



RIETI Discussion Paper Series 06-J-044

# 急増する M&A をいかに理解するか： その歴史的展開と経済的役割

宮島 英昭  
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

## 急増する M&A をいかに理解するか：

### その歴史的展開と経済的役割

宮島英昭

(早稲田大学・RIETI)

2006年6月

#### 要 約

戦後日本経済の発展のなかで、これまで国内企業の合併・買収が活発化するという事態は見られなかった。しかし、1990年代後半から、日本における M&A が急増し、戦後はじめてのブームを迎えている。件数ベースでみると、2004年には M&A は 2000 件を超え、10 年前に比べて約 4 倍に増加した。では、なぜ 1990 年代半ば以降、国内企業間の M&A を中心に M&A は急速に増加したのか、こうした M&A の増加は、これまでのわが国の M&A の展開や、国際的な M&A の動向から見てどのような特徴をもつのか、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か。本稿の課題は上記の一連の問いに一次的な解答を与える点にある。そのために本稿では、まず M&A の経済的役割について、その二面性に注目した理論的整理を試みる。次にその視角から 20 世紀の日本企業の成長過程における M&A の展開を概観し、戦前には M&A が企業の成長戦略としても、事業再組織化の手段としても重要な役割を演じたこと、他方、高度成長期に M&A が制度的要因のために低迷したことを示す。最後に、1999 年以降の M&A の急増の局面を扱い、その発生要因、特徴、経済的役割について検討して、M&A が 90 年代末からの創造的破壊をともなう構造調整の過程において極めて重要な機能を果たしているという見方を提示する。

本稿は、RIETI コーポレート・ガバナンス・プロジェクトの一環として作成された。本稿作成にあたっては、蟻川靖浩、齋藤卓爾、藤田勉、吉岡念人、渡辺泰宏、Kee Hong Bae、Vikas Mehrotra、Yishay Yafeh 氏の協力を得た。記して感謝申し上げます。

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、(独)経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

## 1. 課題

戦後日本経済の発展のなかで、これまで国内企業間の合併・買収（Merger and Acquisition, 以下 M&A）が活発化するという事態は見られなかった。必ずしも充分に顧みられていないが、戦前日本では M&A は、企業の重要な成長戦略であり、また、事業再組織化の手段としても積極的に利用されていた。第 2 次企業勃興直後の 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 年代財閥解体によって分割化された旧財閥系企業の再結集や、1960 年代の資本および貿易の自由化を背景とした同業種企業同士の 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、1990 年代後半から日本における M&A が急増し、戦後はじめてのブームを迎えている。集計された件数ベースでみると、M&A は、まず海外企業の買収を中心に 1980 年代後半に増加して、1990 年の 754 件でピークをつけた後、いったん低迷した。その後 1999 年以降、国内企業間の M&A を中心に再び大幅に増加し、2004 年には 2,211 件に達した。10 年前に比べて約 4 倍の増加である（**図 1**）。また、こうした M&A の増加は、**表 1** の上場企業数の推移にも反映している。毎年平均 5 社程度であった上場廃止企業は、1997 年から増加し、2004 年までの累計で 330 社にのぼる。このうちには、会社更生、合併、完全子会社が含まれる。法的整理による事業再生が進む一方、統合やグループの再編が急速に進展している。しかも、観察されるのはたんに波動のみではない。後に簡単な分析を加えるように、1990 年代の国内企業間の M&A の波は幾つかの産業への集中をともなっていたのである。

== 図 1・表 1 about here ===

では、なぜ 1990 年代半ば以降、国内企業間を中心に M&A は急速に増加したのだろうか。その増加の背後にはどのような要因があるのか。こうした M&A の増加は、これまでのわが国における M&A の展開や、国際的な M&A の動向に対比してどのような特徴をもつのか。そして、最後に、増加する M&A はいかなる経済的役割を演じているのだろうか。本稿の課題は上記の一連の問いに一次的な解答を与える点にある。

この点に接近するために本稿では、まず、M&A の経済的役割の理論的理解に関す

る整理を試みる。M&A の急増に注目が集まりつつあるが、M&A が企業価値を引き上げる経路に関する認識は必ずしも共有されているとはいえない。そのため、M&A の役割を高く評価する議論が提唱される一方で、敵対的買収に対する反発も強く、議論にある種の混乱が見られる。ここでは、M&A が経済的意味を持ちうるとすれば、M&A が組織的効率を引き上げるか、資源配分効率を引き上げるかの点のいずれかであることを強調する。その上で、M&A が常に企業価値を引き上げるとは限らない点を重視し、その可能性を近年の理論的成果に従って整理する。

このM&Aの二面性に視点を定めた上で、次に20世紀の日本企業の成長過程でM&Aが果たした役割に関して概観する。これまで、ほとんどシステムテックな分析を欠いていた20世紀前半の日本企業のM&Aに関して、いまだ不十分であるが独自のデータベースを作成し、それによるM&A波動の確認と記述資料の検討から、M&Aの経済的役割に関して仮説的な見方を提示する。戦前に関して強調されるのは、次の点である。第1に、戦前日本ではM&Aが頻繁に見られたこと、特にサプライショックに直面した1920年代、株価が急上昇した1930年代には、M&Aが急増したこと。第2に、その機能は、組織効率の面でも、資源配分効率の面でも積極的なものと認められること。他方、第3に、市場あるいは市場外の買占めや、敵対的買収もまれでなく、M&Aは事業統合・経営の規律の点で積極的な役割を演じたことである。

他方、戦後改革期から1980年代半ばまでは、M&Aの停滞期と特徴付けられる。この時期に関しては、なぜ、約半世紀のながきに渡って国内企業間のM&Aが低調であったのかについての若干の考察を加える。強調されるのは、持続的成長というマクロ的条件に加えて、戦後に形成された制度的枠組み(相互持合いとメインバンク)がM&Aの経済的役割を代替していたことである。さらに、これまで必ずしも注目されてこなかったが、1980年代後半に海外企業の買収を中心とした波動が観察されることを強調し、このM&A波動が国内の資金緩慢に促進された過剰なM&Aの可能性が高いという見方が提示される。

最後に、本稿では、1999年以降のM&Aの急増の局面を扱い、その発生要因、特徴、経済的役割について概観する。1999年からのM&Aの増加は、特定産業でM&Aで集中的に発生したという意味で波動と呼びうることを、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が強調点である。また、その経済的役割に関しては、厳密な検討は今後の課題であるが、1999 年以降、増加する M&A は、グリーンフィールド投資の代替としての M&A と、事業再組織化の手段として 2 側面からなり、それらは、組織効率の引き上げと、資源配分効率の引き上げに対してポジティブな効果をもち、単なる富の移転、信頼の破壊といった M&A のともなうコストは顕在化していないという見方を提示する。つまり、M&A は、1990 年後半からの創造的破壊をともなう構造調整過程をミクロ面から支えたというのが本稿の提示する暫定的な見方である。

以下、本稿は次のように構成される。続く 2 節では、M&A の発生要因と機能に接近する際の基本的視角を整理する。まず、M&A が企業価値を引き上げる場合の経路として、シナジーと経営の規律の 2 点を強調し、その上で M&A が負の経済的機能を果たす可能性と経路を考察する。3 節は、その角度から 20 世紀の日本における M&A の展開とその役割を簡単に回顧する。4 節は、1990 年代末から M&A ブームの発生要因、特徴を整理する。5 節は、累積異常収益率 CAR などの暫定的な推計結果を利用して M&A のその経済的役割に関する仮説的な見方を提示する。最終節は今後の展望にあてられる。

## 2 . M&A と企業価値

### 2-1 組織効率と資源配分効率の向上

#### シナジー

M&A が企業価値の創出を通じて経済厚生の上昇に寄与するのはいかなる場合であろうか。M&A は、動機、形態、取引手段（株式交換、現金）に即して様々な区分が可能であり、その効果も多様である。ここでは、Morck, Shleifer and Vishney (1990) にならって、シナジーをともなう M&A と、経営の規律付け M&A とに区分するのが便宜である。表 2 には、この経路が要約されている。

== 表 2 about here ==

M&A による企業価値創出の第 1 の経路であるシナジーの発生による企業価値の創

出は多様な源泉が考えられる。例えば、合併による市場支配力の向上が、買い手との間の交渉力を引き上げる。また、合併による節税効果も企業収益の上昇には重要な意味をもつ<sup>1</sup>。もっとも、以上のケースは、M&Aの動機として重要な要因であるとして、経済的厚生を引き上げたか否かは明確ではない。より企業価値の創出の点で重要なのは、管理部門の経費の共有化によるコストの節約、設計、研究開発部門の共通化、重複部門の廃止によって生み出される統合効果である。規模拡大による信用リスクの低下や取引ロットの増大によるコスト削減も期待できる。さらに、双方が技術・経営面で補完的機能を持つ場合も企業価値の向上が期待できよう。こうした統合効果はM&Aの初期から観察される古典的なシナジーであり、近年でも鉄鋼、エネルギー、金融、自動車部門などでは、以上の効果が重要なM&Aの動機となると見ることができる。

また、電力、ガス、通信などのネットワーク産業では、シナジーの源泉として、ネットワークの外部性が重要である。こうしたネットワーク産業では、M&Aは固定的な設備の利用の拡大や整備を通じて企業価値の向上に寄与する。例えば、電力業では、ネットワークの形成は、需給調整（発生電力、負荷の過不足に応じた発電所の選択的運転）を通じて経済効率の上昇を期待することができよう。

以上の経路は、水平的な合併の場合期待される経路であるが、いまひとつの経路としては、垂直的合併による取引コストの引き下げがある。Coase(1937)以来、広く受け入れられている通り、企業にとって市場による取引は、情報コスト、交渉コスト、取引の維持コストなどをともない、そのため、企業はM&Aによってこのコストを節約することができる<sup>2</sup>。したがって、外部環境が変わって、取引コストが増加すれば、売り手、または買い手を合併することの合理性が高まる。

### 戦略的 M&A： コアコンピテンスの強化

M&Aの企業価値創出の第2の経路は、ターゲット企業からの、ノウハウの移転、

---

<sup>1</sup> 企業A,Bが単独に営業を営み、Aが正の利益、Bが欠損を生じる場合、M&Aにより損益通算が可能となれば、Aの利益は、Bの欠損と相殺され、節税効果が発生する。

<sup>2</sup> よく知られているように逆に企業を利用すれば、レントシーキングやエイジェンシーコストが存在する。

新たな経営手法の導入、 新たな製品ラインの導入、 生産技術の移転、 販売網の利用、 あらたな資金調達先の確保が、 ビッディング企業側のコアコンピタンス(中核的競争能力)の育成を可能とし、それが企業価値の上昇につながるケースである。これは、 ビッディング企業から見れば、 新規投資 ( greenfield 投資 ) の代替として展開され、 戦略的 M&A と呼ばれる。

一般に、 グローバル化が進展とともに、 事業遂行に必要な資源・技術・アイデアの全てを企業内だけで開発・育成する必要性が低下し、 市場志向的なイノベーションシステムを通じて調達することが有効となる。とくに近年、 技術開発能力などの確保が企業価値の上昇に大きな意味を持ち始めた。しかし反面、 このコアコンピタンスに関連する資源を市場で調達することは、 特許、 契約の問題から不確実を免れない。そのため、 各企業にとって、 他社との提携、 資本参加、 あるいは、 既存企業の直接的な買収を通じて、 自社にとって不可欠な技術を持つ企業を自社内に抱えこみ、 自社のコアコンピタンスを強化することが合理的な選択となる ( Holstorm and Kaplan 2001 )。

したがって、 このケースは、 必ずしも合併をとまなう必要はない。むしろ、 組織の融合にとまなうコストを回避し被買収企業の構成員のインセンティブを維持するためには被買収企業に独立性を与える方が合理性が高い。しかし被買収企業からのノウハウの確実な移転などが買収の主たる動機である場合には、 提携では不十分であり、 少なくとも安定的な支配権、 つまり 50% 以上の株式保有が重要な条件となる。

### **事業再組織化：コア事業への経営資源の集中**

他方、 上記の M&A の進展は、 被買収企業側から見れば、 第 1 に、 優秀な技術を持ちながら経営者の低い努力水準、 曖昧な利益責任体制と不明確な経営ビジョンのために業績を低迷させた不振企業の再生を可能とする。そして第 2 に、 被買収側が、 多角的事業体である場合は、 収益性の低い事業からの速やかな撤退を可能とする。この非関連部門の分離による価値創出効果は、 1960 年代にコングロマリット化が進んでいた米国の場合、 1980 年代の M&A の価値創出効果のうちの大半を占めるさえと言われる ( Mitchell and Mulherin 1996 )。 専門度が高く、 多角化した場合でも関連多角化を中心とするというのが、 事業ポートフォリオ面の特徴と見られていた日本の場合でも、

1980年代後半、本業の成熟化とともに非関連多角化を進め、バブルの崩壊とともにそうした多角化部門の低収益が目立っていたから(宮島・稲垣 2003)、M&Aに期待される「選択と集中」の効果は大きい(表2、中段)。

さらに、第3に、M&Aは、先の買収企業と同様に被買収企業に対しても、買収企業からノウハウ、組織能力が移転し、それが被買収企業の既存の経営資源と相互作用を起こして高度化し、コアコンピテンスを強化し、価値創造につながる経路が想定される。こうした経路は、特に自国内の企業に欠けている。ノウハウ・技術が移転するという意味でクロスボーダーのM&Aに期待される機能である(表2、上段)。

### 経営の規律

M&Aが、企業価値を生み出すもう一つの経路は、経営の規律付けの強化を通じてターゲット企業の組織効率を引き上げる経路である。ターゲットのコーポレート・ガバナンスに問題があり、経営者の浪費が著しい、収益の上昇が望めない事業への進出を含む過剰投資に陥るか、逆に事業の撤退(再組織化)が遅れる、あるいは、ビジネスチャンスが存在するにもかかわらず負債の調達を回避して保守的な経営を持続する、さらにまた、現預金を大量に保有するなどの非効率な財務政策の選択に陥っている場合などである。敵対的買収者はこの株式価値の最大化に反する経営を矯正することによって企業価値を創出する。例えば、買収側は、経営陣を、外部取締役を含む適切な構成と規模に再編成し、その経営執行力を高めることによって企業価値の上昇が実現できる。内部者によって構成される取締役会は、意思決定が遅れ、また必要な改革が遅滞する可能性が高いばかりでなく、外部の投資家に対する意識が低い。こうした企業に対するM&Aの実行は、経営の執行と監督とを分離した執行役員制の導入、利益責任を明確とし分権的組織の導入など一連の一貫した組織革新を実現することによって、被買収企業のコーポレート・ガバナンスの抱える問題を解決し企業価値を引き上げる。この場合、買収、合併が本質的な要素ではなく、経営に影響を与えるに十分な株式が保有されればよい。ただ、現経営陣の経営政策を転換させるためには、過半数以上の保有が必要となるため敵対的買収の形をとる可能性が高い(Morck et al. 1988)。

例えば、1980年代後半のアメリカでは、Mitchell and Mulherin(1996)によれば、



Value line Investment Survey 所収の大企業のほぼ半数が敵対的買収提案に直面し、実際に 23% が敵対的買収を経験したと試算されている。また、Morck et al. (1988) によれば、敵対的買収のターゲットとなる企業は、トービンの Q が低く、設立年が古い傾向がある。この経営の規律を動機とした M&A の効果は、米国・英国の研究では比較的ポジティブな効果が得られている。例えば、Jensen (1993) は、この経営の規律機能を高く評価している。また、英国を対象とした Franks and Mayer (1996) も同様の結果を得ている。

## 2 - 2 M&A の二面性

### 富の移転

もっとも、M&A は必ずしも企業価値を上げるとは限らない。しばしば、M&A は両刃の剣 *double-edge sword* と例えられるように、ステークホルダー間のたんなる富の移転のみに終わるか、場合によっては、双方の企業価値の毀損に繋がる可能性もある。実際、M&A 発表時および発表前後における株価のパフォーマンスをイベント・スタディの方法を用いて分析したこれまでの研究によれば<sup>3</sup>、M&A の公表によって、ターゲット企業には 20% から 30% の正の累積異常収益率 (Cumulative Abnormal Return、以下 CAR) が観察されるのに対して、ビidding 企業の株主に対してはほとんど影響がないか、わずかな損失をもたらしている。例えば、Kaplan and Weisbach (1992) は、ビidding 企業の CAR が - 1.49% と報告している<sup>4</sup>。

同様に、財務的パフォーマンスによる分析でも、Mueller (1980) は、1962 年から 1972 年の M&A 案件を調査し、買収後におけるビidding 企業の ROA や ROE は、同業他社に比べてその差は有意でないものの、若干悪化することを報告している。Ravenscraft and Scherer (1987) においては、事業セグメントのデータを使用し、

---

<sup>3</sup> イベント・スタディは、M&A の発表日をイベント日 ( $t=0$ ) とし、その前後の期間中において当該企業の株価に生じた CAR (累積異常収益率) をマーケットモデルの推計を通じて算出する手法である。

<sup>4</sup> 他方、Bradley, Desai and Kim (1988) などでは、取引が成功した案件と不成功であった案件に分け、M&A が成功したものに限って、有意な正の超過収益が発生すると報告している。

買収後における被買収部門のROAが低下していることを示している。また、Clark and Ofek (1994)では、業績悪化企業をターゲット企業とする買収においては、買収後に業績が改善するとは言えないことを示した<sup>5</sup>。

このようにビidding企業のCARが必ずしもプラスでないこと、また長期的なパフォーマンスに関する結論も一致していないことは、M&Aがターゲット企業の株主に対してはともかく、ビidding企業の株主にポジティブな効果をもたず、たんなる富の移転が発生している可能性を示唆する。このビidding企業の株主からターゲット企業の株主への富の移転の発生は、ターゲット企業の評価Valuationが不当に高いからであるが、それには幾つかの経路が考えられる。いま、複数企業の競合による買収価格の上昇や、対等合併に対する固執などの要因を置くと、重要なのは次の2つの可能性である。

第1は、買収提案が経営者の自信過剰に基づき実際には経営改善効果をもたない場合であり、Managerial hubrisとも呼ばれる(Roll 1986)<sup>6</sup>。企業パフォーマンスが良好な企業の経営者が、この高いパフォーマンスが良好な外部環境に基づくにもかかわらず、自らの経営能力の結果と誤解して、M&Aを仕掛けるケースである。より一般的なケースは、ビidding企業のコーポレート・ガバナンスに問題があり、経営者の帝国形成の一環としてM&Aが試みられるケースである。いずれの場合もビidding企業の買収資金の調達を容易とする金融環境(株式市場のブーム、低金利による資金制約の低下)がこうしたperverseなインセンティブに基づくM&Aを促進する。

第2に、以上のケースは、合理的な市場を仮定し、その下で非合理的な経営者が、ターゲット企業に対してそのファンディメンタル価値より高価格で買収する場合であるが、逆に経営者が合理的であっても(株主価値最大化にしたがったとして)、企業価値

---

<sup>5</sup> Healy, Palepu and Ruback (1992)は、ROAやROEといったパフォーマンス指標は会計方針の影響を受けやすいことを指摘し、営業キャッシュフローに基づいた収益性指標を用いている。そして、合併を行った企業が、産業標準と比較して資産の生産性を大幅に改善し、より多くの営業キャッシュフローを生み出していること、営業キャッシュフローの改善がM&A発表時点の超過収益と正の関係にあることを報告している。また、Parrino and Harris (1999)は、ビidding企業とターゲット企業が同業種である場合、買収後にキャッシュフローに基づくパフォーマンス指標の改善が大きいことを指摘している。

<sup>6</sup> 最近の展開としては、Heaton (2002)、Malmendier and Tate(2004)がある。

の上昇につながらない M&A がシステムテックに発生する可能性がありうる。市場がビidding企業の株価をファンディメンタルバリューに比して過大評価すると、経営者はこの過大評価された株式を買収対価として利用して、M&A を実行する強いインセンティブを持つからである<sup>7</sup>。

### **信頼の破壊 Breach of Trust**

M&A が、株主以外のステークホルダー間の富の再配分のみにとどまり、ネットの企業価値を生まない、あるいは、企業価値を毀損する場合も想定できる。

第1の古典的なケースは、水平型M&A が、その業界に対して直接的かつ反競争的な効果をもち、経済的厚生を引き下げる独占のケースである。しかし、かつて独占禁止政策を支えたこうしたナイーブな見方は1980年代に進展した実証研究では支持されていない。Stillman (1983) や Eckbo (1983) による実証研究は、増大した市場支配力が経済的厚生を引き下げたという見方に否定的である。また、近年の Servaes and Tamay (2004) は、M&A のアナウンスが予想に反して、ライバルの株価にマイナスの影響を与えず、むしろライバルの累積異常収益率 CAR の上昇(平均0.55%)をもたらし、これをエイジェンシーコストの削減の観点から解釈した。また Fee and Thomas (2005)、Shahrur(2005) は、M&A のアナウンスが、部品・材料供給者、および購買者の CAR を引き下げていないとの実証結果を示している。

M&A がたんに富の再配分に陥り、企業価値の上昇に繋がらない第2のケースとしてしばしば指摘されるのが、信頼の破壊 Breach of trust である (Shleifer and Summers 1988)。いま、企業がステークホルダー(従業員・部品供給者)との間に長期的関係の形成し、その維持のためにレント(高年齢期の高賃金や退職金、事実上の雇用保障、納入保証)を提供しているとしよう。ビidding企業は、この暗黙の契約の破棄、例えば、長期雇用の慣行に反する雇用削減や、長期取引の停止などを通じて短期的に企業収益を引き上げることができる。この場合、被買収企業の株価の上昇はも

---

<sup>7</sup> この見方(行動仮説、Market driven 仮説)は、1990年代の米国の株式交換が盛んに利用された M&A の波動を念頭において、Shleifer and Vishney (2003) によってはじめて提唱され、Rhodes-Kropf and Viswanathan (2004) によって拡張されている。

っぱら他のステークホルダー(従業員・部品供給者)からの富の移転に基づく。また、この暗黙の契約の破棄によって、長期的にみれば、企業ないし職務特殊的な熟練の形成に対するインセンティブの提供といった社会的価値をもつ暗黙の契約自体の持続可能性を大きく減ずることとなる。

ただし、実証的には、この信頼の破壊を直接観察することは難しく、そのため、これまでこの点に関する実証研究は充分に進んでいない。また、数少ない実証研究でも、米国に関する Rosett (1990)、英国に関する Beckman and Forbes(2004)はともに、この M&A による信頼の破壊の作用については懐疑的であり、M&A による経営効率の改善効果のほうがより大きいと評価している。

以上のように M&A の経済的機能は二面的である。1990 年代末から増加した M&A が、いかなる動機に支えられ、どのような経済的機能を果たしたかについては、4 節以下で検討する。そこで、まず、以上の二面性に注目する視角から、わが国における M&A の展開をやや長い歴史的視角から回顧しておこう。

### 3 . 日本の M&A 小史

#### 3-1 戦前

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。以下 M&A の動向を、上記の M&A の機能に注目した視角から簡単に追跡しておこう。表 3 には、いまだ暫定的な評価にとどまるが、各局面の M&A の動向、主要な事例、M&A の増加の要因、経済的役割が要約されている。また、図 2 には、戦前の大企業から集計された合併件数の長期動向が、表 4 には M&A の産業分布が整理されている。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。

==図 2 ・ 表 4    about here==

#### 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(宮島 2004: 第4章、Franks, Mayer and Miyajima 2006)。

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(作道 1982)。

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(表4)。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。

合戦 - proxy fight がしばしば見られた。例えば、1918 年から、東京板紙は、大川平三郎(樺太工業)と穴水要七(富士製紙)の買占めを受け、発行株数の少ない同社は、20 年には富士製紙に合併された(小林 1995:115)。

2) **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。一つは、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(橋本 2004 年:第 2 章、加藤 2005)。

第 2 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(橋本・武田 1985、宮島 2004:第 1 章)

第 3 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 を特徴付けるのは、第 1 に、統合による規模の経済性の実現を目的とする大型合併である。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よう。

第 2 に、1930 年代は、財閥傘下企業の再編が進展した。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。

第 3 に、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 が進展した時期でもあった。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（和田 1937:85）。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<sup>9</sup>。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ことができる。

### 3-2 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（宮島 2004：第 6 章）。

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。過度経済力

---

<sup>9</sup> 和田（1937）、宇田川（1982）、株価は、東洋経済『株価 20 年』による。



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(宮島 2004 : 8 章)。

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、株価はボラタイ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)、関東不動産(旧三菱本社の不動産部門)が買占めを受けたのである(宮島 2000 : 8 章)。

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(宮島 2004: 9 章)。

### 3-3 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(表5)。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。

= = 表5 about here = =

1) 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<sup>10</sup>。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。

2) 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、

---

<sup>10</sup> 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, Andrade 2004)、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的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 (宮崎 1985) 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もち、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。

### 3-4 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 (レコフ資料)。このなかには、表 6 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。

== 表 6 about here ==

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ために、資金を供給したのである (Klein, Peek and Rosengren 2002)。

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。

#### **4 1990 年代後半からの M&A の波動**

##### **4-1 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(前傾図 1)。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 Mullerin (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回シュミレートする。

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、シュミレートされた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回のシュミレート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<sup>11</sup>。

推計結果を要約した表7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。

==表7 about here ==

1997年から戦後始めてM&A波動が発生した主要な要因は、おおよそ以下のよう  
に理解できよう(蟻川・宮島 2006)。

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。

---

<sup>11</sup> 推計にあたっては、Kee Hong Bae氏の協力を得た。記して感謝申し上げる。

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(表 8)。

= = 表 8 about here = =

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。これがビッ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。

#### 4-2 M&A ブームの特徴

以上の要因で発生した 99 年からの M&A の波動には、次の特徴を見出すことができる。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(表 9)。

= = 表 9 about here = =

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、ビッ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<sup>12</sup>。水平型M&Aが多く見られる産業は、食品(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

---

<sup>12</sup> OECDレポート(Competition Policy in OECD Countries)によると、OECD諸国大多数の国では、水平型M&Aが50~70%を占めている。なお、アメリカにおいて水平型M&Aの数値が低い理由として、米国公正取引委員会による強力な規制策がとられていることが指摘されている。

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。以下では、この点を要約しておこう。

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。表10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<sup>13</sup>。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。

= = 表10 国際比較 = =

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

---

<sup>13</sup> ライブドアによる日本放送、楽天によるフジテレビのケースが注目されたケースである。



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(前掲表8)。

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<sup>14</sup>比重に関して、日本が5か国中もっとも高い(Jackson and Miyajima 2006)。また、合併・買収以前に、ビidding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<sup>15</sup>。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<sup>16</sup>。

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。

## 5. 急増するM&Aの経済的役割

---

<sup>14</sup> 私的交渉とは‘an acquisition of shares that was privately negotiated’と定義され、公開買い付けに対立する。またこの私的交渉の場合、ビidding企業が、事前にターゲット企業の株式を保有しているケースを指す。

<sup>15</sup> 典型的なケースは、総合電機メーカーである。例えば、NECは、株式交換を通じて上場子会社の100%子会社を実現する一方、半導体部門のスピンオフと合併企業の設立を試みた。

<sup>16</sup> 原資料は、Rossi and Volpin (2004)と同じThomson data base.

## 5-1 M&A と資源配分効率

では、近年増加した M&A はいかなる経済的役割を果たしているのか。本格的な分析は今後の課題であるが、以下では、筆者が並行して進める研究と、ビidding企業の超過収益率 (Excess Return, 以下 ER) と累積異常収益率 CAR (Cumulative Abnormal Return) の推計結果から仮説的な見方を提示する。

蟻川・宮島(2006)は、1990年代後半以降、急増する M&A に関して、その産業レベルでの発生確率(各年の i 産業の合併・買収件数(2 億円以上) / i 産業の上場企業数)を、広い意味の経済ショック(技術進歩、規制緩和、急激な需要の減少)によって説明するモデルの推計を初めて試みた。その結果、第 1 に、M&A が成長可能性の上昇した部門で発生していることを確認した。すなわち技術革新で成長機会が増えれば増えるほど、規制緩和を通じて競争環境が変われば変わるほど、M&A の発生確率が高まることを示した。こうした結果は、99 年以降の M&A の波動が、高収益部門への資源の移動の非常に重要な経路となっていることを示唆している。

この結果は、合併に限定しても確認できる。表 11 は、1992-2005 年 3 月までの合併の公表(175 ケース、産業分布は表 9 参照)について、ビidding企業の合併公表前 250 日の累積超過収益率(企業 i の株価収益率と TOPIX の収益率の差の累積値) ER を推計した結果である。同表によれば、ER はサンプル平均 10% であり、ビidding企業は相対的に高い収益性を示している。さらに、サンプル企業を、合併が急増した、98 年(99 年)で 2 分すると、98(99)年以降の公表前 ER の平均値が、それ以前の時期に比べて有意に高いことが確認できる。つまり、98 年以降の合併の増加局面では、自社の高い株価が合併の条件となっていた。

== 表 11 about here ==

第 2 に、蟻川・宮島(2006)は、M&A の発生確率が、売上の大幅な減少や、稼働率の低下といった経済ショックにも感応的なことを示した。M&A は過剰設備・負債・雇用の発生した部門で比較的速やかに発生していた。この結果と整合的に、Arikawa and Miyajima (2006)の M&A におけるターゲット企業の特徴の分析は、トービンの Q、あるいは ROA が低いほど、ターゲットとなる確率が高いことを報告している。また、Jackson and Miyajima(2006)は、5 力国(米・英・独・仏・日)の上場企業について、

ROA がマイナス、あるいは、PBR が低い(1 以下)企業がどの程度の確率で M&A のターゲットになるかを推計し、日本ではこの確率が、他の 4 カ国に比べて高い、あるいは、少なくとも低くないという結果を得た。つまり、企業が低収益に陥ると、M&A のターゲットとなる確率が上昇するという関係が確認できる。こうした結果は、99 年以降急増した我が国の M&A が、必要な事業組織化を推進しているという見方と整合的である。

しばしば、我が国の敵対的買収が少ないという特徴と関連して、現在のわが国の M&A が、シナジーを生み出す合併・買収は進展しているものの、事業再組織化に消極的な企業経営者を促して、事業の再構築を図るという経営の規律効果を生み出すには至っていない点が指摘される。しかし、以上の暫定的な推定結果は、M&A がもつばら友好的買収の形をとり、敵対的買収が少ないという我が国の M&A の特徴( coordination を基礎とした M&A 市場の形成)が、経営の規律(経済的厚生)の点で大きな欠陥をともなっているという見方と対立的である。

## 5-2 M&A と組織効率の上昇

我が国で急増する M&A が、2 節でみた経路を通じて実際に組織効率を引き上げたか否かの問題は、本来、M&A 前後の企業パフォーマンスの比較を通じた慎重な検討を必要とし、今後の重要な検討課題である。以下では、合併発表前後の株価に、規模の経済性の上昇、補完性の実現、間接費の削減などの M&A にともなうシナジー効果が反映していると仮定して、合併公表後の累積異常収益率 CAR の暫定的な推計結果を中心にこの問題に接近する。

サンプルは、先の ER の推計と同じ 1992 年から 2005 年 3 月までの上場企業間の合併公表である。結果はいまだ暫定値であり、またビidding企業のみ結果にとどまる。マーケットモデルはイベント(合併公表時)のマイナス 250 日からマイナス 20 日で推計した。なお 170 日以上株価が得られない場合、サンプルから除いているためサンプルは表 11 とは一致せず、160 ケースとなる。また、ハイテク産業における合併、あるいは、不良債権問題の深刻化した部門における合併が正の株価効果をもったか否かを確認するためにサンプルをハイテク部門(電機、通信・放送、情報・ソフト開発、

19 ケース)、問題部門(建設・流通、26 ケース)<sup>17</sup>、金融(銀行・保険・証券、25 ケース)に分割し、これらの部門以外を比較サンプル(90 ケース)として差の検定を試みた。

表 12 の CAR の推計結果によれば、1992 年以降の合併の株価効果は、イベントウィンドウを合併公表前後 1 日に設定した推計で 1%、前後 5 日ではマイナス 0.1%であり、ビディング企業(合併側)に正の株価効果が発生したか否かは必ずしも明確ではない。しかし M&A が急増した 1998 年を境にサンプルを 2 分すると、97 年以前に比して 98 年以降の、CAR の平均値が有意に高い<sup>18</sup>。イベントウィンドウを合併公表前後 1 日に設定した推計では、98 年以降の合併の CAR は 1.7%、99 年以降では 2.5%であり、98 年以降の M&A は、97 年以前に比べて高い株価効果を持ったことが確認できる。日本の場合、合併の公表時と、合併比率の公表時が異なるという問題をしばらく置けば、この結果は、1998 年からの M&A では、事業上のシナジー効果が強く作用した可能性を示唆し、M&A ブームが企業の組織効率を引き上げ、企業価値の上昇に寄与したという見方と整合的である。

= = 表 12 about here = =

第 2 に、部門別に見れば、ハイテク部門、建設、流通などの問題部門における合併公表は、比較サンプルに比べて、概ね高い正の株価効果をもった。合併事例が少ないため、確言はできないが、ハイテク部門における戦略的な合併、及び、過剰債務が問題となった部門における事業再組織化に主たる動機のある合併は、いずれも効率性に対して正の効果をもった可能性が高い。

また、99 年以降進展した金融部門の統合が経営効率に果たした効果も、株価効果で判断する限り、ポジティブと見ることができる<sup>19</sup>。イベントウィンドウを合併公表前後 1 日に設定した推計では、金融セクター平均の CAR は 4.2%、前後 5 日の推計では

---

<sup>17</sup> 資産価格バブル崩壊の影響を強く受けた問題部門としては他に不動産があるが、期間中に上場企業間の合併事例はない。

<sup>18</sup> 井上・加藤(2003)はビディング企業の株価が、有意ではないが正の超過収益を示すと報告している。取引目的に注目し、救済型 M&A はビディング企業およびターゲット企業の株主価値増大に貢献せず、非救済型 M&A には正の株価効果が見られると報告している。また、正の効果は、水平型 M&A において特に顕著であるという。

<sup>19</sup> 家森・播磨谷・小林(2006)は、メガバンク統合公表後の各行の CAR を検討してほぼ同様な結果を得ている。

7.0%であり、比較サンプルに比べても有意に高い。この結果は金融部門の統合がシナジーを通じて企業価値を引き上げたという見方を支持している<sup>20</sup>。

他方、M&Aがターゲット（被合併）企業に与えた効果に関しては今後の分析課題であるが、深尾・天野(2004)が、企業活動基本調査を利用して近年の買収がターゲット企業の効率性に及ぼした影響を分析している。同分析によれば、買収後、被買収企業の売上が上昇に転じ、自己資本比率、ROA、全要素生産性のいずれの指標も改善したこと、また、買収後の効率性の改善は、買収主体が日本企業より、外国企業である場合のほうが大きいことを示している。近年増加した海外企業による買収は、ビッディング企業からターゲット企業への技術・ノウハウの移転を通じて後者の効率性を引き上げたと評価してよからう。

### 5-3 過大な M&A の発生の可能性

では、1990年代のM&Aの波は、米国の1990年代の波動に関して指摘される market driven acquisition や、企業統治上の問題のために過大な M&A が発生している可能性はないのだろうか。

表 11 では、98 年以降のビッディング企業の株価が相対的に高いことを確認したが、この高株価は、企業の高い成長可能性の結果だけではなく、市場による当該企業の過大評価からも発生する。この点に関して、Mehrotra and Morck, (2006)は、過大に評価された株式を利用した M&A の場合には、合併前の相対的に高い ER が、合併後の相対的に低い ER をともなう可能性が高いことを指摘している。表 11 には、この推論に従って、合併公表後 250 日累積のビッディング企業の超過収益率（株価収益率と市場の収益率との差）を推計し、合併前との差を検定した結果も掲げた。その結果によれ

---

<sup>20</sup> なお、Miyajima and Yafeh (2006) は、富士・第一・日本興業銀行の統合によるみずほ銀行の設立(1999年8月20日)、住友銀行・さくら両行の統合発表(1999年10月14日)、三和、東海、あさひ銀行の統合によるUFJ設立の発表(2000年3月14日)に対する市場の反応を検討して、銀行部門に正の超過収益率が発生したことを確認した。しかも、そればかりではなくメガバンクへの統合の公表は、銀行の顧客の株価にも正の効果があった。銀行の統合公表後の銀行の顧客企業の CAR は平均的にはゼロだが、負債比率の高い企業、研究開発費支出の低い企業(産業に属する企業)、低い信用格付けしか持たず資本市場へのアクセスの困難な企業では、統合は有意な正の効果を持ったからである。

ば、合併公表後の ER は、期間平均で 11.8%と高く、合併公表前よりもかえって高い。この傾向は、98 年以降の合併増加の局面ではさらに著しい。

また、この公表前後の ER の比較をセクター別に試みると、表 11 のパネル 2 の通りである。建設・流通などの問題部門における合併では、公表後の ER は、CAR の結果とも整合的に、公表前に比べて有意に高い。また金融セクターの合併でも、公表前後について有意な差はない。したがって、以上の簡単な推計からも合併の増加が過大に評価された株価によって誘発された可能性は全体としては低いと判断してよからう。

ただし、ハイテク部門では、合併公表後の ER(-4.8%)は、合併公表前の ER(15.4%)に比べて有意に低い。このようにハイテク部門を中心に一部に限定されているものの、ビidding企業が過大に評価された自社の株価を合併対価として利用して、過大な M&A を進めた可能性は否定できない。

以上は合併のケースであるが、market driven acquisition は買収の場合にも発生する。株式交換による買収は制度導入後増加し、2004 年には 65 件、99 年からの累計で 147 件を数える。もっとも、このうち東証 1・2 部上場企業をビidding企業とするケースは 77 件で、その大半はグループ企業の 100%子会社化のために利用されている(表 8: パネル 2)。したがって、自社の高く評価された株式を買収対価として利用する可能性があるケースは最大でも 70 社前後と推定され、とくに新興市場に上場の企業が中心である。以上の意味で、局所的な現象にとどまるものの、ビidding企業が過大に評価された自社の株価を買収対価として利用し、単なる富の移転のみにとどまる M&A を試るケースは日本でも一部に発生している可能性があり、この点をテストすることは今後の重要な課題である<sup>21</sup>。

他方、経営者の自信過剰、あるいは、適切な企業統治を欠いたメカニズムのために、経営者王国の形成を目的に合併が組織的に発生する場合、ビidding企業の CAR や、合併発表後の ER は負となることが予想される。この点の検討も今後の実証を待つ必要があるが、推計結果は、そうした推論を支持していない。

---

<sup>21</sup> 近年のライブドアの M&A による成長はその典型である。

#### 5-4 M&A による富の移転の可能性

M&Aによって、ステークホルダー間に富の移転が生じている場合は、ターゲット企業のCARが大きく正の値をとるか、または、大きなプレミアムが発生することが一つの条件となる。しかし、日本のM&Aの場合、ターゲット企業に発生するプレミアムが小さい。米・英のこれまでの研究はM&Aの発表によって、ターゲット企業には平均して20%から30%の超過収益が得られることを報告しているが、わが国の場合、既述の通りプレミアムは小さく、井上・加藤(2003)の推計でもターゲットのCARは5から6%にとどまる。以上の結果は、いまのところM&Aによってターゲットの株主への過大な富の移転が発生していないことを示唆しよう。

他方、これまでのところ、M&Aは信頼の破壊 **breach of trust** を招来している可能性も低い。そもそも敵対的買収自身が少なく、買収後、暗黙の契約を破棄するように雇用削減が強行されるケースは見られない。もちろん、事業再組織を動機として増加した近年の上場企業間の合併では、合併後に雇用の圧縮が進展しており(久保・斉藤2006)、また、とくに外資系企業による場合、買収後の雇用削減のテンポが速いことが報告されている(深尾・天野 2004)。しかし、こうした事業再組織化を動機とするM&Aであっても、買収側が、被買収企業からの同意の確保を強く考慮しているといわれる。例えば、日本電産のM&A戦略では、買収にあたって対象企業の雇用を削減しないことを強く強調している。また、ゴールドマンサックスが関与するゴルフ場の再生(買収ゴルフコースのファランチャイズ化)でも、一見従業員の大幅な解雇をとまうと考えがちだが、実際には、従業員の雇用を維持した上で、従業員に「再度上場」の夢を与える形で、インセンティブを引き上げることに腐心している<sup>22</sup>。以上の意味で、M&Aが、過剰な雇用圧縮を通じて、信頼の切断 **Breach of Trust** が深刻な問題となっている可能性は低い。

---

<sup>22</sup> また、アジア・リカバリー・ファンドが設立した特別目的ファンドである日本インベストメント・パートナーシップが、破綻した地方銀行(幸福銀行)の営業を引き継ぎ、関西さわやか銀行を設立したケースでも、従来のサービスとともに、ノンバンクとしてのサービスも提供するために、合計50人を超える経営陣や、スタッフを他から雇用する一方で、旧幸福銀行の従業員の約半数を維持したという。

## 6 政策的インプリケーション

以上、M&Aの二面性に注目する視角から、20世紀の日本企業の成長過程におけるM&Aの役割を追跡し、M&Aが成長戦略あるいは、事業再組織化の手段として重要な役割を演じたこと、また、99年以降のM&A波動が基本的に日本経済の構造調整に寄与しているとの見方を提示してきた。

最後に、以上分析から引き出される政策的含意を指摘して結びに代えたい。第1に、日本企業間のM&Aは、1999年以降急速に増加しているものの、M&Aの世界市場におけるシェアはまだ低い。日本のM&Aの世界市場に占める比重は、5-6%程度にとどまり、日本が先進国内でしめる経済的地位に比べて著しく小さい。日本のM&A案件の規模(被買収企業の企業価値の合計、Market cap)の対名目GDPは、銀行統合のあった2000年でも5-6%と推定され(服部2004)、米国でM&Aの波動が確認される際にはほぼこの比率が100%を示すことと比べればいまだ規模は小さい(Andrade and Stafford 2001)。また、近年増加したとはいえ、海外企業による買収も少ない。クロスボーダーのM&Aは、世界的には全案件の42%を占めているのに対してわが国の13%にとどまる。

さきのArikawa and Miyajima(2006)の推計結果は、1990年代のM&Aの決定の推計で、強いメインバンク関係が、低収益企業のM&Aの実現を制約しているという推計結果を示しており、制度的制約がM&Aを通じた調整を遅らせている可能性を否定できない。また、建設・不動産・流通などの不良債権問題が深刻化し、客観的に見て事業再組織化の必要性の高い産業では、M&A頻度が相対的に低く、企業の集約化がいぜん遅れている可能性が高い。したがって、今後、構造調整を促進する一方、新分野への進出を促すためには、M&Aを促進することがいぜん重要な課題である。

しかし最後に、近年の株価の上昇と、低金利を金融的条件としてM&Aが過大となる可能性がしだいに現実のものとなりつつある点も指摘しておく必要がある。いまや日本経済は、過大な現金の保有やビidding企業の株式の過大評価のために、単なる富の移転のみにとどまるM&Aが大規模に発生するおそれのある局面に入りつつあるという認識が重要であるといえよう。



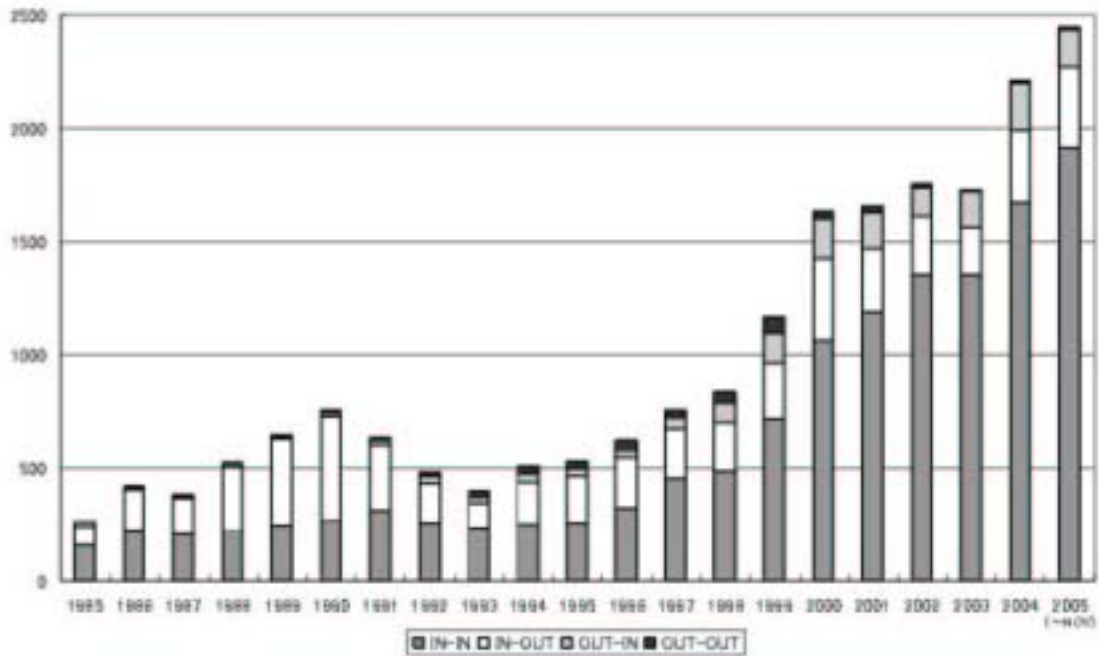
## References

- Andrade, G., and Stafford, E., (2004). Investigating the economic role of mergers. *Journal of Corporate Finance*, 10, 1-36.
- Andrade, G., M. Mitchell and E. Stafford (2001), "New Evidence and Perspectives on Mergers," *Journal of Economics Perspectives*, 15, pp.103-120.
- Arikawa, Y. and Miyajima, H., (2006), The Impact of Legal Change on Increasing M&A, mimeo, Waseda University.
- Beckman, T and W.Forbes (2004), An Examination of Takeover, Job Loss and the wage Decline within UK Industry, *European Financial Management*, Vol. 10-1, 141-165.
- Bradley, M., A. Desai and E. H. Kim (1988), "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 21, pp.3-40.
- Clark, K. and E. Ofek (1994), "Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, pp.541-565.
- Coase R. (1937), "The Nature of the Firm," *Economica*, 4, pp.386-405
- Dodd, P. (1980), "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 8, pp.105-137.
- Eckbo, E. B. (1983), "Horizontal Mergers, Collusion and Stockholders Wealth," *Journal of Financial Economics*, 11, pp.241-273.
- Fee, C.E., Thomas, S., (2004). Sources of gains in horizontal takeovers: Evidence from customer, supplier, and rival firms. *Journal of Financial Economics*, Article in Press.
- Franks, J. R., and C. Mayer (1996), "Hostile takeover and the correction of managerial failure", *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 163-81.
- Franks, J. R., C. Mayer, and H. Miyajima, 2006, "The Evolution of Ownership Structure in Japan" on going project
- Harford, J. (2005), "What Drives Merger Waves?" *Journal of Financial Economics*, 77, pp.529-560.
- Healy, P., K. Palepu and R. Ruback (1992), "Does Corporate Performance Improve After Mergers?" *Journal of Financial Economics*, 31, pp.135-175.
- Heaton, J.B. (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance," *Financial Management*. Summer Issue.
- Holmstrom B. And S.N. Kaplan, 2001, Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making sense of the 1980s and 1990s, *Journal of Economic Perspectives*.
- Jackson, G and H. Miyajima (2006), Mergers and Acquisitions: Comparing Japan

- with Europe and the USA, mimeo.
- Jensen, M C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48, pp.831-880.
- Kaplan, S. and M. Weisbach (1992), "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures," *Journal of Finance*, 47, pp.107-138.
- Klein, M, J.Peek and E. Rosengren (2002), Troubled Banks, Impaired Direct Investment: The Role of Relative Access to Credit, *The American Economic Review*, Vol.92-3: 664-682.
- Malmendier, U. and G. Tate (2004), "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction," NBER Working Papers, 10813.
- Mehrotra, V and R. Morck, (2006), Did Bad Stocks Drive Out Good? Gresham's Law and Mergers and Acquisitions in the 1990s, The University of Alberta, mimeo.
- Miyajima, H and Yafeh, Y (2004) Japan's Banking Crisis: Who Has the Most to Lose? CEPR Discussion paper 4403
- Mitchell, M. L. and J. H. Mulherin (1996), "The Impact of Industrial Shocks on Takeover and Restructuring Activity," *Journal of Financial Economics*, 41, pp.193-229.
- Morck, R. A. Shleifer and R. Vishney (1988) Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers, Alan J. Auerbach, ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (NBER, Chicago, IL).
- Mueller, D. (1980), The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison, Gunn&Hain.
- Parrino, J. D. and R. S. Harris (1999), "Takeovers, Management Replacement, and Post-Acquisition Operating Performance: Some Evidence from the 1980s," *Journal of Applied Corporate Finance*, 11, pp.88-97.
- Ravenscraft, D. and F. M. Scherer (1987), "Life After Takeovers," *Journal of Industrial Economics*, 36, pp.147-156.
- Rhodes-Kropf, M. and S. Viswanathan (2004), "Market Valuation and Merger Waves," *Journal of Finance*, 59, pp. 2685-2718.
- Roll, R (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business* 59: 197-216.
- Rosett, J. (1990), Do union wealth concessions explain takeover premiums?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp.263-82.
- Rossi, S, and P. Volpin (2004), Cross-country Determinates of Mergers and Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Servaes, H. and A.Tamayo (2004), The Response of Industry Rivals to Control Threats, mimeo, London Business School.

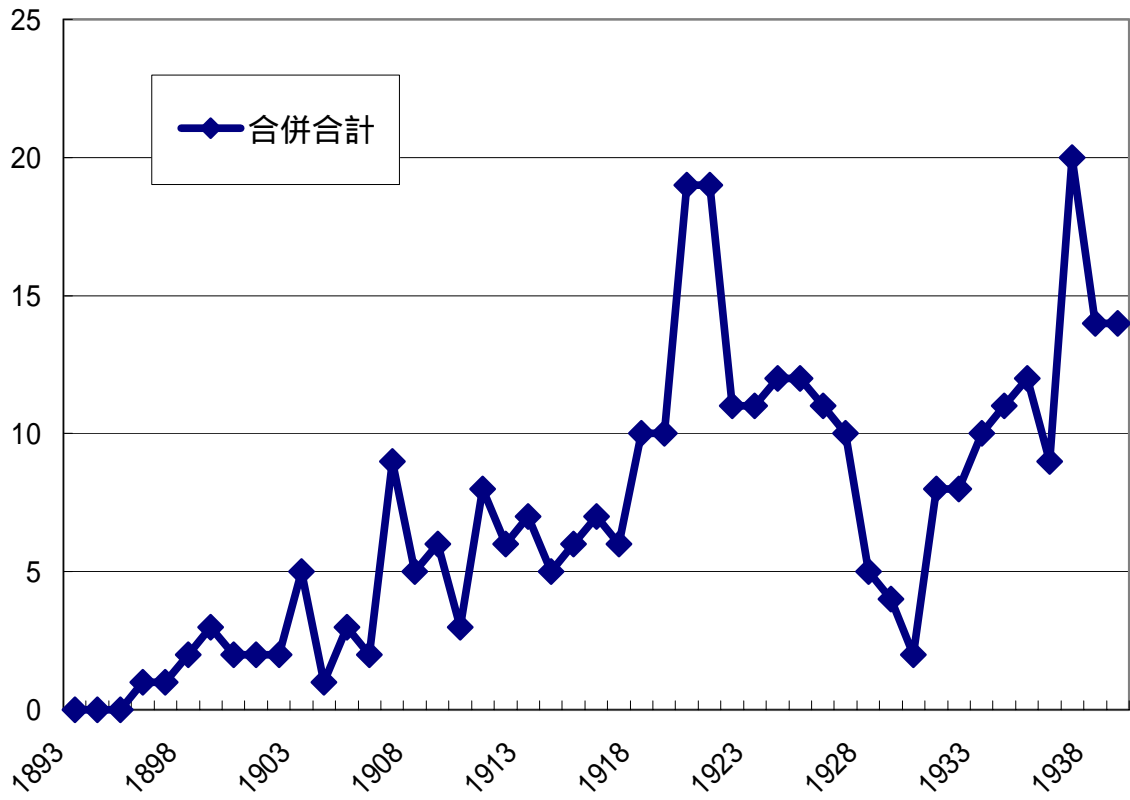
- Shahrur, Husayn (2005) "Industry structure and horizontal takeovers: Analysis of wealth effects on rivals, suppliers, and corporate customers, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Shleifer, A. and Summers, L (1988), Breach of trust in hostile takeovers' Alan J. Auerbach, ed., *Corporate Takeovers: Causes and consequences* (NBER, Chicago, IL).
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1992), "Liquidation Values and Debt Capacity," *Journal of Finance*, 47, pp.1243-1366.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (2003), "Stock Market Driven Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 70, pp.295-489.
- Stillman, R. (1983), "Examining Antitrust Policy toward Horizontal Mergers," *Journal of Financial Economics*, 11, pp.225-240.
- 蟻川靖浩・宮島英昭(2006)「M&Aの決定要因」Discussion Paper Series , RIETI.
- 井上光太郎(2002)「日本のM&Aにおける取引形態と株価効果」『経営財務研究』22, pp.107-120.
- 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」『現代ファイナンス』13, pp.3-28.
- 宇田川勝(1982)『新興財閥』日本経済新聞社。
- 加藤健太(2005)「戦間期日本電力業の企業買収」『社会経済史学』71-3: 25-48.
- 久保克行・齋藤卓爾(2006)「M&Aと雇用調査」mimeo .
- 小林和子(1995)『株式会社の世紀』日本経済評論社。
- 作道洋太郎(1982)『住友財閥』日本経済新聞社。
- 武田晴人(1987)「資本蓄積(3) 独占資本」大石嘉一郎編『日本帝国主義史 2 世界大恐慌期』東京大学出版会,217-253。
- 服部暢達(2004)『M&Aマネジメント』東洋経済新報社。
- 橋本寿朗(2004)「『5大電力』体制の成立と電力市場の展開」同『戦間期の産業発展と産業組織』東京大学出版会。
- 橋本寿朗・武田晴人編(1985)『両大戦間期日本のカルテル』御茶ノ水書房。
- 深尾京司・天野倫文『対日直接投資と日本経済』日本経済新聞社、2004年。
- 宮崎義一(1985)『日本経済の構造と行動：戦後四〇年の軌跡 上』筑摩書房。
- 宮島英昭(2004)『産業政策と企業統治の経済史：日本経済発展のミクロ分析』有斐閣。
- 宮島英昭・稲垣健二『日本企業の多様化と企業統治：事業戦略・グループ経営・分権化組織の分析』財務省財務総合政策研究所、2003年2月。
- 家森信善・播磨谷浩三・小林毅(2006)「金融機関の再編成：Mega Bankのケース-」mimeo.
- 和田日出男(1937)『日産コンツェルン読本』春秋社。

図1 マーケット別に見たM&A件数



資料) レコフ『日本企業のM&Aデータブック』『M&A専門誌MARR』により作成。  
 注) 1985年から2005年までのM&A件数の推移をマーケット別に示している。ただし、  
 2005年に関しては、11月末までの累積件数(2006年1月号掲載)である。

図2 戦前のM&Aの動向



**表1 新規上場と上場廃止 (東証1・2部)**

	新規上場	上場廃止 企業数	会社更 生・再生	合併	完全子会 社化	その他
1991	18	4	0	3	0	1
1992	15	5	1	4	0	0
1993	22	6	1	5	0	0
1994	27	5	0	5	0	0
1995	32	7	1	6	0	0
1996	59	7	0	3	0	0
1997	50	11	7	3	0	1
1998	54	21	3	10	0	8
1999	75	21	6	10	3	0
2000	157	40	10	18	11	2
2001	92	44	5	8	30	1
2002	94	78	17	7	48	1
2003	120	65	6	8	43	8
2004	152	50	4	6	35	4
1972-1980	174	74	16	21	0	37
1981-1989	235	40	7	24	0	9
1990-1996	256	37	3	29	0	1
1997-2004	794	330	58	70	170	25

資料:東京証券取引所『東証要覧』。

1. 会社更生・再生には、金融整理管財人による管理を含む。
2. 完全子会社化には、松下電器による松下電工の完全子会社化、JFE HDによる日本鋼管・川鉄の株式交換による子会社化を含む。
3. その他は、上場基準、未達成(株式分布不良、債務超過)など。

表2 M&AのTypology

Industry	Firm level	企業価値 = Bidder	企業価値 = Target	Negative Side
I Expansion	戦略的M&A	経営資源の確保 Greenfield 投資の代替 ノウハウの移転(相互学習) 補完(範囲の経済)	know how の移転 Bidderのネットワーク ブランドの利用	過剰なM&A Market driven 経営者の過信 劣位は企業統治
II Contraction	統合・再建型M&A	規模の経済 設備の効率的利用 R&A 設備の共有化 間接費の節約 交渉力の引き上げ	選択と集中 事業再建(過剰雇用) 設備・負債の整理	富の移転 Breach of trust
III	Fund		過剰な成長、多角化の抑制 経営者の過度の消費の抑制 過剰な雇用、供給者への過剰支払の抑制 過剰な現預金保有 負債による資金調達回避	Myopia

注 I, 買収・アライアンスが多い。

IIIは、合併、HCに方式が多い。

IIIは、必ずしもM&Aの形をとる必要はない。

I, IIIは、Synergetic takeoverの側面をもち、II,IIIはDisciplinary takeover の側面を持つ。

出所： Morck, Shleifer and Visheny (1990)などを参考に作成

表3 日本におけるM&Aの歴史的展開

	1900-第1次大戦	1920-昭和恐慌	1932-37	戦時	戦後改革期	高度成長期・石油 ショック	1980年代後半	1990年代後半
特徴	反循環的な小さな波動	反動恐慌後の波と継続的高水準	大型合併・	強制的合併	集中排除・分割	限定的	海外進出の波	M&A ブーム期
Dirvers サプライショック 過剰設備・過剰負債 技術革新 規制緩和				統制拡大	統制解除			
過剰流動性と株式 ブーム	第1次大戦期							
法的枠組み	商法整備、99年商法 改正、11年企業結合 規制整備			38年、商法改正、38年 国家総動員法、43年、 株主権の制限	独占禁止法	53年独占禁止法改正 (不当な事業力格差規 定排除)		持株会社解禁、株式 交換・移転、会社分割
制度的要因					持株会社解体、所有 権再配分	MB,持ち合い形成	MB関係が過剰投資を 促進	MB,持ち合い解体
M&A市場とM&A raider	相対取引			- -				M&A ファンドの組成
経済的機能 市場支配 節税		(セメント・肥料)						
シナジ- 統合(規模の経済性) 範囲の経済 ネットワーク外部性			製鉄・製紙・ビル	東芝、昭和電工		三菱重工・日本製鉄		JFE,商船三井  通信産業
成長戦略 Greenfield 投資に対 する代替(水平・多角 市場調達への代替 (技術・原材料))	財閥		新興財閥	財閥		ダイエ-	海外投資 海外投資(MCI)	日本電産・イオン 楽天
Target 事業再組織化 ノウハウの移転 経営の規律	財閥のノウハウ注	鈴木系業 海外企業進出						総合電機・流通 海外企業による買 村上ファンド
M&Aによる厚生ロス 過大なM&A 反社会的勢力			新興財閥		三井不動産事件			ライブドア



表5 上場廃止会社の推移

	1949-1955	年平均	56-64		65-73		74-82		83-91		92-95
1 上場廃止総数	142	20.3	104	11.6	105	11.7	69	7.7	38	4.2	23
再建整備	33		-	-	-	-	-	-	-	-	-
2 非上場会社との合併	-	-	19	2.1	11	1.2	4	0.4	3	0.3	-
3 資本金不足・売買高不	49		12	1.3	10	1.1	19	2.1	1	0.1	-
4=1-(2+3) 廃止数	60	8.6	73	8.1	84	9.3	46	5.1	34	3.8	23
5 合併	25	3.6	38	4.2	47	5.2	16	1.8	21	2.3	20
6 更正	3	0.4	10	1.1	21	2.3	14	1.6	7	0.8	3
7 整理	12	1.7	3	0.3	5	0.6	2	0.2	2	0.2	-
8 銀行取引停止	9	1.3	16	1.8	9	1.0	-	-	-	-	-
9 無配継続・債務超過	4	0.6	-	-	-	-	9	1.0	3	0.3	
10 その他	7	1.0	6	0.7	2	0.2	5	0.6	1	0.1	0
11=6-10 <清算>	24		29	3.2	35	3.9	25	2.8	12	1.3	3

資料) 『東証要覧』各年版。

表6 大型海外進出M&A案件

公表日	買収企業	産業分類	被買収企業	産業分類	国籍	金額	出資比率	摘要
1990/11/27	松下電器産業	電機	MCA	アミューズメント	USA	780,000		
1989/9/28	ソニー	電機	コロムビア・ビクターズ	アミューズメント	USA	644,000	100	
1988/3/19	ブリヂストン	ゴム	ファイアストーン・タイヤ・アンド・ラバー	ゴム	USA	333,190		
1989/2/17	住友商事,他	総合商社	クック・ケーブル・ビジョン	通信・放送	USA	190,000		
1990/7/31	富士通	電機	ICL	電機	GBR	189,000	80	
1987/10/29	青木建設	建設	ウェスティン・ホテルズ	不動産・ホテル	USA	159,104		
1990/3/9	三菱商事	総合商社	アリストミック・ケミカル	化学	USA	127,600		
1989/10/31	三菱地所	不動産・ホテル	ロックフェラー・グループ	不動産・ホテル	USA	120,000	51	
1992/9/3	* 丸紅、大昭和製紙:米国合弁	総合商社	大昭和カナダ	紙・パルプ	CAN	110,000		
1989/8/28	藤沢薬品工業	医薬品	ライフオメッド	医薬品	USA	105,000	100	TOB
1988/4/19	* 日本鉱業(ジャパンエナジー)	非鉄・金属製品	コノ	石炭・石油	USA	100,000		
1988/2/17	東京銀行	銀行	ユニオン銀行	銀行	USA	90,000	100	
1986/8/19	* 大日本インキ化学工業(DIC)	化学	サン・ケミカル	化学	USA	84,000		
1987/8/28	大日本インキ化学工業(DIC)	化学	ラ化ホールド・ケミカルズ	化学	USA	82,500	100	
1989/9/29	京セラ	電機	AVX	電機	USA	80,500		
1990/5/9	日本航空,日商岩井,ルフトハンザ・ドイツ銀行	運輸・倉庫	DHL	運輸・倉庫	USA	80,000		
1990/3/22	イトヨーカ堂	スーパー・コンビニ	サウスランド	スーパー・コンビニ	USA	62,298		
1990/3/5	熊谷組	建設	ボンド・グループ	不動産・ホテル	AUS	60,000		
1988/6/14	大昭和製紙	紙・パルプ	リード・カナディアン・ホールディングス	紙・パルプ	CAN	58,200		
1991/7/1	三菱商事	総合商社	RGI	不動産・ホテル	USA	55,985	80	
1989/7/19	富士写真フイルム,デュボン	化学	クロスフィールド	化学	GBR	52,000	100	
1986/2/15	三和銀行	銀行	ロイズ・バンク・オブ・カリフォルニア	銀行	USA	51,000	100	
1987/4/2	味の素	食品	クノール食品	食品	USA	50,000	100	
1990/3/7	青木建設	建設	スイツテル	不動産・ホテル	SUI	50,000		
1989/4/18	山之内製薬	医薬品	ジャクリー	医薬品	USA	49,500		TOB
1989/9/22	そごうグループ	百貨店	シンガポールSCパラボ	百貨店	SIN	48,000		
1988/6/18	資生堂	化学	ゾートス・インターナショナル	化学	USA	43,000	100	
1988/7/6	* リョービ	非鉄・金属製品	シンガー	非鉄・金属製品	USA	43,000		
1988/5/20	ジャスコ	スーパー・コンビニ	タルホット	その他小売	USA	40,600	100	
1991/4/7	* 三井物産・日本曹達:米国合弁	総合商社	モンサント	化学	USA	40,374		
1988/7/20	* 小野田セメント(秩父小野田)(太平洋セメント)	窯業	カルマツ	窯業	USA	40,000		
1991/4/13	三菱自動車工業	輸送用機器	ダイヤモンド・スター・モーターズ	輸送用機器	USA	40,000	80	
1990/10/3	小野田セメント(秩父小野田)(太平洋セメント)	窯業	カリフォルニア・ホルトランド・セメント	窯業	USA	39,000		
1990/10/16	石原産業	化学	SDSインタープライズ	化学	USA	39,000	100	
1990/12/21	山之内製薬	医薬品	ロイヤル・ヒストロカテ	医薬品	HOL	38,000		
1989/7/26	京セラ	電機	エルコグループ	電機	USA	33,750	100	
1990/1/18	日本精工(NSK)	機械	ユナイテッド・プレジジョン・インダストリーズ	機械	GBR	33,000		
1990/8/31	日本石油(日石三菱),トヨタ	石炭・石油	オークブリッジ(エルダース・リソーシズ子会社)	鉱業	NZL	31,000	80	TOB
1990/3/22	三菱化成(三菱化学)	化学	バーヘイタム	その他製造	USA	30,000		
1990/11/21	三菱商事	総合商社	ユカール・カーボン	窯業	USA	30,000	50	

レコフデ-タによる。

\* は営業譲渡。



表8 合併・株式交換・TOB

	合併	株式移転・ 持株会社	株式交換	うち買収価 格が2億円 以上のケ- ス	TOB	IN-IN	IN- OUT	OUT- IN
1986-1990		-	-	-	8		8	
1991		-	-	-	2	1	1	
1992	1	-	-	-	1		1	
1993	6	-	-	-	3			1
1994	4	-	-	-	1	1		
1995	6	-	-	-	1		1	
1996	6	-	-	-	3	2		1
1997	9	-	-	-	3	1	2	
1998	20	-	-	-	6	5		1
1999	38	0	9	3	8	4	2	2
2000	27	0	17	3	10	5	2	3
2001	21	1	11	1	13	10		3
2002	19	0	21	11	11	10		1
2003	8	5	13	7	16	11		5
2004	16	3	65	48	22	20	1	1
2005	7	2	11	5	6	6		
合計	188	11	147		104			

パネル2: ビIDDING企業の市場

	合併	株式移転・ 持株会社	株式交換
東証1・2 部	180	10	77
店頭	0		15
ジャスタック	6	1	19
ハラクス	1		8
マザーズ	1		28
	188	11	147

表9 合併・株式交換・TOBの産業分布

	合併	構成比	株式交換	構成比	TOB	構成比
建設	15	9.0%	1	0.7%	2	1.7%
食料品	5	3.0%	2	1.4%	4	3.4%
繊維	4	2.4%	2	1.4%	3	2.6%
パルプ・紙	7	4.2%	1	0.7%		
化学	10	6.0%	3	2.1%	5	4.3%
医薬	4	2.4%			6	5.2%
石油・石炭製品	3	1.8%				
ゴム製品	2	1.2%				
ガラス・土石製品	7	4.2%				
鉄鋼	4	2.4%			1	0.9%
非鉄・金属製品	7	4.2%	4	2.8%	3	2.6%
機械	11	6.6%	3	2.1%	6	5.2%
電気機器	10	6.0%	12	8.4%	8	6.9%
輸送用機器	7	4.2%	3	2.1%	2	1.7%
精密機器	2	1.2%	1	0.7%	4	3.4%
その他製造業	2	1.2%	2	1.4%	6	5.2%
電力・ガス	0	0.0%			1	0.9%
運輸・倉庫	8	4.8%	2	1.4%	3	2.6%
情報・通信	12	7.2%	42	29.4%	11	9.5%
卸売	0	0.0%	20	14.0%	9	7.8%
小売	7	4.2%	21	14.7%	10	8.6%
銀行	17	10.2%	2	1.4%	2	1.7%
証券	6	3.6%	1	0.7%		
保険	6	3.6%				
その他金融業	9	5.4%	5	3.5%	17	14.7%
不動産	1	0.6%	1	0.7%	2	1.7%
サービス			15	10.5%	11	9.5%
製造業	100	60.2%	34	23.8%	50	43.1%
非製造業	66	39.8%	109	76.2%	66	56.9%
合計	166		143		116	

**表10 M&Aの国際比較 (1990-1999)**

Volumeは、買収対象となった企業の時価総額/時価総額.

Hostile takeoverは、敵対的買収の件数/国内上場企業

Cross boarder ratioは、クロスボ-ド-案件/全M&A案件

Premiumは、買収価格(買収公表時点の価格)/買収公表より4週間前の市場価格

All-cash bid 全額現金買収が、全M&Aに占める比重。

	Civil law countries =	ケ-ス	Volume (%)	Hostile takeover( %)	cross- border(%)	Premium	All-cash bid
Australia		212	34.09	4.60	27.16	129.50	0.60
Belgium		7	33.33	0.56	45.14	137.20	0.86
Canada		157	30.05	2.73	22.66	132.90	0.36
Finland		7	45.45	0.91	22.67	149.70	1.00
France		112	56.40	1.68	33.81	134.40	0.88
Germany		13	35.51	0.30	26.05	116.70	0.77
Italy		26	56.40	3.04	36.13	127.70	0.88
Japan		73	6.43	0.00	13.25	99.00	0.36
Neatherlands		16	49.82	0.70	46.15	147.70	0.50
New Zealand		16	49.82	0.70	46.15	129.20	0.94
Norway		37	61.24	5.86	36.76	136.00	0.76
South Korea		4	4.81	0.00	53.85	145.10	0.50
Spain		10	15.72	0.17	37.55	119.80	0.70
Sweden		45	62.06	3.74	35.48	141.70	0.71
UK		614	53.65	4.39	23.46	145.80	0.64
US		2443	65.63	6.44	9.07	144.30	0.37
World average (49 countries)			23.54	1.01	42.82	141.60	0.48

Rossi and Volpin (2004)

**表11 合併公表前後の超過収益率ER**

注1. サンプルは、1990年以降の上場企業間の合併。ビidding企業はレコフ社資料の当事者企業1とした。

2. 合併公表前Excess Returnは、公表前マイナス250日からマイナス1日の累積超過収益率、合併公表後のExcess Returnは、公表後1日から250日の累積超過収益率。

3. 推計にあたっては、株価の欠損の場合は除去した。

4. ハイテク部門は、レコフデータの産業分類における電機、通信・放送、ソフト・情報。問題部門は、建設・不動産・流通の3部門。ただし、不動産の合併事例はゼロである。金融は、銀行、証券、保険の3部門。比較サンプルは、上記3セクター以外の合計。

5. \*\*、\*、\*は、それぞれ1,5,10%水準で有意。

**パネル1:期間別**

	N	平均累積 日数	合併公表 前ER	平均累積 日数	合併公表 後ER
全体	175	227.6	10.0%	216.8	11.8%
97年以前	34	223.2	0.1%	223.1	0.1%
98年以降	141	228.5	12.2%	215.4	14.3%
両期間の差			12.0% **		14.3% **
P value			0.014		0.041
98年以前	50	222.7	3.2%	224.4	3.0%
99年以降	125	229.5	12.8%	213.7	15.3%
差			9.5% *		12.3% *
P value			0.053		0.075

**パネル2:セクター-別**

	N	合併公表 前ER	合併公表 後ER	合併公表 前と公表 後のER の差	P value
比較サンプル	175	10.0%	11.8%	1.8%	0.366
ハイテク部門	97	11.6%	6.8%	-4.8%	0.175
比較サンプルとの差	20	15.4%	-4.8%	-20.2%	0.048 **
P value		3.9%	-11.6%		
問題部門	32	1.9%	31.3%	29.5%	0.076 *
比較サンプルとの差		-9.7% *	24.5%		
P value		0.300	0.108		
金融セクター	26	10.2%	18.9%	8.8%	0.239
比較サンプルとの差		8.8%	10.9% *		
P value		0.449	0.055		

**表12 合併公表前後のビディング企業の累積異常収益率(CAR)**

1. サンプルは、1990年以降の上場企業間の合併。ビディング企業はレコフ社資料の当事者企業1とした。
2. マーケットモデルはイベント(合併公表時)のマイナス250日からマイナス20日で推計した。
3. 推計にあたっては、株価の欠損の場合は除去、170日以上株価が得られない場合はサンプルから除いた。
4. ハイテク部門は、レコフデータの産業分類における電機、通信・放送、ソフト・情報。問題部門は、建設・不動産・流通の3部門。ただし、不動産の合併事例はゼロである。金融は、銀行、証券、保険の3部門。比較サンプルは、上記3セクタ-以外の合計。
5. \*\*、\*、\*は、それぞれ1,5,10%水準で有意。

**パネル1:期間別**

	N	合併公表 前後1日 CAR(-1,+1)	合併公表前後 5日 CAR(-5,+5)
全体	160	1.0%	-0.1%
1997年以前	32	-2.3%	-4.0%
1998年以降	128	1.7%	0.8%
両期間の差		4.0% **	4.8% **
P value		0.012	0.012
98年以前	45	-2.8%	-4.5%
99年以降	115	2.5%	1.6%
両期間の差		5.3% ***	6.1% ***
P value		0.002	0.002

**パネル2:セクタ-別**

	N	合併公表 前後1日 CAR(-1,+1)	合併公表前後 5日 CAR(-5,+5)
比較サンプル	90	-0.1%	-2.1%
ハイテク部門	19	1.7%	-0.2%
比較サンプルとの差		1.8% *	1.9% ***
P value		0.078	0.005
問題部門	26	1.1%	2.1%
比較サンプルとの差		1.2%	4.1% **
P value		0.260	0.023
金融セクタ-	25	4.1%	4.9%
比較サンプルとの差		4.2% *	7.0% **
P value		0.073	0.012