

# 日本企業と M&A（合併および買収） —総合政策学の視点から—

岡部光明\*

2007年4月

21世紀 COE プログラム

「日本・アジアにおける総合政策学先導拠点」

慶應義塾大学大学院 政策・メディア研究科

本稿は、岡部光明著『日本企業と M&A—変貌する金融システムとその評価—』（東洋経済新報社から 2007 年 5 月刊行予定、全 390 ページ）の序文および序章「本書の目的と概要」を再構成したものである。この書物の相当大きな部分は「総合政策学ワーキングペーパー」に採録された研究論文（とくに同シリーズの 34 号、69 号、84 号、107 号）をほぼそのまま活用している。隣接する研究領域から有益なコメントを下されるとともに、常々励ましをくださった 21 世紀 COE プログラムのメンバー諸氏に感謝したい。

\* 慶應義塾大学大学院 政策・メディア研究科 / 総合政策学部 (okabe@sfc.keio.ac.jp)



日本企業と M&A（合併および買収）  
—総合政策学の視点から—

岡部光明

【概要】

企業は、経済全体を動かすエンジンの役割を持つ一方、そこには多くのステークホルダーが関与している。このため、それを的確に理解するには、単一の視点ではなく多様な視点から光を当てることによって理解すること（総合政策学的視点）が不可欠である。本稿はそのような視点を基礎として書かれた近刊の書籍『日本企業と M&A—変貌する金融システムとその評価—』（東洋経済新報社）の概要を述べたものである。この書物では、関連する多くの分野（金融論、ミクロ経済学、経営学、労働経済学、契約理論、ファイナンス理論、会計学、比較制度分析、公共政策論、商法論、計量経済学、数理計画法、経済史など）の概念ないし手法あるいは研究成果を自由に援用しつつ、ここ約 20 年間、日本企業と日本の金融システムがどのように相互関連もちながら変貌を遂げたかを幅広く解明している。とくに、日本企業にとって近年大きな関心事となっている M&A については、幾つかの新しい実証分析を行なっている。その結果、企業の M&A を商品の売買と本質的に同じものであるとみなす立論（ファイナンス論の視点）は問題が多いと批判し、企業の多面性を十分考慮する必要があると主張している。

キーワード：ステークホルダー、メインバンク、株式持合、コーポレートガバナンス、M&A



## はじめに

企業は、資本・労働・技術を統合することによって社会に必要な財やサービスを効率的に生産するという役割をもった組織体である。その活動は、経済のエンジンとして日本経済全体の動向を左右する。一方、企業あるいは日常用語で親しみ深い「会社」は多くの国民にとって最も身近な組織でもある。実に4,200万人もの日本国民が会社の従業員として毎日、最も活動的な時間帯（標準的には9時から5時）に営々としてそこで働いている。したがって、会社の動向はわれわれの生活パターンや職業能力の向上、ひいては生きがいにも大きな関係を持っている。

企業のこのような多面性を前提とすれば、その研究においては、必然的に多様な切り口が要請される。本稿は、このような視点の必要性をあらためて強調する一方、その精神にしたがって執筆した拙著『日本企業とM&A—変貌する金融システムとその評価—』（東洋経済新報社から2007年5月刊行予定、390ページ。以下「本書」という）の概要を述べたものである。

以下、1. では本書の視点と特徴を述べる。2. では企業分析において求められる視点、つまり総合政策的視点の必要性を述べる。ついで3. では、日本企業を取巻く環境がここ15-20年の間にいかに大きく変化しているかを統計データを踏まえて整理する。そして4. では、本書の全11章につき各章の視点、分析方法、および結論ないし主張をやや詳細に述べる。

### 1. 本書の視点と特徴

本書は、上記のように多面性をもつ日本企業を一つの焦点とする一方、企業の活動資金調達面で直接関わりを持つ金融システムをもう一つの焦点とし、これら両者の関係や、近年における金融市場変貌の企業への影響を多面的に描き出すとともに、そこで求められる公共政策を論じたものである。つまり、日本企業の従来の特徴、変化にさらされる現在の姿、そして政策課題について、最近の諸研究を踏まえて一つの体系的な理解を提供すること、それが本書全体が意図することである。

具体的論点と分析結果は以下の4. にゆずるが、本書にはいくつかの特徴を持たせている。第一に、できる限り統計的事実、あるいは実証研究（とくに著者によるそれ）を提供することによって議論を展開したことである。第二に、国内外に蓄積された関連分野の先行研究をできるだけ幅広く渉猟して咀嚼する一方、必ずしもそれにとらわれない著者なりの新しい分析や主張を随所で行ったことである。本書独自の分析としては、例えばメインバンク金融の効果とその変化についての理論分析（第2章第2節および第4章第2節）、株式持合のモデルに基づく統計整理（第3章第1節および第2節）、企業ガバナンス形態と経営効率性についての実証分析（第6章）、金融システムの発展段階論的実証分析（第7章）、金融システムの類型化と機能についての詳細な議論（第5章）、M&Aの経営効果に関する実証分析とその評価（第8章および第9章）、企業従業員の権限に関する新しい理解と制度的提案（第11章）などがある。第三に、ごく最近のテーマも積極的に取り込んだことである。とくに最近注目される企業の合併および買収（M&A）が企業経営の安定性および効率性に与える影響についての実証分析（第8章および第9章）は、現時点では他に有力な研究例がまだないのではないかと

思う。そして第四に、公共政策にとっての含意あるいは具体的な政策要請もできるだけ記述したことである（第11章）。

本書は、基本的には学術書を意図している。ただ、各種の概念や定量分析の説明に際しては、厳密性を維持しつつもできるだけ直感的に理解していただけるよう工夫して記述した。また、冒頭の序章において各章の論点、分析手法、ならびに主要な結論（エグゼクティブ・サマリー）を記載したので、まずこれに目を通していただくことによって本書全体のエッセンスが把握できるように配慮した。研究書の中には、書き方が難解なもの、あるいは多数の計測式を羅列しているものの洞察が十分行き届いていないものなどが散見され、それらを見るたびに著者は不満を感じる場合が多かった。本書の執筆においてそれらの例が他山の石として生かされているかどうかは、むしろ読者の判断に待つしかないが、そうした書物になることを回避することが本書執筆に際する著者の心構えであったことを記載しておきたい。

## 2. 企業分析において求められる視点

企業は、前述したとおり本来的に多様な側面を持つ存在である。現在みられる日本企業の姿は、これまでの経済動向の影響を大きく受けているのは当然であるが、より根本的には日本社会の文化的伝統、自然、地理的条件、従来取られた各種の公共政策など、多くの要素を反映した結果である。企業研究においては、そのことを常に意識しておく必要がある。

確かに、特定の学問領域の視点を援用することによって企業の一側面を鋭く照射できる面がある。また、洗練された分析手法で（したがって比較的限定された領域を対象として）客観性の高い結論を導くといったアプローチは、研究者としてリスクの少ない行き方かもしれない。

その結果、例えば企業の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、という主張が一部ファイナンス研究者によってなされている。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、いくつかの重要な側面が軽視されている。たとえば、企業における各種ステークホルダーのコミットメントの程度の差異、従業員の賃金以外の勤労働機、企業文化の価値、組織再編に伴う各種調整コスト、といった視点の欠落である。このため、そのタイプの議論には物足りなさとする種の知的傲慢さがあるように著者には思われる。

企業を論じる場合には、企業が持つ多様な側面を忘れてはならない。そのことを意識すれば、単一領域の研究だけによっては単純な結論を出しにくいことがらも少なくない。企業論は元来そうした性格を不可避的に持つのではなかろうか。このため本書では、関連する多くの分野（金融論、ミクロ経済学、経営学、労働経済学、契約理論、ファイナンス理論、会計学、比較制度分析、公共政策論、商法論、計量経済学、数理計画法、経済史など）の概念ないし手法あるいは研究成果を自由に援用して議論をしている。本書で提示した各種の見解は、企業論に対するこうした認識をもとにしたものであ

る。このため本書の議論は、理論的に無理がないうえ、実証研究においても支持され、また現実に見られる現象とも整合性が高いものである、と著者は判断している。研究者の書いた書物にときおりみられる「勇ましい」（一面的な）主張は本書にあまり多く含まれていないかもしれないが、もしそうであればそれは著者のこうした研究スタンス、あるいは総合政策学の視点（岡部 2006a、2006b）を反映した結果である。

### 3. 日本企業を取巻く環境の劇的变化

ここ約 20 年間、日本経済は戦後経済史に例をみないほどの大きな変化を様々な面において経験している。そうした状況下、日本の企業は、それを支える金融システムの変化と相互に関連しながら大きく変革してきている。以下では、企業を取巻く環境がいかに大きな変化を遂げてきたかを簡単にスケッチしておきたい。

最近 15 年ないし 20 年の日本経済をみると、猛烈な変化が多面にわたってみられ、この間に経済の風景が一変している。かつて日本経済が高度成長を続けていたとき、第一次石油危機（1973 年）に直面して大きなショックが経済全体をゆさぶったことがあった。当時それに対して企業、家計、政府が懸命に対応し、それは結果として高度成長の終焉という大きな歴史的転換をしるすことになった。これに対して近年の変化は、一つの大きなショックというよりもむしろ大きな変化が多面的にわたって進行してきた点に特徴があり、その複雑さと特異性は日本の経済史にとってこれまでに例をみない面を持っている。

近年における日本の社会および経済状況をみると、技術、人口構成、マクロ経済ならびに金融の構造、公共政策などの国内面に大きな構造変化が生じているだけでなく、東アジア諸国の成長、経済取引のグローバル化など、対外面でも基調的に大きな変化が生じている。

ここでは、本書の研究対象を大きく歴史的に位置づけるため、上記のことがらを統計を用いて簡単に整理してみよう（表 1 を参照）。まず、パーソナルコンピュータの急速な普及およびインターネットの発達に代表される情報通信技術（ICT）の革新を指摘できる。これに伴う広くかつ深い影響は社会の様々な面に及びつつある。また、日本の人口高齢化も世界に例のないスピードで進んでいる。65 歳以上人口が日本全人口に占める比率は、1989 年の 10.3% から 2004 年の 19.5% へと 15 年間で倍増している。高齢者層は若年時代の貯蓄を取り崩す世代であるため、かつて国際的にみて高水準だった日本の家計貯蓄率は、高齢化に伴って最近急低下している（1985-89 年平均 14.1% → 2000-2004 年平均 5.0%。なお、以下で表示する矢印はこれと同じ期間に対応した変化を示す）。

マクロ経済面では、株価における 1980 年代後半のバブル発生とその後のバブル崩壊（年平均 26.6% の上昇 → 同 11.8% の下落）が典型的な変化であり、同様の様変わりぶりは地価（7.2% → -7.1%）にもみられる。また消費者物価は上昇率が低下してデフレ状況に陥った（1.2% → -0.5%）ほか、経済成長率もバブル崩壊後は概して低迷状況を余儀なくされた（4.8% → 1.5%）。

バブル崩壊後の不況期においては、企業の投資活動が停滞したことによって企業の資金需要が低迷し、この結果、企業部門はそれまでの資金不足（投資超過）セクターから資金余剰（貯蓄超過）セク

表1 最近15年間における日本の社会および経済状況の変化

		1985-1989年 (年平均)	2000-2004年 (年平均)
社会情勢	パソコンの世帯普及率	10.6	68.3
	65歳以上人口の比率*	10.3	19.5
	家計貯蓄率	14.1	5.0
マクロ経済	株価上昇率	26.6	-11.8
	市街地価格	7.2	-7.1
	インフレ率	1.2	-0.5
	経済成長率	4.8	1.5
金融	企業の投資超過額	18.0	-3.3
	貯金金利*	4.5	0.2
	マネーサプライ増加率	9.7	2.3
	政府債務残高*	217	781
	金融機関数	3,714	1,814
雇用	パートタイム労働者比率*	19.5	25.3
	失業率	2.5	5.0
グローバル化	海外生産比率*	5.7	16.2

(注)

1. 単位は年平均パーセント。ただし企業の投資超過額および政府債務残高は兆円、金融機関数は銀行等の機関数。
2. \*は期中の年平均でなく1989年および2004年の計数。パソコンの世帯普及率は1990年および2006年。金融機関数は1996年3月および2004年12月。
3. 株価上昇率は東証株価指数、インフレ率は消費者物価指数、経済成長率は実質GDP増加率、企業の投資超過額は非金融法人企業の貯蓄投資差額（マイナスは貯蓄超過）、貯金金利は郵貯定額貯金金利、マネーサプライはM2+CD、海外生産比率の対象は製造業。

(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」、貯蓄公報委員会「暮らしと金融なんでもデータ」、内閣府「年次経済財政報告（長期経済統計）」、産業経済省「海外事業活動調査」、日本統計協会「統計でみる日本」、日本金融通信社「ニッキン」、内閣府（旧経済企画庁）「国民経済計算」により著者が作成。

ターに一変している（投資超過額 18.0 兆円→貯蓄超過額 3.3 兆円）。この結果、家計部門の貯蓄を企業部門に循環させるという伝統的な資金循環パターンは崩壊した。資金が不足する部門はもはや企業部門ではなくなったのである。同部門に代り、税収不足と社会保障支払額の増大によって支出が膨張する政府部門がいまや最大の資金不足部門となり、その資金不足を家計部門および企業部門が補填するというこれまでに例をみない資金循環の姿が現出している。この結果、政府の債務残高が急増、継続する財政赤字が今後維持可能かどうかが問われている。

バブル崩壊後の長期不況に対して、日本銀行も金融面から異例の措置を相次いで講じた。1999 年に短期金利を事実上ゼロにただけでなく、2001 年以降は極端に多量の資金供給を行なう政策（いわゆる量的緩和政策）を実施した。しかし、伝統的な金融財政政策は長期不況（1990 年代のいわゆる失われた 10 年ないし 15 年）に対してほとんど効果を発揮することがなかった。そして長期不況のなかで金融機関では巨額の貸付が不良債権と化した。その整理が進められる過程において多くの金融機関（とくに農協や信用組合などの小規模金融機関）が閉鎖ないし合併を余儀なくされ、金融機関の総数は最近時点（2004 年）では約 1,800 機関とここ 10 年足らずの間に実に半減している。

国外に目を転じると、経済取引のグローバル化が進む一方、東アジア諸国の経済成長がめざましい。こうした要因に長期不況の様々な影響が相まって、雇用の流動化（パートタイム労働者比率 19.5% → 25.3%）や失業率の水準上昇（2.5% → 5.0%）が常態化するなど、労働市場の様相も従来にないものとなっている。

#### 4. 各章の概要

以上スケッチしたような大きな変化の中で、日本の金融市場と企業はともに大きな変貌を遂げつつも日本経済の原動力として働くという機能を従来どおり担ってきた。本書では日本の金融市場と日本企業の絡みに焦点をあてることによって、この大きな歴史的変革過程を解明する。全体は 3 部から構成されている。以下、本書の概要を各章ごとにやや詳しく述べる。

#### 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 部は 4 つの章からなる。第 1 章「日本企業の従来の構造と行動」では、日本における代表的な企業形態は株式会社の形態をとった営利法人であることをまず指摘する。そして、企業は製品やサービスを生産して社会に提供する主体であるにとどまらず、その従業員の生活を支える組織体でもあり、また資金を提供している株主にとっては利益を受け取るための装置という側面を持つなど、多様な面をもつ社会的存在であることを認識することが重要であることを強調している。次いで 1980 年代までの日本企業の特徴の分析を行い、まず企業の行動面では量的拡大（成長）指向がきわめて強かったこと、そしてその背景には日本企業特有の構造（長期雇用制、実質的所有権の拡散など）があったことを明らかにする。とくに重要なのは、日本における各面での取引が長期継続的であった点であり、それは（1）企業と従業員の関係（すなわち雇用関係）、（2）企業と銀行の関係、（3）企業間関係、の三つの面に共通する現象であったことを指摘する。このうち（1）に関する長期雇用制は、年功賃

金制と相互補強関係にあったこと、そしてそれは企業成長にとって金融力を強化する面も持っていたことが簡単なモデルによって示される。また（２）および（３）はそれぞれ第２章および第３章で議論する。

第２章「メインバンク制度とその機能の多面性」では、日本で従来広範に観察された企業と銀行の長期継続的取引を基礎とするメインバンク制度に焦点を当てる。そして、その実体、機能、および効果を理論および実証の両面における諸研究を整理して一つの体系的な理解を提示する。メインバンクとは、通常ある企業にとって最大借入れ先の銀行である。そして、企業と銀行がメインバンク関係を維持することによって（１）投資資金の効率的供給、（２）企業経営に対する保険提供、（３）企業モニタリング、の三つの効果を生み出していることが詳細に議論される。まずメインバンク関係がある場合には、銀行と企業の間における情報の非対称性が緩和されるため、企業の投資資金調達が容易化すること（金利低下ならびに資金量確保の効果があること）が企業金融のペッキングオーダー理論を援用することによって示される（上記（１）の機能）。次いで、企業が財務危機に陥った場合にメインバンクが当該企業を救済する現象（上記（２）の機能）をとりあげ、その条件、および救済のインセンティブを説明することによってその機能が存在することを主張する。最後に、メインバンクによる企業モニタリング（企業経営への規律づけ）においては、重要な特徴がいくつかあること（状態依存的ガバナンス等）が議論され、そのための条件とその充足状況をやや詳細に検討する。全体としては、上記３つの機能は従来明らかに認められたこと、ただしそれが作用するための条件を的確に認識する必要があること、を主張している。

従来の日本型経済システムは、長期雇用、メインバンク制、企業間グループの形成などによって特徴づけられるが、前記のとおり、それらはいずれも長期継続的な取引関係である点で共通している。そうした取引システム全体の根底にあるのが株式の相互保有つまり株式持合である。

第３章「株式持合とその機能の多面性」では、株式持合に焦点を合わせ、その実体、最近における変化（解消傾向）とその要因、株式持合の諸機能などを多面的に議論している。まず株式持合を採り上げる場合、関係する主体が金融機関であるか、事業会社であるかを明確化したうえで理解することの重要性を指摘、それを考慮した一つのモデルを提示するとともに、それに則して統計データを再構成した結果を提示する。その結果、株式持合は全体として1990年半ば以降急速に解消傾向を示していること、とくに事業会社による金融機関株式の保有が顕著に低下していること、などを指摘する。そして持合解消の要因は、持合株式の利回りの低さ、株式保有リスクに対する認識の強まり、新会計基準導入に伴う持合リスクの顕現化などによることを説明する。次いで、株式持合の機能がどのようなものなのかにつき、これまでのアンケート調査結果、理論的解釈、実証分析などを援用しつつ解釈を与えている。その結果、持合は敵対的企業買収の防止、取引費用低下による経営効率化、相互保険機能などのメリットがある一方、企業や金融機関の経営の不透明化、企業ガバナンスの弛緩、などの問題があることを指摘し、それがバブル経済の一因であったことを述べる。最後に、株式持合の動機に関して計量経済学的分析を行い、上記の議論が全体として実証的に支持されることを示す。

第１部の最後に位置する第４章「環境変化と従来型システムの限界」では、メインバンク制、長期雇用制、株式持合などで特徴づけられる従来の日本型経済システムが、1980年頃を境としてなぜ大

きな限界に直面し、また1990年を「失われた10年」にしたかを詳細に論じる。まず、日本経済を取巻く環境の変化として、経済成長率の下方シフト、各種取引規制の撤廃、情報通信技術の革新、があることを指摘する。そしてそれらの複合的な影響により、企業の資金調達パターンの劇的変化（資金余剰化）、株式持合の縮小、企業に対する資本市場からの圧力の強まり、が見られるようになったことを明らかにする。ついで、やや具体的に、メインバンク制の機能がどう変容ないし消滅したのかを採り上げる。ここでは、まず第2章で提示した一つの理論的枠組みを拡張することにより、資金の供給量および金利面におけるメインバンクの重要性が低下したこと、企業経営に対する保険提供機能が歪曲されたかたちで発現したこと（その一例として追い貸しがある）などを論じる。次に、メインバンクによる企業モニタリングの機能に焦点を当て、その機能の強弱の程度は学界でも従来から様々な議論があることに言及するとともに、近年はそれが作動する条件が消滅したこと（モニター手段の弱体化、モニター誘因の希薄化、モニターをモニターする主体の喪失）、そしてその結果「コーポレートガバナンスの空白化」が生じ、それがバブル経済の発生、その後の長期停滞（失われた10年）の重要な要因であったこと、をやや詳細に論じる。

## 第2部「金融システム、企業、マクロ経済」

第1部が日本型システムの特徴とその変化を扱ったのに対して、第2部では、金融システム、企業、マクロ経済の相互関係に焦点を当て、それを理論的かつ実証的に議論する。

まず第5章「企業ガバナンスと金融システムの相関：2つの類型」では、企業の本質を理解しようとする場合、二つの類型（理念型あるいはモデル）による必要性和妥当性を述べる。一つは、資金の貸借関係をもとに企業を捉える見方、すなわち金融契約論的視点あるいは株主（シェアホルダー）的企業観である。これは、英米企業を描写する場合に適合する見方であり、金融システムとの関係からいえば市場中心型金融システムに対応している。もう一つは、株主を含め多くの利害関係者（ステークホルダー）全体が企業を構成するという見方、すなわちステークホルダー的企業観である。これは、日本やドイツの企業を理解する場合に適合する視点であり、ほぼ銀行型金融システムに対応する。このように、企業の基本的性格、そのガバナンスの仕組み、そして金融システムは相互に密接に関係するものである。市場中心型金融システムは、概して製品の革新（product innovation）に適する一方、銀行中心型金融システムは工程の革新（process innovation）に優れた面を持つが、一国の金融システムとしていずれがふさわしいかは、経済発展段階、社会的文化的伝統、金融グローバル化の程度、政府による政策実施能力など多様な条件に依存することを議論している。日本企業の場合、その経営者は近年市場による評価（株主資本利益率ROE）を次第に重視する方向に変化しつつある。これは従来の銀行中心型金融システムが次第に市場型システム（市場型間接金融）の色彩を強めていることと表裏一体の現象とみることができると論じている。

第6章「企業のガバナンス構造と経営効率性：実証分析」では、企業ガバナンスを規定する諸要因（負債の規模、株式市場からの圧力、メインバンク関係等）がどのように企業経営の効率性と関係しているかを計量経済学的に解明している。まず、企業行動を規律づける各種の仕組みを概観し、次いでそれが企業パフォーマンスに与える影響に関してなされた先行研究を批判的に検討する。それを踏

まえてここで行なう実証研究(大企業500社の財務データを利用)は(a)経営規律付けの3要因(負債、株式、メインバンク)を同時に考慮する、(b)2時点の状況を明示的に対比する(1989年と1999年)、(c)企業のタイプ(好調企業、不振企業)による差異を明示的に対比する、という点で先行研究にはない新規性を持つものである。その結果(1)外国人投資家による株式保有は企業のROEを高める効果をもつことにみられるように、近年では資本市場による企業の規律付け機能が次第に明確化しつつある、(2)メインバンクは過剰な融資(追い貸し等)を通じて企業経営を非効率的にする方向に作用している、(3)企業と銀行の間における株式持合は企業経営に対する規律づけを弱め、経営の効率性向上を阻害している可能性が大きい、(4)これら経営効率化をもたらす要因は、不振企業の場合よりも好調企業の場合に顕著にみられる、(5)今後は資本市場の機能を高めるための制度整備が重要である、などの結論を得ている。

第7章「金融システムの高度化と経済発展：多国データを用いた実証分析」では、これまでの各章よりも議論の抽象度合いを高め、金融システムとマクロ経済ないし経済発展の関係を採り上げる。そして実証面でも、日本経済のデータではなく多国データ(88か国)を基にして一つの新しい視点から計量経済学的分析を行っている。まず金融制度の代表的な二類型として、ここでは銀行型と市場型という分類を援用することを述べるとともに、それぞれが経済発展をもたらすメカニズムを理論的に解説する。次に、世界銀行などで行われてきた関連する先行研究を批判的に展望したあと、銀行部門および市場部門それぞれの発展段階がどのように組み合わせられるかによって経済発展への効果が異なるものになる、という考え方を提示し、その理論的根拠を述べている。その実証分析を行なった結果(1)金融部門の全般的な深化は確かに経済発展をもたらす、(2)金融部門が深化する場合、それが銀行型金融または市場型金融のいずれか単独の深化であっても経済発展への効果が認められる、(3)ただしそうした金融深化の効果は金融部門の発展段階のいかんによって異なったものになる、(4)一国経済が先進国へのキャッチアップ段階にあるならば銀行中心型金融が望ましいが、その後は市場中心型金融を充実させてゆく方が経済全体にとって利得が大きい、(5)日本にとっては市場型間接金融が目指すべき方向であり、また一般に市場部門の充実(前章で述べた通りとくに資本市場の機能を高めるための制度整備)が大きな課題である、などの結論を得ている。

### 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3部では、企業と金融市場の双方に深く関係するごく最近の注目される現象、すなわち企業の合併と買収(M&A)を重点的に採り上げ、その効果に関して系統的に計量経済学的分析を行なう。その後、近年における金融システムの変貌を整理するとともに、望ましい企業ガバナンスの姿を考える。最後に将来展望を行なうとともに政策課題を論じる。

第8章「急増する日本のM & A：その背景および研究課題」では、まず日本における企業のM&A(mergers and acquisitions、合併と買収)が1997年ごろ以降急増傾向にあることを指摘、その背景には、企業による経営戦略手段としての活用、M&Aに関連する諸制度(独禁法、商法等)の整備、M&Aに対する意識の変化、などがあると説明している。そして、M & Aのメリットとしては、合併によって生じるシナジー効果(規模の経済性、範囲の経済性)や経営戦略実施における時間節約

効果等があるが、他方では従業員や取引先などのステークホルダー（利害関係者）からみればそれまでに行なった企業固有投資の価値が低下ないし毀損するというマイナス効果もあること（とくに敵対的買収の場合）を指摘する。次いで、M & A の効果を評価する視点として、経営様式（企業ガバナンス様式）の変化に着目する視点、企業活動の成果（ないしその予想）の変化を評価する視点、の二つがあると指摘し、日米企業の M & A についてなされた先行研究の結果を整理する。その結果、日本の M&A については（1）分析対象期間として比較的最近時を加えるほど M&A の望ましい効果（企業価値増大効果ないし生産性上昇効果）がより明瞭に検出される、（2）そうした効果が実現するかどうかは M&A に伴って企業ガバナンスが変化したかどうかが大きく影響する、（3）M&A の効果を評価する場合の二つのアプローチ（株価に対する影響の分析、経営指標に現れる影響の分析）を統合する研究が今後の大きな課題である、などを結論として述べている。そして、M&A の効果に関する既存研究の難点（経営の効率性あるいは安定性のいずれか一方だけの評価にとどまっていること）を述べ、次章ではその両方を取り込むかたちで新しい実証分析を展開すると結んでいる。

第9章「M & A と企業経営の安定性および効率性：実証分析」では、日本における M & A の実施が企業の経営安定化および効率化という二つの面でどのような影響があったかを計量経済学的に明らかにする。そのため本章では、著者が独自に収集、整理したデータ（2001年にM&Aを実施した企業のうち157社）をもとに厳密な統計分析を行った。具体的には、経営の「安定化」は倒産確率（ロジットモデルによって推計した）の低下によって、また「効率化」はROE（株主資本利益率）の上昇によってそれぞれ判断することとし、それらの指標がM&A実施3年後にどうなったかを明らかにした。

その結果（1）M&Aには経営を効率化させる効果が顕著に認められること（M&A実施企業の約7割が調査対象産業平均以上のROE上昇を実現）、（2）経営を安定化させる効果も認められるが効率化効果に比べると幾分小さいこと（M&A実施時点に比べて経営が安定化した企業は全体の約6割）、をまず明らかにした。次いで（3）安定化と効率化をともに実現した場合が5割弱のケースでみられた一方、それ以外のケースが5割強あり、このためM&Aはハイリスク・ハイリターン（失敗すれば企業経営に大きな禍根を残すが成功すれば大きな利点がある）の性格をもつ経営戦略といえること、（4）したがってM&Aは日本経済の構造変革を迅速に進めるうえで有効な（時間を買う効果を持つ）手段と位置づけることができること、を述べた。また（5）M&Aの手法いかんで効果にはかなりの差異があり、資本参加ないし営業譲渡による場合には二つの効果とも比較的大きく現れるのに対して、買収（とくに敵対的買収）による場合には買収企業と被買収企業のあいだで社風、技術、給与体系等が適合しない可能性が大きいのでいずれの効果とも出にくいこと、も判明した。この結果をもとにすれば（6）企業は単に資本ならびに労働の集合体（いわば単純な商品）であるというよりも、それらだけでは把握しきれない様々なネットワークやコミットメントに支えられた価値を持つ組織体である、と認識すべきこと、さらに（7）日本ではM&A関連法規の不完備および環境の未成熟（M & A 仲介機関やアドバイザーの不足、経営者の企業間流動性の不十分さ等）が指摘できるのでその充実が今後の課題であること、を主張した。

第10章「金融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」では、従来の日本型

システムの変貌を迫る重要な要因（企業の資金調達パターンの変化、株式持合の解消傾向、機関投資家の役割上昇、情報通信技術革新の影響）を指摘し、それらが全体として金融システムを市場型システムへ向かわせるとともに、企業の外部ガバナンスにおいては資本市場からの圧力が強まる状況をもたらしていることを論じている。一方、企業の内部ガバナンス（取締役会、経営インセンティブの仕組み等）は、各種の制度変更（委員会等設置会社の導入など）によって多様化する傾向を生んでいるものの、依然として従来の日本型構造を引きずっている場合が多いと指摘している。そして、良い経営実績を挙げている企業は、概して市場型金融に依存、外国人投資家の持株比率が高い、取締役会の改革が進んでいるなどの特徴を持つ一方、業績の悪い企業は、銀行金融が中心、株式持合が継続、企業情報の開示が遅延、取締役会の改革も遅延、などで特徴づけられ、現在は両者の混在が特徴であることを述べている。

では日本企業が向かうべき方向はどこか。これを考えるため、最適といえる一つの制度はあるのか、各国の企業制度は収斂するのか、といった問題を検討し、その結果（1）国や時代のいかんにかかわらず最適といえる単一の企業制度は存在せず、各国は各時代に即して制度改善を図ってゆく以外にない、（2）望ましいガバナンスをもたらすための各種機能は各国間で収斂するが、それを実現する制度枠組みは多様性を残す（数理計画法における双対定理を援用してそれを理解できる）、と結論している。従来の日本型システムの問題は、リスク配分の不適合性、仕切りの中での競争、自己変革力の欠如であると指摘、それを改善するには金融システムを「工程の革新」に適した銀行型から「製品の革新」に適した市場型（市場型間接金融）に変革すること、良い企業は形式ではなく結局経営の中味であることを理解する必要があること、を主張している。

最後の第11章「将来展望と政策課題」では、これまでの分析を総括する意味で日本の金融システムおよび日本企業の将来を展望するとともに、それらの望ましい姿を実現するための課題を指摘している。まず、メインバンク制が大きく変容し、それを支える株式持合も総じて解消傾向をたどるとの予測を述べるとともに、その結果、日本の金融システムは市場型間接金融という性格を強める方向に変化しつつあることを指摘している。そして、そのシステムは、製品革新的かつショック耐久的であるうえ、諸条件の変化や実証分析の結果からも望ましいものである、と評価している。金融面でのこのような変化に伴い、日本企業の構造、行動、そしてガバナンスの面においても大きな変革過程にある、と指摘している。とくに、M&Aなど資本市場からの圧力増大、法制面で米国型ガバナンスの選択が可能化、外国人持株比率の上昇、メインバンク制の崩壊等により、これまでの日本型システムの多くの特徴が変質し、今後は従来の日本型と英米型を混合した新たな日本型の企業ガバナンスが生成される可能性が大きい、と展望している。

次いで、その変化を望ましい方向に支援、強化するための公共政策として、一つは企業の重要なステークホルダーである従業員の権益を契約ないし証券のかたちをとって明確化する制度を構築すること（従業員持株制度の導入等）、そしていま一つは、金融環境を一層整備すること（機関投資家の企業ガバナンスに関する制度の充実、ベンチャー企業育成ないしリスクキャピタル供給増加のための環境整備、M&Aに関する制度整備等）が課題であると指摘している。最後に、企業経営の課題としては、経営の手法や組織の効率化が引き続き求められるほか、人的要素の重要性の再確認、企業の社会

的責任（CSR）の遂行、組織のインテグリティ（誠実性）強化などがあると指摘している。そして、これらを含めて合理的な行動をする企業は、その製品、ストラテジー、組織などの面で一種の美しさを持つことになる、と結論づけている。

## 引用文献

岡部光明（2006a）「総合政策学の確立に向けて：伝統的「政策」から社会プログラムへ」、大江守之・岡部光明・梅垣理郎（編）『総合政策学——問題発見・解決の手法と実践——』第1章、慶應義塾大学出版会。

岡部光明（2006b）「総合政策学の確立に向けて：理論的基礎・研究手法・今後の課題」、大江守之・岡部光明・梅垣理郎（編）『総合政策学——問題発見・解決の手法と実践——』第2章、慶應義塾大学出版会。



既刊「総合政策学ワーキングペーパー」一覧\*

番号	著者	論文タイトル	刊行年月
76	岡部光明	総合政策学の確立に向けて (1) : 伝統的「政策」から社会プログラムへ	2005年8月
77	岡部光明	総合政策学の確立に向けて (2) : 理論的基礎・研究手法・今後の課題	2005年8月
78	國領二郎	ネットワークと総合政策学	2005年8月
79	小島朋之 敵 網林	総合政策学による環境ガバナンスの実践——東アジアにおける環境問題と国際政策協調スキームの構築——	2005年8月
80	白井早由里	開発援助政策のマクロ経済学と制度アプローチの融合——総合政策学によるメソッドの提案——	2005年8月
81	梅垣理郎	ヒューマンセキュリティと総合政策学	2005年11月
82	大江守之 平高史也	問題解決実践と総合政策学——中間支援組織という場の重要性——	2005年11月
83	平高史也	総合政策学としての言語政策	2005年11月
84	岡部光明	日本企業：進化する行動と構造——総合政策学の視点から——	2005年11月
85	白井早由里	中国の人民元改革と変動相場制への転換——経済政策と為替制度の総合政策学アプローチ——	2006年2月
86	椎名佳代 平高史也	異文化間ビジネスコミュニケーションにおける通訳者の役割——日本語・英語の場合——	2006年2月
87	Setsuko Aoki	Nonproliferation, Arms Control and Disarmament: Asian Perspective	February 2006
88	Setsuko Aoki	International Legal Cooperation to Combat Communicable Diseases: Hope for Global Governance?	February 2006
89	Moriyuki Oe	Problems and Implications of Japan's Aging Society for Future Urban Developments	March 2006
90	石井大一郎 澤岡詩野 舟谷文男 大江守之	北九州市若松大庭方式にみる本人本意に基づくサービス提供——包括地域ケアシステムの実現に向けた総合政策学アプローチ——	2006年3月

\* 第1号以降の全タイトルは第100号までの巻末に掲載しており、それ以降は第110号、120号など10号毎に掲載。各ワーキングペーパーは、当COEプログラムのウェブサイトにも掲載されており、そこからPDF形式で全文ダウンロード可能である。冊子版の入手を希望される場合は、電子メールで当プログラムに連絡されたい (coe2-sec@sfc.keio.ac.jp)。当プログラムのウェブサイト <<http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/>>

91	岡部光明	金利と日本経済——金融の量的緩和政策の評価と展望——	2006年3月
92	鄭 雨宗	EU諸国のエネルギー地域特性に基づく京都目標へのコミットメント——ヒューマンセキュリティに向けたEU諸国の取組み——	2006年3月
93	青木節子	第一期ブッシュ政権の大量破壊兵器管理政策にみる「多国間主義」	2006年3月
94	館野昌一 深谷昌弘	テキスト意味空間分析法を実現する TextImi の紹介	2006年3月
95	秋山 優 深谷昌弘 館野昌一	構文情報を利用した意見表示モジュールの提案——総合政策学の新研究手法の開発に向けて——	2006年3月
96	深谷昌弘 榊田晶子	人々の意味世界から読み解く日本人の自然観	2006年3月
97	早見 均 小島朋之 王 雪萍	日中友好植林活動の CDM 国際認証に向けて：地球温暖化対策・国際協調のガイドライン論議における実践的総合政策学	2006年3月
98	山影 統 小島朋之	日本政府と国内の「人間の安全保障」認識の乖離——国会の議論を中心に——	2006年3月
99	重松 淳 伴野崇生 曾 怡華 黄 佳瑩	遠隔会議を取り入れた外国語教育カリキュラムの問題点——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2006年3月
100	白井 泉 大江守之	高齢者の居住形態に関する人口学的研究：配偶関係を考慮した所属世帯変動分析と将来推計	2006年3月
101	白井早由里	東アジアの通貨・金融協力——東アジア共同体とヒューマンセキュリティの発展に向けて——	2006年6月
102	中野智仁 秋山 優 小川美香子 中村健史	総合政策学ワークショップの論点要約 (1)：実践知の学問の確立	2006年6月
103	渡辺大輔 渡部厚志 伊藤裕一 正司光則	総合政策学ワークショップの論点要約 (2)：フィールドにおけるヒューマンセキュリティ	2006年6月
104	古城隆雄 石井大朗 中島民恵子 伴英美子	総合政策学ワークショップの論点要約 (3)：当事者支援による問題解決の仕組みづくり	2006年6月
105	中林啓修 折田明子 古川園智樹	総合政策学ワークショップの論点要約 (4)：総合政策学のすすめ方	2006年6月

106	Sayuri Shirai	Financial and Monetary Cooperation in East Asia —Global Governance and Economic Integration—	June 2006
107	岡部光明	日本における企業 M&A (合併および買収) の効果—経営の安定化と効率化に関する実証分析—	2006 年 6 月
108	権永詞	生活安定化の課題としての不安—成熟社会におけるヒューマンセキュリティ—	2007 年 1 月
109	奥本将勝 香川敏幸	UNHCR (国連難民高等弁務官事務所) の帰還民支援政策	2007 年 1 月
110	王 雪萍	国境を越えた環境協力の実践—中国瀋陽市における日中植林 C D M 実証実験を中心に—	2007 年 1 月
111	渡辺大輔	退職後の日常生活と当事者のニーズ—藤沢市郊外における一事例を通して—	2007 年 1 月
112	伊藤裕一	日本における若年失業問題—「社会的排除」の視点からの考察—	2007 年 1 月
113	石井大一郎 藤井多希子	大都市郊外地域におけるコミュニティ・ケア—横浜市地域ケアプラザ地域交流事業の評価と地域構造分析を通して—	2007 年 1 月
114	伴英美子	高齢者ケア従事者のソーシャル・サポートとメンタルヘルスに対する上司コーチング研修と面談の効果—パイロット・スタディー—	2007 年 1 月
115	中野智仁	大量テキストの意味分析を可能とする日本語テキスト解析ツール TextImi の開発	2007 年 1 月
116	秋山美紀	政策形成と評価における「学」の役割と総合政策学の研究手法	2007 年 1 月
117	石司えり 平高史也	地域に開かれた異文化間教育—公立小学校における異文化間教育授業実践から—	2007 年 3 月
118	Hideki Takei Yuichi Ito	Corporate Governance and Control in Cross-national Organizations based on Ethical Relativity	March 2007
119	Hideki Takei Yuichi Ito	Human Resource Management and Governance in the Central and Eastern Europe- Case studies in Bulgaria and Slovak Republic-	March 2007
120	渡辺大輔 伊藤裕一 王雪萍	シンポジウム「総合政策学のベスト・プラクティス」の論点要約 (1) : 新たな視点による重要な社会的問題発見	2007 年 3 月
121	石井大一郎 伴英美子 藤井多希子	シンポジウム「総合政策学のベスト・プラクティス」の論点要約 (2) : 問題解決のための仕組み	2007 年 3 月
122	中野智仁 秋山美紀	シンポジウム「総合政策学のベスト・プラクティス」の論点要約 (3) : ネットワーク社会の新たな研究手法	2007 年 3 月

123	上原和甫 坂戸宏太 斐潤 渡邊悟史	シンポジウム「総合政策学のベスト・プラクティス」 の論点要約 (4) : 総合政策学展開の戦略	2007年3月
124	ベ ユン 小島朋之	日中における CDM プロジェクトー環境ガバナンス的アプローチ	2007年4月
125	Mitsuaki Okabe	Toward the Establishment of Policy Management Study (1): From Traditional “Policy” to Social Programs	April 2007
126	Mitsuaki Okabe	Toward the Establishment of Policy Management Study (2): Theoretical Foundation, Research Methods, and Future Challenges	April 2007
127	岡部光明	日本企業と M&A (合併および買収) —総合政策学の視点から—	2007年4月

1. (シリーズの目的) 当ワーキングペーパーシリーズは、文部科学省 21 世紀 COE プログラム「日本・アジアにおける総合政策学先導拠点——ヒューマンセキュリティの基盤的研究を通して」の趣旨に沿って行われた研究成果をタイミングよく一般に公開するとともに、それに対して幅広くコメントを求め、議論を深めていくことにあります。このため編集委員会は、同プログラム事業推進担当者 30 名（以下 COE 推進メンバーという。当 COE ウェブページに氏名を掲載）またはその共同研究者等（下記の 4 を参照）による積極的な投稿を期待しています。なお、主として研究論文を集録する当シリーズとは別に、専ら研究資料を集録するために「総合政策学研究資料シリーズ (Policy and Governance Research Data and Document Series)」を 2004 年 6 月に新たに創設しました。当 COE の研究領域や研究内容等はウェブページ（本稿末尾）をご参照ください。

2. (集録論文の性格) シリーズに集録する論文は、原則として日本語、英語、または中国語で書かれた論文とします。集録対象は、未発表論文だけでなく、学会報告済み論文、投稿予定論文、研究の中間報告的な論文、当 COE 主催ワークショップ等における報告論文、シリーズの趣旨に合致する既発表論文（リプリント）など、様々な段階のものを想定していますが、性格的には原則として研究論文といえるものとします。集録論文のテーマは比較的広く設定しますが、上記趣旨に鑑み、原則として総合政策学ないしその方法論、あるいはヒューマンセキュリティに関連するものとします。このため、論文主題、論文副題、あるいは論文概要のいずれかにおいて原則として「総合政策学」または「ヒューマンセキュリティ」という用語のいずれか（または両方）が入っていることを当シリーズ採録の条件とします。

3. (投稿の方法) 投稿は、論文の文書ファイル（図表等が含まれる場合はそれらも含めて一つのファイルにしたもの）を電子メールによって下記にあてて送信してください。文書ファイルは、原則として MS-Word または LaTeX で書かれたものとします。後者による場合には、既刊ワーキングペーパーの様式に準じて作成していただき、そのまま印刷できる様式のもの（camera-ready manuscript）をご提出ください。なお、投稿の締切り期限は特に設けず、随時受け付けます。

4. (投稿資格) 当 COE 推進メンバーおよび慶應義塾大学湘南藤沢キャンパスの専任教員は直接投稿できるものとしますが、それ以外の研究協力者（共同研究者あるいは当 COE リサーチアシスタント等）は必ず当 COE 推進メンバーを経由して投稿してください。この場合、経由者となる COE 推進メンバーは、論文の内容や形式等を十分に点検するとともに必要な修正を行い、責任が持てる論文にしたうえで提出してください。投稿論文は、その著者として SFC 修士課程学生や SFC 学部学生を含む共著論文であってもかまいません（ただし学部学生は第一著者にはなれません）。著者として SFC 大学院以外の大学院生を含む場合には、修士課程学生は第一著者になれず、また博士課程学生も原則として第一著者になれません。研究協力者が SFC の内部者、外部者のいずれの場合でも、投稿論文の著者（複数著者の場合はそのうち少なくとも 1 名）は博士課程在籍中の学生またはそれ以上の研究歴を持つ研究者（当 COE 推進メンバーおよび慶應義塾大学湘南藤沢キャンパスの専任教員はこれに含まれる）であることを条件とします。

5. (論文査読の有無) シリーズの趣旨に鑑み、一般の学術専門誌のような論文査読は行わず、できるだけ幅広く集録してゆく方針です。ただし、シリーズの趣旨に合致する論文とはいいがたいと編集委員会が判断する場合には、編集委員会は、1) 当該論文の採録を見送る、2) 掲載するうえで必要な改訂（体裁その他の点）を著者をお願いする、3) 当シリーズではなく「総合政策学研究資料シリーズ」への採録に回す、などの対応をとることがあります。編集委員会が投稿原稿を受理した場合、通常 10 日以内に必要な改訂の有無を執筆者に電子メールで直接ご連絡します。なお、集録が決定した場合、鮮明な印刷原紙作成のために図表等の原データ（例えば Photoshop EPS など）の提出をお願いする場合があります。

6. (投稿料・原稿執筆料) 投稿料は不要です。一方、原稿執筆料は支払われません。集録論文の著者には当該ワーキングペーパーを原則として40部進呈いたします(それ以上の場合も十分対応できますので申し出て下さい)。

7. (著作権) ワーキングペーパーの著作権は、当該論文の執筆者に帰属します。

8. (公開方法) 本シリーズに含まれる論文は、編集委員会が統一的な様式に変換したうえで冊子体に印刷して公開します(既刊論文をご参照。なお提出原稿にカラー図表等が含まれていても構いませんが、それらは冊子印刷に際しては全てモノクロとなります)。またウェブ上においても、原則としてすべての論文をPDFファイル形式でダウンロード可能な状態で掲載し、公開します。

9. (原稿執筆要領) 提出原稿の作成にあたっては、次の点に留意してください。

1) A4版、横書き、各ページ1列組み(2列組みは不可)。

2) 活字サイズは、日本語または中国語の場合10.5~11ポイント、英語の場合11~12ポイントとする。1ページあたりの分量は、日本語または中国語の場合1ページ40字30行、英語の場合1ページ30行をそれぞれ目安とする。(これら3つの言語以外の言語による場合は適宜読み替える。以下同様。)

3) タイトルページ(1枚目)には、論題、著者名、著者の所属と肩書き(大学院生には修士課程在学中か博士課程在学中かを明記のこと)、著者の電子メールアドレスのほか、必要に応じて論文の性格(学会発表の経緯など)や謝辞を記載。「COEの研究成果である」といえる場合には必ずその旨を記載する。なお、日本語論文の場合は、論題(メインタイトルおよびサブタイトル)ならびに著者名の英語表示もページ下方に適宜記載する(当該論文には印刷しないが、英文ワーキングペーパー末尾に付ける既刊一覧表で必要となるため)。

4) その次のページ(2枚目)には、論題、著者名、概要、キーワード(4-6つ程度)を記載。概要は必須とし、一つの段落で記載する。その長さは7-12行(日本語論文または中国語論文の場合は250字-400字程度、英文論文の場合は150語程度)を目安とし、単に論文の構成を記述するのではなく分析手法や主な結論など内容面での要約も必ず記述する。なお、中国語論文の場合の概要は、中国語に加え、英語または日本語でも付けること。

5) 本文は、その次のページ(3枚目)から始める。

6) タイトルページを第1ページとし、論文全体に通しページ(下方中央)を付ける。

7) 注は、論文全体として通し番号をつけ、該当ページの下方に記載する(論文の最後にまとめて記載するのではなく)。

8) 図と表は区別し、それぞれ必ずタイトルをつける。またそれぞれ通し番号をつける。それぞれの挿入箇所を明示する(図表自体は論文末尾に一括添付する)か、あるいは本文中に直接はめ込むか、いずれでもよい。

9) 引用文献は、本文の最後にまとめて記載する。その場合、日本語文献、外国語文献の順。日本語文献は「あいうえお」順、外国語文献は「アルファベット」順。

10) 文献リストには、引用した文献のみを記載し、引用しなかった文献は記載しない。

11) 論文の長さは、特に制約を設けないが、研究論文として最も一般的な長さと考えられるもの(本文が15-30ページ程度)を目安とする。

10. (投稿要領の改訂) 投稿要領の最新時点のものは、随時、当COEのウェブページに掲載します。

論文の投稿先: [coe2-wp@sfc.keio.ac.jp](mailto:coe2-wp@sfc.keio.ac.jp)

論文冊子の入手その他: [coe2-sec@sfc.keio.ac.jp](mailto:coe2-sec@sfc.keio.ac.jp)

論文のPDF版(COEウェブページ): <http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/>

ワーキングペーパーシリーズ編集委員: 駒井正品(編集幹事)、梅垣理郎、岡部光明