

第6回M&Aフォーラム賞「RECOF賞」 選考結果のご報告

2012年10月2日
M&Aフォーラム 事務局

(敬称略)

📌 M&Aフォーラム賞正賞『RECOF賞』 1篇〔副賞 50万円〕

📖『ステークホルダー 小説 事業再生への途』

(一般社団法人金融財政事情研究会)

著者:堀内 秀晃

日本GE株式会社 ストラクチャードファイナンス本部

エグゼクティブ・ディレクター コーポレートレンディング部長



📌 M&Aフォーラム賞奨励賞『RECOF奨励賞』 2篇(順不同)

〔副賞 各 10万円〕

📖『企業買収

～海外事業拡大を目指した会社の660日』

(中央経済社)

著者:木俣 貴光

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

財務アドバイザーサービス室長 チーフコンサルタント



📖(論文)『自社株対価TOBの実務上の諸問題』

(旬刊『商事法務』No.1942、No.1943)

執筆者:小島 義博

森・濱田松本法律事務所 パートナー 弁護士

峯岸 健太郎

森・濱田松本法律事務所 弁護士

藤田 知也

森・濱田松本法律事務所 弁護士

📌 M&Aフォーラム賞選考委員会特別賞『RECOF特別賞』

1篇〔副賞 10万円〕

📖(論文)『フェアネス・オピニオン取得の決定要因と開示効果』

(『一橋商学論叢』第6巻第2号)

執筆者:高橋 由香里

一橋大学大学院 商学研究科 博士後期課程

📌 M&Aフォーラム賞は..

M&Aフォーラムでは、株式会社レコフのご支援を得て、M&Aフォーラム賞を創設いたしました。この賞は、M&Aに関する法律・経済及び社会的な観点からの著書、研究論文の執筆で顕著な提言や研究実績が認められる作品を顕彰する懸賞論文制度です。

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。

M&Aをテーマとした著書や研究論文(M&Aと法律・経済・経営・会計・税務・社会・文化等との関係)で、理論的・実証的・実務的な分析を論じたものが対象です。学識経験者、行政担当者、M&A専門家、企業関係者、大学院・大学・専門学校の学生等、幅広い分野の方々の応募を受け付けます。





**【ご挨拶】 落合 誠一 (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)**

世界経済は、2008年のリーマンショックとそれにより引き起こされた欧州の債務危機に見舞われております。この欧州債務危機は貿易や金融というルートを通じて中国をはじめとする新興国の経済の下押し圧力ともなっております。我が国経済は、2011年の東日本大震災の影響からようやく脱して回復の途上にあるといえますが、円高等の影響もあり未だ脆弱な状況にあります。

このような環境の中、わが国のM&Aは国内案件 (I-I) 件数がようやく底打ちとなり前年比増加に転じました。海外への進出案件 (I-O) は依然として前年を上回る着実な増加傾向にあります。これは、円高を背景に海外のマーケット拡大を目指して日本企業が積極的に行動している結果といえます。このように、今やM&Aは企業の経営戦略として名実ともに定着してきおり、特に企業のグローバルな事業展開には不可欠なものとなってきたといえます。

私どものM&Aフォーラムは、内閣府経済社会総合研究所のM&A研究会の報告においてM&Aに関す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進する活動を行う場として設立されました。メンバーには、M&A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。本フォーラムはわが国のM&Aの在り方について提言を行うと同時に、主として企業人を対象に「M&A人材育成塾」を実施し、M&A人材の育成に資する活動を実践しております。さらに、わが国のM&Aの普及啓発に資する書籍、研究論文に対して、M&Aフォーラム賞という顕彰制度を設け、M&Aの一段の発展を図るとともにあわせてM&Aに精通した人材を育成すること目的として、レコフさんの全面的なご支援を得て実施しております。M&Aフォーラム賞は、今回で第6回目ですが、毎回その年のわが国のM&Aの実情を反映した作品が応募されており、受賞作品を一覧するとわが国のM&Aの発展の状況が判るとい側面があります。今回の受賞作は、小説仕立ての作品が正賞を受賞されました。これもわが国のM&Aに関与する人々が増加し、一般化してきていることを示すとともにM&A戦略や手法が具体的になり、一つのストーリーとして展開されるレベルになったともいえます。その他の応募作はM&Aに関連する法律、経済問題について専門的に深く分析、提言をされているものが多く、質の高い作品が多いとの報告でした。

今回、多くの優秀な応募作品の中から見事に正賞、奨励賞、特別賞に選ばれた受賞者の皆様には心からお祝いを申し上げます。

M&Aフォーラムも設立して6年余りが経過しました。徐々に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おります。皆様には、本フォーラムの趣旨をご理解賜り今後ともご支援の程お願い致します。



【講評】 岩田 一政 (公益社団法人日本経済研究センター 代表理事・理事長)

第6回目の「M&Aフォーラム賞」には、応募作品が 11 提出されました。今年の特徴は、小説形式によって海外および国内を舞台とするM&Aの実態を活写する優れた作品が応募されたことでした。日本企業による内外のM&A活動も欧米水準へとさらに深く、ダイナミックに展開してきていることを心強く思います。

小説形式の応募作品は、堀内秀晃著『ステークホルダー 小説 事業再生への道』と木俣貴光著『企業買収 海外事業拡大を目指した会社の660日』の2つでした。前者は、日本のメインバンクの銀行員の視点から、取引先企業が買収したアメリカ企業をどのようにして事業再生し、企業価値を向上させた上で売却したか、そのプロセスを活写しています。アメリカにおける実務、特に、事前の交渉、契約締結のプロセスや保有資産売却まできめ細かく叙述しています。後者は、企業経営者の視点から、海外事業拡大を目指した企業買収を小説形式で論じた作品で、臨場感があふれ、思わず自分が経営当事者であったらどのように判断するのかはらはらしながら読みました。外国企業の買収には、事前のデューデリジェンスがいかに重要か身にしみる程よく分かる作品です。いずれも甲乙つけがたい力作でしたが、日本のメインバンクの役割や法律、商慣行とアメリカとの相違、とりわけアメリカにおいてターンアラウンド・ファーム、リクイデーション・カンパニー、DIPファイナンスに特化した部門を持つ投資銀行や企業再生ファンド、ディストレスト・ファンドなどM&A、企業再生に関連したビジネスがいかに拡大しているかを学ぶことができます。日本企業が内外の事業再生やM&A活動に携わるに際し、多くの示唆を与えてくれるという点で『ステークホルダー』に一日の長があると判断し、選考委員の満場一致でM&Aフォーラム賞の正賞とし、『企業買収』を奨励賞とすることを決定しました。

また、小島義博・峯岸健太郎・藤田知也著『自社株対価TOBの実務上の諸問題』は、産活法改正により有利発行規制と現物出資規制の適用が回避可能になり、自社株対価TOBを実施する道が開けたことを踏まえ、その実務上の諸問題を法律の観点から懇切丁寧に解説し、今後必要となる立法提案を行っている優れた論文です。日本における自社株対価TOBを活用したM&A活動の発展に貢献する論文である点を評価し、奨励賞とすることに決定しました。

さらに、日本では事前に関し手企業が売り手企業の株式を保有している合併・買収が多いこともあり、売り手企業が第三者のフェアネス・オピニオンを取得するインセンティブが低い状況にあります。しかし、高橋由香里著『フェアネス・オピニオンの取得の決定要因と開示効果』は、日本においても事前の株式保有比率が低い場合、また外国人株主が多く、売り手企業の取締役会人数が多い場合に、フェアネス・オピニオン取得が増加する傾向があると論じています。日本でフェアネス・オピニオンの役割を実証分析した論文は数が少なく、先駆的な意義を評価して選考委員会特別賞の授与を決定しました。

最後に、残念ながら今回の表彰作品からはもれましたが、優れた作品がほかにも数多く応募されました。なかでも、中小零細企業のM&Aにおける税理士の役割を論じた岸田康雄著『税理士・会計事務所のためのM&Aアドバイザーガイド』、合併買収による経済効果と海外企業買収における法制度の相違が与える効果を統計的に検証した葉聡明著『日本企業の合併買収と企業統治』、デューデリジェンスのあり方を財務、法務の観点から包括的に整理した四宮章夫編著『事業再編のための企業評価の実務一財務&法務デューデリジェンスの実践的手法』はいずれも優れた作品でした。受賞された皆様に心よりお慶び申し上げますとともに、作品をお寄せ頂いた方々に改めて御礼申し上げます。

✿ 選考経過ご報告 ✿

「M&Aフォーラム賞」は本年で第6回を迎えました。毎回質の高い作品が応募され、賞が決まってきたことは大変有難いことと感謝いたしております。

M&Aフォーラム賞は、昨年(2011年)4月から本年(2012年)3月までに発表された書籍、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を対象としております。応募される方は、学識経験者、実務家から学生にいたる幅広い方々を対象としております。

今回は、東日本大震災という未曾有の災害の影響を受け、M&Aの成約件数や金額とも大幅に減少するという厳しい期間の中でのM&Aフォーラム賞の募集となったため、応募作品数は昨年より3作品少ない11作品のご応募となりました。作品数は減少しましたが、学術研究書、実務書にとどまらず、M&A実務を小説形式でとりまとめた作品の応募もあり、それぞれの作品のレベルは今までの応募作品に勝るとも劣らない、優れたものでありました。ご応募の内訳は、実業界から3作品、学識経験者から1作品、法律関係の事務所から3作品、コンサルタント系の方から3作品、学生から1作品となっております。

審査にあたりましては、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ているものであること、⑤M&Aの啓蒙に資するものであること、等を主な選考基準としました。

選考は、岩田選考委員長を中心に2回の選考委員会が開催され、そこでの議論によって行われました。第1回の選考委員会では、各選考委員のご専門の作品を中心に審査の担当を決め、それぞれの作品の審査をして頂くこととし、その結果をもとに、受賞候補を7作品に絞りました。そして、この7作品について選考委員全員で評価を行い、第2回選考委員会において討議を行った結果、正賞、奨励賞を全員一致で決定しました。次に、学生の論文について、選考委員会特別賞としての評価、検討を行い、議論の結果、特別賞が決定いたしました。

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。

★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』



『ステークホルダー 小説 事業再生への途』 堀内 秀晃

(一般社団法人金融財政事情研究会)

作品の要約(著者提出)

大手都市銀行である阪奈銀行に勤務する主人公の松井秀雄はニューヨークに1999年3月に赴任、問題債権を扱う部署に配属になる。そこで、阪奈銀行の親密取引先である東京宝飾産業がアメリカで買収し業績不振に陥っているゴールドバーグ・ジュエリー(GJ)を担当することになる。阪奈銀行は日本では親会社のメインバンクであり、ニューヨークではGJのシンジケート・ローンのエージェントで、且つ劣後融資を単独で行っている。GJの資金不足は阪奈銀行が東京宝飾産業にバックファイナンスを都度行い、東京宝飾産業が追加出資をGJに行うことで賄われていたが、日本での東京宝飾産業宛追加融資も限界が近づきつつあった。

秀雄は東京の融資部の担当である同期の松坂、倒産弁護士や同僚のアメリカ人の助けを借りながら、財務制限条項緩和について参加行のとりまとめを行うが、邦銀他行の付けた条件がもたで、ジェイソン・アレン(JA)というターンアラウンド・マネジメント会社がGJに送り込まれることになる。やり手の女性ターンアラウンド・マネジャー、キャシー・ブラウンを始めとするチームの中で、若手日本人の柳井一彦が秀雄とのパイプ役となる。チームがやっとの思いで、GJの社員の協力を取り付け、システムのアップグレード等を行っていくとしようとする中で、追加融資に限界を感じていた阪奈銀行はGJの売却を決意し、投資銀行のシルバーマン・ブラザーズ(SB)をリテインさせる。SBには秀雄の弟である晃次が勤務しており、阪奈銀行のリレーションシップ・マネジャーとして関与してくる。SBは幾多の Strategic Buyer や Financial Buyer に当たるが、結局二時入札で満足のいく価格を得るに至らず、この結果を巡って秀雄と晃次は口論となり、決別する。結局、ゴールドバーグ・ジュエリーは Chapter11 を申請、JA主導で再生に乗り出す。システム・アップグレードによる経営管理強化、363Sale による資産売却等により再生が軌道に乗り出した頃に、モルスパートナーズというP/EファンドがGJに触手を伸ばすが、価格も低く、GJはこれに相手をしない。そうこうするうちに、同業者のスタンダード・ジュエリー(SJ)から接触があり、価格についても折り合えそうになり、LOIを交わして、デューデリに入っていく。契約書の合意に近づいたところで9、11事件が発生、取引が一時的に白紙に戻りかけるが、売り手が価格を譲歩することでなんとか合意にこぎつけ、更生計画の中でのM&Aが完成する。後日、この取引が大阪ダイヤモンドによる東京宝飾産業の救済合併の条件であったことを秀雄は東京の松坂から聞かされる。

評価コメント

実用性・実務への応用可能性がたかく、また小説形式なので読みやすい。アメリカの事業再生の法律と実務、プロフェッショナルの行動を具体的に教えてくれるので、わが国で事業再生に携わる関係者にとっても(すでに形成された日本の実務をうのみにせず、見直すきっかけになるという点でも)十分読むに値する。「M&Aの啓蒙に資する」といってよい。

問題提起・解決型、理論・実証性を競う作品ではない。ストーリーの奇抜さは最後の辺りで少し出てくるが、基本的には事業再生自体の面白さをストレートに表した結果、読み物としても興味深いものになっているという仕立てである。日本では一般的な「メインバンクが債務者企業を規律付ける」という側面と、アメリカの事業再生で一般的な「さまざまな職業専門家が、さまざまなステークホルダー(利害関係人)の利益を代理する」という実務面が自然に描かれている。後者は多くの日本人にとっては目新しいものであろう。しかし、ステークホルダーの利益は共通ではなく、利害の対立する局面では交渉が必要になり、その局面での専門家の役割は小さくない。このアメリカ的なM&Aの発想、プレーヤーのビヘイビアを頭に入れるのに、本書は非常に良くできていると思う。

◆M&Aフォーラム賞奨励賞『RECOF 奨励賞』

『企業買収 ～海外事業拡大を目指した会社の660日』 木俣 貴光
(中央経済社)



◆**作品の要約(著者提出)**

本書は、大手企業による中堅企業買収の舞台裏を描いた実務小説である。ストーリーの内容は、筆者がこれまでに手がけた複数のM&A案件をベースに作り上げられたフィクションである。それぞれのシーンでは実際に起こった出来事を再現している部分も少なからずある。その意味では、本書は「ノンフィクションを組み合わせたフィクション」といえる。

「事実は小説よりも奇なり」という言葉があるが、M&Aの現場では、この言葉を実感することが少なくない。

「まさか！」と脂汗が滲んでくる想定外の出来事が、M&Aでは次々に勃発する。

「もうダメ(破談する)かもしれない」と思うような事態が、最低でも3回は起こる。

これらは、“M&Aの醜態”などといえるほど、のん気なものではない。M&Aの交渉に携わる者は、日々神経をすり減らし、ある意味で自らの“身の危険”も感じながら、案件の成立に向けて必死に取り組んでいるのが実情である。その意味では、M&Aの最前線に立つには、「覚悟」が必要である。そして、最後まで絶対に諦めないこと—M&Aを成就させる上で最も大切なことは、「執念」であると筆者は思っている。

こうしたことは、複雑な法律論や計算式がぎっしり詰まった分厚い実務書では、学ぶことはできない。M&Aの難しさ、厳しさ、案件を押し進める胆力を疑似体験するには、やはり小説という形式が最もふさわしい。そして、そのストーリーは、微に入り細に入り、リアリティに溢れていることが重要である。

そこで本書は、小説形式をとることで、案件の最中に巻き起こる想定外の事態や関係者の複雑な人間模様など、現実の経験に基づいたリアリズムを追求した。

本書は、M&Aを、特に買い手側から読者が疑似体験できるよう、買収戦略の立案からクロージングの完了まで、ディール・プロセスに沿って、実務的なポイントに触れながら、ストーリーが展開していくところに最大の特徴がある。そして、企業のM&A担当者が案件を進めていく上で押さえておきたい要諦は、「勘所」と称してピックアップしている。

本書はいわば、エンターテインメント(娯楽)としてではなく、プラクティス(実務)として、M&Aを疑似体験してもらうことを目的とした小説である。

◆**評価コメント**

経営統合や組織再編に関するコンサルティングの実務家による企業買収のための実務マニュアルの小説版である。

著者は、過去に「企業買収の実務プロセス」など優れた実務マニュアル(入門)書を発表してきたが、それをベースに、M&Aの難しさ・厳しさや、当事者に求められる胆力など、実務のリアリティを小説形式で疑似体験させるというのが、本書の狙いである。従って、本書はエンターテインメントではなく、専門性を備えた実務マニュアル小説版(入門編)と位置付けられる。

2010年に本賞に応募された「企業買収の実務プロセス」は、実務経験からくるノウハウが比較的詳しく書き込まれており、類書の多い実務マニュアル(入門)書の中でも、実用性、内容面で高いレベルに属する作品であったが、新規性・新鮮性に乏しいジャンルであることもあり、受賞には至らなかった。

本書は、過去の著作で培われた実務書に必要な要素をあまり損なわず、実務書では書き難い当事者の感情の機微や駆け引きなどのリアリティが筆者の実体験を踏まえて足し算されており、M&Aの実務に関わろうとしている読者にとって有用性の高い作品となった。また、いくつかの実体験を踏まえたドキュメンタリーという意味で、啓蒙力も備えている。小説仕立ての実務書には、弁護士・会計士によるものなど、いくつかの作品があるが、本書は、M&Aコンサルタントの目線で、戦略から交渉、クロージングまでの実務をバランスよくカバーしており、優れた入門書となっている。なお、過去の著作からの転用部分もあるが、使い回し的な印象は少なく、進化へのチャレンジと受け止めたい。

◆M&Aフォーラム賞奨励賞『RECOF 奨励賞』

(論文)『自社株対価TOBの実務上の諸問題』
小島 義博、峯岸 健太郎、藤田 知也
旬刊『商事法務』(No.1942、No.1943) (公益社団法人商事法務研究会)



◆**作品の要約(執筆者提出)**

本論文は、日本国内で事実上利用されてこなかった買付者の株式を対価とする公開買付け(自社株対価TOB)を行う際の実務ガイドランスとして、想定スケジュールとともに生じ得る各論点を網羅的に論じるとともに、それらの論点を解決する方法や考え方を解説したものである。

自社株対価TOBについては、昨年産活法改正により、会社法上の障害であった有利発行規制及び現物出資規制の適用が回避可能とされた。しかし、自社株対価TOBを実際に行うにあたっては、会社法・金商法・産活法・税法等の多数の難解な論点が引き続き存在している。

具体的には、自社株対価TOBは、(1)公開買付け、(2)現物出資、(3)上場株式の発行という各側面をあわせて有することから、(1)公開買付規制という金商法上の問題、(2)現物出資による不特定多数の者に対する株式発行という会社法上の問題、及び(3)発行開示規制という金商法上の問題が交錯する。それに加えて、従来ほとんど議論されることのなかった産活法の認定計画の利用に係る論点や、法律家による検討が薄くなりがちな税法に係る論点も顕在化する。

本論文では、そのような複雑に交錯する論点を、自社株対価TOBを実行した場合のスケジュールに沿って整理し、スケジュールの各段階において生じ得る論点を網羅的に解説することを試みた。さらに、論点の解説のみならず、それらの論点を解決する方法や考え方を提示した。かかる提示にあたっては、TOB実務又は株式発行実務に精通した法律実務家である筆者らが、それぞれの視点から望ましい見解を示すとともに、関連法制を担当する行政官としての職務経験を踏まえ、行政実務に対応できる解決策を提示している。さらに、論点によっては、実務上の対応を提示するのみならず、自社株対価TOBの利用の利便性を向上させるための立法提案を行い、日本における自社株対価TOBに関する制度の更なる発展を期待している。

以上のとおり、本論文は、自社株対価TOBの諸論点を整理した上で解説するとともに、筆者らの見解及び立法提案を提示することによって、自社株対価TOBの利用促進を通じた日本M&A実務の発展を期したものである。

評価コメント

産活法の改正による自社株対価TOB制度については、本作品を含めて2011年の秋に比較的多数の雑誌論文や書籍が発刊されている。なお、同制度は、平成24年度の税制改正要望による課税繰り延べが実現しなかったため、現在のところあまり利用例は見られない模様である。

本作品は、制度の概要を紹介するいくつかの雑誌等の記事よりは詳しく、また読み通すのに時間を要するわけではないという点で、実際にこの制度の利用を視野に入れている会社〔主として上場会社〕の実務者にとってちょうど手頃なサイズのものであり、実務に当たって迷うところ(条文解釈上の疑義)や見落としがちな点の指摘などがなされており、独自の存在価値がある(会社法、金商法上のポイントに加えて、商業登記、税務の問題にも触れられている)。評価ポイントとしては、「実用性・実務への応用可能性」の点で高い価値が認められる。

◆M&Aフォーラム賞選考委員会特別賞『RECOF 特別賞』



(論文)『フェアネス・オピニオン取得の決定要因と開示効果』高橋 由香里
『一橋商学論叢』(第6巻第2号)

作品の要約(執筆者提出)

本稿の目的は、事前に買い手企業が売り手企業の株式を保有しているM&Aが相対的に多い日本において、フェアネス・オピニオン(FO)が期待される役割を果たしているかどうかを検討することにある。まず二項ロジスティック回帰を用い、買い手による事前の持株比率の低さが売り手企業によるFO取得の確率を高めるか否かを検証した結果、事前の株式所有比率の低さがFO取得の確率に有意な正の影響を与えることが確認された。また売り手企業の外国人持株比率の低さが有意な負の影響を、売り手企業の取締役会人数が有意な正の影響を与えることが確認された。

これらの結果からは、構造的な利益相反が存在するために売り手株主の観点からは取得の必要性があると考えられるM&Aであっても、FOを取得しその旨を開示する売り手企業は少ない可能性が示される。その理由としては、これまで日本では売り手企業が事前の株式所有関係に起因する構造的な利益相反に対処しなかったとしても訴訟リスク及び取引不成立リスクが顕在化する可能性が低かったために、売り手企業が自発的に対価の公正性を担保する措置をとるインセンティブが小さかったという点が考えられる。したがって、売り手株主保護の観点からは、企業がFOを取得すべき状況か否かを検討させるインセンティブを与えるようにFO取得の有無を制度開示の対象とすることが望ましい可能性が示唆される。

またFO取得の開示効果に関して、重回帰分析を用いてFOが取引不成立リスクを軽減するか否かを検証した結果、プレミアムが小さい場合、売り手企業によるFOの取得・開示は、取引不成立リスクを代理すると考えられるアービトラージ・スプレッドと負の相関関係を有する傾向が見られた。しかし統計的に有意な負の相関は確認されなかった。

この結果からは、構造的な利益相反の観点からは必要性があると考えられるにもかかわらずFOを取得しなかった場合でも、統計的には取引不成立リスクの増大という形での株式市場からのサンクションは見られず、売り手企業にとってのFO取得・開示が有益であるとはいえないことが示唆される。したがって、FOの取得自体は法制度で強制するのではなく、引き続き当事企業の自発性に任せてもよいということが示唆される。

本稿は、とりわけ米国における訴訟リスクへの対応という観点から研究が蓄積されてきたFOに関して、構造的な利益相反がある一方で取引不成立リスクが低い段階取得での活用という観点から検証した点において貢献があると考えられる。

評価コメント

フェアネスオピニオン(FO)が、日本においてその本来期待される役割を果たしているかの実証研究で、「第1仮説:事前の株式所有比率が低いM&Aのとき、売り手企業はFOを取得・開示する」、「第2仮説:プレミアムの小さいM&Aのとき売り手企業がFOを取得・開示すると取引不成立リスクが軽減される」を設定し、04年1月~10年9月公表の上場企業対象の合併・買収案件をサンプルとして回帰分析した。

検証結果は、第1仮説は有意に正。第2仮説は負の相関ながら統計的にも有意でない、となった。

検証結果から、第1仮説に関しては、日本の場合、訴訟リスクが高いと思われるM&Aでも、FOを取得・開示する企業は少ない可能性がある。それは、リスクが訴訟の形で顕在化しないため、FO取得のインセンティブが小さかった。従って、FO取得の有無を制度開示の対象とすべきとする。第2仮説については、株式市場はFO取得と取引不成立リスクを関連付けて見ていないため、売り手企業にとってFO取得は有益とはいえない。従って、FO取得を法制度で強制せず企業の自発性に任せても良いとする。なお、株価算定書や第三者委員会との関係、M&Aの実態(構造的利益相反が顕在化しているかなど)の考察、研究手法(事例が少ないなど)など、課題は多いとする。

本稿については、段階取得が利益相反と認識されているか、日本は取引不成立リスクをあまり認識しないのではないか、事前の持株比率が低いことが取引不成立リスクだと認識しているか、MBOなど明らかに構造的利益相反状況にあるケースでは取引所の開示規制等で弊害防止措置が求められ、それが最大のインセンティブといえるが、FOではなく第三者委員会に傾斜する傾向があるなど、実態面の日本的バイアスが大きく、検証結果でそこまでの解釈をしまつて良いのか。まして、検証結果の解釈から制度面での提言を行うのは、尚早のように感じられる。

しかし、これらのことで、本論文の価値が損なわれるものではないと考える。今後、わが国においてより顕在化するであろうM&Aにおける利益相反の問題は重要なテーマであり、FOという切り口からの研究は希少であるとともに、将来の発展性の面でも価値があると考え(著者も本稿を「初期の証拠」と称している)。複雑な要素が絡まるこの分野での、今後の更なる研究を期待し、奨励の意味も込めての評価とする。

📌 受賞の皆様のお言葉

【正賞】 堀内 秀晃 『ステークホルダー 小説 事業再生への途』

(日本GE株式会社 ストラクチャードファイナンス本部 エグゼクティブ・ディレクター コーポレートトレーニング部長)

この度は第6回M&Aフォーラム賞正賞という栄えある賞を頂き、大変光栄に存じます。本書は米国の事業再生に於ける様々な事象を小説という形態を用いて解説しようと試みたものですが、この中でM&Aが大きな役割を果たすことが描かれております。M&Aに関する実務や法務につきましては既に様々な優れた文献がありますので、本書では、対象会社のみならず、ファンド、事業スポンサー、投資銀行、弁護士、ターンアラウンド・マネージャー等、現場で様々な思惑を持ったステークホルダーが複雑に絡み合ってくる部分を、登場人物の言動を通じて読者に分かり易く、臨場感をもってお伝えすることを心がけました。また、アメリカの事業再生に関する専門用語の解説はコラムに纏めて、小説と解説書の二面性を維持することに努めました。本書が日本でM&Aに関与される方々にとって、少しでも参考になればと思います。今後も微力ながらM&Aの発展に貢献できればと思っております。有難うございました。

【奨励賞】 木俣 貴光 『企業買収 ～海外事業拡大を目指した会社の660日』

(三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 財務アドバイザー・サービス室長 チーフコンサルタント)

この度は第6回M&Aフォーラム賞奨励賞という栄えある賞を頂きまして、大変光栄に存じます。選考委員の方々ならびに関係者の皆様に厚く御礼申し上げます。私自身、本賞へは4度目の応募での受賞となり、感慨もひとしおです。本書は、私が手がけた複数のM&A案件をベースに、プロジェクトの始動からクロージングまでを厳密に再現し、実務の要点と全体像が具体的にイメージできるリアリズムを追究した実務小説です。M&Aを遂行するにあたっては、法律や会計などの専門知識もさることながら、案件にかかわる人間の関係性や感情への配慮が重要であることが多く、本書では小説という形式をとることで、そのあたりが十分に実感でき、読者の皆様がM&Aの第一線を疑似体験できるように心がけました。おかげさまで、これまでに書いてきた実務書以上の反響をいただき、改めて小説という媒体の持つ影響力の大きさを実感しております。今後とも実務家として、M&Aに関する実務ならびに積極的な情報発信を通じて、日本企業の発展に貢献できるよう努めてまいります。

【奨励賞】 (論文) 『自社株対価TOBの実務上の諸問題』

小島 義博 (森・濱田松本法律事務所 パートナー 弁護士)

M&Aフォーラム賞奨励賞を頂き、大変光栄に存じます。自社株対価TOBについては、産活法の改正後も会社法・金商法・産活法・商業登記法に加え税務上や証券実務上の様々な問題が交錯している中で、これらの諸問題を克服し、日本企業にも欧米企業と同様に自社株対価TOBを活用して頂きたいという思いで本論文を執筆させて頂きました。個人的には、「税務・法務を統合したM&A戦略」(中央経済社)に続き二度目の受賞になりますが、今回は正賞を目指し、これまで以上に研鑽を積んで参る所存です。

峯岸 健太郎 (森・濱田松本法律事務所 弁護士)

この度、M&Aフォーラム賞奨励賞を頂き、大変光栄に存じます。金融庁出向時に金融商品取引法制の改正に関与した経験を踏まえ、同法を取り扱うことが多い中、M&Aの分野における金融商品取引法の実務・解釈を発展させたいとの思いで本論文を執筆させて頂きました。今後とも、日々研鑽の上、実務の発展に貢献したいと考えております。関係者の皆様に御礼申し上げます。

藤田 知也 (森・濱田松本法律事務所 弁護士)

この度、M&Aフォーラム賞奨励賞を頂き、大変光栄に存じます。自社株対価TOBに関する産活法改正に関与した自身の経験を活かして本論文を執筆する機会に恵まれ、このような素晴らしい評価を頂いたことを嬉しく思います。日本企業による自社株対価TOBが実務として定着することに本論文が少しでも貢献できれば幸いです。今後とも本賞の名に恥じぬよう、実務家としてM&Aの発展に寄与できるよう研鑽を積んでまいります。

📌 受賞の皆様の言葉 (続き)

【選考委員会特別賞】 高橋 由香里 (一橋大学大学院 商学研究科 博士後期課程)

(論文)『フェアネス・オピニオン取得の決定要因と開示効果』

このたびはM&Aフォーラム賞選考委員会特別賞をいただき、大変光栄に存じます。本論文は博士後期課程に進学して初めての投稿論文であり、フェアネス・オピニオンという日本ではあまり浸透していないトピックについて、本当に手探り状態で書き進めたものです。また私は実務経験がありませんし、論文では専門領域である財務会計以外の視点も取り入れています。そのような中、M&Aに関する研究や実務の第一線にいらっしゃる選考委員の方々からこのような評価をいただけたことは、大変うれしく思います。指導教員である加賀谷哲之先生(一橋大学)をはじめ、論文執筆の過程で多くの有益なコメントをいただいた先生方や大学院の皆様へ深く感謝いたします。この喜びを糧にして、日本のM&Aの発展に貢献できるよう、今後の研究生活を頑張っていきたいと思っております。

(参考)第6回 M&Aフォーラム賞 募集要項

M&Aフォーラムは、わが国のM&Aの普及・啓発、人材や市場の育成を目的とした活動を展開しております。M&Aフォーラムでは、M&Aに関する法律・経済・経営・会計・税務・社会・文化等さまざまな観点からの著書、研究論文の応募をお待ちしております。

応募資格、条件など

- [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。
- [テーマ] ・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。
- [条件] ・日本語で書かれたもので、原則として 2011年4月から 2012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。
・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。
・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。
- [応募] ・所定の応募用紙に記入し、応募作品(2部)と作品要旨(1,000字程度)をご提出ください。
- [期間] ・応募期間は 2012年4月30日までとし、当日の消印も有効といたします。
- [発表] ・入選者には 2012年8月末を目途に本人宛に通知するとともに、M&Aフォーラムのホームページ(<http://www.maforum.jp>)にて発表を行います。
・入選者の表彰および賞の贈呈は 2011年9月を予定しております。

審査、選考について

- 応募書類、応募書籍・論文は選考委員会で審査を行います。
- 選考委員長は、岩田 一政 氏(日本経済研究センター 理事長)をお願いしております。
- 選考委員会は、M&Aに関するさまざまな分野の主導的な研究者や実務者の第一人者で構成されます。

<第6回選考委員会(敬称略)>

- ・選考委員長 岩田 一政(日本経済研究センター 理事長)
- ・選考委員 大杉 謙一(中央大学法科大学院教授)
- 西山 茂(早稲田大学ビジネススクール教授)
- 丹羽 昇一(株式会社レコフデータ 執行役員)

- 応募作品および選考過程に関するお問合せには応じられません。



表彰・賞金

◆M&Aフォーラム賞 正賞 『RECOF賞』	1篇	賞状・副賞 50万円
◆M&Aフォーラム賞 奨励賞 『RECOF奨励賞』	1篇	賞状・副賞 10万円
◆M&Aフォーラム賞 選考委員会特別賞(学生対象)	1篇	賞状・副賞 10万円

《M&Aフォーラム賞の受賞作品(受賞者)の歴史》

(敬称略)

《第1回M&Aフォーラム賞(2006年4月～2007年3月 発表書籍・論文)》

- ✦ M&Aフォーラム賞 正賞『RECOF賞』 1篇
□『M&Aと株価』(東洋経済新報社) 井上 光太郎 加藤 英明
- ✦ M&Aフォーラム賞 奨励賞『RECOF奨励賞』 2篇(順不同)
□(論文)『公開買付規制における対象会社株主の保護』 飯田 秀総
□(論文)『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～』 下村 正樹
- ✦ M&Aフォーラム賞 選考委員会特別賞『RECOF特別賞』 1篇
□(論文)『日本のバイアウトに関する実証分析』 杉浦 慶一



《第2回M&Aフォーラム賞(2007年4月～2008年3月 発表書籍・論文)》

- ✦ M&Aフォーラム賞 正賞『RECOF賞』 1篇
□『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) 宮島 英昭
- ✦ M&Aフォーラム賞 奨励賞『RECOF奨励賞』 2篇(順不同)
□(論文)『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～』 太田 洋
□『買収されるのも悪くない。三角合併解禁の本当の意味』(PHP研究所) 北村 慶
- ✦ M&Aフォーラム賞 選考委員会特別賞『RECOF特別賞』 1篇
□(論文)『アクティビストファンドと株価効果』 小野 美和



《第3回M&Aフォーラム賞(2008年4月～2009年3月 発表書籍・論文)》

- ✦ 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) 岩井 克人 佐藤 孝弘
- ✦ 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) 田村 俊夫
- ✦ M&Aフォーラム賞 選考委員会特別賞『RECOF特別賞』 1篇
□(論文)『日本における株式非公開化の価値創造効果』 何 叢暉



《第4回M&Aフォーラム賞(2009年4月～2010年3月 発表書籍・論文)》

- ✦ M&Aフォーラム賞 正賞『RECOF賞』 1篇
□『暖簾の会計』(中央経済社) 山内 暁
- ✦ M&Aフォーラム賞 奨励賞『RECOF奨励賞』 2篇(順不同)
□『バイアウト 産業と金融の複合実務』(日本経済新聞出版社) 佐山 展生 山本 礼二郎
□『税務・法務を統合したM&A戦略』(中央経済社) 大石 篤史 小島 義博 小山 浩



《第5回M&Aフォーラム賞(2010年4月～2011年3月 発表書籍・論文)》

- ✦ M&Aフォーラム賞 正賞『RECOF賞』 1篇
□『企業価値向上の事業投資戦略
～成長性とリスクを可視化する定量的アプローチ～』(ダイヤモンド社) 太田 洋子 張替 一彰 小西 健一郎
- ✦ M&Aフォーラム賞 奨励賞『RECOF奨励賞』 1篇
□『M&Aの契約実務』(中央経済社) 藤原 総一郎 大久保 圭 大久保 涼 宿利 有紀子 笠原 康弘
- ✦ M&Aフォーラム賞 選考委員会特別賞『RECOF特別賞』 1篇
□(論文)『バイアウト・ファンドの機能に関する分析』 野瀬 義明



【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

