

わが国の M&A について

橘高 研二

はじめに

本誌先月号の「潮流」において、活性化
するわが国の M&A について取り上げ、将
来の影響を展望した。本稿では、経済・資
本市場への影響力が今後高まるものと思わ
れる M&A を再考するための基礎として、
まず M&A の基本的概念、わが国における
歴史と最近の動向を振り返ったうえで、
M&A の本来の目的を改めて確認する。

M&A とは

M&A とは Mergers & Acquisitions の頭
文字を取ったもので、企業の合併と買収の
ことである。最近では、今年 2 月から 4 月
にかけて展開されたライブドアによるニッ
ポン放送買収が大きな注目を集めた。合併
には、大きい会社が小さい会社を吸収して
存続会社となる吸収合併と、複数の会社が
合併してまったく新しい会社を設立する新
設合併があり、買収には、株式譲渡・新株
引受・株式交換などの手法により買収先企
業の株式を取得して資本参加する形態と、
相手先の事業を買い取る営業譲渡という形
態がある。資本や資産の取引を伴わない単
なる業務提携などは、通常 M&A には含め
ない。

わが国 M&A の歴史～1980 年代まで

M&A の歴史は古く、わが国においても戦
前から様々な合併・買収案件が手掛けられ
てきた。高度成長期以降のわが国の M&A
の歴史を振り返って見ると、1960 年代には

規模拡大を狙った大企業同士の合併が盛ん
に行われるようになり、1960 年代から 1970
年代にかけての新日本製鐵（日本製鐵が分
割されてできた富士製鐵と八幡製鐵が再合
併）、第一勧業銀行（第一銀行と日本勧業銀
行が合併）、太陽神戸銀行（太陽銀行と神戸
銀行が合併）の設立などは、このような大
型合併の代表的なものである。1980 年代の
後半になると、ソニーによる米国コロンビ
ア・ピクチャーズ・エンタテインメントの
買収など、日本企業の資金力を背景とした
海外企業の買収が行われる一方で、米国の
企業買収家ブーン・ピケンズ氏が小糸製作
所への敵対的買収^{（注 1）}を仕掛けるなど、日
本企業が関与する国境をまたいだ M&A 案
件も見られるようになった。

（注 1）買収相手企業の経営陣の合意を得ない形で
の買収。

1980 年代後半の米国での M&A ブームとその後の展開

1980 年代後半は、M&A 先進国である米
国においてリスクの高い買収案件が急増し
た。LBO（Leveraged Buy-Out）と呼ばれ
る買収先企業の資産や将来の事業収益を担
保とした銀行借入れによる企業買収や、
LBO の融資を受けられない企業がジャン
クボンドと呼ばれる高利率の債券を発行し
て買収資金にする方法などである。こうし
た案件の中には失敗する例も多く、結果的
に LBO は不良債権となり、また利ざや稼ぎ

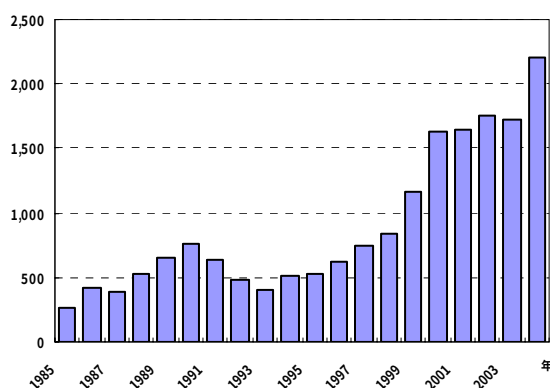
を目的にジャンクボンドに投資した中小金融機関がその価格暴落によって経営破綻に陥るなど、その後の米国の金融危機の一端となった。そして、この時期のハイリスクのM&A案件や敵対的な買収案件の増加が、わが国においてM&Aを否定的にとらえる見方を定着させたとも言われている。

その後、1990年代に入ると、米国では事業を充実・強化するための長期的・戦略的視点に立った友好的なM&Aが増加し、わが国でも景気の長期低迷や金融危機を受けて、事業会社の大型合併やメガバンクの設立といった業界再編型の大型案件が盛んに手掛けられるようになった。

最近のわが国におけるM&Aの増加

わが国の企業が関係するM&Aの件数は、1990年以降のバブル経済崩壊の時期に一旦減少した後1994年頃から徐々に回復し、1990年代後半になって、国内企業間でのM&Aを中心に急速な増加を見せ2004年には2,211件に上っている（同じ企業グループ内のM&Aを除くベース。図1）。

図1：日本のM&A件数推移（グループ内M&A除く）



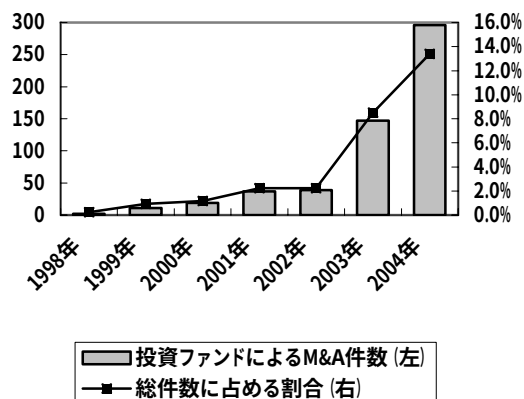
資料：(株)レコフ

これは、前述のように景気低迷の中での業界再編や企業再生のニーズが増えたこと

も背景になっているものと思われるが、こうしたM&Aの活発化を促す法整備が行われてきたことも大きな要因となっている。このような法整備の代表的なものとして、1997年の純粋持株会社の解禁、1999年の株式交換・株式移転法制の導入、2000年の民事再生法の施行などが挙げられる。法整備の観点からの今後の大きな課題としては、敵対的買収に対する防衛に関するものや地域再生のための地方におけるM&A関連法整備などが挙げられており、関係省庁で検討が行われている。

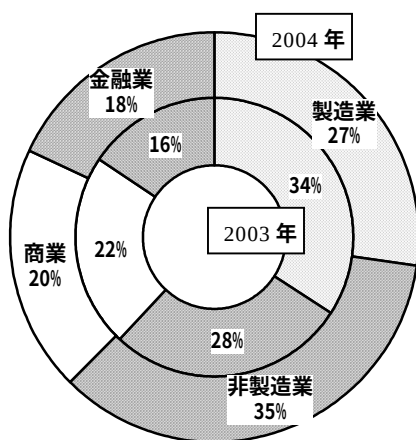
また、内閣府経済社会総合研究所のM&A研究会によると^(注2)、直近（2003年）のわが国におけるM&A活動の傾向・特徴として、①公的機関主導のM&Aが増加していること^(注3)、②国内での業界再編の活発化を反映して国内企業同士の案件が増えていること、③再生ファンドを含む投資ファンド^(注4)の参加が増加していること（図2）、④敵対的買収合戦が行われるようになってきたこと、⑤業種別には製造業が比率を落とし、サービス業でのM&Aが増加していること（図3）、が挙げられる。

図2：投資ファンドによるM&A件数と総件数に占める割合推移



資料：(株)レコフ

図3:業種別M&A件数シェア (2003年・2004年)



資料: (株)レコフ

(注2) 内閣府経済社会総合研究所, 「わが国のM&Aの動向と課題 (M&A研究会中間報告)」, 2004年3月より。

(注3) 預金保険機構や産業再生機構などによる案件。2003年8月の預金保険機構によりりそなホールディングス買収は、同年のわが国のM&A案件の中で金額ベースで最大であった。

(注4) 投資家や金融機関などから資金を集めて投資を行う基金。株式や債券などの伝統的な資産に投資するものも投資ファンドであるが、ここでは企業買収を行うファンドのこと。経営危機・経営破綻に陥った企業を建て直す目的で買収するファンドを再生ファンドと呼ぶ。

M&Aの本来の目的

M&Aには、前述の敵対的な買収やハイリスクな資金調達、あるいは「ハゲタカファンド」(注5)や「グリーンメーラー」(注6)と呼ばれる、事業経営による長期的な収益の追求よりも買収・売却による利益のみを狙う参加者の登場など、攻撃的でややもすれば反社会的なイメージが持たれることがある。また、敵対的企業買収に絡む「ポイズン・ピル (毒薬条項)」(注7)、「ホワイト・ナ

イト (白馬の騎士)」(注8)、「クラウン・ジュエル・ディフェンス (焦土作戦)」(注9)といった刺激的な響きを持った独特の用語も、こうしたイメージを喚起するものになっているようである。

しかし、M&Aの本来的な目的は企業の事業を強化・安定させることであって、買収する側にとっては、①スピード重視・リスクの分散の観点からの新規事業分野への進出・事業分野の多角化、②シェア拡大・コスト削減の観点からの既存事業の規模拡大、③企業体質の強化・相乗効果への期待の観点からの事業内容の補完といったことを狙いとするものである。買収される側にとっても、不得意分野や不採算事業の整理による体質強化のメリットがある。このようにしてもたらされる企業の体質強化、ひいてはわが国の各業界における効率化・活性化がM&Aの恩恵として期待される。

また、米国では、1980年代の敵対的買収ブームが企業経営者の間に緊張感を生み、それが企業価値を高める経営に向かったことで、1990年代以降の米国企業の復権につながったという見方もある。

(注5) 企業買収・債権買収を行う投資ファンドで、経営不振あるいは破綻に陥った企業やその不良債権を安値で買い叩き、短期間に売り切ることで収益を狙うファンドの呼称。

(注6) 経営に参加する意思を持たず企業買収を仕掛け、被買収企業の株価を吊り上げたうえで被買収側に高値で買い取らせることを意図する者。

(注7) 被買収企業が新株を発行して買収企業の持ち株比率を下げること。

(注8) 敵対的買収における被買収企業から依頼を受けて、より有利な条件で買収に応じたり、株式の買

い集めに協力する者。

(注 9) 被買収企業が有する優良な資産を第三者に売却し、敵対的買収者にとっての魅力を低下させる策。

M&A の活発化と一般投資家

最後に、一般の投資家にとっては企業の M&A をどのような目で見ればよいのだろうか。前述のとおり、最近ではいわゆる投資ファンドが投資家から資金を集めて M&A を手掛けるケースが目立っている。こうした投資ファンドに一般の個人投資家が資金を投入するということは将来的には想定されるものの、現在のところはそのような動きは目立っていない。その意味で、M&A のリスクを直接的に個人投資家が負うということにはなっていないようである。しかし、当然のことながら合併企業・買収企業・被買収企業の株式を個人投資家が保有する、あるいは投資対象として考えるということはある。M&A はこのような企業の株価を左右する大きな要因となる。

また、たとえばある特定の案件が業界内での M&A の活発化を連想させるといった形で、株式市場全体の動向に対しても M&A は重要な影響を与えることがある。

一般的に言えば、M&A の活性化は株式市場の需給をタイトにし、株式相場の上昇の効果を持つと考えられるが、個別案件の成否、あるいはその見込みによって買収企業・被買収企業の株価に対する評価は変わるものであり、業界の株価や株式市場全体が M&A に絡む思惑で動いているような場合には大きな波乱も起こりうるであろう。前に述べた M&A の本来の目的である戦略的視点からの事業の強化・安定、またそれ

によってもたらされる企業部門の効率化・活性化の観点を中心に据えて、市場の動向を追うことが重要であると思われる。

参考資料

・Wisdom Business Leaders Square

(<http://www.blwisdom.com/bisword/>)

・内閣府経済社会総合研究所, 「わが国の M&A の動向と課題 (M&A 研究会中間報告)」, 2004 年 3 月

・『週刊東洋経済』, 2005 年 4 月 23 日号

・『週刊ダイヤモンド』, 2005 年 4 月 23 日号

・『週刊エコノミスト』, 2005 年 5 月 17 日号