

# コーポレート・ガバナンスと合併・買収に関する一考察

ラルフ ビーブンロット

1. コーポレート・ガバナンス
2. 合併&買収
3. 日本の合併&買収
4. ドイツの製薬産業
5. おわりに

## 要旨

この論考はコーポレート・ガバナンスに関係する会社法の改正の中で合併と買収に関する法律の改正を取り上げ、合併&買収が最近増加している実情との関係を考察するものである。筆者は数年前にドイツから来日してドイツ企業の日本における活動を調査し、とくにドイツの製薬会社の日本における合併&買収に関する活動状況を調査している。これらの結果に基づき、現在急速に進展しているコーポレート・ガバナンスと合併&買収の意味を考察し今後の展望を報告する。

## 1. コーポレート・ガバナンス

日本における経営者支配は所有に基づいた支配であり、そこから経営者を誰もチェックできないシステムがあったと思われる。経営が破綻したとき「会社のために一生懸命に努力したけれども、結果として会社がつぶれたのだから仕方がない」<sup>1)</sup>と言われることが多い。これは、日本では株主総会、取締役、監査役がいずれも社長をチェックすることができなかったことを意味するものであると考えられる。

コーポレート・ガバナンスの課題は長い間研究されている。有名な学者バルレとミーンズによるとコーポレート・ガバナンスの課題は会社の支配の問題にあると思われる。1932年にこの考えは「The Modern Corporation and Private Property」という著

---

1) 奥村「2002」p. 19

書に出版された。第二次世界大戦後、1955頃から法人資本主義（Corporate Capitalism）が日本で発展してきた<sup>2)</sup>。

21世紀に入って、グローバル化の進展や情報技術（IT）が発展し、経営環境が変わり、大競争時代の中での日本の経営活動も変化した<sup>3)</sup>。今世紀初めの3年間に重要な改革が行われた。この時期にエンロン事件およびその関連の法律の改革が行われたが、コーポレート・ガバナンスの議論はそれより前から盛んに行われていた。その間において日本型経営システムが基本から見直され、金融システム改革や社会保障構造改革や教育改革等が行われた<sup>4)</sup>。

最近日本企業の会計ルールは厳しくなってきたにもかかわらず、国際会計基準<sup>5)</sup>とはまだ差がある。とくに中小企業の会計ルールはまだ国際的基準に比べると高いとはいえないようである。したがって、もしもドイツの企業が経営内容の十分わからない日本の企業に投資すると投資後大きな負債をかかえることになるので、ドイツの企業はこれを回避したいと考えるであろう。最近、日本の会計やドイツの会計は、年々アメリカの方式に変わる傾向が見られて、これからもそうであろうと考えられる。政府は会計の仕組みについてさらに改革を実行する必要があるのでその方針をとっていると思われる。コーポレート・ガバナンスは広い概念であるが、これを7つの分野に区別できる<sup>6)</sup>。

1. 企業の社会的責任
2. 株主総会制度の改善策
3. 取締役・取締役会制度の改善策
4. 株式制度の改善策
5. 株式会社の計算・公開
6. 企業結合、合併・分割
7. 最低資本金制度・大小会社の分別

この論文では6番の項目について、特に合併と買収をドイツの見方で調査するが、他の項目も含まれている。最近グローバル資本主義の時代になったことにより、国際的な関係の投資が多くなってきたので<sup>7)</sup>、3番の項目も調べるべきである。

---

2) 井村「2002」p. 12

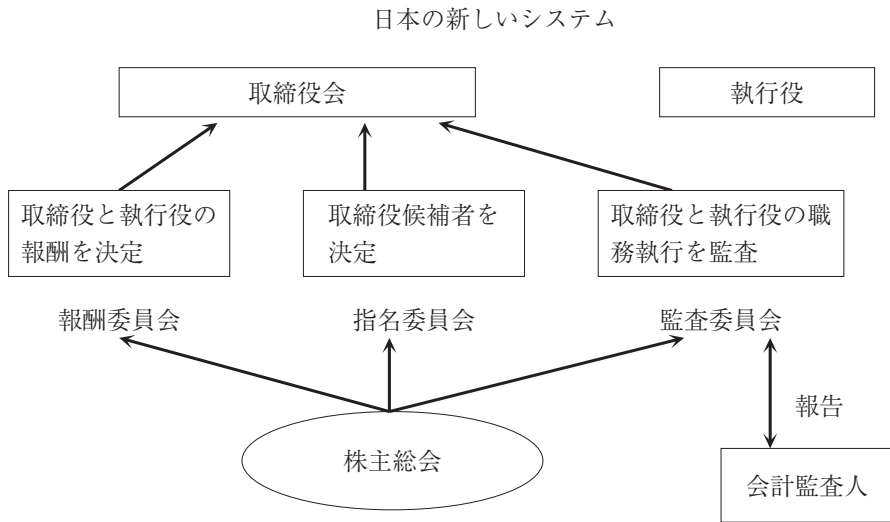
3) 中垣「2003」p. 27

4) 全部で6つの改革、中垣 p. 2766-29

5) 国際会計基準は：International Accounting Standards (IAS) と US-General Agreement on Accounting Principles (US-GAAP)

6) 藤原俊雄「2003」p. 1

7) 伊丹「2000」p. 339-341



出所：神田秀樹：Understanding Recent Trends regarding the Liability of Managers and Directors in Japanese Corporate Law, 同志社大学日本会社法律研究センター，コーポレート・ガバナンスグローバルスタンダードの形成に向けて——2003年11月7日。

最近いろいろな会社のコーポレート・ガバナンスシステムが改変された。コーポレート・ガバナンスに関する法律は2002年に成立し2003年に商法が改正されてから三つの委員会が設置されるようになった：報酬委員会や指名委員会や監査委員会である。

現在は日本の公開企業約3500社の中で、40社程度ぐらいこのシステムを使っている。例えば大手電気メーカーのソニー、三菱電機、東芝など。このような大企業が含まれているので、他社へのインパクトが強く与えられたと考えられる。

その中にはプリンシパル－エージェント問題（Principal-Agent 問題）が出てきている。プリンシパル－エージェント理論は所有者（オーナー）の権利についての課題であり、所有者（プリンシパル）である株主の利益をどのようにして代理人（エージェント）である経営者に委託させられるかという理論である<sup>8)</sup>。したがって、プリンシパル－エージェントの関係は所有者と代理人の property rights の問題である。プリンシパルよりエージェントの方がより良い情報を持つので、株主にとって不利であるとされる<sup>9)</sup>。

アメリカの大企業では、コーポレート・ガバナンスは株主がプリンシパルで、取締役

8) Glaum 「1996」 p. 76

9) Copeland /Weston 「1988」 p. 687

役はエージェントの関係である。この他の利害関係者はステークホルダーと呼ばれる<sup>10)</sup>。

中小企業では社長が、オーナーである場合が多い。日本とドイツは会社の法形態は似ているが、ドイツの株式会社は大企業が多い。日本では中小企業でも株式会社が圧倒的に多い。

日本のコーポレート・ガバナンスにとって会社法の改正は大きく関係する。法律改正のため、コーポレート・ガバナンスの構造は大きく変化している<sup>11)</sup>。会社法の全面改正作業は昭和49年から始められたが、平成5年に日米構造問題協議の影響のため大きく議論され、特に平成9年からの改正で大きく変わった<sup>12)</sup>。

## 2. 合併&買収

合併&買収は、Merger と Acquisition の意味である。合併&買収は契約によって異なる。合併は、2つの企業がひとつになること、買収は、企業の一部ないし全部を買い取ることである。これは、被買収企業が買収企業の経営資源を有効に活用するだけでなく、企業価値を高めるための手段でもある<sup>13)</sup>。今日、日本の文献においては、企業の合併・買収に関しては、M&Aという表現を用いることが一般的である<sup>14)</sup>。

産業が発展し、企業の種類が増えるにしたがい、とくに中小企業においては、技術・情報・経営ノウハウが変わるため、範囲の経済性、連結の経済性および規模の経済性という3つのことが関係する<sup>15)</sup>。特にシナジーは大切な事である。これはネットワーク関係等のことであるが、会社員のスリム化だけではよくないといえよう。国際競争力のために、日本企業はパフォーマンスを向上させてゆく必要がある<sup>16)</sup>。

すなわち、中小企業にとってのメリットはネットワークをつくりシナジー効果を上げることにあるのである。しかしながら、反対の意見も存在する。浅羽によると、雇用関係や取引関係を発展的に維持するための企業成長は、合併&買収といった外部資源を活用するのではなく、内部成長によって達成されなければならないのである<sup>17)</sup>。

---

10) Stakeholder という名称は Stanford Research Institute から来る, p. 67, 1960, Etzioni のコーポレート・ガバナンスの利害関係者の検討, 今西「2003」p. 79-82

11) すなわち、2001年から2002年にかけて50年ぶりといわれる商法の大改正が行われた。佐久間「2003」p. 220-240

12) Bebenroth / Tabuchi 「2004」p. 3

13) 北爪・北地「2002」p. 10

14) Bosse 「1999」p. 157

15) 佐竹「2002」p. 34

16) 安藤・元橋「2002」p. 18-22

### 3. 日本の合併&買収

今日、日本企業の経済状況は良いとはいえ、とくに中小企業を取り巻く環境は深刻である。もちろん、小泉首相も経済改革において、この問題に取り組んでいる。たとえば政府は多くの支援や優遇措置を中小企業に与えるので、中小企業は税金を大企業のように多く払う必要がないのであろう。しかし、中小企業は証券取引所を通じての資金調達が困難であり、銀行からの資金調達も十分ではないといえよう。したがって、中小企業の多くを取り巻く環境は厳しいというのが実情であり、昨年、日本においては約3万社が倒産している。より早急に対策が取られるべきである。

日本の円は強くなり、以前と比べて株価と物価は下がったにもかかわらず、日本企業を買収する際の価格は、他国の企業と比べて高い。単に株価のみの問題ではないが、外国企業にとって、今日でも、日本のマーケットに参入することは困難である。

しかしながら、現在はグローバル化の時代であり、外国企業と連携することは重要である。たとえば、ドイツ企業の日本のマーケットへの参入も必要であると考えられる。日独間の関係は、常に友好的であり、また、近年、両国の状況は同じように進展している。たとえば、両国ともに高齢化が進み、失業率が上昇している。日本では2003年10月の失業率は5.3%であった。もしドイツの企業が参入し雇用をふやすことができれば、有益になると思われる。

#### ●ドイツの企業にとって

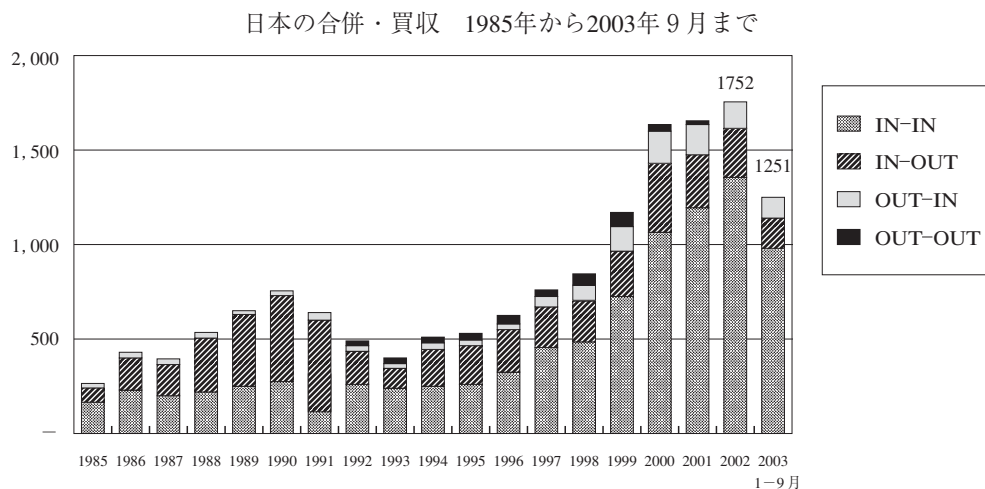
ドイツ企業にとって、アジア——とくに、日本——は重要なマーケットであり、近年、日本のマーケットに参入を希望する企業数は増加している。最大の直接投資はもちろん米国からであり、ドイツ企業はこれまで慎重であった。しかしながら、ドイツの製薬会社は例外である。

以前は、ドイツから日本へ多くの輸出がなされていた。80年代には合併や提携が多数行われ、現在、世界中で合併と買収が多数行われている。日本においても、このような傾向が見られる。以下では、3つの時期に限定して日本の合併・買収について見てみたい。それは、1985年には260件であり、そのうち、外国企業からの買収は22件のみであった。また、1990年には合併のブームであり、その数は750件に増加している。しかし、外国企業による買収は19件であった。

その後、総体的には日本への対外直接投資は増加している。その件数は、1998年で1,542件、1999年には1,705件、2000年には1,842件であり、2002年には1,752件の合併

---

17) 浅羽「2002」p. 22



出所：Internet: Recof, [www.recof.co.jp/web/fm/graph](http://www.recof.co.jp/web/fm/graph), 15年10月21日

と買収が行われている。

しかしながら、合併・買収に限れば、その件数は決して多いとはいえない。それにもかかわらず、近年、外国企業による買収は増加している。1999年に126件であった外国企業による買収は、2000年には175件にまで増加している。2002年には1,752件と2003年の9月までは1,251件であった。

#### ● 法的な変化

最近の日本では急速に合併と買収が行われているので、法的な理由について考えよう。一つは、改正された法律の方が、合併と買収を行う会社にとって便利とされている。

1996年に、橋本前首相により——金融システムと言われている——6つの改革が打ち出された<sup>18)</sup>。その後は、1997年から持株会社が再び設立された。1999年から株式移転・株式交換制度が導入された。2000年から会社分割の規定が改正された。2002年からストック・オプションが導入された。

#### 4. ドイツの製薬産業

製薬業界では、ドイツ企業による日本企業の買収が数多く行われている。とくに、BASFは活発に買収を行っている。たとえば、北陸製薬と供給関係を樹立するために、戦略的買収を行った。また、1967年に、ヘキストは日本に独自の新しい会社を設

18) 中垣「2003」p. 49

立している。ゲメニコンサルタントによると、1986年にはこの企業は、最大の外国資本の製薬会社であったとされている。さらに、メルクは万有製薬と合併し、後に買収している。ベリンガーインゲルハイムは万有製薬に非友好的な買収を仕掛けた。以下は、筆者が1999年2月に、メルク日本の社長とベリンガーインゲルハイムの社長に合併と買収に関して話を伺った際の内容である。

1983年、メルクは万有製薬に資本参加するに際して、純収益の30年分を支払った。通常、アメリカでの買収価格は純収益の8年分であるが、資本参加したときの万有製薬は弱い会社であったにもかかわらず、高額であったそうである。万有製薬は従業員数500人以上の株式会社であり貸借対照表は明瞭であった。新聞においては多くの消極的な反応が見られたにもかかわらず、販売力の強いセールスマンが多かった。一方、メルクは効果的な薬剤を抱えており、最近は株価も安定している。そして、この買収はメルクにとって好ましい結果となり、以下のような4つの領域において合併のシナジー効果が見られた。

1. 製品を購入する企業の増加
2. 製品のマーケティング能力の向上
3. 顧客関係の増加
4. 同種部門の統合

1999年、ベリンガーインゲルハイム日本はリストラを行っている。ベリンガーインゲルハイムもメルクと類似しており、日本のターゲット会社と以前から関係があった。そして、1997年に万有製薬に資本参加している。その目的は、日本市場のみではなく、アジアマーケット全体であった。なぜ、ドイツにおける他業種は同様の方法を採用しないのであろうか。最大の問題は、日本市場のリスクが非常に高いことである。製薬業界はグローバルに活動しており、他の業種と比べて日本のマーケットを必要としているのである。

2002年11月にベリンガーインゲルハイムは日本のキッセイ会社と契約をした。目的はキッセイ会社と一緒に特別な製品を販売するためである。ベリンガーインゲルハイムの取締役によると利益はドイツ国内（4－5％）よりアメリカと日本市場の方が高くなるそうである<sup>19)</sup>。

ドイツ企業は、機会があれば日本市場に参入しようとしているが、しかし、リスクが高いために、実際には日本のマーケットに参入する企業は少数である。このリスクに加えて、ドイツ企業が日本企業に関する情報を入手するために費用がかかることで

19) [http://www.boehringer-ingelheim.ca/news\\_releases/2003-04-08c.asp](http://www.boehringer-ingelheim.ca/news_releases/2003-04-08c.asp)

あるので、中小企業に比べてリスクが低くなる。たとえば、日本の中小企業の多くは負債があり、また、ドイツの経営者は財務的に弱い日本企業と合併・買収を行いたいと考えているが、それらに関する情報が得られないのである。一方、日本の大企業は安全ではあるが、やはり、コストがかかるのである。

## 5. お わ り に

以上においてコーポレート・ガバナンスは会社法との関連が深く、この会社法が近年大幅に改正され、なかでも企業結合と合併・分割に関する規程の改正はM&Aに大きく関わる事が説明された。これらの法律改正の時期と同じくして日本のM&Aの件数が大きく増加していることは、法律改正と企業戦略との間に何らかの因果関係があることを示唆するものといえよう。

多くのドイツ企業は、買収より前にそのターゲット会社と長期的な関係を持っている。しかしながら、ドイツ企業は日本の中小企業に関する情報が不足しているのである。したがって、買収前の関係がなければ参入は困難であると言える。30年前、メルクが万有と買収以前にマーケティング協定を結んだことは、後の買収にとって好例となっている。今後、日本企業には、より一層の柔軟性が求められることとなろう。ドイツの製薬会社以外の企業も日本のマーケットに参入すべきである。日本企業はドイツ企業と同様、将来、世界的な競争にかかわっていかねばならないのである。

## 文 献

- 安藤晴彦・元橋一之「2002」日本経競争力の構想，日本経済新聞社  
伊丹敬之「2000」日本型コーポレート・ガバナンス，日本経済新聞社  
北爪雅・北地達明「2002」M&A入門，日経文庫  
今西宏次「2003」利害関係者理論と共同体主義，大阪経大論集，54巻第3号，年9月，p. 65-88  
奥村宏「2002」p. 11-33，井村進哉・福光寛・王東明：コーポレート・ガバナンスの社会的視座，日本経済評論者社  
中垣昇「2003」日本企業と経営者の役割，税務経理協会  
酒巻俊雄・藤原祥二・藤原俊雄「2003」商法大改正とコーポレート・ガバナンスの再構築，法律文化社  
神田秀樹「2003」Understanding Recent Trends regarding the Liability of Managers and Directors in Japanese Corporate Law，同志社大学日本会社法律研究センター，コーポレート・ガバナンスグローバルスタンダードの形成に向けて，11月7日  
佐久間信夫「2003」企業支配と企業統治，白桃書房



- 佐竹隆幸「2002」中小企業のベンチャー・イノベーション，理論・経営・政策からのアプローチ，ミネルグウェア書房
- 浅羽茂「2002」日本企業の競争原理，東洋経済新社
- Bebenroth, R. (2003): Bewertung bei Akquisitionen japanischer Targetunternehmen – aus Sicht deutscher Industrieunternehmen, Uni-Press, Münster, Hamburg, London
- Bebenroth R. /Tabuchi, S. (planned for January, 2004): Corporate Governance in Japan: Governmental Regulation for an Increase in M & A, to be published in Osaka Keizai Ronshu
- Bosse, F. (1999): Ausverkauf der “Japan AG?” Japans Unternehmen öffnen sich für ausländisches Kapital, in: JAPAN aktuell, April, p. 156-163
- Copeland, T. E. /Weston, J. F. (1988): Financial Theory and Corporate Policy, 3. Aufl., Kalifornien
- Gerpott, T. J. (1993): Integrationsgestaltung und -erfolg von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart
- Glaum, M. (1996): Internationalisierung und Unternehmenserfolg, Wiesbaden