



M&A企業における取締役会の構成とパフォーマンスに関する考察

見吉, 英彦

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2014-03-25

(Date of Publication)

2015-03-01

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第6113号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1006113>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



博士論文

M&A 企業における取締役会の構成と パフォーマンスに関する考察

平成 26 年 1 月 20 日

神戸大学大学院経営学研究科

所属研究室 原田 勉

マネジメント・システム専攻

学籍番号 094B025B

氏 名 見吉 英彦

博士論文

M&A 企業における取締役会の構成と パフォーマンスに関する考察

神戸大学大学院経営学研究科

マネジメント・システム専攻

氏 名 見吉 英彦

目次

第1章：本論文の目的	1
第2章：エージェンシー理論並びにリソース・ベースド・ビューにおける 取締役会の機能に関するレビュー	
第1節：本章の目的.....	3
第2節：エージェンシー理論.....	3
第3節：リソース・ベースド・ビュー	7
第4節：本章のまとめ	10
第3章：M&A 企業における取締役会構成と企業内部要因に関する 定量的分析	
第1節：本章の目的.....	12
第2節：先行研究のレビュー.....	12
第3節：仮説と方法	14
第4節：結果と解釈	19
第5節：本章のまとめ.....	22
第4章：取締役会の構成と M&A のパフォーマンスとの関連性に関する 定量的分析	
第1節：本章の目的.....	24
第2節：先行研究のレビュー	24
第3節：仮説と方法	33
第4節：結果と解釈	46
第5節：本章のまとめ.....	50
第5章：ポスト・マージャー・インテグレーションにおける問題に関する 比較事例研究～ワールド社とすかいらく社の比較事例～	
第1節：はじめに	53
第2節：「ワールド社とすかいらく社の MBO 事例分析」	55
第3節：「すかいらくの MBO：4つの問題点」	68
第4節：まとめ.....	80
第6章：本論文のまとめ	83
参考文献.....	85

第1章：本論文の目的

近年、日本の M&A 市場は急速に成長している。マール M&A データによると、日本企業の M&A 件数は、1996 年頃から急増し、2006 年までの約 10 年間で約 5 倍となった。また、1997 年～2000 年ごろにかけては、いわゆる「護送船団方式」の終焉に伴う金融機関を中心とした案件が多かったのに対して、2000 年以降は「失われた 10 年」で整理・統合に進みきれなかった企業の事業再生などの受け皿として「買収ファンド」が重要な担い手となった。そして、近年総件数こそ伸びが見られなくなったが、案件の大型化が進み「量」よりも「質」を重視した戦略的 M&A が増加した。さらには、「アクティビスト」の動向などは株式市場において、非常に注目されており、今後日本企業の経営者は、より積極的に M&A 戦略を計画、実行していく必要がある。

しかし、実際に M&A を実施した企業の M&A 成功率は必ずしも高くない。デロイト・トーマツコンサルティング株式会社が行なった「2013 年版 M&A 経験企業にみる M&A 実態調査」によると、「M&A を実行する際に設定していた目標を何割達成できたか」という質問に対し、8 割超達成した企業を「成功企業」と定義した場合、過去 5 年間に買収・売却を実施した日本企業 224 社の企業からの回答の結果、その成功率は 36% であった。

このように、日本企業において、M&A は戦略手段としては定着しつつあるが、その実効性に関しては、不十分であるといえる。その理由の一つとして、「ポスト・マージャー・インテグレーション」における問題が挙げられる。

「ポスト・マージャー・インテグレーション」とは、M&A 実行後に、その統合効果を最大化するための統合プロセスのことをいう。通常、M&A では、異なる企業文化や社風、人事制度、基幹システム、事業拠点、経営戦略などをうまく融合できなければ、期待される相乗効果（シナジー効果）や投資効果が得られず、企業価値を毀損する場合もあり、M&A 実行前に想定したシナジー効果を得られるかどうかは、この統合プロセスの巧拙によるところが大きいと言われている。

また、一般に統合プロセスには、理念・戦略やマネジメントフレームの統合である「経

営統合」、業務・インフラや人材・組織・拠点の統合である「業務統合」、企業文化や社風の統合である「意識統合」の三段階があり、その膨大な範囲に渡る統合を成功させるためには、全体との整合性を取りながら個々の統合作業を進める必要がある。これにうまく対処するには、トップダウンで統合の基本方針を提示すると共に、初期段階より統合阻害の要因等に対して事前検証を行い、統合後にそれを反映させた統合プランを機動的に運用することが重要となる。

このように、M&A、特に上場企業同士の M&A においては、「ポスト・マージャー・インテグレーション」への対応は非常に広範囲であり、かつ重要である。そして、これらの問題に対処していくのは、M&A 実行後の経営者や取締役会であり、経営者や取締役の能力が大きく影響する。

そこで本論文の構成として、まず、第2章「エージェンシー理論並びにリソース・ベースド・ビューにおける取締役会の機能に関するレビュー」では、両理論における経営者と取締役会の機能の違いを中心にレビューを行なう。そして、第3章「M&A 企業における取締役会構成と企業内部要因に関する定量的分析」並びに第4章「取締役会の構成とM&Aのパフォーマンスとの関連性に関する定量的分析」では、第2章でのリソース・ベースド・ビューの考えに基づいて、「合併時の取締役会の構成が合併前の企業のどのような要因で決まるか」「合併前の企業における取締役員の構成比率と合併後の企業パフォーマンスとの関係性」について、それぞれ明らかにする。さらに、第5章「ポスト・マージャー・インテグレーションにおける問題に関する比較事例分析」では、「ワールド」と「すかいらく」の事例から、MBOだけでなく、M&A企業における「ポスト・マージャー・インテグレーション」の問題と本質について、エージェンシー理論並びにリソース・ベースド・ビューの考えに基づいて考察していく。最後に、第6章「本論文のまとめ」では、本論文の議論を要約し、本論文におけるインプリケーションや今後の研究展望について述べる。

第2章：エージェンシー理論並びにリソース・ベースド・ビューにおける取締役会の機能に関するレビュー

第1節：本章の目的

今日の取締役会に関する研究において、エージェンシー理論に依拠している研究は数多く見られる。

エージェンシー理論では、個人（エージェント：経営者）は、自己の利益の最大化を図るために合理的に行動する者としている。つまり、フリー・キャッシュ・フロー問題に代表されるように、機会主義的に利己的行動をとる者として考えられている。そして、経営者利益と株主利益は必ずしも一致しないことから、取締役会は経営者の行動を株主利益と一致させるために、いかにして経営者をコントロールし、監視するかが問題とされる。

一方、リソース・ベースド・ビューは、「企業は経営資源の集合体であり、それぞれの企業の経営資源は異質である」そして「経営資源のなかには、企業間で完全には移動できないものがある」という前提のもと、企業間のパフォーマンスの違いを内部資源の効率性の違いの結果として考える。そして、優れた戦略的意思決定を行なえる経営者や取締役会は、企業にとって貴重な「資源」であり、持続的競争優位の源泉の一つとなりうる存在であるとされる。

このように、エージェンシー理論とリソース・ベースド・ビューでは、経営者と取締役会に関して、重視している点が異なっている。よって、本章では、次章以降の分析に先立ち、それぞれの理論において、経営者と取締役会が果たす機能についてレビューしていく。

第2節：エージェンシー理論

2-1：エージェンシー理論とは

エージェンシー理論は、Berle and Means(1932) が指摘した、株式所有権の高度な分散化に伴う「所有と経営」の分離を根源としているが、本格的に展開されることになったの

は、1970 年代以降であり、特に Jensen and Meckling (1976)が、利害コンフリクトから生じるエージェント問題は、個人間におけるすべての協働活動にとって一般的であると明らかにしている。また、Jensen(2000)は、エージェンシー理論は、ポジティブ・エージェンシー理論とプリンシパル=エージェント理論の2つのアプローチから成ると指摘しているが、どちらも利己的な性格を持った個人間の契約を対象とし、いかにエージェンシーコストを削減させるかを問題としている。

まず、一般に、プリンシパル=エージェント関係において、業務の委託者（株主）をプリンシパル、受託者（経営者）をエージェントと呼び、両者の間には情報の非対称性が存在するので、プリンシパルがエージェントの行動を十分に監視できない状況で発生する諸問題をエージェンシー問題という。エージェントは、プリンシパルの期待効用を最大化するように行動しなければならないが、モニタリングの不備や情報格差を利用して、プリンシパルの期待効用最大化から逸脱し、プリンシパルに余分なコスト負担を強いる。このコストをエージェンシーコストと呼ぶ。

次に、エージェンシーコストが発生する理由についてであるが、まず、企業総価値の最大化と株主価値の最大化は必ずしも一致しない事が理由に挙げられる。Fama and Miller(1972)は、企業の株主価値（株式時価総額）最大化と、企業の総価値（株式時価総額+負債の時価総額）最大化が一致する場合の条件について、新しく発行される社債について、以前の社債に対して優先順位が劣位となり、そのため以前の社債保有者の利益を損なわない、さらに留保利益から社債が、将来償還される場合に、現株主の利益が損なわれないという条件が満たされる場合としている。このとき、企業の投資案が所与の場合、資金調達の方法の変化は、法人税を無視して、企業の時価総額にも企業の総価値にも影響を与えない。このような条件を”me first rule”と呼び、これを満たしている限り、上記2つの最大化基準を満たす経営者の行動は同一のものとなる。つまり、この”me first rule”が満たされない限り、企業総価値の最大化と株主価値の最大化は一致しない。

また、Jensen and Meckling (1976)は、経営者は、たとえ自身にとっては合理的経済行

動を行なっている、経営者が 100%会社の株式を保有しないことから生じる株価最大行動からの逸脱をエージェンシーコストの発生と呼ぶ。

さらに、経営者は企業の総価値を最大化するために行動すべきであるが、Jensen, Murphy and Wruck(2004)は、短期の企業価値最大化と長期の企業価値最大化(enlightened value maximization)を区別し、経営者は後者、つまり、長期のフリー・キャッシュ・フローを適正な資本コストで割り引いた現在価値合計を最大化すべきであると主張している。また、Brealey, Myers, and Allen(2005)は、仮に企業に大量のフリー・キャッシュ・フローが存在する時、(i) 必要でない支出を経営者自身のために行なう場合、(ii) 正味現在価値が負である投資プロジェクトにこの余剰資金を投資した場合、(iii) 経営者が安心して十分働かない場合、(iv) 経営者自身の存在価値を高めるために得意な分野へ偏った投資を行なった場合、(v) 失敗を恐れ、経営者の評判に傷がつく事を嫌って、ハイリスク・ハイリターン投資案を避ける場合などの諸行動は、全て長期的な企業価値を損なうものであり、同時に株主の利益すなわち長期の株価最大化行動を損ねるものと指摘している。そして、このような場合にエージェンシーコストが発生する。

つまり、経営者の行動によって株主価値が損なわれる場合にエージェンシーコストが発生するのである。

そして、このエージェンシーコストの概念を用いた実証分析が Jensen and Meckling(1976)である。彼らは、100%の発行株式を持たない場合の経営者の最適行動と最適実物投資額、株価、そして経営者への非金銭的便益との関係を、部分均衡分析によって実証した。その結果、自らが経営者でない株主にとって、エージェンシーコストの発生により、(i) 株価最大化が実現できる最適投資額から企業の投資額が乖離すること、そして、(ii) 負債の発行は同じく経営に関わらない株主にとって、相対的に経営者の持てる株式の割合を減らすことが出来るので、結果としてエージェンシーコストを低減できる事を示した。特に(ii)の結果は、株主が経営者に負債を多く発行させる事で、経営者の監視を強くできるという点が非常に興味深いものと言える。

2-2：エージェンシー理論における取締役会の機能

前述したとおり、経営者の行動によって株主価値が損なわれる場合にエージェンシーコストが発生するので、株主は経営者が逸脱した行動を行なわないように監視する必要がある。しかし、情報の非対称性に加え、経営に関する専門知識がない株主が外部から経営者を監視し続ける事は、時間的・能力的にも不可能である。

そこで、エージェンシー理論では、企業内部のモニタリング機能を取締役に求めることとなる。具体的には、経営者へのインセンティブ調整や選任・解任メカニズムを通じてコントロールを行なうが、Fama and Jensen(1983)では、取締役会の機能を次の4つの機能に分類している。

- (i) 先導 (initiation)：資源の活用と契約の構築に関する一般的な提案
- (ii) 認可 (ratification)：実施されるべき決定イニシアティブの選択
- (iii) 実施 (implementation)：認可された決定の実施
- (iv) モニタリング (monitoring)：エージェントに対する評価と報酬

Fama and Jensen(1983)は、(i)と(iii)を経営機能、(ii)と(iv)を統制機能と分類し、経営機能はエージェントである経営者が、統制機能はプリンシパルである株主が担うことで、適切な企業経営を保証すると主張している。そして、取締役会は株主より統制機能を権限委譲された受託機関として位置づけられる。

よって、エージェンシー理論では、経営者と取締役会会長の兼務、企業株式を所有しない経営者、ストックオプションなどの業績連動型報酬が導入されていない経営者など、コントロールと金銭的インセンティブに欠ける統制構造は推奨されず、取締役会においても、経営者に対する不公平な監視が行なわれないように、経営陣との独立性が重視されるので社外取締役が優勢である方がよいとされる。

このように、エージェンシー理論では、基本的には、取締役会は経営者の行動を株主利益と一致させるために、いかにして経営者をコントロールし、監視するかを重視している。

第3節：リソース・ベースド・ビュー

経営戦略論において、最も有名なアプローチの一つとして、「ポジショニング・アプローチ」が挙げられる。このアプローチは少なくとも 1980 年代半ばを通して、経営戦略論において支配的なものであった。このアプローチにおける特徴として、企業のパフォーマンスが、産業レベルの条件によって規定される点が挙げられる。例えば、Porter(1980, 1985)は、産業組織論の「S-C-P モデル」に基づき、企業が「製品-市場」におけるポジショニングから競争優位を獲得できると主張した。しかし、Demsetz(1973)や Rumelt(1987, 1991)は、個別企業間のパフォーマンスの差について、「ポジショニング・アプローチ」では、暗黙的に無視されている点を指摘している。特に Rumelt(1987, 1991)は、産業間の収益性の差異よりも企業間の収益性の差異の方が大きいことを示している。

そこで新たにアプローチとして急速に発展してきたのが、「リソース・ベースド・ビュー」である。リソース・ベースド・ビューは、経営資源を分析単位としており、Peteraf and Barney(2003)では、リソース・ベースド・ビューの決定的な特徴は、パフォーマンスの違いを経営資源の効率性ベースで説明している点であるとしている。

ただし、Barney(1991)は、リソース・ベースド・ビューは企業の経営資源が「異質」であり「移動不可能」なものかもしれない、という前提による理論モデルであるとしている。

その根拠として、Barney(1986)は、もし、企業レベルの戦略で利用する全ての資源が、外部の要素市場で購入されるものであるならば、その市場からは経済的レントは生じないが、その企業がこれまでの要素市場にも存在しない「異質」な資源を支配することが出来れば、経済的レントを獲得できると主張している。そして、Barney(1991)は、この資源の異質性は「不確実な模倣可能性」や「因果関係の曖昧性」といった、企業間の資源の移動不可能性が存在するならば、持続するとしている。

また、Barney(2002)は、経営資源とは、すべての資産、ケイパビリティないしはコンピタンス、情報、ナレッジなど、企業がコントロールし、企業の持続的成長に寄与するすべてのものと定義している。そして、これらの経営資源の中でどのようなものが持続的競争

優位の源泉となるかについて、Barney(1991)は、次の4つの条件を挙げている。

(i) その資源は、機会を活用する、または脅威を中和するという意味において、価値を持たねばならない。(価値)

(ii) その資源は、現在かつ潜在的な競争において、希少でなければならない。(希少性)

(iii) その資源は、企業間の不完全にしか移動可能性をもたない。(模倣困難性)

および (iv) 希少なものではなく、模倣も可能であるが、価値があるような同等の代替性を持った資源が存在していない。(非代替性)

さらに、Barney(2001)は、企業が自らの力でコントロールできる競争優位について、次の3点を挙げている。

(i) 持続的競争優位を左右する要因は、所属する業界の特質ではなく、その業界に提供するケイパビリティである。

(ii) 希少かつ模倣にコストのかかるケイパビリティは、そのタイプの資源よりも、持続的競争優位をもたらす要因となる可能性が高い。

(iii) 企業戦略の一環として、この種のケイパビリティの開発を目指して、そのための組織が適切に編成されている企業は、持続的競争優位を達成できる。

以上の考えを基に、Barney が提唱した分析フレームワークが「VRIO フレームワーク」であり、次の4つの問いから構成され、これらの結果によって、その経営資源の活用によって得られるパフォーマンスを理解する事ができる。

①経済価値 (value) に関する問い

②希少性 (rarity) に関する問い

③模倣困難性 (inimitability) に関する問い

④組織に関する問い (organization)

表 2-1 : VRIO フレームワーク

その経営資源は・・・

価値があるか？	希少か？	模倣コストは大きいのか？	組織体制は適切か？	競争優位の意味合い	経済的パフォーマンス	強み？弱み？
No			No	競争劣位	標準を下回る	弱み
Yes	No		↑	競争均衡	標準	強み
Yes	Yes	No	↓	一時的競争優位	標準を上回る	強みであり 固有のコンピタンス
Yes	Yes	Yes	Yes	持続的競争優位	標準を上回る	強みであり 持続可能な固有のコンピタンス

出典：バーニー（2003 邦訳） p272,表 5-2

また、Barney は「VRIO フレームワーク」において、優れた経営資源を模倣する事が困難である理由として、「独自の歴史的条件 (unique historical conditions)」を挙げている。これは、ある企業が優れた経営資源を獲得・開発・活用する能力をもつのは、その企業の過去の状況や経験によるものであり、他社が模倣するには、過ぎ去った過去をもう一度再現しなければならないが、それは時間的、コスト的に困難であることを示している。

さらに、企業の内部者においても、組織文化や人間関係などがどのようにして形成されたかは、はっきりとはわからず、過去の結果によるものといえる。また、企業内におけるマネジャーの相互コミュニケーション能力、組織文化、サプライヤーや顧客の間での自社の評判など物理的技術の複雑性と比べると、社会的に複雑であり、外部からはわからない。これらも、模倣するコスト上の不利をもたらす要因として挙げられる。

このように、リソース・ベースド・ビューにおいては、企業がいかにして持続的競争優位を獲得するかに焦点が当てられているが、企業の競争優位獲得活動において、経営者ならびに意思決定機関としての取締役会が果たす役割は非常に大きいものと言える。つまり、リソース・ベースド・ビューにおける取締役会は、各取締役の能力や過去の経験の集合体であり、それが企業独自の資源となる。そして、企業行動や意思決定に影響を与えるのである。

第4節：本章のまとめ

第2節でも述べたが、エージェンシー理論における取締役会の機能は、経営者へのインセンティブ調整や選任・解任メカニズムを通じて、経営者の行動をコントロールし、企業内部からモニタリングを行なう事である。一方、リソース・ベースド・ビューにおいては、優れた戦略的意思決定を行なえる取締役会は、企業にとって貴重な「資源」の集合体であり、持続的競争優位の源泉となりうる存在である。

このように、エージェンシー理論では、取締役会は経営者をいかにコントロールするかということを重視しているのに対し、リソース・ベースド・ビューでは、取締役会は各取締役の能力や過去の経験の集合体と捉え、競争優位を生み出すための戦略策定能力を重視している。言い換えれば、エージェンシー理論は、株主の立場に基づいた理論であるが、リソース・ベースド・ビューは、経営者の行動をいかに活かすかという点に着目した考えであり、両者は全く異なる視点によるものである。

以上を踏まえて、M&A 実施企業、特に上場企業同士の合併における取締役会の機能について見てみる。

そもそも合併はどのような効果が得られると期待して行われるのだろうか。合併のプラスの効果としていくつか考えられるが、最もよくあげられるのが「シナジー効果」である。ここで「シナジー効果」とは、各自単独で活動することによって得られる効果の合算よりも、両社が連携・一体化して活動することによって得られる効果の方が大きいことを意味する。さらに、シナジー効果は、顧客の獲得、共通業務の集約化・標準化、経営資源(ヒト、モノ、カネ、情報)の相互補完など、その効果は多岐にわたる。しかし、この「シナジー効果」の定義は曖昧なものであり、「シナジー効果」を直接的に計測することは困難と言える。

そこで次に、より具体的に、企業の合併が合併後企業のパフォーマンスにどのような影響を与えるかについて考える。これについて、長岡（2005）は合併後企業のパフォーマンスを高めうる潜在的な経路として、以下の4点をあげている。

- (1) 各企業が保有する補完的な資産のより効率的な利用

- (2) 重複的な企業活動の統合による固定費要削減
- (3) 技術・ノウハウの企業間のより効率的な移転
- (4) 経営陣の交代などによる企業経営の効率性の改善

また長岡（2005）は、これら4点の具体的な内容として、NKKと川崎製鉄との経営統合に関する基本合意書を用いて次のように説明している。

- (1) 管理・間接部門を中心とした要因効率化、経費削減
- (2) 規模拡大・仕様統合による調達コスト低減
- (3) 最適生産体制の確立による生産・補修・物流コスト低減および設備集約、重複投資の回避による設備投資減
- (4) R&D 効率化、技術交流など

このように、「効率化」や「費用削減」を実現することで、合併後企業のパフォーマンスに影響を与えと考えられる。これらは、いずれも全部門を対象とした大規模な意思決定を有するものであり、これらの「効率化」や「費用削減」といった意思決定を行うのは、合併後の取締役会である。このように、合併後に実施すべき意思決定は多岐にわたるので、合併後の取締役会においては、各取締役の経営に関する能力が非常に重要であると考えられる。また、合併によって得られる経営資源は、合併前のそれぞれの企業の歴史や経験によって培われたものであり、その活用方法も含めて企業特殊的資産といえる。

しかし、取締役の業務遂行能力の評価に関しては、リソース・ベースド・ビューでは不十分である。VRIO分析に代表されるリソース・ベースド・ビューの分析は、特許などのコア・リソースを測定することは可能であるが、非常に多岐にわたる能力が求められる取締役の能力の測定は不可能である。

よって、合併後の取締役会においては、取締役会における経営者の行動をコントロールしたうえで、いかに優秀な取締役を活用していくべきかについて、リソース・ベースド・ビューの不足を補う事を目的とし、次章以降の実証分析を行なっていく。

第3章：M&A 企業における取締役会構成と企業内部要因に関する定量的分析

第1節：本章の目的

前章でも述べたが、合併後に実施すべき意思決定は多岐にわたるので、合併後の取締役会においては、各取締役の経営に関する能力が非常に重要であると考えられる。しかし、合併にはプラスの効果を引き下げてしまう可能性がある要因が存在する。それは「合併後の経営権の在り方」である。どちらの企業が経営権を握るか定かでなければ、2社の出身者の間で経営方針や人事を巡る対立が生じる可能性が考えられ、これにより、迅速な経営判断が行えず、合併がもたらす潜在的な利益を逸してしまう危険性が存在する。よって、合併後の経営権の在り方、つまり、合併時の取締役会におけるイニシアティブについて分析する必要があると考えられる。

そこで、本分析では、「上場企業同士の合併において、取締役会のイニシアティブはいかにして決まるのか」という問題意識の基に、「合併時の取締役会の構成が合併前の企業のどのような要因で決まるかを明らかにすること」を目的とする。

第2節：先行研究のレビュー

本節では、取締役会の規模や構成に影響を与える要因に関する先行研究のレビューを行なう。

取締役会の規模や構成を内生変数とした実証研究においては、①事業の範囲、②モニタリングコスト、③経営者の交渉力、の3つの仮説に分類することが出来る。

まず、①事業の範囲に関しては、大企業や多角化企業では、事業範囲が広く、取り扱う内容も複雑であるため、より多く、そして広範な情報と専門知識を持った取締役会が必要とされる。よって、より大きな取締役会を必要とする。

これに関して、Boone et al. (2007)では、アメリカにおいて、1988年から1992年までにIPOを行なった1019社を対象とし、企業活動の範囲や複雑性を表す変数として「企業規

模」「企業年数」「セグメント数」を用いた分析の結果、取締役会規模、独立的取締役の割合と正の関係にある事を示した。また、Coles et al. (2008)では、アメリカにおいて、1992年から2001年までの8165社を対象に、多角化企業がより多くの独立的取締役を採用していることを示した。さらに、取締役会における社内取締役の割合を従属変数としたOLSによる回帰分析の結果、企業規模や企業年数、負債比率が負の関係にあることも示した。

次に②モニタリングコストに関しては、モニタリングコストが増大する要因はいくつかあるが、モニタリングコストが増大すれば、取締役会の規模は小さくなるとされる。

例えば、Lehn et al (2003)では、高成長企業においては、成長に伴い、組織が複雑になるので、外部株主と経営者間の情報の非対称性が増すと指摘し、企業規模が大きいほど、社外取締役を積極的に登用するとしている。一方、高成長企業では、経営意思決定において、社内の事情に通じた社内取締役の割合が高くなるとしている。そして、実証分析の結果、資産の時価／簿価の比率は取締役会の規模と負の関係を示し、社内取締役の割合とは正の関係を示した。また、Linck et al (2008)では、自己資本の時価／簿価の比率を用いて分析を行なった結果、取締役会の規模と負の関係を示し、独立取締役の割合とは、負の関係を示した。

さらに、R&D支出が高い企業においては、その企業や産業に関する特別な知識が必要となるので、社外取締役による助言や監視は困難となり、モニタリングコストが高まるとされる。これに関して、Boone et al. (2007)、Linck et al (2008)を始め、多くの分析結果から支持されており、Coles et al (2008)では、3段階最小2乗法を用いて、社内取締役の割合が研究開発費ダミーと有意な正の関係であることも示されている。

そして、Jensen(1986, 1993)は経営者が自由に利用できるキャッシュフローが高い場合、経営者と株主の間でエージェンシー問題が生じ、社外取締役のモニタリングの必要性は高まるとしている。しかし、フリー・キャッシュ・フロー問題による仮説に関しては、支持しない実証分析の結果も存在する。例えば、Coles et al (2008)では、フリー・キャッシュ・フローは、取締役会の規模と有意な負の関係であり、社内取締役の割合では有意性は見ら

れなかった。

最後に③経営者の交渉力に関しては、取締役会の構成は、経営者（CEO）と取締役の交渉によって決定されるという見方が存在する。Hermalin and Weisbach(1998)は、CEO が付加する株主価値が大きくなり、取締役会が CEO を高く評価するほど、取締役会は CEO に対する監視を行わず、取締役会の独立性は低くなるとしている。また、Kieschnick and Moussawi (2004) では、経営者が取締役会の議案の採否に大きな影響を及ぼす企業では、社外取締役の比率が低い事を示した。さらに、Boone et al. (2007) は、CEO の影響力を示す変数として「CEO 持株比率」「CEO 在籍年数」を、CEO の影響力への制約を示す変数として「社外取締役の持株比率」「ベンチャーキャピタリストの存在、IPO 時の投資銀行の名声」を用いた分析の結果、独立的な社外取締役の割合は CEO の影響力を示す変数とは負の関係にあり、CEO の影響力への制約を示す変数とは正の関係にある事を示した。

以上が、取締役会の規模や構成に影響を与える要因に関する先行研究であるが、分析対象として M&A 実施企業を扱っている分析は見られなかった。また、社内取締役の割合についての分析は見られるが、取締役会のイニシアティブの観点から分析した研究も見られなかった。よって、本分析では、「上場企業同士の合併において、合併後の取締役会のイニシアティブはいかにして決まるのか」という問題意識の基に、「合併時の取締役会の構成が合併前の企業のどのような要因で決まるかを明らかにすること」を目的とする。

第3節：仮説と方法

3-1：仮説

前章でも述べたが、企業が合併に期待する効果として、「シナジー効果の実現」が挙げられるが、他方、合併にはこのプラスの効果を引き下げてしまう可能性がある要因が存在する。それは「合併後の経営権の在り方」である。たとえば、上場企業同士の合併において、日本では「たすきがけ人事」が採用される場合がある。これは、一般的には、合併により発足した新企業が、合併前の2社の出身人物を交替で社長・会長といった役員に充てるこ

とである。また、実質的には吸収合併であっても、被合併会社の立場や従業員のモチベーション低下を防ぐために「たすきがけ人事」が実施される場合もある。さらに、「たすきがけ人事」を行っていない場合であっても、どちらの企業が経営権を握るか定かでなければ、2社の出身者の間で経営方針や人事を巡る対立が生じる可能性が考えられる。これにより、迅速な経営判断が行えず、合併がもたらす潜在的な利益を逸してしまう危険性があると考えられる。合併時においては、どちらの企業が経営権を握るか定かでなければ、2社の出身者の間で経営方針や人事を巡る対立が生じる可能性が考えられ、これにより、迅速な経営判断が行えず、合併がもたらす潜在的な利益を逸してしまう危険性が存在する。よって、合併後の経営権の在り方、つまり、合併時の取締役会におけるイニシアティブについても分析する必要があると考えられる。

そこで、本分析では、合併時の取締役会において、A社、B社どちらの出身の役員が多いかを調べ、これらが合併前の2社の「事業範囲に関する差」「従業員数の差」「役員総数の差」といった企業の内部要因にどのような影響を受けているかについて調べる。

なお、本論文において、今後A社、B社、C社は下記表3-1のように定義する。

表 3-1：用語の定義

	吸収合併	新設合併
A社	存続企業	資産規模：大
B社	消滅企業	資産規模：小
C社	合併後企業	合併後企業

まず、合併前の「事業範囲の差」についての仮説であるが、前章でも述べた通り、合併後、重複的な企業活動の統合は最重要課題であり、可及的速やかに実行すべき課題である。ここで、「事業範囲の差」に関しては、単純に「事業部数の差」を見るのではなく、A社とB社の資産規模を考慮することで、A社、B社が合併前に相対的に多角化していたのか、もしくは専門化していたのかを見ることができる。そして、「事業範囲の差」が大きいほど、

合併後の取締役会におけるイニシアティブは明確になると思われる。なぜなら、合併後の企業活動は、多角化した企業側の意見や考えを中心にして、事業再編が実施されると考えられるからである。

では、A 社、B 社どちらの出身役員が合併後の取締役会でイニシアティブを取るべきかであるが、これは A 社と考えられる。吸収合併において、A 社は存続企業なので当然といえる。一方、新設合併においても A 社は資産構成が大きい企業なので、A 社の方が企業規模が大きいと判断できるので、合併後の取締役会のイニシアティブも A 社が中心になると考えられる。よって、仮説は次の通りである。

仮説 1：「A 社と B 社の事業範囲の差が大きいほど、C 社の取締役会における A 社出身役員の割合は大きくなる」

次に、合併前の「従業員数の差」についての仮説であるが、これも「事業範囲の差」の仮説と同様に、「従業員数の差」が大きいほど、従業員数が多い企業側の意向は反映され、結果的に、合併後の取締役会におけるイニシアティブは明確になると思われる。よって、仮説は次の通りである。

仮説 2：「A 社と B 社の従業員数の差が大きいほど、C 社の取締役会における A 社出身役員の割合は大きくなる」

最後に、合併前の「役員総数の差」についての仮説であるが、前章の先行研究では、A、B 社両方の取締役の多くを C 社の取締役に残留させることは取締役会の肥大化となり、企業パフォーマンスに負の影響を与えと考えられた。しかし、本研究では、C 社の取締役会における取締役の数ではなく、どちらがイニシアティブを取る方がよいかが問題である。よって、合併前の「役員総数の差」についての仮説についても、先述の 2 つと同様、A 社出身役員がイニシアティブを取る方が良いと考えられる。よって、仮説は次の通りである。

仮説 3：「A 社と B 社の役員総数の差が大きいほど、C 社の取締役会における A 社出身役員の割合は大きくなる」

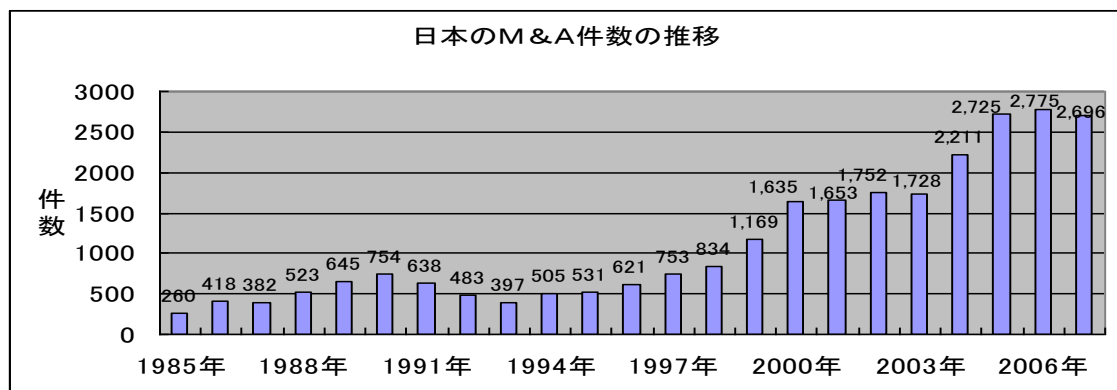
以上が、本分析における仮説である。

3-2：データ

まず、合併事例のデータとして、独立系 M&A 専門会社であるレコフ社によって発刊されている『日本企業の M&A データブック 1988-2007』、及び、『M&A 専門誌 マール 2009 年 2 月号』に掲載されている上場企業同士の合併のケースを利用している。その中から、金融業等、複数企業間の合併、および、合併後 12 ヶ月以内に倒産した企業を除き、2000 年から 2008 年までに合併が公表され、その後実際に合併した企業 89 社が対象となる。なお、前節で定義した A 社、B 社については、このデータブックによる定義を用いている。

また、本研究において、2000 年以降のデータを用いた理由として、一つは比較的最近の上場企業同士の合併について見ていきたかったからである。表 3-2 にあるように、2000 年以降、M&A の件数は急増している。これは、近年の M&A が企業の経営戦略実現のための手段として認識されていることを示している。もう一つは、2000 年 3 月期より新連結決算制度が導入され、これに伴う会計基準の変更による影響を抑えたかったからである。なお、財務データについては会社四季報、役員データについては役員四季報を用いる。

表 3-2：日本の M&A 件数の推移（日本企業の M&A データブック 1988-2007 より）



3-3：実証方法

実証には以下の式を用いる。

$$Y_i = \beta_1 \text{seg}(A-B) + \beta_2 \text{emp}(A-B) + \beta_3 \text{off}(A-B) + Z_i + u_i$$

まず、被説明変数についてであるが、これは合併後取締役会において、B 社出身役員が多い場合を-1、同数の場合を0、A 社出身役員が多い場合を1としている。

次に、説明変数についてであるが、これらは合併前2社の「事業範囲」「従業員数」「役員総数」について、A 社からB 社を引いた差である。

特に「事業範囲の差」に関しては、以下の式によって算出する。

$$\text{seg}(A-B) = (\text{A 社事業部数} / \text{A 社総資産簿価}) - (\text{B 社事業部数} / \text{B 社総資産簿価})$$

また、 Z_i はコントロール変数（合併前営業利益の差）であり、 u は誤差項である。

これを順序プロビット・モデル（オーダード・プロビット・モデル）を用いて推計する。

なお、説明変数に関しては、強い相関は見られなかった。以上が実証方法についてである。

第4節：結果と解釈

4-1：実証結果

表 3-3：推計結果

	モデルⅠ		モデルⅡ		モデルⅢ	
	係数	標準 偏差	係数	標準 偏差	係数	標準 偏差
事業部数の差	-0.134*	0.081				
従業員数の差	0.000088*	0.0000 472	0.000091**	0.0000 404	0.000091**	0.0000 404
役員総数の差	0.040	0.025	0.030	0.246	0.030	0.246
資産の差	3.14E-07	6.26E- 07				
事業範囲の差			-1034.2*	532.6	-1034.4*	534.0
営業利益の差					2.02E-08	2.57E- 06
LRchi2	13.77		15.95		15.95	
prob>chi2	0.0081***		0.0012***		0.0031***	
pseudoR2	0.0804		0.0931		0.0931	

被説明変数：合併後取締役会において、Bが多数派：-1、同数：0、Aが多数派：1

括弧内は標準誤差を示す。

p値に関しては、すべて両側検定にもとづいて算出している。

* p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01

まず、「事業部数の差」についての仮説であるが、仮説は次の通りであった。

仮説 1 : 「A 社と B 社の事業範囲の差が大きいほど、C 社の取締役会における A 社出身役員の割合は大きくなる」

表 3-3 より、モデルⅡ・Ⅲ共に、「事業範囲の差」に関しては 10%有意であったが、係数はマイナスであった。つまり、「A 社と B 社の事業範囲の差が大きいほど、C 社の取締役会における A 社出身役員の割合は小さくなる」という結果であり、「A 社と B 社の事業範囲の差が大きいほど、C 社の取締役会における B 社出身役員の割合は大きくなる」ということである。これは、仮説 1 とは全く逆の結果となった。

次に、「従業員数の差」について見ていくが、仮説は次の通りであった。

仮説 2 : 「A 社と B 社の従業員数の差が大きいほど、C 社の取締役会における A 社出身役員の割合は大きくなる」

これも表 3-3 より、モデルⅡ・Ⅲ共に、「従業員数の差」に関しては 5%有意であり、係数はプラスであった。これは、仮説 2 どおりの結果であったといえる。

最後に、「役員総数」の差について見ていくが、仮説は次の通りであった。

仮説 3 : 「A 社と B 社の役員総数の差が大きいほど、C 社の取締役会における A 社出身役員の割合は大きくなる」

これも表 3-3 より、モデルⅡ・Ⅲ共に、有意性は見られなかった。つまり、「A 社と B 社の役員総数の差は、C 社の取締役会における構成に何の影響も与えない」という結果であった。これは、仮説 3 とは異なる結果となった。

4-2：結果の解釈

まず、「事業範囲の差」について見ていくが、仮説1は、「事業範囲」の差が大きければ、事業範囲が広い、つまり多角化企業側の意見や考えを中心にして、事業再編が実施されるという考えを基に立てた仮説であった。しかし、分析の結果は「A社とB社の事業部数の差が大きいほど、C社の取締役会におけるB社出身役員の割合は大きくなる」という結果であった。

このような結果となった理由については、次のように考えられる。

一般的に多角化とは、資産等を各事業に分配し、範囲の経済性の効果を狙って実施されるのに対し、専門化は、資産等を集中投資する事で、専門化の利益を狙って実施される。よって、相対的な1事業あたりの競争力は、専門化企業の方が多角化企業よりも高いと言える。つまり、M&Aにおいて、既存事業の再編成等を行なう上で、専門化企業の事業に関しては、競争力を有するので残し、多角化企業の事業を整理することとなる。これにより、合併後の取締役会においても、専門化企業の実業取締役は残ることとなり、合併後取締役会における割合が増えると考えられる。

次に、「従業員数の差」について見ていくが、仮説2も仮説1と同様に、「従業員数の差」が大きいほど、従業員数が多い企業側の意向は反映され、結果的に、合併後の取締役会におけるイニシアティブは明確になるという考えを基に立てた仮説であった。こちらは仮説が支持される結果となったが、やはり合併において、従業員数が多い企業側の意向は、合併後の取締役会にも大きく反映される事が改めて示されたといえる。

最後に、「役員総数の差」について見ていくが、仮説3も仮説1・2と同様に、「役員総数の差」が大きいほど、役員総数が多い企業側の意向が合併後も反映され、結果的に、合併後の取締役会におけるイニシアティブは明確になるという考えを基に立てた仮説であった。しかし、分析の結果は、「A社とB社の役員総数の差は、C社の取締役会における構成に何の影響も与えない」という結果であった。

このような結果となった理由については、次のように考えられる。

先述の通り、取締役会規模の先行研究では、A、B 社両方の取締役の多くを C 社の取締役に残留させることは取締役会の肥大化となるので、基本的には、合併時において、取締役数を減少させる。また、合併時に新たに取締役に参加する場合も多い。このように、合併時に取締役会の再編がなされるので、合併前の役員総数の差が、そのまま合併後に反映されているとは限らないのである。

以上が実証結果とその解釈であったが、次節では、本分析におけるまとめとして、インプリケーションと問題点、そして今後の研究の展望を示す。

第5節：本分析のまとめ

本節では、本分析における要約を行ったうえで、インプリケーションと今後の研究の展望を示す。

まず、本分析は、「上場企業同士の合併において、取締役会のイニシアティブはいかにして決まるのか」という問題意識の基に、「合併時の取締役会の構成が合併前の企業のどのような要因で決まるかを明らかにすること」を目的とする。そこで、合併時の取締役にいて、A 社、B 社どちらの出身の役員が多いかを調べ、これらが合併前の 2 社の「事業範囲の差」「従業員数の差」「役員総数の差」といった企業の内部要因にどのような影響を受けているかについて、順序プロビット・モデル（オーダード・プロビット・モデル）による推計を行った。その結果は以下のとおりである。

（１）：「A 社と B 社の事業範囲の差が大きいほど、C 社の取締役ににおける B 社出身役員の割合は大きくなる」

（２）：「A 社と B 社の従業員数の差が大きいほど、C 社の取締役ににおける A 社出身役員の割合は大きくなる」

（３）：「A 社と B 社の役員総数の差は、C 社の取締役ににおける構成に何の影響も与えない」

このように、合併前の企業の内部要因が、合併後の取締役会のイニシアティブに影響を与えている事を発見できた事は、既存の研究にはない新たな発見である。

以上が本分析におけるインプリケーションである。最後に、本分析における限界と今後の展望について指摘する。

まず、前章でも述べたが、合併後1年以内に倒産した企業に関して、データの入手が出来なかったため、除外している。よって、本分析では、合併後、一定期間存続した企業のみが分析対象となっており、厳密には上場企業同士の合併の全てについて分析できてはいない。

また、本分析では、説明変数においてA社とB社の差を用いたが、両者の差がなかった場合、他の要因が影響している事も考えられるが、本分析では対象となっていない点が挙げられる。

以上2点を本分析における限界として指摘しておきたい。

次に今後の研究課題として、これも前章で述べたが、本分析では「合併時」の取締役会の構成しか考察していない。よって、合併後2期目、3期目の取締役会の構成と合併前の企業の内部要因との関係についても考察していく必要がある。

また、本分析においては、2000年から2008年までの上場企業同士の合併を対象としたが、この期間以外の上場企業同士の合併においても、本研究の分析結果が成立するかについても議論する必要があるといえる。

第4章：取締役会の構成とM&Aのパフォーマンスとの関連性に関する定量的分析

第1節：本章の目的

前章では、「上場企業同士の合併において、取締役会のイニシアティブはいかにして決まるのか」という問題意識の基に、「合併時の取締役会の構成が合併前の企業のどのような要因で決まるかを明らかにすること」を目的とし、合併前の企業の内部要因が、合併後の取締役会のイニシアティブに影響を与えている事を発見する事ができた。

そこで、本分析では、「上場企業同士の合併において、合併後の企業パフォーマンスを向上させる最適な取締役会の構成とは何か」という問題意識の基に、「合併前の企業における取締役員の継続性と合併後の企業パフォーマンスとの関係性を明らかにすること」が目的とする。

第2節：先行研究のレビュー

2-1：M&Aのパフォーマンスに関する先行研究

ここでは、M&Aのパフォーマンスに関する先行研究のレビューを行う。

M&Aに伴うパフォーマンスの分析は、海外を中心に数多くの実証研究がなされているが、結論は一意ではない。たとえば、Lin and Switzer (2001)では、1967年から1987年までにアメリカにおいて合併を実施した企業のうち、413社を対象とし、営業パフォーマンスとして税引き前キャッシュフローを用いて分析を行った結果、合併に伴い、税引き前キャッシュフローは上昇した。また、Heron and Lie (2002)は、1985年から1997年までに買収を実施した859社を対象に、営業パフォーマンスとして売上に基づく営業収益を用いて分析を行った結果、営業収益は上昇した。さらに、Gugler, Mueller, Yurtoglu and Zulehner (2003)は、1981年から1998年までに世界で合併を実施した2753社を対象に、利益額(EBIT)と売上高を用いて分析を行った結果、サンプル全体としては、合併後の利益額は増加しているが、売上高は減少していた。しかし、地域別で見た場合、日本を除き、

売上高に関しては減少し有意性も見られたが、利益額に関しては増加しているものの有意性が見られないところもあった。また、日本に関してはサンプル数が少なすぎるため、他の地域と異なる結果となったとしている。

一方で、Ghosh(2001)は、1981年から1995年までに世界中で大規模なM&Aを実施した315件を対象とし、営業パフォーマンスとして税引き前キャッシュフローを用いて分析を行った結果、合併に伴い、税引き前キャッシュフローを変化させる有意な要因は見られなかった。

次に、日本における先行研究を見ていく。まず、Yeh and Hoshino (2002)は、1970年から1994年までに行われた上場企業同士の合併86事例を対象とし、生産性に関しては全要素生産性 (Total Factor Productivity : TFP)、収益率に関してはROAとROE、成長率に関しては売上と雇用の成長率について、合併前後の変化を分析した。その結果、合併後生産性はほとんど変化しなかったが、収益率や成長率（売り上げ、雇用）などの営業パフォーマンスは低下していた。また、系列会社同士の合併の方が、より低下の度合いが多いことを示した。一方、Kruse et al. (2002)は、1969年から1992年までに製造業において実施された上場企業同士の合併46事例を対象に、合併の長期的効果を検証するために、合併の前後5年分のキャッシュフロー/資産総額を用いて、最小二乗法などを用いて分析した結果、サンプル全体ではキャッシュフロー比率は改善したが、有意性は見られなかった。また、事業の多角化を目的とした異業種合併の方が、同業種合併と比べてキャッシュフロー比率は有意に改善した。

また、長岡 (2005)は、1985年から2003年までの上場企業間の合併・買収が売上増加率、雇用増加率、総資本営業利益率などに与える影響を分析した。特に、合併を対等合併と非対等合併に分けて比較している。その結果、合併の場合、対等・非対等に関係なく、合併に伴う余剰人員削減効果が働き、雇用は減少する。また、非対等合併や買収では売上高成長率は高まり、それに伴い生産性も上昇するのに対し、対等合併では、売上の減少に伴い、生産性も減少した。さらに、このような差が生じる要因として、吸収合併では合併を行う

企業が経営のコントロール権を持つことになるが、日本に多く見られる対等合併方式では、「対等の関係」で合併を行う結果、経営のコントロール権の所在がはっきりしない場合が多く、経営の非効率を招きやすいためとしている。

さらに、滝澤・鶴・細野(2009)は、1994年から2002年度までの非上場企業を含む1590事例を対象に、企業の合併前後のパフォーマンスの変化について分析を行った。その結果、合併元企業の合併前後のパフォーマンス変化を計測すると、製造業ではTFPレベル、ROA、キャッシュフロー比率、負債比率といった指標の落ち込みが大きかったが、合併直後からその後のパフォーマンスの変化をみると、製造業、非製造業双方についてROAやキャッシュフロー比率において改善がみられ、その改善のタイミングは非製造業の方が製造業よりも早かった。また、製造業の異業種間合併の場合、パフォーマンス改善効果は大きく、より明確になっていた。

以上が、M&Aのパフォーマンスに関する先行研究のレビューである。

2-2：取締役会の規模とパフォーマンスとの関係に関する先行研究

ここでは、取締役会の規模とパフォーマンスとの関係に関する先行研究のレビューを行う。

海外における先行研究では、取締役会の規模とパフォーマンスとの関係について、負の関係があるとする結論が多い。まず、取締役会の規模に関する初期の研究として、Lipton and Lorch (1992) や Jensen (1993)が挙げられる。Lipton and Lorch (1992) や Jensen (1993)は、大規模な取締役会は企業価値にマイナスになると指摘しており、これは「board-size-effect 仮説」と呼ばれている。この「board-size-effect 仮説」が生じる理由として、二つ挙げられている。一つ目は、取締役会の構成人数が多すぎるとエージェンシー問題が生じる可能性が高まり、さらに、ある取締役が他の取締役に依存することで、取締役会の監督機能が働かないとしている。Lipton and Lorch (1992)はCEOが監視できる取締役員の数8名程度であり、それを超えると監視することは難しくなるとしている。

そして、二つ目の理由として、取締役の数が多いと、意見のやり取りに時間がかかり、結果として有意義な議論が出来なくなり、取締役会の意思決定機関としての機能が低下するとしている。

これらの指摘に対して、実証研究によって、取締役会の規模と企業業績との間に負の関係があることを確認したのが、Yermack(1996)、Huther(1997)、Eisenberg et al(1998)である。特に Yermack(1996)は、1984 年から 1991 年までのアメリカの巨大企業 452 社を対象とし、最小二乗法や、固定効果モデル、変量効果モデルなど様々な推定方法で行った結果、取締役会の規模と企業業績との間に有意な負の関係があることを示した。また、被説明変数もトービンの Q だけでなく、総資本利益率、売上高収益率、販売/資産などの他の業績の指標についても行ったが、こちらも有意な負の関係があることを示した。さらに、Eisenberg, Sundgren and Wells(1998)は、1992 年から 1994 年までのフィンランドの小、中企業 879 社を分析対象にして、Yermack(1996)と同様な研究を行い、取締役会の規模と企業価値との間に有意な負の関係があることを示した。また、この Yermack(1996)と Eisenberg, Sundgren and Wells(1998)の二つの研究から、すべての企業に共通の最適な取締役会の規模があるわけではないことが確認できる。また、Huther(1997)は、取締役会の規模と企業経営の効率性に着目し、アメリカの電力産業を対象として、取締役会の規模と可変費用との関係を検証した。その結果、取締役会の規模が大きい企業ほど費用が大きく、非効率であることが分かり、取締役会の規模を小さくすることで効率性を高めることができるとしている。これらの研究はいずれも、Lipton and Lorch (1992) や Jensen (1993)の理論を支持するものであり、現在も広く支持されている。

しかし、わずかではあるが、Lipton and Lorch (1992) や Jensen (1993)の考えや Yermack(1996)らの結果とは異なる研究も存在する。例えば、Adams and Mehran (2005)は、1959 年から 1999 年までのアメリカの銀行持株会社 35 社を対象に、取締役会の規模と構成が企業業績（トービンの Q）に与える影響を最小二乗法や、固定効果モデルで回帰した結果、取締役会の規模はトービンの Q に対し、正の関係を示した。これは Yermack(1996)ら

の結果とは全く逆であり、彼らは、産業ごとに取締役会のサイズの効果が異なりうると指摘している。また、そもそも Lipton and Lorch (1992) や Jensen (1993) の考えとは全く異なり、Dalton and Dalton (2005) は、大規模な取締役会は、経験や技術、性別、人種といった取締役会の多様性を高めるための機会を提供するので重要であると指摘している。また、Dalton and Dalton (2005) は 131 個の研究を基にメタアナリシスした結果、以前の Dalton, Daily and Johnson (1999) のメタアナリシスの結果とは対照的に、大規模な取締役会は企業業績とより高い相関関係を示した。

一方、日本企業を対象とした研究の数は多くないものの、結果は「board-size-effect 仮説」を支持するものが多い。例えば、鈴木・胥(2000)では、1997 年 3 月期の東証一部上場の非金融企業を対象にし、取締役会の規模と総資産税引き利益率、市場超過収益率、リスク調整済み株式超過収益率との相関を検証し、統計的に有意な負の関係を示した。また、斎藤(2002)は、六大企業集団に所属する非金融機関 92 社の 1984 年から 1996 年までのデータを用いて、取締役会の規模と企業価値（トービンの Q）の関係を、固定効果モデルによる二段階最小二乗法を用いて分析している。その結果、ポスト・バブル期（1990 年～1996 年）の銀行系企業グループ（芙蓉、三和、第一勧銀）において、取締役会の規模が企業価値に統計的に有意な負の影響を与えることを示している。さらに、宮島・新田・斎藤・尾身(2004)は、1986 年から 2000 年度に東証一部に上場していた、銀行・証券・保険・その他金融・電力・ガス以外の産業に属するすべての企業に対し、取締役会の規模と経営効率を示すパフォーマンス指標である全要素生産性（Total Factor Productivity：TFP）との関係を固定効果モデルを用いて推定しており、その結果、取締役会の規模と TFP 成長率は有意な負の関係を示した。

以上が、取締役会の規模とパフォーマンスとの関係に関する先行研究のレビューである。

2-3：社外取締役および執行役員制度とパフォーマンスとの関係に関する先行研究

ここでは、役員（社外取締役、執行役員制度）とパフォーマンスとの関係に関する先行研究のレビューを行う。

海外における先行研究では、社外取締役とパフォーマンスとの関係については否定的な結論が多い。まず、Hermalin and Weisbach(1991)は、取締役会における社外取締役の比率に着目し、アメリカの142社を対象に、トービンのQについて最小二乗法を用いて分析した。その結果、社外取締役比率は企業業績（トービンのQ）との間には、有意な関係は見られなかった。また、Yermack(1996)も、社外取締役比率とトービンのQとの関係について、最小二乗法で分析した結果、有意な負の関係が示された。さらに、総資本利益率、売上高収益率、販売/資産といった他の業績指標についても固定効果モデルを用いて分析した結果、社外取締役比率とこれらの指標との間には、いずれも有意な関係は見られなかった。

Agrawal and Knoeber (1998)は、上記2つの先行研究とは異なり、社外取締役の特性と企業業績との関係に着目した分析を行った。まず、1987年におけるアメリカの巨大製造企業264社の取締役3220人の背景を調べた結果、社外取締役は政治的な目的か法的なキャリアを重用されて選出されている場合が多いことを示した。また、企業業績としてトービンのQについて、最小二乗法を用いて分析した結果、社外取締役の比率と企業業績との間に有意な負の関係があることを示した。特に、取締役会において独立性のない社外取締役の比率が高いほど、業績が悪化する傾向にあるとしている。また、Bhagat and Black (1999)は、社外取締役の独立性に着目した分析を行った。彼らは、1985年から1995年までのアメリカの巨大企業928社を対象に、トービンのQやROAといった企業業績との関係について、最小二乗法を用いて分析した。その結果、独立性のある社外取締役と企業業績との間には関係性が見られなかった。

一方、日本における先行研究では、社外取締役が導入されて間もないことから、実証研究自体少ない。しかし結論に関しては、当初は否定的な結論が多かったが、近年肯定的な結論も見られる。

まず、岡本他(2001)では、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムと共同で実施した「コーポレートガバナンスに関する調査」を基に、売上高経常利益率を基にした収益性、4年間移動平均売上高伸率を基にした成長性との関連を定性要因の定量分析法(QAQF)により分析した。なお、調査対象は全上場企業、調査時期は2000年12月から2001年1月まで、有効回答数541社であった。その結果、上場全企業からは、社外取締役の戦略的意思決定への参画による、業績の差は見られなかった。ただし、1部上場の非製造業では、社外取締役が参画している企業のほうが業績は良く、有意な差が見られた。また、宮島・原村・稲垣(2003)は、財務総合政策研究所が、2002年12月に上場・店頭企業(非金融事業法人)を対象として実施したアンケート調査(回答876社、回収率34.0%)結果から、企業統治改革の積極性を示す指標(Corporate Governance Score, 以下CGS)を作成し、分析した。その結果、社外取締役の導入に関して、被説明変数をトービンのQ、ROAのいずれの場合においても、社外取締役の導入自体とパフォーマンスとの間には有意な関係は見られなかった。また、社外取締役の機能強化とパフォーマンスとの間にも、充分に有意な関係は見られなかった。さらに、宮島・新田・斎藤・尾身(2004)は、社外取締役比率とTFP成長率との関係について、固定効果モデルを用いて推定したが、有意な関係は示さなかった。また、社外取締役を出身元に応じて、親会社出身、銀行出身、その他、の3つに分けて推計したが、いずれも有意な結果は示さなかった。

これに対し、宮島・新田(2006)は、1998年から2004年までのデータを用いて、ロジット分析と呼ばれる質的変量モデル(2値選択モデル)を利用して分析した。その結果、社外取締役の比率と企業業績(翌年のROA)の変化分間に有意な正の関係が示された。また、清水(2007)では、2003年4月時点での日経300に採用されている銘柄と、東証1部上場企業のうち委員会制度へ移行している企業(金融業、変則決算企業を除く)286社を対象に、トービンのQとROAについて重回帰分析を行った。その結果、トービンのQに関しては、社外取締役比率は企業価値との間には、有意な正の関係が示された。しかし、ROAに関しては、社外取締役比率との間に有意な関係性は示されなかった。さらに、入江・野

間(2008)では、社外役員(社外取締役、社外監査役)の独立性と企業価値や業績との関係性に着目した分析をおこなった。対象は、2007年3月において東京証券取引所第1部(非金融)に上場し、3月期決算かつ監査役設置会社である1,082社、被説明変数は企業価値はトービンのQ、企業業績はROAを用いて、重回帰分析を行った。その結果、社外取締役に關しては、独立性の高い社外取締役と企業価値(トービンのQ)との間には正の関係が示されたが、企業業績(ROA)に關しては、独立性の有無にかかわらず有意な関係は示されなかった。

以上が、社外取締役とパフォーマンスとの関係に關する先行研究のレビューである。

最後に、執行役員制度とパフォーマンスとの関係に關する先行研究のレビューを行う。

まず、執行役員制度とは、青木(2003)では、「戦略的意思決定・監督機能を取締役に集中させ、日常的な業務執行の権限と責任を執行役員に与えることによって、双方の機能強化を狙ったものである。」と説明されている。日本では1997年にソニーが初めて導入し、それ以後急速に普及していったとされ、執行役員制度に關する実証研究は少ない。また、結果については、否定的な結論が多い。

たとえば、青木(2003)は執行役員制度の導入時期や要因に着目した分析を行った。対象は、東証上場企業のうち、1995年時点で売上高・総資産・従業員数のいずれかが上位300社に含まれる製造業企業であり、1995年から2001年まで連続してデータの採れる337社である。また、これらのサンプルを1997年から99年までと2000年から2001年までに分割し、それぞれロジット分析と呼ばれる質的変数モデル(二値選択モデル)を用いて推計を行った。その結果、1997年から99年までを対象とした推計では、企業のパフォーマンス(総資本経常利益率、総資本営業利益率、ROA)と売上高成長率は、執行役員制度の導入確率に對して有意な負の関係が示された。一方、2000年から2001年までを対象とした推計では、執行役員制度の導入確率と総資本経常利益率の負の関係は維持されるものの有意水準は低下し、売上高成長率(DS)に關しては、統計的有意性は確認されなくなった。また、宮島・原村・稲垣(2003)は、執行役員制度の導入に關して、被説明変数がトービンのQの場合は、

符号は正であり、被説明変数が ROA の場合は、符号は負となったが、いずれも有意性は見られなかった。さらに、宮島・新田(2006)は、執行役員制度、または委員会等設置会社への移行と企業パフォーマンスとの関係に関する分析を行った。被説明変数は企業パフォーマンスの変化分として、前期からの ROA の増分を用い、推計方法としては標準的なパネル回帰を行った。その結果、執行役員制度、または委員会等設置会社への移行と企業パフォーマンスとの間には、有意な関係は示されなかった。

以上が、執行役員制度とパフォーマンスとの関係に関する先行研究のレビューである。

2-4：本分析の意義

先行研究を見たところ、まず、M&A のパフォーマンスに関する先行研究においては、合併企業同士の規模や合併方法に着目した研究は存在したが、合併後の取締役会の構成とパフォーマンスとの関係について調べた研究は見当たらない。また、対象とする企業の選択に関しても、1990 年代を中心としたものが多く、2000 年以降の企業を対象とした研究も見当たらない。

また、取締役会に関するパフォーマンス分析の先行研究においても、取締役会の規模や社外取締役、執行役員制度といったエージェンシー理論に基づいた視点による研究が多く見られ、事業に直接的に関わる社内の取締役に関する定量的な分析は見られなかった。

そこで、本分析では、2000 年以降の上場企業同士の合併において、合併前の企業の取締役員の継続性と合併後のパフォーマンスとの関係について、定量的に明らかにしていく。これにより、合併後のパフォーマンスを向上させる最適な取締役会の構成を明らかにすることが出来、企業の合併戦略において新たな発見が見られると考えられる。

第3節：仮説と方法

3-1：仮説

本分析は、「上場企業同士の合併において、合併後の企業パフォーマンスを向上させる最適な取締役会の構成とは何か」という問題意識の基に、「合併前の企業における取締役員の継続性と合併後の企業パフォーマンスとの関係性を明らかにすること」が目的である。

第2章で述べた通り、リソース・ベースド・ビューでは、取締役会は各取締役の能力や過去の経験の集合体と捉えているので、合併後の取締役会においても、取締役の人数が多い方が「資源」の集合体として、企業パフォーマンスによい影響を与える事が考えられる。

また、合併によって得られる経営資源は、合併前のそれぞれの企業の歴史や経験によって培われたものであり、その活用方法も含めて企業特殊的資産といえる。よって、合併後においても、適切に活用できる人材を確保すれば、合併後の企業パフォーマンスに正の影響を与えると考えられる。

しかし、前章でも述べたが、合併時においては、どちらの企業が経営権を握るか定かでないければ、2社の出身者の間で経営方針や人事を巡る対立が生じる可能性が考えられ、これにより、迅速な経営判断が行えず、合併がもたらす潜在的な利益を逸してしまう危険性が存在する。つまり、合併後の企業パフォーマンスに負の影響を与えると考えられる。

よって、合併後の取締役会において、どのような取締役が合併前の2社から継続していれば、合併後の企業パフォーマンスによい影響を与えることができるかを明らかにする必要がある。

そこで本分析では、これらの内容を踏まえて、合併時の取締役会において、合併前2社それぞれの社長、主要役員（＝副社長、専務、常務）、その他取締役（＝会長、社長、主要役員以外の取締役）の構成比率を調べ、これらが合併後3期間のパフォーマンスにどのような影響を与えるかについて調べる。

まず、AおよびB社社長についての仮説であるが、合併時において経営権が定かではない場合、合併後企業のパフォーマンスに負の影響を与えると思われる。つまり、どちらか

の社長のみの残り、経営権の所在を明確にする方が、C社のパフォーマンスに正の影響を与えると思われる。では、A社、B社どちらの社長が残るべきかであるが、これはA社社長と考えられる。吸収合併において、A社は存続企業なので当然といえる。一方、新設合併においてもA社は資産構成が大きい企業なので、A社の方が企業規模は大きいと判断できるので、合併後の経営権もA社が中心になると考えられる。よって、AおよびB社社長についての仮説は次の通りである。

仮説1：「A社社長が合併時のC社取締役会に残るならば、C社のパフォーマンスに正の影響を与える」

仮説2：「B社社長が合併時のC社取締役会に残るならば、C社のパフォーマンスに負の影響を与える」＝「B社社長が合併時のC社取締役会に残らなければ、C社のパフォーマンスに正の影響を与える」

次に、AおよびB社主要役員についての仮説であるが、これも社長の仮説と同様に、どちらかの主要役員が多く残り、経営権を明確にする方が、C社のパフォーマンスに正の影響を与えると思われる。よって、AおよびB社主要役員についての仮説は次の通りである。

仮説3：「A社主要役員が合併時のC社取締役会に多く残るならば、C社のパフォーマンスに正の影響を与える」

仮説4：「B社主要役員が合併時のC社取締役会に多く残るならば、C社のパフォーマンスに負の影響を与える」＝「B社主要役員が合併時のC社取締役会に残らなければ、C社のパフォーマンスに正の影響を与える」

最後に、AおよびB社その他取締役についての仮説であるが、これは社長や主要役員の仮説とは異なると思われる。まず、取締役会規模の先行研究より、A、B社両方のその他取締役の多くをC社の取締役に残留させることは取締役会の肥大化となり、企業パフォーマンスに負の影響を与えると考えられる。また、先に述べた通り、合併において重要なこ

とは「効率化」や「費用削減」を実現することである。よって、合併によって重複あるいは廃止となる事業や部門を担当していた、合併前のその他取締役は、合併時においては残っていないと思われる。以上のことから、その他取締役においては、「人員削減効果」が見られるのではないかとと思われる。よって、A および B 社その他取締役についての仮説は次の通りである。

仮説 5：「A 社その他取締役が合併時の C 社取締役会に多く残るならば、C 社のパフォーマンスに負の影響を与える」＝「A 社その他取締役が合併時の C 社取締役会に残らなければ、C 社のパフォーマンスに正の影響を与える」

仮説 6：「B 社その他取締役が合併時の C 社取締役会に多く残るならば、C 社のパフォーマンスに負の影響を与える」＝「B 社その他取締役が合併時の C 社取締役会に残らなければ、C 社のパフォーマンスに正の影響を与える」

以上が、本研究における仮説である。

なお、本分析で用いるデータは前章のものと同一ものである。

3-2：実証方法

実証には以下の式を用いる。

$$Y_{C,t} - Y_{\text{adjust}(A+B)} = \beta_1 A' \text{ sCEO} + \beta_2 B' \text{ sCEO} + \beta_3 A' \text{ sMain} + \beta_4 B' \text{ sMain} + \beta_5 A' \text{ sOther} + \beta_6 B' \text{ sOther} + \beta_7 \text{ Dec_main} + \beta_8 \text{ Dec_Other} + \beta_9 \text{ Dec_out} + \beta_{10} \text{ Dif_Sales} + \beta_{11} \text{ ManuD} + \alpha \text{ cons}$$

まず、被説明変数についてであるが、本分析ではパフォーマンスを表す指標として、先行研究でも使用された simple Q を用いる。この simple Q は企業の市場価値を株式の時価総額と有利子負債の簿価の合計とし、これを総資産の簿価で割ることで得られる。

ここで、 $Y_{C,t}$ を合併後企業 C の合併後 t 期目における simple Q とし、 $Y_{\text{adjust}(A+B)}$ は次の式より算出する。

$Y_{\text{adjust}(A+B)}$

$$= (\text{A 社株式時価総額} + \text{A 社有利子負債}) + (\text{B 社株式時価総額} + \text{B 社有利子負債}) \\ \div (\text{A 社総資産簿価} + \text{B 社総資産簿価})$$

これは、単純平均では是正できない合併前の資産規模の差を修正するためである。そして、これらの差を被説明変数と置く。これにより、合併によるパフォーマンスの改善効果を測ることが出来る。また、合併によるパフォーマンスの改善効果が現れるには時間が生じると考えられるため、本研究では合併後3期目まで見ていく。

次に、説明変数についてであるが、これらは合併前2社それぞれの社長、主要役員、その他取締役について、合併後取締役会の構成比率である。

まず、「A' sCEO」は、A 社社長構成比率である。社長は各企業において一人しかいないので、取りうる値は0か1である。

次に、「A' sMain」は、A 社主要役員構成比率であり、以下の式により算出する。

$$A' \text{ sMain} = \text{A の主要役員数} / \text{C の取締役員数 (社外取締役は除く)}$$

そして、「A' sOther」は、A 社その他取締役構成比率であり、以下の式により算出する。

$$A' \text{ sOther} = \text{A のその他取締役数} / \text{C の取締役員数 (社外取締役は除く)}$$

また、「B' sCEO」「B' sMain」「B' sOther」についても、同様に算出する。

最後に、コントロール変数として、「Dec_main」「Dec_Other」「Dec_out」「Dif_Sales」「ManuD」を用いる。「Dec_main」は合併により削減された主要役員の人数を示す。つまり、合併前2社の主要役員合計から合併後の主要役員を引いた数であり、「Dec_Other」はその他取締役について、「Dec_out」は社外取締役について示したものである。これらは、取締役会の規模に関するコントロール変数として扱う。また、「Dif_Sales」は合併前の売上高の差であり、これは合併前の収益規模についてのコントロール変数として扱う。そして、「ManuD」は合併後製造業か否かのダミー変数である。これらを OLS（最小二乗法）を用いて推計する。

さらに、説明変数の各役員構成比率に関しては内生性の問題が懸念されるため、操作変

数として、合併前2社の事業部数の差、従業員数の差、役員総数の差、事業範囲の差、売上上の差、営業利益の差を用いて、2段階最小二乗法(2SLS)による推計も行い、ハウスマン検定を行なう。

ここまで、被説明変数ならびに説明変数についての説明であったが、最後に本分析において採用する決算期について触れておく。

まず、合併前についてであるが、これは『日本企業のM&A データブック 1988-2007』、及び、『M&A 専門誌 マール 2009年2月号』に掲載されている合併有効日より前で決算日を迎えた、最後の12ヶ月決算期を採用し、これを基にデータを利用する。

また、合併後についてであるが、これは合併有効日以降に始まった最初の12ヶ月決算を1期目とする。たとえば、合併有効日が期中にある場合は、その次の12ヶ月決算が1期目となる。よって、新設合併の場合などは、有価証券報告書における期と一致しない場合がある。

なお、表4-1は説明変数間の相関係数を表している。相関係数を見ると、特に高い相関は見られなかった。よって、本項で提示した全ての残留率を説明変数に用いることにした。

以上が実証方法についてである。

表4-1：説明変数間の相関係数

	A社社長残留率	B社社長残留率	A社主要役員残留率	B社主要役員残留率	A社その他取締役残留率	B社その他取締役残留率	主要役員減少数	その他取締役減少数	社外取締役減少数	売上高(A-B)	製造業ダミー
A社社長残留率	1.000										
B社社長残留率	0.033	1.000									
A社主要役員残留率	0.128	-0.044	1.000								
B社主要役員残留率	0.043	0.140	0.103	1.000							
A社その他取締役残留率	-0.102	-0.014	-0.381	-0.165	1.000						
B社その他取締役残留率	-0.200	0.205	-0.082	-0.198	-0.067	1.000					
主要役員減少数	0.165	-0.038	0.170	0.053	-0.220	-0.080	1.000				
その他取締役減少数	0.038	0.102	0.033	-0.020	-0.007	-0.006	0.106	1.000			
社外取締役減少数	-0.091	-0.282	-0.046	-0.212	0.100	0.072	-0.114	-0.289	1.000		
売上高(A-B)	0.123	0.046	0.130	0.038	0.064	-0.135	0.222	0.079	0.028	1.000	
製造業ダミー	0.139	0.141	-0.106	0.175	-0.098	0.040	0.244	0.175	-0.103	-0.039	1.000

3-4：データの概要

まず、表4-2は前節で示した各変数の平均値と標準偏差を示したものである

表4-2：平均値・標準偏差

	1 期 目	2 期 目	3 期 目
トービンの Q (C-adjust(A+B))	-0.057 (0.403)	-0.083 (0.507)	-0.178 (0.398)
A 社社長構成比率	0.876 (0.331)	0.884 (0.322)	0.890 (0.315)
B 社社長構成比率	0.764 (0.427)	0.797 (0.425)	0.780 (0.416)
A 社主要役員構成比率	0.156 (0.154)	0.160 (0.155)	0.149 (0.144)
B 社主要役員構成比率	0.081 (0.107)	0.079 (0.106)	0.083 (0.108)
A 社その他取締役構成比率	0.150 (0.156)	0.144 (0.154)	0.147 (0.155)
B 社その他取締役構成比率	0.081 (0.107)	0.079 (0.106)	0.083 (0.108)
主要役員減少数	2.54 (3.93)	2.63 (3.97)	2.57 (3.97)
その他取締役減少数	4.47 (4.69)	4.43 (4.77)	4.60 (4.75)
社外取締役減少数	0.80 (1.96)	0.76 (1.96)	0.73 (1.98)
製造業ダミー	0.360 (0.483)	0.372 (0.486)	0.390 (0.490)
サンプル数	89	86	82

注) 表における数値は平均値、括弧内の数値は標準偏差を示す。

注目すべき点は、被説明変数である「合併前後のトービンの Q の差」の平均値の係数がマイナスを示しており、かつ時間の経過とともに係数の値も大きくなっていることである。つまり、合併後によるパフォーマンス改善効果が出ていない企業もいくつかあるといえる。

また、説明変数に関しては、いずれの役員においても A 社の方が B 社よりも残留率が高いことがわかる。また、合併前企業の特徴について見ていく。表4-3-1、4-3-2はそ

れぞれA社、B社についての記述統計量である。平均値はいずれもA社の方が大きい。ちなみに資産に関してもA社の方が平均値は高かった。これはデータセットの定義と合致している。

表4-3-1：A社に関する記述統計

	平均値	標準偏差	最小値	最大値
トービンのQ	0.981	0.760	0.180	4.971
売上高	344186.2	712433.8	2811	4619072
資産	310235.5	524649.5	3273	2380467
有利子負債	120814.3	320549.4	0	1970862
事業部数	3.67	1.498	1	7
従業員数	4684.81	7624.29	103	46075
役員総数	13.71	13.71	6	36
企業年数	46.58	21.126	6	95

表4-3-2：B社に関する記述統計

	平均値	標準偏差	最小値	最大値
トービンのQ	0.880	0.542	0.183	2.938
売上高	177439.7	347115.4	1504	1888126
資産	180564.1	359598.8	599	2227397
有利子負債	76258.12	219420.2	0	1109564
事業部数	3.46	1.515	1	8
従業員数	2555	4453.63	18	28413
役員総数	12.24	3.760	5	24
企業年数	44.07	24.286	1	110

最後に、表4-4-1から4-4-6までは、被説明変数の値の上位、下位10社と説明変数について示したものである。まず、社長構成比率についてであるが、上位10社においては、いずれの期においても、A社社長は必ず残留している。しかし、下位10社では残留していない企業も見られる。B社社長は、上位と下位であまり違いは見られない。次に、主要役員構成比率については、上位、下位や時期による違いは見られない。そして、その他取締役構成比率については、A社、B社いずれも上位の方がその他取締役構成比率は低い。特に1期目においては顕著である。

以上が、本研究におけるデータの概要である。次節では実証の結果と解釈について述べる。

表4-4-1：1年目上位10社

企業名	被説明 変数	A社 社長	B社 社長	A社 主要役員	B社 主要役員	A社その他 取締役	B社その他 取締役
スクウェアエニックス	1.357	1.00	1.00	0.17	0.00	0.00	0.00
セガサミーHD	1.303	1.00	1.00	0.14	0.00	0.00	0.00
ミスミグループ本社	1.046	1.00	1.00	0.00	0.00	0.29	0.14
デジタルガレージ	0.542	1.00	0.00	0.33	0.00	0.00	0.00
第一三共	0.450	1.00	1.00	0.20	0.00	0.00	0.00
イトーキ	0.435	1.00	1.00	0.33	0.00	0.00	0.22
インテック	0.342	1.00	0.00	0.70	0.00	0.00	0.00
ユーズ・ビーエムビー エンタテインメント	0.314	1.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.20
ナブテスコ	0.312	1.00	1.00	0.10	0.20	0.10	0.10
田村大興HD	0.259	1.00	1.00	0.00	0.11	0.44	0.00

表 4-4-2 : 2 年目上位 10 社

企業名	被説明 変数	A 社 社長	B 社 社長	A 社 主要役員	B 社 主要役員	A 社その他 取締役	B 社その他 取締役
スクウェアエニックス	1.019	1.00	1.00	0.17	0.00	0.00	0.00
ナブテスコ	0.870	1.00	1.00	0.10	0.20	0.10	0.10
ミスミグループ本社	0.818	1.00	1.00	0.00	0.00	0.29	0.14
アステラス製薬	0.466	1.00	1.00	0.00	0.22	0.11	0.00
アークス	0.441	1.00	1.00	0.40	0.20	0.00	0.00
INAX トステム HD	0.375	1.00	1.00	0.20	0.10	0.00	0.10
ユーズ・ビーエムビー エンタテインメント	0.367	1.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.20
エディオン	0.349	1.00	1.00	0.13	0.13	0.25	0.25
田村大興 HD	0.332	1.00	1.00	0.00	0.11	0.44	0.00
コミュニチュア	0.302	1.00	1.00	0.13	0.07	0.40	0.00

表 4-4-3 : 3年目上位 10 社

企業名	被説明 変数	A 社 社長	B 社 社長	A 社 主要役員	B 社 主要役員	A 社その他 取締役	B 社その他 取締役
ナブテスコ	0.846	1.00	1.00	0.10	0.20	0.10	0.10
エディオン	0.708	1.00	1.00	0.13	0.13	0.25	0.25
アークス	0.546	1.00	1.00	0.40	0.20	0.00	0.00
コミュニチア	0.350	1.00	1.00	0.13	0.07	0.40	0.00
ジェイエフイーHD	0.348	1.00	1.00	0.17	0.00	0.00	0.33
INAX トステム HD	0.265	1.00	1.00	0.20	0.10	0.00	0.10
星光 PMC	0.201	1.00	1.00	0.20	0.10	0.00	0.20
コニカミノルタ HD	0.185	1.00	1.00	0.00	0.00	0.08	0.08
アルフレッサ HD	0.183	1.00	1.00	0.00	0.00	0.25	0.25
スクウェアエニックス	0.163	1.00	1.00	0.17	0.00	0.00	0.00

表 4-4-4 : 1 年目下位 10 社

	被説明 変数	A 社 社長	B 社 社長	A 社 主要役員	B 社 主要役員	A 社その他 取締役	B 社その他 取締役
ユニテッドテクノロジーHD	-2.077	1.00	1.00	0.25	0.00	0.13	0.38
ユニマットライフ	-1.132	0.00	1.00	0.17	0.08	0.25	0.33
サイバードHD	-0.942	0.00	0.00	0.00	0.00	0.33	0.17
F&A アクアHD	-0.880	1.00	1.00	0.00	0.00	0.33	0.00
J フロントリテイリング	-0.865	1.00	1.00	0.00	0.22	0.22	0.00
フューチャーアーキテクト	-0.788	1.00	1.00	0.22	0.00	0.11	0.11
ドトール・日レス ホールディングス	-0.720	1.00	1.00	0.13	0.00	0.13	0.13
三井情報	-0.688	0.00	1.00	0.00	0.00	0.22	0.33
アトム	-0.588	1.00	0.00	0.25	0.00	0.25	0.00
伊藤忠テクノ ソリューションズ	-0.577	1.00	1.00	0.23	0.00	0.00	0.15

表 4-4-5 : 2年目下位 10 社

企業名	被説明 変数	A 社 社長	B 社 社長	A 社 主要役員	B 社 主要役員	A 社その他 取締役	B 社その他 取締役
ユナイテッドテクノロジーHD	-2.456	1.00	1.00	0.25	0.00	0.13	0.38
フューチャーアーキテクト	-1.659	1.00	1.00	0.22	0.00	0.11	0.11
ユニマットライフ	-1.404	0.00	1.00	0.17	0.08	0.25	0.33
スカイマークエアラインズ	-0.970	0.00	1.00	0.20	0.00	0.00	0.20
伊藤忠テクノ ソリューションズ	-0.911	1.00	1.00	0.23	0.00	0.00	0.15
三井情報	-0.854	0.00	1.00	0.00	0.00	0.22	0.33
F&A アクア HD	-0.775	1.00	1.00	0.00	0.00	0.33	0.00
ドトール・日レス ホールディングス	-0.749	1.00	1.00	0.13	0.00	0.13	0.13
J フロントリテイリング	-0.699	1.00	1.00	0.00	0.22	0.22	0.00
ディジットブレーン	-0.618	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

表 4-4-6 : 3年目下位 10 社

企業名	被説明 変数	A 社 社長	B 社 社長	A 社 主要役員	B 社 主要役員	A 社その他 取締役	B 社その他 取締役
ユナイテッドテクノロジーHD	-1.697	1.00	1.00	0.25	0.00	0.13	0.38
ユニマットライフ	-1.561	0.00	1.00	0.17	0.08	0.25	0.33
フューチャーアーキテクト	-1.522	1.00	1.00	0.22	0.00	0.11	0.11
国際石油開発帝石 HD	-0.959	1.00	1.00	0.19	0.19	0.25	0.06
スカイマークエアラインズ	-0.913	0.00	1.00	0.20	0.00	0.00	0.20
F&A アクア HD	-0.757	1.00	1.00	0.00	0.00	0.33	0.00
三井情報	-0.743	0.00	1.00	0.00	0.00	0.22	0.33
三菱ケミカル HD	-0.691	1.00	1.00	0.00	0.00	0.38	0.25
伊藤忠テクノソリューションズ	-0.653	1.00	1.00	0.23	0.00	0.00	0.15
セガサミーHD	-0.585	1.00	1.00	0.14	0.00	0.00	0.00

第4節：結果と解釈

4-1：実証結果

表 4-5：推計結果

合併後の期間 (+)	(1)	(2)	(3)
A 社社長残留率	0.101 (0.132)	0.206 (0.168)	0.139 (0.142)
R 社社長残留率	0.045 (0.106)	-0.241* (0.133)	-0.185* (0.109)
A 社主要役員残留率	0.028 (0.301)	-0.206 (0.373)	-0.424 (0.329)
R 社主要役員残留率	-0.498 (0.485)	0.420 (0.600)	0.922* (0.438)
A 社その他の取締役残留率	-0.061** (0.301)	-0.433 (0.376)	-0.101 (0.306)
R 社その他の取締役残留率	-1.004** (0.425)	-1.012* (0.533)	-0.256 (0.438)
主要役員減少数	-0.001 (0.012)	-0.003 (0.014)	-0.003 (0.012)
その他の取締役減少数	0.010 (0.009)	0.019 (0.012)	0.026*** (0.010)
社外取締役減少数	0.029 (0.023)	0.023 (0.029)	0.015 (0.024)
売上高 (A-R)	-1.95e-08 (9.42e-08)	-1.29e-07 (1.17e-07)	-5.02e-08 (9.38e-08)
製造業ダミー	0.202** (0.094)	0.198* (0.117)	0.084 (0.094)
定数項	-0.090 (0.182)	-0.080 (0.230)	-0.281 (0.191)
F 値	1.67	2.02	1.74
Prob > F	0.096*	0.038**	0.082*
決定係数	0.1926	0.231	0.214
修正決定係数	0.077	0.117	0.091
サンプル数	89	86	82

従属変数は (t 期目の C のトービンの Q) - (A, B のトービンの Q の平均)

括弧内は標準誤差を示す。

p 値に関しては、すべて両側検定にもとづいて算出している。 * p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01

表4-5は最小二乗法（OLS）による推計結果である。なお、ハウスマン検定を行なった結果、OLSが支持されたので、ここではOLSの結果のみを示している。

まず、AおよびB社社長についての結果を見ていくが、仮説は次の通りであった。

仮説1：「A社社長が合併時のC社取締役会に残るならば、C社のパフォーマンスに正の影響を与える」

仮説2：「B社社長が合併時のC社取締役会に残るならば、C社のパフォーマンスに負の影響を与える」＝「B社社長が合併時のC社取締役会に残らなければ、C社のパフォーマンスに正の影響を与える」

A社社長に関しては、いずれの期においても有意性が見られなかった。つまり、「A社社長が合併時のC社取締役会に残ることは、合併後の企業パフォーマンスにおいて何も影響を与えない」という結果であった。これは仮説1とは異なる結果であった。

一方、B社社長に関しては、1期目では有意性は見られなかったが、2、3期目は共に10%有意であり、係数は共にマイナスであった。これは概ね仮説2どおりの結果であった。

次に、AおよびB社主要役員について見ていくが、仮説は次の通りであった。

仮説3：「A社主要役員が合併時のC社取締役会に多く残るならば、C社のパフォーマンスに正の影響を与える」

仮説4：「B社主要役員が合併時のC社取締役会に多く残るならば、C社のパフォーマンスに負の影響を与える」＝「B社主要役員が合併時のC社取締役会に残らなければ、C社のパフォーマンスに正の影響を与える」

A社主要役員に関しては、いずれの期においても有意性が見られなかった。つまり、「A社主要役員が合併時のC社取締役会に残ることは、合併後の企業パフォーマンスにおいて何も影響を与えない」という結果であった。これは仮説3とは異なる結果であった。一方、B社の主要役員に関しては、1、2期目に有意性は見られなかったが、3期目は10%有意であり、係数はプラスであった。つまり、「合併時にB社の主要役員が多く残る方が、3期

目の企業パフォーマンスに正の影響を与える」ということである。これは仮説4と大きく異なる結果といえる。

最後に、AおよびB社その他取締役について見ていくが、仮説は次の通りであった。

仮説5：「A社その他取締役が合併時のC社取締役会に多く残るならば、C社のパフォーマンスに負の影響を与える」＝「A社その他取締役が合併時のC社取締役会に残らなければ、C社のパフォーマンスに正の影響を与える」

仮説6：「B社その他取締役が合併時のC社取締役会に多く残るならば、C社のパフォーマンスに負の影響を与える」＝「B社その他取締役が合併時のC社取締役会に残らなければ、C社のパフォーマンスに正の影響を与える」

A社その他取締役に関しては、1期目において、5%有意であり、係数はマイナスであった。これは、概ね仮説5どおりの結果であったといえる。一方、B社その他取締役に関しては、1期目において5%有意、2期目においては10%有意であったが、係数は共にマイナスであった。これも、概ね仮説6どおりの結果であったといえる。

4-2：結果の解釈

まず、AおよびB社社長について見ていくが、仮説1と2は、「経営権の所在を明確にする」という考えを基に立てた仮説であり、A社社長がC社取締役会に残ることを重視した仮説であった。しかし、分析の結果は「A社社長が残ることはC社のパフォーマンスに影響を与えないが、B社社長が残るならばC社の2・3期目のパフォーマンスに負の影響を与える」という結果であった。

つまり、AおよびB社社長に関しては「A社社長が残ることが重要なのではなく、B社社長が去ることが重要である」と考えられる。このような結果となった理由については、次のように考えられる。

そもそも、A社は吸収合併においては存続企業、新設合併においては資産構成が大きい

企業なので、合併時において B 社よりも強い立場にあるといえる。にもかかわらず、B 社社長が C 社取締役会に残るならば、B 社社長の考えや意見が、A 社の考え方やノウハウと対立し、迅速な意思決定や対応が不可能になると考えられる。また、B 社社長に関して、2 期目、3 期目に有意性が見られた理由は、取締役会における社長の意思決定は、規模が大きく全社的な判断であるため、パフォーマンスに反映されるまでに時間が掛かるからと考えられる。

以上の理由から、「A 社社長が残ることは C 社のパフォーマンスに影響を与えないが、B 社社長が残るならば C 社の 2・3 期目のパフォーマンスに負の影響を与える」という結果になったと考えられる。

次に、A および B 社主要役員について見ていくが、仮説 3 と 4 も、仮説 1 と 2 と同様に、「経営権の所在を明確にする」という考えを基に立てた仮説であり、B 社主要役員が C 社取締役会に残らないことを重視した仮説であった。しかし、分析の結果は「A 社主要役員が残ることは C 社のパフォーマンスに影響を与えないが、B 社主要役員は多く残る方が、3 期目の企業パフォーマンスに正の影響を与える」という結果であった。これは仮説 3、4 とは全く反対の結果となった。

つまり、A および B 社主要役員に関しては「B 社主要役員が去ることが重要なのではなく、B 社主要役員が残ることが重要である」と考えられる。このような結果となった理由については、次のように考えられる。

まず、先に述べたとおり、合併時において A 社は B 社よりも強い立場にあり、合併後も A 社が経営権を握る可能性が高いと考えられる。しかし、A 社は B 社の事業について、合併時において厳密には把握できていない。そこで合併後も B 社主要役員を B 社の事業についてのアドバイザーとして C 社取締役会に残すことで、A 社社長は B 社事業に関して適切な判断を下すことが可能となると考えられる。また、B 社主要役員において、3 期目に有意性が見られた理由は、先と同様に、パフォーマンスに反映されるまでに時間が掛かるからと考えられる。

以上の理由から、「A社主要役員が残ることはC社のパフォーマンスに影響を与えないが、B社主要役員は多く残るならば、C社の3期目のパフォーマンスに正の影響を与える」という結果になったと考えられる。

最後に、AおよびB社その他取締役について見ていくが、こちらは仮説5と6の通り、「AおよびB社その他取締役が合併時のC社取締役会に残らなければ、C社のパフォーマンスに正の影響を与える」という結果であった。さらに、3期目のその他取締役減少数が1%有意で係数がマイナスであったことから、従業員のみでなく、その他取締役においても合併による「人員削減効果」はあると考えられる。また、事業や部門の統廃合は、合併後、早期に行われると考えられるので、A社その他取締役に関しては1期目に、B社その他取締役は1期目、2期目に有意性が見られたと考えられる。

よって、「A社その他取締役が合併時のC社取締役会に残らなければ、C社の1期目のパフォーマンスに正の影響を与える。また、B社その他取締役が合併時のC社取締役会に残らなければ、C社の1・2期目のパフォーマンスに正の影響を与える」という結果になったと考えられる。

以上が実証結果とその解釈であったが、次節では、本分析におけるまとめとして、インプリケーションと問題点、そして今後の研究の展望を示す。

第5節：本章のまとめ

本節では、本分析における要約を行ったうえで、インプリケーションと今後の研究の展望を示す。

まず、本分析は「合併前の企業における取締役員の継続性と合併後の企業パフォーマンスとの関係性を明らかにすること」が目的であった。そこで、合併時の取締役会において、合併前2社それぞれの社長、主要役員（=副社長、専務、常務）、その他取締役（=会長、社長、主要役員以外の取締役）の構成比率を調べ、これらが合併後3期間のパフォーマンス（合併前後におけるトービンのQの差）にどのような影響を与えるかについて、重回帰分

析を行った。その結果は以下のとおりである。

(1):「A 社社長が残ることは C 社のパフォーマンスに影響を与えないが、B 社社長が残るならば C 社の 2・3 期目のパフォーマンスに負の影響を与える」

(2):「A 社主要役員が残ることは C 社のパフォーマンスに影響を与えないが、B 社主要役員は多く残るならば、C 社の 3 期目のパフォーマンスに正の影響を与える。」

(3):「A 社その他取締役が合併時の C 社取締役会に残らなければ、C 社の 1 期目のパフォーマンスに正の影響を与える。また、B 社その他取締役が合併時の C 社取締役会に残らなければ、C 社の 1・2 期目のパフォーマンスに正の影響を与える。」

このように、合併前の取締役役員の中で、合併後のパフォーマンスに影響を与える役員の「キーパーソン」が発見できたことは、既存の研究にはない新たな発見である。また、これは、合併後の企業パフォーマンスを向上させる最適な取締役会の構成の基礎となるものといえる。つまり、合併時の取締役会の構成について、「たすきがけ人事」のように、作業的に合併後の取締役役員を決めるのではなく、「合併前のその他取締役は継続させず、B 社社長を残さずに B 社主要役員を残す」としたうえで、適材適所で新たな取締役役員を参加させればよいのである。

また、優秀な社員の流出や離脱は、合併においては潜在的なリスク要因であるが、役員人事が長引くほど、現場にいる従業員たちの合併に対する不安は増大する。特に B 社は合併時において立場が弱いので、B 社の従業員は、合併後の自分たちがどのような立場や状況におかれるかについて、大きな不安を抱いている。そこで、合併後も B 社主要役員が継続して残るというメッセージを出すことで、B 社の従業員の合併に対する不安や動揺を抑え、優秀な社員の流出や離脱を抑制する効果があると思われる。

このように、本分析は合併後の取締役会における優秀な人的資源を確保する上での新たな発見と言える。

以上が本分析におけるインプリケーションである。最後に、本分析における限界と今後の展望について指摘する。

まず、本分析はあくまでも「取締役員」に着目した研究であり、現場の職務に関しては考慮されていない。しかし、現場の職務に関する「キーパーソン」を見つけることは、データの入手が困難なことに加え、「キーパーソン」を選ぶ際に、研究者の恣意性が介入する恐れがあるので難しい。

また、合併後1年以内に倒産した企業に関して、データの入手が出来なかったので、除外している。よって、本分析では、合併後、一定期間存続した企業のみが分析対象となっており、厳密には上場企業同士の合併の全てについて分析できてはいない。

以上2点を本分析における限界として指摘しておきたい。

次に今後の研究課題として、本分析では「合併時」の取締役会の構成しか考察していない。よって、合併後2期目、3期目の取締役会の構成と合併前の取締役員の継続についても考察していく必要がある。さらに、被説明変数に関しても、トービンのQ以外の指標について考察する必要がある。

最後に、本分析においては、2000年から2008年までの上場企業同士の合併を対象としたが、この期間以外の上場企業同士の合併においても、本研究の分析結果が成立するかに関しても議論する必要があるといえる。

第5章：ポスト・マージャー・インテグレーションにおける問題に関する比較事例分析 ～ワールド社とすかいらく社の比較事例～

第1節：はじめに

第3章では「合併時の取締役会の構成における合併前の企業の決定要因」について、第4章では「合併前の企業における取締役員の継続性と合併後の企業パフォーマンスとの関係性」について、リソース・ベースド・ビューに基づいて分析したが、これらはいずれも上場企業の合併時における取締役会を対象とした定量的分析であった。しかし、M&Aにおける「ポスト・マージャー・インテグレーション」の重要性・困難性について、より具体的に考察する必要がある。

そこで、本章では MBO（マネジメント・バイアウト）によって非上場となった「ワールド社」と「すかいらく社」の事例を基に、リソース・ベースド・ビューにおける「ポスト・マージャー・インテグレーション」の重要性・困難性について比較していく。

まず、MBOとは、「企業の経営陣が会社自体、またはある事業部門を切り出す形で現在の株主から『買収』し、自ら主要な株主となって株式を非公開化し、会社を運営すること」であり、元々日本においては 90 年代後半の景気悪化に伴う企業の合理化を進める上での「事業再編の手段」として実施され、普及していったものである。しかし今日、特に上場企業において、MBO実施の傾向はこれとは異なり、「買収防衛策」や「経営の自由度を高める」といったメリットが重視されている。つまり、MBOに伴う非上場化により、市場で買収を仕掛けられるリスクは当然なくなる。また、短期的な市場の声に惑わされることなく、中長期的な経営戦略が保て、IRや情報開示をする必要性がないため、他社に企業戦略が知られることなく機動的な経営が可能となるのである。

これらのメリットを期待し、MBOを実施した企業の一つとして外食産業の大手「すかいらく」がある。「すかいらく」は 2006 年に、総費用 2700 億円超という日本最大規模のMBOを実施した。野村グループが発表した「すかいらく」株式の公開買付開始公告

によると、「外食産業の市場規模は平成9年の30兆円弱をピークに25兆円程度まで減少を続けているが、チェーンストア志向企業を中心に新規出店は依然続いており、また、コンビニエンスストアのフード部門などを中心とした中食市場の市場規模が6兆円を超える程にまで拡大しているため、フードサービス産業全体の競争環境は益々激化している。こうした環境下、すかいらーくの中長期的な成長のためには、これまでの日本経済のデフレ局面に適合させてきたビジネスモデルから、今後の本格的な経済回復局面に相応しいビジネスモデルへと転換していく必要がある。(中略) こうした、将来の経営環境の変化に柔軟に対応しつつ、中長期的な視野に立脚した経営戦略を、短期的な業績の変動に左右されることなく可及的速やかに実行する体制を整備することが主な目的」と書かれている。これは先ほど述べたMBOのメリットである「自由度の高い経営」「中長期的視点による経営」に合致している。また業績を建て直した後、いずれ再上場しようと狙いがあったことも当時の社長の発言から伺える。その後、創業4兄弟の一人で「すかいらーく」の会長であった横川寛(きわむ)氏が、2007年1月1日付で会長職を兼務する形で社長に就任し、経営再建に乗り出した。しかし、原油や食料価格の高騰に伴う値上げで来店客が減少。06年、07年と2年連続で100億円超の税引き後赤字を計上し、3期連続の経営計画未達成が濃厚となった。そして、2008年8月12日、「すかいらーく」は臨時株主総会と取締役会を開き、横川社長の解任と谷真常務執行役員の社長昇格を決めた。

この出来事は単なる社長交代というものでなく、MBO、さらにはM&A企業における「ポスト・インテグレーション」の問題として、非常に重大な影響を与える出来事であると私は考えている。そこで、私はこの出来事を中心にアパレル企業「ワールド」の事例と比較しながら、MBOだけでなく、M&A企業における「ポスト・マージャー・インテグレーション」の問題と本質について考察していく。

第2節：「ワールド社とすかいらく社のMBO事例分析」

2-1：ワールドのMBO事例

2-1-1：MBO実施に至るまで

ワールドは1959年、資本金200万円にて神戸市生田区（現中央区）にニット婦人セーターの卸売業として設立された。その後、75年にはワールド商品のアンテナショップ「リザ」を出店し、小売分野へ展開をひろげ、80年には百貨店チャネル確保のため、子会社を設立。さらに、87年には上海に合弁会社を設立し、中国での生産・販売を開始、88年には台湾での販売を開始した。

このように事業を展開し、成長してきたワールドをさらに成長させたのが、1992年に発表された「スパークス（SPARCS）構想」である。「SPARCS」とはSuper（卓越した）Production（生産）Apparel（アパレル）Retail（小売）Customer Satisfaction（顧客満足）の頭文字を採ったもので、消費者を起点に小売から生産まで一気通貫させ、ロス・無駄を価値に変えることで顧客価値と生産性を最大化させる仕組みである。この構想の具体的手法といえるのが「SPA」である。SPAとはSpeciality store retailer of Private-label Apparelの略称で、商品の企画開発（アパレル）業務のみを行うのではなく、小売業務も行い、消費者との直接的な接点を持って、店頭販売・商品企画・商品生産までを自らが担当し、総合的に管理していく業態である。元々はアメリカの衣料品小売大手GAPのドンナルド・フィッシャー会長が1986年に発表したもので、その後日本でも何社かが導入したが、小売業側の企業がほとんどであった。よって、当時小売業の経験がほとんどないアパレル企業のワールドがSPAを導入することは大きなニュースとなった。

そして、翌93年、初のSPAブランド「オゾック」で百貨店SPA業態を開発し、本格的に小売事業の展開を開始し、その後も次々にSPAブランドを立ち上げ成功していった。また同年には大阪証券取引所市場第二部に上場し、98年には東京証券取引所第二部に上場、翌99年には東京・大阪両証券取引所第一部銘柄に指定される。2002年には売上高2000億円を超えるなど、SPAの導入後大きく成長したことがわかる。そして、2005年7月、長

期的、持続的な企業価値の最大化を図るため、MBOによる株式の公開買付けを行った。

2-1-2 : MBO実施の目的とその背景

ワールドは2005年3月期の連結売上高が2451億円、経常利益は164億円と過去最高の業績を上げていた。このように順調に成長している最中、MBOを実施した目的やその背景を考えていく。

まず、MBO実施の開始公告によると、MBO実施の目的は「対象者（ワールド）の展開するアパレル市場は消費者の嗜好の変化が大きく、また、気象状況や季節要因等の影響を受けやすいことから、適切に経営環境の変化に対応することは容易ではなく、常に事業リスクを先読みし、適切にリスクを管理することが求められる。このような事業特性や環境の下で、将来にわたって対象者が持続的な成長を成し遂げていく為には、対象者の競争優位を堅固なものとする新たな戦略モデルを構築していくことが不可欠である。アパレル業界においては、業態開発やデザインの開発、生産から販売までワンストップで展開するシステムや仕組み作りが非常に重要であり、このようなシステムに対応した最適なコーポレート・デザインを描くことによって新規事業の創造や新規市場の開拓、既存市場のシェアの拡大を実現し、同時に業務やコストの見直しと事業の効率化、生産や販売効率の向上による収益の拡大を図ることが可能となる」とある。具体的には、SPAシステムを初めとするシステムに対応した最適なコーポレート・デザインを描く、つまりSPARCS構想を実現させるということである。では、なぜ非上場することで最適なコーポレート・デザインを描くことが可能となるのだろうか。ここで重要となるのが「スピード」である。ワールドでは顧客の年齢やライフスタイル、テイストに応じたブランドを数多く生み出しているが、顧客の声を基に新たなニーズが生じればすぐに新たなブランドを立ち上げる。また、顧客の変化に合わせて、当然チャネルも対応しなければならない。このように、新業態、新ブランドの展開、店舗の確保など開発投資を実行する際には投資の「スピード」が非常に重要となる。しかし、投資家の中には投資よりも配当といった短期的利益を求める

声も多く、また一部の機関投資家などは、生産設備への投資やそれに伴う減価償却費の増加などの理由で生産分野への進出自体に反対していた。このように、経営陣が望む長期的価値の最大化と投資家が求める短期的価値の間に大きな乖離が生じた。そこで、経営陣は株主だけでなく、ステークホルダー全体の利益という観点から、短期的業績や株価変動で経営判断が左右されることなく、長期的視点で経営すべきであると判断し、MBOを実施した。このように、ワールドは企業価値＝株主価値と捕らえず、あくまで企業価値の根幹は「顧客」であり、従業員を初めとした「人材価値」と共に高めることで「事業価値」ひいては「企業価値」が向上すると考えているのである。

しかし、この理由だけでMBOを実施したとは考えにくい。なぜなら、多少の差はあっても同じような考えを持つ企業は他にもある。それにも関わらずワールドがMBOを実施した理由として考えられるのは、ワールドが「オーナー企業」であり、堅実経営であったからである。開始広告によると、「代表取締役社長の寺井秀藏氏が発行済株式総数の約0.42%を、創業者である木口衛氏が約0.96%及び畑崎廣敏氏が約8.36%、さらに取締役会長である畑崎重雄氏が約1.19%、そして取締役である小泉敬三氏、中田雄一氏、渡辺博司氏及び南山学氏の合計で約0.02%株式を保有しており、原則として本公開買付けに応募することに同意している」とある。つまり、MBO実施前に既に自社で約10.95%を所有していたため、MBO成立の最低条件である66.7%への票読みが行いやすかった。さらに、MBO実施前の財務諸表等を見ると、長期・短期借入金の割合が非常に少なく、また、設備投資をキャッシュフローの範囲内で収めているため、每期安定してキャッシュを持っている。これがスキームを組む際に大きく影響する。これに関しては次節で詳しく述べる。また、寺井社長は会見で「企業によっては上場する意味はない」と発言している。一般に上場のメリットとして、資金調達や知名度、信用度の向上が挙げられるが、ワールドはすでに知名度は高く、当時大きな資金調達計画もなかった。さらに、上記のとおりキャッシュリッチの企業であったため、買収の対象になる可能性もあった。実際、外国法人等株主比率は05年3月末時点で28%あり、前年から約8ポイント上昇するなど不穏な動きもあ

った。このように様々な要因によって、ワールドはMBO実施を決断したと考えられる。よって、買収防衛策のみが狙いではなく、このMBOはおそらく以前から計画として存在していたと思われる。

2-1-3：スキームについて

ワールドが実施したMBOの一番の特徴は、「社員が議決権を100%持つ」ということである。実は日本ではこの「純粋MBO」を実施、成功させた企業はワールドしかない。この「純粋MBO」のスキームはどのように組まれたのだろうか。

まず、公開買付けを実施したのは株式会社ハーバーホールディングスアルファ（以下アルファと略）であり、同社は、株式会社ハーバーホールディングスベータ（以下ベータと略）が100%出資する会社であり、ベータは、対象者（株式会社ワールド）の代表取締役社長である寺井秀藏氏個人が100%出資する会社とある。また、公開買付開始公告によると、本公開買付けが成立した場合には、その他のワールド経営陣もベータの株式を取得することを予定しており、ベータ又はアルファの役員に就任する可能性もあると記載されている。さらに、アルファは産業活力再生特別措置法に基づく経営資源再活用計画の主務大臣による認定を取得しており、本公開買付けで対象者の自己株式を除いた全株式を取得できなかった場合、同法第12条の9及び第12条の4第2項に基づいて金銭交付による簡易株式交換を実施することを予定しており、かかる株式交換により、対象者は当社の完全子会社となり、かかる株式交換の時点における対象者の他の株主に対しては、対価として金銭が交付される予定とある。当時商法では、現金対価による株式交換は禁じられていたもので、産業活力再生特別措置法を用いることで少数株主の退場を図ったと考えられる。その後アルファを存続会社とした吸収合併が行われたが、これも同法による支援措置がなされている。最後にアルファの商号をワールドに変更し、MBOは完了した。これにより、ワールドはベータの完全子会社となり、そのベータの株式は寺井氏や経営陣が全て保有しているため、ワールドの議決権付株式を全て社員が保有することとなった。

このように、ワールドのMBOは非常によく練られたものであり、計画としては完璧と言える。しかし、これを実際に実行するには、やはり資金が必要となる。そこで次に資金調達面について見ていく。

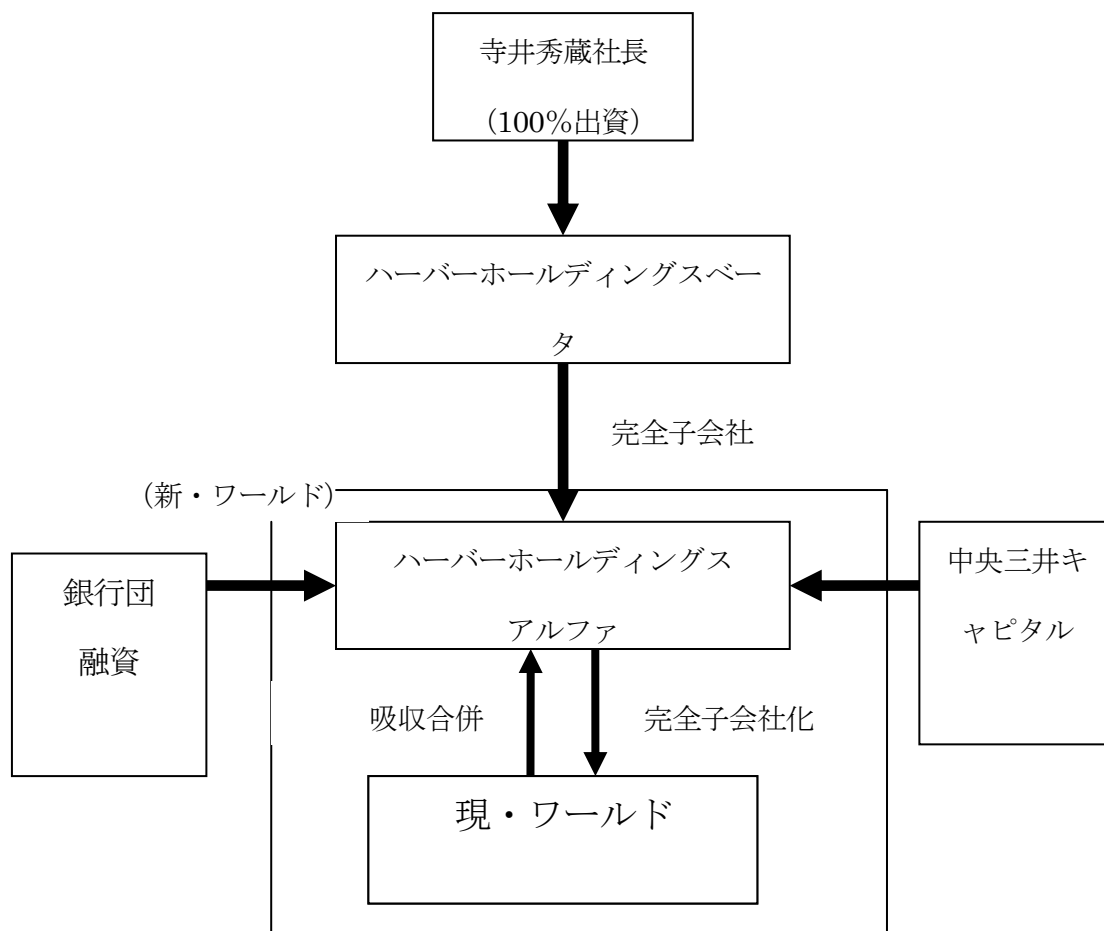
まずMBO実施にどれほどの資金が必要であったかを概算する。公開買付開始公告によると、本公開買付けにおける買付価格は4,700円とある。これは、平成17年7月22日までの過去6ヶ月間の大阪証券取引所における売買価格の終値の単純平均値3,741円（小数点以下四捨五入）に対して25.6%のプレミアムを加えた価格であり、また、平成15年1月6日以降平成17年7月22日までの期間における最高値4,410円を上回る価格となっている。これに、平成17年6月27日提出の第47期有価証券報告書に記載の総株主の議決権の数と単元未満株式に係る議決権の数を加えて、対象者の総株主の議決権の数を456,585個として計算すると、公開買付に必要な金額は約2146億円となる。さらにアルファの資本金は1000万円のみであるため、公開買付後、適切な資本構成を実現するために増資を行う必要がある。これらを考えると2250～2300億円程度必要となる。

それでは、これらの資金をどこから調達するのか。まず、ワールド自体が持っている資金等（エクイティ）が考えられるが、これは10億円程度であり全く足りない。次に考えられるのは、銀行等の融資（シニアローン）である。実際ワールドも7割近くに当たる1765億円を銀行からの融資で調達している。しかし、現実問題として銀行側が全額融資することは不可能であり、また、企業側も全額を銀行からの融資としてしまうと、デフォルト・リスクや経営の自由度が減少する可能性もある。もっとも、ワールドの場合は前者の理由であったようだが、結果的に500億円ほど目標資金から不足していた。そこで、利用されたのが「メザニン」である。「メザニン(Mezzanine)」は「中二階」という意味で、これは「シニア」と「エクイティ」の間にあることからきている。このうち、「劣後ローン・劣後債」は調達先から見れば「負債」に該当するが、通常はシニアの返済が問題ない水準でなければ、劣後ローン等を返済できないような契約になっている。また、「優先株式」は調達先から見れば「純資産」だが、普通株式とは異なり、償還を前提とした設計になっている

場合が多い。ただし、優先株式の場合は、法的な債務では無いため、法的債務である負債にそもそも劣後している。また、議決権もないので、経営には参加出来ない。このように、「メザニン」はミドルリスク・ミドルリターンの資金といえる。ワールドの場合は、この「メザニン」の引き受け手を捜すことに苦労したようであるが、最終的に中央三井キャピタルが 525 億円分を優先株式と劣後社債で引き受けてくれたことで成立した。

そして、もう一つのポイントはこれらの出資はあくまでアルファに対するものであり、ベータには一切出資していないということである。これにより、経営陣のみが議決権付株式を有することとなるのである。このように綿密な計画のもと、上手に資金調達をすることにより「純粋MBO」が実現したのである。

図 5-1 (ワールドのMBOスキーム：著者作)



2-2：すかいらーくの MB0 事例

2-2-1：MB0 実施に至るまで

1962 年、食料品を取り扱うスーパーとして横川端・茅野亮・横川寛・横川紀夫の横川家（「横川 4 兄弟」）により、すかいらーくの前身となる、ことぶき食品は創業した。当初は地域密着型スーパーとして成功していたが、巨大スーパーの進出により業績は悪化、他の業態への転換に迫られた。そこで、当時の高度経済成長期に伴う自家用車の普及に着目し、マイカーで来店するファミリー客をターゲットとしたレストランを考案した。こうして、1970 年、東京都府中市にスカイラーク 1 号店（当初はカタカナ表記）が創業した。その後順調に成長し、1974 年には、商号を株式会社ことぶき食品から株式会社すかいらーくに変更し、すかいらーく 100 店構想を発表した。78 年には 100 号店を出店し、株式も東京店頭市場に公開している。80 年代に入ると、時代のコンセプトや消費者の多様なニーズに合わせ、80 年にはコーヒーショップのジョナサンがオープン、83 年には和食の藍屋がオープン、86 年にはバーミヤンがオープンするなど事業を多角化し成長していった。これに合わせて、82 年には東京証券取引所市場第二部に上場、84 年には東京証券取引所市場第一部に上場している。しかし、90 年代初頭のバブル崩壊に伴い、すかいらーくも例外なく苦戦した。そこで 1992 年、新業態の「ガスト」を開発した。特徴としては、ホールに、当時としては珍しいセルフサービスドリンクバーを導入し、キッチンでは、コンベアオープンを導入した。その他にも、料理の出し方の変更や各ポジションなどのプリンターによる作業開始などの工夫により、より少ない従業員での運営を可能にし、人件費率の高騰などを抑えて低価格を実現したことが挙げられる。そして 93 年には当時 720 店あったすかいらーく（注：レストラン）のうち 420 店舗を約一年でガストに転換し、客単価を大幅に下げた。その後 98 年には株式会社すかいらーくとして 1000 店出店を達成、99 年には株式会社バーミヤンを合併し、ますます出店数を増やし、2002 年には 2000 店出店を達成し、さらに、03 年にはガスト 1000 店を達成した。しかし、これらの出店攻勢とは反対に、すかいらーくの売上はどんどん減少し、さらに、外食産業の市場規模自体も 97 年のピーク時には 30 兆円弱あつ

たが、05 年には 25 兆円にまで減少した。このような厳しい状況を打破するためには、抜本的な事業再構築の必要があり、これらを迅速に行うためには MBO が最適と判断し、2006 年 6 月に国内最大規模の MBO の実施を発表した。

2-2-2：MBO 実施の目的とその背景

すかいらーくが MBO を実施した最大の目的は「業績回復」である。上述のとおり、外食産業の市場規模は大きく縮小しており、さらに「すかいらーく」や「ジョナサン」のように自社内での差別化が出来ていない業態や出店過剰による自社競合を起こしている店舗も数多く存在した。その結果 2005 年 12 月期の連結売上高は前期比 1.1%減の 3793 億円、経常利益は 6.4%減の 185 億円と減収減益であった。序章でも述べたが「すかいらーく株式の公開買付開始公告」によると、「すかいらーくの今後の中長期的な成長のためには、これまでの日本経済のデフレ局面に適合させてきたビジネスモデルから、今後の本格的な経済回復局面に相応しいビジネスモデルへと転換していく必要がある。具体的には、新業態の開発、店舗付加価値の向上、既存店舗のモデルチェンジ・業態転換を含む大規模なスクラップ&ビルドを実行していくことが必要不可欠である。(中略) こうした、将来の経営環境の変化に柔軟に対応しつつ、中長期的な視野に立脚した経営戦略を、短期的な業績の変動に左右されることなく可及的速やかに実行する体制を整備することが主な目的」と書かれている。不採算店舗の閉鎖や抜本的な事業再建を実施すれば一時的な業績の悪化を招くのは明白であり、横川会長（当時）も実施すれば減益どころか赤字もあり得ると述べている。また、思い切った施策はやってみなければ効果がわからないものが多く、業績予想の立てようがないので、株式を公開していると株主への責任を果たせないとも述べている。このように赤字覚悟の再生投資によって業績回復を図ろうとしたと考えられる。

そして、MBO を実施したもう一つの理由として「安定的な株主構成を作る」という点が挙げられる。横川会長も「創業 4 兄弟もすでに高齢であり、将来的に株がばらける可能性もあり、今のうちに株主構成を見直すことも理由の一つ」と述べている。4 兄弟の持株

比率は約 18%あり、将来これが散逸し、経営陣の意向に沿わない第三者の手に渡ることを危惧したものと思われる。実際MBO実施前の 05 年 12 月期における外国法人等株主比率は 16.1%あり、ワールドほどではないがこちらも前年度と比べて 3 %ほど増加していた。

以上のように、すかいら一くは「業績回復」と「安定的株主構成の獲得」という目的で MBOを実施した。これらを実現するにはMBOが最も有効であると考えられ、一見何の問題もないように思える。しかし、すかいら一くの場合はこれらを実現するうえで、いくつかの問題点や矛盾が生じる行動を行っている。これについては次章で詳しく述べる。

2-2-3：スキームについて

ここではすかいら一くのMBOスキームがどのように組まれたかについて見ていく。

まず、公開買付開始公告によると、TOB を実施したのは SNC インベストメント株式会社である。これは野村ホールディングス株式会社（以下「NHI」）の 100%子会社である野村プリンシパル・ファイナンス株式会社（以下「NPF」）及び、CVC Asia Pacific Limited が助言するファンドが設立した Asia Eateries Holdings NV（以下「AEH」）が設立した MBO のための特別目的会社であり、出資比率はNPFが 63.33%、AEHが 36.67%である。また、横川竟氏以外のすかいら一くの現在の経営陣も引き続きすかいら一くの経営に参画する可能性があり、さらに、横川竟氏以外のすかいら一くの現在の経営陣、従業員等が SNC 又はすかいら一くへ出資を行う可能性もある。その際は経営陣のみならず、従業員からの出資も検討していることから、マネジメント・エンプロイー・バイアウト（MEBO）となる可能性もあると記載されている。また、すかいら一くの筆頭株主である株式会社エス・エイチ・コーポレーション（発行済株式総数に対する所有株式数の割合約 6.65%）、すかいら一くの創業者であり代表取締役会長である横川竟氏（同割合約 2.81%）、並びにすかいら一くの大株主であり創業者でもある茅野亮氏（同割合約 2.79%）、横川端氏（同割合約 2.78%）及び横川紀夫氏（同割合約 2.64%）から、それぞれが保有するすかいら一く株式（合計約 17.67%）について、原則として本公開買付けに応募することの同意を得ているとの記載も

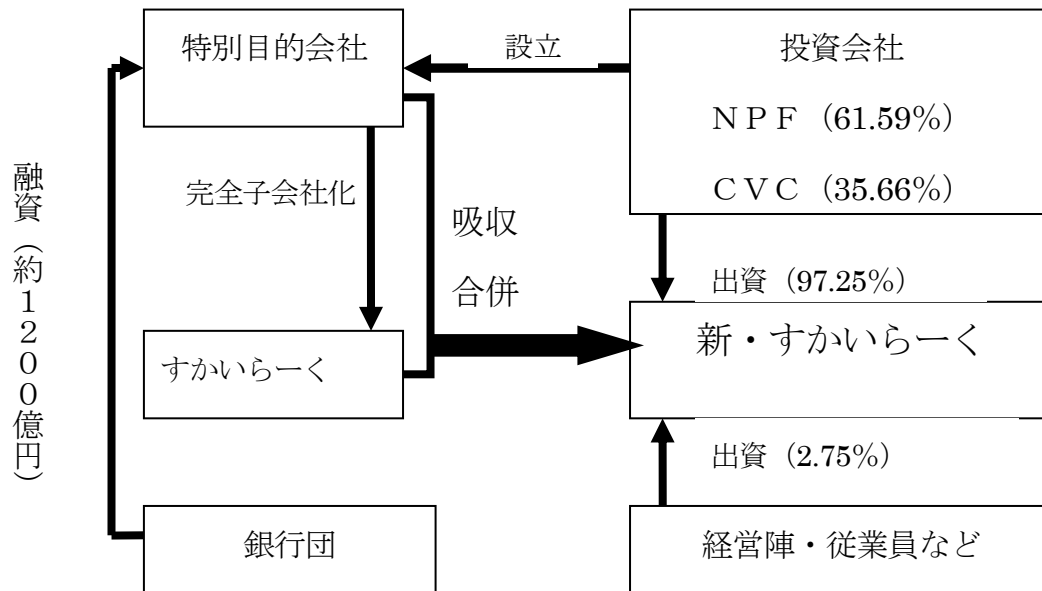
あることから、MBO成立の最低条件である 66.7%以上の取得への票読みもある程度出来ていたことが伺える。さらに、SNC は本公開買付け開始後に産業活力再生特別措置法に基づく経営資源再活用計画（以下「本計画」）の主務大臣による認定を受けるための申請を行うことを予定しており、SNC は、本公開買付けですかいら一くの自己株式を除いた全株式を取得できなかった場合、本計画が認定された後、会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第 450 条第 7 項の規定によりなお効力を有するものとされる同法第 449 条の規定による改正前の産業活力再生特別措置法第 12 条の 9 の要件を満たすときは、金銭交付による株式交換を実施し、その後 SNC を存続会社とし、すかいら一くを消滅会社とする合併を行うことを企図している。このうち株式交換については、SNC は、本公開買付け後、本計画に基づき金銭交付による株式交換の認定を受けた上で、SNC を完全親会社とし、すかいら一くを完全子会社とする株式交換を行って、完全子会社となる会社たるすかいら一くのその時点における他の株主に対して、対価として金銭を交付する予定であり、SNC は、株式交換について、会社法第 784 条第 1 項に定める略式組織再編（本計画の認定を受けた場合には、産業活力再生特別措置法第 12 条第 1 項の規定により略式組織再編が認められる要件が変更される。）の制度を活用する予定であり、すかいら一くにおける株主総会の決議を要せずを実施する予定であると記載されている。これは会社法との関係で読み替え等が必要となるが、ワールドの場合とほぼ同じ内容であり、66.7%以上取得出来ればMBOが成立するということを意味している。

次に資金調達面について見ていく。開始公告によると、買付価格は 1 株 2500 円とある。これは、平成 18 年 6 月 7 日までの過去 6 ヶ月間の東京証券取引所における売買価格の終値の単純平均値 1,962 円（小数点以下四捨五入）に対して 27.4%のプレミアムを加えた価格であり、また、平成 15 年 12 月における株式会社ジョナサンの完全子会社化発表以後の現体制発足以降平成 18 年 6 月 7 日までの期間における最高値 2,350 円を上回る価格である。これに平成 17 年 12 月 31 日現在における、すかいら一くの発行済株式総数 118,000,000 株からすかいら一くが保有する自己株式 9,291,050 株を除いた 108,708,950 株として計算

すると必要な資金は 2717 億円となる。このうち、NPF と CVC から SNC に対して 1500 億円超出資してもらい、残りの 1200 億円は全てみずほなどの銀行団からの有利子負債となった。その後、新たに経営陣や従業員も出資し、2.75%の株式を買い取る形で、07 年 7 月に SNC と子会社のすかいらーくが合併し、MBO は完了した。

最後に、業績回復のための利益計画について見ていく。まず、横川会長は具体的な数値目標として、「最初の 1・2 年は利益が半減するだろうが 3 年ぐらいで上向くようにし、MBO 実施後 4 年程度で売上高 1 兆円、経常利益をこれまでの二倍の 400 億円に高め、5 年後には株式再上場を目指す」と答えている。また、店舗施策としては「年間 100 億円をかけ 500 店程度の大規模改装を続ける。開業から三年経過しても収益の見通しの立たない店舗 150 店ほどに関しては、TOB 成立後早期に閉めていきたい。」と答えている。その他にも、産地周辺への工場設置による安全な食材の一貫調達やパートなど従業員の大幅な待遇改善なども挙げている。そして今後の業態については「売上の九割強を占めるファミリーレストランを六割に抑え、夕食が主の少し高級な『ファミリーディナーレストラン』を二割、新規事業を二割にしたい。新規事業は高齢者向けの商品の宅配や惣菜販売、居酒屋やファーストフードなどを用意し、他社にあって我々にはないものは自社開発、もしくは M&A で必ず手がける。」と答えている。このように、横川氏は当初からリストラだけでなく、投資をすることで事業を拡大し、業績回復を考えていたと思われる。

図5-2 (すかいらーくのMBOスキーム：著作作)



2-2-4 : MBO実施後～横川社長解任まで

MBOによる上場廃止後、すかいらーくは経営と執行の分離をより明確化する役員人事や組織再編を実施した。

まず、役員人事では「カンパニーCOO」を新設した。これは社内取締役を従来の九人から、グループ統治、財務担当などの最小限の五人に絞り、主力業務の責任者は取締役から執行役員となり、役職はカンパニー代表からCOOとなった。COOを新設した狙いは、各人の役割と責任を明確化することにある。つまり、営業最前線の指揮官は取締役から外し、投資判断等の権限も強化させることにより、業務執行に専念させる一方で、結果責任を従来以上に厳しくするということである。

また、社内組織に関しては「HD戦略会議」が新設された。すかいらーくは04年に擬似持株会社(HD)経営を目指し、「HD経営会議」を設けた。これは同会議がグループ統治を担い、その監督下で各カンパニーが事業執行する構想であったが、05年までは各カンパニー責任者も会議に参加するなど役割分担が曖昧であった。そこで、「HD戦略会議」を新

設することで、「HD経営会議」との役割分担を明確化した。「HD戦略会議」では会長、社長以下、各カンパニーCOOや主要子会社の社長などで、各業態の転換や出店立地のすみ分けなどの事業執行に関する戦略を横断的に話し合い、「HD経営会議」では社内取締役五人で本来の役割であったグループ全体の統治、財務戦略について担当することとなった。さらに、07年1月からは横川竟氏が社長、会長、CEOを全て兼務することとなり、より一層責任の所在が明確になった。

こうして横川新体制が発足したのだが、なかなか業績は上がらず、06年12月期の連結決算では111億円の最終赤字、翌07年の連結決算でも130億円の最終赤字となった。しかし前述したとおり、横川社長は当初からMBO実施後2年間は赤字となる可能性があることについて認識しており、その内容も既存店の減損処理などで06年度は計299億円、07年度は約100億円計上した特別損失によるものであった。しかし08年7月、NPIとCVCは業績の低迷を理由に横川社長の退任を要求。これに対し、横川社長はサントリーに支援要請等もしたが、結局8月12日、臨時株主総会と取締役会が開かれ、横川竟社長を解任し、後任には谷真常務執行役員が社長となった。

2-3：まとめ

以上がすかいら一くのMBOについてであるが、一見するとすかいら一くのMBOは特に問題はないように思える。しかし、そもそもMBOとは経営陣が自ら大株主となることで経営の自由度を高めるものであるが、経営陣は僅かな割合しか株式を買い戻さず、その結果、実質1年半で横川社長が解任される事態となった。これは異常なことと言える。

そこで次節ではなぜこのような事態になってしまったのかを中心に、「すかいら一くMBOの四つの問題点」について述べていく。

第3節「すかいら一くのMBO：4つの問題点」

3-1：導入部

前節でも述べたとおり、そもそもMBOとは経営陣が自社株を買い取り、自らが株主となるため、本来ならば取締役が解任されることはない。なぜならば、取締役の解任は株主総会の普通決議事項（会社法339条1項、309条1項2項7号、341条）であり、代表取締役の解任も取締役会の過半数の賛成がない限り解任されない。しかし、すかいら一くの横川竟氏は社長を解任された。これは何らかの問題点があると考えられる。そこで、まずは「ガバナンス」の観点から問題点を見ていく。

3-2：問題点その1・所有と経営の「不一致」

そもそも株式会社（上場会社）においては、「所有と経営は分離」していると言われている。株式会社とは、社員（＝出資者）の地位が株式と呼ばれる均等に細分化された割合的単位の形を取り、全ての社員の責任は出資額を限度とする間接有限責任である。この場合、株主の多くは経営自体にあまり関心はなく、利益配当やキャピタルゲインを得ることが目的といえる。また、株主の中に会社を経営する能力を有する者はほとんどいない。そこで、会社経営を経営の専門家である取締役や執行役に委任し、会社運営の適正化、透明化、合理化を目的として、所有（株主）と経営（取締役、執行役）の分離が原則となった。これに対し、MBO実施企業は経営陣が自社株式を買い取り、株主＝経営者となるため「所有と経営は一致」していると言われている。

以上のことを踏まえて、すかいら一くの場合について見ていく。有価証券報告書によると、5年前の03年時には創業家の出資比率は33%あったが、MBO実施直前には約18%に減少していた。さらにMBOの受け皿会社に一度全保有株を売却した後、買い戻した株式の割合は僅か2.75%であった。さらに残りの発行済み株式については、NPFが61.59%、CVCが35.66%保有しており、2社で発行済み株式の97%以上を保有することとなった。これは本来のMBOの姿からすると異質であり、事実上、ファンドによる乗っ取りと言っ

ても過言ではない。実際08年1月には、NPFから副社長と専務を受け入れることとなり、取締役8人中5人が株主側の人間となってしまった。このように、すかいら一くのMBOは上記の「所有と経営の一致」とは異なり、完全に「所有と経営の『不一致』」を引き起こしているといえる。もちろん、これだけでこのMBOが失敗であるとは言えないが、この状態が「ガバナンス」の観点から見て、よい状態とは決して言えない。何度も書いているが、MBOとは経営陣が株主となることで経営の自由度を高めることが本来の目的であり、このような「不一致」を起こしてはならない。もっとも、実際には他のMBO実施企業も100%一致している企業はほとんどない。しかし、MBO実施後、ある程度の割合を買い戻していたり、あるいは、創業家一族を経営から外したり、ファンドから新しく社長を登用するなどして再スタートしている。つまり、すかいら一くの場合の問題点は、「創業家一族が引き続き経営するにも拘らず、株式を買い戻さなかった」という矛盾なのである。それでは「なぜ、すかいら一くは創業家一族が引き続き経営したのか」。そして、「なぜ、すかいら一くの創業家一族は株式を買い戻さなかったのだろうか」という疑問が残る。

3-3：問題点その2・創業家一族の内情

まずは、「なぜ、すかいら一くは創業家一族が引き続き経営したのか」について、見ていく。そもそもすかいら一くは2001年に生え抜きの伊藤康孝氏が創業家一族以外から初めて社長に就任し、03年3月には創業家4兄弟が一斉に取締役を退任するなど、オーナー色も薄れつつあった。それにも拘らず、横川竟氏が現場復帰したのはなぜだろうか。確かに伊藤社長が行った出店戦略が結果的に失敗であったことは否めない。横川竟氏もMBO発表時の会見やその後のインタビューで「すかいら一くはファミリーレストランを35年間やって、時代のニーズとずれてしまった。」と述べている。しかし、それならば尚更外部や創業家一族以外から新たに社長を登用して、改革を断行するという選択肢が有力となってくるように思える。実際、飲料大手の「ポッカ」はMBOを機に、創業者と義弟にあたる社長を株主や経営陣から外し、創業家一族ではない専務を社長に昇格させ、現在順調に業績を

回復させている。

ここで重要となるのが「オーナー会議」の存在である。上記のとおり、創業家4兄弟は03年にすかいら一くを退任しているが、その後も週に一度、四人は集まり様々なことについて議論しており、ある程度の影響力があつたと考えられる。それを示す例として、「HD制の導入検討」がある。2章でも少し触れたが、このHD制導入は03年の12月に構想が発表され、当初は04年7月には「すかいら一くホールディングス」によるHD化が行われ、05年1月には事業再編も完了する予定であつた(図5-3-1~3)。プレスリリースには、HD制導入の理由として「創業家の退任により所有と経営の分離が果たされた一方、グローバル化する資本市場に対応し、公開会社としての最低限の責務であるコンプライアンス(法的遵守)・アカウンタビリティ(説明責任)・ディスクロージャー(情報開示)が確保できる、コーポレート・ガバナンスのあり方を模索した結果、経営と執行との分離、すなわち取締役会と執行会議の組織的分離及び、ホールディングス(経営主体)とコーポレーション(執行主体)の機能的分離、そして、ホールディングスの監督機能の強化、すなわち経営監査委員会等の専門審議機関による取締役会ならびに執行会議への監督体制の確立」と書かれている。しかし、実際は04年の11月によりやくHD制導入にむけた組織変更が行われ、06年秋の発足を目指すこととなつたのだが、ここに「オーナー会議」の意向が関係している。当時の商法では対価の柔軟化も認められていなかったため、HD制を導入しても退任したことにより一株主となつた創業家としては何もメリットがなく、それどころか「安定的株主構成の獲得」という観点から見ると、すかいら一くだけでなく、グループすべてを失ってしまう可能性もあつた。また、HD制が導入されることにより、各業態による派閥が消えてしまうことを恐れ、反対した者もいると思われる。この考えはある程度私の推測も入っているが、いずれにせよ、このようにある程度影響力のあつた「オーナー会議」の存在に加えて、伊藤氏の経営手腕に疑問を持つ役員も少なからずいたこともあり、経営会議のメンバーと創業者一族とは次第に接近していくこととなつた。その結果、決定したことは「創業家の経営復帰」であつた。当然、伊藤社長は強く反発したが、最後は横

川 4 兄弟の次男、茅野亮氏の説得により了承した。実際問題として、拡大路線を推し進めた結果、社内にはそれぞれの業態や組合などの出身者の派閥などが出来、組織をまとめるのに苦労していたということもある。その後、次男の茅野亮氏は、後継者として四男の横川紀夫氏を推したが、経営会議は「得意分野が伊藤社長と似ている紀夫氏より、竟氏のほうが補完関係が成り立つ」との理由から竟氏が復帰することとなった。これが 06 年の初めであった。MBO の発表が 6 月であるから、半年以上前から創業家の経営復帰が決まっていたということである。

図 5-3-1 (03 年 12 月当時の組織)

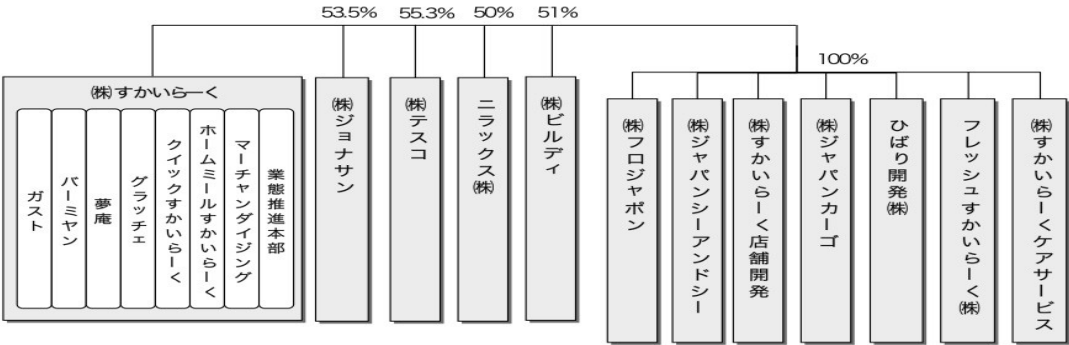


図 5-3-2 (04 年 7 月第 1 ステップ)

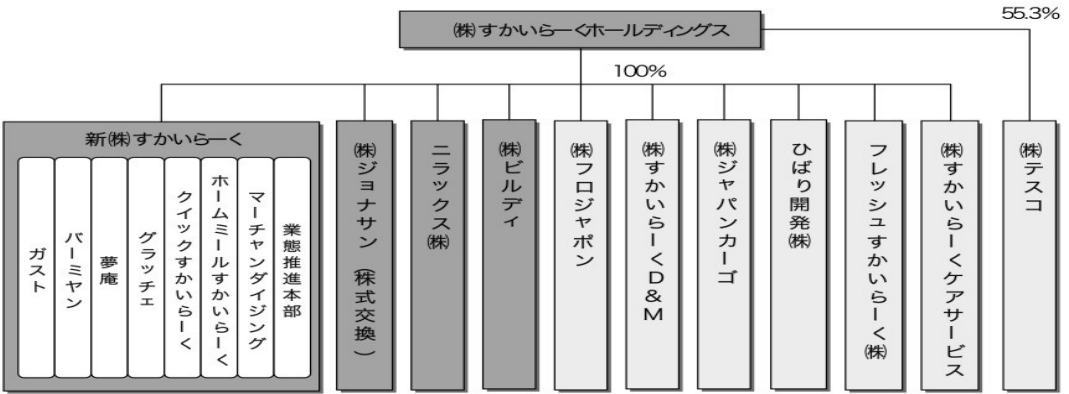
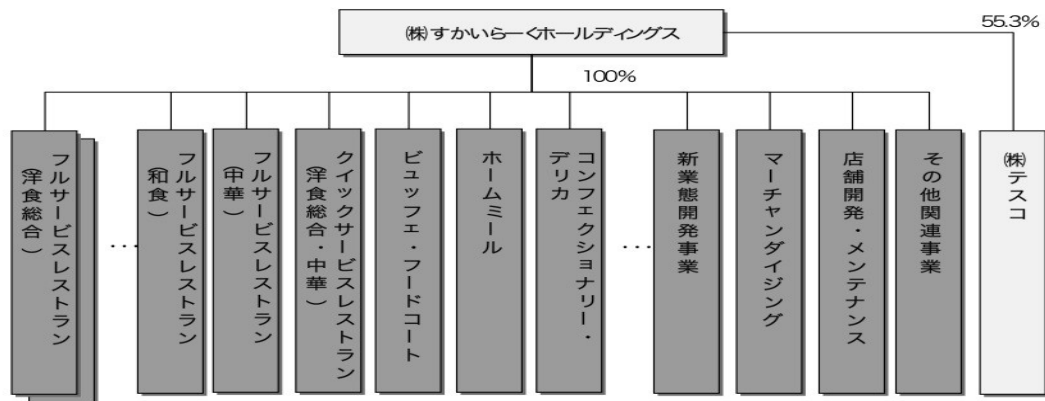


図 5-3-3 (05 年 1 月第 2 ステップ)



このように、退任により表舞台からは消えたように見えた創業家だが、直接経営に口を出さないまでもオーナー会議を通じて、かなりの影響力があったことが伺える。もちろん、創業家が経営に復帰することが全て悪いとは言えない。やはり、会社に対する思い入れは非常に強いと思われるし、会社の内部事情もよくわかっている。だからこそ、ファンド側は外部からではなく社内事情をよくわかっている横川氏を社長にすることで、会社をまとめ上げ、一気呵成で改革を実行することを期待していた。もっとも、結果的には横川氏は社内掌握に時間がかかり、組織、人事面でもまとめあげることはできなかった。社内組織に関しては、07 年 10 月にカンパニー制をやめ、本部長組織に切り替えている。その際、組合幹部の経験者を外したのだが、これが不満分子となり騒動の後押しとなってしまったことは、横川氏自身も認めている。しかし、これらはあくまで結果論である。よって、横川氏が MBO 実施後も経営に参加したことは、過程に問題はあるものの、不合理とは言えない。すると、問題となってくるのは「なぜ、すかいらくの創業家一族は株式を買い戻さなかったのだろうか」ということである。

ここで、改めて公開買付開始公告を見てみる。すると、横川 4 兄弟の他に、すかいらくの筆頭株主である、株式会社エス・エイチ・コーポレーション（以下、SHC と略）が本買い付けに同意している。実はこの SHCこそがすかいらくの MBO において、もっとも重要な存在であるといえる。まず、この SHC は横川 4 兄弟の次男、茅野亮氏が代表取

締役社長を務めており、他の3兄弟も役員である。つまり、SHCは創業家のファミリー企業である。次に、SHCの業務内容についてであるが、SHCは創業家の資産管理の他に、食材の販売業務をしている。これは、元々SGCという、同じく創業家のファミリー会社で資産管理業務をしていた会社がSHCと吸収合併したからである。問題はこのSHCとすかいら一くの関係である。すかいら一くはSHCからの食材等の仕入依存度が8割を超えており、取引金額は04年度は約708億円、05年度は約839億円であった。しかも、SHCを経由してすかいら一くが仕入れを行なうことに合理性がないにもかかわらず、MBO実施後も取引は続けられ07年度末まで続いた。このSHCの存在が、すかいら一くの仕入れ効率改善を阻んでいたといっても過言ではない。では、なぜSHCが経営に関与し続けたのだろうか。理由のひとつとしては、上述のとおり創業家一族の影響力が大きかったことが挙げられる。誰もおかしいと言えないような状況、組織になってしまったのだろう。しかし、理由はそれだけではない。最大の理由はSHC（SGC）が抱えた借金、つまり創業家が抱えた借金を返済しなかったからである。創業家は海外事業と投資の失敗により借金があり、その額は約600億円といわれていた。そしてこの借金こそが、すかいら一く経営陣がMBOを実施したにも拘らず、株式を買い戻さなかった要因なのである。

まず、MBO時の横川4兄弟の保有株式の割合は約11.02%、SHCの保有株式の割合は約6.65%、合計17.67%であった。これに発行済株式総数1億1800万株と公開買付価格の2500円を掛けた約521億円を創業家が手にしたのである。普通ならこの資金を基に再出資し、株式を買い戻す。しかし、創業家はこの借金を返済することを重視したため、株式を買い戻すことをほとんどせず、しかも、これでもまだ借金が返済出来ないで、MBO実施後もSHCに仕入れ業務を実施させたのである。つまり、「なぜ株式を買い戻さなかったのか」というよりも、この借金のせいで「株式を買い戻すことが出来なかった」のである。もっとも、横川寛氏は3%弱でも実質的なオーナーに君臨できると考えていたのかもしれない。しかし現実には厳しく、結果として「所有と経営の不一致」を是正しなかったことにより、解任されることとなった。

以上のように、すかいら一くは元々創業家一族の影響力が強く、その創業家一族にもMBO実施前から大きな問題を抱えていた。そして、この問題が原因となり「所有と経営の不一致」を引き起こしたのである。しかし、これだけが横川氏解任の原因とは思えない。なぜならこのような状況でも、ファンド側が要求する利益水準にあれば解任されることはなかったと考えられる。

3-4：問題点その3・実現不可能な利益計画

利益計画の内容を検討する前に、改めてすかいら一くの事業業績について見ていく。

まず、外食産業の市場規模は05年当時、24兆2700億円で、97年のピークから5兆円近く縮小している。これは、少子高齢化や単身世帯の増加、さらには単一的なメニュー構成などにより、消費者のファミレス離れが進んでいるといえる。実際、すかいら一くの既存店業績について見てみると、客単価はピーク時と比べてもあまり減少していないが、客数は20%以上減少している。これに伴い売上も当然減少している。(図表5-4参照)

図5-4

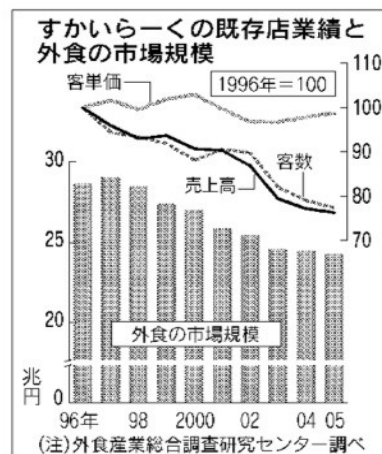
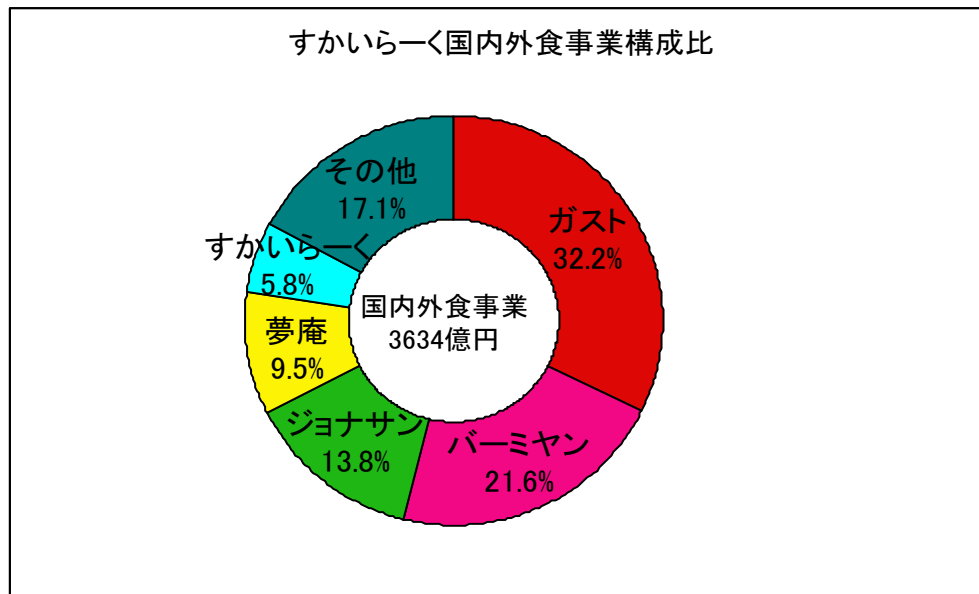


図 5-5



次に、業態別に見ていく。業態数は全体で約40あるが、主力業態の構成比等を示したものが図表5-5である。05年12月期の国内外食事業の総売上高は363.4億円、このうち「ガス」が32.2%、「バーミヤン」が21.6%、「ジョナサン」が13.8%と続く。またファミリーレストラン事業が94.4%を占めている。中でも「ガス」が占める役割は非常に大きく、連結売上高で見ると3割強であるが、連結営業利益で見ると51.9%を占めており、すかいらーくを中心業態である。しかし、この「ガス」もピーク時から比べると売上は20%以上減少しており、他の業態はさらに減少している。このようにすかいらーくが置かれていた状況は非常に苦しいと言える。以上を踏まえて、ファンド側が作成した利益計画について見ていく。2章でも述べたが、横川会長は具体的な数値目標として「MBO実施後4年（09年）で売上高1兆円、経常利益をこれまでの二倍の400億円に高め、5年後には株式再上場を目指す」と答えている。05年度の連結売上高は379.3億円、経常利益は18.5億円である。よって、4年で売上高を約2.6倍、経常利益を約2.2倍に改善しなければならないのである。売上高を増加させる方法として考えられるのは、新業態の自社開発もしくはM&Aによる買収と本業であるファミリーレストランの収益改善がある。これらに関

しては先に述べたとおり、横川社長も言及していたが、果たして、横川社長にどれほどの実行可能性があったのだろうか。

まず、新業態の開発等に関しては、これは成功すれば短期間で収益を得ることも十分可能である。しかし自社開発かM&Aかに関わらず重要なことは、「キャッシュフロー」、特に「営業キャッシュフロー」の創出である。05年の営業CFは約300億円であったが、計画によると店舗閉鎖などで200億円程度まで減少し、その後最終年度には400億円程度に改善するとなっていた。また、これらの営業CFの中から年間110億円を借り入れの返済に回し、残りを店舗改装や業態開発に当てる予定となっていた。MBO後の追加借り入れや増資は計画していなかったため、毎期の営業CFがすべてであり、もし計画通り得られなければ改装資金やM&A資金の減少に直結することとなる。そして、これらの営業CFの基となるのは、税金等調整前当期純利益であるが、実際重要となるのは経常利益や営業利益である。なぜなら、特別損失は計画の始めこそ不採算店舗の減損処理で多額が発生するが、これが一段落すると、ほとんど影響がなくなるからである。よって、経常利益と営業利益が重要となってくる。しかし、MBOを実施することで経常利益、営業利益を減少させる要因が発生している。一つ目は、「有利子負債の増加」である。元々、すかいら一くはMBO実施前に1000億円以上の有利子負債を持っていた。そこへ、このMBOを実施した際に1200億円の融資を受けており、これにより有利子負債が倍増したこととなる。当然毎期利息の支払いをしなければならないので、経常利益は低下する。二つ目は「のれんの償却」である。合併で生じる「のれん」は約2000億円と見積もられ、のれんの償却については06年4月期決算より「原則20年間の均等償却とし、償却費は販管費に計上」となった。これにより、販管費に毎期100億円（実際は96.3億円）計上することとなり、営業利益も低下する。つまり、目標の経常利益400億円を達成するためには、実質経常利益を500億円以上としなければならないということである。そうするとますます重要となるのが、短期間での本業のファミレスの収益改善となる。しかし、これはかなり厳しいものといえる。

まず、売上1兆円を達成するにはファミレス一店当たりの年間売上高を1.5～1.7億円にしなければならない。この水準は10年前のピーク時の水準であり、外食産業の市場規模や事業環境、主力のガストでも一店当たり年間売上高は1.2～1.3億円程度しかないことから見ても、他の業態ではさらに達成は困難といえる。このように売上増加が難しいのであれば、次に考えられることは原価を下げることである。しかし、横川氏は当初から、資産売却や従業員のリストラのみで利益を生み出すことに反対しており、あくまでも再生投資が重要であると主張してきた。加えて、上記のとおり創業家の思惑でSHCがすかいら一くの食材仕入れの8割超を担っていたのだから、仕入原価が低下するはずもなく、結果として、売上原価や販管費が大きく抑制される可能性は低かったといえる。つまり、横川氏がこの利益計画を実現する可能性は低かったように思える。

すると、ここでまた新たな疑問が生じてくる。「なぜ、このような利益計画を作成したか」ということである。ここまで、横川氏の利益計画の実現可能性について見てきたが、もし違う人がやっていたとしても、この計画を実現させることはかなり厳しかったと思われる。それぐらい強気の利益計画といえる。そもそも、MBOを実施すれば短期的に利益を度外視して、再編等を行なうことも可能であったはずである。ファンド側も実現可能な条件を提示したり、利益達成までの期間を長めに取ったりも出来たはずである。このようにしていれば、たとえファンドが大半の議決権を持っていたとしても、少なくとも実質一年半で社長を解任するという事態にはならなかったはずである。そこで次は、上記の疑問とファンド側の思惑、そして誤算についてみていく。

3-5：問題点その4・再上場計画ありきのMBO

08年8月18日の日経ビジネスの記事に横川氏のインタビューが掲載されている。横川氏は「最初、投資会社や銀行はものすごく強気の事業計画を持ってきました。MBO翌年から利益が急回復し、2009年（3年後）にはこれまで達成したことのないような高い利益を出す内容。多額の資金を集めるため、誰もがノーと言えない数字を作ったんです。

創業者の1人としてMBOのアイデアを出したのは僕です。2006年に発表したのも僕。でも、計画自体は（着任前の）伊東（康孝・元社長）体制時に作っているから、絡んでいない。だから、計画を見た時、「こんなことができるならMBOをする必要なんかない。今の流れを変えるには5年はあるよ」と言って、契約書へのサインを拒否した。そうしたら、「4つの会社の100人が徹夜で作った計画をあなたは拒否するのか」と言われて。事業計画に関わっていたウチの社員も「そのあたりは向こう（投資会社2社など）も理解しているから」と言う。それで、「そうか、分かった」とサインをした。」と述べている。また、別のインタビューでは「もともと上場までの期間として自分は5年、投資会社は3年と言っていた。それでも投資会社から出資者を募る関係で（便宜上）3年にしてくれと言われた。だからMBO時にも『5年かかるが、3年を目標にがんばる』と言い、向こうも黙認していた」と答えている。つまり、この利益計画はファンド側主導であり、出資金を集めるために強気の計画を策定し、早期に資金回収を行うために3年という期間にこだわったと思われる。そして、この資金回収手段にはファンド側の大きな思惑があった。それが「再上場」である。この利益計画を達成できれば当然再上場は可能であり、株価もかなり高値となることが予想できる。そうすれば株式の9割以上を保有しているファンドは多額の売却益を得ることが出来る。もちろん、この「再上場」による売却益目的のみでファンド側がMBOを持ちかけたとは考えにくい、この利益計画を見ても限り、その可能性も否定できない。

ところが、当初のファンドの思惑は大きく崩れていく。まず、飲酒運転の取り締まり強化や中国産食材への不信感、さらにはガソリン高や食材価格の上昇など、外食産業を取り巻く環境が厳しくなったことも重なり、すかいらーくの業績は一向に回復を見せなかった。さらに、予想外の出来事が発生する。それが07年夏に端を発した「サブプライムローンの破綻」である。これにより、08年3月末までにNPFの親会社である野村ホールディングスは2600億円の損失を計上した。さらに、日経平均株価も急速に下落し、これに伴い08年4-6月期決算で野村HDは投資先企業の評価額を373億円引き下げた。内訳は明らかにな

っていないが、すかいら一くへの投資分が100～120億円分含まれているとの見方もある。いずれにせよ、再上場はおろか投資資金の回収さえ危ぶまれる状況となった。

そこで、ファンド側が考えた次の手が「株式売却」である。一番手っ取り早い方法はすかいら一く自体に買い取らせる方法であるが、上記のとおり、すかいら一く自体の有利子負債はかなりの額となり、これ以上融資を受けることは不可能である。よって、方法としては他の企業に買い取ってもらうしかない。しかし、有利子負債が2000億円以上あり、業態整理などもまだ完全に出来ていない会社を買い取る企業などほとんどないといえる。よって、株式を売却するには、急激な成長よりも、負債の圧縮や業態整理に伴うリストラの実施による財務、経営状態の健全化が重要と判断したのである。この判断を基にすると、横川氏の経営方針とは一致しなくなる。また、オーナー色の強い企業は買い手が付きにくいこともあり、ファンド側は業績未達を理由に横川社長を解任し、創業家一族を表舞台から消したのである。

第4節：まとめ

ここで改めて、すかいら一くのMBOの問題点を整理してみる。まず、ガバナンスの観点から「所有と経営の不一致」を指摘した。次に、これらの不一致を生み出した要因として、創業家一族の影響力や借金の存在を指摘した。一方、ファンド側は当初から「再上場」の思惑があり、厳しい利益計画を策定した。しかし、巨額の売却益を得るつもりで大量に持っていた株式が、「サブプライムローンの破綻」により、大きな評価損を生み出してしまい、「株式売却」に方針変更する必要が生じた。よって、オーナー色を消すために、業績不振を理由に横川社長は解任された。

このように書くとファンド側のほうが悪いように思えるがそういう問題ではない。創業家一族もMBOで得た資金を株式の買い取りではなく、自らの借金返済に用いた点、そして、MBO実施後もSHCに仕入れ業務を行わせていた点に関しては、不透明な経営といわざるを得ない。また、利益計画に関しても、横川氏が直接関わっていなかったり、確認も曖昧だったり多くの不備が見られる。このような創業家一族が行ったMBOは、厳しく言えば「名ばかりMBO」であり「MSO（マネジメント・セル・アウト）」といえる。一方、ファンド側も「再上場」ありきの理想論で計画を組み、現場を十分に検証して計画を作成したとは思えない。また、自分たちの都合で会社を振り回しており、身勝手な部分も多い。たしかに、ファンドとしてみれば、投資資金の回収は重要である。しかし、海外では買収ファンドのお金は「ペイシェント・マネー（忍耐強いお金）」といわれているように、始めからもう少し時間をかけて取り組んでいれば、おそらく違った結果になっていたと思う。いずれにせよ、創業家一族、ファンド双方に思惑があり、その思惑の根拠があまりにも理想論に基づいたものであったことは間違いない。

一方、ワールドの場合、経営陣が「長期的価値の最大化」という非常に明確な意図を持って、ファンドに振り回される事なく、MBOを実行しており、その後も「非正規雇用者の正社員化」を行うなど、独自の理念や価値観に基づいた経営を行なっている。

これらの違いから、リソース・ベースド・ビューに基づいて「ポスト・マージャー・イ

ンテグレーション」の本質について考えると、「連続性と非連続性」という考え方が浮かびあがる。

すかいら一くの場合、MB0 であるにもかかわらず、経営陣が株式の買い戻しを行なわなかったのも、「所有と経営の不一致」つまり、「所有と経営」が非連続な関係となってしまった。その結果、MB0 実施後の実質的支配者がファンドとなってしまった。さらに、ファンド側の「再上場ありきの無謀な利益計画」に関しても、そもそも横川氏が計画策定に参加しておらず、横川氏の意図とは大きく異なるものであった。また、再上場までの期間についても、横川氏は5年を想定していたのに対し、ファンド側は3年を想定していたように、経営陣とファンドの間も、意図が食い違った非連続な関係となってしまった。その結果、MB0 実施後においても、経営陣の思い通りの経営が行なえず、自社が持っている経営資源を有効活用することが出来なかったといえる。

これに対し、ワールドの場合、短期的価値に左右されずに、長期的価値を追求していく事を目的とした MB0 を実行するために、経営陣が全ての株式を買い戻し、ファンド側の意向に左右されない経営を実現させた。つまり、目的と手段、経営陣とファンドの意図の全てが連続した MB0 であり、MB0 実施後は自社が持っている経営資源を最大限に活用した経営が実行できたといえる。

そして、この「連続性と非連続性」は MB0 に限らず、M&A における「ポスト・マージャー・インテグレーション」においても該当すると考えられる。

つまり、多くの M&A が成功しない理由として、M&A 実行後のプロセスにおいて、何らかの非連続性が生じているからと考えられる。例えば、「シナジー効果」を目的としているにもかかわらず、M&A 実施後の事業再編が行なわれない場合などは、目的と手段が非連続な関係であり、M&A 実施後の経営においても経営資源を有効に活用できない。また、M&A 実施後の企業文化、社風の違いへのアレルギー反応も、両社の従業員の間で心理的な非連続性が生じているからであり、これを解決しなければ従業員のパフォーマンスを最大限に引き出す事も難しくなる。

よって、M&A 実施後の経営者や取締役会においては、全社的な視点から、M&A の目的達成や効果を最大化する上で生じる非連続性を解決・解消していくことが「ポスト・マージャー・インテグレーション」成功の鍵であり、M&A 実施後の経営において、リソース・ベースド・ビューに基づいた効果的な経営資源の活用に繋がるといえる。

最後に、本研究の限界として、今回はすかいらーくとワールドの MB0 事例しか扱っていないが、その他の MB0 実施企業がどのような過程で行なわれ、どのような結果となったかについて、定性的、定量的、どちらの観点からも触れられていない点が挙げられる。また、アメリカやヨーロッパの MB0 実施企業の事例分析に関しても今後の研究課題として挙げられる。

第6章：本論文のまとめ

本章では、各章ごとのまとめと本論文全体のインプリケーションについて述べていく。

まず、第2章では、エージェンシー理論とリソース・ベースド・ビューにおける経営者と取締役会の機能の違いについて述べた。エージェンシー理論では、経営者は「利己を追求する経済人」であることを前提とし、取締役会の機能は「経営者が逸脱した行動を行わないように監視するための、企業内部のモニタリング機能」であった。一方、リソース・ベースド・ビューは、「企業は経営資源の集合体であり、それぞれの企業の経営資源は異質である」そして「経営資源のなかには、企業間で完全には移動できないものがある」という前提のもと、企業間のパフォーマンスの違いを内部資源の効率性の違いの結果として考える。そして、優れた戦略的意思決定を行なえる経営者や取締役会は、企業にとって貴重な「資源」であり、持続的競争優位の源泉の一つとなりうる存在であるとされた。

以上を踏まえて、合併後の取締役会においては、取締役会における経営者の行動をコントロールしたうえで、いかに有用な資源を確保するかが重要であると判断し、第3章では、「上場企業同士の合併において、取締役会のイニシアティブはいかにして決まるのか」という問題意識の基に、「合併時の取締役会の構成が合併前の企業のどのような要因で決まるかを明らかにすること」を目的とした、定量的分析を行なった。その結果、合併前の企業の内部要因が、合併後の取締役会のイニシアティブに影響を与えている事を発見できた事は、既存の研究にはない新たな発見となった。

次に、第4章では、合併後の取締役会においては、取締役個人の経営に関する能力が非常に重要であると考え、「上場企業同士の合併において、合併後の企業パフォーマンスを向上させる最適な取締役会の構成とは何か」という問題意識の基に、「合併前の企業における取締役員の継続性と合併後の企業パフォーマンスとの関係性を明らかにすること」を目的とした、定量的分析を行なった。その結果、合併前の取締役員の中で、合併後のパフォーマンスに影響を与える役員「キーパーソン」を発見することができた。

そして、第5章では、M&A おける「ポスト・マージャー・インテグレーション」の重要

性・困難性について、MBO（マネジメント・バイアウト）によって非上場となった「ワールド社」と「すかいらく社」の事例を基に、リソース・ベースド・ビューにおける「ポスト・マージャー・インテグレーション」の重要性・困難性について比較した。その結果、M&A 実施後の経営者や取締役会においては、全社的な視点から、M&A の目的達成や効果を最大化する上で生じる非連続性を解決・解消していくことが「ポスト・マージャー・インテグレーション」成功の鍵であり、M&A 実施後の経営において、効果的な経営資源の活用に関わることがわかった。

以上が各章ごとのまとめであるが、最後に本論文全体のインプリケーションについて述べる。

第1章でも述べたが、今日の日本企業において M&A 戦略の重要性は非常に高まっているが、実務上においても、これまでのところ「デュー・デリジェンス」に代表される、ディール成立までのプレ M&A に関心が集中する傾向が強い。一方で、最も重要で「産みの苦しみ」を伴うディール成立後の経営統合である「ポスト・マージャー・インテグレーション」に関する定量的、定性的の両方の観点による研究は既存研究においてはあまり見られなかったもので、新たな貢献と言える。

また、第3章、第4章の M&A 実施後の取締役会を対象とした定量的分析は、M&A 企業を分析対象とした実証研究のみならず、取締役会の機能について、リソース・ベースド・ビューを基とした実証研究においても、既存研究にはない新たな発見であると言える。

さらに、第5章の比較事例分析は、「ポスト・マージャー・インテグレーション」において「連続性と非連続性」の重要性を見いだした点は、既存研究にはない新たな発見であると言える。

以上が、本論文全体におけるインプリケーションである。

参考文献

- Adams, R. B., & Mehran, H. (2005). Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry. *EFA 2005 Moscow Meetings*.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1998). Outside directors, politics, and firm performance. *University of Alabama Working Paper*.
- Barney, J. B. (1986). Strategic Factor Markets. *Management Science*, 32, 1231-1241.
- Barney, J. B. (1991). Firm, Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17, 99-120.
- Barney, J. B. (2001). Is the Resource-Based View a Useful Perspective for Strategic Management Research? Yes. *Academy of Management Review*, 26, 41-56.
- Barney, J. B. (2002). Gaining And Sustaining Competitive Advantage, Prentice Hall
- Berle and Means. (1932). The Modern Corporation and Private Property, *New York: Macmillan*,
- Bhagat, S., & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer*, 54, 921-963.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C.G. (2007). The determinants of corporate board size and composition. *Journal of Financial Economics*, 85, 66-101.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2005). *Corporate finance*, 8th Edition, McGraw-Hill Ch.12.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L.(2008).Boards:Does one size fit all?. *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.
- Dalton, C. M., & Dalton, D. R. (2005). Boards of directors: Utilizing empirical evidence in developing practical prescriptions. *British Journal of Management*, 16, 91-97.
- Demsetz, H. (1973). Industrial Structure, Market Rivalry, and Public Policy. *Journal of Law and Economics*, 16, 1-10,

- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35-54.
- Fama, E. F., & Miller, M. H. (1972), The theory of finance, Holt, Rinehart, and Winston, Ch.4.
- Fama, E. F., & Miller, M. H. (1983), Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7, 151-178.
- Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: An international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 21(5), 625-653.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20, 101-112.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 88, 96-118.
- Heron, R., & Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers. *Journal of financial and quantitative analysis*, 37(1), 137-155.
- Huther, J. (1997). An empirical test of the effect board size on firm efficiency. *Economics Letters*, 54(3), 259-264.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M.C. (2000). Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms. *Harvard University Press*,

- Jensen, M.C., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M.C., Murphy, K. J., & Wruck, E. G. (2004). Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them? *European Corporate Governance Institute Working Paper Series*, 44
- Kieschnick, R. & Moussawi, R. (2004). The board of directors: a bargaining perspective, *University of Texas at Dallas Working Paper*
- Kruse, T. A., Park, H. Y., Park, K., & Suzuki, K. (2002). The value of corporate diversification: Evidence from post-merger performance in Japan. *AFA2003 Washington, DC Meetings*.
- Lehn, K., Patro, S., & Zhao, M. (2003). Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000. (<http://dev3.cepr.org/meets/wkcn/5/5514/papers/ZHAO.pdf>)
- Linck, J., Netter, J., & Yang, T., (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87, 308-328.
- Linn, S. C., & Switzer, J. A. (2001). Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisition? *Journal of Banking and Finance*, 25, 1113-1138.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- Peteraf, M. A. & Barney, J. B. (2003). Unraveling the Resource-Based Tangle. *Managerial and Decision Economics*, 24, 309-323.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy*. New York: Free Press.
- Porter, M. E. (1981). The Contributions of Industrial Organization to Strategic Management. *Academy of Management Review*, 6, 609-620.
- Rumelt, R. P. (1987). Theory, Strategy, and Entrepreneurship. *The Competitive Challenge*:

- Strategies for Industrial Innovation and Renewal*, 137-158.
- Rumelt, R. P. (1991). How Much Does Industry Matter. *Strategic Management Journal*, 12, 167-185.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- Yeh, T., & Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy*, 14(3), 347-366.
- 青木英孝(2003) 「日本企業の取締役会改革—執行役員制度の導入と効果の分析」
ワーキングペーパーシリーズ, 早稲田大学ファイナンス総合研究所
- 入江和彦・野間幹晴(2008) 「社外役員の独立性と企業価値・業績」
経営財務研究 日本経営財務研究学会 第28巻 第1号, pp.38-55
- 岡本大輔・古川靖洋・大柳康司他(2001) 「コーポレートガバナンスと企業業績」
三田商学研究 第44巻 第4号.
- 齊藤達弘(2002) 「取締役会規模と企業評価—グループ企業のガバナンス」
日本経済研究 No.45, pp.86-111.
- 清水一(2007) 「取締役会の属性と企業価値の関係について」 高松大学紀要
第48巻 pp.39-52.
- 鈴木誠・胥鵬(2000) 「取締役人数と企業経営」 証券アナリストジャーナル
9月号, pp.47-65.
- 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫(2009) 「企業のパフォーマンスは合併によって向上するか： 非上場企業を含む企業活動基本調査を使った分析」 *RIETI Discussion Paper* 09-J-005.
- 長岡貞男(2005) 「合併・買収は企業成長を促すか」 一橋ビジネスレビュー 53巻、

2号,32-45頁。

宮島英昭・原島健二・稲垣健一(2003)「進展するコーポレート・ガバナンス改革をいかに理解するか：CGS(コーポレート・ガバナンス・スコア)による分析」 *ファイナンシャル・レビュー 財務省財務総合政策研究所*,pp.156-193.

宮島英昭・新田敬祐(2006)「日本系取締役会の多元的進化：その決定要因とパフォーマンス効果」 *ワーキングペーパーシリーズ*,
早稲田大学ファイナンス総合研究所

宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介(2004)「企業統治と経営効率—企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響—」 *ニッセイ基礎研究所報*
vol.33, pp.52-98.