提案する。第二に外国企業の M&A による中国進出が増加している大きな流れを明確にする。第三として中国における M&A 関連法令を概観し、その問題点を指摘・整理し、実務における具体的な対応策を提案する。以上で構成されている。そして括りとしてやや唐突であるが、M&A に関する制度・法令全般を管轄する機能を持つ行政機関の設置と、企業買収・資産買収の今後のステップとして金融技術を活用した資産流動化・証券化を提案している。

第一については、これまでも数多くの書籍が指摘するところであり、特段目新しいことはない。

第二については、自国の流通網を外国企業に押さえられることを嫌い、長年にわたり、流通業への外国企業参入を規制してきた。しかし、2001 年の WTO 加盟以降、制限および規制を撤廃もしくは緩和していった。これにより消費市場として魅力が高まっている国内流通市場への M&A による参入が促進されるが、その参入方法について、法的側面から問題点・留意点を指摘している。とりわけ、生産性企業の「経営範囲」拡大や保税企業商業企業化等、既設企業を利用しての国内流通企業への参入が可能としている。

第三の中国 M&A 関連法令については、これまでの変遷と現状の関連法令を紹介し、その問題点と外国企業としての対応策を説明している。ただ、それにも増して重要なことは M&A 実行後の問題点の克服である、としている。具体的には 買収先経営陣との意志の疎通、コンプライアンスに対する理解不足と不透明な取引慣行への対応、会計制度への理解不足、品質管理に対する理解不足、が記述されており、大変参考になる。

筆者は大手総合商社に入社以来、中国進出に関する業務を行ってきただけに、中国において効率的でフェアな M&A 市場機能をどのように拡充すべきか、との旺盛な問題意識があり論旨に背骨が通っている。内容も実務的・専門的な一方で、わかりやすく纏められており、バランスがとれている。中国における M&A 知識としても、実務的な示唆についても、M&A に対する啓蒙力は相当高いと判断して奨励賞とした。

M&A フォーラム賞選考委員特別賞『RECOF 特別賞』

杉浦 慶一 『日本のバイアウトに関する実証分析』

MBO(management buy-outs)や MBI(management buy-ins)などのバイアウト・ファンドの役割が増しているが、これらファンドの投資行動とバイアウト企業の経営行動の実態については、必ずしも明確ではなかった。

本論文は、バイアウトファンドの理論的・制度的研究(バイアウトの定義、市場の変遷、タイプ別分類、関連法制度)に始まり、実証的研究として、まず、日本における型別特徴を、事業再生型、事業承継型、ゴーイング・プライベートを伴うバイアウト、PIPEs(上場を維持した状態で企業価値の向上を目指す)に分け、その実態を調査・分析している。次にバイアウト・ファンドの投資行動、バイアウト企業の経営行動、バイアウト投資におけるエグジットの方法、バイアウト企業の事業価値の創造プロセスについての事例研究を行い、最後に実証分析結果を記述しており、バイアウトに関して極めて網羅性の高い、バイアウト白書の論文に仕上がっている。

とりわけ、第 9 章「日本のバイアウト・ファンドの投資基準に関するアンケート調査(100 社送付、51 社回答、回答率 51%)」と第 10 章「日本のバイアウト企業の経営行動に関するアンケート調査(400 社送付、回答数 85 社、回答率 21.1%)」は、かなり高い回答率、回答数を得ており、学術的価値も高い。

実証分析結果として興味ある点は以下の通りである。

(1)案件ストラクチャーに関しては、全体としてバイアウト・ファンドがマジョリティを獲得し、積極的な経営支援体制を構築している。また、純粋なバイアウト案件ではももとの経営陣が経営している。

(2)バイアウト後の事業価値創造については、バイアウト後の経営改善のために、従業員のモチベーションの向上のための取り組みが重要であること、投資会社と経営陣による協調関係がバイアウトを成功に導く重要な要素であり、バイアウト・ファンドが投資先企業の経営改善を担っていること。

(3)エグジットの方法の選択については、今後、株式公開を想定しているバイアウト企業が比較的多いが、既にエグジットを達成した案件の分析では、大半が M&A による株式売却が第二次バイアウトにより、エグジットを達成していることが示されている。

今後、日本における M&A は、ファンドと事業会社との連携・融合、さらには投資銀行、M&A 専門業者との共同歩調も予想されるだけに、本論文の有用性は極めて高い。

井上 光太郎 氏 (慶應義塾大学 大学院経営管理研究科 准教授)

この度は拙著『M&Aと株価』が、栄えある第1回のM&Aフォーラム賞(正賞)を受賞することになり、大変光栄に思っております。本書は、M&Aという企業行動を株価に基づいて包括的に分析し、評価することを試みています。株価の持つ情報を活かすことで、企業経営にプラスの貢献があるだろうというのが筆者のスタンスです。しかし、「企業価値」という概念は企業経営の現場やマスコミで重視されるようになりましたが、企業価値を反映しているはずの「株価」による企業行動の評価は、まだまだ日本では正当な評価を得ていないように感じています。その意味で、本書を高く評価して下さいました、審査委員の先生方に厚くお礼申し上げます。

飯田 秀総 氏 (東京大学 商法・助手)

M&Aフォーラム賞奨励賞を頂くことができ、大変嬉しく思います。このような賞を受賞できましたのは、本論文の執筆に当たって適確なアドバイスをしていただいた諸先生方のご指導のおかげです。心からお礼を申し上げる次第でございます。また、本賞の受賞は、喜びであると同時に、今後、さらに研究を進展させていかなければならないと身を引き締めております。今後とも皆様からのご指導ご鞭撻のほど、よろしくお願い申し上げます。

下村 正樹 氏 (物産オートモーティブ・インディア株式会社 代表取締役社長 兼 群馬大学客員教授)

1987年に中国に留学して以来、自らの体験として中国の“変化”を感じており、今回20年間の集大成として、M&Aを切り口にしてその“変化”を“対中投資に関する法的問題”として取り纏めることができました。しかし、論文完成後も、外国企業中国進出のドライバーとなってきた外資企業向け「優遇税制」の段階的廃止、物権法の制定等、すさまじい勢いで対中投資環境は変化しており、引き続き研究を進め、その時代に応じたCross Border M&Aを行う上でのBest Practiceを追求していく所存です。また、実務家研究者として、学問上の論点をベースとしつつも、M&Aの実務で障害となる法的問題に粗焦点を当てて、学問と実務が有機的に交錯するように、今後も研究を進めるべく尽力して参る所存です。

杉浦 慶一 氏 (株式会社日本バイアウト研究所 代表取締役 東洋大学経営学部講師)

近年、日本のM&A市場が急成長を遂げていますが、従来からの事業会社による戦略的なM&A (mergers & acquisitions)に加え、バイアウト・ファンド等の投資会社や経営陣が買収主体となるバイアウト (buy-outs) の手法も存在感を増しており、企業競争力を高める手法として注目されています。本論文では、案件のタイプ、トップ・マネジメントの就任方法、ファンドの投資回収の方法などに焦点をあてて、日本のバイアウト市場の実態の解明に努めました。また、バイアウト・ファンド等の投資会社と投資先企業の双方に実施致しましたアンケート調査の結果も詳細に分析し、当事者の意識の把握にもチャレンジ致しました。調査にご協力頂きました皆様には心より御礼申し上げます。今後も日本のバイアウト市場の発展に少しでも貢献できるよう調査・研究を続けていき、学会報告や論文発表を通じて研究成果を公表していく所存でございます。

1. M&Aフォーラム賞の目的

M&Aフォーラムでは、株式会社レコフのご支援を得て、2006年度からM&Aフォーラム賞を創設いたしました。このM&Aフォーラム賞は「M&A活動が、わが国経済の持続的発展、あるいは産業・企業の成長・発展に寄与する」という大前提にたち、わが国におけるM&A活動の普及・啓発を図り、併せてM&Aに精通した人材を育成することを目的としています。

2. 応募資格

学識経験者、行政担当者、M&A専門家、企業関係者(実業界)ならびに大学院、大学、各種専門学校を含めた学生等、幅広い分野の方々からの応募を受け付けます。

3. 応募の方法など

(1) テーマと条件

M&Aについての社会科学的観点からの著書、研究論文(M&Aと法律・経済・会計・税務・社会・文化等との関係について論じたもの)で、理論的・実証的・実務的な分析を論じたものとします。

日本語で書かれたもので、原則として2006年4月から2007年3月までに執筆された著書、論文、または経済専門誌、総合雑誌、各種機関誌等に掲載された論文とします。また、大学院、大学、各種専門学校を含めた学生の方々につきましては、修士論文、博士論文、卒業論文も対象に加えます。

但し、対象となる著書及び論文は、いずれも執筆者ご自身が応募されてきた作品に限定いたします。

(2) 提出方法

著書、論文は必ず同じものを2部ご提出下さい。応募申込用紙にご記入のうえ、それぞれ添付して下さい。

著書、論文のほか、1,000字程度の要旨も2部ご提出下さい。
応募された論文は返却できませんので、あらかじめご了承ください。

(3) 応募期間・発表

応募期間は2007年3月31日までとし、当日の消印有効といたします。

入選者には2007年6月末を目途に本人宛に通知いたします。

賞の贈呈は2007年7月を予定しております。

4. 審査と表彰

(1) 審査

応募著書、応募論文は選考委員会で審査を行います。

2006年度の選考委員は、以下の各氏です(敬称略)。

- 選考委員長 香西 泰氏 (経済評論家)
- 選考委員 大杉 謙一氏 (中央大学法科大学院教授)
- (五十音順) 富山 和彦氏 (㈱産業再生機構代表取締役専務)
- 西山 茂氏 (早稲田大学大学院アジア太平洋科教授)
- 深尾 京司氏 (一橋大学経済研究所教授)
- 吉田 允昭氏 (㈱レコフ代表)

(2) 表彰・賞金

- M&Aフォーラム賞正賞『RECOF賞』 1篇 賞状・副賞100万円
- M&Aフォーラム賞奨励賞『RECOF奨励賞』 2篇 賞状・副賞30万円

「M&Aフォーラム賞」誕生の背景

株式会社レコフは、今から6年前の2000年度に「M&Aに関する社会科学的観点からの研究論文の執筆で顕著な業績をあげた学生・院生を顕彰する懸賞論文制度」としてRECOF賞を創設しました。そして、2005年度まで6回にわたり、実施されてきましたが、このたび、「M&Aフォーラム」からの強い要請もあり、新たにM&Aフォーラム賞『RECOF賞』として引き継がれました。

レコフの吉田代表からは、「欧米に比べて、やや遅れていた市場経済がようやくわが国にも定着してきました。政府も関係法令の整備や改革を急いでおります。こういった時期に、すでに社会人としてM&Aを研究している多くの研究者、あるいは、先生方に門戸を開放し、若手学者の登竜門になるような賞に発展させていただきたい」との談話をいただいております。

【M&Aフォーラム】 <http://www.maforum.jp>

(事務局) 社団法人 日本リサーチ総合研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 1-12-11 九段スカイビル 3階

(電話) 03-5216-7315 (FAX) 03-5216-7316 (Email) info@maforum.jp

