

# 第9回M&Aフォーラム賞「RECOF賞」

平成 27 年 9 月 30 日

(敬称略、所属は応募時点)

## ✎ M&Aフォーラム賞正賞 『RECOF賞』

1 篇  
〔副賞 50 万円〕

📖【書籍】『海外企業買収 失敗の本質 戦略的アプローチ』  
東洋経済新報社 刊

著 松本 茂 SCS Global 取締役 マネージングディレクター  
同志社大学大学院ビジネス研究科 准教授



## ✎ M&Aフォーラム賞奨励賞『RECOF奨励賞』

1 篇  
〔副賞 10 万円〕

📖【書籍】『買収ファイナンスの法務』

中央経済社 刊

編著 大久保 涼 長島・大野・常松法律事務所 弁護士

著 鈴木 健太郎 柴田・鈴木・中田法律事務所 弁護士

宮崎 隆 長島・大野・常松法律事務所 弁護士

服部 紘美 長島・大野・常松法律事務所 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】『株式買収価格決定における市場株価を参照した  
「シナジー分配価格」を無裁定価格で補正するた  
めの数理分析』

『ソフトロー研究』(東京大学大学院法学政治学研究  
科ビジネスロー・比較法政研究センター 編集・発行)  
第 24 号 所収

著 石塚 明人 青山学院大学 大学院法学研究科 博士後期課程3年



## 【ご挨拶】

おちあい せいいち  
落合 誠一

M&Aフォーラム 会長  
東京大学 名誉教授



日本経済の回復を背景に、日本企業のM&Aが増加・拡大傾向にあります。組織再編や事業拡大を目的とした国内企業同士のM&A(IN-IN)は、大手企業だけでなく、中小企業も巻き込んで展開されています。

また、グローバル競争を勝ち抜くために、欧米に加え、新興諸国のマーケットを目標とした海外企業を買収するクロスボーダーM&A(IN-OUT)は過去最高のペースで増加し、金額も大型化しています。この先もM&Aマーケットの更なる活発化・活性化が見込まれています。

私どもM&Aフォーラムは、2005年、内閣府経済社会総合研究所のM&A研究会でその設立が提唱され、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た民間ベースのフォーラムです。

M&Aフォーラムの設立の目的は、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考えに基づき、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に精通した人材を育成することを目的として、地道な活動を続けております。

私どもの活動は、二つの柱から成り立っています。その一つの柱は、M&A人材育成のための「M&A人材育成塾」と称する研修事業です。講師にはM&A業界の第一人者の方々をお願いしており、2006年から今日までに開催された講座数は30講座、ご活用された企業数は延べ600社を超えており、受講者は、計1,000名近い方々のご参加を頂いています。中でも2009年からスタートした『M&A実践実務講座』はこの6月に開催した講座で20回を数えます。5つのプログラムからなる講義は、基礎から実践までM&A実務の要点とともに、事例やトピックも取り入れており、M&Aの初期研修に最適とご好評を頂いています。週2回、2週間あまりと短期集中的に総合的なM&Aが学べることもあり、首都圏のみならず、地方からのご参加も頂戴する中心的な講座となっています。

もう一つの柱は、今回で9回目を迎えた、M&Aフォーラム賞という顕彰制度です。わが国のM&Aの普及啓発に資する優れた書籍、研究論文に対して表彰する制度であり、レコフさんの全面的なご支援を得て毎年実施しております。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ふ側面があります。

作品審査は選考委員会で行われ、選考委員長には、第5回から日本経済研究センターの岩田一政理事長をお願いしており、毎回懇切なるご講評を頂いております。今回も、これまでと同様、いずれも大変レベルの高い作品の応募を頂き、特に受賞作品は、いずれも甲乙つけがたく、今回も選考委員の先生方を悩ませたと聞いております。

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は、この場を借りて厚く御礼申し上げます。

M&Aフォーラムは、設立から間もなく10年の歳月が経過しようとしています。この間、リーマン・ショックや新興諸国の成長など世界経済を取り巻く環境は大きく揺れ動き、日本企業も少なからず影響を受けましたが、一方で、M&Aは、再編や海外進出など経営戦略の一つとして日本企業に根付き、また、M&Aの活用を通して、日本企業も幾多の経験も重ねてきています。

私どもM&Aフォーラムは、今後も着実に実績を積み上げてまいりますので、皆様には、本フォーラムの趣旨をご理解賜り、より一層のご支援の程お願い致します。

第9回目の「M&A フォーラム賞」には、11の作品の応募があり、法律、経営、経済、金融、M&A実務などM&Aに関わる様々な分野・問題を取り上げた書籍・論文が提出されました。

最終選考となる2次審査では、M&Aの成功・失敗、買収ファイナンス、企業価値評価、M&Aにおける「シナジー分配価格」、組織再編に関連した租税回避行動に対する税務否認など、多様なテーマについてまとめられた秀作の中での評価となりました。いずれの作品も甲乙つけがたい力作であり、また、異なる分野の優れた業績を比較することは、容易ではありませんでした。



松本茂著『海外企業買収 失敗の本質 戦略的アプローチ』は、過去に実施された日本企業によるM&Aは、成功例よりも失敗例が多く、何故、失敗例が多かったのか、その原因を掘り下げて検討した著作です。1985年から2001年にかけて実施された116件のM&Aのうち、売却・撤退に至ったM&Aは51件、金額は2.8兆円とされています。他方で、本書が明確に成功したとしている例は9件に過ぎません。本書では、失敗例を検討し、3つの教訓を引き出しています。まず、第一に、海外M&Aの通説に踊らされていないか、第二に、短期的な業績や株価効果に固執していないか、第三に、事業領域の修正を躊躇していないか、という3点に留意すべきだと主張しています。

M&Aの成否を握るのは、企業がどの程度、短期的な収益拡大にとらわれることなく、中長期の視点にたつて利益成長実現に向けて努力を継続しているかにかかっていることを説得的に論じています。また、デュー・ディリジェンスやポスト・マージャー・インテグレーションは失敗しないための必要条件に過ぎないこと、ローカルチャンピオンになる見込みのないディールは見送ること、現地マネジメント任せにせず経営者自身が責任をもって、10年の時間軸で事業を管理すること、また、IBMの例に見られるように、規模拡大を目指すことなく、事業領域を常に修正することが求められると指摘しています。

読みやすく、かつ失敗の本質が要領よくまとめられていて、日本企業により実施されたM&Aが、実際にどの位成功したのか実証的に明らかにしています。また、失敗した例について、失敗の原因がどこにあったかを具体的に究明した書はこれまでありませんでした。これまでのM&Aに関する業績のなかで、空白となっていた部分を埋めた業績を高く評価するところです。

審査委員の満場一致で、『海外企業買収 失敗の本質 戦略的アプローチ』をM&Aフォーラム賞の正賞とすることで決定しました。

大久保涼編著『買収ファイナンスの法務』は、買収ファイナンスの実務を要領よく整理し、かゆいところに手が届くように解説している実務書で、本書1冊をよく読めば、日本における買収ファイナンスの概要と現状を知ることが出来ます。シンジケーション、シニアローン、メザニン投資(劣後ローン、優先株式、新株予約権)、担保、保障といった基礎的な事項からクロスボーダーの買収ファイナンスを巡る問題までをカバーしています。

本書を読みながら、第6回M&Aフォーラム賞正賞受賞作品『ステークホルダー 小説事業 再生への途』で叙述されたアメリカの実情を思い出し、日本も法務の上でも、次第にアメリカの水準にキャッチアップしつつあることを実感できました。

審査委員の満場一致で、『買収ファイナンスの法務』をM&Aフォーラム賞の奨励賞を授与することで決定しました。

(次ページに続く)

次に、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、授賞の議論・検討を行いました。石塚明人著『株式買収価格決定における市場株価を参照した「シナジー分配価格」を無裁定取引価格で補正するための数理分析』を全会一致で授与の決定をしました。

本論文は、M&Aにおける「シナジー分配価格」を結合比率に関する無裁定取引価格の概念で補正すべきであると主張しています。本論文では、テクモ・コーエー社の合併に関する判決例に無裁定価格の概念を適用し、具体的に計算例を示し、シナジー価格を補正する必要があることを丁寧に論証しています。現実の市場株価比率は、裁定取引が可能であった場合と比べて、2標準偏差を超える乖離が観察されることに鑑み、シナジー分配価格を補正すべきだと論じています。現実の合併事例においては、シナジー分配価格よりも、適切なシナジー分配のあり方が問われることが多いとしても、テクモ・コーエーと類似した合併の場合には、適用が可能であると考えられます。日本においては、アメリカと比べて「法と経済学」の分野が未発達であり、その意味で、本論文は、貴重な試みといえます。商法とファイナンス理論の架け橋となる本論文を評価したいと考えます。

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

砂川信幸著『はじめての企業価値評価』は、企業価値の評価方法について、簡潔にかつ要領よくまとめた入門書です。資本コスト、レバレッジ、マルチプル法、エンタープライズDCF法など解説が丁寧に行なわれ、とりわけ、クロスボーダーの企業価値評価について説明が分かりやすい叙述になっていることは評価できます。他方で、M&Aについてはシナジー効果を取り上げていますが、ボリューム的には物足りなさが残り、M&Aフォーラム賞の対象にはなりにくいことが惜しまれます。

太田洋編著『企業取引と税務否認の実務』は、企業の組織再編に関連した租税回避行動に対する税務否認を包括的に論じた本格的な研究書です。租税回避行為の否認に関する法人税 132 条を中心として、ヤフー・IDCF事件、パチンコチェーン事件、IBM事件など具体的な事例の解説のみならず判決例に関し詳細な解釈を行なっています。

本書の構成をみると第一部、第二部の冒頭の2章は、ヤフー・IDCF事件を扱った論文を基にしています。ヤフー・IDCF事件は、ソフトバンクの完全子会社IDCS社のIDCF社への新設分割とヤフーへの当該会社株式の株式譲渡と吸収合併がからんだ事例です。企業は、組織再編をM&Aを含めて実施しており、その過程で発生する租税回避行動が税務否認される可能性があること、またその否認理由が、「経済合理性に基くものとなっているか」を批判的に検討しています。判決理由のいかんによっては、M&A活動を停滞させるリスクが生ずることになります。また、ゼンショー＝カップ・クリエイト事件では、ToSTNeT-3 取引を利用した自己株式取得は、資本業務提携解消に伴うタックスプランニングを税務当局が、見なし配当規定は適用されないとして否認した事例です。この意味でM&A活動に携わる実務家にとって、買収ファイナンスの著作と同様に税務上の重要な指針を与えてくれる著作と言えます。残念ながら、本書は、M&A活動そのものに焦点を合わせたものではなく、受賞の対象とはなりませんでした。

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「M&Aフォーラム賞」ですが、回を重ね、本年は第9回の表彰式を行うこととなりました。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が、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、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。

第9回M&Aフォーラム賞は、平成 26 年(2014 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を対象としております。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。

M&Aマーケットは、企業業績の改善を背景に、件数・金額ともに増勢にあり、特に事業強化・拡大や業界再編の動きを背景に、業種を問わず、また、多彩な地域を対象とした海外企業の大型買収も相次いでいます。また、国内では、5月に改正会社法が施行、6月にはコーポレート・ガバナンス・コードの適用導入が始まり、グループ企業再編の動きも始まっています。

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11作品で、書籍が5作品、学術論文が6作品という内訳でした。

M&A実務に関わる作品が8作品と最も多く、分野で見ると、法律、企業経営・事業戦略、税務・会計、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ほか、法律と経済学の両方の視点で分析を試みた作品もあり、また、新しい分野では、M&Aと組織心理をとりあげた学術論文もありました。

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が、今回の特徴をあげると、日本企業の海外企業買収が増勢にある中、クロスボーダーM&A(IN-OUT)を題材に取り上げた作品が目立っています。国内マーケットの縮小とグローバル競争での勝ち残りを目指し、M&Aにより海外進出を図る日本企業に対して示唆に富んだ作品を見て取ることができます。

次に、応募された方のプロフィールでみると、研究者の方から4作品、法律等専門家の方が4作品、事業会社等民間の方から3作品でした。また、社会人を含む学生の方からの応募は3作品となっております。

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。

審査・選考にあたりましては、過去8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、これまでと同じく、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。はじめに、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。その結果をもとに、評価の高かった5作品を受賞候補として絞り、改めて委員全員で二次審査の評価を行いました。第2回の委員会で、この5作品について討議を行った結果、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。

# ★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』

📖 『海外企業買収 失敗の本質 戦略的アプローチ』

(東洋経済新報社 刊)

【著】 <sup>まつもと</sup>松本 <sup>しげる</sup>茂 SCS Global 取締役 マネージングディレクター  
同志社大学大学院ビジネス研究科 准教授

### \*\*作品の要約(著者提出)\*\*

日本企業は、なぜ海外企業買収で失敗を繰り返すのか、そして、どうすれば成功できるのか、これが本書のテーマである。

日本企業は買収を慎重に検討するので、成立にこぎつけた案件は入念に調査し、納得いくまで交渉したディールである。しかし、万全を期したはずのディールで、買収後の経営に躓く企業が後を絶たない。実際に、買収から10年以上経た海外企業買収全116件(100億円以上)の現況を調べると、半数近い51件がすでに撤退や売却していた。この失敗案件の買収総額は2兆8000億円に上る。買収後に投入した経営資源も考慮すると、失敗の代償はあまりに大きい。

なぜ、うまくいかないのだろうか。欧米の先行研究などから成否要因に関する仮説を抽出し、失敗51件と買収後に利益成長を実現した(\*)成功9件を合わせた60案件への該当を調べ、統計的検定を加えた(\* 買収から4年目以降、対象事業及び所在地セグメント両方で最高益更新率50%以上を実現した案件)。

その結果、買収時における「対象事業における規模の優位性」、買収後の「買収時社長の買収から10年以上経営執行」、そして「対象事業領域、地域での追加買収実行」が成否に影響を与えており、この3つを「合わせ技」として繰り返せなかったところに失敗の原因があった。先行研究では、事業関連性を成否要因として指摘する分析も多いが、今回、失敗51件中33件で事業関連性が存在したことから有意な関係は見られなかった。相手の事業をよく知っているだけでは成功しないようだ。

更に失敗事例を考察すると、「時間を買う」「世界市場占有率拡大」「相乗効果」「現地有能人材獲得」といった定番の利点が、実は、買収後にあだとなったケースも多く見られた。買収直後に業界を不況が襲うと占有率拡大が余剰人員、設備を生む。登用した現地経営陣が早々に退任、対象会社のリストラに追われて、とても相乗効果や、時間を買うどころではなくなる。利点は「罨」と隣り合わせで、この罨から抜け出せないと、戦略的な狙いが実現しないだけでなく、損失に苦しむことになる。

一方、数は少ないが、クラレや住友電工など、海外で買収を重ねて、加速度的な利益成長を実現した企業もあった。こうした成長企業に共通するのは、長期戦を構えて、現地で勝つことを最優先とし、買収で事業を紡ぎながら、自社事業領域の修正を躊躇しなかったことである。海外のM&A成功企業である米国IBMは、10年間に300億ドルを投じ、130のソフトウェア事業の買収を行う一方で、コモディティとなったPCやHDD事業と決別、営業利益を3倍、営業利益率は8%から19%にした。

デューデリジェンスや契約交渉など、買収のプロセスや実務に慣れた日本企業は増えた。しかし、それらは失敗しないための作業であって、買収時の専門知識に長けるだけでは成功は覚束ない。これまでの帰趨から成功への教訓とすべきは、買収時に、海外M&Aの通説に踊らされず、10年の時間軸で買収後の戦略を思考すること、そして買収後には、現地の環境に適応し、事業の垂直、水平への伸張を躊躇わないことである。

## \*\*選考委員会コメント\*\*

日本企業の過去のクロスボーダーM&Aについて、その失敗及び成功の理由を分析し、日本企業がクロスボーダーM&Aを成功させるための方向性をまとめた書籍であり、学術的な調査研究をもとにしながらも、読みやすい実務書的な書籍としてまとめている。

評価できる点の1つ目は、買収から10年以上経過している、1985年から2001年までに行われた100億円以上のディール116件をもとに、一定の基準で成功ディールと失敗ディールとに選別し、それぞれの事例を丁寧に分析しながら興味深い結論を導き出していることである。具体的には、失敗しないためのポイントとして、規模の優位性、10年の長期経営執行、追加買収の合わせ技を導き出している。また、成功に向けてなすべきこととして、デューデリジエンスは成功を約束しないとすうえで、主戦場の場所(まずは現地)、事業領域(現地の環境に適応し、柔軟に修正する)、時間軸(10年の長期で、持続的な利益成長を重視)という具体的な3つの点に関する提言をおこなっている。さらに、教訓として、利益成長の可能性で買収を評価する、10年の時間軸で買収後の戦略を思考する、現地で事業を紡ぐ・1つ買収したら1つ捨てる、といった点を提言している。これらは、クロスボーダーM&Aを行う日本企業への大きな示唆になると考えられる。

2つ目は、失敗ディールについても、一定の基準で失敗事例を一定数取り上げ、失敗と明示した上で、買収時の着想、経営者、買収後の経営と難所(チャレンジ)、帰趨といった4つの点から、丁寧にまとめている点である。一般に、成功事例について解説は数多く提示されているが、失敗事例を詳しくまとめ、それから示唆を得ようという文献はあまり多くはない。その点から、高い評価をすることができる。

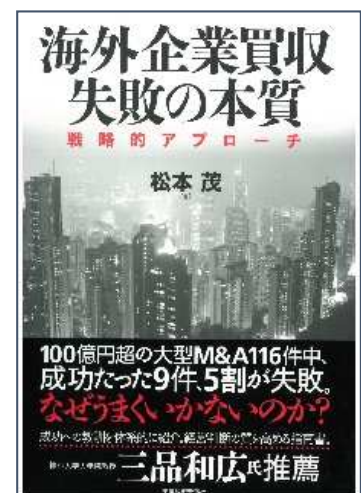
3つ目は、学術的にしっかりとしたアプローチをもとにしていながら、非常にわかりやすい、また読みやすい本となっていることである。これは、著者の文章力、全体構成の良さ、具体的な事例や事実をふんだんに入れ込んだことなどの結果だと考えられるが、啓蒙的な意味で高く評価できる。

4つ目は、成功ディール、失敗ディールをはじめ事例が数多く取り上げられている点である。これによって、読者にとって示唆を得る点が多くなり、また読みやすくなることにもつながっている。なかでも、日本企業が参考とすべき成功事例として取り上げているIBMについての解説は、多くのM&A関係者にとって非常に参考になると考える。

本書については、課題と考えられる点はあまりない。ただ、あえて挙げるとすると、失敗・成功の選別の基準について若干の議論の余地があるかもしれないという点と、サンプルが2001年までとなっており、若干古いということであろうか。ただ、前者については、著者がかなり客観的かつ論理的に考えて設定しているため、基準としては違和感はなく、また後者についても結果が出ているという意味で、10年以上経過している、という条件からやむを得ない面もある。また、後者については、今後、より最近の事例をもとにした調査研究に期待したい、ということでもある。

上記のように、本書は学術的なアプローチに基づいた日本のクロスボーダーM&Aについての分かりやすく、また読みやすく、さらに示唆に富んでいる書籍として非常に高く評価できる。なお、最終的な結論は、M&Aを成功させるためには、戦略と買収後の経営がキーである、と解釈したが、そうであれば、M&Aを特別なものと考えず、1つの事業投資の手法として、正攻法で取り組んでいくことが重要であることを示唆している、という意味で本書の意義は大きいといえる。

大企業のM&A担当者にとって気づきの多い書物であるとともに、日本企業の海外M&Aの失敗の原因の多くが日本的な企業観(企業を経営者・従業員のモノ/共同体として把握しがちである点)を気付かせてくれる点でも良書であると思う。



## ◆M&Aフォーラム賞 奨励賞『RECOF 奨励賞』

📖 『買収ファイナンスの法務』 (中央経済社 刊)

【編著】	大久保 涼	長島・大野・常松法律事務所	パートナー 弁護士
【著】	鈴木 健太郎	柴田・鈴木・中田法律事務所	パートナー 弁護士
	宮崎 隆	長島・大野・常松法律事務所	パートナー 弁護士
	服部 紘実	長島・大野・常松法律事務所	アソシエイト 弁護士

### \*\*作品の要約(著者提出)\*\*

本書は、M&Aとファイナンスの交錯する分野であることからM&A案件に関わっている者にとっても、ファイナンス案件に関わっている者にとっても複雑な「応用編」である買収ファイナンスについて、買収ファイナンスに関わる実務担当者、法務担当者、更には法曹関係者のために、これを基礎から俯瞰しつつ、実務の背景となっている理論や基本的な考え方を解説することを試みたものです。

本書は、まず買収ファイナンスを利用して買収を行う主体であるバイアウト・ファンドの仕組み、買収ファイナンスが利用されるレバレッジド・バイアウト取引にいう「レバレッジ」の意味、買収ファイナンスの基本的なストラクチャーと特徴等について概説することにより、買収ファイナンスの全体像を明らかにします。

次に、買収ファイナンスを理解する前提として、買収(M&A)のプロセスを、非上場会社の株式譲渡と上場会社の株式公開買付けの2つのストラクチャーに分けて説明します。その上で、買収ファイナンスのプロセスにこれらのストラクチャーの違いが与える影響を意識しつつ、買収の初期的検討段階から買収ファイナンスの実行に至るまでのプロセスを概観します。また、買収ファイナンスにおいては複数の貸付人により構成されるシンジケート団と借入人の間でローン取引が行われることが多いため、シンジケート団を組成するための一連の作業・流れ(シンジケーション)についても説明を行っています。更に、買収ファイナンスは、その実行後完済を待たずに、リファイナンス等に発展することも珍しくないことから、これらの取引に関しても説明を行っています。

そして、買収ファイナンスの中心をなすシニアローンに関し、前提条件、表明保証、コベナンツ(誓約事項)、期限の利益喪失事由等のローン契約の各規定について、当該規定が置かれる理由や各規定相互の関係等を明らかにするとともに、各規定の内容を具体的に説明しています。

また、買収ファイナンスにおいてはシニアローンに加えてメザニン投資が利用されることもあることから、メザニン投資の意味やこれを受けるメリット・デメリット、メザニン投資の主な手法である劣後ローンの貸付けと優先株式の引受けの比較、劣後ローン及び優先株式の引受けのそれぞれにおいて必要となる各種契約の概要、並びにメザニン投資とともに発行されることのある新株予約権及びそれに関連する契約の概要について説明しています。

さらに、本書では、買収ファイナンスの重要な特徴の一つである「全資産担保の原則」を実現するための担保・保証に関する法制度についても概説しています。特に、わが国では担保対象資産に応じて担保設定方法が異なることから、担保対象資産の類型に応じた法的論点や実務上留意すべき点を個別に取り上げています。

最後に応用編として、近年増加しているクロスボーダーの買収ファイナンスにおいて問題となる法律上(買収ファイナンス案件で問題となる外国法上の規制、関連契約の準拠法、国内担保の設定方法等)及び実務上(ローカル・カウンセルの起用、ドキュメンテーション、クロージング等)の諸論点についても紹介しています。



## \*\*選考委員会コメント\*\*

本書は、ファイナンス(LBO)を見込んで組成される(友好的)企業買収の仕組みを、「なぜそうなっているのか」「どのような選択肢があるのか」を中心に、契約実務を解説するものである。

読者層として、大規模なM&Aに取り組む当事者ということでは、大手法律事務所(の若手)、会計士等、投資銀行パーソン、一部の大手企業の財務・法務パーソンということで、読者層が限られるのではないかとも思われたが、買収ファイナンスには未解決の法律問題がいくつか存在し、本書によって買収ファイナンスの全体像とその背後にある経済的合理性を概観できるということは、法律問題が法廷に持ち込まれた時の裁判官の判断の助けになるように思われるため、存在価値のある1冊であると思われる。

内容の新規性については、法務面に着目すると、一定の新規性が認められる。また、内容の分かりやすさ等でみると、全体としては、用語・仕組み・経済的合理性が丁寧に説明されているので、高く評価できる。ただし、一部用語の説明の分かりにくさや質権と譲渡担保の優劣を論じる叙述が整合していない箇所は改善の余地がある。

本書で紹介されているような詳細な契約書の作成は、英米であれば元より違和感はなく、企業買収に関して1980年代に発展したものと思われるが、それがわが国でも1990年代から徐々に一般化し、このように高いレベルで普及し、同時に担保の実務・法務が発展したことは、かつての状況を少しばかり耳にすることのある者にとって感慨深いものがある。コラムで掲載されているが、実務の変遷が記録に残されることは、法律家として貴重なことであると感じる。本書のように、契約実務を一覧できることは最新の契約実務を理解する上でも大変にありがたいと言える。そして、法律研究者が民法や会社法の解釈論・立法論を考える上で貴重なヒントが本書には多く含まれている。かつてであれば、弱者保護＝パターンリスティックな議論に一定の合理性があったが、現在では、なるべく実務の工夫を阻害しない解釈や立法が求められていることを、本書によって痛感する。巻末の索引もよく、関係者にとって読みやすく使いやすい良書であると思う。

なお、10年前に出された『新金融実務手引きシリーズ M&Aファイナンス』(金融財政事情研究会 2006)が比較される。マーケットの実態などはこちらの方が詳しいところもある優れた本であるが、10年前の法律・実務に基づいている。それを更新する意義もあり、このテーマで10年ぶりに出た良書と言える。



## ◆M&Aフォーラム賞 選考委員会特別賞『RECOF 特別賞』

📖 『株式買取価格決定における市場株価を参照した「シナジー分配価格」を無裁定価格で補正するための数理分析』  
『ソフトロー研究』(東京大学大学院法学政治学研究科ビジネスロー・比較法政研究センター 編集・発行)第24号 所収

【著】 <sup>いしづか あきひと</sup>石塚 明人(青山学院大学 法学研究科 博士後期課程3年)

### \*\*作品の要約(著者提出)\*\*

会社法の組織再編に関連した株式買取価格決定申立事件における「公正な価格」(会社法 785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 項)には、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の二つあるのが判例と通説になっている。テクモ事件最高裁決定は、「株式移転計画に定められた株式移転比率が公正なものと認められる場合には、株式移転比率が公表された後における市場株価は、特段の事情がない限り、公正な株式移転比率により株式移転がされることを織り込んだ上で形成されている」と判示している。これは市場の情報効率性を前提にして、「公正な株式移転比率」が市場株価に織り込まれることによって、シナジー適正分配の結果が市場株価に織り込まれたと推定している。

しかし、実際観察される株式買取請求日における両当事会社の市場株価(VWAP)の比率(0.854)からは、裁判所が公正であると認定した株式移転比率の数値(0.9)が織り込みきれていない。これは公正な株式移転比率を前提としたシナジー分配が市場株価に対して適正に反映しきれていないことになる。少なくとも最高裁が公正であるとした株式移転比率を担保するのであれば、市場株価をそのまま採用するのではなく、株式移転比率(統合比率)と市場株価を補正した後の株価比率が同一、すなわち一物一価になるような株価補正を行う必要がある。

市場株価を補正して「ナカリセバ価格」を算出するために「回帰分析的手法」が学説で主張され、裁判でも採用された事例がある。今のところ「シナジー分配価格」のための株価補正に関して学説の議論は見当たらないが、本稿ではそのための数理手法の一つとして、「無裁定価格補正」を提案する。これは、ファイナンス理論における無裁定価格を効率性の基準とし、かつパラメータ推定などの統計的推論が必要とされず簡便に計算できる数理手法である。しかし、この手法がはたして法律学的な観点で公正かどうかについての議論については今後の検討課題ではある。

「シナジー分配価格」に無裁定価格補正を組み合わせることによって、少なくとも裁判所から公正と判断された統合比率という情報が、補正株価の比率には織り込まれる。そのような予測可能性の下で、市場株価が形成されるのであれば、株式買取請求権制度(あるいは「追加請求権制度」)には市場の情報効率性を向上させる機能を持つ可能性がある。さらに、会社法における法制度や法形成と資本市場との関係でいえば、可能な限り市場の価格形成を歪めない、少なくとも裁定機会(フリーランチ)を生み出さないような法形成が必要であると思われる。

## \*\*選考委員会コメント\*\*

会社法の分野である組織再編に関連した株式買取価格決定における「公正な価格」という法律的なテーマについて、ファイナンス理論なども援用しながら検討した学術論文である。

論文の論旨に関連する、判例、学説、また効率性市場仮説などのさまざまな理論が丁寧にまとめられており、また、全体の構成、引用、注をはじめ、学術論文としての体裁がしっかりと整えられている。また、単に論理的な説明だけではなく、テクモとコーエーの事例をもとに、具体的な数字を使って、提案している「無裁定価格補正」について解説し、この事例によって、主張が分かりやすくなっている。

法律論文として見る限り、推論に特に問題点といえる点はない。また、ファイナンス理論については、特段新しい視点を加えているわけではない印象だが、それを適切に活用はしていると考えられる。

ファイナンス理論と商法学界のこれまでの議論の両方を十分に消化して、その発展として新たな議論を提起した点は高く評価してよいと思う。商法学の側からファイナンス理論の利用可能性の最先端の問題に切り込もうとした本稿の意欲と成果は高く評価すべきであると信じる。

これまで株価を使って裁判所が株価算定を行う際の方法の議論は、「ナカリセバ価格」に集中しており、シナジー分配価格についての議論には新規性があり、また、無裁定価格を用いるアイデアは独創性に富んでいる。

他方、組織再編における裁判所の価格決定の場面で、常にこの方法を用いることができるわけではないことについては、本稿も自認している。本稿のアプローチは有力ではあるが、1つの手法に過ぎないことも踏まえておかなければならない。

すなわち、上場会社のM&A(株価が利用可能である)で、かつシナジー分配価格が裁判所で争われる事案は、その多くはMBOや親会社による完全子会社化(非公開会社化)取引である。MBOの場合には、買取者は非上場のピークルであり、その株価が得られないために、本稿のアプローチは使用できない。完全子会社化取引の場合には、親会社も上場している場合が少なくないが、当事会社間に支配・従属関係があるため、裁判所にとっては当事会社間で設定された組織再編対価の公正さが重大関心事である。単純化すれば、問題は、「株式をどう評価するか」ではなく、「適切なシナジー分配はいくらか」という形で生じるため、やはり本稿のアプローチが登場する場面はあまりなさそうである。

また、特段大きな課題ではないが、無裁定価格補正の統合比率との乖離を補正するという大きな意味での本稿の趣旨は理解できる。一方で、市場での株価評価はいろいろな要素の影響を受ける可能性があり、また市場の効率性についてもいくつかの見方がある。本稿での考え方が現状に対して確固たる優位性があるかどうかについては、議論があるところだろう。

さらに、テクモコーエーの事例を基にした数字の分析も、比較的シンプルなものとなっている。このシンプルさは理解のしやすさ、実務での活用可能性等の面では優位性があるようにも考えられるが、一方で、統合比率をもとに補正すべきである、という理論的な主張が本稿の本質と考えると、その考え方自体についての評価が重要であり、数字の分析やファイナンス理論からみた本稿の意義があまり大きくはない、と感じられる点は課題のように考える。



【正賞】『海外企業買収 失敗の本質 戦略的アプローチ』

まつもと しげる  
🔔 松本 茂 SCS Global 取締役 マネージングディレクター  
同志社大学大学院ビジネス研究科 准教授

由緒あるM&Aフォーラム正賞を受賞でき、たいへん嬉しく思っております。

M&Aアドバイザーとして15年仕事をしてきました。海外案件は成立まで時間と労力を要しますが、買収後の経営で躓くケースが後を絶ちません。「なぜ失敗が多いのか」現場での疑問が、神戸大学での研究と執筆のきっかけとなりました。

出版後は、売れ行きが気になり書店に行く機会が増えました。読者からコメントを頂戴すると活字を通じて思いが伝わったことを実感しました。それは、成功報酬にも劣らない喜びでした。

今回、失敗を著したことで、大学や企業での講演で「買収はやらない方がいいのですか？」と質問を受けます。日本企業が世界で勝ち抜くには、買収の手段が欠かせません。問題は買収をすべきかではなく、買収を利益成長に繋げる経営ができるかで、それには先人が辿った失敗から学ぶことも多いのです。

東洋経済新報社様をはじめ執筆をご支援下さった皆様、そして暖かく見守ってくれた家族に感謝したいと思います。

【奨励賞】『買収ファイナンスの法務』

おおくぼ りょう  
🔔 大久保 涼 長島・大野・常松法律事務所 パートナー 弁護士  
すずき けんたろう  
鈴木 健太郎 柴田・鈴木・中田法律事務所 パートナー 弁護士  
みやざき たかし  
宮崎 隆 長島・大野・常松法律事務所 パートナー 弁護士  
はっとり ひろみ  
服部 紘実 長島・大野・常松法律事務所 アソシエイト 弁護士

(著者連名) この度は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。選考委員の先生方及び事務局の皆様には、厚く御礼申し上げます。本書は、買収ファイナンスの案件に日常的に関わっている執筆者が、未だ発展途上の分野で体系的な文献も少ないこの分野について、初心者役に役立つ入門書となり、また既に実務に関わっている関係者にとっても論点整理の一助となることを試みたものです。複雑な買収ファイナンス取引を平易に説明すること、また、判例も学説上の議論も乏しい中で理論的検討を試みることは難しい作業でしたが、今回このような賞を頂いたことを励みとし、今後も改訂の機会を得て内容を充実させていきたいと考えております。また、この分野では、今後も日々の実務の発展、法改正、案件の多様化等に伴い新しい論点が次々と生じてくると思いますが、これらの論点及び関連実務について更に工夫と検討を重ね、日本のM&Aファイナンス実務の発展に多少なりとも貢献すべく、日々努力していきたいと考えています。

## 【選考委員会特別賞】

### 『株式買取価格決定における市場株価を参照した「シナジー分配価格」を無裁定価格で補正するための数理分析』

いしづか あきひと  
石塚 明人 青山学院大学 法学研究科 博士後期課程3年

このたびは、選考委員会特別賞『RECOF 特別賞』を受賞させていただきました。大変光栄に存じます。評価して下さいました選考委員会の諸先生方、さらにこのような受賞機会を提供して下さいました主催者・関係者の方々に深く感謝いたします。

受賞対象となりました論稿は、M&Aあるいは組織再編に関連した会社法上の株式価格決定裁判において、株式市場価格を使用した価格決定方法を探求しております。裁判例や会社法学説を具体的事案に即して定量的な検証を中心とした内容となっております。その際、経済学やファイナンス理論など企業法学に隣接する諸科学の知見をも活用し、裁判実務で求められている具体的な数字を使用した算定方法を提示したのが特色です。

まだまだ多くの検討課題が残されておりますが、我が国における公正なM&Aの普及に微力ながら寄与できるよう、今後とも地道に事例の検証を積み上げ新たな知見が得られるよう日々精進して参りたいと思います。

## 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、2006 年度に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ています。

\*\*\*\*\*

株式会社レコフは、2000 年度に「M&Aに関する社会科学的観点からの研究論文の執筆で顕著な業績をあげた学生・院生を顕彰する懸賞論文制度」としてRECOF賞を創設しました。そして、2005 年度まで6回にわたり、実施されてきましたが、「M&Aフォーラム」の設立にあたり、新たにM&Aフォーラム賞『RECOF賞』として引き継がれました。

# M&Aフォーラム賞(RECOF賞)の歴史

(敬称略・所属は受賞時点)

## 【第1回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)

【著】井上 光太郎 慶應義塾大学 大学院経営管理研究科 准教授  
加藤 英明 名古屋大学 大学院経済学研究科 教授

◆奨励賞『RECOF奨励賞』……………2篇(順不同)

『公開買付規制における対象会社株主の保護』(『法学協会雑誌』123巻5号 所収)

【著】飯田 秀総 東京大学 商法・助手

『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～』(論文)

【著】下村 正樹 物産オートモーティブ・インディア(株) 代表取締役社長

◆選考委員会特別賞『RECOF特別賞』……………1篇

『日本のバイアウトに関する実証分析』(東洋大学大学院経営学研究科博士論文)

【著】杉浦 慶一 (株)日本バイアウト研究所 代表取締役



## 【第2回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)

【編著】宮島 英昭 早稲田大学 商学学術院 教授

◆奨励賞『RECOF奨励賞』……………2篇(順不同)

『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～』

(『証券・会社法制の潮流』証券取引法研究会編 所収)

【著】太田 洋 西村あさひ法律事務所 パートナー 弁護士

『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)

【著】北村 慶 大手グローバル金融機関勤務・作家

◆選考委員会特別賞『RECOF特別賞』……………1篇

『アクティビストファンドと株価効果』(立教大学 ビジネスデザイン研究科ビジネスデザイン専攻 修士論文)

【著】小野 美和 立教大学 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(MBA)



## 【第3回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)

【著】岩井 克人 東京大学 経済学部教授 東京財団主任研究員  
佐藤 孝弘 東京財団政策研究部 研究員

◆奨励賞『RECOF奨励賞』……………1篇

『MBAのためのM&A』(有斐閣)

【著】田村 俊夫 みずほ証券(株) 投資銀行グループ戦略開発総括部長

◆選考委員会特別賞『RECOF特別賞』……………1篇

『日本における株式非公開化の価値創造効果』(東京工業大学 大学院社会理工学研究科 修士論文)

【著】何 叢暉 東京工業大学 大学院社会理工学研究科経営工学専攻



## 【第4回M&Aフォーラム賞】

◆正賞『RECOF賞』……………1篇

『暖簾の会計』(中央経済社)

【著】山内 暁 専修大学 商学部 准教授

◆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)

【著】佐山 展生 インテグラル(株) 代表取締役パートナー、GCAサヴィアングループ(株) 取締役  
山本 礼二郎 インテグラル(株) 代表取締役パートナー、GCAサヴィアン(株) マネージングディレクター

『税務・法務を統合したM&A戦略』(中央経済社)

【著】大石 篤史 森・濱田松本法律事務所 パートナー 弁護士  
小島 義博 森・濱田松本法律事務所 パートナー 弁護士  
小山 浩 森・濱田松本法律事務所 アソシエイト 弁護士

◆選考委員会特別賞『RECOF特別賞』……………該当作品なし



## 【第5回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)

【著】太田 洋子 野村證券(株) 金融工学研究センター クオンツソリューションリサーチ部 部長  
張替 一彰 野村證券(株) 金融工学研究センター クオンツソリューションリサーチ部 シニアクオンツアナリスト  
小西 健一郎 野村證券(株) 金融工学研究センター クオンツソリューションリサーチ部 シニアクオンツアナリスト

### ◆奨励賞『RECOF奨励賞』……………1篇

『M&Aの契約実務』(中央経済社)

【編著】藤原 総一郎 長島・大野 常松法律事務所 パートナー 弁護士  
【著】大久保 圭 長島・大野 常松法律事務所 パートナー 弁護士  
大久保 涼 長島・大野 常松法律事務所 パートナー 弁護士  
宿利 有紀子 長島・大野 常松法律事務所 アソシエイト 弁護士  
笠原 康弘 長島・大野 常松法律事務所 アソシエイト 弁護士



### ◆選考委員会特別賞『RECOF特別賞』……………1篇

『バイアウト・ファンドの機能に関する分析』(筑波大学 大学院ビジネス科学研究科 企業科学専攻 博士論文)

【著】野瀬 義明 大和企業投資(株) 投資本部 事業投資課 次長

## 【第6回M&Aフォーラム賞】

### ◆正賞『RECOF賞』……………1篇

『ステークホルダー 小説 事業再生への途』(金融財政事情研究会)

【著】堀内 秀晃 日本GE(株) 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



### ◆奨励賞『RECOF奨励賞』……………2篇(順不同)

『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】木俣 貴光 三菱UFJリサーチ&コンサルティング(株) 財務アドバイザリーサービス室長 チーフコンサルタント

『自社株対価TOBの実務上の諸問題』(『旬刊商事法務 No.1942、No.1943』所収)

【著】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

### ◆選考委員会特別賞『RECOF特別賞』……………1篇

『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 所収)

【著】高橋 由香里 一橋大学大学院 商学研究科 博士後期課程



## 【第7回M&Aフォーラム賞】

### ◆正賞『RECOF賞』……………1篇

『友好的買収の場面における取締役に対する規律』(商事法務)

【著】白井 正和 東北大学 大学院法学研究科 准教授(商法担当)

### ◆奨励賞『RECOF奨励賞』……………3篇(順不同)

『クロスボーダーM&Aの組織・人事マネジメント』(中央経済社)

【著】竹田 年朗 マーサー ジャパン(株) グローバルM&Aコンサルティング プリンシパル

『日本における企業再編の価値向上効果—完全子会社化・事業譲渡・資本参加の実証分析—』(同文館出版)

【著】矢部 謙介 中京大学 経営学部経営学科 准教授

『M&A・企業組織再編のスキームと税務—M&Aを巡る戦略的税務プランニングの最先端』(大蔵財務協会)

【編著】太田 洋 西村あさひ法律事務所 メンバーパートナー 弁護士 ニューヨーク州弁護士  
【著】野田 昌毅 西村あさひ法律事務所 パートナー 弁護士  
石川 智也 西村あさひ法律事務所 アソシエイト 弁護士

### ◆選考委員会特別賞『RECOF特別賞』……………該当作品なし

## 【第8回M&Aフォーラム賞】

### ◆正賞『RECOF賞』……………1篇

『スポンサー企業のケイパビリティと企業再生M&Aの成果』(博士論文 慶應義塾大学大学院経営管理研究科)

【著】芦澤 美智子 横浜市立大学 国際総合科学部 准教授

### ◆奨励賞『RECOF奨励賞』……………2篇(順不同)

『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』(商事法務)

【著】飯田 秀総 神戸大学 大学院法学研究科 准教授

『ジョイント・ベンチャー戦略大全 設計・交渉・法務のすべて』(東洋経済新報社)

【著】穴戸 善一 一橋大学 大学院国際企業戦略科 教授  
福田 宗孝 ソーラーフロンティア株式会社 監査室 室長  
梅谷 真人 富士ゼロックス株式会社 知的財産部 渉外グループ長

### ◆選考委員会特別賞『RECOF特別賞』……………1篇

『支配株主による締出しの場面における特別委員会のあり方』(『同志社法学』第65巻第5号(366号) 所収)

【著】寺前 慎太郎 同志社大学 大学院法学研究科私法学専攻 博士後期課程3年



# M & A フォーラムの懸賞論文！

## 第9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 2014年4月から2015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 2015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 2015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 2015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)に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9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8回M&Aフォーラム賞  
表彰式の様子



### 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