

# 第2回M&Aフォーラム賞「RECOF賞」 選考結果のご報告

2008年7月4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

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』

## 📖 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』

## 📖 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』



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

わが国企業のM&Aは、引き続き高水準で推移しています。これには、市場の成熟や、少子高齢化、さらには国際的な企業間競争などから、これまで保守的とみられて

いた企業も、成長戦略の一環として積極的にM&Aを導入していることがあります。

ところが直ちに次のような疑問が浮かびます。わが国のM&Aは本当に使い勝手がよくなったのか、M&Aの需要に対して迅速かつ的確に対応できているのだろうか、等々の疑問です。これらの疑問を前にしたとき、わが国のM&Aの活発化はすばらしいと手放しで肯定するわけにはまいりません。例えば、地方の沈滞化が叫ばれて久しいわけですが、依然としてその状況は基本的に変わっておりません。地方の活性化にM&Aは効果的な手法は不足であるが、残念ながら大きな成果をあげているとの話はあまり聞きません。同様に、大規模な上場企業においてさえも、また企業価値を増加させる蓋然性が高いと一般に評価されるような場合であっても、必ずしもM&Aが実現するとは限りません。これらの事実を考えると、やはりわが国のM&Aには、まだまだ乗り越えなければならないさまざまな問題が依然として存在すると判断せざるをえません。

たとえば法的環境はどうでしょうか。M&Aには、会社法はもちろんのこと、金融商品取引法等の資本市場法、税法、独禁法等の競争法、労働法などの実にさまざまな法律が関係します。合併等の対価を現金に限定しない会社法ルールがようやく昨年5月に施行され、それによって合併の存続会社が自己の親会社の株式を消滅会社の株主に交付するいわゆる三角合併が解禁されました。しかしこのことは、会社法の施行から1年たたなければ、米国で可能なことがわが国では容易に実現できないことを意味します。しかも可能になったとはいえ、本当に使い勝手がよいものなのかは、相当に疑問が残ります。適格組織再編税制についての税法上の制約、さらには外為法関連の規制がなお、相当な制約となっているからです。

このようにM&Aにはさまざまな法律が関係することから分かるように、その実行には関係法規に精通した専門の弁護士はもとより、会計士、税理士、投資銀行、各種コンサルタント等の助力も必要であります。またいまでもなくM&Aの当事者の経営者、株主、債権者、従業員等の会社利害関係者(ステークホルダー)の意欲と協力が必要であります。

本フォーラムには、様々な関係分野の有識者、実務専門家、企業関係者等が参加されています。ここでの活動が、学問と実務のコラボレーションによって、わが国M&Aの発展に貢献できることを期待しております。



第2回M&Aフォーラム賞  
選考委員長  
経済評論家  
香西 泰

『M&Aフォーラム賞』は今回が第2回目になりますが、昨年同様、学識経験者から学生さんにいたる幅広い分野の方々を対象に募集いたしました。

今回の賞の対象は、昨年4月から本年3月までに執筆された書籍、論文、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といたしましたが、わが国におけるM&Aに関する論議の高まりを背景に、それぞれの分野からレベルの高い実用性に優れた27作品のご応募がございました。

ご応募の内訳は、学識経験者から7作品、法律・会計事務所が3名・4作品、シンクタンク・コンサルタントが7作品、実業界から3作品、経済・金融専門家から1作品、そして社会人大学を含めた学生の方々から5作品となっております。

審査にあたりましては、①理論的・実証的な分析を行っているもの、②実用性・実務への応用可能性が高いこと、③M&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、④作品が独創性に富んでいること、⑤問題点を先取りし、その解決の糸口を論じたもの、等を主な選考基準といたしました。とりわけ今回は、日本におけるM&A活動の諸問題に真正面から言及し、啓蒙力の高い点を重視いたしました。その結果、選考委員6名の満場一致により、正賞を宮島 英明氏編著の『日本のM&A:企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』に、奨励賞を太田 洋氏の『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～』と北村 慶氏の『買収されるのも悪くない。三角合併解禁の本当の意味』の2篇に決定いたしました。また、社会人大学を含む学生さんからの作品で、表彰作品に準じた優秀な作品があれば、別途、賞を設けようということになり、小野 美和さんの『アクティビストファンドと株価効果』を選考委員特別賞といたしました。また今回、表彰作品からは漏れましたが、M&Aの普及・啓発活動において実用性、実務への応用可能性の高い優れた作品が、数多く寄せられましたことを申し添えます。

なお、受賞されました諸兄に対しましては、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数多くの皆様に誌面を借りまして、改めて御礼申し上げます。また、この『M&Aフォーラム賞』を今後も末永く皆様で育てていただき、些かなりともわが国企業の成長・発展に貢献し、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いたしております。

# ★受賞作品の評価コメント★

## ◆M&A フォーラム賞正賞『RECOF 賞』

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』



本書は独立行政法人「経済産業研究所」内で組織されたコーポレートガバナンス研究グループで、経済学、経営学、金融論の分野で M&A に関心を寄せる気鋭の研究者 20 名による研究書である。1990 年後半から増加するわが国の M&A について、M&A のブームはなぜ発生したのか、M&A はいかなる経済的役割を演じたのか、増加する M&A は企業価値の向上に寄与しているのか、寄与しているとすれば、その源泉は何か、これらについて真正面から取り組んでいる。

第一部は主として定量的分析を用いた実証研究の論文がまとめられているが、いずれも完成度の高い学術論文となっている。設定したテーマも、「外資による M&A はより高いパフォーマンスをもたらすのか」、「完全子会社化はどのようなときに行われるか」、「M&A により従業員の処遇は悪化するのか」、「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」など興味深いものが多く、日本での類似した先行研究と比較しても、独自性がある。また導出された結果も興味深く、日本企業の今後の M&A 実務へ応用できると考えられるポイントも含まれている。

第二部のケーススタディは、「グローバル競争優位の構築と移転：日本電産の M&A 戦略」、「統合フルサービス化による補完性の実現：通信部門の M&A」、「相互学習による価値の工場：自動車産業における M&A」、「大胆な事業売却：雪印の経営再建戦略」の 4 つと数は限られているが、いずれも M&A という意味では興味深い企業や事例を取り上げており、内容も詳しくまた分かりやすく、M&A の研究者だけでなく実務家にも非常に参考になると考えられる。

これらの実証分析による効果は終章の編者による総括にもまとめられているが、M&A が日本経済の資源配分効率、企業の組織効率の上昇に寄与していること、経営者の過信や、株式市場の過大評価、M&A によるステークホルダー間の信頼の破壊といった、M&A が伴うマイナスの側面はまだまだシステムティックには発生していないこと、海外企業による買収の場合、とくに買収後、被買収企業の売上げが上昇に転じ、ROA、全要素生産性のいずれの指標も改善したこと、また、買収後の効率性の改善は、買収主体が日本企業より、外国企業である場合のほうが大きいこと、さらにはアクティビスト・ファンドの活動は正の株価効果を持ち、ターゲットの財務政策に影響を与えつつあること、等々が示されている。

いずれにしても本書は、日本の M&A についての包括的な理論的・実証的研究書であり、この分野における今後のスタンダードになりうる好書である。

## ◆M&A フォーラム賞奨励賞『RECOF 奨励賞』

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 ～』

ライブドアによるニッポン放送株式の非友好的大量買付けなどをきっかけとして敵対的買収の試みが益々増加する中で、会社の経営支配権争奪の手段としてのプロキシ・ファイト (proxy fight : 委任状争奪戦) に対する関心が高まってきた。しかしながら、わが国の委任状勧誘規制に関しては、委任状争奪戦の実例が乏しいこともあって、解釈上不明な点が少なくない。

本論文は、委任状勧誘に関する法解釈上の問題点を、かなり網羅的に取り上げて、具体的な解釈論を展開するものである。取り上げられた法律問題は、「勧誘」の語義のように委任状勧誘規則の解釈が問題となる場合だけでなく、委任状勧誘と公開買付を併用する場合の問題や、違法な委任状勧誘が総会決議の取消事由となるかという会社法上の問題度も含んでいる。

委任状勧誘は、会社側によってなされるのであれ、経営陣に対抗する株主側によってなされるのであれ、近時重要性を増しているが、政令の定めは必ずしも明確でなく、解釈論の蓄積も乏しいところ、本論分は従来の研究を丁寧に踏まえ、アメリカ法にも適宜言及した上で、不明点に踏み込んで議論が展開されているため、実務的にも学術的にも価値の高い論文となっている。とりわけ、委任状勧誘に関する行為が、委任状勧誘規制の対象となる「勧誘」に該当するか否かを 6 つの具体例をあげ検討されていること、さらには経営陣に対抗する株主側が行う委任状勧誘、会社経営陣が行う委任状勧誘について、それぞれの問題点が整理され記述されており、双方にとって大変参考になる。

著者が主に会社側を代理する弁護士であることによって、ややもすると「会社寄り」の叙述に陥りがちだが、むしろ全体としては紛争予防的な見地から書かれている箇所の方が多いといえ、この点は問題ではない。また、そのような立場の弁護士だからこそ取り上げられることが少なく、かつ実際に問題となっている論点を拾い上げて論じる事が可能となっているともいえる。

このような特徴に照らせば、『M&A フォーラム賞』の審査基準にもある「実用性・実務への応用可能性が高いこと」や「問題点を先取りし (問題提起)、その解決の糸口を論じたもの」からみて十分表彰に値するものである。

## ◆M&A フォーラム賞奨励賞『RECOF 奨励賞』

### 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』

本書は M&A に関わる様々な問題をインサイダー的によく知る著者が、あえて第三者的に距離をおいて記述した好著である。

第 1 章から第 3 章までは、世界の M&A の潮流とそこでの日本の M&A 時代到来の背景とその特徴に触れている。「資本主義が生まれ、企業が経済の中心になって百数年の間に M&A は急増した時期と低調な時期を、ほぼ周期的に約 20 年間隔で繰り返しており、現在の世界の M&A の流れは史上 6 回目の波にあたる」、「世界が単一市場化するなかで、今回の日本の M&A ブームは、ひとつは少子高齢化と人口減少であり、もう一つは経済の枠組みの変化と成熟社会への移行にある。その中で企業は、企業価値向上を目指した“持続的成長”をキーワードとする本業回帰型の M&A が主流でとなっており、従来保守的であった日本企業が、積極的に M&A の買い手として登場している」、「その中で、M&A 取引に投資ファンド、銀行、インベストメント・バンクや証券会社、コンサルティング・ファーム、弁護士、会計士、ブティック型の仲介業者、そしてヘッジファンドなど多くのプレーヤーが収益機会(儲けの源泉)をみつけて参入している」とし、そこには、企業価値の算定には絶対無二の正解は存在せず、そこにそれぞれのプレーヤーの収益機会(儲けの源泉)があることを例をあげて説明している。

第 4 章、第 5 章は M&A と投資・融資が融合する中で、M&A 取引の過程で発生する様々な仕組みとそれぞれのプレーヤーがどのように収益をあげているか、が具体的事例や計算を用いて明らかにされている。

そして第 6 章では、M&A 取引において日本が経済的鎖国とも言える路線をとった場合、日本が無視され、相手にされなくなる。ここには“イギリス人”の知恵があり、ルールとインフラを整え、誰もがプレーしやすい芝生(環境)を整えれば、世界中からいいプレーヤーが集まり、延いては雇用も税収も確保され、政治的・経済的地位も確保されるとしている。

M&A という総合的経済行為を経営者の立場、そこで働く人々の立場、投資家の立場、投資銀行やコンサルタントの立場など多角的な視点から捉えている点はユニークであり、確かにこのように複眼的に捉えないと M&A を立体的には理解できない。専門的、テクニカルな問題をその中味を歪曲せずにわかりやすく、かつ高度に解説している力は啓蒙書としても社会科学書としても秀逸した作品と言える。

## ◆M&A フォーラム賞選考委員特別賞『RECOF 特別賞』

### 小野 美和 『アクティビストファンドと株価効果』

本稿は論文というよりはむしろ、アクティビストならびにアクティビストファンドに関する実態調査に近い。

序論の部分で、アクティビストファンドが台頭してくる背景となる企業経営と株主を中心とするステークホルダーとの関係に触れ、その中で株主提案がいかなる方法で増加してきたかを整理し解説している。そして第 3 節では、日本において外国人投資家が増えてきた理由とその主体が機関投資家によるファンドであること、さらには投資ファンドの中でのアクティビストファンドの位置づけ(他のファンドとの違い)を企業の成長ステージにも絡め示している。次に、先行してきた米国におけるアクティビストファンドの経緯と日本におけるアクティビストファンドの特徴を大量保有報告書からみているが、いずれも分かりやすくコンパクトに整理されている。

第 5 節ではこれらを前提に日本で活動するアクティビストファンドの事例(ファンド別の活動内容)を取り上げているが、経営者側とファンド側との確執とファンドの行動様式が明らかにされている。そして第 6 節では、分析対象としたファンドの保有目的を大量保有報告書からみており、投資先の特徴を解明している。以上のファンド調査に関しては現時点で可能な範囲での労作と言えるが、すべて外部情報に頼っており、欲を言えば、アンケートやインタビューによる一次情報が取得できていれば、より意義のある実態研究になったものと思われる。

第 7 節の株価効果の分析においては、この分野の先行研究者である井上光太郎氏(慶應ビジネススクール准教授)の先行研究を踏まえつつ、分析時期の違いや環境変化(新たなファンドの登場によるサンプルの拡大、大量保有報告書制度の改正における「重要提案行為」等の記載)を生かし、新たな実証結果(アクティビストファンドの提案行為による株価のプラス効果)を抽出することに成功している。ただ、そのプラス効果が、投資家の提案効果か、割安株発掘効果であるかという、井上氏が提起した課題に関する分析については、筆者自身が「今後の研究課題」としているように、前提条件やサンプル数などからみて、若干弱い結論であることは否めない。しかしながら、先行研究の課題に、新しい視点からの分析を試みている点は高く評価できる。

全体として、実証研究としては、幾分課題は残るものの、アクティビストファンドの調査として十分価値ある作品と考え、選考委員特別賞とした。

## 受賞の皆様の言葉

### 宮島 英昭 氏 (早稲田大学商学学術院 教授)

今回、私が編集した『日本のM&A』(東洋経済新報社、2007年7月)がM&Aフォーラム賞を受賞し、非常に光栄に思っております。執筆に加わって頂いた方々、また、研究をサポートして下さいましたRIETIの関係者の方々とも喜びを分かち合いたく存じます。また、本書の分析は、レコフのM&Aデータ系列に支えられおり、ご協力頂いた皆様にお礼申し上げます。本書は、12の論文、総勢20人の執筆者からなるため、各章の形式、難易度を均質とすることに苦労しました。また、M&Aは進行中の現象なので、いつまでのデータで分析するべきか、また、どれくらい踏み込んだ評価を下すかといった点にも熟慮したことが思い出されます。日本のM&Aについて、可能な限り整理された全体像を描いてみたいというのが編集にあたっての私の狙いであり、そのために、定量分析とケース分析を組み合わせ、国内第一線の研究者に執筆をお願いし、また、序章と終章では、日本のM&Aの歴史や国際比較の分析を加えました。そうした試みがこのように高く評価されたことを大変うれしく思っております。今後も、執筆者一同、本書の分析を出発点に、残された問題、近年発生したM&Aに関連する 이슈について、さらに実証分析を深めていきたいと存じます。

### 太田 洋 氏 (西村あさひ法律事務所 パートナー 弁護士)

この度は栄えある「第2回M&Aフォーラム賞奨励賞」を頂けることになり、本当に嬉しく、また光栄に思っております。小生が受賞対象となった本論文の基礎となった委任状争奪戦に関する諸問題についての報告を証券取引法研究会(当時)で行わせて頂いた平成17年当時は、我が国でここまで早く上場会社での委任状争奪戦が珍しいことではなくなるとは想像もつきませんでした。この数年の実務の進展には本当に眼を瞠る思いです。この度の受賞は、証券取引法研究会(現・金融商品取引法研究会)における諸先生方のご指導の賜物に他なりません。今後も実務と学界とをつなぐ立場で我が国のM&A実務の発展に微力ながらも貢献できればと思いを新たに致しております。

### 北村 慶 氏 (大手グローバル金融機関勤務・作家)

一介の金融マンである私の著書が奨励賞に選ばれたことを大変光栄に思います。零細企業の事業承継案件をはじめとして、ファンドによる買収あるいは大企業同士の合併等、さまざまなM&Aに関わって参りましたが、企業を円滑に引き継ぐことや、売り手・買い手双方にとってwin-winとなる案件を成約させることの難しさとその意義を感じながら仕事を参りました。本書は、多くのプロとの協業経験をベースに、M&Aの多様性と素晴らしさを伝えようと執筆したものです。人口減少時代の経済活性化のためには、M&Aは益々重要になります。レコフ様のご支援によるこのフォーラム賞が一層発展することを期待するものです。このたびは誠にありがとうございました。

### 小野 美和 氏 (立教大学 大学院ビジネスデザイン研究科ビジネスデザイン専攻 博士課程 前期課程修士)

この度は特別賞を頂きまして誠にありがとうございました。論文執筆にあたり暖かくご指導下さいました立教大学の亀川雅人教授、諸先生方に心から感謝いたします。今回の研究を行うきっかけは、アクティビストファンドに対する世間の風潮と、実際にファンドが市場に与えるプレzensとの間にギャップを感じており、ファンドが市場に与える影響を客観的に分析する必要があると考えたからです。今後も実務を通じて感じたことを客観的に分析できるよう、引き続き研究を続けてまいりたいと思います。このような機会を下さいましたM&Aフォーラムの皆様方、選考委員の先生方に厚く御礼を申し上げます。今後ともご指導のほどよろしくお願い申し上げます。

※2007年度(第2回)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年度からM&Aフォーラム賞を創設いたしました。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)、ならびに大学院、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。

#### 3. 応募の方法など

##### (1) テーマと条件

◆M&Aについての社会的観点からの著書、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2007年4月から2008年3月までに執筆された著書、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。

##### (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2008年3月31日までとし、当日の消印も有効といたします。

◆入選者には2008年6月末を目途に本人宛に通知いたします。

◆賞の贈呈は2008年7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で審査を行います。

◆2006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 (経済評論家)  
◇選考委員 今井 光氏 (㈱レコフ代表取締役社長)  
(五十音順) 大杉 謙一氏 (中央大学法科大学院教授)  
富山 和彦氏 (㈱経営共創基盤代表取締役)  
西山 茂氏 (早稲田大学ビジネススクール教授)  
深尾 京司氏 (一橋大学経済研究所教授)

##### (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](mailto:info@maforum.jp)

