

川本真哉 著

『日本の M&A 150 年史』
—日本企業はどう成長してきたか—

結城 武延

東北大学准教授

本書の特徴

著者自身による研究成果も含め国内外の最新の研究成果を縦横無尽に駆使して、明治期から現代にわたる約 150 年に及ぶ M&A の歴史を包括的に解明することが本書の目的である。各章（時期）に発生した特徴的な M&A を分析対象として、M&A が発生した要因・動機、意義について計量経済学的な実証結果と事例研究の成果を用いて、そのメカニズムを詳細かつ明快に説明している点が本書の最大の特色である。

構成と内容

本書は、まず序章と第 1 章で本書の特徴を示し、M&A の概念整理を行っている。以降の章は時系列に沿って、日本の M&A について各時期の重要なトピックスに焦点を合わせて議論が進められている。また随所にコラムが散りばめられていて、重要な概念や歴史的背景に関する説明が加えられており、コラムを合わせて読むことで初学者にも理解しやすいように工夫がなされている。以下、紙幅の制限もあるため、各章の内容を簡潔に述べたい。

序章「本書の目的、特色、構成」は、現代日本の経営者の多くは企業成長のために M&A の活用を考えていると指摘し、それは戦前から一貫しており、日本経済の歴史を語るうえで M&A の役割は欠かすことができないと述べている。

第 1 章「M&A の経済的機能」は、M&A の発生要因、その動機について、価値を創造する場合と毀損する場合とを論じたうえで、評価の視点として、① M&A によってパフォーマンスは向上したのか、② M&A は株主の富にいかなる影響を与えたのか、③「信頼の破壊」は発生するのか、を提示している。

【第 I 部 戦前・戦時期の M&A】は、まず第 2 章「紡績大合同」で、国際競争力の強化のための企業合併が行われた明治期の綿糸紡績業について、過剰設備の解消と規模の経済性の追求という「ピストン」が作用し、「M&A が M&A を呼んだ」とする。高収益の企業が経営不振企業を買収しており、買い手主導の PMI（経営統合のプロセス）の実現により、綿糸紡績業の国際競争力は目覚ましい変貌を遂げたのである。

第 3 章「財閥の成長と M&A」は、明治期に政府から払い下げられた事業を再生させて成長した財閥が、関連産業に M&A を通じて進出していく過程が、三大財閥（三井、三菱、住友）を事例として描かれる。財閥が買収した企業の事後の ROE は増加しており、それは持株会社を頂点とするコンツェルン体制の下で、事業の管理・統制によって実現されたのである。

第 4 章「金融恐慌と電力戦：1920 年代の M&A」は、M&A プームが発生した要因と帰結を論じている。銀行業の M&A は、昭和金融

恐慌と経営の健全性を担保するために設けられた銀行法への対応として行われ、中小銀行から都市部の大銀行へと預金が出た。電力業のそれは競争の激化と技術革新により、効率的な送電が実現される一方で、M&Aを主導した東京電灯の債務累積と財務的失敗により電力産業の信頼が失墜して、国家による電力管理の強行の一因になったとしている。

第5章「独占とグループ再編：1930年代の企業合併」は、金解禁と昭和恐慌という負の経済ショックで大企業の設備が過剰となり、企業合併による合理化を志向させる契機になったと論じる。そこでは、財務状況が産業平均より劣っている企業や、過剰債務に陥っている企業がM&Aの対象となった。財閥も傘下企業の合併によるグループ再編を行い、内部資本市場を通じて傘下企業の余剰資金を吸い上げ、成長分野に再投資したのである。

第6章「戦時経済とM&A」では、戦時期の統制経済の下でM&Aが一層加速したとする。中小企業は生産設備の整理を求められたのに対して、財閥を含めた大企業は積極的なM&Aを通じて関連・非関連事業へと進出していった。さらに大企業と中小企業の結合である下請制の展開といった後の日本の経営の萌芽となるようなものもみられたが、他方で、戦時源流論の妥当性を適切に捉えるためには、戦時期の形成と戦後の継続とを区別することが重要だと指摘した。

【第Ⅱ部 戦後のM&A】は、まず第7章「財閥解体：安定株主の喪失と買い占め」で、大企業を分割するスピノフとして、敗戦後の財閥解体に着目する。財閥解体の意義として、(1)財閥本社による株式・人的支配からの解放、(2)新たな事業機会の創出と経営者層の若返りによる積極的なビジネス活動、があったとする。他方、戦後改革を進めるなかで、旧財閥系企業を中心として株式持ち合いが発生するものの、株式所有構造は流動的で、復興期には投資信託が活発であり、企業集団の確立には不十分であ

ったと指摘する。

第8章「資本自由化と大型合併、系列化」は、高度経済成長期、資本自由化に対応するために各業界でM&Aの必要性が認識されていたが、実際に行われた大型合併の多くは戦後改革において解体された企業の再結集に過ぎなかったと論ずる。他方、製造業をはじめとして資本参加は活発に行われ、系列化が進展していったのである。

第9章「持株会社：経営統合と組織再編」は、1997年に解禁された持株会社への移行形態には、①組織再編型、②経営統合型の2つがあったと指摘する。①の動機は「戦略策定と事業運営の分離」、「機動的なM&Aの実施」、「パフォーマンスの低迷への対応」であり、②の動機は「合併の代替手段」、「ブランドの維持」、「業界再編への対応」であった。事後の行動変化・パフォーマンスについては、組織再編型は低収益な主要事業を縮小、M&Aにより子会社数が増加し、収益性が上昇した一方で、経営統合型は縦割りの弊害で収益性が悪化することもあった。

第10章「会社支配権市場：敵対的買収と防衛策」は、2000年代以降のTOBについて検証している。TOBは、成長性が低く、手元流動性が高い企業がターゲットになっており、買収前後のパフォーマンスについて、買収が成立した案件とストラテジック・バイヤーが買い手となる案件で株主の富が増大することが観察された。またM&Aの形態にかかわらず、TOB後における雇用の削減は行われず、敵対的TOBは従業員との間の信頼を破壊するという証拠は確認されなかった。

第11章「クロスボーダーM&A」は、組織文化の違いやカントリーリスク、現地の情報不足など、国内企業同士のM&Aとは異なるクロスボーダーM&Aに、日本企業がどのように取り組んだのかを論じている。買収対象の多くは既存事業と同一あるいは関連事業であったが、それにくわえて規模の有意差、長期経営志

向、追加買収といった条件がすべて満たされる場合に、買収案件は成功していたと指摘している。

第12章「ゴーイングプライベート：MBOの動機と成果」は、2000年代に入って盛んに行われるようになったMBOについて、その動機と意義を論じている。(1)アンダーバリュエーションの解消、(2)エージェンシーコストの削減、(3)バイアウトしなかった上場企業に比べ、役員持株比率が高い企業ほどMBOを実施する傾向にあったことを示した。

終章「M&Aと日本経済」は、150年にわたる日本のM&Aを振り返り、(1)M&Aが発生する主たる理由は負の経済ショック、規制、そして規模の経済性の追求であった、(2)M&Aは、基本的に売り手側の株主は報われていたが、戦後から高度成長期にかけて対等合併が基本路線となり、経営陣同士の合意のみが重要になっていった、(3)2000年代に入り、不良債権問題や持ち合いの解消、外国人投資家の台頭といった環境の変化により、再び株主利害を考慮したM&Aが遂行されるようになった、(4)M&Aは敵対的TOBであっても基本的に従業員利害は毀損されることはなかった、という特徴があったと述べている。

本書の意義と論点

本書の最大の意義は、戦前から戦後、現代までをひと繋ぎに、M&Aという企業成長において最も重要な現象に焦点を合わせて分析することで、日本の資本主義社会の形成・発展・変容を企業経営の側面から明らかにした点にある。こうした時間軸を設定した場合、現代的課題に引き付けすぎていたり、あるいは各時期が分断された記述になってしまいがちである。しかし、本書は序章と1章でM&Aの概念と機能を示して各時期に発生したM&Aのメカニズムの説明原理を明らかにし、さらに各章では、戦時源流説や日本の経営といった戦前から戦後、現代へ至る日本経済・経営の主要学説と本書の叙

述を照合させることで、先に述べた弊害を巧みに回避している。まさに通史としてM&A150年史を描くことに成功している。これを単著で書き上げる著者の力量には驚嘆するほかないが、それは著者が「日本企業の歴史分析と現状分析の二足の草鞋を履いてきたことに求められる」(ii頁)だろう。

他方、本書の特徴であると著者も強調している「長期スパンからのインプリケーション」(4頁)については、若干の論点があるだろう。すなわち、本書はたしかに明治期から現代までを射程とし、時代超越的な共通点と時代特有の相違点を提示しているが、時間を通じて形成・変化していった過程を示すためには、特定の企業について長期的な観察結果を論じる必要があると思われる。著者自身も研究対象としている戦前の財閥が戦後の企業集団へと変貌する過程で、旧財閥系企業のM&Aがいかなる変容を遂げていったのかを通時的に示す記述もあったほうがよかったのではないか。こうした分析視点は、鐘紡を事例として戦前の発展から戦後の衰退と破綻を描いた松尾(2022)が参考になるかもしれない。

また金融の一領域としてのM&Aという点を鑑みれば、戦前から現代までを対象とする企業統治や企業金融といった他の金融史領域の研究成果をふまえたうえで、M&Aの位置づけを論じる必要もあった。著者自身の著書である川本(2022)は企業統治の視点で戦前から現代まで記述しているのだから、もっと積極的にその関係性にも言及した方が本書の価値をより明確にしたらどうだろう。他にも、M&Aの背景にある通時的な金融システムとの関連が本書では必ずしも明確ではなく、たとえば星＝カシヤップ(2006)との対話を行えば、150年にいたる日本の金融史におけるM&Aの役割がより鮮明になったかと思われる。

以上の指摘は「ないものねだり」のような論点である。本書は先に述べたように初学者にも配慮した丁寧な記述にくわえて、金融史の古典

的な研究書から最新の実証論文まで幅広く文献紹介をしており、本書を読めば M&A 研究の最前線にいち早く到達できるだろう。

【参考文献】

川本真哉（2022）『データ分析で読み解く日本のコーポレート・ガバナンス史』中央経済グループパブリッシング。

星岳雄 = アニル・カシャップ（2006）『日本金融システム進化論』日経 BP マーケティング。

松尾健治（2022）『組織衰退のメカニズム－歴史活用がもたらす畏－』白桃書房。

（日本評論社，2024 年 1 月，xii + 432 頁，3,200 円 + 税）