

機関番号：22301

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2008～2010

課題番号：20730232

研究課題名（和文） 戦間期・戦時期日本における企業合併・買収の歴史研究

研究課題名（英文） Historical Research of Mergers and Acquisitions in Pre-War Japan

研究代表者 加藤 健太 (KATO KENTA)

高崎経済大学・経済学部・准教授

研究者番号：20401200

研究成果の概要（和文）：

本研究では、①利害関係者の主張と行動、②合併の動機と効果という2つの視角から戦間期・戦時期日本のM&Aに関するケーススタディを実施した。その結果、①については、戦間期の株主が、合併条件という目の前の直接的な利害ではなく、追加的投資の影響といった企業の経営行動に関わる部分にも関心を払っていたこと、また、戦時末期の株主が、合併条件等に関して自らの利害を強く主張していたこと、②に関しては、M&Aの効果は合併企業から被合併企業に経営資源を再配分することで明示的に発揮されたことを明らかにした。

研究成果の概要（英文）：

In this research, we examined the objects and effects of corporate mergers and acquisitions, and analyzed the claims and actions of the persons interested in the merger negotiation process in Pre-War Japan. The results of this analysis can be summarized as follows. Firstly, the shareholders remained firmly opposed to the merger in the negotiation process for fear of a possible loss. It is important to note that the shareholders claimed the right of ownership in the last years of the WWII. Secondly, it also showed in terms of merger effects that the merged company reallocated management resources including manpower, money and information to the acquired company for effective use of the assets.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	700,000	210,000	910,000
2009年度	600,000	180,000	780,000
2010年度	600,000	180,000	780,000
年度			
年度			
総計	1,900,000	570,000	2,470,000

研究分野：経済学

科研費の分科・細目：経済史・経営史

キーワード：M&A、合併、買収、利害関係者、株主、株主総会、取締役会、紡績、電力、化学、製糖、企業整備、戦時統制、軍需省、株式保有、報償契約、経営資源

1. 研究開始当初の背景

日本の経済史・経営史分野において、M&Aは、独占論ないし戦略論の枠組みの下に議論

されてきた。

独占論は、集中度（資本、市場占有率等）を高める手段としてM&Aを捉えるため、その

動機・効果は、規模の拡大と競争の抑制（市場支配）による独占利潤の確保を前提とし、M&Aの動機や効果、合併プロセスの検証にほとんど関心を払わなかった。

他方、戦略論は、主に合併・買収企業の側の視点に立って、M&Aを捉える傾向が極めて強い。この点では、独占論に近い性格を持つが、個々の事例を多少詳しく紹介し、事業多角化や垂直統合といった戦略に光を当てたという点では前進をしたと思われる。とはいえ、M&Aそのものを直接の対象とした研究はそれほど多くない。

以上の研究状況を踏まえて、報告者（加藤）はすでに、セメント企業や電力企業、化学企業を対象に、M&Aの実証研究を進めていた。したがって、本研究は、次に述べる視角に基づいて、論点のさらなる拡張・深化を図った実証分析と捉えることができる。

2. 研究の目的

本研究の目的は、戦間期から戦時期の日本を対象に、企業の合併・買収（以下、適宜M&Aと略す）の意義を、株主を中心とする利害関係者の行動原理と経済的成果に焦点を当てて検討することである。

その際、分析視角としては、①被合併・買収企業の視点に立って、M&Aの効果を検証すること、②M&Aの動機と効果を検証するにあたり、経営資源の移転を重視すること、③合併条件に注目しつつ、M&Aプロセスにおける利害関係者の主張と行動を解明することの3つを明示的に掲げる。

②について、ここで言う経営資源には、経営者等のヒトだけでなく、信用力のアップを通じた銀行借入の促進や社債発行の容易化、さらに、技術指導に代表される情報、安定的な需要の確保なども含まれる。被合併・買収企業が、これらの経営資源を合併・買収企業から新たに入手する点、言い換えれば、後者から前者への経営資源の供給を重視するのである。このような経営資源の移転を受けて、被合併・買収企業のパフォーマンスや負債構成、生産性がどのように変化したのか、その点にM&Aの効果を見出すことが基本的な狙いとなる。

③に関しては、被合併企業が保有する経営資源を視野に入れながら、経営者や株主などの利害関係者の主張と行動を検討するとともに、被合併企業が保有する経営資源、株主を始めとする利害関係者の主張と行動を踏まえた上で、合併条件の公正性に考察を加える。こうしたアプローチは、戦時期における株主の影響力の低下を強調した企業統治の歴史研究に新たな貢献ができると考えられる。

3. 研究の方法

研究の方法としては、合併の動機と効果、合併条件、利害関係者の主張を明らかにするため、ケーススタディを採用した。

具体的には第1に、被合併・買収企業側の視点に立ち、経営資源の移転に焦点を当てながら、M&Aの動機と効果を検証する、という研究目的については、次のアプローチ法を採用する。すなわち、「合併認可申請書」に記載される合併事由と「株主総会議事録」の議長説明などから、その動機を明らかにできる。効果については、M&Aによって入手した被合併企業の設備が、どのように利用されたかを追跡することで検証可能である。

第2に、「株主総会議事録」に記載される株主の発言内容から、その主張を抽出する。たとえば、合併相手に対する評価や合併条件に関する異議などである。経営者（株主総会の議長）の主張は、その返答の中に見出すことができる。また、収益還元法や純資産法等を用いて合併比率の計測を行う。これは、合併条件の公正性を測る指標となるだけでなく、いかなる利害関係者の主張が強く反映されたのか、という点も明らかにするだろう。

4. 研究成果

本研究では、主に①東洋紡績と大阪合同紡績の合併、②日本化成と旭硝子の合併、③三菱商事による大正製糖の工場買収構想、④名古屋電灯による同業他社の合併、⑤大日本紡績による株式保有、⑥新潟電気による同業他社の合併という6つのケーススタディを行った。

史料としては、東京大学経済学部図書館、東洋紡、三菱史料館、名古屋市政資料館、ユニチカ記念館、国立公文書館、新潟県立図書館といった各種機関を調査・訪問して収集した文書を利用している。

実証研究の成果を上述の目的に即して、（1）M&Aの動機と効果、（2）利害関係者の主張と行動の2つの点からまとめれば、次のようになる。

（1）M&Aの動機と効果

M&Aの動機と効果は、①、②、④および⑥の4つの事例分析を通じて検証した。

ケース①において、東洋紡績（東洋紡）と大阪合同紡績（合同紡）の合併は1930年11月、5社ないしは4社による大合同案の挫折を経た上で成立した。その動機は第一義的に、昭和恐慌と金解禁というマクロ経済環境と国際競争の激化を背景にして、当時政府、経済界で必要性が叫ばれていた産業合理化の徹底に求められる。そして、この点に30年代前半に実施された、いくつかの大型合併（日本製鉄や王子製紙）との共通項を見出すことも可能であろう。

M&Aの効果に目を転じると、東洋紡が合併後、旧合同紡の工場運営を「東洋紡式」に統一し、効率的な運営を図った点が重要である。さらに、1932年以降は、旧合同紡に属した工場設備の改修・拡充を積極化し、計画中であった三本松・淵崎両工場の建設に着手した。これらの工場には、先端の技術が導入され、かつ建設費も他の工場に比して高額であった。工事建設の担い手が、資金力の豊富な東洋紡に移行したことにより、比較的スムーズに実現したと考えられる。この合併は、重複部門の統合による間接費用の削減、工場立地や生産品種の補完性などのメリットがあると見られていた。こうした効果を直接的に抽出することはできなかったが、東洋紡の収益性は合併後、生産費用の削減や人員整理による労働生産性の向上などによって顕著に上昇した。と同時に、同社は、減価償却を拡充して、合併に伴う資産の膨張を抑制したのである。

ケース②に関しては第1に、旭硝子と日本化成の社長を兼務する池田亀三郎が、双方の株主総会の席上、政府の懲遷＝企業整備政策の趣旨に沿うことと総合化学企業を確立すること（の重要性）を合併の動機として訴えていた。本研究ではとくに、旭硝子の株主が、日本化成との合併は企業整備に寄与しないのではないかと異論を唱えたことに注目した。アンモニア法ソーダ工業の企業整備案は、軍部の強い要請により、その内容を一元的統合から他製品を主力事業とする企業との提携・合併に変更しており、株主は、ソーダの集中生産を主たる目的とする当初案を念頭に置いたかのような発言していた。それに対して、池田社長は、変更後のプランの狙いを強調して反論を試みた。それ故、経営陣が訴えた合併の動機は、株主に十分な説得力を持ち得なかったと言える。

第2に、合併の効果については、資料上の制約により十分な検証はできなかったが、三菱化成の工場別損益から次の点を明らかにした。先ず、旧日本化成の黒崎、コークスおよび順川の3工場がいずれも赤字を計上し、旧新興人絹の大竹、岐阜両工場は黒字であったものの、それらに長浜工場を加えると利益額は小さな数値に止まったことである。次いで、先行研究の指摘した通り、旧旭硝子の所属工場は、牧山工場のソーダ事業が大幅な損失を計上したものの、尼崎と鶴見両工場が巨額の利益を稼ぎ出し、三菱化成の収益源となっていたことを改めて確認した。本稿では、その意味で、合併の効果として期待された、総合経営によるリスクの分散は、当初事業の収益性を有望視された日本化成の側にこそより強く働いたという点を強調した。

ケース④については、名古屋電灯の合併行

動が、電気供給システムの拡充に寄与していた点に注目した。すなわち、一宮電気の合併は、綿業地帯の中心地である一宮地方に向けて、長良川送電線より分岐し、小木変電所を経ながら一宮変電所へと30kV送電線を用いて送る体制の整備に繋がった。また、名古屋電灯は、岐阜電気の合併によって、河合や小宮神、春日の各発電所を獲得し、粕川水系の電力を、岐阜西送電線と大垣線を介して、春日発電所と小熊野変電所（岐阜電気）・古川変電所の間をそれぞれ連系させ、長良川送電線（30kV）から分岐する岐阜東送電線で鶴田町変電所（岐阜電気）に送電するなど、岐阜方面の送電網を整えた。さらに、豊橋方面へは長篠、布里、横川の3発電所（いずれも豊橋電気）の出力総計最大2050kWを以って、下地変電所に送電し（30kV）、そこで3000Vに逓降した上で配電された。

要するに、1920年代初頭の名古屋電灯による企業合併は、供給区域の拡張を促す一方、発電力の増強には大きなインパクトを持ち得なかった、となる。また、名古屋電灯が、関西水力電気との合併を通じて、奈良県を中心とする関西地方に供給区域を広げ、かつ5ヶ所の水力発電所と2ヶ所の火力発電所を京都と奈良に確保するという戦略的な狙いを持っていたことも明らかにした。

ケース⑥において、新潟電気は、基本的に供給能力の強化を狙ってM&Aを展開した。ここで強調したいのは、同社が、経営資源（モノ）の即時調達という視点から見て、発電所の新設に比した場合の合併の有利性を強く認識していたこと（奥川水力電気）、そして、合併により、経営状態の良好でない被合併企業の発電所工事を引き継いで、その効率的な施工を想定していたこと（大沼電灯）である。いずれも、新潟電気が、新潟水力電気との激しい競争の中で、スピード重視の選択をしたことを示している。他方、被合併企業も余剰電力の消化や工事の落成というメリットを期待していたから、新潟電気の狙いとは相互補完的な関係にあったと考えられる。

(2) 利害関係者の主張と行動

利害関係者の主張と行動は、①、②、④、⑤および⑥の事例分析を通じて検証した。

ケース①において、被合併企業である大阪合同紡績の株主は合併条件にとくに異論を唱えなかったが、同社の監査役は自社に不利であるとの認識を示していた。他方、飯尾一二議長は、合併比率の算出に際して、株価は参考にせず、資産、将来の収益と配当、設備の効率性を重視した結果、「公正な条件」が導き出されたことを強調した。また、メディアは、この条件を東洋紡に有利と評価してい

た。本研究で算出した数値は、一部の計測結果を除き、合同紡の監査役（株主）およびメディアの主張を裏づけるものであった。つまり、実際の合併比率は、東洋紡に有利な条件だったと考えられる。ただし、合同紡は、パフォーマンスや負債構成、経営陣、労働組合など様々な問題を抱えていたために、強い交渉力を保持できず、合併条件で譲歩を余儀なくされた。そして、同社の交渉力の弱さは、合併後の東洋紡の経営陣に、合同紡出身者が一人もいないという役員人事の面にも反映されたのである。

ケース②では、旭硝子と日本化成の経営陣が、後者を存続会社にして、1対1の対等条件で合併することを決定した。旭硝子の株主総会において、株主は、同社が解散会社となることや合併比率、旭硝子保有の日本化成株式の処分方法、交付金等に関して、自らの利害を強く主張した。合併比率については、池田亀三郎議長が、その根拠として株価と配当率の近似性を挙げながら公正性を強調した。

他方、株主は、株価は企業の存続を前提とした数値であり、純資産等に基づく解散価値を考慮して算出すべきと述べ、合併比率の公正性に異議を唱えた。しかし、池田は、両社とも含み資産を持つため、資産を基準にした比率の決定は困難であるとして、条件の変更には応じなかった。また、日本化成株式の処分に関しても、株主が、額面での分配や時価での売却を求めたのに対して、池田は、会社経理統制令や臨時資金調整法による制限などがあるから、新会社の資産状態の健全化を図るためにも無償償却の方が有利と述べて、株主の意見を取り入れなかったのである。

換言すれば、三菱化成の成立は、旭化成の株主の金銭的な利害を制限する形で進められたのである。ただ、1対1という合併比率は、同社にとって必ずしも不利な数値でなかったことを重視したい。すなわち、合併の前年の償却後利益金を用いた場合、収益還元法により算出された比率は、旭硝子1:日本化成1.10であり、前者に若干有利と看做せる結果であった。利益金を3ヶ年平均に代えると、逆の評価となったから、1つだけの解は導き出せないが、少なくとも、合併条件の公正性が著しく損なわれたわけではなかったと考えられる。

ケース④において、名古屋市は、名古屋電灯と報償契約を締結することで、合併に関する許認可権を手に入れ、同社の合併行動に強い利害を有するようになった。具体的には、収益（率）や名古屋市とその近隣地域への電力供給に対する悪影響、名古屋市による買収に際しての支障の有無である。名古屋市は、初期の小規模な合併に関して、比較的スムー

ズに承認を与える一方、関西水力電気の場合は、市会が活発な議論を展開し、ここでは、この合併に対する様々な懸念、とくに、名古屋電灯が解散会社となること、合併比率、合併後の収益性の悪化などの諸点に疑義が挟まれた。その結果、名古屋電灯と関西水力電気の合併は、前者が数度に亘って異論を唱えたにもかかわらず、合併後の企業に報償契約を承継させること、市が買収する際に、合併に伴う株式の増加により買収価額が上昇した部分を控除すること、合併後の企業に木曾電気興業からの電力使用の優先権を留保させること、の3つを内容とする附帯条件を課した上で、漸く承認されたのである。

ここでは、そうした認可主体である地方自治体・議会の関与が、合併条件の著しい不正のゆえに合併後の収益性が悪化するという問題を緩和する可能性を指摘したい。もちろん、この議論は、報償契約の相手である名古屋電灯にとって、という限定を付した上で成り立つに過ぎず、言い換えれば、被合併企業の側、たとえばその株主にとっての公正性を担保するものではない。ただ、電力業において、政府が、合併の認可プロセスで、電力企業に対し「合併ノ事由及合併方法並ニ条件」のみならず、「合併比率算定ノ基礎ニ關スル説明書」をも添付資料として提出させていたことなどを考え合わせた時、特定の地域に強い利害を有する地方自治体・市会とは異なるものの、「政府」の関与が、合併比率の公正性の維持に寄与した可能性はあったと考えてよいだろう。

ケース⑤について、東洋紡や鐘淵紡績と比較した場合、大日本紡績（大日本紡）は1930年代まで株式所有に積極的でなかったが、1940年代に入ると、重化学工業部門の企業を中心に資本参加や現物出資などを通じて保有株式を増やしていった。こうした「軍需転換」は当然、戦時経済ないし国策遂行への適応行動であり、大日本紡の経営者のみならず、株主もそれに明確な賛意を示し、さらにメディアは同社の積極的な姿勢を高く評価していた。

とくに株主は、戦時統制下において、企業（経営者）の主体性が著しい制限を受けることに理解を示すと同時に、政策当局の方針である戦力増強、さらには「大東亜戦争完遂」といった国策の遂行に尽力するように訴えていた。たとえば、ある株主は総会の席で「斯様ナ國家ノ喰フカ喰ハレルカノ時代ニ斯様ナ方面（航空機など＝引用者）ニ此ノ大日本紡ノ資本力ヲ集中シテ、（中略）國家ニ眞ニ貢献セラルル様希望致シマス」と発言していた。こうした視点に立って、株主は、大日本紡の重化学工業（軍需）部門に対する積極的な投資に賛意を示したのである。

ケース⑥では、新潟電気の合併戦略に対して、株主は、相手企業の資産内容や株価など合併比率に直接関係する部分に関心を向けていた。しかし、本研究では、彼らが、株主総会において合併の効果あるいは他の選択肢の可能性に関連する質問をした点に注目した。それは、(a) 奥川水力電気の合併によって、新たな発電所の落成まで十分な供給能力を確保できるのか、(b) 奥川水力電気の発電所からの受電に必要な設備投資額はいくらか／新潟水力電気保有の送電線路を用いた“共同送電”は不可能なのか、という内容であった。(a)は、合併の目的そのものに対する疑問、(b)は、合併後の経営行動に対する疑問である。どちらも、新潟電気のパフォーマンスを介して配当ないしは株価に反映されるから、その意味では金銭的利害と見做すこともできる。だが、株主が、合併条件という目の前の直接的な利害ではなく、合併の意義、追加的投資の影響や他の選択肢といった企業の経営行動に関わる部分にも関心を払った点は、彼らの利害のあり方として注目されよう。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計8件)

- ①加藤健太、新潟電気の合併戦略—成長と“統制”—、エネルギー史研究、査読無、第26号、2011年、pp 45-69
- ②加藤健太、戦時経済下の大日本紡績—株式所有を対象にして— (2)、高崎経済大学論集、査読無、第53巻第3号、2010年、pp 1-12 (http://www1.tcue.ac.jp/home1/k-gakkai/ronsyuu/ronsyuukeisai/53_3/kato2.pdf)
- ③加藤健太、戦時経済下の大日本紡績—株式所有を対象にして— (1)、高崎経済大学論集、査読無、第53巻第2号、2010年、pp 13-27 (http://www1.tcue.ac.jp/home1/k-gakkai/ronsyuu/ronsyuukeisai/53_2/kato.pdf)
- ④加藤健太、電力業の企業合併と地方自治体・議会—名古屋市のケース—、エネルギー史研究、査読無、第25号、2010年、pp 1-19 (<https://qir.kyushu-u.ac.jp/dspace/bitstream/2324/16975/1/p001.pdf>)
- ⑤加藤健太、大正製糖の経営破綻と利害関係者の選択—三菱商事と社債権者—、三菱史料館論集、査読有、第11号、2010年、pp 81-101
- ⑥KATO KENTA, Japanese cotton spinning industry mergers and acquisitions during the Showa Depression : the case of Toyo Spinning Co., Ltd. and Osaka Godo Spinning Co., Led., *Japanese Research in*

Business History, 査読無, Vol.26 2009, pp37-57

- ⑦加藤健太、「三菱化成工業」の成立と解体—総力戦と戦後改革—、三菱史料館論集、査読有、第10号、2009年、pp 129-157
- ⑧加藤健太、昭和恐慌と綿糸紡績業の企業合併—東洋紡績と大阪合同紡績のケース—、高崎経済大学論集、査読無、第51巻第2号、2008年、pp 15-28
(http://www1.tcue.ac.jp/home1/k-gakkai/ronsyuu/ronsyuukeisai/51_2/katok.pdf)

[学会発表] (計2件)

- ①加藤健太、大正製糖の経営破綻と利害関係者の選択—三菱商事と社債権者—、経営史学会第46回全国大会、2009年10月3日、於；京都産業大学
- ②加藤健太、電力国家管理と地域利害—日本発送電と東北振興電力の「統合」過程—、経営史学会第45回全国大会、2008年10月12日、於；立教大学

6. 研究組織

(1) 研究代表者

加藤 健太 (カトウ ケンタ)
高崎経済大学・経済学部・准教授
研究者番号：20401200

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし