

2024年10月1日

## 国境を超える企業の合併と買収(M&A)

関西学院大学 専門職大学院経営戦略研究科 客員教授  
公益財団法人 国際通貨研究所 客員研究員 山上 秀文

これまで日本企業が国境を超える大規模合併と買収の提案を行う、あるいは提案を受ける例は、主要先進国との比較で少なかった。日本においては、1990年代後半の金融危機を発端にやむを得ず外資の出資を受けて再生を図ったケースや米国内の敵対的買収（Hostile Takeover）に関する報道、そして2004年に熾烈な企業買収の世界を赤裸々に描いた真山仁のフィクション作品「ハゲタカ」の大ヒットなどが注目された。そのためか、その後、自らの企業価値を倍増するような大型の国際的なM&Aが“企業成長の正当かつ有効な戦略の選択肢”として必ずしも認識されてこなかったことが考えられる。

しかし最近に至り、鉄鋼業での日本製鉄の米国US Steelの2兆円規模の買収提案や、リテール業でカナダのアリマンタンション・クシュタール社の日本のセブン&アイ・ホールディングス社への6兆円規模の買収提案とその受け入れの可否検討などが次々に公表され、日本企業においてもM&Aの有用性に向き合う姿勢が広がりつつある。

これまで世界のM&Aの95%以上は友好的な合併・買収（Friendly Merger）である。多くの場合、新会社グループは新しい企業文化を作り上げ、国際的な競争のなかでの経営の重要課題実現に向けて、合併のシナジー効果を最大限に享受すべく取り組むことが期待される。例えば、日本製鉄の米国US Steel買収提案では、中国・宝山鋼鉄との47年の協力関係を打ち切って、米国・インド・アセアン諸国での一貫生産により、自由に成長市場で競争すること、また、脱炭素にむけて八幡の高炉を含む伝統的な生産設備を廃止し、グループ内の大型電炉への転換を検討することが、合併と並行して経営による企業の革新的な再編（Corporate Restructuring）プロセスとして報じられている。

この機運を生かし、日本企業がM&Aを国際的な再編と成長の選択肢として、高コストで障害が大きい敵対的な買収は避けつつ、友好的な合併・買収をさらに積極的に検討し活用していくことが期待されるが、その手前にはいくつかの課題が残されている。

現在最も注目されている、合併に伴う課題は、各国の政府が念頭に置く「経済安全保障」の視点である。言うまでもなく、国境を超えるM&Aが実現するには、国家の方針が直接に色濃く反映される。純粋な民間企業であっても、日本製鉄の例では、US Steelの取締役会や株主総会で承認をえてもなお、米国大統領選に影響力を持つ、全米鉄鋼労

働組合（United Steelworkers (USW)）が買収反対の姿勢を崩していない。そして報道では、経済安全保障を主管する米国政府規制当局の対米外国投資員会（Committee on Foreign Investment in the US (CFIUS)）が8月末以降には、合併に対し懸念する旨の書簡を発出、再申請を求めている、今後、米国政府の最終的な合併承認が必要となる。

もう一つ教職に携わる筆者として指摘したい課題は、M&Aを理論体系的かつ実践的に教育することの難しさである。大学院経営戦略研究科で使うテキストでも、為替市場の決定理論や、各国中央銀行の金融政策の世界経済への波及効果などを扱うInternational Financeや、Cash Flow分析を行い、リスク制御と企業価値の最大化をめざすCorporate Financeなどの分野での標準的なテキストに比べて、M&A/Corporate Restructuringでのテキストはまだ数が少なく、新しい研究領域である。そして大きなテーマの一つとして、合併や買収の企画立案で、まず買収金額のおおよそのめどをつけるための相手企業のValuationが上げられる。Valuationには大別するとDiscount Cash Flow法とComparative Multiple法があるが、これらは伝統的なCorporate Financeで研究される手法の応用である。しかし、もちろん現実の企業価値は経営の巧拙に加えて、世界経済や金融市場の動向、そして産業の中での個別企業の競争力変化によって、短期間に大きく変動する。したがって、これらの手法は理論的な正確性を求めるScienceではなく、多くの前提を設けて、一つの経営判断資料を提供するArtとされることも多い。M&A教育では、ScienceとArtの融合、すなわち理論体系を得意とする教育界と、現実の実践知に優位性を持つビジネス界との、一層の連携が必要と思われる。

国境を超える取引は、かつて貿易からスタートし、現在は各国の短期金利差に着目した投機的な資金フローが増えている。しかしM&Aなどを、世界経済の成長にとって重要な役割を果たす長期資本移動と考えれば、日本の国際的な金融機関も、この分野での人材を育成し、知見を磨き、金融仲介の取り組みを深めていくべきではないだろうか。

(Reference)

Donald M. DePamphilis [2022] “Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities”  
11<sup>th</sup> Edition, Academic Press

(IIMA メールマガジンへの寄稿)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2024 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan  
〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8階

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>