

# M & A の 未 来 像

宮 原 直 樹

は し が き

当初、私は卒業論文の内容を考えるにあたって M & A を取り扱うつもりは全くなかった。ただ確固として持っていたのは、これからの企業のあるべき姿を探りたいということであった。それは、経営というものに興味があったこと、企業の社会的責任を扱いたいと考えたこと、なにより私自身が企業に就職することがあり、企業のあるべき姿というものはこれからの私のほとんど一生のテーマともなり得ると考えたことが大きい。

実際に M & A を歴史から振り返ると、その時々々のビジネスの世情を如実に反映していることがわかり非常に興味深かった。時代とともに多角化の形は変わり、社会における企業の存在も生産志向、製品指向、販売志向、マーケティング志向、そして社会志向へと推移していったことが M & A の特徴を通して浮かび上がったのである。M & A は企業が行う多くの意志決定のうちでも相当大きな判断であり、その M & A を考えることは企業の経営を考えることに近いという予想はそう間違っていないように感じる。

歴史から流れを掴み、先進的な事例を裏付けにしてこれからの M & A を考察した。事例は多岐に渡り、最終的に問題が行政問題に絡むこともあったがその点は、あくまで M & A 及び企業の未来像を模索するのが本論の目的であるため、提言として結論に記した。

約一年間かけて絞られた一つのテーマを研究するのは、初めてのことである。一年前に設定した問題提起に対して、今こうして自分なりに答えを出せたことに満足している。アドバイスをくださった谷本先生、院生のみなさん、ゼミテンには感謝の意をここで表したい。

## 目次

第一章	問題提起	4
第二章	M&Aとは何か	5
第一節	M&Aとは何か	5
第二節	企業経営にとってのM&A	8
第三章	アメリカにおけるM&Aの歴史	10
第一節	第一次展開期（1895～1905）	10
第二節	第二次展開期（1920年代）	12
第三節	第三次展開期（1955～73年）	13
第四節	第四次展開期（1980年代）	17
第五節	第五次展開期	20
第四章	日本におけるM&Aの歴史	23
第一節	1965～70年代	23
第二節	1980～90年代初頭	23
第三節	1990年～現在	25
第五章	これからのM&Aのあり方（M&Aとステイクホルダー理論を介して）	29
第一節	前章までのまとめ	29
第二節	ステイクホルダー・マネジメントとは何か	31
第三節	株主　米国の場合	31
第四節	株主　日本の場合	42
第五節	人	53
第六節	株主、従業員、経営者の三方がwin-winの関係を築けるM&Aの例	70
第六章	M&Aの未来像	77

## 第一章 問題提起

ほとんど毎日 M & A という文字が新聞紙の紙上を踊っている。敵対的買収、MBO による独立、中でも特に目立つのは吸収・合併・買収の延期、中止、失敗である。優れた経営者を持つと評される会社でさえ、M & A をうまくこなすことは難しい。なぜか。いま社会に適合した M & A の形とはどういうものなのか、それを行うために企業は何をしなければならぬのか。日米におけるこれらのことを模索することは意義深いと考えられる。

そして今日日本のビジネスは、株主重視経営、実力主義に則った賃金制度の導入、就社ではなく就職という考えに基づき転職をする人の増加等アメリカのビジネスの影響を大いに受けている。M & A も、企業は経営者や従業員の所有物、株主は長期に安定的に大株主であることもしくは博打のように相場だけを見て売り買いをする株主という思想しかなかった日本に輸入されたものである。一見これらの考えと相反する M & A が日本で根付きつつあるのはなぜか。

日米の M & A の歴史、先進的な事例を見ながら、これから M & A はどうなっていくのか、そのために企業がどうなっていかなければならないのか、私はこれらの点をこの卒業論文で明かしたいと考えている。

## 第二章 M & A とは何か

### 第一節 M & A とは何か

#### ( 1 ) M & A とは何か ( 1 )

企業は何らかの理由でその営業活動が立ちゆかなくなれば廃業しなければならない。また、廃業まで行かずとも経費削減、人員削減の必要が生じる。企業がそうした事態に直面したとき、それを打開する方法の一つとして企業を売却する、(相手企業が)買い取る、もしくは(相手企業と)統合・合併するというように各企業体が様々な形態で離合集散していくことが M & A である。(しかし、必ずしも M & A は消極的な経営戦略ではない。成長戦略とも言える。詳しくは後述する。)

M は企業合併 ( merger )、A は企業買収 ( acquisition ) を表す。

#### ( 2 ) M & A の類型 ( 2 )

合併には吸収合併と新設合併とがある。吸収合併とは A 社が B 社を吸収し、B 社は消滅する。そして元の B 社株主には新 A 社株式が交付される。新設合併とは新しい会社 C 社を作り、A 社・B 社の事業は共に C 社に統合され、元の A 社 B は消滅する。元の A 社 B 社各々の株主には C 社の株式が交付されることになる。

買収には営業譲渡と株式取得による経営権の取得とがある。営業譲渡とはある企業の一

事業部門だけ取得することである。例えば、商品販売企業であるA社が製造部門と営業部門を持つB社からその営業部門だけ譲り受ける。するとA社はその商圏を拡大、B社は製造に特化することができる、というものである。株式取得による経営権の取得（子会社化）は、A社がB社の株式の大多数を取得B社そのものの経営権を取得する場合である。B社の株式を取得するにあたり、現金で支払う方法と自社の株式で支払う方法とがある。後者の場合、A社はB社の株主からB社株式を受け取り、新しく発行したA社株式を交付する。つまり、A社株式とB社株式とを交換する。

また、株式取得による経営権の取得には株式公開買付（英ではTOB: Take Over Bid、米ではTender Offer）がある。ある会社の支配権の取得または強化を目的として、株式市場の外でターゲット企業の不特定多数の株主を直接相手に、一定期間に一定数量以上の株式を一定価格（通常は時価を超える価格）で買い付けることを新聞等に公表して、株式を大量に取得することを言う。

そして、株式公開買付はLBOとMBOに分かれる。LBOとはM&AでTOBを行うにあたって必要な資金をターゲット企業の資産や将来のキャッシュフローを担保に銀行から借り入れたり、社債を発行して必要な資金を調達

する方法である。MBOとは他社からM&Aの対象となっている企業の経営者が、自社の資産を担保に資金を調達し、自社の株式を株主から買い取ることである。自らの企業を防衛するために行われるケースが多い。LBOの一変形とも言える。

### (3) M&Aのその他の分類(3)

目的による分類では、救済型、財テク型、戦略型に分かれる。救済型とは経営破綻をきたした企業や金融機関を救済するために、別の企業や金融機関が買収するというものである。財テク型とは金融的な利益の追求を目的にして企業の売買を行う、投機的なタイプのものである。新聞雑誌でもっともセンセーショナルな形で取り上げられる。戦略型とは本業の延長あるいは補完を目的にして、取引関係のある企業などを買収するものである。

買収分野による分類では水平型、垂直型、多角化型に分かれる。水平型とは同じ業種の中での他の企業、すなわち競争機業をターゲットとするものである。市場占有率の拡大、規模の経済の追求を目的とする。垂直型とは同じ業種の中の川上あるいは川下企業をターゲットとするものである。例えば原材料の購入から生産・販売までの一貫体制の確立によるトータルコストの低減等を目的とする。多角化型とは他の業種を含む企業をターゲットとす

るものである。新たな高収益事業の獲得、ビジネス・リスクの分散等を目的とする。

## 第二節 企業経営にとっての M & A ( 4 )

( 1 ) 企業は成長し続けなければならぬ  
企業の存在目的は経済効果の極大化である  
と言える。自由主義経済のもとでの企業活動  
は社会における構成員としての位置づけの中  
で、いかに多くの利潤を追求していくかが目  
標となる。よって利潤の拡大に伴う成長が企  
業の成長であると言える。またゴーイングコ  
ンサーンである企業は組織体としての永続を  
維持するためには常に成長が必要であるとも  
言うことができる。

### ( 2 ) 内部成長と外部成長

企業成長は内部成長と外部成長に分かれる。  
内部成長とは企業内部の経営資源をより効率  
的に活用することによって、あるいは積極的に  
合理化することによって成長を推進するこ  
とである。例えば研究開発、価格戦略がそれ  
にあたる。次に外部成長とは企業内部の経営  
資源に頼ることによる非合理性や限界を理由  
に企業外部に存在する経営資源に頼ること、  
もしくは内部の経営資源を売却することによ  
って成長に貢献するものを獲得することと言  
う。例えば M & A、提携、ジョイントベンチ  
ャー、グループ化がそれにあたる。

つまり、M & A は企業の成長戦略、特に外部成長戦略の一つと位置づけることができるのである。

注

( 1 ) 田原 [ 9 ] 1 1 ~ 2 0 ページ

( 2 ) 田原 [ 9 ] 2 0 ~ 2 5 ページ

( 3 ) 松井 [ 4 ] 第二章

( 4 ) 小野崎 [ 8 ] 第一章

### 第三章 アメリカにおける M & A の歴史 ( 1 )

#### 第一節 第一次展開期 ( 1 8 9 5 ~ 1 9 0 5 )

##### ( 1 ) 第一次展開期の特徴

アメリカにおいて企業の吸収・合併が始まったのは鉄道業界であった。その理由は 1 9 6 9 年に遡る。その年に大陸横断鉄道は完成し、その融資者、経営者達は政府の庇護のもと 1 9 世紀末までに世界最大の鉄道網を築いた。民間の鉄道業において巨大企業の経営、財政を管理する手法が開発され他産業の手本となり、同様に企業の吸収・合併も鉄道業に始まり関連の深い鉄鋼業、石炭業等に広まったのである。

1 8 8 0 年代前半は企業合同が盛んに行われた時期である。その目的は、市場を寡占・独占することによって価格コントロールを容易にして、利益拡大を実現するとともに新規参入を排除すること。また特に成熟市場の場合、企業規模を拡大するために市場シェアの拡大を図るためであった。企業合同の方法にはプールとトラスティ方式の二通りあった。プールとは同一業種に属する企業同士が一時的且つ非公式に価格や生産量を協定し、市場における競争を制限、排除し、利潤を確保しようとするものである。アメリカ経済全体が急速に拡大していた 1 8 8 0 年代には鉄道、

鉄鋼、酒造などの業者が盛んにこのシステムを利用した。トラスティ方式とは受託者（トラスティ）が同業他社の株式を受託し、その代わりに各企業の資産評価額に相当するトラスト証券を発行することで資本集中を図るというものである。これにより南部の大規模農園や各地の鉱山を背景にした当時のアメリカの基幹産業（製油、ウイスキー、砂糖、鉛等）において、市場規模の80%以上が集中するトラストが成立した。

1880年代後半、独占資本家達は政府に対して強大な影響力を持ち、自由放任のもと何ら規制がないままに独占を進め裕福な生活を獲得しているのに対し、労働者や農民達は搾取される一方であった。このような過度の大企業独占がもたらした社会への、搾取される側からの反発が起こる。労働組合は企業と対立し、世論は企業の行き過ぎた独占とそれを庇護する政府を非難したのである。ついには政府はその重い腰を上げ、1887年州際通商法で鉄道業のプールを禁止、1890年シャーマン法（アンチトラスト法）、1914年のクレイトン法によってトラストを規制した。

1904年頃経済状態の悪化に伴い企業合同活動は衰退する。

## （2）考察

この時期のM&A活動の特徴は創業者が利潤を追求したものであり、その形態も市場独

占を狙った水平的統合がもっとも多かったことであると言える。またこの展開期の当初自由放任主義をとっていた政府は弱く、莫大な富を築き政府とも癒着していた一部の独占資本家達は完全に“やりたい放題”であった。しかし、19世紀末にフランスで生まれたポピュリズム（貧困層のための文学）の影響を受けた世論を背景に独占企業や政府に非難が集まり、政府は法律による独占企業の規制を図った。

この時期のアメリカにおいて、特に前半期は企業がその意志決定をする際に考慮に入れられるもの（ステイクホルダー）はほとんどなく、後半においても政府による法規制はあるもののトラストから持ち株会社に移行がなされただけで企業に影響を与える社会的な力は無いに等しかったことがうかがえる。

## 第二節 第二次展開期（1920年代）

### （1）第二次展開期の特徴

自動車、化学、電話、電力などの振興産業が鉄道、石炭、鉄鋼といった従来の基幹産業を圧倒して成長した1920年代は大量生産、大量消費時代の幕開けであった。工業製品を安定的に大量生産するシステム（互換性部品・ベルトコンベア）が確立され大量消費（成長市場）を前提に価格を付け、マーケティングを行う必要性が生じたのである。これは従来のように市場を独占して自由に価格を操作

することは適わず、企業努力によって価格を下げて大量販売しなければならぬことを意味した。すると、第一次展開期の水平型合併は廃れ垂直型合併が盛んに行われる。初期にそれが進んだのは家庭用機械、食品、化学品の産業界であった。

第一次大戦後の保護貿易路線、大量生産・大衆消費経済、大企業よりの共和党政権のもとかつてない好景気が到来し、この反映は一部の金持ちだけではなく大衆に及んだ。しかし第一次展開期に重工業部門のM&Aは済んでしまっていたこと、クレイトン法により大規模買収が制約されたことにより株式市場への影響は少なかった。

1929年株式暴落により第二次展開期は幕を下ろす。

## (2) 考察

この時期のM&A活動の特徴は大量消費社会の影響を受け垂直的統合が主流であったことである。安定的な質・量で商品を供給すること、アフターケアなどのサービスの充実をもたらず統合の形であり、実際大衆もその恩恵に授かったが、企業はトータルコストの削減による低価格の実現や生産の向上を主眼とする生産志向であり、長期的な視点で社会に利益をもたらすことを目的とする社会志向からはほど遠い。

## 第三節 第三次展開期 (1955 ~ 73年)

### ( 1 ) 第三次展開期の特徴

この時期の産業界は1945年の第二次世界大戦後の軍需ブームによって重厚長大産業は成熟し、成長産業は自動車、航空機、化学、鉄鋼、電機、ハイテクノロジーであった。また技術革新の進展、収入の平均化による大量消費経済は急成長していた。

1950年代、M&Aは異業種の企業と合併する多角型M&A(コングロマリット型M&A)へ移行した。その原因は二つある。一つは、1950年クレイトン法を強化したCeler-Kefauver改正法が出され、企業買収で利益を得るためには水平的M&Aや垂直的M&Aは不可能となったことである。もう一つは、成長株理論(一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もの)の定着である。原子力やエレクトロニクス等の先端技術産業を中心とした高収益の急成長企業の株式、いわゆる成長株は一株当たり利益を成熟企業の10倍以上伸ばし続け、それに連鎖して機関投資家は成長株を買い続けその株価や株価収益率を上昇、維持させた。すると、成長企業は成長株理論という新しい株価形成のメカニズムを利用して買収活動を有利な形で活発に行うことができたのである。

多角型M&Aは本来、新たな高収益事業の獲得やビジネスリスクの分散、範囲の経済を享受するために行われる。しかしこの時期の

多角型 M & A の特徴は企業経営のための合併・買収とは一線を画す、株式交換を利用した金融テクニクであった点にある。合併とともに不要部門の売却も盛んに行われたこと、経営者は業績の上昇よりも株価や PER(Price Earnings Ratio; 株価収益率。株式が一株当たり利益の何倍で売買されているかを示す)の上昇を狙って合併を繰り返していたことはその特性である。そして買収活動を繰り返すと長期負債の比重が高くなり、複合企業の財務体質は次第に悪くなっていった。長期負債の利子を既存事業や買収から生じる収益でまかなえなくなると、一気に悪循環に陥るのである。実際 1960 年半ば複合企業の財務指標は悪化し株価は低落した。

また 1969 年には複合企業の錬金術的な金融テクニクに対して既成の大企業から反撃が行われる。1968 年に保険会社の TOB に成功したリースコ・データ・プロセッシング・イクイップメント社は翌年ケミカル・バンクを買収しようとするが、他企業が政治家や金融当局の協力を得てこれを阻止したのである。この直後司法省は複合企業への規制を強化する。

1973 年深刻な景気後退に伴い M & A 活動は低迷する。

## (2) 考察

複合企業が活発に企業買収を行った動機は本業の成長ではなく、金儲けと次の買収につ

なげるための株主が保有する証券の市場価値の上昇をもたらす一株当たり利益の増大であった。複合企業は時価評価、短期的な成長ばかりを目指し、長期的に存在するための政策はおろそかにされていたようである。この時期にも長期的な視点で社会に利益をもたらすような経営活動は M & A においては見られない。

#### 第四節 第四次展開期（1980年代）

（1）この時期、年金基金などの機関投資家は企業の株式の半数近くまでを保有するようになっていた。そして資産の運用を任されていたファンドマネージャーは好条件のTOBがかけられれば、投資収益を確保するため簡単に応じた。このことは大型の買収が成立するための素地となった。そして1974年M&Aのスペシャリストが手がけたこともありインコ社によるESBの買収成功が成功した。これが引き金となり、「非倫理的なもの」として忌避されていた大企業間の敵対的買収が市民権を得て一流企業が合併運動の主役となった。以下は1980年代を前半と後半に分けて見てゆく。

1980年代前半は大企業による採算性向上のための事業再構築、多角化のためのM&Aが多く行われた。その背景は1960年後半からのインフレーション、1973年のオイルショックによる経済の混乱、大型倒産にある。

大企業は収益の安定化を図るため、非関連型多角化を進めた。インフレーションにおいては新たな設備投資をするよりも、既存企業の資本財を購入した方が安上がりになり済むからである。また、自社の既成の事業分野だけでは成長を期待できない企業は、本業に関連する範囲で成長性の高い部門への経営多角化を図った。例としてはU.Sスチール本業の鉄鋼

部門ではなく、石油部門、石炭部門などの買収を積極的に進め最後には鉄鋼部門を売却し、USXと社名を変え最後には鉄鋼会社ではなくなってしまうことが挙げられる。また一方では行き過ぎたコングロマリット化の動きを是正する脱コングロマリット化、つまり中核事業にフィットしない事業部門の売却も多く見られた。

1980年代後半は高度な金融テクニックの開発が行われ、投機型M&Aが隆盛した。その特徴としては以下の五つが挙げられる。

国境を越えたクロスボーダーM&Aであること。外国企業による米国企業の買収件数は1984年には190件であったが1988年には447件となった。また、米国企業による外国企業の買収件数は1984年には153件であったのが1988年には258件となった。

事業分割に伴うM&Aの比重が高いこと。この動きは1980年代前半の脱コングロマリット化の動きを継承したものである。かつては「全体はその構成部分の総和より大きな価値を持つ」という考え方のもとでコングロマリット化が進んだが、この時期には経営者は「部分の総和は全体よりも大きな価値を持つ」と考え、利益をあげない部門の売却を進めた。

1983～84年、グリーンメーラーが登場したこと。グリーンメーラーとは標的

に選んだ企業の株式をまず5～10%ほど  
買い集めた後、TOBをかけると相手企業の  
経営陣を脅し、結果的には標的になった企  
業に持ち株を相当大きなプレミアム付きで  
買い戻させて儲ける会社買い占め屋である。  
彼らはジャンクボンドを資金源とする。

大型企業間でLBOが流行したこと。大型  
企業間でのLBOによって企業の再構築や投  
機的M&Aが進むことで、投資銀行やLBO  
専門業者が手数料を商業銀行は幹事手数料  
や金利収入、LBOファンドの投資家達は高  
い投資収益率を享受した。

ジャンクボンドが急成長したこと。ジャ  
ンクボンドとは高利回り債や低格付債権、  
投資非適格債権と呼ばれ、S&Pなどの格付  
機関から一定以下の格付けをされた債権  
を指す。グリーンメーラーはジャンクボン  
ドをペーパーカンパニーから発行し、TOB  
の資金とした。

1990年、ジャンクボンド債市場の育て  
の親ドレクセル・バーナム・ランベール社の  
倒産に伴いM&Aの第四次展開期は収束した。  
この期は帰結として以下のことをもたらした。  
自社株の大量の買い戻しが相まって、株式市  
場から株式が大量に引き上げられたこと、企  
業の負債比率を高めるような形（自己資本の  
減少）での企業買収が行われ、財務体質が悪  
化したこと、LBOによる非公開会社が続出し  
たことである。

## ( 2 ) 考 察

今期の M & A の特徴として特筆すべきは、負債比率を高めるような形で繰り返された企業買収により、米国企業が借金漬けの財務体質となってしまうことである。初期の LBO は負債比率が低く財務構成が良好で、担保となる資産やキャッシュフローが十分確保できる企業がその対象となっていたが、当期ではそうした特質を備えていないハイテク企業も LBO の対象となっている。過度の金融志向がもたらしたこの米国企業の弱体化は債務返却のための資産売却を促し、M & A のクロスボーダー化とあいまって米国企業の世界への流動化をも加速してきた。特に日本のバブル期には日本企業による米国企業の買収が盛んになされた。松下電機による MCA、ソニーによるコロンビア・ピクチャーズ、ブリジストンによるファイヤーストーンの買収などである。また、株式市場の論理に振り回されないよう避難するかのよう LBO を用いて株を非公開にする会社が続出したことは、発達した株式市場を万能と見る人たちに対する痛烈な批判となった。

## 第五節 第五次展開期 ( 1993 年 ~ 現在 )

( 1 ) 第三展開期、第四展開期のような投機型 M & A は影をさし企業はシェア拡大、技術力確保、不採算部門の切り離しのために行う M & A が中心となった。グローバルな業界再編

も M & A に よ っ て 進 行 し た 。 自 動 車 業 界 に お け る ダ イ ム ラ ー に よ る ク ラ イ ス ラ ー の 買 収 な ど が 象 徴 的 で あ る 。

特 徴 的 な の は イ ン タ ー ネ ッ ト 関 連 、 衛 星 放 送 業 界 な ど に お い て は マ ー ケ ッ ト シ ェ ア の 拡 大 を 目 指 す た め の 合 併 が 行 わ れ て い る 一 方 で 、 通 信 、 金 融 の よ う に 規 制 緩 和 や グ ロ ー バ ル 化 が 進 展 す る 産 業 に お い て は 業 界 再 編 の 一 環 と し て 企 業 買 収 や 合 併 が 行 わ れ て い る こ と で あ る 。

ま た S E C ( 米 国 証 券 取 引 委 員 会 ) が 株 主 提 案 と な る 事 項 の 範 囲 を 広 げ 、 株 主 提 案 手 続 き を 簡 略 化 し た こ と 、 特 に 年 金 基 金 は 1 9 8 8 年 の エ イ ボ ン ・ レ タ ー を 追 い 風 に 、 1 9 7 0 年 代 か ら 株 の 保 有 率 を 伸 ば し 始 め て い た ( ' 9 9 年 に は 全 株 式 の 5 0 % 超 ) 機 関 投 資 家 が そ の 株 主 と し て の 権 利 で あ る 議 決 権 を 行 使 し 始 め た 。 当 初 、 ど の 企 業 の 経 営 者 も 機 関 投 資 家 に よ る 株 主 行 動 に 抵 抗 し た が 、 最 近 で は 多 く の 経 営 者 は 機 関 投 資 家 が コ ー ポ レ ー ト ガ バ ナ ン ス に お い て 担 う 役 割 を 認 識 す る よ う に な っ た 。

## ( 2 ) 考 察

事 前 の 交 渉 ・ 合 意 に 基 づ い た 友 好 的 且 つ 経 営 戦 略 的 な M & A に 移 行 し て き た 。 M & A に よ っ て 短 期 的 に 利 益 を 生 み 出 す の で は な く 、 企 業 が 存 続 す る た め 、 生 き 残 る た め の M & A が 行 わ れ て い る の で あ る 。 そ の 表 れ と し て 経 営 者 が 、 年 金 基 金 が 適 正 な 運 営 を 図 る た め に は

投資先企業の長期的な価値の増大が不可欠であるということを知、機関投資家がコーポレートガバナンスに関して担う正当な役割があると認めるようになった。企業は存続するためM&Aにおいてもまだまだ限られた範囲内ではあるが、ステークホルダーを考慮に入れるようになったのではないだろうか。

注

( 1 ) 宮川・福田 [ 5 ] 第二章。小野崎 [ 8 ] 第二章。松井 [ 4 ] 第三章

## 第四章 日本における M & A の歴史 ( 1 )

### 第一節 1965 ~ 70 年代

第二次大戦後、連合軍は日本の財閥を解体したが、銀行は古い体制のまま残されていた。財閥の解体は財閥が所有していた株をマーケット一般に広く放出する試みであったが、一般庶民にはもとより財力がなく、仕方なくかわって銀行に払い下げるしかなかった。その結果、旧財閥系の銀行がそういった企業の筆頭株主になったばかりか、旧財閥系の各企業が再びそのもとに集まり「系列」となった。そして、系列下の企業同士が相手の株主となる株式の持ち合いが行われた。

1961年ヨーロッパ経済協力機構(OEEC)が発展、改組し自由主義諸国の発展途上国の援助、開発促進を目的とする経済協力開発機構(OECD)となった。1964年に日本はこのOECDに加盟し、資本の自由化が促進された。しかし日本企業は外資による企業支配を防止するため、公開企業には金融機関や関連会社を安定株主として、メインバンク制と相互に株式を持ちあうことを強化した。

すると株式分布は硬直化し、市場における浮動株の比率は低くなった。この状況下ではM & Aが行われるようなことは到底なかった。

### 第二節 1980 ~ 90 年代初頭

低金利政策、金融機関の未曾有の融資拡大、膨大な時価発行増資による空前のバブル経済が起こった。しかし、このような大量の資産運用が行われても、国内企業の株式持ち合いは堅固に守られた。そして日本企業の資本の膨らみは海外投資に向きイン・トゥ・アウト型のM&A(日本企業による外国企業の買収・合併)ブームが起きた。松下電機によるMCA、ソニーによるコロンビア・ピクチャーズ、ブリジストンによるファイヤーストーンの買収などがそれにあたる。

ここで、上記のような経済下でおきた外国資本による日本企業乗っ取りの著名な失敗例とそれが示唆するものを記す。

1989年グリーンメーラーである中小石油会社メサ石油の会長T・ブーン・ピケンズ・ジュニアが小糸製作所の大日株式会社を取得し、同社の筆頭株主となった。「役員を派遣して積極的に経営に参加、貢献したい」と申し入れるが小糸側に拒絶される。しかしこれにひるまずピケンズは定時株主総会に自ら出席し3名の取締役をブーン社が選任することを要求したが否決される。それ以降もピケンズは株主総会に出席し、日本の企業が「閉鎖的である」と訴え続けた。

ピケンズは株主の権利に基づいて「経営陣のミスや経営手腕のまずさによって株価と企業価値に乖離が生じたときは、敵対的にでもこれを追い出して、会社を株主の利益に奉仕

するたための本来の姿に取り戻さなければなら  
ない」という正論をかざした。

しかし日本の企業風土には通用せず、日米  
間の企業文化の違いが露見する。法律上は両  
国とも会社は株主のものである。しかし、日  
本においては会社は実質的に経営陣あるいは  
従業員のものであり、株主といても安定株  
主の意向がきわめて大きく働く。日本では累  
積投票制が認められているので筆頭株主とい  
えど一人の取締役も取締役会には送り込めな  
いのである。

### 第三節 1990年～現在

#### (1) この時期の特徴

1990年代前半はバブル経済が崩壊、株  
式市場は低迷し、企業は過剰な設備、過剰な  
雇用という重荷を処理しきれないまま業績低  
迷を続ける。金融機関も不良債権の処理・回  
収で経営体力を消耗した。

1990年代後半から現在に至っては、企  
業活動のグローバル化、金融ビッグバンによ  
る金融のグローバル化が進み、厳格な商法上  
の手続きや独占禁止法上の合併審査など、組  
織変更に関わる法制度は企業の環境変化への  
迅速な対応にとって障害であるというよう  
に考えられるようになった。そして、1997  
年には合併手続きの簡素化、公正取引委員会  
による審査基準の緩和、純粹持ち株会社の解

禁が、1999年には株式交換・株式移転制度の導入、2000年には会社分割制度が施行された。これらの施策はバブル期以来のM&Aブームを呼んだ。

1999年における日本企業が関係したM&Aは過去最大規模であった(1184件、7兆895億円)。当期伸びたM&Aには以下の2種類がある。一つは国内企業同士による買収・合併であるイン・トゥ・イン型。もう一つは、外国資本による日本企業の買収であるアウト・トゥ・イン型である。イン・トゥ・イン型が伸びた要因は以下の三つが考えられる。一つ目は、「選択と集中」「コアコンピタンスの確立」という経営方針のもと、従来では考えられなかった企業の不採算部門の売却や系列の見直しが進んでいること。二つ目は、国内における各種の規制緩和の進展により他業態への新規参入が容易になるなかで、勢いのある企業が新規参入にあたってのスピードを重視してM&Aを選択する企業が増えていること。三つ目は、中小企業オーナーの高齢化に伴う事業継承ニーズの高まりや、起業の目的を「M&Aによる売却」とする若手経営者の増加など、中小企業やベンチャー企業がM&Aを積極的に活用していることである。

そしてアウト・トゥ・イン型が伸びた要因は以下の二つが考えられる。一つ目は、連結会計、時価会計を意識した日本企業が資産効率を有効化するため、株式持ち合い解消の傾

向が強まっております、市場に流通する株式数が増加していること。二つ目、企業会計制度のグローバル・スタンダード化により、外国企業が自国内の企業と日本企業の財務評価が容易になるとともに、買収後の運営も容易になっていることである。

## (2) 考察

グローバル化の進展、不況期における業界再編、オーナー経営者の引退を契機に、日本の企業経営の特殊性である企業と従業員とのつながりの緊密性、すなわち従業員が企業に対する忠誠心の高さに代表される倫理観は薄れ、企業を商品のような売買の対象として考えることへの抵抗はなくなってきた。現在日本におけるM&Aの件数は年間1000件強であるが、M&Aを促進する法整備などが後押しして、加速度的に件数が伸びていくことが予想される。

株式持ち合い解消により生じた多くの浮動株によって新たに株主としてそのプレゼンスを高めたのは、純投資を行う機関投資家、個人そして外国人である。これらの投資家は投資に対する短期的なリターンへの期待が高く、業績が悪く無配が続けば、あっさりと売却する。このような株式の売り圧力が高まれば株価は下落し、企業の存続が危うくなる局面もでてくる。しかも日本の機関投資家の運用規模は小さいため、このウォールストリートルールはしばらくは通用すると考えられる。

注

( 1 ) 角 田 [ 3 ]、 村 松 [ 7 ] 2 5 7 ~ 2 6 4  
ペ ー ジ、 小 野 崎 [ 8 ] 第 9 章

ステイクホルダー理論を介して)

第一節 前章までのまとめ

前章までのまとめを兼ねて日米におけるM&Aの歴史をコーポレートガバナンスやステイクホルダーの視点から振り返ってみると以下の表のようになる。

M & A の 姿

		米 国		日 本	
1895 ~ 1905	創業者が利潤を求め、水平的統合を繰り返して市場独占。莫大な富を築く。ピュリズムから批判に件いながら、独占資本放	大生産・大量消費。安定な質・ス	大生産・大量消費。安定な質・ス		
1920年代	大生産・大量消費。安定な質・ス	大生産・大量消費。安定な質・ス	大生産・大量消費。安定な質・ス		
1955 ~ 1973	コングロマリット企業は取引の短期評価を	1960年代後半に	1965 ~ 1970	1960年代後半に	外本う配融安の相

<p>1980年代</p>	<p>前採の化ッなこのダメル株比業資 半算事。ト金開隆ーのBの率の本 ；性業脱化。金融発盛M&amp;Aの買の増の 大向再コ。テクククの流い高殖流 企上構後、投ククの行戻い世 業の、口；二型スリ登。し。米界 にの、口；二型スリ登。し。米界 よた多マ高ッMポー場自負国へ るめ角り度ク&amp;Aーン。社債企の</p>	<p>1980年代</p>	<p>機拡行経式守本資・一 融資発ル株に資投ウブ 金融価ブの固の外トA 、の時バ業堅業海・M &amp; A 策有なる企は企はンM &amp; A 政曾大よ内い本みイ型き 利未膨に国合日らきト起 金の、資。ちれ膨向ウが 低関大增済持らのにアム</p>
<p>1993 ~ 現在</p>	<p>友略利益コナこクによ 好的なよ機ボスルれに 的M&amp;A。短期資トをス考 且り関レに容ダ始思 つM&amp;A。長期資トをス考 経営的利がバすイ慮る 営期的家が出テ考 戦的利がバすイ慮る</p>	<p>1990 ~ 現在</p>	<p>不再者企のす増の持動資がし益決なかウルは 況編の業低る加時ち株家多彼を権機。オール 期、引に下法。価合の、くら求を関しール に才退対、整連評い増個をはめ行投らスは おー、すM&amp;A決か解、得期いす資くト続 けナ従るA決か解、得期いす資くト続 る一業忠をM&amp;A算ら消機外。的るる家はりく 業経員誠促M&amp;A、株。関国しな。よはこーの 界営の心進の株式浮投人か利議う僅のトで</p>

ここで気付くことは、株主がM&Aに与えている影響が大きいということである。なぜならM&Aの遂行はターゲットとなる企業のマネジメントの同意または反発よりも、当該企業の株主から支持を得て、保有株式を譲り受けることができるかどうか依存しているからである。さらに株主議決権を行使する機関投資家は増え、経営者達はそれを

や無視できなくなってきた。

以下にステイクホルダー達に対して M & A を行う企業がどう対応するべきかということを通じてこれからの M & A のあるべき姿を模索する。

## 第二節 ステイクホルダー・マネジメントとは何か ( 1 )

この卒論ではステイクホルダー・マネジメントを「企業を取り囲む多種多様な利害関係者、株主や従業員、取引先、顧客、債権者、政府、地域社会、自然環境等の利害を調整しながら企業価値を高めるよう経営すること」とする。

## 第三節 株主 米国の場合

### ( 1 ) 米国における株主の変化～機関化現象～ ( 2 )

1970年代～80年代半ばは、株式保有の機関化現象により市場からのマネジメントへの規律、つまり株主による外部コントロールが強まった時期である。この場合、機関投資家とはミューチュアル・ファンド、年金基金、保険会社、その他第三者の資金を大規模に投資する大口投資家を指す。

特に注目すべき点は、70年以降の年金基金の株式保有比率の伸びが著しいことである。

99年第三四半期には全体の4分の1を超え、機関投資家全体としても全体の5割を超えている。

## (2) 株主の行動の変化～株主アクティビズムの展開～

### 1) 1980年代の機関投資家の行動

機関投資家は1980年代以前においては、概して自己の投資ポートフォリオに入っている企業におけるコーポレート・ガバナンスの問題についてほとんど関心を持っていなかった。彼らは常にマネジメントの推薦に従って委任状投票を行い、企業業績や企業経営に不満がある、あるいは株価が低迷しているような場合には、反対の議決権行使を行うより、むしろ売却して株主としての地位を去ればよいという投資手法（ウォールストリートルール）にしたがって行動していた。

### 2) 1990年初頭のM&A事情

90年代始めの米国経済の景気後退とともに企業のM&Aによる拡大路線は変更を迫られた。金利の上昇とジャンクボンドファイナンスの破綻によってLBOを原動力とした敵対的M&Aは激減。さらに、企業は業績不振に陥り、株価の下落や減配といった事態を招いたため、企業は事業部門の分離・子会社化、レイオフなど大胆な再構築により業績建て直しを図った。しかし、リストラクチャリングを好感して株価が上昇した企業のマネジメントに対して、ストックオプション報酬の比率

の 高 い 役 員 報 酬 が 払 わ れ 、 そ れ が 高 額 化 す る  
に つ れ て 批 判 が 高 ま っ た 。 こ の こ ろ か ら 機 関  
投 資 家 が 株 主 と し て の 権 利 を 行 使 し 始 め る 。

3 ) 株 主 ア ク テ ィ ビ ズ ム ( = 株 主 権 の 積 極 的  
行 使 主 義 ) が 進 ん だ 背 景

#### 敵 対 的 買 収 防 衛 策 の 強 化

第 四 次 M & A ブ ー ム を 側 面 支 援 し て き た の  
は 機 関 投 資 家 だ っ た 。 通 常 敵 対 的 テ ン ダ ー オ  
フ ァ ー は 株 主 に 時 価 に 3 0 ~ 5 0 % の プ レ ミ  
ア ム 付 き で 保 有 株 を 売 却 す る 機 会 を 与 え た 。  
し か し 、 タ ー ゲ ッ ト と な っ た 企 業 の マ ネ ジ メ  
ン ト は そ の テ ン ダ ー オ フ ァ ー に 一 般 株 主 が 応  
募 で き な い よ う に す る 方 法 や 、 株 主 の 承 認 を  
得 る こ と な く 取 締 役 会 の 決 議 で 買 収 防 衛 策 を  
導 入 す る な ど の 手 段 を 採 用 す る よ う に な っ た 。

機 関 投 資 家 達 は こ れ ら の 買 収 防 衛 策 に よ っ て  
株 式 の 売 買 を 制 限 さ れ て い る と 感 じ て い た 。

例 え ば 最 も よ く 利 用 さ れ た 買 収 防 衛 策 は ポ  
イ ズ ン ・ ピ ル で あ っ た 。 既 存 株 主 に 対 す る 特  
別 の 利 益 還 元 と い う 形 式 を と る ポ イ ズ ン ・ ピ  
ル は 、 敵 対 的 M & A が 行 わ れ る と 自 動 的 に 友  
好 的 な 株 主 に 与 え ら れ た ポ イ ズ ン ・ ピ ル の 権  
利 、 つ ま り 新 株 を 時 価 よ り 大 幅 に 安 い 値 段 で  
取 得 す る 権 利 を 行 使 す る こ と に よ り 敵 対 的 買  
収 者 の 持 ち 株 比 率 を 低 下 さ せ 、 敵 対 的 テ ン ダ  
ー オ フ ァ ー を 防 ぐ こ と が で き た 。 し か し 機 関  
投 資 家 達 は 、 敵 対 的 テ ン ダ ー オ フ ァ ー が 未 然  
に 防 が れ て し ま う た め 、 高 い 値 段 を 提 示 す る  
ビ ッ ダ ー に 自 由 に 持 ち 株 を 売 却 す る 機 会 を 制

限 されて いる と 感じ て いた 。

年 金 運 用 者 の 受 託 者 責 任 の 厳 格 化

労 働 省 は 1 9 9 4 年 年 金 基 金 に 対 し て 、 年  
金 試 算 の 投 資 ポ ー ト フ ォ リ オ に 入 っ て いる 株  
式 に つ い て 発 行 企 業 の マ ネ ジ メ ン ト と の ビ ジ  
ネ ス 上 の 関 係 や そ の 他 の 利 害 相 反 に 関 係 な く 、  
プ ラ ン の 受 益 者 の 利 益 に 基 づ い て 、 委 任 状 に 含  
よ る 議 決 権 を 行 使 す る 義 務 も 受 託 者 責 任 に 含  
ま れ る と い う こ と を 発 表 し た 。

そ の き っ か け は 企 業 に よ る 敵 対 的 買 収 防 衛  
策 の 承 認 に 関 わ る 委 任 状 勧 誘 が 激 し く な っ た  
た め で あ る 。 1 9 8 8 年 に エ イ ボ ン 社 は 同 社  
企 業 年 金 基 金 の 受 託 者 に 対 し て 買 収 防 衛 策 の  
導 入 へ の 承 認 を 求 め た が 、 そ の 際 に 反 対 し た  
場 合 に 投 資 運 用 契 約 を 取 り や め る と い う プ レ  
ッ シ ャ ー を か け た 。 買 収 防 衛 策 の 導 入 は 外 部  
か ら の 企 業 へ の 圧 力 を 弱 め る た め 、 個 人 の 株  
主 な ら 反 対 す る と こ ろ だ が 、 運 用 機 関 と し て  
は 契 約 の 打 ち 切 り と い う 形 で の 不 利 益 と な る  
こ と を お そ れ 提 案 に 賛 成 せ ざ る を 得 な く な る 。  
経 営 者 に よ る 圧 力 行 使 が 広 が り を み せ る 中 で 、  
当 初 は 静 観 し て いた 労 働 省 は 、 エ イ ボ ン は じ  
め 複 数 の 年 金 基 金 に お け る 議 決 権 行 使 状 況 を  
調 査 し た 。 そ の 結 果 、 8 8 年 2 月 、 エ イ ボ ン の  
年 金 基 金 の 受 託 者 に 対 し て 、 経 営 者 の 圧 力 行  
使 を 警 告 す る 書 簡 ( エ イ ボ ン ・ レ タ ー ) を 出  
し 、 公 表 し た 。 当 時 の 法 律 に は 議 決 権 行 使 に  
直 接 触 れ た 規 定 が な い た め 、 議 決 権 行 使 に 対  
す る 受 託 者 責 任 規 定 の 適 用 を 明 確 化 し た 労 働

省のエイボン・レターが、その後、注目されることになった。

SEC（証券取引委員会）による株主権行使のバックアップ

景気の後退によって第四次M&Aブームが終わり、企業の業績は低迷していたのに関わらず経営者層は高額報酬を得ているという批判が世間に広まったことに対応し、92年に経営側を支持するような規則を転換した。具体的には、役員報酬や雇用問題は企業の通常業務に関わる問題を総会で株主が提案することはできないとしていたが、上述の問題のため方針を転換し、役員報酬に関する株主提案を認め、その適否の判断材料としてストックオプションなどの開示させることを認めた。その他にも企業と株主が総会以外の場でコミュニケーションをとる際の手続きを簡易化するなど、株主のサイドに立ち企業に対する牽制機能を高めることに注力した。

機関投資家の紹介

CalPERS（カリフォルニア州公務員退職年金基金）... 86年活動開始。株主アクティビズムの始祖として広く知られている。80年代の終わりには、CalPERSの持株比率及び機関投資家持株比率の高い企業のうち、業績の悪い企業を選別し、株主提案によらず、直接マネジメントに経営改善を求めていく手法を採っていたが、89年以降は5年間の累積リターンをもとに、パフォーマンスの悪い企業を

毎年10社程度選び、直接対話が実を結ばない場合に企業名を公表する。95年からは国際議決権行使ガイドラインを定め、海外企業にもガバナンス行動を展開している。

CalSTRS(カリフォルニア州教員退職年金基金) ... 87年活動開始。活動方法はCalPERSとほぼ同じ。87~89年では、主として買収防衛策の撤廃を求めた。90年以降は敵対的買収よりもガバナンス関連の問題に焦点を当てている。92/93年の株主総会では、CEOと取締役会議長との職務分離を提案している。

ColPERA(コロラド州公務員退職年金基金) ... 92年活動開始。毎年業績の悪い10社を選び、CEOに対してそのメッセージを送る。改善を求める事項を絞らない。93年以降、逆に業績のよい10社を選び、その成果を讃えるメッセージも送っている。

NYC(ニューヨーク市管理局) ... 90年活動開始。NYCERS(ニューヨーク市議員退職金)、TRS(同市教員退職年金)、Police(同市警察職員退職年金)、Fire(同市消防士退職年金)という4つの年金基金の株主行動を管理している。非常にアクティブな株主行動を展開しており、取締役会改革や秘密投票条項に関して、150を超える株主提案を行っている。

SWIB(ウィスコンシン州投資局) ... 86年活動開始。80年代後半、ポイズン・ピルに対するもっとも強硬な反対者で、株主提案を行

った。90年代は取締役会改革に注力している。

CII（機関投資家協会）... 84年に設立された。公的年金、私的年金など100以上の年金基金がメンバーとなっている。株主憲章や独立取締役の定義などを発表している。91年より毎年フォーカスリストを公表。

TIAA-CREF（全米教職員保険年金協会-大学教職員退職株式ファンド）... 87年活動開始。保険会社と投資会社という2つの性格を持つ団体である。主な活動のターゲットは、ポイズン・ピルの廃止、秘密投票制の導入である。95年に議決権行使ガイドラインを発表したほか、最近では株主提案にも力を入れている。

AFL-CIO（全米労働者連盟）... 労働組合が加盟する。高額役員報酬に対する批判や雇用問題、環境問題に対する配慮を求めている。99年から本格的に運用機関の議決権行使順守状況をスコアリングし始めた。

#### 4) 機関投資家達の具体的な株主行動

##### ダメ企業の公表

例えばカルパーズは毎年業績不振の問題企業10社をフォーカス・カンパニーとしてマスコミ等に公表し、CEOやCFO等の企業トップとの直接話し合いを要求し、株主として改善すべきポイントについて意見を述べる。話し合いの結果、申し入れ事項が受け入れられなければ議決権行使で「否」と回答する。場合によっては問題企業の同一株主で利害が一

致している他の機関投資家等に働きかけ、共同して議案への反対表明を行ったり、議決権の行使を行う。このような活動はカルパースの他にも多くの機関投資家が行う行動である。これらの活動的株主が主な目標として掲げているのはコーポレートガバナンスの原則の徹底である。アメリカ国内だけではなく海外においても株式投資した企業が業績不振となった問題企業には、株主として自ら設定したコーポレートガバナンスの原則に基づき、特に取締役会のメンバー構成や社外取締役会のあり方や役割等についてチェックして議決権を行使する。

#### 株主提案

株主総会でかけられる議案では、経営陣の提出した議案と株主提出の議案との2種類がある。株主提案の内容が経営トップと取締役の判断に任せるべき事項であれば、会社側はそれを拒否することができる。SECの統計やIRRCの資料では、株主提案は年間300～400社に対して800～900件あり、近年の提案数は増加傾向にある。アメリカの機関投資家は、投資先企業の株価が低迷するとまず経営トップ層とコミュニケーションをとろうとする。それがなされなかったり、なされても主張が通らなかつたとき株主提案を行うのである。その内容はコーポレートガバナンスに関するものが多く、具体的にはポイズンピル反対、ゴールデンパラシュート反対、

取締役への報酬支給方法、CEOと取締役会会長の兼務反対等である。

問題企業に対する訴訟

訴訟は時間、金、エネルギーが相当かかるため、勝算のめどが立たなければそうそうなされない。最近の機関投資家の株主代表訴訟の事例としては1998年にニューヨーク州の一般退職年金基金（NYSCRF）とカルパーズが共同で消費財とビジネス・サービスの提供会社であるCendant Corporationを告訴した例がある。その内容は粉飾決算やインサイダー取引を訴えるものであった。その他にも株主側の議案提案を機関投資家が共同して阻止することなどがある。

（3）機関投資家がM&Aに影響を与えたケース（3）

製薬大手ファイザーは150年以上の歴史を持ち、2000年12月期売上高296億ドル（医療用医薬品は226億ドル）研究開発費は44億ドルという巨大企業である。同社は1999年同業のワーナー・ランバートに買収を仕掛けた。当初ワーナーはアメリカン・ホーム・プロダクツとの合併を決めていたため、ファイザーとの話し合いに応じようとしなかった。そこでコーポレートガバナンス部門バイスプレジデントのマーガレット・フォランは財務部門とともにファイザーとワーナー双方の株式を保有する機関投資家

を回り、交渉に応じるようワーナーの経営陣に圧力をかけて欲しいと要請した。その結果形成は逆転した。ファイザーは製薬業界で最も高い利益成長率を誇っていたワーナー・ランバートを傘下に収めることに成功したのである。この結果、ファイザーの売上高は1.75倍に膨らみ、合併効果で2002年までに最終利益の伸び率は年25%に達する予定である。

「機関投資家が我々の要請通りに動いてくれたのは、長年コーポレートガバナンスへの取り組みを通じ、株主利益に忠実な会社としての評価を確立したからだ」とマーガレット・フオランは語った。

同社は常にコーポレートガバナンスに優れた会社として一目置かれてきた。1960年代にいち早く社外取締役を導入して以降、常に機関投資家の要望を先回りし、しかもそれを上回るような自主基準を実行してきた。

例えば社外取締役や経営幹部の報酬について。ファイザーは取締役の報酬の50%をオプションではなく、株式で支給している。つまり取締役は、株式を時価で強制的に持たされるのである。また、経営陣の場合、社長は年俸の5倍、上級役員は年俸の4倍に相当する自社株を保有することを義務づけられており、足りない場合は就任から一定期間内に買い増さなければならない。

時代を先取りした企業統治を実行に移す上

で、主要な役割を担って来たのが1991年に設置されたコーポレートガバナンス委員会である。取締役会に会計委員会や報酬委員会を設ける米国企業は少なくないが、会社の企業統治政策そのものに責任を持つ組織を設けるのは珍しい。

同委員会は定期的にファイザーの企業統治に関する政策の包括点検をするほか、取締役の報酬や取締役会の運営方法の見直しの提言、取締役と経営幹部の意見が対立した場合に調整役など幅広い役割を担う。現在委員長を務める元大統領補佐官コンスタン・ホーナーはファイザーの社外取締役としての業務に年間250時間を費やすという。

以上のような透明性が高く、株主を重視したコーポレートガバナンスは機関投資家の高い評価を得ることを可能にした。そして株式を多く保有する機関投資家から高い評価を得ていたファイザーは合併に成功し、逆にファイザーよりも相対的に評価の劣ったアメリカン・ホーム・プロダクツは合併に失敗したのである。

#### (4) 小括

当初、どの企業のマネジメントも年金基金をはじめとする機関投資家による株主行動に抵抗したが、最近では、多くの経営者達が年金基金の適正な運営には投資先企業の長期的な価値の増大が不可欠であるということを確認し、機関投資家がコーポレートガバナンス

に関して担う正当な役割があると認めるようになった。ステイクホルダーの一つとしての株主を過大視する必要はないが、機関投資家が求める株主の正当な利益を十分に考慮したコーポレート・ガバナンスや企業の経営方針（M&Aに関するものも含めて）に応じていくことが、アメリカ企業にとって存続し、繁栄することには欠かせない条件であろう。

#### 第四節 株主 日本の場合（４）

（１）日本における経済事情及びそれに伴う株主の変化

１）１９６０年代後半～８０年代後半

１９６０年代後半の外為法改正による資本自由化により、外資による企業支配を防止するため日本の公開企業は金融機関や関連会社を安定株主として、メインバンク制と相互に株式を持ち合う慣習が浸透。金融機関は株主の立場よりも円滑な運転資金の提供者としての役割を担い、大株主となった事業会社も経営の安定化のために大株主となった。市場における浮動株の割合は少なく、株式分布は硬直的に。国内企業または国内投資家に対してさえもM&Aを行うことはできなかつた。

２）１９８０年代後半～９０年代始め

低金利政策、金融機関の莫大な融資拡大、膨大な時価発行増資によってバブル経済が発生。しかし株式持ち合いは堅固に守られ、依

然 浮 動 株 比 率 は 低 い ま ま 。 当 然 M & A が 行 わ  
れ る よ う な 土 壌 は な い 。

3 ) 1 9 9 0 年 か ら 現 在

バブル経済の崩壊により株式市場は低迷し、  
企業は過剰な設備・過剰な雇用という重荷を  
処理しきれないまま業績低迷を続けた。金融  
機関も不良債権の処理・回収で経営体力を消  
耗し、自らの生き残りをかけて大再編。連結  
会計、時価会計が導入されはじめ、連結範囲  
を整理し成績の悪い株式を売却し、株式の持  
ち合いを解消する動きが加速している。そし  
て新たに株主としてのプレゼンスを高めたの  
は機関投資家（この場合、投資信託、年金信  
託、保険会社、銀行）、外国人（機関投資家が  
中心）である。

以下では企業のM&A方針を含めた経営方  
針に大きな影響を与えることになるであろう  
国外の機関投資家に注目する。

( 2 ) 外国機関投資家の株式保有が増えた背  
景

1 ) 日本 の 資 本 市 場 の 発 展

1 9 9 0 年 頃 日 本 の 資 本 市 場 が バ ブ ル 時 代  
を 迎 え ア メ リ カ に 次 い で 名 実 と も に 世 界 第 2  
位 と な り 、 欧 米 流 の 国 際 分 散 投 資 の 対 象 と な  
っ た こ と 。

2 ) 株 式 持 ち 合 い の 解 消

日 本 国 内 に お け る 株 式 持 ち 合 い 解 消 が 少 し  
ず つ 進 行 し 、 株 主 構 成 が 従 来 の 金 融 機 関 や 事  
業 法 人 中 心 か ら 外 国 人 、 年 金 投 信 へ と シ フ ト

したこと。

3) 日本企業のグローバルスタンダード化  
連結会計や時価会計、ROE重視の経営など、  
日本企業の経営がグローバルスタンダードに  
準じてきたことにより、外国投資家達にとっ  
て日本企業を評価しやすくなったこと。

(3) 日本企業の株式を持つ外国機関投資家  
の紹介

現在多くの外国機関投資家は利益追求型で  
あり、売買の回転も多い。この浮動株は日々  
の証券取引において価格形成や市場動向に強  
いインパクトを与える。このことは1998  
年度の委託売買での外国人投資家のシェアが  
40%に達していたことから明らかである。

しかし、対日証券残高が多く且つ活動的株  
主行動を行っている一部の年金基金  
(CalPERSやTIAA-CREF)、投資信託として  
はFidelity Management & Research Co.が  
あり、他にも米系大手投資信託のCapital  
Reserch & managementとMerrill Lynch  
Asset Management INC.も積極的株主行動を  
とるための関連セクションを設ける動きがあ  
る。そしてこれら5社の対日証券投資残高は  
1998年6月時点で約195億ドル(約2  
兆円)以上となる。これらの株主達は本国(特  
にアメリカ)における影響力を増すのに比例  
して、日本においてもその保有株数を増やし  
積極的な株主活動を活発化していくように考  
えられる。

( 4 ) 外国機関投資家の具体的行動 ( 5 )

ここでは具体例として CalPERS の日本企業に対する具体的行動を記述する。

1992年野村證券、大和証券に社外取締役制度の導入を求める。

1993年配当政策に反対して三和銀行など17社へ手紙を送付。

1994年日本企業17社の会社提案に「否」と回答。

1996年日本企業24社の役員退職慰労金支給に「否」と回答。

1997年日本企業30社の取締役・監査役の選任に「否」と回答。

1998年日本企業47社の監査役選任議案に「否」、31社の役員退職慰労金支給議案に「否」と回答。

2001年4～6月に行われた株主総会において127社に議決権を行使。半数の60社の議案に反対票を投じた。41社の退職慰労金支給、28社の監査役選任議案に反対。これらのカルパースの行動は“対日コーポレートガバナンスの原則”に則って行われている。1999年に作成されたその原則が強調しているのは以下の六点である。

- 1 株主には企業の所有者として議決権を行使する義務があること
- 2 経営者は株主の利益を熟慮し、株主に対する説明責任を遂行すること

3 コーポレートガバナンスフォーラムで作成されたコーポレートガバナンスに則った経営を行うこと。特に CalPERS は以下の点に注目する

- ・ 当該企業や関連会社と利害関係のない独立した社外取締役を取締役会に入れること
- ・ 能率的且つ効果的意志決定をすべく取締役会の規模を縮小すること
- ・ 当該企業やその関連会社と利害関係のない独立した監査役の選任を行うこと

4 国外の投資家が考慮に入れられた上で、この原則が継続的に見直され、改善されること

5 経営者の株主への説明責任が強化されること

である。

( 4 ) 日本 の 機 関 投 資 家 の 行 動 す る 機 関 投 資 家 へ の 変 化 の 萌 芽 ( 6 )

1 ) 地 方 公 務 員 共 済 組 合 連 合 会 の 場 合

東京の赤坂に事務所を構え、英文名称のかしら文字を取って通称パルと呼ばれる。理事は旧自治省出身の柳原瑛が務める。パルは地方公務員を対象にする年金基金で、傘下の市町村職員共済や公立学校共済などを合計すると、35兆円の運用資産を抱える。CalPERSの運用規模が日本円換算で18兆円台なので、規模なら CalPERS を上回る巨大年金である

と言える。

しかし体制は異なる。運用資産のうち株式の組み入れ比率は CalPERS は 6 割以上に達するが、パルは 1 割前後に過ぎない。さらに、CalPERS は運用のプロとして受益者を見て動くが、旧自治省からの天下りを受け入れるパルは国を向きがちである。米国にはプルードメントマン・ルール（思慮深い人の規定）として知られている年金基金の基本的な行動規範がある。その内容は、年金基金は受益者に対して受益者責任を負っており、専ら受益者の利益を考えて行動しなければならないというものである。年金の加入者・受給者の保護を目的に 1974 年に制定されたエリサ法（従業員退職所得保障法）の基本精神となっている。しかし、日本では個人金融資産 1390 兆円の慎重な運用が求められているのにも関わらず、明確なプルードメントマン・ルールはない。

公務員年金について言えば、日本にはプルードメントマン・ルールをむしろ無効にする義務運用という法規定がある。義務運用に縛られるパルは運用資産の一定割合を地方自治体が発行する地方債のほか、自治体向け融資を営む公営企業金融公庫が発行する政府補償債や縁故債の購入に振り向けなければならない。つまり自治体の財政状態が悪化していると知っていながら、地方債や公庫債を大量購入し、受益者の利益を損なっても法的責任を問われ

ることではないのである。公庫債のうち縁故債は政府保証がない。中途売却も認められない債権で、パルは一括して全額を引き受けている。公務員年金は自治体からの拠出も受けているから、株主還元ならぬ行政還元をしなければならぬという理屈でパルは資産増加額の3割を行政還元するよう義務づけられ、現在全資産残高のうち7兆円以上を地方債と公庫債で運用している。

エリサ法の導入やエイボンレターの登場後、アメリカの年金基金は厳格な受託者責任を負わされた。大株主として投資先を監視するようになった。その結果、経営者はコーポレートガバナンス体制を改めた。これは前述の通りである。日本においては、社外取締役の導入などガバナンス改革に踏み切る企業が増えているとはいえ、形だけの改革が多い。

しかし今現在日本の機関投資家は変化しつつある。2001年4月、解散した年金福祉事業団などを引き継いで始められた公的年金積立金の自主運用でも受託者責任が明記されているのである。また、パル自身も総務省と規制緩和の流れに沿って義務運用を見直す議論をしている。パルは役所からの規制を和らげると同時にCalPERSへの視察等を通して受託者責任を学び、取り入れ確実に行動する機関投資家へと変化している。

## 2) 厚生年金基金連合会の場合

厚生年金基金連合会は企業年金を傘下に抱

え、受託者責任問題を日本に根付かせる中心勢力となっている。200年春に受託者責任ハンドブックをまとめ、議案について一切検討を行わず、一律に賛成または白紙委任を行う行為を不適切とするなど日本においては画期的なガイドラインを示した。今なお、証券会社に対する売買発注を適正に行う細則などを作成を想定し、より具体的なガイドラインを作ろうとしている。

厚生年金基金連合会はガバナンス問題にも積極姿勢を見せている。世界の機関投資家で構成する国際組織であるICGN(International Corporate Governance Network)の次期年次会議は東京で開かれ、日本の事実上の代表は厚生年金基金連合会となる。東京会議は参加者の運用資産を合計すると10兆ドルに上ったニューヨーク会議に匹敵する最大級の規模となる。

厚生年金基金連合会に加盟する各企業年金を合計すると60兆円に上る。主に年金の中途脱退者の資産を受け継ぐ厚生年金基金は、自ら議決権を行使せず運用委託先の信託銀行や投資顧問会社に議決権の行使を委託している。各企業年金も同様の体制にある。厚生年金基金連合会や各企業年金が直接議決権を行使しない理由は、きちんと議決権を行使するためには大変なコストがかかること、ガバナンス問題に絡んでは構造的な矛盾、つまり公務員年金とは異なり企業年金は投資先企業と

の利害が常につきまとうからである。この点で、企業年金の受託者責任の遂行には限界が感じられるが、運用委託先に受託者責任を全うするようにと強く主張することはかつての日本にはなかつた動きであり評価できる。

### 3) さわかみ投資信託の場合 (7)

1999年8月、さわかみ投信は日本で初めての独立系投資信託運用会社として設立された。社長は澤上篤人、社員数はわずか19人である。資金力、知名度、販売力は500人超の社員を抱える野村アセットマネジメントなど国内大手運用会社や欧米の有力外資系証券の足元にも及ばない。宣伝も、特別な営業活動もしない。しかし、口コミで資金が集まっているのである。

一時の底なし懸念こそ薄らいだものの、国内の株式相場は長期低迷から抜け出すことができない。投資家の資金を集めて株式を中心に分散投資する投資信託も、軒並み運用成績の悪化と解約の増加に苦しんでいる。個人の資金を株式市場に呼び込むための有望商品として期待されながら、逆に個人投資家の株式不信を高める結果に陥っている。こうした逆風の中、異彩を放っているのが「さわかみファンド」である。基準価格は1999年8月の運用開始から17% (2001年5月) 上昇した。この間、株式相場全体の値動きを示す東証株価指数は8%下落しただけに、同フ

ファンドの好調ぶりが目を引く。16億円でスタートした純資産は今や171億円に積み上がり、保有者は487人から1万7000人に膨らんだ。

さわかみファンドが好成績を上げているのは、社長を務める澤上篤人の長期運用に徹する投資手法が強みを発揮しているからである。上がったり下がったりするのが相場の常である。下がったときに買って上がったときに売れば儲かる。「特別なことはしていない。安い銘柄をていねいに買ってるだけ」と澤上社長は言うが、実行が難しいことは、これまでの日本の株式市場の歴史を見れば明らかである。

「日本の市場参加者の質は悪い。短期間で利益を上げようと、相場の動きを追いかけてしまい、相場は一方向に振れやすくなる」と澤上社長は言う。その結果起きこことは、相場の乱高下で損失を被る人が続出し、個人投資家の株式離れに拍車をかけるという悪循環を繰り返してきた。しかし、10年、20年という長期間に渡って運用しようと思えば、無理に相場の短期的な動きを追う必要はない。さわかみファンドは、成長が期待されながら株価の低い銘柄を選別し、長期間保有する投資手法を基本にする。

澤上社長は自身が欧州にいる際に目の当たりにした「格好いい人」になる事を目指している。格好いい人とは仕事や学問で成果を上げる一方、別の道も極める人である。澤上は

その青写真を以下のように描いている。まずさわかみ投信の赤字を2年以内に解消して、その後の2年間で運転資金を蓄積。1年分の運転資金を確保したうえで、毎年発生する収益の余剰を使って、自然保護のために日本各地の山を買っていく計画である。澤上社長はさわかみ投信が自然保護に永続的に関わる仕組みも考えている。10年後をめぐりにNPOを設立してそこに澤上社長が実質、全額出資している資本を移す。収益の余剰はNPOの活動資金に使う。念頭に置いているのは歴史的建造物や自然を後世に残すことを目的に活動する英国のザ・ナショナル・トラストである。

同時に「格好いい会社」も作ろうとしている。ファンドの資産拡大は機関投資家としての影響力の増大につながる。投資先企業への発言力が高まり、もの言う投資家としての存在感を示せる。社会に役立つ存在か、良識を持って経営をしているかを投資先企業に問い、「格好いい会社」を作るのである。「将来はカルパースのようになりたい」と澤上社長は言う。

#### (6) 小括

既に述べたように企業がM&Aという経営方針を採るとき、自社の株主としてそしてターゲット企業の株主として外国機関投資家が大きく影響を与えることは明確である。日本の年金基金にも僅かではあるがその動きはある。これからその株式保有率を増やし、より

積極的に株主活動を行う彼らに対して日本企業はどう対応すべきであろうか。現段階では、外国機関投資家達は自国での活動より幾分緩い要求を日本にしている。しかし、日本企業はそれに甘んじることなく、積極的に機関投資家からの投資を呼び込み、彼らの公正なコーポレートガバナンス論を中心とした要求に耳を傾け、多くコミュニケーションをとっていくことが必要ではないだろうか。また、それこそが日本企業が存続していくためには欠かせない条件だと私は考える。

## 第5節 人（8）

### （1）従業員を考慮する必要性

#### 1）歴史的、文化的な視点から

M & A 活動における労使関係や人間関係に関わる構造的な問題は、その性質は異なるとしても、どの国にも存在している。特に日本は M & A の発祥国アメリカ合衆国とは企業についての概念が違うため、こうした問題が面倒になる場合があることは否定できない。資本市場を通じた大規模な株式譲渡を伴う M & A 活動は、まさに企業及びその活動結果についてのアングロサクソンの考え方、評価の仕方の所産である。したがって、日本に関しては西側世界との文化的隔たりと企業という概念の違い、伝統的に資本市場が重要な役割を果たしてこなかった事実が、いま直面し

ている問題を説明していると言えるだろう。従来日本におけるM&Aは、すでに事業上のつながりを持つ企業間の内密な交渉を通じて行われており、市場原理にしたがったものではなかった。これまで、株主価値が優先されたことはなかった。社会経済的安定性、特に雇用に関係した安定性を維持することが、何よりも重要だったのである。コーポレート・ガバナンス、特にM&Aに関するこうした姿勢は、歴史、そして時代とともに発展してきた社会経済的・社会文化的環境の産物である。

M&Aに関しては本質的に悪いことなど何もない。企業が競争が激化しつつある環境に適合しようとして苦闘しているとき、M&Aにより混乱が生じることは避けられないかもしれない。社会的、文化的規範はどこでも変わっていくものであり、人間は時として驚くほど容易に新しい状況に適応するものである。しかし、だからといって問題を過小評価してよいということにはならない。このことは時として苦しみを経験したアメリカでのM&Aの歴史において、アングロサクソンの状況下でさえ、人的側面に関して多くの問題が起こったことから証明されている。

2) 個別企業内の問題ととそれを取り巻く環境という視点から

規制、企業経営、資本市場構造はすべて企業の様々な当事者、特に投資家、経営者、従業員の間での契約に基づいており、暗黙の関係

がどのような性質のものであるかを反映している。企業の買取りの場合、所有権変更により、経営者と従業員が行ったその特定企業への投資からの利益を受けられなくなるかもしれないと考えられる。そのため、そのリスクに直面した従業員はその企業特有の訓練へうちこむことからくる犠牲を被りたくないと思ひ、経営者もまた長期的な研究開発プロジェクトのために短期の利益をあけらめたくないと思ふ。従業員、経営者、株主の間で公式・非公式の契約に基づいた取り決めが不十分であると、企業や従業員による投資が不十分になり、企業特有の投資ではなく一般的な、普遍的に要求される性質の投資に重点が置かれるようになるだろう。

所有権の交替は契約の不備につながる場合がある。新しい所有者は、たとえば雇用期間や年金などに関して前の所有者が従業員と締結した契約によって拘束される。しかし、所有者と従業員の間で現在結ばれている契約に含まれていない雇用条件に従うことを将来の所有者に求めるのは難しい。規制や完全な契約がないと、利害関係者の保護は雇用期間、昇進、その他の雇用条件に関する従業員、雇用者、投資家の間の暗黙の理解に頼ることになる。これは、様々な当事者たちのよい評判を維持したいという欲求によって支えられている。たとえば、従業員を雇用しておくという暗黙の契約を履行しないと、従業員は望ま

ない解雇を受け取るリスクの上昇に対して代償を求める。それにより賃金アップの要求が高まり、将来の雇用がそれまで以上に高額になる。同様に、経営陣が過去において明確な失敗をしていない場合には、機関投資家は新しい経営者の失敗により、投資家としての自らの評判が落ちて潜在的な法人顧客を失うことを恐れ、経営陣の交代をしたがらないかもしれない。実際にドイツの銀行が法人顧客の敵対的買収を受け入れたがらないのもこのためである。

所有者が交替すると、経営者と従業員が長期的な関係を維持できるという評判を落とすことになる。従業員が会社を去った所有者にペナルティを科すことはできない。しかし、新しい所有者は全く異なる信望を維持しようとするかもしれないからである。

したがって、相対的で事前的な失敗を是正する上で所有者の交替の柔軟性と、企業の様々な当事者間で行われている契約上の取り決めの限界との間には、トレードオフの関係が存在している。買収の脅威によって経営者や従業員による業績向上が促されるかもしれないが、一方ではその企業固有の投資への十分な取り組みの意欲を減退させる可能性もある。

現在日本では、コーポレートガバナンスの変化に伴って企業と従業員が変化し、当事者間の暗黙の取り決めが見直されるようになって

てきている。ある程度似通ってきてはいるものの、日米間におけるコーポレートガバナンスに関する数々の相違点は今後も残りそうである。そのため日本企業は、なじみが薄く、見たところありがたくないと思われるような形のリストラクチャリングを多く受け入れざるを得ないかもしれない。その過程で、投資家、企業、従業員の間に存在してきた安定した関係が危険にさらされることも考えられる。企業がM&Aの必要性を前向きに受け入れ、すでに完全合併や事業スワップなどの活動に関わっている日本において雇用関係への影響は真剣に検討されなければならない事項である。

3) 人的要素の重要性という視点からアメリカ、日本、ヨーロッパ等の企業が締結しているM&A契約は、ますます複雑化し、非常に高いレベルの技術的専門知識が要求されるようになってきている。複数の国で活動している企業がM&Aに関わることが多くなっているため、問題の難しさが倍加している。法的な複雑さや制約、株価に影響する情報の漏洩を回避する必要性、従業員の間で不安が生じて重要な従業員が会社を去ったり意欲が削がれる可能性、あるいは公然たる反対などが考えられるため、交渉は必ず秘密裡に行われなければならない。たとえば、事前に情報が漏洩した場合、そうした情報を知って自分たちの仕事について不安を持ったものは、その

取り決めに妨害しようとする可能性がある。しかし、取り決めを行うものつまり経営者の関心が経済的、財務的問題に集中するという傾向がある。ほとんどの場合、人間の問題は無視されているのである。

M & A の人的側面が最重要であると考えられるだけの説得力のある理由は幾つかある。M & A は組織の構成員やその家族に深い影響を与えうる。M & A は一方または両方の企業の組織構造、システム、プロセス、文化を大きく変える可能性があり、人々はそれに対して重圧、混乱、挫折感、困惑、そして恐れさえ感じることが多い。個人的レベルではこうした感情が喪失感、心身障害、夫婦の不和、そして極端なケースでは自殺にさえつながることがある。組織レベルで見るとこうした感情は一般にコミットメントや生産性の低下、不満や不信の高まり、中心となる経営者の頻繁な交替、会社にとどまった経営者間の主導権や権力をめぐる争い、そして全般的に組織のあるゆるレベルで仕事に関係した行動が正常に機能しなくなることなどに現れてくる。

合併または経営権買収が実現しなかったとしても、重大な人的コストや影響が生ずる場合がある。日本における最近の動きを見ると、以前よりは敵対的買収が増加していることがわかる。こうした買収に直面した企業は、侵略者を寄せ付けないためにリストラ計画に着手せざるを得ない。その結果、レイオフ、研

究開発費や設備投資の削減、広告・訓練予算の削減などが行われると考えられる。こうした動きは株式市場主導システムへの移行によってさらに顕著になる。企業は株価のことがかり心配するようになり、少しでも株価が下がると買収のターゲットになってしまうのではないかと恐れる。そして株価を上げるためだけのレイオフ、諸費用の削減とうの経営判断がなされる。

このような企業の反応、大幅な人員削減の実行に対する不安、合併にからんでの組織改革は、組織内のあらゆる階層の人々を傷つけ、冷ややかな気持ちにさせる。どこでも自分の仕事が保証されていると感じている人々の割合は下がっている。例外はある。たとえばアメリカのかつての電機通信産業がそれにあたる。スピンオフを通じて直接的あるいは間接的に雇用が創出されているため、M&Aの件数が多くても人員削減は行われていない。しかし、他のほとんどの産業たとえば鉄鋼、自動車、化学、それに流通部門などでは、実際にM&Aが人員削減につながっている場合が多い。それにより組織内に残っている者の中にも、企業は自分たちの忠誠心に応えてくれないという気持ちが生まれてくる。そうなるに従業員の労働パターンも変わってくると思われ。不満の増大は組織にとって重大な意味を持つ場合があり、それはたとえば従業員が異動を拒否するといった比較的小さな個人

的 問 題 か ら 、 ち ょ っ と し た 怠 業 や 作 業 達 成 目 標 の 低 下 、 労 働 移 動 率 の 上 昇 ま で さ ま ざ ま で あ る 。

## ( 2 ) 従 業 員 を 考 慮 す る 方 法

M & A は 変 化 を 意 味 す る 。 そ の た め 従 業 員 に よ っ て 提 起 さ れ る 問 題 は 、 変 革 が ど の 程 度 ま で 及 び 、 ま た ど れ だ け 速 く 行 わ れ る か と い う こ と に 集 中 す る 。 し た が っ て 、 組 織 変 容 を 成 功 さ せ る た め に は 、 階 層 の あ る ゆ る レ ベ ル で 変 革 の 必 要 性 が 広 く 受 け 入 れ ら れ な け れ ば な ら ない と い う こ と を 認 識 す る 必 要 が あ る 。 組 織 の 構 成 員 が 変 革 に 対 し て 十 分 な 取 り 組 み を す る た め に は 過 去 と の 断 絶 と 、 そ れ を 思 い 切 る プ ロ セ ス が な け れ ば な ら ない 。 古 い 信 念 や 習 慣 か ら の 脱 却 が 必 要 な の で あ る 。 本 質 的 に そ の た め に は 組 織 内 あ る い は 組 織 の た め の 新 た な 機 会 を 創 り 出 し た り 、 あ る い は 見 つ け だ そ う と す る 再 構 成 プ ロ セ ス 、 組 織 構 成 員 の 認 識 の 変 革 、 そ し て 質 的 に も 量 的 に も そ れ ま で と は 異 な っ た 新 た な 方 向 性 を 生 み 出 す こ と が 求 め ら れ る 。

M & A に 従 業 員 を ス テ イ ク ホ ル ダ ー の 一 員 と し て 考 慮 す る 際 に 重 要 と な っ て く る の は 以 下 の 5 点 で あ る 。 合 併 に 関 わ る 変 革 の ス ピ ー ド の 速 さ 、 従 業 員 と 共 有 す べ き 情 報 の タ イ ミ ン グ 、 種 類 、 質 、 量 、 組 織 文 化 の 扱 い や す さ 、 買 収 後 の 戦 術 や 戦 略 に 関 す る 指 示 と 完 全 な 一 般 化 、 M & A が 行 わ れ て い る 間 に 生 ま れ る 経 営 統 制 に つ い て の 思 い 違 い な ど の

問題に関して多く見られる。( 、 、 につ  
いては後述する )

望ましい変革の速さと量に関してはかなり  
の見解の相違がみられる。約3ヶ月間が適期  
であるという意見がある。その期間に従業員  
が変革を予想する。そのため組織変更や配置  
替えといた潜在的に物議をかもしような変革  
が行われるとしても、迅速に進めたほうがよ  
いというのである。一方、企業はゆっくり進  
むべきであるという意見もある。人事や手当  
など一部の領域については、完全な統合まで  
5年間を見込むべきだというのである。ここ  
に本当のジレンマが存在している。従業員は  
変革があるものと予想しているため、実際に  
はほとんど変わらないと従業員に言えば、経  
営陣に対する信頼を損ねることにもなる。か  
といって変革をあまりに急速に推し進めるよ  
うにすると、怒りや不満を招き重要な従業員  
を失うことにもなりかねない。取り組まなけ  
ればならない基本的な問題は、速すぎるある  
いはやりすぎの変革とは実際に何であるか  
ということである。

従業員への情報伝達の性質と時期に関して  
も一概に答えを導くのは難しい。あらゆるレ  
ベルの組織構成員の不安を最小限に抑えるこ  
とが考えられた上で、最初の合併交渉は内密  
に行われることが多いが、ほとんどの調査で  
プロセスのできるだけ早い時期に正式な社内  
伝達の仕組みを構築することによって、噂や

社外のニュース報道などによって不安があおられるのを極力抑えられると論じられている。しかし、基本的な問題はコミュニケーションの率直さやレベルとは関係なく、疑問の気持ちやすべてを知らされていないという気持ちがいっまでも残るということである。

これは買収する側の組織の構成員についても、買収される側の組織の構成員についても言えることである。一般通念とはちがって、必ずしも買収される側の企業でのみ問題が生じるとは限らない。余剰人員の解雇に対する恐れは、どちらの会社の従業員の間にも存在する。買収側企業の方が福利厚生面が充実している場合、従業員は自分たちの福利厚生面が引き下げられるのではないかと懸念して緊張が生まれるかもしれない。合併または買収の実際の細かな点については、統合後数ヶ月あたるいは数年にわたって取り組んでいかなければならないため、経営陣が従業員の疑問に対して早い時期に従業員が求めるような正確な答えを示せることはほとんどない。このような状況下では、たとえどのような量あるいは内容のコミュニケーションが行われようとも、疑念や「闇の中」に置かれているという感情がさらに刺激されることになる。こうした問題を克服するためには、企業側の大きな努力が必要である。その努力は当然個々の企業やそのM & A毎に変わってくる。そこで、ここではM & Aを行った際に企業が従業員に対し

大きな努力を払い成功した2つのケースを見たい。

AGFとフランスの大手保険会社アスベルの二社が合併し、その後ドイツ企業のアリアンツに吸収された。これにより3社で合計20%の余剰人員が解雇された。AGFとアスベルが合併したとき、人事担当管理者たちにはほぼ最後まで情報が伝えられていなかった。そのため経営管理者達は合併後のプロセスで完全に信頼を失い、組合との関係が悪化してしまったのである。新会社は今回、つまりアリアンツとの合併は同じ間違いをしたくないと考えた。人事担当管理者ばかりでなく、すべての中間管理職にも双方向の情報伝達上重要な役割が与えられた。管理者も労働組合も非常に素早い取り組みをした。雇用に関するすべての問題ばかりではなく、事業計画や新製品に関してまでも情報や説明が提供されたのである。

もう一つのケースは、1995年に信託貯蓄銀行を買収したロイズ銀行である。現在ロイズ銀行は金融界で依然として高く評価されているが、その理由の一つが合併後の従業員ケアへの取り組み方にある。人事業務を人事専門の会社とともに徹底的に検討するという決定により、ロイズ銀行は費用のかかる社内摩擦のごたごたから免れたばかりでなく、行員とのコミュニケーションの方法も変えることができた。人事部長が人事部および外注の

コンサルタントで構成されるチームを設置した。このチームは三ヶ月をかけて人的資源管理を会社の全体的な戦略目標に組み入れる新しい計画を立案した。ビジネスにおいて、あるいは人事の職務において従業員がどこまで決定に参画すべきか、従業員向けサービスを提供する部門（コールセンター、戦略的部門など）はどれだけの数にするかを検討した。このプロジェクトが取締役会で承認されるための条件は、より効率的で反応の素早い人事制度となることが見込まれていること、そして740万ポンドの節減が見込まれることであった。現在人事部門は、銀行の戦略的決定に関与し、コストと時間の制約のみならず従業員を人財と考えたプロジェクトを扱う文化へと移行している。

以上のケースを見ると、企業がM&Aにおいて従業員と情報を適切に共有することが従業員のためならず経営をスムーズにするものであったり、企業そのものの評価を上げたりするものであるということがわかる。

### （3）組織文化の管理

ここでは企業の“人”が生み出す組織文化の管理について論じる。

組織文化の対立や不調和がM&A失敗の根底にある一つの要因であるという認識が深まりつつある。現場の人間はこの事実を認識しており、組織文化戦略が必要であると強調する者もいる。しかし、組織文化はかなり漠然

とした概念であり、文化が一定の状況を形成するものなのかに関しては、見解の相違がある。文化は強力な組織を生むために利用できる管理ツールであるという見方ができる。これとは対照的に、増えつつある実証研究に特徴的に見られるのは、全く異なった方向から文化を捉える見方である。それは文化を大規模な組織変革に対する一つの制約条件として作用する実存的な現実として捉えるものである。経営者が文化的変革をもたらそうと考えるときにはこの区別が重要である。

真の組織文化の変革は予想よりも遙かにコントロールが難しいものである。事実、解決策はケースごとに異なると思われる。他企業を買収しようとしている企業は、ターゲット企業の文化が自分たちが手に入れたいものの一部であるかどうか自問しなければならない。社内に持ち合わせていない技術あるいは営業能力を求めているのであれば、ターゲット企業の文化はある程度までは残さなければならない。それ以外の場合、たとえば売り上げ拡大のために石油精製工場や流通ネットワークを買収する場合は、ターゲット企業の文化はほとんど問題にならない。

アメリカ・オンライン（AOL）によるネットスケープ・コミュニケーションズの買収は、AOLの東海岸式のマーケティング主導型文化をネットスケープの技術主導型のシリコンバレー文化と結合させようという意欲的な試み

であった。この買収が発表された当初から、関係者らは AOL の企業文化がネットスケープの企業文化と両立できるかどうか疑いを持っており、大量の退職者がでるだろうと予想するものもいた。しかし、ネットスケープ社員の中には有利な新設企業に誘われて退職するものもいたが、AOL とネットスケープは会社を去る社員の波をなんとかくい止めることができた。一つの理由は、株価が上昇して従業員がストックオプションの権利を失いたくないと思うようになっことである。

しかし従業員を引きとめた最も重要な要素は、報酬やストックオプションではなく職場環境であった。これは大企業がベンチャー企業を買収するとき非常に重要な点である。ネットスケープがそうであるように、ベンチャー企業はすでに成長しきっているかもしれないが、多くの従業員は他のスタートアップ・ステージのベンチャー企業からきており、設立時のメンバーとともに同じような精神構造を持ち続けているという。つまり各人がその能力を発揮することが会社にとって最優先事項であるという認識である。ネットスケープの元最高技術責任者のアンドリーセンは「ネットスケープは頭脳明晰で自立した多くの人間が成功する場所であり、何をしようとする自由な場所であった。たとえば、自分の犬をオフィスにつれてくることが許されることが重要だ」という者もいた。」と言う。ネット

スケープは福利厚生 の点でも非常に寛大であった。たとえば、四年間勤続すれば六週間の有給休暇を取ることができ、勤続手当もあった。

AOLは、この福利厚生制度を当面維持することを決定した。また、非常に寛大な退職制度や、ポストを失う従業員への援助も提供した。AGF、アスベル、アリアンツの合併と同様に、AOLもレイオフをAOLとネットスケープに分散させることにより公平であるようつとめた。このように進んでバランスを取ることはむしろ稀である。なぜなら、それは買収された側ばかりでなく買収した側の企業にも損害を与える可能性がある。その結果、両方の企業から退職者がでるかもしれないのである。多くの買収する側の企業の経営者、及び従業員は買収する側であることに優位性を感じており、自分たちが辛い思いをすることに抵抗を感じるのである。

#### (4) 経営者のあるべき姿

経営者が合併時に十分に留意しなければならぬことの一つは、気ぜわしく緊張の多い時期でも常に状況をしっかりと掌握しておくことである。一般に経営者の仕事はたゆまぬ臨機応変の活動で構成され、その特徴は簡潔さ、多様さ、細分化であるといわれているが、これはM&Aに関して特にそう言えることである。それでもほとんどの経営者は、自分たちが完全にコントロールしていなければ

ならない、またもし自分たちの周りで起こっていることに圧倒されてしまふことがあったら、それは負けであると考えている。他社と合併する、あるいは他社を買収するという意図がいったん発表されてしまふと、変動は避けられず混乱期が始まり通常の事業プロセスや活動が解体し始めるということを経営者は理解していなければならぬ。

経営者は支配力を得ようとする中で「合併近視」と呼ばれる状態に陥ることが多い。合併に関する問題について目先のものしか見えない状態になり、これがほとんどすべての意志決定に影響するようになるのである。別のアプローチを探るのではなく、特定の解決策に執着してしまふことが多い。その結果、合併関連の問題を十分機が熟さないのに早めのうち切ってしまうおうとする。このようなやり方では、経営者は自分がプロセスを支配しているという錯覚を持ち、実際には早期の合併戦略は過度に単純化され、一方的で合併の完全な施行のためには十分な機能を果たさないで終わってしまう。

人々の恐れ、不安、ストレス、緊張が全く起こらないようにし、それが組織プロセスを混乱させないようにすることはほとんど不可能である。同時に、経営者がプロセスを完全に掌握していないからといって、管理が不可能だということにはならない。ポイントは、管理できる変動要素と管理できない変動要素

を分けて理解し、従来 of 観念で管理できる分野と、対応する戦略を通じて管理するのが最も効果的な分野とを明らかにすることである。その方法は合併が合意された後は、合併が十分機能するように経営上の重要人物がこれにフルタイムで従事することである。これはゼネラルエレクトリック社を代表とする非常に経験のある企業が実施している方法である。

#### ( 5 ) 小括

多くの M & A は価値観を壊すものであることが多い。特に敵対的買収においては、M & A によりそれまで相手をうち負かすことだけを考へてきた二組の経営者が一緒になる。M & A は規模の経済が余剰人員解雇を意味することを知っている従業員に恐怖を与える。M & A は有能なスタッフが早い者勝ちで手に入れられることをライバル企業に知らせるシグナルともなる。M & A は丹精込めて育てられた企業文化を破壊する。そして、M & A が国境を越えて行われるとき、隣国の外国人について不快感を持つようなことがしばしば起こる。M & A は個人の生活、関連する組織に大きな影響を与え、混乱を生じさせることが多い。これらの問題は M & A というプロジェクトの不透明さに由来する。これらの問題を解決するには最高経営者も含めたすべての関係者にとっての M & A の不透明性をどれだけ上手に管理するかにかかっている。

## 第六節 株主、従業員、経営者の三方が win-win の関係を築ける M&A の例 ( 9 )

ここでは MBO を用いて出資者、親会社（経営者）、子会社（経営者及び従業員）が三方一両得となる事業再編の例を見る。

### （ 1 ）日産陸送の場合

2001年5月、横浜市鶴見区にある車両運送会社、日産陸送は社名を変更した。新しい名前は「ゼロ」。ゼロからの出発であることを肝に銘じるために名付けたと岩下世志社長は語る。旧社名が示すとおり、もともとは日産自動車の100%子会社であった。年間売上高は450億円程度で、日産の新車だけではなく外国車、中古車も取り扱う業界大手である。2001年5月、日産は保有する日産陸送の株式を未公開企業投資ファンドである東京海上キャピタルとAIGジャパン・パートナーズ、さらに岩下社長を始めとする日産陸送幹部に売却した。日産陸送と日産の間の資本関係は切れた。子会社や事業部門の経営者が親会社が切り離した事業を買収するMBOである。

ことの発端は親会社である日産自動車のカルロス・ゴーン社長（当時は最高執行責任者＝COO）が1999年10月に発表した日産リバイバルプランであった。その中に「保有株式を費用対効果の観点で売却する」との方針が盛り込まれていた。2000年6月、岩

下社長は日産自動車の上席常務から日産陸送社長に転じた。「日産自動車の中核事業ではないことは十分承知しており、日産陸送が売却されることは容易に予想できた」岩下社長は、すぐさま日産自動車本社と交渉に入った。車両運送事業は完成車工場から全国各地のディーラーに車を運ぶのが主な業務である。主力事業ではないとはいえ、日産自動車にとって顧客との間をつなぐ重要な仕事であるのは変わりなく、簡単に同業他社には渡せない。さらに、車両運送業界は同社も含め合理化がそれほど進んでいない。経営効率化は急務とはいえ、いきなり会社解体に近い改革を迫りかねない外資に買われることにも岩下社長には抵抗があった。

そこで浮上したのがMBOであった。投資ファンドに資金を提供してもらうことで、業界内で中立的な立場を保てる。単なる売却では売却先の都合で経営陣の交替や人員削減などが起きるが、MBOならそういった厳しいリスクを最小限にとどめることが可能である。投資ファンドの最終目的は、保有株式の公開（IPO）などで資金を有利に回収することにある。経営陣や従業員も株式を持てば、同じく株式公開で売却益を得ることが可能である。つまり、同床異夢ではなく同床同夢の関係が構築できるのだ。

2000年8月頃から売却先の選定を開始し、10程度のファンドから要望書を募った。

最終的に東京海上キャピタル・AIGグループに決めた理由は、株価評価に加え日本人が意志決定できるファンドとの条件に合致したからだ。初めてMBO案件を手がけたAIGジャパン・パートナーズの河野芳孝代表は、「車両運送は急成長は望めないが、参入障壁が高く、安定した利益が見込める」ことを投資の理由に挙げる。投資額は未公表だが数十億円と見られる。

日産自動車は日産陸送の段階で18件の事業売却をこなした。日産リバイバルプランに基づき売却計画を進める佐々木邦昭常務は「資産売却は単に手にする資金を最大化することだけが目的ではなく、売却した後もいかに強みを発揮できる関係を構築できるかを考えている」としたうえで、今回MBOを採用した理由を「今の経営陣が残った方が、これから日産自動車との関係がスムーズに行く」と説明する。5年間の限定契約ではあるが、日産車の運搬は同社が取り扱う。日産陸送以外でも、すでに物流子会社のバンテックをMBO方式で売却。さらに、いくつかの案件が浮上しているという。

新しい体制で出発したばかりの日産陸送＝ゼロにとつての真の独り立ちへの課題は山積している。まずは、社員の意識改革である。岩下社長は「40年間、日産の傘の下にあった。現場の人間ほど日産の一員との意識が強く、不安は拭えていない」と言う。もう、日

産の看板には頼れない。子会社意識を払拭し、自ら利益を出す必要がある。

岩下社長は独立を契機に事業の合理化を図っている。たとえば配車効率の向上。運搬地域は全国に広がっていながら、これまでは車両の割り振りなどはほとんど手作業のままだった。車を運んだ車両が空荷で帰ってくるといった無駄も多い。これらに対してコンピューターを活用して割り振りの最適化、地域ごとに幹線となる路線を決めピストン輸送することなどで対応する。現在は日産自動車向けの事業は全体の約3割だが、今後は他メーカーや外国企業、さらに中古車ディーラーなどへの営業を積極化する。

AIGや東京海上キャピタルを投資先に選んだのには、ビジネス上のメリットも見込んでのこと。東京海上キャピタルの投資先のベンチャー企業と協力した輸送関係のソフト開発や、親会社の東京海上火災保険との連携による自動車整備事業なども視野に入れる。

(2) 日商岩井アルコニックス(NIA)の場合

グループ会社を売却したいが、事業の関係はそのまま残したいという場合にもMBOは有効である。日商岩井から2001年3月末に独立した非鉄金属販売会社はその典型的な例である。日商岩井が保有していたNIA株式のすべてをみずほフィナンシャルグループの富士キャピタルマネジメントが運営する

MBO ファンドにいったん売却、最終的には、日商岩井が改めて35%分を取得するとともに、第三者割当増資でNIAの経営陣と従業員持株会に株式を割り当てる。総取引金額は株式の評価額やのれん代、営業債権などを合計して170億円になった。

なぜ新たに35%分を保有したのか。日商岩井の木村和俊企画推進部長は「商権は日商岩井から引き継いでいる。さらに、商品の供給者や顧客に安心感を与えるうえでも、我々が株式を持つ必要がある」と説明する。何かあったときに拒否権を発動できる最低限の水準として35%という数字に設定した。

35%は子会社にはならないが、関係会社には該当する比率である。南健一執行役員経営企画部長は「これまでは同じグループ内で、自分の会社の成績が悪くても他社が稼いでいれば良いというもたれ合いの構図があった」というが、関係会社のままでもたれ合いは解消できるのであるのか。子会社プロパーの人員が多数を占めるが、本社からの出向・転籍組もいないわけではない。

南部長はこう反論する。「経営がまずければ、株式の過半数を持つファンドによって経営陣は交替させられる。冷たく言ってしまえば、我々との関係は35%の出資比率以上のものでも以下のものでもない」。グループ会社との甘えはもう許されない。ファンドが目論むIPOを実現しようとしても、元の親会社へ

の事業依存度を下げなければ不可能である。ファンドだけでなく、経営陣や従業員もIPOによる利益を得るためには、親会社に寄りかかる姿勢を捨てなければならない。

日商岩井も他の商社と同様、事業戦略見直しの過程でグループ会社売却の方針を打ち出した。3年計画で200のグループ会社を削減する。現在は8割弱ほどの進捗率である。MBOを使うのは今回が初めてだが、現在売却計画を進めている子会社の中にも、MBOに適した案件はあるという。南部長は「リスクを積極的に取って働く社員に報いる手段として、MBOは有効な手段となり得る」と指摘する。

事業の「選択と集中」を急ぐ中で、過激な人員削減や経営陣の交代を避けながら資産を売却でき、結果的にスムーズに切り離しが可能な親会社。道のりは厳しいが、努力が報われれば果実を手にする切り離された部門の幹部や社員。その結果、有利な資金運用ができる投資ファンド。MBOはこんな「三方一両得」の手法と言える。

注

(1) 宮坂 [ 6 ]

(2) 藤田 [ 1 ] 第一章、第四章。J. Fred. Kwang [ 2 ] p. 371 ~ 438。村松 [ 7 ] 第八章

(3) 日経ビジネス「取締役会で勝つ」2001年9月24日号。

(4) 村松 [ 7 ] 257 ~ 264 ページ。

( 5 ) 日 本 経 済 新 聞 「 株 主 利 益 訴 え 意 志 表 示 」  
2 0 0 1 年 1 0 月 1 7 日 。

( 6 ) 日 経 ビ ジ ネ ス 「 年 金 よ ! 変 革 の 狼 煙 上  
げ よ 」 2 0 0 1 年 3 月 5 日 号 。

( 7 ) 日 経 ビ ジ ネ ス 「 フ ォ ー カ ス ひ と 」 2 0  
0 1 年 5 月 2 1 日 号 。

( 8 ) 村 松 [ 7 ] 第 七 章

( 9 ) 日 経 ビ ジ ネ ス 「 M B O で 上 手 な 事 業 再 編 」  
2 0 0 1 年 6 月 1 1 日 号 。

## 第六章 M & A の未来像

これから M & A の姿を考えるうえで、欠かせないステークホルダーは株主と人（従業員と経営者）であることは上述した。各論を見ていきながらこれからの M & A の姿、それを行う企業の姿を考察したい。

年金基金等の「もの言う機関投資家」の株式保有の増加、議決権行使の積極化はアメリカでは定着しつつある。機関投資家達の企業を見る目は肥え、彼らの下す評価は企業の株価に影響を与える。投資先企業の不透明な買収防衛策や M & A は大株主である機関投資家に拒否されてしまう。

経営にこれだけ大きな影響を与える機関投資家とうまくつきあうことは、企業が存続するためには必須である。いかにすれば彼らとうまくつきあえるのか。それは機関投資家達とコミュニケーションを密にとり、情報を開示し、機関投資家の受託者責任を満たすような投資先企業になることである。各機関投資家の企業への要求は微妙に異なるが概ね違わない。機関投資家の求める企業像というのはブルードेंटマンルールに則ったものであるからである。投資先企業が良識的な経営者によって動かされているか、コーポレートガバナンスはいかに行われているのか、社会に貢献しているのかを問うものである。社会的志向を持たない企業は、機関投資家達の要求に沿うような経営をしなければ存続をなし得ず、

社会的責任を果たす企業となる。社会的志向を持つがそのノウハウの無い企業は機関投資家とのコミュニケーションを通じて、一流の社会志向型企業となることができる。社会的志向をもつ企業は機関投資家と二人三脚でより一層の発展を図れる。実際、透明度の高いコーポレートガバナンスを講じてきたファイザーは機関投資家の力を利用して、有利にM&Aを進めることに成功した。すなわち、株主の視点から見たM&Aのあるべき姿とは、まず大前提として株主の代表である機関投資家の要求に応える企業であり、その上で株主及びその意向に沿うM&Aとなることである。

日本にもアメリカのように機関投資家がもの言う株主となる兆候はある。しかし、現段階でその日本の株式市場の変化を妨げる四つの要因がある。

一つ目は年金基金の受託者責任の問題である。受託者責任の徹底はブルーデントマン・ルールの精神を取り込んだ法整備で初めて実現する。つまり、日本版エリサ法の導入である。2002年度に施行される確定給付企業年金法には、本家エリサ法にあるような機関投資家への議決権行使の義務化というところまでは踏み込んでおらず、年金改革全体の枠組みの中でエリサ法の精神を部分的に取り込んだに過ぎない。

二つ目は銀行による株式保有問題である。現在、銀行は事業会社の株式を5%まで保有

することができ。これにより、先進国のなかで銀行による株式保有は飛び抜けて高く、合理的な株価形成を歪めている。20行が集まって5%ずつ保有すれば理論上は事業会社を100%保有することも可能である。銀行にとって重要なのは配当や株価上昇ではなく、金利収入の拡大である。取引先企業が株主資本を食いつぶしながら借金の返済を続けても、銀行は問題視しない。個人や年金など純投資家とは利害が一致しない異質な存在となっているのである。

三つ目は当局の問題である。債権者のための商法、徴税当局のための税法が優先され投資家のための証券取引法が犠牲になっている面がある。株式会社は第一義的に投資家のためにあるという原点に立ち返り、投資家の守護神である米証券取引委員会（SEC）に相当する機構の設置が求められる。

四つ目は公的年金のみに言えることであるが、役所からの束縛から脱することができていないことである。公債の運用に資金をあてることが義務づけられていること、人事も役所からのトップダウンにて決定されるのである。これらは公的年金基金が自由に事業会社に議決権を行使し、株式会社のモニター役となることを妨げている。

プルーデントマン・ルールの導入、銀行による株式保有の原則禁止、SECの設置、公的基金の役所からの独立は日本の機関投資家の

発達のためには不可欠である。これらが実現し、機関投資家の株式保有の増大、議決権行使の積極化が現実となったとき、日本においてもアメリカと同様企業は機関投資家から社会的志向、透明なコーポレートガバナンスを求められ、それを満たすかどうか M & A を左右するようになる。

M & A の人的側面の問題について。従業員は M & A の影響を受ける一つの大きなステークホルダーであり、彼らをうまくマネジメントすることは M & A を成功に導く近道となる。大事なことは、経営者にとってさえ不透明な M & A を従業員に対して経営者がいかにうまく情報を提供し共有するか、余剰人員の削減を分散できるか、組織文化の違いを解決できるかにかかっている。

その問題をクリアしており、かつこれから日米で多用されるであろう一つの M & A の形が MBO である。景気低迷で大企業が事業の選択と集中を急がなければ今日、多くの事業を抱える大企業が中核（コア）事業とそれ以外の（ノンコア）の事業を峻別したとき、ノンコア事業の扱いをどうするかという問題が生じる。単純な M & A では雇用や競争上の問題が生じることが多いが、MBO ならばその心配は最小限に留めることができる。むしろ従業員持株会を作ることが多いため、従業員のインセンティブにもなり、「売却」ではなく「独立」により経営者も従業員も一生懸命働くよ

うになる。また、MBOの普及を進める要因として、出資者となるファンドが多数でてきたことが上げられる。未公開の企業に投資し、IPOや別会社への売却などで収益を上げるプライベート・エクイティファンドである。日本企業のリストラが進むにつれ、ビジネスチャンスの拡大とみた欧米系のファンドが多数進出したのである。これからMBOはその存在感を大きくすることは間違いない。

以上見てきたように、企業(経営者)はM&Aが不透明であることを理解し、それをうまく管理すると同時に機関投資家を代表とする株主、従業員とのコミュニケーションを通じ、大事なステイクホルダーと捉え、これらのステイクホルダーの利害をうまく調整することが未来の、これからのM&A像であるということが結論である。

## 文献一覧

- [ 1 ] 藤田利之『日本企業にモノ申す外国人株主』東洋経済新報社、1999年。
- [ 2 ] J.Fred Weston ,Kwang S. Chung, Juan A. Siu,“Takeovers,Restructuring and Corporate Governance”Prentice Hall, 1998.
- [ 3 ] 角田識之「日本におけるM&Aの実態」浅井編『M&A革命』第二海援隊、1999年、所収。
- [ 4 ] 松井和夫『M&A』講談社現代新書、1991年。
- [ 5 ] 宮川弘之・福田渥容「アメリカにおけるM&Aの歴史」浅井編『M&A革命』第二海援隊、1999年、所収。
- [ 6 ] 宮坂純一『ステイクホルダー・マネジメント』晃洋書房、2000年。
- [ 7 ] 村松司叙『M&A 21世紀』中央経済社、2001年。
- [ 8 ] 小野崎恒夫『M&A 成長へのシナリオ』同友館、1989年。
- [ 9 ] 田原弘之「M&Aを利用する時代の到来」大和田、伊藤、青野編『M&Aの現場』四谷ラウンド、2000年、所収。

## URL一覧

- w1CALPERS <http://www.calpers.ca.gov/>
- w2TIAA-CREF <http://www.tiaa-cref.org/>
- w3CALSTRS <http://www.calstrs.ca.gov/>

w 4 A F L - C I O <http://www.aflcio.org/home.htm>