

## 日本企業とM&amp;A

岡部光明著  
(東洋経済新報社)

タイトルにM&Aの文字が記されているが、本書は巷に数多くあふれているM&Aのプロセスを論じた書物ではないし、アングロサクソン流の考え方方が主流になっている企業価値評価法をいかに日本企業に応用するかについて解説した書物でもない。

著者は本書の中で次のように述べていることから、アングロサクソン系M&Aの考え方よりも広い視野で見ていることが分かる。「M&Aも商品の売買と本質的に同じものであるとみなし、M&A阻害要因を可能な限り除去することによって企業の効率化が達成できるのでそれが社会全体にとって望ましい政策である、(中略) M&Aに関するこうした理解と政策の提言は、ファイナンス論とそこでの強い前提条件をもとにすれば成立する論理かもしれない。しかし、それはあまりにも狭い視点だけから企業全体のあり方を論じるものであり、幾つかの重要な側面が軽視されている。」これが著者の考えである。では、本書の焦点はどこにあるのだろうか。

第1に、ガバナンスや株主構成などの視点から日本企業が分析されている。第2に、M&Aの増加は日本企業と金融市場の双方にかかわりのある変化なので、近年大きな変貌を遂げた金融市場についても考察されている。M&Aは複数の章で取り上げられている内容だが、一貫したテーマではない。日本企業の特徴や歴史的変遷、企業合併や買収にさらされている現在の姿、そして政策として何が必要か、といった体系立った内容が、豊富

な先行研究の解説と共に説明されている。

ふんだんな統計資料が利用されていて、さまざまな実証分析も行われ、アカデミックに議論が展開されている。しかし、難解な数式や理論モデルは用いられていないことから、社会人にも読みやすい。

比較的若手の社会人の中には、現状は知っているものの、現状に至るプロセスを知らないためになぜ現状がこうなっているのか、が分からないことが多い。“なぜ今M&Aがブームなのか”、“なぜメインバンク制は注目されなくなったのか”等といった疑問も解決されるだろう。

それでは、まず、本書の構成に沿って概略を見ていこう。本書の構成は以下のように3部から成っている。

## 第1部 日本の企業システム：その構造および環境変化の影響

### 第1章 日本企業の従来の構造と行動

### 第2章 メインバンク制度とその機能の多面性

### 第3章 株式持合とその機能の多面性

### 第4章 環境変化と従来型システムの限界

## 第2部 企業、金融システム、マクロ経済

### 第5章 企業ガバナンスと金融システムの相関：2つの類型

### 第6章 企業のガバナンス構造と経営効率性：実証分析

第7章 金融システムの高度化と経済発展：他国データを用いた実証分析

第3部 新展開をみせる金融システムおよび企業ガバナンス

第8章 急増する日本のM&A：その背景および研究課題

第9章 M&Aと企業経営の安定性および効率性：実証分析

第10章 企業システムと企業ガバナンス：近年における変貌と望ましい姿

第11章 将来展望と政策課題

序章では、最近の経済環境の変化と各章の概要が説明されている。序章に目を通すと全体の鳥瞰図が得られるだろう。第1部では従来型の日本企業に焦点が当てられ、第2部では、そこに金融とマクロ経済が加わる。そして第3部では近年の変化が加わる、という大まかな流れである。

まず第1部の各章では、従来の日本型経済システムについて議論されている。長期雇用などの日本企業特有の構造（第1章）、メインバンク制（第2章）、株式持合などの企業間グループ（第3章）に共通するのは、長期の継続的な取引関係があることだと著者は説明している。その上で、従来の日本型経済システムの限界について論じられている（第4章）。

第1部の内容は、評者にとって懐かしい話題が多い。学部時代、労働経済では日本企業の年功序列賃金や長期雇用について、金融論ではメインバンク制について学んだが、当時は日本独自の良いシステムとして説明されていた。四半世紀も経っていないうちに、これらは従来型の古いシステムとなり、経済に与えた悪影響が議論されるようになっている。

長期雇用（第1章）についても、メインバンク制（第2章）についても、根底には株式の相互保有があったからこそ、全体のシステムが成り立っていたと述べられている。第3章では、株式持合が近年解消傾向にあるとして、さまざまな面から分析されている。例えば、株式持合の機能については、アンケートによる調査結果が紹介されており、理論的な解釈、実証分析によつても説明されている。M&Aとの関連でいえば、持合は敵対的企業買収の防止、取引費用が低下することによって経営の効率化が達成されること、相互保険機能などのメリットがある。一方で、経営が不透明になつたり、企業ガバナンスが弱くなつたりするなどの問題もあると指摘されている。企業ガバナンスについては第2部の第5章以降でも取り上げられている。

第2部では、企業ガバナンスに焦点を当てつつ、金融システム、マクロ経済との関連について考察されており、精緻な分析を進めている。本書の随所に類似の表現が現れるのだが、一国の企業の特徴やガバナンスは、その国の金融システムと密接に関連していると考えられている。

例えば、市場中心型の金融システムなのか、銀行中心型の金融システムなのかによって、企業を理解するモデルは異なる。英米企業では株主の力が強く、市場中心型金融システムが機能しており、シェアホルダー的な企業観でとらえられる。日本の場合は、株主を含め多くの利害関係者がいるため、ステークホルダー（利害関係者）全体が企業を構成するという見方の方が適合している。ただ、日本も銀行中心型金融システムから変遷しつつあり、現状は市場型間接金融であると述べられている。

では、企業ガバナンスに影響する要素は何だろうか。この問いには第6章の実証分析が一つの答

えを示している。実証分析では、経営規律付けの三つの要因として負債の大きさ、株式市場からの圧力、メインバンク関係の強さが取り上げられている。メインバンクは非効率性を高める方向に働く一方、外国人投資家による株式保有割合の増加は経営の効率化に結び付いていることなどが明らかにされている。この結果は不振企業より好調企業に顕著に表れている。

第7章では、日本のシステムが市場型間接金融に向かっているのは良い傾向だと評価されている。この章では、金融制度と経済発展について理論的な説明がなされた後、実証分析による裏付けが行われている。第7章の分析結果から、日本の場合、目指す方向と現時点での方向が同じということが示されている。

第3部では、近年の現象であるM&Aが明示的に取り上げられる。合併のメリットやデメリット、近年の急増するM&Aの背景にある理由など、M&Aに関する一般的な知識については第8章で解説されている。そして、M&A効果に関する先行研究がサーベイされている。

続く第9章では、M&Aを実施した企業の経営は安定化したか、効率的になったかが実証分析により調べられている。分析結果の詳細は第9章を参照いただくとして、結果を一言で紹介するなら、M&Aは経営の安定化にも効率化にも貢献しているという結果が得られている。ただし、安定性も効率性も高めることができなかつた企業も半分近くあったことから、M&Aはハイリスク・ハイリターンの経営戦略であることも示唆される。

著者が述べているように、M&Aを実施した企業のデータベースを作成するところから本書の作業はスタートしている。M&Aデータベースが存

在しなかつたからなのだが、著者自身によるデータ収集、編集、加工、分析という膨大な作業を経て結果が考察されている（本書の執筆後、2006年に（株）レコフ社からM&Aデータベースが発売されている）。今後は政府機関によってM&Aに関する統計が整備されることを期待したい。

第10章では、企業ガバナンスと金融システムに関する近年の動きが説明されている。メインバンク制の崩壊や株式持合といった従来型システムが変貌を遂げた要因が明らかにされている。最後の第11章は将来展望と政策課題についての章である。個別企業の経営努力だけでは対処できない課題も多いため、政策の役割として、環境整備・制度の整備が重要となることから、具体的な政策要請が述べられている。

以上の各章の紹介で見てきたように、本書は日本企業がメインテーマである。日本企業と日本の金融市场は、歴史的に見ても大きな変化を経て現在に至っている。戦後初めて上場銀行が破綻したり、銀行が国有化されるなど、90年代以降大きな事件が続いた。当然のことながら、金融市场の変化は企業にも及び、企業が資金調達に苦しむ、いわゆる貸し渋り問題等も生じた。近年はM&Aが急増し、多くの企業が対応に追われている。

本書は、過去の事象や先行研究をじっくりと学んだ上で、日本企業の置かれている状況を的確に判断することができる良書である。一読することを勧めたい。

(定価税込4,200円)

中央大学 専門職大学院国際会計研究科  
准教授 原田喜美枝