

研究指導 大津 淳 准教授

# 日本企業と M&A

## ～ 歴史的観点における今後の考察～

堀井 直美

### 序章(研究動機・目的)

近年、M&A が世界的に増加傾向にある。そこで、M&A がなぜ増加しているのか、それは日本企業にどのように関連しているか、増加の背景には何があるのかに関心を抱き、M&A を調べることにした。

したがって、本論では、ここ数年で M&A の増加に拍車がかかっている我が国で、どのような目的・手法によって M&A がされているのか、今後どのような局面を迎えるのかを研究することを目的としている。

### 第1章 M&A とは何か

#### 1. M&A の定義

M&A とは、『Merger(合併) and Acquisition(買収)』の略語であり、日本語では企業の合併・買収と訳される。企業が M&A を行うことで、自社に不足している経営資源を補い、事業の拡大や再構築のために、経営権<sup>1</sup>や事業資産を譲渡することが可能となる。

#### 2. M&A の形態

M&A の形態は経営権の移転を伴う合併・買収と、経営権の移転を伴わない事業譲渡・資本参加・出資拡大がある。M&A とは合併・買収を指す略語であるが、本論では合併・買収のみならず、上記全てを総称し「M&A」と呼んでいる。

まず、合併とは複数の会社を1つの法人格に統合することをいう。買収とは株式や資産などの買収でその会社の経営権を取得することである。次いで、事業譲渡<sup>2</sup>は資産、従業員、のれんなどからなる「事業」の譲渡であり、2社間での既存事業の統合も含む。資本参加は50%以下の株式取得や増資引き受けなどがあるが、初回の取得に限られる。出資拡大は既に資本参加している当事者による50%以下の株式の追加取得を指す。

#### 3. M&A の利点

##### 【買収サイド】

新規に事業をはじめめる場合に比べて、M&A は大幅に時間が短縮できるうえ、失敗のリスクも少ない。その他、生産や技術、資本、経営管理など、さまざまな面でシナジー効果が期待できる。

##### 【売却サイド】

M&A で不採算事業から撤退でき、経営資源をコア

事業<sup>3</sup>に集中することが可能となる。後継者難で売却した場合でも、代表者は創業者利潤を手にし、多くの資産が残る。また、会社が廃業にはならないので、取引先などに迷惑をかけずにすむ。

### 2章 M&A の歴史(アメリカ)

M&A 発祥の地はアメリカである。すなわち、M&A とアメリカは密接に関わりがあるため、M&A を語る上でアメリカ経営史を外すことはできない。したがって、本章では時代ごとに特徴のある M&A ブームを参照し、各節ごとにアメリカ経営史を説明している。

#### 1. 水平統合の時代(1890～1900年代)

19世紀初頭のアメリカでは既に基幹産業が発達し、市場は競争激化によるリストラや倒産が相次いでいた。規模の経済<sup>4</sup>を求め、これらの産業では独占を目的とした統合へと進んでいく。その結果、独占で利益を得る企業へ民衆の非難が集中し、政府は独占禁止法を制定することとなった。企業が独占を目的とした統合は法律上禁止となり、1907年の金融恐慌で終焉を迎えた。

#### 2. 垂直統合の時代(1920年代)

1914年に水平統合を規制する独占禁止法が成立すると、企業再編は寡占をねらった垂直統合へと向かう。生産技術の革新で、社会は大量生産・大量消費時代に移行しつつあった。かくして、企業は原材料から販売までの経路を確保することが新たな企業課題となる。このような背景下で、1929年の世界恐慌でブームに幕が下りるまで、およそ1万の会社で M&A が行われた。

#### 3. 多角型<sup>5</sup>の時代(1960年代)

1960年代、企業は既に巨大化し成熟していた。異業種への進出が企業のより一層の発展と成長するための手段として、盛んに行われた。この時代の M&A ブームを支えたものとしては、成長株理論・分散化理論が挙げられる。しかし、この両論共に眉唾物であり、株式市場は1968年にリットン・インダストリーズ的大幅減益発表(株価下落)を機に、成長株理論は一気に崩れ、多角型の時代はやがて終焉を迎える。

#### 4. 敵対的とりストラ型(1980年代)

1960年代に行われた多角型の反省から、事業の整理・本業回帰・高収益分野の開拓が叫ばれるようにな

<sup>3</sup> 自社の得意な競争分野。

<sup>4</sup> 企業規模の増大によって単位当たりの製品やサービスのコストが低下する現象。

<sup>5</sup> 既存事業の周辺事業分野、または関係のない新たな事業分野に進出することによって企業の成長・拡大を図る戦略。

<sup>1</sup> 企業の経営者が授業の組織を管理し運営する権利。その具体的内容は人事、経理、営業、職制、サービスなど企業の運営に必要な管理上の権限。

<sup>2</sup> 承継会社が子会社になる場合は買収に分類される。

る。その手段として LBO が台頭し、成熟企業を買収することでリストラを進め、結果として企業価値<sup>6</sup>を高め企業を再生させる役割も担った。さらに、1980年代後半から1990年代初期にかけて、バブルで金が余っていた日本から資金流入が進み大きな社会問題とされた。また、敵対的 M&A が社会的に認知されるようになるのもこの時代からである。

### 5. 価値経営<sup>7</sup>と IT 革命 (1990 年代後半)

国際的なメガバンク同士の合併や自動車メーカーの国際戦略など、グローバルな規模での大型合併が M&A の潮流となった。企業価値という観点からは、M&A も外部戦略としてしっかり取り組んでいくべきだという議論も出てきた。株主利益を主張する動きが台頭してきたのも同時期のことである。時期を同じくして IT の一般消費者への浸透が進み、PC や周辺機器、インターネット、携帯電話と次々に新産業が生まれ拡大し、価値経営の観点から既存産業のリストラ効果も徐々に浸透していった。

## 3章 日本企業と M&A

第2章で M&A の母国、アメリカの経営史を M&A ブームとともに展開してきた。続く本章では日本企業と M&A がどのような関わりがあるのか、その手法や目的に変化は見られるのかを歴史的に展開する。

### 1. 財閥解体と企業再編 (戦前～1970 年代)

アメリカは自由な競争による資本主義を原則するが、日本は政府主導で資本主義を育ててきた。財閥<sup>8</sup>はその申し子と言われ、19世紀末には国の手厚い保護のもと次々に会社を合併・買収してその傘下に治め、最終的には 20 あまりの財閥によって、鉱工業や商業のほとんどが支配された。また、この時期の一連の財閥による多角化は、発展途上の経済に固有の効果があつた。戦後は軍事特需を支えたなどの理由から GHQ に解体されたが、戦後は財閥の系譜を引き継ぐ形で企業集団<sup>9</sup>として存在している。この企業集団が戦後の日本経済の成長に果たした役割としては、次の2点が挙げられる。

#### 株式相互持合いによる安定株主対策

株式相互持合いで、企業集団は第三者による企業買収の脅威のみならず、株主からの圧力からも解放されることとなった。これにより、企業は長期的視野に

<sup>6</sup> 「企業価値とは企業が利益を生み出す力に基づき決まる。企業が利益を生み出す力は、経営者の能力のみならず、従業員などの人的資本の質や企業へのコミットメント、取引先企業や債権者との良好な関係、顧客の信頼、地域社会との関係などが左右する」(経済産業省「企業価値報告書」2005年5月)

<sup>7</sup> 企業価値を基準においた経営、株主価値 = 企業価値という見方が一般的である。

<sup>8</sup> 財閥はオーナー家族と持株会社、さらに持株会社と各傘下企業間が株式所有関係で結ばれ、縦の管理統括的な関係にあった。

<sup>9</sup> 企業集団は、都市銀行、総合商社、重化学工業等々からなる巨大企業の連合体である。企業集団を定義する指標は、社長の結成、株式の相互持合い、都市銀行による系列融資、総合商社による集団内取引、包括的な産業界系、共同投資会社による新規事業進出の6つといわれている(共通した商号・商標使用を含めて7つとする説もある)。(経営史学会、『日本経営史の基礎知識』、有斐閣ブックス、2004)

立った経営が可能になり、この手法は多くの日本企業に伝播した。

#### 企業間競争の形成を促したこと

各企業集団では各産業ごとに1社以上のメンバーをおおむね擁することから、日本では各産業ごとに主要企業が6社程度存在する。6大企業集団<sup>10</sup>の存在は結果として、多数企業による過当ともいえる激しい企業間形成を促し、日本経済発展の原動力になった。

### 2. 海外進出時代 (1980 年代)

1980年代に、日本企業は円高や対外貿易収支の不均衡などを打開し、より安い原材料や生産拠点、販売拠点を獲得するために、アジアや中南米各国、アメリカなどに積極的に進出するようになった。日本企業が海外に進出したことは結果として、アメリカの多国籍企業などからグローバルな経営戦略を学ぶことに繋がったのである。

とりわけ1980年代後半は、急激な円高、好調な国内の株式市場や土地騰貴を背景に、日本企業がアメリカの名門企業を次々に買収し世界的に注目を集めた。

### 3. 企業価値経営と法整備 (1990 年代)

1990年代に入るとバブルが崩壊し、日本企業の業績も急速に落ち込んでいった。この平成不況のなかで1980年代の多角化投資の結果生じた赤字事業や低収益事業、海外企業への M&A も清算を余儀なくされたと言える。そこで、日本企業は収益力や国際競争力の回復のため、「選択と集中」<sup>11</sup>といった経営方針に基づく事業再編の手段として、M&A が積極的に位置づけられていくことになった。政府もまた日本企業が事業再編を効率的かつ迅速に行うための制度環境整備として、1990年代の後半から株式交換や会社分割の制度を商法に導入した。

## 4章 アメリカと日本の M&A 比較

### 1. 歴史的な分析結果

一般的に M&A は 20 年おきにブームがやってくるといわれ<sup>12</sup>、それがアメリカ経営史に顕著に表れている(1940年代は世界大戦のため休止)。また、日本では M&A という言葉が認識されて間もない感が否めなかったが、戦前から既に財閥による軍事特需を見込んだ M&A が行われており、戦後も日本経済に大いに寄与していた事実があつた。

### 2. 手法・目的の観点からの歴史的な分析結果

アメリカ企業での M&A は、独占 寡占 多角化 敵対的 価値経営と順に展開されてきた。日本でもアメリカの後を追うように、手法・目的が類似している

<sup>10</sup> 「横の企業集団(戦後型企業集団)」とは、三井、三菱、住友の旧財閥系と、富士銀行、三和銀行、第一勧業銀行を中心とした都市銀行系の合計6つを意味した。

<sup>11</sup> 自社の得意な事業領域を明確にし、経営資源を集中的に投下する戦略。

<sup>12</sup> (出所)中村聡一「企業買収の焦点 M&A が日本を動かす」、講談社現代新書、2005、p.51

ことが 2・3 章で明らかとなった。アメリカで起こった M&A が、日本で行われるのは 20 年後であるという前提を基にすれば、昨今の日本でも敵対的 M&A がされるようになってきている。しかし、敵対的 M&A 自体リスクが大きく、成功率も極めて低い<sup>13</sup>。そもそも、M&A の母国であるアメリカ企業社会でも、敵対敵 M&A は非倫理的ということで避けられていた。この暗黙のルールを覆したのが、1974 年のインコ社による ESB の買収である。このとき買収の仲介をしたのが、モルガン・スタンレーの M&A スペシャリスト、ロバート・グリーンヒルだった。紳士的で企業社会の守護神とされていた金融機関が加担したのだから、企業社会へ与えた影響は多大であったといえよう。その後、アメリカ企業社会において敵対的 M&A も認知されていくことになるが、このように果たして日本企業でも敵対的 M&A も認知されていくようになるのだろうか。日本企業は終身雇用と年功序列による企業風土の下、従業員の会社に対する帰属意識は非常に高かった。株主を意識した経営を求められるようになってきたのは、ごく最近のことである。なおかつ、欧米との企業風土の違いを加味すれば、日本で敵対的 M&A が何れ定着するにせよ、まだ先になるのではないかと予想される。

## 2. M&A ブームの変貌

M&A ブームが 20 年おきでやってくるのであれば、1990 年代後半の M&A ブームの次は、2020 年頃に起きると考えられていた。だが、2003 年以降は金額ベースで上昇を続け、2007 年には、過去最高の 4 兆 5500 億ドルを達した。世界規模で見れば、サブプライムローン問題の影響を受け M&A が下火になるとの予想されている<sup>14</sup>。さらに近年の日本において、海外企業による日本企業買収は日本の M&A 総数の 10% を占め、日本企業による海外企業買収も 10% の水準を維持している。2007 年には三角合併が解禁され、国境をまたいだ M&A が行われている現況を考えれば、一概にアメリカの M&A ブームが 20 年後に日本で起きるといふ考えに依拠するのは安易である。

## 5 章 M&A の現状(日本)

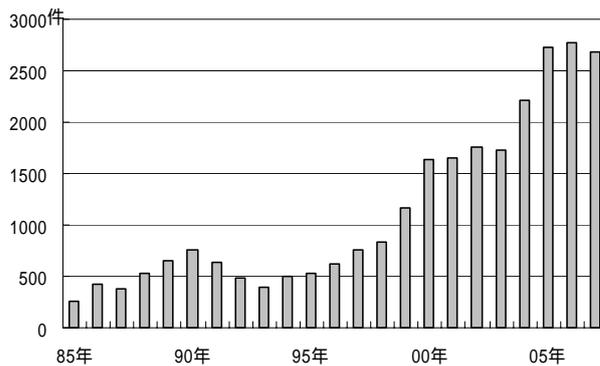
前章でアメリカと日本の M&A 史を比較してきたが、現在、歴史的観点だけでは説明できない状況に直面していると思われる。これを受け、本章では、日本企業に焦点を絞り、歴史からは考察しきれない市場動向を分析する。

### 1. M&A の市場動向

#### 日本における M&A 件数の推移

下記図表は 1985 年から 2007 年に日本で行われた M&A 件数である。

図表 5-1 1985 年以降の日本の M&A 件数



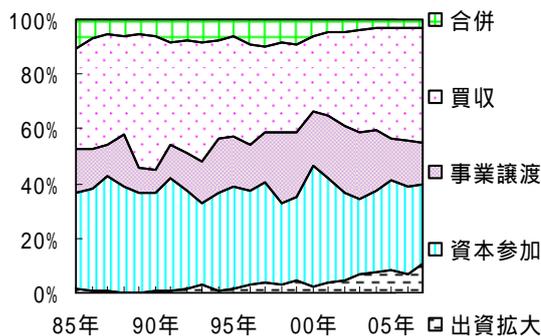
(出所)レコフ著、「Mergers & Acquisitions Research Report」, 通巻 160 号, p11

この図表から、日本において M&A が年々増加傾向にあることが分かる。07 年には、株価が低迷し新興市場の M&A が減少したことが件数の低下に響いた。

#### 形態別 M&A 件数の推移

下記図表は、形態別に見た M&A 件数の推移である。年々増加傾向にある M&A だが、1985 年以降を形態別に見ると、近年、買収と出資拡大に若干の増加が見られる程度でさほどの変化はない。

図表 5-2 1985 年以降の形態別 M&A 件数



(出所)レコフ著、「Mergers & Acquisitions Research Report」, 通巻 160 号, p13

#### MBO の減少<sup>15</sup>

2007 年の MBO 総額は約 2300 億円と、7000 億円を超えた前年に比べ 66%減少した。訴訟の増加や規制強化の流れを受けて経営者が慎重になり、大型案件が成立しにくくなっている背景がある。株式市場は MBO の買い取り価格や実施理由など妥当性を厳しく見るようになり、経営者が株主の目を意識した判断を求められている。

#### 2. M&A 増加の背景

##### 投資会社<sup>16</sup>による M&A の増加<sup>17</sup>

近年、投資会社の M&A 件数は急激な増加傾向にある。だが、世界規模で見れば 2007 年の下半期には急速に落ち込んだ。この要因として、投資会社は

<sup>13</sup> 日本企業が対象となった敵対的 M&A は、2007 年までに 13 件行われたが、成功したのは 1 件のみである。

<sup>14</sup> 通年で見れば、金額ベースで過去最高を記録したが、2007 年下半期は 4 年半ぶり減少に転じている。

<sup>15</sup> 図表は補足資料を参照

<sup>16</sup> 投資会社に投資ファンドも含まれる

<sup>17</sup> 図表は補足資料を参照

通常、買収資金を投資家や金融機関から集めるが、サブプライムローン問題で市場全体の信用縮小が顕在化し、買収資金の提供に金融機関などが消極姿勢を見せていることが挙げられる。この状況が長引けば投資会社が M&A の中核を占めていただけに、しばらくは上場企業の再編が停滞する可能性もある。

日本経済新聞社の調査によれば、日本に対して国内外の金融機関が、2008 年に投資会社向けの融資を拡大させる計画を示している。<sup>18</sup>

#### 中小企業の後継者難

高度成長時代に設立された会社は、創業者が高齢になってきている。本来であれば後継者に継承すべきだが、少子化により子供のいない経営者も多い。また、不況や大企業の圧迫によって、中小企業の経営が難しい時代に直面している。現に、株式会社日本 M&A センター<sup>19</sup>が 2007 年 12 月時点で抱える約 180 件の案件のうち 9 割以上は経営者が株式売却を希望する事業継承問題である。<sup>20</sup>

#### 少子高齢化に伴う市場規模の縮小

日本は世界に類をみない、少子高齢化社会である。人口が減少の一途<sup>21</sup>を辿るがゆえに、海外へ活路を求めざるを得ない企業や、同業種による統合や提携で、企業存続を維持する企業もある。

### 終章

#### 1. 今後の課題

2007 年、アメリカに端を発したサブプライムローン問題による世界同時株安は市場に暗い影を落とした。しかしながら、前章で述べた通り、国内外金融機関は日本で融資を拡大させる意向である。また、その解決役を担った政府系ファンド<sup>22</sup>が一躍脚光を浴びている。アラブ首長国連邦のアブダビ投資庁がシティグループへ出資した総額は 8 千億円にも達した。同年、政府系ファンドの大型投資案件が全世界で 60 件、金額ベースで約 6 兆 7 千億円と前年の 2.4 倍も増加した。その運用総額は 300 兆円といわれるが、総資産や運用手法などの実態は不透明な部分が多い。さらに、同問題の影響で米国債の利回りが低下し、政府系ファンドは安定運用から利回り重視や自国産業に役立つ投資に力点を移している。巨額の資金が国家倫理で動き出せば、国際的な政治・経済力のバランスに影響を及ぼす可能性がある。それゆえ、先進国は金融や通信など自国の戦略企業が次々と政府系ファンドに買収されることを警戒し、情報開示を求める声が強まっている。ドイツ政府は、政府系ファンドがエネルギー、交通インフラに影響が及ぶのは好ましくないと

指摘しており、ドイツ企業の買収を規制する方針を明らかにしたばかりだ。

日本の政府系ファンドは未だ設立されていないが、自民党による設立案が昨年末に提出された。ことによると、日本で政府系ファンドが設立するのもそう遠い日のことではないかもしれない。しかし、その資産運用で国家倫理が問われるのは自明であろう。

#### 2. 結論

歴史的観点における考察の結果、M&A は 1 世紀以上もの歴史があり、アメリカ経営史と密接に関わり合い、その手法や目的が時代の変遷と共に変容することが分かった。そして何より、経済成長が行き詰まった局面で M&A は必ず繰り返されていたのである。市場分析の結果を考慮すれば、日本、ひいては世界において M&A が激減するという事態は起きないと考えられる。

M&A の増加に伴い、日本企業の買収防衛策導入が激増している。業界再編や外資の参入を、日本企業は脅威として捉えられているのではないだろうか。欧米型の M&A が必ずしも日本で成功するとは限らないが、イギリスでは外資のノウハウ、経営スタイルで活性化することを受け入れ利用している。もし、日本企業にとって M&A 自体が脅威とみなされているのであれば、防衛策導入よりも経営者ももっと収益に敏感になり、株価を大きく上げ簡単に買収できないようにしてしまうことが望ましい。前述の日本企業とは相反し、日本政府はファンドマネジャー課税の撤廃など法改正を行い、海外投資家の呼び込みに躍起になっている。しかし、なにも外国資金の流入に頼るばかりではなく、日本も海外に投資し海外も日本に投資する。そうした相互作用が最終的には日本の繁栄につながっていく、それこそが最も重要ではないだろうか。

#### [主要参考文献・資料]

- 岩田康成『これだけは知っておきたい M&A』、日本経済新聞社、1999  
 経営史学会編『日本経営史の基礎知識』、有斐閣ブックス、2004  
 小川好澄『図解雑学 M&A』、ナツメ社 2005  
 奥村研『会社を買うのは悪いことか』、大田出版、2005  
 小島郁夫『一目でわかる外資系企業の日本攻略地図』、日本実業出版社、2003  
 鈴木良隆・大東英祐・武田晴人『ビジネスの歴史』、有斐閣、2004  
 鈴木良隆・安部悦夫・米倉誠一郎『経営史』有斐閣 S シリーズ、2002  
 (株)ストライク『事例に学ぶ創業者のかしこい選択 M&A』、イカロス出版、2005  
 株式会社レコフ『MARR』、2月号、2008  
 デビッド・ハーディング著(山本真司・火浦俊彦訳)『M&A 賢者の意志決定 成功企業に学ぶ 4 つの基本原則』、ダイヤモンド社、2006  
 デビッド・フビーニ著(横山禎徳・清川 幸美訳)『ポスト M&A リーダーの役割』、ファーストプレス、2007  
 中西亨『日本買い 外資は何を狙っているのか』、PHP 研究所、2005  
 中村聡一『企業買収の焦点 M&A が日本を動かす』、講談社現代新書、2005  
 中村聡一『M&A の経営 価値志向のマネジメント』、NTT 出版、2005  
 日本経済新聞 2007 年 12 月 1 日～2008 年 2 月 6 日  
 服部暢達『実践 M&A マネジメント』、東洋経済新報社、2004  
 服部暢達『M&A 最強の選択』、日経 BP、2005  
 弘兼憲史『知識ゼロからの M&A 入門』、幻冬舎、2006  
 PwC アドバイザリー株式会社『M&A を成功に導く財務デューデリジェンスの実務』、中央経済社、2006

<sup>18</sup> (出所)日本経済新聞、2007 年 1 月 20 日

<sup>19</sup> M&A コンサルティング会社

<sup>20</sup> (出所)日本経済新聞、2007 年 12 月 14 日

<sup>21</sup> 2008 年 1 月 1 日時点で、日本の総人口 12,777 万人。将来人口は 2010 年 12,717 万人、2015 年 12,543 万人、2020 年 12,273 万人と減少することが予想されている。(出所)統計局ホームページ

<sup>22</sup> 政府が傘下に置くファンド。石油収入の伸びや貿易黒字の拡大を受けて新設が増え、世界で 30 以上のファンドが推計 300 兆円を運用している。