

書評

川本真哉著

『日本のM&A150年史—日本企業は
どう成長してきたか』

(日本評論社 2024年)

青地正史

1. はじめに

本書は、わが国が資本主義経済を導入した明治初期以来、合従連衡を繰り返し発展してきた日本企業の150年を、「M&A」という斬新な切り口で整理・分析を試みようとしたものである。その際、川本氏（以下「著者」という）は、各章に共通する視点として、＜企業のパフォーマンス・株主・従業員＞への、M&Aの影響を掲げている。

本書には2つの大きな特色が見られる。1つは、①分析手法として「計量経済学」の方法を駆使している点である。とはいっても謙抑的な著者の人柄からであろう、それを前面には押し出さず、数学的な計量分析にははじめ読者にも一定の配慮がなされている。ちなみに著者は、より啓発的な『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』（2022年、中央経済社）なる著作も公刊している。

今1つは、②タイトルにあるように、約150年にもわたる長期のスパンから考察している点である。長期的な研究として知られるトマス・ピケティの『21世紀の資本』（2013年、みすず

書房）でさえ、高々86年のフランスにおける所得格差を論じたものにすぎない。それを思えば、本書がいかに膨大な長期の統計データにもとづく、労作であるかが分かってしまうのである。

そこで、脱稿した著者はその達成感からか、著者や評者も師事した下谷政弘先生（京都大学名誉教授、惜しくも2022年に急逝された）に本書を見せれば、「きっと『よくやった！すごいぞ！』とのお言葉をいただけたのではないかと率直に語っている。しかし、それはどうであろうか。そのような著者の自負ないし期待に対し、以下で批判を加えることこそが評者の務めとなろう。

2. 本書の構成と内容

さて、本書の構成と内容の概要を見ていこう。まず「序章 本書の目的、特色、構成」は、本稿と被るので割愛することにし、「第1章 M&Aの経済的機能」から始めよう。本章では主として、M&Aの動機と、M&Aによるパフォーマンスの評価が述べられている。

前者については、「価値を創造するM&Aと

創造しないM&A』があるとする(表1-1)。

「価値を創造するM&A」は、①規模の経済性(スケールメリット)、②範囲の経済性(業務の拡大)や③多角化(新規事業への進出)を求めてなされ、さらに④節税効果(黒字企業の赤字企業買収など)、⑤市場支配力(価格交渉力など)の強化、⑥時間を買う効果(起業準備期間の節約)や⑦経営規律(他企業の経営改善)を求めてなされるという。

それに対し「価値を創造しないM&A」には、①帝国建設(いたずらに企業規模の拡大を狙う場合)、②傲慢仮設(自信過剰の経営者が、身のほど知らぬ経営に走る場合)、③ミスバリュエーション(高い株価に目を奪われ、内実を伴わぬ企業を買収してしまう場合)や④富の移転(ステークホルダー間にのみ恩恵が移転し、全体として企業価値を高めない場合)が含まれるという。

以上につき、後者のM&Aによるパフォーマンスの評価については、先行研究を表1-2に、様々な評価方法をコラム-1に掲げている。

「第2章 紡績大合同」においては、日露戦争による不況という時代背景のもと、カリスマ的経営者である武藤山治の持論『紡績大合同論』の強い影響を受けて、鐘淵紡績は9企業のM&Aを繰り返し(1890~1912年)、大阪紡績と三重紡績は合併して東洋紡績を(1914年)、また尼崎紡績と摂津紡績も合併して大日本紡績を設立した(1918年)経緯が述べられている。かくして日本の紡績業の国際競争力は格段に強化されたという。

その過程で、紡績企業のパフォーマンスと未払込株金について、それぞれp54とp69に、不肖・評者の研究成果が引用されていることに感謝したい。

「第3章 財閥の成長とM&A」について。「財閥論」は、経済史において古くから議論が集積した分野である。著者はそのような膨大な「財閥論」を簡潔にスケッチしたうえで、財閥こそまさにM&Aによって成長を遂げた企業システムであった、と主張してはばからない。その根拠は、岡崎哲二(1999年、筑摩書房)を深めた川本真哉・宮島英昭(2021年、経営史学会)の計量分析の結果である。

すなわち著者は、M&Aの事後のROEを5つの指標に分解し、それぞれを事後の5期にわたって観察する、という煩雑な作業を行っている。その結果、4期後と5期後において統計的に有意になったと報告している(表3-10)。

「第4章 金融恐慌と電力戦：1920年代のM&A」について。本章では、1920年代に発生した金融業と電力業のM&Aブームについて論じている。経済史に親しむ者には、おなじみの分野であり、著者は先行研究について簡にして要を得た記述を行っている。

銀行業に関しては、第1次大戦後の恐慌と関東震災によって累積した不良債権の結果勃発した金融恐慌と、その過程で制定された銀行法がM&Aを促し、一方電力業に関しては、戦間期の技術革新の結果、競争が激化したためM&Aが行われたとしている。

「第5章 独占とグループ再編：1930年代の企業合併」では、金本位制への復帰と昭和恐慌のもと、経営不振企業がM&Aの対象になったとされている(表5-1)。そしてこのうち、「業界独占型」として日本製鉄と王子製紙のケースが、「グループ再編型」として三菱重工業と住友金属工業のケースが検討されている。その結果、M&Aを受けた企業の<株主>の富はおおむね毀損されず、PMI(買収後の効用最大化

策)により「独占の弊害」も生じなかった旨述べている。

「第6章 戦時経済とM&A」について。戦時時期(1937~45年)は、いわば国家が経済の矢面に登場し、M&Aも国策として行われた時期であった。著者は、その点を紡績業と財閥系企業について検討し、金融系列(メインバンク制の萌芽)や生産系列(下請制の萌芽)にも言及している。すなわち、大紡績会社は多くの中小紡績会社をM&Aにより整理集約するとともに他分野へも多角化をはかり、一方財閥系企業も内部投資に加えM&Aにより規模拡大を果たしたことが論じられている(3大財閥につき、表6-2)。

「第7章 財閥解体：安定株主の喪失と買い占め」においては、著者は財閥解体とは何であったか基本的説明をしたあと、それが分散した不安定な株式構造を招いたこと(表7-2)、そのため陽和不動産事件や白木屋事件などの「買い占め」なるM&Aが起こったと述べている。そこで、それに対処するため行われたのが、銀行や商社を中心とする友好企業間の「株式持合い」であり、こうして市場が安定化する過程で終身雇用・年功賃金・企業別組合からなる「日本型雇用」が生まれ、両々相まって「日本型企業システム」が形成されたとしている。

「第8章 資本自由化と大型合併、系列化」について。前章の市場安定化をうけて「企業集団」が形成された経緯を述べ、そのため高度経済成長期から1980年代にかけてはM&Aは低調であったと論じている。とはいえ資本自由化の要請もあって、一応「大型合併」がめざされはしたが成果はあまり芳しくなく、むしろM&Aとしては企業間のタテの部分的株式取得である「系列化」が進められたとしている。大

型合併のパフォーマンスについては、新日鉄のケースが吟味されている。

「第9章 持株会社：経営統合と組織再編」について。1997年からわが国においてはM&Aの方法が1つ増えた。持株会社の解禁である。すでに600件におよぶ持株会社が設立されている(設立時に上場企業のみ)が、それには「組織再編型」と「経営統合型」の2つの形態があるとされる。その移行動機につき、前者は「戦略と事業の分離」などが、後者は「合併の代替手段」などがあげられている。

そして「組織再編型」と「経営統合型」が同時に見られる「JFEホールディングス」のケースが紹介され、M&Aの効果が究明されている。それによるとM&A後の<企業パフォーマンス・株主・従業員>は、ROAは改善され株価も上がったが人員削減が断行された、と述べている。なお本章につき、著者は『日本の持株会社一解禁20年後の景色』(2020年、有斐閣)なる編著を上梓している。

「第10章 会社支配権市場：敵対的買収と防衛策」では、日本における敵対的TOBの効果が、最新のデータにもとづき分析されている。その結果、ターゲットとなったのは、業績不振の企業や所有構造が流動的な企業であった、としている。

また、TOBされた企業の<株主>に富をもたらしているが、買い手がストラテジック・バイヤー(事業会社など)のほうがファイナンシャル・バイヤー(ファンドなど)よりも株価効果が大きい、と述べている。TOBされた<企業のパフォーマンス>については、TOBの成否・買い手の性質により異なり、TOBが成立した場合と買い手がストラテジック・バイヤーの場合に、株主還元が充実しているとしている。

TOB 後における<従業員>の雇用の削減は観察されなかった、と述べている。

「第11章 クロスボーダーM&A」では、まず日本企業による海外企業の（いわゆる IN-OUT 型の）M&A に関する詳細なレコフデータが整理されている。つぎに成功をおさめたブリジストンなどのケースが定性的に分析され、さらに成功要因について考察した先行研究が紹介されているが、いまだ調査途上にあるとしている。

「第12章 ゴーイングプライベート：MBO の動機と成果」について。MBO（経営者による自社買収）により、2022年末までに市場から退出したケースは194件にも上る（2023年、レコフ）という現実を前に、著者はこのような経営者と一般株主の関係を「構造的利益相反」と呼び、いびつだという。

そこでMBO20年史をふり返り「公正性担保措置」に注目している。そして<一般株主>の富、MBO 後の<パフォーマンス・従業員>を検討しているが、これも前章同様、調査途上だとする。本章についても、著者は『日本のマネジメント・バイアウト』（2022年、有斐閣）を上梓している。

また親子上場のコスト・ベネフィットにも言及している（コラム8）。

「終章 M&A と日本経済」では、特に<企業のパフォーマンス・株主・従業員>の視点から、M&A の効果の結論が述べられている。

3. 本書の評価

(1) まず、評者が第1に指摘したいのは、本書のタイトルの「M&A」について、その定義がなされていないことである。カッコ書きで簡

単に合併・買収との表記はあるが、著者はそれで充分と考えたのかもしれない。しかし、はじめに当該書物の中心概念を明らかにしないのは学術書のデフォルトではない。

知られるように「M&A」は Mergers & Acquisitions の略で、その原語自体も特異なものである。松井和夫『M&A』（1991年、講談社）には、日本において「1989年はM&A ブームの元年」という記述があるので、管見の限り1980年代に、そのような表現が確立したのではなかろうか。ちなみに「コーポレート・ガバナンス」は、当初「会社管理」と訳されていたが、1970年代後半に「企業統治」という用語として定着をみた（1998年、鴻常夫・北沢正啓『英米商事法辞典』）。

著者の「M&A」の definition をおろそかにする姿勢は、いきおいそのメカニズムについての説明不足にも及んでいる。たとえば買収の方法について、資本参加・出資拡大、株式交換、営業譲渡や非株式会社における資産買収など多々あり、著者にはその点の整理・解明をしてほしかった。

(2) また評者は、本書の「150年史」というキャッチイなタイトルに魅せられて、ついビケティを持ち出すまでに及んだ。ところが本書を通読してみると、たとえば「第I部 戦前・戦時期のM&A」の大部分は、先行研究の整理にすぎない。一貫した独自の指標に基づく長期の計量分析かと思いきや、それは評者の勝手な思い込みにすぎなかった。考えてみればM&Aは、表終-1にもあるように時代ごとの別個の要請によるもので、時代を超えた共通の説明変数による長期分析などは望むべくもないことに気づかされた。

本書がそうした「150年史」であることを了

解すると、むしろ著者の要領を得た的確な記述に感心させられる。評者は思いがけなく経済史に関する基本的な復習の機会を与えられた。

(3) つぎに、本書の計量分析について見てみよう。まず指摘できるのは、本書のそれはサンプル数が一様に小さく2桁であることがあげられる。もちろんM&Aはくり返し頻繁に起こる事象ではなくサンプルが少なくとも仕方がないし、また先行研究も表1-4から一部を除き同様であることは、評者も承知している。したがって、この点の分析の頑健性は、回帰式(被説明変数と説明変数)、t値やR2などがテーブルにして示されないと、やはり評価できないところである。先に指摘した誰にも優しい計量分析という本書の長所が、ここへ来て裏目に出たわけである。

つぎに計量分析一般に関する評者の疑問に「代理変数」の適格性の問題(その変数が本当に被代理変数の代理たりうるのか)がある。さいわい表12-5はすべて代理変数を用いた分析である。この際この点の著者の考えを聞きなかった。

かえって評者は本書の読後感として、M&Aは多様性に満ちた分野であり、その一つ一つからより多くの示唆が得られると感じた。極論すればM&Aは、計量分析には少し不向きな分野で、むしろケース分析がふさわしいのかもしれない。

(4) 以下では箇条書きではあるが、やや細かい点に踏み込んで、評者の考えを述べておきたい。

- ①第1章では、「帝国建設」と「傲慢仮設」の違いが、評者にはよく分からなかった。
- ②第2章で、著者はM&Aというが、手法として使われているのは「合併」だけであ

る点に、読者は留意すべきである。

- ③第4章では、銀行業・電力業それぞれの計量分析はなされず、広く「非金融業」に関する前章の川本・宮島(2021年)の結果が援用されている。第4章の表題に対し羊頭狗肉の感なきにしもあらずである。
- ④第8章に、2000年台のM&Aの事例が載せられているが、本章は資本自由化の時代の個所であり、何らかの手当てがなされるべきであろう。
- ⑤第11章のIN-OUTのケースについて。2008年のリーマン・ショックが引き金となって、以後の日本経済は円高基調が続き、2011年には1ドル=75円の最高値をつけた。あわてた日本企業の一部は、この急激な円高に対処するため緊急避難的に東南アジアなどへ工場移転をしたが、その一環としてM&Aの選択を迫られた企業もあったのではないか。この点は評者の理論上の考えにすぎないが、本書ではなおざりにされている。ぜひ実証的な追及を期待する。
- ⑥第12章は、著者の自家薬籠中の分野で、コーポレート・ガバナンスとしてのあらゆる論点が詰まっており、ここにガバナンス論も極まれの感を深くした。ところで素朴な疑問であるが、経営者と一般株主との経営情報の非対称性から、MBOのほとんどの場合「インサイダー取引」が成立するのではないだろうか。
- ⑦同章のコラム8で「親子上場」について言及されている。故下谷先生はゼミで親子上場の不思議について、よく語っておられた。地元のトヨタと協豊会企業間(表8-11)で、こういう事例は事欠かない。これは日本型企業の特徴の一つで、なぜ親子上場をする

のか、さらなる定性的・定量的な追及を期待したい。

4. おわりに

以下に2, 3の点を補足して本稿の結びとしたい。

(1) まず「計量経済学」について、ひとこと付言しておきたい。最近、数値を入力するだけで結果が出力される優れたソフトが多数市販されており、極論すればあとはそのトリセツを読むことで「計量経済学」にアプローチできる環境が整っている。佐和隆光先生（元京都大学経済研究所所長）は、安易なソフトが出回ることをいとわれたと思いきや、とにかく計量経済学が世に広まることのほうを優先されて、そのような方向性をむしろ支持された、と評者は聞いている。

今世紀の科学には分野を問わず、広くデータ・サイエンスが普及しよう。早い話、大谷翔平のドジャースの新しい通訳は、野球におけるデータ分析のアナリストの顔も持っているそうである。いわんや今後の経営学・経済学の研究者は、各自が利用するかどうかは別として、その知識を全員が共有し、それを前提として議論することが望まれる。評者は、本書からそのような研究方法上の来たるべき明日を感じ取った。

(2) 周知のように日本の2023年度のGDPは、ドイツに抜かれ世界第4位となった。さらに2025年度にはインドにも抜かれ、世界第5位に陥落することが予測されている。「消費」は当然「人口」と大きく関係し、インドの人口は14億を超え世界第1位であり、かつGDPは「 $Y = C + I$ 」のケインズの有名な式を通して「消費」に強く影響されることを思えば、この予測

は当たる公算が大きい。ただGDPを規定する要因は、ほかにもう一つある。

それは、その国の「技術革新（イノベーション）」への取組みである。とはいえ日本の優位性は、既存技術の応用的部分に磨きをかけるだけで、日本の技術革新のポテンシャルを心細く感じるのには評者だけだろうか。GAF AやOpenAIなどの先端企業は、すべて米国発である。日本人はそれに追随するだけで、遺憾ながら世界を牽引するだけの画期的な独創性に欠けるように思われる。

ここへ来て窮余の策として考えられるのは、海外の有力企業をM&Aすることであろう。本書にいう「クロスボーダーM&A」である。

その際重要なのは、国家間の入念な根回しである。最近のUSスチールの事例から、そう思った。

(3) 本書の副題は「日本企業はどう成長してきたか」である。ところで、この「成長」に関し、最近憂うべき事態が発生していることに言及しておきたい。それは、阿漕なM&A仲介業者の出現である。これは本書の「価値を創造しないM&A」の、どのカテゴリーにも入らないものである。

中小企業は、経営者の高齢化や後継者不足を理由とする、黒字での廃業がめずらしくない。そこでそういう企業が、仲介により他の企業に買収されれば、技術やブランドが活かされ社会的厚生は維持される。そう考えて中小企業庁も「M&A推進計画」を作成した（2021年）。これに参画した仲介業者は約700社にのぼり、2021年に行われた中小企業のM&Aは4000件を超えるという。

その中の1部の被買収企業は、買収企業に「預り金」名目で多額の現預金を引き出され、その

結果資金繰りが悪化し、従業員の給与、取引先代金、融資返済や年金・税金などの支払いが滞り、また買収企業自体の運営資金やM&A仲介業者への手数料として使い込まれたそうである。そのため被買収企業の役員からは「事業を買収して再生するといわれたが、実態は違った」との怒りも聞かれるという（2024年5月11日、朝日新聞）。

この場合、買収企業と被買収企業の両方の仲介を1つの業者がしているなら、それは民法108条が禁じる「双方代理」に当たる。ともかく対象企業の多くは非上場であることが推定されデータ収集には限界があるろうが、このようなM&Aに関する著者の研究も期待したい。

(元富山大学大学院教授)