

企業買収と企業観

専修大学

勝 部 伸 夫

I. はじめに

日本の社会は少子高齢化が急速に進み人口減少社会¹に突入しているが、それがすでに当たり前のことと思われてしまっているからか、一般の人々の間にはそれほど切迫感は見られない。しかし、人口減少とは即マーケットの縮小、さらには労働力供給の減少を意味し、顧客の確保だけでなく従業員確保にも支障が出てくることになる。企業が何も対策を打たずにいると売上は減少して業績が落ち込むことは明白である。企業にとって人口減少は静かに、しかし確実に忍び寄る危機だと言っても過言ではなかろう。そしてこれとセットになっている日本の超高齢化社会の問題も無視できない。こちらは例えば、中小企業における経営者の高齢化→事業承継問題といった形で顕在化している²。したがって、企業は高齢化社会、人口減少社会での生き残りをかけてすでに積極的な対策を打ち出している。企業の生き残り策にはいろいろあるが、その1つが企業の合併・買収つまりM&Aである。多角化による収益確保という方向性もあれば、同業他社を合併することで規模を大きくして生き残りを図るという方向性も考えられる。特に厳しいグローバル競争が展開される中では、国内に限らず一定の規模がないと市場で勝ち抜いていけない。まし

1 2021年の日本の総人口は1億2522万人で、そのうち65歳以上の人口は3640万人に達しており、高齢化率は29.1%と過去最高を記録した(総務省統計局、2021年9月・推計)。<https://www.stat.go.jp/data/topics/topi1291.html> また日本の年間出生数は1949年には269万人であったが、2016年に97万人と初めて100万人を割り込み、さらに2020年には84万835人にまで減少して、1899年の調査開始以来最少を記録した(令和2年「人口動態統計(確定数)の概況」厚労省、2021年9月)。

2 2021年の全国・全業種約26万6000社を対象とした調査では、後継者が「いない」、または「未定」とした企業は約16万社で、後継者不在率は61.5%となっている。なお4年連続で不在率は減少傾向を示している。帝国データバンク「全国企業『後継者不在率』動向調査(2021年)」(<https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/p211104.html>) また、中小企業を対象にした調査からは、後継者が決定している企業は12.5%、廃業を予定している企業は52.6%に上ることが明らかになっている。日本政策金融公庫「中小企業の事業承継に関するインターネット調査(2019年調査)」2020年1月。https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/sme_findings200124.pdf

てや企業数が多く過当競争が指摘されている日本では、多くの業界でM&Aによる企業再編・業界再編は不可避だと言ってもよからう。さらにM&Aは上記の中小企業の事業承継の手段としても利用されるようになっており、その活用が期待されている³。

さてM&Aとは他社を合併・買収することなので、当然ながらそこには相手企業が存在する。両社の考えが一致して円満な合意ができればよいが、必ずしもそうなるとは限らない。また合意ができてM&Aが行われても、それぞれの企業の社風が違うために1つの企業としてうまく融合できないケースも起こりえる。あるいは対等合併のようなケースでは、社内融和のためにトップを元の会社から交互に出すという「たすき掛け人事」といったことまで昔は行われていた⁴。M&Aのシナジー効果が必ずしも発揮できないケースもあり、規模さえ大きくなればそれでよいというわけにはいかない。そのためM&Aは慎重に行われる必要がある。ましてや相手が納得していないのに強引に買収を実行する敵対的買収は「乗っ取り」と言われ、日本企業では昔から忌避されてきた。

近年わが国ではM&Aの件数が大きく伸びてきているが、そうした中で、にわかには注目を集めるようになってきているのが敵対的買収である。同じM&Aの1つと言っても、上記の通り敵対的買収はわが国では「乗っ取り」として忌避されてきた歴史がある。したがって、敵対的買収の事例はこれまで極めて少なく、しかも成功事例もほとんどない。ところがその敵対的買収がこのところ頻繁に見られるようになり、中には買収が成立するケースも出てきている。こうした動きを見ていると、日本企業の敵対的買収をめぐる状況に何らかの変化が生じてきていることが想像される。ここではそうした日本の敵対的買収の現状を踏まえ、それと企業観の関係に焦点を当てて見ていくことにしたい。企業観とは企業をどのようなものとして把握するかということであるが、日本企業には欧米とは異なる独特の企業観があり、こうした日本的な企業観のもとで敵対的買収はこれまでほとんど行われてこなかった。その要因としては、企業に対する見方、考え方が敵対的買収を阻んでいたのではないかと考えられる。そうであれば近年の敵対的買収の増加という現象は、逆にこれまでのわが国の伝統的な企業観の妥当性に変化が生じてきていることを予感させる。では日本における企業観とはそもそもどのような内容のものであり、それと企業買収はどう関連してきたのか。また日本の企業観ははたして変容してきている

3 中小企業庁「2021年版中小企業白書」第2部第3章を参照。

<https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2021/PDF/chusho.html>

4 1971年に第一銀行と日本勧業銀行が合併して誕生した第一勧業銀行（現・みずほ銀行）の例が有名である。

のか否か。こうした点が問題となつてこよう。

そこで本稿では、まず最初に、企業観とは何か、特にわが国における企業観とはどういうものなのかを概観し、M&Aを見ていく上での企業観の意味を明らかにする。次に、わが国の企業買収の歴史を概観するとともに、企業観との関連を明らかにする。最後に、近年の企業買収の動向の中で、特に敵対的買収の増大に注目して事例を紹介し、そこから浮かび上がるわが国企業における企業観の現在について論じることとする。

II. 企業観とは何か

1. 多様な企業観

企業観というのは、その言葉の通り企業をどのようなものと見るのか、あるいは企業の性格や意義をどう位置づけるかといった企業に関する見方、企業把握のことをいう⁵。そのため、企業をみる上での視点や立場が異なるといくつもの企業観が出てくることになる。つまり企業の見方は複数あって、定まった絶対的な企業観というものがあるとは必ずしも存在するわけではない。しかし、現代企業を対象にしてその意義や課題を考えようとするならば、企業観を抜きにしては論じられないであろう。企業をどう把握するかが議論の前提となるからである。例えば、コーポレート・ガバナンス論において「会社は誰のものか」を考えようとするならば、会社とは何か、会社の機能や性格は如何なるものか、会社は誰が所有しどのような利害関係者がいるのか、また会社の利益は誰にどう分配されているのか、といった点が関係してくるが、これらはまさに企業観に直結する問題である⁶。そのため、議論の前提となるような代表的な企業観がいくつか存在する。まずはそれを見ておこう。

ガバナンス論に登場する代表的な企業観の一つが、企業＝出資者の財産と把握するものである。企業においては出資者が自らの財産をリスクを覚悟で拠出することで資本が形成される。この資本によって企業は運営され、出資者はリターンを得る。すなわち企業は出資者にとっての致富手段であり、財産そのものだと言えることができる。株式会社を例にとれば、出資者である株主が会社という財産の所有者であり、財産としての会社は株主のために富を永続的に生み出してくれる存在である。この

5 植竹は、企業概念とは資本主義的企業に共通する、いわば企業としての普遍的な概念であり、他方、企業観とは各国の歴史的ならびに社会的諸条件を反映した企業に対する観方ないし捉え方として区別している（植竹 2000年、p6）。

6 如何なる企業観に立つかによってコーポレート・ガバナンスの考え方も大きく異なるものとなる。この点に関しては、勝部2004年、p303を参照。

ように会社を株主の財産とする見方は資本主義社会の基本要件である私有財産制度に則ったものであり、古くから支持されてきた伝統的企業観である。特にコーポレート・ガバナンス論では株主主権論はこの企業観に立脚して展開されている。こうした見方をここでは私有財産説あるいは財産的企業観と呼んでおくことにする。

これに対して、もう一つの代表的な企業観が、企業＝社会的制度と把握するものである。企業はほとんどが民間企業であり、本来は私的な性格を持つものであるが、その一方で、企業の中でも特に株式会社は巨大化することでその行動がさまざまなステークホルダーに影響を与える存在となり、企業は社会的な性格を持つようになる。企業の累積的な変化を視野に入れて分析しようとしたのがT.ヴェブレンなどのアメリカ制度学派であるが、そうした研究の成果として、バーリ＝ミーンズの準公的会社論やドラッカーの大企業論を挙げることができる。特にドラッカーは、巨大株式会社は現代社会において決定的、代表的、構成的制度になったと把握し、そうした企業の性格は経済的機能のみならず社会的機能、統治的機能を果たす存在だとした。これは近年のステークホルダーを重視する考え方にも通じる内容である。こうした見方をここでは制度説あるいは制度的企業観と呼んでおくことにする。

以上の2つはよく取り上げられる代表的な企業観ということになるが、この他にも多様な企業観が提起されている⁷。

2. 「家」的企業観

日本企業の特徴を表した企業観はいくつかあるが、その中でも日本社会でしばしば言われてきたのが、企業は「社会の公器」という企業観である。この見方は松下幸之助等によって戦前から主張されており、企業は特定の所有者のものではなく、社会のものだという意味で使われている⁸。つまり企業は社会からの預かり物であ

7 企業観あるいは企業概念としては、以下のものがある。吉森は、米英を株主利益中心の「一元的企業概念」、独仏を資本と労働の均衡を図る「二元的企業概念」、日本を利害関係者の長期的利益を考慮する「多元的企業概念」と3つを挙げている。稲上は同様に「伝統的モデル」、「洗練された株主価値モデル」、「多元主義モデル」を挙げている（勝部 2004年、pp301-302）。これに対して、加護野他は基本的な会社観として会社用具観と会社制度観の2つを提示し、このうち前者をさらに一元的用具観（株主用具観、従業員用具観、経営者用具観の3つ）と多元的用具観の2つに分類している（加護野他 2010年）。また三戸浩は企業を「社会的器官」と把握すべきだと主張している（三戸 2018年）。同じく三戸他は6つの企業観を提示している（三戸他 2018年）。

8 PHP総研の亀井善太郎氏は、松下が自分で儲けたものを税金としてなぜ支払うのか悩んだ際に、企業に必要な人材、土地、資源は「社会からの借りもの、預かりもの」であることに気づき、それで企業が運営されていることから、企業は社会の公器だと松下は考えたのだと解説している（<https://kyoshin-print.co.jp/magazine/?p=6077>）。また松下（2005年）、PHP総研（2018年）を参照。日本生産性本部（2009年）は「企業という存在は、外にあっては社会という共同体の一員として、内にあっては、従業員が協働する場とい

り、社会に貢献するためにこそ存在するのだという経営思想である。経済同友会も1956年に発表した第9回大会決議で「企業は、今日においては、単純素朴な私有の域を脱して社会諸制度の有力な一環をなし、その経営もただに資本の提供者から委ねられておるのみではなく、全社会から信託されるものとなっている」と指摘し、直接的な言葉は用いられていないが「企業は社会の公器」であることを宣言している⁹。こうした主張は企業の使命や理念、あるいは目的とも関係する¹⁰。そして企業を「社会の公器」とする企業観は、上述のドラッカーの制度論的企業観にもそのまま通底する内容だと言ってよかろう。ただし、「社会の公器」論はもう少し別の次元でも使われている。実は株式会社が上場して公開会社になると「社会の公器」になったとよく言われる¹¹。これは特定の株主だけではなく広く社会に開かれた会社となり、様々な関係者に影響を与える存在になるという意味で使われている。

ところで日本企業の特質を捉えた代表的な理論としては「家」論がある。これは日本的経営を説明する有力な理論となっている。三戸公は、日本企業は資本の論理とともに「家」の論理が貫徹していると言い、これが日本企業をして欧米のそれとは異なる経営の特徴を生み出していると言及する。日本の企業観を見ていく上でも「家」はキーワードになると考えられるが、そもそも「家」とはどのような概念か。それをまず確認しておこう。

「家」とは血縁集団ではなく生活集団＝経済集団のことをいう¹²。つまり経営と家計の合体した共同体であり、そこに属する人々は生産と消費を一体となって行

う共同体そのものとして位置づけられる」として、「社会の公器」としての企業の在りようを再構築すべきだと提言している。またオムロンは企業の基本理念に「企業の公器性」を掲げている。現在は「総合レポート」に統合されているが、2004年から2011年まで「企業の公器性報告書」を発行していた。また十川は「日本的企業観とは、本来株式所有の構造から企業は株主から切り離された存在としてとらえられ、顧客・ユーザー、従業員のために経営されるべきものであるという考え方にはほかならない」と指摘している(十川 2017年、p43)。

9 経済同友会 1956年

10 近年、企業は何のために存在するのかという存在意義や、あるいは企業の使命とは何かといった点が改めて取り上げられるようになってきている。こうした点も企業観と深く関係する。フランスではダノンが初めて「使命を果たす会社」として認められて注目された(林 2021年)。また「パーパス経営」ということが盛んに言われるようになってきている。

11 未上場会社をmy company(自分の会社)と呼ぶのに対して、上場会社はyour company(株主の皆さんの会社)と呼ばれる。株式公開によって特定の株主のものではなくなるからである。上場することはgoing publicと言い、上場を廃止することはgoing privateと言う。上場会社が開かれたpublicなものであることを示している。ただし、松下などが言う「企業は社会の公器」は、上場しているか否かとは無関係に論じられており、企業が本来的に存在する意義を示すものと解すべきであろう。

12 「家」とは経営体のことを指しており、日本語で日常的に使われている家とは異なる概念である点に注意が必要である。日本語の家は、基本的には血縁関係で結ばれている家族あるいは家族が住む建物のことを指しており、それは英語で言えばfamilyやhouseに該当する。

う。これが家共同体である。ヨーロッパでも資本主義以前はこうした家共同体は存在していたが、資本主義の発展は家共同体を解体させ、家計と経営は分離する。日本も明治になって資本主義社会となり、同じく家共同体は解体の方向に進んだ。ところが、資本主義が大きく発展した現代の日本企業において、本来ならば完全に無くなっているはずの家共同体の論理すなわち「家」の論理を見いだすことができるのである。そのため現代日本の企業は「家」だと言うことができる。

さて、日本の「家」は、以下のような経営原則をもつ¹³。

- ①「家」は経営体であり、その目的は維持繁栄である。
- ②「家」の成員は家族と非家族から成り、「家」の繁栄は家族の繁栄となる。
- ③「家」には家長がいて、家産と家族を統督して家業を営む。
- ④「家」は親子関係で成り立っており、親の専制・恩情の命令に対する子の絶対服従、そして親の子に対する庇護の関係である。
- ⑤「家」の組織原則は階統制と能力主義である。
- ⑥「家」では家族は教育され、躰けられる。
- ⑦「家」の存続のためには、家訓・家憲が作られ、家風を形成する。
- ⑧「家」の拡大は、分家・別家を生み、同族団を形成する。
- ⑨「家」はウチとソトの意識を生み、格が重視される。

日本企業は、資本の論理に加え、上記のような「家」の論理が絡まることで日本的経営と呼ばれる独特の経営慣行を生み出してきた¹⁴。具体的には、新規学卒一括採用で新入社員を採用し、教育訓練によって社風に合った人材を育成し、従業員との間に専制と恩情そして庇護の親子関係を築き、「家」である企業の維持繁栄を目指す。そして「家」の維持繁栄は、そのまま従業員にとっての繁栄となるため、日本企業は経営者と従業員を中心とする運命共同体という性格をもつことになる。つまり会社と従業員は一心同体であり、「会社は永遠」のものと観念される。こうし

13 三戸公、1984年、1991年、1994年を参照。なお、三戸は「家」は三層構造になっており、familyを中心とした「家」、その上位に企業などの「家」、最上位には国家という「家」があると言う。企業は、最上位の「家」である国家のためにわたしを捨てて尽くさねばならない存在であると位置づけられている（家の論理Ⅰ，p53）。ここには日本社会における「公と私」の関係が見て取れるが、これは松下などが言う「企業は社会の公器」とする見方とはまた異なるものだと考えられる。

14 日本の経営は、前近代的・前資本性的経営としての「家」経営を指すのではなく、近代的経営ないし資本制的企業の特異日本型を指す。古くからある「家」ないし「家」経営そのものは、日本的経営とは言わず、日本的経営の源流として把握されるべきものである。したがって、日本的経営は、わが国で最初に近代的な経営を導入した紡績業のような大企業において初めて成立すると指摘されている（三戸 1991, p138-141）。

て日本企業は人事労務管理の慣行を中心に欧米企業のそれとはかなり異なる特徴を有し、さらに同じ株式会社制度を採用しながらも、株式会社の本来の姿とは明らかに異なる、「日本的株式会社」と呼べる実態をもつ。そのため日本企業では企業間関係やM&Aをめぐる考え方においても、「日本的」な特徴を見いだすことができる。

説明が若干長くなったが、上記のような「家」としての特徴をもつ日本企業の把握をここでは「家」的企業観と呼ぶことにする。

III. 戦後の企業買収の歴史と企業観

1. 旧財閥企業に対する株買い占めと「家」的企業観

最初にわが国の企業観について見てきたが、ここでは本稿のテーマとなる日本の企業買収と絡めて企業観についてさらに議論を進めることにしたい。特に重要なのは企業買収と企業観との関係である。上記の「家」的企業観が企業買収においてどういう意味をもっており、如何なる影響を与えてきたのかをいくつかの事例を挙げて検討することにしよう。

ここからは企業買収について問題とするが、その前に少し言葉の整理しておく。M&Aとは Merger (合併) と Acquisition (買収) のことであり、一般的には、企業の支配権の移転や影響力の行使を含む経済行為を指して用いられる。前者の合併は、複数の会社が1つの会社に合同されるもので、吸収合併と新設合併がある。後者の買収は、一方が他方の経営権を買い取ることを意味し、これには友好的な場合と敵対的な場合がある。したがって、ここで企業買収とは、相手企業の株式を買い取ることで経営権、支配権を掌握することを指して用いる。歴史的に見れば、わが国でも戦前からこうしたM&Aは盛んに行われてきた¹⁵。M&Aは日本の資本主義発展に大きく貢献してきたと言えるが、ただし、M&Aのすべてが肯定的に見られたわけではなく、事業拡大のためのなり振り構わぬ強引な企業買収はやはり批判的に見られていたことも事実である¹⁶。

15 資本主義の発展にともない、20世紀初頭には紡績業、電力業などで合併が積極的に行われ、30年代には製鉄、製紙、麦酒などの業界で大型合併を通じて事業再編が進んだ。戦後も、60年代には八幡製鉄と富士製鉄の合併など大型合併が相次いだ。また、戦前の財閥などの形成過程においては、企業買収も盛んに行われた。

16 戦前、合併と買収を繰り返して「強盗慶太」と呼ばれたのが鉄道王・五島慶太である。彼は西武・東武を除く首都圏のほとんどの私鉄、そして地下鉄も傘下に収めた「大東急」の創始者である。三越の買収には失敗したが、戦後、名門・白木屋の買収には成功した。他方、西武鉄道の創始者で「ピストル堤」と呼ばれたのが堤康次郎である。彼は土地を中心に買収を繰り返し、ホテル・流通などの事業を拡大した。両

さて、戦後のわが国の企業買収を見る上で、最初の事例としてまず取り上げなければならないのが、日本社会が混乱した時代に起こった旧三菱財閥系の陽和不動産の株式買占め事件である。財閥解体によって旧三菱財閥本社の不動産部門は1950年に陽和不動産と開東不動産の2社に引き継がれ、三菱本社は解散した。その陽和不動産の株式が相場師（投機師）の藤綱久二郎によって買い占められた。陽和不動産は丸の内一帯の土地を本社から引き継いでおり、この買い占めに旧三菱系各社の首脳は危機感を強め、同社株式の買い戻しに動くことになる。高値で買い取られた同社の株式は、銀行を中心に旧三菱系各社がそのまま保有することになった。そして1953年、三菱地所がこの2社を合併した。

この買い占め事件は、日本の企業観を考える上で象徴的な出来事だったと言える。なぜなら経営体である「家」の経営原則①は、すでに見たとおり「家」の維持繁栄である。そのため、経営原則⑨とも関連するが、「家」である企業が外部の勢力によって株式を買い占められ「乗取り」に合うことは論外であり、絶対に認められない。企業にとっては維持繁栄こそが第一義だからである。財閥時代は持株会社を頂点とする閉鎖的な所有状況であったのでそうした「乗取り」の心配はなかったが、財閥解体後は混乱した株式市場の中で、油断していると買い占めはいつでも起こりえることをこの事件は期せずして教えてくれたと言ってよい。したがって、この買い占め事件はその後の企業集団における本格的な株式持ち合い→安定株主構造の流れを作る大きな契機になったと言われている。株式会社は本来、過半数の株式を所有するものが支配権を掌握することを制度的な特徴とする。しかし、それでは株式を大量に買われると支配権を奪われることになる。そうした外部者による支配を実質的に抑止し内部者による支配権を維持する装置が、戦後の企業集団をはじめとする日本企業が採用した株式持ち合い→安定株主構造であった。企業集団を構成する仲間の企業であれば持ち合い株を勝手に売ることはなく、お互いが株主総会ではサイレントパートナーとなる。つまり株式を長期保有してくれる友好的な安定株主にはめ込むことによって、日本企業は株式会社形態を採りながらも株式会社の所有の機能を封殺する構造を作り出したのである。これは日本企業が「家」であり、「家」の維持繁栄を第一義とする経営体であるからに他ならない。

ついでに言えば、財閥解体後に旧財閥系企業が再結集して企業集団が形成されたが、これもまた「家」の経営原則⑧に則ったものであり、企業集団＝同族団と見做

者はその手段を選ばぬ強引さゆえに上記のような呼び方がされたのであるが、最後にこの二人は「箱根山戦争」で激突した。箱根を舞台にした「交通戦争」は、20年の歳月を経て終結に至った。鍋島（2006年）、太田（2012年）を参照。

すことができよう。ワンセット主義と言われる日本の企業集団は、世界でも特異である。同じく企業系列も日本の企業間関係における「家」的な特徴の1つであり、親会社―子会社―孫会社と連なる上下の関係はまさに親子関係である。経営原則④の親子関係は、企業内部における従業員との関係だけではなく、企業間関係においても同様に看取できるものであった。

2. 「日本的買い占め」の論理と「家」的企業観

日本企業には「家」の論理があり、「家」的企業観が重要な意味をもつことを見てきたが、それ故に企業を外敵から守る防波堤としての役割が株式持ち合い＝安定株主構造には期待されていた。

しかし、企業が発行する株式のすべてが安定株主化されていたわけではなく、市場に流通する浮動株を買うことは当然ながら可能である。そうした中で、安定株主化がそもそも十分にされていなかったり、あるいは業績に比べて株価が低いといった、企業の側に何らかの問題やスキがあればそれを狙って株式を買い進めようとする投資家、投機家が現れてくる。株式を次々に買って持株比率が過半数を超えれば企業買収が成立することになるが、実はそうした買収が成功して経営権が移動したという話はほとんど聞かない¹⁷。買収側には最初から企業を乗っ取って自分が経営する意図はないからである。それでも株式を買い集める理由は、その株式を発行会社に高値で買い取らせて、その利ざやを稼ぐためである。奥村宏はこれを「日本的買い占め」と呼んだ。この「日本的買い占め」とは、会社側が引き取ることを目的にして、あるいはそれを期待して株を買い占めることをいう¹⁸。

最初に紹介した陽和不動産の株買い占めの事例はその典型的なものであるが、その後も同様の買い占め事件は数多く見られた。その中でも仕手筋と呼ばれるグループによる買い占めが多発した。株を買い占めて高値になったところで売り抜けるというのが本来の仕手であるが、むしろ買い占めた株を相手に引き取らせることが盛んに行われた¹⁹。買い占められた側の企業はそうした事態に無関心でいられずはず

17 コーリン産業（当時、後の光進）による国際航業の株買い占めは経営権取得にいたった数少ない事例である。しかし、会社を食物にしたあげく、最終的には投資家側リーダーは逮捕されるに至った。誠備グループによる宮地鉄工所の株買い占めは、実に80%近い株式が買われ経営参加にまでいたったが、こちらも投資家側リーダーの逮捕で失敗に終わっている。

18 奥村 1991年、1994年。

19 1970年代から80年代にかけて多くの企業が買い占めのターゲットになった。誠備グループによるゼーゼル機器、宮地鉄工所株などの株買い占め、ビデオセラーグループによる不二家、森永製菓などの株買い占め、日本土地グループによる三井東圧化学、豊田自動織機などの株買い占め、光進グループによる蛇の目ミシン、国際航業、藤田観光などの株買い占め、医療法人十全会による高島屋、朝日麦酒、宝酒造、京都

はなく、たとえ真の目的が「乗っ取り」ではなかったとしても、結局は買い占められた株式を高値で引き取ることになる。こうして買い戻された株式は、その後、安定株主にはめ込まれていった。

では何故こういう「日本的買い占め」が行われてきたのであろうか。奥村はその理由を安定株主工作にあるといい、もし安定株主工作がなかったら、「日本的買い占め」は起こらなかったであろうと指摘する。そしてこの考えを補強するものとして日本的な会社観があるとして、日本の会社は「城」であると論じている。しかし、この説明には納得できないものがある。すでにここまで論じてきたとおり、日本企業は企業集団などの企業間結合を進め、同時に会社を守っていくための装置として安定株主構造を構築していった。買い占められた株式を高値であってもわざわざ買い戻すのは、企業の維持存続を最優先する「家」的企業観があるからに他ならない。この「家」的企業観に基づき安定株主工作が行われ、企業防衛の手段となっているのである。逆に、安定株主工作を止めて誰でも好きなだけ株を買えるようにすれば、買い占めはなくなるのではなくむしろさらにエスカレートするだけの話であろう。つまり「日本的買い占め」を誘発する元凶は安定株主工作にあるのではなく、犠牲を払ってでも株を買い戻そうとする日本企業の姿勢にこそあると言うべきである。ここに「家」的企業観の存在を見て取ることができる。すなわち「家」的企業観こそが「日本的買い占め」の前提になっているのである。

3. 敵対的買収と「家」的企業観

日本企業を対象とする買収は、買収側と被買収側の考えが一致すれば問題なく実行できたが、何の合意もない一方的な株買い占めは「乗っ取り」として忌避された。そのため、70年代から80年代に頻発した株買い占めは「日本的買い占め」と呼ばれたように、最後は銀行などが肩代わりするか買い戻させることを主に狙ったもので、日本企業における「家」的企業観を逆手に取ったものであった。こうした手法はM&A用語でいうところのグリーン・メール（Green Mail）である。このようにわが国では戦後、M&Aは行われてきたものの、合意なしの一方的な敵対的買収はほとんど行われなかった。

しかし、時代は大きく変化していく。80年代後半になると、これまでとは異なり本来的な意味での敵対的買収と呼べるM&Aの事案が登場してくる。図表1. は、わが国の敵対的買収を時系列で示したものであるが、この表を見ると敵対的買収が

銀行などの株買い占めの事例などがあるが、買い占めの対象となった会社の数は極めて多い。1989年の「株主総会白書」によれば、当時、上場企業の1割近い154社が買い占めにあったとされる。

起こったのは85年以降の時期と2000年代以降の時期であることが分かる。前者はちょうど日本経済がバブル景気に沸いた時期と重なる。土地と株式が高騰し、企業も財テクなどを盛んに行うようになっていた。その後の90年代はバブルがはじけて「失われた10年」と言われるようになるが、この時期は敵対的買収はほとんど見られず、言わば空白期となっている。そして後者の2000年代以降は、日本企業をめぐる社会経済情勢が80年代までのそれとは大きく異なる時代である。毎年のように敵対的買収が見られ、しかも社会的に大きな衝撃を与えたライブドア事件なども起こっている。すなわち前者と後者では、時期が単に異なるというだけでなく、同じ敵対的買収ではあっても質的な違いがあるのではないかと考えられる。それを確かめる意味でも、ここではまず、80年代後半のバブル経済までの時期を対象に、敵対的買収と企業観の関係を見ておくことにしよう。

図表 1. 敵対的買収事件の歴史

1985年	ミネベア対三協精機
87年	コスモポリタン対タクマ、コーリン対国際航業
88年	高橋産業対宮入バルブ製作所、秀和对忠実屋・いなげや
89年	ブーンピケンズ対小糸製作所
2000年	エム・エイ・シー (MAC) 対昭栄
03年	スティール・パートナーズ対ユシロ化学工業、スティール・パートナーズ対ソトー
04年	複数の投資グループ対宮入バルブ製作所、三井住友FG対UFJ・HG
05年	ライブドア対ニッポン放送、夢真HG対日本技術開発、楽天対TBS、MAC対阪神電鉄
06年	王子製紙対北越製紙、ドン・キホーテ対オリジン東秀
07年	スティール・パートナーズ対ブルドッグソース

出所：渡邊2007年、P145-146に一部データを追加。

注) HGはホールディングス、FGはフィナンシャルグループの略。

図表 1. では80年代後半に起こった敵対的買収として1985年のミネベア対三協精機、87年のコスモポリタン対タクマ、コーリン対国際航業、88年の高橋産業対宮入バルブ製作所、秀和对忠実屋・いなげや、89年のブーンピケンズ対小糸製作所と6件が挙げられているが、敵対的買収と言っても内容的には大きな違いがある。87年のコスモポリタン対タクマ、コーリン対国際航業の2件はすでに述べた仕手筋による買い占めという性格をもっていた。また89年のブーンピケンズ対小糸製作所は、経済摩擦を背景とする日米構造協議が行われている中で起こったが、これもピケンズがグリーン・メーラー (Green Mailer) と呼ばれる人物であったことから、前

の2件と内容的にはほぼ共通する内容であったと言える。これに対して85年のミネベア対三協精機、88年の高橋産業対宮入バルブ製作所の案件は、買収側が事業会社としての業務拡大を目指した企業買収である。また同じく88年の秀和对忠実屋・いなげやは、不動産会社・秀和による流通再編を目指したものである。そのため、この3つは、いわゆる単純なサヤ取りを目的とした事例ではなく、事業会社による広い意味での経営戦略的な観点から行われたものと見ることができる。この3つの事例の概要は以下の通りである。

<ミネベア対三協精機製作所>

1985年、日本のM&Aの先駆者と呼ばれた高橋高見氏が率いるベアリング大手のミネベアは、オルゴールで世界トップを占める精密機器メーカーの三協精機製作所（以下、三協）の株式約19%を取得して筆頭株主となり、業容の拡大を目指して対等合併することを要求した。しかし、三協側は、このミネベアの合併提案を直ちに拒絶した。その理由は、「大きいことは力だというミネベアの考え方とは経営理念が根本的に違う。当社は海外への生産シフトなど独自の経営路線を歩んでおり、合併してもメリットはない」（山田社長、当時）という点であった²⁰。そして三協はメインバンクの八十二銀行や三菱銀行、日本興業銀行などの金融機関、取引先などの株式買い増しで安定株主比率を高め、全体の6割を確保した。また、同社の労働組合は「ミネベアとの合併に絶対反対」という正式声明を2度発表し、対決姿勢を鮮明にした。こうした状況下で、ミネベアは三協との合併を断念し、88年3月に三協株をすべて同社の子会社に売却した。ミネベアはTOB（株式公開買い付け）による買収もちらつかせながら合併を迫ったが、この交渉の最中に、逆に自社が外国企業（トラファルガー・ホールディング社とクレン・インターナショナル社）から株式約23%を取得されて買収を仕掛けられるというおまけまでついた。なお、三協はミネベアの買収撤退からほとんど間を置かず三菱銀行の仲介で新日本製鉄（現：日本製鉄）と業務提携を行い、ミネベアが手放した三協株は最終的に新日鉄が引き取ることでこの買収劇は幕を閉じた²¹。

<高橋産業対宮入バルブ製作所>

1988年、家庭用ガスコックを製造する高橋産業は、東証2部上場の宮入バルブ製作所の株式の50%超を取得することで、同社への経営参加を要求した。高橋産業は売上高4億円、従業員12名の中小企業であるが、最初は宮入株が同業他社よりも株

20 「日本経済新聞」1988年3月31日付朝刊。

21 ミネベアからの敵対的買収を退けた三協精機は、新日鉄が筆頭株主となり経営再建を目指したが業績は回復せず、2003年に日本電産が買収することになった。日本電産傘下となって、業績は改善し、2005年には日本電産サンキョーに社名が変更された。

価が著しく割安だったことから純投資目的で株式を買い進めたという。87年6月に16.7%の株を取得して筆頭株主となり、自社の製品を販売してほしいと宮入バルブに業務提携を申し入れたが受け入れられなかったため、今度は株式を過半数まで買いますことで経営権を奪取する企業買収に舵を切った。そこで高橋産業は最初に述べたように50%超の株式を掌握して経営参加を要求したのであるが、株主総会を目前にして宮入バルブ側が第三者割当増資を行って対抗してきたため、持株比率が過半数を割り込み経営参加の提案は総会で否決された。高橋産業はそれでも諦めず、翌89年の株主総会で両社は再び経営権をめぐる争うことになったが、ここでは実に0.2%という僅差で宮入バルブ側が勝利した。この間、宮入バルブの労働組合は高橋産業による買収に一貫して反対し、特に労働組合が主要な株主に協力を要請してまわったことなどが株主総会での会社側勝利に大きく貢献した。その後、宮入バルブは2度目の第三者割当増資によって50%を超える安定株主化を行ったため、高橋産業は総額40億円を投じ株式の47%を掌握した買収から、撤退すること決めた²²。

<秀和对忠実屋・いなげや>

1989年、不動産会社の秀和は、東証1部上場の中堅スーパーである忠実屋の株式33.34%、同じく東証1部上場の中堅スーパーであるいなげやの株式21.44%を取得し、同じ中堅スーパーであるライフストア、長崎屋との4社での合併を提案して流通業の再編を目指した。これに対して、忠実屋、いなげやは秀和のこの提案を拒絶し、両社での業務提携を進めることで合意し、対抗措置としてお互いに第三者割当増資を行うことを決めた。これに対して秀和は差し止め請求を行い、裁判所は秀和側の主張を認める決定を下した²³。そのため、増資によって秀和の持株比率を下げることはできなくなった。これに対し忠実屋、いなげやは条件が合えばということで株式の買い戻しを打診したが、秀和側は「株買い取りには応じない」姿勢を崩さなかった²⁴。また、両社の労働組合は秀和の提案には強く反対した。こうした中、買収側の秀和は90年代に入りバブル経済の崩壊で資金繰りが厳しくなり、これ以上買収を続けることが難しくなった。他方、被買収側の忠実屋は91年に大手のダイエーと資本・業務提携し、さらに94年にはダイエーに合併された。またいなげやは秀和

22 「日経産業新聞」1989年7月17日付、「日経金融新聞」1990年4月6日付。

23 この第三者割当増資が認められなかった理由は、新株の発行価格を市場のそれよりもかなり低く設定されており「有利発行」にあたる。また業務提携をする目的であっても資金の必要性がなく、その上、相互に株式を発行するため実際には資金はほとんど手元に残らないことになり、今回の増資は支配権維持のためだけに行われるものであり「不公正発行」にあたるという2点である。

24 「日経金融新聞」1990年4月11日付。

がそのまま筆頭株主であったが、2002年に秀和はいなげやの株式約26%をイオンに譲渡した。

さて、この3つの事例は、細部においては多々異なる点はあるが、買収目的はサヤ取りを狙った従来型の「日本的買い占め」ではなく、いずれも経営権を獲得することが主たる目的であった点で共通する。また買収側が被買収側の事前の合意なく株式を買い、また株を買い進めており、明らかに敵対的な買収である。確かにいずれの買収も最後は失敗しているが、これまでよく見られた企業買収のタイプとは明らかに異なる。したがって、日本の企業買収において敵対的買収という新しい流れが出てきたと言ってもよいであろう。

しかしまた、その一方で、この3つの事例が買収に失敗した理由を見ると、そこにはいずれも被買収企業において「家」的企業観があることを指摘できる。列挙すると以下のようなになる。①「家」である企業の維持存続を第一にしており、第三者割当増資や安定株主工作で必死に防戦する。②「家」は労使一体となった運命共同体であり、そのため労働組合も一緒になって買収には必死に抵抗する。③メインバンクを始めとする銀行が安定株主として存在し、防衛のために株式を買い増したり、また資金面からも企業を強力に支援する。この3つが基本であり、秀和による買収では業界団体も反対の声明を出した。

以上のことから明らかなように、「家」的企業観のもとでは、買収企業が株式を過半数集めることはかなり困難であり、資本の論理で進めようとするとき大きな抵抗を受ける。例え、経営の論理においては買収の目的や構想が合理的な内容であったとしても、それで受け入れられるわけではない。「金にものをいわせて土足で人の家に入り込んでくる」といったイメージを持たれてしまい、買い占める方が最初から「悪」と見られてしまうのが実態であった²⁵。逆に言えば、この3つの買収劇が起こった80年代後半のバブル期においては、日本企業においては「家」的企業観が

25 1989年7月29日に放送されたNHK「攻防 企業買収～株買い占めの舞台裏」は、高橋産業による宮入バルブ製作所の買収の過程を双方のインタビューも交えながら追いかけた、迫真のドキュメンタリー番組である。その中で、買収側の高橋久夫氏は「今の時代の日本では、株を買っていく方が悪人で、経営者が善人と、（経営の）内容を調べないでそういう感覚しかない。これは行政も、経済界も、一般社会人も皆同じようにそう思っている。遅れているけれど、これは日本の長い慣習だから仕方ない」と指摘した上で、「（買収が）終わって、入れ替わった人が会社をどこまで健全経営にもっていけるか、そこで初めて（買収の是非が）評価される」と自らの考えを述べている。当時、企業論の授業の教材としてこのビデオを学生に視聴させたが、双方の経営者のキャラクターが対照的であったことも関係してか、宮入バルブの大山社長（当時）を支持する感想が圧倒的に多かった。ところが、2000年代に入って同じビデオを視聴させたところ、高橋氏を支持する声もそれなりの数になり、日本の企業経営や買収に対する学生の受け止め方にも変化が出てきていることが感じられた。

支配的だったということである。

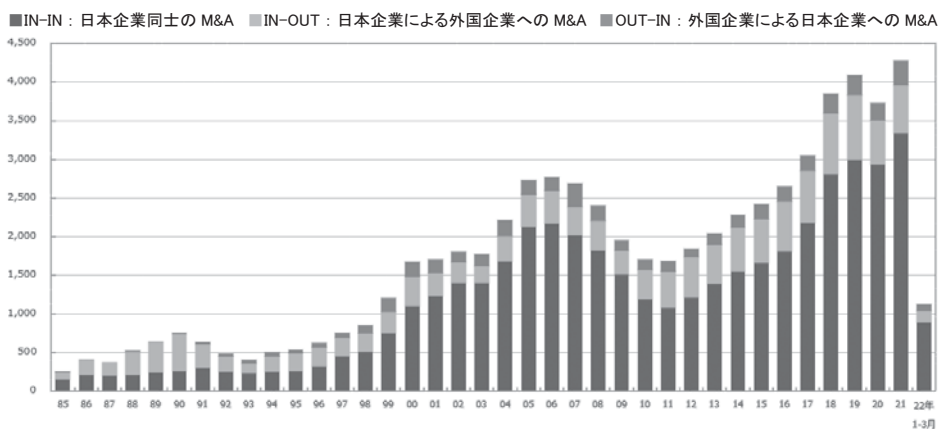
IV. バブル崩壊後の企業買収と「家」的企業観

1. バブル崩壊以降の企業買収の動向と敵対的買収

周知の通り90年代になるとバブル経済が崩壊し、日本経済は不良債権を抱えてその処理に追われ、長い停滞の時期に入る。企業の不祥事なども次々に明らかとなり、それへの対応も含めて株主主権的なコーポレート・ガバナンス論が台頭することになった。そして日本企業の根幹にあった安定株主構造に対する批判の声も大きくなり、安定株主の中核を担っていた銀行などは不良債権処理のために持ち合い株を売却していった。こうした安定株主に代わって日本企業において大きなプレゼンスをもつようになったのが外国人株主である。90年代以降、日本の株式所有構造は大きく転換することになった²⁶。企業を取り巻く経営環境が急速に変化していく中で、日本企業のM&Aをめぐる状況にも大きな変化が見られるようになる。

図表2. は、1985年以降のわが国のマーケット別M&A件数の推移を示したものであるが、90年代前半は年間500件前後だったM&Aの件数が90年代後半から急速に増加し始めたことが分かる。1999年には1,000件を突破し、5年後の2004年には

図表2. 1985年以降のマーケット別M&A件数の推移



出所：MARR Online「グラフで見るM&A動向」（2022年4月4日アクセス）
<https://www.marr.jp/genre/graphdemiru>

26 勝部 2021年を参照。

倍の2,000件を超えた。2006年には2,775件まで伸びたが2008年のリーマンショックで一旦は減少し、その後は再び増加に転じた。2021年の実績は4,280件となっており、この20年ほどで件数では実に4倍の規模になったことになる。このうち国内企業同士のIN-INは3,337件である。また全体の売買金額は16兆4,844億円で、このうちIN-INは3兆870億円となっている²⁷。IN-INは件数ではM&A全体の8割近くを占めるが、金額では2割に届かないという結果である。この数字を見る限り、国内企業同士のそれは金額的に小規模なものが多いことが分かる。何れにしろM&Aが日本の企業経営において重要性を増してきていることがこれらの数字からも見て取れる。

こうしたM&A急増の背景としては、以下のような理由が指摘されている²⁸。第1は、経済環境の変化である。バブル崩壊後の3つの過剰（雇用・設備・債務）に対処するためにM&Aが利用されるようになった。第2は、制度的なハードルが低くなりM&Aが利用しやすくなった点である。規制改革によって97年には持株会社が容認され、98年には大型店の出店の自由化等が認められた。また、企業再編などがやりやすいように法改正が行われた²⁹。第3は、資金的な制約が小さくなった点である。企業の内部留保が厚くなり、銀行だけではなくファンド等からの資金も活用できるようになった。

こうしてわが国ではM&Aの件数が右肩上りで増加することになったが、その中でも特に注目されるのは2000年代に入って敵対的買収が次々に行われるようになったことである。2000年には村上世彰氏が率いる投資ファンド・エム・エー・シー（以下、MAC）による不動産・投資関連の昭栄（現：ヒューリック）に対する日本初の敵対的TOBが実施され、高い関心を集めた。続いて03年には外資系投資ファンドのスティール・パートナーズ（以下、SP社）による金属加工油剤トップのユシロ化学、毛織物染色大手のソトーのいずれも東証一部上場企業への敵対的TOBが実施された。外資も含めて投資ファンドによる「企業買収の時代」に入ってきたことを人々に強く印象づけたが、いずれの案件もTOBそのものは失敗に終わった³⁰。また04年にはメガバンクグループである三菱東京フィナンシャルグループと三井住

27 「マール」2022年2月号（328号）

28 一般社団法人金融財政事情研究会 2021年、pp40-42

29 M&Aに関連する法改正には以下のものがある。97年持株会社の解禁、合併手続きの簡易化・合理化、99年株式移転・交換制度の創設、2001年会社分割制度の創設、金庫株の解禁、02年種類株式の拡大、03年自己株式取得方法の拡大。こうした法制度の改正・進化が企業再編を容易にし、大買収時代を招来させていると指摘されている（辺見・渡邊 2005年、p8）。

30 昭栄、ユシロ化学、ソトー3社のTOBの詳細い経緯については野村證券 2004年、pp52-66を参照。

友フィナンシャルグループの2つが、UFJ・HGの統合をめぐる争うという事態が生じた。そして05年にはライブドアによるニッポン放送に対する敵対的買収が行われ、連日のテレビ報道などにより、企業買収とはまったく無縁だった一般の人たちの間でも高い関心を集め、日本国中がその成り行きを注視した。ライブドアはニッポン放送株の過半数を取得したものの、フジテレビとの間で和解が成立し、最終的に買収は成立しなかった³¹。この他にも、05年には夢真HG対日本技術開発、楽天対TBS、MAC対阪神電鉄等の敵対的買収が次々に行われ、いずれも失敗に終わったものの社会的関心を広く集めた。

2. 王子製紙対北越製紙の敵対的買収と「家」的企業観

2005年だけでライブドア対ニッポン放送を始め全部で6件の敵対的買収が行われ、これは日本の社会でも株主主権的な考え方が大きくなってきていることを人々に実感させるものとなった。ただしその一方で、日本の経営風土には敵対的買収は馴染まないという意見が聞かれたことも事実である。そうした中で起こったのが2006年の王子製紙(現：王子ホールディングス、以下、王子)による北越製紙(現：北越コーポレーション、以下、北越)に対する敵対的買収である。これは日本の大企業が同業他社に対してTOBにより初めて敵対的買収に乗り出したものとして、大きな注目を集めた。確かにファンドや新興のIT企業による敵対的買収の頻発に人々は驚かされたが、今回、王子のような日本の伝統的な大企業が敵対的買収に踏み出したことの衝撃はそれ以上に大きかったと言えよう。

さて、王子は売上高1兆2,138億円、純利益210億円、従業員18,600人(06年3月期、連結)で、名実ともに日本の製紙業界を代表するトップ企業であった。他方、北越は売上高1,536億円、純利益32億円、従業員2,800人(同上)で、業界6位に位置する言わば中堅企業であった。両社の規模はかなり違うのであるが、王子のような業界のトップ企業がわざわざ敵対的買収に打って出るということはこれまでなかったことである。この背景としては、製紙業界そのものがバブル経済崩壊後の厳しい経営環境の中にあり、しかも益々激しくなるグローバル競争を見据えると、業界再編が不可避の状況にあったことが指摘できる。その手段がM&Aであり、実際に製紙業界ではこれまでも上位企業を中心にM&Aが行われてきた³²。今回の王子

31 日本経済新聞社編 2005年、佐山監修・藤田著 2005年を参照。

32 王子は1993年に神崎製紙と合併して新王子製紙となったが、1996年には本州製紙を合併して再び王子製紙に改称し、業界トップの地位を固めた。日本製紙は1993年に十條製紙と山陽国策パルプが合併して誕生した会社で、2001年には大昭和製紙を経営統合した。北越も2000年に三菱製紙と提携し経営統合を目指したが成立せず、その後提携を解消したという経緯がある。桂 2007年を参照。

の買収案は、最新の抄紙機を導入した北越と経営統合するとともに自社の老朽設備を廃棄し、生産力の向上と業界再編を意図したものだと言われている。

王子による敵対的買収の経緯を簡単に纏めると次のようになる。王子はまず、北越に対して経営統合案を示した。この時点では友好的な買収だったと言える。この提案に反発した北越は買収防衛策を発表し、三菱商事との間で資本・業務提携を行うこととし、同社に対する第三者割当増資を決めた。対抗策を出してきた北越に対し、王子は正式なTOBによる統合案を北越に提示した上で、三菱商事と北越に第三者割当増資の中止を求めたが受けられなかった。そのため、1株800円（最初は860円を予定）で50%超の株式の取得を目指してTOBを実施することにした。他方、北越は1株607円で第三者割当増資を行い、これによって三菱商事が北越の24.4%の株式を持つ筆頭株主となった。ところがここで伏兵が現れ、業界第2位の日本製紙が北越の株式8.85%を取得し、王子によるTOBを阻止する行動に出た。これによって北越を支持する三菱商事と日本製紙で合わせて約34%の持株比率となり、王子によるTOBは実質的に困難な情勢となった。王子がTOBで取得した株式は最終的には僅か5.33%に留まり、今回の敵対的買収は失敗に終わった。

この王子による敵対的買収は、最初から強引に株式を買い占めて支配権を獲得するといった方式は採らなかった。株式をまず一定数買い揃えた上でTOBをかけるか、あるいは最初からTOBで一気に支配権を手にするというシナリオも考えられ、もしそのようなやり方をしていれば今回の買収が成立した可能性はなくはないであろう。しかし、買収側の王子は敢えてそうすることはせず、「日本的な手法に欧米型のTOBを加える」という「日本型M&A」の方式を採った。つまり最初から「資本の論理」で全面突破していくのではなく、まずは経営統合のプランを相手側に打診するというソフトなやり方で攻略することにしたのである。逆にそのために、被買収側の北越に、買収防衛策を準備する時間を与えてしまったとも言えよう。しかし、それはそれとして、この買収劇から浮かび上がってくるのは北越ならびに北越のステークホルダーの間に、「家」的企業観が強く共有されていた点である。簡単に言えば、「家」を乗っ取ることは絶対に認めないというスタンスである。

まず北越はこれまでも自主独立路線を取ってきており、それを堅持したいという考えが強かった。また、小さいながらも業界の中でも高い生産性を上げてきたという自負もあった。そのため、今回の統合案には最初から激しく反発した³³。そして

33 北越の三輪社長（当時）は、「(工場が大きな被害を受けた) 1964年の新潟地震以来、歯を食いしばり自分たちの力でがんばったという自負がある。人の力でなく自分で汗をかきながらモノを作るというのが我々

北越のステークホルダーもまた会社と一体となってこの買収案に強く反対した。最初に株主であるが、三菱商事、日本製紙は言うまでもなく、取引銀行である第四銀行、北越銀行などの金融機関はいずれも王子のTOBには賛同せず、北越にとっては強固な安定株主の役割を果たした。従業員に関しては、北越製紙労働組合が「地域に根ざした独立メーカーとして歩んできた北越と組合員の誇りを踏みにじる」「組合員の生活と利益に重大な悪影響を及ぼす可能性があり、到底受け入れられない」として王子の統合に強く反対する声明を発表した³⁴。また同業他社で業界2位の日本製紙グループは、北越の株式を購入することで業界トップである王子のTOB阻止に動き、同社の中村社長（当時）は「王子による買収強行は製紙業界の秩序を乱す恐れがある」と合併案には強く反対した³⁵。次に需要家サイドである日本印刷産業連合会は、(1)寡占化で価格の選択肢が狭まる、(2)近年繰り返した一方的な値上げで印刷業界は不利益を受けている、(3)合併後の市場占有率が独占禁止法に抵触する恐れがあるとして、王子と北越の統合に反対する声明を決議した³⁶。さらに地域社会からの北越を支持する声は強く、新潟県知事、新潟市長、長岡市長も、王子のTOBを疑問視するコメントを出している。同じく長岡商工会議所の田村会頭（当時）は「北越製紙は長岡が発祥の地。登記上の本社は長岡にあり、長岡、新潟県に対する思いは深いし、地元とのつながりも深い。こうした長岡との縁から、北越を支援するという思いを率直に伝えなければならない」と述べている³⁷。言わば地域社会をあげてすべてのステークホルダーが北越を応援するといった状況であった。

今回の王子による買収提案を冷静に見ると、わが国製紙業界の厳しい現状を前提にすれば必ずしも不合理で独善的な内容だったとは考えられないし、最初から強引にTOBをかけるといった荒っぽい手法を採ったわけでもない。しかし、提案の中身がたとえ合理的なものであったとしてもそれで相手に納得してもらえない。経済合理性とは別の論理があり得るからである。特に、長く地域に根ざして事業をやってきた北越という会社は「家」的企業観がそのまま当てはまるものであったとすることができよう。北越を守るという1点においてすべてのステークホル

の企業風土だ。王子紙の子会社になると、従業員の士気が一気に下がる」、「カネと力を振り回してねじ伏せるようなやり方には徹底的に対決する」と述べている（「日経金融新聞」2006年7月25日付、「日本経済新聞」2006年7月24日付朝刊）。

34 「日本経済新聞」2006年7月31日付朝刊。

35 「日本経済新聞」2006年8月4日付朝刊

36 「日本経済新聞」2006年8月9日付朝刊。

37 「日本経済新聞」2006年8月19日付朝刊。

ダーの力が糾合されたのである。特に注目すべきなのは、経済合理性に基づき自らの利益を最優先するはずの株主が、そのように行動しなかった点である。王子は市場価格に高いプレミアムをつけて株式を買い取ろうとしたわけであるが、北越の安定株主はみな売ろうとはしなかった。例えば、北越株3.65%を保有する日本興亜損害保険は、「保険取引を含め北越との関係は親密。株を売ることは想定しにくい」と語っている³⁸。また、取引業者の中には、TOB阻止のために、800円台に上がった北越株をその後下落することを覚悟でわざわざ買い増す者もいたという³⁹。TOBは、株主が自らの経済的利益を最優先するからこそ可能であり、高い価格を提示されても売ろうとしない株主がほとんどだとするとまったく意味を成さないものとなる。株主は企業を守るために目先の経済合理性を犠牲にしたとも言えるが、逆にそうなる北越は将来的にそれに見合うだけの成長を実現し、株主に報いる覚悟も求められよう。何れにしろ、この買収劇を通じて、日本企業における「家」的企業観の存在を改めて認識させられることになった。そして興味深いのは、被買収側の北越だけがそうなのではなく、買収側の王子にも「家」的企業観が垣間見られたことである。TOBを「不意打ち」的にしたくなかったという篠田社長（当時）の発言はそれを端的に示しているのではなかろうか⁴⁰。欧米ならば躊躇なくTOBに打って出たであろう。

では王子のこの敵対的買収に対して、経営者ならびに企業はどう評価したのであろうか。TOBが失敗した直後に行われたアンケート調査では、主要企業の経営者の77%が「敵対的買収を経営手段として考えない」と回答し、敵対的買収に対しては否定的な見解を示している。しかし、そうした敵対的買収に否定的な経営者の74%は「友好的買収は積極的に進める」と回答しており、M&Aそのものには意欲的であることが分かる。また敵対的買収が日本で定着しない理由（複数回答）に関しては、「日本の文化になじまない」（51%）と「世界的にも定着していない」（50%）の2つに回答が集中する結果となった⁴¹。また、2008年に、内閣府が上場企業を対象に行ったM&Aの意識に関する調査では、やはり敵対的買収に関しては拒否感が強い結果が出されている（図表3、参照）。国内企業の友好的M&Aの場合は「上

38 「日本経済新聞」2006年8月2日付朝刊。

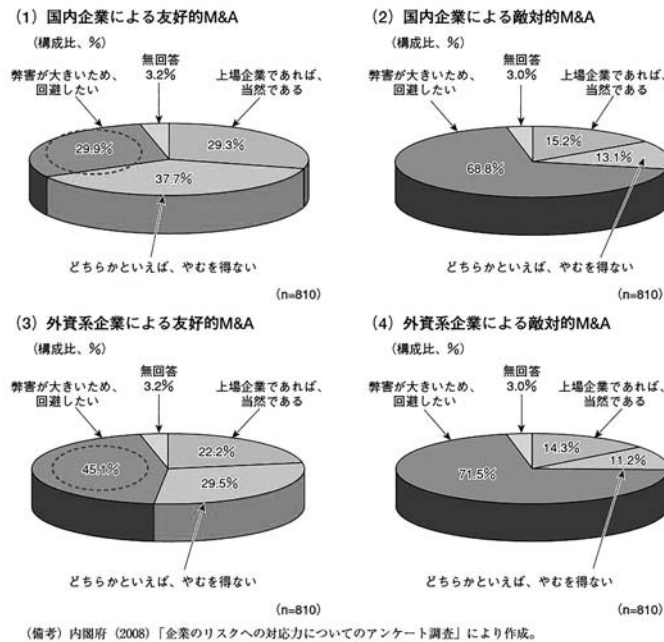
39 「日経産業新聞」2006年8月21日付。

40 今回のTOBが事実上失敗したことを認める記者会見で、王子の篠田社長（当時）は「『いきなりTOBをやった方がよかったのでは』という声もある。和洋折衷というか、最終的に欧米的な手法になったが、最初の段階では日本的に事を進めようとしていた。そこにやや矛盾があった」、「我々も日本的な企業の域から出ていなかったということ。西洋的にもできたが、あえてそうしなかった」と述べている（「日経産業新聞」2006年8月30日付）。

41 「日本経済新聞」2006年9月6日付朝刊。アンケートに回答したのは、主要97社の企業トップ。

場企業であれば当然」「やむを得ない」と基本的に容認する回答が67.0%であったが、敵対的M&Aの場合はそれを支持する声は28.3%と低い。これが外国企業によるものとなるとさらに下がって25.5%となっている。上場企業にとって敵対的M&

図表 3. M&Aに対する企業の意識



出所：内閣府 (2008年) 「平成20年度 年次経済財政報告」(2022年 1 月 8 日アクセス)

<https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/08b00000.html>

注) 調査の概要は以下を参照。 <https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/08f62030.html>

図表 4. 敵対的買収に対する考え方

	標本数	肯定	否定	平均得点
(1) 株の売抜けで短期的利益を得ようとするのが目的であり許せない	519	41.43%	9.44%	0.45***
(2) 従業員の利益を株主へ移転することになり、士気低下を招く	521	46.07%	10.75%	0.41***
(3) 一般株主の利益を犠牲にすることになる	520	32.69%	14.04%	0.23***
(4) 会社が切り売りされることになる	517	40.62%	10.64%	0.37***
(5) 顧客・供給先の利益を損なう	520	38.27%	11.35%	0.35***
(6) 短期の株価を気にし、長期的視野に立った経営が損なわれる	519	66.86%	5.59%	0.84***
(7) 緊張感をもたらすということで評価する	521	32.63%	18.23%	0.09**

(注) 「肯定」は「全くそう思う」と「そう思う」の割合の合計、「否定」は「全くそう思わない」と「思わない」の割合の合計である。***、**は1.5%で平均得点が有意にゼロと異なることを表している。

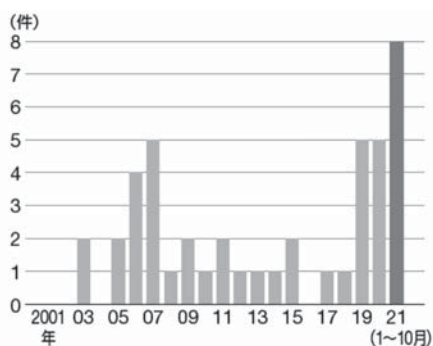
出所：花枝・肯・鈴木 (2010年)

Aは制度上は否定しえないものではあっても、大多数の企業にとっては「弊害が大きい
ため、回避したい」というのが基本的な考え方ということになる。同じく2008
年に実施された上場企業を対象とする調査でも、敵対的買収に対しては「短期の株
価を気にし、長期的視野に立った経営が損なわれる」という回答が平均得点0.84
（肯定66.86%）で最も高く、続いて「株の売抜けで短期的利益を得ようとするの
が目的であり許せない」が平均得点0.45（肯定41.43%）、「従業員の利益を株主へ
移転することになり、士気低下を招く」が平均得点0.41（肯定46.07%）という結
果になっている。敵対的買収は「株の売抜け」になるとは必ずしも限らないのでア
ンケートの設問の仕方には若干気になる点はあるが、この調査でも全体としてはや
はり敵対的買収には否定的な意見が多い結果となっている（図表4. 参照）。

3. 敵対的買収の増加とその特徴

伝統的な大企業が初めて表舞台に登場した2007年の王子対北越の敵対的買収は失
敗に終わったが、そうではあってもこうした挑戦が行われたことの意味は決して小
さくはないであろう。つまり敵対的買収の流れはこれで完全に後退してしまっ
たわけではない。ただ、翌2008年に起こったリーマンショックによる経済的打撃は大
きく、わが国のM&Aの件数は全体として減少することになり、敵対的TOBの数も
同じく減少に転じた。具体的には、敵対的TOBは2007年に5件と大きく伸びてい
たのが、その後は年間1、2件と低迷することになった（図表5.参照）。確かにそ
れから10年ほどは件数としては低調なまま推移していったのであるが、内容的に注
目すべきなのは2007年以降の敵対的TOBの中から成立する案件が出てきたことで

図表5. 敵対的TOBの件数



(注)2021年12月14日時点。公告時点で経営陣の賛同を得ていないケース。
(出所)レコフのデータを基に東洋経済作成

図表6. 2021年の敵対的TOB 8件の内訳

公表日	買収対象	買い付け者	結果
2021年 1月14日	日本アジアG (JAG)	シティインデックス11	撤回
21日	東京製鋼	日本製鉄	成立
27日	日邦産業	フリージア・マクロス	撤回
2月 8日	サンケン電気	エフィジエCMマネージメントPte Ltd	成立
3月17日	日本アジアG (JAG)	シティインデックス11	成立
4月 7日	インベスコ・オフィス・ ジェイリート投資法人	スターウッド・C・G	不成立
28日	富士興産	アスリード・C	撤回
9月 9日	新生銀行	SBIH	成立

(注)2021年12月14日時点。公告時点で経営陣の賛同を得ていないケース。買い付け者は目的会社ではなく実質買い付け者。赤字は事業会社による敵対的TOB。Gはグループ、11はイレブンス、Cはキャピタル、HDはホールディングスの略（出所）レコフのデータを基に東洋経済作成

出所：同左

出所：「週刊東洋経済」2021年12/25-2022年1/1 新春合併特大号

ある（図表6.、図表7. 参照）⁴²。この点は新たな動きとして強調しておかねばならない。そして低迷していたわが国の敵対的TOBの数は19年から再び増加を始め、19年5件、20年5件、21年8件と増大してきている。近年、敵対的買収が多くなってきているという一般的な印象は、この数字からも裏付けられる。本格的な「敵対的買収の時代」に入ってきたと言えるような状況である。

では近年急増している敵対的買収とはどのようなものであろうか。一口に敵対的買収といっても、問題はその中身がどうなっているかである。ここでは大きく注目された敵対的買収の4つの事例を取り上げて見ておこう。

図表7. 2003年以降の敵対的TOB（IN-IN）

買付者	対象会社	成立不成立	日付
夢真ホールディングスVSエイトコンサルタント	日本技術開発	成立	2005/7/11
エム・エイ・シー（MAC、村上世彰氏関連）	新日本無線	不成立	2005/11/21
ドン・キホーテ	オリジン東秀	不成立	2006/1/16
王子製紙	北越製紙	不成立	2006/8/2
ダヴィンチ・アドバイザーズ	テーオーシー	不成立	2007/5/18
HOYA	ペンタックス	成立	2007/5/31
ケン・エンタープライズ（SFCGグループ）	ソリッドグループホールディングス	成立	2007/10/31
ウエルシア関東（グローヴェルホールディングス）	寺島薬局	成立	2008/9/22
エスケイ・キャピタル（SK）[エムワン・キャピタル]、★解消：黒川木徳フィナンシャルホールディングス（KKFHD）	オープンループ（OL）	成立	2009/3/11
大塚隆一氏（日本ラッド会長兼社長）	日本ラッド	成立	2009/6/9
ヘキサゴンキャピタルパートナーズ（買付目的会社：ヘキサゴンホールディングス）、江藤鉄男氏、エフシーインシュランス	ステラ・グループ	成立	2010/11/19
夢真ホールディングス	フルキャストテクノロジー	成立	2011/4/8
投資事業有限責任組合DRCKJ（DRCツー＜DRCキャピタル子会社＞運営ファンド）、投資事業有限責任組合DRC II（同）	コージツ	成立	2011/7/22
PGMホールディングス	アコーディア・ゴルフ	不成立	2012/11/16
プロスペクト（旧グローベルス）	豊商事	成立	2014/12/26
佐々木健二氏（フリージア・クマロス会長）	ソレキア	成立	2017/2/3
日本アジアグループ（JAG）	サンヨーホームズ	成立	2018/4/27
伊藤忠商事（買付目的会社：BSインベストメント）	デサント	成立	2019/1/31
南青山不動産	廣済堂	不成立	2019/3/22
エイチ・アイ・エス（HIS）	ユニゾホールディングス	不成立	2019/7/10
フォートレス・インベストメント・グループ（ソフトバンクグループ＜SBG＞子会社）（買付目的会社：サッポロ合同会社）	ユニゾホールディングス		2019/8/16
オフィスサポート（買付目的会社：シティインデックスイレブンス）	東芝機械		2020/1/19

出所：「敵対的TOB案件と公開買付代理人一覧」「MARR Online」2020年2月4日より一部抜粋

42 2007年に起きたHOYA対ペンタックスは、この表では敵対的買収の事例とされているが、これには若干説明が必要である。2006年に両社は「対等」の精神で合併に合意したものの、2007年に合併比率をめぐってペンタックスの大株主である投資ファンドから批判が出たため、改めて買い取り価格を上げてTOBを実施することとなった。ところが、ペンタックスの経営陣の内紛によって合意していた合併の断念が表明され、事態は迷走することになった。しかし、最終的には新経営陣がHOYAのTOBを受け入れることを決断する。そのため、ペンタックスは当初予定されていたHOYAとの対等合併にはならず、完全子会社化されるという結果になった。またペンタックスには労組がなく、会社の将来が大きく関わる事態であったにも拘わらず従業員は最後まで蚊帳の外であった。したがって、この事案は最後は敵対的買収とはならずして決着した。同じく2007年のケンエンタープライズ対ソリッドグループ・ホールディングス（旧ライブドアオート）は日本企業同士のTOBによる敵対的買収だったが、TOBに応募したのはリーマン・ブラザーズ証券だけで、事実上リーマン傘下の株式取得が目的のTOBと見られている。

＜伊藤忠商事対デサント＞2019年3月敵対的TOB成立

2019年、日本を代表する総合商社の1つである伊藤忠商事（以下、伊藤忠）は、同社が約3割の株式を保有し筆頭株主となっていたスポーツ用品大手のデサントの株式をTOBによってさらに買い増し、約4割の株式を取得した。これは、わが国で初めて大企業間で成立した敵対的TOBとなった。買収側の伊藤忠は売上高11兆6,004億円、経常利益6,953億円（2019年3月期、連結）、被買収側のデサントは売上高1,424億円、経常利益84億円（同上）で、いずれも東証一部上場企業である。両社の関係は古く、デサントが64年と98年の2度経営危機に陥った際に、その再建を支援したのが伊藤忠であった。ところが13年に、伊藤忠出身の社長に代わって創業家3代目の石本社長（当時）が就任すると、デサントは自立志向を強めていったと言われる。これに対して伊藤忠は、デサントが18年に事前の連絡もなくワコール・ホールディングスと業務提携したことや、何よりも収益構造が韓国に大きく依存しそれが頭打ちになっている点を問題視し、中国を含めたアジア展開による収益拡大に転換することを強く求めてきた⁴³。しかし両社の溝は埋まらず、伊藤忠は出資比率で40%を目標として、直前の株価に5割のプレミアムをつけて1株2,800円でTOBを実施した。デサント経営陣がこれを受け入れなかったため敵対的TOBとなった⁴⁴。またデサントの労働組合は「当社の価値を支える労使の信頼関係や雇用、労働条件へ重大な影響を及ぼしかねない」として、この敵対的TOBに反対する声明を出した⁴⁵。結局、5割という高いプレミアムをつけた今回のTOBは株主からの応募が2.1倍に達し、伊藤忠は最終的に株主総会で重要事項を拒否できる約4割のデサント株を確保することになった。

伊藤忠は経営陣を入れ替え、伊藤忠出身社長を据えて経営を刷新した。構造改革を進め、20年度には110人（従業員の6%）の希望退職を募り、これには124人が手を上げたという⁴⁶。

＜前田建設工業対前田道路＞2020年3月敵対的TOB成立

2020年、準大手ゼネコンの前田建設工業（以下、前田建設）は、筆頭株主として株式を25%保有する道路舗装大手の前田道路に対する敵対的TOBが成立して51%の株式を取得し、同社を連結子会社化した。その目的は、前田建設が独自の生き残り策として力を入れている「コンセッション」方式のインフラ運営におけるシナジー

43 「『忘恩』か『ごり押し』か（眼光紙背）」「日経産業新聞」2018年10月29日付。「日本経済新聞」2019年1月11日付朝刊。

44 「日本経済新聞」2019年2月8日付朝刊。

45 「日本経済新聞」2019年2月9日付朝刊。

46 「日経MJ（流通新聞）」2021年11月22日付。

効果や、グループのガバナンス体制の強化であった。前田建設は、売上高4,920億円、営業利益359億円（19年3月期、連結）なのに対し、前田道路は、売上高2,237億円、営業利益171億円（同上）で、いずれも東証一部上場企業（当時）である。両社の関係は、前田道路の前身である高野建設の経営再建を前田建設が支援したことに始まる。68年に社名を前田道路に変更したが、資本関係があるとはいえ前田建設との取引は売上高の1%程度と関係は希薄で、むしろ前田道路は独自路線で成長し業界2位の地位を築いてきた。実際、株式時価総額では前田道路の方が前田建設を上回っていた⁴⁷。そのため、前田建設の提案にはメリットがないと激しく反発し、逆に現在保有されている株式を買い取って資本関係の解消を望んだ。こうした中、前田建設は株価に5割のプレミアムをつけて1株3,950円でTOBを実施することにした。前田道路はこの敵対的TOBに対抗して、当初予定していた配当総額（約85億円）の6倍に当たる535億円規模の特別配当を実施することにし、高配当で会社の資産を流出させて買収側の意欲を削ぐという策に打って出たが、株主からの応募は多く、敵対的TOBは成立した。前田道路の労働組合や協力会社もTOBには反対してきたが、こうした声は結果的に反映されなかった⁴⁸。またTOBを阻止するための策であったはず巨額の特別配当の方は、TOBが成立したにも拘わらず株主の賛成で実施された。

前田建設は、激しい抵抗に遭いながらも前田道路を子会社化し、2021年10月に持株公社であるインフロニア・ホールディングスを設立して前田建設、前田道路、前田製作所の3社を傘下に入れる体制をとった。

<コロナ対大戸屋ホールディングス>2020年9月敵対的TOB成立

2020年、コロナは、大戸屋ホールディングス（以下、大戸屋）に対して行った敵対的TOBが成立し、保有する株式約19%と併せて約47%の株式を掌握することで大戸屋を連結子会社化した。コロナは、居酒屋を中心に焼き肉の「牛角」、「かっぱ寿司」などの運営会社を傘下に収めて事業展開する東証一部上場の外食大手で、売上高2,353億円、経常利益▲88億円（20年3月期、連結、▲はマイナス）なのに対し、大戸屋は定食チェーンを展開するJASDAQスタンダード上場企業で、売上高245億円、経常利益▲5.6億円（同上）である。いずれも経常利益は赤字となっており、コロナ禍で打撃を受けた飲食業では収益の確保が課題となっていた。コロナはもともと積極的なM&Aで事業を拡大してきた会社で、定食専門の大戸屋を傘下に取り込むことで昼間の顧客を確保することができ、また共同仕入れ等によ

47 「日本経済新聞」2019年2月15日付朝刊。

48 「日本経済新聞」2019年3月14日付朝刊。

る効率化も可能だと考えた。コロナイドが最初に保有していた大戸屋の株式約19%は、2019年10月に大戸屋の創業家から取得したもので、これでコロナイドは筆頭株主となった。他には2%以上保有する株主はおらず、株主の大半が個人という株主構成になっており、中には大戸屋の定食や店内調理の方式を支持する「ファン株主」もいると言われている⁴⁹。コロナイドは、直ちに大戸屋に経営陣の刷新を提案したが20年5月の株主総会では個人株主の反対で否決された。これを受けて、コロナイドは大戸屋の株式を51%取得することを目標に、直近の株価に46%のプレミアムをつけてTOBを実施した。しかし、大戸屋はこれを拒否し、敵対的TOBとなった。大戸屋の従業員有志も反対の声を上げ、コロナイドは工場で食材を纏めて調理するセントラルキッチン方式を考えているが、「店内調理の良さが失われればやりがいをもって働くのが難しくなる」と反発した⁵⁰。今回のTOBは当初提示された条件では株主の応募が少なく成立しなかったため、途中から条件を変更（保有株19%と併せて45%という最低ラインを40%に下方修正ならびに期限の延長）して最終的に成立するに至った。コロナイドはこのTOBで結果的に47%の株式を取得することになった。

コロナイドは20年11月に大戸屋の経営陣を刷新し、社長にはコロナイド創業者の長男、また株式を売却して今回の買収劇の端緒を作ったともいえる大戸屋・創業家長男（創業者の父親が亡くなった15年当時は常務取締役）が取締役として再び経営陣に入ることになった⁵¹。

<日本製鉄対東京製鋼>2021年3月敵対的TOB成立

わが国を代表する企業である日本製鉄は、ワイヤーロープ最大手の東京製鋼に対して敵対的TOBを実施し成立した。これにともない、日本製鉄は従来の持株比率9.9%から10%アップして19.9%となった。日本製鉄は伝統ある日本の有力企業で、売上高5兆9,215億円、経常利益▲4,235億円（20年3月期、連結、▲はマイナス）なのに対し、東京製鋼は売上高630億円、経常利益4億円（同上）となっている。いずれも東証一部上場企業である。東京製鋼は日本製鉄から鋼材を購入する顧客であり、しかも両社は株式の持ち合い関係にある。そうした企業に対してTOBをかけた理由は、東京製鋼の業績不振とガバナンス体制の強化にあった。東京製鋼は業績が計画通りに改善せず、その見通しもたっていないかった。また会長は日本製鉄

49 「日経MJ（流通新聞）」2019年10月4日付。

50 「日経MJ（流通新聞）」2020年7月20日付。反対を表明したのは聞き取りに回答した社員412人のうち401人で、これは直営店の従業員のほとんどを占める。この時点では大戸屋に労働組合はなく、コロナイド傘下となった2020年11月4日に設立された旨2021年の有価証券報告書に記載されている。

51 「日本経済新聞」2020年11月4日付夕刊。

の出身ではあるが、19年もの長期にわたって取締役の地位にあり、社外取締役も取締役9名中2名でガバナンス体制として問題があると考えた⁵²。この日本製鉄のTOBに東京製綱は反対し、敵対的TOBとなった。直近の株価に約40%のプレミアムをつけて1株1,500円でTOBは行われ、予定数を32%上回る応募があり、敵対的TOBは成立した⁵³。これを受けて、経営陣はすべて入れ替わることになった。

日本製鉄はTOBで持株比率を19.9%に上げたが、公正取引委員会から東京製綱との間に結合関係が成立するとの指摘を受け、21年8月、同社株式を売却して持株比率を再び10%以下に引き下げることを選んだ⁵⁴。

以上、敵対的TOBが成立した最近の4つの事例の概要を見てきた。敵対的TOBはファンドによるものもあるが、この4つは事業会社同士で行われた点で共通する。しかも名前のよく知られた大企業が敵対的TOBに踏み出したという点で大きく注目された。この4つの事例から何が読み取れるのであろうか。①敵対的TOBの背景、②株式所有状況と株主の対応、③従業員（労組）の対応という3つの観点から整理しておこう。

①敵対的TOB行われた背景としては、業界の再編や、それと密接に関連する企業の生き残り戦略があった。前田建設やコロワイドのケースはこれに該当する。建設、外食だけではなく、今後その他の業界でもこうした動きが出てくることは十分に考えられよう。また、自社が株式を保有する企業の業績不振や成長が頭打ちである点を問題としたのが、伊藤忠と日本製鉄のケースである。自社の業績に占める当該企業の割合が必ずしも大きくなかったとしても、株式を保有する企業の業績不振をそのまま放置することは許されなくなったということである。これに加えて、当該企業の経営者の任期や手腕が妥当か否か、法令遵守がしっかり成されているかといった点も看過することはできず、これはコーポレート・ガバナンスの問題ということになる。すなわち自社のみならず、株式を保有する会社の業績やガバナンス体制にも株主目線で目を光らせることが求められる時代になったことを意味する。

②企業の株式所有構造における大きな地殻変動は、敵対的TOBを成立させる決定的な要因となったことが指摘できる。この30年間で企業間の持ち合いの解消が進み、何があっても味方になって支援してくれる安定株主がほとんどいなくなってし

52 「日本経済新聞」2021年1月22日付朝刊。

53 「日経産業新聞」2021年3月10日付。

54 日本製鉄「東京製綱株式会社株式の一部処分（予定）に関するお知らせ」2021年8月3日
https://www.nipponsteel.com/common/secure/news/20210803_050.pdf

まった。現在は多くの企業で内外の機関投資家が大株主として名前を連ねており、そうした株主の投資行動は言うまでもなく「投資家」のそれである。スチュワードシップコードやコーポレートガバナンスコードも施行され、機関投資家として受託者責任が問われるようになった。そのため、時価に高いプレミアム（上乗せ幅）をつけてTOBを行えば、売りに動く株主が多数出てきて敵対的TOBであっても成立するようになった。実際、伊藤忠、前田建設が50%、コロワイドが47%、日本製鉄が40%というプレミアムをつけており、TOBでは通常20%~30%程度のプレミアムが多いことを考えると、いずれのケースでも高く設定されていることが分かる。投資家としてはこうした有利な条件は見逃せないであろう。なお、言うまでもないが、買収側の提案の内容が説得的であることは必須である。また、前田道路ではTOB阻止が失敗した後に、前田建設が反対したにも拘わらず総会で巨額の配当金の支出が賛成多数で認められ、資金流失させることになった。これは海外の機関投資家などを始めとする株主が自身の利益を重視する行動に出た結果である。

しかし、その一方で株主が必ず利益のみで動くわけではないことを示したのが、大戸屋の事例である。個人株主が6割以上を占めると言われる大戸屋では、自らが顧客として利用する「ファン株主」が一定数存在し、そういう株主は直ちにTOBに応じることはなかったと言われている。

また買収側の企業が被買収企業の株式を従来からどれだけ保有しているのかも問題である。伊藤忠、前田建設、日本製鉄は、当該企業の株式を一定数保有していてもその持株比率はそもそもあまり高くなかった。そのため、独立志向で経営されるとそこに軋轢や不満が生じることになる。3社の敵対的TOBはそうした企業間の株式所有構造が背景にあったと言えるであろう⁵⁵。他の企業でも同様なことが起こる可能性がある。そういう中で、日本製鉄のケースでは、TOBを実施した後も持株比率は19.9%と低く、しかもわざわざ取得した株式を売却して元の10%以下にすることになった。どういう企業間関係を築きたいのか、そのためにはどの程度の株式を保有すべきかが今後問われよう。

③従業員（労組）の敵対的TOBへの対応は、被買収側のデサント、大戸屋、前田道路ではいずれも従業員、労働組合がTOB反対を表明している。デサントでは労働組合が反対を表明し、国内従業員の9割弱にあたる1,040人が反対署名をした⁵⁶。同じく前田道路では、労働組合や協力会社が一丸となってTOBに反対して

55 事業会社が大株主として20~50%を出資する上場企業は244社に上るとされる（「日本経済新聞」2020年1月25日付朝刊）。

56 「日本経済新聞」2019年3月15日付朝刊。

きた。大戸屋は労働組合はないが、従業員の有志がTOB反対の声明を出し、直営店の大半の従業員が反対する旨の署名を行っている。こうした従業員や労働組合の反対は敵対的TOBに何らかの影響を与えたのであろうか。TOBが成立したという意味では、今回はそうではなかったということになる⁵⁷。しかし、TOBが成立したことはスタート地点に立てたことは意味しても、その後の事業展開の成功を保証するものではない。TOBへの反発が大きければ大きかっただけ、TOB成立後の従業員との融和は不可欠になる。人がいて初めて企業が成り立つことを考えれば、特に流通やサービス業では、現場の従業員の創意工夫や士気の高さが競争力につながっている面もあり、M&Aが行われた後に融和が進まず業績が低迷した例は多いと指摘されている⁵⁸。

4. 敵対的買収と「家」的企業観の行方

近年、増加傾向にある敵対的買収のうち、事業会社間で成立した事例の中から4つを選んで概要を見てきた。はたして「家」的企業観は過去のものとなったのであろうか。

2006年の王子対北越の敵対的TOB失敗から15年あまりが経ち、企業買収をめぐる状況は明らかに変化してきている。相手の同意なしでも買収を進める大企業が登場してきたことの意味は大きいであろう。これは「家」的企業観とは明らかに相容れない行動様式である。ただし、4つの事例を詳細に見ると、それまでまったく関係のなかった企業に対して敵対的TOBによって短期間で株式を掌中に収め、経営に乗り出したのはコロワイドのケースだけであった。これが敵対的買収の一般的なイメージであろう。他方、残りの3つのケースは多少特殊のように思える。従来から相手企業との間で株式保有関係があり、その中の2つの事例は、過去の経営危機において救済した先の企業という関係であった。「家」的企業観に即していえば、株式を持つ方と持たれる方の関係は親子関係ということになるが、3つの事例はいずれも所有関係が最初から弱かったことが同じ企業グループ内での敵対的TOBにつながったと見ることもできる。つまり親のいうことを聞かない子を従わせるため

57 労組の買収反対の声は必ずしも無視できない。2006年にドン・キホーテがオリジン東秀を買収しようとした際には、経営陣とともに労働組合も激しく反発し、656店舗すべてに「敵対的買収に断固反対する」というポスターを掲げ、対抗姿勢を鮮明にした。結局、オリジン東秀はホワイトナイトとして登場したイオンの傘下に入ることになった。また労組の反対で買収を断念したのが、USENである。同社は、ナムコから映画会社「日活」を買収しようとしたが、日活労組が猛反発したため撤回した（「朝日新聞」2006年2月25日付朝刊参照）。

58 「日経MJ（流通新聞）」2020年9月11日付。

の手段が敵対的TOBだったということになる。勿論、被買収側は相手を「親」だとは考えていないであろう。何れにしろ、「家」的企業観のもとでは使われてこなかった敵対的TOBという手法が躊躇なく堂々と用いられたことは、企業の意識が変わってきたことの証左だと言ってよい。しかも大企業がそれを行ったことは他の企業でも敵対的TOBへの抵抗感は薄れて行き、リпутेशनリスク⁵⁹をそれほど気にしなくなる可能性がある。すなわち敵対的買収を悪とする「家」的企業観は従来程は意識されなくなるのではなかろうか。

次に、「家」的企業観において重要な位置を占める従業員の意識はどうであろうか。従業員にとって企業が運命共同体であったのは、「長期安定雇用」を前提に働いており、企業の盛衰がそのまま従業員の生活に直結していたからである。被買収企業の中、東京製鉄を除く3社では、やはり従業員・労働組合がTOBに強く反対した。雇用の維持は極めて重要であるし、たとえ買収後に雇用が維持されたとしても、仕事のやり方が変わったりやりがい失われるのではないかという危惧が実際に表明されたケースもある。従業員にとっては、大株主や経営陣が入れ替わっても自分たちとは関係のないことだとは決して思えないからである。雇用の流動化を促進すべきだとの主張が盛んに行われているが、日本の現状は誰もがどんどん転職していく状況には今のところない。企業への従業員の所属意識、忠誠心といった面ではかつての「企業戦士」と呼ばれた頃と比べると弱くなっているとしても、帰属意識が消失してしまっているとまでは言えない。自分たちの会社、ともに働く職場を守らねばという共同体の意識がある限り、「家」的企業観はある程度共有されていると言えるであろう⁶⁰。

最後に、「家」的企業観がリアリティを持ち得たのは、株主はいても通常はほとんど前面には出てこずに、基本的に「物言わぬ株主」つまり安定株主であったからである。戦後、主要な株主であった銀行などの金融機関、事業会社自身も「家」的

59 損保ジャパン、2009年を参照。

60 敵対的買収が契機になって、EBO (Employee Buyout) = 従業員による買収に発展したケースもある。2019年、旅行大手のエイチ・アイ・エス (以下、HIS) は、不動産・ホテル事業を展開するユニゾホールディングス (以下、ユニゾ) に対してTOBを実施したが、ユニゾ側はこれに反発してホワイトナイト (白馬の騎士) としてソフトバンク系の米投資ファンド、フォートレス・インベストメント・グループ (以下、フォートレス) と組んでユニゾ株全部をTOBで取得し、株式を非公開化することにした。ところがHISへの対抗的TOBを進める中で、フォートレスがユニゾの事業や資産を売却し、従業員の雇用も維持されない可能性が出てきたとして、ユニゾはこれを撤回した。他の投資ファンドからの提案もあったが、ユニゾは代わりに米投資ファンド、ローン・スター・グループ (以下、ローン・スター) と組んでEBOを実施することにし、ユニゾ従業員とローン・スターが設立した「チトセア投資」がTOBを行い、2020年6月に上場が廃止された。なお、これは上場企業としては初めてのEBOである (『日本経済新聞』2019年12月24日付、2020年4月3日付、同6月18日付朝刊参照)。

企業観を共有していた。そのため、良くも悪くも企業は株主にあまり気を遣わずに経営に専念することができた。しかし、今や主要な株主は機関投資家である。しかも、そうした株主は受託者責任を負うことを制度的に求められている。もはやサイレントパートナーとしての株主など期待しようもないのが現在の日本企業が置かれた現実である。企業が株式会社制度を採る限り、現在の株式所有構造の中で「家」的企業観をそのまま貫こうとすることはすでに難しくなっている。

以上、敵対的買収との関連で日本企業における「家」的企業観の現在について見てきた。増加しつつある敵対的買収のすべての事例を包括的に分析したわけではないので、この4つの事例で全体を推し量ることは言うまでもなくできない⁶¹。それを前提にした上で言えば、やはり事業の再編、生き残りのためにはM&Aはどうしても不可欠であり、その中の1つとして敵対的買収も選択肢とならざるを得ないということである。そして現実には敵対的買収が成立するようになってきた直接的な要因は、すでに指摘したとおり安定株主構造が崩れ、機関投資家を中心とした株式所有構造になってきたことであろう。敵対的TOBが成功した背景にはそれがある。しかし、敵対的買収が成立するようになったことをもって直ちに日本企業における「家」的企業観の消滅と言っては言いすぎであろう。今後の動向を見ていく必要があるが、少なくとも敵対的買収の増大は大きく揺らいでいる「家」的企業観の現在を映し出していることは確かである。

V. むすびにかえて

グローバル市場であろうが国内市場であろうが、日本企業が生き残りを図るためにM&Aが極めて重要な手段であることは、M&Aの件数の上昇に端的に表れている。M&Aをどれだけ有効に活用できるかが今後の日本企業にとっては大きな課題である。本稿では企業観という観点から、わが国の企業買収の歴史を見てきた。特に近年は敵対的買収が成立するようになってきており、これがわが国の「家」的企業観の変容を示すものであるのかを検討した。結論から言えば、近年の敵対的買収の成立がそのまま「家」的企業観を根底から崩すに至ったとは考えられない。しかし、戦後の日本企業を象徴するものであった「家」的企業観はその経済的土台とな

61 敵対的買収の事例を見ていくことも必要であるが、企業買収においては、敵対的になると思われたものがそうはならず成立することもある。2021年、インターネット金融のSBIホールディングス(以下、SBI)は新生銀行に対して同意を得ずにTOBを始め、新生銀行が「条件付き反対」を表明することで銀行界初の敵対的TOBになろうとしたが、買収防衛策に支持が集まらなかったために一転して同意を表明し、友好的TOBとなった。

る所有構造の変化によって大きく揺らいでしまっていることは間違いなからう。それこそが敵対的買収の成立を可能なものにしてきている最大の要因だと言ってもよい。

「家」的企業観に関しては、今後その意義や有効性がさらに減退していく可能性は否定できない。ただし、今のところは、日本企業を見ていく上で一定の有効性はあると考えられる。しかも重要なのは、「家」的企業観は現在盛んに言われているステークホルダー型の経営と親和性があり、またサステナブル重視の点でも評価できる点があることである。このまま新しい企業観に取って代わられるのか、それとも部分的に変化しながら生き残っていく可能性があるのか見ていく必要がある。何れにしろ、今後の日本企業の進むべき方向は財産的企業観ということにはならないであろう。企業買収との関係で言えば、企業を純粋に「商品」として見て、高く売ればそれでよいといった企業観はやはり日本社会では引き続き適格的ではないように思われる。この点に関連して、28才で日本電産を起業し、一代で売上高1兆6,180億円、経常利益1,529億円（21年3月期）の大企業に育て上げた永守重信氏のM&Aに対する考え方は、大いに参考になると思われる。日本電産はM&Aを企業成長の原動力としてきており、これまで実に68社の企業を傘下に収めてきた⁶²。永守氏はかつてのインタビューで「私のは農耕民族型。時機が来るまでじっくり待ち、買ってからもいきなり人を切ることはしない」、「M&Aは買って終わりではなく、むしろ始まりだ。皆はそこを間違っているように思う。買ってからが大変なんだ。優秀なエンジニアが辞めてはすべてがパーになる」と述べ、投資ファンドのように資本の論理で押してくる狩猟民族型ではなく、「農耕型M&Aこそ王道」と指摘している⁶³。これは言葉を換えれば「日本型M&A」ということになるのではなからうか。なお、永守氏は敵対的買収を必ずしも否定してはおらず、「日本電産が敵対的TOBの実施をあきらめることはない。欧米の手法をそのまま日本に導入しても成功する確率は小さく、日本的な手法が必要と考えている」と述べている⁶⁴。

これから敵対的買収を含めたM&Aの動向はさらに注視していく必要があるが、M&Aは企業観の問題と密接に関連する側面があることを最後にもう一度強調しておきたい。

62 日本電産HP (<https://www.nidec.com/jp/corporate/about/ma/>)

63 「日経金融新聞」2007年7月5日付。

64 「日本経済新聞」2006年9月7日付朝刊。

参考文献

- 一般社団法人金融財政事情研究会（2021年）『日本のM&Aの歴史と未来』 きんざい
- 植竹晃久（2000年）「企業観の変容と企業システム再構築の視点（1）－企業環境の変化と企業制度のダイナミズム」『三田商学研究』（慶應義塾大学）Vol.43
- 太田雅彦（2012年）「都市型サービス産業としての鉄道業－五島慶太と堤康次郎－」法政大学イノベーション・マネジメント研究センターNo.131（日本の企業家活動シリーズ No.53）
- 奥村宏（1991年）『[改訂版]法人資本主義－「会社本位」の体系』朝日文庫
- 奥村宏（1994年）『企業買収－M&Aの時代』岩波新書
- 加護野忠男・砂川伸行・吉村典久（2010年）『コーポレート・ガバナンスの経営学－会社統治の新しいパラダイム』有斐閣
- 勝部伸夫（2004年）『コーポレート・ガバナンス論序説－会社支配論からコーポレート・ガバナンス論へ』文眞堂
- 勝部伸夫（2021年）「わが国における機関所有の変遷とその意義」『経済系』（関東学院大学）第282集
- 桂信太郎（2007年）「中堅・中小製造業の技術、管理、戦略－製紙業界再編と王子、北越のTOB問題の考察－」『日本生産管理学会論文誌』Vol.13, No.2
- 経済同友会（1956年）経済同友会第9回大会決議「経営者の社会的責任の自覚と実践」経済同友会編『経済同友会十五年史』経済同友会、1962年所収
https://www.doyukai.or.jp/about/history/pdf/years15/years15_12.pdf#view=Fit
- 佐山展生監修・藤田勉著（2005年）『新会社法で変わる敵対的買収』東洋経済新報社
- 損保ジャパン（2009年）「レピュテーションリスク（評判リスク）－概念整理とマネジメントの方向性」『SJRM リスクレビュー』https://image.sompo-rc.co.jp/reports_org/r06.pdf
- 十川廣國（2017年）「日本の企業経営の現状と課題」『創価経営論集』第34巻第1号
- 鍋島高明（2006年）『日本相場師列伝－栄光と挫折を分けた大勝負』（日経ビジネス人文庫）
- 野村證券株式会社IBコンサルティング部（2004年）『「敵対的M&A」防衛マニュアル－平時の予防策 緊急時の対応策』中央経済社
- 花枝英樹・肯嶋・鈴木健嗣（2010年）「日本企業のM&A戦略－サーベイ調査による分析－」『現代ファイナンス』No.28, pp.69-100
https://www.jstage.jst.go.jp/article/gendaifinance/28/0/28_69/_pdf/-char/ja
- 林順一（2021年）「フランスにおける「会社の目的」に関する最近の動向－PACTE法による『使命を果たす会社』の新設とダノンの対応－」『国際マネジメント研究』第10巻
- 辺見紀男・渡邊顯編著（2005年）『敵対的買収と企業防衛』日本経済新聞社
- 松下幸之助（2005年）『企業の社会的責任とは何か？（復刻版）』PHP研究所
- 三戸公（1991年）『会社ってなんだ－日本人が一生すごす「家」』文眞堂、1984年カップブックス版
- 三戸公（1991年）『家の論理1、2』文眞堂
- 三戸公（1994年）『「家」としての日本社会』有斐閣
- 三戸浩（2018年）『「社会的器官」としての企業のCSR』日本経営学会『経営学論集』第88集
- 三戸浩・池内秀巳・勝部伸夫（2018年）『企業論第4版』有斐閣
- 渡邊顯（2007年）『敵対的買収－新会社法とM&A（角川oneテーマ21）』
- PHP総研（2018年）「企業は社会の公器－これからの社会をつくる企業経営とは」
<https://thinktank.php.co.jp/wp-content/uploads/2018/08/20180801.pdf>

