

第3回M&Aフォーラム賞「RECOF賞」 選考結果のご報告

2009年9月17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

『M&A国富論 「良い会社買収」とはどういうことか』(プレジデント社)

著者：岩井 克人(東京大学経済学部教授 東京財団主任研究員)

佐藤 孝弘(東京財団政策研究部研究員)

共著

📖 M&Aフォーラム賞奨励賞 『RECOF奨励賞』 1篇

『MBAのためのM&A』(有斐閣)

著者：田村 俊夫(みずほ証券株式会社 投資銀行グループ戦略開発総括部長 一橋大学大学院商学研究科客員教授)

📖 M&Aフォーラム賞選考委員特別賞 『RECOF特別賞』 1篇

『日本における株式非公開化の価値創造効果』(東京工業大学 修士論文)

著者：何 叢暉(東京工業大学大学院 社会理工学研究科 経営工学専攻)



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

昨年後半からの、いわゆるサブプライム問題に端を発する金融危機とそれによる实体经济の急激な悪化がグローバルに拡大し

大きな問題になっている中で、現在、わが国のM&Aマーケットも一時停滞を余儀なくされております。しかし、持続的な成長を目指すわが国社会にとって、M&Aの機能およびその有効活用は不可欠です。今後も、業界・業種を問わず、新たな事業成長機会の追求や企業価値の向上等を目的に、M&Aは積極的に活用されていくと考えられます。

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の健全な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、企業関係者が参加されております。

本フォーラムでは、わが国企業のM&A活動を理論、実務の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。同時に、主として企業人を対象に「M&A人材育成塾」を実施するとともに、M&Aに関するシンポジウムを開催するなど、M&Aの普及・啓発や、人材、市場の育成等に資する活動を実践しております。

今回第3回を迎えました「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としてレコフさんの全面的ご支援を得て創設され実施されております。今回、賞の趣旨に照らして大いに評価できる作品に恵まれ、正賞、奨励賞、特別賞が決定されたことは、大変喜ばしいことと思っております。

M&Aフォーラムも設立して3年が経過いたしました。徐々にではありますが活動の範囲も拡大しており、実績も積み上げられてきております。皆様には、本フォーラムの活動の趣旨を理解賜り今後ともご支援のほどお願いいたします。



第3回M&Aフォーラム賞
選考委員長
(社)日本経済研究センター
特別研究顧問 香西 泰

「M&Aフォーラム賞」は今回第3回を迎えました。昨年同様、当フォーラム賞は、学識経験者、実務家から学生にいたる幅広い層から募集を行っております。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、又は経済専門誌、総合雑誌、各種機関誌に掲載された論文を対象としております。今回は、大変な経済環境の変化の中でのフォーラム賞の選考となりました。厳しい状況を反映して応募作品の件数も第1回、第2回を大幅に下回る14作品のご応募にとどまりましたが、応募作品のレベルは第1回、第2回に比べ勝るとも劣らないものであります。

ご応募の内訳は、学識経験者から4作品、法律事務所から2作品、コンサルタントの方々から3作品、実業界から2作品、そして社会人大学を含めた学生の方々から3作品となっております。

審査に当たりましたは、①作品が独創性に富んでいること、②理論的・実証的な分析を行っているものであること、③実用性・実務への応用可能性が高いこと、④問題点を先取りし、その解決の糸口を論じたもの、⑤M&Aの啓蒙に資するもので、経済界全体への影響力が高いと判断されるもの、等を主な選考基準としました。とりわけ今回は、経済、環境の激変期にあたり、わが国M&Aの諸問題について、真正面から取り組み、その改善策等について具体的に提案しているかどうかを重視しました。その結果、選考委員4名の満場一致により、正賞を、岩井克人氏、佐藤孝弘氏共著の『M&A国富論』に、奨励賞を田村俊夫氏の『MBAのためのM&A』に授与することを決定しました。また、社会人大学を含む学生さんからの作品で、表彰作品として評価できるものについては、今後の学生さんからの応募を奨励する意味で、別途、賞を設けることになり何叢暉氏の『日本における株式非公開化の価値創造効果』を、選考委員特別賞といたしました。なお、今回の表彰作品からは漏れましたが、M&Aの普及・啓発におおいに役立つものや、実用性、実務への応用性の高い優れた作品が多く寄せられたことをご報告いたします。

なお、受賞された皆様に対しましては、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多くの皆様に改めて御礼を申し上げます。

この「M&Aフォーラム賞」が、わが国のM&Aの健全な発展にいささかなりとも貢献することが出来、延いてはわが国経済の持続的成長に寄与することを祈念しております。

★受賞作品の要約と評価コメント★



◆M&A フォーラム賞正賞『RECOF 賞』

『M&A 国富論 「良い会社買収」とはどういうことか』(プレジデント社)
岩井 克人 佐藤 孝弘 編著

◆**作品の要約**

2005年のニッポン放送事件や2007年のブルドッグソース事件での司法判断は、実務にも大きな混乱をもたらした。一連の司法判断は、残念ながら会社買収の本質には十分踏み込んでおらず、経営者側にも買収者側にも指針を与えるに至っていない。多くの会社が採用した事前警告型防衛策は、適法性が不確かなままであり、一部では株式持合いなど株式市場そのものを迂回する方策もとられ始めている。判例の蓄積によるルール形成を待つ選択もあるが、それでは間に合わない。買収ルールを早急に法制化すべきである。

そもそも会社制度の第一の存在理由は、それが社会に対して付加価値を生み出し、国富の発展に貢献することである。本書はそこから出発し、会社買収の本質とは何かを考察している。

良い会社とは、大きな付加価値を生み出す会社であり、良い経営者とは会社の付加価値を最大化する経営者にほかならない。そのような視点からは、会社買収とは、株式市場を通じて経営者を選別する「経営資源の競争的な再配分機構」としてとらえることができる。

必要なのは、敵対的買収そのものを忌避することではなく、その手続きに関して明確なルールを作り、良い経営者が選ばれていく公平で効率的な環境を整備することである。

以上の観点から、日本の会社買収ルールを以下のように改正することを提言する。

一つは、会社支配権の移転手続きの明確化である。取締役会決議により、議決権の行使について、株主が保有する株式数が発行済み株式総数の20%未満であることを行使条件とすることができるものとする。この条件は取締役会の決議によっていつでも解除できる。

提言が実現するとどうなるか。たとえば、ある投資ファンドが買収したい会社の株式を買い増していく。20%を超えたら議決権を行使できなくなるので、最大19.9%まで株式を買い進めた段階で、経営陣と交渉せざるを得なくなる。交渉が妥結すれば「友好的買収」となり、決裂すると「敵対的買収」となり、取締役の選解任に関する委任状争奪戦が始まる。買収者の提示価格だけで株主が判断する現行の制度と違い、株主が判断するのはあくまで、「現経営陣と買収者が提案する新経営陣のどちらが良い経営者か」である。

この提言は株主が良い経営者を選ぶためのしくみを作ろうというものだ。大切な発想は「インセンティブ」である。TOB価格に対する判断のみで会社の経営権が移動しうる現状の制度では、株主が良い経営陣を選ぶためのインセンティブに乏しい。既存の株主は高値で売りぬいてしまえばよいので、会社のその後の業績には無関心である。これに対して本書の提案では、委任状争奪戦後も引き続き株式を持つ株主が判断するので、会社の付加価値を高める経営者を選ぶインセンティブが与えられる。

しかも、現行制度のように裁判所による決着を前提としないし、防衛策により買収者が経済的ダメージを被ることもない。経営者は交渉時間を得ることもできるし、最終的な決着が委任状争奪戦なので、株主に今後の経営方針等に関する情報も十分に与えられる。

また、これとは別に新たなガバナンスのあり方として、複数議決権株式など種類株式の上場を幅広く認めるべきである。種類株をうまく利用すれば、多様なガバナンスが可能になる。

これまで日本の会社買収ルールの整備は遅れてきたが、むしろそれを前向きにとらえて、世界標準としても通用するしっかりした理屈に基づくルールを提示していくべきだ。

最後に、「良い株主が、良い経営者を選ぶ、良い仕組み」と題して、岩井克人氏と富山和彦氏の特別対談が載っている。

◆**評価コメント**

本書は、価値基準を国富の増大におき、そのためのルールをどう作るかという明快な論理構成で政策提案をしている。わが国のあれもこれも中途半端な状況の中で、一つの解決の方向付けをしていることは大きな評価を与えることができる。

本書の示す問題の位置付け及び改善提案には賛否はありえるが、ある程度客観性がありバランスの取れたものでその意義は高く評価されるべきであろう。

さらに、経済学、法学の知見が生かされ従来の見解をなぞるものでない独創性があることも評価したい。

◆M&A フォーラム賞奨励賞『RECOF 奨励賞』

『M&AのためのM&A』(有斐閣) 田村 俊夫 著

◆**作品の要約**

本書は、一橋大学大学院商学研究科経営学修士(M&A)コースで著者が担当する、みずほ証券寄附講座「M&Aの理論と実務」の内容をもとに作られている。

M&Aは設備投資等やR&Dと並ぶ価値創造の重要な一手段である。M&Aには事業戦略、コーポレートファイナンス、法律、会計、税務、組織論、コーポレートガバナンスなど多様な分野が関係するが、現実のM&Aの中で各分野は別個独立に機能するのではなく相互作用している。M&A課程のテキストとして執筆された本書では、各分野の専門的な成果を踏まえつつ、M&Aという場におけるそれらの内的関連性を考察し、そこから浮かび上がる統一的全体像としてM&Aを理解しようと試みている。

本書を貫く一つの視点は、M&Aを制度的・環境的制約条件下での価値最大化行動として捉えることである。ここで「最大化すべき価値」とは、コーポレートファイナンス理論では企業価値すなわち企業が生み出す将来収益の現在価値とされる。他方で市場では、株価を通じて市場価値という評価が与えられ、それも「企業価値」とよばれる。このような企業価値の二面性は企業価値評価(第2-4章)をはじめとするM&Aの理論と実務に複雑性をもたらしている。

M&Aで創造される企業価値の源泉は、経営資源の結合態様の変更がもたらすシナジーである。いかにシナジーを生み出すかは戦略論(第1章)及び組織論(第5章4節)の領域に属する。企業価値発見のプロセスも重要である。M&Aにおける売り手と買い手の情報の非対称性に対処するために、買収調査(デューデリジェンス)と買収契約の規定が相関する形で(不完全ながらも)巧みな実務慣行が発達している(第5-6章)。

次に制約条件については、経済・金融環境に加え制度環境が重要である。法・会計・税務等の制度は、各々独自の社会的目的を持って発達してきたものであり、必ずしもM&Aを通じた企業価値最大化を目的として設計されていない。かかる現実の制度的枠組みが経済合理的なM&Aに対してどのような影響を及ぼすかが考察される(第7-8章)。



しかし、M&Aの目的を単純に制約条件下での企業価値最大化とすることには、2つの問題点がある。第1に、実際に企業の経営方針を左右するのは経営者であり、経営者が企業価値最大化を目的として行動するかどうかは自明ではない。このような企業と経営者の分離による企業価値の毀損の問題（エージェント問題）は、投資ファンド（第12章）や敵対的買収（第13章）等のテーマに関連している。この問題を研究すると、企業価値向上を目指すコーポレートファイナンスと経営者の誘因を制御するコーポレートガバナンスの密接な関係が見えてくる。第2に、企業（株主・経営者）の立場を離れて社会全体（政策形成者）の立場から見れば、企業価値最大化が社会全体の価値最大化と整合的であるための条件も問われなければならない（第14章）。

評価コメント

本書は、内容的には特に新しい理論等を提示しているわけではないが、テキストとして理論と実務の双方を上手に入れ込んだ非常に完成度の高い読み応えのある力作となっている。読者が、アカデミックな論文を作成するときの参考文献としても、また実務における参考資料としても十分に使える印象である。特に実務での経験の豊富さがうかがわれる説明箇所がいくつも見受けられ、非常に興味深い内容となっている。注記、引用等もしっかりしており、各章に問題も加え、大学院レベルのテキストとして使いやすい構成となっており、またコラムとしてM&Aの事例が取り上げられており、興味を引き、読みやすくする工夫もある。

研究書ではないが、著者の考えが各所に入り込んでいることなど独自性があること、実務への応用性も高く、理論面からの記載もしっかりしており、理論と実務を融合した書籍として非常に完成度の高いものと考えられる。

◆M&A フォーラム賞選考委員特別賞『RECOF 特別賞』

『日本における株式非公開化の価値創造効果』（東京工業大学 修士論文）
何 叢暉（東京工業大学大学院 社会理工学研究科 経営工学専攻）



作品の要約

株式非公開化とは、上場企業が戦略的に株式を非公開化し、非上場のかたちで企業の経営を継続することである。通常、企業は株式市場から大量で長期安定資金の調達が可能となる等の理由で、株式市場で株式公開することを選択している。株式公開により資金調達の多様化が図れる他、知名度の向上や社会的信用の増大といった効果がある。その一方、不特定多数の投資家から資金調達を行うことから、業績など企業情報を開示する義務が生じ、それによって競争上の不利益が生じることもある。

企業にとって上場を維持するにはリスク若しくはコストがかかっている。そのため、上場によるリスクやコストが上場メリットを上回る場合に、上場企業は株式非公開化のインセンティブを持つ。株式非公開化によって、株主からの圧力や各種の上場規制から解放される経営を選択すべきである。非上場化に伴う以下のようなメリットが存在する。①非公開化により少数株主と一部の株主が排除されるため、よりシンプルな株式保有構成の下での経営者と所有者の利害不一致問題が緩和できる。②経営権と支配権がより集中的となるため、非公開企業の意思決定が迅速になる。③直接的・間接的な上場コストが削減できる。

本研究の最初の問題意識としては、このような上場を廃止し、株式市場から離れようとする行動に対し、投資家は如何に評価を下すのかということにある。企業内部の利害対立、対象企業の特徴、そして買収者の属性等の3つの視点から、株主価値の価値創造効果について分析する。結論は主に以下の3つとなる。

第一に、日本における株式非公開化は、被買収企業の株主価値に対して正の価値創造効果をもたらしている。日本における株式非公開化の平均的な価値創造効果は約16.4%と観察される（買収公表日を0時点として、-1日から1日までの株式累積異常リターンで測定する）。

第二に、価値創造効果と結びつく要因としては、主に経営陣が裁量的に使える現金の低減、安定的大株主によるエンタレチメント効果の緩和、大きな資金需要がないこと、事業会社による高負債比率の企業の買収、事業会社による事業関連性のある企業の買収であると考えられる。

第三に、以上の価値創造要因のうち、安定的大株主によるエンタレチメント効果の緩和、大きな資金需要がないこと、事業会社による高負債比率の企業の買収がより重要な源泉であることが検証で示されている。

評価コメント

株式非公開化の事例は増加傾向にあり、また、少数株主保護に関連する諸問題が顕在化しており、その価値創造効果の分析は、最近のわが国のM&A市場にとって重要なテーマと考えられる。

実証論文としては、しっかりした構成で、検証すべき仮説の範囲も多面的・網羅的に検証しようとする姿勢がうかがえ、日本の市場や企業の特徴に配慮した分析を試みている点も評価したい。

検証結果に関する考察については、おおむね賛成できる部分と、日本の市場や企業の特徴を踏まえた熟慮が望まれる部分が混在している感がある。特に、株主構成や経営陣のインセンティブについては、日本の特徴を踏まえた再検証が望まれる（例えば、日本の純粋の大株主の行動パターン、オーナー会社の非公開化など）。

なお、今後の課題で挙げられている事項（純粋の大株主の影響、データの限界、完全子会社化）はそれぞれ適切であり、更なる研究を期待したい。

【過去の受賞作品のご紹介】

《第1回（2006年度）M&Aフォーラム賞》

📖 第1回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』

📖 第1回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～』

📖 第1回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』

《第2回（2007年度）M&Aフォーラム賞》

📖 第2回M&Aフォーラム賞正賞 『RECOF賞』 1篇

宮島 英昭 編著 『日本のM&A 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』

📖 第2回M&Aフォーラム賞奨励賞 『RECOF奨励賞』 2篇

太田 洋 『委任状勧誘に関する実務上の諸問題 ～委任状争奪戦(proxy fight)における文脈を中心に～』

北村 慶 『買収されるのも悪くない。三角合併解禁の本当の意味』

📖 第2回M&Aフォーラム賞選考委員特別賞 『RECOF特別賞』 1篇

小野 美和 『アクティビストファンドと株価効果』



岩井 克人（東京大学経済学部教授 東京財団主任研究員）

今回、M&Aフォーラム賞の正賞をいただきました。日頃から尊敬している先生方の審査によって選ばれたことを、大変光栄に思います。また、選ばれたこと自体が嬉しいのは当然ですが、それ以上に嬉しいのは、この本が真の意味で共同作業の産物であり、多くの人と喜びを分かち合えることです。この本は東京財団における研究会の成果ですが、研究会の中でそれぞれ無数の討議を重ねた村松幹二、神林竜、清水剛の三氏、研究会に様々な形で協力していただいた法曹界・経済界・学界の多くの方々、そして実際に本の企画と編集をしていただいたプレジデント社の中嶋愛氏に、深く御礼申し上げます。もちろん、最大の感謝は、ともに本を書いた佐藤孝弘氏に対してです。

佐藤 孝弘（東京財団政策研究部研究員）

この度、「第三回M&Aフォーラム賞正賞」を頂けるということで、大変光栄に思っております。実務的にも理論的にも混乱している会社買収の問題に、具体的な解決策の提言をしたことに高い評価をいただいたものと考えております。本書のテーマである敵対的買収は、昨年秋からの金融危機の影響もあり目立ったケースが少なくなっておりますが、ルールが変わっていない以上、いずれ同種の問題が起こってくると思います。今後も活発な議論を行うとともに、政策提言を実現するための普及活動を頑張っていきたいと思っております。この提言をとりまとめるにあたり、ご協力いただいた皆様にも心より感謝申し上げます。この度は本当にありがとうございました。

田村 俊夫

（みずほ証券株式会社 投資銀行グループ戦略開発総括部長 一橋大学大学院商学研究科 客員教授）

この度はM&Aフォーラム賞奨励賞を頂き、大変光栄です。拙著は、一橋大学大学院商学研究科経営学修士（MBA）コースで担当するみずほ証券寄附講義『M&Aの理論と実務』の講義録です。実務家として「M&Aは実際にやってみなければわからない」と信じていた私ですが、学生に講義するようになって、「わかったつもり」が本当にはわかっていなかったという体験を繰り返し、理論と実務の双方向からの研究の重要性を痛感しました。本書はそのような実務家が実務家として納得できる理論を求めて悪戦苦闘した軌跡であり、はなはだ荒削りではありますが、今後のわが国におけるM&A理解の進展において他山の石となれば幸いです。

何 叢暉(か そうい)（東京工業大学大学院 社会理工学研究科 経営工学専攻）

この度、M&Aフォーラム賞を受賞したことは、日本に来てから五年目になったばかりの私にとって、予想外の嬉しい結果です。

私は2005年夏、地元の大学を卒業し、親戚のおかげで日本にきました。最初の二年間はアルバイトで生活費を稼ぎながら、日本語学校に通っておりました。その後、東京工業大学と蜂谷豊彦先生のお蔭で、コーポレートファイナンスの研究を始めました。研究に専念できるとも素晴らしい環境なので、修士論文でも色々と自分のやりたいことができました。蜂谷先生と多くの支えてくれた方々には感謝の気持ちでいっぱいです。この感謝の気持ちを表すには、これからさらに努力し、色々な成果をあげていきたいと考えております。

※第3回（2008年度）のM&Aフォーラム賞(RECOF賞)は下記の要領で募集いたしました。

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年度にM&Aフォーラム賞を創設いたしました。今年度が3回目の募集となります。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)、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。個人のほか、学校やゼミナールなどの団体、グループでも応募ができます。

3. 応募の方法など

(1) テーマと条件

◆M&Aに関わる著書、研究論文(M&Aと法律・経済・経営・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2008年4月から2009年3月までに発表された著書、論文で、経済専門誌、総合雑誌、各種機関誌等に掲載された論文も可とします。

◆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。

◆対象となる著書および論文いずれも、執筆者ご自身の応募による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2009年4月30日までとし、当日の消印も有効といたします。

◆入選者には2009年8月末を目途に本人宛に通知いたします。賞の贈呈は2009年9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にて審査を行います。

◆2008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 (日本経済研究センター 特別研究顧問)

◇選考委員 大杉 謙一氏 (中央大学法科大学院教授)

(五十音順) 西山 茂氏 (早稲田大学ビジネススクール教授)

丹羽 昇一氏 (株式会社レコフデータ 執行役員)

(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】 <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

