

戦略的M&A—その経済性をどう判断するか

早稲田大学 商学部教授 山本哲三氏

会社諸資源に関する経営管理上の決定権そのものが、一つの価値ある商品となった。Money（金）でAsset（資産）を買い、それを元により多くのMoneyを稼ぐ。あるいは、経営にマイナスと思われる契約・慣行を整理し、シェイプアップに成功すれば株価が急騰し転売して莫大な収益を上げることができる。これは「会社ころがし」そのものである。

会社支配権市場は資本市場の機能を補完する装置であるとともに、企業に「脅威」を与え、経営者を外部から規制する一つのコーポレートガバナンス機能を有している。経営者が株主の意向に反して行動すれば株主は株を手放し、M&Aにあう。その結果、経営者は罷免され、企業はリフレッシュされて転売される。欧米で企業転売行動が是認されている理由の一つがここにある。

M&Aの構造は、「水平型—同一市場内」「垂直型—川上から川下まで」「コングロマリット型—多層化」の3つのタイプがある。EUは水平型が多く、アメリカではコングロマリット型が多い。それは、アメリカが独禁法で水平型のみを規制した結果である。

通貨統合を果たしたEUは、アメリカに次ぐ経済規模を持つ。その結果、スケールメリットを享受できるようになった。今、ヨーロッパの企業は、M&Aを積極的に活用して規模の拡大を図っている。

一方、既に規模の拡大を終了したアメリカ企業は、より一層の利益拡大を目的として重点事業への集中のためにM&Aを活発に行っている。GEは、その業界でナンバー1になれる可能性のある事業分野に絞り、事業部門の売却、買収を繰り返している。

それにひきかえ、日本では、経営不振の会社を救済するために吸収合併が行われるなど、M&Aを緊急避難的に利用してきた。

M&Aによる規模の拡大は、正と負の経済効果をもたらす。企業は、大規模生産による規模と範囲の経済性、参入障壁の形成、費用の劣加法性構造（多く作るほど安く作れる）など効率化を図ることができる。一方、規模の不経済性、官僚制と不適性ヒエラルキーによる情報・管理ロスの拡大、最適規模・最適階層からの逸脱、保守的になりチャレンジ精神が欠如、経営者の利己的な行動等は負の部分である。

M&Aにリスクが伴う以上ゲインが求められる。シナジー効果、経営と組織の改善、市場力の強化、財務の改善等からもたらされる収益のアップ。さらに、情報・新技術・イノベーション等が大きな比率を占めてきている。ゲインがリスクを上回れば、すなわち“全体>部分の総和”が達成されれば、そのM&Aは成功したと言える。

日本でM&A、特に敵対的なものがうまく行かないのはなぜか。第一に、買収される側の株主が、株価の上昇を画策して株を売却しない。アメリカでは、株式の50%を買収した時点で残余株式をその時の時価で強制買収できる。第二に、株式相互持合いの慣行がある。第三は、インサイダー取引の問題である。

今、外資による日本企業に対するM&Aが増加している。それはなぜか。

①マクロの景況がプラス②カントリーリスク③投資機会の縮小④アジアへの橋頭堡⑤日本は高度に成熟した市場⑥株価割安感⑦官僚コントロールの衰退⑧株式相互持合いの解消⑨合併規制の緩和。

ただし、アメリカ企業は日本への投資を一段落させ、今は中国に橋頭堡を築いている。

M&Aには多くのメリットがある。しかし、その一方で、経営資源面での損失、特に人材（中心的な経営者、技術者）の退社、地道なR&Dの脆弱化、財務体質の悪化、経営の失敗、企業の精神状態の不安定化などのデメリットが発生する。今日の規制改革の世界的潮流、WTO体制、技術と市場環境の変化等から見て、M&Aは今後も企業の重要な戦略の一つとして位置付けられていくだろう。なお、下手なM&Aよりもヘッドハンティングの方が手っ取り早く利益をあげられる。