

近年の M&A の増加をいかに理解するか

早稲田大学 蟻川靖浩

早稲田大学 宮島英昭

1999 年以降、日本企業が関係する M&A が急増している。1990 年代には 500 件程度で推移していた M&A 件数は、2000 年以降大幅に増加し、2004 年には 2,211 件と 10 年前に比べて約 4 倍に増加した。第 2 次大戦後の日本経済においては、1950 年代の財閥解体によって分社化された旧財閥系企業による再結集や、1960 年代の資本および貿易の自由化を背景とした海外企業による買収の対応策として、同業種企業同士の M&A が行われたことを例外とすれば、M&A が活発化するという事態は見られなかった。しかし、1998 年からは国内企業間および海外企業による買収を中心として、M&A が大きく増加している。なぜ 1990 年代末以降において、国内企業間の M&A は急速に増加したのであろうか。本報告の主題は、国内企業間の M&A が活発となった 1990 年末以降に焦点を合わせ、日本における M&A の決定要因を分析することである。

これまでの研究によれば、一定期間における M&A の急増は、大別して次の 2 つの要因によって説明されてきた。第 1 は、広い意味でのサプライショックに注目する見方である。Jensen (1993) は、過剰生産力を生み出すようなサプライショックによって多くの M&A は引き起こされると主張している。この場合、産業ショックには、石油ショックや技術進歩などのみでなく、規制緩和も含まれる。資源の大規模な再配分を必要とするような特定の産業ショックが起こった場合に、M&A がこの資源配分の有効な手段として用いられる。第 2 の見方は、Stock Market Driven M&A と呼ばれるもので、M&A のブームは、企業の株価が何らかの理由によってファンダメンタル・バリューに比して過大評価されるために発生すると考える (Shleifer and Vishny 2003、Rhodes-Kropf and Viswanathan 2004)。

本報告では、以上の 2 つの考え方をベースとしながら、1990 年代末以降の M&A 急増の要因を定量的に分析した結果を提示する。主な結果は以下の点である。すなわち、1990 年代の M&A ブームは、サプライショック、技術進歩、規制緩和などを主な原因としている。その意味で、1990 年代以降の M&A は、資源の効率的再配分的手段として重要な役割を果たしていると考えられる。

Jensen, M. C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48, pp.831-880.

Rhodes-Kropf, M. and S. Viswanathan (2004), "Market Valuation and Merger Waves," *Journal of Finance*, 59, pp. 2685-2718.

Shleifer, A. and R. W. Vishny (2003), "Stock Market Driven Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 70, pp.295-489.