

書 評

川本真哉著 (2024) 『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)¹⁾加藤 健 太[†]

はじめに

本書は、明治期から現在にいたる「150年」を対象期間に設定し、日本企業が M&A (合併・買収) という手段を用いて、どのように成長してきたのかという点を理論、ケーススタディ、および最新の実証分析の成果を駆使しながら「体系的に理解すること」を目標に掲げている (i 頁²⁾)。

この目標に挑むにあたり、著者・川本真哉氏は、「各章に共通する問い」として、(A) 「M&A はどのような動機で行われたのか」、(B) 「M&A はパフォーマンスの改善に寄与したのか」、(C) 「M&A は株主の富の創造に貢献したのか」、(D) 「M&A が従業員などのステークホルダーの富を棄損することはなかったのか」の4つを設定している³⁾。

† 高崎経済大学経済学部

1) この書評は、2025年4月19日に東北大学で開催された経営史学会東北ワークショップの報告「歴史的パースペクティブから見た日本の M&A—川本真哉著『日本の M&A150年史』(日本評論社)をめぐるいくつかの論点—」をベースにしている。

2) とくに断りのない限り、ページ番号は本書のそれに対応している。

3) 第1章では、「本書全体にわたって意識するトピック」として、(a) 「M&A によってパフォーマンスは向上したか」、(b) 「M&A は株主の富にいかなる影響を与えたのか」、(c)

そして、これらの問いを念頭に置きながら「本書を通読していただくことで、『結局、M&A は日本経済にとってベネフィットがコストを上回るのか。それは促すべき行為なのか、規制すべき対象なのか。その経済的機能はいかに整理できるのか』といった本質的な問いに対して、歴史的な観点から自身の解を見つけ出すことが可能となろう」と宣言した (3-4 頁)。

このように読者の期待値を高めた本書の構成は、次のとおりである。

序章 本書の目的、特色、構成 / 第1章 M&A の経済的機能 / 第2章 紡績大合同 / 第3章 財閥の成長と M&A / 第4章 金融恐慌と電力戦：1920年代の M&A / 第5章 独占とグループ再編：1930年代の企業合併 / 第6章 戦時経済と M&A / 第7章 財閥解体：安定株主の喪失と買収 / 第8章 資本自由化と大型合併、系列化 / 第9章 持株会社：経営統合と組織再編 / 第10章 会社支配権市場：敵対的買収と防衛策 / 第11章 クロスボーダー M&A / 第12章 ゴーイングプライベート：MBO の動機と成果 / 終章 M&A と日本経済

150年間の日本の M&A を追跡することが、どれほど野心的な試みなのかという点にそれほど多

「M&A を契機として、既存経営陣と従業員との間に交わされた『暗黙の契約』が破棄され、『信頼の破壊』は発生することはなかったのか」という3つの問いを設定しており、(A) の動機には言及がない (24頁)。

くの説明は必要としないだろう。とくにバブル崩壊後の1990年代以降、M&Aに関わる制度は大きく変貌し続けており、そうした事実をおさえるだけでも、少なからぬ〈エネルギー〉を注がなければならぬ。だから評者（加藤）は、率直に川本氏が投入したであろう〈エネルギー〉に敬意を払いたいと思う。

しかし、書評を引き受けておいて心苦しいのだけれど、ぼくは、150年間のすべてを論評する〈スベック〉を持ちあわせていないので、高度成長期を対象にした第8章までにはほぼ限定して議論を進めさせていただく。

1 M&Aの定義

評者が本書に抱くもっとも根源的な疑問は、M&Aを定義せずにM&Aの歴史を分析できるのだろうかという点にある。

合併の場合は、株主総会の決議事項であることが法律で定められており、また、吸収合併にせよ、新設合併にせよ企業組織に大きな変化が生じるから、現象として捉えることはむずかしくない。しかし、買収に関しては、『経営学大辞典〔第2版〕』ですら、「企業の全部またはその一部を取得することであり、営業譲渡によるものと、株式取得によるものがある」とだけ定め、具体的な持株率には触れていない（神戸大学大学院経営学研究室編（1999）61頁）。

本書も、買収という用語の定義を明確にしている。そのため、ケーススタディや実証研究に際して、いろいろな事象をすべて買収と捉えており、それが議論の混乱を招いたように思われる。

具体的にいえば、「資本参加」（34-35、108頁）、「経営参加」（92頁）、「払い下げを受ける」、「株式を取得」、「経営権を取得」、「経営権取得」、「出資」、「資本出資」（付表「財閥のM&Aの一例」、108頁）、「買い占め」（208-210頁）、「系列化」（表8-11「自動車メーカーの系列化」、241-244頁）といった事象をすべてM&Aとして扱っている。

こうした買収（M&A）の捉え方は、先述した

「各章に共通する問い」（ないし「本書全体にわたって意識するトピック」）に接近するうえで妥当だろうか。評者は当然、妥当ではないと考える。「資本参加」や「株式を取得」などのケースでは、出資比率や持株率が重要な意味をもってくる。さらに、それらと「経営参加」や「経営権取得」とは同じ概念なのか、異なる概念なのか。同じであるならば、なぜ異なる言葉を使うのか、異なるとすれば、それぞれを買収（M&A）とみなす根拠を示す必要があるだろう⁴⁾。

たとえば、第8章では、トヨタ自動車（トヨタ）と日産自動車（日産）を対象に、1970年3月、81年3月、91年3月、99年3月の4時点の持株数と持株率を示した表8-11を用いて、自動車産業の系列化を論じている。しかし、その表には、トヨタと日産の持株率が3%に満たない企業を複数確認できる。一般的にその程度の株式の取得を買収（M&A）とはいわない。

確かに戦前まで遡ると、かなり持株率を引き下げなければ買収の事例を集めることはとても難しい。本書も引用する川本・宮島（2021：5頁）が「買収の定義としては通常、50%超の株式取得が条件となるが、本稿では10%以上の株式取得がなされた企業を対象とし」たのも、そうした事情によるものと推察される。そして、かくいう評者も、同じく持株率10%以上を買収の基準に用いたことがある（加藤（2004）、加藤（2005））。だから、50%超の株式取得を企業買収の定義に含めるべきといたいわけではない⁵⁾。

ただ、一定の条件を付けなければ、買収とそれ以外の株式取得を区分することができず、どのようなケースを買収と見なしたのかが曖昧になるだろう。まさに、この点に問題があり、本書の議論

4) たとえば、いくら後の三菱地所に繋がるからといって、「丸ノ内の土地」の払下げをM&Aとは呼ばないだろう。

5) たとえば、経営危機に陥った企業の株式を取得したケースでは、役員派遣などを合わせて10%程度の持株率であっても実質的に経営権を掌握できるからである（加藤（2004））。

を混乱させる原因になったと思うのである。

では、どのような条件が適切なのだろうか。1つは、法律（会社法）で認められた株主の権利を基準にした持株率である。現在の会社法は、持株率によって表1に示す権限を株主に付与している。

表1 現行の会社法で認められた株主の権限と持株率

持株率	権限	条項
1%超	株主提案権*1	303条2項
	総会検査役選任請求権	
3%超	株主総会の招集請求権*1	297条1項
	役員解任請求権	
	会計帳簿の閲覧および複写請求権	433条1項
33.4% (3分の1)	株主総会の特別決議を単独で否決する権限	
50%	株主総会の普通決議を単独で可決する権限	309条1項
66.7% (3分の2)	株主総会の特別決議を単独で可決する権限	309条2項

資料)堀内(2006)

注) 1. 会社法の条文はe-Gov法令検索の結果で確認した。

2. *1:定款で定めがない限り、6ヶ月以上の保有が必要である。

もう1つは、「連結財務諸表原則」など日本の会計基準(持分法の適用範囲)を用いることも、企業結合という観点からは適当と考える。たとえば、「関連会社」は「親会社が議決権の20%以上を所有し、経営方針の決定に重要な影響を与えることができる会社」であり、次のケースが該当する。すなわち、「1 議決権株式の保有比率が20%以上の会社」、「2 議決権保有株式の保有比率が15%以上20%未満で下記の『一定の要件⁶⁾』

6)「一定の要件」とは、「①(親会社の社員等が)役員等に就任している」、「②親会社が重要な融資を行っている」、「③親会社が重要な技術を提供している」、「④親会社と販売や仕入などビジネス上の重要な取引がある」、「⑤財務や事業の方針決定において、重要な影響があると考えられる事実が存在する」ことを指す。

のいずれかに該当する会社」、そして「3 議決権保有株式の保有比率が15%未満、特定の者の議決権とあわせて自己所有等議決権数⁷⁾が20%以上、かつ『一定の要件』のいずれかに該当する会社」となっている(日本M&Aセンター「持分法とは?持分法適用会社と連結子会社との違い、メリット・注意点も詳しく解説」M&Aマガジン、2023年5月16日)。

もちろん、現在のルールを過去に適用することには慎重でなければならない。法律の改正や会計基準の改訂なども考慮する必要があるかもしれない。そして、上記の基準を厳密に適用しようとするれば、さまざまな情報を収集する必要も生じる。しかし、機械的に50%超の持株率といった高いハードルを基準にするのではなく、「15%以上20%未満」という持株率であっても、役員派遣などを合わせて買収と判断することは可能になる。それは、何の基準も示さずに「資本参加」や「経営権取得」を買収に含めるよりも望ましい姿勢といえるはずである。

2 日本型企業システムとM&A

(1) 第6章に設定された目的

本書の叙述が一貫性を欠く原因は、M&A(とくに買収)の定義をしなかったことに加え、日本型企業システムの形成というテーマを盛り込んだことにも求められる。

川本氏は、第6章の「戦時経済とM&A」の「1 はじめに」で「日本型企業システムと戦時期のM&Aの関連について検証する」ことを1つの目的に掲げたくうえで、以下のように続ける。

7)自己所有等議決権数とは「自己の議決権」と「自己と出資、人事、賃金、技術、取引などにおいて緊密な関係があることにより、自己の意思と同一の内容の議決権を行使すると認められる者が所有している議決権」と「自己の意思と同一の内容の議決権を行使することに同意している者が所有している議決権」の合計数である。

しばしば日本型企业システムの特徴として、従業員、資金提供者、取引先、政府などステークホルダーとの間で長期継続的な関係を構築してきたことが指摘されている。こうしたシステムはいつ頃形成されたのであろうか。それは戦時経済統制期にあるという見方がある。いわゆる岡崎哲二氏らによって唱えられた「戦時源流論」である。こうした見解の内容、妥当性はどのようなものなのであろうか。本書では、生産面と金融面の系列化もM&Aの一形態と捉え、戦後の連続性という観点を持ちながら、戦時期におけるこれら系列化の実態についてアプローチする(171頁)。

評者は、この引用文にある「生産面と金融面の系列化もM&Aの一形態と捉え」たことに妥当性を見出せない。以下、その問題点を具体的に指摘していく。

(2) 金融面と生産面の系列化

まず、金融面の系列化について、川本氏は「メインバンクシステムの萌芽」という見出しをつけ、①軍需会社指定金融機関制度と②モニタリングの限界を確認することで、上述した「戦時源流論」を検証している。その内容は、先行研究に即しているからとくに疑問を感じない。問題は、この文脈にM&Aがまったく登場しないことである。

戦時期に銀行合同が進展したことはよく知られている。普通銀行は「一県一行主義」の方針の下、日中戦争期の1936年から41年の間に126件の合併と131件の買収で計257行、太平洋戦争期も42年から45年の間に64件の合併と67件の買収で計131行、それぞれ減少した(後藤(1968)359, 377頁)。後藤(1968)は、本書の参考文献にもあげられている(414頁)。川本氏は、なぜ銀行業のM&Aに触れることなく、軍需会社指定金融機関制度の説明に終始したのだろうか。戦時体制下の銀行合同を第1章のフレームワークに基づいて正面から検討すれば、第4章で取り上げた1920年代のM&Aとの異同など興味深い発見もあったのでは

ないだろうか。

次に、生産面の系列化に目を向けよう。この点に関して、本書は「下請制の展開」という見出しをつけ、先行研究に依拠しながら「長期継続的な取引関係」を特徴とする「『生産系列』形成の萌芽も戦時期に形成されたという見解」、より具体的には、「下請制形成の方向性」を明確にした1940年12月の「機械鉄鋼製品工業整備要綱」の内容を紹介している。

しかし、この要綱に示された「親企業と下請企業の関係」にM&Aを想起させる資本関係は含まれない。両者の関係は「国家承認の義務関係」とされたが、その内容は「親会社には、下請工場への、①指導・援助、②一定量の発注、③下請工場以外への発注の禁止、④原材料の支給などが、一方、下請企業には、親企業以外との取引禁止、専属化が義務づけられた」だけである(187-188頁)。これをもって「M&Aの一形態と捉え」ることは著しく妥当性を欠くといわざるをえない。

「機械鉄鋼製品工業整備要綱」に先立つ商工省振興部「下請工業統制要綱案」(1940年3月5日)は、工業組合の機能として「組合内での企業合同、共同作業の促進」などをあげ、同省機械局「機械工業対策案」(40年8月27日)は、「経営ノ合理化」の具体策の1つとして「(イ)下請制度ノ整備及中小業者ノ合同ノ促進ヲ為スコト」に言及し、中央物価統制協力会議第一部第一課「重工業部門団体整備要綱参考案」(40年10月)は「大企業ト固定的下請関係ニアル中小業者ハ、親会社ニ併合セシメ、其他中小業者ニ於テモ可能的ニ大会社ニ吸収合併セシメ、大会社中心ニ育成セシムモノトス」と定めた。しかし、「下請的分業を否定して大企業へ生産集中するという方向には進まず、機械工業は下請的分業を前提として再編成されることになった」という(植田(2004)124-131頁)。

したがって、戦時期の下請=協力工業政策の形成過程において、M&Aという手段が期待される局面があったことは事実であろう。けれど、その対象は中小業者だったし、そうした政策は実現しなかった。とはいえ、この過程で「親会社」と「下

請企業」の間に株式取得を通じた資本関係が形成された可能性は否定できない。ただ、少なくとも、本書がその点を明らかにできなかったことも否定できないのである。

「M&Aの一形態と捉え」られない金融面と生産面の系列化を戦時期のM&Aとして論じたことは、川本氏が「戦時源流論」に引きずられて、本書の目的を見失ったように思えてならない。

3 財閥の成長とM&A

(1) 財閥の範囲

財閥の定義が研究者によって異なることはよく知られているし、かつてその定義をめぐる論争が起ったことも知られている(森川(1992)、橘川(1995))。財閥に限られるわけではないが、定義は問題意識や課題に即して、ある程度説得的な理由を示したうえで、各自が選択すればよいと思う。それゆえ、本書の立場を踏まえたとき、日本のM&Aの歴史を分析するに際して、財閥をどのように定義するのが望ましいのかという点が重要になる。

こうした点を念頭に置きながら、本書の財閥の(定義はないので)範囲をみると、「もっともポピュラーなのは、4大財閥(三井・三菱・住友・安田)」とし、持株会社整理委員会の指定した10大財閥(4大財閥に古河、日産、大倉、野村、浅野、中島を追加)も含めている(75頁)。さらに、「表3-2 財閥の持株会社設立」を見ると、岩井本店、川崎総本店、松商会(川崎)、久原本店、鈴木合名を中心とする企業グループも財閥と捉えている(78頁)。

しかし、評者は、ケーススタディと川本・宮島(2021)の実証研究(99-105頁)が想定するような、財閥持株会社(と傘下企業)によるM&Aを通じて、ターゲット企業のパフォーマンスの改善を促すというストーリーを描く場合、財閥の範囲を広げることは望ましくないと考える。それは、財閥持株会社に限定すれば、次の理由による。

M&Aによって財閥持株会社の傘下に組み込ま

れることが、ターゲット企業のパフォーマンスの改善を促す主な理由は、それが組織を整備して統治機能をもつことを想定するからである。ただし、そこで対象となる財閥持株会社は三井合名、三菱合資、住友合資、および保善社の4大財閥にとどまる(岡崎(1999)119-132頁)。そして、古河「財閥」や久原「財閥」、鈴木商店は第一次大戦期のブームに乗って成長を遂げたものの、反動不況と1920年代の「慢性不況」の中で経営危機に見舞われて、あるいは、4大財閥以外の「財閥」は、限定的な領域に限って事業の多角化を進めるにとどまり、少なくとも総合財閥とは呼ばれなかった。その理由として、資金力の差も重要だが、本書の枠組みからは統治機構としての持株会社の欠如も無視できないだろう⁸⁾。

以上を要するに、財閥の範囲を適切に設定しなければ、財閥がM&Aを通じてターゲット企業の企業価値を向上させたという主張は説得力をもたないのである。

(2) 財閥とファミリービジネス

三井財閥は三井家、三菱財閥は岩崎家、住友財閥は住友家という同族を頂点とすることを財閥は定義の一要素に含むから、その意味に限れば、財閥をファミリービジネスの一形態と見なすことに異論はない。けれど、本書に散見される財閥とファミリー(ないしファミリービジネス)に関わる見解については、いくつか疑問が生じる。

たとえば、本書は、同族と専門経営者との関係について、「支配権はファミリーが握るものの、経営は専門経営者に委ねられたことも特筆に値する(つまり、『所有と支配は一致』していた一方で、『所有と経営は分離』していた)」と論じる(82頁)。だが、評者にはここでいう「支配」という用語の意味がわからないのである。

財閥の「所有と経営が分離」していたことに注

8) 評者は、3大財閥あるいは4大財閥以外に統治機能を担う組織を整備し、これをワークさせたことを明らかにした研究を知らない。

目が集まるのは、傘下企業の株式が持株会社に集中し、持株会社の所有（出資）が同族に集中していたからである。株式の分散が「所有と経営の分離」を招いたというバーリ＝ミーンズの発見以来の通説が財閥に当てはまらない。この現象をどのように理解し、解釈するか。そこに登場したのが、川本氏も言及した「各事業へのファミリーの直接的介入を排除するため、緩衝材として専門経営者によって運営される持株会社を挟んだ」という武田晴人氏の見解である（77頁）。

以上の議論を踏まえて、財閥持株会社が傘下企業を統治（監視）していたという説を支持しながら（84-85、94-97頁）、ファミリーが支配権を握るとはどのような状態を指すのか。

この点に関連して、本書が、企業統治のベネフィットとコストとして、次の主張をする意義もわかりにくい。

- ①「ファミリーによる高い持株比率が、エージェンシー問題の解消に寄与したという点が挙げられる。」
- ②「財閥のケースにおいては、大株主としてファミリー、持株会社が存在し、実効的なモニタリングを傘下企業に行使していた。」
- ③「ファミリーの高い持株比率は、アウトサイダー株主の影響力を弱くさせ、ファミリーの暴走、独裁につながるおそれがある。」
- ④「限定された候補者プールという制約についても、専門経営者の登用や、時には彼らを婿養子として迎え入れることで、ファミリーの経営権維持と縁故主義の克服が図られた。」（94-97頁）

ここには混乱が見られるように思われる。1つは、ファミリーの持株率が高いと述べながら、財閥持株会社の存在にも言及した点である（①と②）。財閥持株会社ではなく、財閥同族が多くの株式を保有する傘下企業が皆無であったとまではいわないけれど、少なくとも、財閥の企業統治を論じる文脈では、傘下企業の株式を集中的に保有するのは財閥持株会社という認識ではないだろうか。また、②にはファミリーと持株会社がともに

大株主として傘下企業をモニタリングしていたとの見解が示される。しかし、評者は、同族がモニタリングを通じて傘下企業の統治機能を担っていたと主張する研究を知らない。

もう1つ、④では「ファミリーの経営権維持」という表現が使われている。「ファミリーの経営権維持」の「克服が図られた」との読み方もできなくもない（日本語的にかなり無理はあるけれど）。しかし、先に触れたように、川本氏は、ファミリーが「支配権」を有していたと論じていたから、傘下企業の経営権をもっていたと理解することが素直な読み方だろう。とすると、一方で「所有と経営の分離」を論じながら、もう一方で「ファミリーの経営権維持」を主張することに矛盾はないのか。

評者は、こうした混乱が生じた原因として、川本氏が財閥をファミリービジネスと見なす立場をとったことに求める。ファミリービジネスは当然、ファミリーの影響力を前提に議論を構築する。そうしなければ、ビジネスにおけるファミリーの存在をことさら強調する必要性は小さいからである。しかし、この枠組みには、財閥の発展要因として、同族の影響力を抑制しようと努めてきた専門経営者の能力を重視してきた従来の議論と相容れない面があるのではないだろうか。

（3）査業委員会の機能

少し細かい論点になるけれど、戦時期を対象にして「財閥系企業の動向」を検討する過程に登場する、三菱財閥の査業委員会という組織の機能に関心を払いたい。

川本氏は、この時期における財閥の「ガバナンスの弛緩」を述べる文脈に下記の一文を挿入した。

三菱の「査業委員会」や住友の「総力戦会議」のように、子会社の人事や予算のコントロールを目指す会議体の設置によって、財閥内のガバナンスを強化しようという試みもなされたが、その多くは子会社の行動の追認機関に過ぎず、形式上の存在にとどまったという（沢井 1992）。

この引用文の根拠となった沢井（1992：193-194頁）は、三菱財閥の分権化の進展に対する「求心力の回復を目指した諸施策」の1つとして1940年7月に査業委員会（と財務委員会）が設置されたことに言及した。岩崎小弥太社長はそのねらいを「三菱社ノ統制ノ機能ヲ強化」することと述べたとされる。そして、「以上のような財閥組織における求心力強化の試みも、分権化の基本的な流れを阻止しうるものではなかった」と評価したのである。

川本氏は、小弥太のねらいに独自の解釈を加えつつ、ほぼ同じ評価を下したといえる。とはいえ、「三菱社ノ統制ノ機能ヲ強化」することを「子会社の人事や予算のコントロールを目指」したと解釈することは飛躍のしすぎだし、「分権化の基本的な流れを阻止しうるものではなかった」ことを「子会社の行動の追認機関に過ぎず、形式上の存在にとどまった」と読み替えたことにも飛躍があるように思われる。

しかし、本質的な問題は別のところに存在する。それは、川本氏（とその根拠となる沢井（1992））が査業委員会の機能を正確に理解していないことこそ、本質的な問題なのである。端的に言えば、当該委員会は「子会社の人事や予算のコントロールを目指す会議体」ではない。査業委員会の重要な機能は、企業買収案件の審議というM&Aに直接関わることだったのである。この点は、加藤（2008）で詳しく検討したので気になったら参照してもらうことにして、以下に多少長くはなるけれど、部分的に字句の変更などを加えたうえで、結論のみを引用しておく。

査業委員会は、社長の諮問機関という位置づけで発足したものの、実際には多くの案件が委員によって持ち込まれ、また、外部の企業（経営者）や政府からの要請を、委員が報告するという形をとった。その後のM&Aプロセスを、本稿で取り上げた2つの事例か抽出すれば次のようになる。

すなわち、査業委員会は、（1）三菱として

本格的に進出すべき事業分野について合意を形成する。（2）当該分野に参入するにあたり、内部の経営資源を中心にその拡充を図るのか、それとも、既存企業の合併・買収（ないしは資本提携）、言い換えれば、外部の経営資源を取得するのかを決定する。そこでは、個別企業の利害を抑制し、三菱全体の利益が追求される（三菱電機の工作機械部門の拡充という方針が却下されたケース）。（3）既存企業の買収／資本提携にあたってはまず、標的企業の選定が行われる。その際、複数の企業を候補にあげ、精粗はあるものの、経営状態や資産内容、工場設備、技術者・職工、経営者などに多面的な検討を加えたうえで、対象を絞り込んでいく。標的企業の選定過程で、査業委員以外の専門家が関与していたことは小括で触れたとおりである。（4）標的企業が決まった後は、査業委員会の外での活動になるが、工場視察や交渉の場面でも査業委員が重要な役割を果たした。また、交渉にあたっては、委員以外の専門家も参加していた。（5）買収（株式取得）条件に関しては、財務委員会の報告（東洋機械のケース）を受けつつ、株価をベースに買収価格の算出を行った。

多角的な事業分野と資金を抱え、傘下企業に豊富な経営資源を蓄積した三菱には、様々なルートから買収案件が持ち込まれた。査業委員会は、各事案を詳細な情報に基づいてフィルタリングし、三菱に最も有用な企業の株式の取得を通じた、相対的に競争力の劣る事業分野の拡充に寄与したのである。

評者がこの論文を執筆した際に、沢井（1992）を見逃したことは無念である。研究史の整理が甘かったと反省もしている。

それはさておき、川本氏が、査業委員会の機能を正確に理解していたならば、戦時期のM&Aと財閥の関係を論じるにあたって、「ガバナンスの弛緩」ではなく、企業買収を通じた「相対的に競争力の劣る事業分野の拡充」という側面を描く

ことができたはずである。

4 高度成長期の系列化と M&A

第1節で指摘した M&A の定義の曖昧さは、第8章にも影響している。この章は冒頭で、高度成長期に上場企業の M&A が「低調」であったことを認めつつ、三菱重工の合同や新日本製鉄の成立について、「今日のビッグビジネスの起源がこの時期にあることも事実である」と注意を促す。そして、「この時期は企業集団や系列が厳格であるがゆえに、集団内の株式持ち合いの強化、外部企業の系列化、企業子会社の株式買い増しが盛んに行われ、日本企業特有の株式の部分取得 (partial acquisition) が観察された。すなわち、日本企業の起源や M&A の特徴を理解するうえでも、この時期の M&A も看過することはできない」と主張した (218-219頁)。

本章の構成は、①「企業集団の形成と機能」と②「産業再編成と大型合併」、③「企業グループと系列化」となっており、このうち①は M&A と直接な関連をもたない。②に関して、新日本製鉄の事例を取り上げて合併の効果を検討した点はとても興味深い (233-238頁)。③は、自動車産業を対象を絞って、1970年から2000年までのトヨタ自動車と日産自動車による部品メーカーの株式取得状況を調べ、「年代を経るにしたがって、株式取得先企業の幅が広がっていることと、個々の企業の持分が段階的に増加していること」を確認したうえで、その理由に言及し、いくつかの事例を紹介している。そして、「この時期には、水平合併の数は限られたものの、系列化という形態で垂直的な株式取得が進められたのである。株式の部分取得が多用されたという点で、日本型 M&A のスタンスが強調された時期であったともいえる」と結論づけた (241-244頁)。

評者も、高度成長期の「外部企業の系列化」は、M&A との関連で注目すべき事象だと考える。しかし、その場合、「株式の部分取得」と買収の違い、それを区分する基準などを明確にしなければなら

ない。たとえば、「表8-11の自動車メーカーの系列化」を見ると、トヨタの株式保有比率は東海理化の1.08%からダイハツ工業の51.19%、日産のそれもアツギユニシアの0.75%から日産車体の42.56%まで大きな開きがある。部品メーカーだけでなく、完成車メーカーを含むことを脇に置いて、これらを「株式の部分取得」と一括して論じるのは妥当性を欠くだろう。

「外部企業の系列化」について、評者は、メインバンクシステムと関連づけながら検討を加えることが1つの分析視角になると考える。それは、経営危機に対する介入という事象である。周知のように、メインバンクは、取引先企業の経営危機に際して、資金面で支援したり、ときに株式を買い増したり、役員を派遣して再建計画の立案に関与したりするなど積極的な経営介入を行った。M&A との関連で重要なのは、メインバンクが取引先企業の単独での再建を困難と判断した場合、しばしば提携先を仲介・斡旋したことである (岡崎 (1995) 161-163頁)。この「提携」に際し、救済に乗り出した企業が株式を取得するケースを確認できる。さらに、「企業子会社の株式買い増し」に関しても、当該企業の経営危機を契機とするケースが目立つことが知られている (加藤 (2001))。

このように高度成長期の M&A に関しては、経営危機という事象に光を当てることで、日本特有の性格を見出せるのではないだろうか。

むすび

以上、評者の〈スペック〉の都合により対応可能な章に限定して、いくつか疑問を呈する形で議論を進めてきた。最後に、終章に対する疑問を投げかけることでむすびとしたい。

終章は「総括として、① M&A はいかに発生したのか、② M&A は株主利害に沿うものであったのか、③ M&A は従業員の富を棄損することはなかったのか、④ 対等合併は是か非か、⑤ M&A はパフォーマンスを改善させたのか、といった本書冒頭で設定したいいくつかの課題について、

可能な限り解を与えてみたい」という一文から始まる(392頁)。

繰り返しになるけれど、序章で「各章に共通する問い」として設定されたのは、(A)「M&Aはどのような動機で行われたのか」、(B)「M&Aはパフォーマンスの改善に寄与したのか」、(C)「M&Aは株主の富の創造に貢献したのか」、(D)「M&Aが従業員などのステークホルダーの富を棄損することはなかったのか」の4つである(3-4頁)。これらのうち(A)は①、(B)は⑤、(C)は②、(D)は③に(表現は若干異なるものの)ほぼ対応する。

しかし、④は冒頭の課題にないだけでなく、他の問いとは異質であり、特定のタイプのM&Aの是非を唐突に問う形になっている。しかも、その結論は「『対等合併』(=人事を合併当事者間でイーブンにする)というのが根本的な問題ではなく、いかに新会社で旧会社の人事交流・異動を図り、個々に培われた組織文化の癖をほぐしていくかが重要なのである」、とされる(398頁)。対等合併を人事面のみに限定したことの妥当性を問うことはしないけれど、「根本的な問題」ではなく、是でも非でもないなら、なぜ④の問いを立てたのだろうか。

もう1つ、終章では、「日本でのM&A発生のキーとなってきたのは、負の経済ショックと規模の経済性の追求であった」点を強調している(392頁)。しかし、「負の経済ショック」は第1章の「発生要因」に含まれておらず、これまた唐突に出てきた感が否めない。たとえば、バブル崩壊(後の株価の下落)を序章の③金融市場の変動として扱えば、フレームワークとの整合性がとれたのではないだろうか。さらに、「持株会社の解禁という規制緩和」を同じ文脈で論じたことにも疑問を感じる。「持株会社の解禁」は、第1章の「①規制と政治の改革」そのものではないだろうか(13-14頁)。

このような細かい指摘をしたのは、せっかく150年というスケールで日本のM&Aをケーススタディと理論、実証研究という3つの手法を駆使して描いてきたのに、と非常にもったいないと思

うからである。博士論文のテーマをM&Aにした評者にとって、その思いは誰よりも強いと自負している。

参考文献

- 植田浩史(2004)『戦時期日本の下請工業—中小企業と「下請=協力工業政策」—』ミネルヴァ書房。
- 岡崎哲二(1995)『戦後日本の金融システム』森川英正・米倉誠一郎編『日本経営史5 高度成長を超えて』岩波書店。
- 岡崎哲二(1999)『持株会社の歴史—財閥と企業統治—』ちくま新書。
- 加藤健太(2001)「高度成長期日本における経営危機と事業会社の経営介入」『経営史学』第36巻第4号。
- 加藤健太(2004)「戦間期日本の企業買収—大分セメントの事例—」『経営史学』第39巻第2号。
- 加藤健太(2005)「戦間期日本電力業の企業買収—株式取得を中心に—」『社会経済史学』第71巻第3号。
- 加藤健太(2008)「戦時期三菱財閥と査業委員会—企業買収とその審議—」『三菱史料館論集』第9号。
- 川本真哉・宮島英昭(2021)「戦前日本における会社支配権市場—ターゲット企業の特徴と事後パフォーマンス—」『経営史学』第56巻第1号。
- 橘川武郎(1995)「財閥史と企業集団史の論理」『経営史学』第30巻第2号。
- 神戸大学大学院経営学研究室編(1999)『経営学大辞典〔第2版〕』中央経済社。
- 後藤新一(1968)『本邦銀行合同史』金融財政事情研究会。
- 沢井実(1992)「戦時経済と財閥」法政大学産業情報センター・橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会。
- 堀内勇世(2006)「会社法下の保有割合と株主の権利」(大和総研)。
- 森川英正(1992)「書評：法政大学産業情報センター・橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会」『経営史学』第27巻第3号。