

第5回 M&A研究会

議 事 録

(平成21年 1月29日開催)

●落合座長 それでは、時間になりましたので、始めさせていただきたいと思います。

本日は、本年度最後の研究会ということでございます。

それでは、早速議事に入りまして、まず最初の議事ですけれども、統計に関する小研究会報告ということで、政策研究大学院大学の准教授の桑原先生にご報告をお願いいたします。よろしくお願いいたします。

●桑原氏 それでは、よろしくお願いいたします。

本日は、統計小委員会における作業の結果をご報告させていただきます。

ご紹介いただきましたように、私は政策研究大学院大学の教員をしております桑原と申します。専門は、マクロ経済学及び経済統計ということで、この作業に携わらせていただきました。

今回の作業でございますが、昨年度に引き続き、DCF法により株式価値の算出に取り組んできました。それでは、最初のページをご覧ください。

分析の目的からご紹介させていただきます。

分析の目的ですが、キャッシュフローベースの評価手法に基づきまして、企業価値、すなわち理論価値でございますが、これを算出しまして、それが市場価値と、市場の価格とどのような関係にあるのかを検証したいということでございました。昨年度、2時点間につきまして計算しました。具体的には、1995年、それから2007年度のデータにおいて、かつ製造業に限って分析しました。そのときにわかったのは、2007年度においては、かなり理論値のほうが現実の価格を説明する力を持っているということで、一方で95年度の段階では全くなかったと。その間に何かがあったと思われまので、それについてさらに詳しく勉強したいということで、今年につきましては、業種を拡大すること、それから期間を04年から08年にかけて5時点間を計算するという作業に取り組みました。

ちなみに、昨年度に引き続き、簡易DCF法を使ったわけですが、これについてまずご紹介させていただきたいと思います。次のページをご覧ください。

皆さん既にご存じのこととは思いますが、ファイナンスの理論家の間では、企業の価値は将来の配当額の現在価値に等しくなるという考え方が広く支持されています。それを、一番具体化したものが、このDCF法ということになるわけですが、試算のためには当然ながら幾つかステップが必要となります。1つが、グラフにありますように、将来のフリーキャッシュフローを算定するという事。それから、資本コストを算定する。そして、非事業用資産の算定、及び有利子負債、少数株主持ち分の控除という作業でございます。それぞれ、仮定が必要となります。具体的には、次のページをご覧くださいと思いま

す。

今回、データでございますが、基本的には各年の夏の段階のものを使っております。重要な仮定でございますが、フリーキャッシュ法のフリーキャッシュフローのところですか。どのような営業利益になるのかということにつきましては、会社四季報、東洋経済新報社さんの会社四季報のデータをそのまま使うということを行いました。いろいろと議論はあるかと思いますが、最もエキスパートな推計で、かつ広くに見られているものであるということで、そのデータを利用しています。その他のデータにつきましては、この表にありますように、日経ニーズ等から、そのままとったものでございます。

あと、その重要な仮定のところですが、ファクターのところ、 β 値につきましては、昨年同様、T o p i x と比べて算出をいたしています。それから、リスク・フリーレートのところですが、これも10年物国債をベースに、基本的には1.7%というデータを各年について採用させていただいています。また、マーケットリスクプレミアムですが、過去35年間の日本の株式投資収益率等から計算しました。米国で、よく5%という数字が使われているのですが、これとたまたま一致していましたので、それを使っています。それから、負債コストにつきましては、10年物事業債金利をベースに2%ということで固定して利用しています。

以上の前提に基づいて、先ほどの概念図に基づきまして計算したのが、今回の試算値でございます。

それでは、具体的な結果についてご紹介したいと思います。

まず、製造業、非製造業を含む全サンプルで、どのようなことになったのかご紹介したいと思います。

時系列でございますが、特徴としましては、期間全体を通じて、理論値が時価総額を上回るということになりました。2007年度に目がけて、理論値と、それから時価総額の関係はどんどん縮まっていきまして、2007年度はおおむね理論値でも説明できるのではないかと数字にまで来たのですが、2008年度夏、かなりまた差が出てきているという結果になりました。また、特徴でございますが、DCF 株式価値、理論値のほうなのですが、これは変動幅が実際の株価よりかなり少なかったという特徴があります。

次に、散布図をご覧いただきたいと思います。次のページでございますが、これは個別の企業の時価総額と理論値のプロットでございます。それぞれ、対数の軸をとっておりますので、大きなものも小さなものも、それぞれグラフの範囲内におさまっています。これをご覧いただきますと、45度線上にあるというのが、基本的には理論値と株価の伸び率ベースで見ると一致するというラインでございます。また、ここに引いてあるラインは、レベルで見ると回帰分析した結果のラインでございます。これをご覧いただきますと、決定係数が書いてあるのですが、2004年から2008年にかけて、ほぼ単調に決定係数が上がっているという特徴がございます。この間に理論値の説明力がどんどん上がっていったということがわかるかと思います。また、グラフの特徴で、事実上、45度線上にあるということか

ら、平均で見れば、株式時価総額の動きが理論値で説明できているということになるかと思えます。

ただ、この散布図をご覧ください、非常にきれいになっていますが、理由がございまして、外れ値を外しているという作業が、この裏にございます。昨年度に行ったのですが、分布図を描いてみますと、理論値と時価総額の関係が2.5倍以上、もしくは0.1以下のものにつきましては、結構な数あるのですが、一旦分布の波が盛り上がった後下がって、かなり両側にそういうのが存在するという状態でしたので、そこはもう外れ値として外すという単純な作業でカットしています。その結果、かなりきれいなグラフになっているということが言えると思えます。

続きまして、製造業の時系列の推移をご覧くださいと思います。

製造業では、全産業と比較しますと、さらに理論値との乖離が小さくなっています。特に、2007年度はほとんど理論値が説明できている、理論値で時価総額を説明しているという形になります。また、08年の時価総額が急減する局面ですが、理論値のほうは2008年の夏の段階では、まだそんなに大きく下がっていないという状況だったことがわかるかと思えます。

次に、散布図をご覧くださいと思います。

7ページ目でございますが、こちらをご覧くださいますと、全産業と比較しましても、2008年における決定係数が非常に高い状態にあることがご覧いただけるかと思えます。線のほうが、対数値をとらない形で線形回帰しているものですから、対数軸でとったグラフ上では曲がって見えるのですけれども、実際にはレベルでやっていますので、ちょっとそういう違いがございまして、ただ、それを見ますと、2008年、時価総額と理論値の差が、大きく下がっている割には、決定係数のほうは上がっているということになっていまして、恐らくパラメーター設定方法のほうに、後でご説明しますが、問題があったのかもしれないということかと思えます。それと同時に、このように関係が安定する、説明力が上がってくるということ自体が、何を示しているのかについても考える必要があるかと思えます。その点については、後でご説明させていただきます。

次に、細かな業種別の乖離率についてご覧いただきたいと思えます。

理論値と時価総額について業種別に比較したところ、大きな乖離が見られた業種なのですが、時価総額が理論値より小さくなったところ、パルプ・紙、それから石油・石炭製品、鉄鋼といったところで、理論値のほうの時価総額より大きい時期がかなりあったと。一方、電気機器では、時価総額のほうが理論値より高くなるが多かったという特徴がございました。

それぞれの特徴をさらに見るために、時系列で見てみたいと思えます。9ページ目をご覧ください。

製造業でも、それぞれ業種による特徴がございまして、先ほど申しあげましたパルプ・紙でございますが、理論値がむしろ実績値に収束するという動きになっています。2004年

度においては、2倍近く理論値があったわけですが、実際のマーケットの価格はそんなに変動しない中、理論値が下がってほぼ一致していくという動きになっています。ですから、この辺、本来業種別に、ある程度丁寧にDCFの推計手法をつくっていかなければいけないのでしようけれど、そういうところでちょっと問題があったのかもしれないという結果でございます。

それから、次に大きな乖離のあった石油・石炭でございますが、これも2005年度、それからそれに大きく離れる、もしくは2007年度も、2008年度も理論値が非常に大きく動いているということで、このあたり、資源価格の変動の影響がこういったところにも出てきているのかなと思われま。これも、恐らく先ほど申しあげましたように、かなり固定的な手法で算出した結果こういう形になっているのかもしれない。

また、どちらかという、実際の時価総額のほうが大きかったところとして、電気機器があるのですが、こちらご覧いただきますと、傾向的に高いということがありまして、そのほかそういった動きに近いものと見ますと、機械であったり精密機械であったり、日本が世界で戦っている企業、そうしたものを中心に理論値以上に実績値が高くついているという感想にすぎないのですが、感じはあります。そういう意味では、輸送用機器、日本は自動車、非常に強力な産業があるのですが、余り他の電気と比べていいパフォーマンスではなかった。推計方法の問題なのかもしれませんが、また別の課題が隠れているのかもしれない。

次に、非製造業の推移についてご説明いたします。

非製造業も、傾向としては同じなのですが、理論値のほうがより高く出るという動きになっています。これは、後に細かな業種別に分けたときにご説明しますが、電力・ガスといったところでそういう動きがあったために、全体にこのような形になったかと思われま。また、特徴としまして、やはりDCF法による理論値の動きは、時価総額に比べて動きが小さいという結果になっています。企業数が非常に少なくなっていますが、これは先ほど言いましたように、外れ値を外したということと、あとデータ上、全部そろっていないければいけない、先ほど申しあげた幾つかのデータがあるのですが、それが全部そろっていないものについては落とすという作業をしているものですから、結果的に少ない業種で計算しているということになります。

散布図をご覧いただきたいと思ひます。

こちら、製造業と同じなのですが、2006年度を除きますと、ほぼ一貫して理論値による推計力が上がっていくということになっています。ですから、レベルで見ての説明力は日に日に上がっているわけですから、やはり何か大きなトレンドとして、ファンダメンタルが時価総額を説明する力が上がっていくというような動きが株式市場にあったのかなと考えられると思ひます。

次に、業種別の乖離率をまたご覧いただきたいと思ひます。時価総額が理論値より小さくなった産業としては、建設業・鉱業、電気・ガス業、それから不動産業といったところ

で、そういう小さくなる回数が多かったという特徴がございました。その逆が、情報・通信業でございました。

時系列でちょっと、業種別にご覧いただきたいと思います。

非製造業も、かなりパフォーマンスがよくて、サービス業、こちら具体名を申し上げると何ですが、会社はベネッセさんとかセコムさんとか入っている分野なのですが、そういったところでは、かなり理論値が説明力を持つという動きになっています。卸売業、それから小売業でも、かなり説明力がございました。一方、情報・通信業ですが、どちらかというところ、時価総額のほうが理論値より高い傾向がございました。それから、電気・ガス業です、これ16ページ目になるのですが、こちらを見ますと、これも先ほどの紙・パルプと同じなのですが、理論値のほうが実際の値に収束するという動きになっています。電気・ガス業ですと、かなり長期的にキャッシュフロー等の見通しもできる分野でもございますので、ある意味かなり保守的に将来キャッシュフローを見ているものですから、そういったところが影響したのかもしれませんが。その辺はちょっと、細かな分析はまだできていないのですが、そういうふうに考えています。

次に、今年は感応度分析を行ってみました。特に、ファクターとしまして固定してしました営業利益の伸び率であったり、リスクプレミアムで値を動かすと、どういう結果になるかということで推計してみたのですが、こちら、図のほうをご覧いただきたいと思います。この下のグラフ、下の製造業のほうからご説明いたしますが、時価総額が横になっているラインでございまして、それぞれ、下の横軸にありますように、予想営業利益であったり、リスクプレミアムを変更したときに、どの範囲で数字が変わるか、乖離率が変わるかというのを見たものでございます。

これを見ますと、予想営業利益が10%以上低下するという仮定を置いた場合には、おおむね理論値が時価総額を説明するという数字になってしまうということ。それから、リスクプレミアムですね、5%と置いたのですが、これを7.5%程度にすると、ほとんど説明できるようになるということがありまして、ですからそもそもの仮定であった5%というリスクプレミアムに問題があったのかもしれませんが。

次に、先ほど申し上げました営業利益とリスクプレミアム、具体的にどういうふうな分布になっているか見てみたいと思います。18ページ目をご覧ください。

04年から08年の間、営業利益が平均値と最大値、各企業どれくらい乖離しているか見たのがこのグラフ、最初の上のグラフでございまして。製造業の場合、平均値と最大値の乖離率は、一番多いのが20%から25%という形で、相当やはり利益というのは変動するということがわかります。かつ、5%未満から70%以上と、相当程度分布している、分散も大きいというふうに考えられます。また、リスクプレミアムも、時価総額がDCF値と、理論値と一致していると仮定した場合、逆算できるものですから、それがどういう分布をしているか計算したのが下のグラフでございまして。2008年の製造業のリスクプレミアムを見ますと、一番多いのは5%から7%で、当初想定した5%がそんなに悪くはないということに

なるわけですが、一方で9から11%もかなりあるということで、2008年の夏に限って見れば、相当程度、むしろリスクプレミアムが拡大している局面であったのかもしれないと考えられます。2004年のデータ、右側のグラフなのですが、これを見ますと、5から7%が一番多く、全体がなだらかになっていまして、5%ぐらいの設定でも、そんなに間違っただけではなかったのかなと思われまます。

以上の分析から得られました示唆と、それから課題でございます。

まず、算出結果の特徴を整理しますと、時価総額とDCFによる株式価値の大小関係なのですが、一般的に時価総額のほうが理論値より小さいという傾向が見られました。推計期間、全体に今リスクプレミアムがむしろ高かった可能性があります。もしくは、利益見通しに下方バイアスみたいなものがマーケットのほうにあったのかなと、そういうふうなことも考えられます。

それから、時価総額とDCF株式価値の乖離度についてなのですが、マーケットの上昇局面で縮小して、下落局面で拡大という形に今回なっていますので、それを今後どう考えていくのかということがあるかと思えます。また、製造業、非製造業でそれぞれ乖離があったのですが、非製造業は特に業種別のばらつきがありまして、手法上の問題なのか、それとも業種別の特徴なのか、その辺分析が必要かと思っています。また、最後のポイントなのですが、DCF株式価値の時価総額への説明力は、全産業ベース、それから製造業は少しここでは一貫と書いてあるのですが、1回下がった時期がございます。ですが、大体改善しているということがありますから、市場の透明性や効率性が改善しているということ、ある意味裏づけるデータになっているのかなと思っています。また、株式時価総額に比べて、理論値の変動が小さかったということは、株式時価総額は需給関係など個々の企業価値以外の変動要素が含まれる、そういうところがあるというのに対して、DCFのほうにはむしろ企業固有の要素がより強く反映されている可能性があるのではないかと考えています。

今後の課題でございますが、以上の分析から、株価の理論値でございますが、これがかなり実際の株価を予測する能力を持っているのではないかと考えられます。ということで、こういった理論値の統計は、株式市場の動向を評価する上で重要な統計となり得ることを示していると考えています。我が国の株式市場においては、個人投資家が果たす役割がかなり大きくなってきています。そういったところから、情報の集約化を効率的に行っている統計というのは、こういった個人投資家の投資行動をサポートするものになるのではないかと考えられます。また、そういうことを通じて、経済効率性についても一定の役割を果たすことが期待できるかと思えます。また、最近、まさに株式市場への介入、もしくは個別企業への公的資金投入といったことが検討されています。そういうことを考えますと、経済財政、金融政策面に対しても、ある程度の役割を果たせるのではないかと考えられます。そういう点から、引き続き、こういった理論値に関するデータの整備を図っていくことが望まれるのではないかと考えています。

課題でございますが、昨年度分析で、今後の課題として取り上げましたのが、ばらつきのところ、それから業種、また時系列と3つあったのですが、時系列と業種については、今回両方ともある程度取り上げました。ばらつきについては、感応度分析にとどまっていますので、引き続き課題として残っています。あと、国際比較についても重要かと思っています。先ほど、米国の値の話をしました。推計手法等も含めて、各国比較をある程度したほうが、より評価方法として適切なものを発見できるかと思っています。

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、ご自由にご意見、質問等をお願いしたいと思いますが、いかがでしょうか。

●幾つかの算定の前提みたいなものを教えていただければありがたいのですけれども、まず2ページのところに、継続価値というのがありますけど、これはどういうぐあいにして計算されたのかということです。

それから、3ページのところで、非事業用資産という項目があります。これは有価証券とか投資有価証券が加算されているのですけども、フリーキャッシュフローの概念からいくと、厳密に言うところちょっと矛盾を起しているのですけども、それは外したり、入れたり、両方やってみられたのかどうかということです。

それから、マイナスするほうで、有利子負債しか引いてありませんけども、退職金関係の負債といいますか、具体的な勘定項目は分かりませんが、そういう部分の差し引き項目はどういう扱いをされたのかということです。

それから、 β 値についても計算されているのですけども、これは業種ごとに違った β 値を使われているのか、もし使われているとすると、そのマーケットリスクプレミアムとどういふぐあいに整合させているのかとか。幾つか質問あるのですけど、とりあえずそのところだけ教えていただければありがたいのですけれども。

●桑原氏 まず、最初の残存価値のところなのですが、営業利益の伸び率をゼロ、それから設備投資は減価償却と一致するという保守的な考えで、それを一律に用いて計算しています。

それから、先ほど質問いただいた有価証券、有利子負債のところは、やっていません。それから、退職金についてもやっておりません。

β 値は業種別に計算しているのですが、リスクプレミアムとの関係も、これもリスクプレミアムは固定して計算しています。そういう意味では、非常に固定したやり方で実際やってみたらどういふ結果になるかというのを確かめるという段階にとどまっているものでございます。

●どうもありがとうございます。

●落合座長 今のご質問だったのですけど、それにコメントがもしありましたら、お願いしたいと思います。

●様々な業種とか、多くの企業を総合的に研究されているので、幾つかの簡略した方法をとらざるを得ないのかなという感じは持っております。個別企業についての、私が行ったケーススタディの経験からしますと、失礼ですけど粗っぽいなという感じはしていますものですから。現実には、さっきの継続価値のところでも、営業利益をゼロにして計算されたということですが、現実には日本の個別企業について、キャッシュフローベースで計算した場合、企業によっては継続価値のほうが大部分を説明するというような事態が非常に多い。したがって、もしそういう計算をされますと、M&Aのときの計算価値と、必ずしも整合しなくなるのかなという疑問も多少あります。ただ、全般的に計算されていますので、ご努力は大したものだと思っております。

●落合座長 ほかにご質問、ご意見。どうぞ、お願いします。

●株式時価総額ということに関しまして、今回使われた手法と、今世の中の一般概念というか、計算式がもう決まっているのかどうかというあたりを、どなたかおわかりになれば、お教えいただきたく思います。

どうということかと申し上げますと、自己株式の取得ができるようになりましてから、例えば10億株の発行済み株式を持った企業が、累計で1億株の自己株式を買い戻し、かつその株式は償却していないとします。こうなりますと、株式時価総額の計算をするのは、時価掛ける例えば10億株でやるのか、買い戻しているから市場に出て配当する責任があるネットの9億株が、いわゆる市場との対応の株数であるから、9億株をベースに見るのかということ、随分違ってくるわけです。

私自身がIRを担当しておりました4年以上前のことですが、IRミーティングで、アナリストの方々にご説明したときに、またアナリストの皆さんと手法を確認させていただきましたときに、発行済みのグロスのほうの株数を使っておられるという方と、いや、もう自己株式は取得してお金も使って市場にはそんなに出していないのだから、レスした後の、今の例で申し上げますと、9億株を掛けてやっていると、両方でした。ある方は、我が社では統計的にずっとグロスのほうでやっています、というようなこともありましたので、今回はどちらをお使いになられたのかということと、今の市場のトレンドはどういう方向で、どういった計算式が使われているのか、ちょっとその辺をお教えいただけたらと思います。

以上の2つです。

●桑原氏 推計方法のほうは非常に簡単で、基本的にはグロスでやっています。そのご指摘のとおり、ネットと両方あるかと思いますが、ちょっと私たちはそこまで分析は及んでおりません。

あと、市場のトレンドにつきましても、ちょっと私、詳しくございません。申しわけございません。

●落合座長 次、どうぞ。

●今のご質問で、実務上の対応を、少しご紹介します。結論から言えば、ケース・バイ・

ケースでやっています。自己株の取得時には、どのようなメッセージを市場に発信したか、それを市場がどのように受けとめたかを、必ず確認します。例えば、自己株を取得するに当たり、将来のM&Aを含めたその資金として、有効に活用しますというメッセージを市場に出す企業もありますが、そのような場合の時価総額を計算する際には、自己株を控除せずにグロスで見ることがあります。そのようなメッセージがなく、比較的単純な取得をされて、具体的な償却予定までは書かれていませんけれども、市場が償却を見込むだろうと考えられる場合には、自己株を控除するケースが、比較的多いとは思いますが。

もう一つ同じような論点としては、潜在株式の調整も、発行済株数の計算時の重要な要素です。ストックオプションなどは全体に与える影響が非常に小さいですが、コンバーチブルCBであるとか、優先株であるとか、このようなものはアウト・オブ・ザ・マネーなのか、イン・ザ・マネーなのか、マーケットがそれをどう評価しているのかということ、過去のトレンドや、その際の市場の反応を個別に評価します。株価が上下はファンダメンタルズのチェンジによるものと、発行済株数の変化をマーケットがどうとらえたかによるものと、2つの要素がありますから、そこを個別に調査しているというのが、実務上の対応ということになります。ご参考になればと思います。

●ありがとうございました。

●落合座長 次、どうぞ。

●最後の自己株とか、潜在株の点についてなのですが、1つの質問は、そういうデータというのは、各企業における自己株式や潜在株のデータというのは、どれぐらい簡単に手に入るように整備されているのかというのが1つで、2つ目は、今の日本の法律を前提にすると、ちょっと金商法なんかはぎりぎり違う可能性があるのですが、それは置いておいて、会社法上は自己株式を償却するか否かというのは、何の違いもないのに、償却すれば、株価が割と上がらないし維持されて、償却しないと市場はそれ評価してくれないというふうに株価が形成されているのは非合理的であるという意見があるのですが、その点について、皆様どうお考えなのか教えていただければと思います。

●落合座長 どうぞ。

●発行会社は、かくかくの期間に総額かくかくの金額を使って幾らぐらいの自己株式取得をやる予定ですという、自己株式の取得予定を発表します。その時に会社は、前回の取得計画の結果と、直近のグロスとネットの株数も発表します。これから先の期間の予定はちょっと別としまして、発表時点の直前の株数はおおむね入手可能ではないかと、私は思っております。

最初のほうは以上です。

●落合座長 さきほど提起された論点につきまして、だれかコメントがございましたらお願いしたいと思います。

どうぞ。

●今ご指摘の点、自己株取得をして消却するか、金庫株として保有するかにつきましては、

非常に何か永遠のテーマというか、おっしゃるとおり株価や投資家の反応が異なることは、経済的には何の違いもないことからすると、すごく非合理的な話であるかと思います。ただ、そうはいっても、そのことは、大体もうマーケットの方々もよくわかっているんで、それで本当に投資判断をするということはほとんどないと思います。なので、ちょっと株価に変化があるとすると、よくわかっていない人が少し反応しているぐらいで、余り意味はないのかなというふうには思います。

では消却する企業、金庫株として保有する企業のどちらの企業を評価しますか、本当に投資判断に影響するかどうかは別にして、という問いかけをしますと、やはり投資家の方々というのは、どちらかという、消却しないと、もちろん再発行しやすくなるわけではないのですけれども、安易に発行しやすい、発行してしまう可能性があるというふうには事業会社の経営陣が考えているのではないかと、とそういう苦しい説明をされます。

ただ、一方で実際に投資家も、今の発行済みは何株で、実際のEPSの計算とかというのも、今ご指摘があったように、作業を必ずしも全員がやっていないというのがありますし、そのための情報が適時に出ていないというのもある。インデックスだと一々消却の有無をタイムリーに反映させず、年1回の見直しのときにしかそうしなかったりするので、双方が経済的に同じであることを客観的に把握して投資判断するには、タイムラグが生じるのかなというふうには思います。

●追加なのですが、要するに時々刻々という必要はないのですが、月に1回ぐらいのタイミングで、自己株式を控除した株式数ですとか、潜在株式の数というのが、割と簡単に手に入るようになっているかどうかというのが、私の知りたかった点で、アメリカだと会社法で社外株式、アウトスタンディングシェアーズというふうな概念が一般的なのですが、日本は法律上そういうものがないので、そこがなかなか、例えば四季報など、きちんと見たことないのですが、四季報ですとか、何か投資家さんが普通目にされるようなところで、例えばさっきのEPS算定などにおいて、社外株式というふうな数字が直接書いてあるかという、恐らく書いてなくて、それは手作業で算定するための前提として、簡単なデータが手に入りやすくなっているのかなというのは、株価というのがどれぐらい合理的に形成されているかという今回の調査と関係あると思うのですが、情報のアベイラビリティが実はよくわからないので、教えていただきたいのですが。

●落合座長 何かコメントありますか。

●情報の入手可能性は大変低いと考えております。自己株は、有価証券報告書等々で定期的に出るものを拾っていくことや、プレスリリースをフォローするなどの作業を、手間をかけて個別にやっています。さらに難しいのが潜在株ですが、潜在株には判断に係るため、先ほどご指摘の通り、アナリストによっても発行済み株数が全然違うというケースがあります。その結果、時価総額が1.5倍から2倍ぐらい違うケースもございます。潜在株に関しては、転換が起きると考えられるか、そうではないのかに関する判断が求められます。データのアベイラビリティという意味では、かなり大変と感じております。

●落合座長 ほかに、ご質問、ご意見ございますでしょうか。

どうぞ。

●こういう統計が整備されてくると、個人投資家の方々にとっても、政策を考えられる方にとっても有益な情報となるので、精度を上げるべく、今後も是非研究を継続していただきたいと思います。

クニカルな点での質問ですが、このモデルでは割引率にWACCを使っているようですが、そのWACCはどうやって算出したのでしょうか。またWACCを計算する際のデッドとエクイティの加重割合は、どうやって取られたのかについても教えてもらえますでしょうか。デッド・エクイティの割合が変わるとWACCの数字がかなり変わりますし、そうすると出来上がりの企業価値に与える影響は大変大きいです。

先ほど業種によってばらつきがあるという説明がありましたが、業種によっては、例えば鉄道業など比較的デッドが多い会社が多いなど、業界によって特徴がありますので、もし割引率を一律に設定しているとすれば、これが業種によるばらつきの原因の1つかもしいれないと思いました。

それから、外れ値を外しているとの説明がありましたが、例えばどんなサンプルが外れ値となっていたのか、もしご存知でしたら教えて頂きたいと思います。理論価値と時価総額の乖離がどれ位大きいかの分析ですので、乖離が大きいことで外れ値になっていたら分析の意味がなくなってしまいますし、なぜ乖離が大きい事態になっているのかに興味があります。

あと、3つ目ですが、この分析の対象企業は一部上場企業ですが、理論価値と時価総額の乖離が大きいのは、むしろ新興市場の上場会社だと思います。新興市場こそ政策的な手当てを必要としていますから、新興市場の上場会社を対象とした同様の研究がなされることも意義があると思います。今後、そのような研究をなさる計画はありますか。

●桑原氏 資本コストの計算のところなのですが、基本的には時価総額に有利子負債を加えて計算していますので、もちろんデータ自身は日経ニーズからとったものなので、ある意味精密さとか、厳密さというのはどうなのかというのはあるかと思います。

●業種ごとの設定ではないということですか。

●桑原氏 業種別ではなく、各社ごとにとっています。ですから、一応各社ごとに計算できているかと思っています。すみません、割引率なのですけれども、負債のための割引率は1本でやっています。のですけれども、負債の比率は変わっていきますので、それは反映させている形になっています。負債総額のデータは、各社ごとにとれております。

●ごめんなさい、負債コストのところは、各社ごとにやっているのでしょうかけれども、リスクプレミアムというのは、マーケット単位でしか見ていなくて。

●桑原氏 リスクプレミアムはマーケット単位でやっています。

●各社ごとのリスクは、本来多少というか、結構違うはずのものを全部一律に5%にしているところは、今後調整できる、ある程度各社の指標の中でも簡単な、例えば自己資本比

率みたいなもので、多少動かすようなモデルも組めるのではないかというお話だと思うのですけれども。

●リスクプレミアムは1本でもいいのかなという気が私はしているのですが。どちらかと言うと、WACCを計算するときのデットとエクイティの加重をどうモデルに反映させているのかが質問の意図でした。デッドが大きいとWACCが低くなり、企業価値が高くなるはずですが。会社によってかなりばらつきがあるはずなので、どうされたかについて聞きたかったものです。

●桑原氏 使っています。今後の新興市場の件ですが、こちらはデータが非常にとりにくいところもありますので、現在、私たち小委員会のほうでは、市場を拡張しようという話にはなっていないんですが、こちらのほうでやるべしという話があれば、また検討させていただきたいと思います。

●外れ値については、どうですか。

●桑原氏 外れ値のところも、あくまで当然割り算が入ったら、発散されるのは、営業利益がその時期マイナスであれば、発散するというのがございますが、そういうのが外れ値になりました。あと、非製造業の場合、やはりデータの点で、例えば設備投資がゼロの業種がたくさん出てきてしまっていて、これを詳しく調べるべきだったかもしれませんが、とりあえずそれは設備投資がないというのは、多分データがそもそも間違っているであろうという仮定のもと、落としました。計算に入れていないです。ですから、そういう意味で外れ適用企業はかなりあったということがございます。

●落合座長 どうぞ。

●データのとり方や分析の前提といった視点とはちょっと違うのですが、業種を非製造業まで広げられたということで、大変な作業だったと思いますが、大変興味深く拝見させていただきました。そのなかで、1つ感じましたのは、DCF評価による理論値と時価総額の乖離に関して、業種ごとにばらつきがあるという結果になっています。本当に直感的な話なのですけれども、M&Aが比較的活発に行われている業種と、そうでない業種という見方で、勝手にバイアスをかけて見ると、例えば、時価総額が理論値を大幅に下回るという結果となっている電力・ガス業界などは、少なくとも本体事業で大再編があるとは考えにくいですね。DCF評価というのは、結局、将来のキャッシュフロー全体の価値ということですから、支配株主から見た価値、すなわち買収価値に近いわけです。それに比べて、時価総額の方は、買収や支配権の争奪が前提になればプレミアムがつきますが、通常は、M&Aを前提としないで売買され、形成された価値、いわば少数株主から見た価値です。その辺がDCF評価の価値と時価総額の乖離の度合いの業種ごとのばらつきの1つの要素になっているのではないかと思うのですが、分析されていて、感じられたところを教えてくださいいただければと思います。

●桑原氏 質問ありがとうございます。

残念ながら、そこまで精密にやっていませんし、かつこの統計の趣旨からいきますと、

ぜひやるべきことだとは思ってしまっていて、これからの課題にしたいと考えています。

●落合座長 ほかにございますでしょうか。どうぞ。

●今の点の関連になりますが、上場企業の支配権をとる場合はTOBになります。理論価値に比べて時価総額のほうが高い場合は、直近の株価にTOBプレミアムをのせようにものせられない。理論価値が時価総額よりも低い会社は、キャッシュフローが思うように出ない再生予備軍の会社であることが多いです。このような会社こそ、M&Aが必要とされがちですが、TOBプレミアムをのせられない状況ではTOBをかけづらく、無為に時間を浪費してしまう結果になりかねません。

逆に、理論価値に比べて時価総額が低い場合、真の企業価値を知っている人が世の中にはいるので、TOBをかけるとなると、たとえば数百%など、相当大きなプレミアムを付さないと対抗TOBが起きる可能性があります。このような現象は昨今めずらしいことではなく、昨年も100%を超えるような大型TOBプレミアムはかなりありました。

このように、理論価値と時価総額に大きな乖離があることは、M&Aを実行する際に問題が起きやすくなります。平時において自社の理論価値と時価総額に大きな乖離があることがわかっているならば、打ち手も想定し易くなります。例えばIRをもう少し充実させましようとか。そのような意味においても、このような研究は意義深いと思います。

●落合座長 ほかにございますでしょうか。どうぞ。

●皆さんの議論を聞いていて、あともう一つ質問したいところが出てきたのですけれども、さきほど、DCF価値のほうが高目に出るというお話が出ていたのですけれども、理論的に考えた場合、ここに加重平均として使っている株式比率というのは、先ほどからうかがっていますと、簿価を使用しているように聞こえるのですけれども、理論的には時価であって、結果的には出てきた計算値とのドゥループを組むような状態になってしまう。それを、されているかどうかということが1点と、それからもう一つは、M&Aの関係で、会計の処理の仕方によっては、のれんの問題の減耗償却費というのが、この減価償却費という項目の中に組み込まれて入っているのかどうかという、その辺のあたりもお教え願えればと思います。

●桑原氏 のれんの減耗のほうからいきますと、これは各社さんまた対応が別々ですので、残念ながら私たちがとっている統計からではわからないという状態でございます。

それから、時価と簿価の問題ですが、これはその時点の時価を使っています。ですから、各年の夏の、私たちは東洋経済新報さんの四季報をベースにやっているのですけれども、その時点の株価を使っています。

●そうすると、実際問題、内生的にDCFの計算過程から出てくる値、すなわち、その株の資本価値というものは別のところから、外生的に入れているということですね、そうすると、市場価値を入れているということは、要するに、ドゥループを組まないということですね。その辺が、DCF価値が高くなるあたりの原因かなと思ったのですけれど、今のように時価を外生的に入れているというのであれば、そこでもないのかなと今思った次第

です。

●桑原氏 ループというのは複雑なので、全く外生的に全部入れております。

●落合座長 どうぞ。

●今、お話のありました、そのDCFの価値と理論値、時価総額が乖離するその理由を、しみじみ考える必要があると感じております。乖離には、幾つか要因があると思っている中で、1つは、今回は、会社の業績予想を、会社四季報の夏号でとっていらっしゃる。夏号というのは、決算発表があって、総会が終わって、次の今期の予想値が会社のほうからそれぞれ出てくる時期で、ある意味、一番強い業績予想が出る期ではないかと考えております。市場参加者が、多少はその予想に引っ張られているとすれば、四季報も強い数字になっている可能性がある。一方で、時価総額を形成する上では、完全にそれを皆さんがエンドースしているかということ、そうではなくて、もう少し保守的に見ていらっしゃる可能性もあると考えます。もしかしたら、秋号とか冬号、各社それぞれ業績下方修正等々、よりかたい今期予想に直していく過程で、これが収れんする可能性があるのかなと、少し思った次第です、感想ですけれども。

●落合座長 ほかにございますでしょうか。どうぞ。

●この研究から得られた情報を、今後、どのように取り扱っていかれるのか教えていただければと思います。

●事務局 マクロの統計、SNAの中では市場価格を基本として国民資産を計算しています。しかしながら、最近非常に株式というのが重要になってきたので、その株式の市場価格が形成されているのだけれども、どういう性格の市場価格なのだといった、周辺の情報をしっかりこれは与える必要があるのではないかと。今回も株が暴落し、一体私たちはどこにいらっしゃるのでしょうかと右往左往しています。DCF法が一つの価値をはかる基準であるということであるならば、それで何か簡単に算出したらこうなりますよというデータを、やはり国民にもしっかり提示していくべきではないかということで、そういう一環としてマクロで計算してみるということをやってみました。それがもしうまくいけば、個別、産業別にやってみる。産業別でみれば、今の産業はやはり日本経済というのは、どんどん構造改革が進むものですから、新しい産業、今後出ていくべき産業のところに関心というのは集まってくるので、そういうことはしっかり示していくべきと考えています。そういう変化のある中の統計というものをしっかりつかんでいくためには、こういう、将来を見た統計とあわせて比較して見ることができるといえる環境をつくる必要があるのではないかと、一つは統計を整備するという視点からお願いしました。

もう一つ、大きな理由は、やはりマーケットは上場マーケットだけではなく、非上場の企業もあります。そういう非上場の企業が、環境変化に応じて変化して生産性が上がるいい方向に向いてこないという側面があります。企業というのはその価値をしっかりと考えながら経営してくださいよということの中で、こういう統計を出していければ、企業の経営者も自分の企業価値というのはこんなものかなということを考え出すのではないかと

こと、この2つのねらいで、この統計を整備していくことが重要だと思っています。

しかしながら、先ほども皆さんにご議論いただいたように、まだコスト・オブ・キャピタルとかいろいろな算定方法について、大体こんなものだよなと納得の得られる状況にならないと公表にも至らないものです。おっしゃったとおり、まさにプロの世界では、今後のベンチャーとかそういうところが大事と思いますが、とにかく全体的に統計として、これぐらいだったら耐えられるかなというようなどころまで持っていけたら、さらなる扱いを考えるのかなというふうに思っております。

以上です。

●落合座長 ありがとうございます。どうぞ。

●すみません、後者の上場していない会社へのメッセージとしては、今回のこの統計というのは、いろいろな制約があって、割と粗っぽくやっていて、別にこれは批判しているわけではないのですが、それというのは、説明を具体的にするとともに、各中小企業さんとかでホームページは、自社の数字で入れると、すごい粗っぽい数字が出てくるみたいなプログラムを置いておけばいいのではないと。

●落合座長 ほかにございますでしょうか。どうぞ。

●大変興味深いデータ、ありがとうございます。

ちょっと感想も含めて、若干でございますが、やはりこういうふうなDCFの評価でございまして、先ほどお話ございましたけれども、将来予想のところ、ポイントになってくるかなと思いますので、これも一つの方法だと思っておりますけれども、もうちょっと何かいろんな形で精度を上げられるようなことができる、よろしいのではないかなと思えました。

それから、あと、リスクプレミアムのところで、35年間お使いになっているということですが、これもいろんな年数というのが、確かにあり得るかなと思いますので、これもちょっと検討する余地は若干あるかなということでございます。

それから、あと、償却の話がございまして、ご指摘でございますが、これもどこまでやるかということもございまして、キャッシュフロー計算書を今ご覧になっていただくと、減価償却も、のれんの償却も出てくるということもありますので、なかなかデータの集計のほうは厄介ということがあるかもしれませんが、その点少しは精度を上げられるかなということはあるかもしれません。少しテクニカルなところ含めまして述べさせていただきます。

●落合座長 どうもありがとうございます。

ほかにございますでしょうか。

それでは、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。どうも、桑原先生ありがとうございます。

それでは、次の議題は、2008年度M&A研究会のとりまとめの方向ということでございまして、この研究会の報告書に關しまして、事務局からのご説明をお願いいたします。

●事務局 M&A研究会、本年度ありがとうございました。年度報告をまとめる段階に至っております、この場で皆様に執筆等ご協力のお願いということでございます。

資料2は、ことしの年度報告目次案でございます。あくまでたたき台です。ことしは5章構成です。

最初の視点、ご議論いただいた内容を踏まえて、全体的な今の状況、まさに金融とか経済危機下における我が国企業のM&Aということになるかと思うのですが、例えば、2章関連、投資ファンドの動向ということで、今ヘッジファンドを中心といたしまして、そういう機能への不信と失望というものが起こっておるということであります。しかしながら、やはりファンドというのは、色々と議論があり、少し前は年金ファンドとかSWF、今問題になっているヘッジファンド、あるいは我々が今回、私としては期待しようと思っておる、地域再生ファンドとか地域ファンド的なもの、それからエクイティファンド、お互いダブるところはあるわけですが、そういったものの議論について言及したい。

次に、対外、対内M&Aの重要性ということで、政府としても、対日投資促進を言っているわけですが、今こういう事態で、日本企業は外へのM&Aをやり出しているということで、90年初めの不動産をあさったような状況にはならないでしょうねというようなところがあるわけですが、そういう意味での、我が国の活性化のために対内、対外M&Aは重要ということです。

それから、国内のM&A、これは地域再生も含めて重要になるということです。しかし、これにはいろんな問題があります。これがまさに、ここ一、二年ご議論いただいた、ことしもご議論いただいた中にある。その中で、どのような方向でやっていけばいいでしょうかというところが課題といった視点でまとめたい。

その中に、まさにグローバルな時代を乗り越える人材の育成は重要なのではないかと、いうようなところまでつくることができればと思っているのですが、それぞれの章立てがどういう内容になってくるかによって変わってまいります。

第1章は、我が国におけるM&Aの動向、これについては丹羽さんのところで動向を書いているということで、特に最近、M&Aの活動が低下しているとか、ファンドの活動がどうだとか、そういったような話があると思います。それから、西口さんのところで、これは日本企業の海外企業買収における最近の特徴という、まさに外に出るような話があるということでございます。

それから、第2章、投資ファンドの動向ということで、最初、岡さんに投資ファンドのあり方と、総合的にそういうような状況を踏まえて、どういうふうに今評価するかといったようなところをまとめていただけないかということです。それから、吉富さん、杉浦さん、北村さん、それぞれ小研究会等でご議論・発表いただいた内容に沿って、地域ファンドの動向も含めてまとめていただきたいということです。

続いて、これは全体のトーンにも大きくかわるわけですが、投資ファンド活動の課題

ということで、我が国としてまだ投資ファンドというのは、なかなかなじみがない、ヘッジファンド自体が、みんな絶望だと言っているわけですが、我が国を変えるには、やはりファンドというのが非常に大事ではないかと思っていまして、それをどういうふうによく使っていくかと、我が国の中でこなしていくかといったところが、今後我が国を変えていく勝負になるのではないかと思っています。その辺のところについても、ご議論をいただければと思います。

それから、第3章、M&Aに関する法的・政策的課題、ことし法制面からの詰めた議論をやっていたというところで、その点のところをまとめていただくというのが、第3章のところですね。その中には、第三者割当制度の問題、これを大杉先生におまとめいただく。それから、諸外国における外資規制ということで、小研究会での寺浦弁護士の報告ということですね。

それから、第4章、これは地域活性化とM&Aということで、地域活性化につきましては、ことし冒頭、まさに座長からもお尋ねがありまして、地域経営研究会というものを大久保さんをお願いをしているのですが、その辺の話も踏まえてというふうに思っております。地域の話は、ここ一、二年やっております、今も地域活性化ということで非常に大事だということでもありますので、その辺の議論を全部まとめてみようということ、今やっております。その内容は、ここにありますように、基本的に地域活性化にM&Aの考え方を入れましょうということですね。

政府も地域活性化策というのを実施しているわけですが、いかんせん基本はガバナンスが不足しているとか、環境が変わっているのに、キャッシュを全然考えない、地域の資産も十分考えないでやっているものですから、みんな足並みがそろわずにばらばら行動となっている。縦割り、地域割りでということになっていますので、こういうところ、少し経営的センスで、ガバナンスをきかせてしっかり考えるべきではないかというようなところを、改めて皆さんのご議論を組み上げればこうなりますねというところをまとめてみたいということですね。

そういうことで、M&Aからみて地域がどうなっているか、それから、地域金融機関が、今少しずつやり出した取り組みとか、先ほどのファンドの機能とも大いにかかわるわけですが、地域再生ファンド、地域ファンドが、やはりしっかりとこれはやっていただく必要があるのではないかと思っています。

それから、M&A活用上の課題、これは色々な方からいろんな問題点が指摘されたわけで、その辺のところをコンパクトにまとめたい。問題はやはり地域活性化に向けて具体的提案ということで、こういうふうを考えませんかといったところを、どういうふうにまとめられるかといったところが、勝負かなと思っております。

あと、先ほどの桑原さんのM&A統計の分析をまとめたいと思います。

お願いしたいのは、こういう視点でこういう内容が入るのだろうねと、入るべきだとか、あるいは執筆者を募集ということでございますので、よろしく願いいたします。

以上です。

●落合座長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの報告書の基本的な方向に関しまして、自由にご発言をお願いしたいと思いますが、いかがでしょうか。こういう視点も必要ではないかというあたりの部分につきましては、何かございますでしょうか。

じゃ、特定のテーマではなく、全体について、ご自由にコメントをお願いしたいと思います。

●一つは、先ほど事務局からお話のありました地域活性化をどうまとめるかという点です。いま地域経営研究会をやっているのですが、どういう方向に持っていくか、たいへん悩んでいるところです。はっきりしているのは、地域の活性化に、経営視点が欠け続けてきたわけで、M&Aをうまく使っていこうということだろうというふうに思います。この視点をはっきりと、今回は書いてもいいのかなというふうに、感じております。

それから、こういう景気環境の中でございまして、M&Aも含めてなのですが、それに伴う雇用調整が大変やりにくくなってきていまして、合法的にやっても大批判を浴びるといって、やると社会的にレピュテーションリスクが高くて、恐らくそれに反応している部分もあると思うのですが、以前のようにリストラクチャリングを発表しても、株価も上がらないというような状態になってきています。そういう環境が、M&Aの足かせになっているところもあるのかなというふうに感じていまして、そのあたりに一言触れてもいいのかなと感じております。

●落合座長 ありがとうございます。

それでは、ファンドの関係でいかがでしょうか。

●投資ファンドにはいろんなタイプがありますが、世間では一括りにして語られることが多いです。それが投資ファンドに対する誤解につながっていますので、まずは様々なタイプの投資ファンドがあり、その存在意義を明確に説明しておくことが必要です。そのうえで企業価値向上に資する活動に真摯に取り組んでいる投資ファンドについては、社会に果たしている役割を理解しやすく書くことが必要だと思います。逆に、投資ファンドについてここまでネガティブな面が出てきているのは、一部の投資ファンドが我々の常識では受け入れられない行為を行っていることが一因ですので、それに対する言及もある程度必要かと思います。バランスをとりながら、全体のトーンを見ながら、まとめていく感じかと思います。

それから今のお話にもあったのですが、M&Aにおいても、地域再生にしても、経営するのは人であるわけですし、全体的にもう少し人の視点を前面に打ち出してもいいかもと感じております。

●落合座長 ありがとうございます。どうぞ。

●事務局 ありがとうございます。私が、実は迷っていますのは、まさにおっしゃっているところで、皆さんのお話をいろいろお伺いしていて、地域活性化には、やはりファンド

の機能を使わざるを得ないのではないかというふうに思っています。それは、まさに人の機能プラス、要するにマネジメントだと思うのです。マネジメントの、日本というのは、本当にマネジメントというのは弱いところで、これが大学も余りしっかりその点のところを教えていない。経営はあるのだけでも、組織というか、そういうところをしっかりとマネジメントするのは、これはオン・ザ・ジョブ・トレーニングだということだと思います。

それに、どこに如実にあらわれているかの例をいいますと、これは第三セクターです。役人もそうなのですけれども、マネジメントが全然ないところがある。要するに、オン・ザ・ジョブ・トレーニングで、まさに過去こうやっていましたからということの継続になってきていまして、ところが新しいもの、例えば第三セクターをつくった場合に、まさにガバナンスがないとか、減っていると言われているのは、そういうような基本的な組織をどうマネジメントすべきかというところが基本的に欠けているのではないかと、我が国の教育というか、要するに経済界の中にというふうに、ちょっと思っていて、それをしっかりとつかさどるのが、一つの例えば個別の企業で、人に期待するのは、これはもう重要なのですけれども、その前に、そういったところを助けてやると、しっかり助けてやれる組織というので、どこにあるかといったら、それはファンドじゃないかなというふうに思い出したのです。

これは、地域再生機構の話ではないわけですが、そういうような、要するにマネジメントをわかっているファンクションが、そういう個別の経営者、経営をやらんとする者をしっかりと助けるようなファンクションがないと、これはうまくいかない。それで、しかもお金の面とか、関係の面も教えてやるという、これは専門家を送ってやるというような話もないとうまくいかないのではないかと、そういうファンドというのが、本来エクイティファンドではないのと。

この前のファンドの、立派な方々がお見えになって、そういう話をお聞きして、何かそういうような感じがしたものですから、申し上げているわけなのですけれども、そういう発想はいかがでございませぬ。

●株主である投資ファンドは、ガバナンスを効かせることによって経営者を支援し、企業価値を高めています。これが投資ファンドの大きな役割であり、国内では、これはかなり実現されてきています。ガバナンスについて私が問題意識として持っているのは、昨今インアウトのM&Aが多くなってきている中で、日本企業の経営者が、海外の買収した先の会社に対してどれほど効果的なガバナンスを利かせることができているかです。今後、日本のグローバル企業はもっと強くならなければいけない。そのような際にどうやってガバナンスを効かせるべきかが定まらないと、企業成長にとっては大きなネックになるのだらうと思います。ガバナンス機能が弱い日本企業によるインアウトのディールに対して、ガバナンス力のある投資ファンドがどのように関与することができるかについては、研究してみたいと思います。

●落合座長 いろいろファンドについては、規制すべきだというような議論も最近強く出

ておりますが、個人的なご意見で結構ですから、何かコメントございましたら、ファンドに関しまして。

●ファンドについての議論というのは、いろいろ誤解も多いと思うのですが、そもそも規制しにくい金融主体をファンドと言うのですという言葉の定義への理解不足から来ているような議論もありますし、一方で、アメリカで規制を強化するとEUに流れるというようなこともありますから、足並みそろえてどこまでのことをやっていくのかなというのは、なかなか難しい問題だと思います。けれども、多くの委員の皆様がおっしゃるように、非常に日本の経済にとって可能性を秘めた存在だとは思っています。

●落合座長 ありがとうございます。

ほかに、全体にこの基本的な報告書の方向につきまして、ご意見、ご質問でもありましたらお願いしたいと思います。どうぞ。

●この中で、例えば3章ですが、インアウトの問題が、先ほども指摘されたのですが、一方において、アウトインというのが、なかなか盛んにならないと言えば語弊があるかもしれませんが、成功例というのは、そんなにたくさんあるわけじゃない。そういう中で、それが法的な問題なのか、ビジネス上の問題なのか、あるいは日本のメインバンク制、昔の、今あるかどうかはわかりませんが、そういう銀行との関係で、そういう問題が起きているのか、何かその辺も知りたいなという感じは持っております。

●落合座長 その辺の関連いかがでしょうか。

●貴重なご指摘だと思います。答えを私が持っているわけではないのですが、もし何か法的論点があれば、それは報告書に書いていくことになると思います。そういうご趣旨でよろしいでしょうか。

●落合座長 どうぞ。

●アウトインは、対日投資の絡みで語られることが多いですが、今、対日投資の議論は、「内外無差別にしましょう」、「外資系企業を排除するような規制は排除しましょう」というトーンでして、そのトーンであれば法的側面で大きな問題となるものはあまり目につきません。アウトインが増加しない理由は、法的な要因よりは、外資脅威論というか、外資が嫌だという感覚論が大きいのだと思います。

1つは、既存の自分のマーケットやビジネスを取られるのが嫌という感覚です。こうした考え方は、必要な競争を抑制しますので、変えていかなければならないところだと思います。

もう1つは、外国人に意思決定権を取られるのが嫌という感覚です。意思決定権とは、議決権、つまり資本です。支配権を取られるのが嫌という感覚です。ただし意思決定権を取られるのが嫌だという感覚は、まだ強く顕在化しているわけではなく、何となく嫌というぐらいの感覚でしょう。今後、アウトインのM&Aが増加して、海外の本社において「日本に立地している工場を閉鎖する」というような意思決定がなされてくると、この感覚は相当強く顕在化してくると思います。

今後、特に地方で企業立地が少なくなるどころか、相次いで事業所が撤退する事態が起こってくると、立地余力がある企業が外資系企業であれば、「外資系をもっと優遇しましょう」となるかもしれません。

●落合座長 今回の点につきまして、いかがですか。

●事務局 対日投資促進は、十数年話題を同じくしていますので、何とも言いようがないのですが、いろんな理由がある中で、私の一つの結論は、やはりM&Aだという結論です。投資をするのはみんなM&A、日本企業が対外に出るのもM&Aと、日本に出てくるのも外国企業もM&Aで出てこなければいけない。ところが、やはり我が国というのは、昔から要するに対外、外人嫌いというのが基本的にあります。そういうことがあって、要するに外の人をしっかりと迎え入れる素地というのが、余り政府としてはしてこなかった。向こうが積極的に出てくるというのはあったのですけれども。

ただ、そういう雰囲気をやはり変えていく、どういうふうに変えていくかということを考えてときに、我が国の中を、何かというと、ほかの人と、外人と話をするとき、外国の文化とか外国の考え方とか、彼らは何やってくるかわからんというおびえが基本的にどういう人にもあるもので、まさにM&Aとか、そのツールのところで、外国と会話のできるようなツールを整備しながら、文化環境を整備しながら説得していかざるを得ないのではないかというふうに、今思っているものですから、まずそのいわゆる実態上投資するときの両面では、M&Aというのがやはり一番近道である、そういう文化を定着させるのが近道じゃないかと思っています。

ただ、一方、実際、外国が入っているところ、そういう外国人が実際入ってくれば、非常に日本はなじみやすいところではあると思うのですが、その壁をどういうふうに越えるかといったところだと思います。

●落合座長 ほかに、何かご意見、ご質問等ございますでしょうか。

このような事務局案に沿って作業を進めるということによろしいでしょうか。

それでは、そのようにご了承いただいたということで、現実にこの報告書を作成するに当たって、執筆を担当する方々につきましては、ご負担をおかけいたしますけれども、どうかよろしく願いいたします。

それでは、この研究会全体を通じて何かご発言がございますでしょうか。もし、ないようなら、今年度最後の研究会を、これで終わりたいと思います。

どうも、1年間長い間ありがとうございました。