

# M&A における失敗リスクの研究

## A Study on Risk Factors in Mergers and Acquisitions

宮 崎 哲 也

### 要 約

これから本番を迎える M&A ブームだが、そこには光の部分だけではなく相応に陰の部分が存在する。本稿では、M&A に期待されているアービトラージ、シナジー効果、規模の経済性、市場支配力、リスク・コントロール等々の M&A に期待されている効果を整理し、そのうえでそうした効果を減殺ないし消失させるリスク要因について、内的要因と外的要因に分けて検討を加える。

内的要因としては、経営陣の顧客へのコミットメントの低下、財務負担の重圧、組織と人的資源の問題を、また外的要因としては、顧客サイドの不確実性の増大、競合企業の侵襲、敵対的買収防衛策、規制や政策の急変をそれぞれとり上げて考察する。

最後に、M&A は企業組織が急成長を遂げるための妙薬ではあるが、M&A を通じて急成長を企図する企業は、本稿でとり上げた諸々のリスク要因にかんがみれば、今後、内的要因については「調整」を、外的要因については「対応」を適切に図る必要に迫られることになると結論づける。

### I. はじめに

周知のとおり、近年わが国において M&A（合併・買収）の問題がにわかにクローズアップされるようになった。また実際、ここ数年来、日本企業にかかわる M&A 件数は常に前年を大幅に上回り続けている。<sup>1)</sup> そして、合併や買収、あるいは提携に関する報道がほぼ連日のようにマスメディアを賑わしている状況である。

だが、日本の M&A 件数は最近急増したとはいえ、年間 2 千件強であり、年間 1 万件を超える米国のわずか 5 分の 1 に過ぎない。<sup>2)</sup> 昨今の日本における M&A ブームは、まだ序章に過ぎず、これからますますヒートアップすることが予想されている。特に新会社法における外国企業の株式交換による買収の解禁（2007 年）を受けて、外国企業による日本企業の買収が本格化するこれからが M&A ブームの本番といえよう。

ところで、M&A にはⅡで述べるように、シナジー（相乗）効果の獲得やグローバル競争を背景としたアジール・コンペティションへの対応といった目的が期待されている。しかし、もちろん、その所期の目的を十全に達成する例もあるが、それ以上に失敗するリスクも高いというのが実情である。米国の研究によれば、その失敗率は実に60%以上にも及んでいる [Marks and Mirvis (2001)]。

いずれにせよ、ビジネストrendからみて、今後わが国においても、M&A 活動の活発化は不可避免的といわざるを得ない。そこには光の部分だけではなく相応に陰の部分が存在することを忘れてはならないのだが、これまでのところ、その失敗の原因に焦点を絞って体系的に整理・検討した研究は少ないように思われる。

本稿の目的は、まず M&A に期待されている効果を整理し、次いでその効果を阻む M&A のリスク要因を内的要因と外的要因に整理したうえで、体系的に検討することにある。

## Ⅱ. M&A に期待される効果

M&A には多くの効果が期待されているが、その主なものとしては下記の8つをあげることができる。

### 1. アービトラージ (arbitrage)

M&A に期待される効果には、大きく分けてフィナンシャル型と戦略型とがある。アービトラージは、主として前者すなわちフィナンシャル型にかかわる効果である。アービトラージとはいわゆる裁定取引という意味であり、価格差を利用して利ざやを稼ぐ取引である。M&A の場合、買収価格と転売価格の価格差すなわち差益を得ることを目的としている。<sup>3)</sup>

例えば、純資産が時価総額を大幅に上回っている企業の場合には、経営権を握るための過半数の株を買い取って、その後その資産を転売すれば莫大な利益を得ることも可能となる。この場合、PBR (Price Book-value Ratio, 株価純資産倍率) が1倍割れの企業や現預金ないし現金化しやすい資産を必要以上に溜め込んでいる企業、すなわちキャッシュリッチな企業が狙われやすいとされる。

また、バイアウト・ファンドが行うように、不振企業を安く買収し、その後経営を立て直し、企業価値を高め、株が上がったところで転売して、差益を得るという方法も考えられる。

### 2. シナジー効果 (synergy effect)

シナジー効果とは、複数の企業内のコンピタンス (competence) が融合することによって生まれる相乗効果をいう。例えば、インターネットの会社と証券会社がそれぞれのコンピタンスをもち寄ってネットトレーディングの会社を立ち上げるという場合にはこのシナジー効果が期待されているといえよう。

2005年前半にライブドアがニッポン放送の株を時間外で大量に取得し買収を仕掛けた際も、また同年の後半に楽天がTBS株を買い進んだ際にも、インターネットと放送局とのコンピタンスの融合に



よるシナジー効果の問題が取りざたされたことは周知のとおりである。

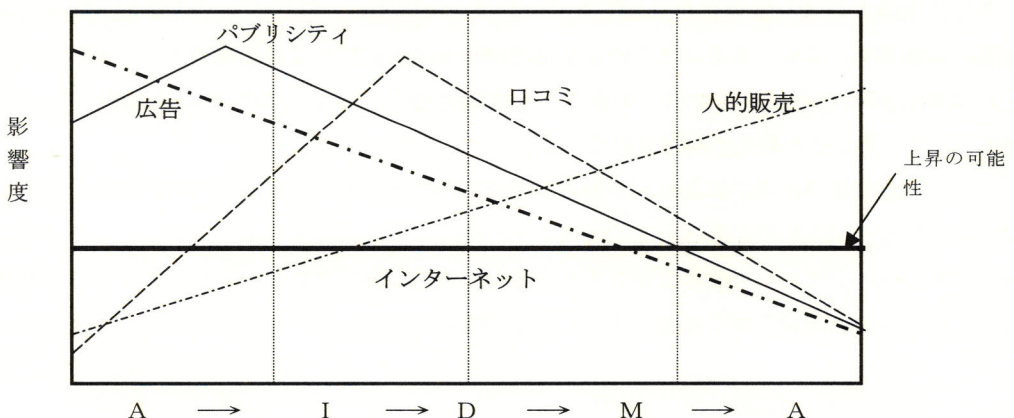
いま IT ベンチャーが最も手に入れたいのは、コンテンツといわれている。ではなぜコンテンツが必要なのか。それは、まさにシナジー効果が得られると踏んでいるからである。楽天の事例でも、インターネットと放送コンテンツの融合によるシナジー効果を盛んに喧伝していたし、さらに CM とネット販売との融合の意図も伝えられた。CM で流れた商品がその場でネット販売できれば、極めて大きなシナジー効果が期待できるというわけである。つまり、その視点はテレビ CM とインターネットとのメディア・ミックスにある。

テレビ CM とインターネットの融合がシナジー効果を生み出す可能性について、アイドマ (AIDMA) の概念を用いて説明しよう。各プロモーションのアイドマへの影響は、図表 1 のようになると考えられている。それによると、広く大衆に商品を知らせるには CM などのマスコミ広告が、関心を高めるにはパブリシティが、欲求を喚起させるには口コミが、そして最終的な購買決定には人的販売が適している。これを前提として、業界では標的となる市場に応じて、テレビ、新聞、雑誌、インターネット、…といった様々なメディア間での広告等の最適な組み合わせが検討される。

インターネットの場合、現時点ではその双方向性により、アナログ広告よりもアクション (購買や決済) させる力は強いが、アテンションさせる力は劣ると考えられる。それは消費者が自らの意思で情報探索し購買意思決定をするため、外部からの受動的な情報暴露が少ないからである。しかし、そこに広く大衆に商品を知らせる力すなわちアテンション力に最も優れているテレビ CM がインターネットと直接組み合わせると新たなパワーが生まれる可能性がある。CM はインターネットのアクション力を当てにして説得性を増し、インターネットのアクション力をいっそう高める可能性があるからである。換言すれば、テレビ CM はインターネットと結びつくことで、単なるイメージの提供に留まらず、販売直接刺激型のツールになりうるというわけである [宮崎哲也 (2005c)]。

今後、楽天に限らず、放送局や広告会社等のコンテンツをもった企業が、シナジー効果取得の名の下に買収の対象として浮上する可能性は高いとみるべきだろう。

図表 1 各プロモーション手段がアイドマに与える影響



### 3. 市場支配力 (market power)

経済学、特に産業組織論の立場において、M&A に期待される最もポピュラーな効果としては、この市場支配力の向上があげられる。市場支配力とは、製品の価格、数量、知覚品質 (perceived quality) 等に関して市場や取引相手をコントロールする力を意味する。

産業組織論では、特に水平的 (同業者間の) M&A が当該産業部門における市場シェアや市場支配力の向上、ひいては超過利潤 (rent) の確保につながるという点が強調される傾向がある。<sup>4)</sup>

### 4. 規模、範囲の経済性 (economy of scale, economy of scope)

水平的 M&A が生産や販売面でスケールメリット、すなわち規模の経済性をもたらしうるのは多言を要しない。また、完全な同業種でなくとも関連業種であれば、M&A による範囲の経済性が期待できる場合がある。

例えば、若者向けアパレル業界に属する企業が同年代の若者向けアクセサリーを扱う企業を買収すると、そのアクセサリーの販売に関してアパレルの既存販売網を共通資源 (共通インプット) として利用でき、個々ばらばらに販売するよりも経営資源の削減と効率化につながるなどが考えられる。さらに M&A によってネットワークの拡大が図られる場合には、ネットワーク外部性 (network externality) の効果も期待できる。

いうまでもなく、規模の経済性、範囲の経済性、そしてネットワーク外部性の効果は、販売面だけではなく、R&D や生産、サービス面にも発生しうるものである。

### 5. リスク・コントロール (risk control)

リスク・コントロール、すなわちリスクの管理 (risk management) やリスクへの対応 (分散や緩和) を目的として M&A が遂行されることがある。例えば、医薬品業界や銀行業界などでは、急激に押し寄せるグローバルな大競争 (メガコンペティション) の波に対応するための M&A が頻発している。M&A には競争力の向上だけではなく、被買収リスクの緩和という効果も期待されているのである。

さらに M&A により多角化が実現できていれば、景気変動、顧客ニーズの変化、突発的な災害や企業不祥事等々により、あるひとつの事業部門が壊滅的な打撃を受けた場合でも、当該部門での落ち込みは他の部門である程度カバーすることも可能となる。コングロマリットの形成を目的とした M&A には、特にその効果が期待されている。

そして、買収価格次第ではあるが、長いタイムスパンでみると、自社内で R&D 等に莫大な資金を投じるよりも、M&A の方がかえって低コストとなることも期待できる。特にベンチャービジネスにおけるイノベーションの失敗率の高さを考えると、資源が制約されている中において、自社内で一からイノベーションを起こすことのリスクを完全に無視できる企業は極めて稀というべきだろう。



## 6. アジル・コンペティション (agile competition)

現代は、グローバルなメガコンペティション時代といわれている。特に IT やバイオテクノロジー、あるいはナノテクノロジー等の先端技術分野におけるイノベーションはまさに日進月歩以上の進捗をみせている。こうした急速なイノベーションの発展は、それを採用する企業間の競争にも拍車をかける要因となっている。

アジル・コンペティションの事例としては、ビデオの VHS 方式とベータ方式との間で繰り広げられたビデオ戦争があげられる。最終的に VHS 方式が市場を席巻し、ベータ方式は市場から姿を消すことを余儀なくされ、VHS 方式の WTA (Winner takes all, 勝者総取り) 状態となった。だが、もともと両者にそれほどの性能や品質の差があったわけではなかった。両者にこれほど差がついたのには様々な理由はあったにせよ、先に市場を制したのが VHS 方式の方であったことが最も重大な理由であったといえよう。

こうした事態は、ひとりビデオ業界だけに限られる問題ではない。情報の非対称性やスイッチングコスト等により、ある製品にパスディペンデンス（経路依存性）が生じロックインされれば、デファクトスタンダード（事実上の標準）が成立し、複雑系の経済学でいうところの収穫通増効果が生み出される分野は決して少なくないのである。近年のビジネスフィールドにおいて、アジリティ（機敏性）が特段に重視されるゆえんである。消費者ニーズが多様化し、その変化のスピードが加速化しつつある今日ではなおさらである。

M&A の目的のひとつとして、「時間を買う」ということがあげられる。自社にないコンピタンスや資源を一から社内で育てるより、すでに他社に成功裏に存在しているそれらを手に入れたほうが、リスクが少ないいうえに一般的にアジリティが高まるとみられている。

## 7. 特殊な免許等の取得

一般に特殊な免許や営業許可等を有する企業は買収の標的とされやすい。それは特殊な免許や営業許可等がその業界への強大な参入障壁となっているからである。そのような業界に参入するには免許や営業許可等を取得せざるを得ないが、それらを自前で取得することが困難であるといった場合には、それらを有する企業を直接買収するか、資本や業務面での提携を図るほかないことになる。もし買収できれば、特殊な免許や営業許可等を完全に手中に収めることができることはいうまでもない。

2005年にライブドアや楽天がテレビ局の買収に動いた背景には、インターネットと放送局とのコンピタンスの融合によるシナジー効果もさることながら、放送事業が許認可事業であるという点もかなり影響していたとみられる。

## 8. ブランド・エクイティ (brand equity)

近年、企業間競争においてブランドの果たす役割がますます高まっている。商品の品質、性能等の複雑化、高度化が進んでいる分野ではなおさらである。時間的制約や期待利益に対して収集・処理すべき情報があまりにも多ければ、あるいは情報コストが相対的に高いと感じられる場合には、消費者

において「ショートカット欲求」が高まるからである [宮崎 (2001)、pp.62-65]。つまり、March and Simon (1967) のいう最適基準での購買意思決定を行うべき商品に関しても、満足基準での意思決定が行われるのである。その場合には、ブランドのパワーが大きな役割を演じることになる。消費者がブランドに対する信頼性で満足基準の不備を代償しようとするからである [宮崎 (2005a)、p. 48]。

ブランド・エクイティとは、ブランドの資産的価値を意味する。それは、D.Aaker (1991) に倣えば、(1) ブランド認知 (brand awareness) を高める、(2) ブランド連想 (brand association) を高める、(3) 知覚品質 (perceived quality) を高める、(4) 顧客のブランド・ロイヤルティ (brand loyalty) を高める、などの戦略を奏功させることで成立するものである。

だが、ブランド・エクイティを一から築きあげることは、時間とコストだけではなく社会的要因にも影響されるので、決して容易なことではない。ブランド・エクイティの高い企業を対象とした M&A が活発に行われるのは、その容易でないブランド・エクイティを内部化したいという意図が働くからである。

上述のとおり、M&A には少なくとも上記8つの効果が期待されている。だが、現実にはその期待通りにはことが運ばないケースが極めて多いといわれている。先に述べたように、米国においては成功する事例より失敗する事例のほうが多いといわれている。以下、その失敗のリスク要因の問題に立ち入ることにしよう。

### Ⅲ. M&A のリスク要因

M&A の失敗する可能性を高めるリスク要因は多々指摘されているが、それらは内的要因と外的要因に分けることができる。

#### 1. 内的要因

##### (1) 経営陣の顧客へのコミットメントの低下

大型の M&A が開始されると、莫大なコストとともに経営陣のエネルギーと時間の多くが両社の統合プロセスに割かれることになる。M&A は法的、財務的、戦略的な面等において周到な準備が必要である。いうまでもなく、敵対的買収の場合には標的企業との交渉が難航を極めることが多いが、友好的買収の場合であっても細部にわたる取決めにかかわる合意形成に膨大な努力が必要であることに変わりはない [Hitt and Hoskisson, and Ireland (1990、p. 32)]。

また、M&A のプロセスにおいてエネルギーと時間が奪われるという点では、標的企業の経営陣とて事情は同じである。いずれの企業も内部志向的となり、外部への関心を低下させる傾向が生まれる。このことは買収企業と標的企業の双方の経営陣における M&A 以外の重要事項、特に顧客へのコミットメントの低下をもたらす要因となる。



そしてそれは、PMI（post merger integration）プロセス、すなわち M&A 成立後の統合過程においても存続する可能性がある。M&A に伴う経営陣の顧客へのコミットメントの低下は、PMI の失敗リスクを高める要因となる。これに関しては、特に下記のクオリティの低下とイノベーションの停滞が重要である。

#### ① クオリティの低下

Urban and Pratt (2000) は、上記の点に関して、銀行の M&A 活動が、顧客の知覚サービス・クオリティ（perceived service quality）に対してネガティブな影響を及ぼす可能性があることをケーススタディにもとづいて指摘した。その上で、M&A に伴う経営陣の過度の内部志向性により、コスト効率性、高い市場シェアといった合併のメリットが失われていく可能性があるとし、M&A のプロセスにおけるリレーションシップ・マーケティングの重要性を説いている。もちろん、このことはサービス・クオリティだけではなく、商品のクオリティに関しても妥当するとみるべきだろう。

#### ② イノベーションの停滞

M&A プロセスにおいて経営陣のエネルギーと時間が奪われるという事態は、イノベーションの停滞につながる可能性もある。というより、米国での研究を見る限り、M&A は、企業内のイノベーションにマイナスの影響を及ぼすとする研究のほうが多い。<sup>5)</sup>

M&A の元来の目的が対象会社のイノベーション（新製品、新工程、新サービス、新ビジネスモデルなど）の取得にある場合には、同一分野における自社内でのイノベーションの停滞を招くのはある意味当然の帰結ともいえる。だが、関連分野、あるいは異なる分野でのイノベーションの停滞はやはり問題である。

この点、Hitt, Hoskisson, and Ireland (1990, p. 32) は、M&A への労力の傾注が、経営陣をイノベーションという重大な経営課題から疎外させる可能性があり、買収による成長と経営陣のイノベーションへのコミットメントとの間にはトレードオフ（二律背反）の関係が存在すると指摘している。次の(2)で述べる財務負担の重圧がそれにいっそう拍車をかけることになる。

また、R. Miller (1990) によれば、短期的利益が重んじられる米国においては、長期的な R&D は、証券・金融市場ではあまり評価されないのではないかとの見方が R&D マネジャーのほぼ共通認識となっている。そのため、長期的な R&D を M&A で補完しようとする傾向にあり、このことが M&A 大国である米国の国際競争力の低下へとつながる可能性を示唆している。もっとも、最近、米国式の株主資本主義が台頭しつつあるわが国においても、今後、同様の傾向が顕在化することも十分に考えられる。

このように、M&A は経営陣の顧客へのコミットメントの低下をもたらし、商品やサービスのクオリティの低下や顧客ニーズやウォンツを反映したイノベーションの停滞などとあいまって、特に PMI のプロセスにおける失敗のリスク要因となりうるのである。

## (2) 財務負担の重圧

M&A には、すべて自前の資金で行う場合を含めて、通例、程度の差はあれ、かなりの財務負担が生じるものである。このことは、買収企業はもとより、敵対的買収に対して防衛策をとることを余儀なくされる標的企業においても同様である。Hitt, Hoskisson, Ireland, and Harrison (1991) は、多くの企業が M&A に際して莫大な負債を抱え込む傾向があり、その返済と利払いがイノベーションへ回すべき資金を枯渇させるという、ネガティブな側面を指摘している。

また、M&A にかかわる財務負担の重圧は、買収企業の経営全体への評価にも影響する。特に過度の負債は、市場からは買収企業の経営を圧迫する要因とみなされ、相応に株価に反映されることがある。株式時価総額の極端な低落が資金面を圧迫し、M&A 自体の失敗要因となりうることはいうまでもない。

## (3) 組織と人的資源の問題

買収、とりわけ突然、敵対的買収が仕掛けられた場合には、被買収企業の組織に大きな衝撃が走るの珍しいことではない。企業組織が具体的には経営者や従業員等の人間関係で成立していることを考えれば、何の脈絡もなくいきなり新しい所有者や管理者が出現することは、いわば「青天の霹靂」と受け止められがちである。そして、特に経営方針の大幅な転換等を契機として、組織モラルの低下が生じる可能性も否定できない。この点、J. Kitching (1967) は、組織の問題が M&A にまつわる最大の失敗原因であると指摘している。

周知のとおり、M&A の目的のひとつとしてシナジー効果があげられるが、実はそれを実現するのはそれほど容易なことではない。この点、H. Anzoff (1971) らは、ケーススタディを示し、M&A の「76%のケースでシナジーを追求したが、実際にその効果が得られたのは12パーセントに過ぎなかった」と指摘している。実際にシナジーが生じるかどうかは、かなりの程度、組織問題に影響されることは言を俟たない。

この点、A. Chakraqbarti (1990) は、「企業間のシナジー効果を理解するためには、技術、製品、市場、流通チャネル、財源といった有形の変数だけではなく、コミュニケーション、連携、管理プロセスといった無形の変数の性格を分析することが必要である」と述べている。コミュニケーション等の人間関係の軋轢が組織の結束力を弱めると、シナジー効果はおろか、ネガティブ・エフェクトすら生じかねないとみるべきだろう。Ernst and Vitt (2000) は、買収成立後に被買収企業の優秀な技術者やイノベーションの立役者が組織を去る傾向があると指摘している。

さらに、海野と鈴木 (2002) は、企業合併を「異文化」同士の合併と捉え、PMI のプロセスにおける組織内での異なる企業文化 (corporate culture) の衝突がシナジー効果の阻害というネガティブ・エフェクトをもたらす要因となると指摘している。これは、いわば S. Huntington のいう『文明の衝突』の企業版ともいうべき事態である。特に M&A における強者がその企業文化を弱者に強制し、弱者の企業文化を一方的に排除しようとする場合には、その衝突は企業組織に致命的な打撃を与えかねないとみるべきではないだろうか。



いずれにせよ、AOL によるタイムワナーの買収やヒューレットパッカードによるコンパックの買収における失敗の原因の一つが、「文化の衝突」にあったことは否定できない事実といえよう。

海野と鈴木（2002、pp. 147～166）はそのような衝突を回避ないし緩和するためには、「企業異文化ファシリテーター」<sup>6)</sup>の役割が重要性であると主張している。

## 2. 外的要因

### (1) 顧客サイドの不確実性の増大

M&A に関して、ステークホルダーのうち株主や従業員への影響について語られることは多いが、顧客への影響について語られることは比較的少ない。しかし、M&A の進行過程の中で既存顧客の中に不確実性（uncertainty）が増大する問題は、企業経営上無視できるものではない。顧客は特に被買収企業の顧客は、これまでどおりの保証やサービスが受けられるのか、条件面での変更がなされるのではないかなど、不安を覚える向きも少なくないように思われる。

この点に関して、Urban and Pratt（2000、p. 128）は、そのケーススタディの成果を踏まえて、「銀行の買収に際しては、買収企業と被買収企業の両方の顧客に不確実性が生み出される」と指摘している。このことは、買収や合併に関して発表前の適切なタイミングで既存顧客に十分なコミュニケーションが図られないと、顧客の維持率にマイナスの影響が出る可能性があることを示唆している。

買収企業は、M&A に際して、あるいは PMI のプロセスで、顧客サイドに不確実性が高まることをリスク要因として踏まえておくべきだろう。

### (2) 競合企業の侵襲

上記(1)に述べたことを前提とすれば、M&A にまつわる顧客サイドの不確実性の増大は、競合企業にとっては当該顧客を争奪する絶好のチャンスとなりうる。この点に関して、Clement and Greenspan（1997、p. 25）は、「競合企業の多くは、合併が行われているときこそ、顧客争奪ための絶好期であることを知っている」と述べている。とかく経営者は合併や買収にかかる莫大なコストを前にして、最も大切であるはずの顧客へのコミットメントを低下させ、信頼関係の構築への努力が手薄になる傾向がある。そのことは M&A の成功を妨げる要因となりうる。K. Morall（1966、p. 19）は自らのケーススタディにもとづき、「合併をペイするためのコスト削減は、顧客維持ほどには重要ではない」と警鐘を鳴らしている。いずれにせよ、PMI のプロセスでは競合企業の侵襲が大きなりリスク要因となりうることは否定できない。

### (3) 敵対的買収防衛策

敵対的買収に対しては、ポイズンピル（poison pill）、第三者割当増資、授權資本枠の拡大、配当性向の向上、シャークリペラント（shark repellent）、クラウンジュエル・ロックアップ（crown jewel lockup）、黄金株<sup>7)</sup>（golden share）等の種類株式の活用など、様々な防衛策がある〔宮崎（2005b）、pp. 123～149〕。

ただし、これらの防衛策も万全とはいえない。買収企業ないし買収を仕掛けられた企業の株主らより、特に経営者の自己保身が目的であると攻撃され裁判闘争に発展すれば、上記の防衛策が活用できない可能性が高まるからである。

しかし、1985年、石油会社メサ社のピケンズがユノカル社に仕掛けた敵対的買収にまつわる米国における裁判では、買収防衛策が、①経営者の自己保身を目的とするものではなく、なおかつ敵対的買収が買収標的企業やその株主に損害を与える何らかの可能性(脅威)があり、また②過剰防衛とはならない、という条件をクリアすれば、その防衛策は有効であるとの判決が出されたのである。

これは後に、「ユノカル基準」と呼ばれ、米国では敵対的買収防衛策をとることの是非を決める際の有効な判断基準となっている[宮崎(2005b)、pp. 24~25]。日本でも、友好的買収、敵対的買収にかかわらず、濫(乱)用的買収(買収標的企業の企業価値を減殺するような買収行為)であるか否かによって、敵対的買収防衛策をとることの是非を決める動きが出ている。<sup>8)</sup>

したがって、今後、買収を仕掛ける企業サイドでは、自らの買収行為が濫用的買収にはあらず、むしろ買収標的企業の企業価値を高めることにつながることを客観的に証明することが必要になろう。さもなくば、買収標的企業の敵対的買収防衛策によって、買収が頓挫する可能性もないとはいえないからである。

また、濫用的買収の問題とは別に、ホワイトナイトの出現も買収を断念させる大きな要因となりうる。ライブドアのニッポン放送・フジテレビ買収騒動の渦中にSBI(ソフトバンク・インベストメント)がフジテレビ側にホワイトナイトとして現れ、フジテレビの株式を大量に借入れ、筆頭株主になることで、当時、LBO(Leveraged Buy-Out)を視野に入れて買収攻勢を強めていたライブドアの動きを封殺した経緯がある。

結果として、ライブドアはいわばグリーンメーラー<sup>9)</sup>のごとき役割を演じることになったが、いずれにせよ有力なホワイトナイトの突然の出現は、買収企業にとってはかなりの打撃になることも少なくない。M&Aにあっては、買収企業サイドではリスク要因としてホワイトナイトの突然の出現をも念頭に置いた入念な戦略の策定が不可欠であるといえよう。

#### (4) 規制や政策の急変

特にわが国においては、M&Aやその周辺の問題にかかわる法整備が遅れている。しかし、昨今、M&Aの急増等、企業を取り巻くビジネス環境の急激な変化により、政府は早急な対応に迫られている。そのような状況下では、規制や政策の変更が急速に進む可能性がある。最近では、商法が抜本改正され会社法が成立し、2006年には投資サービス法が成立し、放送法やTOB(株式公開買付け)ルールも相次いで改正された。また、その後も内部統制システムにかかわる日本版SOX(サーベンス・オクスリー)法<sup>10)</sup>の導入が確実視されている。このような規制や政策の急激な変更や強化は、M&Aの戦略やM&Aそれ自体の判断を大きく左右する要因となることがある。M&Aはある程度長期的な視座に立って進められるものであるが、急激に変化する規制や政策の動向を見誤ると、相応に失敗リスクが高まることになるだろう。



#### IV. おわりに

本稿では、まず M&A に関して期待されている主たる効果について整理し、次いでその効果を得るための M&A には買収それ自体はもとより、PMI のプロセスにおいても失敗するリスク要因があることを指摘し、それらを内的要因と外的要因に分けて整理・検討した。

今後わが国においては、M&A はますます活発になるものとみられ、企業グループの急速な成長のためには、ある意味、不可避的な手法となりつつある。だが、M&A は成長ホルモン剤や筋肉増強剤のような劇薬でもある。

それは確かに組織を急成長させるには、最高の妙薬といえるかもしれない。しかし、その用法を誤ったり、あるいはペースがあまりに拙速であると、大きな陥穽に陥る危険性を孕んでいることもまた否定できない事実である。

ここで注意すべきは、上述のリスク要因は必ずしも内部要因、外部要因ともに単独で現れるとは限らず、むしろ、通例、内部要因、外部要因の中の様々なリスク要因が複合的に絡み合いながら現象するとみるべき点である。

今後、M&A を通じて急成長を企図する企業は、本稿でとり上げたりリスク要因の複合的作用を見据えつつ、総合的視座から、内的要因については「調整」を、外的要因については「対応」を適切に図る必要にいつそう迫られることになると思われる。

#### 注

- 1) 2005年度の上半期の日本企業に関わる M&A 件数は前年同月比の32%増の1254件と過去最高となった。2005年10月5日付日本経済新聞。
- 2) *The Mergerstat Free Reports: M&A Activity US and US Cross-border Transactions* (2005) を参照。
- 3) 一般の投資家や企業が単独で株式を大量取得し短期売りぬけを行うことは、証券取引法で規制されているが、投資ファンドによる短期売り抜けの問題は、いまのところ同法規制の適用除外とみられている。投資ファンドによる株式取得は当該ファンドへの多くの出資者による行為とみなされるからである。
- 4) Capron, R. and J. Hulland (1999, p. 41) は、企業の水平的買収への動機に関する理論としては価値創造理論 (value creating theories) とマネジリアル理論とがあり、マネジリアル理論の中には市場支配力説と効率-効果ドリブン説があるが、市場支配力説は産業組織経済学に由来し、効率-効果ドリブン説は RBV (Resource Based View)、すなわち資源ベース論に通底すると述べている。

- 5) この点に関して、Prabhu, Chandy and Ellis (2005) は、確かに「買収はイノベーションに有害な薬物 (poison pill)」とする研究結果が多いが、内部の知識開発がまず実践されて上で買収が行われる場合には、買収による外部知識とのフュージョンが生まれるので、良薬 (tonic) となる傾向があると指摘している。
- 6) ここに「企業異文化ファシリテーター」とは、異文化を持つ企業同士の融和を促進する役割を担う人材をいう。梅野と鈴木 (2002, pp. 147-166) によれば、「企業異文化ファシリテーター」には下記のような役割を担うことが期待されている。
1. 異なった企業文化で育った社員の考え方、ものの見方、価値観等を共有化させ、コミュニケーションを促進する。
  2. 合併後、「強者」に対しては「弱者」からの心理的抵抗に対処しながら、合併をプラスに捉えるように促進する。
  3. 合併後、職場に生じるコンフリクトを和らげ、肯定的な雰囲気を促進する。
  4. 合併後、職場で社員が各自のミッションを意識した行動をとるように促進する。
- 7) 黄金株とは、いわゆる拒否権付き株式のことである。自社に友好的な特定の株主に黄金株を与え、主に敵対的買収を仕掛けられた場合に合併提案を否決してもらうために発行することが多い。ただし、株主平等の原則に反し、一般投資家の権利や利益を侵害しかねないので、経済産業省の企業価値研究会は2005年11月に黄金株の発行は基本的に制限すべきだとする提言をまとめた。また、東証 (東京証券取引所) も黄金株に上場規制を課す方針を打ち出した。しかしその後、経済財政担当相 (与謝野馨) が、「会社法で認められていることを否定するのは理屈としてあり得ない」と述べ、東証の方針をけん制する発言を行った。これを契機に黄金株の扱いに関する議論が高まっている。
- 8) ライブドアによるニッポン放送の買収にまつわる事件で、東京高裁は乱用的買収を (1) 株価をつりあげて高値で引き取らせる (2) 知的財産や顧客を買収者に移転させる (3) 買収した企業の資産を買収者の借金の担保として利用する (4) 有価証券や土地などの資産を売却して短期で売り抜ける、ことなどを目的としたものと定義した。
- 9) グリーンメーラー (greenmailer) とは、一定の株式を取得した後、標的企業に乗っ取りをちらつかせて、後に取得した株式を高値で買い取らせる行為 (グリーンメール、greenmail) を行う者をいう。
- 10) SOX (サーベンス・オクスリー) 法は、エンロン事件やワールドコム事件など1990年代末から2000年代初頭にかけて米国において頻発した不正会計問題に対処するため制定されたもので、2002年7月に制定された法律で、「企業改革法」とも呼ばれている。
- 日本版 SOX 法は、金融庁の企業会計審議会が財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準 (2005年7月13日付) を草案として公開したものがベースとなる。2008年からの導入が予定されており、米国版に加え、基本的要素として、「IT (情報技術) の利用」が盛り込まれている点に特徴がある。



## 参 考 文 献

- Aaker, D.. A. (1991), *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name*, 『ブランド・エクイティ戦略』 (1994)、ダイヤモンド社、陶山計介、尾崎久仁博、中田善啓訳
- Ansoff, H. I, R. G. Brandenburg, F. Postner, and R. Radosevich (1971) , *Acquisition Behavior of U. S. Manufacturing Firms in 1946-65*, Nashville TN: Vanderbilt University Press.
- Capron, R. and J. Hulland (1999), Redeployment of Brands, Sales Forces, and General Marketing Management Expertise Following Horizontal Acquisitions: A Resource-Based View. *Journal of Marketing*, Vol. 63 (April 1999), pp. 41-54.
- Chakrabarti, A. k. (1990), "Organizational Factors in Post-Acquisition Performance" *IEEE Transactions on Engineering Management*, VOL. 37, NO. 4, November, pp. 259-268.
- Clemente, M. N. and D. S. Greenspan (1997), "Keeping Customers Satisfied While The Deal Proceeds". *Mergers & Acquisitions*, July/August. pp. 24-28.
- Hitt, M. A. and R. E. Hoskisson, and R. D. Ireland (1990), "Mergers and Acquisitions and Managerial Commitment to Innovation", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, pp. 29-47.
- Hitt, M. A. and R. E. Hoskisson, and R. D. Ireland, and J. S. Harrison (1991) "Are Acquisitions a poison Pill for Innovation?", *Academy of Management Executive*, 5 (4), 22-34.
- Huntington, S.P, *The Clash of Civilizations and the Remaking of World Order* (1996), Simon & Schuster, 『文明の衝突』 (1998)、集英社、鈴木主税訳
- Kiching j. (1967), "Why do mergers miscarry?", *Harvard Business Review*. vol. 45, no.3.
- March, J, M. and H. A. Simon (1967), *Organization*, Carnegie Institute of Technology.
- Miller, Robert R. (1990) , "Do Mergers and Acquisitions Hurt R&D?", *Research Technology Management*, 33 (2), pp. 11-15.
- Mitchell, L. M. and P. H. Mirvis [2001], "Making Mergers and Acquisitions Work. Strategic Psychological Preparation", *Academy of Management Executive*, 15 (2), 80-92
- Morall, K. (1996), "Managing a Merger Without Losing Customers", *Bank Marketing* 28 (3) 18-23.
- Prabhu, J. C. and R. k. Chandy and M. E. Ellis (2005), "The Impact of Acquisitions on Innovation: Poison Pill, Placebo, or Tonic?", *Journal of Marketing*, Vol. 69, January, pp. 114-130.

Scherer, F. M. and D. Ross (1990), *Industrial Market Structure and Economic performance*, 3d ed. Boston, MA: Houghton Mifflin.

Urban, D. J. and M. D. Pratt (2000), "Perceptions of banking services in the wake of bank mergers" : an empirical study, *Journal of Service Marketing*, Vol. 14, pp. 118-131.

梅野素央、鈴木了符子 (2002)、『企業合併と異文化、企業文化の衝突』学友社

宮崎哲也 (2001)、「インターネットが価格に与える影響」、九州情報大学研究論集 第3巻1号

宮崎哲也 (2005a)、「企業価値経営と RBV」、九州情報大学研究論集 第7巻1号

宮崎哲也 (2005b)、『図解でわかる M&A』日本実業出版社

宮崎哲也 (2005c)、「村上、三木谷にみるグローバルキャピタリズムの相貌」、『ビジネスインテリジェンス』12月・1月合併号