

平成 23 年度 証券ゼミナール大会

第 4 テーマ

日本における今後の M&A のあり方について

解雇規制・企業文化・買収防衛策から探る

国内 M&A 発展の可能性

慶應義塾大学経済学部 池尾和人研究会

## 目次

- 1 はじめに
- 2 日本経済における M&A の有用性
  - 2.1 M&A の定義
  - 2.2 M&A の目的と効果
  - 2.3 日本において M&A が必要な理由
- 3 国内 M&A の現状
  - 3.1 日本における M&A の規模
  - 3.2 日本における M&A の収益性
  - 3.3 望ましい M&A のあり方
- 4 解雇規制
  - 4.1 M&A による雇用の変化
  - 4.2 解雇規制緩和による企業パフォーマンスの変化
  - 4.3 解雇規制緩和による従業員の待遇
- 5 企業文化の統合
  - 5.1 問題意識
  - 5.2 企業文化の定義と重要性
  - 5.3 企業文化の統合に失敗してしまう原因の分析
  - 5.4 企業文化統合のための政策提言
- 6 買収防衛策
  - 6.1 敵対的買収
  - 6.2 買収防衛策とは
  - 6.3 今後の日本における買収防衛策のあり方
- 7 おわりに

# 1 はじめに

1990年代末から2000年代初頭にかけて日本企業の構造と行動は大きく変化した。中でもM&Aの急増は関心を集めた。日本企業が関連するM&A取引件数は1999年に初めて1,000件を超え、2004年には2,000件を超えて、2006年には2,775件に達した。その後は金融危機の影響で下降気味にある。90年代以前と比べれば高い水準にあるといえるが、まだ拡大の余地は十分残されている。

急増したM&Aの背景には、単なる事業拡大を目的としたものばかりではなく、製品市場における需要拡大の鈍化と競争の激化に応じて事業や業界そのものを需要や競争構造に適合させることを目的としたものが多い。とりわけ1990年代以降に実施された大型合併の多くがそれに該当する。M&Aが各企業の経営戦略として有効に活用され始めているといえよう。

また、1996年の独占禁止法の改正に伴う純粋持株会社設立の解禁、商法の改正による1997年の簡易合併制度、1999年の株式交換、株式移転制度、2000年の会社分割制度の創設などの制度面も大きな要因である。各企業の経営努力は、マクロで見ると日本経済全体の発展も促すものであるから、M&Aが適切に促進されるよう、政府が制度や基盤を整備することには意義があると言える。

本論文では、今日日本経済発展のためにM&Aが有効であり、さらなるM&A活用のためになされるべきことを提言する。本論文の構成は以下のとおりである。次節ではM&Aの定義と機能を概説したのち、日本経済の発展においてM&Aが有用であることを説明する。第3節では国内M&Aの現状を概観した上で、M&Aの件数が低いことと、M&A後のパフォーマンス改善が有意になされていないことを指摘し、今後の望ましいM&Aのあり方を提示する。第4～6節では第3節で示した望ましいM&Aの達成を阻害する要因として、解雇規制、企業文化、買収防衛策の三点からそれぞれ分析を加える。第7節ではまとめを行う。

なお、本論文ではIn-in M&Aを主な考察の対象としており、In-out M&AやOut-in M&Aは議論が煩雑になるため扱っていない。しかしIn-out M&Aも

Out-in M&A も重要な考察対象であり、軽視できないものであることを言い添えておく。

## 2 日本経済における M&A の有用性

### 2.1 M&A の定義

5 M&A とは、Mergers and Acquisitions（合併と買収）の略であり、複数の  
会社が契約により一つになること（合併）や、企業外部に存在する事業を獲得  
する（買収）ことである。田村（2009）は、「M&A は、企業の外部に存在する  
事業（有機的の一体をなす経営資源のセットであり、独立に株式会社化されてい  
る場合も会社の一事業部門として存在することもある）に対する支配権を取得  
10 すること」と定義している。事業を獲得するには新規事業進出や設備投資など  
企業内部で事業を組成する内部的成長と、既に企業の外部に存在する事業を取  
得する外部的成長（Inorganic Growth）があるが、後者が M&A である。一般  
的に M&A という場合は、企業の買収や買収のみならず、資本提携などを含め  
た広い意味での企業提携も含める。しかし、本稿では買収と合併に絞り分析を  
15 行う。

### 2.2 M&A の目的と効果

M&A を行うことで、企業は以下のような効果を期待できる。

#### ① シナジー効果

シナジー効果の一般的な定義は、統合会社の将来キャッシュフローの現在価  
20 値が、買収前の両社の将来キャッシュフローの現在価値の和を上回ることであ  
る。つまり、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  
各自が連携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。  
シナジーを発生させるためには、両社の単純合算と比べ、将来の売り上げを増  
加させるか、将来のコストを減らす必要がある。M&A のシナジー効果は表 1  
25 に示したようにその内容によって分類できる。

表1 シナジー効果の分類

売り上げ増進シナジー	互いの販売チャネルの利用、品揃え強化、業界ポジションの向上
コスト削減シナジー	重複する間接部門の整理統合や共同購入、交錯輸送の解消
成長促進シナジー	両者補完的な技術力を結合させることによる R&D の進展
負のシナジーの解消（売り手に対するメリット）	足を引っ張っているノンコア事業を売却し、コア事業に経営資源を集中することにより、コア事業のキャッシュフロー創出力が高まる。

田村（2009）より筆者作成

## ②規模、範囲の経済性

5 同業者間の M&A は、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。

### ③業界全体の供給量増加を伴わないシェアの拡大

3 社のみ存在する業界を想定する。その中の 2 社が合併した場合、業界内の供給量は変化しないが、シェアは合併した 2 社が大きくなる。供給量が増加しない分、その 2 社の市場支配力は大きくなる。

### ④リスクの分散、緩和

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。例えば、M&A を行うことで買収されるリスクを緩和することができる。M&A により事業の多角化がなされれば、景気変動、顧客ニーズの変化により、ある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できる。

### ⑤自社の有しない高度な技術、人材、補完的製品などの獲得

### ⑥時間を買うことができる

新たな事業を自社で作りに出すには、例えば人材育成、設備の整備、顧客創出などを行わなければならない、時間と労力を必要とする。しかし、M&A により、既に存在する事業を取得することで、短時間で自社の有しない事業や資源を獲得することができる。

この他に他者からの所得移転によって M&A を行った企業が利益を得ることがある。所得移転とは企業の収益は増大しているが、その増大部分は他者の減益によるものである場合を指す。具体的には、合併による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 を行った企業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である。

5

### 2.3 日本において M&A が必要な理由

ここでは日本経済が直面する課題を指摘し、日本経済発展のために M&A が有効であることを述べる。日本経済の課題として(1)競争過多の解消と(2)参入・退出による新陳代謝効果の改善を挙げ、考察を行う。

#### 10 (1) 競争過多の解消

日本の産業構造の特徴として、表 2 が示すように、同一業界、同一事業に多くの大企業が存在していることが挙げられる。表 2 には掲載されていない自動車・電機などの基幹産業においても、同一事業に多数の大企業が存在している。そのため、競争力を培う基盤となる国内市場での、1 社当たりの市場規模が欧米企業をはじめ、海外の企業に比べて小さくなっている。例えば表 3 が示すように、日本より国内市場が小さい韓国の方が、1 社当たりの国内市場規模は大きくなっている。こうした国内市場の状況では、収益が容易に悪化し国際競争力の醸成につながらない。つまり、国内での競争が熾烈であるため、国際競争に臨む前に企業は体力を消耗し、とても世界市場で伍してはいけない。

20

表 2 各産業の主要プレイヤーの概要

	日本	北米	欧州	アジア他
液晶 TV	ソニー, シャープ, 東芝, パナソニック, 船井電機	Vizio(米)	Philips(蘭)	Samsung( 韓 ), LGE(韓), TCL(中)
鉄道	日本車両製造, 日立製作所, 川崎重工, 東急車輛, 近畿車輛	Bombardier(加)	ALSTOM(仏) Siemens(独)	現代ロテム(韓)
原子力	東芝(WH), 日立製作所, 三菱重工	GE(米), [WH]	AREVA(仏)	斗山重工業(韓)

水ビジネス (上下水)	東レ, メタウォーター, 荏原, クボタ等	GE(米), Nalco(米)	Veolia(仏), Slemens (独), Suez(仏)	Thames water(豪)
画像診断機 器	東芝メディカル, 日立メディ コ, 島津製作所, アロカ	GE(米)	Philips(蘭)	?

表3 韓国1社当たりの国内市場規模（日本を1とした場合）

乗用車	鉄鋼	携帯電話	電力	石油元売
1.5	1.5	2.2	3.9	1.1

出所：共に経産省「産業構造ビジョン2010」

- 5 日本企業の国内での競争過多を解消し、国際競争力をつけていくためには、M&Aによって業界再編を行っていくことが有効であると考えます。つまり、M&Aを通じて、業界全体の供給量が増やすことなく、同業他社の売り上げを自社に取り込むと同時に、競合する企業数を減らして、国内での競争条件を緩やかにしていくことが、国際競争力の強化につながるということである。

10

## (2) 参入・退出による新陳代謝効果の改善

- 15 金、深尾、牧野（2010）を参考に、日本経済のマクロ動向について概観してみよう。バブル以後の日本経済の低迷に関しては、さまざまな原因が指摘されている。需要面においてはデフレによる投資意欲減退、金融の機能不全、企業のバランスシート毀損などによる投資低迷や、資産効果や予備的動機による消費低迷、円高による輸出減、長期的な要因として1970年代半ば以降の慢性的な貯蓄過剰などである。供給面では、生産年齢人口成長率の下落や週休2日制への移行による構造的な労働供給の低下、資本労働比率の上昇による資本投入効果の逡減とROAの低下、全要素生産性（TFP）上昇率の鈍化といったものが指摘されている。
- 20

この中でもTFPを内部効果、再配分効果、参入効果、退出効果に分けて動学分析すると、内部効果の寄与が非常に大きいことがわかる。また、景気の拡大局面における参入効果は見られるが、景気の下降局面における再配分効果と退出効果が見られない。生産性の高い企業の規模拡大・参入や、生産性の低い

企業の規模縮小・退出といった資源配分の効率化による生産性上昇が低調である。これはバブル以前から見られる日本の特徴である。その理由として、銀行が不良債権問題の表面化を遅らせるために、倒産寸前の融資先を延命させるというゾンビ企業仮説や、空洞化に伴う生産性低迷が指摘されている。

- 5 このような状況において M&A は有効であると考えられる。M&A は生産性の低い企業からより高い企業に経営資源を移転させる効果がある。これは企業の参入・退出がスピーディーに行われているのと同様であり、新陳代謝効果を高めて資源配分を効率化させることにつながると思われる。

- 10 以上のとおり、日本経済は企業の過当競争と新陳代謝効果の停滞という問題を抱えており、これらの問題に対して M&A は解決の一助になると考えられる。

### 3 国内 M&A の現状

- 15 前節では M&A が日本経済活性化に寄与するということを主張したが、日本の M&A の現状を見るとまだ十分に機能しているとは言いがたい。本節ではどのような点に M&A 発展の余地があるかを概観し、そこから日本における今後の M&A のあり方を示す。

#### 3.1 日本における M&A の規模

- 20 2010 年における、In-in M&A 件数は 1,193 件と前年比 21.5% の大幅減となった。また金額ベースでは 2 兆 3840 億円と、こちらも 45.1% の大幅減となった。2011 年発行のレコフデータレポートは、昨今行われている In-in M&A の特徴は「集約化」であると指摘している。現在、リーマンショック後の世界的な不景気の中での生き残りをかけて、再編が迫られていると考えられる。日本経済新聞（2011）は、「国内上場企業の 93% が M&A を検討しており、多くの上場企業が合併、買収を通じて経営体質の強化を考えている事」を指摘している。
- 25 記憶に新しいが、第一生命の相互会社から株式会社への組織変更も、M&A 意識した行動と言えるだろう。また、集約化の動機として、国内での生き残りに加え、海外戦略を強化するために国内での体力をつけるという形の M&A も多くなっている。In-in M&A は低調に推移しているが、グローバル化や技術革



新により、基幹産業を中心に多くの産業において、集約化・業界再編のエネルギーは高まっていると考えられる。

しかし、日本国内では M&A は決して活発に行われているとはいえない。まず、M&A の件数、金額ともに欧米に比べて圧倒的に少ない。さらに、宮島(2007) は「M&A 取引金額の推移をみると、日本は GDP 比 2~3%程度で推移しており、諸外国と比較して低くなっている。実際、1998~2005 年の平均では、アメリカ 10.7%、英国 21.8%、ドイツ 7.5%、フランス 9.9%となっている」と指摘している。また、表 4 が示す通り、リーマンショック後においても、米国と日本の M&A 取引金額の対 GDP 比率は、約 3 倍の開きがある。つまりこのことは、日本では M&A が 3 倍に増加する余地があることを示していると考えられる。

表 4 各国の M&A 取引金額の対 GDP 比率 (%)

	1991-1997	1998-2005	2006-2007	2008-2009	2010
アメリカ	5.4	10.7	12.9	6.7	6.04
日本	0.4	2.5	3.1	2.4	1.9
イギリス	9.1	21.8			
ドイツ	1.4	7.5			
フランス	3.4	9.9			

宮島 (2007)、PwC US Mid-Year M&A Outlook 2011、THOMSON REUTERS (2011)、内閣府・米商

15 務省の統計資料より筆者作成

また、M&A を行おうとしたが統合破談となってしまうケースも存在する。日本経済新聞 (2005) は「統合を公表したものの、統合が実施できずに統合失敗に至るケースも目に付く」と述べている。表 5 が示す通り、報道された破談事例だけでも多く存在していることが分かる。

表 5 主な破談事例

2001 年 9 月	石川島播磨重工業と川崎重工業の破談
------------	-------------------

2001年9月	大正製薬と田辺製薬の破談
2004年11月	熊谷組と飛島建設の破談
2010年2月	新生銀行とあおぞら銀行の統合契約を解消
2010年5月	サントリーと麒麟の合併破談

5 以上の分析をまとめると次のようになる。①多くの上場企業が M&A を通じた、経営体質の強化を考えている。②日本と欧米における M&A 市場規模の対 GDP 比率を比較すると、日本の M&A 市場規模には拡大の余地があると考えられる。③M&A を行おうとして、結果的に統合案件が解消されるケースが散見される。このことから、M&A を行うべきであるにも関わらず、実際には M&A を行っていない企業が多く存在していると考えられる。また、実際には M&A を行いたいにも関わらず何らかの理由によって、企業が成長戦略として M&A を選択していないとも考えられる。

10

### 3.2 日本における M&A の収益性

15 第二の問題点として挙げられるのは、M&A 後のパフォーマンス向上が顕著にはみられないことである。M&A の長期的なパフォーマンス効果に関する分析は、採用する指標や手法が多用であり、TFP などの生産性の指標を使うか、ROA、EBITD などの会計指標を使うか、売上の成長率などの成長性指標を利用するかで結果が異なる。また、合併の公表時に焦点をあわせる累積異常収益率 (CAR) に比べると、パフォーマンスが M&A 以外の要因によって影響を受けるため、M&A の効果を純粋に抽出することが難しく、その測定には困難が伴う。

20 とはいえ、多様な指標や手法が用いられているにも関わらず、パフォーマンスの変化について有意な結果が得られた実証研究は多くない。宮島 (2007) は M&A 前後のパフォーマンスに関する既存研究を並べて、多くの研究では有意な結果が得られていないことから、これまでの研究はおおむね合併の長期効果に関して否定的であると述べている。この原因として、M&A が期待されたシナジー、経営の規律効果を生んでいない可能性と、Mitchell and Mulherin  
25 (1996) が提唱するように、正負の経済ショックが生じた際の資源分配の手段

として M&A が選択されるため、必ずしもシナジーを目的としない M&A が行われている可能性を挙げている。

また、深尾・権・滝澤 (2007) は製造業と小売・卸売業を対象に、In-in M&A と Out-in M&A に分けて、M&A 対象となった企業の一年前と二年後のパフォーマンスを比較している。その結果、Out-in M&A においては TFP、ROA、一人あたり賃金について有意に正であるが、In-in M&A では有意な結果は得られなかったという結論を得ている。この原因として、Out-in M&A では豊富な経営資源移転によるシナジー効果が得られること、国内企業が長期的再建を目論んで収益性が劣り負債比率の高い企業を M&A 対象として選好するのに対し、外国企業は急速な事業展開とシナジー効果を求めて優良な企業を M&A 対象とする選択効果が働いていることを示している。

ただし、日本企業と比較して外資系企業のほうがパフォーマンスが高いことは日本企業が外国企業に劣っていることを直ちに意味するわけではない。企業が海外進出する場合には異国の言語、慣習、制度、市場などに適応するための固定費が必要であり、それにもかかわらず進出する海外企業は平均的に優れた企業だと考えられるからだ。また、日本企業が長期的な再建を狙って M&A を行っているのであれば、3 年間の収益の変化を以てして収益性の改善がなされていないと断ずることは早計である。より長期のパフォーマンスの変化に関する調査が待たれる。とはいうものの 2.3 において述べたような、M&A によるスピーディーな新陳代謝効果は In-in M&A にはさほど期待できないということになる。

以上の先行研究の結果をまとめると、In-in M&A について、パフォーマンス改善は少なくとも短期的には認められないこと、新陳代謝効果は期待しがたいことがいえる。

25

### 3.3 望ましい M&A のあり方

以上より、日本の M&A において、大きく二つのことが言える。一つは M&A を行うべきであるにも関わらず実際には M&A を行っていない企業、実際には M&A を行いたいにも関わらず何らかの理由によって M&A を選択していない企業が多数存在するという事実。もう一つは M&A 後の収益性・生産性などパ

パフォーマンスの改善がみられないということである。本論文では、この二点の問題を払拭して、適切な M&A 規模を実現し、より高いパフォーマンス改善が得られるような M&A のあり方を、今後の日本における M&A のあり方と見定める。以降、第 4~6 節では、それぞれ解雇規制、企業文化、買収防衛策に焦点を当てて、望ましい M&A を実現する方策を探ってみたい。

## 4 解雇規制

日本は解雇規制が厳しいと一般的に言われる。①人員削減の必要性、②解雇回避努力を行ったかどうか、③解雇される人選の妥当性、④手続の妥当性、という整理解雇の 4 要件を充たさないと解雇はできないとされる。3.1 で見たように、M&A の規模はイギリス、アメリカで大きく、フランス、ドイツ、日本は相対的に小さい。一般に大陸ヨーロッパは雇用の削減が難しいと言われており、この結果からして解雇要件と M&A には何らかの相関があるという予想は可能だ。本節では、日本の厳しい解雇要件が M&A の規模を押し下げ、パフォーマンスを改善するに十分なシナジーと所得移転効果を阻害している可能性について分析を行う。

### 4.1 M&A による雇用の変化

株主や経営者の観点からすれば、解雇は容易であればあるほど望ましいといっても差し支えないであろう。問題は解雇規制の緩和によって雇用調整が容易に行えるようになったとしたら、企業価値がどの程度上昇し、他方で従業員の不利益がどの程度までに抑えられるかということである。

株主や経営者からすると、厳しい解雇要件は事業を不自由にしているものだ。事業拡大を目的とするものならばともかく、再建や事業効率化を目的とする M&A の際には、経費を削減して事業の建て直しを図らなければならないことから、従業員を削減しなければならないことがある。しかし、このような場合であっても、買収や合併を直接の理由とする解雇は認められず、解雇を行うためには整理解雇の 4 要件を充たさなければならない。

一方、従業員にしてみると、M&A は時に雇用条件を変えることもある。そ

これは M&A の手法によって異なり、実際には個々の事例ごとによって変わる。

M&A の手法ごとの違いを、國吉・柿平（2010）を参考に整理しよう。①株式譲渡は対象会社の組織に変更を加えることなく、株主構成のみを変更するものなので、従業員の雇用条件は変わらない。②合併に際しては、吸収合併の場合  
5 は存続会社の雇用条件に統一されることが多い。このとき両企業の待遇が乖離している  
と統一が困難になる。新設合併の場合は株式譲渡と同様に株式所有者が変わるだけであるが、  
この場合も雇用条件の調整が起こることがある。③会社分割の場合、吸収分割契約や新設分割計画に  
10 定めておくことにより、分割会社の従業員の雇用契約を承継会社あるいは設立会社に承継・  
帰属させることができる。④事業譲渡はあくまで個々の権利・契約関係の個別の承継であるから、  
従業員との雇用契約を譲受会社に承継させるためには、譲渡会社のみならず転籍について  
個々の従業員の同意を得る必要がある。

では、実際に M&A によって雇用はどのような変化を受けるのだろうか。

Gugler and Yurtoglu(2004)は、アメリカとヨーロッパの 16 カ国の企業データを使って分析を行い、  
15 アメリカでは合併後の従業員数に有意な変化はみられない一方で、大陸ヨーロッパでは合併後に  
従業員数を 10%減らしていることが観察されたとしている。一見労働市場が柔軟なアメリカのほう  
が従業員を大幅に減らすものと思われるが、アメリカでは従業員数の調整が常に行われているため  
20 合併時の調整が不要であり、一方ヨーロッパでは普段は従業員数の調整コストが高いため  
合併時に大胆に調整するインセンティブが働くためであると説明できる。

久保・齋藤（2007）は 1989 年度から 2002 年度に合併が合意に至り、1990 年度から  
2003 年度に合併後初年度を迎えた国内上場企業同士の合併 114 件をサンプルとして分析を行なっている。  
その結果、合併前後で買収企業と非買収  
25 企業の平均従業員数の合計は、1998 年度以前で約 3%、1999 年度以降で約 10%減少している  
ことを示した。これは Gugler and Yurtoglu の結果と整合的であり、日本の解雇要件が厳しいことを  
示唆している。また合併の種類を、関連・非関連合併、グループ・非グループ合併、救済・非救済  
合併に分けて細かく分析したところ、1999 年度以降について関連合併では従業員数が約 13%減少  
30 したのに対し非関連合併では大きな変化はなく、救済合併では約 20%の削減が見

られるなどの差異があることがわかった。関連合併は規模の経済による事業の効率化を求めて行われているのに対し、非関連合併は多角化による事業拡大を求めて行われているからと説明できるだろう。

5 厳しい解雇規制のために、合併の際に雇用が大きく減るという結果になったが、とはいえ雇用を調整する目的で M&A が活発に利用されるということはないだろう。合併後の適切な雇用量を合併前に計測するのは困難であり、希望退職を募った場合にキーパーソンである従業員が退社を志願してしまう可能性などがあることを考えると、雇用調整が困難な場合、合併に大きなリスクがあることは事実である。それによって M&A の件数を引き下げていると考えることができるだろう。

10

## 4.2 解雇規制緩和による企業パフォーマンスの変化

では解雇要件を緩和することによって M&A 後のパフォーマンスは向上するのだろうか。しかしこれは実際にやってみないとわからないことであり、推測は困難である。ここでは代わりとして、In-in M&A と Out-in M&A のパフォーマンスを比較した深尾・権・滝澤（2007）に寄って考察してみたい。一般的に外資系企業は雇用の調整が迅速であることが知られている。日系企業の M&A と外国企業の M&A との比較を、解雇規制が厳しい現状と解雇要件が緩和された場合との代替として考察する。

15

深尾らは製造業と小売・卸売業を対象に、In-in M&A と Out-in M&A に分けて、M&A 対象となった企業の一年前と二年後のパフォーマンスを比較した。その結果、Out-in M&A においては TFP、ROA、一人あたり賃金について有意に正であるが、In-in M&A では有意な結果は得られなかったという結論を得ている。雇用については、Out-in では両産業とも有意ではないものの負の影響が見られた。In-in の小売・卸売業では有意に正の影響があった。さらに、とくに買収のケースが多かった化学産業と機械産業と卸売業をとりあげて再度分析した結果、機械産業で Out-in ダミーは雇用に有意に負の影響を与えていた。

20

25

深尾らにより示された M&A 前後の雇用の変化は久保・齋藤の結果と大きく異なっているが、これは深尾らが買収を対象としており、久保・齋藤が合併を対象としていることから来るものと思われる。買収は主に事業の拡大を目的に

行われるため雇用は微減か拡大を示し、合併は経営の効率化と再編を目的として雇用を大幅に削減する傾向があると推測することができる。

対日 M&A 投資は投資先企業の収益率や TFP を高め、M&A 投資後の雇用の変化について見ると、対日 M&A は国内 M&A より大きく雇用を減少させてい  
5 るといえる。雇用の調整速度に関する村上・深尾 (2003) の推定結果によれば、外資系企業は日本企業と比較して雇用調整速度が有意に速い。つまり最適雇用量が変化したとき、外資系企業のほうがより迅速に雇用の調整を行っている。外資系企業の優れたパフォーマンスは経営資源移転効果や買収前からパフォーマンスの優れた企業を買収対象にする選択効果もあるが、このような雇用調整  
10 による影響は大きいと考えられる。したがって解雇規制緩和によって雇用の調整が容易になれば、M&A 後のパフォーマンスが向上する可能性があるだろう。

### 4.3 解雇規制緩和による従業員の待遇

Shleifer and Summers(1988)は、敵対的な合併が企業業績に正の影響を与えるのは、必ずしも効率性の向上によるものだけではないことを指摘した。彼ら  
15 の議論によると、従業員と企業間の暗黙の契約が、企業の買収後に履行されない可能性がある。将来の昇給や昇進に関する暗黙の契約を破棄することによって、買収企業は雇用のコストを低減させ、業績を向上させることができる。

これは敵対的買収に限らず、経営者の交代や方針転換によって従業員の待遇が変われば常に起こりうる可能性がある。例えば合併を経て従業員の待遇を統一する際に、より劣位な方に合わせることによって生じうるだろう。Shleifer  
20 らによると、このような信頼の破壊 (breach of trust) によって企業価値が向上しても、それは M&A によって新たな価値が生じたのではなく単なる所得移転ということになる。

しかしこれまでの国内 M&A に関する研究で、信頼の破壊が認められたものは多くない。久保・齋藤 (2007) では合併によって従業員の大規模な削減がみ  
25 られたが、それが従業員の処遇を悪化させているだけとは言えないという。従業員の削減は定年退職や新規採用の抑制などによって行われるケースもあり、合併前に雇用されている従業員にはそれほどの負担がなかったり、整理解雇が行われたとしても早期希望退職などの手段によったものであるという。また雇用

削減によって業績が上昇すれば残った従業員の待遇向上につながる。合併した企業の人事データを分析した久保（2004）によると、合併の前後に相対的に査定点の低い従業員から退職して、能力の高い従業員が残っており、従業員の削減が業務の効率化や業績の向上につながる可能性が高いと主張する。

- 5 また、短期的に雇用が減少しても、それが業績回復につながれば長期的には雇用が拡大すると考えることもできる。一方、雇用の削減を経験した企業は再び雇用を増やすことに消極的になる可能性も考えられるだろう。樋口・松浦（2003）は事業組織変更を行った企業は当初雇用を大きく減らすか、時間の経過とともにパフォーマンスが改善し、雇用の減少率がリストラを行っていない企業よりやがて小さくなるという結果を得ている。早いうちに雇用の削減を行えば、長期的には雇用の減少量が少なくて済む可能性も考えられる。この調査では雇用の拡大は確認できなかったが、従業員の便益を減少させているとは必ずしも言えない。国内企業によるものであれば外国企業によるものであれば、買収時点で経営状態が悪い企業であれば、雇用調整が困難だったとすると収益が悪化してやがて企業が存続できなくなるおそれがあることも考えられるからだ。
- 10
- 15

- M&A といえどもその種類、目的によって雇用の調整のされ方は変わり、一概に言うことはできないが、現状ではひとまず信頼の破壊があったという証拠を示すには至らないといえよう。現状の解雇要件のもとでは、M&A による解雇は従業員に不当なものばかりであるとは言い難い。では解雇規制緩和が行われた場合にどうなるだろうか。確定的なことは言えないが、たとえば整理解雇の4要件のうち②解雇回避努力を行ったかどうか、を緩和したとしても、合併時の解雇と同程度に従業員に配慮されたものとなりつつ、企業が合併の便益を得られるような雇用調整が可能となるだろう。もちろん言うまでもなく、解雇にあった従業員を補助するために、失業対策のような社会的セーフティ・ネットの充実や、流動的な労働市場の整備が必要になる。
- 20
- 25

## 5 企業文化の統合

### 5.1 問題意識

日本企業によって実際に行われた M&A では、全案件のうち約 8 割で期待し

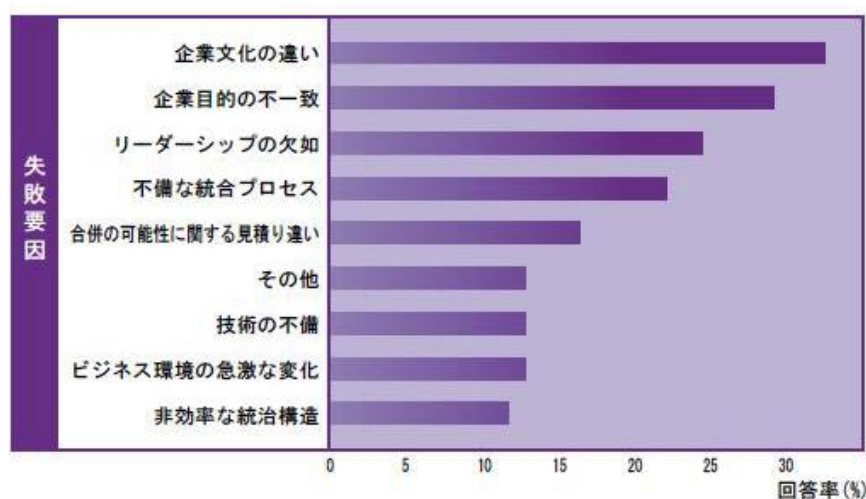


ていたシナジー効果が得られていないという事実がある。こうした事実が、企業が成長戦略として M&A を選択しない理由であると考えられる。つまり、日本における M&A の成功率が低い為に M&A を控えているのではないか。

M&A が失敗してしまう要因は幾つか存在するが、図 1 が示すように、多くの企業が「企業文化の不適合」を挙げている。伝統的な日本企業においては、その企業文化が驚異的な成長に寄与したと評価される反面、企業文化が M&A の成功を阻害する要因になっていると考えられる。つまり、日本企業の特徴である長期雇用・終身雇用によって形成された企業文化の統合が困難であるため、日本企業同士の M&A において期待していたシナジー効果を得られない等、問題が生じているのだ。こうした現状から、今後の日本における M&A のあり方を論じる上で、企業文化の統合に関して分析を行うことは重要であると考えられる。M&A における企業文化統合の問題を緩和し、より多くの日本企業が戦略として M&A を選択するようになり、2.3 で指摘した日本経済の問題の解決につながることを望まれる。

15

図 1 M&A の失敗要因



出所 Pricewaterhouse Coopers Preferred Partner Survey, 1999 n=111

## 5.2 企業文化の定義と重要性

20 吉村 (2008) は、企業文化を「企業理念に基づき形成され、最高経営責任者から従業員に至るまで共有され、実践され、継承された態度、行動様式である」

と定義している。つまり、従業員が企業の構成員として行動する際の拠りどころとなっているものである。企業文化の構成要素としては、①意思決定をめぐる公式・非公式のプロセス、②資源の配分、③権力の分担、④社員に求められる行動、⑤社員の判断によるリスクの許容範囲、⑥昇進・抜擢・研修・報酬をめぐる人事方針などが挙げられる。また企業内部で暗黙知とされている、取り決めやしきたり等も企業文化の一部である。

では、なぜ企業経営において、企業文化が重要なのだろうか。それは、企業理念に裏打ちされた企業文化が従業員の行動を規定することで組織効率が上昇し、経営成果の向上につながるからである。企業文化の経営成果への影響について、広田、久保、宮島（2007）が実証分析を行っている。その分析では、日本の一部上場企業を①経営理念を意識的に活用している企業を企業文化が強い企業と②そうでない企業文化が弱い企業の2タイプに分類し、両者の間にパフォーマンスの差があるかどうかの調査を行っている。その結果、①企業文化の強い企業は、企業文化の弱い企業に比べてROAが0.42%高いこと、②企業文化の組織内への浸透は、企業の利益率を4分の1強高めるということを指摘している。

以上のように、企業理念に裏打ちされた強い企業文化は、企業の経営成果向上に寄与していることが分かるつまり、M&Aを行った後に、強い企業文化を維持もしくは形成することが、M&Aによる株主利益向上につながると考えられる。

### 5.3 企業文化の統合に失敗してしまう原因の分析

M&Aは企業文化同士が衝突する可能性が高い行動である。さらに、M&Aの際に企業文化の違いが衝突するとM&A後の統合プロセス（PMI）において、企業に大きなダメージを及ぼす。今後、日本において質の高いM&Aが行われるためには、企業文化の統合を成功させることが重要であると考えられる。以下ではまず、企業文化の統合に失敗してしまう原因として考えられる、(1)企業文化のデューデリジェンスの不実施と、(2)人事面での統合の失敗、に関する分析を行う。

## (1) 企業文化のデューデリジェンスの不実施

M&A を行う際に、買収後に想定していなかった事態やリスクが現れぬよう、買収企業、被買収企業の隠れたリスクを探す、デューデリジェンス（以下 DD）というプロセスが存在する。幅広いリスクを総合的に把握するために、財務 DD、法務 DD、税務 DD、人事 DD、環境 DD など様々な角度から調査・分析が行われる。企業文化については、人事 DD に含まれている。しかし、日本で

5 DD、法務 DD、税務 DD、人事 DD、環境 DD など様々な角度から調査・分析が行われる。企業文化については、人事 DD に含まれている。しかし、日本で

10 行われている M&A における DD は、多くの場合で財務面、法務面、税務面の調査・分析に偏っており、企業文化を含む人事 DD が行われるケースはごく稀である。また、人事 DD が行われたとしても、多くの場合、総額人件費や労働

15 分配率、労働生産性、退職年金の積み立て状況などの財務的側面からの分析である。そのために、統合後に企業文化の不適合が顕在化してしまうケースが多くなっていると考えられる。

多くの企業が M&A の失敗要因を企業文化の不適合と答えているにも関わらず、なぜ企業は DD の段階で企業文化の問題を扱わないのであろうか。その原因は以下の二点が考えられる。一点目は、企業文化の明文化が行われておらず、

15 評価・分析が困難であることである。従業員の同一性が高い日本企業においては、企業文化は暗黙知とされ明文化が行われていないことが多い。暗黙知のままでは、評価・分析ができないために、DD の段階で扱っていないと考えられる。また、企業文化の性質上、企業内部の人間よりも外部の人間の客観的な視

20 点からの方が明文化し易いが、現状では外部からの視点による分析が行われていないことも原因の一つであると考えられる。二点目として、社内に企業文化の統合をはじめとする組織統合を行うことができる社員がいないことが挙げられる。財務や法務とは異なり、企業文化の専門家が社内にいることは稀である。そのため、企業文化の重要性を把握していても自社では対策を講じることがで

25 きず、コンサルティング会社などの専門家に外部委託する必要がある。しかし DD の段階では情報の漏洩を恐れて外部委託を行わず、問題が顕在化してからコンサルティング会社に依頼するケースが散見される。

M&A において、企業文化の DD の重要性を示す事例を紹介する。General Electric（以下 GE）の M&A 戦略である。GE は M&A を活用して順調に成長

30 してきた企業である。同社では組織統合の 100 日プログラムが存在し、買収・

統合前から人事系部門の従業員を中心に、組織統合のチームが作られる。そのチームはまず始めに買収・統合先の企業と企業文化の統合が上手くいきそうかを監査する。その結果によって、組織文化の相性があまりにも合わない場合は M&A を行わない場合もある。以上のように、企業文化の統合まで視野に入れて M&A を行っていることが、GE による M&A の成功に大きく寄与していると考えられる。

5 以上の分析をまとめると次のようになる。①GE の例から分かるように、企業文化に関する DD の重要性は高い。②企業文化の DD を実施する為には企業文化の明文化・評価・分析が必要であるがされていない。企業外部の人間の客観的な視点からの方が、明文化・評価・分析がし易い。③社内に企業文化の統合をはじめとする組織統合を行うことができる社員がいない。そのため、問題が顕在化してから、事後的にコンサルティング会社に依頼している。

## (2) 人事面での統合の失敗

15 企業文化の不適合を、身をもって感じるのは従業員である。経営者は従業員間の溝を埋めて、新しい会社の従業員であるという意識を持たせる必要がある。その為に重要となるのが人事制度であると考え。つまり、企業文化というソフト面の融合の為には、人事制度というハード面での融合がポイントだということである。また、M&A の目的であるシナジーの達成には、その為に最適な組織を作り、人材を最適に配置することが重要である。

25 しかし、実際のケースをみると対等合併を演出するあまり、効率的な人事が行われているとは言えない。このことは、たすきがけ人事に代表される。たすきがけ人事は、二つの企業が合併した際に社長などの重役を両企業の元幹部が交互に務めるという人事制度である。重役だけでなく、昇進の過程にいるすべての従業員にこの法則が影響するため、合併後も会社の従業員同士が融和しにくいという問題点がある。たすきがけ人事のように人事制度の統合が行われないと、いつまでも組織間に壁が存在し、企業文化の統合や、新たな企業文化の確立は困難であると考え。

30 ここで人事面の統合の重要性を示す為に、たすきがけ人事によって M&A が上手くいかなかった例と、たすきがけ人事の排除により M&A が成功した例を

紹介する。

- 5 上手くいかなかった例は、都市銀行の合併である。1990年代後半から、金融の自由化、グローバル化、情報技術の発展を背景に、多くの都市銀行が合併を繰り返した。都市銀行の合併は、決して成功したとは言えない。例えば、オーバーバンキングによる低収益性の問題を考えても、合併によって解消したとはいえない。日本の銀行合併・統合の評価に関して、鶴（2002）は「日本の四大銀行グループのように異なった伝統を持つ企業グループに属してきた銀行が『対等』という名目の下で合併した場合、企業文化の衝突の大きさは想像を絶するものがある。合併を経験してきた銀行が『たすきがけ人事』を実行してきたのは、まさにこうした衝突を避け、二重構造を完全に維持するためである。」と指摘している。こうした状況を考慮すると、規模や範囲の経済を前提としたコスト削減効果はあまり期待できず、むしろ効率性は低下する可能性が高いかもしれない。機能性や効率性を度外視したたすきがけ人事により、各社の人事制度を温存するのでは、M&Aによるシナジーが得られないことが分かる。
- 10
- 15 一方、成功した例として挙げられるのはNKKと川崎製鉄のJFEへの統合である。2002年9月にNKKと川崎製鉄の合併によりJFE持株会社が設立され、2003年に早くも合併効果が現れ、1047億円の経常利益を経常した。表6が示すように原価率が統合前85.8%から統合後72.9%になり、コスト削減シナジーがみられる。営業利益率に関しても、統合前1.3%から統合後16.7%となり、
- 20 日本で最も成功した合併の一つとされる。成功の要因は、「たすきがけ人事の排除」と「故郷意識の排除」の二つを強調し、実行したことである。新会社における最終決定は、常に新会社であるJFEの利益に基づき行われた。また、従業員の出身企業への帰属意識を払拭し、新会社の従業員であると意識への改革が行われた。こうした統合戦略が成功した理由としては、両社の社長が新会社で
- 25 あるという意識を持ち、公平・公正な人事戦略を行ったことにあると考えられる。しかし、M&Aが行われた際、常にJFEの例のようにトップが考え行動するとは限らない。そのため、企業文化の統合の為に人事面での統合を成功させる為には、インセンティブの付与や第三者機関からの監督によって、両社のトップにたすきがけ人事を行わせないようにすることが重要となると私は考える。

表6 JFEホールディングスの業績推移

JFEホールディングズ						
(単位億円)	02/03/01			03/03/01	04/03/01	05/03/01
	NKK	KSC	合算	連結	連結	連結
売上高	16535	12,160	28,695	24,269	24,737	28,037
売上原価	14590	10,027	24,617	19,619	19,183	20,428
(原価率)	88.20%	82.50%	85.80%	80.80%	77.50%	72.90%
売上総利益	1,945	2,133	4,078	4,650	6,210	7,609
販売管理費	2,022	1,694	3,715	3,181	3,018	2,937
営業利益	△77	439	362	1,469	3,192	4,672
営業利益率	△0.5%	3.60%	1.30%	6.10%	12.90%	16.70%
総資産	22,274	19,309	41,583	38,316	37,244	36,564
純資産	3,205	2,850	6,055	5,946	7,463	9,686

金子（2008）をもとに筆者作成

5

以上の分析をまとめると次のようになる。①企業文化の統合には、人事面での統合が必要である。②日本のM&Aにおいては、たすきがけ人事を行うなど人事面の統合が行われていないケースが散見される。③トップへのインセンティブ付与や第三者機関による監督により、トップが新会社の利益を最優先した人事戦略をとるようにさせることが重要である。

10

本節では、企業文化の統合に失敗してしまう原因として考えられる①企業文化のデューデリジェンスの不実施、②人事面での統合の失敗、に関する分析を行った。これをふまえた上で、最終的な政策提言について4節で述べ、企業文化の統合という観点から見た今後のM&Aのあり方を示す。

15

## 5.4 企業文化統合のための政策提言

### (1) 組織統合を専門に行う人材の育成

5.3の(1)で、企業文化の統合を成功させるには、企業文化のDDを含め組織統合を視野に入れたM&Aを行うことが重要であると述べた。現状では、組織統合に関する対策は後回しにされ、問題が顕在化してからコンサルティング会社に問題解決を依頼するケースが多い。コンサルティング会社への依頼が遅れていることを考慮すると、GEのように、組織統合を専門に行う人材を抱えるこ

20

とが理想である。しかし、ゼロからそうした人材を育成することは困難だ。そのため、コンサルタントをヘッドハンティング等で社員として採用し、彼らを中心に組織統合を担当する人材を育成することが現実的であると考えられる。外部のコンサルタントを人材登用する理由は二点ある。一点目は、コンサルティング会社には組織統合に関するノウハウが蓄積されていると考えられるからである。実際に、多くのコンサルティング会社が PMI に関するコンサルティング業務を行っている。二点目は、企業文化の明文化や分析を行う際に、客観的な視点を取り入れることができるからである。特にコンサルタントは、仕事の性質上、多数の企業と密に接する機会が多いため、相対化した分析を行うことができる。このように経験と客観的な視点を有するコンサルタントを中心に、企業の内部に組織統合を専門に行うことができる人材を育成することが現実的な方策であるだろう。

M&A を検討している企業の内部で、以上のような人材の育成が活発化していくことで、企業文化の DD が行われるようになり、企業文化の不適合によって失敗する M&A が減少することが望まれる。

## (2) 委員会設置によるガバナンス改革

企業文化の統合には、人事面での統合が必要である。M&A を成功させるためには、新会社の利益を最優先に考えた人事戦略をとって行く必要があるが、たすきがけ人事に象徴されるような非効率な人事政策をとる企業が多い。こうした状況を改善させるためには、経営者へのインセンティブ付与や第三者機関による監督により、経営者に新会社の利益を最優先した人事戦略をとらせることが必要であると、5.3 の(2)で述べた。以上の分析より、経営の規律付けを行う仕組みであるコーポレートガバナンスの改革を行うことで、経営者に適切な人事戦略を行わせることができ、企業文化の統合を促進するのではないかと考えられる。そのためには、独立性の高い組織によるコーポレートガバナンスが必要であると考え、M&A 後の組織形態として委員会設置会社を採用することを提言する。

委員会設置会社とは、社外取締役を中心とした指名委員会、監査委員会、報酬委員会の三つの委員会を設置し、業務の執行を担当する役員として執行役が置

かれ、経営の監督機能と業務執行機能とを分離した会社のことである。各委員会はそれぞれ取締役3名以上で組織され、その過半数は社外取締役で構成され、三つの委員会は、株主の利益を擁護する見地に立って、厳正な監督を行うことが期待されている。こうしたチェック機能が存在することで、経営者はたすきがけ人事のような非効率的な人事政策を行わなくなると考える。日本取締役協会によると、上場企業では62社（2010年7月末時点）が委員会設置会社の形態をとっており、その中には、M&Aの成功例として挙げられるコニカミノルタホールディングスも含まれている。

次に、委員会設置会社の採用することによる効果を述べる。一つ目は、取締役会における社外取締役の構成比率によって、実質的に社外取締役が経営者を選任・更迭できるようにすることで、新会社の利益を優先した効率的な人事政策が行われることであると考えられる。例えば、指名委員を社外取締役だけで構成し、取締役会においても議決権の過半数を社外取締役が占めることで、実質的に社外取締役が経営者を選任・更迭できるようになる。たすきがけ人事を行うべきでないことは、至極当然のことである。しかし、出身企業への帰属意識や対等合併の演出など様々な要因で、経営者はたすきがけ人事を選択してしまう。こうした状況では、内部で規律付けをすることは困難であり、社外取締役という外部からの規律付けが重要となる。その外部からの規律付けを行うのに適した組織形態こそが、委員会設置会社である。二つ目は、企業文化の統合の妨げとなる買収・被買収意識の撤廃である。M&Aにおいては企業の規模の差異により、買収・被買収という意識が従業員の中に生じ、企業文化の不適合を助長することがある。この問題に対して、取締役の構成比率を、社外取締役を含め平等にすることで公平な経営を印象づけ、従業員の一体感を盛り上げることができると考える。

しかし、委員会設置会社を採用する場合に留意すべきが二点ある。一点目は、社外取締役の選任である。社外取締役を選ぶ際に、新会社だけでなく合併前の会社からの独立性も確保する必要がある。独立性が確保されていない社外取締役を選任した場合、委員会設置の目的である外部からの規律付けが適切に行われなくなってしまうからである。二点目は、社員の士気の低下である。従来の人事制度では、取締役、社長へ昇格することを目標としている場合が多い。社



外の人間が取締役になることで、社員の士気が低下することが危惧される。合併により従業員は自らの処遇に不安を抱えている中での、委員会設置は社員の士気の低下を助長してしまう可能性があるため、いかに士気を維持するかの方策を考える必要がある。

5

## 6 買収防衛策

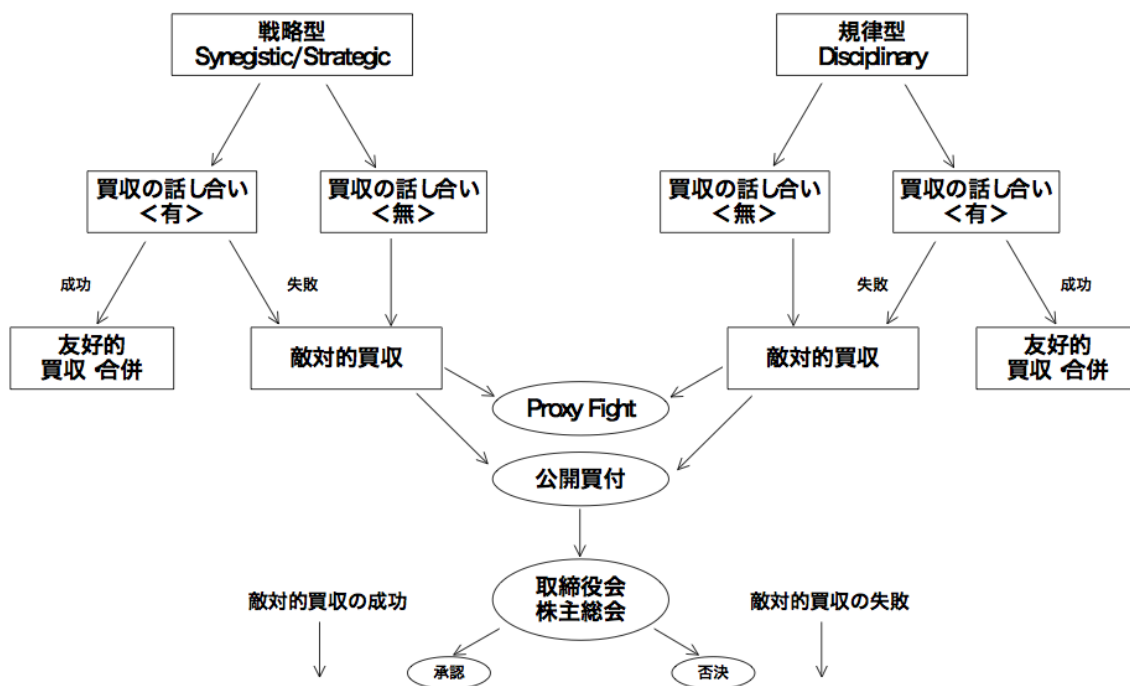
### 6.1 敵対的買収

買収には二種類が存在し、その一つが友好的買収である。友好的買収とは、言葉通り「友好的」な「買収」を意味する。ここで「友好的」とは、買収される側の会社の経営陣の同意の下に進められる買収行為であり、日本で行われる M&A のほとんどが友好的買収とも言える。その反面、敵対的買収とは、「敵対的」な「買収」を指す言葉で、買収対象企業の取締役会による同意が得られていない買収のことを意味している。つまり、「被買収企業経営陣の合意の有無による分類」に位置づけられる。通常は、買収社と買収対象企業の経営陣の間で交渉が行われ、合意が成立して実施されるのだが、敵対的の買収の場合には、経営陣の反対により、合意が成立しない。

そのため、敵対的買収は特に非上場企業よりも一般的に上場企業で問題となるが、その理由は二つあると田村（2009）は述べている。第一には、上場企業の株は広く自由に売買されており、誰でも株式を買う事ができることである。利潤証券のみならず支配証券としての性格を有する株式は、普段は利潤証券としての性格に着目して売買されるが、買収者が大量の株式を集めると、支配証券としての性格が鮮明になる。第二に、上場企業はディスクロージャー（法律で作成・公開が義務付けられた、半期ごとの業務及び財産の状況にかんする説明資料を指す）が進んでいるためである。敵対的買収には、買収対象企業の経営陣が反対しているため、事前にデューディリジェンスを行うことが困難である。ところが、上場企業の場合、一般投資家が有効な投資判断を行うことができるよう、発行会社への事業内容や財務内容に関する必要な情報提示を義務付け、広く一般に公開しているため、デューディリジェンスの不足から生じ得るリスクを軽減することができる。このように、敵対的買収は上場企業に起こり

やすいため、買収されることを恐れて上場を廃止する企業もある。果たして買収に対して消極的な姿勢を見せることが望ましいのだろうか。以降、敵対的買収の種類について考察した後、日本における敵対的買収の現状について述べる。敵対的買収は買収企業側からの目的を基準にした場合、「戦略型」と「規律型」に大別される。以下の図をもって説明していきたい。

図2 敵対的買収の仕組み



10 戦略型敵対的買収とは、事業面では同業もしくはシナジー効果を有している企業による非友好的な買収のことを言う。戦略型敵対的買収は主に、競合他社の買収、またはシナジー効果が買収後有利に働くことを見込んで事業拡大を目指す場合が多い。主なシナジー効果としては、①規模およびマーケットシェアの拡大、②合併する事による財務体質の改善、③研究開発費や設備投資費など

15 重複する部門の統合による費用削減、等が挙げられる。戦略型敵対的買収では、規律型のように非買収企業の改善のみが目的になるわけではなく、合併後に必ずしも株主価値の増大につながるとは言えない。

一方、規律型敵対的買収とは、第三者、主にファンドなどを運用する投資家による非友好的買収である。彼らの目的は戦略型とは大きく異なり、経営陣に

対し規律を強めることにより企業価値、すなわち株主価値を高めることにある。

「規律」とは、①事業拡大計画や不採算部門の見直し、②経営陣や重要員に対する報酬水準の見直し、③資産の友好活用やファイナンシャル・エンジニアリング（金融手法）を導入することによる見直し、④仕入先の見直しやコスト削減、などが挙げられると伊藤（2004）は述べている。規律型敵対的買収の最大

5 特徴は、経営陣の交代、もしくは戦略の変更を迅速に行い、また経営陣に義務付けることにより株主価値を高めることを目的とする。Jenson（1986）や Williamson（1964）によるフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト理論で「敵対的買収の効果は株主価値を高める事に限る」と挙げられているように、規律型敵対的買収の目的と一致することが分かる。

従来、日本で行われる M&A は友好的買収が多く、90 年代までを敵対的買収は稀であった。そのため、経営者が敵対的買収に対する脅威を感じる事がなかったが、そこには幾つかの背景が存在する。最も大きな特徴として、安定株主の存在である。田村（2009）は、安定株主は、通常、株主としての関係以外

15 に事業上、金融上の取引関係を有し、それらの全ての関係を統合した経済合理性を追求するため、必ずしも株主としての経済合理性の最大化を目的としているとは限らない特徴があると述べている。90 年代から安定株主との関係が急速に解消方向に向かい、安定株主比率が下がっている傾向にある。また、三角合併解禁により、これまでは合併時に消滅会社の株主に交付すべき合併隊かが存

20 続会社の株式および交付金に限定されていたが、広く財産的価値を有するものを交付することができるように合併対価の柔軟性が改正された。これによって、日本企業に対する外国資本による買収を増加させる懸念があると指摘され、実際、21 世紀に入って幾つか外資による敵対的買収の事例が生じた。さらに、2005 年村上ファンド事件を皮切りに国内企業が国内企業に対して初めて株式公開買

25 付を行うようになり、これに伴って日本企業の敵対的買収に対する危機感が高まり、買収防衛策を導入する企業が急増した。

表 7 買収防衛策導入企業数

2005 年度		防衛策形態		導入方法	
導入企業数	47	事前警告型	39	株主総会承認型	30
		それ以外	8	取締役会決議型	17
非導入企業数	3714				
2006 年		防衛策形態		導入方法	
導入企業数	150 (149)	事前警告型	138 (137)	株主総会承認型	104 (103)
		それ以外	12	取締役会決議型	46
非導入企業数	3660				

注 1) 2007 年 4 月から 6 月末に買収防衛策を導入した企業は 165 社存在する。

(データ出所) 商事法務研究会

- 5 表 7 の数の推移を見ると、2005 年には 47 社であったのが、2006 年には 150 社と大幅増加した。また、法的制度整備や規制緩和、そしてグローバルな会計制度の統一化の流れによって、買収防衛策への興味が高まっている。
- 敵対的買収を行うのは、主に投資ファンドである。投資ファンドの中では、買収後に事業資産を切り売りして投機的に儲けようとする解体型企業買収や買った株の高値買い取りを要求するグリーンメイラーなどの、目先の短期的な利益を追求し、企業の将来価値を損なうような敵対的買収も確かに存在する。しかし、敵対的買収の全てが、株主にとって必ずしもマイナスというわけではない。むしろ、非効率的経営を行っている場合には、経営陣の交代により企業価値を高める可能性も存在する。本論文では経済合理的な買収者を前提に話を進
- 10 15 むていきたい。では、買収防衛策に備えている企業は、経営怠慢に陥って買収を恐れている企業であるのだろうか。または、敵対的企業から企業を守るために取る正当防衛なのだろうか。その点について、まず買収防衛策とは何かについて述べた後、先行研究のデータを踏まえて考察したい。

## 6.2 買収防衛策とは

企業価値を損なうような敵対的買収に対して、企業価値を守るために一定の防衛策は認められるというのが一般的な買収防衛策である。では、以下の表で、敵対的買収に対する防衛策にはどのようなものがあるのか示す。

5

表 8 敵対的買収の予防策

防衛策	具体的な活用法等
有効な第三者との連携	
第三者割当増資	発行済株式総数増大により買収者の持株比率を薄めるとともに安定株主を増大
新株予約権の発行	友好的な第三者に新株予約券を発行することで、最終的には第三者割当増資と同様の効果を期待
ホワイトナイト	友好的な第三者に敵対的買収よりも有利な条件（高い価格）で株式公開買い付け（TOB）をかけてもらい買収者を退ける
第三者との株式交換・合併	友好的な他社との間で株式交換・合併を行う（株主総会の特別決議が必要）
買収企業価値の低下	
焦土作戦 （クラウンジュエル）	買収者が狙う重要な事業や資産（クラウンジュエル=王冠の宝石）の売却や多額の負債引き受けにより買収者のメリットを減じる
資産ロックアップ	重要な事業や資産を市場価格以下で一定の場合に取得できる権利を友好的な第三者に付与
その他	
増配	増配等により株式の魅力を高め、株価引き上げにより買収コストを高める

	パックマンディフェンス	買収者に対して逆に買収を仕掛け、商法の規定で買収者側の議決権が削減する 25%以上の持ち合いを目指す
--	-------------	--

みずほリサーチ（2005）より引用

この中でも米国における代表的な買収防衛策は、ポイズンピルである。田村（2009）は、ポイズンピルは以下のような仕組みであると説明している。企業はあらかじめ株主に対して特殊な新株予約権を付与しておくが、その新株予約権は平時には行使できない。発行された新株予約権には券面はなく、株券に観念的に付随しているものとされ、したがって、分離不能で株式に付随して転々流通する。敵対的買収者が公開買い付けを開始すると、取締役会の認定により新株予約権の券面が株主に送付される。ただしこの時点では行使時価は時価の2倍等の高額であるため、行使しても損するだけであり、経済価値はゼロである。しかし、敵対的買収者が公開買い付けの結果ないし市場買入れ等で一定割合以上の株式を実際に取得すると、新株予約権の行使価格は時価の半額に変更され、消却不可となる。しかも、新株予約権には差別的行使条件がついており、敵対的買収者は行使することができない。従って、敵対的買収者以外の株主の権利行使により、買収社は経済的損失を被ることになるのである。

つまり、ポイズンピルの本質は敵対的買収者に多大の経済的損失を与えると  
 という一種の警告であると考えられる。米国が1980年代から20年間にかけて敵  
 対的買収や防衛策に関して研究してきたのに比べて、日本はかなり短時間で敵  
 対的買収への脅威が高まり、日本でも本格的な買収防衛策の導入が始まった。  
 2005年5月に経産省で「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための  
 防衛策に関する指針」が公表され、さらに公開買付（TOB）制度に関する整備  
 が進んだ。日本でも、平成13年、米国のポイズンピルを基準として、新株予  
 約権を利用した事前警告型ライツプラン等の買収防衛策の導入が相次いでいる。

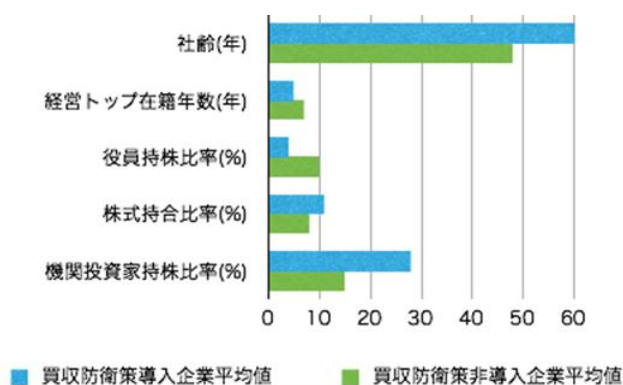
敵対的買収については二つの対立する考え方がある。第一は、敵対的買収に  
 対する規律型敵対的買収を通じて「企業の効率性を向上させ、ひいては価値増  
 大につなげる」という考え方である。企業を買収して経営者を交代させ、より  
 効率的な経営を行うことができる。よって、企業買収の可能性が、地位を失い

たくない経営者に対して、買収されないように経営努力を続けさせるインセンティブを与える。第二は、敵対的買収は「企業価値を損なう」という考え方もある。経営者が交代してしまったら、従業員やステークホルダーとの間で形成されていた信頼関係も傷つきやすい。そのような「信頼への裏切り」はステークホルダーが投資を行うインセンティブを低下させるため、企業の競争力、ひいては企業価値を低下させてしまう可能性も存在する。

5  
10  
15  
20

それでは、現在日本で導入されている買収防衛策は、敵対的買収者から自分の企業を守るための正当防衛策であるだろうか。それとも、企業価値最大かを怠る経営者による経営保身的なものだろうかについて、先行研究を踏まえながら考察を行う。滝澤・鶴・細野（2007）は、防衛策を導入する企業の特徴についてプロビット分析を行い、敵対的買収防衛策導入の動機を①企業パフォーマンスの不振、②経営保身目的、③その他被買収確立に影響する要因、に分けて分析を行った。その結果、次のような結果が得られた。第一に、ROAなどで測った企業パフォーマンスが悪化した企業が買収防衛策を導入しているわけではない。第二に、社齢が長い企業、役員持ち株比率が低い企業（経営陣の持株が多ければ、株価が上がる事が経営者にとってもメリットになる）、持合株式比率が高い企業ほど買収防衛策を導入する傾向が強く、経営保身や株主との利害対立が買収防衛策導入に影響を与えていることを示唆している。第三に、支配株主持株比率が低い企業、機関投資家比率の高い企業ほど、防衛策を導入しており、株式が流動的で買収されやすい企業ほど導入していた。

図3 買収防衛策導入企業の特徴



滝澤・鶴・細野（2007）より

よって、経営怠慢によるパフォーマンスの悪い企業が、買収脅威を感じて買収防衛策を導入していたわけではないことが分かる。一方で、図3のように社齢が長い企業ほど、そして持合株式の比率が高い企業ほど、買収防衛策を導入しているということは、経営保身を示す要因であるといえよう。なぜなら、持合株主比率の高い企業は、買収されにくいはずなのに、それにもかかわらず導入の可能性が高いのは、企業の経営者の保身的傾向の強さを反映していると見られる。

### 6.3 今後の日本における買収防衛策のあり方

10 以上から、日本企業が経営怠慢で買収されることを恐れて防衛策を導入しているわけではないが、企業を守るために「正当防衛」のために買収防衛策を導入していると言い切ることが難しいことが確認できた。買収防衛策を上手く活用すれば、企業価値を損ねようとする敵対的買収から従業員やステークホルダーとの信頼関係を守り、企業価値を維持させることが出来る。しかし、過剰な

15 買収防衛策の導入は経営保身の現われであり、「企業の効率性を向上させ、企業価値の増大につなげる」という肯定的な敵対的買収すら阻害してしまう。したがって、「買収防衛の王道は企業価値の上昇」という言葉があるように、真の買収防衛策は経営努力による企業価値最大であり、単なる敵対的買収者から企業を守るためのルールであると考える。

20

## 7 おわりに

本論文では、適切な M&A 規模を実現し、より高いパフォーマンス改善が得られるような M&A のあり方を、今後の日本における M&A の望ましいあり方とした上で、第4～6節でそれぞれ解雇規制、企業文化、買収防衛策に焦点を

25 当てて、望ましい M&A を実現する方策を探った。それぞれ以下のような結論を得た。

解雇規制に関しては、現状の日本の厳しい解雇要件が M&A の件数を引き下げていること、収益性の改善を阻んでいることを示した。規制緩和が従業員の



不利益につながる可能性は否めないが、セーフティ・ネットの整備や労働市場の流動性を高めることで補填できると考えられる。

- 5 企業文化については、合併において企業文化の不和や PMI の失敗により十分なシナジーが得られない場合があることを示し、組織統合を専門に行う人材の育成や、委員会設置によって、適切なコーポレートガバナンスを実現すべきであると説いた。

買収防衛策においては、経営努力による企業価値最大化を目指すことが最大の買収防衛策であり、過剰な買収防衛策によって不効率な経営となることの害を指摘した。

- 10 今日 M&A は重要な経営戦略のひとつであり、M&A が適切かつ効果的に行われるために法や制度を整備し、インフラを充実させることには大きな意義がある。今後さらなる議論が求められる。

## 参考文献

- 15 インターネット上のものはすべて 2011 年 10 月 20 日に閲覧した。  
安藤光俊 (1999) 『経営学と組織文化』 高文堂出版社  
井上邦夫 (2010) 「M&A における企業文化の融合とコミュニケーションの役割」  
『経済広報』 2010 年 11 月号、12-13 頁  
梅田彰 (2005) 「みずほリサーチ 6 月号」
- 20 金子信吉 (2005) 「M&A による水平統合の経済効果を最大化する経営統合戦略の研究」、[http://www.rci.jp/news/news01\\_pdf/01.pdf](http://www.rci.jp/news/news01_pdf/01.pdf)  
國吉雅男・柿平宏明 (2010) 「M&A における人事・労務管理のポイント」『中央総合法律事務所季刊ニュース』第 58 号、  
[http://www.clo.jp/img/pdf/news\\_58\\_02-04.pdf](http://www.clo.jp/img/pdf/news_58_02-04.pdf)
- 25 久保克行・齋藤卓爾 (2007) 「従業員の処遇は悪化するのか」宮島英昭編『日本の M&A』東洋経済新報社  
金榮愨・深尾京司・牧野達治 (2010) 「「失われた 20 年」の構造的原因」『経済研究』Vol.61, No.3, pp.237-260.  
経済産業省 (2010) 「産業構造ビジョン 2010」、

- <http://www.meti.go.jp/committee/materials2/downloadfiles/g100601a04j.pdf>
- 佐藤伊里 (2004) 「日本における敵対的買収の研究～3 層構造モデルによる発生要因の分析～」、<http://dspace.wul.waseda.ac.jp/dspace/bitstream/2065/489/3/Honbun-3745.pdf>
- 5
- 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫 (2007) 「買収防衛策導入の動機—経営保身仮説の検証—」、<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/07j033.pdf>
- 田村俊夫 (2009) 『MBA のための M&A』 有斐閣
- 鶴光太郎 (2002) 「合併・統合の光と影」 *Economics Review*, No.6、
- 10 <http://www.rieti.go.jp/users/economics-review/pdf/02004.pdf>
- THOMSON REUTERS (2011) 「日本 M&A レビューファイナンシャルアドバイザー2011 上半期」、[http://www.plutuscon.jp/upload/File/2Q11\\_MA\\_JP\\_Financial\[1\].pdf](http://www.plutuscon.jp/upload/File/2Q11_MA_JP_Financial[1].pdf)
- 内閣府 (2010) 「平成 21 年国民経済計算確報」、
- 15 <http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/h21-kaku/101224/point.pdf>
- 内閣府 (2011) 「内外 M&A 事情調査研究報告 2011」 経済社会総合研究所
- 永沢徹 (2008) 「「株主判断型」買収防衛策が急増—安易な導入では株主は納得しない」 *Diamond online*、<http://diamond.jp/articles/-/2647>
- 日本経済新聞社 (2005) 日本経済新聞 2005 年 7 月 2 日付朝刊
- 20 日本経済新聞社 (2011) 日本経済新聞 2011 年 9 月 7 日付朝刊
- 日本取締役協会編 (2002) 『取締役の条件 21 世紀のコーポレート・ガバナンスはどうあるべきか』 日経 BP 社
- 日本取締役協会 (2010) 「委員会設置会社リスト (公開企業)」、[http://www.jacd.jp/news/manage/100728\\_01report.pdf](http://www.jacd.jp/news/manage/100728_01report.pdf)
- 25 樋口美雄・松浦寿幸 (2003) 「企業パネルデータによる雇用効果分析～事業組織の変更と海外直接投資がその後の雇用に与える影響～」 *RIETI Discussion Paper Series*
- 広瀬純夫 (2008) 「日本における敵対的買収防衛策導入の特徴—防衛策導入の初期の状況」『日本労働研究雑誌』 2008 年 1 月号、4-13 頁
- 30 深尾京二・権赫旭・滝澤美帆 (2007) 「外資による M&A はより高いパフォー

- マンスをもたらすのか」宮島英昭編『日本の M&A』東洋経済新報社
- 松江英夫 (2008) 『ポスト M&A 成功戦略』ダイヤモンド社
- 松江英夫 (2003) 『経営統合 戦略マネジメント』日本能率協会マネジメントセンター
- 5 みずほ総合研究所 (2010) 『日本経済の明日を読む 2011』東洋経済
- 宮島英昭 (2007) 「日本の M&A の国際的特徴と経済的機能は何か」宮島英昭編『日本の M&A』東洋経済新報社
- 村上友佳子・深尾京司 (2003) 「対日・対外直接投資と製造業企業の生産性—企業活動基本調査個票データによる実証分析—」ESRI Discussion Paper
- 10 Series、内閣府経済社会総合研究所
- 吉森賢 (2008) 『企業戦略と企業文化』放送大学教育振興会
- Edgar H. Schein (1999) “The Corporate Culture Survival Guide: Sense and Nonsense About Culture Change” Jossey-Bass
- 15 Gugler, K., B. Yurtoglu (2004) “The Effects of Mergers on Company Employment in the USA and Europe”, International Journal of Industrial Organization, 22, 481-502.
- Hirota Shinichi, Kubo Katsuyuki and Miyajima Hideai (2007) “Does Corporate Culture Matter? An Empirical Study on Japanese Firms”
- 20 RIETI Discussion Paper Series, 07-E-030
- 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.
- PricewaterhouseCoopers Preferred Partner Survey, 1999
- 25 PwC US Mid-Year M&A Outlook 2011, <http://www.pwc.com/us/en/press-releases/2011/pwc-us-mid-year-m-and-a-outlook-2011.jhtml>
- Shleifer, A. and L. Summers (1988) “Breach of Trust in Takeovers” in Auerbach, A. (Ed.), Corporate Takeovers: Causes and Consequences,
- 30 University of Chicago Press: Chicago.

U.S. department of commerce “Bureau of economic analysis”,  
[http://www.bea.gov/industry/gpotables/gpo\\_action.cfm?anon=1014668&table\\_id=27010&format\\_type=0](http://www.bea.gov/industry/gpotables/gpo_action.cfm?anon=1014668&table_id=27010&format_type=0)