

# 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—

岡部光明\*・関晋也\*\*

2006年6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

本稿作成に際し、統計手法の面で小暮厚之氏（慶應義塾大学総合政策学部）、森平爽一郎氏（同）から貴重なご示唆をいただいた。また、第一著者は慶應義塾学事振興資金から研究資金の援助を受けた。当然ながら本稿に含まれる見解や誤謬は全て著者たちに帰属する。

\* 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)

\*\* 慶應義塾大学 環境情報学部在学中 (t03557ss@sfc.keio.ac.jp)



## 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—

岡部光明・関 晋也

### 【概要】

日本における企業の M&A（mergers and acquisitions、合併と買収）は、1997 年ごろ以降一貫して急速な増加を示している。M&A は、企業の経営を規律づけるため経済全体の活力を維持する機能を持つ一方、他方では企業従業員を中心とする多くの関係者の日々の生活の安全を脅かすリスクを伴うので、ヒューマンセキュリティ確保の観点からも見逃せない現象である。本稿では、まず近年の M&A 急増の背景を整理し、次いで M & A 実施企業にとっての経営の安定化および効率化の面に焦点を絞り、その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した。そのため本稿では独自に収集、整理したデータ（2001 年に M&A を実施した企業のうち 157 社）をもとに分析を行った。その結果、(1) M&A の実施後に経営の安定化（倒産確率の低下）と効率化（ROE の上昇）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 割強あった、(2) このため M&A はハイリスク・ハイリターンの性格をもつ経営戦略といえる、(3) 経営を効率化させる効果と安定化させる効果を比較すると前者が後者よりもはるかに大きい、(4) このため M&A は日本経済の構造変革にとって有効な（いわゆる時間を買う）手段といえる、などを主張した。また、M&A が企業の幅広いステークホルダーにとって望ましいかたちで円滑に機能してゆくための政策課題も指摘した。

キーワード：M&A、倒産確率、ROE（株主資本利益率）、ロジットモデル

## 目次

はじめに - 本稿の目的と構成

1. 日本における M&A の動向と特徴 .....	6
1-1 日本における M&A の動向、背景、国際的にみた特徴	
1-2 M&A の一般的効果および発現パターン	
2. M&A の効果に関する先行研究 .....	11
2-1 M&A の効果を評価する二つの視点	
2-2 日米企業に関する M&A 効果の実証研究	
2-3 日本企業 M&A に関する先行研究の含意	
3. M&A の効果を測定する 2 指標、分析手法、利用データ .....	18
3-1 M&A 効果測定 の 2 指標	
3-2 統計分析の手法	
3-3 M&A 実施企業のデータベース作成方法	
4. M&A の効果 (1) : 経営安定性の変化 .....	22
4-1 倒産確率の推計式と推計結果	
4-2 M&A による経営安定化の評価	
4-3 初期条件の差異と安定化	
4-4 M&A の手法別にみた安定化	
5. M&A の効果 (2) : 経営効率性の変化 .....	28
5-1 M&A による経営効率化	
5-2 初期条件の差異と効率化	
5-3 M&A の手法別にみた効率化	
6. M&A 効果の総括および考察 .....	33
6-1 M&A 効果の総括	
6-2 考察	
7. 結論および残された研究課題 .....	37
付論 ロジット・モデルとそれを用いた倒産確率の分析 .....	42

## はじめに一本稿の目的と構成

日本では、ここ1-2年、ある企業が別の企業を買収するという事象が目立っており、これが新聞の大見出しになることも少なくない。現に企業のM&A (mergers and acquisitions、合併と買収)の件数は、1990年代前半の年平均約500件から2006年には2,725件とここ10年間で5倍強もの水準になっている。M&Aの増加は単に日本だけでなく欧米諸国においてもみられるが<sup>1)</sup>、とりわけ日本での増加ぶりが顕著である。

近年、日本ではM&Aがなぜ急増しているのか。海外諸国と比べた場合どのような特徴があるのか。M&Aは、買収企業および被買収企業の経営やその後のパフォーマンスにどのような影響をもたらしているのか。M&Aの増加は日本経済の構造改革にとってどんな意味を持つのか。公共政策はどのように対応すればよいのか。

本稿は、こうした一連の問題に答えようとする研究の一環である。M&A急増の背景や政策課題はある程度すでに論じたので(岡部2005:4節3項)、ここでは、M&Aがその後の企業パフォーマンスにどのような影響をもたらしているのかという問題にもっぱら焦点を絞り、日本でみられたM&Aの実例をもとに統計的分析を行なった。M&Aの効果に関する実証分析は、アメリカや英国などM&Aが日本に比べて早くからみられ、また格段に多い国の企業を対象とした研究が国際的に散見されるものの、日本企業を対象としたM&Aの効果に関する実証分析は、著者たちの知る限り現時点ではほとんど見当たらない。その一つの理由は、M&Aの急増が注目を集めだしたのは比較的最近であるため、利用可能な関連統計(ことに政府による公式統計)が未だ整備されていないことに一つの原因があると思われる。

こうした状況下、本稿では、まず著者たちが日本企業のうち、M&Aを実施した企業のデータを企業毎に収集し、それを加工してデータベースを作成した。すなわち本研究で用いるデータは、2001年中にM&Aを行なった1,658社のうち、財務諸表の計数に不規則変動が比較的少ない業種に絞り、かつその中から十分な財務データを入手可能な157社を選んで分析対象とした(その業種および社名一覧は付表1を参照)。また、M&Aの効果が企業のパフォーマンス(財務諸表における計数)として実際に現れるのは一般に約3年後といわれているため、上記対象企業につき、その2001年と2004年の財務データを比較することによって、M&A実施後に企業の安定性と効率性がどう変化したかを分析した。

以下、第1章では、日本におけるM&Aの動向とその特徴につき、国際比較の視点も加えつつ整理するとともに、M&Aの一般的機能を述べた。第2章では、M&Aの効果に関する研究視点は二つに大別できることを説明し、次いで海外(もっぱら米国)における先行研究および日本での日本企業を対象とする先行研究を整理した。第3章では、本稿でM&Aの効果として注目する二つの側面(企

1) M&Aはここ4-5年、欧米諸国においても、その件数もさることながらとりわけ金額の増大傾向(つまり大口化)が続いている。たとえば、M&A金額(対象となった企業の株式価値総額)をみると、米国、欧州とも2006年(第1四半期)には2002年(同)の約3倍にも達している(*The Economist*, 2006年4月8日号、69-70ページ)。とくに欧州では共通通貨ユーロの導入(1999年)に伴い次第に活発化すると予想されていた域内経済統合が、従来規制されていた産業を中心に最近になって進んでいることを反映した結果である、とされる。

業経営の安定化および効率化)を測定するために用いる指標を説明するとともに、分析手法(ロジット・モデル) および利用するデータベースの作成方法を解説した。第4章では、M&Aの二つの効果のうち、経営「安定化」(倒産確率の低下)効果が認められるかどうかに関する統計分析の結果を提示するとともに、そうした効果がM&Aの手法のいかんによって異なるのかも明らかにした。第5章では、M&Aのもう一つの効果である経営「効率化」(ROEの上昇)効果の分析結果を提示し、ここでもその効果とM&Aの手法の関係を述べた。第6章では、前2章の結果を統合し、M&Aの効果に関して総合的評価を行なうとともに、企業戦略の視点からM&Aを考察した。最後の第7章では、本稿の結論を述べるとともに残された研究課題を指摘した。付論では、ロジット・モデルを簡単に解説した。

## 1. 日本における M&A の動向と特徴

1997-98年以降、日本のM&Aは急増する傾向にある。M&Aとは、一般に企業の合併(mergers)および買収(acquisitions)を意味する。つまり、対象企業の株式を取得すること(つまり株主総会における議決権の獲得)によって当該企業の経営に参加すること、ないし経営を支配することである。日本企業が銀行金融の比重を低下させる一方、このように資本市場との関係を強めつつあることは、日本の金融システムと企業との関係が構造的に変化しつつあることを示している(岡部1999:1章および2章)。

M&Aの手法は二つに大別できる。一つは、株式の買収対価を株式で支払う場合(株式交換等)である。いま一つは、現金で支払う場合であり、これには、TOB(takeover bid、株式の公開買付け<sup>2)</sup>)やLBO(leveraged buyout、レバレッジド・バイアウト<sup>3)</sup>)などM&A特有の手法がある。とくに買収対象企業の経営陣の同意を得ずに実施されるものは敵対的買収(hostile takeover)とよばれ、社会一般の注目を集める場合が多い<sup>4)</sup>。本稿では、企業の合併<sup>5)</sup>、買収<sup>6)</sup>などいわば狭義のM&Aだけでなく、営業譲渡<sup>7)</sup>、資本参加<sup>8)</sup>、出資拡大<sup>9)</sup>など、企業の経営権を左右する現象を広く含めてM&Aと称することとしたい。

以下では、近年における日本のM&Aの動向とその特徴をまとめるとともに、M&Aが一般に持つとされる機能をまず整理しておきたい。

2) 企業の経営支配権を得るために株式取得を行なおうとする者が、買付の期間、株数、価格を公表して不特定多数の株主から株式を買い取ること。

3) 買収先の資産などを担保に資金を借り入れ、その資金で企業買収をすること。少ない自己資金で買収を可能とする(レバレッジ<梶子>の効果がある)のでこの名称が付いている。

4) 実務としてのM&Aは、法律やファイナンスに関する高度の知識が要請される専門性の高い分野である。関連書籍は最近急増しているが、差し当たり渡辺(2004)、藤原(2005)、渡辺・井上・佐山(2005)が良い参考書といえよう。

5) 2社以上の企業が契約によって実質的に1社に統合すること。

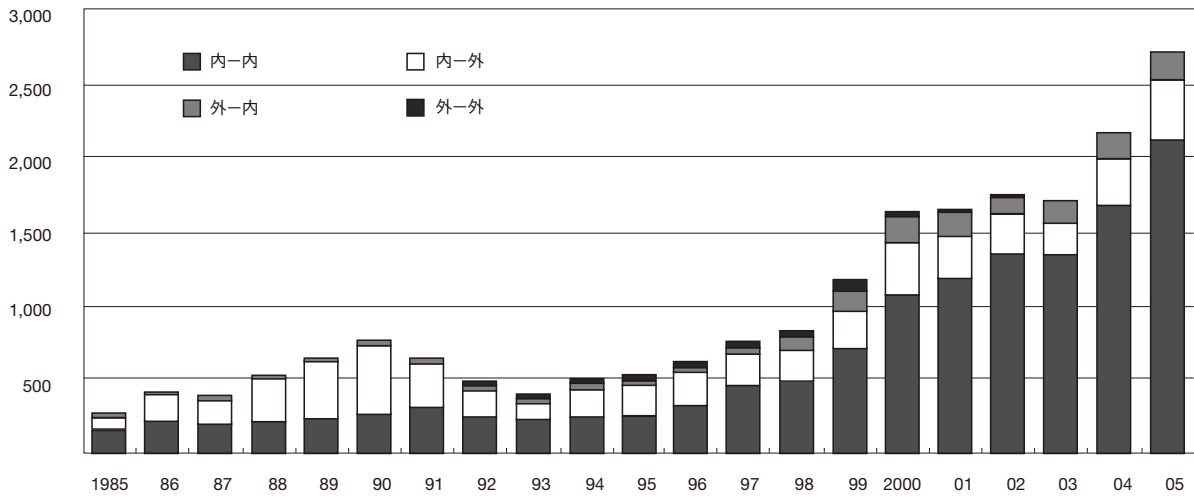
6) 株式取得、増資引受、株式交換等によって50%超の株式を取得すること。

7) 企業の資産、従業員、商権などを一体として譲り渡すこと、ないし譲り受けること。

8) 買収と同様に株式を取得するがその比率が50%以下の場合。

9) 株式の既所有者が50%以下の株式を追加的に取得すること。

図表1 日本企業が関与する M&A の件数の推移



(備考) 内-内：日本企業同士の M&A。  
 内-外：日本企業による外国企業への M&A。  
 外-内：外国企業による日本企業への M&A。  
 外-外：日本企業が海外で買収した企業が絡む M&A。  
 (出所) レコフ社の M&A 専門誌「マール」(統計とデータ)。  
 <<http://www.recof.co.jp/web/fm/graphdata>>

### 1-1 日本における M&A の動向、背景、国際的にみた特徴

日本企業が関係する近年の M&A を概観すると、その特徴として次の3点を指摘することができる。第一は、その件数が1997-98年以降、急増傾向を示していることである(図表1)。第二に、このような近年の急増は、従来のパターン(日本企業による外国企業の買収が中心)とは異なり日本企業同士の M&A が大半を占めるようになってきていることである。そして第三には、日本における M&A の件数は主要国におけるそれと比較して依然極めて小さいことである。

第一点および第二点の理由<sup>10)</sup>としては、第一に、日本企業を取り巻く経営環境の変化(日本経済の長期停滞、NIES 製品の競争力向上等)に対して、企業は生き残りのための合理化ないしグループ再編(共倒れ回避)を緊急かつ効率的に推進する必要性に迫られ、その手段として M&A を採っていることを指摘できる(経営環境変化へのいわば受動的な対応)。第二に、実証研究(蟻川・宮島2006)の結果が示すように、将来の成長機会が豊富であり、また資金調達面で余裕がある(負債比率が低い)企業が積極的に M&A を行なったことである(攻めの経営手段としての活用)。第三に、会社組織の再編ないし M&A を容易にする法制度の整備が1997年以降なされてきたことも、M&A 急増のいま一つの理由である(関連制度の整備)。ちなみに、関連する法律等の整備は、商法や企業会計原則を中心に図表2のように急テンポで展開してきている。第四に、ごく最近では M&A に対する意識の変化(企業ガバナンス改善手法の一形態との認識)、あるいは M&A 市場の変質(投資銀

10) これら2点に関するやや詳細な説明は岡部(2005:4-3)を参照。



図表2 企業のM&Aに関連する法律等の改正

	商法	その他法律	会計	税務
1997年	合併手続きの簡素化	純粹持株会社の解禁	合併手続きの簡素化	
1998年				
1999年	株式交換制度 簡易な営業全部譲渡	産業活力再生 特別措置法	税効果会計適用 キャッシュフロー計算	
2000年	会社分割制度 簡易な営業全部譲渡	民事再生法	金融商品時価評価 (持合株式を除く) 新連結会計基準	
2001年	金庫株制度等 額面株式制度廃止 新法定準備金制度		持合株式の時価評価 退職者給付会計	企業組織再編税制
2002年	種類株式制度 新株予約権制度 連結計算書類作成			連結納税制度
2003年	定款授権の自己株取得	会社更生法全面改正 産業活力再生法改正	減損会計基準	
2004年	株券不発行制度			
2005年	会社法制の現代化			

(出所) レコフ社「日本のM&A市場の特色」<[http://www.recof.co.jp/ma/j\\_ma.html](http://www.recof.co.jp/ma/j_ma.html)>。

行やファンド<sup>11)</sup>の投資的行動の活発化)もM&A増大をもたらす要因となっている<sup>12)</sup>。

### 国際比較でみた日本のM&A

日本におけるM&Aの件数は、ここ10年来急増しているものの、海外の多くの国と比較すれば依然極めて小さいのが大きな特徴である(上述した第三の特徴点)。その実情をいまいし仔細にみるためM&Aの動向を各国比較すると(図表3)、世界的には次の特徴を指摘できる。

第一は、欧州連合に属する諸国(スウェーデンを含む欧州諸国)や、資本市場型の国々(米国、英国、オーストラリア等)、ないし金融取引を比較的早い段階から自由化していた国々などにおいてM&A件数が相対的に多いことである。一方、それらに該当しない国(インドネシア、インド等)、あるいは銀行金融を中心とする国(日本、韓国等)では件数が少なく、とくに日本での少なさは世界的に際立っている。

第二は、M&Aのうち、敵対的買収の件数はいずれの国においてもM&A全体の件数のうちで非常に小さいことである(米国でもM&A全体の1割程度にとどまる)。ただ、各国の敵対的買収を相対的にみれば、資本市場型の国々(英、米、オーストラリア)では銀行金融型の国々(ドイツ、日本等)に比べて幾分高い頻度で見られる。

第三は、国際的M&A(国境を越えたM&A)は、(1)国内に多様な産業や企業を擁し経済規模も

11) 複数の投資家から資金を集め、その資金を用いて行われる事業ないし取得資産からの利益を投資家に分配する仕組みのこと。

12) 井上(2006b)。



図表3 企業のM&A（合併および買収）の各国比較 -1990-1999年平均

	M&A 件数 (対上場企業数、%)	うち敵対的買収の件数 (対上場企業数、%)	全 M&A に占める 国際的 M&A (%)
米国	65.6	6.4	9.0
スウェーデン	62.0	3.7	35.4
イタリア	56.4	3.0	36.1
フランス	56.4	1.6	33.8
英国	53.6	4.3	23.4
ドイツ	35.5	0.3	26.0
シンガポール	34.0	0.4	31.4
オーストラリア	34.1	4.6	27.1
カナダ	30.0	2.7	22.6
メキシコ	27.5	0.0	51.2
タイ	17.1	0.0	43.2
インドネシア	10.6	0.0	56.0
日本	6.4	0.0	13.2
韓国	4.8	0.0	53.8
インド	2.0	0.0	56.0
世界 49 개국平均	23.5	1.0	42.8

(出典) Rossi and Volpin (2004) 第1表。ただし上表は、原表に掲載されている国のうち引用者（著者）が幾つかの国を選び、M&A 件数（最左欄）の多い順に再配列したものである。

大きい米国では比較的少ない、(2) その他の国では経済発展段階あるいは金融制度の種類の如何を問わず各国とも概してかなりの比重を占める（M&A 全体の 20～40%）、(3) 日本での国際的 M&A はほとんどの国に比べ非常に少ない、などの特徴があることである。

上記の傾向は、同表以外の各種研究報告でも概ね確認されるものである<sup>13)</sup>。このことから推測すると、日本における M&A 件数の水準がなお極めて低いのは、第一に、M&A が生じやすい資本市場中心型の金融システムではなく銀行中心型であったこと、を指摘できる。第二に、金融自由化が欧米諸国に比べて遅延してきたこと、も見逃せない。そして第三に、会計基準の整備が遅れている国、あるいは株主の権利保護が遅れている国においては M&A が有意に小さいという実証研究の結果 (Rossi and Volpin 2004) をもとに判断すれば、日本においてはこれらの制度整備が遅延したこと、もまた妥当するといえよう。

つまり、日本ではこれらの要因が重なったため、M&A が比較的最近まで低水準にとどまったと考えられる。逆にいえば、日本ではここ約 10 年間これらの要因が大きく変革しつつあり、その結果 M&A の急増が生じていると理解できる。そして、最近景気が長期間にわたって回復傾向を続けていること背景には、M&A のこのような増加によって象徴的に示される日本経済の構造変革の進展が

13) 例えば Gugler et al. (2003) Table 2A.

ある、といえよう。

## 1-2 M&Aの一般的効果および発現パターン<sup>14)</sup>

### M&Aの一般的機能

M&Aは、端的にいえば企業株式の買い手、売り手の双方が経済合理性を追及した結果として生じる、と理解できる。すなわち、これまで独立性が強かった2つ（またはそれ以上の）企業が合併することによって生じるシナジー効果（統合によるメリット）によって経営の効率性を改善することが期待できるからである。その効率化の源泉は、規模の経済性、範囲（業務多様化）の経済性、時間の節約などである。それらによって効率性が改善する。こうした効果を追及する企業の行動を理論的にいえば、コースの古典的論文（Coase 1937）で主張されたとおり、企業は取引コストを最小化すべく企業の内部と外部の境界（つまり事業の範囲）を設定する行動をする、と理解できる。そしてその具体的手段の一つとしてM&Aを位置づけることができる。つまり、企業は単に規模を拡大するのが常に得策であるわけではなく、市場環境の変化に伴ってある場合にはM&Aによる規模拡大（他企業の統合）ないし事業多様化が、そして別の場合には事業売却あるいは子会社売却など規模縮小が経済合理性に見合う行動となる。そしてM&Aは、買収企業にとっては前者の対応を意味し、被買収企業にとっては後者の対応策を採ることである、と理解できる。

ちなみに、事業多様化の例として米国GE（General Electric）社を挙げておこう。同社は、企業成長のために従来からM&Aを積極的に活用しており（M&A専任を企業内に230名も抱えている）、その結果、同社が手掛ける分野は金融、合成樹脂、健康ビジネス、放送などに拡大してきている。この結果、同社を表現する場合には「electric（電機）」という表現よりも次第に単に「GE」との呼称が次第に多くなってきているというのが実情である<sup>15)</sup>。

したがって、M&Aは個別企業にとって経営効率を改善し、経済全体としてみれば資源配分の効率化効果をもつものである。これは、時折社会問題を引き起こす敵対的買収についても（一定の前提条件を必要とするものの）妥当することである。なぜなら、それは経営規律付け効果を持つからであり、敵対的買収も含めM&Aは市場中心の企業がバナンスにおいて不可欠の装置と位置づけることができる。

### M&Aが持つ負の効果

M&Aは上記のような経営効率化効果を確認に持つものの、全てのM&Aが無条件に望ましいものであるとはいえない点に注意する必要がある。

第一に、敵対的買収（hostile takeover）の場合、従業員や取引先などステークホルダー（利害関係者）によってそれまでなされてきた企業固有投資（firm-specific investments）の価値が、M&Aに伴う経営再編によって低下ないし毀損するというマイナス効果が大きく現われる可能性があるからであ

14) ここでの記述は、井上（2006a）に依存する面が大きい。実務的には、（株）レコフのM&A専門月刊誌「MARR」2001年12月、2002年1月号にもやや詳しい説明がある。

15) The Economist, 2006年4月8日号、70ページ。

る。それは労使間での暗黙の契約（信頼関係）を破ることに伴うマイナス効果であり、もしそうした効果がM&Aのプラス効果（経営規律付け効果）を上回るならば、敵対的買収の純効果はマイナスとなる。したがって、M&Aのうち敵対的買収についてはその純効果は理論的には不明である（Shleifer and Summers 1988）。

第二に、企業経営者は企業利益（株主利益）よりも私的利益を優先させる（いわゆるエージェンシーコストが発生する）可能性があり、その程度が大きければM&Aのメリットが減殺されるからである。例えば、経営者は株主に対する配当金を増やすよりも内部留保資金を増やし、それを設備投資に振り向ける（そのためにそれを熟知した経営陣が必要であるという主張をする）など自分自身の立場と職務を保護する行動をとる可能性がある。これは、経営者が自分の権限を保護するために周囲に塹壕を構築することに例えられるので、エントレンチメント（entrenchment、塹壕構築ないし保身）とよばれている。このように経営者の私的利益の追及が生じる場合にはM&Aの利益は大きく損なわれる（Shleifer and Vishny 1989）。

第三に、M&Aによって業界内の企業間結託が容易になるような場合、それによる競争制限が当該企業の株主にとっては利益（株価）増大に貢献する可能性があるが、経済全体の資源配分効率化の観点からみれば、それは望ましいことにはならないからである。

## M&Aの発現は波動的

M&Aは、各産業で常時発生するのではなく、特定時期に、そして特定産業において集中的にみられることが大きな特徴である。

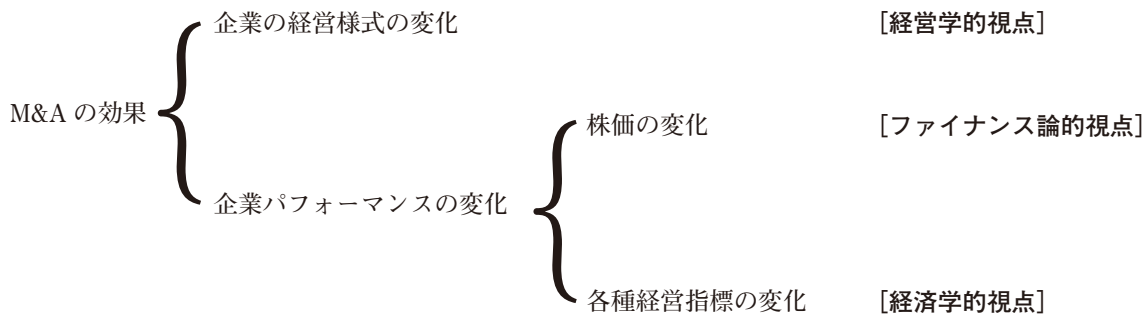
このような波動現象は、まず米国においてみられた。つまり1970年代は鉱業、1980年代は石油・ガス、1990年代は通信、銀行などがそれぞれ中心となってM&Aが発生した。またこのようなパターンは日本についても妥当する。例えば、1998年には石油、非鉄金属などの伝統的産業において活発化し、1999年には銀行および保険、2001年からは小売および電気機械が、そして2003年には情報通信など技術革新が急速に進むIT産業やサービス業で活発化するなど、特定の時期に特定産業に集中してM&Aが発生している（宮島・蟻川2006）。

このようにM&Aが特定時期と特定産業で集中的に発生するのは、何かの外的条件の急変化（ショック）、例えばエネルギー価格の急変、規制緩和、技術進歩、需要の構造的シフト等が起こった場合、それは共通の投入・産出構造を持つ企業群（つまり特定業種）に一律に影響が及ぶからである。なお、日本では、前記（前出図表2）のようにM&Aが生じやすい制度へと規制ないし法律が変更されてきているので、日本のM&Aは業種のいかに問わず全体として今後さらに増加する可能性がある、といえる。

## 2. M&Aの効果に関する先行研究

M&Aが行われると、買収企業、被買収企業とも色々な面で大きな影響をうける。ここでは、M&Aの効果に関してこれまでになされた各種研究を簡単に整理しておくことにしたい。

図表4 M&Aの効果を評価する視点



(出所) 井上 (2006a) を参考にして著者が作成。

## 2-1 M&Aの効果を評価する二つの視点

M&Aの効果を評価する場合の視点は、大別すると図表4のように二つに整理できる。

第一に、M&Aに伴い企業経営の様式が変化することに着目する視点がある。例えば、量的拡大を経営上の大きな目標としていた企業が、経営効率化を最優先する企業によって買収されるような場合には、売上高よりもROE（株主資本利益率）の向上が優先されるので、単に販売活動だけでなく設備投資や雇用面でも従来とは異なる方針がとられると予想される（つまり雇用や設備は圧縮される可能性が大きい）。また、長期雇用の慣行（企業と従業員の間における暗黙の契約）を持っていた企業（日本型企业）がそうでない企業（英米型企业）に買収される場合には、従業員の評価は年功によるよりもむしろ成果主義<sup>16)</sup>によって行われるようになる可能性が大きい。さらに、買収企業が事業多角化を強く指向する経営を行なうような場合には、被買収企業の事業内容も多様化したものとなるか、それとも両企業を通して事業を多様化するので当該企業がむしろ特化するかは一概に予想できないが、いずれにせよ事業のあり方は大きく再構成されるであろう。M&Aに伴ってこのように企業の経営方式は大きく変化する可能性が大きい。このような企業経営的側面に重点をおく場合が一つの評価の視点であり、それは経営学的視点からの考察といえる。それは専ら定性的視点からのM&A評価になる。つまり、M&Aの結果、企業の経営権（ガバナンス）等がどのように変化するのか、という視点からみたM&Aの評価である。

第二に、上記の経営方式の変化の結果でもあるが、M&Aの効果を企業パフォーマンス（活動成果）の変化によって評価する視点がある。これには、大別して二つの分析方法があり<sup>17)</sup>、いずれも定量的手法が適用できる。一つは、M&Aとは結局、資本市場において株式という資産を売買することに他ならないのでその効果は株価をみればよい、という捉え方である。すなわち、企業の価値は全て株価に集約してあらわれること（株式市場の効率性）を前提とし、M&Aの前後における株価（企業価値）に焦点をあててM&Aの効果を把握する行き方である。これはファイナンス理論からの接近方法であり、従来のM&A効果の研究では国内外とも圧倒的に多くの場合にこの方法が採用されている。

16) 昇進や昇給の基準を「仕事の成果」に置く人事管理の考え方。年齢や勤続年数を重視する年功主義と対比して用いられる。

17) ここでの記述は、井上 (2006a) に大きく依存している。

この方法には幾つかの重大な問題点があることが指摘されている<sup>18)</sup>。しかし、従来からこれが多用されるのは、良く発達したファイナンス理論がそのまま適用できること、また株価のデータは一般に完備しているうえ比較的利用しやすいこと、によるものと思われる。

もう一つの捉え方は、企業パフォーマンスをより具体的に示す各種経営指標（財務指標）がM&Aの前後においてどのように変化したかという点に焦点をあてる方法である。この場合、各種の計量経済学的手法を適用することが可能であり、この接近も定量的方法といえる。後述するように、本稿の分析はこれに属する。

なお、M&Aの効果を評価する場合、M&Aの前後における株価の変化を問う視点と各種財務指標の変化を問う視点は、基本的、原理的に同様の結果をもたらすはずであると考えられる。しかし、国内外の現在までの諸研究では両者を統一的に扱ったものは全く存在しないようである。二つのアプローチの統合は、今後の大きな研究課題といえよう。

## 2-2 日米企業に関する M&A 効果の実証研究

では、M&Aの効果に関する従来の実証研究ではどのような結果が得られているのであろうか。大きな特徴は、米国企業に関する研究が多数存在する一方、日本企業に関する研究は現在のところきわめて少ないことである。米国では、M&A自体が比較的早い段階からみられたこともあって約30年前から多くの研究（特に上記のファイナンスの視点からの研究）が蓄積している<sup>19)</sup>。これに対し、日本ではM&Aが活発化したのが前述したように1990年代後半以降のことであるため、現時点ではきわめて限られた実証研究事例しかみられない。

### 米国企業における M&A 効果

米国企業M&Aの効果に関する実証研究は、株価への影響分析が主流である。それは短期株価への影響を明らかにしようとする研究と、長期株価への影響をみる研究に大別できる。

まずM&Aの効果を短期株価への影響によって評価する研究では、達観すると（1）買収企業の価値（株価）上昇は概して小さい、（2）これに対して被買収企業の価値上昇は比較的大きい、（3）買収企業と被買収企業の価値を2社合同で評価すると付加価値創造効果（シナジー効果や規律付け効果等に起因）がほぼ安定的に検出される、という結果となっている<sup>20)</sup>。

一方、長期的な株価への影響（3年ないし5年後における影響）は、（1）短期の株価効果ほど一致した結果は得られていない、（2）短期の株価効果と長期の株価効果の関係についても明確な結果は得られていない、とされている。

18) 株式市場は現実には必ずしも効率的とはいえない。このため（1）しばしば一部企業や特定の産業を過大評価する、（2）特定のテーマ（多様化、選択と集中、IT革新、クロスボーダー等）に沿ったM&Aに価値を見いだす傾向がある、と考える必要があり、その場合にはM&Aの効果に関する当事者企業の評価と市場の評価に乖離（misvaluation）が生じるので株価を用いる評価には問題があるとの主張（Shleifer and Vishny 2003）がなされている。近年はこうした考え方（行動ファイナンス論）も次第に勢いを得つつある。詳細は井上（2006a）を参照。

19) 展望論文の一つの例としてAndrade, Mitchell, and Stafford（2001）がある。

20) 日米のM&Aを株式市場から評価した研究に関するサーベイは井上（2006b）を参照。ここでの記述はその要点をまとめたものである。



図表 5 日本企業の M&A の効果に関する主な先行研究 (1)：株価に対する効果

研究論文	計測対象期間	実証結果
・ Kang, Shivdasani and Yamada (2000)	1977-1993 年	買収企業の株式価値は有意に上昇。
・ Yeh and Hoshino (2001)	1981-1998 年	(1) 買収企業の株価は正の効果が認められる時期 (1981-1991 年) と負の効果の時期 (1992-1998 年) がある。(2) しかし期間全体としては負の効果。
・ 薄井 (2001)	1989-1999 年	部門買収など企業の部分的買収を含んだ M&A は買収企業の株価に正の効果。
・ 井上 (2002)	1990-2002 年	(1) 全期間を通じてみると株価に対して有意な正の効果は認められない。(2) しかし比較的最近時 (1999-2002 年) に限定すれば買収企業および被買収企業の双方にとって有意に正の効果。
・ van Schaik and Steenbeek (2004)	1993-2003 年	(1) M&A は買収企業の株価に対して有意に正の効果。(2) これは資本市場による企業モニタリングの強まりを示唆。
・ 井上・加藤 (2004)	1990-2002 年	(1) 買収企業と被買収企業の双方の株価に対して正の効果。(2) 被買収企業にとっての効果の方が買収企業にとっての効果よりも大きい。

(注) 井上 (2006a)、鈴木 (2006) を参考にしつつ、関連文献を整理して著者が作成。

### 日本企業における M&A 効果 (1)：株価への効果

次に、日本企業の M&A の場合について、やや詳細にみておこう (図表 5)<sup>21)</sup>。まず、株価に現れる効果は、短期株価効果と長期株価効果に分けられる。株価に対して短期に (M&A 発表後 3 日以内に) 現れる効果は、M&A の効果がまだ現実のものとはなっていないがそうした効果が将来予想されることから株価が変化することを意味している。そうした研究のうち、近年の M&A 急増以前の比較的古い時期を対象としたものとして 3 つの研究を指摘できる。

まず Kang, Shivdasani and Yamada (2000) は 1977 年から 1993 年までの日本国内企業の合併 (154 件) を研究対象としており、企業買収の結果、買収企業の株式価値は有意に上昇する (M&A という戦略は企業価値を高めるうえで合理的である) という結果を得ている。また薄井 (2001) は 1989 年-1999 年を対象とした分析を行い、(1) 部門買収など企業の部分的買収を含んだ M&A は正の株価効果を持つ、(2) 買収企業の株価よりも被買収企業の株価がより大きく上昇する、などの結果を報告している。これに対して Yeh and Hoshino (2001) は、国内 M&A (89 件) を対象として検討した結果 (1)

21) 日本企業の M&A に関する先行研究の幅広い展望論文はまだ見当たらないが、以下の記述は、日本ファイナンス学会が主催したごく最近 (2006 年 4 月) の研究観望セミナーにおける報告である井上 (2006a)、および鈴木 (2006) から示唆を受けた点が多い。

分析対象期間（1981年-1998年）のうち正の株価効果が認められる時期（1981-1991年）がある一方、負の効果が観察される時期（1992-1998年）もある、(2) しかし期間全体をとると有意に負の株価効果が検出される、との結果を得ている。

次に、上記よりも最近の時期を含む研究は、次第に増える形勢にある。まず井上（2002）は1990-2002年を研究対象期間としており（対象M&A158件）、(1) 全期間を通じてみた場合にはM&Aの株価に対する正の効果を有意に認めることはできない、(2) しかし比較的最近時（1999-2002年）に限定すれば買収企業および被買収企業の双方にとってそれぞれ有意に正の効果が認められる、との結果を得ている。またこの研究と同一サンプル企業を用いた井上・加藤（2004；2006：第5章）でも、別の観点からその結果が再度確認されている。さらに、van Schaik and Steenbeek（2004）は、より最近の時期（1993年-2003年）を対象とした研究を行い、M&Aが買収企業の株価に対して有意に正の効果を持つこと明らかにしており、その事実は企業ガバナンスにおいて資本市場を通じる影響が傾向的に強まっていること（従来のメインバンクによる企業モニタリングの後退）を示唆する、と主張している。

以上みた短期の株価効果に対して、長期の株価効果を知ることはきわめて重要である。なぜならM&Aによって期待される各種経営改善効果（前述）はかなりの時間を経過した後にはじめて実現するものだからである。しかし、長期株価効果に関する研究は現時点ではきわめて乏しい。一部には、例えばM&A発表から3年後の買収企業の株価に正の効果を与えているとする報告（井上2006a）もあるが、大半は今後における重要な研究課題として残されている。

## 日本企業におけるM&A効果（2）：各種経営指標を用いた評価

M&Aの効果を評価するいまひとつの方法は、企業の各種経営指標（財務指標）を用いることである。これは、上記のファイナンス論の観点からの研究（株価影響分析）に対して、経済学的な研究とすることができる。この視点からの先行研究のうち近年のM&Aを含む主なものを図表6に整理してある。ここで示されるとおり、M&Aの効果をどのような指標で評価するかは、研究者によって考え方にかなりの差異がある。また用いる計量分析の手法もかなりの差異がある。

まず、比較的古い時期にみられた企業合併（1970-1994年）を対象としたYeh and Hoshino（2002）では、企業の経営効率の最も基本的尺度は全要素生産性（total factor productivity、TFP）であり、株価や利益率も結局これによって規定されるとして、TFPが企業合併の前後でどう変化したかに焦点を絞って分析している。その結果(1)企業合併は経営効率を上昇させるどころかむしろ悪化させた、(2) とくに系列関連企業の場合には合併後の効率低下が顕著である、と結論している。一方、Kruse et al（2004）は、1969-1997年にみられた企業合併の長期的効果を見極めるため、経営安定化に関係の深い二つの比率（キャッシュフロー/資産総額、キャッシュフロー/売上高）によって評価する計量分析を行った。その結果(1)分析対象とした合併全体としてみれば合併後に経営効率が改善した、(2) 経営の改善度合いは同業種合併よりも異業種合併（業務多様化を意図した合併）の場合がより大きい、としている。

次に、比較的最近時点まで（1994-2001年）の企業合併を含む研究である深尾（2005）では、



図表6 日本企業のM&Aの効果に関する主な先行研究(2):各種経営指標による評価

研究論文	計測期間	評価指標	実証結果
・ Yeh and Hoshino (2002)	1970-1994年	・ 全要素生産性 (TFP) ・ 利益率 (ROA, ROE) ・ 売上増加率	(1) 企業合併は経営効率を上昇させるどころかむしろ悪化させた。(2) とくに系列関連企業の場合には合併後の効率低下が顕著である。
・ Kruse et al (2004)	1969-1997年	・ キャッシュフロー / 資産総額 ・ キャッシュフロー / 売上高	(1) 分析対象全体としてみれば合併後に経営効率が改善した。(2) 経営の改善度合いは同業種合併よりも異業種合併(業務多様化を意図した合併)の場合がより大きい。
・ 深尾 (2005)	1994-2001年	・ 全要素生産性 (TFP) ・ 経常利益率 ・ 従業者数	(1) 日本企業同士のM & Aでは生産性の改善が限定的である。(2) 外国企業による日本企業のM & Aでは生産性の改善が比較的大きい。
・ 長岡 (2005)	1985-2003年	・ 雇用増加率 ・ 売上増加率 ・ 総資本営業利益率	(1) 合併は人員削減効果を持つ。(2) 対等合併では売上減少から労働生産性が低下する一方、非対等合併では逆に生産性が上昇する。

(注) 図表5と同じ。

M&Aの評価は生産効率を高めたか否かが重要であるとして、全要素生産性(TFP)の変化に関する計量分析がなされている。その結果(1)日本企業同士のM&Aはもともと経営救済的色彩が強い場合が多く、このこともあってTFPないし利益率の改善は限定的である、(2)外国企業による日本企業のM&Aでは日本企業同士の場合よりも生産性の改善がより大きい(外国企業の持つ技術移転効果を示唆している)、と結論している。また、より新しい時点まで(1985-2003年)を含む長岡(2005)は、M&Aが売上増加率、雇用増加率、総資本営業利益率などに与える影響を検討している。その結果(1)対等合併と非対等合併いずれの場合でも雇用は減少する(合併に伴い余剰人員削減効果が働く)、(2)対等合併の場合には売上の減少によって労働生産性は低下する、(3)非対等合併では逆に売上増加から生産性が上昇する、(4)こうした生産性の差異は合併に伴う企業統治構造の変化に起因する可能性が大きい、などを主張している。

### 2-3 日本企業M&Aに関する先行研究の含意

以上概観したように、日本企業が関係するM&Aの効果に関する実証研究では、その視点として前述した2視点があるほか、重点の置き方や得られた結果も相当区々である。しかし、以下ではそれら全体を通してみた場合にいえる(あるいは推測される)ことを整理しておきたい。

第一は、日本企業の合併は、全期間を通してみれば効率化に資する結果が得られているといえるものの、比較的古い時期（M&A 急増に転じた 1990 年台後半より前の時期）における合併では、合併による経営効率化効果あまり検出されていないことである。その理由は、この時期の合併は系列内部での合併、あるいは経営救済的な合併が比較的多かったためと推測される。すなわち、バブル崩壊後の長期不況期（1990 年代および 2000 年代前半）においては、企業存立のため企業グループ内での企業再編ないし事業再編が積極的に行われた。しかし、それらは積極的な企業経営効率化を目的としたものというよりも、経済環境の変化に伴っていわば受動的に経営効率化をせざるを得ないという性格の M&A が多かったためである、と考えられる。

第二は、研究対象として最近時の M&A を含むことが多い場合ほど M&A の企業価値増大効果（ファイナンス論的視点の研究の場合）ないし生産性上昇効果（経済学的研究の場合）がより明確に検出されていることである。これは、1990 年台後半以降最近時における M&A は、それまでとは異なり経営効率化のための戦略として企業が活用するようになっていることを示唆している、といえよう。

第三は、日本企業の M&A では、被買収企業の価値が上昇する（経営が効率化する）だけでなく買収企業の価値も M&A によって高まる可能性が大きいことである。これは米国企業の M&A の場合<sup>22)</sup> とはかなり異なる傾向であり、買収企業は M&A によって効率化する余地が残されていることが多いこと<sup>23)</sup> を示唆している。したがって、公共政策論としては今後 M&A を促進する理由がある、といえる。

第四は、M&A によって経営が効率するかどうかは、M&A に伴う企業ガバナンスのあり方がどう変化するか大きく依存することである。例えば、一方の企業が他方を吸収する M&A の場合、統合後の企業ガバナンスは買収企業のそれによって比較的一元的になされるので効率化される可能性が大きい。しかし、対等性を重視する M&A の場合（日本ではこれが多い）には、企業統合を効果的に進めることが困難な場合が多く、その結果、経営の効率化効果は比較的小さいものととどまる可能性がある（長岡 2005）。また、資本効率（ROE）ないし資産利益率（ROA）を重視する英米企業が日本企業に対して M&A を行なう場合には、日本企業の効率化が比較的強く推進される可能性が大きい（深尾 2005、岡部・藤井 2004）。

第五は、M&A によって期待される理論的效果が最近時になるほどより明確に現実に検出できること（上記第二の点）は、日本企業のガバナンスの仕組みが次第に変化していることを示していることである。これは、メインバンクによる企業の規律づけ効果が 1990 年代以降大きく後退ないし消滅しているという実証分析の結果（鹿野・福澤 2005）と整合的であり、日本企業の従来のガバナンス構造の変革（M&A を含む資本市場による規律づけの重要化）を一面から裏付けている。

第六は、前述したとおり、M&A の効果を評価するこれまで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）は現在のところそれぞれ独立したかたちで存在するが、この両者を関連づける方向での研究が大きな課題といえることである。現時点では、M&A 発表時の株

22) 2-2 で述べたように、米国では、被買収企業の価値上昇が比較的大きい一方、買収企業の価値上昇は概して小さい。

23) 買収企業側にいわゆる「X-非効率」（企業組織の運営弛緩あるいは市場競争圧力の不十分さなど様々な要因から生じる非効率性）が存在する、と表現することもできる。

価効果が M&A 実施後の経営効果（生産性や収益性の変化）とどう関係しているか、といった研究は全く存在しない。すなわち、前者と後者が関係するメカニズム、タイムラグ、因果関係の程度などに関しては、理論的研究、実証研究とも皆無である。したがって、M&A 効果の経済学的な理解とファイナンス的視点からの理解（株価動向）の連結は、今後の大きな研究課題として残されている。

最後第七は、M&A の効果を評価する場合、従来の経済学的接近では効率性（TFP ないし利益率）、あるいは経営の安定性（キャッシュフロー比率）のいずれか一方からの評価にとどまっていたが、企業経営におけるこの二つの側面を同時に考慮した分析が必要なことである。これがまさに次節以降で展開する本稿の主題であり、そして新規性である。

### 3. M&A の効果を測定する 2 指標、分析手法、利用データ

企業が M&A を起こす動機には、さまざまなものがあり、したがってその結果としての経済効果を判断する指標も多様なものになりうる。以下では、本稿の統計分析で利用する二つの指標を説明するとともに、分析手法（ロジット分析）を簡単に解説し、次いで本稿で使用する企業データの性質とデータベース作成方法を述べる。

#### 3-1 M&A 効果測定のための 2 指標

M&A の効果を測定する場合、従来は、前章で概観したように株価に現れる影響を調べることが最も多く、企業経営自体に現れる影響を調べることは比較的少なかった。本稿では、後者の視点に立った分析を行なう。すなわち、M&A によって企業（もっぱら買収企業を念頭に置く）の経営が (1) どの程度安定化したのか、(2) どの程度効率化したのか、という企業経営にとって最も基本的な評価尺度によって M&A の効果を統計的に分析する（図表 7）。

#### 経営安定化の指標

まず企業は、ゴーイング・コンサーン（継続して存続する組織体）とみることができ、自らを存続させることが企業経営にとって何よりも重要な目標になる。そして経営が安定化すると、市場において企業の信用が高まることである、といえる。したがって、経営の安定化は信用リスクが小

図表 7 本稿で M&A の効果を測定する指標

着目する側面	具体的尺度	採用した説明変数
経営の安定化	信用リスクの小ささ (倒産確率の小ささ)	・総資本留保利益率 ・インタレスト・カバレッジレシオ
経営の効率化	投下資本に対する純利益	・ROE (株主資本利益率)

さくなること、すなわち企業の倒産確率（デフォルト・リスク）が小さくなること、と理解できる。あるいは、企業の信用格付（credit rating）が上昇すること、といってもよからう。

これを示す具体的な指標として、本稿では、後述するように総資本留保利益率、およびインタレスト・カバレッジ・レシオ（単にインタレスト・カバレッジともいう）を用いる。前者は、留保利益（利益準備金・任意積立金・当期末処分利益の合計）を使用総資本で除した値である。留保利益は、配当としての分配や資本金への組入れなどがなされずに企業内に留保されている利益の累積額であり、それは企業の金融面での安全性（自己金融力）を示す代理変数になる。この比率は、企業が倒産に至る可能性の大小を有意に説明する一つの指標であり、このことはすでに先行研究（大村ほか 2002）においても確認されている。

また後者（インタレスト・カバレッジ）は、利子支払前利益を金融費用で除した値であり、企業が固定的支払い義務（金融費用）と対比して何倍の利益を生み出す能力があるかを示す指標である。この倍率が高いほど財務的により安定していること、したがって倒産確率（企業の経営蹉跌リスク）がより低いこと、を示しており望ましいといえる。

### 経営効率化の指標

一方、経営が効率化するとは、企業がその支配下に置く各種資源（物的・人的資源のほか、技術、無形資産など）の生み出す価値が従来よりも大きくなること、と理解できる。

これを示す指標として、本稿では ROE（Return on Equity）すなわち株主資本利益率（ないし自己資本利益率）と称される比率を用いる。これは、当期純利益を株主資本で除した値であり、企業が株主から調達した資金（資本）をどれだけ効率的に使っているかを示す財務指標である。企業は株主が払い込んだ資本金等の株主資本（自己資本）に加えて借入金などの他人資本を使って事業活動をしているが、ROE は 2 種類の資本のうち株主資本をいかに効率的に使っているか（資本の運用効率）を示すものである。

### 経営の安定化と効率化の関係

以上みた経営安定化の指標と経営効率化の指標は、一般には緩やかなトレードオフの関係（一方を重視すると他方は犠牲にせざるを得ない関係）にある可能性が大きい。

例えば、企業が安定化を非常に重視する（総資本留保利益率を上げたい）としよう。その場合には、留保金を増加する、あるいは金融費用を削減するために借入金を減らす、などの行動が求められる。しかし、そうした行動は、有益な投資機会があるにもかかわらず自己資金をそれに振り向けないこと、あるいは投資実現のために必要な資金借入れを回避すること、を意味する場合が多い。したがってそうした行動は、利益獲得の機会（それには当然リスクが伴うが）を放棄することに他ならず、その結果、経営の効率性（ROE で計った利益率）は低いものにならざるを得ない。逆に、企業が効率化（利益率の引き上げ）を非常に重視する行動をする場合には、経営の安定性がある程度犠牲になる可能性がある。例えば、売上増大によって利益率引き上げを図るため、設備拡張を巨額の借入れでまかなうような場合には、確定利子支払い負担が増大するため経営の安定性が低下する（経営リスクが増大する）。



このように、経営の安定化と経営の効率化はトレードオフ関係にある。

企業にとって重要な点は、トレードオフ関係にある安定性と効率性の関係をどのように打ち破って両方を達成するかである。M&A は、その場合の一つの企業戦略として位置づけることができる。本稿の問題意識は、そうした戦略として企業の M&A 行動をとらえた場合、それが果たしてどの程度奏功しているかを定量的に明らかにすることである。そこで次に、本稿で用いる分析手法を説明しよう。

### 3-2 統計分析の手法

本稿では、M&A によって企業経営の安定性および効率性がそれぞれどう変化したかを、M&A 実施企業の財務データを用いて統計的に解析する。

まず、企業経営の安定性の分析（第 4 章）に際してはロジット・モデルを用いる。ロジット・モデルとは、分析対象となる事象について、ある分類に属しているかどうか（質的特性）だけが観察される場合に回帰分析の考え方を応用した統計解析の手法である（その簡単な解説と本稿での採用理由は付論 1 を参照）。具体的には、M&A を行なった企業の安定性が M&A 実施 3 年後にどう変化したかを明らかにするため、M&A 実施企業のほか、M&A 実施企業とは別に同一期間内に倒産した企業もサンプルに加えた企業のデータも利用することによって、M&A 実施企業の安定性の変化（倒産確率の変化）を導く。

次に、企業経営の効率性の分析（第 5 章）においては、M&A を行なった企業（サンプル企業）の効率性の変化と、M&A を行なわなかった企業の平均的な姿を対比することによって M&A の効果を明らかにする。

### 3-3 M&A 実施企業のデータベース作成方法

#### M&A 実施企業データの出典

日本で発生した M&A に関する統一的な統計（データベース）は、本研究を実施した時点（2005 年 12 月）では残念ながら存在していなかった<sup>24)</sup>。このため本稿では、既存の利用可能な M&A データや M&A 実施企業の財務諸表データなど、分析の対象とするデータを全て筆者自身が収集、編集、加工し、それをもとに分析を行なった。このデータベースの作成自体が、本稿の一つの特徴である。

本稿では、M&A 実施企業名と当該企業の基本データは、(株)レコフ社が出版している M&A 専門の月刊誌「MARR (マール)」<sup>25)</sup> を利用して採集した。

#### M&A 実施企業のデータベース作成方法

まず同誌に掲載されている M&A の全ての個別案件データに着目し、その中から主として次の 3 つの基準を適用することによって本稿で分析対象とする M&A 企業サンプルを抽出した。

24) その後 2006 年 1 月には、M&A 専門企業である (株)レコフ社から M&A のデータベースが発売され一般に入手可能となっている（年間契約料 63 万円）<<http://www.recof.co.jp/web/fm/cdrom>>。また政府（内閣府）も、M&A 統計の整備遅延を取り戻すべく、その作成に急ぎょ取り組む計画であることが伝えられている（日本経済新聞、2006 年 1 月 31 日）。

25) <<http://www.recof.co.jp/web/fm/marr>>。

- (1) 財務諸表のデータを詳細に分析することが本稿の大きな目的であるため、「業種」として財務諸表の値が著しく不安定な業種は対象外とする。
- (2) 採用業種のなかでも、財務諸表を公開しており、かつインタレスト・カバレッジ・レシオ、総資本留保利益率、ROEを導出可能な企業のみを対象とする。
- (3) 2001年と2004年の両時期に存在していた企業を対象とする。

これら3つの基準につき多少敷衍すれば次のとおりである。まず(1)の「財務諸表の値が著しく不安定である」とは、財務諸表の個別項目の値の変動が大きいこと、したがってそれをもとにした各種財務比率の変動も大きい(あるいは不規則である)ことを意味する。例えば、IT(情報技術)系などの分野の新興企業によく見られることであるが、レバレッジ(借入金への依存度)を非常に高くしてROE(自己資本利益率)を上げるといった行動を採る場合には、企業価値が実態とはかなりかけ離れたものになる可能性があり、このためROEやインタレスト・カバレッジ・レシオの値は年によって大きく異なったものとなる。こうした事情を考慮した結果、本稿で分析対象として採用した業種は、食品、医薬品、化学、繊維、紙・パルプ、ゴム、窯業、非鉄・金属、鉄鋼、機械、金属製品、電気機械、精密機器、輸送用機器、印刷の15業種である。そして、これら業種の中で設立年度が比較的早い企業を中心に対象として選定した。

次に(2)に関していえば、財務諸表を公開している企業のうち、便宜上、慶応義塾大学湘南藤沢キャンパス(SFC)メディアセンターのデータベース上にある企業のみをまず抽出した(同データベースは、財務省などが公表している企業を中心としたものであり、このためデータの信頼性などの面で優れている)。そのうえで、今回の分析では、経営の安定性および効率性とも同一企業サンプルについて行なうのが適切と考えたため、上記の3つの財務比率すべてが算定できる企業に限定した(比率算定のうえで財務計数に欠損値がある企業は除外した)。このため、今回のM&Aデータベース作成においては、サンプル数が(M&A実施企業全体からみれば)結果的にかなり限定的なものとならざるをえなかった。

また(3)は、次のような考え方に基づく。すなわち本稿は、2001年にM&Aを行った全企業のうち、研究対象にしている企業が3年後の2004年にどのように変化したか、を検証することを目的としている。したがって、2001年および2004年の両年において当該企業が存在していることが当然の条件となる。例えば、対象企業のうち2001年に存立していたが2004年には倒産して消滅した企業は、サンプルとしては除外した。

一方、財務諸表の変化を分析する場合、2001年と2004年を取り上げて3年間での変化に着目するのは、M&Aの企業経営への効果が具体的かつ典型的に財務諸表に現れるのは一般に3年程度を経過した後である、とされていることによる。ちなみに、これまでの海外学界における諸研究をみても、M&Aの効果測定は、M&Aの3年後における経営状況をもって効果の有無ないし程度を検討するものが多い<sup>26)</sup>。また、M&A実務関係者の間でも、M&Aの効果は約3年後にあらわれる、という見

26) 例えばRaua and Vermaelen (1998)、Andre et al (2004)。これらで言及されている一連の先行研究においても、M&A実施から3年後を効果判断のうえで標準的な期間としたものが多い。

方が標準的なものとなっている<sup>27)</sup>。

#### 分析対象 M&A は 157 件

以上の方法により、M&A 実施企業のうち本研究が対象とする企業は次のようになった。まず 2001 年に M&A を行った企業は全部で 1,658 社であった。そのうち上記の基準を適用して 157 社を本研究における対象企業として選び出した。それに該当する企業は、付表 1 の一覧表のとおりである。これが次の二つの章（第 4 章および第 5 章）の分析で用いた企業サンプルである。

なお、第 4 章の経営安定化の分析に際しては、後述するようにロジット・モデルを用いて企業の倒産確率を算出するため、M&A を実施しかつその後存続していたこれら 157 社のほか、この期間内に倒産した企業（M&A を実施したかどうかを問わない）の財務データも必要となる。そのデータの収集は、まず（株）東京商工リサーチ<sup>28)</sup> が保有する情報によって 2001 年から 2004 年までの期間における倒産企業（破産あるいは会社更生法ないし民事再生法の適用申請）31 社を抽出し、それら企業の倒産 1 年前の財務諸表を入手することで確保した。それらの企業一覧は付表 2 を参照されたい。

ここで倒産年における財務諸表を用いず、その 1 年前のものを用いたのは、倒産年におけるデータは経営実態を的確に表示していない（場合によっては粉飾されたものになっている）場合が多く、多くの先行研究でも倒産 1 年前ないし 2 年前のデータが最も倒産・非倒産についての情報を含んでいる（森平 1999）とされているためである。

#### 4. M&A の効果（1）：経営安定性の変化

M&A が行われる場合、まず検証する必要があるのは企業経営の安定性に対する影響である。そのため、ここでは 2001 年に日本国内で行われた M&A につき、その買収側の企業のデータを用いてそれら企業の 2001 年および 2004 年における信用リスク（倒産確率）を推計し、この 3 年間で信用リスクがどう変化したかを明らかにする。信用リスク（倒産確率）の推計は、既述のように倒産企業と非倒産企業のデータを用いて、ロジット・モデルを用いて行った。

以下では、まず倒産確率の推計方法と推計結果を示す。そして得られた計測結果をもとに、3 つの視点から M&A の経営安定化効果についての実証的知見をまとめることとしたい。第一は、M&A が企業の安定性にどう影響したかを計測企業全体として明らかにすることである。第二は、M&A によって経営が安定化するとした場合、その効果は初期条件、つまり当初時点（2001 年）における安定性の水準とどの程度関係があるのか（あるいはあまり関係がないか）を明らかにすることである。第三は、M&A による経営安定化の程度は、M&A の手法の差異（営業譲渡、買収、資本参加、出資拡大）によってどう左右されるのか（あるいはあまり左右されないか）を明らかにすることである。

27) 例えば、経営コンサルティング大手企業のトーマツコンサルティング（株）の解説書「M&A に伴うシナジー・リスク分析サービス」においては、M&A 実施 1-2 年目は売上高減少など統合リスクが表面化する一方、3 年後が M&A 成否の踊り場とされている。<<http://tcc.tohmatu.co.jp/data/material/17622665487572.pdf>>

28) <<http://www.tsr-net.co.jp/>>



#### 4-1 倒産確率の推計式と推計結果

まず、2001年にM&Aを行なった企業のうち、本稿で分析対象とする157社につき、その2001年および2004年における倒産確率をロジットモデルによって推計する。ロジットモデルは、本研究で分析対象とする期間（2001-2004年）内に倒産しなかった企業（非倒産企業）の企業財務データ、および倒産した企業の企業財務データ、の両方を用いることにより、非倒産企業の倒産確率を導くものである。このため、ここでは非倒産企業157社（M&Aを実施した企業で非倒産企業）、倒産企業31社（M&Aを実施したかどうかには関係なく倒産した企業）の合計188社のデータを用いた。ロジットモデルの推計式は下記のとおりである（両年とも同じ。なおこの統計分析はR言語というソフトウェアによって行った）。

$$y = a_0 + a_1 \log(x_1) + a_2 \log(x_2)$$

ここで変数の意味はそれぞれ次のとおりである。

$y$ ：倒産企業の場合は0、非倒産企業の場合は1

$x_1$ ：総資産留保利益率

$x_2$ ：インタレスト・カバレッジ・レシオ

$y$ は一種のダミー変数であり、計測に際して0、1のいずれかの値をとる。この式は、既述のように、総資産留保利益率およびインタレスト・カバレッジ・レシオがそれぞれ企業の倒産確率にどの程度影

図表8 倒産確率の推計結果

##### (1) 2001年

	推計値	P値	残差の分布	
$a_0$	-1.9923 (0.7641)	0.009125 **	最小値	-2.6641
$a_1$	1.0127 (0.2912)	0.000505 ***	第1四分位数	0.0520
$a_2$	1.0733 (0.3980)	0.007003 **	中央値	0.1282
AIC	61.524		第3四分位数	0.2598
			最大値	2.3543

##### (2) 2004年

	推計値	P値	残差の分布	
$a_0$	-2.3077 (0.8446)	0.006289 **	最小値	-2.6821
$a_1$	1.2052 (0.3283)	0.000242 ***	第1四分位数	0.0495
$a_2$	0.9065 (0.4126)	0.027995 *	中央値	0.1323
AIC	60.903		第3四分位数	0.2721
			最大値	2.7135

(注) ( )内は標準偏差。\*\*\*は0.1%、\*\*は1%、\*は5%水準でそれぞれ有意。

響を与えるかを計測しようとする式である<sup>29)</sup>。これら二つの変数は、ともにその値が大きければ大きいほど倒産確率は小さくなる（上式では $y$ の値が大きくなる）と想定できるので、係数 $a_1$ および $a_2$ の符号は正（プラス）であると予想される。

推計結果は図表8のとおりである。倒産確率を説明する二つの変数は、各年とも十分に有意であり（いずれも棄却確率 $p$ 値は十分に小さい）、また計数の標準偏差も比較的小さいのでこのモデルの当てはまりは良好といえる<sup>30)</sup>。また、残差の分布は、ロジスティック分布に特徴的なS字の上と下をそれぞれ右と左に引き伸ばした型の分布（付論の図表A1を参照）となっていることから、この推計は妥当なものになっているといえる。つまり企業の倒産確率は、総資産留保利益率とインタレスト・カバレッジ・レシオを用いて適切に推計することができる。そして、そのようにして推計した倒産確率が低下した場合には「企業経営が安定化した」（逆に倒産確率が上昇した場合には経営の安定がそこなわれた）と理解することができる。

#### 4-2 M&Aによる経営安定化の評価

ここで、実証結果を詳細にみよう。まず、2001年にM&Aを行なった企業（サンプル企業157社）につき、その2001年における倒産確率および2004年における倒産確率をそれぞれ求め、2001年に比べて2004年にその確率がどうなっているか（倒産確率の変化率、パーセント）を集計した。その結果は図表9のとおりである。

##### 経営安定性に対する特徴的な影響は三点

この結果から大きな特徴点を3つ指摘できる。第一に、M&Aは経営を当初の状態に比べて安定化させる場合もあれば逆に不安定化させる場合もあるが、いずれの場合も変化は概して小さいことである。すなわち、倒産確率の変化率が当初比プラス5%よりも小幅、またはマイナス5%よりも小幅の場合が157社のうち119社と全体の約75%に達している。一方、倒産確率が当初時点よりも15%以上上昇または低下したケース（企業数比率はそれぞれ3.8%、6.4%）は全体の約10%にとどまっている。なお、後述するように（第5節参照）、M&Aが経営の効率性に与える影響はこれに比べると相当大きい。

第二に、M&Aには経営を安定化させる効果が認められることである。M&Aの結果、3年後に経営が安定化した（倒産確率が低下した）企業は94社と全体の約60%あったのに対して、不安定化した（倒産確率が上昇した）企業は63社と全体の約40%を占めている。

第三に、M&A実施後の経営の安定化と非安定化の度合いには幾分非対称性が認められることである。経営が安定化した企業と不安定化した企業につき、それぞれの変化の程度（前出図表9で示され

29) 倒産に関連する変数としては、この二つの変数のほか、当初は総資本税引前当期利益率、棚卸資産回転期間、負債比率などの指標も検討したが、モデルの適合度合い（AIC基準：赤池の情報量基準）や推計結果の有意性（ $p$ 値）などの点で難点があったので、本稿では最終的にこの2つを説明変数として採用した。

30) AICのみでも、本稿のモデルは当初検討した他のモデルよりも良い結果となっている。他のモデルのAICは、2001年には平均して80前後であったのに対して本稿のモデルでは61.524、また2004年には他のモデルが平均70前後であったのに対して本稿のモデルは60.903である。なお、AICがより小さくなるものを選ぶことは、真のモデルから乖離が少ない（適合度の悪さが少ない）モデルを選ぶことを意味している。

図表 9 M&A 実施 3 年後における経営安定性

倒産確率の変化率	該当社数	(同構成比)
15%以上低下	10 社	(6.4%)
10～15%低下	5 社	(3.2%)
5～10%低下	7 社	(4.4%)
不変～5%低下	72 社	(45.9%)
0～5%上昇	47 社	(29.9%)
5～10%上昇	8 社	(5.1%)
10～15%上昇	2 社	(1.3%)
15%以上上昇	6 社	(3.8%)
調査対象企業の合計 (N)	157 社	(100.0%)

る分布)を仔細にみれば、安定性が大きく損なわれた企業(倒産確率が大きく上昇した企業)は比較的少ないのに対して、安定性が大きく向上したケースが比較的多いことが認められる。つまり、安定化(倒産確率低下)の分布は高密度であるうえ裾野も比較的長い一方、不安定化(倒産確率上昇)の分布は比較的低密度であり裾野も短い。

#### 経営安定性に対する影響の解釈

上記三つの特徴はどう理解することができるだろうか。

まず、M&Aの経営安定化効果が比較的限られているのは、次のような事情によるものと思われる。第一に、本稿が研究対象とした時点(2001-2004年)でのM&Aは、日本経済が長期不況からの回復過程でなされたものであるため、関連会社を救済する意味合いのM&Aが少なくなかった可能性があることである。事業救済的なM&Aは、買収企業にとって経営負担をむしろ増やすことになる可能性が大きく、経営の安定化に資する可能性は小さいからである<sup>31)</sup>。

第二に、この時期にM&Aは確かに増大傾向を示したものの、M&Aによる経営安定化効果が大きなものとなるための条件が依然として整っていなかったことが考えられる。すなわち、日本企業のM&A実施経験の不足、能力の高い経営者の企業間流動性の欠如、などの事情があったため経営安定化効果が減殺された可能性がある。ちなみに、日本企業のM&Aに関する一つの調査<sup>32)</sup>によれば、日本企業では(1)社内におけるM&A専門部門の欠如、(2)組織化されたM&Aプロセスの不存在、(3)M&Aターゲット企業の選定基準の未確立、(4)事業統合計画の不存在および事業統合計画実施の遅れ、などM&Aに取り組む体制の不備ないし欠如が浮き彫りにされている<sup>33)</sup>。このような状況では、M&A実施にとって不可欠であるデュー・デリジェンス(due diligence、買収監査)<sup>34)</sup>が不徹底になり、

31) M&Aの株価への短期的効果を分析した井上・加藤(2003)によれば、救済型M&Aは買収企業、被買収企業のいずれの株主価値増大にも貢献していないと結論している。

32) M&Aを専門に手掛ける(株)レコフの月刊誌「MARR」2001年7月号、20ページ。

33) 例えば、米国のGE社ではM&A専任を企業内に230名も抱えていること(既述1-2を参照)に比べるとこの実情はきわめて対照的である。

34) 買手企業またはその代理人が買収対象企業を事業活動面、財務面、税務面、法律面など網羅的に調査、分析すること。

対象企業に関する事前情報把握の不十分さ、あるいは企業文化の不適合などの問題が発生する可能性が大きい。

第三に、M&A が本来的に持つ経営不安定化要因が作用した可能性がある。例えば、M&A がなされる場合、それまで被買収企業で働いていた有能な社員が流出する<sup>35)</sup>、あるいは M&A 経験が浅いことに伴い買収企業と被買収企業との間における情報の非対称性に基づく問題が生じる（例えば M&A 実施後に被買収企業の経営状況が想定よりも劣悪であることが判明する）<sup>36)</sup> などの事情により、当初想定されていた無形資産も含めた被買収企業の企業評価（バリュエーション）が結果的には小さなものにとどまった、という可能性もある。とくに M&A は、一般の投資プロジェクトのようにテストや試行錯誤によって段階的に軌道修正を図ることができない（不可逆性が特徴である）ので、この面から経営を不安定化させるリスクを本来的に持つからである。

次に、M&A が経営を安定化させる場合の方が不安定化させる場合よりも幾分多いことは、次のように解釈できる。すなわち、M&A は、次節で述べるように事業内容の多様化を比較的短期間で行なうことができるという大きな利点（いわゆる「時間を買う」効果）がある。このため、経営体質の抜本的改善あるいは事業再生を図ろうとする場合には M&A による対応が頻繁になされる。M&A にこのような経営効率化効果が強く期待される（そしてその効果は次節でみるように明確に検出される）ことは、結局それが経営の安定化にもつながるからである。経営安定化の効果がここで検出されるのはこのような理由による、と理解できる。

ただ、経営の安定化は、経営の効率化が維持ないし強化され企業収益の基盤が固まって初めて実現する性質のものであるため、その効果は短期的というよりも本来長期的な効果である、と考えられる。M&A には確かに安定化効果がみられるものの、それを主眼に M&A を実施するというほどのものではない（安定化する確率はおよそ 60 対 40 である）という上記の計測結果は、このことを示唆している。

さらに、M&A による経営の安定化と非安定化の度合いが多少非対称的となっている（つまり安定化はその実現確率が幾分大きいという安定化する程度自体も不安定化の程度よりやや大きい）のは、日本での M&A が企業にとって有利な経営戦略であることを示唆している。一般的にいえば、経営の安定性上昇と効率性上昇は、ファイナンス理論の基本命題が示唆するようにトレードオフの関係（一方を達成しようとするれば他方はある程度犠牲になる関係）にある。しかし日本では、M&A にリスクが伴う（不成功の確率が 40% ある）としても、そのリスクの程度が比較的小さいので M&A を実行しやすい面がある（厳しい二者択一的な経営戦略という色彩が比較的薄い）との解釈ができよう。こう考えれば、上記特徴点は日本において 1997-98 年以降 M&A が急増している事実と整合的である。

以上みた本節全体の結果をまとめると、M&A は経営の安定性にとって新たなリスクをもたらす手段ということができる。しかし、そのリスクは比較的小さく、またそのリスクを上回る大きな利点がある可能性が大きい経営戦略であることが示唆されている。そのメリットは、実は第 5 節で述べる

35) M&A は常にこの問題をはらむが、これがもっとも顕著に生じるのは敵対的買収の場合である。ちなみに、2006 年初めに大きな話題となったライブドア社によるニッポン放送の買収騒動に際しては、ニッポン放送の多くの社員が辞めることを口にしていたとされている。

36) 財務上の情報の非対称性については、事前に行なう買収監査（デュー・ディリジェンス）をより厳密化することによって比較的解決しやすいが、それ以外の各種評価についての事前的評価と対応は必ずしも容易でない。

図表 10 初期条件の差異と経営安定化

M&A 実施前の 安定性の水準	社数 (A) (構成比)	M&A 実施後に安定性が 上昇した企業数 (B)	(B) / (A)
安定性が高い企業 *	74 社 (47.1%)	33 社	44.5%
安定性が中程度の企業 **	48 (30.6%)	31	64.5
安定性が低い企業 ***	35 (22.3%)	30	85.7
分析対象企業合計	157 社 (100.0%)	94 社	59.8%

(注) 安定性の3区分は下記による。

\* 倒産確率1%未満。

\*\* 倒産確率1%-4%。

\*\*\* 倒産確率4%以上。

経営効率化にほかならない。その前に、安定化効果をやや仔細に分析しよう。

### 4-3 初期条件の差異と安定化

次に、M&A の効果は初期条件 (M&A を実施した 2001 年における経営安定性の度合い) によって異なったものとなるのかどうか、を検討しよう。図表 10 は、M&A 実施後に安定性が向上した企業の割合を、当初の経営安定性のレベル別にみたものである。

この表によれば、次のことがわかる。第一に、M&A を実施した企業は当初時点で安定性が非常に高い企業 (倒産確率 1% 未満)、ないし安定性が中程度の企業 (倒産確率 1%-4%) がそれぞれ 47%、31% と大半を占めており、安定性がこれらよりも劣る企業 (倒産確率 4% 以上) は 22% と少ないことである。第二に、M&A 実施後に安定性が上昇したかどうかをみると、もともと安定性が高い企業では 45% の企業が安定化に成功しているほか、安定性が中程度の企業、安定性が低い企業ではそれぞれ 65%、86% とより高い比率で安定化を実現していることである。

これらの結果は、M&A を行なうには自ずと一定の条件が必要とされる (もともと安定性の高い企業である必要がある) ことを示唆している。その場合には、M&A によって安定性が損なわれたとしても企業の存立を脅かされる可能性が少ないからである。その一方、安定性が比較的低い企業の場合には、M&A 実施にはより大きなリスクを伴う (安定化に失敗すれば企業存立の危うさが増加する) ため M&A を実施する企業数は比較的少ないが、実施すれば安定化を高める確率は比較的高いことを示している。これは、新しい経営戦略手法としての M&A の性格を現わしており、興味深いこといえよう。

### 4-4 M&A の手法別にみた安定化

最後に、M&A を実施する場合、そこで採用する手法のいかんによって安定化効果に差異が生じるのかどうかを検討しよう。M&A の手法として、ここでは営業譲渡、資本参加、買収、複数手法、の 4 ケースをとりあげ、採用手法別にみた安定化効果 (倒産確率の低下) を図表 11 にまとめた。

この表によれば、次のことがわかる。第一に、M&A の手法のうち、営業譲渡、資本参加、買収のケー



図表 11 M&A 手法別にみた経営安定化効果

M&A の手法	社数 (A) (構成比)	M&A 実施後に安定性が 上昇した企業数 (B)	(A) / (B)
営業譲渡	49 社 (31.2%)	27 社	55.1%
資本参加	51 (32.5 )	40	80.0
買収	43 (27.4 )	18	43.7
複数手法	14 ( 8.9 )	9	64.3
分析対象企業合計	157 社 (100.0%)	94 社	59.8%

すがそれぞれ約三分の一ずつあり、残りの約 1 割で複数手法が用いられていることである。つまり、M&A においては特定の手法が集中的に用いられるというよりも、企業は個別の事情に対応して多様な手法を援用して M&A を実施している。第二に、資本参加による場合には、他の手法によるよりも安定化効果が格段に大きく（80% の場合に安定化を達成）、次いで複数手段の利用（同 64%）、営業譲渡（同 55%）であり、買収による場合が最も効果が少ないこと（同 43%）である。

資本参加による場合に安定性が高まることが多いのは、それはたいてい友好的な企業合同を意味しており、また概してビジネスモデルの形態が似通った企業同士によって行われることが多いため、と思われる。また営業譲渡も、そうした性格が比較的濃厚であるため安定化に資するケースが比較的多いと理解できる。また、複数手段を利用する場合の効果は、当然のことながらどのような手段を組みあわせるかに依存するが、一般的には各手段を平均した結果になると期待できよう（ここでは概ね営業譲渡と資本参加を平均した値になっている）。

一方、買収（とくに敵対的買収）の場合には、営業譲渡の場合のような適合的色彩が比較的希薄であり、このため安定化効果が出にくい、と推測される。つまり、買収の場合には、買収企業と被買収企業の間で社風、技術、給与体系が適合しない場合が少なくない。このため（1）被買収企業の有力社員がその企業を退職する、（2）二つの組織間における各種調整作業が多く発生する、などの事情から安定化効果が出にくいことになる（後述するように効率化効果も出にくい）。

なお、近年営業譲渡による M&A が注目を集めているが、その第一の理由は、この形態をとる場合には、その他の M&A 手法による場合（銀行など当該企業への大口株主が関与して実施される場合が多い）とは異なり、買収企業と被買収者企業との間だけでのやり取りによって比較的簡単に行なえる場合が多いからである。そして第二の理由は、営業譲渡の経営安定化効果が上記のように（買収に比べれば）大きいことによる、と推測される。

## 5. M&A の効果 (2)：経営効率性の変化

ここでは、M&A が行われた結果、経営の効率性（ROE で評価する）がどのように変化したかについての実証分析の結果を示す。利用データは、前章と同様、2001 年に国内 M&A を実施した企業（157 社）の財務比率であり、それら企業の 2001 年における ROE を 2004 年におけるそれと比較することによって検討をおこなった。

以下では、前章と同様、(1) サンプル企業全体としてみると M&A が効率性にどう影響したか、(2) 経営が効率化するとした場合、その効果は初期条件（当初時点での効率性の程度）とどの程度関係があるのか（あるいはあまり関係がないか）、(3) M&A による経営効率化の程度は、M&A の手法の差異によってどう左右されるのか（あるいはあまり左右されないか）、の3つの視点から捉える。

## 5-1 M&A による経営効率化

2001年にM&Aを行なった企業の経営効率性（ROE）が2004年にどうなっているか（ROEの差分、パーセント・ポイント）を集計したものが図表12である。

### 経営効率性に対する特徴的な影響は三点

この結果をみると、第一に、M&A実施後に経営の効率性が低下した企業の割合が全体の45.2%、上昇した企業が54.8%であり、上昇した企業が過半数をやや上回っていることがわかる。このことから経営効率化効果の存在がうかがわれる。ただ、より重要なのは、単に上昇したか低下したかではなく、そうした変化がこの時期における平均的な企業パフォーマンスに比べてどう評価できるか、である。

したがって、第二に指摘できるのは、この期間における分析対象産業平均のROE変化（1.67%ポイントの低下<sup>37)</sup>とそれを対比することが必要であり、その場合にはM&A実施企業は産業平均よりも格段に良いパフォーマンスを示したといえることである<sup>38)</sup>。つまり、M&A実施企業をみると、実施後にROEが上昇したケースが上記のように全体の54.8%あるだけでなく、ROEが低下したも

図表12 M&A実施3年後における経営効率性

ROEの変化	該当社数	(同構成比)
5%ポイント以上低下	21社	(13.4%)
3～5%ポイント低下	14	(8.9)
2～3%ポイント低下	8	(5.1)
1～2%ポイント低下	6	(3.8)
不変～1%ポイント低下	22	(14.0)
0～1%ポイント上昇	22	(14.0)
1～2%ポイント上昇	8	(5.1)
2～3%ポイント上昇	9	(5.7)
3～5%ポイント上昇	15	(9.6)
5%ポイント以上上昇	32	(20.4)
調査対象企業の合計 (N)	157社	(100.0%)

(参考) 分析対象業種（本稿サンプル157社が属する産業）の平均ROEは同一期間において1.67%ポイントの低下。

37) 本稿が対象とするM&A実施企業が所属する業種の平均ROEの変化幅。

38) M&Aの効果を評価するには、単にM&A実施（または発表）企業に現れる効果のみをみるのではなく、産業全体が共通のショックに見舞われている場合が多いのでこのように産業平均とM&A実施企業を対比して評価することがより適切である(Andrade, Mitchell, and Stafford 2001)。



のその低下幅が分析対象産業平均(-1.67%)よりも小幅にとどまったケースが16.0%あり、これら二つを合わせるとM&A実施企業の実に70.8%はM&Aを実施しなかった企業に比べた場合に効率化していることになる。M&Aの経営効率化効果は大きいといえる。

第三に、ROE変化の分布をみると、ゼロ近傍に集中しているほか、大幅低下または大幅上昇にも集中する現象がみられることである。すなわち、ROEの変化が小幅にとどまったケース(変化幅が-2%~+2%ポイント)が全体の約三分の一(36.9%)に達している一方、大幅に変化したケース(変化幅が-5%超または+5%ポイント超)も全体の約三分の一(33.8%)存在する(こうした分布は前出図表9の安定化効果とは大きく異なる)。このことは、M&Aが経営の効率性(ROE)を大きく高める可能性を持つ手段であると同時に、それはまた逆にROEを大きく損ねる可能性も秘めていること、つまりハイリスク・ハイリターンの性格をもつ経営手法であることを示唆している。

### 経営効率性に対する影響の解釈

以上のように、この時期(2001-2004年)には、M&Aを実施すれば約7割の確率で産業平均の効率性向上度合いを上回る成果を達成できる状況にあったことを示している。したがって、企業としてはこの時期にM&Aを実施する高いインセンティブがあったということができ、前述したようなM&Aの急増はこの面から裏付けられる。つまり、企業にとってM&Aは比較的短時間で経営効率化を達成できるという効果、いわゆる「時間を買う」効果を持ったわけである。これをマクロ経済的にみれば、M&Aは産業再構築の手段として極めて有効である可能性が高い、と評価できよう。

M&Aの二つの効果のうち、経営効率化効果(マクロ経済的には産業再構築の効果)にはこのように大きなものがある。それはまた、前述した安定化効果よりも一層確実にみられる効果でもあり、またその効果が発現する場合には比較的強力なものとなる(発現しない場合には逆に大きな毀損を被る)点が特徴的である。

### 5-2 初期条件の差異と効率化

次に、M&Aの効率化効果が初期条件(M&Aを実施した2001年におけるROEの水準)のいかんによって異なったものとなるのかどうか、を検討しよう。図表13は、M&A実施企業を当初時点におけるROEを基準に4グループに仕分けし、それぞれのグループに属する企業のうち何社がROE引上げに成功したかを示したものである。この表は、全サンプル(157社)のうち86社(54.8%)がROEを上昇させている点は既出の表12と同じであるが、その中味をより詳細にみたものである。

これによれば、次のことがわかる。第一に、ROEが低い企業が多くて多いことである。すなわち、ROEが0%以下の企業がM&A実施企業の2割弱あるほか、0%-4%の企業が4割弱存在する。つまり両方あわせれば、ROE4%未満の企業が実に過半を占めている。第二に、ROEが低い企業ほどM&Aによって経営効率の改善が顕著に図れていることである。一方、ROEが当初比較的高い水準にある企業の場合にはその効果は限定的であった。すなわち、ROEが0%以下の企業の場合、ほ

図表 13 初期条件の差異と経営効率化

M&A 実施前の ROE の水準	社数 (A) (構成比)	M&A 実施後に ROE が 上昇した企業数 (B)	(B) / (A)
0% 以下	29 社 (18.5%)	27 社	93.1%
0%-4%	58 (36.9 )	38	65.5
4%-8%	48 (30.6 )	17	35.4
8% 以上	22 (14.0 )	4	18.2
分析対象企業合計 (N)	157 社 (100.0%)	86 社	54.8%

とんど全部といってもよいケース (93.1%) で ROE の上昇を達成しており、0% -4% の企業の場合には 65.5%、4% -8% の企業の場合には 35.4%、8% 以上の場合には 18.2% となっている。

以上をまとめると、(1) M&A にはきわめて強い経営効率化効果があり、そのため低効率企業 (いわば効率性のうえで問題を抱えた企業) を中心に M&A がこの時期に活発化した、(2) したがって M&A は日本の産業構造の変革にとって重要な役割を果たした、と理解できよう。

### 5-3 M&A の手法別にみた効率化

最後に、M&A を実施する場合、そこで採用する手法の種類と効率化効果の関係を検討しよう。M&A の手法としては、安定化効果の分析の場合と同様、営業譲渡、資本参加、買収、複数手法、の 4 ケースをとりあげ、これら採用手法毎にみた効率化効果を図表 14 としてまとめた。

この表によれば、営業譲渡または資本参加による場合には、買収 (敵対的買収も含む) の場合よりも、効率化効果が明らかに大きいことがわかる。また複数手法による場合にも大きな効率化効果がある (ただしそのサンプル数が十分に大きくないのでこれが営業譲渡または資本参加を凌駕するかどうかは判定しづらい)。

営業譲渡または資本参加による経営効率化が買収による場合よりも発現しやすい理由は、第 4 章で述べた安定化効果の場合とほぼ同様である<sup>39)</sup>。すなわち、これらによる M&A はすでに友好関係が

図表 14 M&A 手法別にみた経営効率化効果

M&A の手法	社数 (A) (構成比)	M&A 実施後に ROE が 上昇した企業数 (B)	(B) / (A)
営業譲渡	49 社 (31.2%)	28 社	57.1%
資本参加	51 (32.5 )	29	56.9
買収	43 (27.4 )	18	41.9
複数手法	14 ( 8.9 )	11	78.6
分析対象企業合計	157 社 (100.0%)	86 社	54.8%

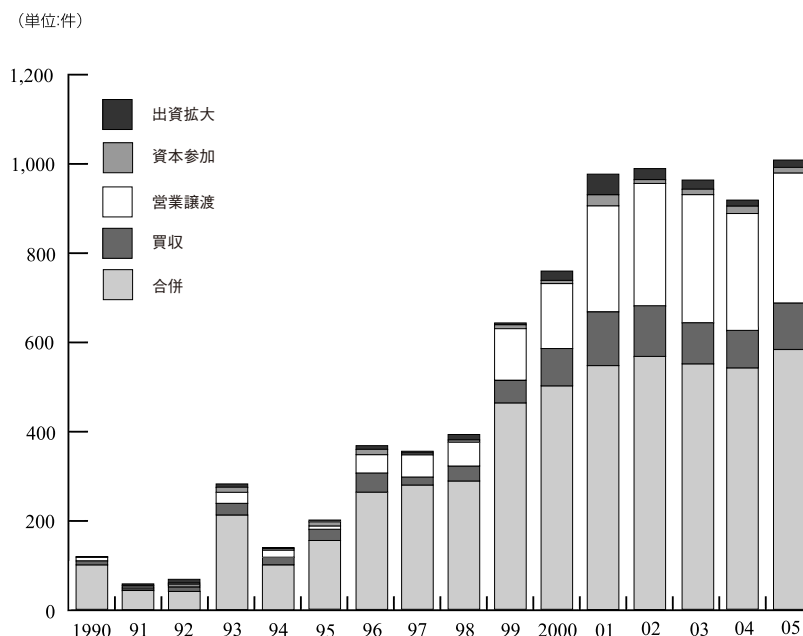
39) 企業ないし組織が合併する場合、一般に両者が保有する資産の性質が相互にどの程度独立的であるか (あるいは補完的であるか) によって、合併のメリット (効率性等) が規定され、相互に独立性が強いほどメリットは小さくなる可能性が高い。藤原・千野 (2006: 第 2 部の理論分析) を参照。

できている場合に行われることが多く、このため (1) M&A にとって必要な厳密な審査等が行い易く合併後の企業評価に齟齬が発生しにくいこと、(2) 社風ないし企業文化 (corporate culture) の面でも摩擦が起りにくいこと、(3) そのため人材の流出による企業価値の毀損も起りにくいこと、それらの結果 (4) 買収後の企業構造や戦略の再編が円滑に行われやすいこと、などのためと考えられる。

なお、資本参加は、効率化効果の面でも上記のようにもっとも優れた手法の一つであるが、その効率化効果 (図表 14 では 56.9%) は経営安定化に対する格別の効果 (前出図表 11 で示したとおり 80.0%と全手法のうち格段に大きい) に比べると幾分マイルドなものにとどまっている。これは、資本参加によって M&A がなされる場合には、被買収企業の財務基盤を直接強化する効果があるので安定化効果がとくに大きく現れる一方、それは他の手法のように経営資源の大幅な再編成をもたらす効果ないしシナジー効果が比較的小さいことによるものと推察される。

営業譲渡という形態をとった M&A は、以上のように企業の安定性および効率性の双方を高める効果を持ち合わせている点が特徴的である。したがって、営業譲渡は、企業経営の基礎を強固にする手段として極めて優れた手法といえる。ちなみに、ここ 6-7 年間の企業グループ内の M&A をみると、合併の割合が最も高いことには変わりはないが、営業譲渡の件数と比率の増加が顕著である (図表 15)。

図表 15 企業グループ内における M&A の件数推移 (形態別)



(注) M & A の形態に関する各用語の定義は、本稿の脚注 5 ~ 9 を参照。

(出所) レコフ社「日本の M&A 市場の特色」 <[http://www.recof.co.jp/ma/j\\_ma.html](http://www.recof.co.jp/ma/j_ma.html)>

## 6. M&A 効果の総括および考察

ここでは、以上の実証結果を整理するとともに、その含意をより大きな視点から考察することとしたい。

### 6-1 M&A 効果の総括

第4節および第5節で明らかにした M&A の企業経営に対する効果を整理すると図表 16 のようになる。これを達観すると、次の3点を指摘することができる。

#### 3つの結論

(1) M&A が買収企業に対して持つ重要な効果は、大別すると経営を安定化させる効果および効率化させる効果の二つがあり、実証分析の結果、これら二つの効果とも有意に確認される。また、前者の効果（安定化）に比べると後者の効果（効率化）はより確実に現われるうえ、時にはその規模がきわめて大きくなる場合もある。したがって、M&A は日本経済の構造変革を効率的かつ迅速に進めるうえで有効な（時間を買う）手段として位置づけることができる。

(2) M&A が経営の安定化および効率化をもたらすとしても、これら二つの効果は当初時点（M&A 実施時点）での企業の状況のいかんによってやや性格を異にする。すなわち、もともと安定性が高い企業は M&A をより頻繁に実施する傾向があるが、M&A によって安定性を高める可能性が大きいのはそれら企業よりもむしろ当初時点で安定性の低い企業である。これに対して効率化効果は、当初時点で効率性が低い場合ほど M&A による効率化効果が顕著に現れる（M&A は低効率企業を中心に企

図表 16 M&A の企業経営に対する効果：本稿実証分析結果の要約

	安定性への効果	効率性への効果
M&A 実施企業全体としての効果	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ M&amp;A には安定性を高める効果が認められる（全体の約 60% のケース）。ただ、この効果は効率化効果に比べればやや少ない。</li> <li>・ 安定化効果と不安定化効果は幾分非対称的である（安定性向上は尾の長い分布）。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ M&amp;A には効率性を高める効果が明確に認められる（全体の約 70% のケースで ROE が業種平均以上に改善）。</li> <li>・ 効率化効果が大きく現れる場合がある一方、それが大きな負の効果なる場合もある（M&amp;A はハイリスク・ハイリターン経営戦略）。</li> </ul>
初期条件の違いによって生じる差異	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ M&amp;A を実施するのはもともと安定性の高い企業が多い。</li> <li>・ 安定性が比較的低い企業では M&amp;A 実施の頻度が比較的小さいが、M&amp;A により安定性を高める可能性が高い。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 当初時点で効率性が低い企業ほど M&amp;A による効率化効果が顕著に大きい。</li> <li>・ M&amp;A 実施には経営効率の向上が大きな動機となっている。</li> </ul>
M&A の手法の違いによって生じる差異	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 資本参加による場合の安定化効果が最も大きい。経営譲渡の場合がこれに次ぐ。一方、買収の場合には安定化効果が最も小さい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 経営譲渡および資本参加では効率化効果が比較的確実にみられる。一方、買収では効率化効果が現れる場合が比較的小さい。</li> </ul>

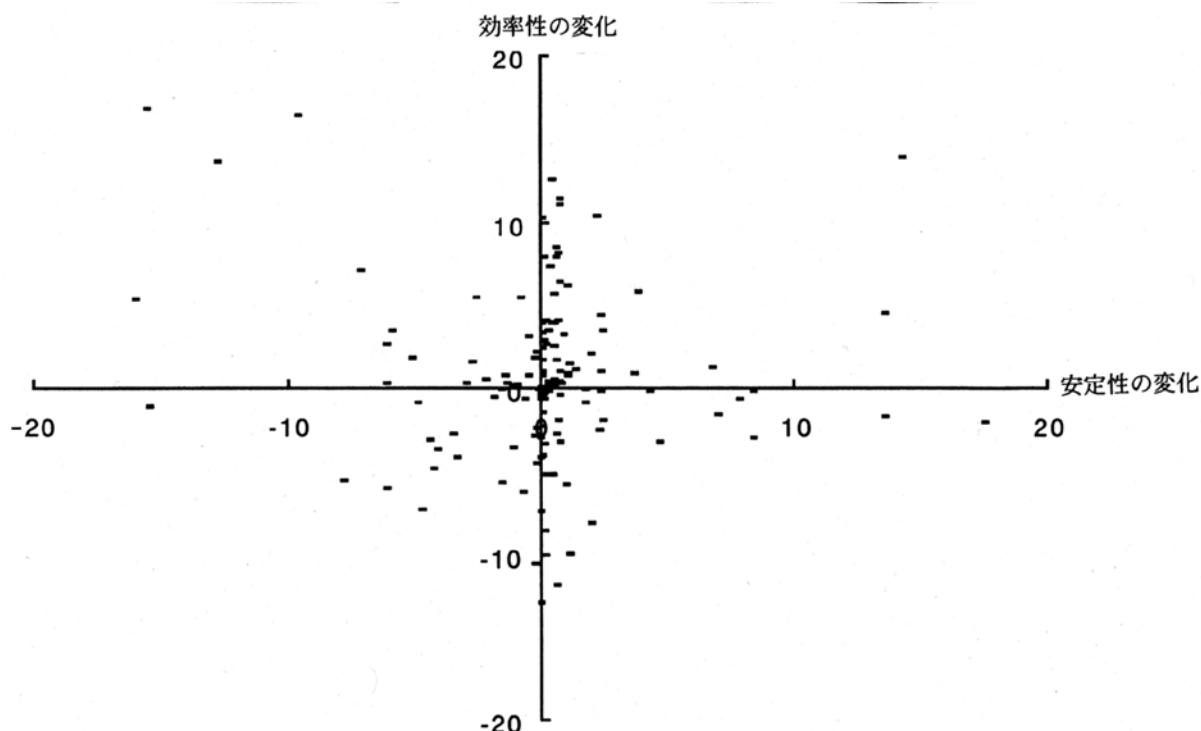
業部門全体の効率化を底上げする) ことが大きな特徴である。とくに後者の点は、産業構造を変革するうえでM&Aは大きな機能を持つことを示唆しており、政策運営の上で十分考慮する必要がある。

(3) M&Aを行なう場合、その効果は用いられる手法によって大きく異なる。資本参加ないし営業譲渡による場合には安定化効果、効率化効果とも比較的大きく現れるのに対して、買収による場合にはいずれの効果とも明確に小さいものにとどまる。これは、買収による場合、買収企業と被買収企業の間で企業文化、企業組織、経営戦略などが一般に異なるため、それらに配慮したM&A手法(買収以外の方法)の方が企業融合を比較的進めやすくすることから、後者の手法がより高い効果をもたらすことによる、と考えられる。このことは、企業が単に資本ならびに労働の集合体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である、と認識すべきことを示唆している。

### 結論の総括図

以上の判断の基礎となった第4章および第5章の結果を統合し、ひとつの2次元の図として可視化したものが図表17(a)である。横軸(x軸)は、経営の安定化度合いを測る(図表9の分布を表示する)<sup>40)</sup>。この値がプラスの場合は2004年の倒産確率が2001年のそれよりも低下したこと(M&A実施後に経営が安定化したこと)を意味する。逆にこの値がマイナスの場合(倒産確率が上昇したこ

図表 17 (a) M&A の効果 (総括図) その 1

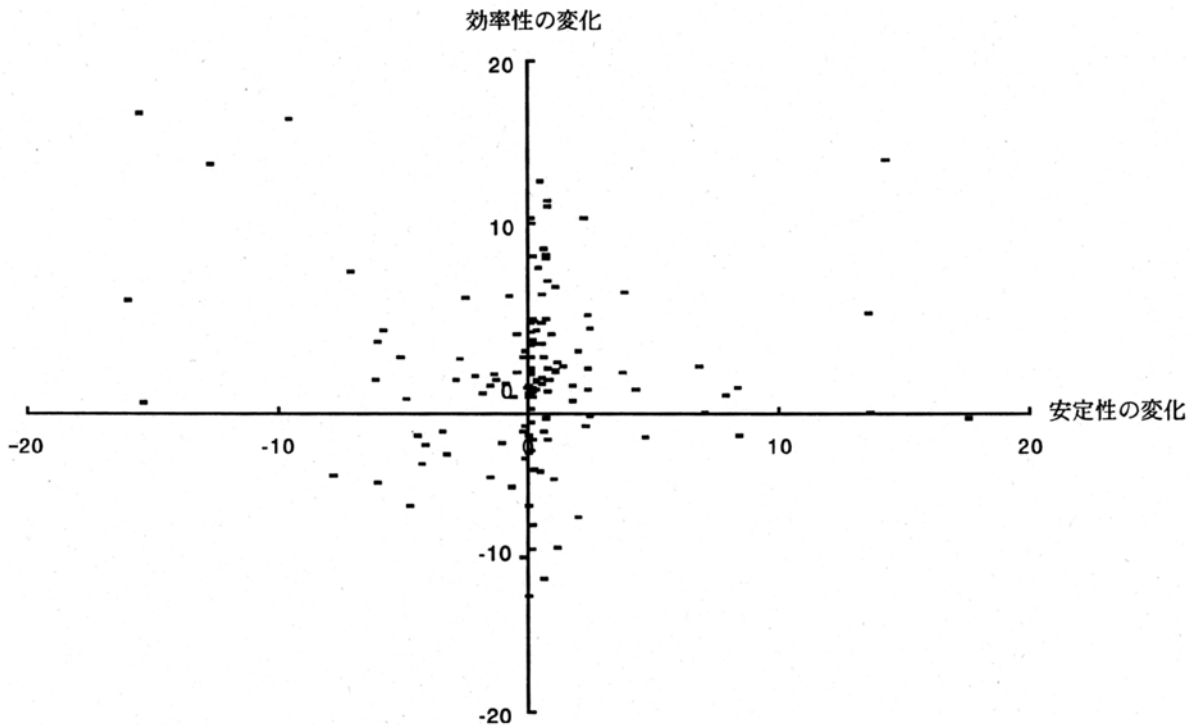


- (注) 1. 安定性の変化幅: (2004年における倒産確率 - 2001年における倒産確率)の変化率(パーセント)の符号を逆にしたもの。  
 2. 効率性の変化幅: (2004年におけるROE - 2001年におけるROE)。差分、単位パーセント・ポイント。

40) 経営の安定化は、倒産確率の低下によって示されるので正負の符号が逆になる点に留意されたい(図表17(a)の脚注を参照)。



図表 17 (b) M&A の効果 (総括図) その 2



(注) 図表 17 (a) の横軸を下方に 1.67%ポイント (対象業種の平均 ROE 低下幅) だけ移動したものの。

と) は安定性の低下を示している。一方、縦軸 (Y 軸) は経営の効率化度合いを測る (図表 12 の分布を表示する)。つまり、この値がプラスの場合は、2004 年の ROE が M&A 実施時点である 2001 年での ROE よりも上昇したこと (経営が効率化したこと) を意味する。逆にこの値がマイナスの場合は、効率性が低下したことを示している。

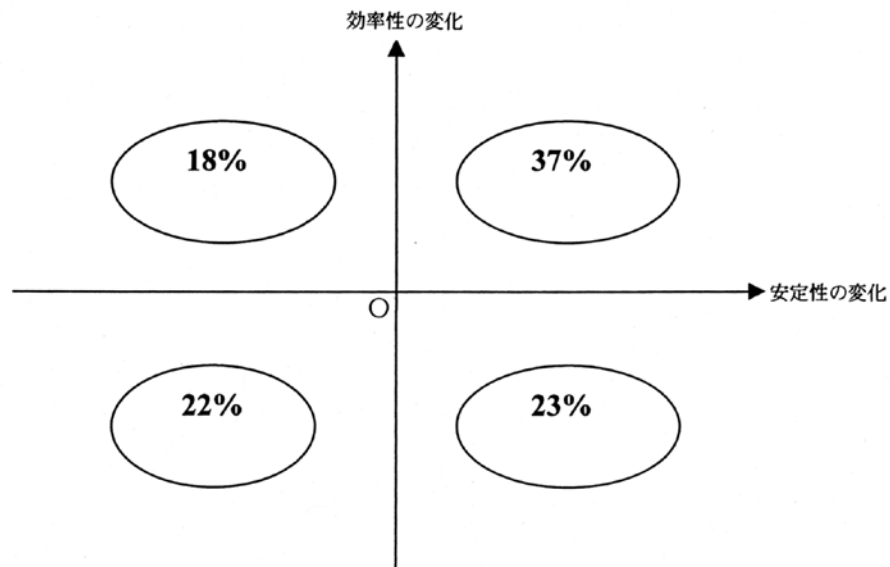
そしてこの図の中の各点は、2001 年に M&A を実施した各企業 (157 社) が 2004 年にどこに位置するかを示している。また図表 18(a) は、図表 17(a) の 4 つの象限それぞれに位置する企業が M&A 実施全企業のうち何パーセントを占めるかを示している。この二つの図から次のことがいえる。

まず、M&A によって (1) 安定性と効率性の両方を高めることができた企業は 58 社、つまり全体の 37% を占める、(2) 安定性を達成したものの効率性が低下した企業は 36 社、全体の 23% ある、(3) 逆に効率性を達成したものの安定性が低下した企業は 28 社、全体の 18% ある、(4) 安定性と効率性の両方とも低下した企業が 35 社、全体の 22% ある、ことである。

ところが、上記の 4 点をそのまま最終効果として解釈するのは適当とはいえない。なぜなら、すでに論じたように (5-1 参照)、この時期 (2001-2004 年) は日本経済にとって不況期であるため企業は全体的に ROE を低下させる場合が多かったことを考慮する必要がある、このため単に ROE の上昇ないし低下をみるよりもその期間における調査対象業種の平均的な ROE の動き (前述したように 1.67% の低下) に対比して M&A 実施企業の結果を判断する必要があるからである。そうした調整 (横軸を下方に 1.67%ポイント引下げ) を行なった結果が図表 17(b) は、図表 18(b) である。

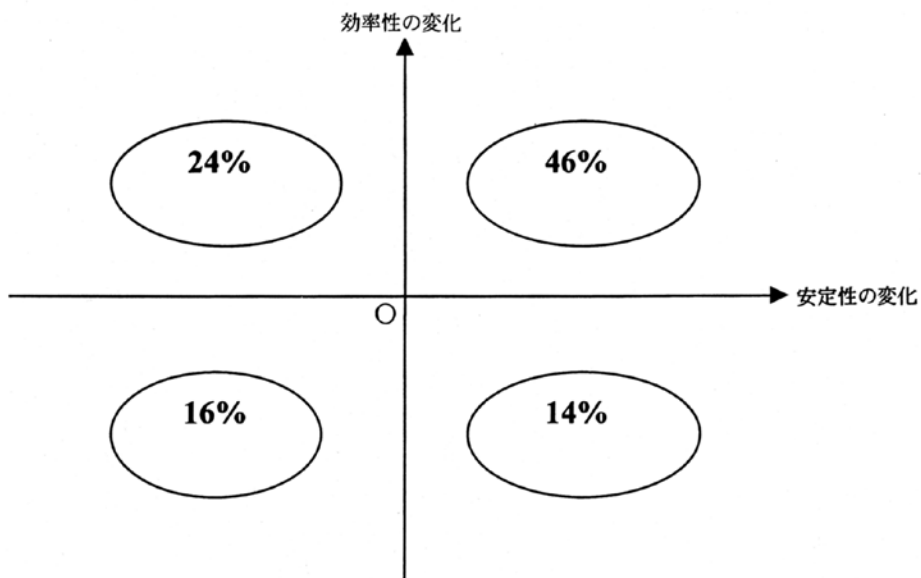
これによれば (1) 安定性と効率性の両方を高めることができた企業は 73 社、つまり全体の 46%

図表 18 (a) M&A の効果 (総括図) その 1



(注) 図表 17 (a) の 4 つの象限それぞれに分布する企業数の構成比を示したもの。

図表 18 (b) M&A の効果 (総括図) その 2



(注) 図表 17 (b) の 4 つの象限それぞれに分布する企業数の構成比を示したもの。

を占める、(2) 安定性を達成したものの効率性が低下した企業は 21 社、全体の 14% である、(3) 逆に効率性を達成したものの安定性が低下した企業は 38 社、全体の 24% である、(4) 安定性と効率性の両方とも低下した企業が 25 社、全体の 16% である、ことである。

## 6-2 考察

上記の結果は何を意味するのであろうか。一つには、これが 6-1 で述べた 3 つの結論を視覚的に、



そして明確に示している。いま一つには、そこでもある程度示唆されてはいるが、M&Aがハイリスク・ハイリターンの経営手法であることを示している。なぜなら、M&Aによって安定性も効率性もともに高めることができた（いわば理想的な結果を得ることができた）企業が全体の半分弱あるが、一方では、そうでない企業が半分強あったからである（とくに全体の2割弱の企業は安定性、効率性ともに低下させるという最悪の結果となった）。したがって、M&Aはハイリスク・ハイリターンの経営手法である、と性格づけることができる。日本企業は、従来ローリスク・ローリターンを指向する経営環境（例えば株式持合いはその代表的現象<sup>41)</sup>）にあったが、M&Aはそれに新しい要素を付加するものといえる。つまり、M&Aは経営手法を多様化させるものであり、日本の企業経営にとって望ましい要素といえよう。

### M&A 失敗事例の含意

最後に、前出図表 18 (b) において第3象限（左下の象限）にプロットされる企業に関して、多少言及しておこう。ここに分類される企業は、M&Aに伴い安定性も効率性も低下した企業であり、いわばM&Aが失敗に終わった企業といえる。M&Aが望ましい結果を生むには、その手法の選択が肝要であることはすでに示した（買収によるM&Aはそれ以外の手法によるM&Aよりも成果が劣後する）。この点を考えると、第3象限に位置する企業は、M&Aに際して用いた手法に傾向的な特徴がある可能性がある。

これを確認するため、ここに位置する企業のM&A手法をみると、全25社のうち現に9社（36.0%）が買収によってM&Aを行っている。ちなみに、本稿調査対象全企業（157社）の場合には、買収によるM&Aは43社（全体27.4%）にとどまっており、上記に位置する企業の買収比率の方が全体的傾向よりも高いことがわかる。このことは、M&Aを実施する場合にはその手法自体の選択が大きな課題であることを改めて示している。

## 7. 結論および残された課題

本稿では、日本における近年のM&Aを取り上げ、その動向と背景を整理するとともに、M&Aの実施が当該企業に対してどのような経済効果をもったかを統計的に分析した。本研究実施時点では、こうした実証分析に用いることができる既存のM&Aのデータベースが存在しなかったため、著者自身がM&Aに関するデータを収集・整理し、M&A実施企業のうち一定の基準にしたがって選出した157社をデータベースとして分析を行なった。そこで得た主な結論は、6-1の冒頭（および図表16ならびに図表17(b))で整理したとおりでありここでは繰返さないが、ポイントは次の点にある。

第一に、M&Aは企業経営の安定化と効率化をもたらす可能性がある（実証分析結果によれば安定化と効率化の双方を達成した企業数は5割弱であった）一方、それに奏功する保証はない（安定化と

41) 株式持合いの詳細な分析は、岡部（2002）を参照。

効率化のいずれかしか達成できなかった企業およびいずれも達成できなかった企業は合計5割超あった)ので、ハイリスク・ハイリターンの性格を持つ経営手法の一つといえることである。

第二に、経営の安定化効果に比べると効率化効果はより確実に現われるうえ、時にはその規模がきわめて大きくなる場合もあるので、M&Aは日本経済の構造変革を効率的かつ迅速に進めるうえで有効な(時間を買う)手段として位置づけることができることである。

第三に、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、今後こうした制度および環境を改善してゆくことが必要とされることである<sup>42)</sup>。

## M&Aの議論と制度に関する問題点

上記第二および第三の点は、経済論理および政策論に関連して重要な点を含むのでここで多少敷衍しておきたい。M&Aは、確かに経営資源が効率的に利用できていない企業にとってその経営を改善する効果を持つ。またM&Aが現実には実施されなくとも、その脅威が現実化することを避けたいと考える経営者に対して経営効率性を維持する圧力として働く(上記まとめの第一および第二の点)。しかし、M&Aに関する最近の議論の一部および法制にはそれぞれ次のような問題があるように思われる。

第一に、会社は株主のもの(株式会社は株主が所有する)という伝統的な理解が暗黙の前提になっている場合が多いが、そこには不注意な曖昧さが含まれており、またそれを文字通りに受取る場合には経済学的にもまた現実にも相当大きな誤謬を含む結果となることである。例えば「会社は株主のものであり、したがって企業の価値は株価総額で捉えられる一方、株主は株価総額を最大化すべく企業経営に参与する最大限の権限を持つ」といった言説も少なくないが、そうした理解は著しく妥当性を欠く。

確かに、資金調達に際して株式だけを発行している企業(負債のない企業)の場合には、企業の価値は株式の現在価値であり上記の見方も成り立つ。しかし、ほとんどの企業がそうであるように、株式発行と負債(社債ないし借入れ)の両方で資金調達をしている場合には、企業の価値は、株式の現在価値(=株式時価総額)と負債の合計として捉える必要がある(単に株価総額が企業の価値ではない)。なぜなら、企業の価値(市場価値)は、企業の将来収益すべてを入手する際の全費用額であり、それは株主が将来にわたって受け取る利益の割引現在価値の合計(株式の市場価値総額)、負債(債権者)が受取る利息の現在割引価値の合計(負債残高)、この二つを合わせたものだからである。市場は企業の将来収益をこの合計額で評価しており、それが企業の価値になっている、と解釈できる<sup>43)</sup>。「企業価値」という場合、これが国内外を問わず一般的な理解(定義)である。この点は、企

42) とくにM&Aを巡る法制(とくに税制)は、企業関係の各種法律の改正と折り合いがつけにくい場合も少なくなかったといわれており、このため企業がリスク分散(経営安定化)を期待してM&Aを行なおうとしてもそれが阻害された可能性がある。例えば会社分割(スピントフ等)、TOB(テークオーバービッド)の円滑化には、それぞれ商法、証券取引法を改正する必要があるが、税制との折り合いの問題から不十分なものとどまるとされている。最近(2006年5月)多くの法律を実質的に一元化した新会社法が施行されたが、法律相互間で齟齬をきたしている場合には引き続きその解消が期待される。

43) 企業の貸借対照表(バランスシート)に即していえば、次のようになる(下図を参照)。すなわち、同表は3つの基本的部分によって構成されており、貸方(右側)は二つの資金調達の源泉(負債および資本)を、そして借方(左側)はそうして調達

業金融の正統的研究者の論文、例えば若杉（1992）、鴨池（1992）、米澤・小西・芦田（2004：第4章）、Jensen（2000：第2章および第4章）などをみれば明らかであるが、現実には前述したような軽率な誤解も少なくない。

株式所有者は、株主資本というリスク資金を提供している分、それに見合って経営への影響力が保証されているものの、上記の通り会社の市場価値の全部ではなく一部に対して請求権を持つにすぎない。

また株主には株主総会における議決権、利益配分請求権があるが、それは所有権の機能を間接的に有しているだけであり<sup>44)</sup>、「希薄化された所有」ないし「所有の変形物」ともいうべきものである。問題は、所有が何によってどの程度変形し、その変形の度合いが所有という言葉からほど遠いほどに変形しているのか、それとも所有に近い理解で足りるのかという点にある。したがって株主は、「株式の」所有者ではあってもそれをもって「会社の」所有者と同視するには論理的に大きな飛躍がある（上村 2006a）。つまり会社は、それが単に株主に帰属すると理解するよりも、株主を含む幅広いステークホルダー（長期間企業にコミットしている従業員その他）全体に帰属するという理解が不可欠である（岡部 2005）。

このように考えれば、M&A の過程で株式を取得する株式保有者がその他ステークホルダーに優先する地位（会社所有者）ないし会社支配権を持つとする理解は一面的に過ぎる。事実、新聞のトップを飾る近年のいくつかのM&A騒動に関する評価や政策論では相当偏った議論が少なくない。企業は、最も基本的には社会が求めるモノやサービスを効率的かつ安定的に生産することを基本的な使命としつつ、そこに様々なかたちで関係する多くの社会構成員を含む公共性をもつ存在である。M&A の機能やあり方を評価する場合、この視点を忘れてはならない<sup>45)</sup>。

第二に、M&A に関する法規ないしルールが合理的かつ明確なものとしては未だ確立されてはおらず、今後の課題がなお多いことである。最近の M&A がときおり社会問題を引き起こす（場合によっては刑事罰の適用対象となる）のは、M&A 制度の現状がこうした状況にあることによる。

M&A に関する各種法律は近年急速に改定され（前出図表 2 を参照）、その結果、M&A は原則自由へと転換し企業再編の自由度も格段に大きくなっている。しかし、新会社法が施行された現在でも、M&A が適切に作用するうえで欠かせない法制および慣行の確立は不十分であり<sup>46)</sup>、原則自由のもの

---

された資金の運用形態をそれぞれ示している。したがって、資産 = 負債 + 資本であり、企業の総価値を企業が保有する全資産であるとみれば、それは単に「資本」だけでなく「負債 + 資本」の金額になる。

資産	負債
	資本

44) このパラグラフの記述は、上村（2006a、2006b）に負う。

45) 「モノを作らず、サービスを提供せず、したがって従業員もおらず、取引先もないような、しかも少数の匿名性の投資家のために投資運用をする私募ファンドやヘッジファンドが、人間だけの存在である企業を支配し、その方向性を左右する資格などどこにもない」（上村 2006a）。

46) ごく最近施行された新会社法（2006年5月施行）においては、会社組織再編に関しては既に商法改正（平成11年および12年）で基本的に対応済みであったため、実務界から出てきた不都合部分を手直しするという色彩にとどまった（神田 2005）。とくに2005年初の「ニッポン放送事件」以降世間の関心を集めることとなった敵対的買収に対する防衛策は十分検討して法制化されたものとはなっておらず、会社法施行後にますます議論が活発化する（江頭 2005）ことが当初から予想されている。

とでM&Aが増大しているのが実情である（上村 2006a、2006b）。例えば、買収後の企業結合法制が欠落しているがゆえに安易な企業買収がおりやすい（同）。あるいは、規制緩和の弊害が現れているといえないにしても、規制改革後に市場の公正さを担保する上で十分なルールが日本では未だ整備されているとはいえない（神田 2006）。したがって、米国や欧州の経験や制度を十分に研究したうえでM&Aに関する資本市場のルール確立を図り、M&Aの持つ望ましい機能が発揮できるような制度的環境を整えてゆく必要がある。

例えば、M&Aが原則自由といっても敵対的買収は従業員の利益（当該企業固有の人的資本形成）を損ない、またその結果企業の生産性を悪化させる（企業価値を損ねる）可能性もある。こうした事態を生じるM&Aは、経済学的観点からも阻止する必要がある（小佐野 2005）<sup>47)</sup>。このような敵対的買収防止のほか、上述した買収後の企業結合法制の整備など、今後一層の法制整備およびルール確立が望まれる。

### 残された研究課題

最後に、本稿で行なった分析の限界と今後の研究課題を指摘しておきたい。第一に、ここで分析対象とした企業は、2001年にM&Aを実施した157社に限られていることである。同年におけるM&A実施企業が合計1,658社あることを考えれば、サンプルの少なさは否定しがたい。また本稿の分析対象企業は製造業を中心としている点も、分析結果の一般性に留保条件を付ける要因となっているかもしれない。今後は、M&Aに関する企業データベースの充実と、より多くのサンプル、より最近の年次を入れた研究を行なう必要がある。

第二に、本稿では、M&Aにおける買収企業に焦点を当てたが、M&Aを全体として評価するには、被買収企業に重点をおいた研究も欠かせない。また買収企業と被買収企業を併せてみた場合、安定性と効率性への影響がどのようなものと理解できるのか、を明らかにすることも必要である。

第三に、M&Aにおける買収主体が既存の事業会社（本稿で扱ったのはこれに限定した）でなく、M&Aなど金融取引を専門とする会社（投資ファンド、あるいは外資系投資銀行等）の場合は、事情が相当異なるものとなる<sup>48)</sup>。この場合のM&Aは、例えば株式取得による影響力の行使よりも、むしろその結果としての株式売買によるキャピタルゲイン獲得が主な動機になっている可能性がある。また、そうした場合には、買収対象企業にとっても事業会社によって買収される場合とは異なる影響を受けるであろうから、別途検討する必要がある。

第四に、本稿ではM&A実施企業の財務指標を取り上げ、それがM&A前後でどう変化したかを中心に検討した。ただ、これは相関関係を示すものではあるが厳密な因果関係を示すものとはいえないので、両者の間における因果関係を明示的に考慮した分析が求められよう。

第五に、本稿では財務指標を中心に検討したが、その結果としてM&Aが当該企業の株価にどう

47) 例えば、ポイズンピル（poison pill、毒薬条項）がある。これは買収者の買収コストを増大させることによって敵対的買収をしにくくする手法である。

48) ファンド（投資基金）とは、一般投資家から集めた資金を運用する仕組みを指し、その例として投資信託と投資ファンドがある。前者は取引相場のある株式（上場株式）や債券などに投資するのに対し、後者は未公開企業の株式など正式な取引相場がなくまた一般に流通していない株式等に投資する点が異なる。M&Aに関与するのは後者である。

反映しているか（あるいはいないか）の検討は全く行っていない。M&A の効果の財務面からの分析（経済学的分析）と株価面からの分析（ファイナンス的分析）は、本文でも述べたように現時点では全くリンクされておらず、今後研究の進展が期待される。

以上



## 付論 ロジット・モデルとそれを用いた倒産確率の分析

ここでは、ロジット・モデルの概要を説明するとともに、本稿で企業経営の安定性（倒産確率ないし信用リスク）を分析する場合になぜロジット・モデルを採用したかを述べる<sup>49)</sup>。

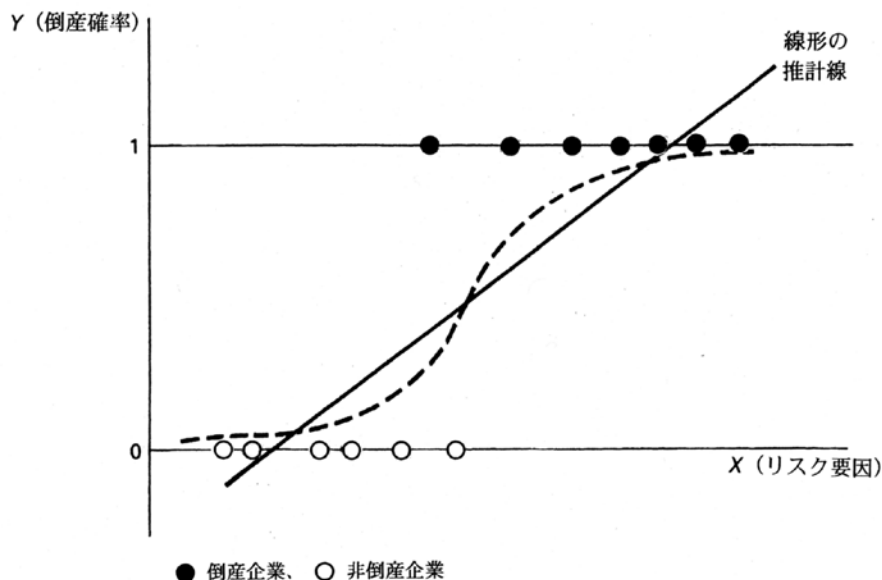
### ロジット・モデル

統計分析では、一般にある変数を量的に把握し、それが他の変数とどのような関係を持つかを扱う場合が多い。これに対して、ロジット・モデルは、量的データではなくある変数の質的データ（ある分類に属しているかどうかという質的特性だけが観測されるデータ。例えば企業が倒産するか、しないか）の要因を分析する場合に用いられる統計手法の一つである。

いま図表 A1 において、黒い点は、標本企業のうち倒産した企業につきその倒産確率（倒産したという事実から考えて 1）を縦軸の値で示し、その企業のリスク要因の値を横軸で表している。また白い点は、標本企業のうち倒産しなかった企業（非倒産企業）につきその倒産確率（倒産していないという事実からみてゼロ）とそのリスク要因の値を同様にプロットしている。すなわち、説明変数の値  $X$  が大きい時にはダミー変数である被説明変数の値  $Y$  が 1 に対応する（つまり倒産したことを示す）一方、値  $X$  が小さい時には被説明変数の値は 0 に対応する（つまり倒産しない）ことを示している<sup>50)</sup>。

この図から直感的に明らかなように、もし被説明変数が定性的な性格のものであり（したがって 0

図表 A1 線形モデルとロジットモデル



(出典) Kennedy (1998) 図 15.1 を著者が修正、補筆して作成。

49) 以下の記述に際しては、Kennedy (1998:chapter 15)、森平 (1999)、木島・小守林 (1999)、藤原 (2002)、山下・川口・敦賀 (2003) を参考にした。

50) ここでは、1 = 倒産、0 = 非倒産、として説明しているが、本文のモデルでは逆に 1 = 非倒産（存続）、0 = 倒産、と定義して分析を行なった（企業の倒産は非存続を意味するので、それに対して変数 0 を充てるほうが自然であり分かりやすいという判断による）。

か1かのダミー変数として表示され、それが説明変数（一つの変数あるいは幾つの変数の合成変数）によって説明できるとすれば、被説明変数の予測値は大半が0と1の間の値になる。したがって、例えば、ある企業につきそのリスク要因（例えば利益率の低さなど説明変数の値）が与えられるならば、その時に与えられる被説明変数の予測値は当該企業が倒産する確率である、と解釈することができる。つまり、リスク要因と倒産確率の間にみられる関係を何らかのかたちで（例えば図示したような直線として）求めることができれば、説明変数の値のいかんによって被説明変数（ダミー変数）のいずれの値が生起するかについての確率（1と0の間の値）を求めることができる。

ただ、その際に注目すべきことがある。すなわち、線型（直線）回帰線を当てはめる場合には、Xの値が極めて小さい時に直線回帰線が負の倒産確率を示唆することになる一方、Xの値が極めて大きい時には倒産確率が1よりも大きい、という結果になることである。このような問題を回避するには、0と1の区間から外れる期待確率をそれぞれ0または1として扱う（期待確率を算出することなくいわば[0-1]区間に押し込めてしまう）ことにすればよい。図において点線で示した扱いは、まさにそれである。このような性質を持つ曲線（関数）は多数存在するが、最も良く利用されるのがロジスティック曲線であり、それを前提とした場合の統計モデルがロジット・モデル（logit model）と称されるものである<sup>51)</sup>。

具体例として、企業の倒産確率（デフォルト・リスク）を求める場合を示そう。いま、企業*i*の「信用リスク度合い」を $Z_i^*$ とし、信用リスクを表わす*k*個のリスク要因（財務データ等）を $X_{k,i}$ とする。この場合、この企業の信用リスク度合い $Z_i^*$ は、*k*個のリスク要因を加重平均（線形結合）した次のような合成変数によって表すことができる。

$$Z_i^* = \beta_1 X_{1,i} + \beta_2 X_{2,i} + \dots + \beta_k X_{k,i} + \varepsilon_i$$

ただし、 $\varepsilon_i$ は誤差項（平均ゼロ、分散1）である。信用リスク度合い $Z_i^*$ は直接観察することはできないが、この値がある水準 $\beta_0$ を超えたときに企業が倒産すると考える。すると、企業群は倒産と非倒産（存続）に二分されるため、

$$Y_i = 1 \quad (Z_i^* > \beta_0 \text{ のとき})$$

$$Y_i = 0 \quad (Z_i^* \leq \beta_0 \text{ のとき})$$

と表すことができ、企業の倒産情報が1と0の変数に変換されることになる。 $\beta_0$ は特定の企業が倒産するかしないかの閾値を示している。誤差項 $\varepsilon_i$ がロジスティック分布に従うと仮定した場合がロジット・モデルであり、その場合の企業*i*の倒産確率 $\pi_i$ は以下のように表わされる<sup>52)</sup>。

51) ロジット・モデルでは推定される誤差項がロジスティック分布に従うと仮定されているが、誤差項が正規分布に従うと仮定される場合にはプロビット・モデル（probit model）とよばれる。両モデルの性格は基本的に同じである。

52) 以下の点に関する詳細は、木島・小守林（1999：第4章）を参照。

$$\pi_i = \frac{1}{1 + \exp\left\{-\left(\beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ji}\right)\right\}}$$

この式のパラメーター（ $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_k$ ）を標本データをもとに推定するには、この式が非線形モデルである（指数関数内の単回帰式を算出するかたちになる）ため最小二乗法ではなく最尤法によって計算される。そして、その推定値の有意性の判断は  $t$  検定によって行なうことができることが知られている。

### 信用リスク分析におけるロジット・モデルの位置づけ

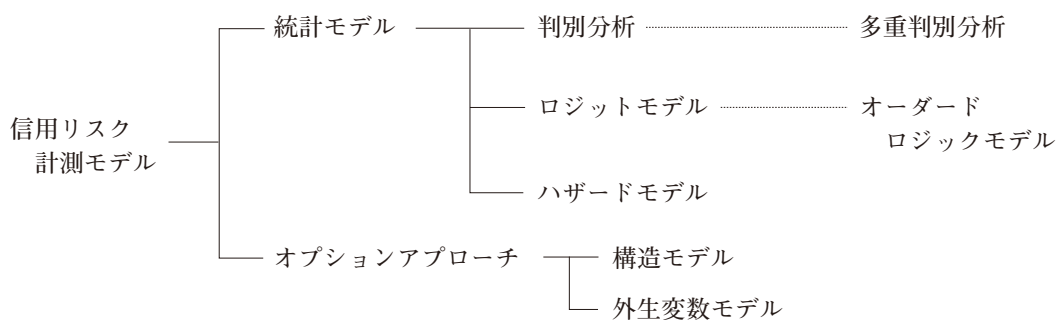
企業は、色々な形態の資本（資金）を調達することによって活動を行なっている。このように多くのステークホルダーを持つ企業が倒産すれば、当該企業への出資者や貸付銀行は投下した資本（資金）を回収することができなくなる。このように与信先が債務を履行できなくなる状態（デフォルト）に陥ることによって損失を被るリスクが「信用リスク」である。したがって、企業が倒産するリスクは、多くのステークホルダーにとっての信用リスクの問題といえる。

こうした信用リスクを測定するには、様々な計量化の方法が開発されている（図表 A2）。それらを大別すると、統計モデルを利用するアプローチと、オプション・アプローチの二つに区分できる。

まず統計モデルは、財務諸表の値をもとに信用リスクを算出するため（1）比較的安定した計測結果が得られる、一方（2）リアルタイムで（時々刻々に）その値を得ることはできない、などの特徴がある。これに対してオプション・アプローチは、企業の株価データをもとに算出するため（1）リアルタイムで信用リスク（倒産確率）を求めることができる、一方（2）株価の動きに信用リスク情報を全て依存しているので算出結果に大きなフレが不可避である、などが特徴である。本稿は、M&A の基本的な効果を把握することを目的としているので、統計モデルによる計量分析によることがふさわしいことが明らかといえよう。

ところで、統計モデルの中にも様々な手法がある。とくに日本の金融機関において最も一般的な信用リスク測定法として用いられているのが「判別分析」(discriminant analysis) である。これは、二

図表 A2 信用リスクを計量化するための各種モデル



(出典) 山下・川口・敦賀 (2003) 図 1.1。

つのグループ（例えば倒産群と非倒産群）を予め設定し、新しいある個体（個別企業）がどのグループに属するかを分類する方法である。このうち特にアルトマンの「Zスコア」による倒産危険度の分析が良く知られており、これを用いた研究では日本の金融機関の財務諸表から導かれた倒産確率が現実の経営破綻を比較的良く予測していた、とする例も少なくない<sup>53)</sup>。

ただ、Zスコアによる分析では、Zスコアが2倍になれば危険度が2倍になることを意味するものでない点に問題がある（小暮 2002）。これに対して、ロジット・モデル（および倒産確率を求めるその他の手法）では、確率によって結果が表現されることから、例えば倒産確率が2倍になれば危険度も2倍である、という解釈ができる。このため、M&Aによって経営の安定化がどう変化したかを計測しようとする本稿では、後者がより適切な手法といえる。なお「ハザード・モデル」という方法もあるが、これは生存している人間（あるいは企業）がある特定の時間帯に死亡（倒産）する確率を生命表などをもとにして扱うモデルであり、したがって本稿で用いる手法としては馴染まない。

---

53) 例えば、廣田（2000）、藤原（2002）など。

## 引用文献

- 蟻川靖浩・宮島英昭 (2006) 「M&A の経済分析：M&A はなぜ増加したのか」、経済産業研究所、RIETI Discussion Paper Series 06-J-034。
- 井上光太郎 (2002) 「日本の M&A における取引形態と株価効果」『経営財務研究』22 (2)、107-120 ページ。
- 井上光太郎 (2006a) 「米国における M&A 研究動向 -- 買収、買収防衛と株式市場 --」、日本ファイナンス学会研究観望会 (M&A に関するファイナンス理論・実証研究) 配付資料、4月4日。
- 井上光太郎 (2006b) 「日米の M&A と株式市場の評価：サーベイ」、名古屋市立大学経済学会ディスカッションペーパー 432 号。(井上光太郎・加藤英明著『M&A と株価 (仮題)』<東洋経済新報社、近刊>に集録)。
- 井上光太郎・加藤英明 (2003) 「M&A 発表日の株価効果に関する要因分析」『現代ファイナンス』13 号、3-28 ページ。
- 井上光太郎・加藤英明 (2004) 「企業買収 (M&A) と株式市場の評価：日米比較」『証券アナリストジャーナル』10 月号、33-43 ページ。
- 井上光太郎・加藤英明 (2006) 『M&A と株価 (仮題)』東洋経済新報社、近刊。
- 上村達男 (2006a) 「企業買収論議の死角」『世界』1 月号、96-106 ページ。
- 上村達男 (2006b) 「企業法制の基本概念と M&A」、日本金融学会春季大会報告資料、4 月。
- 薄井彰 (2001) 「株主価値と M&A」、薄井彰 (編著) 『バリュー経営の M&A 投資』第 3 章、中央経済社。
- 江頭憲治郎 (2005) 「新会社法制定の意義」『ジュリスト』第 1295 号 (特集新会社法の制定) 8 月 1-15 日。
- 大村敬一・楠美将彦・水上慎士・塩貝久美子 (2002) 「倒産企業の財務特性と金融機関の貸出行動」、内閣府、景気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー DP/02-5。  
<<http://www5.cao.go.jp/keizai3/discussion-paper/dp025.pdf>>
- 小佐野広 (2005) 『コーポレートガバナンスと人的資本：雇用関係からみた企業戦略』日本経済新聞社。
- 岡部光明 (1999) 『環境変化と日本の金融：バブル崩壊・情報技術革新・公共政策』日本評論社。
- 岡部光明 (2002) 『株式持合と日本型経済システム』慶應義塾大学出版会。
- 岡部光明 (2005) 「日本企業：進化する行動と構造—総合政策学の視点から」慶應義塾大学大学院 21 世紀 COE プログラム、総合政策学ワーキングペーパーシリーズ第 84 号。< <http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/ja/wp/list09.html>>
- 岡部光明・藤井恵 (2004) 「日本企業のガバナンス構造と経営効率性：実証研究」慶應義塾大学大学院 21 世紀 COE プログラム、総合政策学ワーキングペーパーシリーズ第 34 号。  
<[http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/book/report\\_governance.html](http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/book/report_governance.html)>
- 鴨池治 (1992) 「トービンの Q と株価」、日本証券経済研究所 (編) 『新版現代証券事典』490-494 ページ、日本経済新聞社。
- 神田秀樹 (2005) 「組織再編」『ジュリスト』第 1295 号 (特集新会社法の制定) 8 月 1-15 日。
- 神田秀樹 (2006) 『会社法入門』岩波新書 1005、岩波書店。



- 木島正明・小守林克哉 (1999) 『信用リスク評価の数理モデル』、シリーズ<現代金融工学> 8、朝倉書店。
- 小暮厚之 (2002) 「ノンパラメトリック平滑化法による信用リスクの推定」、第2回 S-PLUS ユーザカンファランス発表論文。  
<<http://www.msi.co.jp/splus/support/salon/userconf/ronbun/2nd/kogure.pdf>>
- 鹿野嘉昭・福澤満 (2005) 「グローバル化、情報化と日本型金融システム -- メインバンク関係の変容を中心として --」日本金融学会春季大会報告論文。
- 鈴木一功 (2006) 「M&A に関するファイナンス理論・実証研究」、日本ファイナンス学会研究観望会 (M&A に関するファイナンス理論・実証研究) 配付資料、4月4日。
- 長岡貞男 (2005) 「合併・買収は企業成長を促すか?」、一橋大学イノベーション研究センター『一橋ビジネスレビュー』53(2)、32-44 ページ。
- 廣田雄一 (2000) 「判別分析の手法による銀行の健全性評価」、研究会優秀論文 99-A-002、慶應義塾大学湘南藤沢学会。<<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/yohe/index.html>>
- 深尾京司 (2005) 「M&A は投資先企業の生産性を上昇させるか」、日本経済研究センター研究員報告。
- 藤原総一郎 (2005) 『企業再生と M&A のすべて』文春新書 442、文藝春秋。
- 藤原裕之 (2002) 「邦銀の倒産確率の推定とその有効性 ~ロジット・プロビット分析とオプション・アプローチによる推定~」日本リサーチ総合研究所、金融・経済レポート 6号。<<http://www.research-soken.or.jp/reports/economic/index.html>>
- 藤原史義・千野剛司 (2006) 「金融インフラストラクチャーに関する理論分析：プラットフォームとその効率性評価」、研究会優秀論文 SFC-SWP 2005-A-003、慶應義塾大学湘南藤沢学会。  
<<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/yohe/index.html>>
- 森平爽一郎 (1999) 「信用リスクの測定と管理 第2回：定性的従属変数回帰分析による倒産確率の推定」『証券アナリストジャーナル』11月号、81-101 ページ。
- 山下智史・川口昇・敦賀智裕 (2003) 「信用リスクモデルの評価方法に関する考察と比較」金融庁金融研究研修センター、17年度ディスカッションペーパー。  
<<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2003/20031031.pdf>>
- 米澤康博・小西大・芦田敏夫 (2004) 『新しい企業金融』有斐閣。
- レコフ社 (2000/1-2005/1) 「MARR (マール) (M&A に関する専門月刊誌) レコフ出版、全 60 冊。
- 若杉敬明 (1992) 「企業評価」、日本証券経済研究所 (編) 『新版現代証券事典』482-490 ページ、日本経済新聞社。
- 渡辺章博 (2004) 『新版 M&A のグローバル実務：プロセス重視の企業買収・売却のすすめ方』中央経済社。
- 渡辺章博・井上光太郎・佐山展生 (2005) 『M&A とガバナンス：企業価値最大化のベスト・プラクティス』中央経済社。
- Andrade, Gregor, Mark Mitchell, and Erik Stafford (2001) “New Evidence and Perspectives on

- Mergers,” Journal of Economic Perspectives 15 (2), Spring, pp. 103-120.
- Andre, Paul, Maher Kooli, and Jean-Francois L’Her (2004) “The Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Canadian Stock Market,” Financial Management 33 (4), Winter. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=635001>
- Coase, Ronald H. (1937) “The nature of the firm, Econometrica 4, pp.386-405; reprinted in Oliver E. Williamson and Sidney G. Winter (eds.) The Nature of the Firm: Origins, Evolution, and Development, Oxford University Press, 1993.
- Gugler, Klaus, Dennis C. Mueller, B. Burcin Yurtoglu and Christine Zulehner (2003) “The effects of mergers: an international comparison,” International Journal of Industrial Organization 21 (5), May, pp. 625-653.
- Jensen, Michael C. (2000) A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms, Harvard University Press.
- Kang, J. K., A. Shivdasani, and T. Yamada (2000) “The effect of bank relations on investment decisions: an investigation of Japanese takeover bids, Journal of Finance 55, pp. 2197-2218.
- Kennedy, Peter (1998) A Guide to Econometrics, fourth edition, MIT Press.
- Kruse, Timothy A., Hun Y. Park, Kwangwoo Park, and Kazunori Suzuki (2004) “Long-term performance following mergers of Japanese companies: The effect of diversification and affiliation,” Chuo University working paper. <<http://www.business.uiuc.edu/hypark/japan10.04.pdf>>
- Raua, P. Raghavendra, and Theo Vermaelenb (1998) “Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms, Journal of Financial Economics 49 (2), Pages 223-253.
- Rossi, Stefano, and Paolo F. Volpin (2004) “Cross-country determinants of mergers and acquisitions,” Journal of Financial Economics 74, pp. 277-304.
- Shleifer, A., and L. H. Summers (1988) “Breach of trust in hostile takeovers, in A. J. Auerbach (ed) Corporate Takeovers: Causes and Consequences, University of Chicago Press.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny (1989) “Management entrenchment: the case of manager-specific investments, Journal of Financial Economics 25(1), pp.123-139.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny (2003) “Stock market driven acquisitions,” Journal of Financial Economics 70, pp.295-311.
- van Schaik, Dimitri, and Onno W. Steenbeek (2004) “Price and volume effects of merger bids in Japan,” Working paper, Hitotsubashi University.
- Yeh, T., and Y. Hoshino (2001) “Shareholder’s wealth, bank control, and large shareholders: an analysis of Japanese mergers,” Japan Journal of Finance, (『経営財務研究』) 21 (2)、 pp. 150-166.
- Yeh, Tsung-ming, and Yasuo Hoshino (2002) “Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers,” Japan and the World Economy 14, pp. 347-366.

(データ入手先 URL)

レコフ社 <<http://www.recof.co.jp/index.shtml>>

慶應義塾大学湘南藤沢キャンパス・メディアセンター

<<http://www.sfc.keio.ac.jp/mhtml/>>

付表1 M&A 分析対象企業一覧（合計 157 社）

[食品]

江崎グリコ (株)  
カゴメ (株)  
(株) 加ト吉  
キリンビバレッジ (株)  
米久 (株)  
塩水港精糖 (株)  
不二製油 (株)  
フジ日本精糖 (株)  
メルシャン (株)  
(株) ヤクルト本社  
(株) ユニカフェ

[医薬品]

栄研化学 (株)  
エスエス製薬 (株)  
大塚製薬 (株)  
小林製薬 (株)  
参天製薬 (株)  
塩野義製薬 (株)  
第一工業製薬 (株)  
武田薬品工業 (株)  
中外製薬 (株)  
日本化薬 (株)  
藤沢薬品工業 (株)

[化学]

アイカ工業 (株)  
三洋化成 (株)  
ダイセル化学 (株)  
三菱化学 (株)

[繊維]

オーミケンシ (株)  
(株) クラレ  
ゲンゼ (株)  
帝人 (株)  
東レ (株)  
日清紡績 (株)  
日本毛織 (株)  
三菱レイヨン (株)

[紙・パルプ]

日本ハイパック (株)  
レンゴー (株)

[ゴム]

東洋ゴム工業 (株)  
ニッタ (株)

[窯業]

旭硝子 (株)  
太平洋セメント (株)  
日本板硝子 (株)  
日本興業 (株)  
(株) ノリタケカンパニーリミテド

[非鉄・金属]

(株) アーレスティ  
(株) 研創  
サンポット (株)  
三和シャッター工業 (株)  
昭和電線電纜 (株)  
住友電気工業 (株)  
大同特殊鋼 (株)  
東邦亜鉛 (株)  
同和鋳業 (株)  
(株) 長府製作所  
(株) ノーリツ  
日立電線 (株)  
(株) フジクラ  
古河電気工業 (株)  
三菱伸銅 (株)  
三菱マテリアル (株)  
理研電線 (株)

[鉄鋼]

合同製鐵 (株)  
新日本製鐵 (株)  
日亜鋼業 (株)  
日本電工 (株)

[機械]

(株) アマダ  
アルゼ (株)  
北川工業 (株)  
栗田工業 (株)  
小池酸素工業 (株)  
光洋精工 (株)  
(株) 小森コーポレーション  
スター精密 (株)  
住友重機械工業 (株)  
大豊工業 (株)  
ダイキン工業 (株)  
(株) ダイフク  
東芝機械 (株)  
TCM (株)  
日機装 (株)  
日本精工 (株)  
(株) 日本製鋼所  
日立造船 (株)  
(株) フェローテック

富士精工 (株)  
フジテック (株)  
三菱重工業 (株)  
明治機械 (株)  
(株) 森精機製作所  
(株) リコー  
ヤマハ発動機 (株)  
(株) ヨロズ

[金属製品]

コマツ電子金属 (株)

[電気機械]

アイコム (株)  
(株) アドバンテスト  
オーエスジー (株)  
オムロン (株)  
京セラ (株)  
(株) キョウデン  
協立電機 (株)  
サミー (株)  
サンケン電気 (株)  
三洋電機 (株)  
シスメックス (株)  
シャープ (株)  
(株) ツガミ  
天昇電気工業 (株)  
(株) 東芝  
(株) ナンシン  
日東工器 (株)  
日本電波工業 (株)  
日本ピストンリング (株)  
(株) 日立製作所  
日立建機 (株)  
富士通 (株)  
富士電機E & C (株)  
船井電機 (株)  
(株) 堀場製作所  
本多通信工業 (株)  
松下電器産業 (株)  
三菱電機 (株)  
(株) 明電舎  
(株) 安川電機  
(株) 山武  
横河電機 (株)

[精密機器]

アンリツ (株)  
カシオ計算機 (株)  
シグマ光機 (株)  
(株) シチズン電子  
大日本スクリーン製造 (株)  
スミダ コーポレーション (株)  
長野計器 (株)  
(株) ニッキ  
浜松ホトニクス (株)  
古河電池 (株)  
(株) メイコー

[輸送用機器]

(株) エクセディ  
エフテック (株)  
NTN (株)  
川崎重工業 (株)  
(株) ケーヒン  
ジーエルサイエンス (株)  
ダイハツ工業 (株)  
大和工業 (株)  
(株) デンソー  
栃木富士産業 (株)  
豊田合成 (株)  
豊田自動織機 (株)  
トヨタ自動車 (株)  
TOWA (株)  
日本ケーブル・システム (株)  
日本精機 (株)  
富士重工業 (株)  
(株) モリタ

[印刷]

アサガミ (株)  
大日本印刷 (株)  
凸版印刷 (株)  
ポプラ (株)

(以上合計 157 社)

(注)

1. 本稿の分析対象として抽出したこれらの企業は、(株) レコフ社の M&A 専門月刊誌「MARR」において 2001 年中に M&A を実施した企業として掲載されている企業の中から (本文で述べた基準に基づいて) 選定したものである。
2. 企業名は、所屬業種内であいうえお順に配列。



付表2 2001年から2004年の間に倒産した企業

企業名	[倒産年月]	(倒産の形態)
フットワークインターナショナル (株)	[2001年03月]	(民事再生法)
(株) マイカル	[2001年09月]	(民事再生法)
大倉電気 (株)	[2001年10月]	(民事再生法)
(株) ナナボシ	[2001年11月]	(民事再生法)
(株) 新潟鐵工所	[2001年11月]	(会社更生法)
(株) 青木建設	[2001年12月]	(民事再生法)
イタリヤード (株)	[2002年01月]	(破産)
佐藤工業 (株)	[2002年03月]	(会社更生法)
日産建設 (株)	[2002年03月]	(会社更生法)
日立精機 (株)	[2002年03月]	(民事再生法)
段谷産業 (株)	[2002年04月]	(破産)
(株) ニコニコ堂	[2002年04月]	(民事再生法)
京神倉庫 (株)	[2002年04月]	(会社更生法)
第一家庭電器 (株)	[2002年04月]	(民事再生法)
(株) 藤木工務店	[2002年06月]	(民事再生法)
大日本土木 (株)	[2002年07月]	(民事再生法)
ニッセキハウス工業 (株)	[2002年10月]	(民事再生法)
古久根建設 (株)	[2002年11月]	(民事再生法)
(株) タカラブネ	[2003年01月]	(民事再生法)
神戸生絲 (株)	[2003年02月]	(民事再生法)
南海毛糸紡績 (株)	[2003年03月]	(民事再生法)
大江工業 (株)	[2003年05月]	(民事再生法)
大和建设 (株)	[2003年05月]	(民事再生法)
福助 (株)	[2003年06月]	(民事再生法)
(株) マツヤデンキ	[2003年09月]	(民事再生法)
(株) 森本組	[2003年10月]	(民事再生法)
大木建設 (株)	[2004年03月]	(民事再生法)
環境建設 (株)	[2004年04月]	(民事再生法)
安治川鉄工 (株)	[2004年04月]	(民事再生法)
北海道振興 (株)	[2004年04月]	(民事再生法)
(株) 栗村製作所	[2004年06月]	(民事再生法)

以上 31 社

(注) 本稿で倒産確率を推計するためのサンプルとして用いた企業。倒産年月順。

(資料) 東京商工リサーチ「全国倒産企業白書」に基づき抽出して作成。

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 石井大一郎 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 小島朋之	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





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: 岡部光明(編集幹事)、梅垣理郎、駒井正晶