

## 第20回 E S R I - 経済政策フォーラム

「わが国企業のM & A活動 - 構造改革を超えて」

平成16年11月10日

経済社会総合研究所

第20回 ESR I - 経済政策フォーラム

「わが企業のM&A活動 - 構造改革を超えて」

議事録

---

経済社会総合研究所

第20回 ESR I - 経済政策フォーラム

「わが企業のM&A活動 - 構造改革を超えて」議事次第

日時： 平成16年11月10日(水) 14:00 ~ 16:30

会場： 東海大学校友会館「阿蘇」 (霞が関ビル33階)

1. 香西 泰 内閣府経済社会総合研究所長 挨拶

2. M&A研究会報告「わが国企業のM&A活動の円滑な展開に向けて」より

(報告者)

藤岡 文七 内閣府経済社会総合研究所特別研究員

(内閣府大臣官房審議官、(併)産業再生機構担当室長)

3. パネル討論会

(司会者)

落合 誠一 東京大学大学院法学政治学研究科教授(M&A研究会座長)

(パネリスト)

(50音順)

大久保幸夫 株式会社 リクルートワークス 研究所所長

富山 和彦 株式会社 産業再生機構代表取締役専務

服部 暢達 一橋大学大学院国際企業戦略研究科客員助教授

吉田 允昭 株式会社 レコフ代表

4. 会場との質疑応答

本議事録は、フォーラム事務局の責任において作成したものであり、ありうべき誤りはフォーラム出席者に属するものではない。

司会 本日は、お忙しいところをお集まりいただきましてありがとうございます。

それでは、第20回ESRI - 経済政策フォーラム わが国企業のM & A活動 - 構造改革を超えてを開始いたします。

まず最初に、内閣府経済社会総合研究所の香西泰所長よりごあいさつをさせていただきます。

香西泰内閣府経済社会総合研究所所長 内閣府経済社会総合研究所の所長を務めております香西と申します。本日は、お忙しいところ多数お集まりいただきまして、本当にありがとうございます。

私ども経済政策フォーラムというのは、今回が20回目になります。記録を確実にチェックしておりませんが、恐らくこれが最高の人数を集めているのではないのでしょうか。予想外と云っては大変失礼ですが、非常に多数の方のご参加をいただいたことに感謝しております。

私どもの研究所は、経済企画庁の研究所を引き継いだ関係もありまして、従来、どちらかといえばマクロ経済学を中心にやってまいりました。このM & A研究会を立ち上げたところには、何故研究所がM & Aを・・・とささやかれた時期もございましたが、ちょうどその研究会が発足するころから急激にM & Aブームになりまして、最近では、プロ野球やメガバンクの統合と、あらゆるところにM & Aが登場し、新しい社長の就任のインタビュー記事が出ますと、経営戦略の重点はM & A戦略であると、こうお答えになる方が随分ふえて、あっという間の展開でございました。もちろん、私どもとしては、ジャーナリズムのトピックスの盛衰を見るためにこのようなことをしたわけではなくて、M & Aが日本の産業の再生や地域の再生、あるいは対内直接投資を導くことや、FTAをつくる場合のあり方等を考えてこの問題を取り上げたわけでございますけれども、本当にめざましい発展を遂げて、ますますこの分野が重要だということを確認しているわけであります。

もちろん、この分野は実務上の問題が非常に大きく、本当に関心を持っていただくべきなのは企業・労働組合・地域の方々であるということは承知しております。

本日、このような会合で、研究会でいろいろお世話になっております先生方を中心とした議論をご紹介できることは大変うれしいことと存じております。どうかこの会を成功に終わらせていただけますようお願い致します。

どうぞよろしく願いいたします。（拍手）

司会 それでは、続きまして内閣府経済社会総合研究所の藤岡文七特別研究員より、M & A研究会報告、わが国企業のM & A活動の円滑展開に向けての報告を行います。

藤岡文七内閣府経済社会総合研究所特別研究員 内閣府の藤岡です。

本日のメインのイベントでありますパネル討論会の前座といたしまして、内閣府経済社会総合研究所M & A研究会の審議経緯を中心にご説明しながら、「今、なぜM & Aについて関心を持っているか」についてご説明申し上げます。

まず、このフォーラムのタイトル、「構造改革を超えて」ですが、現在、小泉内閣は構造改革を推進しています。我々の意識としても、構造改革、まさに公的分野、「国から地方へ」、「官から民へ」ということで改革を行っているわけですが、それを進めた結果、まさにわが国の経済社会というのはどういう姿になるだろうかといったところが、今非常に関心を持って見られているところです。

内閣府でも「ビジョン」をつくらうということで動いていますが、まさにその構造改革を超えて、まさにこのM & Aという活動というのはキーになるのではないかとというのが我々の発想です。

その発想ですが、「持続的な経済社会構築に向けてのM & Aの役割は？」というところにあります。持続的な経済社会構築に向けて、今何が日本経済社会にとって重要なのかということをおっしゃると、やはりこれは「投資」ではないかということが基本でございます。日本の経済社会、活力を失われているというのは、やはり今輸出超過で悩んでいるという、まさにISバランスの問題もわかりでございますが、企業の投資活動、まさに公的部門では公共投資をもっとやれと言われていますが、生産性の薄い投資ではなくて、「生産性あるいは収益性がきちっと将来に向かって上がるような投資に対する活動が非常に弱いからではないか」ということで、そういう投資が持続的に維持できれば、まさに持続的な経済成長というものが実現できるのではないかと考えます。そのためには、結論から申し上げます、「M & Aは基本的に必要な経済活動ではないか」といったところが基本的な発想です。

さりとて、私もこのM & Aに関しましてはいろいろな活動した経緯がございますが、日本の経済社会には各界いろいろなご意見があり、なかなか定着してこないということで、これはなぜだろうかと。しかし、この1年、先ほど研究所長の話にもございましたように、M & A活動、盛んにいろいろな方々がM & Aについて、いろいろな思いでもっておっしゃられています。いろいろな話を聞いてみると、それぞれ皆さん、考えていることがみんな違うというようなことが実際ございます。そういうことも踏まえて、わが国のM & A活動、何が現在の課題になっているのかといったところを総合的に考えていただきたいということで、実は、落合座長以下、それぞれ各界、経済、経営、それから税制、会計、その他雇用の話、各界の方々にお集まりいただいて、分野横断的な検討をいただいているというのがこの研究会の最初のポイントです。

その中での基本的な考え方ですが、「民の役割、官の支援」ということで、とにかく官がやりますと、「官がこういうことをやってほしい」とか、「官はこういうことをやるべきだ」という、必ずそういう注文がつくわけですが、そういうことでなく、逆に「民がやっていないところがいっぱいあるのではないか」というのが私どもの考え方です。そういうところを中心に、当然、法律とかそういういろいろな問題があるわけですが、もとより官がやるということもあわせて、一体日本社会どこが問題なのか、どういうところを伸ばさなければいけないか、といったところを考えていく必要があるということが2番目のポイントでございます。

それから、3番目のポイント、これはまだM&A研究会、これからご案内する、ご説明する中にはまだ入ってございません。究極的には何が問題なのかという中で、3番目にグローバル対応と地域活力対応、一見これは違う方向性のことを書いているようでございますけれども、私どもの理解ではこれは全く一緒だということです。日本一国が地域なのだという発想に立てば、やはりグローバル対応という考え方と地域活力対応という考え方、M&Aということがどういうふうに関係するのかが3番目のポイントでございます。これについては、また時間がありましたら言及させていただきたいと思っております。

それで、この9月にM&A研究会の最初の報告、「M&A活動の円滑な展開に向けて」という報告がなされました。ここしばらく簡単にその報告の概要についてご説明させていただきたいと思っております。

この報告ですが、最初に「わが国企業のM&A活動の現況と課題」について解説しています。本日はこの分野のご専門のレコフの吉田代表も来られております。考察の前提としてこの現況について簡単にまとめています。

2番目の「M&Aと目的と展開及び具体的課題」においては、まさに全体のM&Aを見渡して、どういう課題があるといったところを研究会でご議論いただいたところをまとめています。特に、官がどうするという話ではなくて、やはり民間の分野でこういったところが今問題になっているのではないかとということで、例えば、「経営者・従業員・M&Aプロフェッショナル及び人材育成・教育といったところが、わが国としては今後重要であるのではないか」という議論が深められたということです。4番目に「今後の展開に向けて何を行うべきか」といった話、この4つの項目の柱立てでこの報告がまとめられています。

最初のポイント、わが国M&Aの状況です。まさにこの数年、わが国企業のM&Aが非常に多くなってきた、これは報道等でも皆さんご存じかと思っております。しかし、わが国のM&Aのブームは最近だけではございません。80年代終わりから90年代にかけて、やはりバブルが終わり

ましたときに、日本企業、大挙して欧米の不動産等を買いたっており、そのときに聞き及びますに、何十兆という金額を海外に投資した模様ですが、ほとんどが失敗に終わっていると聞いています。だれが責任を取ったかといったところについては、どうもよくわかっておりませんが、とにかく、そのときわが国企業はM & Aをも含め、どんどん海外に投資をしており、その勢いというのは、このIN・OUTのこのところにでています。このIN・OUTの状況を見ますと、日本企業が海外に出る勢いというのは、やはり90年代続けてずっと非常に高いものがあったということです。わが国の企業というのは、M & Aを海外投資にはもう多用していると、日常茶飯事のように使っているという状況が見てとれるかと思えます。

2番目に、OUT・INということで、外国企業の対日投資、なかなか日本には投資してくれなかったということですが、最近、国内でM & AがふえたおかげでOUT・INの投資がふえてきた。小泉内閣も対日投資の残高が5年で倍増という公約を掲げておられるわけですが、M & Aの活性化のおかげで対日投資もふえてきたという状況があるということです。

3番目に、IN・INのM & A投資がこのところ急速に増えてきたということです。ここが議論にもなるわけです。

件数は増えてきたわけですが、金額も非常に増えてきたということで、現在は、年間10兆円規模になっているということです。因みに、年間10兆円規模といいますと、日本の年間の投資規模が名目70兆程度でございますので、大体その15%ぐらいの規模になってきていると、厳密には両者の定義は異なりますが、推測されるということです。

その内容ですが、これが2、3の表の中で、まさに製造業から非製造業、投資ファンド等へということです。ここで申し上げたいことは、その内容についてまで、今回、時間もありませんので申し上げられませんが、数がふえるだけでなく、その構成も大きく変わっているということです。これだけ見ても、製造業から非製造業、それから金融業、それから就業あたりは横ばいになっていますが、その点のところでも大きく構成比が変わっておるということは内容が大きく変わっておるということです。

IN・OUTで日本から外へ出る投資を見ましても、これも構成が変わっているということで、まさにアジアへの投資、それから欧州、欧州が統一化されておりますので、一つの大きな市場ができております。そういうことで、欧州向け、アジア向けが大きくふえているという状況です。

また、OUT・INにつきましても、まさに従来は日本の場合は米国企業が出てくるという状況が多かったわけですが、今や欧州企業が出てきている。欧州企業も、欧州統一市場という

ことで、いわゆるM&Aによって、要するに新しい環境変化に対応するという事になってきておりますし、最近では、アジアからの投資が着実にふえてきています。

IN・INを含めて、違う側面で見えますと、国内及び外国の投資会社、いわゆるインベスメント・ファンド、投資ファンドのM&Aというものがふえているということで、外から入ってくる、OUT・INの活動も大きく影響があるということです。

それから、TOBということで、テイクオーバー・ビットの増加も1つの特徴的なことで、申し上げたいことは、まさにM&Aといいましても、単に数がふえてあるというだけではなくて、内容が物非常に変わってきているということです。

まさにそういうことになりますと、なぜわが国のM&Aが増加しているのだろうか、その要因ですが、ここに4つ掲げてございます。

1つは、右肩上がりの経済の終焉、これは過去、M&Aのアメリカあたりの動向を見ても、やはり経済が一つの成熟段階に入って収益率が低下してくると、新しい収益機会を設けて企業活動をしていくと。そうした場合に、企業の合併とか買収とかというのが非常に盛んになってくるというようなことと同じではないか、と思います。

それから、最近よく言われておりますのが、不良債権処理と企業の再編・再生ということでありまして、90年代後半から独禁法、商法・会社法、税制等の制度改革がどんどん進んでいる。このおかげで、かなりの程度最近の増加というのは説明できるのではないかとということが言われているということでございます。

3番目にグローバルな競争環境の激化ということでございます。これは中国の市場、それからEUの一つの市場化、それからIT革命という、そういう環境が変化したときに、まさに新しい投資機会ができてきたときに早く投資を展開するというためには、M&Aが非常に有効な手段となるということではないか、と思います。

あと、クロスボーダーのM&A、これはまさに長らく日本企業、日本社会はM&Aを長きに渡り毛嫌いしていたというふうに私は認識していますが、やはりクロスボーダーでは堂々とM&Aを使っていた。それがうまく使われていたか、使われていないのかは別にせよ、堂々と使っていたということがございます。そういう意味では、過去、日本の企業社会というのは2つの理論を便利に使っていたということが言えます。

ではM&Aの経済の効果というのはどうでしょうか。一般に言われますのが、M&Aをやらせると企業がばらばらにされて雇用もさんざんになるのではないかと、そのようなM&Aを何でやらなければならないのかと。また、これはまさに海外の企業に買収されて大変だというようなこ

とが言われております。後者の問題は別としましても、まさにM & Aの経済効果というものをどう見るのか、といった点について5つの点を示しています。

最初に、市場機能を通じた企業価値の上昇ということで、これは生産性・収益の上昇、あるいは企業環境や構造変化の迅速な対応、資源配分の迅速な調整ということで、まさに資本価値の維持ということです。「収益性が落ちてきた資本を新しい収益性の上がる事業部門に持っていく」ということです。

あと投資の迅速な展開、これはまさに事実としてわが国企業のクロスボーダー投資として証明されていること。あと、異業種・異文化融合による新しい価値創造、これはまさに人ベースでどういう価値を生み出すかといったところですが、非常にいろいろな形態があろうかと思えます。それから、市場成熟による閉塞の打破、これは先ほど申し上げたようなこと。そういうことで、「M & Aは、そもそも経済活性化効果が大いにあるのだ」と頭では考えられますが、残念ながら日本であまり実証されていません。実証があるのは、せいぜい対日投資面で、最近、一橋大学の深尾先生の対日投資のM & Aによる効果というのは高い、というような実証がようやく出る段階です。アメリカでは、ぼつぼつ実証が出ておるわけですが、わが国ではなかなかその辺の実証はまだ進んではない。ただ、理屈としてこういう効果があるだろうというふうに言われているということです。

そういうことで、理屈と現象として、その生産性・収益性向上というのを見てみますと、巷間言われておりますのは、買収プレミアムというのは大体25%から50%上がるのではないかと、株主価値は上昇しているのではないかと、営業譲渡でROAが上昇しているのではないかと、こういうことが、まさに最近、政府の白書等でも言われておるということでございますが、ただ、収益は向上することと併せて言われておりますことは、「高い収益性」と「高いリスク」ということです。まさに、逆に言えば「低い成功率」ということです。わが国では、今、M & Aが増加しているということですが、そういうM & Aの性格・機能について本当にきちっと理解しているのかといったところは、まだ疑問があるのではないかとということです。

そういうことも踏まえて、「課題」を考えていこうということです。M & Aの低い成功率、それから、まだ日本のM & A取引規模が多くなったといっても世界の数%程度ではないかという話、その辺は服部先生のお話でもあろうかと思えますので詳細を省かせていただきます。研究会では、さまざまな分野や側面からわが国におけるM & Aの多くの課題について、それぞれのポイントを議論していただきました。ここに示した9つの項目は、それぞれ分野的には色分けしてございますが、こういう5つの分野になるのではないかなということでございます。

最初にM & A実施時、「高値買い」、「ポストM & Aの重要性」、「事業部の抵抗」と、まさに企業のマネジメントにおけますM & Aの課題があります。2、3、4あたりは、まさに今日本企業は何をやっているのだということで、M & Aと言いながら、やはりなかなか「経営者と社員」、「所有と経営の非分離」という問題でありますとか、「従業員への配慮」、それから「企業文化、利害対立」、相変わらず人事・派閥でけんかをしているというようなところを引きずっている、M & Aをやりながら引きずっている側面というのはある。それに対する経営者の責任というのはい体どうなっているのでしょうか、ということもあるわけです、そういう問題が企業経営という面ではあるでしょうということでございます。

それから、3番目に大きな問題として5 . のところにありますけれども、人材の育成・市場・処遇といったその辺のマネジメント、それから育成、市場創造といったところについては、わが国は今後どのように対応していくのでしょうかといった問題。

それから、6、7、8、これはまさに法律制度とも絡むわけですが、やはりそういうM & Aの時代を見越しての「取締役の責任」でありますとか、「敵対的買収への対応策」でありますとか、そういう時代を見越しての商法・会社法、税制等の制度改革というのはまだ手についていませんね、といったような話が一つの塊としてあるのではないのでしょうか。

それから、先ほど申し上げましたクロスボーダーM & A・地域活性化、これについてはまた後ろの方に回しますけれども、そういう問題があるということでございます。

それぞれの点について、研究会で検討されていますので、詳細は資料をごらんいただきたいと思えます。項目11以降は、それぞれの問題点、どういったところに問題点があるかといった点については、まさにパネル討論等でも触れていただければと思えます。時間の制約もありますので省略させていただきます。

いろいろな分野の課題・問題点を踏まえ、M & A研究会では、わが国として何が重要なのかといったところを最後にまとめています。まさにM & Aで、市場メカニズムを受容して企業の市場価値の最大化ということをやすることは、わが国経済の活性化にとって非常に大事なものであるというようなところが結論になっています。いろいろ議論がされたわけですが、特にその中で、例えば敵対的TOBへの対応につきましては、このM & A研究会の皆さんの意見としては、「現状の日本企業社会を考えると現時点で防衛策を導入することは反対あるいは非常に消極的である」ということございました。なぜかと。「日本の企業経営者は、日本の株主価値あるいはステークホルダーの価値を重視した企業経営をやっていないのではないか。それは海外からの投資家もしっかり見ていると、そういうような状況で防衛策というものをきちとした理

解・議論もなしに導入するということは非常にまずいのではないか」というようなご意見もございましたし、また、「従業員対策についても、従業員対策は十分やっている、配慮していますと言っているながら本当にやっているのですか」と、また、「従業員自体もそういうことがあり得るという前提の下で日ごろ働いているかといったら、なかなかそういう働き方もしていないね」と、それはどうするのかといったような問題、そういうような議論もございましたし、また法制度、税制改革におきましては、いろいろ今改革が進んでおるのですが、「商法等の改革に対応しての税制改革みたいなものが進んでいない」というところで、「そもそも商法改正法の改革の中に、M & A というものを意識した改革にはまだまだそこはっていないのではないか」ということで、来年または再来年、「会社法の改革と現代化」が行われるわけですが、その点、それ自体は非常に重要なものだけれども、新しいM & A というもの、まさに企業の投資行為でございますので、まさに日本資本主義の基本であるといったところを踏まえれば、そんなところをきちっとわが国として考え方を確立していくということが非常に大事なのではないかとというようなご議論があり、その議論は続いているということです。

そういうことで、研究会としては、ここにございますように2、3あたり、M & A 分野のプロフェッショナル及び人材育成と市場の形成、また法制度改革や税制改革、そういったところが重要であると。1番目を抜かしましたが、企業経営と企業の従業員対応は、これはもちろんこれは一番重要であるということでございますけれども、こういう1、2、3といったような問題を精力的に当面検討していくこととしております。

この1、2の項目は、これはいずれも民間ベースで行うべきことです。やはり「民間の方々に頑張ってこの辺のところをどうしていくかということを考えていただかないといけないのではないか」というのが、実は私の当初の研究会に対しますプレゼンだったのですが、「いやそうではないよと、やはり官もやらなければいけないことがあるのではないの」というふうに反論されたというのが現状です。その点ところは今後いろいろご議論があろうかと思えます。

あと、4.の関連統計の整備と情報集積、これはまさに政府もやっていかなければいけないのではと思えます。

あと、最後に残りました地域活性化、クロスボーダーM & A ですが、やはりM & A の基本は、クロスボーダーや産業分野も含めた市場の一体化傾向を見た上での創造的な投資活動です。そういうことを見越したわが国の対応といったものを考えるという姿勢は、今わが国ではあまりありません。そういうことで、今後、M & A 研究会もそういうことも視野に入れながら検討を進めていただければと思っています。また、地域活性化がわが国で大きな課題になっているわ

けです。地域活性化を考える際には、やはりその地域活性を考える軸、どういう軸で考えるのか、国から地方へといいました場合に、地方・地域というものをどう考えるのかというようなことを考えました場合に、例えば地域ファンドあるいは地域活性化ファンドといったものはどういう役割を果たすべきなのか、といったようなところについて発想がどんどん広がってしかるべきなのではないか、というふうに思っております。

また、その発想を踏まえますと、日本一国が地域問題ではないかというプレゼンテーションもできるわけございまして、そういう意味で、最後は地域活性化とクロスボーダー M & A というのは一体的な問題ではないかと、これは私の意見です。

以上、M & A 研究会の活動概要を中心に、今「なぜ M & A か」についてご説明しました。意見にわたる部分は私の意見でございますので、念のため申し添えまして、私のプレゼンテーションとさせていただきます。

ありがとうございました。

司会 次に、パネルディスカッションに移らせていただきます。

パネリストの方々は壇上の方をお願いいたします。

初めに、パネリストの方々のご紹介をさせていただきます。

パネルディスカッションのモデレーターには、M & A 研究会の座長である東京大学大学院法学政治学研究科教授の落合誠一様をお迎えしております。（拍手）

落合先生のお隣から、株式会社レコフ代表の吉田允昭様でいらっしゃいます。（拍手）

株式会社産業再生機構代表取締役専務の富山和彦様でいらっしゃいます。（拍手）

株式会社リクルートワークス研究所所長の久保幸夫様でいらっしゃいます。（拍手）

一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授の服部暢達様でいらっしゃいます。（拍手）

それでは、落合先生、よろしくをお願いいたします。

落合誠一東京大学大学院法学政治学研究科教授 それでは、ただいまからパネルディスカッションを開始します。M & A といいますと、とかく非常に怖いもの、あるいは悪いものというような意識がわが国の場合はかなりありましたが、持続的な成長を確保するためには、会社のプラスを生み出すような経営政策決定を、不断に続けていかなければ会社は存続できないということになります。こうした文脈のなかで、特に企業再編という方法は、企業の価値を増加させるという観点から見たときに非常に重要な部分になってまいります。

したがって、M & A を企業再編に関連した効果的な富みを生み出す手法として定着させ、これを発展させていくというのがわが国にとっても非常に重要であり、世界的にも競争力を維

持しつやっっていくためには、M & Aを効果的に利用するとの姿勢で望まなければいけません。こうした課題を持っているわが国として、あるいはわが国企業として、あるいはそれに関連したいろいろな分野、研究者も含めました総体として、これからどういうふうにM & Aの問題に考え、そしてどのあたりに重点を置いて対応していったらいいかにつきまして、本日、そうそうたるこの分野の専門家をパネリストにお招きして議論していただくというのが、本パネルディスカッションの趣旨でございます。

また、ディスカッションが終わりました後に会場の方からもいろいろご質問等があるかと思しますので、それを受け付けまして、会場の方々とともに積極的に議論をしたいと思っておりますので、この点もどうかよろしく願いいたします。

#### (1) 総論・わが国の現状と評価

それでは、早速本題に入りまして、持続的成長の確保に向けての企業のM & A活動が果たす役割ということにつきまして、各パネリストのそれぞれのお立場から、わが国の現状と評価につきまして、これが総論になりますけれども、まず、それぞれプレゼンテーションをしていただいて議論することにいたします。その次に、各論にはいるという2部構成で進めたいと思います。まず最初の方の総論の方の課題につきまして、それぞれお考えを述べていただきたいと思いますが、特に長きにわたりましてM & A実務に携わっておられる吉田さんにトップバッターとしてお話を伺いたいと思います。どうかよろしく願いいたします。

吉田允昭株式会社レコフ代表 今、藤岡審議官からは懇切丁寧なデータのお話がありました。私も表を出しておりますのでご覧ください。現状がよくわかると思います。1985年から1990年にかけて、表は右上がりになっております。これは、バブルの一環でありまして、金余り現象の中で、わが国の企業は、めったやたらに海外企業を買収あるいは投資をしていった。言うならば、戦略的M & Aというよりも財テク絡みのM & Aです。お城を買ったり、ゴルフ場を買ったり、さまざまなことをやりました。もちろん、その中で戦略的に買ったところもあります。ブリヂストンが買収したファイアストーンあるいはソニーが買収したコロンビア・ピクチャーズがそうでありますけれども、大部分はバブルに踊った。この反省期は1991年から1993年までで、右下がりになっている。

この反省が終わって、94年から今日までずっと右肩に上がっております。ちょうどこの時期、わが国は、このバブルが弾けた後、規制国家から市場経済国家へと大きなかじ取りをやったのであります。市場経済に移るということになってまいりますと、一番市場に近いところにある中小企業の社長さんはどうしていいかわからなくなる。サバイバル競争に勝たねばならぬ、市

場の中で生き残っていかなければいかんということから、1994年から1998年までずっと右上がりになって上がっています。この段階は、ほとんどが未上場企業中心のM & Aでした。そして、1998年ぐらいから国も目覚め、経済法がどんどん改正されるようになりました。独禁法の改正で持株会社が解禁され、商法改正で株式交換ができるようになるなど、いろいろな手法が出てまいります。それで1999年からまたどんと上がってまいります。これは上場企業並びに上場企業の関連会社がM & A市場に参入したことによってボリュームを一気に上げていた。恐らく、今年は、皆さん方から見て表の右端になりますが、2,200件前後に到達するであろうと、こう言われています。

では、日本のM & Aが今年がピークになるのかといいますと、そうではありません。私は5,000件ぐらいはいくとみています。アメリカは毎年大体1万件前後なんです。日本が大体その半分と見まして5,000件くらい。今年が2,200件くらいとして、実は、これにプラス、グループ内のM & Aというのも日本にはあるわけであり。これは何かというと、大企業を中心にしたグループ内再編であります。大企業は次なる手を打つためにグループ内再編を今、盛んにやっております。この数も加えますと、今年は大体3,000件くらいになるんですね。アメリカはそんなグループ内外という概念はありません。トータルで1万件です。それで、経済規模などから、わが国が、アメリカの半分から55%ぐらいと見て、件数でいいますと、倍の5,000件ぐらいまで伸びるのかなというのが今の現状分析でございます。

ところで、その市場経済に移ったときに、一体経営者や従業員はどうなっていったのか。皆さん、頭の中に三角形を描いてもらいたい。強烈な二等辺三角形と正三角形を描いてもらいたい。わが国が1990年代初め、つまり市場経済に移るまでの間は、三角形の一番頂点にあるのが株主、両わきにあるのが経営者と従業員といたしますと、株主なんてはるか雲の上にあった。強烈な二等辺三角形です。なぜならば経営者と従業員はずっと近づいておったんです。今でもそうですが、「うちの会社」とみんな言うでしょう。内なる会社、自分の会社、経営者もうちの会社、従業員もうちの会社。内なる会社というよりも経営者と従業員がひっついている。株主はずっと上にあった。あまり株主の存在は考えなかった。

ところが、市場経済になってまいりますと、そうはいかないですね。マーケットで判断される。マーケットというのは株主が参加しているわけでありますから、株主はずっと下に下りてきた。そうすると、下りてくる分だけ従業員と経営者は離れていきますから、正三角形にだんだん近づいてきて、株主と従業員と経営者の3つの関係が極めて緊張感のある三角形に今変わりつつある、こういうふうにごらんになったらいいと思うんですね。

そういったしますと、M & Aというのは、市場経済への移行、緊張感を醸し出すための対応力を持った手法であったということが、この表で言えるのではないかなと、このように思っております。

したがって、この点を考えていきますと、経営者や従業員は、今後M & Aが進展する中で何をなすべきかという答えが自ずと出てまいります。つまり、強い緊張感を持っていることだと。合併をするあるいは営業譲渡をするときに、被合併会社なりあるいは事業部を売る経営者が必ず言う言葉は、「雇用を100%守ってもらいたい」。これは今でも言っておるわけです。

しかし、そう言われている従業員はどう思っているかというと、経営者が代わっても構わん、おれはどこへでも行くぞと思っているんですよ。つまり、嫌だったらやめればいいんだと。こういう雇用の流動化というものが進んでいることは事実であります。昔は転職と申しました。今、従業員は転職と言っているんですよ。会社から会社が変わるといのは、いい部署に変わるだけで、例えば金融であれば、金融マーケットのAという銀行から、B銀行のいいディビジョンに行く。つまり変わるだけのことで、金融というマーケットの中では転職にしか過ぎない。キャリアアップを目指して変わればよいという考え方に立とうしている方々が大変多い。これもM & Aの緊張感の表れであると思っておりますね。

哀れなのは、今のところは行き場のない経営者であります。ただ、最近、日本でも大企業のトップが別の大企業のトップへ引き抜かれるような人事が始まってきておりますから、これもM & Aの功罪の功であろうと、このように思っております。

落合 どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、富山さんの方からお願いいたします。

富山和彦株式会社産業再生機構代表取締役専務 大体おいしいところは全部吉田さんに言われてしまったので、あまり言うことないんですが、基本的に今吉田さんが言われたことと、ほぼ私も同じことを思っております、要は何でM & Aみたいなことをやらなければいけないかということをもうちょっと生活的な感覚で、言葉でしゃべりますと、会社の寿命と事業の寿命と、それから私たち人間のビジネスマン、ビジネスパーソンとしての寿命というのは今合わないんですよ。どっちかが長かったり、どっちか短かったりするんですね。合わなくなると何が起きるかということ、会社をそのまま頑張ってM & A的なことをやらないと、社会全体として強烈な人と物と金とノウハウと、その人と物と金のノウハウが行くべき場所とのミスマッチが起きます。

これは当たり前ですが、例えば競争すれば優勝劣敗ができてくるわけで、優勝劣敗が起きて

くれば、負けた方の会社をどうするかといったら、そこにある経営人材、あるいはノウハウというものをもう1回産業社会の中でどういうふうに再配置するかということを考えなければいけないわけです。うちの場合は、典型的にその仕事をしているわけですがけれども、その再配置をするプロセスにおいてのM & Aというのは非常に重要な役割を果たすわけですね。

例えば、今、私どもの 社のケースですと、糸偏のところを基本的には今ダイベストしようとしています。糸偏のところというのは、これは 社という傘の中に置いておくと、今の競争の現実を考えるとほぼ永久に負け組です。総合繊維という枠の中で永久に負け組です。一時期の阪神みたいなものです。

野球の場合は、1シーズン終わると全部0勝0敗に戻るんです。ところが、事業というのはそういうふうにはしてくれないんですね。東レとかテイジンに頼んで、もう1回0勝0敗にしてくれと言っても、これはしてくれるわけないわけでありまして、総合繊維なんていうのは累積で勝ち負けが決まっていってしまう世界です。ですから、これは基本的にチャンスはないんです。

ところが、M & Aという一つの市場機能を介在することによって、今大体30から40ぐらいのピースに丁寧に分けて売却をしています。おかげさまで、結果的にほぼ全員再雇用になっています。そうやって、産業社会の中で、もう1回そういう人たちが活躍する場面ができてくるんですね。

これは、その人たちのビジネスマンライフよりも、 社という傘の中における総合繊維事業のビジネスのライフサイクルが短かったということなんですよ。それをもう1回再配置していかないと、結局、経済社会全体が極めて非効率なことが起きるとというのが現実だと思います。そのために、どうしても市場における重要な役割としてM & A的なものというのはいかざるを得ない。人、物、金、ノウハウというものをどうスムーズにもう1回再配置していくか、これは21世紀の日本の産業経済社会の発展を考えると、これはほぼ絶対的条件だと思っています。それが嫌だったら、もう一度何かいろいろなことを考えて、会社の寿命と事業の寿命と人間の寿命を一緒にしなければいけないんですが、そんなことできるわけないわけで、そういうことだと思っています。

では、実際にM & Aが起きていくときに、どちらかというと市場の方から、実はいろいろな難しさといいたいまいしょうか、いろいろな課題が直面してくる。それについて、産業再生機構というのは、そういう問題があるのででき上がったような組織なので、それをちょっと触れたいと思うんですが、まず、M & AのプロセスでプレM & AからM & Aそのものが行われる段階、前

工程ですね、前半工程で考えると、まず第1に、情報の非対称性という問題が実は非常に大きな問題になってまいります。これは、市場、市場と皆さん簡単に言うんですが、通常、市場というのは、一応アダム・スミスの建前で言うと、情報は対称ということになっているんですよ、アダム・スミスの前提は。情報は対称で、売り手も買い手も同じだけの情報量を持っているという前提に立つわけです。

ところが、これは吉田さんみたいな専門家の方からするとごくごく当たり前で、「富山君、それがM&Aだ」と言われてしまいそうですが、要はすごいわけです、買い手と売り手の非対称性が。さっきM&Aがうまくいかない場合が多いと藤岡さんの説明がありましたが、大体、買い手から見てうまくいかないということを言っているんですね、大抵の場合は。これは、ある意味では当たり前なんです。というのは、買い手と売り手で持っている情報量は売り手の方が圧倒的に多いです。意識していたかしていないかはともかくとして、社という会社のバランスシートが当てにならないということは、本能的に社側は知っているわけです。これが、いわゆる刑事、民事の問題かどうかちょっと別にしたときに、どうも当てにならないバランスシートである、財務諸表であるということは売り手はよく知っています。

ところが、買い手というのはわからないんですね。だから、すごい大変な思いで、大変なお金とエネルギーを使って、デュー・デリジェンスというやつをやるわけですけども、ただ、これは宿命的に非対称性というのがあります。

ただ、これは全くなくなりたくないんですが、ではそれをどう解決していくかというのは、実は結構重要なテーマでありまして、それは会計監査制度の問題であったり、それから証取法の問題であったり、そういうものに違反した場合の罰則の問題になってまいります。これは多分に官のサイドでもっとやるべきことがあるのではないかなと、私の立場は官なのか民なのかよくわかりませんが、そういうふうに思うところがあります。

それから、あともう一つ、それを遂行していくプロセスでそこにかかわる人間の、やはりこれは最終的に人間が行うことですから、人間のプリペアド・マインドというんですかね、心の準備といいましょうか、準備された心の問題というのはすごくあると思ひまして、実は結構その辺がまだ非常に未成熟なところがあります。さっき吉田さんがおっしゃられた、実は経営者と従業員でえらいミスマッチが、要するに従業員の方がもっとドライに、クールに考えていて、経営者の方がある種のノスタルジーに浸っているみたいな、そういう心のミスマッチも含めて、それに対するプリペアド・マインドというのがまだまだ弱いのかなと。

それからあと、ポストM&A、M&Aした後の問題として、実はこの後は本質的にマネジメ

ントの問題であります。実は、ポストM & Aでずっこけるケースがいっぱい世の中あるんですが、それは一言で言うと異質性の経営の失敗です。日本の会社は、異質のものを経営することが非常に苦手です。というのは、そういうことをやってこなかったからなわけでありまして、要は新卒で入った人が一生いるという建前の会社がまだ圧倒的多数ですから、組織の中に異質なものが入ってくる、例えば違う会社の人が入ってくる、育ちも違う、価値観も違う、言葉も違う人が入ってきたときに、それをどうマネージするかということが、極めて極めて苦手な会社が多いです。

これは、ひょっとすると国の単位でもそうかもしれません。アメリカの会社が比較的M & Aが上手なのは、アメリカの社会自体が異質だらけの社会なので、意外とそういうことに対するなれがあるんですね、社会全体として。ですから、私たちがこの後M & Aをやることによって経済的な価値を生んでいこうと思うと、私たち一人一人が異質なものをどう受け入れて、どうそれを生かしていくかということ、そういうテーマを超えていかなければならない、ある種の文化革命に近いと思うんですが、それがいるのかなと感じております。

とりわけ異質性の経営の最大のポイントは人間にかかわるところなんですね。ヒューマンリソース・マネジメントのところの異質の経営になると思うんですが、これはよく一般に時代が資本集約から知識集約に移ると言われています。そうすると、ますます価値の源泉は人であります。最近、M & Aをやると、我々もいろいろな会社の売却とかやっている、事業売却のところで思うのですが、人材の立場は強いです。働いている人の立場、実は非常に強くなってきています。例えば、カネボウのある部門、技術的な集団が20人いて、この人たちがいなくなるとどうしようもないよという状況のときに、変なM & Aをやろうとすると、その人たちはやめちゃうんですね。そうすると、事業の価値なくなってしまうんですよ。そうすると、そういう人材をマネージにする、従来の人事とは違った意味での人的資源経営という観点で、こういったM & Aをどう経営するかというのが、今後、まだまだ挑戦していかなければいけない大きな課題なんだろうなと感じております。

落合 どうもありがとうございました。総論のトップとして、M & Aビジネスがそもそもビジネスとして成り立つかどうかという時代から、まさにM & Aビジネスを展開されてこられた吉田さんの話をまず伺って、その次に、実際にM & Aを実行している産業再生機構の富山さんの話を伺いました。大変興味深いお話でしたが、それらのお話を前提といたしましてさらに総論を続けたいと思いますが、富山さんの話にもありましたけれども、人材というのは非常にキーポイントになってきております。そこで特に人材分野に関連して今まで活躍してこられた大

久保さんに、お話をお願いいたします。

大久保幸夫株式会社リクルートワークス研究所所長 私も大分骨のところは富山さんに言われてしましまして……いや、これは冗談ですけども、少し角度を変えてお話ししてみたいと思うんですが、私はM & Aというものに関して、産業を活性化させるという手法として大変有効だなというふうに思っているんです。

私は観光業について長い間研究をしています。その歴史を調べてみましたら、日本の旅館業、これは観光地域において非常に雇用の場としても重要な場なのですが、M & Aによって発展してきたという歴史を持っているんです。

古い話で恐縮ですが、もともと旅館業というのは、江戸時代は本陣ですね。これが、明治になってルールが変わって、だれでも門を構えてそういう経営ができるようになった。この時期に、本陣の経営というのは随分がたがたになりまして、当時、明治になって新しいルールのもと、貿易だとか繊維で稼いだ人たちがその本陣を買収をしたんですね。そこに新しいサービスのモデルをつけて、日本における旅館業という仕組みができ上がったんです。これがずっと走っていった。

そうすると今度は、第2次大戦のときに、ほとんど旅館は接收されまして、一たん経営がたがたになるんですね。これで戦後、もう1回、新たな可能性を持って旅館業というのが立ち上がるんですが、このときも、戦時の経済の中で富みを得た人たちが一斉に旅館を買収するわけです。そこに新しいビジネスモデルを投入して、レジャー、団体旅行に対応した仕組みをつくって、一気にこの業界というのは活性化するわけです。

ところが、また時間が経ちまして、今、多くの旅館は2代目、3代目経営者なんですが、だんだんパワーを失ってきている状態になってきています。バブルの崩壊がありまして、次の段階にどうも入ってきている。今、この旅館を買収しているいろいろな業界がありますけれども、非常にわかりやすい例を1つ挙げると、外食産業の旅館買収が非常に盛んなんですね。今度はこの外食産業、旅館についてもう見方が違うわけです。外食産業というのは、もともと外食サービスを提供しているわけですから、旅館業を宿泊機能つきの外食産業だというふうに再定義して買収しているわけです。宿泊機能はすでにあるわけです。もともと外食サービス、オペレーションは自分たちは持っているし、仕入れも安くできると。その状態で参入して、どうやって新しい、今までの普通の外食産業では提供できないようなサービスができるのだろうかという参入してくるんです。

ですから、M & Aが行われるたびに、同じ産業なんだけれども、定義が変わり、イノベーシ

ョンが起こり、こういう循環によって金と人が外から入ってきて、産業というのが再生していく、私はこういうプロセスがあるんだろうというふうに思うんですね。

これは、今、産業という主語で言いましたけれども、これを地域と言いかえてもほとんど同じことが私は言えるのではないかと思っていてまして、そういう産業や地域の活性化のために、金と人をセットでその世界に送り込んでいく一つの方法論、これがM & Aではないかなというふうに思っています。

やはり人の問題というのは大変キーポイントで、知識、ノウハウというのは人について回るものですから、やはりそれを入れるためには人がある程度動かなければいけない。それを労働市場の自由な市場の中でばらばらにやるのもいいのですが、もうちょっと体系的にそれを行動にしていく一つの方法論がM & Aではないかなというふうに私は思っています。

雇用の問題をお二方おっしゃいましたけれども、私も基本的なトーンはお二方のおっしゃたとおりだというふうに思っているんですが、どうも雇用の問題、失業の問題がややこしくなるというのは、企業がだんだん経営が怪しくなってきた、その段階で、従業員が早目に手を打って、自分たちはほかに移っていくというプロセスが回れば、実は問題はそれほど深刻にならないんですが、どんどん泥船に乗り続けて、深みにはまっていくというプロセスが雇用の問題をややこしくするんです。

当初は、経営がうまくいかずにだんだん経営体質が弱くなっていく、給料を削減する、従業員にも我慢してもらって、次の戦略が打ち出せないというふうに言っているうちにどんどん悪化してしまって、今度はやめてもらう退職金も払えないみたいな状態になっていって、人が塩漬け状態になってしまうんですよ。これが実はややこしくて、その状態のまま続いてしばらくして倒れてしまったときに、今度はそこにいる人というのは、なかなか市場で自分を売ることができない、長期失業者になる。このプロセスを回避するということが大事なので、単純に雇用が守られるか、守られないかという議論だけするのは、ちょっと私は筋が違うのかなと。

逆に言えば、本当に魅力を感じて買った場合の事業の雇用というのは守られます。もちろん、ねらいではないほかの事業というのは売却されることも当然あるし、雇用が守られないケースもありますけれども、本業については比較的守られている、生かされていると思います。このあたりの雇用に関するある種の効果というのも、私はM & Aというものは提供しているのではないかなというふうに思います。

落合 ありがとうございます。

それでは、著書等を通じてM & Aのいろいろな問題点について積極的な提言をしておられる

服部さん、次をお願いいたします。

服部暢達一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授 それでは、私の方からは、ここ10年ぐらいで日本のM & Aというのは大分ふえても来ましたし、多様にもなってきました。そういったお話、藤岡さんを初めとしてあったわけですが、現状をもう少し見て、冷静に考えますと大分ふえてきたんですけれども、もうさらに一段ふえてもおかしくはないんですけども、今現在、障害になっていることというのはどんなことがあるのだろうかというお話をさせていただきたいと思います。

今、見ていただいておりますグラフは、これは世界全体の金額ベースの過去20数年間のM & Aでございますが、見ていただきますように、00年に3.5兆ドルと非常にピークを迎えまして、これはITバブルもございましたし、ユーロの通貨統合もございましたので、若干特殊要因でふえたということがあったと思いますが、その後、かなり減って見えるんですけれども、2003年のデータで大体00年の3分の1強という感じですが、ことしは、上半期大体0.9兆ドルぐらい出ていますので、恐らく年間通すと1.7兆とか、01年並みかそれをちょっと上回るぐらいいくのかなと。

考えてみますと、89年というのが一つ前のピークですが、その時点で0.5兆ドルなんですね。それと比べますと、ニューヨークのダウが大体90年ごろと今は3倍ぐらいになっていますけれども、去年の1.3とかことしの1.7兆ドルというのは、89年の3倍以上ですから、現状においてちょっと減っているのかなと見えるM & Aも、実は冷静に考えると、前回のピーク並みになっていると。つまり、シリコンサイクルが、好況が続くとサイクルがなくなったとあるとき誤解されて、また不況が来るということもあるんですけれども、M & Aについて言えば、かなり世界的に定着して企業経営者にとって常時考えなければならない課題になってきているということだと思います。

その中で、ちょっと見にくいんですけれども、上から2番目の赤いエリアが日本なんですね。見えたり見えなかったりしているわけでございます。

世界で見るとよく見えませんので、日本だけを抜き取りますと次のページになりまして、これはやはり金額ベースですが、99年には銀行の大きな統合がありましたので、ちょっと突出して見えて20兆円ぐらいM & Aあったんですが、去年、2003年は8兆円ぐらいですかね。世界に占める割合というのが、パーセンテージが書いてありますけれども、大体4%から6%ぐらいで推移しているということでございます。やはり、これよりももうちょっと前のデータを見れば、先ほど見ていただいたようにほとんど見えないわけですから、それからすれば随分

見えるようにはなってきたんですけども、世界に占めるシェアとしては、この倍ぐらいあって、そんなに不自然ではないのかなということだと思います。

もう一つの見方は、時価総額に対して何%ぐらいM & Aが行われるかという見方ですが、この見方でも、これはアメリカのデータですけども、年によって違いますけれども、大体平均しますと、これは9%になっていますが、大体平均すれば時価総額の10%ぐらいが1年間にM & Aで取引をされると。10年間で一巡ということですね。それに対して日本は、下に数字が出ていますけれども、まだ2%から4%ぐらいということですので、この観点で見ても、大分ふえてきたけれども、もっとふえてもいいのじゃないかなということだと思います。

大分ふえてきたんだけど、何でもう一段ふえないのかということについては、いろいろな考え方があると思いますけれども、私は、M & Aというのは、基本的に定義をすれば、株主価値の増大を目指した会社の支配権の移動であるというふうに思っています。そういうことが行われなければならない、いろいろとバブル崩壊以降の日本の社会の要請に従いまして、特に商法を中心とした法律、それから会計基準、このあたりは非常に改革が進みました。それでかなりふえてきているわけですけども、法律と会計が進んだ中で、恐らくもう一つ対応が求められているのが税制であるというふうに思っています。

法律が認めている、あるいはこれから認めることが決まっているのに税金が障害になってできない重要な再編手法というのは幾つもあるんですね。その例を2つほどお話しさせていただきますと、まずこの絵は、世界のM & Aの買収の通貨がどのように払われたかということを示しているわけですが、一番下の紺色と真ん中の青が株とそれから株式プラス現金のミックスで、左が件数ベースで、右が金額ベースですから、金額ベースで見ますと、非常に多くの案件が一部または全部の対価が株で払われている。つまり、株式交換というのは、世界的に、特に大型案件において、M & Aにおいて常識であるということですね。

次のページが、今度はM & Aの中で、クロスボーダーというのはどのくらいあるのかということですが、これは年度によってあまり変動がございまして、多いときも少ないときも大体3割ぐらいが売り手と買い手の国籍が違う、クロスボーダーのM & Aなんですね。この2つをあわせると、クロスボーダーのM & Aのうち、対価の一部または全部が株で払われる案件というのはどのくらいあるのかというのが次のページでございまして、これは、一番下のグレーの部分が現金支払いでして、それより上は一部または全部が株で払われた。方向別に分けてあります。例えば、99年、一番多く見えます下から2番目の赤っぽいところは、ヨーロッパとヨーロッパ、ヨーロッパ域内で国が違う。この年、ボーダフォンがマンネスマンを買って、これ

が20兆円、200ミリオンダラーですので、ここが太く見えるわけですが、これに限らず、世界中のM & Aで全方向で、ヨーロッパ、アメリカ、それ以外、すべての方向で国際株式交換というのは常識的に行われているということがおわかりいただけだと思います。

日本の場合は、株式交換というのは非常に重要な再編手法であるということで、産業界の要請もあって、99年に日本型の株式交換というのが導入されたわけですが、これは、アメリカなんかでよく行われます三角合併、あるいはヨーロッパの場合は、三角合併の制度はない国が多いんですけれども、かわりにストックを対価としたTOBですね、ストック・テNDER・オファー、プラス90とか95%を買えば残りを強制的にスクイズ・アウトできるというルールですね。

こういう方法で株式を対価にしたM & Aというのは行われるんですけれども、日本の場合は株式交換が合併類似ということでつくられたので、国境を超えることができないということで、いろいろ批判があって、2006年の商法改正、つまり、会社法ということで、この三角合併を解禁するということになっています。

しかし、日本型株式交換は99年に租税特別措置法で、一定の条件のもとに受領した株式にかかわる課税の繰り延べという制度ができたわけですが、あるいは2002年から始まっております会社分割もこれは租特法ではなくて、また別に恒久法の法人税法等で組織再編税制というのが対応されて、無税要件が決まったわけです。けれども、国際株式交換つまり三角合併については、日本で2006年から制度上できるようになるんですが、課税の繰り延べは、現状のままではできないということになります。そもそも今の制度のままでも株を使ったM & Aというのは、国際株式交換は、例えばストック・テNDER・オファーは制度上日本でできるんですね、商取法はそれを予定しますから。しかし、これまた課税の繰り延べがないのでできない。2006年商法改正してできるようにする三角合併も課税の繰り延べができるかどうかはわからないということになっておりまして、長くなりますので簡単にしますけれども、確かに国際株式交換といいますが、三角合併できるようになりますと、企業の国籍逃避が可能になりまして、そういうことが問題だという意見も一部あるようなんですけれども、アメリカでもそういうことはあまり問題にせずに行っておりますので、やはりできるようにしないとイケないということが1つでございます。

もう1つ、租税が非常に今障害になっていることとして考えられるのが、スピンオフでございます。9ページのグラフは世界のスピンオフを地域別に分けて示していますが、これもアメリカが有名ですが、例えば、A T & Tがルーセントをスピンオフして、A T & T以外の電話会

社に機器を売れるようになって、株主価値が1年で2倍、5年で10倍になったという有名な例がありますが、こういう例を考えましても、スピンオフできることが非常に望まれるわけですが、日本の場合、特にコングロマリットが多いわけでありまして、家電もやっていれば、半導体もやっていれば重電もやっているというような会社がございます。こういう会社は、やはりスピンオフつまりディマージャーを検討すべきです。M&Aとは株主価値増大のための支配権の移動ですから、合併したり、買収したりするだけではなくて、逆方向のディマージャーもM & Aだと思っんです。これが今後求められる再編形態だと思います。これは分割法上できるんですけれども、また無税要件がないものですから、これは受け取り株主もそれから分割した会社も両方課税になってしまうという非常に理不尽な制度になっておりまして、できないということになっております。

しょうがないですから、日本の会社はカーブアウトをするんですね。子会社は上場します。でも、子会社が上場すると、これはドコモとNTTの時価総額の関係ですけれども、上場直後を除いて、NTTの時価総額はドコモの時価総額の60数%よりも低かったりするわけございまして、どうなっているんだと。考えてみますと、ドコモの持ち分は税引き後で評価されているのかなと、そう考えると説明がつくんですけれども、つまり子会社上場はむしろ株主価値を税金分毀損してしまうということで、やはりきれいなスピンオフがこのような再編をしようとしている日本で非常にこれから求められると思っんです。しかしこれも税制が対応しないとできないと、こういうことございまして。

最後におまけございまして、先ほどの2006年国際株式交換、三角合併、こういうものができるようになりますと、敵対買収もふえて外国の会社を買われてしまって大変なのではないかということもいろいろ言われていますけれども、これは世界の敵対買収のパーセンテージと金額ですが、多かったり少なかったりしますけれども、要は敵対買収というのはそれ自体別に悪いこととは言えないわけございまして。何に対して敵対的か、一義的には取締役に対して敵対的ということですが、成功した場合は、株式を買い集めることに成功しているわけですから、最終的に成功した敵対買収は敵対買収ではないんですね。なぜかというと、株主が賛成したから成立したんですから、株主には友好的な買収なので、それは本来敵対買収ではないはずなんです。取締役も、株主に対して友好的な買収を反対し続けることはできないということ。そういうことを考えても、せっかくつくる制度については、実質的に使えるようにしていくことが必要で、そういうために、税制の対応というのは今非常に求められているということだろうというふうに思っんです。

ちょっと長くなりましたが、以上でございます。

落合 どうもありがとうございました。

そうしますと、総論に関するそれぞれの専門家の方々からの現状及び課題についてのご意見をいただきました。それでは、総論に関しまして若干議論をしてみたいと思います。

M & Aにおきましては、M & Aは本当にわれわれ経済社会にとってプラスなのかが、何といましても問題の出発点と思われまます。この点がすっきりしないとM & Aがいいものだという前提から展開される話にどうもついていけない。この点にわだかまりがありますと、なかなかM & Aが進まないこととなりますので、この点につきまして、まずご議論をいただきたいと思ひます。藤岡さんの話にもありましたけれども、M & Aは成功確率という点から見ると、必ずしも高いものではない。そういう意味では、ハイリスク・ハイリターンの手段です。つまり失敗する場合が多い。失敗が多いことは、失敗に伴い株主も経営者も従業員も、あるいはその企業が存在する地域社会も、大きな迷惑といひますか、被害を受けることになる。

そうだとすると、本当にM & Aが良いことなのかという疑問は、当然起こってくるような気がするのですけれども、その辺あたりにつきまして、なおM & Aはよいことであり、日本もこれが強力にできるような環境整備を進めていくべきだと考えるのであれば、どういう正当化の議論があるのだろうか。これは総論ですから、そのあたりにつきまして、それぞれパネリストの方々からご意見をいただければなと思ひうんですが、順番はいかがでしょうか、どなたでも結構だと思ひますので。

では、服部さん、いかがでしょうか。

服部 確かにM & Aの成功、不成功というのは非常に定義が難しくて、あまり成功しないという研究成果もありますし、結構成功しているという研究発表もあります。この評価が難しいのは、これは外部から評価するから難しいのだと思ひます。というのは、外部から評価しますと、M & Aをやった場合、買ってしまった場合、買わなかったときと比較できないですね。あるいは、買わなかったときも、買ったらどうだったかというケースと並列して比較することは難しい。したがって、その評価が難しいということなんだと思ひますけれども、実は、当事者はかなり厳密に評価をできます。それは、M & Aというのは支配権の移動ですから、支配権を買う人はプレミアムを払ひます。プレミアムをもらう側というのは、株価に反映されていない支配権のプレミアムが現金に変わって実現するわけですから、これはいいわけですね、株主価値が増大します。問題は、買った方がプレミアムを上回るシナジー、これを生み出さなければならぬ。その意思決定の過程で、ゴー、ノーゴーを決めるときに、買い手は、冷静に判断し

た対象会社の価値、スタンドアローンの価値ですね。それと、自分が経営するときに、実現できると思われるシナジー、これを別々に厳密に自分なりの考えで、したがって将来のことなので予測が外れることもありますけれども、これを評価した上で、幾らまでだったら出してもいいかということを考えます。アドバイザーがいればそういう計算を手伝ってくれるわけですが、その上で、その値段より高く買ったらだめなわけですね。その値段より安く買えるときに買うわけです。

事が終わってからそこでやめてしまわないで、事後的に振り返って、予定したシナジーの実現があったのか、なかったのかということ判断すれば、成功、不成功を当事者はかなり厳密に検証できます。M & Aの意思決定において、欧米の資本市場はこういう考え方でちゃんと意思決定していますかというのをかなり厳しく経営者に聞きます。M & Aの発表をしたときに、証券アナリストは、EPSがどのくらいふえるんですかという質問をよくします。1株当たり利益ですね。これはそういうことを意味しているわけなんですけれども、日本の場合もだんだんそうになっていくと思いますが、そういう判断をしていくことによって、思い込みによる間違ったM & Aの実行というのが排除されていくという面もあると思いますし、成功案件がふえていくのではないのかなというふうに思っております。

落合 実際にM & Aをやっておられる立場からして、富山さん、いかがでしょうか。

富山 まず今ありましたように、成功、不成功の定義というのは結構難しく、国民経済的な観点から、あるいは産業的観点から見ると、確かに今服部さんが言われたように比較のしようがないんですが、やった場合とやらない場合で経済成長率がどっちが高かったでしょうというのが多分、正しい成功、不成功の定義なんだと思うんですね。それは結局、さっき申し上げたように、そこである種の例えば経営陣がかわってしまうとか、ある種の人、物、金の再配置が行われた結果として、それがないうちよりもよかったかどうかという評価になるので、これはなかなか難しいのですが、でも、私の感覚で言うと、大体M & Aが起きるときというのは、どっちかがうまくいっていない場合が多いので、そこに普通はまじな経営者が来て、大体まじな経営をするはずなので、その後、ちゃんとやれば本当はうまくいくはずなんです。そうじゃないとすれば、それは先ほど申し上げたような何らかの失敗が起きているわけで、それをどうしていきますかということの方が大事であって、M & Aそのものがけしからんという議論にはならないと思います。

それからもう一つ、売り手、買い手との関係で、いわゆる非常にフィナンシャルな、ミクロの世界のフィナンシャルな勝ちか負けかという、そういう意味での成功、不成功という観点か

らすると、私がいろいろ M & A を見てきた感覚で言うと、先ほどちょっと申し上げたことと重なるんですが、基本的にはショートする（売る）方が有利です、ほとんどの場合。というのは、さっき言ったように、まずほとんどの場合、情報量を売り手側の方がたくさん持っています。かつ、最近そうでもなくなりましたが、割と最近まで、特に日本の M & A にかかわる人たちは、非常にロングバイアス（「買い」バイアス）がかかっています。どちらかというを買う方に容易な意思決定をして、売る方になかなか意思決定できないという、要は財務的なゲームというのは、バイアスがかかっているやつの負けなんですよ。これはきょういらっしゃっている方に釈迦に説法ですけれども、そのフィナンシャルマーケットでゲームをするときに、要するにじゃんけんするのと一緒で、ゲー・チョキ・パーでこいつはチョキをたくさん出すとわかっていれば、反対側はグーをたくさん出すわけですから、それをわかっている人が勝つわけです。

一時期の、さっき吉田さんがおっしゃった日本の会社が海外でばかばか買いまくりましたよね。あのときもそうなんですが、基本的に投資銀行的立場から言うと、日本の会社は基本的に買うのが好きです。ロングポジションの方にバイアスが大抵かかります。ショートの方はすごく嫌いです。これは歴史的にしょうがないところがあるんですけれども、そういうバイアスがかかっていますから、そのバイアスの問題と情報の非対称性の問題からすると、どちらかという、成功、失敗に関して言えば、ショートするか、さっきのディマージャーといいましょうか、資産を減らしていく方向の方が成功している確率は高いような気がします。ただ、売る側の成功というのは、ちょっと評価の仕方が難しいのでよくわからないんですけれども、実はショートしている人が成功している場合が多いと思います。

ただ、この問題は、これもだから M & A 自体がいい悪いというよりは、M & A にかかわる状況において、売り手、買い手がどういう合理的な、さっきもありましたけれども、合理的な意思決定をしていくかということにかかっているわけで、そうすると、合理的な意思決定をするために何が大事かという、これは日本は自由主義、市場主義経済国家ですから、やはりさっき吉田さんが言われたようにディシプリンです、規律と緊張です。そういう人に対して、どういう規律と緊張が周りがステークホルダーなり、市場なり、あるいはいろいろな人が周りから緊張感を与えるかというのが私は勝負だと思っていて、それがもし M & A が失敗する場合は結構あるとすれば、それが足りないというのも一つのあるのかなというふうに感じます。

落合 そうすると、M & A は、情報の非対称化において多くのステークホルダーがプレイヤーとして参加するによるゲームであり、各プレイヤーはそれぞれ合理的な判断をしてゲームを進めていくのが、M & A の現実であるというお話だろうと思いますけれども、実際に M & A 比

ビジネスを長くやっておられる吉田さん、このあたりいかがでしょうか。

吉田 服部さんがおっしゃったとおりだと思います。M & Aが成功しているか失敗しているかというのは、外部評価では、ほとんどわからないです。私は、よく社員に言うのですが、物を買うときに損して買う人は一人もない。合併するときも同じで、合併してこの会社をつぶしてやろうと思って合併することは絶対ないと。双方の経営者がきちんと長期的にも、短期的にもいろいろな観点で検討した上で、納得しているものに、そう大きな間違いがないと。

現に、日本電産の永守社長は、いくつもの買収をやっておられますが、どれも成功しております。何をもって成功と見るかといったら、株価が上がるから成功していると、こう言うのですが、本当に株価のバリューが上がったら成功したといい、上がらなかつたら不成功かといったら、これもそう単純に言えない。そういった意味では、M & Aをやる最初の動機が何であって、それが永続的に続いているかどうか問題なんです。

むしろM & Aには幾つもの罨があるんですよ。一番怖い罨は、合併の罨と私は呼んでおります。どういうことかと言いますと、対等の精神をもって合併をすると、日本の経営者は言いたがるんですね。お互いを<忖度(そんたく)>して、どっちが吸収されたという話ではないとこう言うんです。しかし、商法上は合併というのは一方が消滅して一方が残るんです。一方が解散し、一方が存続する。

ところが、消滅とか解散という言葉を使うのは、おれは嫌だ、こういうわけですね。そのためにもどうするかといったら、対等の精神という言葉を入れるんです。それはいいんですけども、そんな対等というのはあり得ない、商法上もない。だけれども、対等という言葉を入れたために、何が残るかといったら人事の問題が残る。対等と言ったじゃないか。したがって、わが社は取締役を5人出す、おたくも5人だと。

そうすると何が起こるかという、強い企業が弱くなるんですね。例えば、強い企業は10人の優秀な人がいる。弱い企業は5人しかいない。弱い側が5人出して、強い側から5人しか出せなかつたら、強い側のあとの5人はやめていかざるを得ない。そのために企業が劣化するんですよ。合併会社が劣化するんです。怖いのは、この罨なんです。つまり合併するとき、双方の経営者がお互いを忖度し、お互いのよいところは認め合い、イコールの精神であることと、統合後の実際の経営は別なんだと認識していないと、合併は失敗します。その点をきっちり認識した経営者がした、合併、買収、営業譲渡はほとんど成功している、私はこう思っています。

落合 ありがとうございます。

それでは、大久保さん、いかがでしょうか。

大久保 今出た話に近いんですけども、M & Aというのは計画上は必ず成功するように書いてあるわけですね。なぜそれが失敗するのかというのは、それは経営の失敗なわけです。つまり、ポストM & Aのマネジメントを失敗してしまうということが原因になっています。

その中の一つは、今、吉田さんおっしゃったような対等の罫ということだと思っんですね。当初どっちが何人の役員を出すとか、重要ポストはどっちがどういうふうにとるのかということにかなりのエネルギーを使ってしまうのです。本当は考えなければいけないことは山のようにあるのに、そちらに十分なエネルギーが配分されない。

先ほどもちょっとお話ししましたけれども、本来であれば、全然価値基準とか判断基準の違う2つの会社が1つに一緒になって事業をやるということですから、そのときに、新しい判断基準、価値基準をつくるということはすごく大事なんですけども、その部分をないがしろにしたままやると、1 + 1が2未満になってしまうという単純な話だと思うんです。ですから、その経営の失敗をどう防ぐかというのがM & Aを前提どおりに成功させるかどうかのポイントなんだろうというふうに思っています。

## (2) 各論1・M & A時代において企業経営者が考えなければいけないことは何か

落合 M & Aそのものをどう理解するかという根本的な問題にも触れ、次の各論につなげる基礎になる議論ができたと思いますので、次に、個別のテーマについて、つまり各論に入りたいと思います。

まず各論の最初のテーマといたしましては、M & A時代において企業経営者が考えなければいけないことは何かについてお話しただければと思います。吉田さんはまさに企業経営者、オーナーの方といろいろ接触して、いろいろお話しなさる機会が多いと思いますので、まずご意見をお伺いしたいと思います。

吉田 いろいろな経営者がおりますけれども、経営者というのは大変優れた感性を持っているんですよ。もちろん感性は経営者だけのものではありません。たとえば、経営者であってもなくても、何か高額の物を買うときには優れた感性を持つんですよ。どうでもいいわと、1,500万円出して、それは結構ですなとやらないです。これは1,500万円の価値があるのかということ四方八方で眺めてみましょう。感性が非常に鋭く働く。よく私ども“お見合い”というのをします。A社とB社の合併話で、基本的にはA社長はオーケー、B社の社長もオーケー。それでは1回会ってみるか。それで一緒に会ってお酒を飲む。ところが、帰りにもうやめたという経営者がいるんですよ。気分が合わない。実は、これは非常に大事な観点です。もしその気分とか心というものを除いて合併や営業譲渡が行われるとしたら、そんなばかなこ

とはない。忘れてはならないことは、テクニカルな部分はワン・オブ・ゼムであって、経営者の信条とか感性とかメンタルな部分というのが非常に大事なことです。

つまり、トップというのは、その企業の総意を代表している。例えば、大企業であれば、若いときに新入社員で入ってずっとその会社においてトップになるわけですから、その企業のカルチャーそのものを持っているわけです。こっちもそうですね。これが合わないということなんです。うまくいくわけがない。こういう基本的な判断があるんです。

私がずっと見ていて成功している経営者というのは、まず決断が速い。その場で、ほぼ80%返事をしている。その理由は、極めて強いリーダーシップを持っているからなんです。といっても、経営者1人で決めるわけではないですよ。例えばある企業を500億円で買いましょうと、役員会を通さなければいかん、主要な株主にも言わないといかん。それを、おれはできるのだという判断と自信のもとで相手にぱっと言うわけですね。この決断というのは、M & Aにとって欠かすことのできない大事な要素であります。

2つ目には、目的を非常にはっきりさせることです。簡単な例で申し上げますと日本電産の永守社長なんです。どうおっしゃっているかといったら、回るものなら何で買うと。目的がシンプルです。回るものなら買うと、これはモーターのことなんです。モーターならどんなものでも買う。イエスかノーか、自分なら2分か3分で判断すると、こうおっしゃっているんですよ。ですから情報が集まります。そのかわり永守社長は強烈に勉強をしていらっしゃると思いますよ。このように目的を明確にしておく、従業員にも非常にわかりやすい。うちは回るものしかやらないんだよということがはっきりするわけですから。しかも、マーケットで大きなシェアをとろうとしているわけです。これも非常にはっきりわかります。この目的を明確にすることが2つ目。

3つ目は、相手のよいカルチャーを見つけることだということなんです。例えば、今、大成功しているJFEスチールのトップに私はこう言われました。要するに、川鉄とNKKの統合が成功した最大の理由は、開発重視のNKKと収益重視の川鉄が一緒になったときに、川鉄の社員がびっくりした。NKKの社員はこんなに開発のことを考えているのかと。一方、NKKの社員は、収益も大事だなと。ここにお互いのカルチャーを忖度するDNAがあったんですよ。カルチャーの共有がうまくなされればあらゆるM & Aは成功の方向に動くであろうと。先ほど大久保さんがおっしゃったように、ポストM & Aというのは、マネジメントの問題ではあるけれども、今申し上げたような部分がきちんとしておれば、統合後の、あるいは買収後の企業経営は大変うまくいくのではないかと私は思っています。

### (3) 各論2・従業員のサイドからの視点

落合 それでは、今度は従業員のサイドの方からというような視点で大久保さん、いかがでしょうか。

大久保 従業員はM & Aについて言えば、大抵のケースはかやの外なんですね。こういう交渉事ですから、あまりオープンにしてするものではありませんので、本当の最終段階に近いところになって初めて労働組合側といいますか、従業員側に伝えられるというのが一般的なM & Aの姿です。

これに関しては、組合は何ができるのかということですが、実はあまり選択肢がない。あるいは、こういう問題に関しては、企業内組合だったので、そんなに交渉のノウハウもあったわけでは多分ないのだろうと思います。つまり従業員の問題というのは、M & Aの中で言うと大分取り残された問題ではないかというふうに私は思っています。

ただ、先ほど申し上げたとおり、雇用に関しては、ある意味ではプラスの効果がある問題だというふうに思っていますので、ここを詰めていけるかどうかというのがM & Aの成功率を高める上での一つのキーポイントになってくるのではないかと思いますね。

例えば、一つは、その会社でもしM & Aした目的にかなわない事業を持っていて、そのことについては整理をしようとした。あるいは、全体として従業員の重複感があるから、少し従業員については整理をして減らそうというふうな話になったときに、具体的にその新しい買収会社からどういうふうなメニューを引き出せるのか(あるいはそれは売る側も含めてかもしれませんが)ということが非常に重要なポイントになってくるのだろうと思います。

先ほど申し上げたとおり、前の会社では従業員が十分に生かし切れていなかったというケースも多々あると思いますので、その中で、新しいプランに載って、自分はその会社でもう一度頑張っていくのか、それともほかのところに行くのか。ほかのところに行くのだったら、きちんとしたキャリア支援としてどういうメニューが引き出せるのか、こういうあたりところを詰め切れるような、そういうようなテクニックを労働組合はつけていく必要があるのかなというふうに思っています。

あと、行政的にも実はアメリカなんかは、M & Aの場合というよりは、企業の再生の場合なんかによく使われる方法なんですけど、大きなケースのときは、それが決まると、日本で言うハローワークのその会社でのランチをつくるのを委託するんですよ。自分で出ていくんじゃないですよ。ハローワーク機能をそのままその会社に対して、あなたのところにお金を出しますから委託運営でやってくださいとやるわけですね。そうすると、自分の工場というか、会社の

敷地内にハローワークができるんですよ。そこでさまざまな手続もできますし、当然ながら仕事のあっせんもするという事です。そういうような仕組みによって、残る人、出る人の流れがスムーズになるようなサポートをする、こんなことも海外で行われていますので、従業員の問題、まだほとんど手つかずの状態に近いと思うので、そんなことを考えていく必要があるのかなというふうに思っています。

あともう一つ、ちょっと角度が違いますが、先ほどの資料にもありましたとおり、M & AでもOUT・IN、IN・IN、IN・OUTがありますよね。これは人材ビジネスをやっているとよくわかるんですが、外国の企業が日本企業を買う場合、OUT・INの場合については、大抵その瞬間に新しい人材の採用ニーズが発生するんです。日本でその事業をメンバー、従業員をモチベートしながら引っ張っていくビジネスリーダーを採りたい、大抵の場合はこういう相談事が来るわけです。

反対にIN・OUTの場合、日本企業を買う場合、この場合はこれもパターンが決まっています、最初は来ないんです。しばらくするとうまくいかないという状態になるんですね、困ったと。それで、どうだろうかという話がおくってくるということですね。だったら最初から言えばいいのと思うんですけども、おくってくる。

もう一つはIN・INの場合ですね、日本企業同士の場合、この場合は最後までニーズが出てきません。本来は、新しいビジネスを描くときに、必要でない人材と必要な人材があるはずで、必要な人材も両方で賄えない人材もいるはずですよ。ところが、量的には両方足しているんだから、採るといのはつじつまが合わないという理論でほとんど採らない。そのあたりの人のうまい使い方というものも考えていく必要があるのかなというふうに思います。

#### (4) 各論3・M & Aのプロフェッショナルの存在・役割

落合 M & Aが複雑なゲームであるということになったときは、M & Aのプロフェッショナルの存在・役割が重要であり、プロフェッショナルの活躍すること、その前提としてプロフェッショナルが層としても相当厚みがある必要があると考えられます。要は、M & Aのプロフェッショナルがいなければならず、それが十分でないとなると、かけ声ばかりで、実際に成功するM & Aがなかなか行われないことになりそうですが、M & Aのプロフェッショナルという点に限定して人材市場との観点から見たときに、大久保さん、いかがでしょうか。

大久保 実際のM & Aの実務をちゃんとわかっているプロフェッショナルといいますが、必要性はすごくあると思うんですけども、これはなかなか難しい問題がありまして、そんなに十分にまだ機能していないのではないかと思います。プロフェッショナルを使う方法は、雇

い入れて使う方法と外部にいるプロフェッショナルを活用する方法と2通りありますね。外部には早いタイミングで相談するというのもなかなか難しいところがあって、結局タイミングを失ってしまうケースも多々あるんだと思うんです。

もう一方、じゃあ採用するのかということとずっといてもらっても困るわけで、つまりある何年間かだけ本来いてほしい人たちだと思いますので、そういうふうな人たちを有期の雇用で外から雇おうと思っても、そういう市場は十分には整備されていないんですよね。という意味で、私はこの部分のところの人の手当に関しては、まだ十分な市場が形成されていないというふうに思います。

ということに加えて、もう一つはそういう人たちを育てる場というのもまだ十分ではない。これは大学の場合もちろんそうですが、ある程度M&Aのプロフェッショナルの人たちが自分たちで職能の団体、コミュニティをつくって、そこで切磋琢磨したりとか、もっと上を目指したりという、ある種そういうコミュニティが出てこないプロフェッショナルは育たないんですが、それはターンアラウンド・マネージャーの人たちのようなものはできつつありますけれども、まだそのあたりについても十分でないので、これは多分、今後、日本の現状のM&Aで言えば随分積み残し課題なのかなというふうに思います。

落合 M&Aのプロフェッショナルは、非常に高度の知識、技術、経験が必要だということになってきますと、わが国の場合の対応はどうであろうか。大学の方でも専門職大学院というものがおくれればせながら設置されるようになりました。法科大学院あるいは公共政策大学院、MBA等々いろいろな形でやりはじめていますけれども、それも立ち上げたばかりという感じのものも少なくなく、なかなかそういう意味では大久保さんが言われた対応が必要という点がまさにある。大学としても今後ますますしっかりやっていかなきゃいけないということを感じましたけれども、実際にプロフェッショナルとして活躍されておられる立場から、富山さん、いかがでしょうか。

富山 もうちょっと具体的にかみ砕くと、プロフェッショナルといっても大きく2通りあると思ってまして、M&Aに関するトランザクション・プロフェッショナル、取引引きを起すところのプロフェッショナルというのと、それから実はマネジメント・プロフェッショナルも大事でありまして、先ほど出たポストマージャーの議論というのは、実はマネジメント・プロフェッショナルの議論になっちゃうんですね。

それで、先ほどいみじくも日本の会社というのは、同士でやっちゃうと後にも先にも人材ニーズが出ないというんですけれども、実はそれは本質的なニーズがないのではなくて、あえて

本当はニーズがあるのにそのニーズを顕在化するのを避けようとするインセンティブが働くから人を雇わないんです。マージャーであろうがアクイジションであろうが、さっきの吉田さんの議論と一緒になんですけれども、前のままでよかったらM & Aなんかやるわけないんですよ。要は今までと未来に不連続をつくりたいからM & Aをやるんですよ、これ。合併であろうが買収だろうが。ということは、不連続をつくるということは不連続のマネジメントをしなきゃいけないということです。不連続のマネジメントをやるのに大抵の場合、もともといた人だけでできるということはまずあり得ません。これはもともといた人も必要なんですよ。不連続というのはすべてが不連続になるわけじゃないですから、何を連続させて何を不連続にするかということ、これをどうマネージするかということをやっつけていかなきゃいけないですから、これはもともといる人間と新しい血が交わって初めてできるんですよ。実はこの厳然たる事実というか絶対的命題に、結構日本の今までの合併というのは目をそむけてやっています。これは絶対的な真理なんですよ。それから目をそむけるのをやめた瞬間に、実は新しいマネジメント・プロフェッショナルも必要になります。

そういった意味合いで言うと、これは総じてプロフェッショナルと言われているタイプの仕事を担う人たち、これはだからトランザクションにしるマネジメントにせよ、日本は確かに極めて厚みが薄いです。これは当たり前で、日本にはまずプロフェッショナル型の組織というのがないです、民間にほとんど。ですから、会計士とか弁護士ぐらいしかないんですよ、プロフェッショナルになろうと思うと。あとは頑張って吉田さんみたいなところの会社に入れてもらうとか、会社としてすごく、例えばコンサルティングファームとかいろいろ足してみても大した従業員数はないですよ、雇用数は少ないです。大抵の方は普通に終身雇用の会社に入られて、その中でサラリーマンとしてずっとやっていかれますので、基本的にはプロフェッショナルという職種の厚みが非常に薄いです。

ビジネス・プロフェッショナルの世界というのは、実はそんなに境目がはっきりしていない、これはやってみるとわかるんですけども、実はこのトランザクション・プロフェッショナルとマネジメント・プロフェッショナル、この境目が結構あいまいなんですよ。例えばこういう局面のマネジメント・プロフェッショナルというのは、結構トランザクション・プロフェッショナルなことも知っていないとできないんですよ。そういった意味で言うと、実はその境目はあいまいで、むしろ私は大事だと思うのは、広い意味で広義のこういうプロフェッショナル型のビジネス人材というんでしょうかね、それはもともとが法律家の人もいるでしょうし、もともとが会計士の人もいるでしょうし、もともとが普通の経営にかかわってきている人もい

るでしょう、あるいは金融出身の人、いろいろな方がいていいと思うんですけども、そういうプロフェッショナルとして立っていくタイプの職種、それから職種の階層というものをさすがにアメリカと比較すると多分何十分の1しかないんじゃないですか、日本というのは。あるいはヨーロッパと比較をしてもやっぱり何十分の1しかないと思うので、そういった職種、階層というものをどうつくっていくかというのは、もっとこれは単にM & Aだけではなくて、我々がやっている事業再生も実はほとんどやっている中身は一緒なので、日本の産業社会を今後考えたときに、非常に大きなテーマなのかなというふうには感じています。

落合 M & Aプロフェッショナルという点につきまして、ほかの方々、ご意見ございますでしょうか。

では、服部さん、いかがですか、まさにプロフェッショナルのお一人ですけれども。

服部 富山さんがおっしゃられたように、トランザクションの専門家というのはそんなに多くないですよ。まさしくそれは一時期しか必要じゃないわけですから、ずっと必要じゃないので、これはなかなか日本の今のシステムだと難しいと思うんですけども、やはり長い目で見ると、マネジメントのプロフェッショナルという方が蓄積され育って、アメリカの場合、そのマネジメントというのは、まさしく私の職業はマネジメントですという人がいっぱいいて、いろいろな会社を次々とマネジするということですから、そういう形にまでは行かないんでしょうけれども、マネジメントのプロフェッショナルというのが、一生涯仕事ができるような社会システムというのが何らかの形でできるとその厚みが増すのかなと、簡単なことではないと思いますが。

落合 確かに日本も見渡しますと、会社も、役所もいわゆるプロフェッショナルというのはあまりいないような感じであり、いわばゼネラリスト中心の世の中であることは事実でしょう。つまり日本全体を見ましてもプロフェッショナルの層が薄い。それに加えてM & Aのプロフェッショナルということになると、ますます層の薄さが目立って、これでは、M & Aがプラスの方向で利用されることの相当な妨げとなっている。この辺をいかに打破していくかがわが国のM & Aの大きな課題と思いますが、吉田さん、今後、どうやっていけばこの辺のところを改善できるでしょうか。

吉田 私もレコフをつくって約20年近くに、M & A始めて30年になるんです。その30年前からM & Aに従事できる人の資質というのを直感的に思いつき、その後も折りに触れて申し上げています。公認会計士の素養を持っていること、弁護士の素養を持っていること、アナリスト的な素養を持っていること、2カ国語はちゃんと理解できること、抜群の渉外力があること、

こう言っているんです。大体こう言うと、みんな笑います。おるわけないんです。しかし、この5つの「素養」があることが、M & Aにはどうしても必要なんですよ。

渉外力という意味では、M & Aというのは技術だけではどうにもならないんです。企業と企業を紙の上だけで組み合わせたら、最高の組み合わせなんてなんぼでもできるんですよ。これとこれだったらぴしっといくと、BS / PL上はこれでいいとなるんです。しかし、それは絶対できない。人間の心、フィロソフィー、あるいは生きざまといった、いろいろなものが組み合わせられてできる有機体結合なんです。

したがって、渉外力、つまり相手方をその気にさせていく渉外力、一方の気持ちをちゃんと相手に伝えてあげられる村度の心、こういうものを備えた渉外力はどうしても要るわけです。これがなかったらトランザクションはできません。

また、M & Aは法律の塊なんですよ。頭が痛くなるぐらい法律の塊。そうした法律的なことを素養のない人にやれと言ったら頭が痛くなってできないでしょう。

さらに、会計の集まりなんですよ。BS / PLが読めなかったらM & Aはできません。じゃあBS / PLが読めたらそれでいいのか。これをかみ砕いたらどうなるかというアナリスト的分析ができなきゃいかんでしょう。この5つは全部必要なんですよ。

ここに落合先生がおられるんですが、日本の大学の教育はどうなってるのかということも言っても始まらない。じゃあ私は何を言うかといったら、1つのディールをやりますと、これらの分野を少しずつかじるんですよ、周りの人に教えられながら。M & Aは徒弟制度の連続です。学校で教育していろいろなものを入れたからといってM & Aのプロフェッショナルはできません。素養だけあればあとは現場に立って、ディールを幾つもこなすことによって自分の不足している知識をどんどんと補給していく、また世の中はどんどん変わりますから、アプリケーション能力、変化対応能力が必要です。そういう人材をどう養成するかということを考えてもらうことを僕は藤岡審議官にお願いしたい。これは単に学校をつくれればいいという問題じゃないんです。徒弟制度という言葉じゃ古いと思われるかもしれませんが、徒弟というのはお客さんに教えてもらうという意味なんですよ。今、服部さんがおっしゃったように、レコフに入っただけではプロにはなれない。必要なのは、お客さんの胸をかりてどんどんやっていくこと。

私は30年前にM & Aを始めた時、私の師は日本の流通業だったんです。日本の流通業は私に、胸を貸してくれた。日本流のM & Aを私なりにつくらせてくれた。大規模店舗法という法律ができなかったら、流通業界にM & Aのマーケットはできなかった。大規模店舗法というのは、簡単に言えば店舗の規制をやったわけです。それまでたくさんの店舗を持っているところはも

う出せませんから、どこか既存店がないかと探したわけです。逆に小さな企業はこのままやっ  
ていったらつぶれるかもしれない。そうすると小さい企業は売ろうと考える、大きい企業は買  
おうと考える。この中で営業譲渡とかいろいろなものが生まれ、私もいろいろ教えられてきた。  
じゃあ今はどうだと、今も同じなんです。法律がどんどん変わっても、M & Aを実践させてく  
れる企業がなければできない。だから企業、ディールをつくるような教育システム、それを勉  
強できるようなシステム、これが必要であります。

#### (5) 各論4・M & A時代に向けた法制度、税制等の改革

落合 万能の天才レオナルド・ダ・ビンチみたいなのを目指して……。これは大変なこと  
ですが、しかし、M & Aは、非常にやりがいのある分野であることも確かであり、多くの方々  
がそれを目指すというようなことになってくると非常にありがたいと思います。

それでは、いよいよ各論の最後のテーマであるM & A時代に向けた法制度、税制等の改革は  
どうあるべきかにはいりたいと思います。M & Aについて多くの提言を行っておられる服部さ  
ん、この点いかがでしょうか。

服部 先ほど申し上げましたように、商法とそれから会計基準は本当に随分ここ5年ぐら  
いの変わりまして、ほぼ必要な改革はできているのではないかというふうに思います。法律  
も細かいことを言い出すと商取法でTOBルールがいろいろ問題があるとか、これはもうい  
ろんなことが指摘されていますけれども、例えば要するに日本の場合、51%持っている親会社  
がいる上場会社っていっぱいあるじゃないですか、こういうのの支配権を買いたい人に売りたい  
人が相対で売るとこれは売れません、3分の1を超えていますからTOBルールということでTOBを  
しなくちゃいけないと。そうすると一般株主が応札しますと、大株主は全部売れない、手  
残り株が発生するということで、これは昔から言われている話ですけれども、去年の夏に、突  
然、これをいわゆる著しく少数までは3分の1までいいというふうになっているんですけ  
れども、著しく少数の定義を50%に規制緩和する予定という記事が日経新聞に載りまして、  
一部関係者は非常に喜んだんですけれども、去年の暮れには何か財務省の審議会の方で別の  
答申が出てやらなくなったということだというふうに理解しておりますが、そういう細かいこ  
とはいろいろありますけれども、やはり本丸は、今は私は個人的には税法だと思っています。  
税法についても06年3月の先ほどから申し上げておりますこの三角合併、別にこれだけじゃ  
ないんですが、タックスフリー・スピンオフも非常に重要だと思いますし、ほかにもあるん  
ですけれども、やはりこの税制が、本法が認めているのにできないものをとめちゃうという  
ことは非常によくありません。そういう意味からしますと、この間日経新聞に出ましたね、三角合併につ

いて無税要件をつくる予定かというやつが。去年と同じにならないといいなというふうに非常に思っております。

もう一つつけ加えますと、やはりそういう税金の問題が中心ですけれども、今やはり行政に対して一般社会が求めている機能というのは、過去においては戦後の高度経済成長とか、もっと言えば明治維新以降、やはり若干半計画経済的な運営の中で、行政の企画立案機能というのが非常に重要だったし、重要な役割を実際に果たしたと思いますけれども、その時代はもう終わったと思うんですね。そうすると、もちろん企画立案も引き続きやっていただいていたんですけども、もう一つ求められるのは、やはり公正なるレフェリーとしての機能だというふうに思いますね。そうすると、この公正なレフェリーはまずルールをつくらなくちゃいけないですね。ルールは法律が基本ですが、法律だけでは全部細かいところは決まりませんので、政令とか省令とかあるんですけども、もう一つさらに踏み込んで、例えばセーフハーバー・ルールとか、そういうものをグレーゾーンに対して積極的に提言していく、あるいはそういうことをするべき分野がどこに必要なのかということを理解するためには、法令適用事前確認制度というのが既に始まっていますが、こういうことに対する民間からの質問が非常に重要なテーマを示唆することになると思いますし、行政にとっても重要な情報源だと思うんですね。

例えば税法については、今年の3月までは財務省は納税者の個別の事情にかかわることは対象にしないということで、これについては私もいろいろなところで言っていましたけれども、別に私が言ったからじゃないと思いますけれども、4月から納税者の個別の事情についても質問してよいということになったんだそうなんですけれども、実務的には、実務界ではそのかわり個別の事情について聞いていいけれども、聞いたことは必ず実行してくださいということになっているという理解がかなりあるように思います。実際、財務省のホームページを見ますとそのようにとれますね。これも困るんですよ。税金の問題というのは、早い話が課税になるんだったらほかの方法を考えるわけでございまして、聞いたら答えにかかわらず絶対やれと言われるとこれは困るわけなんですよ。

あるいは商法も随分改革が進みましたけれども、いろいろ問題があります。例えば敵対買収防衛策とかいって、新株予約権を使ってポイズン・ピルができるかとかありますけれども、何かチャリタブル・トラストに持たせておけば株主平等原則に反しないんじゃないかとか、いろいろなことを言う人がいますけれども、こういうのもアメリカでは裁判の判例の積み重ねで運用が定まってきたという経緯がありますが、日本の場合はアメリカほど訴訟社会じゃないですから、判例の積み重ねを待っていると何十年かかるかわかりませんから、できればやはり行政

が、法務省ですかね、これですと、セーフハーバー・ルールのようなものを提言していただいただけると非常にいいと思うんです。ちなみに法務省のホームページもおもしろくて おもしろいと言っちゃいけないですが、この法令適用事前確認制度、導入をもちろんしております。何でも聞いてくださいと、すぐ答えます、60日以内に答えますとか書いてあるんですけども、ただ聞いていいのは以下の法令ですと非常に限定されておりまして、外弁法とかあまり聞きたくないようなやつが多いんですね。商法は入っていないんですよ。ですからいろいろな方法で、行政がこれから国民に対して公正なるレフェリーとしての機能を発揮していく分野というのは非常にあると思うので、そういう方向に進むといいなというふうに思っております。

落合 M & Aを実際に行っている中で、いろいろ制度面について感じられておられることが多いかと思しますので、この点につきまして、富山さん、いかがでしょうか。

富山 恐らく今、服部さんが言われたような問題を含めていろいろな問題があるので、うちは時限立法でやってきて、税制の問題等々で時限的にある種の特典がある仕組みになっているんですが、よく考えたら時限というのも変な話で、本来、時限でできるものだったら普通制度的にやってもいいんじゃないのかなという気も私もすごくする問題が多いです。

非常に大きな議論として、商法とか会計制度というのはかなり整備されてきているんですが、今度は今まさに公平なレフェリーとしてそれを運用するという議論がありましたけれども、次に運用の問題がやっぱりまだ非常に大きくあると思っています。

例えば、会計制度は制度として非常に厳格になったとしても、実際に本当に保守的で透明な会計監査をしようと思うと、現状例えばこのくらいの甘さだったらこれから厳しくしようとするの間には、普通一遍でやろうと思うとそれこそ10億円とか20億円とかとんでもないデュー・デリジェンスコストを使わないとこの調整ってできない場合が結構多いんですよ。

ところが今の現実の日本の会社がどうでしょう、上場企業が払っている監査報酬って大体平均すると多分数千万だと思うんですね。そうすると監査法人にしてみると、責任はすごくどんどん重くなって制度的に厳しくなっているんですけども、例えば数千万の監査報酬で、この会社の財務内容を全部本当に今の会計制度に照らして極めて保守的に全部洗い直して、今回のカネボウでやったみたいない一遍にきれいにしろと言われても、これは現実には監査法人はたまったもんじゃないんですね。

したがって、じゃあそれをどういうふうにやっていくかというのは、今申し上げた経済的な監査法人の懐、そろばん勘定というような問題、それからもう一つもっと言えば、そういう例えばもし変なことをやった場合に、例えば粉飾みたいなことをやった場合にどれだけの厳しい

罰則があるんですかという、アメリカはエンロン事件で大分法律を厳しくしましたけれども、罰則を、そういった問題とか、運用を実行化するためにどうしていくかという議論はまだまだ結構あるのかなと思っております。

それからあと、これは我々がまさに直面している問題ですが、普通に動いている会社のM & Aというのは比較的まだ難しくないんですね。問題は、大体M & Aというのは困窮しているときに起きやすいんですよ。困窮している会社というのは基本的には過剰債務です。ということは、株主価値がほとんどなくなっています。そうすると、その困窮状態において、本当の意味で全体にとって最適な経済合理的な行動パターンをとろうと思うと、実はいろいろなハードルがあります。これは税務面でもまだいろいろな意味で、例えば債務免除を受けた債務免除益を資産の評価減で消せるかどうかという話であるとか、それを相殺しないと、できないと、例えば債務免除をとってM & Aをやったとしても、今度は税金がすごい債務免除にかかっちゃって、税金倒産をもう1回しなきゃいけないという冗談みたいなことが起きちゃうんですね。あるいはカーブアウト方式で、例えば事業部門の売却、譲渡をするスピンオフ型でやろうとしても、例えばやった後に残った会社が法的制度で倒れちゃったりすると、今度は否認権の問題とかでそれを取り戻されちゃったりとかいろいろなことがあるわけです。

あと一番最近話題になった案件もそうですけれども、困窮企業の経営者の例えば忠実義務ってだれに向かっているのかと。果たして株主に向かっているんでしょうか、それとも債権者に向かっているんでしょうかという問題があったりして、例えば昔、結構銀行のメインバンクのガバナンスが強烈だった時代というのは、そういう状況になると結構メインバンクがわっと出ていって、経営者が言うことを聞かなかつたら交代させてということまでやっていましたよね。ところが今、そこまでやっちゃうと、へたするとそれでもし失敗した場合に、たかだか貸手にすぎない人がそこまで経営に関与して、へたなことをすると貸手責任だとか言われて、今度銀行の偉い人がへたすると銀行の株主から代表訴訟を受けちゃったりするわけです。そうすると、そういう今のようなご時世、今のようなコンプライアンスがかちとしてきたご時世の中で法の建前どおりやっっていこうとすると、今の現状の日本の法制度においては、少なくとも困窮して実態は債務超過になっても、例えば上場企業であれば一番典型的にそうですが、いまだに経営者のフディーシャリー・デューティー（忠実義務）は株主に行きます。そういう過剰債務状態の株主の行動パターンというのはどういうふうになってくるかということ、これはもう服部先生なんかの専門の分野ですが、基本的に非常にリスクの多い方法を選ぼうとします。というのは、実体的な株主価値がなくなっていますから、実体的な株主価値ってオプションバリ

ユーだけなんです。万が一何か神風が吹いてうまくいった場合に、価値がまたゼロがふえてくるわけですね。オプションバリューを上げるためにはできるだけリスクの大きい行動パターンをとった方がいいんですね、上にも下にも。だから大体みんな会社が危なくなるとそういう行動パターンに走りますよね、一発勝負に出るんですよ。大体競馬に負けてくると最後の方で大穴を狙って一発勝負になると、これは極めて経済合理的な行動パターンでありまして、そういうことが起きるわけです。一応この問題、実は世界的にも共通に問題になっていて、こういう状況下で経営者の行動をどうするかというのは非常にいろいろな議論があります。

先ほどの判例法の議論がありましたが、アメリカでもようやく判例法の蓄積においては、デフォルトになった状態においては経営者のフデューシャリー・デューティーは株主から債権者に移動するという理屈がだんだんでき上がりつつあります。そこからデッター・イン・ポゼッションという言葉が出てくるんですが、これは債務者占有というふうに言うんですけれども、これはなぜ占有と言うかということ、債務者が債権者のかわりにその受託者として占有しているから占有という言葉を使うんですけれども、そういった考え方がやっとでき上がりつつあります。

実は日本の場合には、もともとただでさえ株主が比較的経営に関心が薄い国です。そういう国でかつ困窮状態になって、かつてのようなメインバンクが主導的な役割を果たせないような経済環境下において、困窮した会社がどういうふうにM & Aを展開していくかという問題というのは、実はアメリカ以上に結構深刻な問題です。銀行の不良債権処理が進まなかった1つの大きな要因あるいは不良債権ができ上がっちゃった場合に、なかなか物事が前に進まない非常に大きな要因は、実はその問題があります。ですから、現実には今の環境下でレンダー主導でM & Aとかをそういう状況でやろうと思うと、実際は何年も何年も時間をかけて銀行から派遣した役員の数を改選ごとにじわじわふやして行って、気がついたら元UFJ出身の人が過半数でした、元SMB Cが過半数でしたというふうにしないと、結局貸し手の立場で物事を動かさないんですね、そういう問題があります。この後、日本の基本的な資本主義のシステムというのが、競争型でやっていけば必ず困窮企業というのが不良債権問題の根源になりますし、その困窮した会社をどういうふうにスムーズにM & Aを起こして行って、さっき言った人、物、金を再配置していくかというのは非常に大きな課題です。そうすると日本的なこの環境下の中でどうやっていくかということを見ると、この困窮問題、困窮している企業のM & Aをどうスムーズに進めるかという制度整備というのはどうしてもこれは考えるべき問題だろうと、産業再生機構的にはつくづく思っています。あくまでも産業再生機構の仕組みというのは一過性の

非常に特殊な形ですから、これはあまり本来やるべきスタイルじゃないんですよね、個別企業に実際国民のお金を使って介入しているわけですから。そうすると、本来、さっき服部さんがおっしゃったように、ルール型行政で行くとすれば、やっぱりそれは制度的にどうしていくかということ議論すべきなんだろうなと思います。

それから、最後にもう1点だけ、こういった人の問題に触れたいんですが、実はこういったM&A時代というのは、さっき言ったようにプロフェッショナル型の人材、要するに人材の流動性というのは非常に重要になってきます。そのときに、今の例えば社会保障制度等々を含めたいろいろな仕組みが、日本の社会というのは大組織の外に出ると非常に不利になる仕組みになっています。細かいことを言うと、大企業に勤めていないとへたするとアパートも借りられません、この国は。

例えば、私、前の会社、レコフさんはもう有名だからそうじゃないかもしれないけれども、私、前は 社という会社にいたんですけども、 社という会社、結構東大出の学生なんかも受けに来るその世界では有名な会社なんですけれども、例えば日産からうちに転職してきますね、 社に。そうすると、前にいたアパートから追い出されちゃったりするんですよ。上場企業じゃないじゃないかというふうに言われて、それじゃあまりにも、そうすると大体ショックを受けるのは奥さんがショックを受けるんですね。かみさんと親、兄弟がショックを受けるんですよ。息子は落ちぶれてそんな会社に移らなきゃいけなくなったのかと。そうなるでしょうがないから、大体毎回毎回私が保証人になって、私はこれだけ多少なりとも資産を持っていますから、私の連体保証で彼を住まわせてやってくださいとって救うんですけども、そういう問題がいっぱいあります。この辺は果たして税制、法制の問題かどうか分かりませんが、これは何とかならないのかなというふうに思っているんですよ、藤岡さん、よろしくをお願いします。

落合 M&Aを効果的に実施するについては、制度面においてもいろいろな問題があるますが、例えば法制度に関しては、服部さんが言われたように、敵対的買収の場合に、取締役が善管注意義務違反を問われない場合あるいは問われる場合がどういう法的ルールなのかは、大変重要です。その点について予測可能性が高い明確な法的ルールがないと、経営者は非常に難しい立場に置かれます。しかしその辺がまだ明確になっていないという点があって、一つの重大な課題となって残っております。

それから富山さんがいわれた債権者と株主との利害調整をいかにするかという問題においても、法的ルールが果たす役割は大きいと思われま。確かにアメリカの場合は、債権者に会社

法上、積極的な保護を与えるという考え方は、一般的には弱いのです。というのは、合理的な債権者であるならば、会社と交渉して自分を守るべき条項をその契約の中に盛り込むことができるはずであり、契約が債権者がみずからを守る第一の方法なのだと考えるのです。契約のバーゲニングであり、それをみずから十分活用しなかった結果、不利益を受けるのはしょうがないじゃないかという割り切りがあるのです。しかし、契約による保護があるではないかといっても、それだけで十分かといえ、アメリカでも議論があります。もちろん不法行為債権者の問題がありますが、そうでない場合でも、たとえば、社債権者の保護の問題が、M & A、特にLBOに関連した議論されました。社債権者が社債契約締結時には予想もしなかった形に変わる場合に、株主は利益を得るが社債権者は損害を受けるが、社債契約ではそうした問題の対応が不十分ではないか、契約による保護は本当に有効なのかが議論になったのです。富山さんの話にありましたけれども、株主がリスクな選択をして会社の価値が毀損されたという場合に、社債権者はどうしたらよいかであり、株主と社債権者の利益が対立する場合に契約による保護の有効性はどうなのかであり、契約条項というルートを使ってはなかなか回復できないという問題が生じ、取締役は、株主だけではなくて債権者に対しても忠実義務・善管注意義務を負うべきだという議論が主張されるようになりました。これは、いわば平時での株主と債権者の利害調整問題ですが、さらに会社が債務超過になる段階、すなわち危機的段階においては、取締役が忠実義務・善管注意義務を果たすべき主体は、株主ではなく、債権者になると考えることで、株主と債権者の利害調整を図ろうという考え方が一般的になっています。つまり倒産時になりますと、株主から債権者、取締役がその義務を負う対象をそういうふうに変えるルールを設けることによって株主のハイリスクな選択というものを抑えようというわけです。平時でも取締役は株主のみならず債権者に対しても忠実義務・善管義務を負っているのだとの考え方は、主流にはなっていませんが、危機的な時点では、取締役は株主ではなく債権者に対して忠実義務・善管注意義務を負っているとの考え方は、一般的なルールになっています。

そういう整理が、アメリカの会社法では可能ですが、日本の場合は、会社法に266条の3という規定があって、これはちょっと世界的に見るとかなりユニークじゃないかと思いますが、その規定によると、取締役が職務執行について悪意・重過失があって、債権者に損害を与えた場合は取締役はその債権者に対して損害賠償責任を負うと定めております。この規定は、倒産した会社の取締役の個人責任を追及する手段として、会社法の規定のなかでもきわめて多く利用されております。たとえば、倒産状態にあるにもかかわらず、そうでないとする取締役の言を信じて商品を納めたが、案の定、倒産となって代金を回収できなくなった場合に、債権者が

商法266条の3を使って取締役の責任を追求するという形の事件は非常に多いわけです。このように日本の場合はアメリカと違って、債権者を保護する明示の法的ルールが商法266条の3という形であるというのは、アメリカの場合とは異なる特色です。商法266条の3のような規定があるのは、先進的といっているのか、これは議論があり得ますが、そういう相違もあることは意識する必要があるでしょう。したがって、日本の会社法のそういうような特色をも踏まえて、今後M & Aに関してできるだけ効率的でかつ公平な法ルールを用意し、充実させていくことが、M & Aをプラスの方向に活用できるものとするために必須であり、商法としても十分考えていかなければならないと考えております。

#### (6) むすび

おかげさまでM & Aに関する基本的な問題点についていろいろ議論をしていただいたのですが、この後フロアの方からご質問を受けることも予定されておりますので、パネルの方はいよいよむすびの方に入ります。まずはなんといいましても、パネラーの方々の非常に率直かつ有益なお話に対しまして厚く御礼を申し上げます。

持続的な成長の確保に向けての企業のM & Aの果たす役割というテーマで、総論、各論とご議論をしていただきました。本日のパネルディスカッションを聞いた方々のなかでは、M & Aはよくないことだから、なるべく日本では行われにくくすべきであるとのお考えを依然維持される方々は最早おれれないと思います。M & Aが良いか悪いかは、いい悪いというのはちょっとあまり適切な表現ではないのですので、より正確に言い換えますと、企業の価値を増加させるM & Aは、これは決して否定すべきことではなくて、むしろ積極的に活用しやすい方向にもっていくことが必要です。そうすることにより、日本企業の競争力がつくことにもなりますし、日本経済全体の繁栄にもつながるわけであり、日本企業に頑張ってもらうためにも、M & Aをよりやり易くすることが必要です。

もっとも日本企業のみには焦点を当てるのでは、問題把握としては、十分ではなく、国際的な面にも十分考慮する必要があります。つまり日本企業と外国企業がイコール・フットイングな場で公正な競争をしていく環境作りが必要です。日本のマーケットが日本企業のみならず外国企業も十分に活躍をすることができ、それによって日本企業の競争力もつくことが必要です。日本市場が外国企業の参入もあり、全体として日本の活力がそれによって増すのであれば、鄧小平の言葉じゃないですけども、ネズミを捕る猫は白でも黒でもいいわけです。そういう意味で、M & Aの問題を完がる場合にも、内外平等の視点に立って、効率的で公正な競争環境を作り出すことが目標とされるべきであります。

我々の目標は、日本のマーケットをM & Aの活用も含めて効率的でしかも公正で開かれたマーケットにすることであり、その目標を実現するためにも、M & Aが自由にできる状況にしなければならないのであり、そのためにさまざまなご意見をパネラーの方々から出していただきました。これらの意見を、ここにご出席の皆さん方もそれぞれ真剣に受けとめていただき、それぞれの組織でそれをプラスに変えていくような方向でぜひご検討いただき、活用していただければと思います。

それでは、以上をもちましてパネルディスカッションを終了とさせていただきます。本日はどうもありがとうございました。（拍手）

それでは、引き続いて、フロアを開放して質疑応答に移りますが、この進行は藤岡さんの方をお願いいたします。

#### （ 7 ） 質疑応答

藤岡 どうもありがとうございました。

法律論から住宅の議論まで幅広くいろいろご議論いただきまして、それでは、質疑応答に移らせていただきます。ご意見、ご質問のある方は挙手をお願いいたします。ご発言の際は、ご所属とお名前を最初におっしゃっていただいて、ご質問は要点をコンパクトをお願いしたいと思います。

それでは、ご質問をお受けいたします。

どうぞ、そちらの方。

聴衆 A

過去、数多くのM & Aが成功し、連戦連勝というような 社さんみたいな会社がありますが、いいディールをつかんでうまく仕上げたポストマージャー・インテグレーションをし、それを効率的にうまくやっていくノウハウが組織内にあると思うのですがそのような組織の能力によって、M & Aを成功に導く要因というのは何かというのを教えていただきたいのですが。

藤岡 社はM & Aで有名な会社ですけれども。

富山さん、お願いします。

富山 社の場合は、ご存じかと思えますけれども、いつも同じチームがあるんですね。トランザクション段階とポストマージャーと、あれだけ続けてやっているの専門部隊を持っています。

僕もある件でその会社の方々と一緒に仕事をしているんですけれども、確かに先ほどの吉田さんの話じゃないですけども、何件もやられているのですごく熟練しているんです。そうすると何

が起きるか、どこに地雷が埋まっているかというのは大体想像がつくので、まず大事故が起きないのです、まず入り口の段階から後まで。それなりのペースでどんどんやっていこうと思うと、専門集団を内在化して持っていないとまずいのかなと思います。

一方で、あの中にきちんと「プロフェッショナル系の人間をプロフェッショナル型の待遇・処遇をして雇う」という違うモデル、三角形のところには今度は丸いモデルを内在化しているところは立派ですね。それからあの部隊に関しては、今は変わってしまいましたけれどもすぐ上に  
さんがいるんです。だからすごく早いんです。

例えば私が交渉していると、目の前に担当者のAさんがいます。大体その2人後ろに経営トップがいるんですよ、常に。ややこしいと、経営トップに電話します。経営トップはイエスカノーかすぐ決断する。そこでまずディールとして勝っていきます。残念ながらほとんどの場合、競争している日本の会社は大人数で稟議を回し始めるんです。それを始めると、5人、10人、トップのところに行くまでにレイヤーが5つも6つもあって、その間にどんどんかかわる人間がふえてわけわからなくなってしまう。だから 社の担当者、買い手の担当者は時差を使って、一晩あけてイエスカノーかを言うてくるのですけれども、日本の会社の場合、買い手が日本電産の永守さんみたいな人だったら早いんですけれども、立派な会社の場合は遅いんですよ。

ですから、そうすると結局、その会社が持っている問題に対してどのような意思決定をしていくかという会社のあり方の問題になっていて、そういうプロフェッショナルな仕事ですよ、M&Aというのは。トランザクションもポストマージャーも。そうするとプロフェッショナルな仕事をしていくために、その買い手の会社自体がどんなコーポレートモデルを持っているかというところにメスを入れないと、いわゆる立派な日本のサラリーマン会社といいたましようか、行儀のいい立派な会社というのはなかなか 社に対抗できないのではと私は思いました。

藤岡 それでは、次のご質問どうぞ。

聴衆 B

若干、認知なところの話題ですが、タックスフリー・スピンオフに関しまして、一般的にお答えいただければよろしいのですが、例えばアメリカですと株主の要求でありますとか、もしくは経営の観点から前向き、もしくは後ろ向きのスピンオフがなされてきました。ところが日本で仮にその制度が導入されても、果たして株主がそれを要求するのかどうか。特にスピンオフですと、1つの企業を資本関係のない2つの会社に割ってしまうんですけれども、特に吸収分割のようなことも考えないで、あえて2つの会社をつくってしまうようなことが経営

の選択としてあり得るかどうか、本当に日本で定着するのかどうか、この点に関してちょっとお伺いしたいと思います。

藤岡 これは服部先生、お願いします。

服部 それは確かに親会社の、分割をする会社の時価総額は当然減るわけです。それから、分割をする会社のやっている事業範囲も減るわけです。自分とは全然関係ない会社、最初は株主が全く同じなんですけれども、分割をした会社も上場会社として直ちにトレードされるのであれば株主はどんどん変わっていってしまう。

これに対して、結局2つの会社の合計の時価総額がふえるのでしたら、株主価値の創造ですよ。という説明で、株主価値増大のためのM & A戦略でよろしいんじゃないですかという説明をするわけですが、過去において、そういうお話を経営者の方にした経験があるんですけれども、あまり受けはよくないですね。なぜかという、申し上げたように、自分の会社の時価総額が下がり、こちらの配下の事業範囲は減るといふあたりがいま一つ琴線に触れないというのはあります。

ただ、わざわざ合併を選択せず共同株式移転を選択して、純粹持ち株会社のもとに経営統合をするというのがはやっていますよね。これが日本人の琴線に触れる理由はいろいろあるんですけれども、一番大きいかわからないですけれども1つ重要なのは、合併すると社長の数は2が1になるんですけれども、持ち株会社に統合すると社長の数は2が3にふえるんですね。同じことがこの会社分割についても言えますので、株主価値増大というところを納得できれば結構行けるかなと。

あとはまじめな話、今のがまじめじゃないというわけではないんですけれども、もう一つ申し上げれば、やはり現状において選択し得るオルタナティブは子会社上場であって、その株主価値破壊のメカニズムというのは、やはりドコモとNTTの関係でかなり証明されたわけです。それ以前は、やはり例えば日立がたくさん上場会社を持っていても日立が5兆円で一番大きな上場会社が5,000億で、その50%を持って2,500億が税引き前か税引き後かというのは、5兆円の中では誤差の範囲内でよくわからなかったわけです。ですから必ずしも証明されていなかったんですけれども、日本の中にこういう身近な例で子会社上場というのは危険な財務戦略だということが説明しやすくなってきたということも追い風だと思います。ニーズはあると思います。

藤岡 ありがとうございます。

それでは、次のご質問をお受けします。

どうぞ、そちらの。

聴衆 C

今日のテーマの中に、地域活性化との関連で、研究会で議論されてきたというお話もございましたので、そのことから少しお伺いしたいんですが、富山さんの産業再生機構に私ももお世話になっているんですが、地域活性化という場合、非常に地方ではM & Aというのは事業再生に密接にかかわっているテーマでございます。その場合に、地方などで非常に問題になるのは、企業に対して政府系金融機関がいろいろ貸し出しを多く持っていて、そのために事業再生をやるにも従来はなかなか難しい。これを産業再生機構があるがゆえに、現在、幾つか案件はありますし、また検討のテーマにはなっているんですが、実際にはこれがそうであっても難しいという面がございます。

それから、この時限立法でございますから、産業再生機構が解消した場合、今後、その先どうするのかということもございまして、この政府系金融機関というのが一体今後どういうふうな日本の金融システムの中に位置づけられるのか、これは事業再生を妨げていることにもなりかねない。今まで相当貸し込みをしてきていますので、これを放棄する再建放棄ということは踏み切れない。こういうようなことで非常に大きな問題が地方にはあるということでございまして、この辺について富山さんのご見解、それから藤岡さんのご見解をお伺いしたいと思います。

藤岡 富山さん、お願いします。

私は、今日は研究所の特別研究員の立場でございますので。

富山 おっしゃるとおりで、先ほど制度的な話で少し私が言い漏らしたのがその問題で、恐らくOECD諸国や先進国の中でこれだけ政府系の金融機関が大きな投融資残高を持っているのは多分日本だけなんじゃないでしょうか。そういった意味合いで言うと、特に地方の案件というのはおっしゃるとおりで、結構小さな案件でも入っているんですね、政府系金融機関が相当な割合で。そうすると、例えばそのような会社において本来のマーケットプライスでM & Aをやろうと思うと、必ずある程度の金融支援といいたいでしょうか、もちろん株主価値はなくなって、プラスなおかつ金融支援、債権放棄あるいはデット・エクイティ・スワップをやらなきゃいけないという状況になってまいります。

その際に、政府系金融機関の建前というのは一応おっしゃるとおりで、財投にしても何にしても国民資産を担保に入れて投融資をしているわけです。したがって、そのような任意交渉で「すみません、借金棒引きしてください」と言われても、再生できるか、そういう理屈ですよ

ね。それをするなら法的整理しかないでしょうという、ある意味で国民の観点からすればまともな、それぞれ全うな議論なのですが、ただ個別の状況に応じてなくなっている価値はないわけですから、そこでそんなことを言ってみても始まらないのですが、そういう議論が延々と繰り返されて、現実問題としてはその政府系金融機関の中で、それぞれの従業員というのは日本会社でみんなまじめにやっていますので、その政府系金融機関の中のサラリーマンの立場からすると、これはまじめにやればやるほど判を押せなくなるわけですよ、そういうジレンマに皆さん陥っておられると。そうすると、これはみんながそれぞれまじめにやればやるほどそうになってしまう問題ですから、これはおっしゃるとおりで、ある種制度的な解決をしていくしかないわけです。私どもの仕組みというのは、私どもがこういう形で放棄してくださいとお願いした場合には、その協力する義務のある金融機関として法律に明文で書いてありますので、そういった政府系金融機関もそれに応じることができるわけですがけれども、私どもの買い取り期間は来年3月で終わってしまいますと、それにかわるものが確かにないのが今の日本の現実です。そうなってしまいますと、そのような公的なお金を使っている場合、実際にその毀損が起きたときにどういう手続・手順で、必ずしも法的整理という極端な方法にゆだねなくてもスムーズにトランザクションが起きるような、市場原理なんですね、その金額で事業を売るのと同じですから。そういったことができるようにしていくかというのがポスト機構と言いましょ、もっとあるいはずっと恒久的なテーマとして日本の場合には比率が大きいですから、大きなテーマだろうなということは私も全く同感であります。

それともう一つ、地域活性化ということで、もう1点だけつけ加えさせていただくと、私どもがご支援している例えば九州産業交通とかという会社が比較的うまくいっているんですね。あれは一種我々がM&Aしてうちが株を持ったわけですがけれども、そのときにつくづく思いましたのは、日本の産業全体の人配置の不均衡というのは、よく大企業と中小企業という議論で言われますけれども、それプラス中央と地方という軸でも実は人材の大変な偏在があります。実はM&Aというのはさっきの議論にもありましたが、人材をスムーズに再配置する非常に大事な手段なんですね。そういった意味合いで言うと、もっと地方の企業でもそういった意味でM&Aが行われ、それと同時に優秀な経営人材がもっと東京から地方に、あるいは大阪から地方に流れていくことによって再生できる会社ももっとたくさんあるのではないかなというのが、実は25件中半数近くは地方企業です、今まで我々が扱っているのは。そのたびに痛感することでごさいます、我々も人・物・金・時間の限界があるので、なかなか切歯扼腕でできないことがいっぱいあるんですけれども、それはつくづく感じていますので、実はそういう流れがも

っとできていくと、地方の産業というのは実はすごく潜在力のあるいい会社がいっぱいあるので、まだまだ日本の経済成長の余地というのはそこにあるのかなというふうには感じておりません。

藤岡さん、どうぞ。

藤岡 産業再生機構の担当室長の立場からですが、富山さんもおっしゃったように、来年の3月に機構の買い取り機能は終わります。我々としても、まさにおっしゃった政府系金融機関の債権の扱いをどうするかとか、現在、機構が果たしている役割をどういうふうに機構後に、機構後という言い方はおかしいですけども、買い取りが終わった後どうするかということについて、問題意識を持っています。そういうことで、今後、その検討を早めていこうという状況でございます。

それから、地域活性化の話は、機構の範囲ではまさに富山さんもおっしゃったとおりなのですが、このM&A研究会でも実はまだその議論ができておりません。問題は「地域とは何ぞや」と、地域は地域でいろいろな地域があるでしょうと。それからM&Aの機能というけれども、最近、地域再生ファンドがたくさん出ていますけれども、「地域再生ファンドの機能とは何ぞや」、地域再生ファンドをどのように生かしていくか、従来の地域といっても地方自治体の地域じゃないでしょう。そうした場合に、民を生かしながら地域再生を図っていくというのは一体どういうことなのかといったような議論がまだなされていない、と私は思っています。確かに事業再生という言い方はするわけですけども、じゃあ地域の財産をどのようにみんなで守っていくか、生かしていくかという話はまだされていない。それに対してM&Aの機能というのはいろいろあるのではないのでしょうか。今日あった観光の機能もそうでしょうし、いろいろな事業が地域としてはあり得るのではないかと。そうした場合に、単なるいわゆるこういう言い方をしてはなんですけれども、まさに、機構自体が事業再生からみたM&Aのドリームチームであるなら、地域再生のドリームチームというのはちょっと違うドリームチームになるのではないかと考えています。これは私見ですが、その議論はまだできていないと思っています。

では、次のご質問をお受けします。

どうぞ。

聴衆D

ちょっと支障がありますので、米系の投資会社ということでご容赦いただきます。も、大久保さんに、マネジメント・プロフェッショナルの講座について伺いたいんですが、具体的に申し

上げますと、私どもの会社は相当数の企業をこれまで買収しているんですけども、おっしゃったように、O U T・I Nということで、外部からマネージャーを連れてくるんですね、C E O、それからC F O、あるいは人事、企画、あらゆる部門のセクションのマネージャーを外部から連れてくる。すると彼らというのは自分のことしか考えませんから、例えばエグジット、I P Oということであれば3年から5年、この期間の収益を最大化することしか考えない。そうすると、長期的には政策的に劣る戦略であっても、3年から5年の間の収益を最大化させる戦略であればとってしまうんですね。あるいはそれぞれのマネージャーがスタンドプレーというかいい格好をしたがりますので、同じような要求が現場の方に複数同じタイミングあるいは別のタイミングで要求がなされる、そうすることによって現場が疲弊をしてしまうと、こういうことが果たしていいのだろうかというふうに痛切に感じているところなんですけれども。

藤岡 どうぞ。

大久保 多分皆さんそのような事を感じているんでしょうね。実は人材サーチをする会社の人にこの間少し話を聞いたのですが、いわゆるビジネスリーダー的プロフェッショナルの要請が来るときに、最近、最後に必ずつけ加えられることがあると。できればその会社に入って、従業員の人たちをモチベートして、自分が先陣を切って先を示し、一緒に汗をかいてやっていく人たちで、できれば残る気持ちも含めてあるような人たちを紹介してくれないかと。だんだん要望が高度になってきているわけです。それは先ほどの話じゃありませんけれども、だんだんないものねだりが出てくるんですけれども、確かにそういう形でやっていく人たちがプロフェッショナルになると弊害が出てくるので、その会社に残ってくれるリーダーがいらないかという要望になってくるんです。そういう要望に対して現状はどうかというと、実は結構こたえられているようです。かなりの確率でマッチングができるので、実はそのことは成功案件が随分多くなってきているのです。意外といるんですよ。それは現場で実務を積み重ねてきて苦労している人間で、ビジネスリーダーでいい人間は日本の大企業の中に結構死蔵されていて

死蔵されていて、言葉が悪いんですけども、それはかなりの数がいるので、そういう方にだんだんニーズもシフトしてきていますね。

藤岡 ありがとうございます。

それでは、もう時間もございませんので、あと1問、一番奥の女性の方、手を挙げておられましたので。

聴衆 E

少し細かな質問になってしまって申しわけないのですが、ディスカッションの最後の方に、

ポイズン・ピルの話が少し出てきていたかと思います。日本においては、こういったポイズン・ピルがよくて、こういったものが悪いのかという基準を行政が今後打ち立てていかなければいけないということだったと思うのですが、実際にM & Aの実務に携わっていらっしゃる方々が日本の現状を見て、どういう基準が必要と考えられているのか具体的に少しお伺いできればと思います。

藤岡 ポイズン・ピルでございますけれども。

落合 ポイズン・ピルは、敵対的な企業買収をかけられた場合に、株主の価値を守るための手段として考えられるものであり、アメリカでは認められていることがあります。そこで、それが日本でも同様に認められるかが問題となり、今さかんに議論が行われているところです。ところでポイズン・ピルを設計しようとする場合、会社法の強行規定に違反する部分があると無効と評価される危険性があります。この関連では、大きな問題として株主平等の原則に反しないかが議論されております。私は、株主平等原則も全体としての株主の利益を守るための原則なのですから、問題とされるポイズン・ピルが株主の利益を確保し、増加させる目的に合致するものであるか否かが最も重要であると考えております。換言すれば、株主の価値を増大させるような敵対的買収は積極的に是認されるべきであるという考え方に立ったときに、株主の価値を増大させるような敵対的買収をも否定してしまう仕組みであれば、そのポイズン・ピルは、適切ではないのであり、株主の価値を破壊するような敵対的買収に対して株主価値を守るために有用なものであれば、有効ではないかと思っております。もちろん株主価値を守るために有用であることが必須であり、現在の経営者の保身のためのものは、無効とすべきです。

要は株主価値を毀損する方向で働くような仕組みは認めない方向で考えた方がいいというのはコンセンサスではないかと思いますが、現段階では、必ずしも細かい点にまでコンセンサスが形成されているわけではないですから、非常に不透明な状況にあります。したがって、日本型ポイズン・ピルを実際に採用しようという企業はかなり勇気が要るでしょう。ポイズン・ピルの有効性は、最終的には日本の裁判所がどう判断するかにかかります。しかし日本の裁判所が一体ビジネスにフレンドリーなのかどうか、これは必ずしもわからない。逆に言うと、裁判所に持っていくと危ないという感覚を持っている企業人も少なからずいるわけで、そういう意味での裁判リスクというものを考えると、そういうリスクがあるようなものはちょっと採用を控えようという傾向が見られないでもないような気がします。そうだとすると、法的レベルでポイズン・ピルも含めた対抗策一般について予測可能性の高い立法を考える必要性が相当にあるような気がします。解釈論ではなかなか難しいことがあるとすれば、現状を何とか

ブレイクするような明確な法的ルールを作ることが、現在の課題だということだと思います。

富山 一言だけいいですか。

実務的な立場から、M & Aのディールを殺す一番有効な方法、売り手側から。その会社から絶対抜けられたら困る10人がいなくなったらM & Aは壊れます。どんな会社でも10人ぐらいいるんですよ。その10人が一斉にやめたら組織は崩壊するコアになっている10人が。我々が支援決定に入っていくときも、最初に何を調べるかということ、絶対にいなくなれたら困る人。いるんです、そういうやつがいなくなれるという仕組みは完璧なポイズン・ピル。というのは、その人達がいなくなっちゃうと買ったものの価値がなくなってしまうので、制度的なことは別として、M & Aの世界というのは、実際はそういうことを多分吉田さんもきっと見ておられるでしょうし、そういうことを気にして動いていますが必ずわかっている人はそれを調べます。まずデューデリで最初に調べるのは、わかりやすく言うと、この会社で例えば20年後に社長になるのは誰かと聞く。候補が大体10人ぐらい上がってきます。そういう人達はその会社をやめ始めると会社は崩壊していきます。これがリアルな世界です。

参考までに。

藤岡 どうもありがとうございました。

まだご質問もあろうかと思うんですけども、もう予定された時間が超過しましたので、これにて第20回のE S R I - 経済政策フォーラムのすべてのプログラムを終了したということにさせていただきますと思います。

皆さん、お忙しいところありがとうございました。皆様の拍手でもって本会を閉会とさせていただきますと思います。皆さん、本日はありがとうございました。（拍手）