

2．我が国のM & A

本章では、我が国のM & Aの現況と諸外国と比べた特徴について明らかにする。

2-1 M & Aの動向

2-1-1 我が国のM & Aの動向

1995年に我が国で行われたM & Aは前年比 61 件増加し 565 件となった。形態別内訳は、内 - 内型が最も多く全体の 301 件(53.3%)、次に内 - 外型が 212 件(37.5%)、外 - 内型は 52 件(9.2%)となっている¹。

1981 年からの我が国のM & Aの推移を見ると、85 年以降 90 年をピークに大きな盛り上がりを見せた。バブル経済が崩壊しその後一時低迷したものの 93 年をボトムとし 94 年、95 年と最近再び増加傾向を示している。

公表されたM & Aについて、金額の推移を見ると、95 年の総額は 1 兆 3,409 億円、一件あたりの金額は約 60 億円となっている。

¹ 統計数値は山一證券のもの。山一證券では、マスコミ報道をもとに独自に戦略的M & Aの統計を整備している。我が国のM & Aの統計としては、ここで用いた山一證券等の民間企業が整備している統計の他に、公正取引委員会の合併および営業の譲受の受理件数がある。これには、有限会社や合名会社の合併や営業譲渡まで含まれているうえ、グループ企業内の統配合も含まれている。米国の統計では、実態が不明な非公開会社のM & Aが含まれない。我が国のM & Aを諸外国のものと比べる場合、公正取引委員会の統計を用いると、基準が異なることから我が国のM & Aの件数は著しく過大な数値になる。

そもそもM & Aについては各国において比較可能な統計が整備されていないため、単純な比較を行うことは難しいが、山一證券等の民間の統計は比較的米国のもので近い形態のものであり、一般に我が国でM & Aの動向を見る際にはこちらのものが使われている。本調査でもM & Aの動向を把握するために山一證券の統計を使うことにする。なお山一證券では 1981 年から統計をとっている。

図表 2-1 M & Aの推移（件数）

図表 2-2 M & Aの推移（金額）

2-1-2 我が国の外 - 内型M & Aの動向

85 年～90 年代前半にかけては第 2 次 M & A ブームといわれたが、ブームは主として内 - 外型 M & A が中心であった。第 2 次 M & A ブームのピークとなった 90 年には、内 - 外型 M & A は全体の 6 割を占めた。一方、最近の M & A は、内 - 内型 M & A の比率が増加し、大半を占めている。

外 - 内型 M & A は、80 年代前半は件数にして 1 桁台であり、全体の 2～3% にしか過ぎなかった。第 2 次 M & A ブーム期に 20 件前後に増加したものの、全体の割合でみると依然として低い水準に止まっていた。

92 年以降、現在に至るまで、徐々に外 - 内型 M & A は拡大してきている。95 年の外 - 内型 M & A の件数は 52 件と全体のほぼ 1 割を占めるまでになっているが、内 - 内型、外 - 内型 M & A と比べると未だ低い水準にとどまっている。

図表 2-3 外 - 内型 M & A の推移

図表 2-4 主な外 - 内型 M & A の事例

取引年	買収企業	国 名	被買収企業	備 考
1990	ペーリンガー・インゲルハム	独	山口製薬	
1991	ガデーリス	スイス	扶桑動熱工業	TOB 制度改正後の第 1 号
1991	S. C. ジョソソ	米国	ライオンかとり	
1992	エバーグリーン	台湾	林兼船梁	
1992	ハスブロ	米国	野村トイ	
1992	フォルクスワーゲン	独	J A X	50%の第三者割当増資
1992	ツルハイ	ベルギー	幸和薬品工業	
1993	EDS	米国	ジャパンシステム	92 年に一部資本参加後 TOB
1993	サラリー	米国	ペリ商事	
1994	メキシコ投資グループ	メキシコ	ウェスティンホテルズ	青木建設が営業譲渡
1994	MEMC	米国	カサ・ウェル・テクノロジー	川鉄の米国子会社
1994	ケライン	米国	ライフ・クリート	セコムの子会社
1994	三星電子	韓国	テックス	
1994	GE キャピタル	米国	ミネア信販	
1994	フォトニクス	米国	HOYA マイクロマスク	HOYA の米国子会社
1995	大宇自動車	韓国	新ハニックス	
1995	三星電子	韓国	エー・エー光学	第三者割当増資
1995	セメチック・グループ	香港	赤井電機	第三者割当増資
1995	シーグラム	カナダ	MCA	松下の米国子会社
1995	クライスラー	米国	西武自動車販売	
1995	US サージカル	米国	センチュリー・メディカル	
1995	BASF	独	北陸製薬	

出所：山一証券資料,新聞報道から第一勧銀総合研究所にて作成

2-1-3 欧米のM & Aの動向

(1)米国のM & Aの動向

米国のM & A市場は、1994年のデータでは件数で4,625件、金額で2,727億ドルと、我が国と比べ圧倒的に大きなものとなっている。

形態別の内訳は、内 - 外型が632件、291億ドル、外 - 内型が423件、426億ドルとなっている。

米国では1981年頃から、第4の波といわれるM & Aブームを迎えた。特に80年代後半には件数、金額とも急増した。91年には急減したが、93年、94年とピークの90年を超える勢いを取り戻している。

図表 2-5 米国のM & Aの動向

(2) 英国のM & Aの動向

1995年の英国におけるM & Aの件数は、英国のM & A専門誌「アクイジション・マンスリー」誌によると、1,694件、677億4,700万ポンド（1ポンド＝約160円）となった。1994年の1,555件、252億7,200万ポンドと比べ、件数、金額とも増加した。とりわけ、金額については前年の2.5倍以上と飛躍的に増加した。金額の増加には、パブリック企業（株式会社のうち、資本を市場から調達できる反面、財政面でより厳しい条件が課されている公開会社）のM & Aが大きく寄与している（94年：62件、50億9,000万ポンド→95年：85件、362億900万ポンド）。

またダイベストメントの件数が、M & A全体の約3分の1を占めることも注目される。ダイベストメント（米国ではダイベスチャーと呼ばれることが多い）は、企業がその資産の一部を第三者に売却することで、「部分売却」と訳される。リストラクチャリングの手段として、事業の部分売却という形のM & Aが積極的に用いられていることがわかる。

図表 2-6 英国のM & Aの動向

	(件,百万ポンド)			
	1994年		1995年	
	件数	金額	件数	金額
パブリック企業	62	5,090	85	36,209
民間企業	955	12,752	1,039	18,126
ダイベストメント(部分売却)	538	7,430	570	13,412
合計	1,555	25,272	1,694	67,747

出所：Acquisitions Monthly, Annual 1995

我が国のM & Aは、近年件数、金額とも増加傾向にあるものの、ここで見えてきたとおり、米、英のM & A程には活況を呈していないことがわかる。次に、我が国のM & Aの特徴をより明確にするために、M & Aの歴史から諸外国との違いを見ていくことにする。

2-2 M & Aの歴史

2-2-1米国のM & Aの歴史

米国におけるM & A活動は、歴史的に活況と停滞を周期的にくり返し、今までに4回の“M & Aの波”を経験している。4回の“M & Aの波”は、それぞれ特徴的な相違点を持っている。次にそれぞれの波の特徴について簡単に触れることにする。

(1)第1の波 - 独占へのM & A（水平統合型M & A）

最初の波は、20年間にわたるスタグフレーションの後にきた経済の発展期に起きたもので、1895年から1905年までにアメリカの製造業における雇用および資産の約15%を巻きこんだ大きなブームであった。

この時の波は、市場支配力の獲得を目指した同業者間のM & Aであり、M & Aを通じて特にトラストの形態をとる独占企業体が多く形成された。U.S.スチール（現USX）、デュポン、U.S.ゴム、アメリカン・カンなどの大企業がこの時続々と誕生した。

このM & Aブームは1903年～1904年の株式の暴落により幕を閉じることになったが、このような独寡占の弊害に対し、1890年のシャーマン反トラスト法、1914年のクレイトン法などの独占禁止法の基礎が形成された。我が国の公正取引委員会に相当するFTC（連邦取引委員会）もこの時期設立されている。

(2)第2の波 - 垂直統合型M & A

第2の波とされているものは、1920年から29年にかけて起こった。第1の波と同じように、経済の発展と期を同じくしている。と同時に、証券市場の高騰の最中に起きた点が特徴的である。

この期間の特徴は、第1にM & A取引全体の約3分の1が銀行、電力、ガス等の公益事業内で行われ、巨大な公益事業の持ち株会社がガス、電気、水道等のセクターに登場したことである。

第2に強力なNo.2企業がM & Aにより誕生した。第1の波では独占的な巨大企業が誕生したが、第2の波ではその各部門のなかで力を持った中堅企業が台頭した。例えばベツレヘム・スチール、リパブリック・スチール等である。

また、クレイトン法により同一業種内のM & A（水平統合型）に制限が加えられていた

ため、クレイトン法の対象となっていない、垂直統合型のM & A（原材料 - 生産 - 流通といった縦の流れ）が行われた。

第2の波は、1929年の株式市場の大暴落とそれに続く大恐慌により終焉を迎えた。

第2の波は、第1の波と比べ、社会経済に対するインパクトという点では比較的穏やかであったといわれている。第1の波は資産全体の15%を含んでいたのに対し、第2の波は経済の約10%の資産に止まった。

(3)第3の波 - コングロマリット型

1950年頃から1960年代後半にピークとなったM & Aブームは第3の波と呼ばれている。1960年から71年の間に2万5千の企業が消えたともいわれており、前の2つのブームと比べ非常に長く大きな波であった。特に1967年から69年にいたるピーク時には、約1万以上の会社を買収されたという記録もあるほどである。

この時期は、前の2つのブームが同業種の中での独寡占化という特徴を持っていたのに対し、異業種あるいは多業種企業と一緒にいるコングロマリット（複合企業）型集中・合併が主流であった。異業種であれば独占禁止法にも違反しないうえ、多角化推進の経営理論²に影響されたことなどによりコングロマリット化は進展した。

M & Aの主演となったのは、テキストロン、リットン、AT & T等の巨大企業であり、200の巨大企業がM & A全体の約50%の取引を行ったとされている。

また、この時期には投資銀行や弁護士等のM & AアドバイザーがM & Aの表舞台に現れだした。投資銀行や法律家は最初の2つの波においても重要な役割を果たしてきたが、現在と同じようにM & Aの仕掛人として目立つようになったのはこの時期からである。ただし、当時のM & Aにおいて投資銀行や弁護士の役割は、友好的買収に関するものであり、投資銀行が敵対的買収サイドに立ったM & Aや、革新的な金融手法を駆使したM & Aが現れるのは第4の波からである。

第3の波は1969年の不況によりコングロマリットの業績悪化と財政的危機から下降線をたどることになった。

² コングロマリット化の背景には、「成長株」理論、すなわち「1株当たりの収益の伸びが相対的に大きい株式の株価や株価収益率は、相対的に高くなる」という理論の定着があった。この新しい株価形成メカニズムが1950年末頃から米国に定着し、この時期に多角化を支持する論拠となったとされている。

(4)第4の波 - 敵対的M & A, リストラクチャリング型M & A

第4の波は、1980年以降のものである。この時期のM & Aは大型化、多様化している等、それまでのものとは様相を異にしている。その特徴は次のとおりである。

買収金額の大型化

第4の波では、巨大企業が買収や売却の当事者となるメガ・マージャーが登場した。それにより第4の波は金額的に史上最大のブームとなった。この時期のメガ・マージャーには、KKRによるナビスコ買収（250億ドル）、フィリップモリスのクラフト買収（129億ドル）等、100億ドルを超えるものが数多くある。

業種の広がり

第2の特徴は、M & Aが行われた業種が多岐にわたったことである。従来のM & Aは、主としてエネルギー産業を中心に行われたが、第4の波では、輸送機器、食品、通信、電子機器、金融、サービス、卸売業等にいたるまで広範囲の業種にわたりM & Aが盛んになった。

リストラクチャリング型・サバイバル型

多角化を積極的に展開したコングロマリット企業群が、経営の効率化を目指し、不採算部門を売却し、ハイテク・高度情報通信分野など新しい成長産業への進出を図るといった、リストラクチャリングのためにM & Aが行われたのも特徴的である。

また、経済の成長が鈍化するにつれ、少ないパイを奪い合う大手企業同士の生き残りをかけたサバイバル型M & Aが数多く行われた。

敵対的買収

被買収企業側の意向にかかわらず買収を行う敵対的買収は、1970年半ばころから表面化してきた。敵対的買収はそれ以前にも比較的稀ではあるがなかったわけではない。ただし、それはごく例外であり、またM & Aに深く関与していた投資銀行も、敵対的買収のプランに参画することは自らの体面を汚すものと考えていた。

しかし、1975年に、もっとも保守的な投資銀行の一つとしてみなされていたモルガン・

スタンレーが、インターナショナル・ニッケル社のE S B社の買収計画³に加わって以来、この不文律は瓦解した。それまでは紳士的な取引であったものが、以後アタックやバトルという言葉で表わされるように、ゲームのように企業が売買されるようになってきた。

敵対的買収の増加は、米国のM & A活動に対しいくつかの特徴的な付随する動きを促した。

まず、第1に敵対的買収を防衛するための法制度や手法が策定されたことである。敵対的M & Aを規制する連邦法としては既に1968年にウィリアムズ法が制定されていたが、この時期には州レベルでも敵対的M & Aを規制する法律が制定されるようになった。

第2に投資銀行やレイダー（乗っ取り業者）、アービトラージャー（鞘取業者）の活躍が活発化した。特に投資銀行は、買収や敵対的防衛に対する革新的M & A戦略を開発、駆使し、M & A攻防戦で重要な役割を演じるようになった。LBOやTOBといった戦略を駆使しターゲット企業の買収をしかける一方で、ポイズン・ピル等の戦略⁴により敵対的M & Aの防衛を行った。

第3に、M & Aが企業の事業目的に行われるものというよりも、公然と財テク目的で行われるようになった。ターゲット企業を「商品」とみなし、その売買により膨大な収益をあげるという「マネーゲーム」にM & Aが用いられた。

外国企業による米国企業買収の増加

この時期には、欧州や日本等外国企業による、米国企業の買収が増加した。経済のグローバル化、1985年以降のドル安、および1987年のブラックマンデー以降の米国の株価低迷等を背景としたものと見られている。投資銀行等の米国のM & Aアドバイザーが売却案件を日本等の外国企業に対し積極的に売り込みにいったことも影響している。

この時期のM & Aブームの背景としては次のような点があげられる。

オイルショック後の高インフレ時に行った過剰設備投資により、低インフレ状況下、事業や財務内容が悪化したこと。それにより、コングロマリットが積極的にリストラクチャリングを推進したこと。一方では、経済成長率の鈍化に伴って、投資機会を失った企業が、

³ インコ社の買収申し出に、E S B社の経営陣が反発、双方による中傷や訴訟合戦などの激しい攻防が問題となった事件。最終的には両者の間で合意が図られ買収は完了した。

⁴ 敵対的M & A防衛策については、図表 3-19 参照。

企業成長戦略の一つとしてM & Aを位置づけるようになった。

アメリカ企業が従来得意としていた産業分野の国際競争力が、日本、西独企業に対して低下してきたこと。

レーガン政権下の規制緩和政策が推進された一方で、独占禁止法の適用が緩やかになったこと。

の規制緩和にからみ、資金調達が容易となる金融緩和が続いたこと。

金融市場、資本市場の変化に伴ったカネ余り現象が見られたこと。

ジャンクボンド、LBO等買収資金の調達手段が多様化したこと。

1990年代に入り、一時M & Aブームは件数、金額ともに平静化した。特に「財テク型M & A」を可能にしたLBOに関しては、税法の改正、最低資本金の見直し等メリットが薄れてきたこともあり、件数としては激減している。さらに敵対的買収についても州レベルでの規制の強化も見られ、それを行うことは非常に難しくなっている。

しかし、1993年頃から米国のM & Aは再び息を吹き返した。ただし、このM & Aは80年代のものとは趣を異にしている。次に93年以降現在に至るまでの米国のM & Aについて概観する。

(5)90年代のM & A - 戦略的M & A

90年代に入り、米国では、金融、医薬等のヘルスケア分野、メディア、通信、ハイテク等のいわゆるマルチメディア分野、防衛産業等の分野で再びM & Aの波が押し寄せている。チェースマンハッタン銀行とケミカル銀行の合併、ディズニーによるABCの買収、タイム・ワーナーとターナー・ブロードキャスティング・システム(TBS)といった巨大合併が相次いで起こっている。

90年代の米国でのM & Aを見ると、80年代に見られたLBOや敵対的買収はあまり見られず、事業戦略上のM & Aが活発化している。

こうした動きの底流には、一つには、株価が市場で正当に評価されており、敵対的M & Aのターゲットとなる“割安な銘柄”がないこと、敵対的M & A防衛策が整備されてきたこと等、敵対的M & Aが行われにくい環境にあるということがある。しかし、それ以上に、規制緩和やマルチメディア等の新たな成長分野の出現、グローバルな大競争時代への対応等、積極的な事業戦略としてM & Aが使われていることがある。

米国の90年代のM & Aは、80年代のものと、その背景が異なり、今後新たなM & Aの

波として大きなブームを呼ぶ可能性も秘めている。

図表 2-7 米国のLBOの推移

年	件数	総件数に対する割合	金額	総金額に対する割合
1985	157	9.1%	16.1	10.9%
86	240	9.5%	46.5	21.1%
87	215	8.5%	43.2	22.0%
88	307	10.2%	58.3	21.4%
89	306	8.0%	76.1	24.5%
90	186	4.3%	17.9	8.9%
91	177	5.0%	7.4	5.3%
92	214	5.8%	8.1	6.5%
93	159	3.9%	9.9	5.8%
94	145	3.1%	7.6	2.8%

出所： Mergers & Acquisitions, May/June,1995

図表 2-8 敵対的・友好的M & Aの推移

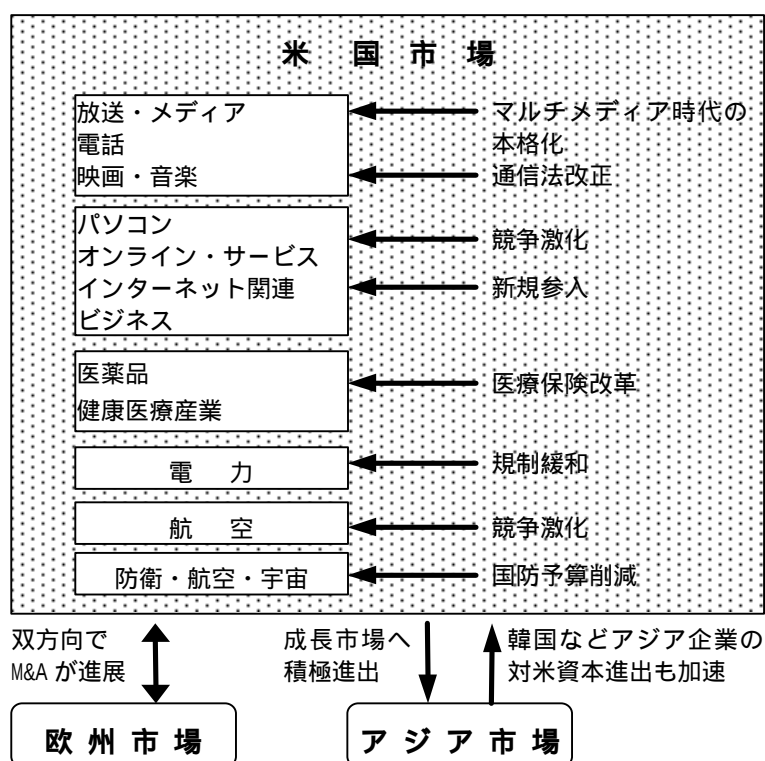
図表 2-9 M & A が活発な上位 10 業種

(単位 10 億ドル)

	金額	M&A 全体に占める比率	件数
通信	32.7	12.0	101
医薬品	26.5	9.7	59
映画	19.2	7.1	36
ヘルスサービス	18.6	6.8	222
商業銀行	17.6	6.4	248
ビジネスサービス	14.2	5.2	487
放送	11.9	4.4	109
食品	7.8	2.8	103
石油・ガス	7.6	2.8	149
投資・商品業者	7.1	2.6	108

出所：Mergers & Acquisitions, May/June, 1995

図表 2-10 1996 年に米国で M & A が起こりそうな業界とその背景



出所：日経産業新聞, 1996.1.1

図表 2-11 米国の上位M & Aアドバイザー(1995 年 1 ~ 9 月)

順位	M&A アドバイザー	取引金額 (億ドル)	シェア (%)
1	モルガン・スタンレー	859	28.0
2	ゴールドマン・サックス	704	22.9
3	CS・ファースト・ボストン	508	16.5
4	ヘンリー・スタート	401	13.1
5	メリルリンチ	396	12.9
6	ソロモン・ブライザー	376	12.3
7	ライオン・ハウス	364	11.9
8	ジェームズ・D・ウォルフソン	326	10.6
9	アレン・アンド・コープ	297	9.7
10	リーマン・ブライザー	240	7.8

(注)セキリティーズ・データ社調べ。発表ベース。

出所：日経金融新聞,1995.10.25

2-2-2 英国のM & Aの歴史

英国では、米国と同じく過去4回のM & Aの波が起きている。4回のM & Aの波について米国と比べながら概観してみる。

(1)第1の波

第1の波は、米国と同様に1900年の前後に起こっている。この時期のM & Aの多くは繊維産業に属する企業によって行われ、カルテルのかたちで結合していたかなりの数の企業が合体し1つの企業となる水平合併が行われた。1897年の11社が合同し創設されたイングリッシュ・ソーイング・コットン社や、1898年に31社が合同して創設されたファイン・コットン・スピナー・アンド・ダブラズ社等がこの時期のM & Aの代表的な事例である。

しかしながら英国の第1の波は、合併後の企業規模も平均すればさほど大きなものではなく、米国の第1の波と比べれば、合併運動全体も小規模であった。

(2)第2の波

第2の波は1920年代に起こった。この時のM & Aブームは、製造業の広い分野にわたり、英国産業界に大きな影響を及ぼした。

この時期の最も大きなM & Aは、1926年に4社が合併してできたICI社である。顔料、アルカリ化合物、火薬などの分野で大きなシェアを占めていた4社が合併することにより化学工業界のガリバー企業が誕生することになった。

1920年代の大規模な合併運動は、化学工業だけでなく他の産業においても、国際的なレベルの巨大企業を生み出し、各産業内では、巨大企業の独寡占化が進んだ。

英国の第2の波は、米国と同様に、1929年の世界不況により終焉を迎えた。

(3)第3の波

1930年代から1950年代まで、M & Aは低調であったが、1960年代になりM & Aは活発になり第3の波を迎えるようになった。英国における第3の合併の波は1960年代半ばから始まり1968年をピークとし1973年ごろまでと見られている。

この期のM & Aは、国際競争力を強化するために、規模の経済性を求めるものであった。

その背景には、第 1 に、西欧諸国が第 2 次世界大戦後の経済の低迷から抜け出し、英国以外の国々の国際競争力が高まったことがあげられる。さらに、ガット体制、E F T A、E E C 体制の成立による貿易の自由化があった。

規模拡大を促進するもう一つの理由は、政府による産業構造再編政策にある。1960 年には、ブリティッシュ航空公社が創設され、67 年には製鉄会社数社の合理化・合同によりブリティッシュ・スチール公社が設立された。1966 年には、産業再編公社が設立され、政府により、産業構造の変革のために製造業分野での合併が促された。

規模の拡大は、実際のところあまり大きな成果をなしえず、国際競争の中で英国企業は米国や西独、日本企業の後塵を拝していった。その事実から規模の経済性に対する信仰は次第に消えていくようになった。

(4)第 4 の波

第 4 の波は、1980 年代の前半から徐々に盛り上がりを見せ、1986 年から急増した。87 年、88 年にピークを迎え 90 年には急減した。

第 4 の波の特徴としては、次の 5 点があげられる。

買収金額の大型化

敵対的買収

リストラ型 M & A

高度な財務手法の駆使

M B O の活発化

いずれも米国の第 4 の波の特色と似ている。これには金融面での規制緩和による銀行等のアドバイザーによる財務手法の開発や、企業のリストラクチャリングによるダイベストメント（事業の一分割）が盛んに行われたことが背景にある。

金融面では、1986 年 10 月のビック・バンといわれる証券界の大改革が M & A 活動を刺激した。コングロマリット企業に買収された多くの証券会社が巨額の買収資金を証券市場に導入した。商業銀行も大量の資金をメザニン資金（リスクの高い貸出）に流し、リスクを分散するために買収完了後債権を分割し他行に売却するという財務手法を開発した。

さらに米国の投資銀行における L B O にならい、買収資金を負債に大きく頼る M & A に対しマーチャントバンク等が積極的に資金を供給するようになった。

米国と同じ様に、英国においても第3の波による多角化が第4の波のダイベストメントの背景の一つにある。異業種にまたがるM & Aを行ったもののコントロールできない失敗等を早期に解消するためにダイベストメントが行われた。また、景気後退に伴い、本業回帰のための事業売却も見られた。

米国の第4の波が、財テク型M & Aを可能にしたLBOによって象徴されるのであれば、英国の第4の波は、MBO (=Management Buyout, 経営者による企業買収) によって特徴づけられる。この背景には、ダイベストメントにより事業が売却される中で、その事業を営する経営者自らがオーナーとなるケースが増えたことがある。

(5)90年代の英国のM & A

1991年から93年まで英国のM & Aは200億ポンド以下の水準が続いていたが、94年に253億ポンドと漸増した後、95年は、前年比2.5倍の677億ポンドと急増した。

95年のM & Aは、金融業界、医薬品業界で活発化している。また、メディア業界等でもケーブル・サービスのテレウェスト・コミュニケーションズによるSBCケーブルコムズの買収がある等動きが見られる。

さらに95年は、政府が強力にすすめる民営化施策を背景に、公益事業業界（電力・水道など）におけるM & Aが活発化した。英国の巨大コングロマリットや、電力や水道会社大手による地域電力・配電会社への買収攻勢が活発化している。最近の事例では、英大手ハンソンによる電力・配電会社イースタン・グループの買収（24億ポンド）などがある。また米セントラル・アンド・サウスウェストの英電力配電会社SEEBORD買収（仕掛中）、仏Lyonnaise des Eauxによる英国水道会社買収等、外国企業による公益事業買収の事例も見られる。

図表 2-12 英国の 1995 年外 - 内型 M & A 上位 10 位

(単位：100 万米ドル)

買収会社	国名	被買収会社	業 種	金 額
Schweizerischer Bankverein	スイス	SG Warburg Group (investment banking Division)	投資銀行	3,048
Phône-Poulenc	仏	Fisons	医薬品	2,803
Compagnie Financière Richemont	スイス	Rothmans International(39%)	タバコ	2,476
Central & South West Corp	米	SEEBOARD (仕掛中)	電気	2,385
Southern Company	米	South Western Electricity	電気	1,642
Dresdener Bank	独	Kleinwort Benson Group	投資銀行	1,525
Veba	独	Cable & Wireless PLC(11%)	通信	1,371
Telecommunications Consortium	-	I-CO Global Telecommunications	移動体通信	1,335
Internationale Nederlanden Groep	蘭	Barings Group	マーチャントバンク	1,316
Lyonnaise Des Eaux	仏	Nortumbrian Water Group	水道	1,260

(注) £ 1=US\$1.53

出所：Aquisitions Monthly, Annual,1995

図表 2-13 英国の M B O の推移

図表 2-14 英国の上位M & Aアドバイザー(1995 年)

順位	M&A アドバイザー	金 額 (百万ポンド)	件 数 (件)
1	ヘアリング・ブライザー	19,477	26
2	ライート・ブライザー	14,683	30
3	SBC ウォーバーグ	13,281	48
4	NM ロスチャイルド	12,067	42
5	JP モルガン	11,940	7
6	シュローダーズ	11,931	30
7	モルガン・スタンレー	11,083	9
8	ドイツ・モルガン・グレンフェル	8,348	46
9	クライント・ベンソン	8,192	25
10	ゴールドマン・サックス	6,835	13

(原典) Acquisitions Monthly

出所：日経金融新聞,1996.1.8.

2-2-3 我が国のM & Aの歴史

我が国の銀行の歴史を見ればわかるとおり、企業の合併、買収は日本でも古くから行われてきた。

しかし合併や買収が“ M & A ”という言葉で経営戦略として意識されるようになったのは 70 年代半ばのことというのが、我が国のM & Aに古くから関わってきたM & Aアドバイザーの間では一般的である。

既に見てきたとおり、合併、買収は企業を取り巻く経営環境の変化に対する経営戦略上の手段であり、経営環境の大きな変化に応じ我が国でも過去に何度かの盛り上がりを見せている。戦後の大まかな流れについて次に示す。

(1)1960 年代から 70 年代初頭・第 1 次M & Aブーム：スケールメリットを追求する水平合併

我が国の第 1 次M & Aブームは、いざなぎ景気といわれる空前の好況期と時を同じにし 1965 年～70 年頃までの間に起こった。

我が国は、1964 年に「IMF 8 条国」へ移行し、「先進国クラブ」といわれるOECD にも加盟した。このような先進国クラブに参加するにあたり、貿易や投資の自由化が求められ、それまで国内産業保護・育成のため設けられていた輸入制限が 1960 年代に入り急速に撤廃されていった。貿易・投資の自由化の流れの中で、当時の日本企業においては国際競争力の急速な強化が至上命令となっており、その一つの方策としてスケール・メリットを求める大型合併が相次いだ。

石川島重工と播磨造船との合併（現石川島播磨重工業）、八幡製鐵と富士製鐵との合併（現新日本製鐵）、日産自動車とプリンス自動車工業（現日産自動車）の合併などが、この期の代表的な合併の事例としてあげられる。

(2)1970 年代・流通再編をきっかけに我が国でM & A幕開け

1969 年以降、小売業に対する我が国の資本自由化が行われると共に、1974 年には大店法が施行されたことから、1970 年代は大手流通業者による中小の系列化や、対等合併による規模の拡大など流通再編が活発化した。

また、この時期には、大手証券会社が米国からM & A手法を導入し、ビジネスの一環としてM & Aアドバイザリー業務に本腰を入れ始めた。経済界においても経営戦略の一環と

しての友好的な日本型M & A手法が注目され始めた。

代表的なM & Aの事例としては、ダイエーによるサンコーへの資本参加、ほていやと西川屋チェーンの合併により現在のユニーが誕生した事例等がある。

(3)1980 年代後半・第2次M & Aブーム：グローバル化、多角化

第2次M & Aブームは、欧米における「第4の波」と時期的にほぼ一致する。この時期は、世界的な過剰流動性と規制緩和を背景に、欧米ではM & Aが活発になっていた。我が国ではさらに円高や貿易摩擦という外的要因、成熟期に入った国内コア産業という内的要因もM & Aを促進する要因となった。

80 年代前半までのM & Aは国内を中心に行われていたが、80 年代後半の第2次M & Aブームでは、内 - 外型M & Aを中心とするクロスボーダー案件が激増し、87 年には、内 - 外型が国内案件（内 - 内型）を上回った。

代表的な事例としては、ブリヂストンによる米ファイアストンの買収、ソニーによる米映画大手コロビア・ピクチャーズの買収、第一勧業銀行による米リース会社C I Tの買収等がある。

この時期には、1987 年にレコフグループ、1988 年に野村企業情報が設立される等、独立系M & Aアドバイザーが活動を開始した。M & Aアドバイザリー業務がビジネスとして成立し始める環境が整った時期であるといえよう。我が国でM & Aという言葉が一般化したのもこのころからである。

この時期の我が国のM & Aについて注目される点は、我が国で敵対的買収が起こったことである。

敵対的M & A自体は、これ以前にも、例えば株式持ち合いの契機となったといわれている 1952 年の陽和不動産事件等があったが、この時期には、コーリン - 国際航業事件、秀和 - 忠実屋・いなげや事件等が続発した。特に米国の実業家ブーン・ピケンズ氏を代表者とするブーン・コーポレーションが東証一部上場企業である小糸製作所の株式を取得し経営権の委譲を迫ったケースは（最終的にはピケンズ側は小糸株を手放した）、我が国の企業が海外の投資家からM & Aの標的とされるという当然の事実を想起させた。同時にピケンズ - 小糸の事例は、我が国の閉鎖性を象徴する事例として内外で報道されるなど、我が国のM & A環境について波紋を投げかけた事例でもあった。

(4)1992～93年・・・バブル崩壊で一時的にM & A低迷

バブル崩壊後、第2次M & Aブームを主導した内 - 外型M & Aは急減し、それに伴い、M & Aは全般的に低迷していった。ただし、内 - 内型M & Aは堅調に推移し、新日鐵によるミネベア系のNMBセミコンダクターの買収等、経営の悪化した企業のリストラや救済に絡む案件をはじめ、三菱化成と三菱油化との合併等素材産業を中心とする経営の効率化を目的とした大型合併等が行われた。

(5)1994年以降・・・戦略型の本格的なM & Aの増加

1994年以降、三菱銀行による日本信託銀行の買収や青木建設による米ウェスティン・ホテルズの売却などバブル後遺症の清算に向けたリストラ型、救済型の案件が増加すると共に、ソフトバンクによる米パソコン関連雑誌大手ジフ・デービスの展示会部門の買収等、成長を目指したM & Aも再び増加しつつある。

さらに、会計ソフトウェアで優位にたつベンチャー企業が米ソフトウェア大手に自らを積極的に売却していく形のM & Aも見られるようになってきた⁵。

事業を再構築し、経営資源を得意分野へ集中する中での事業売却、本業強化のための事業買収等、より多様な形態の戦略的なM & Aが増加する兆しが見える。

80年代後半のM & Aブームは、海外の資産を買収する形態が中心であった。90年代に入ってから、80年代後半のM & Aブームの経験をもとに、より多様な戦略的M & Aが経営手段として使われ始めている。

2-2-4 我が国のM & Aの特徴

日、米、英のM & Aの最近の動向、歴史的な経緯等を見てきたが、ここではそれらを踏まえ我が国のM & Aの特徴について整理する。

我が国のM & Aは、件数、金額共に最近増加する傾向を見せているものの、米、英と比べまだまだ低調である。また量的に少ないだけでなく、歴史的に見てもその内容にはかなりの違いが見られる。我が国のM & Aについて、米、英と比較した特徴についてまとめると次のとおりとなる。

⁵ このM & Aについては、第4章で外 - 内型M & Aの成功事例として事例研究を行っている（事例3）。

(1) “買いニーズ”と“売りニーズ”のインバランス

第1に、我が国のM & Aでは、“買う”という行為が中心であり、“売る”という行為はあまり目立たないことがあげられる。

我が国では1980年代の後半に米、英の第4次M & Aブームに呼応する形で第2次M & Aブームが起こったが、ここでの中心は主として海外の売り物を“買う”形であった。米国のM & Aを見ると、国内企業同士のM & A、すなわち内 - 内型M & Aの占める割合が多い。その意味するところは、買収する企業に対しそれに応じる売却企業が存在することであり、さらには自らを進んで売却しようとする企業が多く存在することである。また英国では事業の部分売却（ダイベストメント）がリストラクチャリングの手段として積極的に行われている。

日本経済新聞社が1990年に行ったアンケート⁶では、対象企業の65.8%がM & Aを必要としている一方で、自社がM & Aの対象になった場合は72.4%の企業が条件によらず拒否するとしている。（図表 2-15，図表 2-16）

このように、我が国においては、M & Aの“買いニーズ”と“売りニーズ”のインバランスが存在していることが大きな特徴であるといえる。

(2) 友好的M & Aが大半を占める

我が国のM & Aの特徴の第2は、敵対的M & Aがほとんど行われておらず、友好的M & Aが大半を占めることである。

米、英では敵対的M & Aの手段として用いられるTOBも、我が国では、通常買収対象企業との合意の上で行われる。我が国のTOBは、市場外での有価証券の売買に使われる手段であって、それが敵対的M & Aで使われることはほとんどない。

我が国の第2次M & Aブームの際に、敵対的M & Aが何件か仕掛けられたが、ほとんどが失敗している。

(3) M & Aアドバイザー

第3の特徴としては、M & AにおけるM & Aアドバイザーの活躍が、米、英に比べ、我が国ではそれほど目立ったものになっていないことである。

⁶ 調査対象は東京、大阪、名古屋証券取引所1部上場企業1,219社。うち623社から回答を得た。

図表 2-15 経営にM & Aは必要か

図表 2-16 M & Aの対象になった場合の対応

米、英では、M & A アドバイザーがM & Aの組成や買収の攻防において重要な役割を演じている。また、M & A アドバイザーはM & Aの組成によって多額の報酬を得ており、M & A アドバイザリー業務は大きなビジネスになっている。

我が国では、M & A市場の規模が小さいこともありM & A アドバイザリー業務が大きなビジネスとして注目されるには至っていない。

(4)M & A 技法

M & A が質量ともに低水準であること、敵対的M & Aが行われないこと、M & A アドバイザーの活躍がそれほど目立たない等の点で、我が国のM & Aは特徴づけられるが、その結果として、我が国ではM & Aに関する技法に特別なものは見られない。

我が国では、1980 年代後半の第2次M & AブームでM & Aについての認識は広く浸透したといえるが、一方で未だ米、英と比べ量質ともにその水準は低いものに止まっている。

それでは我が国ではM & Aは必要とされていないのであろうか。次に、我が国企業を取り巻く環境変化から我が国におけるM & Aの必要性について検討する。

2-3 我が国におけるM & Aの必要性

バブル経済の崩壊後、日本経済は景気後退が長期化しているが、その要因として短期的・循環的要因（ストック調整）やバブル崩壊の後遺症の影響（バランスシート調整）だけでなく長期的・構造的な課題が強く意識されるようになっている。

1994年の産業構造審議会総合部会基本問題小委員会の報告では、我が国の産業構造を取り巻く問題として、次のような点が指摘されている。

- ・ダイナミックな国際競争の時代への突入
- ・我が国産業の国際競争力の相対的な低下
- ・既存産業の成熟化、新規産業の展開の遅れ
- ・製造業の海外展開の加速と産業の空洞化の懸念
- ・雇用不安、閉塞感、将来に対する不透明感

また同報告では、このような問題認識のもと、規制緩和、制度改革等新たなパラダイムに立脚した産業政策を展開すると共に、制度のハーモナイゼーション等、国際的な産業政策のあり方が提案されている。

さらに、産業構造の転換について次のような考え方が示されている。

- ・現在、我々は大きな岐路に立っており、ここでの選択が我が国の将来を大きく左右。
- ・もうあまり時間をかけている余裕はない。取り組みが遅れれば遅れるほど将来に大きな禍根、負の遺産。
- ・産業界における企業家精神の発揮を期待。
- ・一時的、部分的には痛みを伴うが、それに取り組まなければ新たな発展の道は開けない。

産業構造審議会総合部会基本問題小委員会のこの報告の意味するところは、大きな産業構造の変化が、我が国において今後急激に起こりうる、さらにいえば我が国の経済を持続的な発展に導くためには急激な変化を自ら起こす必要があるとするところである。

1990年代における米、英のM & Aの動向を見ると、規制緩和や新たな成長産業に関連する分野でM & Aが頻発している。これは、米、英において、このような動きの激しい分野で国際的な競争が行われる中で、急速かつ大胆に企業の経営戦略を達成するために、最も

有効な手段として、M & Aが選択されたことを示しているといえよう。

規制緩和、産業構造の変化という潮流は世界的なものであり、我が国の産業構造の変革もこのような流れの影響を受けている。そうであれば、M & Aは、企業を取り巻く急速な環境変化に対応するための有効な手段として、我が国においても、その必要性は高まってきているといえよう。

第3章以降では、このようなM & Aの必要性に対し、対日直接投資促進の観点から、外 - 内型M & Aに焦点をあて、我が国におけるM & A環境の整備について検討していくこととする。

【参考文献】

佐藤隆三著『M & Aの経済学』TBSブリタニカ, 1987

ジョン・ブルックス著, 東 力訳『アメリカのM & A』東洋経済新報社, 1991

松井和夫, 奥村 皓一著『米国の企業買収・合併』東洋経済新報社, 1987

村松司叙著『英国のM & A』同文館, 1993

村松司叙著『フィールド・スタディ日本のM & A』中央経済社, 1995

「会社を救うM & A」週刊エコノミスト臨時増刊, 毎日新聞社, 1995.7.17号