

持株会社解禁後の動向分析

商学部教授 木山実

1997年の独占禁止法改正で持株会社が解禁されてから2013年で16年となった。持株会社の解禁から一定の時間がすぎたということで、解禁後の動向や成果を検証する論稿がいくつか出てきている。

M&A専門誌『MARR』2012年9月号は、「グループ戦略経営と持株会社」と題した特集を組んでおり、その中の吉富優子氏による「持株会社による経営統合とその後の動向」は、2012年7月までのデータの分析である。吉富氏によると持株会社の活用形態には「既存企業統合型」と「内部組織再編型」の2種あって、解禁後2012年7月までには、内部組織再編型が626件、一方99年の株式交換・移転制度施行後からみられようになった既存企業統合型は132件、両種合わせて758件になるという。圧倒的に内部組織再編型の方が多い。吉富論文は分量自体短いものだが、具体的な社名が多く出てきて、忘れかけていた種々のケースを思い起こさせてくれる興味深いものである。

持株会社解禁に関する主要な論者の一人である下谷政弘氏による「日本の持株会社—その数奇な運命—」(福井県立大学『経済経営研究』第28号)は、経営史学者らしく戦前の財閥や新興コンツェルンから敗戦後の純粋持株会社禁止、事業持株会社解禁、94年のソニーのカンパニー制など

に目を配りながら、97年の解禁に至る歴史的経緯に力点が置かれている。そして97年の解禁後の動向としては、上場企業の約1割が純粋持株会社を採用し、また非上場会社でも採用が相次いでいるという指摘があり、またこれに関連する論点として、M&Aにも言及する。すなわち解禁以前の日本における企業合併では、合併する企業双方の「面子」や「対等性」を尊重しなければならず、そのような「企業文化」がM&Aの発生件数を低く抑えてきていたのだが、解禁後、国内企業のM&A件数は一躍5~6倍に跳ね上がった。下谷氏によると純粋持株会社の採用パターンには(1)内部組織再編型、(2)業界再編型(上記の吉富氏のいう「既存企業統合型」)の2種あって、(2)業界再編型の持株会社採用は、直接的な合併の代替手段としての側面をもっているという。解禁後、銀行や百貨店業界で典型的に見られた経営統合は、(2)業界再編型の例であって、近年M&Aが急増したのはまさに、(2)業界再編型=「直接合併の代替手段」として重宝されたためであると指摘する。下谷氏には著書『持株会社と日本経済』(岩波書店、2009年)などもあって、上記の論稿はそこでの議論と重複するところもあるが、コンパクトにまとめられたものといってよいであろう。

一ノ宮士郎氏の「経営統合の成否要因分

析」(『専修マネジメント・ジャーナル』第3巻1号)では、まず1997年～2007年の11年間で経営統合を行うと発表された事例60件のうち成功事例は49件、白紙撤回に至ったのが11件。そして成功事例49件を統合手法別でみると持株会社方式が38件、合併9件、子会社化2件という内訳であり、一方、白紙撤回11件では伝統的な「合併」という手法を利用している事例が多いとの指摘がなされる。さらに一ノ宮氏は、予定通り統合を達成した成功事例と白紙撤回した失敗事例において、成否を分けた要因は何だったのかという問題意識で議論を進める。そして回帰分析などによって、①成功事例、撤回事例いずれのグループでも収益力格差は確認されたものの財務の良好さは統合の成功には直結しない可能性がある。②持株会社方式と合併方式という2種の統合手法のうちでは、日本の企業風土に適した持株会社方式が統合の成功に影響を与えている。③競争環境への対応という動機が強い場合には統合成功に結び付きやすい。④経営統合を阻害する要因としては、過去へのこだわり・プライド、トップの対立・暴走、社風・文化の違い、問題先送り、危機意識等の格差、主導権争い、決定・統合までの所要時間の7項目が重要。⑤白紙撤回か否かに影響する要因については、採用した統合手法と統合阻害要因を凌駕する統合動機の相対的強さが大きく寄与している、などの結論を導き出しており、上記の下谷論文などの主張を定量分析によって一部補強する内容となっている。

川本真哉・齋藤隆志の両氏による

「Business Integration and Corporate Performance under the Pure Holding company System in Japan」(経営史学会英文雑誌『JRBH』vol. 29, 2012: 実際には2013年秋刊行)は、経営統合手段として合併ではなく持株会社を採用するのはいかなる動機からなのか、また持株会社採用によって経営統合した場合その事後的なパフォーマンスはいかなる影響を受けるのかという問題意識によって書かれたものである。同稿では2000年度から2010年度までの上場企業が実施した直接合併87件と持株会社による経営統合57件の計144件をサンプルとして定量分析がなされている。両氏によると、異なる産業に属する企業同士や統合参加企業の利益率格差が小さいときほど持株会社が採用される場合が多い。また合併や統合で予想される摩擦の回避の必要性が高い場合、あるいはブランド維持の必要性が高い企業同士の組み合わせでは、持株会社が採用されているという。さらに経営統合後のパフォーマンスについては、参加する企業の対等生が高い場合に持株会社を用いれば、企業パフォーマンスが向上するという結論を見いだしている。

持株会社解禁は、いわゆる「平成不況」から脱する一つの処方箋として導入されたといわれる。上記の研究は、いずれも不況から脱していない段階での研究であるが、現在デフレ状態からようやく脱出しつつある状況で、今後は持株会社や経営統合のあり方にも変化が予想されよう。今後の動向にも注目していきたいところである。

消費税増税が決まった今だからこそ

経済学部教授 小林伸生

2013年10月1日の閣議決定により、来年4月1日からの消費税率の8%への引き上げが正式に決定した。未曾有の危機的な財政状況にある今日の状況を鑑みると、やや遅きに失した感があるものの、今回の決定はようやく正常化に向けた動きの第一歩が踏み出されたものといえる。

消費税増税をめぐるのは、これまでも時期の問題や上げ幅の問題がしばしば議論になってきた。現時点での増税に否定的な議論の多くは、経済を成長軌道に乗らないうちの増税は負の影響が大きくなる、あるいは、安定的な成長が確認できなければ折角の回復基調の腰を折るといった議論であり、それらが選挙公約などの事情と絡みあうことによって、結果的に先延ばしにされ続けてきた経緯がある。

上記のように、一般に財政規律の回復（のための増税）と経済成長とは、二律背反の関係で議論されることが多い。この点に関して、法政大学の黒一正氏は、近年学説としてしばしば検証の対象となっている「政府債務のGDP比が閾値90%を上回れば、経済成長率が大きく低下する」というロゴフ仮説を紹介しつつ、過剰な政府債務は経済成長を低下させる可能性があることを示している。その上で、日本の政府債務は閾値を大きく超えており、過剰債務が経済成長を低下させる影響についても議論を深め

る必要性を訴えている（「アベノミクスと日本財政をめぐる課題～現実の直視から、財政再建は始まる～」『地銀協月報』2013.5.）。同様に、日本総合研究所の河村小百合氏も、現在政府が掲げている2020年度基礎的財政収支均衡では、利払い費等の国債費は含まれないこと、仮に20年度に収支が均衡したとしても、利払い費の分だけ国債残高は増加することを指摘し、歯止めをかけるには、収支の大幅黒字を安定的に計上できる財政運営を継続する必要があることを指摘している。そして、その実現のために経済成長は我が国にとって重要であるが、財政の実情は、経済成長のみで問題を解決できる水準ではなく、財政規律の引き締めも併せて行うことの必要性を指摘している（「アベノミクスとわが国の財政運営が抱えるリスク～「財政構造抜本改革プログラム」が必要～」『金融財政事情』2013.5.20）。

消費税増税に伴う負の影響への対策として、総額5兆円規模の経済対策や、設備投資や賃上げを行う企業への減税等が位置付けられている。この点に関連して、東京大学の福田慎一氏は、我が国における賃金の下落は、技術力、国際競争力から見て不相応に高水準となっていた賃金を適正な水準へ戻す動きに過ぎない面があり、国際競争力を向上させる人材育成なくしては、日本企業が賃金上昇を維持することは難しいこ

とを指摘している（「日本経済の持続的な成長に向けて～脱デフレの経済政策～」『日経研月報』2013.5）。実は、左記のような労働生産性の相対的な停滞は、90年代以後の海外現地生産の進展により、輸出価格の相対的な下落が加速したことの影響もある。そのため、賃金上昇を持続的に進めるためには、労働力の質的向上と並んで、日本国内で生産された財・サービスの輸出を容易にする環境整備が必要であり、国内への企業立地インセンティブを高めることが必要なのである。

BNP パリパ証券の河野龍太郎氏は、現在の日本の状況は「低い潜在成長率、デフレ、円高、低い長期金利」の4点で特徴づけられるデフレ均衡の状態にあるが、これは理論的には不安定な均衡点であり、永続的なものではないことを指摘している。そして、何らかの理由でこのうち一つの要素でも修正された場合には、「インフレ、円安、高い長期金利」が生じる可能性が高まることを指摘している。そのため、アベノミクスによって円安誘導に成功すれば、同時にデフレ均衡も崩壊し、その時に信頼に足る財政健全化策が用意されていなければ、財政危機が訪れるリスクがあることに警鐘を鳴らしている（「日本経済はデフレ均衡から抜け出せるか？」『地銀協月報』2013.4）。

消費税率の引き上げが決まって以後、財政規律の当面の改善に向けた安堵感と、増税に伴う景気の停滞に対する懸念から、経済対策の必要性の議論が顕在化してきている。しかし今回の決定は、極めて危機的な状況にあるわが国の財政事情の改善に向けた、最初の一里塚に過ぎない。安部内閣は消費税率10%への引き上げについては、経

済情勢を総合的に勘案しながら決定するとしているが、果たして我が国の財政状況にそれほどの時間的猶予はあるだろうか。我々は、より大きな痛みを回避するためにも、近い将来の痛みを分かち合う必要性があるように思われる。無論、それらは規制改革や法人税制の改革などを通じた国内での産業活動の活発化、成長のエンジンとなる産業の創出、労働生産性の改善などが併せて行われることで、国内の経済活動の総合的な体質改善と併せて行われるべきであることは論を俟たない。消費税増税が決まった今だからこそ、日本経済の中長期的な競争力の向上に何が必要とされているのか、改めて真剣な議論と合意形成が求められる。