

第1回 M & A研究会

議 事 録

(平成20年7月30日開催)

(落合座長) それでは、時間になりましたので、今年度の第1回のM & A研究会を開催させていただきたいと思えます。

本日は、黒田前所長、それから次長もいずれも異動があり、新しい所長であります岩田所長、それから次長であります中藤次長、お2人ともきょうご出席いただいておりますので、一言ごあいさつをいただければと思えます。どうかよろしく願ひいたします。

(岩田所長) 所長を拝命いたしました岩田と申します。こちらの研究会は、平成15年末からM & A活動マクロ及びミクロの両面から評価して、日本経済の活力ある発展を実現するという観点からご議論をいただいていると伺っております。日本の経済、いろいろな問題を今抱えておりますけれども、M & Aの活動、欧米では少し、LBOのマーケットもおかしくなっているのですが、幸いにも日本はそこからは逃れているということでありまして、これからもM & Aの活動というのが日本経済の活力ある発展を維持するものではないかというふうに考えております。今後もよろしくご検討をお願いしたいと思えます。

どうもありがとうございます。

(落合座長) ありがとうございます。それでは、中藤次長からも願ひいたします。

(中藤次長) 前任の広瀬の後を継ぎまして、7月1日付で次長を拝命しました中藤でございます。どうかよろしく願ひいたします。

(落合座長) ありがとうございます。

それでは、そのほかのメンバーにつきましては、前年度と同様ということでありまして、委員の皆様方どうかよろしく願ひいたします。

さっそく、議題の1に入りまして、最近のM & A動向及びM & A関連の動きについてということですが、この点につきましては、丹羽委員のほうからご報告をお願いし、その後事務局のほうから政府関連の動きについてご報告をお願いするという順序で行いたいと思えますので、丹羽委員、どうぞよろしく願ひいたします。

(丹羽委員) レコフデータの丹羽でございます。レコフグループは4月に会社分割をいたしまして、M & A情報の提供サービス、出版等についてはレコフデータ社が担当することになりました。引き続きよろしく願ひいたします。

それでは、最近のM & Aの動向につきまして、ご報告いたします。時間の制約もありますので、できるだけ今年の特徴にポイントを絞ってお話をしたいと思えます。

それでは、お手元の資料2ページの、M & A件数の推移のグラフをご覧ください。日本企業が絡んだM & Aの件数です。バブル崩壊後の再生・リストラのプロセスにおいて、大企業にM & Aの手法が浸透し、また、法制度等のインフラ整備も急ピッチで行われまして、

95～96年頃からの約10年間、急激に件数が伸びてきたわけですが、06年からは2年連続で高水準横ばい、やや踊り場的な状況になっております。しかし、内容を見ますと戦略的なM&Aが増えており、中身は濃くなってきているというのが実感です。

昨年07年につきましては、サブプライムローン問題の影響を懸念しましたが、件数については余り大きな影響は見受けられませんでした。ただ、今年に入って、さすがに少し影響が出たようで、上半期は1,200件、前年同期比で10%の減少となっております。金融部門の混乱あるいは实体经济への影響が心配されるわけですが、変化への対応をスピーディーに行うというのがM&Aの特徴、役割でもありますので、混乱期に一時的な様子見ということはあるかもしれませんが、よくも悪くもある程度先が見えるようになれば、価格も下がっておりますので、戦略的に必要なものはやるということになるのではないかと。むしろそういうエネルギーがたまっているのが現状ではないかというふうに考えています。

3ページはマーケット別の状況です。上半期1,200件の内訳を見ますと、国内企業同士のM&A（IN-IN）が約77%を占め、ウェイトに大きな変化はありません。他方、クロスボーダーのM&Aですが、これはかなり状況が変化しておりまして、日本企業の海外M&A（IN-OUT）は引き続き堅調ですが、OUT-INにつきましては、昨年が大幅に増えたわけですが、今年は激減という状況になっております。これを少し詳しく見たのが4ページです。上半期の件数合計は10%減ですが、IN-OUTは2.3%増と堅調です。OUT-INは36%減となっております。サブプライムローン問題の影響がここには出ており、対照的な動きになっている。今年の特色の一つだと思います。

もう一つのトピックスですが、5ページの業種別のM&A件数シェアについてです。このグラフは買い手側の業種で見えております。過去55%程度を占めておりました製造業のウェイトが、全体のM&A件数が急増するに従って下がり続け、04年以降、非製造業を下回っていたのですが、この上半期はほぼ同じ水準にまで復活しております。まだ半年の状況ですので、確たることは言えませんが、原燃料価格高騰などへの危機感が契機になっているという感じがいたします。日本経済の基盤を支える製造業、メーカーに大きな変化の兆しが出ている可能性がある。その辺がM&Aの動向にも出ているのではないかと注目しております。

6ページはM&Aの金額ですが、この上半期は4.9兆円で、昨年比27%の減少となっております。件数的には10%減でしたので、大型案件が少ないということが読み取れます。マーケット別ではIN-INが42%減の2兆円、IN-OUTは1兆円から2.6兆円へ、2.4倍になっております。逆にOUT-INは昨年の2.2兆円が2,900億へ、86%の大幅減という状況です。金額につきましては、1兆円、2兆円の大型案件があるかないかで、相当にぶれるわけですが、大型案件の減少にはサブプライムローン問題が影響していると言わざるを得ないと思います。ただし、中規模ディール以下のところについては、そんなには減っていないというのが実感です。

次は7ページです。大型案件を中心に昨年と今年を見比べ、特徴を見てみたいと思いま

す。まず昨年ですが、OUT - INの大型案件が多かったというのが特徴で、ベスト20に6件が入っています。その業種を見ますと、1番のシティグループの日興コーディアルグループ、12番の新生銀行、18番の三洋クレジットといった金融部門、それから、8番の全日空のホテル事業、16番のシンプレクス、これは日興コーディアルグループ系の不動産会社ですが、こういった不動産関係が目立っています。

それから、IN - OUTもベスト20に4件入っておりまして、3番のエーザイによる米MG Iファーマ（医薬品）、5番の麒麟による豪ナショナルフーズ（食品）、あるいは10番のオリンパスによる英ジャイラス（医療機器）の買収など、海外に成長を求める事業会社のM & Aが目立っています。それから、IN - INでは、2番の田辺製薬と三菱ウェルファーマの合併、4番の麒麟による協和発酵の買収など、医薬品業界の大型統合が行われています。それから、6番目の伊勢丹と三越、13番目の大丸と松坂屋といった、老舗百貨店の統合もあり、地銀の統合なども含めて、国内の大型統合が目立った年ということが出来ます。

それに比べ、8ページは今上半期のベスト20ですが、昨年大型案件が目立ったOUT - INが今のところ2件しかないという状況で、逆にIN - OUTが9件を数え、活況となっています。その中では、1番の武田薬品工業の米ミレニアム・ファーマシューティカルズ、2番の第一三共のランパクシー・ラボラトリーズ（インド）の買収、さらに、8番の大塚製薬、12番の武田薬品工業と、大手製薬会社による海外同業の買収が目立っています。また、4番の丸紅、20番の伊藤忠商事など、大手総合商社が資源関係の権益を確保するための投資を行っております。それから、7番のみずほコーポレート銀行のメリルリンチ、9番の三井住友銀行のパークレイズといった、サブプライムローン問題に絡んだ金融支援のための投資が行われたというのも特色といえます。

次に、IN - INですが、3番の足利銀行、5番の日本航空、14番の日本ビクターなど、どちらかという再建救済型が目立っております。

7月に入りまして、東京海上日動火災がアメリカの損保会社フィラデルフィアを5,000億で買収するなど、大型のIN - OUTのディールが引き続き出ており、IN - OUTの活発化が今年の最大の特色です。

9ページは、日本企業に対する投資会社のM & Aで、投資会社にはファンドが含まれています。今上半期は122件で、前年同期比35%の大幅減少になっています。ディール全体に占める割合も昨年は15%でしたが、今年は10%ということで、ファンドの資金調達（LBOスキーム）にもサブプライムローン問題の影響が出ていると言わざるを得ないと思います。特にOUT - INは、上半期39件と、前年同期の88件に対して56%減となっています。OUT - IN減少の最も直接的な要因かと思えます。

10ページは、投資会社の売却（イクジット）の状況です。上半期33件と、前年同期比37%の増加となっています。前のページのとおり、03年、04年あたりからファンドの投資が急増したわけですが、その投資回収（イクジット）の時期がそろそろ来ているというこ

とでして、株価的には満足できる状況・時期ではないとは思いますが、対投資家との関係もあり、それなりにイクジットをしていく必要があるということかと思えます。

11～12ページは、上半期の売却案件の主なものです。個別に見る余裕はありませんが、基本的にファンドによる売却の受け手はシナジーのある事業会社が多いということです。ファンドからファンドというものもありますが、基本的にはストラジックバイヤーが多い。それから、上半期の注目点は、海外の事業会社による買収です。タイ、インド、中国、韓国といった、アジア諸国の事業会社がファンドを経由して日本の製造業などの事業会社を買収している。金融・不動産絡みを除くと、事業会社同士のO U T - I Nはなかなか件数が伸びないのが現状ですが、ファンド経由という形が出てきており、今後のパフォーマンスも含めてフォローをしていく必要があるように思います。

13ページはT O Bの状況です。件数で30%減、金額で7割減となっておりますが、大型案件の減少がそのまま数字に出ているということだと思えます。

14ページはM B Oの状況です。上半期は39件で、昨年の40件と同じようなペースで推移しています。ただし、金額は633億円と、前年同期比62%の大幅減少となっております。これは、ファンドと組んだ非公開化のための大型のM B Oが減っているためです。下の表のとおり、ファンドと組んだ案件はこの上半期は2件しか出ておりません。他方、ファンドと組まないもの、大体数億円から数千万円規模の小型のものはむしろ増えています。親会社からの独立や事業承継の手法として、徐々に定着してきていると思われれます。

最後に、ちょうど6月総会が終わったところですので、買収防衛策のデータベースに基づいて、今年導入の買収防衛策の特徴等について、ご報告します。

まず、導入社数の合計ですが、上の表のとおり570件、上場会社の約14%を占めています。そのうち、事前警告型が560社と圧倒的に多いわけです。下の表は、事前警告型をタイプ分けして、導入時の手続、それから発動するか否かの意思決定について、取締役会で決めるか、総会等で株主の意思を問うかに、大別して表にしております。それから、年ごとに新規導入をしたかタイプを変更して再導入をした社数を集計して、その年の傾向がより鮮明に出るようにしております。真ん中の表は、導入手続のタイプ分けですが、防衛策が出現した当初の2005年は取締役会決定型が85%を占めていましたが、今年はほぼゼロということで、2008年導入会社のほぼ100%が総会で導入を決定するタイプを採用しています。さらに、定款変更を伴うものが、そのうちの約半分を占めています。

その下の表は、防衛策を発動するか否かの意思決定についてのタイプ分けです。これも2005年当初は取締役会決定型が100%でしたが、今年は52%に減っております。そして、株主総会と取締役会を使い分ける折衷型も含めて、必要があれば株主に意思を聞くというタイプが半分近くになったということです。いずれにしても、取締役会から株主総会へという流れになっており、ブルドックソースの判例が大きく影響を及ぼしているのではないかと。それから、抑止力というよりは発動しても裁判に負けないためにはどうしたらいいか。そんなアプローチになっているような感じがいたします。

それから、買収者に割り当てた新株予約権を有償で買い取るかもしれませんということをお知らせしている会社が、六十数社ございます。企業価値研究会のレポートが6月30日に公表されたのはご承知のとおりですが、総会後という微妙なタイミングでもございました。まだまだ、変化の過程にあるということかと思っておりますので、防衛策についても引き続きフォローしたいと思っております。

以上でございます。

(落合座長) ありがとうございます。

それでは、続きまして、事務局のほうから、配付資料の参考1、2あたりに基づきましてお願いいたします。

(事務局) それでは、簡単に最近の政府側の動きをご説明申し上げます。

M & A関係ということですが、参考にお配りしております6月27日の骨太2008年です。骨太の中の問題意識ですが、お配りしているこの骨太の本文、閣議決定の本文の中の8ページ、対日投資の拡大という項目があります。基本的に今回の骨太の大きなコンセプトは、グローバル化、開かれた国ということ。活力を高めるためには国を開く必要があるというのが基本的なコンセプトであります。その中の一環として、政府は対日投資の促進を掲げ実施していたのですが、M & Aとかファンドの活動が非常に活発化し、構造的にも大きく変化している中で、今までの企業立地型の対日投資、企業誘致型というよりも、もっと拡大した大きな側面からの投資の促進をやっていく必要があるという考え方から、対日投資の拡大が大きなテーマとして掲げられました。その中で、M & Aの買収ルール、これは経済産業省で基本的にはつくられている企業価値研究会のいわゆる敵対的買収防衛策のガイドラインの話が基本的に頭にあったかと思っておりますが、そのルールのあり方についてはいろいろ課題があるので、それをしっかり検討していくべきだということをお骨太の中で明示してございます。この件は2010年夏までに整理・明確化するというところで、このペーパーの34ページの冒頭の対日投資の拡大の中に「M & Aの在り方検討」ということで「経済産業省、法務省及び金融庁が買収防衛策の導入・発動等の在り方について平成20年夏までに整理・明確化することなどにより、公正かつ透明性の高いM & Aの環境を整備する」ということです。問題意識としては、企業が、どちらかといいますと、本来の買収防衛策、アメリカ型の買収防衛策導入にみられるような趣旨とは違った形で経営を防衛するような形の導入はいかなるものかという問題意識であったかと思っております。そういう観点から検討してくれということでございます。この点につきましては、諮問会議の中でも、東証の斉藤社長さんがお見えになって、東証でも検討されるということでもありますし、また、企業価値研究会だけではなくて、金融庁あるいは法務省でもそれぞれ検討するという、その検討結果をまた諮問会議の中で入れるようにしていくという展開になってございます。

それから、このM & A関係で、もう2点ほど、この骨太の中にはございます。34ページの下に「外資規制の包括的在り方検討」が一つ大きなテーマとなっております。本件に

つきましては、皆さんもご存じのとおり、空港への外資規制をめぐりまして政府部内でも大議論になりましたし、また経済産業省、それから財務省も絡むのですが、外為法関係で J - P O W E R の問題ということが起こってございます。

そういうことで、やはり我が国として対外的なイメージというものをどういうふうに、我が国の方針、国を開くと、開かれた国という基本的な方針に則って、我が国の外資規制をどう考えていくべきかといったところをしっかりとめる必要があるということで、関係府省が連携して、しっかり検討を進めるというようなことが位置づけられているという状況でございます。

あと1点ございますのは、同じくその35ページの右下に「公的年金基金の運用改善」ということであります。これは直接 M & A 絡みというよりも、むしろ150兆にも及ぶ年金基金、これをどう運用するかということで、これはまさにこういう年金の運用をしっかりやっていこうという趣旨なのでございますが、議論としては、その周辺部分にいわゆるソプリン・ウエルス・ファンド、SWFの問題でありますとか、そういう新しいファンドの動きについてどういうふうを考えていくかというような問題意識が、徐々にこの骨太の政府内の議論の中にも出てきているという状況でございます。

簡単でございますが、以上です。

(落合座長) ありがとうございます。

それでは、ただいまの2つのご報告につきまして、ご自由にご意見あるいはご質問をお願いしたいと思いますけれども、いかがでしょうか。どの点からでも結構です。

先ほどの丹羽委員からのご報告の中でも、最近 I N - O U T の案件で大型のものが随分出てきているというご報告がありました。政府の O U T - I N に関するルールづくりの話については大変よくわかったのですが、I N - O U T のほうの、日本企業が国際的な競争力を持ってグローバル展開していくその活動に対する政府サイドの関心というのは余りないのですか。

(事務局) まさにそういう関心も含めて、M & A 研究会では今海外の事情等も含めて、総合的に検討すべきだということでやってはいるわけですが、今のところ I N - O U T のほうは、どちらかという企業側もニーズが余りない。徐々に出てきたと私は認識しているのですが、当然これから本格的に投資競争みたいなことになりますので、そういう認識はしておりますが、今までの日本企業が外に出ていく際のニーズというものは明確には聞いておりません。

(落合座長) 丹羽さん、いかがですか、この点は、I N - O U T の。

(丹羽委員) I N - O U T と O U T - I N の関係についての個人的な感想ですが、一昨年、日本板硝子がピルキントンを買収しましたが、今年になって、ピルキントンの社長のチェンバース氏が社長に昇格されるということがおこりました。これにはある意味で感激したのですが、I N - O U T の M & A によってドメスティック企業がグローバル企業に変身していくといった事例が増えると、逆に O U T - I N を促進するような面があるのではな

いか。グローバル企業になればなるほど、海外の企業から見れば魅力が増す、あるいは、グローバル企業だから経営もしやすいだろうということになるのではないかと。I N - O U T がふえると、対日投資の数字上は引き算になってしまいますが、O U T - I N を増やす要因にもなる可能性があるということで、両建てで増やすにはどうしたらよいかという観点で考えることも必要ではないかと思ったことがあります。

実は今お話のあった日本板硝子さんにこの間話を聞きに行ってみて、私も話を聞いて大変感銘を受けました。もともと国内比率の高い企業だったのですが、日本の自動車メーカーの海外展開分のシェアを上げようということで、思い切った意思決定をして買収したようです。次社長を選ぶときになって、最適な人材がそのピルキントンの社長だったということに結局なって、日本人の候補を押しつけて彼が社長になった。5人で意思決定チームをつくっているらしいのですが、日本の企業の強みとイギリスのピルキントンの強みをディスカッションしていくうちに、非常にいい要素をとり合って、モデルとなるような理想的な合併のプロセスを踏んでいるのではないかなと思っています。こういうおもしろい事例が出てきていますし、海外の企業を買収したり、海外展開したときのマネジメントに関するご相談が非常にふえてきているという実感もありますので両面バランスよく議論できるというふうな感想を持っています。

(落合座長) それでは、ほかにございますか。どうぞ。

丹羽委員に、おわかりでしたら教えていただきたく。このM B O に関してですが、ほとんどの場合、投資会社もしくは何らかの出資母体と組んだ上で、現経営陣が残留するための一つの正当化として、自分たちもそこそこのお金を出して、リスクシェアをしておりますよというのが実態ではないかなと思います。2つ質問があります。1つは本当にマネジメントが出資額を多く出して、リスクもと自分たちも残ってやっていくという、そういう事例が最近は出てきているのかどうかです。

それから、19ページの表の中では、投資会社と組んだM B O と、その他のM B O と2つ分けておられます。その他の出資者で特徴的なセクターが何か、もしおわかりでしたら教えていただきたい。この2点です。

(丹羽委員) 投資会社(ファンド)と組んだM B O につきましては、圧倒的な出資者が実はファンドであるという事例はそれなりにあると思います。ただ、先程お話ししましたとおり、そういうファンドと組んだ非公開化のためのM B O が最近減ってきております。ファンドの資金調達が難しくなっているということもあると思いますが、やはり訴訟もありましたし、市場のチェックも厳しくなっていますので、全体的に慎重になっている面もあるのかなと思っています。

他方、ファンドと組まない「その他のM B O 」の方は、基本的には経営者なり社員がお金を出してスピアウトした案件だと見ていただいていると思います。ただ、中には数億円規模の案件もありますので、銀行などからお金を借りるということはあると思います。それから、この「その他のM B O 」の動機ですが、親会社から子会社が独立するというケ

ースが比較的多いと思います。それから、事業承継で親族ではない方、ナンバー2の番頭さんなどが独立するというケースも相応にあると思います。

ありがとうございました。

(落合座長) ほかに。どうぞ。

MBOにつきましては、私も注目しているところです。上場会社の非上場化のMBOにおいて、最近、TOBの際のプレミアムが高くなる傾向があると感じています。肌感覚では、MBO以外のTOBにおいてもそのような傾向があるのではないかという印象を持っております。株価が、その会社の企業価値の実態をあらわしていなかったことがTOBの実施によって明らかになるという案件が増えているのではないのでしょうか。何年前であったら、実態を大きく下回るような低い株価の場合であっても、株価にとりあえず3割ぐらいのプレミアムを上乗せしてTOB価格をつけていたのかもしれませんが、最近はかなり大きなプレミアムを提供するケースが増えています。このように、TOB価格あるいはTOBプレミアムに対して変化が出てきた背景には、例えばこの研究会ですとか、あるいは企業価値研究会が出されたガイドラインの影響などもあるのではないかという印象を持っているのですが、その辺は丹羽さん、いかが分析されてますでしょうか。

(丹羽委員) 昨年1月から今年直近までのTOBのプレミアム率を調べたのですが、おっしゃるとおりでして、一昨年から昨年にかけてディスクロージャー制度の強化もあり、訴訟事件もあったわけですが、昨年の夏頃から、大きな変化が出ております。すなわち、TOBの中でも、特に、MBOによる非公開化や、親会社が上場子会社を100%子会社化によって非公開化する場合のプレミアムがかなり不連続に高くなっています。M&Aにおける利益相反問題について、かなり意識が高まってきている。プレーヤーもそこを意識し、マーケットも注目するようになってきたと思います。

なお、企業再建のため、特定のスポンサーがTOBを行うような場合には、相変わらずディスカウントTOBも散見される、そんな傾向だったと思います。今のお話のような傾向がデータにも出ていると思います。

(落合座長) ほかに。どうぞ。

弊社でもお客様にアドバイスするときに、TOB価格のアドバイスをするわけですが、昨まではやはり事例からとって、20から30%のプレミアムと言っていたのが、去年の暮れからの事例をずっととっていくと、30から40ということで、10%ぐらい高くなっているのかなというのがあるのと、価格が低くなっているときにMBOとかすると、おっしゃるとおり批判が多いわけですね。高く出さざるを得ないというような状況もありますので、先ほど出たように、ちょっとプレミアムは高目になっていると思います。

(落合座長) どうぞ。

MBOに関連して、やはり丹羽さんにお伺いをしたいのですが、このその他のMBOに関しては、中堅、中小企業も含まれているというふうに理解してよろしいでしょうか。まずお伺いします。

(丹羽委員) 公表されたものについては、かなり網羅的に拾えていると思っておりますが、中小企業の場合、実態はMBOであっても、MBOとして公表していない、あるいはそもそも公表しないものも多いのではないかと。この数字のすそ野はもう少し広いのではないかと思います。

それに絡めてですが、中堅中小企業の場合に、後継者難ということがよく言われますが、現実のところは、その社長さんが息子さんや娘さんというふうなそのお子さん方にむしろこういう会社を継がせたくない。自分のような苦勞はさせたくないとか、あるいはまたそのようなお子様たちがおやじ、おふくろのような生活、朝から晩までいろいろと切り盛りをするというふうなことをしたくないから、安定的な職業を選ぶというふうな傾向がありまして、結果として後継者が見当たらない。加えて中小企業ですから、なかなか第三者が買い取ろうにも買い手がいないということから、番頭さんであるとかあるいは従業員さんに買わないかというふうな流れにやむを得ざるようなケースが出てまいりまして、こういう成功例の案件ではないのかもしれませんが、その中で例えば役員や従業員がその承継をするといっても、お金がないとかいろいろなものがございます、結果、銀行融資に頼らざるを得ないということが出てきております。

ところが、あくまで株式買い取り資金とはいえ、個人融資でありますから、相応にその個人をその信用力あるいはその経営能力、こういったものを見きわめなければいけませんので、恐らくかなり銀行としても遠慮するようなこともあるのかなというように思っております、むしろこの321件という合計の金額、特に直近の数字を見ておりますと、そういったものが底辺にあるのだらうなということを感じて思った次第です。

加えて、さらにお伺いしたいのですけれども、このMBOにはEBOも含まれるのでしょうか。また、そのEBOの場合に、例えばその従業員持ち株会とか、そういう形の組織によってその承継されるのかどうか、この辺の傾向はいかがかということをお伺いしたい。

(丹羽委員) EBOは、MBOの中に含めております。公表された案件は入れておりますが、従業員持株会の方式を取ったかどうかの情報までとれているケースはあまりないと思います。なお、確かにナンバー2に引き継いでもらうのはよいが、お金がないというのはおっしゃるとおりなのと、やはり個人保証の引き継ぎが大きなネックになるようです。

ちょっと1点だけご紹介しますと、いわゆる一発M&Aという、なかなかこうしたケースのMBOは難しいものですから、段階的な、例えば3割取得し、5割取得し、7割取得し、最終的には10割とかです、あるいは取得条項、あるいは請求権つきで、会社がいずれ買い取るというふうなことを条件にというふうな形で、いわば2段階、3段階ロケットのスキームも現在提唱しておりまして、だんだん着目されてきているという気がいたします。ありがとうございました。

(落合座長) ほかにございますか。このMBOのプレミアム、TOBのプレミアムについてはどうですか。

感触としては同じなのですが、あともう一つつけ加えるとすると、企業の経営者の皆

さん、実際にMBOをやる方たちが、対抗ビットの可能性を、以前よりもよく理解されているということではないでしょうか。今までと同じようなプレミアムの考え方だと全く自分たちの想定していなかった第三者に買収されてしまうかもしれない、と考えると、少し高くても我慢して払おうという変な言い方なんですけど、そういう意識が高くなっているのかなという感じがしています。

(落合座長) どうぞ。

(事務局) このMBOのプレミアムの話、一つの課題かなと思っていたのですが、我が国社会もそれなりに健全であるというふうに言えるのでしょうか、そういうふうには是正されてきたという。ロープレミアムが非常に一つの課題であるという印象だったのですが、そのマネジメントバイトの場合はかなりその点は是正されつつあるという理解でいいのでしょうか。

結論としてというか、そのプレミアムは確かに上がってきていると思うのですけれども、どちらかというプレミアムありきという議論じゃなくて、やはりその実態の企業価値に近い価格を提示せざるを得なくなってきたと。それはその株価が下がっているので、結果的にそれに近づけるということでプレミアムが上がってきている。何でそうなったかという、実際にダビンチの例、TOCの影響がすごく大きいと思います。後出しなしよというようなところはもう強く浸透してきているというところで、そこが非常に大きなMBOをやるサイドに対しての牽制になっている。それも実際にそういうのがもう本当に機能してきているというふうに考えていいのではないかと思うのですけれども。

まさにそのとおりだと思います。株価が対象会社の企業価値とかけ離れている場合、対象会社の企業価値が実際にはいくらなのかが、対象会社以外の人たちの目からある程度見えているか、見えていないかによって状況は異なると思います。例えば、不動産の含み益については、有価証券報告書などを分析することによって、対象会社以外の人たちからも見えやすい。そういうケースでは、含み益を考慮した後で、これ位が妥当であろうというラインを分析して、比較的妥当なプレミアムに落ち着きやすい。ところが、不動産の含み益ではなく、事業の本来の実力が過小に評価された結果として株価が低いような場合は、一般には対象会社以外の人たちの目からは分析しにくい。ただ、経営状況をよく知る従業員の回転が速い、つまり転職率が高いような会社は、その会社の事業実態をよく知っている人たちが社外に比較的多く存在するため、株価の水準について妥当かどうかが見えやすい。そういう会社が対象会社の場合は、対抗を起こす可能性がある人たちが世の中に存在するわけだから、買い手もプレミアムの設定においては気をつける。一方で、人材の流動性が少なく、その会社がどれぐらいの価値があるのかが外の人たちからは見分けにくい会社が対象会社の場合は、株価と実際の企業価値にどの程度の乖離があるのかは外の人にはわかりにくいだらうとの判断のもと、現在の株価と常識的なプレミアムの大きさを見据えながらバランスをとった価格づけが行われることもまだあるのではないかなというのが実感です。

ＭＢＯの場合は、買付者は対象会社の経営者です。評価の際に、ＤＣＦ法を使う場合、評価の基礎となるのは事業計画ですが、その事業計画を書いているのも経営者。事業計画を低目にしておけば、それなりに低い価値が算定される構造にある。一般のＭ＆Ａの場合は、デューデリジェンスを行いますので、買い手が事業計画を自分の目線で見直しますが、ＭＢＯの場合は、自分が策定した事業計画を自分で見直すことはありませんから、買い手と対象会社の間に存在する牽制機能は働かない。投資ファンドが関与する場合は、投資ファンドもその事業計画を検証しますが、投資ファンドも安く買いたいのので、経営者と投資ファンドは利益が一致するわけです。そうすると、その事業計画はちょっと保守的すぎるのでは？という人がいない。だから、対象会社の取締役会は、第三者に評価をしてもらうとか、第三者委員会をつくるなどしてヘッジしようとするのですが、結局、その評価者が会社が策定した事業計画をそのまま使用するような評価を行うと、全く牽制機能にはならない事態になる。こういう構造的な問題は、いまだにあると思っております。

（落合座長） ほかの点でいかがでしょうか。

先ほど事務局のほうからの報告で、Ｍ＆Ａの在り方検討で、平成20年夏までにということになっているのですが、企業価値研究会の報告との関連で、これはその企業価値研究会の報告がまさにその平成20年の夏まででということ、これで大体検討が終わりということなのか、さらにそれらを踏まえて議論をするというのを夏までにやるということなのですか。

（事務局） もとより企業価値研究会は当然メイン・プレーヤーです。そのほかに、金融庁、あと法務省もメイン・プレーヤー、東証さんもメイン・プレーヤーです。いろいろな方がこれについてどう考えるか。基本的には、外資を含めＭ＆Ａの分野を活性化させないといけないという議論なのです。これは夏までに一応それぞれの主体が議論されたことを報告していただいて、それで何が問題なのか、問題がさらにあれば、その点についてはさらに検討されるべきだというふうに思います。

（落合座長） ほかにございますか。では、よろしければ、その次の議題のほうへ移りたいと思います。

次の議題は、報告2008（案）というのですが、これは事務局のほうからご説明をお願いいたします。

（事務局） お手元に、報告の本文と、その後に概要というのが載っております。概要を全部ご説明すると時間が足りないということで、ごく要約いたしまして、概要についてのご報告をしたいと思います。

この本文につきまして、第1章が我が国企業の最近のＭ＆Ａ動向ということで、これは先ほど丹羽委員のほうからもご説明していただいたこととダブっているところもございます。説明はここにあるように、最近のこの3年間のＭ＆Ａが非常にふえている、こういうことの特徴として国内の再編、ＩＮ－ＩＮが増加しているということと投資会社の増加とＭＢＯの増加と買収防衛企業の増加、こういうふうなことでご説明してあります。

それから、この第1章の全体動向のところの最後のところの параグラフでありますけれ

ども、最近のM & Aの取引の大別ということで、1番目としては成熟産業における生き残りをかけた経営統合・事業統合、2番目は外資企業の本邦プレゼンスの強化、3番目がグループ内再編、4番目がファンドによる投資活動、5番目が本邦企業による海外戦略の強化、こういう5つの類型化にまとめることができると、こういうような報告でございます。

それから2番目としてM & A動向の業種別特性、これにつきましては、小研究会を設けて、今回は、家電業界、自動車業界、それから流通業界、この3業界につきましてそのM & Aの特徴、背景、今後の方向等につきましてご検討いただき、このようにまとめました。丹羽委員がメインとなってやっていただいたということでございます。

4番目の地方におけるM & A活動につきまして、岡委員がチーフとなって、地方におけるM & A活動、こういうことにつきまして、地銀その他の関係者からもヒアリングいたしまして、ご報告をまとめていただいております。

1番目として地方におけるM & A事情として、地方のM & Aは増加傾向にあります。M & A活動の特徴といたしましては、一つは後継者難による事業承継、これが中心になります。それから2番目として、これは二律背反的な動きでありますけれども、中小企業のオーナーというのは名誉その他がございますので、県外からの資本参加には抵抗があるのだけども、ただ県内でもいろいろな評判もあるからという問題がある。こういうようないろいろな抵抗感が多いM & Aが多いと、こういうことであります。それから、M & Aの規模は数億から数十億、比較的小さい金額のものが多く。それから4番目として、地方の会計士、税理士及び弁護士というのは、本来ですとM & Aの仲介として、プレーヤーとして参加しなければいけないのですけれども、顧客がなくなるというふうな非常に危惧もあるということで、かえってそれに対して反対するようなこともある、こういうふうな状況でございます。それから、基本的には地方のM & Aにつきましては人材不足というのが非常に大きくクローズアップされている。分野別で見ますと、建設、それから旅館、それから食品スーパー、病院、こういうふうなところや公立病院の解散のところでの問題、こういうのもあるということでございます。それから3ページ目でございますけれども、第三セクターなど自治体絡みのビジネスにつきましてはまだまだ触れられていない、こういうことであります。

それから、(2)の地方の銀行のM & A活動、これにつきましては、地銀の活動でございますけれども、非常に格差があると、こういうことでありまして、これはその地域の特性にもよるのですけれども、非常に先鋭的に人員をふやしながらか大きく取り組んで、それが収益源になりつつある地銀と、それからまだまだほとんどやっていないというふうなところの地銀がある、こういうふうな状況があつて、格差拡大の状況もあり得る、こういうことであります。

それから、第2章といたしましては、敵対的買収と我が国における課題、これにつきまして主としてブルドックソースのケース、3先生のご意見を載せております。一つは敵対的買収における法ルール現状と方向、これにつきましては、落合座長がシンポジウムに

おいてお話しいただいたことを要約して載せておりますが、一つは我が国の法ルールの現状、それから2番目としてアメリカ法とヨーロッパ法の現状、3番目として我が国の方向ということについて非常に明快にご説明いただいた、議論を展開していただいた、こういうことでございます。

それから2番目は、買収防衛策の法と実務ということで、これは田中委員の本研究会でのご発言をもとにまとめたものでございますが、内容的にはブルドックス事件で残された課題ということで、最高裁判決から漏れているものについての問題、それから(2)としては防衛策を取り巻く問題ということで、日米の相違ということに焦点を当ててお話しになった、展開されている、そういうことと、それから(3)としては株主総会の承認と株式持ち合い、こういうことで田中先生の触れている点は、今後株式持ち合いが非常に増加するのではないだろうか、こういうことの問題点についてご提起されております。それから(4)としては防衛策の正当化根拠に関する考察ということで議論を展開された、こういうことであります。

それから3番目として、ブルドックスを直接ご担当された岩倉弁護士の講演についての経緯、その他お考え等について、当研究会においてご発言があったことについてまとめてある、こういうことであります。

それから、第3章といたしましては、M&Aの普及と人材育成、こういうことであります。M&Aにつきましては、特に経営人材が非常に重要である、こういう前提は何度かいろいろなところで指摘されている、こういうことでございますけれども、これにつきまして1番目としては、経営人材市場の概観ということで、大久保委員のほうから現状の、要するにエグゼクティブ・サーチと呼ばれる経営層の異動についてお話をいただいております。日本の場合には非常にそういう経営層の異動が少ない、こういう実態で、この原因としては、内部昇進型ということと、役員になる年齢が高いと、こういうことでいろいろな問題が現実になっているわけですが、これらに対してどう対処するかというような問題提起もございまして、経営者の人材市場拡大の課題ということにつきましても、広く情報というのが大事だというふうなご趣旨のご発言がありました。それについてまとめております。

それから2番目として、我が国に活力をもたらすM&Aとはということで、これも松田委員が本委員会でご発言いただいたことをまとめてあるわけでございますけれども、M&Aを行った企業に対するアンケート調査をもとに、やはりM&Aを行った後の問題点について、余り検討しないでM&Aを行ってしまうという企業が非常に多いというふうなご指摘、それからM&Aの成功にとって重要な要素というのは、まず戦略、それから2番目に買収前の計画の策定とそれから買収後の統合、これらをすべて買収前に考えていなければいけないのではないかというようなことと従業員のモチベーションの重要性、こういうことについてお話しいただいております。

それから、第4章につきまして、企業価値とM&Aの統計分析、こういうことで、いわ

ゆる企業価値を市場価格と理論価格でアプローチするということがあるわけですが、その乖離が現在非常にある。その乖離の状況についてどういう関係にあるのかということにつきまして、簡便DCF法によって試算しております、これによって、この前年のところでは、一部の医薬品とガラス・土石製品ということの業種についてそういう方法でやっている。これにつきましては、有意な結果になったというふうな結論があります。前年の研究会よりも、対象業種を16業種に拡大して、それから時点も2007年と1995年の2時点を増やしております。マクロベースの企業価値分析につきましても、簡便DCF法を使うということによって、有意な結果が出つつあると、こういうことで結論を出しております。

以上でございます。

(落合座長) ありがとうございます。

それでは、ただいまのご報告につきましてご意見。どうぞ。

(事務局) 今年の報告をまとめるに当たりまして、皆様のご協力、大変ありがとうございました。今年の報告は、各先生に分担して書いていただいたということになったわけですが、理由がありまして、毎年ずっと報告を出していたのですが、そもそもいろいろな議論があるのに、その議論を事務局で勝手にまとめてしまうのも変ではないかというような議論と、あといろいろ引用するのに、どういう方がどういうふうなことをおっしゃっているかを明確にしたほうが良いということがありまして、今年からこういう報告のスタイルをとらせていただきました。そういうことでございますので、今度ともよろしく願いいたします。

(落合座長) そういう前提でいろいろご意見、ご質問をいただきたいと思いますが。

この地域力再生の関係で、地方におけるM&Aの事情、いろいろ問題点があるということがこの2008年度の報告の中にも出てくるのですが、それとの関連でその地域再生機構法案ですか、これは大体この辺のこの問題点との関係ではどういう役目を果たすものとして、そしてこの法案の成立の見通し等も含めまして。

(事務局) さきの通常国会にこの地域力再生法案を出したのですが、一部異論が出てきて、例えば三セクを地域力もやると言ったときに、三セクの責任問題を糊塗するためにこれを出したのではないかと、地域力再生機構を出すときに、これはいろいろな圧力がかかるのではないかというような意見が出てきたり、また、産業再生機構のときからあるわけですが、民間で十分できるのだから今さら何で要るのだという意見が出てきたり、幾つかの意見が出てきました。よって、継続審議になっているという経緯があります。

このM&A研究会で地域の話をしていただいているのは、地域力再生機構ということだけに固執するものではなくて、このM&Aというツールが、今度、持続的な成長に向けて構造改革を続けなければならない日本のツールとして地域にもしっかり根づいていくことが地域を活性化する重要な手段だというふうに考えているからです。そういう意味で、この地域の検討というのはM&Aの分野の中でしっかり進めていただきたいと思っていますので、よろしく願いいたします。

(落合座長) それでは、2008年度の報告書につきまして、ほかに何かございますか。

よろしければ、これで報告書を確定して、事務局においてこれを公表するというをお願いしたいと思います。

それでは、次の議題に移りまして、本年の研究会の運営についてということですが、これにつきましても事務局のほうからご説明をお願いします。

(事務局) 本M&A研究会、これにつきましては、今年度は昨年と同様、各回別にテーマを設定すると、こういうことをお願いしたいと思っております。来年の1月までに一応5回程度の研究会を開催する予定でございます。研究会では、現在のM&Aに関する課題、それから小委員会での調査・研究状況等についてご報告をいただいて検討を行うということと、同時に必要に応じてゲストスピーカーを招聘する、こういうことで考えております。

それから小研究会、これにつきましては3つのテーマを考えておりまして、最初は制度・政策に関する小研究会、我が国のM&Aにかかわる法制度及び政策上の課題につきまして、これまでの議論を整理すると同時に、残された課題と今後の方向性につきまして、海外の動向等も比較しながら検討を行う。研究会は、一応6回程度開催するという予定でございます。

それから2番目として、M&A統計・経済分析に関する小研究会、先ほどもご報告しましたように、本年度は簡便DCF法による企業価値分析やM&Aとの関連分析を期間や対象業種を広げて充実させるということと、統計情報整備の方向性について検討を行いたい。一応4回程度開催する予定でございます。

それから3番目として、投資会社の動向に関する小研究会、本研究会では我が国の産業界や金融市場において急速にその影響力を拡大している投資ファンド、これにつきましてその実態を調査し、政策的な課題等について検討していただきたいということを考えておりまして、一応研究会は5回程度の開催を計画しております。

以上でございます。

(事務局) 簡単にご説明を加えさせていただきます。

お手元の資料、先ほどのこの1枚紙とあと参考資料でM&A研究会報告(平成18年10月)要旨よりという最後に資料2枚紙をつけさせていただきます。

今年研究会は何をやっていくかということについて、いろいろご意見を賜ればということです。さきほどの小研究会の考え方ですが、3つお願いをするということです。1つは最初の海外の動向の話で、これは先ほどのご意見と絡みます。骨太の中でも敵対的な買収の防衛策を政府として検討していくというふうなことになるわけですが、そのときにやはり海外、特に欧米、アメリカと欧州とそれから中国、その3つの地点の基本的な考え方、今までいろいろ調査していただいたのですが、いろいろ事情が変わっているということもあって、最近時点のところをしっかりとめていただきたいというのがこの1の研究会のねらいです。

2番目のこのDCF法の話は、これはまだ今年の報告でも第4章でも中途半端でござい

ますので、統計とそれから統計でもっているいろいろM & Aについて解説していくというよう
なところについてはしっかりやっていきたいということが2番目の趣旨です。

それから3番目の研究会、これはまさに先ほどもちょっとご説明したファンドについて、
今話題になっておりますSWFということもあるわけですが、やはり投資規制の話にしま
しても何にしましても、ファンドの機能というのは今まさに内外どう考えればいいのかと
いうことも含めて、しっかり考えていかなければいけないということで、そういう意味で
の調査を入れたいというのがこの3つの趣旨です。

それで、本日いろいろご意見を賜りたいのは、今年本研究会でどういうご議論を進めて
いただくか。どういうことで引っ張っていただくかということでありまして、実は2年前
に、M & A研究会報告で過去3年間検討していただいたことの基本的な考え方自体をまと
めていただきました。それが念のための要旨として2枚お配りしている資料です。そのと
きには幅広く、ここにありますように、我が国のM & Aの課題をずらっと並べていただい
て、掲げた中でこういうような対応をしていければいいのではないかとというようなご提案
をいただいて、その後、2年間ずっとそれについて研究会でも対応してきたし、また一般
のところでもいろいろな進展があったというふうに私は理解してございます。そのための
資料を念のためにお手元にお配りしてございます。

2年前には、例えば我が国のM & Aの課題ということで、企業経営の問題、企業価値
というのをどう考えるか、それから企業の支配権、企業は株主のもの、こういった議論が
進んでいるわけですが、そういう議論、それから敵対的買収への防衛策、これも進んでい
るということです。M & Aプロフェッショナルというのを育てなければいけないとか、ヒ
ューマン・キャピタルというのをしっかりやらなくてはならないとか、それからあと法律、
会社法、税制、それから証券取引法といったあたり、こういうところもやはりその後展開
が見られているところです。

それから地域活性化、これはまさに我々としてもやっている。また、クロスボーダーM
& Aと海外の法制度といったところもやっている。それなりに進展しているということで
あります。そのほか、事業再生、倒産法制、独禁法、会計基準といったような問題が課題
として、我が国全体の、横にずっとM & Aということになりますとこういう課題があった
ということでございます。

それに対してどういうことをやるかということで、第3章で、新しい時代のM & A活
動に向けてということで、企業経営やビジネス・プロフェッショナルの育成、人材市場、
雇用、働き方といったような問題意識とか、それから地域活性化、クロスボーダー、事業
再生、関連法制度、統計、フォーラム、研究会ということで、みんな吹き出しでちょこち
ょこと書いてあるのは、こういうところでこんなことを関連でやっていますよと。実は、
各省でも、例えば企業価値研究会でもやっていますし、各省の法律も変わってきていると
いうところもあるわけです。

では、こういう議論を、実は総合的に2年前ですか、18年にまとめていただいたわけで、

実は今年の研究会で、改めて今現在の状況を踏まえて、我々こういうことをやっていかないといけないというようなところを一度くくっていただければというふうに考えておりました。そういうくるための議論をしていく必要があるのかなというふうに考えてございます。それ以外にも、ややM&Aと言えば、今ポイントはここだよというような意見も含めて、ご意見を賜ればというふうに思います。

(落合座長) ありがとうございます。

それでは、今年度の研究計画あるいは運営につきまして、ご意見がございましたらお願いしたいと思います。いかがでしょうか。

制度・政策に関する小研究会について、いかがですか。こういうやり方でやることについてオーケーであるということですか。

はい。最近では官だけではなくて、大手の法律事務所も中国なども含めたM&Aを分析、紹介する書籍など出していますので、そちらも取り入れながら従来との継続性のある議論、検討を継続すべきかとは思っています。

(落合座長) この制度・政策の関係は法律も随分関係しますので、今、大杉委員に伺ったわけですが、いかがですか。

ちょっとお尋ねしたいのですが、政府の骨太との関係でちょっと買収防衛策について海外動向を調べるというのは、かなり具体的な方針みたいなものがちょっと示されたような気がするのですが、話をお受けしたときはもうちょっとフリーハンドというか、買収防衛策をやる可能性もあるし、MBOとかをする可能性もあるというか、その中で何に重点を置いてやるかは小委員会のほうである程度議論して決めるような話だったように記憶しているんですけども、ちょっとそここのところ、何を期待されているのかをもうちょっと説明していただけないでしょうか。

(事務局) 幅広くバックグラウンドをご議論いただきたいということです。事務局として政府の動きをご説明している理由は、直接リンクさせてということでは全くございません。ただM&A研究会でもいろいろ過去ご議論いただいた中で、そもそもM&A研究会の議論として、このM&Aの分野というのは、基本的には私の理解では、民間がそもそもいろいろ推進すべきだということであり、その中でも政府がやるべきことというのは出てきているということでご紹介しているということでもありますから、M&A研究会はM&A研究会独自で走っていただいて結構でございます。

(落合座長) ほかにございますか。どうぞ。

小研究会のタイトルを見て、単なる感想ということで2点ほどなのですが、私はコンサル会社におりまして、事業会社さんのお話をいろいろ聞いていますが、まさに最近のトレンドとして2つ、この小研究会のタイトルにひっかかっているのかなと思うことがありましたので、こんなこともちょっとフォーカスしていただければということがございます。

一つ目は制度・政策のところですけども、前回の報告にもありましたけれども、いわゆる内需型の企業さんというのが、やはり大企業にしる中小企業にしる、いよいよちょっ

と行き詰まってきているといったような印象が非常に強うございます。でも、やはり日本のマーケットだけでは、これから成長戦略を全く描けないというようなことになって、なかなかリソースも足りない、知識も足りない。にもかかわらず、やはり海外へのオーガニックではないグロースというのをとっていかなければいけないというようなプレッシャーが非常に強くなっているかなと思いますので、そういった政策に関する小研究会のところで、そういった日本の企業さん、特に余りM & Aに正直言ってなれていないような企業さんというのが海外に出て行くときのよすがとなるような何か成果が上がればいいのかということ非常に一つは期待しております。

それからもう一つは、投資会社の動向なのですけれども、コンサル会社は非常にファンドの方々とおつき合いが深いのですけれども、一方で我々の顧客、ファンドがあって、それから事業会社があって、この2つが非常に仲が悪いということをやはり真ん中に立っていて非常に感じております。特に事業会社の方に、場合によっては本当にファンドに対する危機感のようなものが非常にまだ強いというのが実態としてあるかなと思うのですが、一方で株式市場でプライスの差をとっていこうというファンドは別として、ファンドの本質的な役割として、間接金融で資本を提供するという重要な役割をしょっているのではないかなと。そこのところがまだ事業会社の財務戦略も含めて、うまく理解されていないような部分もあるかなと思いますので、そういったうまく事業会社と投資ファンドの役割と理解をいただけてつなげるような、そんな研究になればいいなと思っております。感想まで。

(落合座長) どうぞ。

(事務局) ファンドについては申し上げなかったのですが、一応事務局として関心ありますのは地域再生ファンドです。地域再生ファンド、今いっぱいあります、ありますとかと出てきているのですが、単なる飛ばしファンドなのか、ちゃんと経営をできるファンドなのか、それとも今やはり地域再生に向けて、本当に地域の人がちゃんと金を出し合って、自分の要するに地域全部連携していますから、そういう意識でもってそういうファンドをきちんと経営できるのではないかな。そういうようなファンドというのが一部あるようなのですけれども、まさにそういう新しいタイプのものをつくることのできるのではないかと考えております。

ファンドについては、単に機能論というよりも、そういう地域再生あるいはクロスボーダーのSWFの話とか、いろいろタイプによって違うと思うので、そういうところも含めて区別しながら議論いただければと思っております。

今のお話、非常に私もそのとおりだと思います。投資ファンドさんご自身が実は結構悩まれていらっしゃる部分があって、ファンドの業界というのが成長してきたのですけれども、やはりいろいろと考える時期に当たっているのかなと思います。今後どうしていけばいいのかというようなことでよくお話をいただきます。それで、その中でやはりいろいろ新しい動きを考えていらっしゃるファンドさんもありますし、あとやはりファンドさ

んの個別性が非常に強い。ハンズオンだと言いつつ、全然ハンズオンになっていないファンドさんとか、また別にそういうことを言っていないのですが、非常に長期的にコミットしていらっしゃる、いろいろあると思いますので、そのあたりを明らかにできればというのが、非常にそのとおりだと思います。

(落合座長) ファンドに関しては、商法の立場だと、ファンドがどれだけコーポレート・ガバナンスにおける役割ですね、これがどういう役割を果たすべきなのか、あるいはどういう影響を与えているかというようなそのコーポレート・ガバナンスにおけるファンドの位置づけみたいなものも含めて、検討をもし可能であればしていただけるとありがたいということで、ちょうどファンドの議論が出ましたので、私としてもこの小研究会についてはお願いしたいと思います。

それから、M & A 統計・経済分析に関する小研究会ですが、本年度のその報告との関係で、市場価格とその関連DCF法による理論価格との関係あるいはその乖離あるいは意味づけというのが行われているわけですが、市場価格のほうはやはり日本のマーケットというものがどれだけ効率性のあるマーケットなのだろうかというそのマーケットそのものの効率性についての分析というものもあったらいいなというふうに思っているのですが、なかなか日本のマーケット自体について本格的に効率性の程度を分析した研究はないのかなと。この辺は、どうですか。おらくアメリカでは実証研究もあると思うのですが、だからむしろこういうマーケット価格というものの乖離を議論する前提として、マーケット価格がどれだけ本当のその情報を十分反映したものになっているのだろうかということも前提としては議論する必要があるかなという感じもしたのですが、その辺はいかがですかね。

そうですね。市場価格が企業価値とどれだけ乖離し得るかというのは、法制度との関係でもすごく重要なインプリケーションがあって、例えばMBOとか非公開化をするというときでも、市場価格を基準にしてそれに一定のプレミアムをつけていけば文句ないだろうという、一つの徹底した立場としてはそういうのがあると思う。そのときにやはり市場価格というのが押し下げられていたり、過小に評価されているということもあり得るわけですから、何か独立の取締役を入れて交渉させるとか、そういうデバイスがないといけないのではないかと、そういう話になってくるわけで、ですから、非常に法制面に直結してくる話だと思います。

ただ、市場の効率性のテストというのは実は物すごく難しいところがあって、アメリカで最近よくやられているのは、何か大きなイベントがあったとして、例えば公募増資をするというようなイベントがあると、市場が1回すごく反応する。2日、3日ぐらいで割と反応がとまるわけです。そこで大きな価格の変動が起きます。公募増資だとアナウンスしたときに大きく下がるのですが、その後も余り大きな動きは起きないわけで、一瞬で価格形成が起きるから、市場効率的だと見られていたのですが、実は最近の研究で、最近というかここ十数年の研究なのですが、その後5年ぐらいとってみると、ずるずる下が

っている。だから、実はどうも公募増資の影響というのが最初の数日間では反映されていなくて、その後何年間でようやく反映されているのではないかという話がある。

ただ、これはすごく難しい問題があって、市場と比較して下がっているというふうに言わないといけないのですけど、その場合、市場と適切に比較するにはある種のモデルをつくって予想収益率を考えて、予想収益率からの乖離でもって下がると言わないといけないのですけど、その場合、予想収益率をどうやって予想するのだという問題が出てくるので、これは結構難しい話になっているわけです。私が知っているのは、その点が多分一番本当だと思うのですけれども、ちょっと制度・政策に関する小研究会としては何かうまくM&A統計・経済分析に関する小研究会からのフィードバックを受けたいなと思っていて、そのところはまたできればお話し合いをさせていただく機会を持てればと思っています。

ちょっと今の時点で少し思ったことは、これは報告書を少し読んだだけなのですから、この研究で例えば企業価値と市場価格との乖離というのがどのくらい検証できるものなのかというのがちょっとありまして、つまり企業価値というよりも、これは簡便DCF法という、恐らく当期の利益と次期の利益予想だけが多分キャッシュフロー予測になっていて、あとは株価実績でもってデータを推定して、割引率を計算してやっているのだと思うのですけど、この結果として企業価値を出して、それが市場価格と乖離していても、何かそのマーケットが非効率だからということにはならなくて、単に簡便DCF法ではとらえられなかった要素がいろいろあって、市場価格に影響を与えている可能性も否定できないので、これだけだとその簡便DCF法と市場価格との差があっても、それがそのマーケットの効率性について何か言えたことになるのかというのが、ちょっと私、余りこういったことに関して自分で研究するようなことはできないわけですから僭越なんですけれども、少し疑問があったということです。

(落合座長) そうすると、このI、IIのそれぞれの小研究会で連携できるところは連携していくというような形で、孤立してそれぞれ3つの小委員会が行われるというよりも、必要があれば、お互いに情報交換し合うというような形でやるということではどうでしょうか。

(事務局) それも当然結構ですし、そもそも統計の研究というのは幾つか目的がございます。その目的というのは、今日本の統計でも、国民経済計算、SNAというのがありますが、これはまさに市場価値という株価をベースに評価しているわけです。これではまさに本体の収益法をどういう前提に置くかによって変わるではないかと、おっしゃるとおりです。ただ、その中において、その限界のある中において、やはり収益法の基準である程度その前提を置きながら計算したらこうなりますよというような情報も、あわせて今後提示していくべきではないかというのが基本的にまず一つ考えられるということ。

それからあと、こういうデータをつくりながら、やっぱり業種別にどういう業種が今後要するに出てきそうか、今出てきているのかというようなその展開をはかる尺度にもしてみたい。当然そういうところは株価、市場価格は上がるわけですから、逆に言えばそ

うというのが逆に投機で上がる場合もあるということで、そういったところをはかる尺度の一つとして、収益基準ではかった統計みたいなものもやはりしっかり準備していく必要があるんじゃないかということ。

それから3番目に、これはM & Aをやった場合の効果とか、それをやらない場合の効果とかそういう話があるわけですが、そういう分析に向けての統計整備というもののデータ整備もしていかなければいけないと。幾つかの実は理由があるわけです。まさに今、おっしゃった効率性をはかるためにはどういうふうな利用の仕方をすればいいかということも含めて研究対象ということですね。というふうに考えています。ポイントは、やはりM & Aを語る時に、文言で語るのもいいですけども、統計自体をやはりつくっていかないと、人々に説得するのなかなかしにくいなというちょっとねらいがあるということでありませう。

統計の重要性は全くおっしゃるとおりだと思います。ですから、報告書で市場価格と企業価値の乖離という言葉が使われているのが少し気になったのです、端的に申しまして、この企業価値はすごく少ない情報で推定しているだけなので、だから現在の市場価格が簡便DCF法を使っている数値でどれだけ説明できるかという、それだけが多分この統計の意味だと思うので、そういうふうに言っていただければ多分もっとわかりやすかったのではないかと思います。

(落合座長) ほかに本年度の運営につきまして、ご意見、ご質問等。

先ほど、アメリカ、欧州、中国という話があったのですが、アジアの中でどこが資金を引っ張ってこられるのか競争しているわけで、中国以外の国も対象に加えて比較検討した方がいいと思います。中国は、やはりすごく気になっていまして、中国全体のルールのほかに上海は違うルールがあって、さらに上海のどこどこでは特例ルールがあってというのが錯綜していて、日々変わっています。だんだん色々なものが解禁になっていくという中で日本がどう競争していけるのか、とても今大事なところになってきているような感じがして、少し中国を中心としたアジアというのに軸を置いて比較してみてもいいのではないかなという気がしています。

(落合座長) ほかにご意見、ご質問等ございますか。どうぞ。

地域のほうを検討される場合に、問題意識を一つご披露させていただきたいと思うのですが、確かに2008の報告書でも、弁護士等の抵抗勢力化であるとか、あるいは地銀の役割がなかなか二極分化しているとかいうご指摘があったわけですが、むしろなぜM & Aが進まないかということをお考えすると、そもそも弁護士や会計士、税理士さん等で、私的整理やM & Aに関するノウハウや知識が全くないという地方がございまして、例えばある大都市圏の隣の県の弁護士会では、民事再生の申し立てさえしたことがない方々ばかりで、破産とかそういうことはあるのですけれども、したがって、隣の大規模な県の弁護士会を頼るとか、あるいは東京から引っ張ってくるというようなことがあるというのが第1点でございます。

それから第2点は、地銀のM&A活動について、報告書の中でもございましたが、むしろ問題は、各企業におけるメイン・バンクの不在であるとか、あるいはそのメイン・バンクと思われるような融資残高第1位の金融機関の機能不全というのがございまして、実質的にそのM&Aというものを推し進めするような主体が見当たらない。結果、その弁護士さんや公認会計士さんもない。メイン・バンクは動かない。銀行が動かないというふうな地域がございまして、こういったところの問題というのをぜひ念頭に置いていただきたいということです。

それから、先ほど地域再生ファンドのお話が出ましたが、確かにあってうまく機能しているケースもあるのですが、客観的に申し上げても全国47都道府県に全部あるかということ実は違っていて、偏在しております。したがって、その空白の部分はどうなっているかということも実は大変我々としては課題というふうに思っております。その辺のところも、人ごとの申し上げてまことに恐縮なわけですが、ご念頭に置いていただきたい。もちろん、こういったことがあるがゆえに、地域力再生機構や特定認証ADRといった公的スキームなどができ上がっていったのでしょうから、その辺十分ご認識だと思えますけれども、よろしく願いいたします。

(落合座長) ほかにございますか。どうぞ。

若干感想めいてしまうのですが、平成18年のM&A研究会の報告のサマリーを今、見ていて感じたのは、見事に、以前と今の問題意識とが変わらない。以前からみんなわかっていたのだけれども、何で問題が解決していないのだろうと。今一生懸命考えているのですが、ソフトの部分、M&Aプロフェッショナルの育成云々とかは、多分時間も必要だと思うのですが、特に制度面を見ると、やはりだれがまとめるのかという、(リーダーシップ)が本当にこの問題については明確にしにくいところがあるのかなと思っています。例えばこの1ページ目の3番、4番、企業の支配権とか買収防衛策については、(今と同じ)問題意識は前からあって、今もあって、(それに対して)企業価値研究会の報告書では一定の方向性を出そうとはしたのだけれども、明確な権限がないので、結局何を伝えたいのかちょっとわからない感じにまとまったところがある。言いたいことは非常に、私も(企業価値研究会の)委員なのでわかるのですが、あと一歩、という状況の中で、この(内閣府の)研究会でできること、どうやって本当のステークホルダーをインボルブして取りまとめていけるのか、どこにやってもらうのが一番いいのかとか、そういうことが考えられると一歩進めるのかなと思いました。

先ほどのお話で、夏までにそれぞれの省庁が(買収防衛策やM&Aルールについて)それぞれ考えるということだったのですが、結局、考えたものが政治の場か何かにあがって、とりまとめられることになるのかどうかといったようなところに関心があります。

(事務局) 諮問会議ですので、政治の場に持っていかれることはありません。むしろM&A研究会で、本来こうあるべきではないかという議論を、本質論をどんどん出していったほうがよろしいのではないかと思います。だれがやるかという議論になった途端に、よ

くわけがわからない議論が出がちですので。

(落合座長) よろしいでしょうか、今年度の運営につきましては。

それでは、このような運営方針で行うということでご了承を得たということにしたいと思えます。

それでは、あと全体につきまして何かご意見があればお願いしたいと思いますが、いかがでしょうか。せっかくの機会ですので、よかったら、岩田所長、中藤次長のほうからも何かございましたらちょっとお願いしたいと思えます。

(岩田所長) それでは1点だけ。今、マーケットのエフィシエンシーのお話と、何かご議論あったのですが、逆さまに言うと、マーケットがどのくらいエフィシエントであるかというものの裏側はアノマリーといえますか、効率性では説明できない現象がどのくらいあるかということ。これは、日本のマーケットだけではなくて、アメリカでも説明できないアノマリーというのは数え上げていくと幾つもあって、今も私自身はわからないのは、エクイティのリスクプレミアムがどうしてここ5、6年ですかね、高く、日本が一番高いのですが、それはどうしてそうなるのかというのは非常に説明が難しい。それから、効率性の仮説というのは、なかなかそれだけを取り出してテストするのは難しく、ある仮説と何かくっついていきますので、なかなか区別が難しい。ただ、M&Aとの関連で言えば、言ってみるとマネジェリアルなキャピタルのマーケットができるということ自体は、どこかその市場をより効率的にするのだというふうには、一般的に言えば言えるのかというふうに思えます。現実にはそれをうまくどこまで計測できるのかということ、厳格にということころまではやや距離があるのかなとは思いますが。しかし、だからといってすべてを放棄してしまうと客観的な評価がやはりできなくなるということなので、プリミティブであっても少しずつ積み重ねるということでもよろしいのではないかというふうに思えます。

(落合座長) どうもありがとうございました。

それでは、今までの議論の中で、地域金融機関というものが、地域の再生、特に再生のみならずM&A全体についてそれなりの役目を果たすことが期待されているということなのですが、現実にはなかなかその期待にこたえられるような存在ということになっていないというような現実がある中で、その地域金融機関にもう少し頑張ってもらおうというようなことを考え、あるいはどういうふうにしたらそういう力がだんだんついてくるのだろうかというあたりについて、日銀におられたことを踏まえまして何かございましたらちょっとお願いをしたいと思えます。

(岩田所長) そうですね。地域の金融機関の問題というのは、日本銀行のほうから見ると、もう少しより収益力のある金融機関というのですかね、活力のある金融機関になってもらいたいというふうに思っております。定期的に地銀の方々とか、あるいは第二地銀の方々とお話し合いをする機会がとても多いのですが、むしろどちらかという地域、これは個別性が随分ありますけれども、どちらかという防衛的といえますか、今度は郵便局のほうがかっち側に進出してくるのでどうしようとか、それから外国の何か投資家が

このごろは随分我々の株を買い始めたのだけど、どうしたらいいだろうとか、そういうやや防衛的な姿勢を感じます。もう少し新しいビジネスに取り組んでいくというのですかね、そういう、しかもそれは、これは金融庁さんがもう何年か前からおっしゃっていますが、新しい意味でのリレーションシップバンキングというのですかね、これまでとは全く同じというわけではないのだけれども、日本の金融システムが持っているメリットみたいなものを生かしながら、新しい価値をつくるようなビジネスを開拓するという、今回のM & Aの関係で言うと、地域の再生ファンドとかというのは、やはり一つの有力な新しい分野ではないかというふうに思いますけれども。

(事務局) 地域の金融機関においてすごく差があります。事業再生の話が通じない金融機関もたくさんあるわけですし、その中で研究会の中でもいろいろわかる方々を中心に集まっていたいて、そういうネットワークをつくっていただいているというのが実情です。

(落合座長) せっかくの機会ですので、オブザーバーでご参加いただいている金融庁の担当者の方にも、金融庁の立場というのではなくて、個人的なご意見として伺いたいと思います。

(オブザーバー：金融庁) 確かに差はあるのですが、総括すれば、岩田先生がおっしゃったような特徴というのは非常に我々行政をしていても強く感じているところです。前向きに何か考えるというよりも、いつもデフェンシブになってしまうと。それに対して何か知恵を出せというのも、なかなか自主的にやれと何で官が言わないといけないのかという問題もありまして、リレーションシップバンキングという運動もなかなか難しく、問題意識のある経営者というのは別に我々から言われなくてもやるべきことはやるわけですし、ない経営者というのは、言われたら嫌々ふりをするだけなので、結局何の意味があるのだろうかと思いつつも、しかしやったほうがましなのだろうなと思いつつも、試行錯誤を繰り返しているという、そんな感じでございます。

(落合座長) 中藤次長、何かありますか。

(中藤次長) この研究会も平成15年からスタートしておりまして、データもつくりながら、新たな指標もつくりながら、客観的な場でできるだけ議論していくということであろうかと思っておりますので、次長の立場といたしましては、何か新しい発見等々、いろいろご議論いただいて、出させていただければ幸いに思います。

(落合座長) それでは、特になければ、予定したものはすべて終了ということですので、お忙しい中、ご出席いただきましてありがとうございました。

では、研究会、終了ということにさせていただきたいと思っております。どうもありがとうございました。