

第12回M&Aフォーラム賞「RECOF賞」

2018年9月25日

(敬称略、所属は執筆、または応募時点)

✉ M&Aフォーラム賞正賞『RECOF賞』 1篇〔副賞 50万円〕

📖【論文】『IFRS任意適用がM&Aの収益性へ与える影響』
京都大学大学院経済学研究科 修士論文

著者 あまの よしあき
天野 良明 京都大学 大学院経済学研究科 博士後期課程

✉ M&Aフォーラム賞奨励賞『RECOF奨励賞』 2篇〔副賞各10万円〕

📖【論文】『スピン・オフ税制の導入とわが国上場会社への影響』
旬刊商事法務 No.2133〔上〕及びNo.2134〔下〕所収

著者 おおた よう
太田 洋 西村あさひ法律事務所 弁護士

📖【論文】『製薬業界におけるM&Aおよびオープンイノベーションによる価値創造 Key Success Factorに関する研究』
早稲田大学大学院経営管理研究科 プロジェクト研究論文

著者 さっさ ゆういち
佐々 雄一 エーザイ(株) コーポレートプランニング部アソシエートディレクター

✉ 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】『買収による開発者の生産性への影響：共同開発関係の変化の観点より』
大阪大学大学院経済学研究科 修士論文

著者 なかむら ふみあき
中村 文亮 大阪大学 大学院経済学研究科 博士後期課程

【ご挨拶】 おちあい 落合 せいいち 誠一

M&Aフォーラム 会長
東京大学 名誉教授



私どもM&Aフォーラムは、2005年に内閣府経済社会総合研究所のM&A研究会で設立が提唱され、民間ベースのフォーラムとして発足しました。

この間、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設立の目的に基づき、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に精通した人材の育成を目指して、M&A人材を育成するべく『M&A人材育成塾』とM&Aをテーマとした書籍、研究論文を顕彰する『M&Aフォーラム賞』の二つの事業を軸として、着実に実績を積み上げてまいりました。

『M&A人材育成塾』と称する研修事業は、2006年から今日までに開催された講座は5つのコース計39を数え、ご活用された企業数は延べ850社、受講者は1,300名の方々にご参加を頂いています。講師には、カリキュラムに合わせて、M&A業界の実務に携わる第一人者の方々をお願いしております。中でも2009年からスタートしたM&A実務担当者向けの“M&A実践実務講座”は、この10月に節目の30回目の開催を予定しております。M&Aの基礎実務として位置づけていた5つのプログラムに、M&Aの法務や事業法人のディールマネジメントをテーマにした講義を特別編として、選択受講可能なスタイルで昨年からラインナップに加え、講座の充実を図りました。カレントな事例やトピックを取り入れ、双方向での講義やグループワークなど講義スタイルにも工夫が施され、総合的にM&Aを学べる講座となっています。

もう一つは、今回12回目の表彰式を迎えました『M&Aフォーラム賞』です。わが国のM&Aの普及啓発、発展に資する優れた書籍、研究論文に対して表彰する制度で、毎年実施してまいりましたが、前回第11回までに40の書籍・研究論文が表彰されています。

受賞作品を一覧すると、毎回、その時節のわが国のM&Aの実情を反映した作品が応募されており、わが国のM&Aの発展の状況が判るとい側面があります。

岩田一政選考委員長の元、選考委員会において、毎回、厳正なる審査が行われており、また、これまでと同様、いずれも大変レベルの高い作品であったと聞いております。今回は応募いただいた作品すべてがハイレベルで、一次審査から僅差での評価となり、その結果、最終的に受賞対象となった作品は、いずれも甲乙つけがたく、例年以上に選考委員の先生方を悩ませたそうです。お忙しいところ、岩田委員長を始め、審査の労を賜りました選考委員の先生方に、この場を借りて厚く御礼申し上げます。

リーマン・ショックを契機に一時停滞した日本企業のM&Aは、近年は増加が続き、2017年は過去最多件数を更新しました。中でも、海外企業に対するM&Aは重要な成長手段としての認識が高まっており、国内市場の停滞・縮小を受けた海外進出・事業拡大と豊富な内部資金の活用方法の選択肢として、着実に広がっているようです。その一方で、海外企業に対するM&Aは、想定したシナジーが得られず、買収効果を見出すことができなかつたり、買収先の経営難や高値掴みといったリスクも大きいと、国内企業とのM&Aに比べると、総じてその難易度は高まります。世界的にもビジネスの成長スピードが上がる中、M&Aを自社の成長手段として有効活用していくには、これまでのM&Aの経験から学び、反省を次につなげて、成功へのヒントを見出す取組みが求められます。本フォーラムにおいても、わが国企業M&Aの成功確率を高めるべく、M&A活動の普及・啓発とM&A人材育成活動を中心に今後も展開していきたいと存じます。

皆様には、本フォーラムの趣旨のご理解を賜り、より一層ご支援の程お願い致します。

【講評】 いわた かずまさ
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12回のM&A賞には、15作品の書籍・論文の応募がありました。

本年の特徴は、大学発の質の高い論文が多数寄せられたことでした。書籍についても、M&Aと10年後の業界予測の関係に関する著作やM&Aアドバイザーの視点から見た日本のM&A活動についての著作のみならず、事業担当者向けの法務解説書や労務デューデリジェンスに関するハンドブックなど優れた作品の応募がありました。

本賞の審査は、毎年、M&Aに関わる多様なテーマを取り扱った秀作が並び、また、異なる分野の優れた業績を評価、比較することもあり、容易ではありません。本年も、特に最終選考となった2次審査では、いずれも示唆に富んだ力作が揃い、優秀な応募作品の順位付けを巡って、最後まで熟議を重ねました。

協議の結果、昨今関心の高いテーマを選択していること、統計的手法を用いてしっかりとした実証研究を行っており、興味深い結論を導き出していることから、正賞は、論文としてまとめられた『IFRS任意適用がM&Aの収益性へ与える影響』とする決定に、審査委員の満場一致で至りました。

天野良明著『IFRS任意適用がM&Aの収益性へ与える影響』は、国際財務報告基準(IFRS)の任意適用が、M&Aの収益性(=営業キャッシュフロー対総資産比率の業界平均からの乖離)にマイナスの効果を与えていることを実証分析した論文である。

日本基準とIFRS基準の大きな相違は、のれん償却負担の扱いにある。日本基準では、20年以内に定期的に償却されるのに対して、IFRSでは毎期の減損テストで減価が認められた場合に償却を行う。IFRSの任意適用がM&Aを実施する企業の収益性やパフォーマンスにどのような影響を与えるかは、M&Aが成功するか、失敗するかとの論点にもかかわる重要な問題である。

本論文の優れている点は、実証分析を手堅く、かつ丁寧に行っているところにある。サンプル選択に伴う偏りを排除するために、IFRSを任意適用する確からしさが同程度の企業とそうでない企業をマッチングした上で(「プロペンシティ・コア・マッチング」法)、IFRS適用前後の収益率の変化を「差分の差分法」を用いて計測し、IFRSを任意適用した企業の収益率が3.3%低下したとの結果を得ている。先行研究のサーベイは、網羅的かつバランスが良く取れており、論文としての完成度が高い点も評価したい。

(次ページに続く)

続いて、M&Aフォーラム賞の奨励賞として、審査委員の満場一致で『スピン・オフ税制の導入とわが国上場会社への影響』と『製薬業界におけるM&Aおよびオープンイノベーションに関する価値判断、Key Success Factor に関する研究』の2本の論文に授与することを決定しました。

太田洋著『スピン・オフ税制の導入とわが国上場会社への影響』は、日本のスピン・オフ税制に関する優れたサーベイ論文であると同時に、今後の税制改革の進め方についても、具体的な提言を行っていることを高く評価したい。

日本においてもコーポレート・ガバナンス改革を通じて、事業の「選択と集中」による、企業の株主価値を高めることの必要性が、広く認知されるようになってきている。事業の「選択と集中」を実施する上で、既存子会社や事業の切り出し(スピン・オフ)を通じて経営の効率化を進めることが求められている。ところが、日本の場合、スピン・オフに伴う課税繰延べ措置が認められていなかったため、スピン・オフ実施を遅らせる要因の一つになっていた。

平成29年の税制改正で、日本においても、アメリカ型のスピン・オフ税制が、一部導入されることになった。

日本の会社法の下では、「新設分割+当該新会社株式の現物配当」もしくは「現物出資による新会社設立+当該新設会社株式の現物配当」(以上、事業部門スピン・オフ)と「対象子会社株式の現物配当(子会社スピン・オフ)がある。このうち100%子会社に限定されているが、「分割型単独新設分離類型」と「単純現物分配類型」および「分社型新設分割または現物出資+現物分配類型」についても一定の条件を満たせば、課税繰延べ措置が認められることになった。

今回、この税制改革では、新設される子会社は、100%子会社に限定されているが、本論文では、完全子会社以外の子会社(少なくとも80%子会社)まで拡充すること、さらに、「分社型吸収分割」または、「非新設現物出資+現物分配類型」のスピン・オフについても課税繰延べ措置を適用すべきであると論じている。

また、スピン・オフと同時またはそれ以降に自社株買いを実施する場合の効果についても、今回の税制改革では取り上げられていない「スプリット・オフ」や「スプリット・アップ」との比較を行っていることは興味深い。

(次ページに続く)



佐々雄一著『製薬業界におけるM&Aおよびオープンイノベーションに関する価値判断、Key Success Factorに関する研究』は、技術革新を実施する上でオープンイノベーションの重要性が指摘される情勢の下で、研究開発に長い時間がかかり、しかも成功確率が低いとされる製薬企業10社における、M&Aとオープンイノベーションが株主価値を高めるかどうかイベントスタディにより検証した論文である。

本論文でのオープンイノベーションとは、共同開発、開発権の導入・導出、販売権の導入・導出と定義されている。

累積超過収益率を用いた分析では、M&Aとオープンイノベーションのいずれもが株主価値の創出につながっていること、また、M&Aとオープンイノベーションの間には株主価値創出に与える効果について、統計的に有意な差はないとされている。また、オープンイノベーションを実施する際の開発ステージを4段階(前臨床、概念実証、承認、承認取得後)に分けた分析、ならびに10件以上のイベントを実施した企業4社についての個別企業別の分析を行っている。形態別のM&Aについては、企業売却、出資、事業譲渡にプラスの効果、ジョイントベンチャーについてはマイナスの効果を検出している。形態別のオープンイノベーションについては、共同プロモーションのプラス効果が大きいこと、また、4つの段階別には、承認取得後にプラスの効果、前臨床ではマイナスの効果を検出された。これらの結果を踏まえ、概念実証前段階でのパイプラインの評価と自社の販売力の評価による形態の選択が重要な成功要因であるとの結論を導いている。本論文の残された問題は、オープンイノベーションイベントの形態は多岐にわたるものであり、個別のイベントが株主に与える効果は、M&Aよりもその評価が難しいところにある。いずれにしても、日本の企業が研究開発の自前主義から脱してオープンイノベーションを志向している状況にあって、本論文の実証分析は貴重な試みといえる。

選考の最後は、M&Aフォーラム賞の前身であるレコフ賞を受け継ぎ、学生論文を対象として表彰を行ってきましたM&Aフォーラム賞選考委員会特別賞について議論・検討を行い、中村文亮著『買収による開発者の生産性への影響：共同開発関係の変化の観点より』を全会一致で授与することとしました。

本論文は、ソーシャル・キャピタルとしての開発者ネットワークが、開発者の生産性を高める効果を持つことに着目した実証論文である。本論文のユニークな点は、アメリカ半導体産業における、買収企業または被買収企業から特許申請をした開発者429人(17社による買収案件42件)を分析対象のサンプルとして選択したことにある。この開発者のデータを用いて、3つの仮説を検証している。第一に、被買収企業の開発者の生産性は、買収前からの共同開発が維持される程上昇する。第二に、買収企業の新メンバーとの関係を拡張する程上昇する。第三に、買収企業と被買収企業との技術重複度が低い程上昇するというものである。

分析結果をみると、技術重複度の符号はマイナスであるが有意性に乏しい一方で、新メンバーとの相互作用項では有意に負の効果を検出している。著者も指摘しているところであるが、開発者の生産性を特許の数のみで判断してよいのか、また、ソーシャル・ネットワークという場合に買収企業と被買収企業の開発者だけに限定してよいのかという問題がある。後者の点は、企業内部における研究開発部門の戦略的な役割と位置付け、また、オープン・イノベーションの重要性に鑑みると、大学など企業外の研究者とのコラボレーションなどを考慮する必要がある。

(次ページに続く)

なお、最後に僅差で残念ながら今回の表彰作品からは漏れましたが、優れた作品はほかにも数多く応募されました。

山本貴之著『M&Aアドバイザー 企業買収と事業承継の舞台裏』(エネルギーフォーラム新書)は、具体的なM&A案件のケーススタディを通じて、M&Aアドバイザーの視点から日本企業によるM&Aの実態を掘り下げ、解明した書である。そこでは、大手メーカーの海外企業買収、中小企業オーナーの事業承継、M(E)BOを成し遂げた子会社を例に、7つの局面にわけて、M&Aアドバイザーが果たしている役割を浮き彫りにしている。豊富なM&A案件を紹介しながら、日本企業によるM&Aのどこに問題点や困難は生じやすいか、また、その解決方法まで含めて手際よく紹介している。文章も分かりやすく、M&Aの舞台裏を活写している良書である。

渡部恒郎著『業界メガ再編で変わる 10年後の日本 中堅・中小企業M&Aが再編の主役だ』(東洋経済新報社)は、10年後の日本経済は、人口が減少し、デジタル革命が進展する中で中堅・中小企業を中心にして「大廃業時代」が到来し、業界のメガ再編が行われるとして、このメガ業界再編では、これまでの業界・部署・技術の境界線がなくなる時代を迎えることになる」と説く。企業は、事業承継問題の解決のみならず、「第二の創業」をM&Aを中心に実行すべきであり、「サラリーマン的経営」からビジョンをもって価値創造する「アートの経営」へ脱皮すべきだと論じている。

塩野誠／宮下和昌著『事業担当者のための逆引きビジネス法務ハンドブック M&A契約書式編』(東洋経済新報社)は、著者がソフトバンクにおけるクロスボーダーM&Aの経験を踏まえて、M&Aに従事するビジネスマンのために執筆した『事業担当者の逆引き法務ハンドブック』(東洋経済新報社)の姉妹編であり、M&A契約書式に関する便利なハンドブックである。株式譲渡契約、株式引受契約、合弁契約、一般条項について、具体的な契約の書き方と各条項の趣旨や論点が、法律を専門としない事業担当者にとって分かり易い形で明快に説明されている。

野中健次著『M&Aの労務デューデリジェンス(第2版)』(中央経済社)は、M&Aの労務デューデリジェンスに関する丁寧な解説書で、タイムリーで便利な実用書である。働き方改革に伴いパートタイム労働法、年金受給資格期間短縮法など労務デューデリジェンスに関する法改正と立法が短期間に実行された。このため、同一労働同一賃金ガイドライン案や無期転換制度、定年後再雇用、年金民訴などを含めて丁寧な解説がなされ、M&Aを実行する企業にとって新たな偶発債務にどのように対応すべきか詳細に解説している。

受賞された皆様に心よりお慶び申し上げます。また、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、M&Aフォーラムが創設された平成 17 年(2005 年)度より毎年募集、その翌年に表彰式を行ってまいりました。回を重ね、本年は第 12 回の表彰式を行うこととなり、審査の労を賜りました岩田委員長を始め、選考委員の先生方に厚く御礼申し上げます。

M&Aは、法律・経済・経営・会計・税務等々さまざまな観点で論じられます。分野を問わず、毎回、質の高い作品(著作・研究論文)の応募を数多くいただき、また、その中で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。

さて、第 12 回『M&Aフォーラム賞』は、平成 29 年(2017 年)度に発表された書籍、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が対象です。また、応募される方は、これまで同様、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。

リーマン・ショックから 10 年、2011 年に 1,687 件まで落ち込んでいたM&A件数は、2017 年には 3,000 件を突破、過去最高を更新し、2018 年に入ってから依然活況です。最近では 7 兆円近い大型案件となった武田薬品工業のアイランド企業買収を始め、大型海外案件が複数成立したほか、国内ではベンチャー企業へのM&A案件が活発化しています。

このような中、今回のM&Aフォーラム賞で応募いただきました作品数は、昨年と同じ 15 作品の応募があり、このうち、書籍は 8 作品、学術論文は 7 作品という内訳でした。

また、M&A実務に関わる作品が 8 作品と最も多く、作品の分野から見ると、経営、税務・会計、法律、経済、金融・ファイナンスなどをテーマにそれぞれの観点で掘り下げた作品の応募がありました。

毎回、その時々のが国のM&Aの実情を反映した作品の応募をいただきます。今回の特徴をあげると、製薬業界のM&A事例を実証分析した作品、導入企業が増えている国際会計基準(IFRS)をテーマにした実証研究、平成 29 年度税制改正によって導入されたスピン・オフを取り上げた作品のほか、M&Aアドバイザー目線で、M&Aの舞台裏や自身の信条も含めたケーススタディを紹介した作品が見られ、理論と実務、法制度・規制などの面から論じられていました。また、契約書作成の実務に関して、法知識のないビジネスパーソンを想定し分かりやすく解説した作品も寄せられました。

次に、応募された方のプロフィールをみると、研究者の方が 6 作品、法律、会計等専門家の方が 8 作品、事業会社の方が 1 作品でした。また、社会人を含む学生の方からの応募は、前回第 11 回と比べて 2 作品多い 5 作品となり、応募者の平均年齢は 38.8 歳とおよそ 10 歳若返りました。

お一人でまとめられた作品だけでなく、共著や所属の機関・グループ等のメンバーでとりまとめた作品もあり、応募いただきましたそれぞれの作品のレベルは、今までの作品に勝るとも劣らない、非常に優れたものでありました。

(次ページに続く)



審査・選考にあたりましては、過去 11 回と同じく、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、等を主な基準としました。



審査・選考は、これまで同様、一次、二次の選考過程を経て、岩田選考委員長を中心に2回の委員会での議論によって行われました。

第1回の委員会で、各選考委員の専門分野の作品を中心に審査の担当を決め、その上で、先の審査基準に則って、それぞれの作品の一次審査を頂きました。その結果、応募作品全てが高評価であったこともあり、中でも評価の高い 8 作品を受賞候補として絞りました。二次審査の対象作品としては、例年よりもやや多い本数でしたが、委員全員で改めて評価を行った上で、各賞の候補を挙げていただきました。第 2 回の委員会では、この候補作品の評価はいずれも僅差ではありましたが、選考基準を元にさまざまな観点で討議を行った結果、はじめに、正賞、次いで、奨励賞を全員一致で決定しました。また、社会人を含む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、全員一致で授賞の決定をしました。

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皆様に改めて御礼を申し上げます。



第 11 回M&Aフォーラム賞 表彰式(2017/9/26)

❖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』

📖〔論文〕『IFRS任意適用がM&Aの収益性へ与える影響』

(京都大学大学院経済学研究科 修士論文)

【著】^{あまの よしあき}天野 良明 京都大学 大学院経済学研究科 博士後期課程

作品の要約(著者提出)

日本企業によるM&Aの失敗が相次いでいる。東芝によるウェスチングハウス社買収、ソフトバンクによるスプリント社買収、日本郵政によるトール社買収など、とりわけ海外大型案件での失敗が顕著である。

これらのM&Aを実行した企業には、ある共通点が存在する。IFRS(国際財務報告基準)の任意適用である。ソフトバンクは2014年3月期からIFRSの任意適用を行っており、東芝、日本郵政もIFRS任意適用を予定または検討している。

日本基準とIFRSとの大きな相違点として、のれんの償却が挙げられる。企業結合時に計上されたのれんは、日本基準では20年以内の期間で定期的に償却される。一方、IFRSでは定期的償却は行わず、毎期の減損テストで減価が認められた場合のみ減損を行う。

本稿はこの点に着目し、IFRS任意適用を行った企業の実施するM&Aの収益性が、IFRS適用前後で低下したか否かを検証している。日本基準で計上されるのれん償却費がIFRSでは計上されないため、M&A実施後の営業利益は日本基準に比べて大きくなる。そのため、経営者はIFRS適用後、実質的に収益性の低いM&Aであっても積極的に実施するようになる可能性があるからである。

サンプルとして日本の上場企業のデータを用い、Propensity score matchingによりIFRS適用企業16社と非適用企業16社をマッチングした。そしてこれらの企業が実施した47件のM&Aについて Difference in difference 法により、収益性がIFRS適用前後で変化したか否かを検証したところ、IFRS適用企業のM&Aの収益性は非適用企業に比較して、IFRS適用後に有意に低下していた。したがって、IFRS任意適用が経営者に、収益性の低いM&Aを行うインセンティブを与えている可能性が示唆された。

本稿の貢献は、IFRS任意適用の帰結としてこれまでの研究で検証されてこなかった、M&Aの意思決定およびその収益性への影響を明らかにしたことである。本稿は「IFRS任意適用の帰結」、「M&Aの経済効果」という2つの研究領域の交点に位置しているが、本稿の着眼点はいずれの領域においても新規性を有している。

また、IFRSの任意適用がM&Aの収益性を低下させるという本稿の示唆は、今後の日本におけるIFRSと日本基準の併存の仕方や、将来的なIFRSにおけるのれんの会計処理のあり方についての議論を行う上での一つの材料となるであろう。したがって本稿の結果は、会計基準設定の実務への貢献も期待できる。

** 選考委員会コメント **

本論文は、京都大学大学院博士課程1年に在学中の著者が、同大学院(経営管理研究科)の修士論文としてまとめた実証研究をもとにした論文である。同校経営管理研究科のみずほ証券寄付講座研究奨励賞、京都大学経済学研究科修士課程優秀論文賞を受賞している。

M&A市場では導入する企業が増えているIFRSの任意適用が高値掴みを助長しているのではないかと見る向きも少なくない中、IFRS適用企業のM&Aの収益性という昨今関心の高いテーマを選択して、しっかりとした実証研究をおこなっている。

実証研究では、営業キャッシュフロー対総資産比率の業界平均との乖離値などをもとに、IFRS任意適用企業と非適用企業をそれぞれ16社マッチングさせるなどした、よく考えられた適切なモデルを設定している。その結果、IFRS適用会社のM&Aの収益性が、非適用会社に比較して、IFRS適用後に有意に低下しており、IFRS任意適用が経営者に実質的には収益性の低いM&Aを行うインセンティブを与えている可能性を示唆するという結論は独自性があり、とても興味深い。任意適用会社が自社のROAよりも低いROAの会社を買収(高値掴み)しがちである可能性を示唆したことは、M&Aの意思決定の在り方への問題提起という意味でも影響力がある。

さらに、IFRSに関係する様々な先行研究について幅広くまとめ、整理している点も評価できる。網羅している論文の数も多く、その整理の仕方も適切である。

なお、大きな課題は見当たらないが、「M&Aの失敗」の定義もなく任意適用会社のM&Aと関連付けるのはやや乱暴であり、論文としては丁寧に説明していただくことが望ましいように感じる。また、著者も研究の限界として挙げているが、サンプル数が少ないこと、収益性を測る観察期間がやや短めであること、などは若干気になった。ただ、これらは今後の研究に期待したい。

総合すると、先行研究レビューも非常に丁寧にっており、さらに実証研究の方法も適切で、テーマ、導き出した結論も共に非常に独自性があり、意義の高いものである。内容的に、2つの賞を受賞していることも納得感がある。

今回の結果が会計基準の策定に変化を及ぼすとは考えにくいですが、投資家の企業に対する評価や、企業の投資家への説明責任について変化を生じさせることが予想・期待されるものであり、非常に価値の高い論文と評価する。



◆M&Aフォーラム賞 奨励賞『RECOF 奨励賞』

📖〔論文〕『 スピン・オフ税制の導入とわが国上場会社への影響 』

旬刊商事法務 No.2133〔上〕及びNo.2134〔下〕 所収

【著】 ^お太田 ^よ洋

西村あさひ法律事務所 弁護士

＊＊作品の要約(著者提出)＊＊

スピン・オフは、わが国会社法の下では従前から実行可能であったにも拘らず、特に上場会社の間ではほとんど行われてこなかった。その理由としては様々な要因が考えられるが、少なくとも、そのうち大きな要因の一つは、スピン・オフについての課税繰延措置の欠如であったのではないかと考えられる。

かかる状況を打破するため、平成29年度税制改正では、スピン・オフについて新たに課税繰延措置が導入され、米国におけるスピン・オフ税制と類似した税制が、会社とその100%子会社(特定の事業部門を切り出して設立されたものを含む)を現物配当等を通じてスピン・オフする場合に限ってであるが、わが国でも導入されることとなった。このスピン・オフ税制においては、①親元会社の特定の事業部門を分割型新設分割により切り出し、切り出された完全子会社(分離会社)株式を直ちに当該親元会社の株主に分配する場合(分割型単独新設分割類型)と②完全子会社に該当する分離会社の株式を現物分配により親元会社の株主に分配する場合(単独現物分配類型)という2つの類型が、新たに適格組織再編成とされ、一定の税制適格要件を満たせば、当該親元会社においては当該分離会社の株式につき譲渡損益課税が繰り延べられ、当該親元会社の株主においては分配される当該分離会社の株式につきみなし配当課税を受けないものとされている。このほか、厳密には上記②の類型の派生形であるが、③親元会社の特定の事業部門を分社型単独新設分割または単独新設現物出資により切り出し、切り出された完全子会社(分離会社)株式を当該親元会社の株主に分配する場合(『分社型新設分割又は現物出資+現物分配』類型)にも、一定の税制適格要件を満たせば、第一段階目の分社型新設分割または現物出資が適格組織再編成とされ、第二段階目の現物分配が適格現物分配とされて、第一段階目に関しては当該親元会社において当該分離会社の株式につき譲渡損益課税が繰り延べられ、第二段階目については上記②と同様の課税繰延措置が適用されるものとされた。

このようなスピン・オフ税制の導入により、わが国でも、今後、事業の「選択と集中」のために、ノン・コアないし低収益の事業部門や完全子会社をスピン・オフの手法を用いて分離独立させる動きが出てくると予想される。また、今後、海外系のアクティビスト・ファンドを中心に、わが国上場会社に対して、当該税制に基づく課税繰延べの適用を受ける形で、ノン・コアないし低収益の事業部門ないし完全子会社のスピン・オフを実行するよう要求する動きが活発化してくる可能性もある。更に、わが国でも、今後、大規模な業界再編が進んでいく中で、統合を認めると独占禁止法における企業結合規制の観点から問題が生じる商品や役務にかかる事業の切り離しが課題となる(従来は、そのような切り離しが実務上困難であったため、一部の重要な商品や役務についての統合後のシェアが50%超となるような経営統合が、検討の過程で断念される例が見られた)と思われるが、スピン・オフは、そのような切り離しのための手段として、有力な選択肢となると思われる。

** 選考委員会コメント **

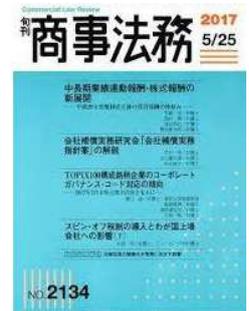
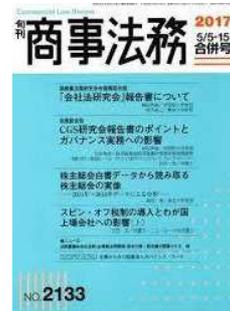
本稿は、これまでにM&Aフォーラム賞の受賞経験をもつ筆者が、平成29年度税制改正によって導入されたスピン・オフを扱うものである。

スピン・オフとは、典型的には大企業がその事業部門の一部を新設分割によって切り離して別法人とすると同時に、元の大企業が取得する新設法人の株式を直ちにその株主に現物配当することによって、親元会社と新設会社の資本関係を切断する取引である(本稿では、そのような「①新設分割+当該新会社株式の現物配当」の場合と、「②現物出資による新会社設立+当該新会社株式の現物配当」の場合、③すでに対象事業が子会社となっているときに行う「対象子会社株式の現物配当」の場合が扱われる。他方、類似の取引であるが諸外国でも事例が少なく、今般の税制改正の対象となっていない、スプリット・オフ、スプリット・アップについては、少し言及がされるのみである)。

本稿の前半は、上記①②③が今般の税制改正でどのように扱いが変わったか、適格取引として課税繰り延べを受けるための要件は何かを、丁寧に説明し、分離上は疑義のある場面について予想される税務解釈を示している。本稿の後半は、今後わが国でスピン・オフが増加するか否かについての見通しなどを述べる。

後半の概要を要約すると、スピン・オフ取引がこれまでわが国でほとんど行われてこなかった理由は、税務だけではなく、企業経営者の間に会社が経営陣のものである(株主のものではない)という意識が強かったこと、利益率よりも売上高の額を経営指標としていたこと、を挙げつつ、近時のスケジュールシップ・コードの浸透・改訂に伴い、上場会社に対する「選択と集中」「ROEの向上」圧力が強まることから、スピン・オフの実施例が増えるのではないかと述べる。また、リーマン・ショック以降、海外ではノン・コア事業のスピン・オフを求めてアクティビスト株主がキャンペーンを実施する例が増えていることを挙げ、わが国でも同じ動きが増す可能性があるという。他方、スピン・オフは、企業結合規制をクリアするために一部の事業を切り離す手段となりうること、あるいは対象事業部門の経営陣の独立を達成する上で(MBOと並び、MBOにはない利点を有する)有力な手段であること、も論じられる。そのような利点を踏まえ、将来には、今般の改正では課税の繰り延べが認められていない類型にも適格取引を広げるような税制改正が将来に行われることが望ましいことを、何点か具体的に挙げている(子会社株式の全てを切り離すのではない場合、「吸収分割」などを用いる場合)。

本稿の対象は、M&Aのど真ん中であり、事業効率の改善、ガバナンスの向上というテーマを踏まえて論述されている。大手企業の事業再編の必要性やガバナンスの問題点が指摘されるなかで、本論文の啓蒙性は高い。内容はプロ向けで、かなり狭い論点を扱った法律論文であるが、法律論に終始するものでなく、M&A、ガバナンスの現況やあるべき将来像を踏まえて、将来の税制改正にも言及する意欲作であり、高い評価に値すると考える。



◆M&Aフォーラム賞 奨励賞『RECOF 奨励賞』

📖〔論文〕『 製薬業界におけるM&Aおよびオープンイノベーションによる
価値創造 Key Success Factor に関する研究 』

早稲田大学大学院経営管理研究科 プロジェクト研究論文

【著】 ^{さっさ}佐々 ^{ゆういち}雄一 エーザイ株式会社 コーポレートプランニング部
アソシエートディレクター

** 作品の要約(著者提出) **

製薬業界は、1990年代に低分子化学合成の成功によってブロックバスターが数々誕生し、世界の満たされない治療へのニーズを充足すべくグローバル化や事業拡大を進めていった。しかし、2010年以降大型ブロックバスターの特許切れが到来したことで、新たな収益モデルの構築が急務となっている。加えて、満たされない治療へのニーズは癌や神経疾患などより高度なメカニズムのものへと変化しており、新薬創出そのもののハードルがますます高まっている。技術革新やビジネスイノベーションのスピードはめまぐるしく、自社内部の技術と資源だけでこれらのハードルをクリアしていくことは困難であり、今後のビジネスモデルにおいてはM&Aやオープンイノベーションを用いた、大学やベンチャー企業など外部ナレッジとの融合は必須となる。この巧拙は、今後の製薬企業各社の成長を大きく左右しうる。

そこで当研究では株主価値の創造に着目し、従来から注目されてきたM&Aに加えてオープンイノベーションをテーマに製薬企業が実施した合計226件のイベントを取り上げ、イベント・スタディという研究手法で累積平均超過収益率(CAAR:Cumulative Average Abnormal Return)を指標にして株主価値に与える影響について検証を行い、どちらの手法がより株主価値向上に寄与したかを直接比較した。次いで各社イベントのステージおよび形態に着目し、株主価値創造の観点から対象企業の取引内容および経営情報を定性的に分析し、M&Aおよびオープンイノベーションによって株主価値を創出するためのKey Success Factorについて評価をおこなった。

以上の分析を通して、2008年から2017年に実施されたイベントにおいてはいずれも特定のウィンドウにおいてCAARを向上させたことが確認された。また、M&Aとオープンイノベーションの二群間のCAARの増減については、統計的な有意差がないことが確認された。

さらに個別企業を対象とした定性的な分析も加え、主幹事業から遠い事業のスリム化が重要であるということ、JV設立による企業価値の創造は支配権とコントロールプレミアムの評価の観点から難易度が高いということ、前臨床段階のオープンイノベーションは市場からは割高と捉えられやすいということ、POC前段階でのパイプラインの評価と自社の販売力の正しい評価に基づく形態の選択がKey Success Factorの一つになるなどの可能性を示唆した。

****選考委員会コメント****

本論文は、日本の上場製薬会社大手 10 社につき、各社が実施したM&A及びオープンイノベーション(OI)による株主価値創造を、イベントスタディの手法によりCAAR(累積平均超過収益率)を指標として分析した。また、各社のイベントの開発ステージ及びアライアンスの形態に着目して、その取引内容等を定性的に分析し、M&A及びOIによって企業価値を創出するための Key Success Factor(KSF)について評価を行っている。

結論としては、M&AもOIも、特定のウインドウにおいてCAARを向上させており、またM&AとOIの間で、CAARの増減につき統計的優位差はなかったとする。また、個別企業対象の定性的分析によれば、主幹事業から遠い事業のスリム化がKSFの 1 つであること、JVの設立は支配権とコントロールプレミアムの評価の観点から難易度が高いこと、ステージ別では、4 つのステージのうち前臨床段階のOIは市場から割高ととらえられやすいこと、臨床導入からPOC(概念実証)前段階でのパイプラインの評価と自社の販売力の正しい評価に基づく形態の選択がKSFの 1 つになる可能性を示唆していることなどを挙げる。

本論文の筆者は、エーザイの戦略部門に籍を置く社会人学生であり、業界の知見に不足はなく、ますます進行し、重要性を増すOI(M&Aを含む)におけるKSFを分析したいというニーズには現実感がある。

また、本論文は実践的で質が高いと評価できよう。すなわちM&AやOIの定義は本論文の目的に合致しており、先行研究への理解度も高い。分析手法として、OIについてイベントスタディの手法を採用したこと(M&Aでは定番だが)の新規性も評価できる。各社の分析では、M&AとOIの戦略等の差、形態(事業譲渡、企業買収、企業売却、JV、出資、会社分割)ごとのCAARの違い、OIのステージ戦略の違いなど実践的な分析が行われていて興味深く、業界当事者の視点からの分析と評価できる。今後の課題としては、対象を海外に広げること、標本数の拡大、長期的な財務分析と株価動向の相関分析などにより、本研究の結論を検証したいとしている点も、当事者意識が感じられる。

M&Aも含めたアライアンスという意味で、ベンチャーや異業種とのOIにおけるKSFの研究は、製薬業界に限らず、IoTなどによる産業革命の時代に、重要な研究分野と考えられる。本論文はその研究分野にイベントスタディの手法で切り込んだという意味で、高く評価できるのではないかと考える。

ただ、マイノリティ出資による資本業務提携や単なる業務提携の場合の現状の開示情報を、企業価値評価の観点から分析するのは容易ではない。企業サイドがどこまで開示するか、あるいは不確実なことをそもそも開示できるか。アナリストによる評価の限界(できるアナリストの不足、開示内容の不十分さ・難解さなど)等の問題があるからだ。これは市場が短期間に適正にOIの価値評価ができるかという問題でもある。OIの重要性が増す中、OIにおけるイベントスタディの精度を向上させるには、市場サイドの課題(当局・TSEの開示規制の在り方、企業の開示姿勢、アナリストの資質向上など)も多いと思われる。

◆M&Aフォーラム賞 選考委員会特別賞『RECOF 特別賞』

📖〔論文〕『 買収による開発者の生産性への影響：共同開発関係の変化の観点より 』

大阪大学大学院経済学研究科 修士論文

【著】 ^{なかむら}中村 ^{ふみあき}文亮 大阪大学 大学院経済学研究科 博士後期課程

＊＊作品の要約(著者提出)＊＊

開発者のソーシャルキャピタルの観点から、買収された企業の開発者が直面する共同開発者ネットワークの変化が開発者個人の被買収後の特許生産性に与える影響を明らかにした。米国の半導体産業の買収から、429名の開発者を分析した結果、開発者が構築する買収企業の開発者との新ネットワークは特許生産性に貢献しており、さらにこの影響は買収・被買収企業間の技術知識の重複度が低い時ほど拡大することが分かった。また買収前から継続している既存の共同発明者との関係維持も買収後の生産性を改善していた。

本研究の理論的貢献は以下のように整理することができる。既存研究では、ソーシャルキャピタルの変化のイノベーションへの影響は十分検討されていなかったが、本論文では、買収がもたらす共同発明関係の変化と発明者の研究開発生産性の関係を明らかにすることによって、ソーシャルキャピタルの拡張がイノベーションに正の影響を与えること、しかも、そうした影響がパートナーの有する技術特性に左右されることも明らかにした。

さらに本研究の実務面でのインプリケーションは以下の2つがある。まず1つ目として、PMIを担う買収企業のマネージャーは買収・被買収企業の両発明者が持つ技術領域の重なりが少ないときに、発明者の派遣や両企業間のプロジェクトチームの発足などの人的交流を行うことが買収先の発明者にとって有効であると言える。2つ目として、買収は被買収企業が発明者にとって、必ずしもネガティブな現象だけをもたらすのではなく、新たな知識の獲得の機会であることが示唆された。むしろ、半導体産業のような技術革新が速い産業では、既存の共同発明者だけで研究を進めることに一定のリスクがあると考えられる。買収を受けることは、発明者が外部の新規の発明者や技術知識を獲得し、自らのイノベーションを推進する上で重要な手段にもなりうる。



****選考委員会コメント****

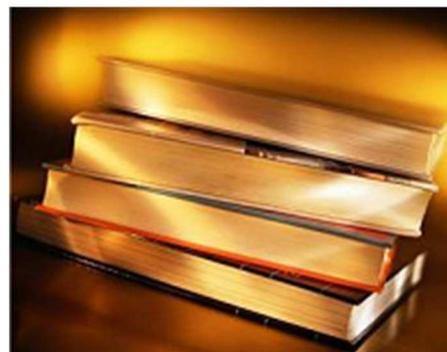
大学院の博士課程に現在在学中の学生である著者が、修士論文としてまとめた実証研究をもとにした論文である。

評価できる点としては、第一に、先行研究のレビューをしっかりと行った上で、それらの結果や関係する理論を踏まえて、適切で興味深い仮説を設定し、2001年から2009年までの米国半導体企業の国内買収から、買収企業16社、買収件数42件、被買収企業の開発者429人をサンプルとして実証研究を行っていることである。テーマも興味深く、サンプル数、研究方法を含め実証研究もしっかりと行われている。

また、第二に、研究テーマとして、開発者の持つソーシャルキャピタルの買収による変化が、買収後の開發生産性に与える影響という興味深い内容を取り上げ、結論を導き出していることである。具体的には、買収前から続く共同開発者の維持及び買収後の新関係の構築が、それぞれ獲得した開発者の知識創造に正の影響を与えていること、また、企業間の技術の重複度が低いほど、この新メンバーの増加によって、当該開発者の開發生産性に与える正の効果が高くなることなど、実務への示唆も大きい興味深い結論を導き出している。また、その中でも買収後の新関係の構築については、これまでの先行研究の結論とは違う結論となっており結論としての独自性もある。

課題だと考えられる点としては、サンプルの選択方針は適切と考えられものの、ややサンプルが古い印象を受けること、また、研究対象とした米国の半導体産業はやや特殊性もあり、実証研究の結果が他の業界の開発者までの一般化には若干無理がある印象もあること、さらに著者も論文の限界として挙げているが、実証研究の中で開発者の成果を特許件数で測定しており、特許の質の違いなども加味する方がより適切だと考えられることなどが若干の課題と考えられる。

総合的には、実証研究をもとにした論文としては良くまとまっており、テーマも興味深い。また若干課題と考えられる点はあるものの、高い水準の論文で今後のM&A研究への影響力も大きく、研究結果として実務への示唆も含めた価値はかなりあるものと評価する。





受賞の皆様という言葉



【正賞】『IFRS任意適用がM&Aの収益性へ与える影響』

あまの よしあき
天野 良明 京都大学 大学院経済学研究科 博士後期課程

この度は、M&Aフォーラム賞正賞を頂戴し、誠にありがとうございます。選考委員の先生方、並びに関係各位に心より御礼申し上げます。

受賞作品は、日本企業のIFRS任意適用がM&Aの収益性に与える影響について、実証分析を行ったものです。日本基準とIFRSの大きな相違点として「のれん」の償却の有無があり、この点がM&A後の利益に影響を与えることがしばしば指摘されています。本稿は、のれん償却の有無が、単なる会計数値上の相違だけでなく、企業のM&Aにおける意思決定に実体的な影響を及ぼすのではないかとの問題意識に基づき執筆いたしました。

日本におけるM&A、およびIFRS任意適用はいずれも日進月歩の分野です。毎年生まれる新たな事例を取り込みつつ、よりよい研究ができるように精進を続けてまいりますので、今後ともご指導、ご鞭撻を頂戴できましたら幸いです。

【奨励賞】『スピン・オフ税制の導入とわが国上場会社への影響』

おおた よう
太田 洋 西村あさひ法律事務所 弁護士

この度は第12回M&Aフォーラム賞奨励賞(RECOF 奨励賞)を頂き、大変光栄に存じます。選考委員の先生方及び関係者の皆様には、厚く御礼申し上げます。

この賞を頂戴するのは第2回及び第7回に続いて3回目となるのですが、奇しくも前回の受賞から再び5年ぶりに愛着の深いこの賞を頂戴することができ、感激も一入です。

本論文は、平成29年度税制で導入されたスピン・オフ税制による課税繰延措置の概要とそれがもたらす実務上の潜在的インパクトについて論じたものですが、その後も平成30年度税制改正等により、スピン・オフ税制は更に使い勝手が増しているところです。にも拘わらず、残念ながら、本論文執筆後も、未だにわが国では上場会社による本格的なスピン・オフの事例は1件しか現れていません。

本論文が今回賞を頂いたことで、スピン・オフの意義・重要性に改めて光が当たり、わが国上場企業がスピン・オフを有効に活用して事業の「選択と集中」を一層進めていくきっかけの一つになれば、筆者としては望外の喜びです。

【奨励賞】『製薬業界におけるM&Aおよびオープンイノベーションによる 価値創造 Key Success Factor に関する研究』

さっさ ゆういち
佐々 雄一

エーザイ株式会社 コーポレートプランニング部
アソシエートディレクター

このたびは、M&Aフォーラム賞奨励賞(RECOF 奨励賞)という名誉ある賞を頂き、大変光栄に存じます。審査および評価して下さいました選考委員会の諸先生方、さらにこのような機会を提供して下さいました主催者・関係者の皆様に深く感謝申し上げます。

本論文は、M&Aおよび製薬企業が活発に取り入れているオープンイノベーションについて、手法による株主価値創造アウトカムの違いを評価し、株主価値を創造・毀損する条件および Key Success Factor についてイベントのステージや形態を分類して定性的な評価を加えながら研究を行ったものです。日本の製薬企業が効果的なM&Aを実行し、グローバルな価値創造に繋がる事例が少しでも増えれば大変幸いです。

今回の受賞を励みとして、今後も事例の分析を進めながら実務へと繋げ、M&Aの成長と発展に微力ながら寄与できるよう日々精進してまいりたいと存じます。

【選考委員会特別賞】

『買収による開発者の生産性への影響: 共同開発関係の変化の観点より』

なかむら ふみあき
中村 文亮

大阪大学 大学院経済学研究科 博士後期課程

この度は第12回M&Aフォーラム賞選考委員会特別賞(RECOF 特別賞)に選んでいただき誠にありがとうございました。本論文は被買収企業の開発者の共同発明者の変化が、どのように買収後の特許生産性に影響を与えるかを米国半導体企業の買収および特許データから分析したものです。既存研究では、買収には被買収側の人々の研究開発成果を低下させるというネガティブな側面があることが知られておりました。本研究を行った動機には、このような影響を買収後のマネジメントによって少しでも緩和させ、さらに成果の拡大をもたらしたいという著者の思いがございました。今回は共同発明者の構成というチームマネジメントからのアプローチでしたが、今後の研究では組織構造、リーダーシップや組織文化といった多様な側面から被買収企業の人々の活躍に貢献する要因を明らかにしていきたいと考えております。

【ご参考】

M & A フォーラムの懸賞論文！ 第12回 M & A フォーラム賞 応募作品 募集要項

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 2017年4月から2018年3月までに発表された作品(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] ・M & A フォーラムのホームページ(<http://www.maforum.jp>)にある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、様式自由)とともにご提出ください。
- [期間] ・応募期間は 2018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2018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(入選者のみに通知します)。
・入選者の表彰および賞の贈呈は2018年9月下旬から10月上旬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11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。

第11回M & A フォーラム賞 表彰式 (2017/9/26)



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 『RECOF 特別賞』(社会人を含む学生対象) 1篇 賞状・副賞 10万円



M&Aフォーラム 事務局 <http://www.maforum.jp>

〒102 - 0082 東京都千代田区一番町10番地 ソテイラビル3階
一般社団法人 日本リサーチ総合研究所 内
TEL 03 (5216) 7315 / FAX 03 (5216) 7316