

# M & A における経済効果<sup>1</sup>

---

M & A のあるべき姿を問う

滋賀大学名 有馬研究会

久保田裕宣 古野修平 志萱啓太 池野聖人  
久志本明奈 勝野衣美 川崎麻由

2006年12月

---

<sup>1</sup>本稿は、2006年12月16日、17日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2006」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、有馬教授（滋賀大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。（タイトルに脚注をつけてください。脚注は、「挿入」「脚注」「脚注」「自動脚注番号」、フォント8、脚注のフォントに関しては、以下同じ。）

# 目次

## はじめに

### 第1章 問題意識

- 第1節 増加するM & A
- 第2節 米国におけるM & Aの経済効果
- 第3節 日本におけるM & Aの経済効果
- 第4節 第1章のまとめ

### 第2章 M & A概論

- 第1節 グローバルM & Aにおける日本
- 第2節 M & Aとは何か
- 第3節 日本におけるM & A小史
- 第4節 M & A増加の要因
- 第5節 M & A 1990年代の日本企業の直面した法改正

### 第3章 現状分析

- 第1節 分析手法について
- 第2節 分析結果とその考察

### 第4章 政策的インプリケーション

- 第1節 M & A 実施後の持続的な経営効率性上昇に向けて
- 第2節 政策目標実現に向けて

## 終わりに

## 参考文献・データ出典

# はじめに

---

近年、M & A (mergers & acquisitions, 合併と買収) は、増加の一途をたどっている。<sup>1</sup>

政府は構造改革の視点からM & Aを持続的な成長を目指すわが国社会にとって不可欠な機能であるとしている。そのために、アジアへの展開を中心としたグローバルな視点を保ちながら、時代や環境の変化に果敢に挑戦する企業のM & Aを通じた投資活動の円滑な展開を図り、持続的で活力のある経済・産業社会の創造や市場の整備に向けたあらゆる分野の既存の枠組みの見直しを進めている。実際に独占禁止法改正(1997)により持ち株会社が解禁され、商法改正で、株式交換および株式移転制度の導入(1999)や会社分割制度の導入(2001)により「M & Aのインフラ整備」も進んできている。

また、外国から日本へのM & A件数は、04年には50件増加し207件、4兆円近くとその規模は大きく、影響力を伸ばしている。加えて会社法の改正(2006 施行)により、07年5月から三角合併が可能になり、外国企業による実質的な株式交換が可能になることになっており、そのため外資系の巨大企業より、株式時価総額が小さい日本の企業はM & Aを仕掛けられやすい状況になるといえる。最近では、村上ファンドに代表される投資会社が、市場で株式を買い集め経営権を握る「市場型M & A」が注目を集め、また、ライブドアによる日本放送の取得や、楽天によるTBS株の取得といった大規模な「敵対的買収」も大きく報道されているため、その認知度も高くなり、より身近に感じられる様になってきた。M & Aは今後ますます増加していく見込みである。

M & Aは、企業にとって経営効率の向上、シナジー効果などが期待でき、自社による事業展開よりもスピード・コストの面で経済合理性が見込めるというメリットがある。しかし、一方では、被買収企業の従業員の士気低下や離反が生じ、コングリマリットとディスカウントを招いてしまう恐れがあるなど、必ずしもM & Aが企業の価値の向上につながらないケースも考えられる。たそのため、「規模の経済」を追求するM & A戦略から、非コア部門や不採算部門を分離、あるいは、売却するという「集中と選択」のM & Aの戦略をとる企業も見受けられる。

更に規模が大きくなるであろうM & Aによる経済的効果が、日本経済に与える影響は増してきている。しかし、このような状況下において、M & Aは当該企業の経営に必ずしもプラスに働いているのであろうか。またM & Aが、有効かつ効果的にはたらくための法制及び慣行の確立は十分な状態であるのであろうか。こうした問題意識から、私たちは企業が成長するために、M & Aが持つ望ましい機能が発揮できるような制度的環境はどのようなものであるかを考察する。そのために、本論では、買収企業に焦点をあて、その企業がM & Aによってどのような影響を受けているのかに注目する。主にM & Aによって企業の経営状態が改善した企業と悪化した企業について全体を比較・検討していく。そして企業が成長していくにはどうすべきかを、整備の進んだ米国と比較することにより、その相違点から日本に今後必要である条件を提言していきたい。

---

<sup>1</sup> M & Aとは、ある企業が別の企業を買収または合併することや、事業分離・統合なども含んだ、企業の総合的な事業戦略をさす。

# 第1章 問題意識

第1章では、本論文を進めていくにあたり、前提となる問題意識について述べていく。近年、M & Aはマスコミによって大きく報道され、特に敵対的買収においては、その是非について議論が活発に行われるようになってきた。M & Aとは一体どういうものであるのか。またM & Aは、どのような背景から増加してきているのであろうか。そしてM & Aにはどのような効果があるのだろうか。私たちは、まず増加し続けるM & Aを概観し、それがもたらすM & Aの経済効果について焦点をあて、考察することにする。そして経済にプラスの効果を与えるM & Aとは何かを分析し、政策的インプリケーションを行う。そのために、まず日本におけるM & Aの影響の大きさを述べ、米国におけるM & Aの経済効果と比較し、その問題点を指摘していく。

## 第1節 増加するM & A

近年、M & A (mergers&acquisitions, 合併と買収) は、増加の一途をたどっている。

戦後、日本経済の発展の中で、これまでに国内企業の合併・買収が活発化するという事態は見られなかった。戦前において日本ではM & Aは、企業の重要成長戦略であり、また、事業債組織化の手段としても積極的に利用されてきた。第二次企業勃興の直後の20世紀初頭には紡績業、製糖、電力などを中心に合併が進展し、昭和恐慌後の1930年代には、製鉄業や製紙業で大型合併が実現した。

ところが、第2次大戦後は1950年代の財閥解体によって分割化された旧財閥系企業の再集結や、1960年代の資本および貿易の自由化を背景とした同事業企業同士のM & Aを例外とすれば、M & Aが活発化するという事態は見られなかった。

しかし現在、1990年代からM & Aの件数が急増し、戦後初めてのM & Aブームを迎えている。2004年にはM & A件数は2000件を超え、2005年度のM & A件数は2725件にも達する。これは、10年前の約5倍にあたる。また同時にその取引額も巨額になってきている。2004年度に公表されている1260件の金額は、約1兆2兆1334億円であり、前年比と比べ6兆4598億円の増加である。

このように巨額な規模をもつM & Aの影響力は、非常に大きなものであると考えられる。では、なぜ1990年代半ば以降にM & Aは国内産業を中心に急速に増加したのだろうか。そして、近年の増加するM & Aは、いかなる経済的役割を演じているのであろうか。

## 第2節 経済効米国におけるM & Aの効果

日本におけるM & Aの経済効果を調べるにあたって、M & Aの研究が盛んに行われている米国の例を参考にしたい。詳しくは現状把握の章で後述するが、ここでまず、米国におけるM & Aの経済効果について先行研究を参考に、M & Aが与える株価効果について概観する。

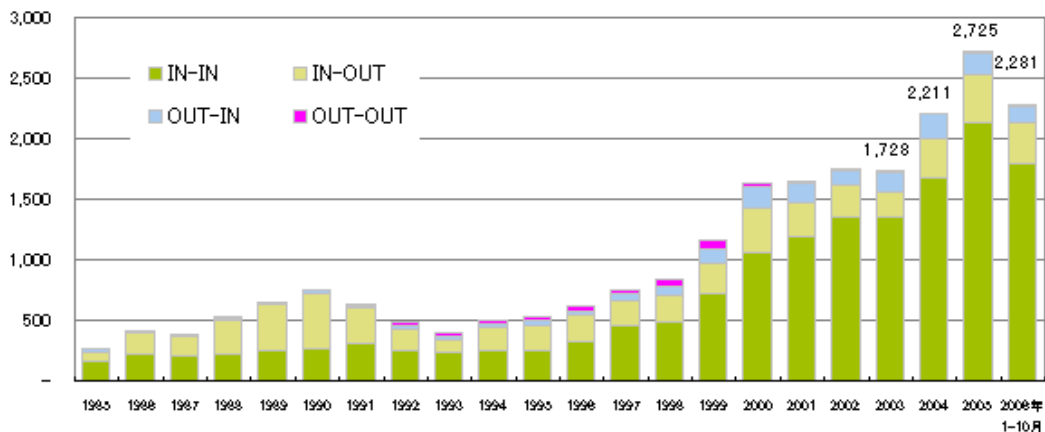
米国においては株価効果の決定要因について多くの仮説が検証されてきた。その結果、以下のような分析結果が得られ、買収企業と買収対象企業のそれぞれの株価効果の影響について示されている。

まずM & Aによるシナジー効果が株価に与える影響についてである。シナジー効果は、M & Aにおいて重要な経済効果であり、合併の際によく目的としてあげられるものである。シナジー効果とは、相乗効果、相互支援効果のことである。具体的には企業が規模拡大、多角化するため隣接する事業分野や、川上川下の事業分野に進出する際、現在持っている経営資源を生かして、低コスト、高効率の事業展開できることをさす。しかし、米国の実証研究において、業関連性に基づくシナジー効果はM & Aによる付加価値の要因と考えられてきたが、事業関連性と株価効果の関連性については明確な結果は得られていないとしている。

また、買収プレミアムが大きすぎると、買収企業の株価効果にマイナスの影響を持つという実証分析も一般的である。M & A市場におけるコンテストの有無は、買収プレミアムを介して、買収対象企業の株価効果に直接的な影響を与える要因であるが、買収プレミアムが大きければ、買収企業の株価効果にマイナスの影響を持つといわれている。

上述から分かるように、米国における先行研究について、M & Aは必ずしも株価に対して、プラスに働いているとは言えないようである。現在、日本においてM & Aの規模は、1節で述べたように増加してきている。今後経済に与える影響力が大きくなることを考えたとき、日本におけるM & Aの効果进行分析し、その望ましい機能が十分に発揮できるM & Aとは何かを研究する必要性は増してくるであろう。

図表 1



## 第3節 日本におけるM & Aの経済効果

第2節において、述べたように、M & Aの規模が大きくなり、経済に与える影響が大きくなってきている。その状況の中で、M & Aがもつ望ましい機能が十分に発揮される必要性は高まっているといえる。本論分はこのような状況下で、日本におけるM & Aの効果を分析し、そこから、より効果の高いM & Aとは何かを考察するものである。この観点から日本におけるM & Aの経済効果に関して書かれた先行文献を研究し、参考とした。以下に先行文献をまとめる。

M & Aの増加の背景については、

蟻川靖浩、宮島英昭(2006)『M & Aの経済分析：M & Aはなぜ増加したのか』が挙げられる。増加の背景の議論が企業の成長性や収益性へのショックという観点から述べられている。

M & Aの効果については、

岡部光明、関晋也(2006)『日本における企業M & A(合併および買収)の効果』において、経営の効率化と安定化について計量経済の観点から明らかにしている。経営効率性と経営安定性を指標に、M & Aの経済効果を分析したこの文献は、本論文における実証分析の手法の基礎となった。

欧米のM & Aがもたらす株価への影響については、

井上光太郎(2006)『日米のM & Aと株式市場の評価：サーベイ』

を参考としている。また同時に

井上光太郎、加藤英明(2003)『M & A発表日の株価効果に関する要因分析』

を参考としている。日本ではまだ少ないM & Aの株価効果について論じられている。

敵対的買収については、

布井千博、富永千里(2005)『価値創造を支える企業買収のルール』中央経済社

を参考としている。

この文献については、具体的な敵対的買収の事案や最新の裁判例、会社法の施行による防衛策の可能性を等、敵対的買収の今日的状況について、分析がさてれている。

また各国の法規制についても詳しく紹介され、日本の法規制の現状との比較・分析がされている。

また法規制における理論的な背景もかかれており、日本におけるあるべき法規制を探るうえで重要な手がかりになりえている。

また、全体を通して

岡部光明、井上光太郎(2006)『M & Aと株価効果』東洋経済新聞社

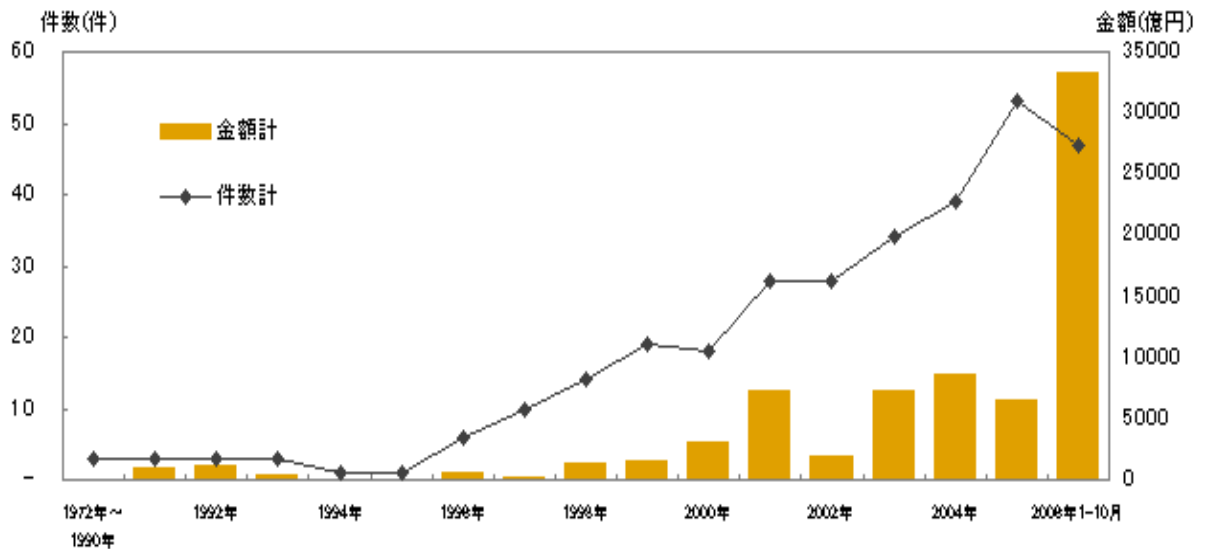
は本論文のM & Aの経済に対する影響に関して、最も基本となる文献であった。この文献は多くの米国との比較と、株価を用いた分析を通して、日本におけるM & Aについて考察されている。

## 第4節 第1章のまとめ

本章では、日本におけるM&Aの増加が与える経済への影響を問題意識としてとらえ、その分析の重要性が増してきていると述べてきた。そこで、米国のM&Aの経済的影響を株価の面からとらえた一般的な見解を述べた。そして、M&Aが必ずしもプラスに働かないことを説明した。また3節では日本におけるM&Aの効果を述べた文献を紹介し、日本においてどのような研究が行われているかを述べてきた。

しかし、本論文では、M&Aの経済に与える影響をただ分析するのではなく、その分析結果からM&Aがよりよく機能するための考察を行う。そのために、まず買収企業に焦点をあて、その企業がM&Aによってどのような影響を受けているのかに注目し実証分析を行う。そして次にM&Aによって企業の経営状態が改善した企業と悪化した企業を比較・検討していく。そして企業が成長していくにはどうすべきかを、整備の進んだ米国と比較することにより、その相違点から日本に今後必要である条件を提言していきたい。

図表 2



## 第2章 M&A の概論

問題意識の内容を深めるために第2章では、日本のM&Aと世界のM&Aを比較し、M&Aの意味、種類、内容、を概論する。また日本のM&Aがいかんして変っていったかを、M&Aの歴史として概論する。

戦前は、日本はM&A大国であった。M&Aが盛んであったからこそ、財閥が形成された。

元来、日本には外国企業との経営統合や敵対的買収を受け入れる土壌が大いにある。戦前は、敵対的買収は活発であり、外国企業によるM&Aも多かった。

そして、1997年以降の商法、会計制度、税制などの抜本的な改革をきっかけに、外国企業との経営統合や敵対的買収が今後大きく増加すると予想される。

M&A増加は、経営者に適度な緊張感を与えることにより、日本経済、日本企業、そして有能な経営者にプラスに働くと考えられる。

グローバルM&A時代の日本M&Aの増加は、企業の資本政策に大きな変化を生むであろう。それに伴って企業グループや事業ポートフォリオの大型再編が予想される。

### 第1節 グローバル M&A 時代の日本

世界と日本のM&Aは規模と質の点で大きく異なる。欧米と比較して日本のM&A市場はまだ発展途上であり、法制、会計、税制の整備が待たれるところである。

しかし、制度改革だけで日本のM&A市場が急拡大するとは限らない。制度改革が重要であることは疑う余地がないが、同時に、本格的なグローバル時代を迎えて、日本的なビジネス慣行の見直しも重要であると考えられる。ライブドアによるニッポン放送に対する敵対的買収は法廷を巻き込む事件に発展した。その紛争を生み出した要因の多くは、日本独自のビジネス慣行によるものである。

2007年には会社法現代化により、海外企業による三角合併を通じた国内企業買収が解禁される見通しである。グローバル化が急速に進む中で、成文化されていない日本的ビジネス慣行は徐々に変化を迫られるであろう。

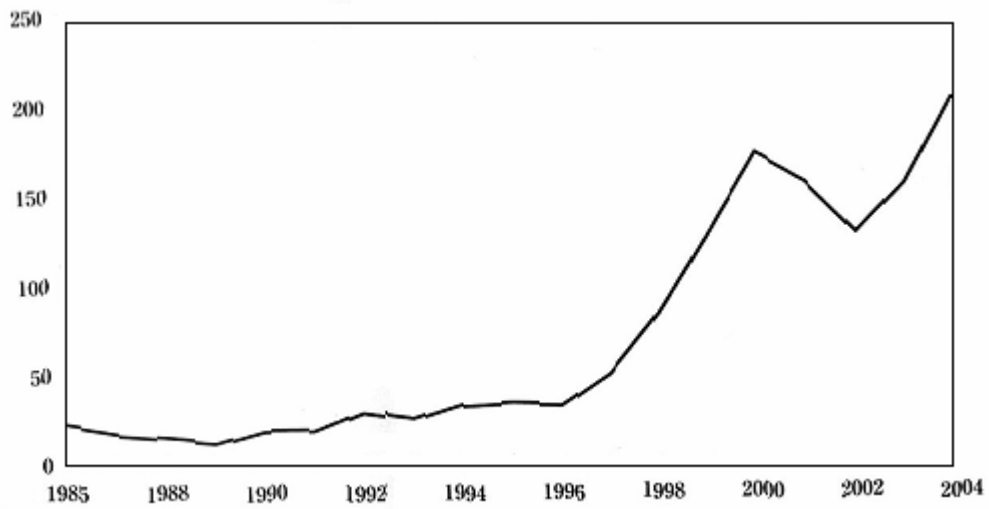
#### 海外からの投資促進は国策

海外から日本へ投資を拡大するのは国策であり、同時に国際公約でもある。日本への投資環境を改善するための戦略的組織が対日投資会議（内閣府管轄）である。

対日投資会議は、内閣総理大臣を議長、経済財政政策担当大臣を副議長とする内閣レベルの会議であり、投資環境の改善に関わる意見の集約及び投資促進関連施策の周知を目的として1994年7月に設置された。そして、1996年4月に、当時の内閣総理大臣である橋本龍太郎対日投資会議議長は、海外資本によるM&Aは増加させると宣言した。

公約どおり、海外からの日本株投資は急増している（図表1）。





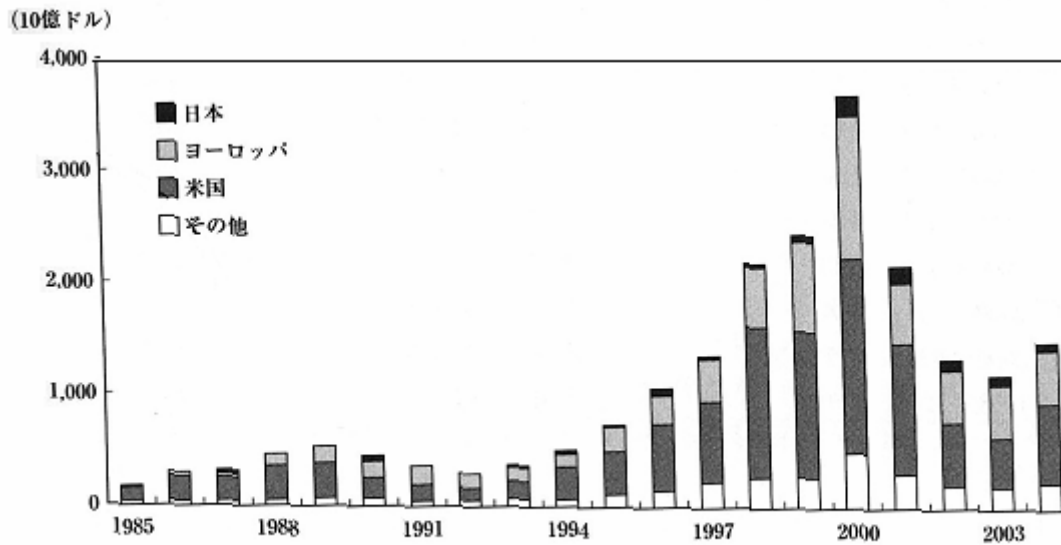
図表1 . 外国企業による国内のM & A件数の推移  
(出所)レコフ

## 第2節 M & A とは何か

### (1) 世界における日本のM & Aの規模

欧米において1990年代後半に大型買収、合併が相次いだ。これは経済のグローバル化、国際競争の激化の背景にあり、大型M & Aを通じて市場シェアと規模の拡大が行われてきたからである。世界における日本企業のシェアは、金額ベースでは近年5%程度で推移しているが、2004年の世界のM & A総額は1.5兆ドル、日本のそれは657億ドル（全体の4.4%）であった（図表2）。

図表2．世界のM&A市場



出所：SDC

世界における日本の時価総額比率が10.2%であることから、4%という比率はやや低い。

個別のディールでも、世界のM&A金額上位20件（1990年以降）のうち、日本に関連したディールはない（図表3）。

(2) 日本のM & A総額上位10件のうち、少なくとも一方が金融である案件は7件を数え、日本の大型合併、買収は圧倒的に金融関係が多い。これは、金融機関の経営体力が低下し、中には経営破綻に陥ったものが少なからず出てきたからである。（図表4）

本格的な連結経営時代に入力したことと、グループ内の事業ポートフォリオの大胆な見直しが増加した結果、グループ内のM & Aが大きく増加しているのも最近の特徴である。

図表 3 . 世界の M&amp;A 金額上位 2 0 件 ( 1 9 9 0 年以降 )

	実施月	被買収企業	国名	買収企業	国名	買収金額(百万ドル)
1	2000年6月	マンネスマン	ドイツ	ボーダフォンエアタッチ	英国	202,785
2	2001年1月	タイムワーナー	米国	AOL	米国	164,746
3	2000年6月	ワーナーランバート	米国	ファイザー	米国	89,168
4	1999年11月	モービル	米国	エクソン	米国	78,946
5	2000年12月	スミスクラインビーチャム	英国	グラクソウエルカム	英国	75,961
6	1998年10月	シティコープ	米国	トラベラーズグループ	米国	72,558
7	2002年11月	AT&T プロードバンド&インターネット	米国	コムキャスト	米国	72,041
8	1999年10月	アメリテック	米国	SBC コミュニケーションズ	米国	62,593
9	1998年9月	バンカメリカ	米国	ネーションズバンク	米国	61,633
10	1999年6月	エアタッチコミュニケーションズ	米国	ボーダフォングループ	英国	60,287
11	2004年8月	アベンティス	フランス	サノフィサンテラボ	フランス	60,243
12	2000年5月	ノーテル	カナダ	株主	カナダ	59,974
13	2003年4月	ファルマシア	米国	ファイザー	米国	59,515
14	2004年7月	バンクワン	米国	JP モルガンチェース	米国	58,761
15	2000年6月	US ウェスト	米国	クウェスト	米国	56,307
16	1999年3月	テレコミュニケーションズ	米国	AT&T	米国	53,592
17	2000年6月	GTE	米国	ベルアトランティック	米国	53,415
18	2000年3月	エルフ	フランス	トタルフィナ	フランス	50,070
19	2000年6月	メディアワン	米国	AT&T	米国	49,279
20	1998年12月	アモコ	米国	BP	英国	48,174

図表 4 . 日本の M &amp; A 総額上位 2 0 件 ( 1 9 9 0 年以降 )

	実施月	被買収企業	買収企業	買収金額(百万 ドル)
1	2001年4月	さくら銀行	住友銀行	45,494
2	2000年9月	第一勧業銀行	富士銀行	40,097
3	1996年4月	東京銀行	三菱銀行	33,788
4	2000年9月	日本興業銀行	富士銀行	30,760
5	2003年7月	りそな銀行	預金保険機構	16,650
6	2000年10月	KDD	DDI	15,822
7	2001年4月	東海銀行	三和銀行	14,984
8	2000年10月	IDO	DDI	10,659
9	2001年4月	三菱信託銀行	東京三菱銀行	10,373
10	2001年1月	AT&T ワイヤレス	NTTドコモ	9,805
11	1991年4月	埼玉銀行(あさひ銀行)	協和銀行	8,093
12	1999年5月	RJレインボーズインターナショナル	JT	7,832
13	1991年1月	MCA	松下電器産業	7,406
14	2000年5月	Jフォン関西、東海、東京	Jフォン	6,635
15	1999年3月	日本リース	GEキャピタル	6,566
16	2000年9月	ベリオ	NTTコミュニケーションズ	5,694
17	2001年6月	日本テレコム	ボーダフォングループ	5,486
18	1999年5月	日産自動車	ルノー	4,911
19	2001年4月	東洋信託銀行	三和銀行	4,372
20	2001年10月	住友海上火災	三井海上火災	4,326

### (3) M & Aの定義、種類

通常のM & Aフローは以下のとおりである。

1. 合併交渉
2. 秘密保持契約の締結
3. 基本合意書締結後
4. デューデリジェンス実施
5. 最終合意書の締結
6. 株主総会の承認
7. 合併作業を実行し、一連の契約作業をクロージング

### (4) M & Aの意味

M & Aとは、一言で言うと、ある会社が他の会社を所有し支配するための行為である。しかし、その意味は多様であり、経営権の移転を伴う狭義のM & Aと、経営権の移転を伴わない広義のM & Aに大別される。

#### ・ 経営権の移転を伴うM & A (狭義のM & A)

合併(吸収合併、新設合併)  
 株式買収(相対取引、市場買付、公開買付)  
 新株発行増資取引受  
 株式交換  
 株式移転  
 営業譲渡  
 会社分割

#### ・ 経営権の移転を伴わないM & A (広義のM & A)

資本参加  
 合併設立  
 業務提携(販売提携、生産提携、技術提携)

### (5) M & Aの携帯分類

#### 経営権の移転

狭義のM & A      他の会社の経営権の移転を伴う  
 広義のM & A      他の会社の経営権の移転を伴わない

#### 取締役会の同意

友好的M & A      他の会社の取締役会の同意を得た  
 敵対的M & A      他の会社の取締役会の意思の反し、株主の同意を得る

#### 事業統合

垂直的M & A      異なる生産段階や販売段階を統合  
 水平的M & A      同一の市場や生産段階にある事業を統合  
 多角化型M & A    新たな市場へ進出

#### 戦略性

積極的M & A      事業戦略上の一定の目的を実現するため  
 消極的M & A      救済等の純粋投資

#### 目的

戦略型M & A      事業戦略上の一定の目的を実現するため  
 投資型M & A      財務目的の純粋投資

## 設立地域

IN-IN 型 M & A	国内企業同士
OUT-OUT 型 M & A	外国企業同士
IN-OUT 型 M & A	国内企業が外国企業を買収
OUT-IN 型 M & A	外国企業が国内企業を買収

## (6) M & A の目的

M & A の主体によってその目的は異なる。

### ・ 買い手側の目的

- 事業の水平的拡大（同じ分野におけるシェア拡大、売上高の増大、販売力の強化など）
- 事業の垂直的拡大（原材料から完成品までの一貫生産体系の確立など）
- 経営多角化（異業種企業を買収して多角化を推進）
- 営業基盤の強化（競争力の強化、事業内容の補完）
- 提携関係の強化（資本提携などにより、業務提携関係を強化）
- 経営支援（経営不振の会社を支援するために株式を取得し、全面的に支援）

### ・ 売り手側の目的

- 経営効率化
- 業績不振
- リストラ
- 後継者難
- 企業存続

## (7) 一般的な M & A の種類

### ・ 合併

合併とは、複数の会社が契約により 1 つの会社に合体し、当事者の一部または全部が消滅することを言う。合併の形態としては、商法上、新設合併と吸収合併の 2 つがある。新設合併とは、合併しようとする 2 つ以上の会社がすべて解散され、1 つの新設合併会社はその権利義務の一切を引き継ぐという形態の合併である。

一方、吸収合併とは、合併しようとする会社のうち 1 社が合併依存会社となり、それ以外の会社のすべての権利義務を包括継承することで、それ以外の会社は消滅するというものである。新設合併は手続きが煩雑であるため、数では吸収合併の事例が圧倒的に多い。

### ・ 株式買収

株式を取得することで、被買収会社の株式を買収側が譲り受ける方法を言う。株式買収の方法は以下のとおりである。

#### 1. 相対取引

被買収会社の 1 人ないし数人の大株主から直接株式を譲り受ける方法を言う。

#### 2. 市場取引

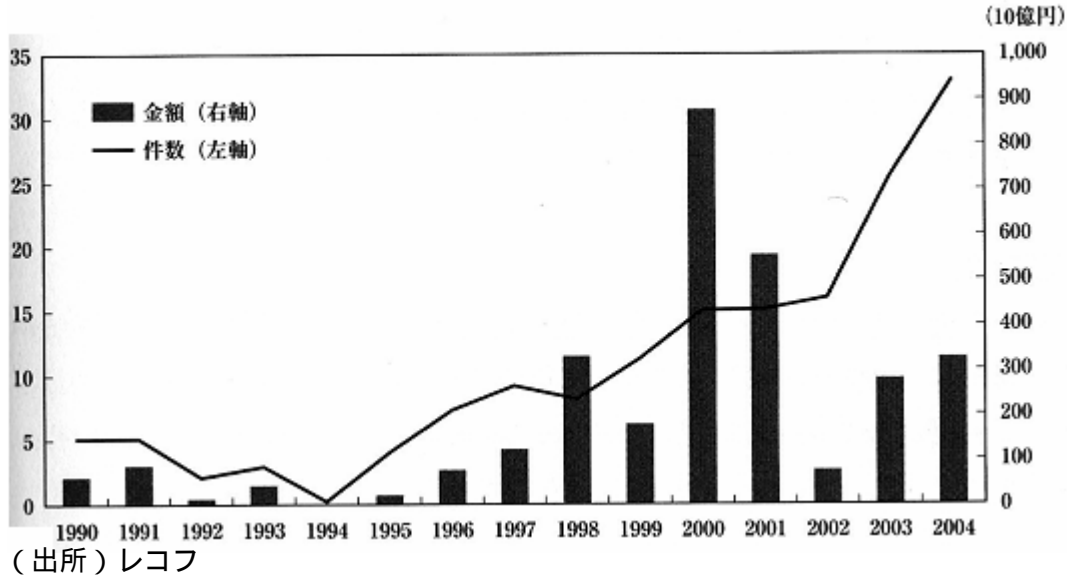
被買収会社が上場企業の場合、証券会社等を通じて、株式市場で流通しているその会社の株式を買い集めていく方法である。この方法は、被買収会社の株主の合意が必要ないという点で、乗っ取りといった敵対的買収の際に利用される。

#### 3. 公開買付 (TOB: Take Over Bid)

買収側が被買収会社の株式を具体的に公表して、証券市場外で株式を買い集める方法を言う。アメリカの制度にならい、1971 年の証券取引法によって導入された。TOB には、短期間で大量の株式を買い集めることができる、目標株式数を買集めることがで

きなかった場合、キャンセルすることができる、株式市場外での買い集めであるため株式市場に悪影響を及ぼさない、というメリットがある。日本では、1997年にストックオプションのためのTOBによる自己株式取得が解禁されたことを受け、事例が急増している(図表5)

図表5.日本におけるTOBの金額と件数



・新株発行増資引受け(第三者割当増資)

当時会社の資本結合や業務提携を目的に、株主以外の第三者に新株発行することを言う。新株発行増資引き受けには他に公募増資や株主割当増資があるが、第三者割当増資により経営戦略的な資金調達手段として、日本において最も多く利用されている。

・株式交換

株式交換とは、既存の会社を他の会社の100%子会社とするための方法である。1999年の商法改正において、株式移転制度とともに株式交換制度が創設された。制度として合併と似ているが、合併は被合併会社が消滅するのに対し、株式交換では完全子会社となる会社も依存するという点で異なる。

・株式移転

株式移転制度は、現存する会社の株主がその所有する株式を移転することにより、完全子会社を設立し、既存の会社は完全子会社となる方法である。具体例として、みずほフィナンシャルグループは、株式移転制度を利用し、持株会社として設立された。

(8) 事業の分離を伴うM&A

・営業譲渡

営業譲渡とは、一定の目的により組織化された有機体的な一体としての機能的財産を譲渡することを言う。特定の設備、建物、工場といった有形資産だけでなく、それらが一定の機能を

発揮するのに必要な人材、特許、ノウハウなどの知的保有権、ブランド、顧客リストなどの無形資産一切を含めた有機的の一体としての営業そのものの譲渡である。

合併と同様に手続きが煩雑であるが、譲渡範囲が限定され、不良債権・負債の排除や隠れ債務の回避が可能であること、譲渡会社の株主関係に引きずられないという面から実務の面でしばしば利用される。

・会社分割

2001年4月より、会社分割制度が導入された。形態としては、新設会社に営業を譲渡させる新設分割と、既存会社に営業を継承させる吸収分割の2つがある。また、営業譲渡では現金のみが対価として認められているのに対して、会社分割では株式がその対価となる。株式を対価にできるという利便性から、同制度の活用件数は急増している。

・スピノフとスピアウト

スピノフとは、企業がその1部門を別会社として分離・独立させる事である。一般に、新会社の株主は親元会社の株主になる場合が多いが、当該新会社の役員およびベンチャーキャピタル等になる場合もある。

米国のスピノフは、狭義では、新会社の株主を親会社の株主に割り当てる方式を指す。米国では、対象子会社の議決権を80%以上一括して自社の株主に割り当てると、その株主割当の税金は免除される。そのため、スピノフが盛んである。

スピノフの代表として、1995年のAT&TによるルーセントとNCRのスピノフが挙げられる。AT&Tは電話サービス事業、ルーセントは通信システム機器事業、NCRは情報ソリューションサービス事業に特化し、ルーセントとNCRは上場を果たした。その際、AT&Tの株主にルーセントの82.4%、NCRの100%の株式を割当てした(無税株主割当)。

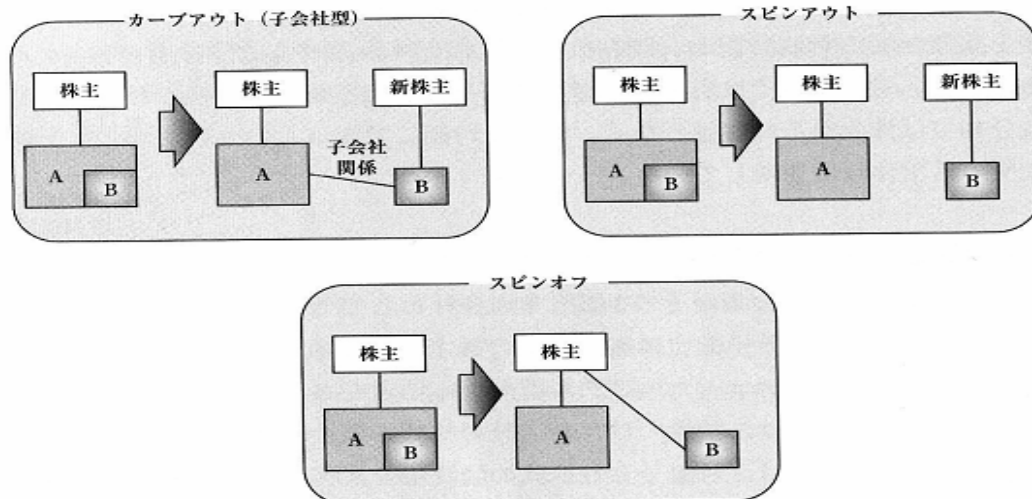
日本でも、2001年より会社分割制度を利用した株主割当によるスピノフが可能となっている。

経済産業省(「スピノフ研究会報告書(2003年4月)」)の定義によると、スピノフとは、親元会社の支配下にある子会社(もしくはカーブアウト型)でもなくスピアウトした独立ベンチャーでもない、いわば両者の中間に位置するものである。親元企業が人材・資本等の事業の資源をベンチャーという形態で外部に分離するものである。

一方、スピアウトとは、スピノフと同様、ある企業が社内の1部門を切り離し、1企業として分離独立させることを指すが、分離もとの企業と完全に関係が切れる。ベンチャー企業を創設する際に利用されることが多い。

スピアウト企業は、スピノフ企業と比べて、親元企業のブランド、販路などの資産を活用できない点が不利といえる。後述するMBO(マネジメント・バイ・アウト)はスピアウトの手法の1つである。ただし、日本の実務上は、スピノフとスピアウトは混合して使用されることが多い(図表6)。

図表6 .スピノフのイメージ図



A: 親元企業、B: 対象事業



スピノフの意義は、ベンチャー企業設立によるイノベーション創出によって、大企業ではその体質上、困難な事業にチャレンジすることが可能になることである。以上の結果として、親元企業の株主にとって株主価値が増大することが期待される（図表7）。

図表7．米国のスピノフ金額上位10社

	年	被買収企業	金額（百万ドル）
1	2001	リパティメディア	41,865
2	2000	アジレントテクノロジーズ	31,179
3	1996	EDS	27,974
4	1998	アソシエーツファーストキャピタル	26,625
5	1996	ルーセントテクノロジーズ	24,067
6	1998	USウェストメディアグループ	21,816
7	2001	AT&Tワイヤレス	18,816
8	2000	パーム	17,901
9	2002	トラベラーズプロパティカジュアリティ	12,213
10	1995	オールステート	11,761

（出所）SDC

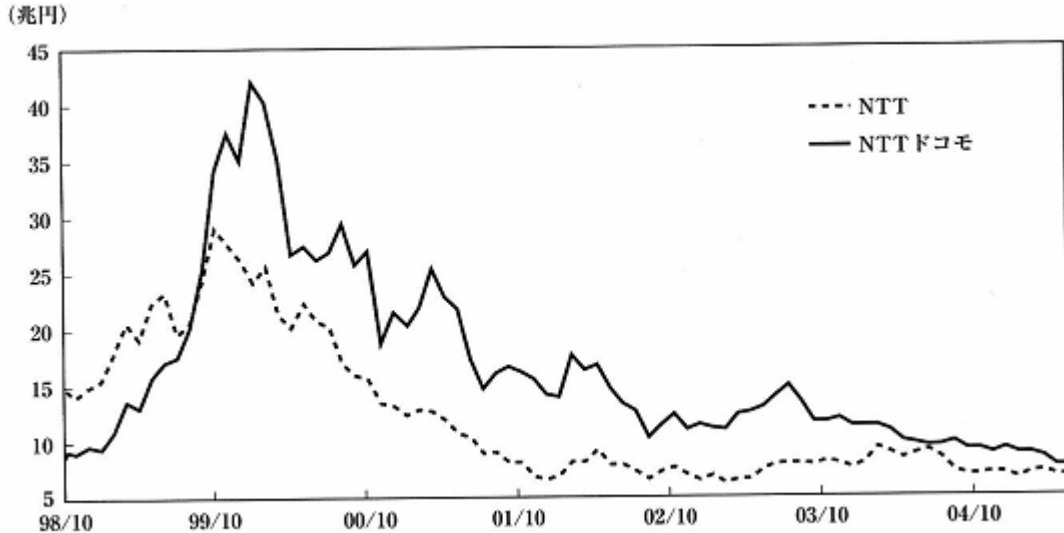
### ．カーブアウト

カーブアウトとは、親会社が大半の資本を持ったまま事業を切り出し、新たな会社を作ることである。親会社としては、切り出した企業が上場することによりキャピタルゲインを得るというメリットがある。親会社と切り離れた企業の間には資本関係が存在し、通常、連結対象子会社となる場合が多い。日本では多いが、米国などではほとんどない形態である。

カーブアウトとは上場が主たる目的であり、親子会社関係を維持することができる。日本では大企業を中心にこの手法を多用しており、日立製作所はカーブアウトを用いて上場リターンを得、日立グループを形成してきた。また、ソニーや松下電器産業のように、子会社を上場し、キャピタルゲインを得た後、持株交換により完全子会社に戻す例も増えている。

以上のように、日本では、カーブアウトはグループの財務戦略の一環として用いられてきた。しかし、親子会社間の株主利益相反やNTTとNTTドコモのように親子間の時価総額逆転の問題が指摘される（図表8）。

図表 8 . NTT1 と NTT ドコモの時価総額の推移



(出所) 日経 Amsus

### ・トラッキング・ストック (種類株式)

トラッキング・ストックとは、特定の事業部門や特定の子会社の業績・価値と連動するよう設計された親会社発行株式の一種である。

米国では、1984年にゼネラルモーターズ社が第1号を発行した後、大企業を中心に発行例がみられる(USXによるUSXマラソン株式会社、AT&TによるPCS事業ストック、ワイヤレス事業ストックなど)。対象となる事業部門や子会社に対する支配権を維持しつつトラッキング・ストックを発行することで、埋もれていた企業価値を顕在化させることを目的としている。また、資金調達や企業再編の手段としても利用されている。多角的に事業を展開しているコングロマリット・ディスカウントを受けやすい企業にとってメリットがある。

2001年6月、ソニーが子会社ソニーコミュニケーションネットワークを対象としたトラッキング・ストックを発行し、子会社連動配当株として凍傷1部に上場した。

子会社連動配当株とは、発行者がその連動子会社の業績、配当等に応じて株主に利益配当を支払うことを内容とする株式をいう。子会社連動配当株の対象となる子会社の企業内容等が開示され、対象子会社の経営指標等も加味されつつ評価がなされるなどの点において普通株とは異なった性格を持つ。

その後、商法改正により、2002年から種類株式の発行が可能となり、種類株式の1つとしてトラッキング・ストックの発行が法的に担保された。種類株とは、利益配当や議決権が普通株と異なる株式をさし、優先株式、劣後株式、転換株式等がその例である。

しかし、アメリカにおいては、トラッキング・ストックの発行は、その特殊性ゆえ利用例は多くない。日本においても、ソニーによる発行以降、利用例がない。対象子会社・事業のディスクロージャーを迫られる、特定の事業部門の業績がよくても、当該企業に配当可能利益がなければ配当できないなどが、トラッキング・ストックの発行を難しくしている。

今後、ソニーコミュニケーションネットワークは株式公開をすることとなり、残念ながら、トラッキング・ストック第1号のソニー子会社連動株式はその上場を終了することとなる。

終了方法については、現金による一斉消却、ソニー普通株式への一斉転換、ソニーコミュニケーションネットワーク普通株式の交付による一斉消却、のいずれかの方法をとることとなる。

## (9) 営業移転を伴わないM&A

### ・資本参加

両社の独立性を保ったまま、事業、部門、企業に資本を注入し、協力関係を構築することである。しばしばこの資本参加は、業務提携から経営移転を伴うM&Aの過度期の形態として利用される。最近では、三菱東京フィナンシャル・グループのアコムへの出資（出資後発行済み株式数の約15%を保有）がこれに当たる。

### ・合併設立

複数企業が出資し、新しい会社を設立することを言う。提携先との直接的資本関係は生じないが、共同事業を通じて間接的に資本関係が発生する。半導体メーカーのルネサステクノロジ、エルピーダメモリがこれに当たる。

### ・業務提携

提携とは、企業同士の協力関係を一般に指すが、同時に株式を通じて関係を強化する、もしくは担保することがある。最近では、新日本製鐵、住友金属工業、神戸製鐵所の株式持合いがこれに配当する。

## (10) 特殊なM&A

### ・LBO (Leveraged Buy Out)

買収する相手企業の資産を担保に借金して行うM&Aのことである。この手法は、手元資金がなくても、相手企業の資産を担保とするため、次々と企業を買収し続けることが可能であり、1980年代には敵対的M&Aとしてアメリカで流行した。

1980年代で最大の買収は、レパレッジドバイアウトを用いたKKRによるRJRナビスコの買収である（図表9）。

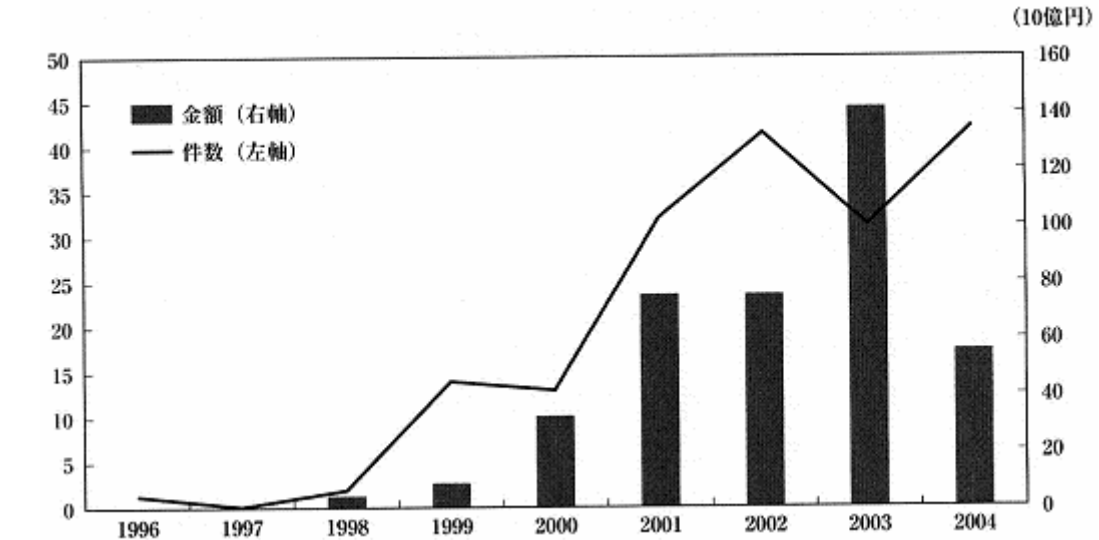
図表9 . 1980年代の米国企業関連M&A金額上位10社

順位	買収発表日	被買収企業	買収企業	買収金額 (百万ドル)
1	1988年10月24日	RJR ナビスコ	KKR	29,407
2	1989年3月4日	ワーナーコミュニケーションズ	タイム	15,113
3	1988年10月17日	クラフト	フィリップ・モリス	13,654
4	1984年3月5日	ガルフオイル	ソーカル	13,400
5	1989年7月27日	スクイブ	ブリストルマイヤーズ	11,941
6	1984年1月6日	ゲティオイル	テキサコ	10,120
7	1981年7月6日	コノコ	デュボン	9,520
8	1989年3月31日	スミスクライン	ビーチャム	8,899
(出所)	1985年12月11日	トムソンフィナンシャル RCA	GE	8,721
9	1985年10月16日	ベアトリス	BCI	8,175
10				

・ M B O ( Management Buy Out )

子会社・事業部門の現経営陣が、資本関係において保有している企業等から、その事業の継続を前提として部門や株式を買い取って経営権を獲得することを言う。コネは資金力のない個人が主役となり、通常、新経営者以外の金融機関・ベンチャーキャピタリストがこの買収資金の提供者となる（図表10）。

図表10．日本におけるMBOの件数と金額



(出所)レコフ

・ M B I ( Management Buy In )

企業の従業員部ループが外部の個人や企業に依頼して自社を買収してもらい、経営を任せられるものである。これは、リストラなどで事業が売却されるような場合、経営陣が得体の知れないものに移るよりは、自分たちの手で、もしくは自分たちの選んだ人の手で事業を継続させようというときにとられる手法である。

## 第3節 日本のM & A小史

M & Aは、戦後の日本企業の発展プロセスでは必ずしも目立った役割を演じてこなかった。しかし、M&Aをさらに長い日本企業の発展の文脈で見れば、そうした特徴が戦前まで遡及できるわけではない。むしろ、戦前日本では、M&Aは企業の重要な成長戦略であり、事業再組織化の有力なツールであった。戦前日本のM&Aは、1900-1914年の小さな波、1920年代前半の波、1930年代半ばの波に分けることができる。

### (1) 我が国の工業化とM & A

わが国の工業化は、1890年前後からスタートし、その担い手は、財閥と後に呼ばれる非公開の同族企業群と、当初から株式会社を利用し、株式の分散した企業群から構成されていた。

このうち財閥の成長は一面では買収の歴史であった。三井、三菱の財閥が、官業払下げを通じて財を成したことはよく知られている。これまでの経済史では、官業払下げは、特権的な財閥に官有事業を低下価格で売却した側面を強調してきたが、実は官業払下げは、三井・三菱・浅野などの財閥による官営事業の買収であり、買収以前に巨額の赤字を計上していたこれらの事業は、当時の新興企業家のもつ経営ノウハウの移転によって再生することとなった。他方、この払下げによって岩崎（三菱）は後の三菱造船、三菱重工に繋がる造船所を、また三井は三井鉱山につながる炭鉱事業を得て、いずれもこれまでの金融、運輸業に並ぶ、新たな事業基盤を確保したのである。その後の財閥の成長過程でも、M&Aは主要な成長戦略の一つであった。例えば、別子銅山を事業基盤とした住友財閥は、下流の産業(同精練・同加工)、関連産業(金属)への多角化を既存企業の買収を通じて進めた。他方、日本の工業化を他方の極で担った、共同投資会社から出発した企業もまたM&Aを成長戦略として利用した。わが国の企業勃興は、松方デフレ収束後の1885～89年第1次、日清戦争前後(1890年半ば)の第2次と続くが、この企業勃興のあとの不況期には小さな合併の波動が現れ、その中心は繊維、食品、紙・パルプなどの産業であった。例えば、鐘紡などの大紡績企業は、不況期に買収を重ねることによって企業規模を拡大した<sup>8</sup>。綿紡績業の場合、プラントレベルの最小最適規模は比較的小さく、稼働率調整も工場レベルで可能であったから、合併の経済効果は、主要な原料である綿花取引のロットの拡大や、共通経費の縮小にあった。しかも、工業化初期から始まったM&Aは、古典的なシナジーを動機とする友好的買収ばかりではない。戦前日本では、工業化の初期から株式は広く分散されていたから、現経営陣と対抗関係にある同業他社による敵対的買収や、経営権をめぐる議決権<sup>8</sup> 1939年までの集計で、合併件数がもっとも多いのは、鐘淵鐘紡20件(観察年47年)であり、富士瓦斯紡績14件(観察年45年)、王子製紙13件(観察年47年)、東洋紡績13件(観察年44年)と続いた。(図表11)

図表 1 1 . 戦前のM&amp;A動向



## (2) 経済ショックとM&A 第1次大戦期、及び戦後のブーム

経済ショックとM&A 第1次大戦期、及び戦後のブームは1920年に終息し、以降昭和恐慌に至るまでデフレ的環境で推移することとなった。この間、M&Aは1920年代前半に小さな山を描きながら持続的に進展した。1920年代のM&Aは3つのタイプからなる。

まず、1つ目のタイプは、戦前最大の産業であった電力業における合併である。反動恐慌後、金融逼迫にともなう資金調達難などを背景に合併が進展し、この電力業の合併は、発電設備の拡大と電力系統の整備を促し、発電費用の削減をもたらした。合併方法は、大型の合併・買収の場合には、株式交換の合併が多く、小型の買収では、社債の発行による現金買収が中心であった。買収を円滑に進めるために、被買収企業の資産を過大に評価して多額のプレミアムを払う事例もあったが、総括的には、電力、送電連携によるネットワーク外部性の創出に寄与し、卸売(工場向け電力価格)の傾向的低下をもたらした。例えば、東京電燈は、14件の合併を通じて水利権を含む発電設備を確保し、これらの設備を、新規投資を通じて結びつけ効率的な電力ネットワークを形成した。

そして2つ目のタイプは、参入障壁が低く、そのため「過当競争」に繋がる傾向の高い産業(セメント、人造肥料など)の価格安定を動機としたM&Aである。これらの産業ではしばしば「濫売戦」が繰り広げられ、そのため価格カルテルが形成された。リーダーとなる上位企業は販売割当てなどで譲歩しながら、競争制限を図ったが、カルテルの拘束力は低かった。そのため上位企業は非協調的な企業を買収、またはそこに資本参加する戦略をとったのである。同質財における独占形成の教科書的ケースである。ただ、このM&Aは必ずしも独占レントの抽出に帰結したわけではない。参入障壁の低いこれらの産業では高価格の人為的な維持は、新規参入も招くため不可能であったからである。これらの部門におけるM&Aは、価格の安定を通じて、投資を促進したと見ることができる。

最後に3つ目のタイプは、第1次大戦ブームの崩壊というサプライショックのために過剰設備・過剰債務の顕在化した企業の事業再組織化を動機としたM&Aである。その典型的事例は、大戦期に急拡大した鈴木商店の破綻とその傘下企業の再組織化である。金融恐慌で破綻

した鈴木商店の傘下企業は財閥系企業によって買収された。日本製粉は三井物産の子会社となり、物産からのノウハウの注入によって再生が進展した。また、先進的な窒素肥料プロジェクト(クロード窒素)は三井鉱山に買収されることによって再生した。このようにM&Aは、反動恐慌(サプライショック)により業績を悪化させた企業の再組織化に寄与したのである。

### (3) ブーム期のM&A

1930年代は、戦前の日本におけるM&Aのピークでもあった。この時期のM&Aを特徴は3つある。

まず、1つ目の特徴は、統合による規模の経済性の実現を目的とする大型合併が行われたことである。1934年の官営八幡製鉄所と6民間企業が合併して日本製鉄が設立された。合併評価額の合計が、3億6千万円(八幡2億8千万円、民間6社計8千万円)に達する大規模な合併であり、被合併民間企業には新設の新日本製鉄の株式が交付された。また、製紙(王子製紙・富士製紙・樺太製紙)、ビール(大日本麦酒と日本麦酒鉱泉)でも大合同が実現された。武田(1987)の分析によれば、いずれのケースも合併にあたって資産の過大評価が回避され、合併後、原単位の低下など生産性の上昇が着実に進展したから、これらのM&Aは組織効率を引き上げたと評価することができる。

そして2つ目の特徴は、1930年代は、財閥傘下企業の再編が進展したことである。1934年には、三菱造船と三菱航空機が合併して、三菱重工が成立し、同年、住友鑄鋼所と住友伸銅の合併により住友金属の設立を見た。同時に両者は、この機会に株式を公開し、資金調達の選択枝を広げることとなった。

最後に3つ目の特徴は、この時期には株式ブームを背景に、ビッディング企業が自社、または傘下企業の高株価を利用してM&Aが進展したことである。著名な事例は、日産コンツェルンの形成である。1928年、久原鉱業を、公開持株会社日本産業(以下日産)と日本鉱業(鉱業部門の現業会社で日産の100%子会社)に再編成した日本産業は、日本鉱業の高収益を背景に同社の株価が上昇した1934年以降、傘下企業(日本鉱業・日立製作所)の株式公開と組み合わせた積極的なM&A戦略をとった。その特徴は、事業戦略の面では、リスクの分散を明確な目的として、水産業、石炭化学、金融などの分野へのコングロマリット戦略をとった点にある。鮎川義介はこれを持株会社による「利潤の平衡性」の実現と呼んだ。また、手法としては、日産株の高い評価を背景に、株式交換を通じていったん対象企業を合併し、財務・実物面で事業を整理のうえ、当該事業を分離独立して、収益が安定すると公開するというプロセスを繰り返した。最初の事例は、1934年の大日本製氷であり、当時株価125円程度を示していた日産は、株価が25円程度に低迷していた資本金3000万円の大日本製氷を1:4の交換比率、つまり、25%程度のプレミアムを提供していったん合併し、その後、同製氷部門を分割し、傘下の日本食料工業と合併させた。その上で、日産は翌35年に同社保有の日本食料株を公開し、多額の売却益を得た。こうした操作を日産の鮎川は、「企業浄化」と呼んだが、それを通じて、日産による積極的なM&Aは、昭和恐慌によって過剰債務・過剰設備に直面した企業の財務・事業面の再組織化に寄与したと見る事ができる。

### (4) 戦時・戦後改革期

日中戦争の開始から第2次大戦、そして、GHQの指令下に一連の改革が試みられた占領期には、M&A、またその逆である会社分割に関する企業の意思決定は大きく制約された。もっとも、戦時時期にも、そこに特有の環境のなかでM&Aは進展した。紡績業などの民需向け産業では、原料供給の制約のため、合併が促進され戦前60数社あった企業は最終的に10社に集約された。銀行業では、一県一行主義に基づいて集約化が進められ、1931年に683行あった普通銀行は45年には61行まで減少した。また財閥系企業あるいは各部門の上位企業は、買収を積極的に展開した。その主要なモチーフは、必要な技術、あるいは原料制約の確保であり、戦争運営のために高い経営能力を持つ財閥が垂直的な統合を試みた。この結果、3大

財閥の規模は急拡大し、その一般集中（払込資本金 / 全国払込資本金合計）は、1937年の12%から敗戦時には25%まで上昇した。また上位30社の一般集中は、1937年の26.8%から敗戦時には37.6%に達した。

しかし、この極限まで集中した産業組織は、戦後改革の対象となった。集中排除政策は、当初の計画からは後退したとはいえ、既述の日本製鉄・大日本麦酒・王子製紙など18社に対して分割を指令し、並行して進められた企業再建整備によって50社以上の企業において大規模な分割、営業譲渡が実施された。一転して企業組織は分割の時代を迎えたのである。こうしたGHQの政策によって創出された高度な競争的な産業組織のもとで、戦後の日本企業は出発した。1949年から物価の安定とともに経済統制が解除され、M&Aを含む経営決定の自由を回復した日本企業の経営者が、最初に直面したのは敵対的買収の危機であった。財閥解体・企業再建整備措置による徹底的な株式所有の再配分の結果、日本企業の所有構造は高度に分散し、しかも、企業再建整備のため企業の資本構成は過小資本化していた。他方、復興過程にある企業の収益は不安定で、戦後の不確実性の支配する状況の下で、株価はボラティルな動きを示す一方、著しく過小評価されていた。1950-54年の上場企業126社の平均PBR（株価純資産倍率 = 企業価値 / 純資産（総資産時価 - 負債））は、固定資産を時価評価しても0.5を上回る程度であった。その結果、買収による裁定機会は増加し、実際、三井不動産（旧三井本社の不動産部門）、開東不動産（旧三菱本社の不動産部門）が買占めを受けたのである。

もっとも、敵対的買収といっても、反独占、経済力集中排除、銀行による産業支配の排除の方向に政策が傾斜した戦後改革直後のこの時期には、事業法人・金融機関による他の企業の買収は困難であり、その中心は反社会的勢力を含む個人であった。こうした背景の下で、企業が安定化株主化を進め、政府のこの安定化政策を支援したことはよく知られている。

#### （5）高度成長期：なぜM&Aは低調であったか

1950年代半ばにはじまる高度成長期から第2次石油ショック後の1980年代までM&Aは日本企業の間では低調であった。もちろん、M&Aが皆無であったというわけではない。1950年代には占領期に分割された企業の再合併が進展した。例えば、1958年には北海道酪農とクローバー乳業が合併して雪印乳業が設立された。また1964年には、戦後改革期に地域分割された三菱3重工の再統合が実現した。さらに1960年代後半には、資本自由化による海外企業の買収の危険から、日産とプリンスの合併、トヨタと日野の提携などの再編成が進む一方、1969年には新日本製鉄が成立した。他方ダイエー、ジャスコ（2001年にイオンに社名変更）に代表されるように流通業などを中心に小規模な買収を繰り返して成長を実現する企業も見られた。しかし上場企業間の合併は、年平均件数でみて1956-64年に4.2件、65-73年で5.2件にとどまった。また、70年代に入ると、上場企業数の増加にもかかわらず、かえって減少し、74-82年では1.8件、83-91年では2.3件であった。90年後半に至るまで、国内企業間のM&Aは非常にまれであった。では、M&Aはなぜ非常に少なかったのか。

持続的な成長過程にあった戦後には、M&Aの契機の一つであるサプライショックに直面することが少なかった。実質売上成長率が年率10%を越える水準で成長する中で、石炭業など一部産業を例外とすれば、過剰設備が構造的に発生するという事態はまれであった。確かに、1973年、日本経済は石油ショックに見舞われるが、翌74年のマイナス成長を記録した後、75年以降4-5%の成長率を維持していた。M&A市場における買収対象企業の供給をもたらす経済ショックの規模は小さかったと見てよからう。また、この潜在的なターゲットの供給が少なかった点に関して、戦後形成されたメインバンクの救済が重要な役割を演じた。通常、財務危機に陥り経営が悪化した企業は買収の対象となりやすいが、戦後日本では、メインバンクの経営再建への関与によって、「自主再建」をとるケースが多かった。メインバンクは債務の切捨て、金利の減免などの救済措置を与える一方、いったん顧客企業の取締役会を事実上乗っ取って、再建のイニシアティブをとり、業績が回復すると経営権が内部者に



移転した。つまり、買収による事業再建に代替するメカニズムが存在した。この結果、買収の対象となる企業の供給が僅少であったとみられよう。

もっとも、米国の経験に照らせば、また、日本の1930年代の経験から見ても、もちろん、自主再建ばかりではない。メインバンクが介入し、同業、関連企業に再建への協力を依頼する場合もある。M & A は、むしろ経済のブーム期に発生するから (Shleifer and Vishney 1992, Andrade2004)、高成長のみでは低調なM&Aを説明できない。シナジーを期待して、あるいはグリーンフィールド投資に代替するものとして潜在的にM&Aが利用される可能性がある。では、なぜ低調であったか、この点については、戦後改革期から高度成長期初期に形成された制度的要因が重要であろう。第1に、独占禁止法が比較的厳格に運用され、水平的合併を抑制していた。新日鉄の設立は、独占禁止法上、大きな争点となったし、王子製紙を中心とした再合併計画は独禁法を考慮して中止された。第2に、戦後の日本企業が、長期雇用システムを基盤に企業特殊の熟練を蓄積しながら成長を実現して来たために、雇用慣行、より広くいえば、企業文化の異なる2社の合併には大きなコストがともなった。第3に、系列毎のワンセット主義と言われた仕組みが、系列を超えた水平的な合併を抑制していた。成長部門を担った企業は、いずれも6大銀行と密接な関係を持ち、その銀行が中核となって形成される企業集団のいずれかに属した。その結果、たとえば規模の経済性が期待されても、ある企業が、系列を超えて別の企業の合併や買収を試みることは後者(ターゲット企業)のメインバンクの同意が容易に得られないために困難であった。また、この6大企業集団が、銀行を中心に株式相互持合いのネットワークを形成していたことは、市場における株式取得による合併・買収を困難にした。こうしてグリーンフィールド投資の代替としてのM&A戦略のコストは、実際には禁止的に高まった。

海外企業買収の波必ずしもこれまで十分に注目されてこなかったが、1990年代後半から始まる国内企業間のM&Aに先行して1980年代後半には、日本企業による海外企業のM&Aのラッシュが始まった。件数ベースでみると日本企業による海外企業の買収は、1985年の100件前後から増加し、1990年には500件を超えてピークに達した。このなかには、に要約した大型案件も含まれる。松下のMCAの買収7800億円、ソニーのコロンビアピクチャーズの6400億円などの大型買収が、特に89、90年に集中した。産業は、繊維、食品、化学、薬品、電気機械、小売、卸売、不動産に集中していた。

この海外企業に対する買収の波については、しばしば円高の影響が指摘される。円高によって買収価格が実質的に低下する中で、企業は成長戦略としてM&Aを利用し始めたのである。しかし、同様に円高が急進展した1978年、あるいは、1993-5年には、海外企業に対するM&Aが波動を描いて増加したことはなかったから、1980年代後半に固有の要因が求められよう。その要因としては、基本的に日本企業が資金制約から緩和された点が重要であろう。最初の円高の時期には、まだ日本企業の資本構成は負債(借入れ依存度)が高く、しかも、1980年以前は、外国為替管理法の規制があったため、海外企業の買収は困難であった。それに対して、1980年代後半の日本企業は、資金制約を大幅に緩和されていた。企業の内部資金は潤沢になり、しかも、株価の急騰の結果、エクイティ関連債の発行を通じて、容易に資金調達が可能であった。また、社債発行市場の規制緩和の結果、優良顧客が社債にシフトし、多額の遊資の発生した銀行は、顧客企業の海外進出の一環としての買収のために、資金を供給したのである。ところで、1980年代後半に多数行われた日本企業の海外企業買収は、その後、資産の売却や撤退を余儀なくされることになり、結果的に失敗したケースが多く見受けられる。例えば、1989年にロックフェラー・センターを買収した三菱地所は、1995年に傘下のロックフェラー・グループの不動産管理会社2社の再建案を発表し、千億円余りの固定資産除去損を残す形で、事実上の撤退となった。また、1990年にエンターテイメント大手のMCAを買収した松下電器産業は、わずか5年後の1995年に全株式の80%を売却する結果となっている。このように、バブル期に海外で実施されたM&Aでは、大きな損失を生んでいるケー

スが多い。厳密な評価は今後の実証を待たねばならないが、この意味で、80年代末の海外企業の買収は、国内の金融市場の特殊な条件に支えられた過大な進出の側面があった。

## (6) 1990年代後半からのM&Aの波動

### ・戦後初のM&A波動：その発生要因

戦後改革期以来、低調に推移していた国内企業間のM&Aは、1990年代末から急速な増加を示すこととなった。表7は、合併と2億以上のM&Aのデータから、Harford(2005)の手法に習って、シミュレーションを通じて、各産業ごとのM&A波動を特定化したものである。産業分類はレコフデータの33分類を一部統合して29部門に集約し、金額の判明する2億円以上のM&Aを対象とした。基本的な手法は、まずMichell and Muller(1996)に従い、M&Aの波動の特定化を目安として24ヶ月のM&A件数の合計値に注目し、同一産業の期間中(1995 - 2004年、120ヶ月)に公表されたM&A件数の合計が、毎月120分の1の確率でランダムに発生した場合の24ヶ月のM&Aの合計値を1000回シミュレーションする。つぎに、実際の24ヶ月合計のM&A件数と、この1000回の分布を比較し、もし実際のM&A件数が、シミュレーションされたM&Aの発生分布の95%の範囲を超えていれば、M&A波動と特定する。例えば、小売業の総数158件のM&Aのうち38%、つまり、84回が2001年2月から始まっている。他方、M&A総件数について、1000回のシミュレーションされた分布における95%の範囲を超える24ヶ月のM&Aの最大値累積値は57回、総数の36%である。したがって、小売業では、M&A波動が2001年2月から始まったと見ることができる。推計結果を要約したものによれば、1990年代後半について、13産業においてM&Aの波動を特定できる。より詳しく見れば、国内企業間のM&Aは、まず、1998年に石油、紙・パルプ、非鉄金属などの伝統的産業から始まり、1999年には銀行・保険部門のM&Aが続いた。さらに2001年から小売、電機機械産業のM&Aが急増し、2003年には情報通信産業など技術革新の急速なIT産業のM&Aが活発化した。1997年から戦後はじめてM&A波動が発生した主要な要因は、おおよそ以下のように理解できる。

長期不況による設備・負債・雇用の過剰が古典的なシナジー、事業再組織化を動機とするM&Aの条件となった。とくに、1998年から製紙・窯業・鉄鋼、さらに金融部門における再編成の進展は、この過剰設備によって説明できる。

規制緩和、技術革新が、もう一つのM&Aの増加の要因であった。01年からの流通、03年からの通信のM&Aのブームの一部はこれに基づくとみることができる。

M&Aの増加には、企業結合に関する法整備も重要であった。持株会社の解禁は、既存企業の上に新たに持株会社を設立することを可能とし、当事者企業が独立性(企業文化)を維持しながら、統合の利益を実現することが可能となった。近年の製造業・金融部門の大型合併の実現はこの制度変更なしには不可能であった。また99年の株式交換の導入は買収の急増の条件となった。

M&Aの拡大には、1999年から進展した金融緩和も促進的な役割を演じた。これがピーディング企業の資金面の制約を緩和した。

さらに、制度的には、高度成長期にM&Aの発生を阻んでいたメインバンク関係が後退し、株式相互持合いが急速に解体したことも重要である。こうしてM&A市場における供給サイド・需要サイドの制度的制約が緩和された。

最後に、M&Aの増加が、内外の投資銀行のM&A市場の参入を促し、M&Aの仲介、valuationなどに関するインフラが整備されたことも重要な条件であった。

### ・M&Aブームの特徴

第1に、形態的には、上場企業間の合併が98年以降急増して、99年に38件とピークをつけたあと、減少を示すのに対して、買収は一貫して増加した。この背後には、株式の買収対価として可能とした既述の制度改革が重要な意味をもったと見られる。部門別には、合併

は伝統的な製造業、および金融部門に多く、株式交換を伴う買収はIT 関連の新興産業に多い。

第2に、M & Aは基本的に水平合併を中心としていた。同一産業同士のM&Aと定義される水平型M&Aの割合は、ビディング企業側から見た場合62.1%に達し、アメリカを除くOECD諸国とほぼ同水準である。水平型M & A が多く見られる産業は、食料品(62.7%)、パルプ・紙(79.4%)、化学(63.8%)、医薬(56.3%)、ガラス・土石製品(57.5%)、電気機器(60.4%)、輸送用機器(56.2%)、情報・通信(62.4%)、銀行(56.9%)、証券(73.9%)、保険(66.7%)である。伝統的産業と金融業においては、水平型M & Aが多いことが分かる。また、M & Aの中心産業の一つであった情報通信部門でも、同一の産業内のM&Aが多かった。

第3に、1990年代後半に入って、新規投資の代替としての戦略的M & Aが増加した。このことは、2000年以降のM & Aの増加が主として、買収・営業譲渡に基づくという既述の観察とも整合的である。近年のM & Aを通じた成長の事例として著名な日本電産は、「動くもの、回るもの」という自ら設定した事業ドメイン内で、自社に不足した技術に焦点を合わせて中・小型の企業のM&A(23社に上る)を繰り返し広げて急速な成長と競争力の向上を実現した。同様のパターンは、流通におけるイオン、情報通信における楽天などにも観察できる。また、この中・小型の買収を繰り返す戦略は、日本の場合、いまだM&A戦略をとる企業が少ないため、買収プレミアムを払う必要がなく、割安な購入が可能になる、あるいは、企業文化を買収対象企業に移植することが相対的に容易であるといった要因に支えられたとみることができる。

第4に、外国企業による買収が初めて増加したことである。この海外企業によるM&Aは、電機、化学・医薬、輸送(自動車)、小売に集中している。ルノーによる日産自動車の資本参加、海外金融機関による日本企業の買収、資本参加が大型の案件である。こうした外資系企業の日本企業の買収・資本参加は、被買収企業に買収企業のノウハウ、組織能力が移転され、価値創造につながることを期待された。最後に、買収の主体としてあらたに投資ファンドが出現したことも近年の特徴である。当初外資(リップルウッド、サーベイランス、コロニーキャピタル)を中心に、その後国内金融機関の参入により設立された再生ファンドは、銀行から不良債権を買取り、さらにその債権と株式の交換(デットエクイティスワップ)によって、過剰債務企業の株式を保有し、その再生にイニシアティブを取った。この企業再生ファンドの組成に対しては、日本政策投資銀行の出資が重要な役割を演じた。

他方、2000年代に入るとアクティビスト、あるいはコーポレート・ガバナンス・ファンドと言うべきファンドがM & A市場に参入した。近年スティール・パートナーズや村上ファンドなどによる大量買付、公開買付(TOB)が試みられ、現経営陣の経営政策に変更を迫った。こうしたファンドは事業チャンスが乏しいにもかかわらず社内に過大な資金を留保しているか、大きな含み資産を抱えるなど裁定の機会の高い企業、つまりPBRが1を大きく下回り、しかも資産の流動化が容易な企業を主たるターゲットとした。

### ・ 国際的特徴

他方、近年の急増したわが国のM & Aは、国際的に見てもいくつかの際立った特徴をもっている。

第1に、既述のとおり、敵対的買収が見られるようになったものの、その件数は圧倒的に少ない。の国際比較にも印象的なように、日本は韓国と並んで、1990-99の集計では敵対的買収はゼロである。2000年以降の買収でも、戦略的M & Aが敵対的買収の形を取るケースは著しく限られており、多くは成功していない。敵対的買収の圧力は、金融面から現経営陣に強い規律を加え、経営者に資本コストの意識を強めさせる契機となりつつあることは疑いが無いが、外部者に実際に経営権が移転し、現経営陣を排除して、新たな経営方針を採用するといったケースはほとんど観察されない。我が国の増加するM & Aは、友好的買収によって特徴づけられる。

第2に、国際的に見れば、TOBも多くない。TOBの件数は、1990年以降の累計でも100件強に留まる。また時期的にはTOBは1998年以降増加し、通信、小売、ファンドを主体とするM&AでTOBが利用されはじめたものの、その中には、ソニー、松下電器、NECなどが実施したTOBに見られるように、株式交換により上場連結子会社を完全子会社する際にTOBを利用するケースも多い。

第3に、1999年以降のM&Aの波動は、米・英・仏・独との比較では、買収企業が、被買収企業の株主と直接に交渉するというprivate negotiationの14比重に関して、日本が5カ国中もっとも高い。また、合併・買収以前に、ビッディング企業がターゲット企業の株式を保有している比率に関しても、米・英に比して、日・独・仏の比率が高く、なかでも日本のケースがもっとも高い。これは、90年代後半のM&Aの増加が部分的にグループの再編によるためである15。また、立ち入った検討の必要があるが、M&Aの仲介手数料の5カ国比較では、日本が最も低く、上記の特徴と整合的である。さらに、表10によれば、日本の場合、被買収企業に発生するプレミアム（提示価格と公表4週間前の市場価格の差）が異常に低く、唯一マイナスである。Jackson and Miyajima（2006）は、2000年代前半について被買収企業のプレミアムを5カ国間について比較し、米・英・仏・独では平均25-30%のレンジの買収プレミアムを示すのに対して、日本企業の買収プレミアムの平均が10%にとどまることを示した。

以上の特徴は、日本で形成されつつあるM&A市場が、arm's lengthな関係によって特徴付けられる英米と異なり、独・仏と共通にcoordinationを基礎とする関係によって特徴づけられることを示している。M&Aの急速な増加は、この意味で米・英と同型のMarket for corporate controlがわが国に直ちに創出されているのではなく、それとは異なるcoordinationを基礎とし、友好的なM&Aを中心とした市場が形成されつつあることを示唆している。

### ・ M & Aの長期動向

マーケット別に見たM&A件数の推移は以下の点が確認できる。

第1に、1980年代後半から1990年にかけてIN-OUT（日本企業による海外企業のM&A）の件数が増加している。1980年代後半における全M&A件数に占めるIN-OUTの割合が平均51.5%であったのに対して、2000年代前半におけるIN-OUTの割合は平均14.6%である。このことは、1980年代後半においては、日本経済の好景気に支えられ、日本企業の海外への進出が本格化したことを示している。ソニーによるCBS、コロムビア・ピクチャーズ・エンターテインメントの買収、プリズトンによるファイアストンの買収などが、その例である。

第2に、1990年代後半から2000年代前半においては、IN-IN（国内企業同士のM&A）の取引件数が急速に増加した。1980年代後半において平均232件であったIN-INの件数は、2000年代前半には平均1497件となっており、約6.4倍に増加している。また、全M&A件数に占めるIN-INの割合は、1980年代後半には平均44.6%であったが、2000年代前半においては平均76.3%とその比率を高めている。近年のIN-INの取引の特徴としては、業界内の国際競争の激化等を背景にした業界内再編という点があげられる。鉄鋼業界をみると、韓国や中国の企業の台頭による激しい国際競争を受けて、2002年にNKKと川崎製鉄はJFEホールディングスを設立し、経営を統合した。製鉄所の一体運営や生産の集約を図ることでコストダウンを実現し、また安定供給を可能とすることで価格競争力を向上させ、国内においては新日鉄と並び2強体制となっている。それだけではなく、日本企業によるグループ内再生やリストラクチャリングも行われている。例えば、松下電器産業は、2004年3月に、松下電工への出資比率を32.8%から52.7%へ引き上げ、連結子会社化している。その背景には、連結会計制度の導入により、企業の売り上げや収益などが連結子会社を含めたグループ単位で捉えられるようになったことがある。また、グループ企業同士の商品分野における競合を回避し、販売や営業においてシナジーを期待することができる。

第3に、1990年代後半から2000年代前半におけるOUT-IN（海外企業による日本企業のM&A）の増加が特徴的である。OUT-INの件数は、1998年前後から急激に増加している。その件数は、1990年代前半の平均27件に対して、2000年代前半には平均163件となっており、約5.9倍に増加している。また、全M&A件数に占めるOUT-INの割合は、1990年代前半が平均5.5%、2000年代前半が平均8.4%であり、徐々に全体に占める割合が高まってきた（図表12）。

図表12 . M & Aの取引件数の推移

MARRおよびレコフ データベースより作成

	IN-IN		IN-OUT		OUT-IN		OUT-OUT		Total
	件数	比率(%)	件数	比率(%)	件数	比率(%)	件数	比率(%)	
1985	161	61.9	77	29.6	21	8.1	1	0.4	260
1986	223	53.3	178	42.6	14	3.3	3	0.7	418
1987	207	54.2	156	40.8	17	4.5	2	0.5	382
1988	218	41.7	285	54.5	14	2.7	6	1.1	523
1989	246	38.1	380	58.9	11	1.7	8	1.2	645
1990	268	35.5	459	60.9	19	2.5	8	1.1	754
1991	310	48.6	292	45.8	18	2.8	18	2.8	638
1992	254	52.6	179	37.1	29	6	21	4.3	483
1993	236	59.4	108	27.2	24	6	29	7.3	397
1994	250	49.5	187	37	33	6.5	35	6.9	505
1995	255	48	208	39.2	33	6.2	35	6.6	531
1996	321	51.7	226	36.4	31	5	43	6.9	621
1997	454	60.3	215	28.6	51	6.8	33	4.4	753
1998	488	58.5	213	25.5	85	10.2	48	5.8	834
1999	718	61.4	248	21.2	129	11	74	6.3	1169
2000	1066	65.2	361	22.1	175	10.7	33	2	1635
2001	1190	72	282	17.1	158	9.6	23	1.4	1653
2002	1354	77.3	258	14.7	129	7.4	11	0.6	1752
2003	1352	78.2	211	12.2	158	9.1	7	0.4	1728
2004	1677	75.8	318	14.4	207	9.4	9	0.4	2211

IN-IN:国内企業間のM&A

IN-OUT:国内企業と海外企業のM&A

OUT-IN:海外企業による国内企業のM&A

OUT-OUT:日本企業の海外法人によるM&A

## 第4節 M&A の増加の要因

経済全体である期間にM & A件数が大幅に増加(その後急減)する要因については、これまで以下の2つの仮説が提示されている。

第1の仮説は、産業レベルでの成長性や収益性に対するショックに注目する見方である。Mitchell and Mulherin (1996) やHarford (2005) は、M & A 活動が特定産業に集中することを確認した上で、産業内、あるいは産業間での資源の大規模な再配分を必要とするような成長性や収益性へのショックが起こった場合に、M & A がこの資源配分の有効な手段として用いられる結果として、M & A 件数が急増すると主張している。この場合、成長性や収益性に影響を与えるショックとしては、石油ショック等の投入材価格の急激な変化や技術進歩、さらには規制緩和なども含まれる。ある産業に対する規制緩和は、その産業の競争レベルに影響を与え、結果としてM & A に対するインセンティブを変化させるのである。

こうした、産業間、あるいは企業間の相対利益に影響を与えるショックにマクロ的なM & A の増加の要因を求める見方は、しばしば新古典派の見方と呼ばれる。この考え方によれば、産業レベルでの成長性や収益性へのショックがM & A を行うインセンティブを与えることになるが、さらにM & A が経済全体で用いられるようになるには、比較的低い取引コストを必要とする点をHarford (2005) が強調している。すなわち、M & A 件数の増加が資金の流動性が高い場合においてのみ成立していたことを報告し、マクロレベルの資金の流動性がM&A活動における資金制約を緩和し、結果として全般的なM & A 件数の増加につながることを指摘しているのである。

第2の見方は、Market driven 仮説と呼ばれるもので、その特徴は株式市場の非効率性を仮定する点にある。米国の1980年代のM & A ブームでは、LBOなどキャッシュを支払い手段としたM&Aが多かったのに対して、93年からのM&Aの増加は、株式交換を中心としていた。この点に注目してShleifer and Vishny (2003) は、マーケットの評価がファンダメンタル・バリュウより高いという情報を持つ経営者は、自社株式との株式交換を利用した買収を通じて利益を得るインセンティブを持つこと、そして近視眼的な対象企業の経営者は、長期的に予想される利益を無視して、買収企業からの好ましい条件に応じて自社を売却するインセンティブを持つ可能性を理論的に指摘した。また、Rhodes-Kropf and Viswanathan (2004) も、株価がマーケットにより過大評価されている企業は、株式交換によるM & A を実行するインセンティブを持つことを理論的に示している。彼らのモデルでは、買収企業の経営者は自社の企業価値についての完全情報を持つ一方、対象企業の経営者は、M & A によって得られる将来のシナジーを正確に算定できないと仮定する。そして、株式市場が高騰している場合に、完全情報を持たない対象企業の経営者は、将来のシナジーへの過大な期待に基づいて、過大評価された買収企業の株との交換による買収の提案を受け入れるのである。

以上2つの理論モデルに共通するのは、Market driven 仮説にしたがって経営者がM & A を行う場合、その手段として株式交換を用いる点である。以上の2つの仮説のいずれにおいても、株式市場において全般的に株価が上昇している場合に、M & A 件数が増加することが期待される点は重要である。そして、米国のM & A 活動に関する様式化された事実として、M&A件数の増加が株式のブーム期に起こることが指摘されている。たとえばGolbe and White (1988) は、株式評価とM&A 活動に正の相関関係があると報告しているし、Clark and Ioannidis (1996) においては、M & A の件数あるいは金額と株式市場との因果関係が示されているのである。このような株式市場における株価上昇とM & A の関係に対して理論的には、Jovanovic and Rousseau (2002) が、M & A は企業によって行われる投資の形式の1つ

であり、トービン q 理論によって説明できると主張している<sup>1</sup>。すなわち、企業価値に対する資産の再取得価値の比率で測られる q が上昇するほど、企業の M & A が行われる可能性が高くなるのである。他方、Shleifer and Vishny (1992) は、流動性制約に注目し、M&A件数の増加が株価の上昇期に起こる理由は、キャッシュフローの増加がファンダメンタル価値を上昇させ、資金制約を緩和するためと説明している。

## 第5節 M & A と 1990 年代の日本企業の直面した法改正

M & Aの増加を考える上で、以下で述べる法制度の変化は「M & Aに関するインフラの整備」として、近年のM & Aの増加に対して大きな影響を与えたと考えられる。

近年のM & A関連の法制度の急速な変化について簡単に概観する。実際、M & Aの増加を考える上で、以下で述べる法制度の変化は「M&Aに関するインフラの整備」として、近年のM & Aの増加に対して大きな影響を与えたと考えられる。

まず重要なものとして、1997年6月の独占禁止法改正による持株会社の解禁がある。よく知られているように、1947年の原始独占禁止法の制定以来、日本では純粋持株会社の設立が厳格に禁止され、戦後の企業の組織選択を規制する枠組みとなっていたが、この規定が排除された。純粋持株会社とは、株式を所有することを唯一の主たる事業目的とする企業であり、自らは事業を行わずグループ全体の戦略の立案および調整やグループ会社の監督や監査に特化する企業のことである。M&Aに対する持株会社解禁の利点は、事業部門の株式会社化により売買の手続きが容易になる点や、買収側から見て買収後に必要な管理部門等の合理化を最小限に抑えられる点に求められる。99年以降進展した金融業、製造業の持株会社設立は、これまでの合併に代えて、持株会社が利用された。

第2には、1999年10月施行商法による株式交換および株式移転制度の導入があげられる。これは株主総会の特別決議があれば少数株主を強制的に排除することを可能にした制度である。少数株主が排除され100%子会社となる会社を完全子会社といい、親会社を完全親会社という。また、親会社の株式が子会社株主に交付され子会社株式と強制的に交換させる取引を株式交換という。これにより、会社の買収等において、キャッシュではなく親会社の株式を利用して子会社を完全に買収することが可能となった。例えば、松下電器は、それまで、上場子会社であった松下通信工業など5社をこの株式交換を通じて完全子会社化した。グループ企業間の事業重複を整理する一方、子会社の少数株主を排除することによって、グループレベルでの資源の集中、開発、製造、販売などの機能の統合化を図った。一方、自己の株式を100%所有する完全親会社を自己の上に新たに設立する取引を株式移転という。この場合は、自己の株主に新設親会社の株式が交付され、自己の株式と強制的に交換される。これにより、共同持株会社を利用した合併が容易となった。本制度の実際の利用状況について、企業買収に当たって完全買収の手段として使われることは少なく、上場子会社の完全子会社化といったグループ内再編の案件と複数企業が共同で新設の完全親会社の傘下に入る共同株式移転といった経営統合案件に使われることが多い。実際、旧事業法人は別法人として存続するため、人事・組織面での摩擦が回避でき、スムーズな事業統合を可能とした。

第3に、2001年4月施行商法による会社分割制度の導入が重要である。これは、事業の別会社化とその処分を容易にする制度である。株主総会の特別決議があれば、自社の内部に存在する事業を別の会社に譲渡し、対価として譲受会社の株式を受領する。分離する営業の受け皿が、新設会社の場合と既存会社の場合で、新設分割と吸収分割があり、対価が営業を譲渡する会社に支払われる場合を分社型分割、譲渡する会社の株主に支払われる場合を分割型分割と呼ぶ。同制度によって、これまで現物出資による分社化にあたって必要とされた裁判所の選任する検査役による検査や、債権者の同意の取り付けといった要件が緩和され、主力事業を分離・分社化して、純粋持株会社による子会社管理を行うという戦略的経営、グループ内の事業再編成、複数企業の同一事業部門の間での提携・統合、一部事業部門の分離・分社化した上で、他のグループへの移転といった、事業再編戦略をとることが可能となった。



図表 1 3 と図表 1 4 には 1990 年代後半以降の様々な法改正がどのように M & A に使用されたのかが示されている。この表から、株式交換が買収に用いられるケースが増加していること、会社分割が主に企業グループ再編に利用されていることがわかる。最後に、会計基準の変遷も M&A を取り巻く環境に影響を与えている。日本の会計基準は、アメリカ基準 (USGAAP) やヨーロッパ基準 (IAS) に比べて著しく開示レベルが劣っていた。そのため、外国の企業が日本企業に対して M & A を行おうとしても、財務諸表が会社の実態を正確に反映していない恐れがあった。1999 年には保証類似行為の開示が、2000 年には実質支配基準による連結が開始された。また、単体決済主体から連結中心に改められ、連結キャッシュフローの開示が義務付けられ、税効果会計も始まった。そして、2001 年には退職給付債務の時価会計が、2002 年には持合株式の時価会計が導入されている。

以上のような経済法・会計・税制改革によって、M & A の総数は制度改革が本格化した 1997 年の 753 件から急速に増加し、2005 年には 2725 件となっている (図表 1 5)。

図表 1 3 . 株式移転、株式交換、会社分割活用件数

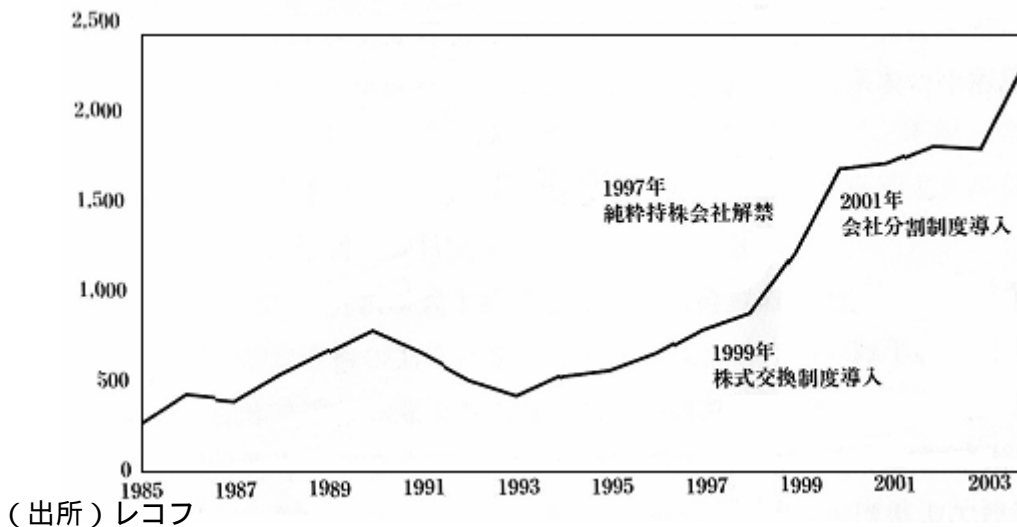
株式移転、株式交換		M&A			Total
	合併(株式移転)	合併(株式交換)	買収		
1999	4	0	10	14	
2000	10	0	21	31	
2001	8	1	17	26	
2002	7	1	29	37	
2003	6	2	13	21	
2004	8	2	68	78	
2005	8	3	68	79	
Total	51	9	226	286	

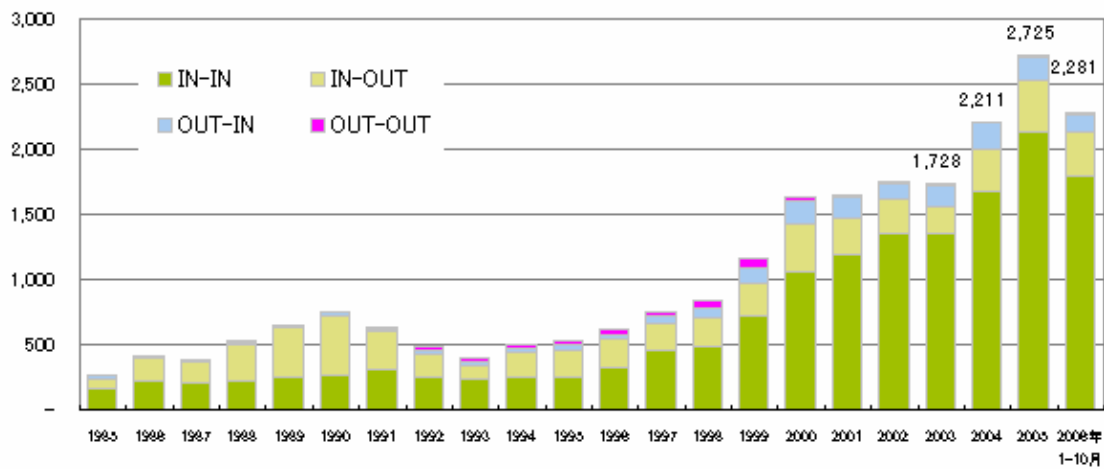
会社分割		M&A					Total
	M&A	企業グループ内	100%子会社	分社・分割	持ち株会社	外国企業	
2001	29	68	0	47	9	0	153
2002	37	92	0	84	15	0	229
2003	31	86	0	64	14	1	196
2004	57	85	0	68	25	1	234
2005	53	96	0	89	41	3	282
Total	207	427	0	352	104	5	1094

(出所)レコフMARRより

図表 1 4 . 法改正と M&A の件数推移



図表15. 日本におけるM&Aの件数



(出所)レコフ

## 第3章 分析

第1章では、著しい増加が続くM&Aについて、それが持つ経済性とその重要性に言及し、論を進めてきた。続く第2章では、M&Aとは何かについて詳しく述べると共に、近年のM&Aの増加の背景について、それぞれの要因について詳細に述べ、その現状を明らかにしてきた。また米国の参考文献について言及し、米国におけるM&Aの実態とその効果について考察してきた。本章では、米国での先行研究を踏まえて、日本におけるM&Aが与える影響を述べていく。そのために、日本で行われたM&Aについてサンプルを収集し、それをもとにM&Aが与える経済的影響について実証研究を行った。第1節では、サンプルの設定方法、分析方法について述べる。次に第2節では実際に分析しその結果を示す。最後に第3節で分析の結果について考察をする。

### 第1節 分析手法について

#### 1.1 M&A企業のサンプル設定について

本稿でのサンプル企業を次のように設定する。岡部光明・関晋也(2006)をもとに、

- (1) 財務データを詳細に分析するため財務データの変動が激しい企業は対象外にする。
- (2) 上場企業であり財務諸表を公開しており、かつROE等指標が導出できる企業を対象にする。
- (3) 2001年、2004年及び2005年の各期間に存在している企業を対象とする。

これら3つの基準を使用するのは以下のことによる。

(1)については財務データが著しく不安定なであるということは、本稿で使用する財務データも不安定であることなので、ここの財務指標も変動が大きく不安定だといえる。新興企業分野でいえることだが、財務レバレッジを非常に大きくしてROEを高く引き上げるといった際に、企業価値が実態とはかけ離れるといったことになりうる。このため年によってROE等財務指標は大きく異なる。こうした事象を考慮した結果、今回のこの論文では食品、医薬品、化学、繊維、紙・パルプ、ゴム、窯業、非鉄・金属、鉄鋼、機械、金属製品、電気機械、精密機器、輸送用機械の計14業界について分析する。

次に(2)に関しては分析に使用する財務データがそろった企業のみについて絞った。すべての財務指標は金融庁のEDINET上に存在するものを使用し、このため財務諸表は信頼性に優れている。

最後に(3)に関しては、本稿では2001年にM&Aをおこなった企業が3年後および4年後、つまり2004年および2005年、どのように変化しているのかを分析の目的としている。したがって2001年、2004年および2005年の3期間において存在していることが必要条件となる。

また財務諸表を分析するにあたり、2001年と2004年および2005年を取り上げて、その変化を分析する意味は、M&Aの企業経営への効果が具体的かつ典型的に財務諸表に現れるに現れるのは3年程度の時間が経過していないといけないという見解からである。ちなみに

これまでの海外で行われた諸研究においても、このような見解をしているものが多い。また M & A 関係者の間でも 3 年程度後に現れるという見方が標準的である。以上の方法により対象企業を調べたところ、上記の基準を満たしている企業は 157 社になった。本論文ではその 157 社に対して分析を行う。

## 1.2 M & A の効果:収益性から見る経営効率性の変化

経営の効率性を測るに当たり ROE(rate of return on equity)を用いる。これは企業の収益性に注目した指標であり次のように定義される。

$$ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本(自己資本)}}$$

ROE は株主によって投資された資金を使用して経営者がどれだけ効率的に利益を生み出しているかを示しており、企業業績を包括的な観点から見ることができる。また、ROE は財務諸表のなかでも、単純かつ重要なデータである。

この ROE を使い M & A が行われた結果、経営効率性がどのように変化したかについて分析を行う。

## 1.3 分析方法について

ROE を分析するのにあたって、本稿では M & A 後 ROE が 3 年後および 4 年後どのように変化したかについて分析を行う。しかし、景気の変動等を考慮せず、2001 年の ROE と 2004 年および 2005 年の ROE を比較するのでは不備が生じる<sup>1</sup>。これでは各年における ROE がどのくらいのものであるか正確に測定できない。そこで本稿では業界ごとの平均値<sup>2</sup>を用い、その偏差を見ることによりその年の各企業の ROE を一定化する。これは次のように算定される。

$$\boxed{\text{各企業のROEの偏差} = \text{各企業のROE} - \text{業界平均}}$$

これを使い 2001 年と 2004 年および 2005 年の差をとり各企業が M & A 実施 3 年後および 4 年後どのように変化したかを分析した。算定式については次のようにする。

$$\boxed{M \& A \text{ 実施後の差} = 2004 \text{ 年および } 2005 \text{ 年の } ROE \text{ の偏差} - 2001 \text{ 年の } ROE \text{ の偏差}}$$

<sup>1</sup>実際に総務省統計局(<http://www.stat.go.jp/>)によると、GDP や経済成長率等各年によって変動があることがわかる。

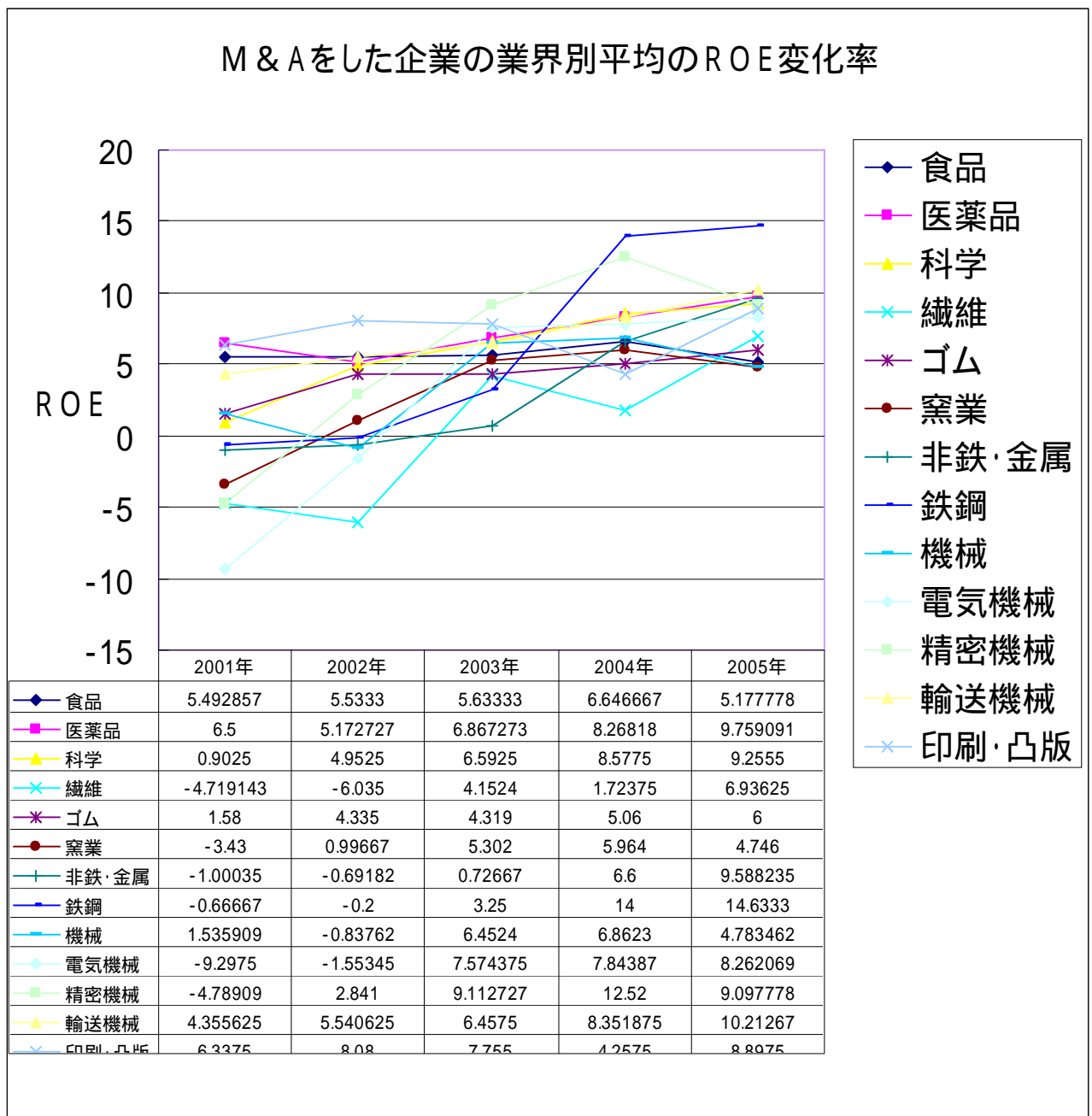
<sup>2</sup>業界平均については日経経営指標の各業界における加重平均を用いた。よってこのデータは信頼性があるものである。

## 第2節 分析結果とその考察

### 2.2 分析結果

まず、M & Aを実施したサンプル企業を業界別に分け、ROEの変化率を考察する。

図 1



出典：分析結果より 有馬研究会作成

図1のように、全体的にM&Aを実施した企業はROEが増加しており、ROEがマイナスに落ち込んでいる産業は1つとしてないことが分かる。

次にM&Aの効果が現われるといわれる、M&A実施3年後および4年後をみる。図2はM&Aを実施した企業の業界の平均。図3は業界別の全体の平均である。

図2 M&Aを実施した企業の業界の平均

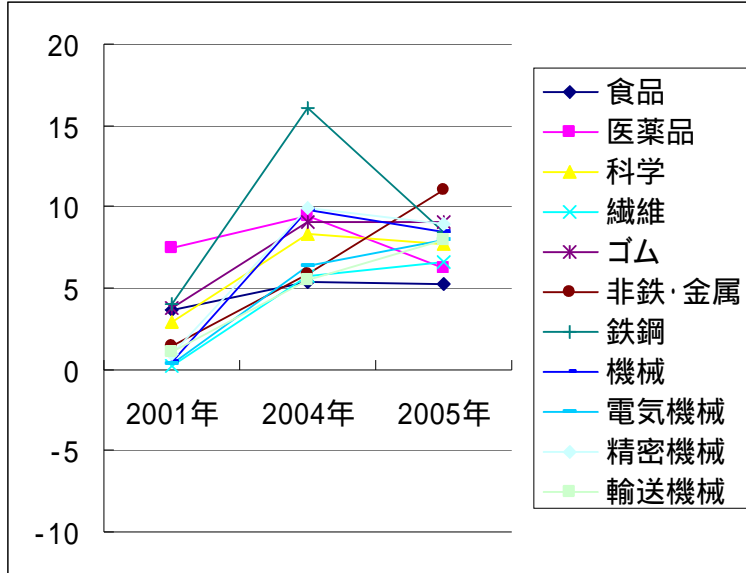
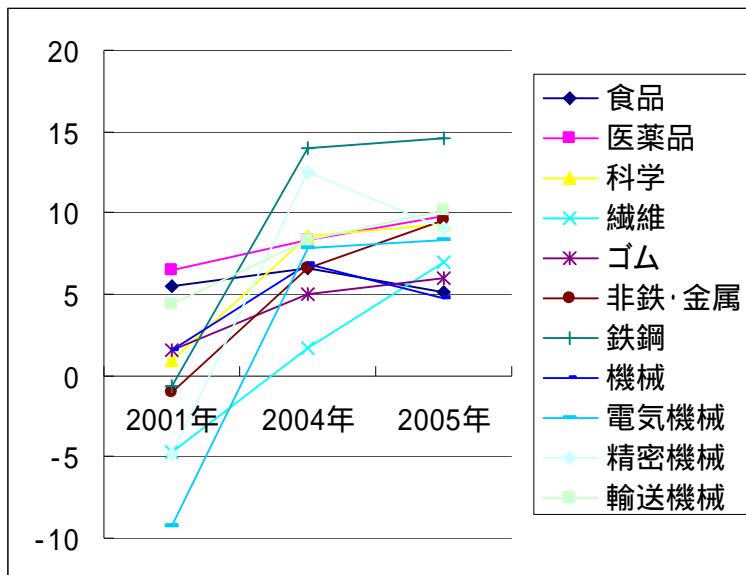


図3 全体の企業の業界別の平均



出典:分析結果より 有馬研究会作成

図1・図2から分かるように、日本における各産業は軒並み上昇しているといえる。しかし、図1と図2は全体的に同じ動きをしているため、直接的な影響をグラフからみることは難しい。

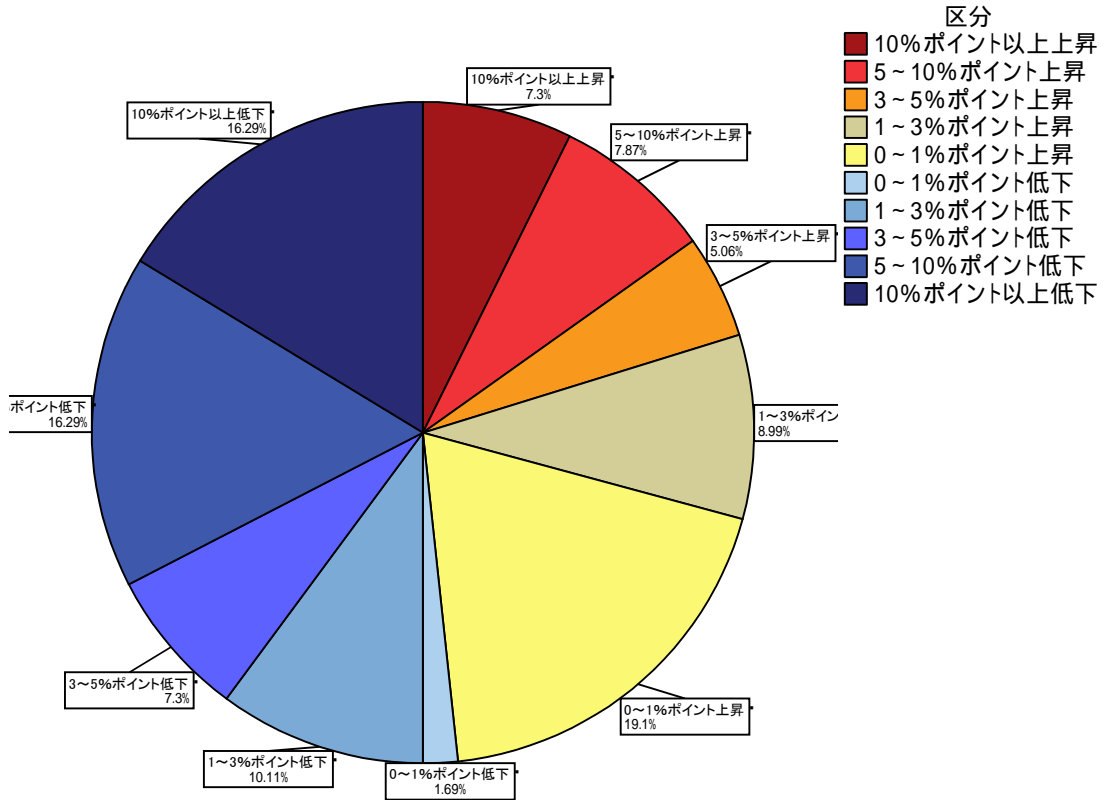
次に各産業の偏差を見ることにより、その年の各企業の ROE を一定化する。この数式は上述のように、以下のように算定する。

$$M\&A\text{実施後の差} = 2004\text{年および}2005\text{年の}ROE\text{の偏差} - 2001\text{年の}ROE\text{の偏差}$$

上記の数式を計算し分析を行った結果、次のようなデータが得られた。これをもとに分析結果を考察していきたい。

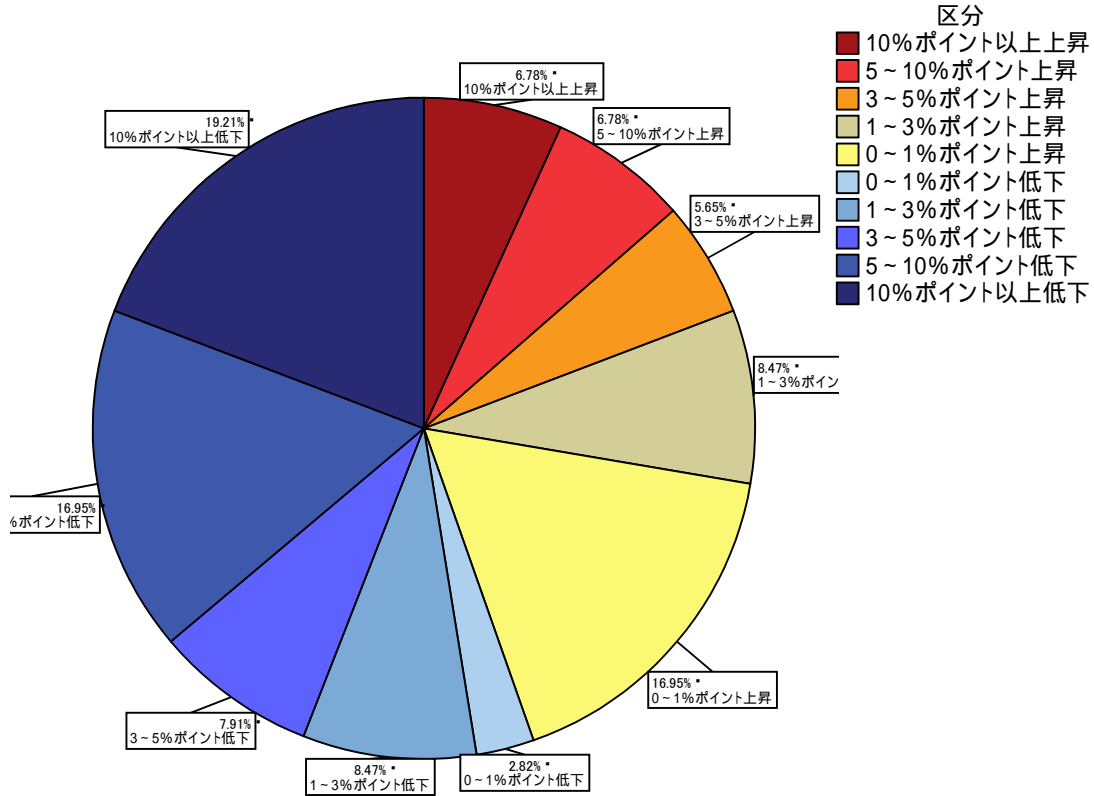
M&A 実施 3 年後(2001 年と 2004 年の比較)

出典:分析結果より 有馬研究会作成



(出所) 分析結果より 有馬研究会作成

M&A 実施 3 年後(2001 年と 2005 年の比較)



(出所) 分析結果より 有馬研究会作成

この分析結果により 2 点のことが考察できる。

第一に M & A 実施 3 年後について、ROE が上昇した企業は全体の 48.82% に対し、低下した企業は 51.18% である。また、M & A 実施後 4 年後については、ROE が上昇した企業は全体の 44.63% に対し、低下した企業は 55.37% である。この結果より、M & A を実施したからといって、経営効率性が上がったとは一概にはいえない。つまり M & A がうまく機能するとはいえない。

第二に ROE の変化の分布に注目してみると 0% 近くに多く分布していることもいえるが、増減が 10% 以上だった企業も多く存在していることがわかる。実際に 2004 年においては 24%、2005 においては 25.99% と約 4 分の 1 をしめる。このことから、M & A という経営手法は経営効率性を大幅に高める手法であると同時に、大幅に下げるということも秘めている。つまり M & A という経営手法は、ハイリスク・ハイリターンであるという性質も持っているといえる。



## 第4章 政策目標実現に向けて

---

### 第1節 M&A 実施後の持続的な経営効率性 上昇に向けて

前記記載のとおり、本稿で使用した経営効率性の指標である ROE が M&A 実施後一概に上がったとは言えないことを示した。また M&A という経営手法はハイリスク・ハイリターンであることも示した。そこで M&A によって経営効率性を上げるためにむけた政策目標と政策手法を提言する。

### 第2節 政策目標実現に向けて

M&A実施後の経営効率性上昇にむけて、M&Aを行うのに十分な条件がそろっているかを審査する審査機関の設置が考えられる。現に米国では前記記載のとおりM&Aに関してルールや審査条件などの基準を決めているSECという機関が存在した。これにならい、米国や欧州の経験や制度を十分に研究した上で、経営効率性において失敗しないために申請項目の基準をはっきりさせた審査機関が必要であると考え。またその審査機関には迅速なM&Aを求める。また審査期間の明示も必要である。なぜなら、「審査期間が長引いた間に市況が悪化したため、プロジェクト自体を断念した」といった状況をつくってはならないからである。よって審査機関は、M&Aについて事前相談をし、事前相談に関する審査期間を明示しなければならない。また、実際の審査期間については、円滑かつ機動的な組織再編を可能とする観点から、30日以内に終了しなければならない。

SECとは米国証券取引委員会（SEC: Securities and Exchange Commission）

1934年証券取引法によって設立された行政委員会。準司法的権限を有する。理事会のメンバーは大統領が上院の同意を得て任命する。テnder・オファーや株式5%超取得によるディスクロージャーの書類などはSECが管理する。

SECとM&Aの関係

ウィリアムズ・アクト（Williams Act：ウィリアムズ法）

株式の公開買付けを規制するため、米国で1968年に制定された連邦法。公開買付けのオファーを受けた株主が十分な検討をすることができるように、公開買付けをしようとする者に関係資料をSECなどに提出させること、公開買付け期間を最低20日とすることなどが定

められている。これによりサタデー・ナイト・スペシャルなどの、不意打ちの乗っ取り計画は封じ込められた。さらに同法により、ある企業の株式を5%以上取得した場合に、SECへの報告が義務づけられた。この報告の猶予期間は10日間であった。しかし、この期間をさらに短縮する動きが出た。乗っ取り屋が秘かに安価で株式を買い占めることが、ますます難しくなっている。

#### 1. 連邦証券諸法上のM&A関連規制

##### 公開企業において合併・買収

(M&A)、公開買付、非公開化などの企業結合が行われる場合、このような情報(以下、M&A情報という)が正確かつ迅速に株主、投資家、市場に伝達されることが求められている。投資家は、M&A情報を受け、当該企業の証券の売却、継続保有、買い増しなどの投資判断を行うことになるが、M&A情報はとりわけ株価へのインパクトが大きく、株価のボラティリティが高いため、機会利益・機会損失の格差が大きい。

米国では、証券取引委員会(SEC)がM&Aに関し、継続開示を行う公開企業の支配権の積極的な移転に着目した委任状勧誘規制(レギュレーション14A)、公開買付(テNDER・オファーまたはTOB)規制および公開買付の対価となる証券の発行開示規制(1933年証券法)といったルールを定めており、一般投資家が重要な情報を提供され、投資判断において不測の損害を被らないよう配慮がなされている。

##### 委任状勧誘規制

取締役会が合併や営業の全部譲渡・譲受けを行うことを決定した場合には、株主の同意が必要である。経営陣は、その同意を得るために、株主総会を開き、そこで合併等の議案に賛成する議決権行使を株主に勧誘し、賛成の議決権行使の委任状(代理行使の権限)を株主から取り付ける必要が生ずる。

##### 米国における新しいM&A開示規則

SECは、委任状勧誘規則(1934年証券取引所法14条(a)項、レギュレーション14A)において、委任状勧誘制度の機能、委任状が勧誘される際に株主が得ておくべき情報、委任状勧誘に関係なく、毎年各株主に知らされるべき情報を定めている。委任状は書面であっても口頭であってもよい(34年法規則14a-1(e))が、委任状の勧誘は、委任状説明書(スケジュール14A)をSECに提出する前に行うことは禁止されている(14a-3(a))。また、委任状説明書が提出された後、10日間を得て勧誘が解禁される。

##### 公開買付(TOB)規制

公開買付規制はウィリアムズ法と呼ばれ1968年に導入された。公開買付の定義は規定されていないが、公開企業の支配権を取得するために、対象企業の株式等を市場外で短期間に大量に(発行済株式総数の5%超)買い付けられる場合には、当該株式等の売付けを勧誘される株主が、売却するかどうかの判断をする上で十分な情報を提供されるよう、公開買付届出書の提出と所定の方法による買付が義務づけられている(14条(d)、(e)項)。また、支配権を取得する目的ではなく、純投資によって大量の株式を取得することとなった株主の情報についても、その後の売買による株価への影響が大きいため開示することを義務づけている(13条(d))。発行企業が自己株式を市場外に短期間に大量に取得する場合も公開買付規制の対象となる(13条(e)項 - TOBによるバイバック)。なお、委任状勧誘規制や証券発行の際の登録とは異なり、公開買付届出書にはSECの事前審査は行われず、公開買付届出書提出とともに、株主に売付けの勧誘を行うことができる。

我が国では、米国法にならい、90年に公開買付規制を緩和する改正が行われている(証取法27条の2~27条の22、表1)。さらに95年には株主総会決議による自己株式の利益消却の手続きが規定されたことから、公開会社による自己株式消却のための公開買付規制が導入されている(証取法27条の22の2)。

このような審査機関の設置は日本における M&A の促進の活性化につながると考えられるので今後ますますの M&A の発展にも貢献していただろうと考える。このような観点からよりいっそう M&A の持つ望ましい機能が発揮できる環境作りが必要である  
と考える。

## 終わりに

---

本稿では日本のM&Aの増加はどのように経済へ影響を与えるのかを問題意識ととらえ、その上でM&Aとはどのようなものであるかを正確にとらえるために先行文献を研究し、近年の動向についてそれぞれの要因について述べた。またM&Aの効果について言及した。

そこでM&Aをおこなった企業について経営効率性の変化をROEを使い分析を行い、M&Aを実施したからといって、経営効率性が上がったとは一概にはいえないということと、M&Aという経営手法はハイリスク・ハイリターンであるという性質をもっていることを明らかにした。

これを受け本稿では、上記の分析結果のようなM&Aの失敗事例を減らすためにも、米国の制度を参考にし、M&Aを行うのに十分な条件がそろっているかを審査する審査機関の設置をすべきだという政策提言を行った。

本稿作成にあたり新たに出た研究課題・問題点について述べておく。

- 本稿ではROEにより経営効率性を計ったがほかの有効的な財務指標とはどのような関連性があるのかが示せなかった。
- 本稿では分析をおこなった企業が2001年にM&Aを実施した157社に限られており、同年におけるM&A実施企業数が1658社であることを考えるとサンプル数が少ないことがわかる。今後はサンプル数を多くした研究が期待される。
- 本稿ではM&Aにおける買収企業について焦点をあて分析を行ってきたが、M&Aを全体として評価する場合被買収企業の分析も欠かせない。買収企業と被買収企業をあわせ見たときの経営効率性について分析も行いたい。
- 本稿の政策提言で審査機関の必要性を訴えたが、審査項目等どのような働きを担っていくか研究できなかった。

最後に、本稿を作成するにあたって、協力してくださった各機関の皆様、大学の研究者・教員の方々、同期に感謝の意をのべ、本稿の結びとする。

参考文献

《先行論文》

- ・ 蟻川靖浩、宮島英昭 (2006) 『M & Aの経済分析：M & Aはなぜ増加したのか』
- ・ 岡部光明、関晋也 (2006) 『日本における企業M & A(合併および買収)の効果』
- ・ 井上光太郎 (2006) 『日米のM & Aと株式市場の評価：サーベイ』
- ・ 井上光太郎、加藤英明 (2003) 『M & A発表日の株価効果に関する要因分析』
- ・ 岡部光明、井上光太郎 (2006) 『M & Aと株価効果』 東洋経済新聞社
- ・ 井上光太郎、加藤英明 (2003) 『M&A 発表日の株価効果に関する要因分析』

《参考文献》

- ・ K・G・パレプ、P・Mヒーリー、V・L・バーナード (2002) 『企業分析入門 (第2版)』 東京大学出版会
- ・ 桜井久勝 (2003) 『財務諸表分析』 中央経済社
- ・ 布井千博、富永千里 (2005) 『価値創造を支える企業買収のルール』 中央経済社
- ・ 井上光太郎 加藤英明 (2006) 『M & Aと株価』
- ・ 藤田勉 (2005) 『新会社法で変わる敵対的買収』
- ・ 著者名 (発表年) 『書名』 出版社

*Author (year), "title," in book, publisher (press), page - page*

《データ出典》

- 『日経経済白書』(2000～2006)
- 『EDINET』 金融庁
- 『レコフ』