日本のM&Aの課題[1]

M&Aが効率的な経営戦略になるには

慶應義塾大学　商学部　辻幸民研究会

産業分科会

安藤梨乃　大谷直輝　大原真紘
久保田大介　後藤崇文　戸田礼介

2009年12月

[1] 本稿は、2009年12月12日、13日に開催される、ＩＳＦＪ日本政策学生会議「政策フォーラム2009」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、辻幸民教授（慶応義塾大学）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。

要約

現在日本では M&A（買収合併）が非常に多く行われている。10 年ほど前から始まる法制度の改正や、国際的な潮流の中で M&A は企業の経営戦略の一つとして一般的になったのである。しかし多くの先行研究ではその結果に関して評価が割れている。M&A が成功しているかはともかく、そこに何かしらの問題点があるのは間違いないと思われる。本稿では日本企業の M&A の問題点を探し、それを解決するべく政策提言を行う。

まず第 1 章では日本の M&A に関する情報をまとめた。国際的潮流、規制緩和などが原因で現在その件数は増加傾向にある。規制緩和の流れを説明し、M&A に期待される効果をまとめ、それらが生み出されれば企業にとってよい影響となることを確認した。第 2 章では国内外の先行研究をまとめ、M&A の結果に関する研究では評価が割れていることを示す。以上を受けて世界中の M&A では失敗しているものが多いと認識し、第 3 章ではこれを解決する政策提言を行うため、まず各国の法制度、習慣などの影響を受けない日本企業同士の M&A が企業の業績を改善しているかを分析する。2000 年以降の日本の電気機器業界の M&A をレコフ社のデータよりリストアップし、無作為に抽出した M&A していない企業とあわせて有価証券報告書より財務データを入力、M&A 前年とその 2 年後の企業の経営パフォーマンスを比べ、分析を行った。その結果、日本企業同士の M&A は、従業員数は増加しているが、TFP、労働生産性は悪化しているという結果がでた。つまり、利益を得るための行動だと考えられる M&A が業績に対し負の影響を与えていることが分かった。やはり日本でも同様に失敗している M&A が多いことがはっきり第 4 章では日本の M&A が失敗に終わっている原因を探るため、まずリスク要因を挙げる。内的要因として財務負担の重圧、対顧客コミットメントの低下、統合マネジメントの失敗、外的要因として規制や政策の急変と遵守、顧客サイドの不確実性の増大を挙げた。次節ではさらに日本独自の問題点として過剰防衛と雇用の問題を挙げた。そもそも買収防衛策のしやすい日本の土壌に加えて、人々の被買収に対する忌避感からさらに買収防衛のできる法制度ができつつある。これはただでさえ多い M&A の費用も時間も余計に増やし、失敗の原因となっている。また M&A の大きなメリットとなる迅速な経営効率化が、日本の終身雇用制、再就職の難しい環境によって阻害されていることを指摘した。第 5 章ではこの日本型 M&A の 2 つの問題点を解決すべく、政府による「買収防衛策に関する指針」を改定し、買収防衛策を基本的に否定するべきである、という提案と、効率的人員整理のため、国などの外部機関による許可制での、経営危機によらない解雇ができる政策を提案した。

目次

はじめに　・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　6

第１章　M&A の現状・・・・・・・・・・・・・・・・・　7

第１節　日本の M&A 増加
第２節　M&A の手法
第３節　M&A 関連法の改正
第４節　M&A の効果

第２章　先行研究・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　14

第１節　国内の研究
第２節　国外の研究

第３章　分析・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　16

第１節　分析モデル
第２節　推計結果

第４章　M&A 失敗の原因　・・・・・・・・・・・・・・　19

第１節　リスク要因
第２節　日本独自の問題点

第５章　提言・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　23

第１節　過剰防衛の抑止
第２節　雇用に関する問題

おわりに・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　28

先行論文・参考文献・データ出典・・・・・・・・・・　29

はじめに

今年 7 月、食品企業業界に、大きなニュースが飛び込んできた。

「国内食品業界で“覇”を競うキリンホールディングスとサントリーホールディングスが、経営統合に向け交渉に入った。その背景には、国内での収益基盤を強化し、そこでかさ上げした収益を、海外市場でのM&Aなど“攻め”の投資に振り向け、成長を目指すという狙いがある。両社の統合交渉入りが、同業界他社の再編を促す公算も大きく、合従連衡の行方次第で、食品・飲料各社の“優勝劣敗”を鮮明にする可能性もある。両社の平成 20 年 12 月期の連結決算は、最終利益がともに過去最高益を更新するなど、単独で生き残れる収益力は十分備えている。しかし、統合後の最終利益が合計で 1122 億円になるのに対し、売上高がほぼ互角になる米ペプシの約 5400 億円にはほど遠い状況である。このため国際的な競争に勝ち抜くには、業界に先手を打つ形で再編に踏み切り、合理化や成長戦略を加速する必要があると判断した。両社はすでに物流での連携に加え、アルミ缶の共同調達などに取り組んでおり、統合で一段の効率化を進め、流通向けの価格交渉力が増すことにも期待する。流通業界ではセブン&アイ・ホールディングスとイオンを軸に再編が進み、流通側の価格決定権が増したことでメーカーの採算性は悪化。規模の拡大で流通との交渉を有利に進め利益率の改善を目指す狙いもある。とはいえ、キリンは上場企業で、サントリーは非上場で同族経営。大型再編としては珍しいケースになるうえ、両社の事業領域も多岐に渡るため、交渉の決着に時間がかかる可能性がある。」（2009 年 7 月 13 日 産経新聞より要約）

周知のとおり近年日本において企業の業種や規模を問わず、M&Aが非常に多く行われている。1990 年代から国際的潮流の中でM&Aの存在感は増し続け、90 年代後半から始まる規制緩和、特に 2007 年、三角合併の解禁と新会社法における外国企業の株式交換による買収の解禁を受けてさらにM&Aブームは加速している。また、昨今の国際的金融危機を背景に自社の競争力を強めるため、そしてアジアを軸に成長力の高い海外での積極展開を目指して、上記のキリンホールディングスとサントリーホールディングスの経営統合のような大型M&Aも今後さらに進んでいくだろう。このようなM&Aにより、大量購入による仕入れ原価の低下や物流コストの削減が見込まれ、資材・原材料調達の一本化や物流部門などの共通化が進むことで、経営効率化へと繋がる。そして経営効率化の規模を広げることで、そこから生まれた利益を新製品の開発や、価格低下の原資に振り向けることも可能である。

このように、もはやM&Aは極めて一般的な経営戦略のひとつであり、事業の取捨選択に迅速に対応するための最も適した手段であることは間違いないだろう。M&Aのメリットとして、買い手には事業をそのまま引き継ぐことによる新規事業立ち上げに伴う時間的コストを削減できること、すでに立ち上がっている事業の購入なので採算の予想がしやすい（言い換えるとリスクが低い）、短期的・飛躍的に業務内容を拡大できることなどが、売り手には事業継承を従業員・取引先に最小限の迷惑で行える、採算のとり難い事業をただ整理、廃業するよりも売却することで価値の毀損を低く抑えつつ現金を手に入れ、経営資源を重要部門に投資できるなどのメリットが考えられる。また経営主体が変わっても既存事業の人的、物

的、知的資産が有効活用されることで、個別の企業だけでなく社会全体として経済震源のロスを軽減できることも大きなメリットといえる。このようなメリットをうまく把握し、M&Aを行えば企業の財務データによい影響を与えるはずである。

だが、メリットの大きい経営戦略にもかかわらず、世界中でM&Aの成果に関する先行研究は割れている。巨額の資金が必要とされ、事業の拡大・整理には慎重な判断が必要とされる上に、M&Aは社会全体に与える影響も大きく、社会的な貢献・義務を考慮することも求められるにもかかわらず、成功とはいえないM&Aが非常に多く行われているということである。

このような現状を踏まえて、本論文ではまず日本のM&Aの現状を整理し、その効果をまとめた上で、日本国内のみのM&Aが成功しているといえるかどうか、あらためて実証分析を行い、その問題点を探し、改善点を指摘したいと思う。

第1章M&Aの現状

第1節　日本のM&A増加

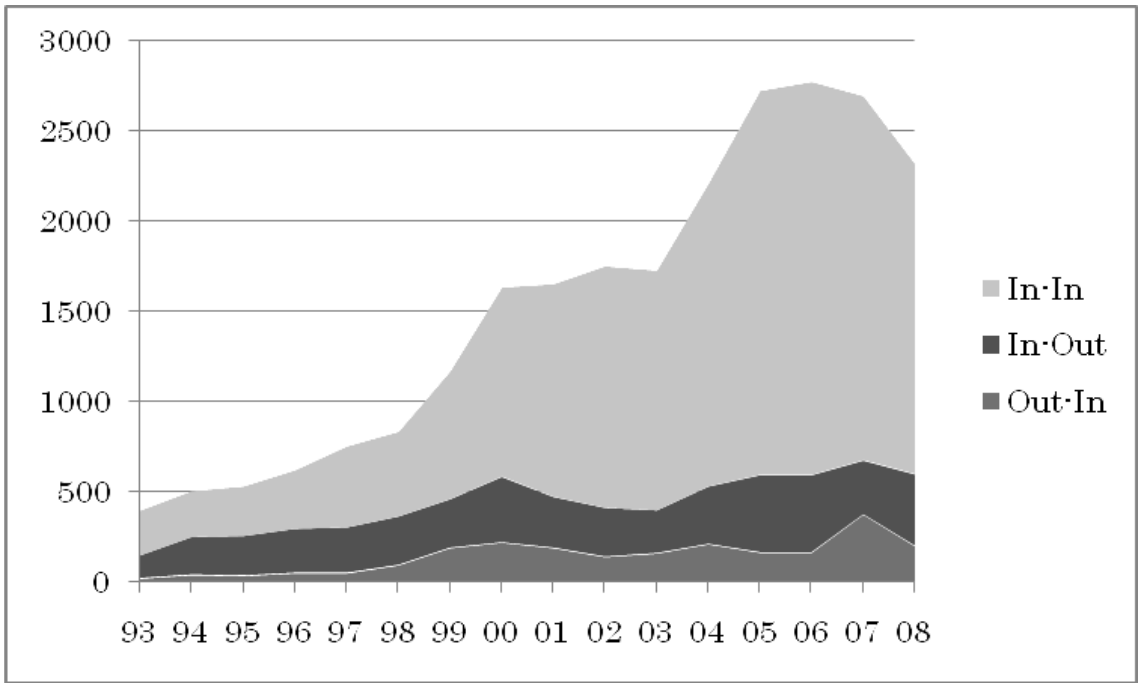
まず日本の M&A の現状について整理する。 以下のグラフ（*図 1）は日本における M&A の件数を年代別に表したものである。

Out-In とは海外企業の日本企業に対する買収であり、In-Out とは日本企業の海外企業に対する買収であり、In-In とは日本企業の日本企業に対する買収である。

グラフに見られように、海外企業の日本企業に対する M&A（図 Out-In）は、1993 年時点では 20 件あまりだったのに対し、2000 年には 175 件と急増している。また、日本企業が海外企業と M&A を行う件数も、バブル崩壊後一時減少したが、1990 年代半ばより徐々に件数を増やしてきた。そして In-In の M&A は年々増え続けており、またこの傾向は続きそうである。このように M&A は企業の経営戦略実現のための手段として確実に定着し、件数は急拡大してきたが、2008 年の M&A 件数は 2399 件と前年比 11%の減少となった。これはサブプライムローン問題に端を発した世界的な信用収縮と実体経済の悪化の影響から世界の M&A が大きく後退したことが理由として考えられ、経済が堅調であればこのような現象は起こらなかったと思われる。

この増加には間違いなく規制緩和が寄与している。法制面では、1997 年に、独占禁止法の改正により持株会社の禁止が解除され、1999 年には株式交換制度、2001 年には会社分割制度が創設された。また、2000 年には企業再編税制が導入された。これにより、企業の不採算部門の分離や、統合を目的とした共同出資による合弁会社の設立等が非常に容易にできるようになった。こうして、企業グループ内の再編やコアとなる事業の強化を図ることが可能となった。

*図 1（レコフ社データベースより筆者作成）



また規制緩和とは別に、2000 年 3 月期より、連結決算の対象とする企業の基準に「実質支配力基準」が導入されたことも一因となっている。従来は、議決権を何%持っているかという「持分基準」のみで連結の範囲が決められていたが、新しい基準では、持分基準に加えて役員の構成等、実質的な支配力を基準に、連結決算の対象範囲が決められることになった。新基準導入以降、連結決算をメインに業績判断がなされ、投資家もグループ全体の事業収益力を基準に投資を行うようになったため、各社とも、グループ会社を含めた事業収益性および事業構造を重視するようになった。その結果、不採算事業を切り離したり、重複する事業を統合する等、グループ内の再編が活発化している。

実際に新基準が導入され、グループ内 M&A は 1999 年を機に約 400 件から約 650 件へ 1.5 倍に増加しており、企業グループ内の再編が進んでいる。さらに、2001 年から 2002 年にかけては、グループ内 M&A に対する企業グループ内に対する会社分割制度の活用件数は 1.5 倍になっており、新制度の活用が進み、グループ内 M&A が増加する傾向にある。

また、内閣府によると、グループ内 M&A の増加と共に、2000 年前半以降、グループ外 M&A の件数も急拡大している。M&A の段階には、（1）関係会社の整理統合（2）中核子会社の再編　（3）国内の業界再編　（4）国際的な業界再編に分けられる。日本企業の M&A の段階は、（1）の関係会社の整理統合は終了し、（2）の段階あるいは（3）、（4）の段階へ進みつつあるといわれている。特に、昨年のパナソニックによる三洋電機の買収発表は産業再編に繋がり、マクロで見た生産性上昇に繋がるともいわれている。

内閣府の「企業の新しい成長戦略に関するアンケート」によると、70%以上の企業が、主として買い手側として M&A に関与しようと考えている。このような企業の M&A の目的としては、自社にない技術やノウハウの取得が多く、ウェスチェンハウスを買収した東芝、三洋を買収しようとしているパナソニックのように選択と集中の戦略に基づいている。彼らは、自社の競争上の強みや育成・強化を目的に事業の成長・価値向上を狙った M&A を意識している。特に、電気機械業界、食品業界、小売業界において顕著である。

また高収益企業ほど積極的に M&A に関与しているといわれている。内閣府によると、成

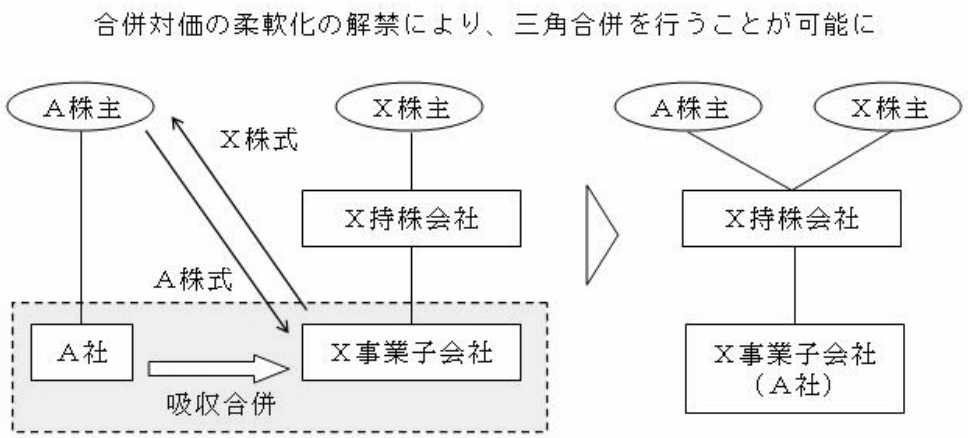
長機会が豊富で、かつ資金調達面で余裕がある企業が積極的に M&A を検討・実施している。被買収企業の属性としては、国内企業は相対的に、低生産性、低利潤率で輸出比率の低い企業がターゲットとなる傾向がある。収益性が低い企業は、売り手側に回るか、グループ内における M&A を行い、リストラをする傾向がある。

第2節　M&A の手法

M&A の手法として、合併による事業統合、営業譲渡による事業吸収、株式取得による子会社化、株式交換による完全子会社化、会社分割による新設分割や吸収分割がある。

合併とは、端的にいうと二つ以上の会社が契約により合同してひとつの会社となることである。合併の形態には一社が存続し、他社が解散して存続会社に財産および社員を引き継ぐ「吸収合併」と、両者とも解散して新たにひとつの会社を設立し、その会社に両社の財産および社員を引き継ぐ「新設合併」がある。しかし現実には新設合併には手続き上の煩雑さがあるため、吸収合併が多く行われている。また、2007 年に解禁された三角合併(*図 2)も合併のひとつである。通常の合併では被合併会社のすべてを存続会社に引き継ぐものである。したがって、株式についても被合併会社の株主について は、存続会社から存続会社の株式（割当交付）なり現金交付がなされていたが、三角合併では合併会社（消滅会社とも言う）の株主に対して存続会社の親会社の株式を交付する。この割当交付について存続会社の株式だけでなく、存続会社の親会社の株式での交付が 2007 年 5 月 1 日に会社法によって認められた。これによって企業は多額の資金を準備せずとも、株式の交付により合併が可能になった。

*図 2　筆者作成



営業譲渡とは資産の譲渡であり、法人格を引き継がないで行われる。買収側は欲しい部門のみを手に入れることができ、また簿外の債務といったリスクを引き継がなくてすむといったメリットがある。数種の業種に展開する企業がそのうちの特定の事業を自らの関連会社、あるいは新設の子会社に譲渡し、より経済効率を高める実質的な会社分割や、経営の効率化を図るために選択と集中のため一部の事業を他社に譲渡する、などの目的でも利用される。

株式取得による子会社化というのは、企業の経営権を支配する株主となるため、企業買収や資本参加のために多数の株式を得ることをいう。上場企業では上場株取得のルールの中で、基本的には公開市場から取得せざるを得ない。

第3節　M&A 関連法の改正

1990 年代に入ってからの日本企業をとりまいている環境の劇的な変化により、企業は構造的な改革を余儀なくされ、企業再編の必要に迫られた。国もまたこれを後押しするため、制度面での整備を進めていくことになる。

1997 年、合併法制について数十年ぶりの大改革がなされた。合併における企業の負担を軽減するため、合併制度に関する商法が改正されたのだ。商法改正では、簡易合併制度の創設、合併手続き・債権者保護手続きの簡素化、合併に関する情報開示の充実などが決められた。従来の制度では、合併前に承認総会、合併後に報告総会（新設合併の場合は、創立総会）が行われていた。しかし、簡易合併制度により、大規模な企業が小規模な企業を吸収合併する場合は、承認総会を開かず、取締役会の決議だけで合併できるようになった。また、合併手続きの簡素化により、合併後の報告総会・創立総会は廃止。合併前の承認総会の省略、合併後の報告総会・創立総会の廃止、債権者に対する個別催告の不要により、合併の手続きに要する時間は大きく短縮された。

そして、独占禁止法の改正によって、純粋持株会社が解禁となった。純粋持株会社とは、直接事業を行わず、戦略決定と実行、傘下にある子会社等を監督するグループ会社の株式のみを保有する会社のことである。この純粋持株会社を作りやすい仕組みにするために、商法改正はすすんでいった。

1999 年には商法改正により株式交換・株式移転制度が施行された。株式交換制度とは、2 社の株式交換により、1 社を親会社、もう 1 社を子会社とする方法である。子会社の株を現金で買取るのではなく、親会社の株と交換することで買収するため、資金がなくても、買収を行えるようになった。株式移転制度とは、親会社（持株会社）を設立し、子会社の株式を移転する方法である。完全子会社の全株主は、株を完全親会社に提出して、かわりに完全親会社発行の株を取得し、完全親会社の株主となる。完全子会社は上場をやめ、完全親会社（持株会社）が上場することになる。

これらは、完全親会社と完全子会社の関係をつくるための手続きを簡素化するのが目的である。

2001 年には会社分割制度の導入がなされた。企業が事業の一部を切り離し、新会社として独立させたり、他の企業に承継させたりする制度である。従来の制度でも会社分割を行うことは可能であったが、会社分割制度では、検査役の検査や債権者の同意は不要で、事業部門の独立や分離が容易に行えるようになり、それまでの手間・資金・期間を要しなくなった。

同年に税法の組織再編税制が創立。M&A 手法別に異なる法人税・所得税・相続税など会計基準が整備され、組織再編に関する税法の取扱いが明確になった。

2002 年には、従来、会社ごとに個別に計算していた法人税の計算を、企業グループ全体を一体として一括計算する制度（連結納税制度）が導入された。

2003 年には産業再生法が改正されることで、産業再編に対する支援が強化され、会社法現代化の先取り（三角合併、現金合併の導入）となった。

2004 年には企業結合ガイドラインが改定され、2007 年には新たに新合併ガイドラインが施行される。これによって合併分析はきわめて専門的、かつ適切な内容のものとなった。

2005 年、経済産業省と法務省は買収防衛策のあり方に関する「指針」をとりまとめた。新会社法およびこの指針を支えとしてさまざまな検討の結果、現在は、「信託型ライツ・プラン」と「事前警告型防衛策」の 2 つの買収防衛策が生き残っている。

2006 年には新会社法が施行され、さらに組織再編の選択肢が拡大した。簡易組織再編の範囲が拡大され、略式組織再編の導入がなされた。

そして、従来の公開買付（TOB）制度規制の間隙をつくような様々な手法が用いられたことに端を発し、より公正で透明性の高い TOB 規制を整備しようという議論がなされ、証券取引法の改正・金融商品取引法が成立した。これにより公開買付（TOB）制度が見直され、株の時間外取引を利用した買い占めなどの「奇襲攻撃」、「株主に熟慮の機会を与えない買収」、新株予約権の発行や公開買付中の株式分割などを使った「過剰な防衛策」、他社が公開買付中に公開買付によらず市場で株を買い増すなどの「アンフェアな株式争奪戦」など一連の M&A 関係の出来事に対応する整備が行われた。

2007 年、従来、吸収合併や株式交換の際には株式を交付していたものを、株式ではなく現金等の財産を交付することもできるようになった。このように多様な形で両当事者が合意を形成できるよう、組み合わせの幅を広げた。（これがいわゆる対価柔軟化である。）
この対価柔軟化により、従来は親会社の株式を合併対価として交付することはできなかったが、吸収合併における消滅会社の株主に存続会社の親会社の株式を交付するという、いわゆる「三角合併」が可能となった。そしてまた、国内間の合併だけではなく外国企業も三角合併が利用できるようになった。

2009 年 9 月 16 日、民主・社民・国民新 3 党連立の鳩山内閣が発足。これにより、「公開会社法」の制定が現実味を帯びてきた。民主党では、株式を公開している会社のルールを整理した、「公開会社法」（仮称）の制定を目指し、2007 年に公開会社法プロジェクトチーム（座長：鈴木克昌衆議院議員）を立ち上げた。
「公開会社法」は、有価証券報告書提出会社（公開会社）に関して、会社法の特例を定めるもので、会社法と金融商品取引法で横断的に規定されている開示、会計、監査などのルールを一本化し、公開会社向けの統一的な法整備を図ろうというもの。経済財政諮問会議のワーキング・グループでも議論された。民主党の構想では、法制化にあたり、①情報開示の徹底、②内部統制の強化、③企業集団の明確化、も図る。具体的には、企業グループを基本単位とすることなどを掲げている。

第4節　M&A の効果

本節ではあらためて企業が経営戦略の一環として M&A をとるメリット、得られる利益を確認したい。

まず、M&A は複数の企業の有形資産、雇用してきた人的資本、そして経営能力、技術知識、ブランド、取引先や海外生産のネットワークなどの経営資源を統合することができる。通常、企業買収は買い手が売り手に支払う買収額を上回る企業価値創造ができると判断する場合にのみ成立する。合併も同様に、合併前の企業価値と合併のためのコストを足したものより合併後の企業価値が高くなると判断した時に行われる。つまり、端的に言うと M&A の目的は企業価値の創造であると考えられる。

以下に M&A に期待される効果を主なもの 8 つ挙げる。

1. 裁定取引

裁定取引とは、価格差を利用して利ザヤを稼ぐ取引のことである。M&A では 2 つの場合がある。1 つ目は、純資産が時価総額を大幅に上回っている場合である。この場合は、過半数の株を買い取って、その後その資産を転売することで利益を得ることが出来る。2 つ目の場合は、不振企業を安く買収し、その後経営を立て直し、企業価値を高め、株価が上がった後転売して利益を得ることが出来る。

2. シナジー効果

シナジー効果とは、各自単独で活動することによって得られる効果の合算よりも、各自が連携・一体化して活動することによって得られる効果の方が大きいことを意味する。M&A のシナジー効果は多岐にわたり、具体的には顧客の獲得、共通業務の集約化・標準化、経営資源（ヒト、モノ、カネ、情報）の相互補完などがある。

3. 市場支配力

市場支配力とは、製品の価格、数量、知覚品質等に関して市場や取引相手をコントロールする力を意味する。特に、同業者間の M&A が市場シェアや市場支配力の向上、更に超過利潤の獲得につながる。実際にアメリカでは、既存事業の市場支配力を強化を目的とする M&A の割合が高くなっている。

4. 規模、範囲の経済性

同業者間の M&A が生産や販売面で規模の経済性をもたらす。また、完全な同業者でなくても関連業種であれば M&A により範囲の経済性が期待出来る。例えば、日本では 1960 年代は石川島重工と播磨造船、八幡製鉄と富士製鉄など、規模の経済による競争力強化のための大型合併が進んだ。

5. リスク管理

M&A によりリスクを分散したり、緩和したりすることが出来る。具体的には、M&を行うことで買収されるリスクを緩和することが出来る。更に、M&A により多角化が実現出来れば、景気変動、顧客ニーズの変化等々により、一つの事業部門の売り上げが下がったとしても、他部門である程度カバーすることが出来る。

6. アジル・コンペティション

アジル・コンペティションとは、経営戦略として敏捷性を求められる企業間競争のことである。変化のスピードが速く、競争の激化が進むと、企業間における競争はスピードが最重要課題となることを指している。高度情報化社会が進む中、情報が流通するスピードが劇的に速くなり、さらに国境を越えて伝わるため、特に情報関連企業においては、アジル・コンペティションに至りやすいと言われている。
M&A を行うことで、自社にない事業や資源を一から育てるより、すでに他社で存在しているものを買収した方がリスクが少なく、早く自社にない事業や資源を獲得することが出来る。

7. 特殊な免許等の取得

特殊な免許や営業許可等は、その業界への強大な参入障壁となっていることがある。そのような業界に参入するには免許や営業許可等を取得せざるを得ないが、それらを自前で取得

することが困難であるといった場合には、それらを有する企業を直接買収するか、資本や業務面での提携を図るほかないことになる。もし買収できれば、特殊な免許や営業許可等を完全に手中に収めることが出来る。

8. ブランド・エクイティ

ブランド・エクイティとは、ブランドの資産的価値を意味する。それは、（1）ブランド認知を高める、（2）ブランド連想を高める、（3）知覚品質を高める、（4）顧客のブランド・ロイヤルティを高めることで成立するものである。 だが、ブランド・エクイティを一から築きあげることは、時間とコストだけではなく社会的要因にも影響されるので、決して容易なことではない。何故なら、ブランドは有形資産とは違って目に見えないが、有形資産同様に投資して育成すれば価値が高まり、何もせずに放置したり悪いイメージを与えるような行いを為せば価値は下がる。ブランド・エクイティを確立した企業に対して M&A を行うことで、ブランド・エクイティを獲得することが出来る。

また、深尾、権、滝澤(2006)など、先行研究におけるある程度共通した認識として、M&A による企業収益の拡大は二つに分けられている。ひとつは統合が新たな経済的価値、つまり上記 8 つの効果を生み出すものと、もうひとつは他社からの所得移転によって M&A 当事者が利益を得ることである。上記の 8 つの効果は、統合による規模の経済や範囲の経済が働いて生産効率の上昇と企業収益の拡大が起きること、技術知識や経営能力のようなあらたな経営資源を導入し生産効率が高まり収益が上昇することである。このようなシナジー効果は生産効率の上昇や、消費者へより優れた財・サービスを提供することで経済全体の効率を高めると考えられる。それとは逆に、所得移転とは企業の収益は増大しているが、その拡大部分は他社の減益によるものである場合を指す。例えば合併によるマーケットシェア拡大で独占状態に近くなり、販売価格を引き上げて収益が上がった場合などは、消費者から M&A 当事者に所得移転が起きたと理解できる。また、企業買収時に買い手が売り手に支払う対価が被買収企業の真の企業価値を下回った場合などは、売り手から買い手への所得移転が起きて利益を得ている、と考えられる。

8 つの効果でも所得移転でも、買収企業の利益が上がっているのは同じであるが、社会全体の効用は大きく違う。シナジー効果は新たな価値創造であり、経済全体からみても効用が増大するが、所得移転とは経済全体からみるとただの富の移動であり、全体の効用は上がらない。それどころか消費者や労働者がその損を被るとなれば全体として負の影響を与えることすらありえる。つまり、M&A の効果を研究する場合にはシナジー効果と所得移転を分けて考える必要がある。当期純利益などをパフォーマンスの指標として用いて計算を行い、仮に上昇していると結果が出ても、その利益が所得移転によるものであれば社会全体として成功した M&A とは言えない。よって本論文ではパフォーマンスの指標に全要素生産性、労働生産性を用いた。実際にはすべての M&A からマーケットシェアや商品販売価格の変化、賃金率や雇用状況を詳細に調べ、所得移転があると判断された企業を除く、などの対応ができれば利益や売り上げなど直接的に企業のパフォーマンスの示すものを利用できるが、それが困難であることから、企業の生産効率を比較的直接的に示すことのできる生産性を指標に用いる。

第2章 先行研究によるサーベイ

第1節　国内の研究

M&Aの結果に関する先行研究はすでに多くある。既存の研究のほとんどが本論文と同様にM&A前後の株価や企業収益の変化を観察し、M&Aが企業のパフォーマンス改善に役立ったか否かをみている。

「M&A と被買収企業のパフォーマンス：対日M&A と国内企業間M&A の比較」（2006、深尾京司、権赫旭、滝澤美帆）では、企業活動基本調査の個票データを利用し、製造業、卸売・小売業における対日買収の効果に関する分析、つまりOut-Inのケースの計量的分析を試みている。 外国企業は、労働生産性、および収益率が高く、研究開発や輸出を活発に行っている日本企業を買収対象に選ぶ傾向があり、買収後は、被買収企業の生産性指標や収益率はさらに改善した、という結果が出ている。

また、岡部光明・関晋也による「日本における企業M&A（合併および買収）の効果　−経営の安定化と効率化に関する実証分析−」（2006）ではまず近年のM&A 急増の背景を整理し、次いでM&A実施企業にとっての経営の安定化および効率化の面に焦点を絞り、その二つの面でどのような影響があったかを独自に収集、整理したデータ（2001 年にM&A を実施した企業のうち 157 社）を用いて計量経済学的に明らかにしている。その結果、M&A の実施後に経営の安定化（倒産確率の低下）と効率化（ROE の上昇）をともに実現した場合が 5 割弱のケースでみられた一方、それ以外のケースが 5 割強あったと主張している。つまりIn-OutとIn-In、日本企業による海外企業の買収と日本企業同士の買収を同時に計算し、結果企業パフォーマンスが改善するかどうかは半々である、と説明している。

ローランド・ベルガー社によると、M&Aの成功確率に関する日米欧での各種調査をみると、M&Aの半数以上は失敗に終わっているという結果が出ている。また、M&Aを実施した企業の経営陣に対して実施したアンケート調査によると、財務面だけでなくオペレーション面まで含めてM&Aが成功したと答えた企業は 4 割に満たない。2000 年以降に日本で行われたM&A事例 41 件を対象にM&A実施前後 3 年間の営業利益率の変化を調査したところ収益性が改善した企業は全体の 49%であった。また、M&A実施から 1 年後の株価騰落率を見たところ、TOPIX（東証株価指数）を上回っていた企業は、約 45%に留まっている。

第2節　海外の研究

海外での同様な研究では、Gugler, Mueller, Yurtoglu and Zulehner(2003)が日本を含め過去十五年に世界で行われたM&Aに関して、パネルデーターを用いて検証している。検

証の結果、各国共通して合併は総じて利益率の上昇をもたらすが売り上げは減少している。国内企業同士とクロスボーダーの合併にも違いはみられなかった。彼らの結果からは、合併後の企業の売り上げは低下し、収益の増加は有意でないことを報告している。一方、Martynova, Oosting and Renneboog (2006)は、比較対象企業の産業、規模、合併前のパフォーマンスを十分コントロールすると、合併後のパフォーマンス低下は有意ではないことを示した。

つまり、複数の先行研究によると状況に応じて日本だけでなく世界中で企業の M&A は評価が割れる。実施した買収企業側の効果と被買収企業側の効果と二つの見方があり、さらに対象とした業種や形態によっても効果は異なってくる。ただ、世界のあらゆる形態の M&A の、過半数は失敗に終わっている、という認識で間違っていないと考えられる。

本稿は以上の先行研究を受け、半分以上の M&A が失敗するほど M&A には問題があるものだと認識し、その問題点を解決するべく政策提言の行うものである。まず改めて計量経済学的に日本企業同士のみに関して、企業パフォーマンスが改善するかどうか分析を行う。M&A 件数ベースでは In-In のものが非常に多いため、この結果に関して分析を行うことで企業の経営戦略としての M&A を効率的に行う政策提言に結び付けたい。また、自社の競争上の強みや育成・強化を目的に事業の成長・価値向上を狙った M&A を顕著に意識している電気機器業界を対象として選んだ。

第3章　分析

第1節　分析モデル

この項では日本企業の M&A の問題点を探るため、日本企業同士による M&A は企業の業績を改善し、企業価値を高めているのかを、電気機器業界の企業の財務データをとりあげて検証する。特に、合併買収、営業譲渡を対象として M&A を行った買収企業のパフォーマンスに改善効果がみられたかどうかについて実証分析を行う。

1．分析対象

日本に対しての政策提言のため、海外の制度・習慣などの影響を受けない日本企業同士の M&A に関しての分析を行う。また、結果をはっきり示すために自社の競争上の強みや育成・強化を目的に事業の成長・価値向上を狙った M&A を顕著に意識している電気機器業界を対象として選んだ。M&A の手法として、合併による事業統合、営業譲渡による事業吸収、株式取得による子会社化、株式交換による完全子会社化、会社分割による新設分割や吸収分割がある。レコフ社データベースには資本参加なども含まれているが、分析に際しては効果がわかりやすく出るであろう合併と営業譲渡のみに限定した。

2．モデル式

実証には以下のモデル式を用いる。

$$Y_{f,t+2} - Y_{f,t-1} = \beta_1 \mathrm{l}\quad T\mathrm{o}_{t-1} + \beta_2 \mathrm{Ig}\quad_{t-1} + \beta_3 \mathrm{D}\quad J\mathrm{o}_{t-1} + \beta_4 \mathrm{FAg}_{t-1}$$
$$+ \beta_5 R\quad_{t-1} + \beta_6 MD\quad + \beta_7 Y\quad A\quad + \varepsilon_{f,t-1} d\quad a$$

$Y_{f,t}$ を企業 f の M&A をおこなった t 期(M&A を行っていない企業においては無作為に選んだ年度）におけるパフォーマンスを表す指標とし、t 期の前年と 2 年後のパフォーマンスの差を被説明変数とおく。具体的には TFP の対数値、労働生産性の対数値、ROA、従業員数の対数値を用いる。説明変数として、TFP の対数値、ROA、従業員数の対数値（logJI）、負債・資産比率(FS)、R&D 集約度(RD)、M&A のダミー(MAdum)、年度ダミー(Yeardum)を用いた。M&A がパフォーマンスに十分な影響を与えるために M&A 前年と 2 年後の経営指標で計算をする。

企業 f の t-1 年と t+2 年のパフォーマンスの変化に M&A ダミーがどのような影響を及ぼしているか回帰分析を行う。

企業のパフォーマンスに ROA など直接利益を示すものだけでなく TFP、労働生産性を用いたのは、前述のとおり所得移転による効果を除いて計測するためである。

3. 計算に用いる数値

TFP（全要素生産性）は労働・資本を合わせた投入一単位に対する生産性を表す指標で、売上高÷（中間投入＋労働投入＋固定資本）で計算する。中間投入とは生産のための必要経費の合計で、売上原価＋販売費・一般管理費－（賃金総額＋減価償却費）で計算する。労働投入は各年度の平均労働時間×従業員数で計算した。労働生産性とは労働投入一単位に対する生産性を表す指標で、総売上÷労働投入で計算した。ROA（総資産利益率）は経営資源である総資産をどれくらい利益に結び付けられたかを示し、当期純利益÷資本合計で計算した。R&D 集約度は研究開発支出額÷売上高で計算した。M&A ダミーは t 期に M&A した企業に 1、それ以外に 0 をとる。

4. 利用するデータ

上記計算に用いる元の数値は各企業の有価証券報告書より入力した。企業によって一部数値がかけるものは除外している。M&A を行った年としてレコフ社の雑誌 MARR を参考に日本企業の買収、営業譲渡の案件を用いた。M&A を行っていない企業のサンプルとして上場企業のうち会計年度を無作為に選び用いた。

また、有価証券報告書を得るためにサンプルは上場企業に限定されており、グループ内の M&A は含まれていない。

以下に利用したデータの記述統計を示す。

	記述統計量							
	サンプル数	範囲	最小値	最大値	合計	平均値	標準偏差	分散
logTFP	149	4.0723	-2.2320	1.8402	-133.4797	-0.8958	0.3421	0.1171
労働生産性	149	1.0056	0.0059	1.0115	26.6557	0.1789	0.1125	0.0126
log 従業員数	149	4.1487	1.3617	5.5104	516.8102	3.4685	0.8841	0.7816
負債・資産比率	149	0.0028	0.0028	1.9822	83.8185	0.5625	0.2405	0.0579
R&D 集約度	149	1.1836	0.0000	1.1836	6.9901	0.0469	0.1045	0.0109
logTFP の差	149	3.1923	-2.7712	0.4211	-2.4309	-0.0163	0.2536	0.0643
労働生産性の差	149	90.4456	-90.04	0.4057	-88.7481	-0.5956	7.3774	54.4260
log 従業員数の差	149	0.8784	-0.2478	0.6306	11.0744	0.0743	0.1440	0.0207

第2節　推定結果

以下に推定の結果を示す。

	logTFP(t+2)-logTFP(t-1)		Log 労働生産性(t+2) -log 労働生産性(t-1)	
	係数	t 値	係数	t 値
M&A ダミー	-0.043991**	-2.34579	-0.029377**	-2.190309
logTFP	-0.040394	-1.281927	-0.002776	-0.123801
ROA	-0.003717**	-1.867944	-0.002125*	0.998999
Log 従業員数	0.012701	0.973457	-0.002564	-0.306207
負債・資産比率	0.010398	0.2570022	0.009060	0.460170
R&D 集約度	0.323479***	3.828643	0.204560***	7.4040898
定数項	-36.17671**	-2.396159	-4.715398	-0.503223

	Log 従業員数(t+2) -log 従業員数(t-1)		ROA(t+2)-ROA(t-1)	
	係数	t 値	係数	t 値
M&A ダミー	0.041418**	1.738549	-0.654572	-0.812516
logTFP	-0.052769	-1.265661	-0.726085	-0.476741
ROA	0.003472	1.035352	-0.078244	-0.884804
Log 従業員数	-0.036372***	-2.254259	-0.904296*	-1.796087
負債・資産比率	0.005577	0.100278	1.911438	1.112995
R&D 集約度	0.047063	0.475494	0.202984	0.054056
定数項	-37.55198	-2.253728	-1.677990	-0.454259

（係数につく*、**、***は各係数がそれぞれ有意水準 10%、5%、1%以内であることを示す。）

M&A ダミーの係数を見ていくと、TFP の対数値、労働生産性の対数値に負の影響を与えているといえる。ただし従業員数に対してのみ正の影響を与えている。ROA に関しては有意な結果が出なかった。つまり、日本企業の M&A は、従業者数を増やすことはできているが、TFP と労働生産性という経営指標は悪化させている、という結果が出た。本筋からはずれるが、企業の財務状況に関して負債・資産比率はほぼ関係がなく、研究開発費が大いに関係しているという結果も見られる。ROA の計算結果が有意にならなかったのは前述のとおり所得移転によりある程度数字が改善している企業があったためと考えられる。

日本企業同士の M&A でも、利潤追求行動をとるはずの企業が M&A によって経営状態を

悪化させている、という先行研究の一部と同様の結果となった。この結果を受けて、日本企業同士の M&A には何かしらの問題点があり、企業パフォーマンスの改善に至っていない、と認識し、次項よりその問題点を探し、解決するべく政策提言を行う。

第4章M&Aの失敗の原因

第1節　リスク要因

以上の日本の M&A は失敗しているという分析の結果を受けて、この章では失敗の鯨飲となる問題点を指摘する。M&A の失敗する可能性を高めるリスク要因は多々指摘されているが、それらを内的要因と外的要因に分けて説明していく。

1．内的要因

まず初めに、単純に財務負担の重圧が挙げられる。M&A は通常、数十億から数千億円という莫大なコストを要し、これが失敗してしまうと買収事業だけでなく本業までも揺るがしかねない。このように、M&A には、すべて自前の資金で行う場合を含めて、かなりの財務負担がつきものである。これは、買収企業はもとより、敵対的買収に対して防衛策をとることを余儀なくされる標的企業においても同様である。企業が M&A に際して莫大な負債を抱え込むことで、その返済と利払いがイノベーションへ回すべき資金を枯渇させるという、ネガティブな側面を見せる可能性がある。このような財務負担の圧迫という莫大なコストとともに買収企業、標的企業の両経営陣のエネルギーと時間の多くが両社の統合プロセスに割かれることになる。そして、M&A は法的な面にも財務的な面にも周到な準備が必要である。いうまでもなく、敵対的買収の場合には標的企業との交渉が難航を極めることが多いが、友好的買収の場合であっても細部にわたる取決めにかかわる合意形成に膨大な努力が必要であることに変わりはない。

こうして、いずれの企業も内部志向的となり、外部への関心を低下させる傾向が生まれる。買収企業と標的企業の両経営陣における M&A 以外の重要事項、特に対顧客へのコミットメントの低下をもたらす要因となる。M&A に伴う経営陣の顧客へのコミットメントの低下は、買収合併の失敗リスクを高める要因となる。顧客へのコミットメントが下がると商品やサービスのクオリティが低下することは明白である。また、顧客の顕在している、さらには潜在しているニーズを探ることが疎かになってくる。こうなると、商品開発意欲の停滞、つまりイノベーションの停滞に繋がるだろう。こうして、M&A のプロセスにおける失敗のリスク要因となりうるのである。

また、組織と人的資源の問題が挙げられる。買収、特に敵対的買収が仕掛けられた場合には、被買収企業の組織に大きな衝撃が走るのは当然である。そして、組織モラルの低下が生じる可能性も否定できない。勝岡(2009)では M&A 失敗の最大要因を「統合マネジメントの失敗」としている。周知のとおり、M&A の目的のひとつとしてシナジー効果があげられるが、実はそれを実現するのはそれほど容易なことではない。コミュニケーション等の人間関係の軋轢が組織の結束力を弱めると、シナジー効果はおろか、悪影響すら生じるのである。これを受けて、M&A の影響を受ける被雇用者や取引先等の全ての関係者を意識した動きが必要不可欠であることが分かる。彼らにとって、自分にどのような影響が及ぶのかが最大の関心事である。彼らに早期に明確な情報を発信し、不安感を抱かせないことも重要であ

る。そこで、企業文化の違いその障害となることが考えられる。海野と鈴木（2002）は、企業合併を「異文化」同士の合併と捉え、買収合併のプロセスにおける組織内での異なる企業文化（corporate culture）の衝突がシナジー効果の阻害という悪影響をもたらす要因となると指摘している。その上で、そのような衝突を回避ないし緩和するためには、「企業異文化ファシリテーター」の役割が重要性であると主張している。「企業異文化ファシリテーター」とは、異文化を持つ企業同士の融和を促進する役割を担う人材をいう。

2. 外的要因

まず初めに、規制や政策の遵守、急変が挙げられる。

最近このようなニュースが報じられた。『キリンホールディングスとサントリーホールディングスの経営統合交渉で、目標にしていた年内合意が困難になったことが 27 日、分かった。独占禁止法に基づく公正取引委員会の事前審査で追加資料を求められ、第 1 次審査に入っていないため、事実上断念した。両社は年内の経営統合を目指し、酒類など重複する事業分野の整理などについて詰めの協議を進め、9 月 15 日に事前審査を公取委に申請した。製品によっては国内の市場占有率（シェア）が高まり、独禁法に抵触する可能性が出てきたため、公取委から追加資料の提出を求められ、事前審査の受理が予定よりも半月遅れの今月 23 日にずれこんだ。審査スケジュールも先延ばしになり、第 1 次審査に入る見通しも立っていないという。審査による認可を前提とした経営統合も当初予定より大幅に遅れ、年内合意が難しくなった。』（2009 年 10 月 28 日　毎日新聞）

このニュースから M&A を行う際の法的拘束への対処は簡単ではないことが分かる。コストが掛かることはもちろん、法的対処に時間を要すると、その間に株価の変動、企業内容の変動、経済環境の変動等のリスク要因が生じる。法的拘束への迅速な対応が必要不可欠であるだろう。

そして昨今、このような M&A の急増等、企業を取り巻く環境の急激な変化により、政府は早急な対応に迫られている。そのような状況下では、規制や政策の変更が急速に進む可能性があり、このような規制や政策の急激な変更や強化は、M&A の戦略や M&A それ自体の判断を大きく左右する要因となるだろう。M&A はある程度長期的な観点から進められるものだが、急激に変化する規制や政策の動向を見誤ると、失敗に終わることになる。このように、規制や政策を遵守する努力や遵守していた規制や政策の急変が、M&A の成約や決済が流動的で頓挫しやすい要因の一つとなっている。

また、顧客サイドの不確実性の増大も M&A のリスク要因となる。M&A が行われる際、その進行過程において、株主や被雇用者、取引先企業に留まらず、顧客の中に不確実性が増大する問題は、企業経営上無視できるものではない。顧客は、これまでと変わらずに保証やサービスが受けられるのか、条件の変更がなされるのではないか等、不安を覚えることになる可能性は高い。被買収企業の顧客であればなおさらである。M&A に関して適切なタイミングで顧客に十分な情報と安心感を与えないと、顧客の維持率に悪影響が出る可能性がある。例えば、自社の損得勘定だけで、敵対的買収を仕掛けたようにマスコミ報道されてしまえば、世論からの非難は招きかねず、顧客は離れて行ってしまうだろう。このような事態を防ぐためにも、M&A に際して顧客への意識を強く持つことは必要不可欠である。買収企業は、M&A に際して、顧客サイドに不確実性が高まることをリスク要因として踏まえておくべきである。

さらに、上記に述べたことを前提として、M&A に際しての顧客サイドの不確実性の増大は、競合企業にとっては当該顧客を争奪する絶好の機会となる。上述の内的要因の項目でも述べたように、経営者は M&A にかかる莫大なコストを前にして、最も大切であるはずの顧客へのコミットメントを低下させ、信頼関係の構築への努力が手薄になる傾向がある。これ

はM&Aのリスク要因となりうる。

その効果を得るためのM&Aには買収それ自体はもとより、そのプロセスにおいても失敗するリスク要因があることを指摘し、それらを内的要因と外的要因に分けて整理・検討した。M&Aのプロセスは、非常に複雑で長期間を要する。リスク要因は相手先選びから統合までに至るところに潜んでいる。統合に至った後にも、人材が流出してしまう、シナジー効果が得られない等のリスク要因が多々あり、敵対的買収ともなればM&A成功への道のりはさらに困難なものになる。M&Aはこのように上述したようなリスク要因が無数にあり、成功させるには細心の注意とたゆまない努力が必要である。注意すべきは、上述のリスク要因は必ずしも内部要因、外部要因ともに単独で現れるとは限らず、内部要因、外部要因の中の様々な要因が複合的に絡み合ってリスクを生み、日本のM&Aを失敗に導く原因となっていると考えられる。

第2節　日本独自の問題点

上記の失敗リスクに加えて日本ならではの問題点を2点指摘したい。

1．合併への拒否感と過剰防衛

日本企業に根深く存在するものが、「愛社精神」である。企業再編が無ければ日本企業の強みとなるこの愛社精神だが、戦略的なM&Aが企業の経営戦略の一般的な選択肢になってきた現在、事業拡大や効率化を妨げるマイナス要素になることがある。日本では戦略的買収をされる事を「乗っ取られてしまう」というマイナスイメージでとらえられてきたため、買収された側の従業員は、社名変更や社風の変更で、モチベーションを低下させがちである。

昨年のパナソニックと三洋電機の合併にも以下の記事から三洋側の思いがくみ取れる。

「三洋電機の佐野精一郎社長は5日の中間決算発表の席上、パナソニックが同社を買収し子会社化することで大筋合意したとの報道に対し、「（交渉で）優先するのは事業 と雇用の維持。当然、三洋ブランドも継続発展させたい」と強調した。」（毎日新聞　2008年11月5日　20時51分）

過剰なブランドや社名への固持は、過去、金融業界の再編時にも散見され、結果、「三菱東京UFJ銀行」や「三井住友銀行」など、利用者が名前を覚えにくい、振込時に長すぎて打ち間違えやすい、といった、顧客優先の論理すら無視した企業名がまかり通ってしまった。社員のモチベーションのためには、顧客の利便性すら犠牲にせざるを得ないほど、各社社員の「愛社精神」が原因であり、名前一つ、ブランド一つすら効率化できないのが、日本型M&Aでは常態化している。

また敵対的買収に対する拒否感から生まれる過剰防衛もM&Aの成功を阻害する要因となっている。買収防衛策の多くは買収またはその後の企業維持にかかる費用を増大させ、買収後の利益を低減させるものが多い。つまり日本では買収価格は本来の企業価値よりも高くなってしまう。第1節内的要因でも触れたが、買収に際しての財務負担は非常に大きいものであり、その後の企業経営に悪影響を及ぼす可能性がある。

2. 効率化を阻む雇用の問題

日本の雇用体系は、近年、多少の変化は見られるが、未だ欧米と比較して、永久雇用を前提とした体系や、社内叩き上げ人材重視の社会通念が一般的である。そのため、若年層や特殊スキル所持者をのぞいて、再就職や転職の門戸は非常に狭く、会社側も簡単には社員の解雇ができない社会背景がある。このことから、企業合併において、重複分野の従業員解雇ができない事は、非効率以外のなにものでもないだろう。

「パナソニック（旧松下電器産業）と三洋電機の両社長が先月、会談を持ち、三洋を子会社にすることで大筋合意していたことが 2 日、分かった。三洋が、従業員約 10 万人（関連会社を含む）の雇用維持などを条件にほぼ了承したという。」（毎日新聞　2008 年 11 月 2 日　20 時 19 分）

という記事からも分かるとおり、M&A される側の企業から切り離した社員の引き受けを条件に出す企業多く、業績に悪影響となりかねない。つまり約束が前提にあるため利潤最大化行動としての人事ができなくなるのである。

上記 2 点の概念的な問題点より、日本ではさらに戦略的 M&A の最大目的である、効率的・合理化が困難となっている。以下の項ではこの日本特有の問題点を解決し、日本の M&A 市場が世界と同じ舞台に立てるような提言を行いたい。

第5章　提言

第1節　過剰防衛の抑止

前章でみたとおり、日本では買収されることに対してネガティブなイメージを持っており、実際に日本で M&A に関連する規制緩和が進んだ際、M&A に際して自分の企業、ブランドを守ろうと必死になり現実の見えていない、感情的な敵対的買収絶対反対の論者が非常に多かった。日本企業は「買収」という単語自体を避けたがる傾向がある。結果として規制緩和が行われた後、結局外国企業が現金で日本企業を買収しなかった理由として大きく 2 つ挙げることが出来る。1 つは日本企業は「株式持合い」などの敵対的買収を退ける防壁をすでに持っていたこと。2 つ目に外国企業の多くが「日本は敵対的買収になじまない」と考えてきたことが挙げられる。日本企業の多くはこうした側面を持っていると考えられ、実際に買収予防策を導入した企業も多い。だがこうした買収予防策が存在することで、買収のためには企業価値以上の出費を必要とすることになる。これは M&A 失敗の大きな要因である。以下では実際に日本企業が忌避している敵対的買収を退ける防壁のひとつ、「株式持合い」について詳しく見ていき、その問題点を指摘する。

持ち合い株というのは市場で売買されない固定株のことである。経営状態に関わらず基本的に売られることはない。株を持ち合っているのは銀行や事業会社であり企業が成長することを見込んで買っているのではなく、株主としての利益よりも取引に伴う利益を優先している。つまり、保有株に損失が出るとわかっていても、取引関係を維持するために株を持ち続けるということである。この株主持合によって作られる安定株主は 90 年代に比べて減ったと言っても 2007 年時点でも敵対的買収を退けるのに十分な持合が残っていた。つまり、取引先など安定株主が発行済み株式数の半分以上を所有していれば防衛策を発動することなく敵対的買収を撃退できる。具体的には 2006 年に王子製紙から敵対的買収を仕掛けられた北越製紙が最近の事例である。北越は安定株主工作を進め発行済み株式数の 7 割以上を安定株主で固めたのだ。その結果北越は防衛策を発動することなく王子を退けたのである。この TOB の失敗は、高橋(2007)によれば、伝統的な日本企業の経営者は株主の利益に対する観点が希薄であること、日本では買収防衛策が買収価格にかかわりなく、買収を阻止し、現経営陣を守る手段になってしまっていることを示している。そして、この敵対的 TOB の失敗が契機となって、敵対的買収に否定的な空気が産業界に蔓延するようであれば、日本経済の利益にならないと論じている。上場企業でありながら投資を目的としない安定株主が株主の 7 割を占めるということが市場で成り立っているのであるから日本は本当に資本主義なのだろうかと疑いたくなる。

欧米と比べた場合どうなのであろうか。固定株の比率を除いた浮動株がどの程度あるかをモルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナルが算出したものがあるのだが、日

本の浮動株比率は約 7 割である。一方米国と英国ではともに浮動株比率が 9 割台の後半にあり「非投資家」はその存在を確認できなかった。また英国の調査会社エシカル・インベストメント・リサーチ・サービシーズが 2005 年に発表したコーポレートガバナンスの番付によれば主要 24 か国中日本は最下位だった。最下位になった原因は取締役会の独立性である。ちなみに、独立性のある取締役の割合で見ると主要国は半数以上なのだが日本は 1 割にも満たないというデータがある。経営陣と利害関係のない取締役が 1 割にもみたなければ、日本の多くの企業で「投資を目的とする」株主が軽視される現状があるのも当然といえるだろう。

この状態からさらに日本企業がポイズンピル [2]などの買収防衛策を取り入れることになったら、自らの保身を重視する経営者にとっての天国になるのではないだろうか。要するに企業というか経営者というか安定株主というか、企業が存在することによって利益を得る人々が自分の利益を守りすぎているのである。これが欧米とは違う日本企業の特徴で、M&A後の業績悪化につながっているのではないかと推測される。忘れてならないのは敵対的買収には非効率な経営陣を放逐する効果があり、単なる脅威論のみで敵対的買収を容易に封じることは厳に慎むべきであるということである。敵対的買収に直面した対象会社の取締役は先鋭な利益相反にさらされ、このような状況において、取締役が自己の会社支配権を維持するために買収防衛策をとれば会社および株主の利益を害する危険がある。

2005 年に発表された経済産業省・法務省による 「買収防衛策に関する指針」では買収対抗策の導入、行使、廃止に当たっては以下の原則を充足すべきものとした。①企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、または向上させる目的をもってなされること（企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則）②事前に株主、投資家等に導入の目的、内容等を具体的に開示すること（事前開示の原則）③株主総会決議に基づき導入するか株主の相対的意思によって廃止できる手段を与えるなど株主の合理的な意思に依拠すること（株主意思の原則）④株主平等原則、財産権の保護、経営者の保身のための濫用防止などに配慮した必要かつ相当な方法によること（必要性・相当性確保の原則）、である。

私たちはこの指針に、「買収防衛策は基本的に使用されるべきではない。ただし、例外は敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを防衛側会社が疎明、立証した場合に限り、以下の原則の下に導入することが許される。」という一文を加えるべきである、という提言を行う。これはブルドックソース買収の際の判決の一文を引用、改変したものである。

ここで少し「村上ファンド」が行った案件について 1 つ見てみることにする。欧米ではアクティビスト [3] もそれなりの地位を確立しており、「村上ファンド」が日本で嫌われ役だったようなものでは決してない。欧米では浮動株が多い状況は普通であり、だからこそアクティビストが活躍する余地も多い。村上世彰はあれだけ叩かれていたが何か企業に変化をもたらした例はあるのだろうか。彼が扱ったなかで「昭栄」という会社の例は面白い結果が出ていた。

話は 2000 年に遡る。村上ファンドは昭栄の含み資産に着目し同社に TOB を実施した。し

---

[2] ポイズンピル：敵対的買収阻止のための手段の一つで、買収者が一定の議決権割合を取得した時点で、市場より安い価格の株を発行し、買収者の議決権割合を下げ、買収にかかる時間と費用をあげ、邪魔をするという方法が多い。

[3] アクティビスト：単に株を保有するだけでなく、積極的に企業価値を向上させるためのアクションをとる投資家。

かしキヤノンなどの昭栄と株式を持ち合う株主が TOB に応じなかったことから、この TOB は失敗に終わった。だが村上が去ってから、逮捕されるまでの間に株価は 7 倍以上に上昇した。昭栄の執行役は「変化のきっかけは村上ファンドである」と認めている。「2 度と敵対的 TOB を仕掛けられたくないから保有資産の有効活用に取り組むようになった」とも語っている。具体的には、昭栄は財務諸表の経済付加価値（EVA）を導入し資本コストを把握し資本コストを上回る利益を生み出す分野に投資を絞り込むようになったのである。結果としては 2007 年までの 3 年間で純利益 45 億円、株式時価総額で 800 億円の目標を掲げていたのに、どちらも 1 年目の 2005 年には達成してしまった。

アクティビストが企業価値を破壊するのではない。企業価値が破壊されているからアクティビストが現れるのだ。風邪をひいて体力が落ちるのではなく、体力が落ちているから風邪をひくのである。この関係を誤解していると病気は良くならないだろうし、不適切な予防をすることになるだろう。つまり薬だと思って使ったポイズンピルを使い、さらに損失を増やすことになりかねないのである。株主から預かった資本を有効に活用しなかったり、無理な投資をしないなどの経営をすることが一番重要なのである。これは昭栄の事例をみれば納得していただけるだろう。もはや経営改革を働きかけても改革の余地は以前ほどなく大きな利益を見込みにくい。これでは、アクティビストに限らず割安企業を買収し、高値で売り抜けるハゲタカといわれる企業も注目しなくなるだろう。最も効果的な買収防衛策は企業価値を高め株価を上げていくことにある。

防衛策を弄し、社会全体の効用を損なうのではなく、買収に対する不安から生まれる緊張感の上で経営努力を行うこと。政府が指針として買収防衛策を否定することでこの認識を浸透させることは、日本企業がこれからの国際競争で勝ち残るために必要なことであろう。

第2節　雇用に関する問題

やはり M&A における効率的な経営の大きな阻害要因は雇用の問題であると考えられる。日本の雇用体系は、近年、多少の変化は見られるが、未だ欧米と比較して、永久雇用を前提とした体系や、社内叩き上げ人材重視の社会通念が一般的である。そのため、若年層や特殊スキル所持者をのぞいて、再就職や転職の門戸は非常に狭く、会社側も簡単には社員の解雇ができない社会背景がある。このような理由により、企業合併においても重複分野の従業員解雇ができない事は、非効率以外のなにものでもないだろう。

欧米では（日本ほどは）失業に対する過度の不安もなく、日本のように新卒至上主義でもないため再就職のチャンスもある。実際に深尾、権、滝澤(2006)では Out-In（海外企業の日本企業買収）の実証分析で、製造業の従業員数は減る傾向があると結果が出ている。（小売業に関しては係数は負にはなったが t 値が低かった。）海外企業による日本の雇用事情を考慮しない、効率的な戦略をとると、従業員数は減る傾向にあるということだろう。

だが、先述の通り、日本ではこの社会環境でも、大胆なコスト削減を実現できる M&A を実施することが困難であり、この大きな要因と言えるのが、やはり人員整理が難しい日本独特の環境であろう。海外の企業は、経営が悪化すると、日本では考えられないスピードで人員整理を進め、いち早く経営状況を改善し、国際競争を勝ち残ることが多い。それに対し、日本では、自社で人員整理を進めることができず、自主再建が不可能な状況になってから、外資系企業によって買収・再生されることが多い。カルロス・ゴーン氏による日産のリバイバルプランや、最近では JAL へのデルタやアメリカン航空の買収合戦などが当てはまる。

さらに、Gugler and Yurtoglu (2004)では、アメリカにおいては合併が雇用調整行動に影響を与えていないのに対して，ヨーロッパでは合併を機に雇用が削減される傾向が強く、

イギリスでは、合併後に雇用の削減が行われていること、関連業種による合併は非関連業種による合併よりも、雇用の削減が大きいことが指摘されている。すなわちアメリカの企業は普段から必要に応じて雇用を調整しているため、合併時に特に調整を行う必要が小さい。これに対してヨーロッパの企業は普段、雇用を削減することが難しいため、合併という非常時において雇用を削減しようというインセンティブが強い、という仮説と整合的であった。このように日本もイギリスと同様に合併という契機に人員整理を行うインセンティブは強いと考えられる。

しかし現実には、例えば昨年のパナソニックと三洋電機の合併の件でも三洋が、従業員約 10 万人（関連会社を含む）の雇用維持などを条件に出し、パナソニックもそれを了承したという。このように M&A される側の企業から切り離した社員の引き受けを条件に出す企業は多く、業績に悪影響となりかねない。つまり約束が前提にあるため利潤最大化行動としての人事ができなくなるのである。分析の結果、M&A は従業員数に正の影響を与えている点からもはっきりと言えるだろう。

現実にこのような事例が多々ある理由として、先に述べた社会背景とそこから生まれた労働者保護の法律がある。解雇のためには現在日本の判例上整理解雇の 4 要件の成立が求められる。整理解雇とは普通解雇（懲戒解雇でない解雇）の中でも事業継続が困難なための人員整理としての労働契約の解除である。4 要件は、①削減をしなければ経営を維持できないレベルであること、②解雇回避努力の履行が十分にあること、③被解雇者の選定に合理的な理由があること、④説明、協議を経て納得を得るための手続きが妥当であること、である。これらの要件を満たさない限り法律上不当解雇になる可能性がある。ここから買収取引の買い主として取引実行に先立ち人員削減を完了することは売主にとってリスクが大きすぎるため、一般的には極めて困難であると考えられる。事業譲渡に関しては余剰人員について雇用の承継を拒絶することができるが、これも従業員からの訴訟が起きた場合、判例上買収会社が雇用を承継することを求められる可能性がある。

加えて 2005 年、事業廃止に伴って行われた整理解雇における判例では、使用者がその事業を廃止することが合理的にやむをえない判断であったか、労働組合または労働者個人に対して解雇の必要性、合理性を説明し、納得させる機会を設けたか、労働者への時間的、経済的配慮があったか、が考慮された。ここでは単なる経営戦略上の事業廃止を必要性の低いものとし、不当解雇とされる判決が出た。

以上のことから現行の法制度では人員整理といっても現実的には解雇はできず、人員整理を行う企業も個別に退職勧奨を行い、早期退職制度を設けて幅広く退職を促すことや新規採用の抑制などで従業員数を抑える、という方法をとっている。

また、逆に 1998 年に行われた日本石油と三菱石油の合併では、両社長の主導により、「合理化効果を最大限得るために、すべてを（労働基準に関して）低く厳しいほうに合わせる」との基準で合意が行われ、例えば給与水準に関しては低い日本石油側に合わせることとなるなど、経営トップの独断で労働者の雇用条件が悪化する案件も存在する。

そもそも M&A には二つ別々の労働条件の会社が合併するわけで、その調整は必ず必要であるが、この調整に対し労働者の多くが意見を反映させることはできない。特に労働組合の弱い日本企業では顕著に困難である。企業はこれを解決する努力をするべきであるが、M&A は基本的に両社の経営トップの話し合いによって決定されるため困難である。

以上のように経営側にも労働者側にも難しい局面となる企業合併時の人事問題に対し、私たちは人員整理、および労働条件の変更に際し外部機関の許可を得ることを義務付けることで可能にする、という提案を行う。外部機関には厚生労働省、都道府県労働局、または労働基準監督署が考えられる。企業は人員整理に際し、個別に退職勧奨を行い、早期退職制度を

設けて幅広く退職を促すことや新規採用の抑制などで従業員数を抑えることなどを行ったうえで、経営戦略上必要な解雇までに十分な時間的、経済的な猶予に加え必要な再就職支援をを労働者に与え、また外部機関はそれが十分であるかを審査し、社会的に妥当であると考えられた場合に許可を出す。つまり現状では企業が存続の危機にある場合にしか困難な解雇を経営戦略上の方法のひとつとして可能にする、という大胆な提言である。

もちろんその外部機関の設置には多大な問題を乗り越える必要がある。まず外部機関として許可を出すために企業の人員整理に対し適切な知識を持つ者が多数必要であること、またその判断が公平で透明なものであること。またその判断から訴訟につながることも考えられ、法的な予備知識と判断基準を設けて訴訟リスクを可能な限り低減する必要もある。また、企業が解雇候補者に用意する再就職支援も、現在の日本の雇用情勢では時間もコストも必要とされ、企業にも労働者にも大きな負担となってしまう。

だが、労働者保護が弱く、スピーディに人員整理を行えるアメリカなどと比べると速さでは劣るとはいえ、日本でも人員整理という重要なコスト削減を可能にすることは意義深いものであると考える。コスト削減を行えず、余剰人員を抱え続けた結果、経営が悪化しぎりぎりになって解雇される、という結末よりも、企業の体力がまだあるうちに、可能な限りの再就職支援を受けて別の企業へ転職することは労働者にとっても十分メリットのあることである。

また、この政策によって労働市場が大きくなり、回転も速くなることでより企業も中途採用への視野を広げることになる。古い日本型の固定観念がより柔軟に変化していくことになるだろう。

「Restructuring」は本来「首を切る」という意味ではない。経営戦略上より合理的に、効率的な経営を行うための人員の「再構築」である。不必要な労働者を企業が抱えることは社会全体にとって有意義なことであろうか。人員の再構築の結果不必要となった人材を、よりそれを求める企業に譲ること、また労働者としても自分の能力をより活かせる職場へ行くチャンスでもあると考えられれば、企業のリストラが経済全体としてより合理的な配置転換を生み出す。再就職がより身近になることが、経済を雇用の面からリストラクチャリングすることにつながるのではないだろうか。

おわりに

日本の M&A は失敗している、という実証分析の結果を受け、ある意味強引ともいえる 2 つの政策提言を行った。どちらも現在日本での常識となっている部分、「買収防衛策は存在して当たり前」、「解雇は基本的にありえない」を否定する提言となった。だがどちらもめまぐるしいスピードで変化する国際的な経済情勢を考えると、日本企業が今後も世界で活躍していくには重荷となる常識である、と考えている。

買収防衛策はコスト負担であり、迅速な M&A の障害である。これをやめて、買収に対する緊張感を持って企業価値を高めて株価を上げることが経済全体にとって最も良い影響を与える。

効率的な人員整理を日本の旧来の常識とすりあわせた妥協点として、許可制で解雇を可能にするという提案は、近年崩壊しつつある終身雇用制から考えても流動的な労働市場をつくりだし、将来的には解雇の許可などなくとも再就職が一般的になる可能性もある。

正直に言ってまだまだ詰めの甘い政策ではあるが、私たちの主張が常識を変化させるきっかけとなることを望んでいる。

先行論文・参考文献・データ出典

《先行論文》

1. 深尾京二、権赫旭、滝澤美帆(2006)「M&A と被買収企業のパフォーマンス　対日 M&A と国内 M&A の違い」
2. 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 –経営の安定化と効率化に関する実証分析–」
3. 蟻川靖浩、宮島英昭(2006)「M&A の経済分析　M&A はなぜ増加したか」
4. 宮崎哲也(2006)「M&A における失敗リスクの研究」
5. 八木耕一（2008)「戦略的 M&A におけるシナジー効果の意義」『経営戦略研究 2008　M&A 特集号　Vol.16』大和総研シニアコンサルタント　P.58-67
6. 高橋郁郎(2007)「王子製紙の北越製紙に対する敵対的 TOB－事実経過と残された問題点」『業界大再編時代の M&A－敵対的買収の意義を考える』日本経済研究センター　P.21-37
7. 勝岡隆史(2009)「M&A を真の成功に導く企業統合マネジメント」『マネジメントニューズレター「視点」Vol.59』ローランド・ベルガー
8. 宮島英昭(2007)「日本の M&A の経済分析：その国際的特徴と経済的役割」『RIETI ディスカッションペーパー　07-J-026』経済産業研究所
9. 「事業ポートフォリオの最適化」 経済産業省
10. 株式会社野村総合研究所(2001)「日本企業の M&A に関する調査」
11. あずさ監査法人(2003)「企業経営に関するトピック解説　事業再編と M&A」
12. Gugler, Mueller, Yurtoglu and Zulehner(2003) “The Effects ofergers: An International Comparison,” International Journal of Industrial Organization, vol.21, no.5, P.625-653
13. Martynova, Oosting and Renneboog (2006) “The long-term operating performance of European mergers and acquisitions” ECGI Finance Working Paper, No.2006-137

《参考文献》

1. 落合誠一（2006）『わが国 M&A の課題と展望』商事法務
2. 森信静治、川口義信、湊雄二(2005)『M&A の戦略と法務』日本経済新聞社
3. 牧野洋(2004)『不思議の国の M&A　世界の常識日本の非常識』日本経済新聞出版社
4. 梅野素央、鈴木了符子（2002）『企業合併と異文化、企業文化の衝突』学友社
5. 矢崎淳司(2007)「敵対的買収防衛策をめぐる法規制」多賀出版

《データ出典》

1. 内閣府・平成 20 年度　年次経済財政報告書[http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/08.html]
2. 「M&A 専門誌マール」より M&A データ　レコフデータ