

# 我が国M&Aの現状と課題

## ～機能と役割、買収防衛についての考え方を中心に～

第二特別調査室 小野 伸一

### 1. はじめに

企業の合併や買収などのM&A (Mergers & Acquisitions) は、近年、我が国においても活発に行われるようになる一方で、買収防衛策などの対抗策を導入する企業も増加している。本稿では、企業価値の一層の増大による経済成長の実現のためにM&Aが果たす役割に注目し、その機能や企業価値に及ぼす影響、さらに敵対的買収についての考え方や買収防衛策としてみた株式の非上場化の妥当性などについて言及することとしたい。

### 2. M&Aの現状と機能

#### 2-1. 活発化するM&A

M&Aの増加は世界的な趨勢となっており、特に1990年代以降、増加が顕著である。世界のM&Aは、2000年のいわゆる「ITバブル」崩壊で一度落ち込んだものの、07年には約4.2兆ドル（約380兆円；1ドル90円換算、以下同じ）と過去最高を記録した（トムソン・ロイター調べ）。一方、2008年には、サブプライムローン問題の影響や金融危機の発生などで減少に転じ、約2.9兆ドル（約260兆円）と前年比29.6%のマイナスになった（同）。世界的な不況がM&Aに与えた影響は大きく、2009年も引き続き減少傾向となったが、他方、一般に不況期には、企業の価格（企業価値）が低下することにより、買収を検討しやすい状況になったり、事業再生関連のM&Aが活発化したりする面があることも事実である。

M&Aの先進国はやはり米国である。そもそも米国経済の歴史そのものが、1世紀以上にわたって、合併やコングロマリット化、そしてそれらに対するアンチトラスト規制など、M&Aを巡る歴史であるといっても過言ではない。

我が国でも、1990年代以降、M&Aは増加傾向にあり、日本企業が関わったM&Aは、2007年に約15兆円と引き続き高水準を維持した（トムソン・ロイター調べ）。一方、2008年には3.8%減少して約14.5兆円となり（同）、2009年も、経済不況の影響を受けて引き続き減少傾向となった。

我が国のM&Aは、1980年代まで、低水準の時代が長く続いていたが、実は、戦前は比較的高水準であった<sup>1</sup>。一例をあげれば、1930年代に隆盛を極め、37年時点で（今日の）日産自動車、日立製作所、ジャパンエナジー、日本水産など子会社18、孫会社130に達したといわれる鮎川義介の日本産業（日産）コンツェルンは、M&Aにより発展したコングロマリットである。

90年代以降、我が国でM&Aが増加した背景としては、大きく3つ指摘することができるだろう。

第1に、1989～90年のバブル崩壊以降、経済が低成長化する一方で発展途上国の追い上げが勢いを増し、企業間競争が激化、収益力が低下したことがあげられる。経済全体のゼロサムゲーム化といってもよい。このような中で、多くの企業が、即効性のある収益力向上、企業価値向上策としてM&Aに活路を見出そうとした。

第2に、この時期には、（1997年のアジア通貨危機に端を発する）一連の銀行破綻を契機に、いわゆるメインバンク制にはほころびが生じ、いわゆる株式持合いが解消に向かい、企業グループ（系列）も弱体化する一方、機関投資家や外国人投資家など経済合理的に行動する株主の割合が増加し、株式の流動性が高まることになったことである。これらの変化もM&Aの増加につながったと考えられる。好むと好まざるとにかかわらず、企業は売り買いされるものだという意識が次第に高まっていった。

第3に、この時期には、企業法制の整備が進み、持株会社（1997）、株式移転（1999）、株式交換（1999）、会社分割（2001）、そして新会社法の成立（2006）とM&Aに関わる諸制度が次々に導入されるとともに、産業活力再生特別措置法（産活法）の制定（1999）や産業再生機構の設立（2003）など企業破綻前の再生（私的再生）が活発化したことも、M&A増加の一因と考えられるだろう。今日では、いわゆる敵対的買収（後述）についても、その成否はともかく、試みられることは決して珍しくなくなった。

## 2-2. M&Aの具体例

我が国におけるM&Aの具体例を、過去約5年間について、筆者の判断でピックアップしたものが図表1である（月は公表ベース）。これだけをみても、多くの企業がM&Aに積極的に取り組んでいることがわかる。また、今後の経営

<sup>1</sup> 宮島英昭編著『日本のM&A』p14-20。

戦略の選択肢の一つとしてM&Aを掲げる経営者も増加しているように思われる。

図表 1 我が国M&Aの具体例

(2004年)

- ・2月 パイオニアのNECプラズマディスプレイ買収 [株式取得]
- ・3月 三菱東京フィナンシャル・グループとアコムとの業務・資本提携 [株式取得]
- ・5月 山之内製薬と藤沢薬品の統合 [合併]
- ・6月 三井住友フィナンシャルグループとプロミスの業務・資本提携 [株式取得]
- ・7月 三菱東京フィナンシャル・グループとUFJグループの統合 [合併]

(2005年)

- ・2月 ライブドアのニッポン放送買収 (→最終的にフジテレビが取得) [株式取得]
- ・3月 丸紅とアドバンテッジ・パートナーズグループのダイエー買収 [株式取得]
- ・9月 村上ファンド (M&Aコンサルティング) の阪神電鉄買収 (→最終的に阪急ホールディングスと統合) [株式取得]
- ・10月 楽天のTBS買収提案 (→2009年に断念)
- ・11月 国際石油開発と帝国石油の統合・持株会社化 [株式移転による持株会社化]
- ・12月 花王と国内3ファンド (アドバンテッジ・パートナーズ、ユニゾン・キャピタル、MKSパートナーズ) のカネボウ・カネボウ化粧品買収 [株式取得]
- ・12月 セブン&アイ・ホールディングス (イトーヨーカ堂、セブンイレブンジャパン、デニーズジャパンの持株会社) とミレニアムリテイリング (西武百貨店、そごうの持株会社) の経営統合 [株式交換による子会社化]

(2006年)

- ・1月 ドン・キホーテのオリジン東秀買収提案 (→最終的にイオンが買収) [対抗TOBによる株式取得]
- ・2月 東芝の米ウェスチングハウス社 (原子力関連) 買収 [株式取得]
- ・2月 日本板硝子の英ビルキントン社買収 [株式取得]
- ・3月 ソフトバンクのボーダフォン買収 [株式取得]
- ・7月 王子製紙の北越製紙買収提案 (→TOB不成功)
- ・8月 AOKIホールディングスのフタタ買収提案 (→TOB不成功)
- ・10月 アメリカ系投資ファンド・スティール・パートナーズの明星食品買収提案 (→最終的に日清食品が取得) [対抗TOBによる株式取得]

(2007年)

- ・2月 スティール・パートナーズのサッポロホールディングス買収提案 (→09年2月に撤回)
- ・3月 山崎製パンの (消費期限切れの原材料使用が発覚した) 不二家との資本・業務提携 [株式取得]
- ・3月 アメリカ金融大手シティグループの日興コーディアルグループ買収 [TOB及び三角合併(株式交換)による株式取得]
- ・5月 光学ガラス大手HOYAの大手カメラメーカー・ペンタックス買収 [TOBによる株式取得、株式交換による子会社化]
- ・5月 スティール・パートナーズのブルドックソース買収提案 (→TOB不成功)
- ・6月 味の素とカルピスの経営統合 [株式交換による子会社化]
- ・7月 消費者金融大手プロミスと三洋信販の経営統合 [TOBによる株式取得、子会社化]
- ・8月 伊勢丹と三越の統合 [合併]
- ・9月 ビックカメラのベスト電器との業務・資本提携 [株式取得]
- ・9月 シャープのパイオニアとの業務・資本提携 [株式取得]
- ・10月 アメリカ大手小売ウォールマート・ストアーズの西友買収 [TOBによる株式取得、子会社化]

(2008年)

- ・2月 富士フィルムホールディングスの富山化学買収 [TOBによる株式取得、子会社化]
- ・3月 野村ホールディングスの足利銀行買収 [株式取得]
- ・9月 明治乳業と明治製菓の経営統合 [株式移転による持株会社化]
- ・9月 三菱UFJフィナンシャル・グループとアコムの業務・資本提携 [TOBによる株式取得、子会社化]
- ・9月 三菱UFJフィナンシャル・グループのモルガン・スタンレーへの出資 [潜在的議決権の21%]
- ・9月 野村ホールディングスのリーマン・ブラザーズ買収(一部) [現金による事業買収・承継]
- ・11月 パナソニックの三洋電機買収 [TOBによる株式取得、子会社化]
- ・12月 新日本石油と新日鉱ホールディングスの経営統合 [株式移転による持株会社化]

(2009年)

- ・1月 三井住友海上グループホールディングス、あいおい損害保険、ニッセイ同和損害保険の経営統合 [株式移転による持株会社化]
- ・3月 損害保険ジャパンと日本興亜損害保険の経営統合 [株式移転による持株会社化]
- ・3月 ゴールドマン・サックスグループのユニバーサル・スタジオ・ジャパン(USJ)買収 [TOBによる株式取得、子会社化]
- ・4月 新生銀行とあおぞら銀行の統合 [合併]
- ・5月 三井住友フィナンシャルグループの日興コーディアル証券など(シティグループ傘下)買収 [株式取得]
- ・7月 日立の日立マクセル、日立情報システムズなど上場連結子会社5社買収 [TOBによる株式取得、完全子会社化]
- ・7月 キリンホールディングスとサントリーホールディングスの経営統合(具体的な内容は2009年12月段階で非公表)
- ・8月 三菱ケミカルホールディングスの三菱レイヨン買収 [TOBによる株式取得、子会社化]
- ・12月 フォルクスワーゲンのスズキとの業務・資本提携 [株式取得]

注) TOBはテイクオーバー・ビッド(株式公開買付)の略。

(出所) 筆者作成

### 2-3. M&Aと企業価値

一般に企業経営においては、企業価値の最大化が目標とされることが多いといえる。では、M&Aには具体的にどのような機能があり、企業価値(株式価値)にどのような影響を及ぼすのだろうか。一般論としては、プラス面(期待される側面)が多いように思われるが、マイナス面(懸念される側面)も考える必要がある。以下で指摘したい(図表2参照)。なお、各項目は筆者の経験などをもとに列挙したものであり、必ずしも客観的に実証されたものではないことをお断りしておきたい<sup>2</sup>。

<sup>2</sup> M&Aが企業価値に与える影響については、米国を中心に多くの実証研究が行われており、買収企業と被買収企業の企業価値の合計がプラスに変化したという結果が多いようである。例 鈴木一功『米国の先行理論・実証研究から見たM&Aの動機と企業への影響』(証券アナリストジャーナル 2008.2)参照。我が国のM&Aについても、例えば宮島英昭編著『日本のM&A』終章においては、同様のプラス効果が示されている。

図表2 M&Aの機能

プラス面	<ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 選択と集中による効率化、競争力強化</li> <li>(2) シナジー効果（事業補完、効率化、一体化）</li> <li>(3) 環境変化への対応、時間の節約、規制市場・外国市場への参入</li> <li>(4) 経営マネジメントの変革、社風・企業文化の改革、人材の覚醒</li> <li>(5) 雇用・人材資源の維持（失業、人材資源の散逸の回避）</li> <li>(6) 事業承継（後継者難への対応）</li> </ul>
マイナス面	<ul style="list-style-type: none"> <li>(7) 人材統合（ポスト・マージャー・インテグレーション）の難しさ</li> <li>(8) 統合によるコスト増大—ペンローズの制約（企業規模拡大に伴う投資コスト増）</li> <li>(9) （独占の弊害、競争政策上の問題）</li> </ul>

（出所）筆者作成

### （1）選択と集中による効率化、競争力強化

M&Aは、事業者の選択と集中のきっかけとなることが期待される。収益性や戦略性の観点から、期待できる分野、伸ばしたい分野（コア事業）を拡大し、そうでない分野（ノンコア事業）は縮小、撤退していくという考え方は、多くの企業にとって経営戦略の基本となるものである。また、M&Aは、コア事業を伸ばすために有効であることはもちろん、ノンコア事業の切り離しのためにも有効である。すなわち、ノンコアと判断される事業については、M&Aによる切り離しにより、失業の回避や撤退コストの最小化をはかりつつ、コア事業に経営資源を集中することで、企業としての効率性、生産性の向上を実現することができる。そしてこれは、企業の競争力の向上、ひいては企業価値の増大をもたらすことになる。もし、売却されたノンコア事業が、当該事業を取得した企業にとってはコア事業であれば、「ノンコア事業のコア事業化」が実現することにもなる。

### （2）シナジー効果

M&Aは、双方の企業価値の単純な足し算にとどまらない効果を生む可能性がある。これはシナジー（synergy）効果といわれ、相互に補完的な事業が一体化（垂直統合を含む）することによる新たな価値の創出、相互に重複のある部門や物流の効率化、同種の事業が一体化することによる規模の利益の獲得など

が考えられる<sup>3</sup>。例えば、ダイエーを買収した丸紅も、カネボウ化粧品を買収した花王も、買収理由の一つにシナジー効果をあげている。

このようなシナジー効果は、一国内にとどまらず、国境をまたいで創出されることもある。例えば、2006年、世界最大手の鉄鋼メーカーであるオランダのミタル・スチールが業界2位のルクセンブルクのアルセロールと合併したのはその例である。

なお、シナジー効果は、買収側がファンドなどのファイナンシャル・バイヤーの場合でも発揮されることがある。例えば、ファンドが事業面で補完的な企業をすでに支援対象先としている場合などである。また、過去に同種の事業者を支援対象としたことがあるような場合にも、経営ノウハウなどの面でシナジー効果を期待できる可能性があるだろう。

### （3）環境変化への対応、時間の節約、規制市場・外国市場への参入

消費者の嗜好の変化や新興国の追い上げなど国際環境の変化が激しい時代には、一企業が単独でフレキシブルに対応していくことには限界があり、他社との統合、提携が効果的な場合がある。一から事業を立ち上げる時間的余裕がなく、できるだけ時間をかけずに目的を達成したいという場合もあるだろう。さらに、通信や金融などの規制業種、許認可事業や外国市場においては、新規参入障壁が高く、既存事業者にも簡単に太刀打ちできない場合があり、このようなときにもM&Aが効果的である。ソフトバンクのボーダフォン買収などはこの例である。

なお、テレビ放送やプロ野球経営などは、事業者数に制限（枠）があるので、実際問題として、新規参入しようとするならば、既存事業者と入れ替わるか、あるいは提携・買収するしかない。このような中で、近年、楽天のTBS買収提案（後に断念）やソフトバンク、ライブドア、楽天のプロ野球参入表明（ライブドア以外は実現）のように新規参入が試みられたことは、成功したか否かを問わず、経済活性化の観点からは望ましいことと考えられる<sup>4</sup>。

<sup>3</sup> 同種の事業の一体化や効率化などはシナジー効果に含めない分類の仕方もあるが、ここでは含めて考えている。なお、シナジーという概念を経営学に初めて導入したのは、アメリカの経営学者アンゾフ（1918-2002）の『企業戦略論』であるとされている。

<sup>4</sup> 付言すれば、このような、いわば「許可市場」であって、かつ（多くの国民と関わりがあるという意味で）一定の公益性があるような分野においては、市場規律を働かせ企業価値を向上させるためには、むしろ自由市場以上に安易な買収防衛を抑制することが必要であるように思われる。場合によっては、チャレンジャーである参入希望者側に多少、条件面で配慮する位の対応があってもよいのではないだろうか（実際には往々にして既得権益の方が保護されがちなのであるが）。

#### (4) 経営マネジメントの変革、社風・企業文化の改革、人材の覚醒

M&Aはどちらかといえば、改革志向の経営者、「企業家」(アントレプレナー)と呼べるような経営者の方が前向きに取り組む傾向があるように思われる。買収された企業の経営体制が刷新されること自体、現場にとって刺激となり、従業員の覚醒効果を持つことになる可能性もある。

実際、経営陣に改革志向の人物が送り込まれれば、マネジメントが変革されたり、沈滞して緩みのあった社風・企業文化に新しい風が吹き込まれることが期待される。これにより、従業員の意識に変化が生じ、生産性の向上につながったり、組織が揺さぶられることで、眠っていた人材、不遇をかこっていた人材が能力を発揮するチャンスが生まれることもあるだろう<sup>5</sup>。

すでに触れたように、ノンコア事業として切り離された事業が他の買収事業者のもとではコア事業になることにより、従業員の士気が上がり、生産性の向上が期待できる場合もある。例えば、セーレンに譲渡されたカネボウの繊維事業などが該当する。

ところで、特に所有と経営が未分離の中小企業などでは、M&Aにより経営者が替わってしまっただけでは、従業員はもちろん、取引先や顧客との関係にも影響し、経営が成り立たないのではないかという懸念があるかもしれない。確かにそのような場合もないとはいいいきれないだろうが、しかし、見方を変えれば、M&Aの対象になるということは、さらなる発展の可能性があるということでもあり、残念ながらM&Aの対象にすらならない企業も少なからず存在している。取引先や顧客についても、従来と同様の関係を維持するだけが選択肢ではない。例えば温泉旅館では、エージェンツ依存や団体客依存から脱却し、インターネットを利用したマーケティングや個人客志向への転換などを考えることも必要である。

もし経営者が替わってしまったら事業が全く成り立たない企業があるとするれば、それはよほどカリスマ性をもった経営者か、従業員から極めて信頼の厚い経営者であろう。他方、このような経営者は、まず自らが望まないM&Aに直面することは考えにくいし、万が一そのような事態に直面しても、従業員は経営者と運命をともにするだろうから、MBO (マネジメント・バイアウト; 経営陣が自社株式を取得する形での買収。後述) なり新会社の設立なり、様々なとりうる方策があるだろう。このような企業以外の場合には、おそらく経営者が交代しても工夫次第で事業は継続していけるだろうと考えられる。昨今の後

<sup>5</sup> これはすなわち、潜在的な企業価値 (本来あり得べき企業価値) がM&Aにより顕在化する、ということでもある。

継者難の中で事業の承継を図っていくためには、むしろ積極的にM&Aを活用することが必要な場合もあるといえる（後述）。

なお付言すれば、経営者が退任する場合、窮境に陥る前であればもちろんのこと、窮境に陥った場合でも、法的再生に至る前の段階であれば、個人保証を追及されたり、退職金がゼロになったりせずに退任することも不可能ではない。このような面からみても、特に中小企業の経営者は、交代のタイミングについて、まだ先のことと考えずに想定しておく必要があると考えられる。

### （５）雇用・人材資源の維持

窮境に陥った企業がM&Aにより再生されることは、雇用・人材資源の維持のためにも望ましいことと考えられる。倒産したり清算になったりすれば失業が発生し、人材資源も散逸してしまうが、M&Aはこのような事態の回避に役立つものである。もちろん従業員をリストラせざるを得ない場合もあるだろうが、倒産した場合などに比べれば、相対的に雇用維持の効果が大きいことは明らかである。

例えば、2003年から4年間、事業再生を担った産業再生機構の支援案件（41件）についてみると、従業員数は計7万4,949人であったが、これらの従業員はスポンサーを含むさまざまな買収者のもとで雇用されており、結果的に他の会社に移籍したり、一部希望退職することはあっても、意に反して失業することはなかった。

### （６）事業承継

特に中小企業においては、窮境に陥った場合以外にも、オーナー経営者が高齢になったり、病気になったりして、事業の継続に支障が生じることがある。このような場合に、M&Aは事業承継を円滑化する機能を担うことができる。

従来、オーナー社長が高齢などの理由で引退する場合には、自らの子供や兄弟などの親族を後継者に指名し、株式を譲渡することが一般的であった。しかし近年、子供が事業を継ぐことを望まなかったり、親族に適任者がいなかったりして、承継が円滑にいかない事例が増加している。今日では、全国の中小企業の約5割で後継者が不在であるという調査もある<sup>6</sup>。このような企業を存続させようとするれば、従業員が承継者となったり、血縁関係のない第三者が承継者となったりすることが必要になる。

これらはいずれも広義のM&Aといえるものであり、前者（従業員による事

---

<sup>6</sup> 分林保弘『〔改定版〕中小企業のためのM&A徹底活用法』p27。



業承継)はEBO(エンプロイー・バイアウト)といわれる。従業員や第三者に資金的な余裕がないことも多く、ファンドなどが仲介して資金提供を行うこともある。このようなM&Aの事業承継機能は、今後、経営者の高齢化が進展する中で、ますます重要性が増すように思われる。

### (7) 人材統合の難しさ

M&Aでしばしば指摘されるのが人材面の統合(ポスト・マージャー・インテグレーション)の難しさである<sup>7</sup>。M&Aが成功するかどうかは、人材資源の有効活用、能力発揮ができるかどうかにかかっているといてもよい。例えばカネボウ化粧品を買収した花王の例のように、事業体の独立性を引き続き維持しながら経営していく手法をとる場合であっても、トップから現場までさまざまなレベルですり合わせや協働が必要になることは間違いなく、これがうまくいかないとシナジー効果が発生しないおそれもある。

M&Aによる経営統合は、ある意味、「異文化の融合」ともいえるものであり、新しい文化をつくりだそうという位の気概も必要になる。その担い手は当然のことながら一人一人の従業員であり、オープンで分け隔てのない、プラス思考の取り組みが望まれる。そしてこのような努力が実を結べば、生産性の向上、将来キャッシュフローの増大につながり、企業価値も向上していくことになるだろう。

企業価値の最終的な源泉は人であるとしばしば指摘される場所であるが、これはまさにM&Aの局面において如実にあらわれる。求心力が衰え、有為な人材が離脱するようだとM&Aは失敗に終わってしまう。このような事態が回避され、1+1が2ではなく3や4、さらにそれ以上になるような、単純な人数和をこえる価値がもたらされたときに、M&Aはその目的を達したことになる<sup>8</sup>。

### (8) 統合によるコスト増大—ペンローズの制約

M&Aによる統合は、企業価値の単純な足し算にとどまらないシナジー効果を生む可能性がある一方で、規模が拡大すれば、非効率の増大など「規模の不

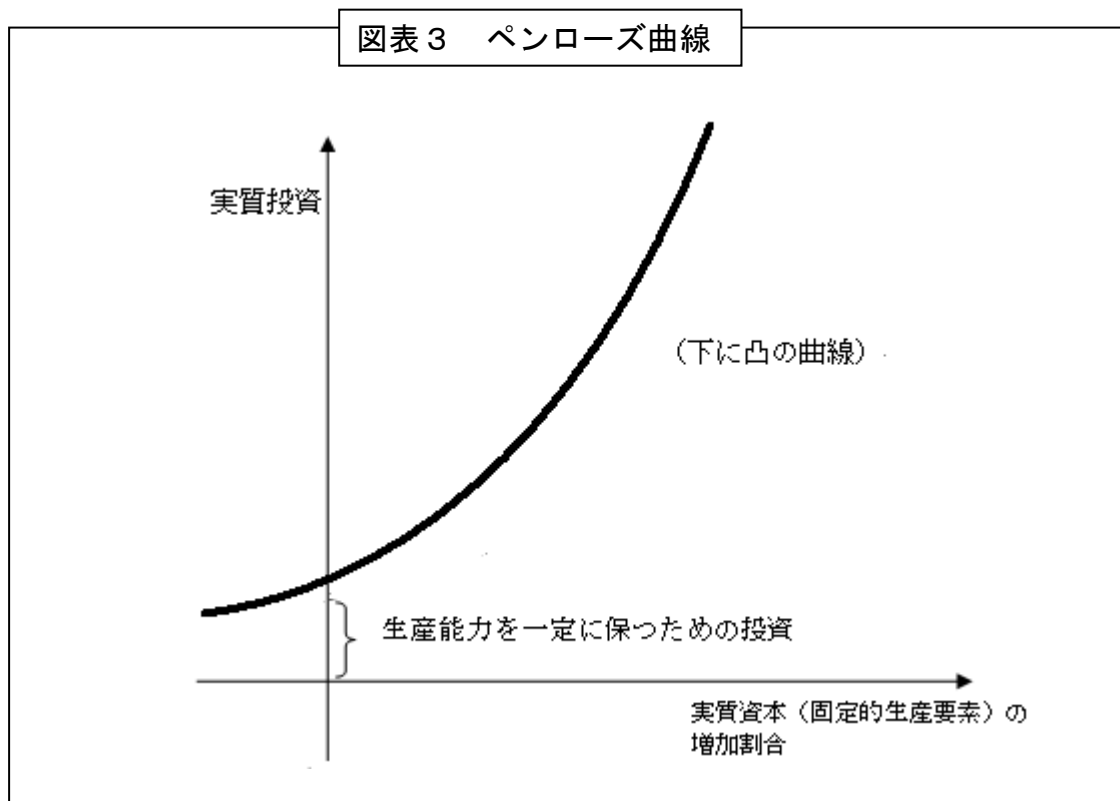
---

<sup>7</sup> M&A、特に合併のマイナス面としてしばしば挙げられるものに「独占の弊害」があるが、これは、M&A固有の問題というよりは競争政策上の問題であり、M&Aの機能として本稿で掲げた他の項目と同列に扱うことは必ずしも適当ではないことから、本文では特に項目立てはしていない。なお、図表2では(9)にカッコ書きで記述した。

<sup>8</sup> 実際には、ポスト・マージャー・インテグレーションの観点から我が国のM&Aを評価した場合、成功例は少ないのではないかともしられている。これは、一般に日本企業では、個々の企業に固有の文化・風土がある場合が多く、組織レベルの統合が必ずしも容易ではないことも影響しているように思われる。

経済」が発生するおそれもある。イギリスの経済学者E. T. ペンローズ(1914-96)は、『会社成長の理論』において、経営者の能力の問題や組織運営上の効率の問題などにより、投資活動に伴う調整コストは、投資水準が増大するほど逡増的になるという「ペンローズの制約」を示した（これを2次平面に描いたものがペンローズ曲線である。図表3）。これによれば、一般に企業規模が大きくなるほど（投資規模も大きくなり）投資コストは逡増することになる。したがって、M&Aによる統合においては、このようなペンローズの制約（具体的には利益率や成長率の低下など）によるコスト増が懸念されることになる。

ただし、このようなコストは、これを上回るシナジー効果があれば、克服することも可能と考えられる。したがって、実際のM&Aにおいては、経営統合や人材統合を円滑に行うことでコストを抑えつつ、これを上回るシナジー効果が生まれるような経営戦略を策定することがポイントになるだろう。



(出所) Uzawa.H., “Time Preference and the Penrose Effect in a Two-Class Model of Economic Growth,” The Journal of political Economy, Vol. 77, pp. 628-652, 1969. などから筆者作成

### 3. 敵対的買収と非上場化

#### 3-1. 敵対的買収の現状と課題

##### (1) 敵対的買収の代表例

図表1からもわかるように、一般にM&Aは株式取得により行われることが多いが、上場企業であれば株式の売買は自由であるから、常に予期せぬ買収の機会にさらされている。これは上場していること、すなわち不特定多数の株主に株式の処分が委ねられていることの当然の帰結であるともいえる。

近年の敵対的買収の試みとしては、2006年に製紙業界最大手の王子製紙が北越製紙に対して行った買収の働きかけや、2007年にアクティビスト・ファンド<sup>9</sup>のスティール・パートナーズ（以下「スティール」）がサッポロホールディングスやブルドックソースに対して行った買収の働きかけなどがある。

王子製紙は、内需が頭打ちになる中で設備増強競争が激化することへの警戒感などを背景に、北越製紙に買収を持ちかけたが、不調に終わったことから、2006年7月、一株860円でTOBを行い、発行株式の過半数取得をめざすと発表した。これに対して北越製紙は逆に、提携関係にある日本製紙や三菱製紙に支援を要請し、北越製紙株の取得など関係強化がはかられることになったため、王子製紙の株式取得が進まず、結局、買収は失敗に終わった。

また、スティールは、2007年2月、サッポロに対し、3分の2の株式取得を目指すTOBを提案している旨を発表し、同年5月には、ブルドックに対しても、100%株式取得を目指したTOBを提案していると発表した。サッポロもブルドックもこのTOBには難色を示し、ブルドックは6月、取締役会において、新株予約権を全株主に無償で割り当てるが、スティールはこれを転換できず（代わりに約23億円でブルドックが買い取ることでされた）、結果的にスティールの持株比率が低下するという内容の買収防衛策を決定した。

これに対してスティールは、この防衛策は差別的で株主平等原則に反するとして、東京地裁に対し新株予約権の発行差止めの仮処分を申し立てたが、東京地裁は、買収防衛策が株主総会において3分の2の多数決（特別決議）で可決されていたこともあり、同年6月、スティールの申立を却下した。スティールは東京高裁に即時抗告したが、同年7月、高裁はスティールを「濫用的買収者」と認定し、申立を却下した。スティールはさらに最高裁に特別抗告したが、同年8月、やはり棄却された。なお、最高裁は、スティールが濫用的買収者にあたるかどうかについては判断を避けた。

ところでスティールは、議決権のマジョリティ獲得をめざす一方で、経営に

---

<sup>9</sup> アクティビスト・ファンドとは、一般に、投資先の経営陣に直接、影響力を行使する行動をとるファンドをいう。通常、相当量の株式を（段階的に）取得して株主となり、経営の効率化などを要求、企業価値（株式価値）向上後に売却し、キャピタルゲインを獲得することをめざす。国内のファンドでアクティビスト・ファンドといわれるものには、例えば（旧）村上ファンドがある。

は参画しないという意向を表明していた。使途が明確でなく有効利用されていないキャッシュや遊休資産を株主に還元させようというスティールの考え方には、一定の妥当性があるように思われるが、配当増は要求するが経営には参画しないというのでは、やはり短期的な利益確定、売却狙いではないかとの疑念が払拭できないことになる。ただし、「濫用的買収者」という東京高裁の判決は内外の有力投資家から日本市場の閉鎖性の象徴として引用されるものとなったのも事実である。

スティールが狙っていたのは、どちらかといえば、成熟産業に属し一定のキャッシュフローが見込める一方で、資本効率に問題があり経営改革が求められるような企業であり、これは投資理論からみたポートフォリオ選択として間違っているわけではない。しかし、そうであればスティールとして、中長期的な企業価値向上の観点から、経営体制の刷新まで含めた改革を具体的なパッケージにした提案を行えば、より株主の支持も集められたのではないかと思われる。

なおスティールは、26.7%を保有し筆頭株主となっていたかつら大手のアデランスホールディングスに対しては、2009年3月、業績不振を理由に経営陣の退陣を要求した際に、あわせて具体的な取締役候補の提案を行い、同年5月の株主総会で可決された。この経緯は次のとおりである。すなわちアデランスは、スティールの提案には反対であり、同年4月、国内投資ファンドのユニゾン・キャピタルとの資本業務提携を発表、ユニゾンが友好的TOBによりスポンサーとなって再生することを目指し、株主総会に向けて委任状争奪戦となったが、総会では結局、スティールの提案が賛成多数で可決され、アデランス=ユニゾン連合の提案は退けられることになった。スティールの提案が支持された背景には、外国人株主が約半数を占めていた（当時）というアデランスの株主構造もあるように思われるが、いずれにせよ、アクティビスト・ファンドの具体的な提案が通った事例として注目される。

## （2）日本企業が狙われた背景

外国のファンドなどが日本企業に狙いを定める背景には、日本企業は一般的に内部留保が多く、配当が少ないという事情があるように思われる。日本企業の内部留保率、すなわち利益から配当や自社株買いによる株主への配分、役員賞与、税金を差し引いた部分の割合は総じて高く、約5割に達している。これに対して欧米では、内部留保という発想自体、あまり一般的ではないようである。配当性向、すなわち税金を差し引いた純利益に占める配当割合も、日本で

は2003年で2割程度、2007年には3割程度に上昇したが（2009年4月3日付日本経済新聞）、それでも4割前後とみられる欧米より低い。また、株主へのリターン割合を示すROE（株主資本利益率）についても、近年、欧米が平均して10数%以上であるのに対して、我が国では（業種によりバラツキはあるが）10%未満となっている<sup>10</sup>。ということは、外国人株主などが、日本の経営者は株主への還元が十分でない上に、その原資となる稼ぎも欧米企業より劣っていると考えたとしても無理はないということになる。そしてファンドは、まさにこのようなところにビジネスチャンスありとして目をつけるのである。もちろん内部留保の意義が一概に否定されるわけではないし、将来のための投資に回すべき資金を配当してしまうことも避けなければならないが、少なくとも経営者としては、外国人株主やファンドがこのような比較分析も踏まえて挑んでいくことだけは十分認識し、理論武装しておく必要があるといえる。

ところで、2008年の金融危機の発生により、内外の企業は総じて（一時ゼロ、あるいはマイナスになるほど）ROEを低下させ、その後、回復過程をたどることになるなど、上述の環境は激変することになった。しかし、だからといって、ROEに経営指標としての意味がなくなったというわけではないと考えられる。この点、もう少し敷衍すれば以下のとおりである。

ROEは、理屈の上では、レバレッジをかけるほど（負債比率を上げるほど）上昇し、レバレッジを下げるほど低下していくものであるから、これを経営指標として重視することは間違っており、そもそも（金融危機を引き起こした）金融バブルの発生自体、レバレッジ重視の風潮に原因があるという指摘がある。確かに、過剰なレバレッジが好ましくないのは事実であり、過剰債務を抱えた企業が如何に経済の「お荷物」になるかは歴史が証明しているとおりでである。他方、適正なレバレッジ、すなわち一般的にいえばEBITDA<sup>11</sup>の5倍～7倍程度までのレバレッジを前提にすれば、ROEを向上させることは今日でも十分、経営目標になり得るはずであり（レバレッジが一定であれば、ROEはROA（総資産利益率）と線形関係、つまり比例的な動きをする関係になり、トータルの資産効率をあらわすものになる）、もし適正な負債レベルを前提にしたROEに内外差があるとすれば、ファンドはそのようなところにビジネスチャンスを感じ取るはずである。そして、このような内外差は今日でも一定程度、

<sup>10</sup> 『週刊東洋経済』（2008.2.2）によれば、2007年末に、ROEの世界平均が15.53%であるのに対し、日本は8.68%と半分強にとどまっている。

<sup>11</sup> EBITDAは、Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortizationの略語で、金利や税金、減価償却費などを控除する前の利益のことである。

存在しているのではないかというのが筆者の率直な印象である。

### (3) 買収防衛策に頼るべきか

TOBの表明や株主からの提案が日常茶飯事になる中で、事前を買収防衛策を導入する企業も増加している。M&A助言会社のレコフによれば、2008年5月末時点で何らかの買収防衛策を導入した企業は、前年の5割増の569社に達した。まだ多数派というわけではないにせよ、2007年以降に導入した企業が過半を占めており、短時間で導入が進んだ点に特徴がある。一方、その後の1年間は、金融危機や世界同時不況によりファンド株主の動きが不活発になったことなどを背景に、新規導入は22社と大幅に減少、廃止した企業も19社あったため、2009年5月末時点での導入企業は572社とほぼ前年並みにとどまった。

買収防衛策のツールとしては、買収者以外の株主が行使できる新株予約権を発行し、買収者の持株比率を低下させる手法（ライツプラン；rights plan）が一般的である。導入にあたっては、株主総会の決議を経る企業が過半を占めており、発動時に株主の意思を確認することとしている企業もある<sup>12</sup>。

経営者として、敵対的買収に備えて、株主の判断を仰ぎつつあらかじめ防衛策を導入しておこうという発想は理解できないわけではないが、制度的に可能であっても、事前導入にどこまでこだわる必要があるのだろうか。一般に防衛策は事前に導入しなければ発動が困難であるように受け止められているが、本当に困ることが起きれば、防衛策を導入していてもいなくても経営者は正々堂々、勝負しなければならない。緊急の対応が必要であれば取締役会で新株予約権の発行を決定し、事後的に株主に説明する事態もおこりうるし、そうせざるを得ないだろう。平時に防衛策を導入することは、買収者に予断を与え、かえって弱点があることを「自白」することになるおそれもある。導入コスト、すなわち弁護士や投資銀行に支払う費用もかなりの額に達するかもしれない。

例えば、買収を仕掛けた者がグリーンメーラー、つまりビジネス動機ではなく単に転売による金銭的利益のみを目的としていたりする場合には、そのような買収が望ましくないのは誰の目にも明らかであり、経営者は敢然と立ち向か

---

<sup>12</sup> ライツプランは、ポイズンピル（poison pill）ともいわれ、発祥は米国である。なお、米国の多くの州では、ライツプランのほかに買収防衛策として、対象会社の取締役会の承認がないなど一定の場合に、対象会社の買収（合併などによる事業の結合）を一定期間（3年もしくは5年など）禁止するという州法が制定されている。このような防衛策についてはさまざまな見方があるが、判例上は合憲とされている。ただし、いずれにせよ買収者としては、たとえば委任状争奪戦（proxy fight）をおこなって取締役の多数をとることができれば対象会社の買収は可能であるから、このような防衛策もオールマイティというわけではない。

わなければならない。一般の株主がこのような買収に賛同するとはとても思えないし、もし経営陣が企業価値防衛の観点から望ましい第三者（ホワイトナイト）への新株（予約権）発行を計画すれば、これに賛同する株主も多いはずである<sup>13</sup>。

先に述べたブルドックソースがスティール・パートナーズのTOBに対して防衛策を導入したのも、まさに非常時の対応であったが、事前に導入しておけば狙われなかったかといえ、そういうものでもないだろう。買収者は、どうしても買収したい企業があれば、防衛策の導入いかににかかわらず仕掛けてくるのではないか。防衛策が導入されていれば多少の時間稼ぎはできるだろうが、あくまでも時間稼ぎにすぎない。なお、ブルドックソースのケースについて、事前に防衛策を導入し、買収者には株式を割り当てず、対価も支払わないと決めておけば、スティールに株式買収相当額（23億円）を支払う必要はなかったはずであるから、買収防衛策の事前導入には意味があるという指摘もある。しかし、一般論として、買収者に株式を割り当てず、しかも何の対価も支払わないという手法は、株主平等原則からみて疑問がないとはいいいきれないから、買収者サイドとしては訴訟を提起し、司法の判断を仰ごうとするはずである。そしてそうなれば、買収防衛策は問題解決の有効な手段とはいいいくなくなってしまう。したがって、この点からみても、買収防衛策の事前の導入が必要という結論にはならないと考えられる。

#### （４）問われる経営者の姿勢

もちろん、株主の承認を経て行われる事前導入がすべて否定されるべきではないし、外為法上の対内直接投資規制は別としても、例えば経済インフラ的な事業の運営については、公正性などの観点から、内外を問わず特定の株主が多数を占めることが望ましくなく、対応が求められるケースもあるかもしれない。しかし、どのような場合でも経営者として大切なことは、常にサステイナブルな企業価値の最大化を念頭において経営しているといい切れるかどうか（過度なレバレッジで企業価値をふくらませばサステイナブルでなくなる）、そして企業価値とは何を意味するかを明確に株主や市場に説明できるかどうかであろう。そして、仮に防衛策が導入される場合でも、それはあくまでも企業価値の最大化を阻害しようとする悪しき買収者や、本来の企業価値を反映しない価格で買

<sup>13</sup> 買収防衛ツールについて付言すると、グリーンメーラーではなくても、経営陣が好ましいと思わない外国の買収者が名乗りをあげてきたような場合に、買収者が魅力を感じていると思われる事業資産を第三者に売却して買収意欲を失わせる「焦土化作戦」は、自ら企業価値を毀損させてしまう行為であり、全く企業のためにならないものである。買収者として望ましいか否かの判断は最終的に株主が下すべきものである。

い叩こうとする買収者などから株主の権利を守るためのものでなければならず、ライセンスのライセンス (rights)、すなわち株主に付与される権利という言葉の意味も本来、そのようなものとして理解されるべきであると思われる<sup>14</sup>。

このような中で近時、まだ数は多くはないが、防衛策の廃止を決定する企業も出てきている。例えば、通信販売大手のニッセンホールディングス（2008年3月）、資生堂（同年4月）、ファミリーマート（2009年4月）、ローム（同年5月）、江崎グリコ（同年5月）などがある。ちなみに、上述のスティール・パートナーズが実質的に経営権を取得したアデランスも、2009年6月、防衛策を廃止した。

資生堂の前田新造社長は、廃止当時、記者会見で「一番の防衛策は企業価値の向上であり、（現在の）防衛策は猛犬注意の張り紙レベル」と発言している。「猛犬」と言ってよいかどうかさえ疑問ではないかという見方もあるだろうが、いずれにせよ防衛策が本当に必要なものかどうか、導入企業における再検討を望みたいところである。防衛策を導入した企業の株価はその後低迷し、廃止した企業の株価は上昇しているという指摘もある。

なお、配当をきちんと行うことが買収防衛策になるとの主張もみられる。日本企業の配当割合が欧米と比べて低く、外国人株主がしばしば配当増を要求していることもあり、これは一概に否定されるべきではないが、本来必要な投資を行わずに配当すれば企業価値が低下してしまい、さらには買収されやすくなるということもある。結果としての配当額より、なぜ配当するのか、あるいはしないのか、留保利益を何に使うのかをまずきちんと株主に説明することの方が重要だと考えられる。

### 3-2. 非上場化—究極の防衛策になりうるか

#### (1) 非上場化の代表例

近年、上場会社の経営陣が自社株式を取得し、非上場化することがしばしばみられるようになった。これはゴーイング・プライベート、あるいはプライベートイゼーションなどといわれる。2008年9月5日付日本経済新聞によれば、日本では2001年以降、41社が非上場化されている。

すでに触れたように、経営陣が自社株式を取得することはMBO（マネジメ

---

<sup>14</sup> これは、株式持合いについても同様に当てはまることである。従来、日本企業の間で慣行的に行われてきた株式持合いは、買収防衛的な意味合いを有していたケースも多いように思われる。このような持合いは、そのすべてが望ましくないものであるとまではいえないだろうが、企業価値を最大化する観点からは疑問がある場合も多かったように思われる。



ント・バイアウト)といわれ、非上場化に際して用いられるほか、カーブアウト(切り出し)により新規事業を独立させる場合などにも用いられる。ちなみに、買収企業の資産や将来キャッシュフローなどを担保に資金を借り入れ、これにより企業買収することをLBO(レバレッジド・バイアウト)といい、MBOはLBOの形で、つまり借入資金により行われることが多い。

近年、MBOによる非上場化で話題となったものには、アパレル大手のワールド(2005年7月)、飲料メーカー大手のポッカ・コーポレーション(同年9月)、外食大手のすかいらーく(2006年6月)、焼肉チェーンの牛角やコンビニのエーエム・ピーエム、スーパー成城石井などの持株会社であるレックス・ホールディングス(同年11月)、歯磨き製品大手のサンスター(2007年2月)などがある。株式取得に必要な資金は、ワールドは主に三井住友銀行などの銀行融資により調達され、ポッカ、レックス・ホールディングスは投資ファンドのアドバンテッジ・パートナーズが、すかいらーくは野村プリンシパル・ファイナンスと英ファンドのCVCキャピタル・パートナーズが、そしてサンスターは野村キャピタル・インベストメントが供与した。

このようなMBOによる株式の非上場化は「究極の防衛策」ともいわれ、短期的な利益を求める株主から解放されて中長期的に企業価値を追求できること、上場維持コスト(内部統制の導入で近年、監査コストが増大しているといわれる)を削減できることなどがメリットにあげられることが多い。しかし、上場されていればたしかにコストはかかるけれども、それだけ情報が開示され、内部統制システムも確立されているという証しにもなるし、上場廃止になれば社会的な信用が毀損する可能性もなしとしない<sup>15</sup>。

## (2) 非上場化に際して考えるべきこと

ところで、上述のMBO実施企業は、どちらかといえば、市場が成熟化し将来的な成長がさほど見込めない業種に属し、業績も必ずしも順調ではなかった企業が多いように思われる。このような企業において、事業再生の観点からみ

---

<sup>15</sup> このほか、最近の非上場化の例としては、テーマパークのUSJ(ユニバーサル・スタジオ・ジャパン)(2009年1月)、食品スーパーのオオゼキ(同8月)、吉本興業(同9月)、日本トイザラス(同)などがある。このうち、吉本興業のケースは、経営者が株式を取得するのではなく、放送局やメディア企業などが出資してつくられたファンド(クオンタム・エンターテイメント)が株式を取得しており、本稿で問題としているようなMBOによる非上場化に該当するものではない。また、オオゼキのケースは、無借金経営でエクイティ・ファイナンスの必要性もないことなどを背景に非上場化に踏み切ったものと思われ、(このような優良企業が証券市場から退出することは残念ではあるが)やはり本稿で問題としているMBOと同列に論ずることは適切でないと考えられる。

れば、MBOによる非上場化がもっとも望ましい選択肢であるかどうかは、議論の余地があると考えられる。例えば、なぜ非上場化が選択されるのか、現経営陣の「一時避難」が目的というようなことはないのか、本来、経営者は業績不振の責任をとらなければならない存在なのではないか、といった素朴な疑問に関係者は真剣に向き合わなければならない。極論すれば、企業価値向上の観点からは、本来、選択すべきは非上場化ではなく経営体制の刷新のはずだということもありうるし、非上場化するにしても、何らか経営体制の見直しが必要である場合も多いかもしれない。MBOによる非上場化が、かりそめにも創業者一族やオーナー経営者の保身のような目的で使われたり、ファンドなどの資金提供者がそれに加担したりするようなことがあってはならないだろう。

実際、例えばすかいらーくでは、MBO実施後も業績がなかなか回復しない中で、MBOから2年たった2008年8月、MBO当時の社長が、資金提供者で主要株主である野村プリンシパル・ファイナンスとCVCキャピタル・パートナーズから退任要求をつきつけられ、これに応じなかったため解任されるという事態が発生した。この事例など、筆者には起こるべくして起こったことのように思われてならない。顧みるに、経営者はもちろんのこと、資金提供者にもなにがしかの責任はあるのであり、関係者は本来、MBOの段階で「選択と集中」の観点から、不採算事業や店舗の切り離しを含む青写真を描き、経営体制も見直すなど、抜本的な再生計画を構築し実行しなければならなかったはずである。

企業価値が十分に向上しない理由として、配当など当面の利益を求める株主の存在がどれほど大きいのかは、必ずしも明らかとはいえないように思われる。そもそも企業価値（株式価値）は企業の将来キャッシュフローの割引現在価値であるから、理屈の上では、中長期を見据えた経営をすることにより現時点での株価の上昇や配当増も実現する。つまり経営者が中長期的に経営したいということと株主が当面の利益を求めることは、本来、何ら矛盾することではないのである。もちろん成熟産業などでは、内部留保の有効な使途がなかなか見つからないので株主の還元要求が強くなることもあるだろう。しかしそうだとすれば、まず必要なことは内部留保の有効な使途を真剣に検討することであり、これは経営者としても手腕発揮のしどころのはずである。近視眼的な株主の存在を表向きの理由にしつつ、実は使途が見出せない内部留保について、一般株主に還元する位なら経営陣が獲得してしまおうということで上場廃止するようなことがもしあるとすれば（ないと信じたいが）、これは論外というしかない。

過去のMBOの成立例においては、ファンドなどが、資金力を背景に、積極的に仕掛けていた面もあるように思われるが、このような手法が本当に企業価値を向上させる手段として最適なのか、十分慎重な検討が望まれる。MBOにより借入れが増大し、負債が過剰になり、結果的に「負債+資本」でみた「企業価値」が増大してしまうということは望ましいことではない<sup>16</sup>。将来的なキャッシュフロー獲得能力を超える負債を抱えてしまえば、再建どころか逆に要再生企業になってしまうおそれさえある。

### (3) 利益相反問題

さらに、MBOによる非上場化の問題点として、株式の買取り（TOB）に際しての経営陣と株主の利益相反（エージェンシー問題）がある。すなわち、経営陣は、借入れ負担も考えればなるべく安く株式を買い取りたいのに対し、株主サイドはできるだけ高値で売却したいはずであるから、両者に利益相反が発生する。特に株主により選任された取締役がオーナー経営者であるような場合には、株主と経営者は同一人物となるから、このような利益相反は避けられない。MBOにおいて経営陣は「究極のインサイダー」にあたるのもいえるのであり、そもそも株式取得は認められないのではないかという疑問さえ一部の専門家から呈されている。

このような問題の解決のためには、まず経営陣は、買取り価格（TOB価格）の妥当性について株主に十分な情報提供を行うことが必要と考えられる。実際には、これまで、株価算定の根拠など株主に十分な判断材料が与えられることは少なかったように思われる。

また、MBOにおいては、株主は、上場廃止になれば流動性に制約が生じ、売却は事実上困難になるから、買取り価格に多少不満があってもTOBに応じざるを得ないという状況に置かれており、相対的に立場は弱い。そして、このような上場廃止は、窮境に陥った企業の上場廃止などとは異なって、必ずしも予見可能性が高いとはいえず、株主は突然、一方的に株式の非流動化という不利益に直面することもありうる。

このような利益相反問題をクリアするためには、何よりも株主の利益に配慮した方法が工夫されるべきだと考えられる。例えば、社外取締役や中立的な第三者に買取り価格の妥当性の評価を求めることはもちろん、対抗買収の提案を

---

<sup>16</sup> 実際、2008年の金融危機に至るまでの世界的な景気拡大のプロセスにおいては、このようなことが発生していたのではないかと思われる。すなわち、米国を中心に、過剰ともいえるレバレッジをかけたLBOがしばしば行われ、一種の「クレジット・バブル」が生じていた可能性があると考えられるのである。

容易にするための制度的な工夫なども検討されるべきではないだろうか。

ちなみに、上述のレックス・ホールディングスのMBOを巡っては、会社側の株式買取り価格(MBO直前1か月の平均株価に13.9%上乗せした23万円)に不満をもつ個人株主が裁判所に価格決定を申し立てた。2007年12月、東京地裁は23万円を妥当とし、株主の申し立てを退けたが、東京高裁は2008年9月、直前6か月の平均株価に20%上乗せした33万6,966円を妥当な買取り価格とした。東京高裁が価格算定手法を変更した背景には、会社側がMBO直前の2006年8月に行った業績下方修正のプレスリリースが、株価を本来の企業価値以上に下落させたとの判断があったものとみられ、会社の情報開示姿勢に疑問が投げかけられることになった。レックス側はこれを不服として最高裁に抗告したが、最高裁は2009年5月、東京高裁の判断は裁量の範囲内であるとして抗告を棄却し、東京高裁の決定が確定することになった。いずれにせよ、会社側がもう少し株主の利益に配慮していれば、このようなことにはならなかっただろうと思われる<sup>17</sup>。

#### 4. おわりに

今日では、M&Aは、企業の経営戦略としてごく普通のことになってきており、今後も、経済の低成長化や新興国の追い上げなどが続くとすれば、M&Aは有用な手段であり続けると考えられる。

M&Aは、買収される側からみても、むしろチャンスをもたらすものだという見方も成り立つ。例えば、(窮境に陥った)日産自動車は仏ルノーに買収され、その後復活を遂げたが、今日では、カルロス・ゴーンという経営者が乗り込んできて経営を抜本的に立て直したからこそ再生したのだということを疑う人はいないだろう<sup>18</sup>。地場で苦しんでいる中堅企業などにとっても、買収により新たな資本が提供されることにより、事業拡大や企業価値増大のチャンスが到来する可能性もあり、これは相手が外国企業の場合であっても例外ではない(実際、アジアなどの企業に買収されて復活を遂げた企業もある)。経営者は、「国家百年の計」ならぬ「企業百年の計」を考え、時には思い切ってこのような「逆転の発想」をとることも必要であるように思われる。

<sup>17</sup> このほか、サンスターのMBOについても、買取り価格の妥当性を巡って株主が不服を申し立て、2009年12月現在、最高裁で係争中である。

<sup>18</sup> ちなみに日産自動車は、2009年9月末現在で、外国人株主比率が66.9%に達している(2009年12月1日付日本経済新聞)。このような企業は、論理必然的に、およそ外国からの「買収防衛」など考える必要はないのであり、(逆説的ではあるが)これこそ究極の防衛策であるといってもよいかもしれない。

【参考文献】

- Steven M. Bragg, “*Mergers & Acquisitions*” (John Wiley & Sons, 2008)
- Patrick A. Gaughan, “*Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings: Fourth Edition*” (John Wiley & Sons, 2007)
- H. Igor Ansoff, “*Corporate Strategy*”, (H. I. アンゾフ『企業戦略論』広田寿亮訳、産業能率短期大学出版部、1969)
- Edith Penrose, “*The Theory of the Growth of the Firm*”, (E. T. ペンローズ『会社成長の理論』(第二版)末松玄六訳、ダイヤモンド社、1962)
- 落合誠一編著『わが国M&Aの課題と展望』(商事法務、2006)
- 佐山展生・山本礼二郎『バイアウト 産業と金融の複合実務』(日本経済新聞出版社、2009)
- 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』(東洋経済新報社、2007)
- カーティス・J・ミルハウプト編『米国会社法』(有斐閣、2009)
- 分林保弘『[改定版] 中小企業のためのM&A徹底活用法』(PHP 研究所、2008)
- 渡邊顯・辺見紀男編『敵対的買収と企業防衛』(日本経済新聞社、2005)
- 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(2007.9.4 経済産業省)

(内線 3162)