

第 27 回 E S R I ー経済政策フォーラム「新しい局面にあるわが国の M & A」

日時 2006 年 10 月 17 日(火) 13 : 30~17 : 00

(司会) 皆様、こんにちは。本日は、お忙しい中、内閣府経済社会総合研究所主催の第 27 回 E S R I 経済政策フォーラム「新しい局面にあるわが国の M & A」に、お越しいただきまして、まことにありがとうございます。

それでは、はじめに主催者を代表しまして、内閣府経済社会総合研究所所長、黒田昌裕より開会のごあいさつをさせていただきます。

開会あいさつ

黒田 昌裕 (内閣府経済社会総合研究所所長)

ただいまご紹介いただきました、内閣府経済社会総合研究所の所長をいたしております、黒田です。

本日は、ご多用中にもかかわらず、多数のかたにこのフォーラムにご出席いただきまして、心より御礼を申し上げたいと思います。私どもの研究所で、経済政策フォーラムというイベントを、平成 13 年の 3 月から開始しておりまして、今回が 27 回目ということで回を重ねてまいりました。その時々に応じて、いろいろな課題をご紹介し、かつフランクにご議論いただいて、政策決定等に役立たせようというのがこのフォーラムの主旨でございます。

今回は、ご案内のとおり、M & A という新しい問題についてです。実は、M & A についてのフォーラムは、今回が 4 回目でありまして、今までもたびたび多くのかたにご参加いただきまして、徐々に議論が煮詰まってきたと感じております。この M & A のフォーラムですが、今日ご講演をいただきます、香西前所長がこのフォーラムを立ち上げ、研究会を立ち上げられた企画でして、それ以来、研究所では、今日パネルディスカッションのご司会をしていただきます、東京大学の落合先生に全体の座長をお願いして、研究会を重ねてまいりました。昨日、プレスリリースで、この M & A フォーラム、研究会の成果を紹介させていただいたところですが、ジャーナリズムも非常に関心を持ってくれまして、今日このフォーラムにも 200 人を超える多数のかたがたにご出席いただくことになりました。恐らく皆様があたが、この問題について非常に大きな興味と関心を持ってくださっていると

ということだろうと我々は考えております。そういう意味で、今日、今までの研究会に参加していただいた皆さんがたのご意見のご紹介と、パネルディスカッションを通じて、過去やってきた研究会の成果をさらなる今後の研究につなげていくことができたらと考えております。パネルディスカッションのあと、オープンなディスカッションの場もありますので、ぜひ、皆様がたからいろいろなご意見を賜りまして、この会を盛会にしたいと考えております。

簡単ではございますが、ごあいさつに代え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。

(司会) ありがとうございます。それでは、続きまして、田村耕太郎内閣府大臣政務官よりごあいさつを申し上げます。

それでは、田村大臣政務官、よろしくお願いいたします。

あいさつ

田村 耕太郎（内閣府大臣政務官）

皆さん、どうもこんにちは。内閣府の大臣政務官をやっております、田村耕太郎です。金融経済財政、そして再チャレンジを担当しています。個人的な話で恐縮なのですが、実は、このM&Aというテーマに非常に深いなじみがありまして、私はこの政界に入る前、学校を出まして、いちばん最初に就職したのが証券会社なのです。その証券会社で、いちばん最初の配属先がM&Aの舞台だったのです。私は人事部にかなりプレッシャーをかけまして、「M&Aをやらせてくれないのなら行かない」とわがままを言って入れてもらったのですが、当時はまだまだ案件が少なく、M&Aは、日本の企業の戦略としてはなじまないという議論が幅を利かせていました。ただ、幸い仕事や上司に恵まれまして、IN-IN、IN-OUT、OUT-IN、すべての形態、いろいろなものをやらせていただきまして、2年連続でその部署でいちばん稼ぐことができました。そして、企業派遣留学に選ばれまして、アメリカのロースクールで証券規制と会社法を学んできました。そのときに、いつか日本もM&Aの法整備がこんなに進んで、もっと活発になればと思っていました。2年ぐらい前からのいろいろな事例で、だいぶ近づいてきてまして、去年の商法の大改正で大きくアメリカに近づいたのではないかと考えています。まだまだ変えていかねばな

らない点もありますが、私も昨年の商法大改正には積極的に議論に参加させていただきました。

そのあと、一念発起しまして、地元に戻って、家族がやっている事業を継ぎました。事業会社に入って、今度は自分でM&Aをやってみました。自分でやってみると、今まで仲介業者としてやっていたM&Aと、今度は事業会社で経営者としてやるM&Aは、全く違うものだと思います。仲介業者としてやるM&Aもなかなか大変なのです。この中にも仲介業者のかたがたくさんいらっしゃると思いますが、たくさんの資料を読んだり、依頼先のニーズに合うようなものを開発したりして大変なのですが、それに比べたら、ポストM&Aと言うのですか、ディールがクローズされたあとの経営のほうはるかに大変だというのが私の実感です。

さまざまな研究がなされてきて、M&Aの戦略としての有効性も広く認知されるようになってきたと思いますが、私はポストM&Aに対する研究がさらに期待されるのではないかと考えています。というのは、事業再生というテーマもかなり広がってきたのですが、事業再生とポストM&Aはかなり違うと思うのです。事業再生にかかるようなステージの企業とは、やはり違うものを買収対象先、合併対象先として今M&A戦略に取り組んでいるわけです。ですから、今日もいろいろ議論があると思いますが、そこでの人事労務問題を含めて、ポストM&Aにかかわる課題がこれからの研究テーマとして、私は注目しています。

経済財政も担当していますので、先週行われました第1回目の経済財政諮問会議に出してきました。そこで、民間議員のかたから七つの課題が挙げられました。日本経済のさらなる成長のための課題なのですが、イノベーション、人材育成、経済のさらなるオープン化というものが挙げられました。これらすべてにかかわるのが、日本のこれからのM&A戦略だと思います。ですので、今日の議論が契機となりまして、さらに大切な経営戦略として認知や理解が深まって、M&Aが日本経済を引っ張って行って、さらに日本経済、そしてここにいらっしゃる皆さんが発展されることを祈念して、私のあいさつに代えさせていただきます。今日はよろしくお願ひします。

(司会) 田村政務官、ありがとうございました。

ではここで、本日のプログラムを簡単にご紹介させていただきます。

まず、はじめに、前内閣府経済社会総合研究所長でエコノミストの、香西泰さんに基調

講演をお願いしております。

続いて、M&A研究会事務局を担当しております、内閣府経済社会総合研究所特別研究員、内閣府政策統括官の藤岡文七より、昨日公表されましたM&A研究会報告書の概要について報告させていただきます。

その後は、休憩を挟みまして、M&A研究会座長で東京大学大学院法学政治学研究科教授の落合誠一先生を座長としてパネルディスカッションを行います。

このパネルディスカッションのあとには、質疑応答の時間を20分間用意してございます。

それでは、早速ですが、まず基調講演に入らせていただきます。

前内閣府経済社会総合研究所長で、M&A研究会設立にご尽力いただきました、エコノミストの香西泰さんに基調講演をお願いしております。それでは、香西先生、どうぞよろしくお願いいたします。

基調講演

香西 泰（エコノミスト（前内閣府経済社会総合研究所所長））

ご紹介をいただきました、香西です。私はたまたま所長であったときに、あとから登場する、当時研究官だったと思いますが藤岡統括官から、熱烈な陳情というか突き上げにあって、M&Aというのはうちの研究所に向くのだろうか心配しながら、M&Aの研究会を開設したわけです。先ほどの田村政務官とは全く逆の立場の人間だったのですが、私自身は研究会をやらせていただいて、落合先生その他の非常に熱心なご討議を聴いて、非常に啓発される場所がありました。これは非常に大きな大事な問題だ、場合によってはその研究者だけでやるべきではないような問題かもしれないという印象を受けた次第であります。私自身はあまりM&A自体の専門家ではありませんので、本当はこういう場所に立っていろいろお話しする資格はないのですが、今日は素人代表という感じで、最近感じたことを少しばかりお話しさせていただきたいと思っております。

M&Aについて、なぜそれが今これだけ大きな問題になっているかということ、エコノミスト、それも大ざっぱなという意味のマクロエコノミストなものですから、いい加減なことしか言えないのですが、やはり世界経済、日本経済の大きな流れの中で、これが問題になってきていることを申し上げたいと思います。

一つは、グローバリゼーションが、日本、世界経済全体についても、非常に大きな問題

です。最初は、アメリカが冷戦に勝った、ITが世界を席卷した。これもアメリカ始動ですから、グローバリゼーションすなわちアメリカン・ヘゲモニーであるという発想が非常に強くて、だからWTOの会議にもものすごいデモがかかったりして、グローバリゼーションというのは非常に評判が悪く、反米感情を刺激したと思います。しかし、結果を見ておきますと、実は、アメリカ始動といわれるグローバリゼーションで、いちばん得をしたのは中国とインドだということになっています。これは世界人口の4割がひょっとしたらこの機会に歴史的な貧困を脱出するかもしれないという意味で、グローバリゼーションが、アメリカがどうこうという以外にもう少し人類史的な一つの大きな事件になりうるということではないでしょうか。

そのグローバリゼーションを支えているのは、何といても直接投資です。つまり、それまで国際化とか何とか言っていたときは、輸出するかしないか、輸入するかという話だったのですが、グローバリゼーションというのはやはり資本や技術などが、別の国の国内に入っていくということだと思ふのです。つまり、水際ではなくて、水内、国境の中の話になっていくということです。そういうところで、直接投資が非常に重要なわけですが、その直接投資というのも、実はかなりの部分がM&Aと関係を持ってくるであろうと思います。

グローバリゼーションの一つの流れの中に起きていることとして、ヨーロッパの統合があります。全部が入ったわけではありませんが、EUはついに、通貨を共通にするという大変大きな仕事をしたわけです。私自身はユーロの発行に対しては、非常に疑問を持っておりまして、簡単にいえば、あれは固定幣貨ですから、そんなものが本当に安定できるのだろうか。例えば、日本がアメリカに追いついていこうとして、競争していたときは1ドル360円でした。それで、アメリカにほとんど近づいたときに、アメリカは日本に対して円の切り上げを要求しました。現在120円とすると、円の価値は3倍になったのです。だから、為替を固定していて今でも360円なら、日本はどんどんアメリカに輸出しているかもしれない、しているに違いないわけです。それぐらいの変化が起こるのです。ポンドに対しては5倍になっています。ポンドは、1008円でしたから、今200円とすれば、5分の1になる。つまりはキャッチアップするということは、それぐらい大きな変化があるわけで、それでポーランドとドイツが今為替レートを固定化するというところで、やっていけないわけではないのではないかというのが私の考えだったのです。事実、世界で今、ある意味でいちばん成長が遅いのは、ドイツ、フランス、イタリアといったユーロの大国です。2000

～2005年の実質成長率でいえば、日本より低いと思います。これはやはり、そういうところにも原因があるのではないかとまだ思っております。そのユーロ圏では、最近になって、今年の5月でしたか、ECB（ヨーロッパ中央銀行）総裁が演説しております。彼は、「ユーロの発行は金融的には非常に成功した。しかし、成長率はdisappointingだ」と言ったのです。しかしそれと同時に、彼が言ったのは、「けれども、ヨーロッパには新しい動きが出てきた」ということです。ヨーロッパの中の直接投資が、2000年から2004年まででしたか、GDP総額に対して14%ぐらいだったものが、24%に数年で増えているというわけです。それぐらい大きな直接投資が行われた。フランスなどは、電力会社から何からどんどん外へ出て行っておりますから、ドイツの中にフランスの電力が流れてくる形にどんどんなっているわけです。

つい2～3日前に「日本経済新聞」に出ていましたが、世界のM&Aの数を数えると、最近はやがてヨーロッパが非常に多くなっているということで、この四半期でトップになったのだと思います。ということは、つまり、ヨーロッパというのは、なかなか労働も票も動かないし、もともと最適通貨圏ではないと思っていたけれども、通貨を統合している間に、直接投資が起きて、そしてそれはいろいろな形でM&Aを通じて起きているということがそこにかがえるのではないだろうかと思っております。そういう意味で、グローバル化の波にどう乗っていくかということを考えるときには、やはりM&Aの問題を避けて通ることはできないという感じがいたします。

グローバル化は、別な言い方をすると、世界でいちばん利潤率の高いところに投資をする、ロケーションの競争であると言えます。投資立地をどこに求めるかという競争なのですが、利潤を上げていくことが非常に大事になります。利益を上げるといってホリエモンでありまして、株価最大の政策は間違いだと新聞等でたたかれておりましたけれども、実はそうでもないと思うのです。株がちゃんとした価格をしていなければ、簡単に乗っ取られます。つまり、株価を極大にする政策は、アメリカの経済学の教科書には利益極大化と同じ知音として与えられているわけですし、低い株価であることが必ずしも、労働者やステークホルダーの身を安全にしていけないことも考えるべきだと思います。

私はまた、日本でなぜ利益をもっと高くしなければいけないかというのは、自分が年金生活者に半分以上なりましてから、非常に実感します。つまり、高齢化してくるとどうしても利回りが高くないと高齢者はやっていけないのです。若い人に全部押し付けて、若い人から吸い上げようとするすると、若い人は子供を生まなくなってしまう。もう日本で

も、社会保障は若い人に負担をかけるのではなくて、若い人の負担を抑えるということにせざるをえないというところにきていると思います。今までは、これだけ年寄りがいるからこれだけ社会保障が必要だと言ったのが、今度は若い人たちが払える上限はこれだけだということを、まず、最初に決めたほうがいいと思うのです。

それではどうするかというと、やはり利回りを少しでも高くすることが非常に必要だと思います。高齢化していくと、実は貯蓄率がだんだん下がっていくというのですが、厳密に考えると、本当は高齢化すると、定年になってからあとの年間はどんどん長くなってきているわけですから、貯蓄率が上がるはずだと個人的には思うわけです。50歳で死んでいた時代、古いことではなくて、私が中学生だったころ、戦争で日本が負けたときは、日本人の男子の平均寿命は50歳だったわけですから、50歳で死んだときには、恐らく最後まで働いて死んだ、四十数歳まではみんな働いていたのだらうと思います。だから老後はなかったと思えばいいのです。ところが、老後がある。例えば80まで生きるのなら、10年や15年、20年と、働かないで食べていかなければいけない。それを若い人に全部締め上げるというのは無理もあることであって、私はそこではやはり利益率、配当率のようなものを上げていくことが必要だらうと思います。

ついでに脱線すると、もう一つ言うのは同じ世代の中で分けることが必要だと思うのです。大体今では80歳で死ぬとしますと、80歳で死んだときに相続をする。配偶者が相続するのは当然だと思うのですが、50歳の息子どもは自分で稼いでいて、財産を持っていてもおかしくない年です。例えば障害がある子供さんやそういうかたの面倒を見ることには、私は賛成ですけれども、国家の金を使って介護、あるいは地方財政を使って介護してもらった人たちが財産を大きく自分だけの息子に渡していいものだらうかと思うのです。私も年寄りですから、だんだんそういうことが接近しているのですが、そういう気もいたしません。

しかし、いずれにしてもやはり利益率が高いこと、株価が高いこと、株価が適正であることをねらうことは非常に大事なことだと私は思います。その利益率を上げることがエイジングの一つ必要だということですが、そのための方策としては、やはり資本の効率を上げなければならない。日本の今までの高度成長というのは、貯蓄をして、設備投資をして伸びてきたわけです。したがって、資本係数といいますか、資本の生産性はむしろ下がっているわけです。資本蓄積をすればするほど、ある意味で限界生産力が低減しまして、経済学のテキストに書いてあるとおりになるわけですが、日本はそういう形で、設備投資は

たくさんしました。それ自体は非常に大事なことであります。

よく言われたのは、戦後日本には焼け野原で何も残っていなかった、残っていたのは労働力だけだと。労働力だけだったら軽工業しか発達しないはずなのです。それがどうして、重工業が発達したかという議論がよく行われております。日本には資源も金もなかったと言うけれども、私は、そうでもなかったと思うのです。貯蓄率の高さという点では、日本は非常に高い貯蓄ができて、高度成長期には高い貯蓄率を誇っていたわけで、したがって、新規の投資は非常によかった。ヴィンテージという言葉がありますが、資本というのはただ存在しているものではありません。新しい設備をたくさん持っていたことが、日本にとって非常に有利に働きました。

日本は資源がありませんでしたし、土地もないと言われていましたが、幸い太平洋ベルト地帯、海岸ですね、そこにたくさんの立地がありまして、日本は200海里を自分の領土と数えると、世界で第7位の大国なのだという話を聞いたことがあります。本当かどうかは分かりませんが。鉄鋼業などは大体水上輸送がないと成り立たないから、ライン川や、アメリカでいえば五大湖のそばにあるわけです。日本はそれを海岸で、臨海工業地帯で解決していく。そういう意味で、先ほど言った、貯蓄をして成長するということには、当時としては非常に大きな意味があったことは少しも間違いではありません。

けれども、高齢化が進んでくると、本当は貯蓄率も上がると先ほど言いかけてましたが、自分の老後が長くなると本当は計画的に言えば貯蓄をしているはずですが、ところが、私たちの世代は、自分がこんなに長生きをすることは思わなかったりして、これは予期せざる高齢化なのです。そうすると合理的な貯蓄をしていないわけです。戦時中ろくなものを食べていないから、早死にするだろうと思っていたら、ついに老人になってしまったという人ばかりが私たちの世代にいるわけで、だから年金も積み立てていない、貯蓄もしていないということになるわけです。本来はそういうことですけれども、とにかく若い人は、これ以上負担ができない状況に近づいているということであれば、貯蓄や資本蓄積をして、というだけで、日本経済の将来の成長を考えることはできません。

アメリカでは、マッキンゼーの研究所が最初に言って、ほかにハーバードやいろいろな学者が日本について批評しておりますけれども、日本はたくさん貯蓄をしている、アメリカ人は貯蓄をしない。それにもかかわらず、アメリカのほうが、成長率が高いのはなぜか。それは、「資本の配分がうまくいっているからだ」、「資本の効率がいいところへ資本を配分しているからだ」、「生産性の高い産業、企業に資本を渡しているからだ」、「日本はたくさ

ん貯蓄して投資しているけれども、すればするほど限界生産力は下がっているではないか」という意見を出しておりますが、私は、それは否定できない真実を含んでいると思うわけでありまして、日本はもう少し資本の効率を上げることが必要です。そのためには、M&Aは非常に大きな手段になるに違いないと思っております。

そういうことを考えていくと、私はM&Aの問題はある意味で哲学的な問題だと思うのですが、一体資本とは何なのだろうか、企業とは何なのだろうかという反省も必要だと思いますし、反省させられる問題だと思います。昔は、企業と言うと設備を持っているということだったと思うのです。しかし、最近では、ある研究者が青色ダイオードを発見したから200億円よこせという話になっております。つまり一体何が企業なのか。企業というのは、今では必ずしも設備だけではなく、人材や組織、ある意味で知識、知識を生む組織といったもののほうが、新しい企業の姿としては大きくなってきているわけです。

例えば、グーグル。あれはものすごいもので、実はこの間ちょっと感心してしまったのですが、昔戦争直後に丸炭という制度がありまして、石炭がない時代に、石炭の物々交換を認める闇取引を政府が認めているような制度があったのですが、その制度のことを調べていて、なかなか見つからなかったのが、グーグルを引いたらちゃんと出ているのです。それに関する国会での議論の質疑応答までちゃんと出てくる。それぐらいの情報の整理がしてありまして、8000人の数学のPhDを集めて、分類のシステムを考えたというふうになっています。

製薬会社もそうで、昔読んだジェイコブズという都市評論家の議論で、「ニューヨークの繊維産業がやっていることは大学と同じだ、情報を交換して新しいアイデアを作ってデザインをした」と言っているのです。もちろん従来型の企業も大事な役割を残すと思いませんけれども、こういう社会になってきたとき、そういう新しい企業が次々と出てくる。そういう中でそのような新しい企業を強くしていくためにも、いろいろな試行錯誤があつて、それがだんだんとM&A等を通じて吸収されていくという図柄が描けるのではないかと思います。ということは、これまで企業経済について、私はエコノミストですから、一応そこに範囲を限らせていただきましたけれども、実はM&Aは学校にも起こるかもしれない、企業だけでないところで、いろいろな形のM&Aがありうるかもしれないということも考えていいのではないかと思います。

非常に簡単ではありますが、一応素人の感想を申し上げて、皆様にもぜひ関心を持っていただき、ちゃんとしたM&Aで、人口減少などのいろいろな問題にかかわらず、日本の

経済が成長を高めていくことができるようになればと考えております。

どうもありがとうございました。

(司会) 香西先生、ありがとうございました。

それではここでM&A研究会事務局の藤岡文七より、昨日公表されました、M&A研究会報告「本格的展開期を迎えたわが国のM&A活動」についての報告をお願いいたします。

それでは、藤岡政策統括官、よろしくお願いいたします。

M & A 研究会報告「本格的展開期を迎えたわが国のM & A 活動」

藤岡 文七（内閣府経済社会総合研究所特別研究員）

ご紹介賜りました、内閣府の政策統括官、経済財政運営担当の藤岡です。よろしくお願いいたします。

実は、私は経済財政運営担当、経済財政諮問会議担当の政策統括官ですが、今日の発言は飽くまで経済社会総合研究所の特別研究員としての発言ですので、その点よろしくお願いいたします。先ほど田村大臣政務官からも、また香西前所長からもご紹介賜りましたけれども、M&A研究会は平成15年末に研究所で発足いたしまして、基本的にはわが国の持続的成長のためにM&Aという機能は有効かということを中心に、落合先生に座長になっていただいて、現在でもそうなのですが、そうそうたるかたがたにさまざまな観点からご議論いただいたということでもあります。この議論の中で、確かに今この内容につきましては、まだ日本社会の中に受け入れられないような内容も多々含まれております。そういうところを腹藏なく、私のほうから私の言葉で話させていただきたいと思っておりますので、よろしくお願いいたします。

まずこのM&A研究会、持続的成長に向けて、M&A機能は有効かということなのですが、結論としてあとにも出てまいります、M&Aという機能はわが国の成長にとっては必要不可欠であるという結論です。しかしながら、解決されるべき課題は少なくないということにして、その中でこの研究所の報告をお手元にもお配りしておりますが、3部構成になっております。最初に、Factsとして、わが国における現在のM&A活動をまず評価する。それから、わが国におけるM&A活動がどういう課題を持っていて、どういう対応をすべきか、というのが第2編。第3編に、最後に提言と対応という内容になっておりま

すので、順番にご紹介申し上げたいと思います。

○まず、わが国のM&Aの状況ですが、これはもう申し上げるまでもなく、ここにありま
すように、本格的な展開期を迎えているということです。

○実は、M&A研究会を開始いたしました当時は、このグラフにありますように、21世紀
初頭でした。今では皆様は、敵対的TOBや大銀行の合併などを、ここ2年ぐらいですべ
て経験しておりますので、M&Aが通常の活動であるかのようにご認識になっておられま
すが、当時は2001年、2002年、2003年ということで、法制度等の改正、それからわが国
が非常に構造改革期にあったこともありまして、一時期ブームになったという時期です。
こういう時期にあつて、それ以上にM&Aは増えてくるのだろうかという疑問がございま
したが、2005年で、前年比2割以上の増ということで、現在もなおM&Aの活動は増え続
けているという状況がございます。この数のレベルと申しますのは、まだまだ米国のレベ
ルに比べて、相対的な問題ですが、まだ少ないということで、わが国として今の状況を考
えると、M&A活動はますます、ここ当分は活況になってくるということです。

そういうことですが、ここにありますように、わが国においてM&Aは、過去必ずしも
停滞していたわけではありません。20世紀末、ここにありますように、IN-OUT、海
外に出るときに、盛んに海外に、アジアにもアメリカにも投資したわけですが、特にアメ
リカに向けては何十兆も投資をして、失敗した投資も含めて、ほとんど不実の投資という
状況で推移してきた経緯があるわけです。

申し上げたいのは、クロスボーダー投資というのはM&Aであります。ほとんどがM&
Aということで、まさにM&Aというのは企業の投資活動そのものと言い換えても不思議
ではない状況です。21世紀に入りまして、ここにありますように、IN-INが、主に中
小企業のM&Aを中心にして急激に増えてきているという状況があるわけです。この中の
一環としまして、先ほどもご案内申し上げましたように、最近では敵対的M&Aや、中小
企業を後継するためのM&Aということが入っておるわけです。

○そういう中でわが国の現在のM&Aの特徴をまとめていますと、ここにありますように、
5つのポイントがあろうかと思います。企業価値を意識した企業経営の浸透が1点。これ
は、そういうことがもう浸透したということではありません。浸透しつつあるということ

です。2番目に、不良債権処理の進展と「選択と集中」による再編・再生が本格化した、あるいは本格化して、まだこれからやらなければいけない状況ということです。それから、経済・産業構造変化があつて、変化しつつある中で、M&Aが増えているという状況。それから、新会社法の成立等の法制度改正が行われてまいりました。これはまさに、いろいろ企業が再編するに当たりまして、会社法、それから証券会計、その他の法制度の改正が行われているということです。

それから、無視できませんのは、M&Aという活動の中で、やはり公的機関の活動が非常に色濃く出ているということです。役人だから申し上げるわけではないのですが、日本政策投資銀行、整理回収機構や産業再生機構等の活動がないと、このM&Aの分野はなかなか日本社会では進まなかったのではないかとということです。「民ができることをなんで官がやるんだ」ということをよくおっしゃいますが、実際問題として産業再生機構の機能や、日本政策投資銀行の機能を見ても、「じゃあ今まで民でそんなことができたんですか」と、あえてチャレンジングに申し上げたいと思います。

〇さりとて、こういう実態の中で、実体は着実に変化しつつございます。中小企業対応についても、地域の金融機関には積極的に出てきていただいておりますし、また、いわゆる産業の再生や再編の機能につきましても、民の機能が徐々にできてきているということは、実際認められるところですので、そういう意味を含めまして、現在、全体的にM&Aは途上であるという表現をさせていただきたいと思います。

そういうことで、一つ私としてうれしいことは、M&Aという活動が、最近、特にここ1年、従来の再編型から経営型に変わってきていることです。M&Aといいますと、昔はリエンジニアリングやリストラクチャリングという形で、よく表現されたわけですが、最近やはり経営に直接対応するというので、M&Aという活動が行われつつあるということで、これは非常に好ましい変化ではないかと考えております。これが現在の Facts の簡単な要約です。

〇第2編ですが、そういうM&Aの最近の企業の活動状況を踏まえて、研究会においてはさまざまな観点から、M&Aをどう見るかというご議論をいただきました。ここでは時間の制約もありますので、重点だけを絞りまして、実はM&Aというのはこういうことではないかという、私なりの整理をさせていただきました。

まず、第一に、これはいちばん重要な側面だと思うのですが、企業経営の観点、経営者の観点からの切り口で、わが国のM&Aをどう見るかということです。課題として、最初に、M&Aは経営トップのリーダーシップが最も重要ということを書いておられます。逆に言いましたら、日本のリーダーシップには問題があるのではないかと申し上げたいわけです。

これはどういうことかと申しますと、2番目のところに「経営者と社員の非分離」というところがあります。すべての企業がどうこうということではありませんで、一般論ですが、まず、日本の終身雇用は非常にいいことだと思いますし、これは今後とも続ける必要がある側面を持っております。ただ、やはりM&A自体には、ここにありますが、「経営者と社員の非分離」ということで、いわゆる大企業の終身雇用におけるサラリーマン社長の限界という問題が一つあるのではないかと思うわけです。

私も産業再生機構の担当室長をやっておりましたときに、日本の場合は、経営者が、「これは前の経営者がやった責任のもので俺の責任ではない」と平然とおっしゃるような背景があります。「俺の責任じゃないんだよ」ということですが、そうなりますと、やはり企業経営とは、経営者とは何ぞや、ということになるわけです。そういう意味でのリーダーシップの問題。わが国において、世の中の環境の変化が非常に激しい中で、そういうリーダーシップを果たすべき経営者の責任をどのように問いかけていくかという、基本的な問題点があるのではないかということです。こういう意味で、わが国として、「経営者と社員の非分離」という問題をどう考えていくかは、一つ大きな問題ではないかと思えます。

それから2番目に、これは中小企業の問題ですが、「所有と経営の分離」ということで議論がございました。どういうことかと申しますと、中小企業では所有と経営が一緒ですので、経営者の人生がそのまま従業員、企業の人生になってきているわけです。最近特に言われますのは、企業の寿命と人生の寿命は違うということです。昔はどちらかといいますと、人生の寿命よりも企業の寿命のほうが長かった。最近世の中がどんどん変化してまいりますので、企業の寿命のほうが人生の寿命より短くなっているのが実態です。

そうしたときに、「じゃあ、果たしてその企業の寿命が尽きるときに、従業員も道連れにするのか」ということです。「そういう中小企業をこのまま日本の中で温存するのですか」という問題があるわけです。こういう観点から見ますと、やはり政府も中小企業、弱い企業は助けなければいけないという話があるわけですが、このところは、経営と弱者保護ということをやはり分離して考えないと、これからの日本経済のたくましい、活力ある高い

成長は考えられないのではないかということです。飽くまで保護政策と経営は別のものがあるという認識をしっかりと持っていく必要があるのではないかと思うわけです。

それから、3番目にコーポレートガバナンスの問題。これにつきましては、公開の大企業中心にさまざまご議論がありますので、その点についてはあえて触れることは、ここでは避けたいと思いますが、これは、基本的にむしろ中小企業の問題としてとらえるべきなのかもしれません。これは金融機関も課題ととらえるべきだと思うのですが、日本の大部分を持つ中小企業には、企業価値を意識した経営が求められるべきであるということです。地域の金融機関は、担保融資や、現在もお金がない場合は、売掛金、債権担保の融資ということで融資をよく考えるわけです。しかし、基本的に考えるべきは、やはり企業経営として収益性はどうか、成り立つかどうかを基準にして、企業経営として考えられるべきであって、率直に申し上げれば、そういった場合には、低収益の企業はやはり高収益性を求めて、M&Aをされるべきであるということが大きな選択肢であるべきではないかという問題提起です。

○企業経営の次に、企業価値という切り口でのポイントを1～2申し上げたいと思います。ここにありますように、企業価値というものは、短期的なマネーゲームではなく、組織、設備等の再編・再生、経営改革や人材育成等を通じて、中長期的観点から行われるべきものである。いわゆる株価ではなくて、企業の経営として考えるべきだという表現もよくなされるわけですが、ポイントは、マネーゲームではない。単なるファイナンスの問題としてM&Aを考えることもあると思いますが、それではなくて、今我々の視野に入っているのは、やはり中長期的な経営の観点。企業の収益、企業価値という観点で、企業がそろそろ考えられるべきであると。それがM&A時代における企業経営というものではないでしょうかということです。

この観点は、実は、一言で言いますと、短期的な益出しをねらう企業は、中長期的には砂漠化するということもあるわけです。これは人材対応も同じだと思います。この点について1点申し上げたいのは、例えば、最近、サービス業で一つのビジネスモデルが完成いたしますと、経営者総取りになって、従業員はみんな育成されることもなく、低賃金のまま置かれるという議論があるわけです。

しかし、ここでは、経営者間が競争すべきであって、競争するのは従業員ではないわけです。経営者に競争させなければいけないのです。その結果、やはり経営者は従業員の重

要性を知って、従業員に対する投資もしていくし、賃金も引き上げていくというメカニズムを本来起こすべきではないでしょうか。

それから、2番目に粉飾行為です。企業価値というものは、将来の収益に大きく左右されるものです。企業の経営者の資質によっても企業価値が変わってきます。そういうことでありますと、粉飾を利用して、悪いことは幾らでもできるということです。粉飾という行為には、皆さん要注意です。あらゆる側面で起こる可能性があるということで、その点で我々社会としてどういう対応を執るかということが試されるのです。

あと、企業価値のところ大事な点は、ここにあります市場評価というところかと思えます。価値の評価は、いろいろアセットバリューなどがあるわけですが、基本的に我々の頭にあるのは、やはりディスカウントキャッシュフロー法、将来の収益を見ながら企業価値を決めていくという方法です。その場合に、その企業価値は、市場の規律にさらすべきでありましょうということにして、あとでまた問題が出てまいります、その市場価値は決して一意ではないということです。企業の経営者の資質によっても大きく変わるということがそもそも企業価値ではないかということです。

○そういう企業価値を左右する、企業の支配権の市場についてですが、この点につきましては、ここに書いてあるとおりです。企業の支配権をめぐる議論はまだ落ち着いておりません。いろいろな議論で、企業はだれのものかと。某ファンドでは、「企業は株主のもの」と断言しました。まさにM&A研究会の中でも、基本的には「企業は株主のもの」という考え方になるのではないかという意見の大勢です。ただ現実を踏まえると、企業は株主のものと断定する見解には疑問があるというところでは、やはりステークホルダーへの問題もあるということで、ここにありますように、「株主権」を振りかざして、中長期的な企業価値を破壊するような行為が見られますので、今後はやはり、そういったところの歯止めも必要です。

次に企業の支配権をめぐるしましては、買収への対応についての取締役の責任が、どの程度あるのかという議論もまだ落ち着きを見せておりません。この辺は、今後さまざまな業種、実態において、事情は変わってくると思いますので、そういう実態を見ながら議論を続けながら、わが国としてどうあるべきか、といったところについてルール、考え方を決めていく必要があるのではないかということです。

○敵対的買収への防衛策については多くを申し上げることもないかと思います。ただ1点、わが国の状況におきまして、憂うべき点は、最初のところに書いてあります、EU諸国はポイズン・ピルに対して非常に否定的であって、米国でも買収目的でポイズン・ピルを導入するような発想はないということです。やはり企業価値をいかに高めるかという観点からのポイズン・ピルでありまして、どこかの国が企業を防衛するために、慌ててポイズン・ピルを何百もの立派な会社に導入しているというような状況は、世界から見たら異常だということです。

いろいろな敵対的買収への防衛策を考える場合にも、官民でも考えられているわけですが、やはりこれは、この三つ目にありますように取締役会や独立取締役の機能、株主と従業員の利益をどのように考えていくのかといったところをしっかりと説明をして、経営者はしかるべき対応を執っていくという態度が必要なのではないかということです。ここは非常に重要です。日本の資本主義が、間接金融から直接金融。今までは間接金融で、銀行からの融資が中心だったわけですが、これが直接金融の社会に至りますと、やはりわが国の企業、このエクイティの市場がいかに信用されるかという観点から、非常に重要だと私は思います。そういう意味で、日本企業の経営者の皆様にも頑張っていただきたいと思えます。

○M&A研究会の観点はやはり人材です。M&Aプロフェッショナル。それから、企業で働く人々。いわゆるM&A社会で、どのように考えればいいのかということです。ここでM&Aプロフェッショナルとはということです。ここにありますが、総合的な活動分野でありまして、M&Aというところの弁護士先生が「専門家であります」と出てくるわけですが、私は決してそうではないと思います。M&Aは企業経営の問題でありまして、企業経営を知らない人がM&Aを語る資格はないということです。そういう意味でのプロフェッショナルを、今後日本社会は、新しい経営者として育てる必要があるのではないかと思います。ここはビジプロという言い方をしております。企業経営の直前にいる、今後、さまざまな業を起こすかたがたの世界を作っていく必要があるのではないかと思います。

また、企業からも、そういうプロフェッショナルは、従来の終身雇用制のもとではなかなか育成が困難だという声が上がってきております。確かにそうなのです。収益、企業価値を意識して、さまざまなオプションを利用していくという観点から見ますと、プロフェ

ショナルになるためには、やはり企業の枠から飛び出すような教育システムと、そういう幅広い世界で働く社会が必要なわけでありまして、なかなかまだわが国の社会には、そういう社会ができていないということです。

先ほど田村大臣政務官がおっしゃったように、ポストM&Aは最も重要ということです。この研究会の考え方も全く同じです。いわゆるM&Aのプロフェッショナルと、ポストM&Aをしっかりやっていく、経営をしっかりやっていくのは、やはり違うタイプのかたでしょう。またそれは、そういうタイプのかたの専門家を養成するというか、専門家に出ていただく必要があるということです。

○そして、ヒューマン・キャピタルです。M&Aの社会になりますと、まさに人材、従業員が利益の源泉になるわけです。短期的に益出しをしようと思えば、人材投資も何もなくて、ひたすら賃金を下げて、益出しをすればいいわけですが、やはり中長期的な経営となりますと、やはりヒューマン・キャピタルが非常に重要と分かります。こういう意味で、ヒューマン・キャピタルの側面に、今後どのように対応していくかというところが、これは安倍内閣でも再チャレンジというタイトルになっているわけですが、やはり人材市場をどのように考えていくかだと思います。またM&Aが行われますとどうしても人員の整理を必ず伴います。そうした場合の処遇のルールみたいなものをやはり作っていく必要があるのではないかということです。

○会社法・商法などは省略させていただきますが、1点、税制関係について。税制関係は非常に現在重要になっています。単にお金を支払うということだけではなくて、企業の活力、競争力の維持強化に大きな役割を担っているということで、M&Aをやっているときの税の繰り延べ措置について。やはり税の徴収も国税としても大切なことだと思うのですが、租税政策というのは、やはり企業活動の活性化には、非常に大きな要素になっているという視点で、合理的に検討されるべきであるということです。この点は非常に大事です。

○それから別の切り口です。ポイントとしまして、こういうM&Aの活動は、地域の中小企業で非常に活発になっています。また、それは企業の後継や、後継者がいない、また企業が不調になったということで、再生・再編を目指すものが中心なわけですが、ただ、やはりこのM&Aの考え方ですが、ここにありますように、キャッシュフローを重視した価値

評価によって、人々の活力や新たな事業を起こすというコンセプトは、地域活性化に非常に重要です。

これは産業再生機構にも事例があるわけですが、例えば、地域にありますバス会社や旅館など、既存のモデルで収益性が落ちてきたモデル。こういうビジネスモデルについては、やはり統合、再編で収益性を上げていく以前の問題として、そもそも経営者が企業価値経営をすれば、それだけで立ち直るという例も数多く見えています。それに加えて、いわゆる旧来のビジネスモデルの収益性を上げていくものとか、また地域の資産を利用しながら、新しいビジネスを立ち上げていくという観点は大事です。これは特に地方のかたがたに言わなければならないのですが、外国人だけではなくて、地方のかたがたはやはり異質な地方の、例えば都会の人間が入っていきなりすることに対して、やはり非常に実体問題として拒否反応がある。そういったところをやはり地方のほうでも変えていただかないと、なかなか地域の活性化はできないということです。

中堅・中小企業の課題はいろいろあります。インフラがない、情報がない、何とかがないなどと、欠点を挙げれば、数限りなくある。

それから、地域金融機関の課題ということで、「地域の価値」を上げていかなければ自らが危うくなる。M&Aのような形でビジネスを作り出していかないと、金融機関としても成り立ちませんよという話について、これは地域の金融機関でも、今認識をされつつあるところも少なからずあるわけですが、そういったところをしっかり対応していただく必要があるということです。そういう中において、地域の活性化に向けて、先ほど申し上げました、企業の寿命と人の寿命はもう違うということ、それから特に地域の価値を新たに作っていくということ。既存のモデルではなくて、新しいモデルを模索するという意味において、M&Aという機能、考え方は非常に有効ではないかと考えております。

○クロスボーダーM&Aの話です。先ほどクロスボーダー投資はほとんどM&Aだと申し上げました。ここで問題意識と申しますのは、大きく2点ございます。いずれも中国です。例えば、これはインドも同じようなところがあるのかもしれませんが、中国への投資は、非常に長期にだんだん資金を拘束するものになりつつあるようです。非経済的な要素というのは、ありていにいえば、政治的な要素も絡むということです。そういうことでリスクが非常に大きくなるだろうということで、そうした分野は、やはりまだまだ未成熟な状況なので、これをしっかり意識した協力関係にして、努力をしっかりとしなければいけません。

元来海外への投資は、非常にこういう側面でわが国は弱いわけで、そういったところをしっかりとやっていく必要があるのです。

これは警戒をするわけでは全くないのですが、クロスボーダー投資では、相手国の市場開放度が価値評価に究極的な影響を与えます。例えば、自分のマーケットを閉鎖しておいて、日本の企業の技術を買に来る。これは非常に安く買ったたけです。決してアジったりするわけではないのですが、市場で評価する限りにおいては、やはりそういう面で注意をしていく必要があるということです。

ちなみにM&Aでは、早い話が技術を買うためだけにM&Aをしても全く意味がないようです。研究会の議論でもあったのですが、今ある技術が、どんどん人によって、進歩、展開、変化するものですから、そういう意味においては、M&Aの社会では、技術を買うな、人を買えということです。そういう実態をしっかりと踏まえたうえでのM&Aであれば、問題はなかろうと私は思うのですけれども、杞憂かもしれませんが、そういう心配があります。

このクロスボーダーであと1点、この場で申し上げなければいけないのですが、いわゆる新会社法で三角合併が解禁になりました。例えば外国の親会社の株式で、日本の企業を買うということが、株式交換で可能となったのです。これは、政治の場でも、株式交換によって、海外の企業が日本の企業を丸のみするのではないかとよく言われますが、敵対的買収という意味ではありませんから、株主総会でしっかり決議をしていただいて、経営者のちゃんとした承認のもとで、株式交換が行われるという手続き上の問題が一つあるということです。あえて申し上げますのは、そういう杞憂もおかしいのですが、外国の企業が日本の企業を買っても私はいいと思うのです。そういうことが急速に起こるのではないかと心配があると、私もいろいろお聞きするものですから、そういう話ではないということです。三角合併については、まだ実務的な問題や手続きに時間がかかるという話もありますから、その点、そうではないということをここで付言させていただきたいと思いません。

○事業再生および倒産法制です。産業再生機構の話の延長線上にあるわけですが、ポイントは2点あるかと思えます。事業再生や倒産法制。倒産した場合は、企業を強制的に買い取っていくということがあるわけで、大きく分けると、私的整理の段階と、民事再生、会社更生という法的整理の話があるわけです。

一つは、私的整理の話ですが、やはり事業価値が毀損しない間に早くやったほうがいいということです。アメリカでは Chapter 11 という制度があるわけですが、そういう制度も見習いながら、やはりわが国でも、価値が、成熟モデルで先が見えているような企業については、早い段階で再編できるようなシステムが必要なのではないかということです。そういうスキームを急ぐ必要があると。これは急いでやろうというかたがたもいらっしゃいますので、そういう皆様を支援申し上げたいということでもあります。

それから倒産法制の問題と、民事再生、会社更生の世界です。中小企業でよくあるのですが、やはり民事再生になると雇用者が職を失い、企業経営者は追い出されませんから、できるだけ職を失わないように、できるだけ長く生かしながら、裁判所がじっくり再生に取り組んでいこうという考えに一般的にはなりがちだと思います。そういったところはやはり最近の流れに沿いまして、やはり、企業責任、経営責任をしっかりと追究して、しっかりした経営者、ダイナミックな再編を、時間をかけずにやるというのが本来のあるべき姿ではないかということで、そういう再生への道筋をしっかりと立てながら、やっていくことが必要なのではないかということです。

その他事業再生、倒産法制の世界におきましては、さまざまな個人の保証の問題などがあります。ここは省略させていただきます。

○もう時間の都合もございますので、恐縮ですが、独占禁止法および会計基準の話は省略させていただきます。

○最終的に第3編は、M&A研究会の結論です。先ほど申し上げましたように、M&Aは持続的経済社会を達成するために重要なのか、という答えは、Yes です。ここにありますように、M&Aは、社会的厚生を最大化する重要手段としての企業価値の最大化を目的に、市場機能を通じてうんぬんと書いてありますが、経営革新等を推進する重要な手段ということです。早い話が、M&Aは一言で申しますと、やはり企業に対して新しい活力と新しい投資をもたらすためのエンジンです。エンジンと申しますのは、やはりM&Aの基本目的は企業価値、収益性の向上です。日本の社会は永らくの間、収益性が低い低いと言われておりました。収益性が低いことでもって、堅実政策で収益性を高めることはできません。まさにこのM&A策やそういう企業の再生策、新しい時代の経営者が出てこないと企業は再生しないということです。グローバルについてM&Aが使われているというのは、事実

です。ということで、M&Aはわが国の持続的な発展、成長に不可欠であるということが結論です。

○その前提にのっとして、幾つかの提案があります。やはり経営トップのリーダーシップをしっかりと意識してくださいという話。それから、企業価値評価はキャッシュフローの予測をベースにしてくださいということです。よく資産や、確かにいろいろな基準が、case by case で企業価値を評価するわけですが、やはり企業経営を基軸にした評価で、今後企業を考えていくべきであるということです。担保価値というのは飽くまで二の次、三の次ではないでしょうか。

それから、そういう意味において金融機関の企業経営に対する貸し出しの姿勢が大事だということです。金融機関では、担保融資が長く続いているわけですが、それを続けると、やはり企業の再編、合理化はなかなか進みません。将来どうですかといったところをしっかりと見る。しかもそういうことを求めないと中小企業の経営は全然近代化していないという実態があるのではないかと思います。そういう意味での企業経営を見直してくださいということです。

○2点目に、ビジネス・プロフェッショナル育成と人材市場です。こういうプロフェッショナルをどう育成していくかが、わが国にとって非常に大事だということです。ビジネス・プロフェッショナルは、ゆくゆくは企業の準経営者の準予備軍ではないかと思うわけです。研究会でいろいろ議論をしていただいたわけですが、そういう人たちを今の大学、大学院システムで育成できるかといったら、どうもできそうもないと。今の日本の企業内育成システムでできますかという、これもできそうにないということです。そういう意味で、やはりそういう育成と人材市場をしっかりと考えていく必要があるのではないかということです。

○雇用および働き方。これは、働いている人も少し意識を変えてもらわなければいけないということです。基本的にM&Aをするときは、ヒューマン・キャピタルに依存するわけで、やはり働いている人がどういう価値を持っているかというところの話と、M&Aが行われた場合の、賃金、処遇の問題について、どういう考え方で臨むべきか、といったところを、わが国の文化として確立していく努力をする必要があるのではないかということです。

す。今は努力もしていないというところです。そういう意味で、政府は雇用対策・支援のルールについて、やはりしっかり検討していくべきではないかということです。

○先ほどの地域活性化にM&Aをという提案であります。確かに地域活性化には、インフラがない、専門家がない、などいろいろな問題があるわけです。ただ、M&Aのルール自体はそんなに難しいものではない。ちょっと勉強すれば、どのようにキャッシュフローを生み出して、その価値がどうでという話ですので、地域の経営者を育てていく必要があるのではないかということです。私はいろいろ拝見してまして、今の地域が活性化しないのは、やはり経営者、地域のリーダーや地域で責任を持っているかたがたが、そういう価値を意識して動いておられるかということです。そういう問題点がある。

地域の金融機関、ファンド。これも問題といたしますか、皆さんが活動されているので、私がこれを問題うんぬんというわけではないのですが、やはりもっと改善する余地があるのではないですかということです。

それから、地域の特性に応じ、インフラ整備や地域の人々が出資しその果実を受けるシステムをということです。地域の交通機関などは、地域の人々が出資することによって地域の人がベネフィットを受ける関係での使い方は幾らでもあるのではないか、アイデアがないわけではないでしょうということです。

○クロスボーダー投資については、先ほど申しあげましたので省略させていただきます。

○事業再生・再編についても早い段階で事業再生に着手する制度、枠組みをということです。

○関連法制度等の改革。これは会社法ができましたし、証券取引法も金融証券取引法に変わりましたし、そういう法制度もそうなのですが、いわゆる証券市場のルールもしっかり変えていく必要があるということです。

○そういうことで、今後いろいろな課題があるわけですが、M&A研究会としては、特に関連統計情報の整備や、その分析について引き続き検討していくことをお約束しているわけです。併せて、一連の検討の中で議論になりましたのは、こういうM&Aの中でこれか

らのことを考えていくのは、本来官ではなくて民でしょうということでした。

そういうことで、とりあえずという言い方はおかしいのですが、落合先生にM&Aフォーラムを作っていただきまして、要するに、民の中でこういう新しい経済の活性化を考えていただきたいとお願いしている次第です。我々としても、その活動が今後新しい時代を生んでいくと思っております。なぜかと申しますと、どうしても官の中では、やはり既存のいろいろな利益のぶつかり合いがありまして、既存の皆さんの議論の堂々巡りしかありえない。これは残念な話で、実際もっと前向きな話もしないといけないのですが、大体そういうことになりがちです。M&Aは将来を見ての話でして、ぜひとも民の世界でどんどん引っ張っていただければというのが、私どもM&A研究会の事務局となった者の願いです。ですので、よろしくお願ひしたいと思ひます。

いろいろ申し上げました。最後に一言で申し上げますと、いろいろな課題もあります。わが国のM&Aをめぐる環境は発展途上です。骨太の中でも部分的にはM&Aに関する施策みたいなものが出てきつつありますけれども、やはり低成長経済から、高成長経済へもたすためには何をやらなければいけないかといいますと、企業の収益率を上げて、なおかつその企業が事実的に投資をしていって、そういう循環が地域、国全体に起こってこなければいけないということです。

海外で需要が起こって、それで成長するのは邪道といいますか、決して事実的な成長ではないのです。そういう意味において、M&Aというのは、まさに持続的発展のためのエンジンです。そのエンジン部分をちゃんとしていかないと、わが国の創造と成長はないのではないかと思っているわけです。そういう意味で、我田引水ということではなくて、M&Aというのはやはり非常に広く分野がありますし、そういう意味におきましてご参集の皆さんが、ぜひとも今後社会を作り上げていくために、わが国のM&Aの活動をご支援いただければと思ひます。

長時間、ご清聴ありがとうございました。

(司会) 藤岡政策統括官、ありがとうございました。

それでは、ここで10分間の休憩とさせていただきます。14時55分から後半のセッションを開始いたしますので、お時間までにお席にお戻りいただきますようお願いいたします。なお、お手洗いです。会場を出られてまっすぐお進みいただいた左手にございます。それでは時間までどうぞごゆっくりとお過ごしくたさい。

休憩

パネルディスカッション

座長 落合 誠一（東京大学大学院法学政治学研究科教授）

パネリスト 岡 俊子（アビームM&Aコンサルティング株式会社代表取締役）

笹沼 泰助（アドバンテッジパートナーズLLP共同代表パートナー）

富山 和彦（株式会社産業再生機構代表取締役専務）

野澤 宏（富士ソフト株式会社代表取締役会長兼社長）

森山 弘和（株式会社レコフ上席執行役員）

（司会） それでは、お時間となりましたので、早速ですが、後半のセッションを始めさせていただきます。

後半は、パネルディスカッションになります。すでに、先生がたにはご登壇いただいておりますので、ここで各先生がたをご紹介させていただきたいと思います。

まず皆様の正面向かって左手側からご紹介になります。

パネルディスカッションの座長をお務めいただきますのは、M&A研究会の座長でもいらっしゃる、東京大学大学院法学政治学研究科教授の落合誠一先生をお招きしております。

（落合） 落合です。よろしくお願いいたします。

（司会） また本日、パネリストには5名の先生がたをお迎えしております。

まずは、事業会社の経営者として多くのM&Aを経験された、富士ソフト株式会社代表取締役会長兼社長の野澤宏様です。

（野澤） 野澤です。よろしくお願いいたします。

（司会） 続きまして、投資ファンドの代表としてご活躍されていらっしゃいます、アドバンテッジパートナーズLLP共同代表パートナーの笹沼泰助様です。

(笹沼) 笹沼です。よろしくお願いします。

(司会) そのお隣が、数多くの企業再生を手掛けられ、M&A研究会メンバーでもいらっしゃいます、株式会社産業再生機構代表取締役専務の富山和彦様です。

(富山) 富山です。よろしくお願いいたします。

(司会) 続いて、M&Aコンサルティングファームで、ご活躍でいらっしゃいまして、M&A研究会メンバーでもいらっしゃいます、アビームM&Aコンサルティング株式会社代表取締役様の岡俊子様です。

(岡) 岡です。よろしくお願いいたします。

(司会) そして、長期にわたりM&A実務に携わり、最近の動向にもお詳しい、株式会社レコフの森山弘和様です。

(森山) 森山です。よろしくお願いいたします。

(司会) どうぞ先生がた、よろしくお願いいたします。

それでは落合先生、よろしくお願いいたします。

(落合) これからパネルディスカッションを始めるわけですが、まず私のほうからパネルの目的等を含めまして、簡単にごあいさつをさせていただきたいと思います。

先ほど、すでにお話がありましたように、わが国のM&Aにつきましては、新しい段階を迎えているのではないかと。従来非常にアレルギーが強いものが、いわば通常の経営手段として活用される時代が到来しているのではないかということです。では、特にTOB、敵対的買収という手段も含めまして、M&Aを自由におやりなさいということになったときに、企業としては、それではということで、実際に放り出されてみますと、実際問題として非常にはさまざまなリスクがあると同時に、わが国の自由にM&Aを行うというイン

フラストラクチャーの整備状況という点から見ますと、まだまだ不十分な部分が非常にあるのではないかという感じを持っております。こういう不十分な状況を分析し、M&Aをわが国でより活発に、少ないリスクで、予測可能性のあるルールのもとにどうやって実現したらいいかということにつきまして、今までいろいろ検討してきたわけですが、やはり学問的な分析という視点は、非常に重要であろうと思います。いわば、理念のない検討は、非常に無内容であり、リスクがあるということになります。しかし、学問的分析だけではもちろん不十分でして、それと同時にわが国の現状を踏まえた、実務との交流、相互作用がなければいけない。実務と学問とが手を携えて、M&Aという問題にタックルしていかなければいけないという認識のもとに、今までM&A研究会では検討を続けてきたわけです。

その結果、新しい段階に入ったということですが、實際上どういう問題を我々は抱えており、それをどういう形で克服していくかということにつきまして、本日、この問題に関するエキスパートのかたがたにパネラーをお願いいたしまして、そのあたりの問題を大いにご議論していただくというのがこのパネルディスカッションの目的です。ということで、早速パネルに入りたいと思います。

ここから先は座らせていただきまして、まず本日のテーマは、「新しい局面にあるわが国のM&A」ですが、最初に各パネリストのかたがたから、それぞれのご経験を踏まえて、今新しい局面にあるわが国のM&Aというテーマについて、総論的な形で、どのように受け止めておられるのか、あるいはどのあたりに大きな問題があるのかということにつきまして、それぞれお考えを述べていただきたいと思います。

それでは、まず野澤さん、お願いいたします。

(野澤) 今ご紹介いただきました、富士ソフトの野澤です。私どもは大変たくさんの企業を買収してというご紹介のお話がありましたが、26社を買収してまいりました。買収と出資を合わせてです。連結が13社ございまして、すべて好調に今推移しているところです。私どもは合併と資本参加と両方やっておりますので、MとAを両方やっている会社でありまして、すべてうまくいっているということで、本日この壇上でお話しさせていただく機会をいただいたのではないかと考えております。

その中で、実務的に今日までやってまいりまして、うまく推移してまいりましたが、すべてが敵対的ということではなくて、バブル崩壊後に弱った会社、つぶれそうになった会

社を前半十数社は、救済、そして、おつきあいも含めてやってまいりました。そういう意味では面白い、話題になる、劇的なM&Aをやった経験はあまりないのですが、再建を含めて、じっくり立ち上げてきたという経験です。

バブルが崩壊して、今現在、経営環境が改善された今日に至ってきますと、新たな、特異な技術を持ったベンチャー企業がたくさん出現してまいりまして、私どもとしてはそういう企業をどう手に入れるか、そういう技術をどう手に入れるか、そういう優秀な人材をどう我々の味方につけるのかという観点で、資本参加をやってまいりました。そういうことで、後半は、生きのいい若手のベンチャー企業を中心に投資しているという状況で、今日まで推移してまいりました。

ご承知のとおり、私ども富士ソフトというソフトウェア開発会社であります。知らないかたも多いと思いますし、また、なじみのない業種でありますので、ソフトというのは何をやっているかというのを簡単に説明させていただきます。本社が横浜市桜木町の駅前にございます。昭和45年(1970年)の創業で、今36年たつのですが、資本金が262億、従業員数が連結で1万名ぐらいです。売上高が17年度で1790億。我々の同業者のトップがNTTデータでありますので、こちらが8000億、9000億の大会社で、その次がCSKやNRIで、この規模でいきますと、私どもは5番目ぐらいであります。そういうわけで、36年間で、独立系ではCSKと並ぶ上位に入った会社です。このように大きくなったのもM&Aをうまく繰り返してきて、当時バブルが崩壊した時期にガッと大きく成長してきた結果になっております。

そういうことで概略を説明してきたのですが、内容として、業務系のシステムサービスと制御系のソフトウェア開発。それぞれが3分の1ずつとなっておりますが、当社は、制御系といいまして、機械に組み込むソフトを中心としてやってきたのですが、一般の金融機関に対する業務系のアプリケーションのニーズがだんだん高まってまいりました。我々としてはそういう業務系のソフトの開発に対応する力がなかったというところで、当時ABCという業務系に強い会社と合併した経緯がございます。そして業務系のほうに乗り出してきたのですが、当時は金融機関がかなり合従連衡で苦勞していた時期ですので、一気に拡大してまいりまして、そういう意味で、結果としてはいい合併をしたと思っております。当時資本参加という話があったのですが、30億円の資本参加は私どもにとっては大変な金額で、当時10年ぐらい前ですが、200億ぐらいの売り上げしかない。その会社が30億の投資は非常に難しいので、合併がいいだろうということで、吸収合併でやってきました。

それが功を奏して、そちらのABCという会社が金融機関に非常に強い会社であったために、一気に合従連衡で、当時金融機関からものすごい特需が発生しましたので、その波に乗って拡大してまいりました。

制御系のほうは当時携帯電話が爆発的に出回りましたので、そちらの波に乗って一気に拡大してきたわけなのですが、そういうことで、ソフト開発は技術屋さんの人を中心とする、人が財産の会社です。したがって、人を中心に、企業を吸収する、出資する、あるいは買収するといっても人を抱え込むわけですから、買収のしかたを下手に持って行きますと人がいなくなってしまう。そうしますと何のための買収か分からなくなってしまうという非常に難しい買収です。

そういったところを、うまく人が散らないように方策をしてやる。それでうまく持ってくるわけですが、そういうことを繰り返して、今日順調にやってまいりました。

敵対的買収として、村上ファンドやライブドアがやっておられましたが、そういうところになりますと、高度な、法律的な、あるいは制度の裏をくぐったような、法の網をくぐったような対応が必要になってくるのではないかと思うのですが、私の経験から言いますと、弱った会社を友好的に話し合いで進めてきた関係上、そんな高度なテクニックを使って対応した記憶はほとんどございません。ただ、決算処理で評価損が出たり、のれん代が出たりといういろいろな問題がありますが、これはこれで通常の会計処理ですので、その範囲で今日までやってまいりました。結果としては、すべて順調な、いいM&Aを繰り返してきたという状況です。

(落合) はい、ありがとうございました。続きまして、投資ファンドの立場ということになると思いますけれども、笹沼さん、よろしく願いいたします。

(笹沼) 笹沼です。私は1997年からファンドを立ち上げまして、そのファンドの資金を基にして、企業買収投資をこれまでやってきました。総額で、これまで約1000億円の買収投資をやってきております。企業数にいたしますと約20社に投資いたしまして、11社からは回収が一応済んでいます。売却もありますし、上場するケースもございます。したがって、一応資金を集め、案件を発掘して、買収投資を行って、その会社の価値を上げるべく活動を行い、投資を回収するという投資事業としての事業サイクルが、一応安定的に回っていると思います。

富士ソフト様と違いまして、必ずしも百発百中というわけでもありません。中には我々から見ると、これは本当に価値を出せなかった、失敗だと思ふような案件も1～2ございますが、全体とすると実は非常に価値が上がっていると言えようかと思ひます。

○この資料をごらんいただきますと、日本のM&Aというのは相当増えているというのを示しておりますが、背景の面で、1～2、特徴的なところを申し上げますと、まず97年から金融投資を目的とした買収が世の中に出てきた。よく投資ファンドといわれますけれども、いろいろなファンドが実はあるのですが、相当数は企業買収をしてその会社の価値を上げましようという、いわば非常に健全な動機に基づいて買収投資を行つておりまして、こうした案件が増えてきております。案件の中の比率で申し上げますと、ラフに言ひますと15%ぐらいが、こうした金融投資家による買収で、残りが事業会社によつての買収であると思ひ理解いただければけっこうかと思ひます。これが、いわばこの8～9年の新しいトレンドの一つであります。

それから、いろいろありまして、文化的・認識の変化の中にM&Aを前向きな経済行為と受容する動きが出てきているという話があります。日経新聞が、非常に興味深い調査を行つていらつしゃいます。2004年に、日本の経営者100人ぐらいに、そもそもM&Aというものをどのように認識するか、あるいは自社の経営上の一つの施策としてM&Aを活用するお考えはありますか、あるいはその中で投資ファンド等を活用する意思があるかというような調査をいろいろやつていらつしゃるのですが、2004年の時点では75%の企業経営者が企業買収を一つの施策として考えていますとお答えになつています。実は97年にさかのぼりまして、同じような調査を日経が行つていたのですが、その時点では25%の回答者のみがM&Aというものを経営上のある手法として考えたいとお答えになつておりまして、97年から2004年の間に、経営者なり、企業を持つていらつしゃる所有者の意識が相当変わつてきている。一つの経営手法、あるいはガバナンスの手法としてM&Aが非常に一般化しつつかあるということが、そうした調査からいえようかと思ひます。

これまで20件を投資してきた中で、最近皆様のお目に留まつた案件があると思ひますと、ポッカコーポレーションという案件を私どもはやつております。一部上場会社であつた会社を広く市場から、株主の皆様から株を全部買わせていただいて、非上場化をして、再成長のためのさまざまなドラスティックな施策を、今経営陣と従業員の皆様と一緒にいるところなんです。上場というステータスの中では、なかなかないようなさまざまな

施策を、一度市場から撤退して非上場化という状況に立場を変えて、さまざまな自由度を獲得したうえで、大胆な改革の施策を実行するということを最近やっております。

それから、富山様とも非常にご縁があったのですが、ダイエーのスポンサーとして我々を選んでいただきまして、機構入りしてから今日までの約1年半の、いわばダイエーの再生の第1期を、私どもと丸紅と機構様とでやらせていただいたということがお目に留まったかと思います。その延長上でカネボウに関しても、私どもが手掛けさせていただいた。こんな案件が、少し皆様のお目に留まったのではないかと思います。

実は1996年までは、日本においては独禁法の関係で、こうした金融投資を目的とした企業買収投資が禁じられておりました。その当時までの独禁法は、金融投資家が、ある特定企業の51%以上の所有権を獲得してはいけないという、ある制約をかけておりました。それから当時の通産省が、ベンチャー・キャピタルのような金融投資家が投資先に対して、役員を派遣して、その経営をコントロールすることを実は禁じておりました。したがって、我々は買収投資を目的とする投資ファンドの運営者は、1) 金融投資を目的として、2) 企業の51%以上を獲得することを目指す、3) そこに役員を派遣して完全に経営をコントロールしたうえで、その会社の経営を改善し、あるいは価値を上げることを目的としておりますので、実は全くもって96年まではそのファンド自体を立ち上げることができなかったわけです。しかし、96年の後半に規制緩和が起こりまして、可能になったという背景がありますので、実は、日本におけるこうした企業買収投資市場の誕生日が特定できるわけです。その意味では、この9年間で日本における市場の歴史であるにご理解いただければと思います。そして、我々のような、いわば買収投資のファンドがさまざまな案件をやる中で、どんどん企業買収というものが一般化してきて、それが事業会社の中にも、改めて一つの経営手法として広まってきたのだと思っております。

○そういう意味で、私は9年間の歴史の生き証人でありまして、その生き証人の立場からどんな案件が市場に出てきたかをここにまとめてございます。ポイントは、いろいろな案件が出てきました。ただそれぞれの案件は、それ以前の案件を代替して入れ替わったということではなくて、どんどん積み上がってきて、市場が成長してきているというのが特徴です。そこが意味することは何かと言いますと、案件の質的な意味でのタイプ、規模の面でも案件がどんどん多様化してきているということが特徴かと思っております。したがって、投資ファンドの立場であれば、それぞれの規模の面とタイプの面でさまざまに多様化してき

ているたくさんの種類のカテゴリーの案件を、きちんと手掛ける、あるいは対応できるスキルを身につけなければいけない。そのスキルがないところは、特に買収後に、案件の価値が上げられないということがあります。これは投資ファンドに限らず、事業会社も、富士ソフト様のように何をやってもうまくやられるという会社もあれば、買収という非常にダイナミックな行為はしてみたのだけれど、そのあとなかなか統合がうまくいかずに、買収した側もされた側も両方、企業価値が下がってしまうということも、実は散見されておりまして、そんな意味では、それぞれの買収をかりに一つの経営手法としてやろう、あるいは目的としてやろうという主体があったとすれば、こうしたさまざまな多様な案件のタイプに対応できるようなスキルを身につけていかなければいけないということがいえるかと思えます。

○実際に案件をやってみて、それを通して私自身がかってに考えるM&Aの定義です。

経済学的、あるいは法的に言いますと、M&Aというのは、ある企業の所有権、あるいは営業権を特定の所有者から違う所有者に移転させる法的な行為と、多分こんなところがアカデミックな定義になると思いますが、現場の最前線にいる者としては、実はそういう定義ではなくて、このような定義をしております。

M&Aは、「ある企業・事業部門を既存所有者の持つ戦略的・能力的・経済的な制約から解放し、当該企業が本来的に持っている成長力、あるいは収益力を発揮させる企業価値創造のプロセス」であると、我々は考えております。これは、実感として持っています。いろいろな案件に触れる中で、バランスシートも、収益も成長性もいい会社という案件にも実は遭遇します。いちべつしたときに、一体こんないい会社をどうして今後価値を上げていけるのだろうかと考えてみると、いろいろなスタディをすると、実はいろいろな可能性が見えてくるのです。最初その会社に出会ったときは、素晴らしい会社に見えるのですが、その時点での業績というのも、オーナーが課してらっしゃる、非常に目に見える、あるいはなかなか目に見えないさまざまな制約条件のもとで経営がなされている。その制約から解放して、私どもという新しい株主に所有権が移ったときに、今まででは想定しえなかったような新たな可能性が見えてくるということが非常に多いということを経験しております。

これは業容の悪い会社も同じです。「悪い会社だな、一体どうしたらいいんだろう」と。その原因をたどっていきますと、実は、以前の株主様がさまざまな制約条件を、やはり経営陣、あるいは従業員の皆さんに課していて、その制約のもとでしか経営がなされないが

ために、なかなか収益性の改善、成長性の実現ができなかったところが、その制約から解放して、新たなガバナンスのフレームワークのもとで経営をする立場に立つと、途端に今まで見えなかったさまざまな成長の、あるいは収益性の最大化の可能性が見えてくるということがあります。

ダイエー等に関しても、機構様と協力して、例えば250店あったお店の54店を閉鎖した。あるいは、たしか110社くらい子会社があったと思いますが、その半数は売却しようということを決めて、どんどん進めたということがあります。それによって、どんどん負債が減って行って、徐々に健全なバランスシートの会社になっていったということがあります。これは、一応企業経営者であれば、理論的には選択肢として発想はするわけですが、歴史的に、あるいは既存のオーナーがやはりそういうことはやってはいけないという明示的な、あるいは暗示的な制約をかけていたがために、歴代の経営者が「やりたいな」「やるべきだな」と思ってもなかなかしえなかったということがあります。これがいわば株主が課している制約条件の一つだと思います。そこから解放して、今度は機構様、あるいは我々という新しい株主のガバナンスの、新しい制約のセットのもとで経営がされるとすると、その不採算で見込みがないところは、やはりきちんとそこから撤退して、収益を改善しよう、あるいは意味もなく展開してきた、本業とは関係ないような子会社は、外部化することによって負債の返済に回そうという、新しいダイナミックな手だてができるようになっていく。そんなことが、いわばこのM&Aの経済的な効果であろうと思います。所有権が移ること自体に、実は大きな経済的な価値創造の意味がある。そして、新しい制約条件のセットを提供した我々のもとで、企業の価値創造がなされて、ある一定の期間がたちますと、その制約のもとではまた、その会社の価値がもうこれ以上は上がらないというタイミングがいつか来ます。そのときに、我々投資ファンドがその投資から撤退して、社会的綱紀としての企業の価値創造を新たな株主にゆだねるときだと思っております。

以上これまでの9年間の経過報告をさせていただきました。ありがとうございました。

(落合) ありがとうございました。それでは、主として企業再生の観点から、富山さんにプレゼンテーションをお願いいたします。

(富山) 富山です。よろしくお願いします。

大体言いたいことは、野澤さんと笹沼さんに言われてしまったので。私のほうではお手

元に「企業経営者の視点からみたM&A」という縦の紙があると思うのですが、どちらかと言うと、これからどんな課題というか、今、どういう変わり目に来ているのかという、私自身の問題意識みたいなことをお話ししたいと思います。

最初に、M&Aとはという定義が書いてあって、これはほとんど笹山さんの定義と一緒にあるので、繰り返してもしょうがないのですが、同じようなことを我々も思って、こういう仕事を4年間やってきました。要は、我々の会社の仕事は、左前になった会社を買収して、我々単独、あるいは笹沼さんのようなところと一緒に企業価値を上げて、民間へまた売却するということですが、その中でやるべきことというのは、別にマネーゲームをやるわけでもなければ、難しい法律的な業務をやっているわけでもなくて、本質的な企業価値、要は持続的な収益力のことですが、この収益力を高めるために、経営資源（ヒト、モノ、カネ）、あるいは企業統治といったものを再編して、よりよいものにするというのがM&Aの中身であり、目的であろうと思います。

この絵は、それを図表的に表現したものなのですが、ありていにいうと41企業グループの買収の中には、非常に難しい案件もありました。この中にそういうかたがいらっしやったら申し訳ないのですが、当然その過程で非常に高いお金を払って、大変立派な頭のいい弁護士の先生にいろいろ難しいスキームを組んでもらったり、すごく難しい金融のスキームを組んでもらったりするのですが、はっきり言ってそういった領域は、すごくたくさんお金を払う割には、GDP貢献はほとんどありません。アメリカなどは、完全にそういう感じになっていて、だれのためにM&Aをやっているかという、どちらかと言うと投資銀行と弁護士のためにやっているような世界が展開されているので、私は極めてナンセンスだと思っています。今は政府の立場なのでこういうことを言ってしまうけれども、本当に会社の経済価値を上げるというのは、要はその会社の収益を上げることであります。収益から雇用が生まれて、収益から配当が生まれて、収益から利払いが生まれるわけで、そこしかGDPには貢献していません。

したがって、それをやるのが本来のM&Aであり、M&Aの目的であり、M&Aの中身であると私は考えます。逆にいうと、そういった弁護士や金融系のややこしい話にいっぱいお金を払わなければいけない案件というのは、大体ろくなものではないのです。そういうことにお金を使っているケースというのは、大体企業価値がろくに上がりません。先ほどありましたが、敵対的なことをやろうとすると、いろいろ難しい法の網をくぐったりするなどという社会的な摩擦抗争ばかりが増えてしまって、実体的な経済成長にほとんど貢

献しません。そういった意味でいうと、やはり今日お2人の議論にありましたように、うれしいと思うのは、このM&Aの本質が、やっとまっとうな議論としてされるようになったことです。

次にこれからのことなのですが、これも今、野澤さんからもありましたし、笹沼さんの議論もかなりそういう部分が含まれていましたが、この41の企業グループを買収売却していった示唆として、M&Aの成功のかぎは、実は「モノ」から「ヒト」に移っています。これは当たり前のことでありまして、かつては、あえていえば20世紀前半まででその時代は終わっていると私は思っているのですが、企業収益の源泉は設備集約でした。したがって、設備をどれだけ大きく集約させたかが、企業間競争力のかぎを握ったのが、20世紀前半の資本主義です。典型的には、当時の石油、鉄鋼、あるいは当時の自動車、そういう時代でした。したがって、モノをどう集約するかがM&Aのポイントだったはずですが、実際そういう論理でM&Aが行われてきましたから、資本の論理だけでやるM&Aで企業価値が上げられたのです。恐らく、その時代はもう終わっています。投資銀行家含めて、まだ気がついていない人がいっぱいいます。アナリストにもいっぱいいます。

実は、知識集約の時代であります。まさにソフトウェアはその先端だと思うのですが、付加価値の源泉は人です。例えば、製薬メーカーの巨大なM&Aがありましたが、何がいちばん大変かという、実はポストマージャーの研究開発部門のマージャーというのがめっちゃめっちゃ難しいのです。実は欧米の会社もみんな苦勞しています。中には、メガマージャーのあとに、ものすごくもめている会社がいっぱいあります。研究開発に何十億円かけていると言っていますが、これは人間のやっていることですから、あれはほとんど人件費です。ですから、そういった問題を越えていかない限り、M&Aをやっても企業価値は上がらないのです。「モノ」から「ヒト」へと付加価値の源泉が移っていつていますから、M&Aにおいて、資本効率のように一見見えますが、実は人的資本の効率のほうが、そのあとの企業価値が上がる、下がるには大きな影響を与えています。

ただ一方で、企業間の買収というのはお金を介在して行われる経済行為ですから、お金を持っている人の立ち位置はすごく難しいのです。あるいはお金というものがそこでどういう役割を果たすかというのは非常に難しい時代に来ているのが、今の状況ではないかと思えます。

ですから、ぜひともこれからのM&Aを考えるとときに意識していただきたいのは、M&Aというのは、ついつい資本市場の現象だとみんなとらえるのですが、実はこれは同時に

人材市場の現象でもあります。経営を統治する人も入れ替わるわけです。例えば、ある会社を笹沼さんのところがM&Aをすれば、ポッカの場合は、統治権者が一般株主から笹沼さんに移っているわけです。その過程においては、ある意味で、笹沼さんを統治権者として選ぶかどうかという選挙もされているわけです。それから、野澤さんの場合もそうでしょう。したがって、統治権者、それから経営をする人も入れ替わる場合もあります。何らかの形で人的要素の入れ替わりが起きているわけですから、その人材市場現象、人的現象としてM&Aをどう見るかというのは極めて重要です。実はそもそもM&Aの成立要件として、ディールの成否さえそこで決まっているケースが私は多いと思います。ですから、売り手の側から見て、野澤さんという新しい統治権者をよしとするかよしとしないか。よしとすれば、友好的M&Aになるわけです。ですから、難しい弁護士にいっぱいお金を払ったり、投資銀行にいっぱいお金を払ったりしなくても、スムーズに、場合によっては比較的安い費用、安いコストで、会社が買収できるわけで、そこは極めて人材現象だと思うのです。それを「資本の論理でそういう議論が介在するのはおかしいじゃないか」と言う、人がいっぱいいるのですが、繰り返しますが、いちばん大事なのは、買ってくるのは人的資源だということです。そして、人的資源を担っている、特にコアの人材には事実上の拒否権があるのです。なぜならば、憲法において職業選択の自由が保障されているからです。憲法上職業選択の自由がある限りは、特にコアの人材は拒否権を持っているのです。

だから、我々がカネボウ化粧品を買収したときには、何がいちばん心配だったかと言うと、9000人いる社員のうちの7000人が美容部員です。店頭で化粧品を直に売ってくれているお嬢さんがたです。大体が20代です。このお嬢さんたちがあの会社の2000億円という売上高と、200億円というキャッシュフローを生み出しているのです。したがって、この7000人のお嬢さんに、例えば私が嫌われたら、そこでおしまいなのです。なぜならば、彼女たちは幾らでも転職できるからです。優秀な人ほど転職できるのです。ああいう事件があつて、粉飾などで騒ぎになった瞬間から、競争相手から、はるかに高い給料でばんばん引き抜きがかかるのです。つまり、彼女たちの心を、もし、私や私が選んだ経営者がつかみ損ねたら、人がいなくなってしまうと、売り上げが、がたっと減って、そこでジ・エンドなのです。くどいようですが、彼女たちは職業選択の自由が憲法で保障されているのです。

その問題を無視してM&Aの議論はできないわけで、最近もM&Aがうまくいかなかった話がありました。あれを一面的な資本市場の論理だけから語っている、非常に薄っぺら

な議論が横行していますが、私は、それは違うと思います。ですから、そういった設備集約から知識集約の時代にシフトしている。特に日本の国内で、高収益を上げている事業は製造業であってもかなり知識集約が進んだものづくりをしているメーカーです。そうではないメーカーはもう日本から出て行ってしまっています。日本国内で高収益を上げている企業は、ソフトウェア産業に限らず、先ほどのカネボウがそうであるように、多かれ少なかれ、知識集約化が進んだ会社です。あるいはこれから収益力を上げる潜在力を持っている会社もそういう会社です。

そういった意味合いで、M&Aをもう一度とらえ直す時期に来ているし、先日の某敵対的TOBの件というのは、いろいろな示唆があるのです。資本市場における現象としての示唆ばかり、今語っていますが、私はもう一つ人材市場における示唆をあそこで議論すべきで、そういう意味でいうと、今は一つの時代のたそがれであり、一つの時代の夜明けです。そのようにタイミングをとらえたほうが良いと思います。

最後に、私がこの仕事を4年間試してみても思ったのは、日本の問題ということで、同時に、やはり日本の労働市場というのは、アメリカの、例えば西海岸みたいにばんばん人が転職する、2〜3年で全員会社の社員が入れ替わってしまうような、高い人材流動性の社会にはなかなかありません。それをいきなり目指すのは多分ナンセンスです。ただ一方で、事業のライフサイクルはどんどん短くなっています。ですから、その人の職業人生が、例えば大学を卒業してから40年間だとすると、今どき40年間の寿命の事業はほとんどありません。無理に終身雇用の枠の中で一つの会社に勤め続けることが、必ずしもその人個人の人生を幸せにはしませんし、なおかつ、その人自身の持っている生産力、あるいは生産性を非常に非効率に社会の中で配分する結果になります。ですから、経済社会全体が非常に非効率になります。くどいようですが、人的資本の時代だ、知識集約の時代だと言っているわけですから、会社の枠を越えて、その人的資源をどう再配分していくか、どうやって日本社会の中で効率的に人的資源を配分していくかは、非常に重要な問題になってきます。

そのときに、実はこのM&Aというのは日本人にフィットした転職の方法、あるいは、違う企業統治権者の下に入る方法です。というのは、集団で移動できるからです。やはり日本人にとって、カウボーイ型の一人で荒野を、会社を転々とするのは、けっこうしんどい。正直言って私もしんどいです。ですから、できれば集団が良い。M&Aは基本的には、最小は事業単位ですから、そうやって人が動くわけでありまして、積極的な意味合いでM&Aは、むしろ日本でこそとらえ直すべき時期に来ているのではなかろうかと思うので、

そういった意味でもう一度このM&Aの議論が深まっていくとうれしいと思っております。

(落合) ありがとうございます。研究室で考えているだけだと、なかなか出てこないような発想で、非常に刺激的なプレゼンだったと思います。続きまして、M&Aのコンサルティング業務に長い間携わっておられる岡さんからプレゼンテーションをお願いいたします。

(岡) ありがとうございます。アビームM&Aコンサルティングの岡です。私どもは、3年前にデロイトトーマツコンサルティングから名称変更いたしまして、従来デューデリジェンス、あるいは valuation 等のトランザクション・サービスをやっていたのですが、最近ではフェアネスオピニオンや種類株の評価、あと、どこの会社を買ったらいいのかというM&A戦略の立案といったところに業容が拡大していきまして、その内容も複雑化しています。今、笹沼さんや野澤さん、富山さんがかなりM&Aについて、いろいろおっしゃいましたので、私は一体何を言ったらいいのかと少し困っております、それであれば、実務の面からフェアなM&Aを展開するために課題となっているところが幾つか散見されると普段考えておりますので、それを2点お話ししたいと思います。

一つは、まず利益相反の問題です。M&Aのディールというのは、市場のメカニズムを働かせるということが前提となっていると思うのですが、その中で利益相反の問題が最近現実的な問題として、顕在化しつつあると思われまます。日本は村社会と言われてはいますが、いまだにこの世界でも村社会の名残がありまして、これまでの取引関係や系列、親密先など、閉ざされた社会の中で、賛成の場合は処理をしよう、あるいは成長の場合はその中でうまくやっっていこうという意識がどうも働いている。その結果見られるのは、特に金融機関のかたが多いのであまり敵に回してはいけないと思うのですが、金融機関を中心として取引先に対するディールの建て付けが、どうもこれは利益相反ではないかという案件も散見され、非効率が生まれているようです。最近でも同じグループに属する金融機関が売りと買いの両方に入っているようなことがあったような気がいたします。

利益相反の問題は、組織的な問題だけではなくて、対象会社の取締役の利益相反の問題というものも内在しているような感じがいたします。だから、私たちにフェアネスオピニオンを求めてくるということなので、これをどう考えるべきか、というのは、私もビジネス上いろいろ考えるところもあります。しかし、飽くまでM&Aというのは、ディールにお

いては市場のメカニズムを働かせることが必要で、フェアネスオピニオンというのはセカンドベストの手段だと私たちは思っております。ただ、先ほど笹沼さんが市場から株を買い上げるというお話をされていまして、多分これはMBOのことをおっしゃっていると思うのですが、例えばそういうMBOのケースですと、市場性を持ち込むと、経営者に対してほかのところ別途に参加をしてきて、ほかのところが取ってしまうとMBOにならないという、構造的な問題もあります。しかし例えば、経営者がどういうプライベートエクイティのファンドを選択するか、ディールの建て付け方によっては、市場性のある程度持ち込むことができるのではないかと考えることが、けっこうあります。

ほかの利益相反の問題としまして、やはりMBOの場合、大体、対象会社の取締役会は賛同表明を出すことが多いですが、フェアネスオピニオンの窓口となるのが代取ではない取締役です。代取は直接の買い付けになりますので、その窓口にはなりません。ただ、よく考えてみると、代取以外の取締役もMBOが成立するとやはり新しい会社に移るわけです。すると実体は、代取もその他の取締役も実質的には同じステータスなのではないかと。さらにその代取と取締役との間で利益を共有化する、あるいは上下関係が多少あるという状況があるとすると、これは利益相反と考えなくていいのかということ、いかに考えたらいいのかが、利益相反に関しては私どもの普段の仕事で課題と考えるところです。

もう一つは情報開示についてですが、これにも課題があります。最近、第三者増資の際に、デューデリでの発見事項を表明干すとして契約の中に入れることが多いです。ほかの株主にはこの内容が開示されませんので、ほかの株主、あるいは将来の株主に対して著しく不利益になるような状況が生み出されるのではないかと私どもは思うわけです。これは発行体にとっては少数株主の保護、あるいはケアをしなければいけないという視点だと思うのですが、ここがグレーゾーンになっているような気がいたします。ここはある程度ルールがあったほうがいいのではないかと思います。

増資以外でも情報開示に関しましては、例えば敵対的買収でよく必要だと言われるのですが、一般論としまして、最近では情報開示のレベルが若干上がってきているのではないかと思います。ホームページを見ましても、パワーポイントでいろいろ情報開示が、量としてはかなりされるようになってきています。しかし、買収提案の際、例えば当事者である対象会社が、そのディールによって、具体的に何が変わって、将来どのようなことが期待できるのかをもっと株主やその他のステークホルダーに対して合理的に説明されるべきではないかという点で、質的なものはもっと改善の余地はあると思います。今までもこの情

報開示の問題は言われていますけれども、私たちはM&Aの現場で見ていると、どういうロジックで合理的な判断をしたのかというのがなかなか分からない。そうすると株主は何をもって判断したらいいのだろうかと非常に困るだろうと感じる場面がございます。

○最後にお手元の資料ですが、これはM&Aによって企業価値が上がったかを定量的に調査したものです。M&Aは持続的な成長を実現するツールですので、企業価値が上がらなかつたらM&Aをしなかったほうがよかったということになるわけですし、ここにいらっしゃるかたは金融機関のかたも多分多いと思うのですが、総じてみると、M&Aをやると企業価値が全体としては上がっているという結果です。ここで見ていただきたいのは、バイヤー別、ストラテジックバイヤーとフィナンシャルバイヤー、それからI N-I NとO U T-I Nというふうに見ますと、フィナンシャルバイヤーのI N-I Nは、企業価値を上げてはいない、下げているという結果になっております。これはフィナンシャルバイヤーのI N-I N案件は、閉ざされた金融機関グループの中で処理された再生ディールが多かったという背景があり、注目すべきところではないかと思えます。

以上、私からは、今日は実務的なところで利益相反の問題、それから情報開示について、今後フェアなM&Aを展開するうえで、議論が待たれるところだということをお話しさせていただきました。ありがとうございます。

(落合) ありがとうございます。

それでは、続きまして、M&A仲介ビジネスで長い間ご経験を積まれております、専門家の森山さんから、プレゼンテーションをお願いいたします。

(森山) 株式会社レコフの森山です。まさしくラストバッターになってしましまして、諸先生がたがすべて報告されましたので、私からは足元といいますか、今年の1～9月までのM&Aの動向について簡単に報告させていただいたあと、今後のM&Aをめぐる注目点に触れさせていただければと思います。

○お手元に資料をお配りしておりますけれども、3ページの図表1をごらんいただきたいと思えます。1～9月のわが国のM&Aの動向と特徴ということで、最初に全体の動向です。今年1～9月までのM&A件数が2069件で、前年同期比4.9%増ということで、史上

最高を更新いたしました昨年が続いて、拡大基調にあるという状況です。

○次に5ページ目の図表3をごらんいただきたいと思います。月次の動向ですけれども、今年の前半は昨年の勢いを引き継ぎまして、非常に高い伸びを示していたわけですが、6月以降につきましては小幅な減少に転じてきております。こうした息切れの主な理由としては、売りニーズの減少。ファンドの資金余剰等もあって、買いニーズが非常に高いのですが、売りニーズが減少している。それから二つ目には村上ファンドに代表されるような、アクティビスト経営や値上がり目的の投資ファンドのM&A件数が減少したということ。三つ目に、金融緩和の解除など、こういったことで資金調達が厳しくなってきたことが挙げられるのではないかと思います。こうした動きですが、この1～9月、非常に大きな特徴が見られます。

○7ページの図表5です。マーケット別にM&A件数をごらんいただいておりますが、件数ベースではIN-IN、IN-OUT両方とも増加はしております。

○続きまして9ページの図表7です。公表金額ベースで見ると、非常に大きな違いがあります。ここで皆様のお手元の資料をご訂正いただきたいと思います。小見出しのところで、前年同期比19.9%の増加となっておりますが、8.1%ということでご訂正ください。

先ほど件数では、IN-IN、IN-OUTとも増えていると申し上げましたが、ここでござんいただきますとIN-INにつきましては、前年同期比で約半減。それに対して、IN-OUTにつきましては、4.3倍ということで、金額的には大きく変わってきているということです。IN-INについては、昨年、第一、三共、ヨーカドーとセブンイレブンといった大型案件があったわけですが、今年はそういった大型案件がなくなっているということです。一方、IN-OUTのほうは、海外投資が非常に大型化したということで、金額が4.3倍という状況です。

○参考までに、10ページ目をごらんいただきますと、1～9月の公表金額トップ20をご紹介します。IN-OUT三つが上位トップスリーを占めているという状況です。こういったマーケット別で非常に大きな変化が見られているということです。

○次に 15 ページ目の図表 13 ですが、ここで TOB の推移を見ております。件数はやや減っているという状況ですが、金額ベースで見ますと 3 兆円弱ということで、大幅増かつ大型化が目立っております。これは MBO の増加、それからバイアウト系ファンドの台頭ということで、資金面の問題でありますけれどもこうした大型化が背景にあるだろうと思います。そうした中で、先ほど来、固有名詞で王子だという話がちょろちょろ出ておりますけれども、こうした王子、北越等のケース、わが国で初めての市場提案型の M&A の登場が非常に特筆される動きということで、この 1～9 月の非常に大きな特徴の一つということで報告してもよろしいのではないかと思います。

○このほか、あまり大きく取り上げられないわけですが、16 ページの図表 14 です。都道府県別に M&A を整理してはありますが、ごらんとおり、件数は大都市圏に集中しているという状況ですが、一方で地方の伸び率も著しいということです。後継者対策や地方再生に向けてということで増加しているわけですが、今後ともこの増加傾向は続くのではないかと思います。これは後ほどご紹介いたしますけれども、「バーゼル 2」という、いわゆる負債規律のプレッシャーが地方に及んでいこうという読みです。このほかに図表は用意しておりませんが、M&A という大きな企業が利用すると思われがちですが、実は未上場企業が当事者になった案件数は全体の 73.3% という状況でした。これも前年比で 3.3 ポイント増大しているということです。

最後にもう一つ、私ども注意しておりますけれども、この 1～9 月の M&A の解消件数、公表してやめたという解消の件数が 28 件で、前年の 23 件をすでに上回っているということです。こういった点が一つの特徴だろうと考えております。こうした足元の状況から、新たな局面にあるわが国の M&A ということですが、先ほど富山さんがおっしゃったとおり、やはり言葉は違いますが、M&A は心という観点でこれまで業務をやってまいりましたし、今後もそういった観点で取り組んでいきたいと思っております。私からは以上です。

(落合) ありがとうございます。総論的な、つまり M&A が新たな局面に入っているかどうかを全般的に見たときの、それぞれのご経験からのご意見を伺ったわけですが、今度は各論の個別のテーマにつきまして、お考えを伺えればと思います。本日のパネルディスカッションのテーマは「新しい局面にある」ということですが、本当に新しい局面にあるのかどうか、特に経営者の意識という点に着目したときに、日本の経営者の意識は M&

Aに対して、本当に変わってきているのだろうか。このあたりは押さえておく必要があるかと思いますが、まずこの点につきまして、実際に企業を経営し、多くのM&Aを実行されている野澤社長から、日本の経営者のM&Aに対する受け止め方、あるいは意識に変化があるのかどうかにつきまして、ご意見を伺いたいと思います。よろしく願いいたします。

(野澤) 私の個人的な考え方から言っても、M&Aに対する考え方が大幅に変わってきたと。私は36年前に創業したのですが、そのころはまずこういうM&Aという言葉もあまり聞かなかった、なじみがなかった時期でありまして、ただ、創業して5～6年ぐらいででしょうか、ベンチャー・キャピタルというものが出てきて、私たちの株をやたら欲しがっていた。こういうことで第三者が私どもの株を、しかもかなりの高値で買いに来るという現象がありまして、これは経営上の重要な戦略の一環として考えていかなければいけないと思った記憶がございます。

そういうことで、私どももそのあと上場するに際して、ベンチャー・キャピタルのお世話になったわけですが、外部の資本が入るということで、改めて意識したのがそのときでありまして、何よりもM&Aが一般化したというのは、私の印象ですとバブル崩壊後ではないだろうか。バブル崩壊後、やはり行き詰った会社なり、弱った会社が、かなり売りに出まして、私どもに話しかけがございました。その中の1社を私どもは買収したわけですが、それと同時に仲介会社の存在というものに私はそのとき初めて接触したわけですが、私どもが1社うまくいきますと、何よりも創業者は決断が早いということで、即断即決で決めなければいけない例が多いものですから、仲介会社の皆さんがたが、まず私どものほうにいい案件の話を持ってきてくれたというありがたい立場で、いちばんいいもの、私どもが興味あるものをどんどん吸収させてもらいました。そういうことで、バブル崩壊後、先ほどのレコフさんのかたの発表で統計的に見ますと、やっぱりバブル崩壊後に案件が随分増えたということがありましたので、私の印象と一致しているという感想を持ちました。

そういう意味で私の知りうる狭い範囲の経営者の皆さんの意見を聞いておりましても、M&Aをやったことのない経営者のほうが今はもう少数です。それとM&Aに積極的に取り組んでいこうという意識が皆さん強いと私の周りの経営者は考えているようです。そういうことで、以前は経営戦略上の重要な位置を占めていたかというと考えにもなかったのではないかと思うのですが、今や我々にとっては、これからの重要な経営上の大きな戦略

の選択肢の一つであると考えております。我々は飽くまでも本業を強化できる、投資回収が可能であるということを念頭において買収をしてきたわけなのですが、何よりも先ほど出ましたように、人が大事ということもあるのですが、我々としてはマーケットも買うことができるということがあります。そして、また我々にとって重要なのは、その技術が何としても欲しいというときに、やはりM&Aを考えておりますし、またありとあらゆるノウハウの問題もあります。それから最近では、そういう意味では時間を買うという考え方もできようかと思っております。そういう観点で、重要な経営の戦略上の選択肢として重要視しているわけです。

それと、私が特に面白いと思っておりますのが、やはり余剰資金が出ますと、それを運用しようということで、従来ですと上場の株式を買ったり、債権を買ったりして運用するわけなのですが、今現在それがいちばんうまくいかないのではないかと私どもは考えております。それをやるのであれば、このM&Aで弱った会社を買って、それをうまく育て上げる。いわゆるベンチャー・キャピタルの思想なのですが、我々経営陣もしっかりしたノウハウを持っている者もおりますので、そういった者に任せていきますと、3年、5年たつていくと、必ずや上場してもらえます。ですから今13社の関連の連結子会社がございますが、そのうち3社がIPOして公開しております。それによる含み益がかなり大きくて、評価額だけで今170~180億ぐらいあります。今まで26社に出資した、私どもの総投資額が大体187億。先ほど2000億、3000億という話がありましたが、それに比べるとかなり小さいのですが、そういう観点から見ても、かなり高効率の財務的な運用が可能になると考えております。そういう面で、財務戦略上においても重要なかぎを握っているのがこのM&Aではないかと考えております。以上です。

(落合) ありがとうございます。それでは、次に笹沼さんにお伺いしたいのですが、幾ら企業価値を上げるという目的で協力しなさいといっても、受け入れる側になるほうに非常に拒否的な反応があるということになると、なかなかその辺のところはやりにくいと思います。それと同時にライブドア事件、あるいは村上ファンド事件というものに対しての一般的な論調を見ますと、M&Aというのはなかなか危険で、むしろ悪いことだという論調もあったのですが、それらも踏まえまして、笹沼さんとしては、日本の経営者がどういう状態なのかというあたりいかがでしょうか。

(笹沼) まず、最初の点に関しまして、私の実感を言いますと、日本の経営者で、例えば買収された企業の経営者、あるいは経営陣をかりに議論の対象とすると、そうした皆さんの、買収された、あるいはそのあとの経営なり、ガバナンスに対する期待は、不安より圧倒的に大きいということを申し上げられると思います。私どもは、買収投資を業としておりますので、いろいろな会社に株主として入っていくわけですが、入った当初は「アドバンテッジパートナーズは何をやるんだろう、心配だな」という気持ちが若干芽生えるのです。しかし、短期間でその不安は払拭されて、「もっといろいろな、きっと既存の株主ができなかった、大胆な改革をしてくれるだろう」「この人たちに期待しよう」という大きな期待に変わります。そして非常に協力体制が組まれていくと。私自身意外な現象だったのですが、そのように期待が変わる。そしてもう少したつと、「期待していたほどじゃないな」「もっと大胆にやってくれると思ったけど、意外と慎重だな」と。もっとドラスティックなことをやってほしいというような、若干の不満が変わるといふ現象も散見されます。実は、M&Aに対しては、最近の経営陣、あるいは従業員は、不安よりもそれをきっかけにして起こるダイナミズムのほうに大きな期待をお持ちになるということ、まず1点申し上げたいと思います。

それから、先ほど25%のかたしか、昔はM&Aについては肯定的ではなかったけれども、今は逆転して75%のかたが考えている、あるいは非常に肯定的に見ているということ、申し上げましたが、実は欧米と比較すると、まだまだ桁違いに少ないのです。ちなみに私が属している業界の市場規模を、各先進国のGDPの比率で比較してみますと、日本は、例えばアメリカやイギリスの7分の1から10分の1の、まだプライベートエクイティファンドによる案件がそれくらいしか出ていない。あるいはドイツ、フランス、台湾、韓国と比較しても、まだ5分の1、4分の1という規模でしかないのです、私としては若干のもどかしさがあります。皆さんの気持ちとしては、M&Aを経営の一つの手法としてどんどん使っていきたいと思っているのだけれども、市場自体は歴史的な問題もあって、なかなかまだ先進国レベルにはいっていないので、よりいい事例を積み上げていながら、経営者の皆さんの意識を変えていく必要があると思っています。特に日本の大企業、例えば電気、エレクトロニクス、あるいは機械メーカーといった、戦後同じような会社がたくさん出てきて、今どう考えてもオーバーキャパシティになっているようなところをもっともっとダイナミックに事業分野の見直しを行って、事業分野の再生に取り組んでいただきたいと思い、我々もいろいろアプローチをしているのですが、このところはなかなか動きにくい

というところがあります。したがって、M&Aに関して肯定的だということも会社を買収したいという意識の表れではあるのですが、本当の意味での事業ポートフォリオの最適化、すなわちコアでないと定義されたところは、かりに利益が出ていたとしてもそれを売却して、そしてコアと定義した領域を強化するために買収するという、本当の意味での事業の売却買収を併せた事業ポートフォリオの最適化という経営行為にはまだまだ至っていないと見ております。

(落合) ありがとうございます。M&Aの仲介業務というのは、M&Aに対する経営者の意識の影響をものすごく受けるのではないかと思います。長い間そういう仲介ビジネスを経験されている中で、森山さん、いかがでしょうか。日本の経営者の意識は本当に大きく変わりつつあるのか、それともまだまだなのか、そのあたりについていかがでしょうか。

(森山) 意識は大きく変わったと思います。しかし、行動面という点ではまだまだ、はっきり言って遅れていると申し上げていいかと思います。

例えば、皆様のお手元に私のレジюмеを配っておりますけれども、20 ページ目のいちばん最後のページをごらんいただきますと、ここに日本企業の買収魅力度というものを試算しております。ここではネットキャッシュ比率がプラス、かつM&Aレシオが1年未満という形で、どういった会社がピックアップされるかというのを調べております。ちなみにM&Aレシオは、てまえどもで開発しました独自仕様ですけれども、分子が実質買収コスト、分母が買収後のリターンということで示しております。こうした二つのネットにかけてみてみますと、株式の時価総額1000億円以上の企業では85社、1000億円未満の会社では832社ということで、合わせて917社。金融業等を除いておりますから、3508社が対象ですけれども、約3.8社に1社が買収魅力度、こういう50%超の株が取れば、即もうけと、持参金つきで買えるという状況にある。頭では、こうした買収防衛等々、M&Aをやっていくうえでも株式というのは一つの通貨ですから、企業価値を高めなければいけないという意識は当然あるわけですが、まだまだこうした行動面で現れていないといえるのではないかと思います。

(落合) ありがとうございます。それでは、時間の関係もありまして、各論の次のテ

ーマといたしまして、M&A活動というものが日本経済を変えていくという点から見たときに、どの程度の有効性、役割を期待できるだろうかという論点につきまして、まず産業再生機構で非常に数多くの再生を手掛けられている、富山さんはどのような実感をお持ちなのか、研究室にいて研究しているだけだと分からないあたりをぜひお願いいたします。

(富山) 先ほど申し上げたこととちょっと重なるのですが、笹沼さんの議論ともかぶさるのかもしれませんが、日本の今の経済産業構造全体で見たときに、非常に「モノ」と「ヒト」の配分の効率が悪いです。その効率の悪さの根源は、私はよく会社幕藩体制と呼んでいるのですが、会社という単位を越えて、資源配分がすごくこの国でやりにくくなっていることにあります。それをやる非常に重要な方法が、実はM&Aであり、我々がやっている倒産法制的な仕組みなのですが、とにかくがちがちの会社幕藩体制なのです。ですから、江戸末期において、日本社会の効率を妨げたものが当時の幕藩体制であるとすれば、今市町村合併の議論もあるのですが、私は会社という単位を一度ぶっ壊してみたほうがいいのではないかというぐらい思っていて、それをどう越えていくか。越えていくことによって、先ほど出ていた、例えば、産業再編的な話が起きていくはずなのです。

ところが日本の今の状態は、例えば似たようなメーカーが、海外ではもう2社ぐらいしかないのに、5社も6社もあって、それぞれ会社は違うのに、研究開発も横並びでやるのです。同じような分野で同じ方向で研究開発をやっている、国民からすると、別のことをやってくれないと意味がないですね。つまり、全然差別化されていないわけです。いろいろな本当に相似形みたいな会社がいっぱいあるわけで、そこをやはりこのあとM&Aが、ある意味では市場機能として、ある意味では企業統治のインフラの一つですから、そこを促していくという方向性が一つの重大な役割です。

それともう一つ、これも出ていましたが、地方企業、中小、中堅に関して、今中央と地方の格差ということがいわれています。我々が扱った41案件のうちの7~8割は、地方の中小企業案件でした。この地方の中小企業案件に共通しているのは、とにかく地方企業というのは絶望的に人材がいないことです。地方企業には、特にミドルマネジメントになってくるようなスタッフ人材が絶望的に不足しています。他方、東京や大阪、特に東京の私がいる新橋、有楽町かいわいは、恐らく団塊の世代を中心にして、仕事にあぶれてしまったスタッフ的な人材が6時ぐらいからガード下でお酒を飲んでいます。実際、うちの案件でそういったかたがたを、ある意味でヘッドハントして、地方案件に行ってもらって、あ

る人は社長、ある人はアドバイザーとしてもものすごく素晴らしい、目をみはるような活躍をしてもらったケースがいっぱいあります。ですので、これもある意味でM&Aの仕組みをうまく介在させることによって、人材の還流をしていくというのが、実は今の日本経済の格差の問題。実は、これはお金を幾ら中央から地方に流してもそれだけではだめなのです。資本主義というのは人とお金が組み合わせられないとうまくいかないのです。したがって、人をどう管理させていくかといううえで、これからのM&Aは、そういう意味でも今度は中央企業のものとは違った意味で、非常に大きなテーマを抱えているのだらうと思います。

それから、これも今出てきましたが、今後の全般的な話をしますと、やはり売り手としてのM&Aの活用方法、売り手の洗練度が非常に大事です。M&Aというのは買い手がいれば必ず売り手がいるわけですし、実は、M&Aは売り手のほうが本当は有利なのです。というのは、売り手は全部情報を持っているからです。自分のことですから、よく知っているわけです。かつ、まともな買い手であればあるほど、買い手の人は野澤社長や笹沼さんのように気を遣ってくれます。もちろん変なことをやっているとすごく厳しい統治をされてしまうのですが、ちゃんとやっている限りは、むしろまっとうな統治権者に買ってもらったほうがいいわけです。経営もしやすいし、仕事もしやすいわけです。そういった意味合いで、売り手がこのあとM&Aをどううまく使っていくかというのは、これからの課題であると。

最後に、これだけ多くのM&Aが行われますと、当然のことながら、市場は何を見ているか。ですから資本市場もそうだし、人材市場もそうなのですが、何を見ているかということ、そういった、買い手になった会社がポストマージャーインテグレーションをどう上手にやったかを見えています。その中で最も重要な情報は、ポストマージャーにおける人事です。日本の、特にサラリーマン会社の名門企業にありがちなパターンでいうと、日本のポストマージャーインテグレーションの人事は、はっきり言って皆さん非常に不得手です。大体、特に伝統的企業というのは二つしかありません。一つは、たすきがけ人事を繰り返すパターンです。これは、対等合併型に非常に多いです。ということは、ほぼ永久的に合併していない、インテグレーションしていないということです。

もう一つは、優位劣位がはっきりしていて、帝国主義的に片方が片方を駆逐してしまうパターン。なぜこういうことになるかということ、日本の会社の組織というのは、年功で、終身雇用型で人事を組んでいますから、ほとんどの名門であればあるほど5年分ぐらいず

っと人事トレインで順番が決まっているのです。そういった会社がほかの会社を買収して、本当に効率を上げようと思うと、ポストを二つから一つにしなければいけないというような問題が起きるわけですが、買い手が売り手の人間をその順位の中にみんな並べるのです。ただでさえ、ポスト不足です。団塊の世代はいっぱいいますから、ただでさえポストが足りないところに、被買収企業の人間を入れてきて、フェアに人事をするなんて考えただけで絶望的な気分になります。要するに昔からの友達に「君、だめよ」と言わなければならないので、そういうことができないのです。

ところが、そういう人事をやっている限りは、売り手側から見たらそういう会社を買収されると考えるとぞっとします。結局、たすきがけ人事を永久にやって、永久にインテグレートして何の効果も上げないか、そうでなければ駆逐されて最初は対等にやりますなどと言って、被買収企業の役員などを1期だけ入れるのですが、2期、3期で大体全員いなくなっています。どこの会社とは言いませんが。そういうことをやっているを買えなくなってしまうのです。多分野澤さんのところが今、割と生きのいい会社を買えるようになってきているというのは、被買収企業のヒューマンリソースマネジメントに関して、多分今まですごくフェアにやってこられたからだと思います。ですから、そこをこれから見るようになると思います。そこは皆さんぜひとも気をつけてマネジメントをされたらいいのではないかと思います。

(落合) ありがとうございます。それでは、コンサルティングを長くやってこられた立場から見て、M&Aが日本経済において占める位置、あるいは占めるべき位置というあたりにつきまして、岡さん、いかがでしょうか。

(岡) 難しいお題なのですが、今後M&Aはさらに増加していくと思います。2007年5月に三角合併が解禁になると、クロスボーダーのM&Aは益々活発化すると予想されます。ここのところ、M&A案件は、再生から成長へと舵が切られています。成長戦略を実現するために、業界を越えた再編が起きており、旧来の業界構造から、新しい業界構造へと変化する予兆がみられます。大企業のグループ再編や集中と選択もこれまで随分と進んだかに見えるが、根強いしがらみを断ち切ることができず、私たちからみると手がつけられていない部分も残っているようにみえます。グループ再編はいまだに大きな課題であり、今後第二弾、第三弾の再編がつづくだろうとっております。一つは、2007年問題と

いう言い方を私たちもしているのですけれども、なぜできなかったかという、例えば持ち株の担当者の元上司が子会社の社長なのです。そういう人たちに対して、「引け」と言えるかという非常にウェットな話から含めまして、なかなか今までできなかった。ただ2007年になりますと、今度は人がいなくなって、そうするとあてがう人もいない。必然的にまた再編をしなければいけないという状況にきている会社が多いです。私たちは実際、2007年ぐらいに向けて再編をしたいのだけれども、グループ会社がどういう実体になっているかよく分からないので、エクスターナルデューデリというのですが、その会社に行かないでくれと。でもその周りで、どういう状況かを調べてくれと。したがって、どこの会社をどう統合しようかという青写真を今書こうということなのです。こういうことがけっこう大企業の中で増えてきているような状況を実感しております。

さらに、プレーヤー側の状況として、プライベートエクイティファンドは、数も投資額も増加していますが、彼らは買わないと仕事にならないので、M&Aを促進する強力なドライバーとなると考えられます。

そういうことを考えますと、今後少なくとも2010年ぐらいまでの間は、業界環境が変化するなか、M&Aをドライブする人もいるし、ドライブされなければいけない会社もありますし、M&Aは増加するだろうということが予見されます。

その中で、私が注目しているのは、先ほどの日本の経営者は変わったかという話なのですが、経営者にも二種類の経営者がいます。一種類目は、従業員から上がってきた経営者、歴史ある伝統的な会社にいらっしゃる経営者のかたがこれにあたります。もう一つは、いわゆるプロの経営者。ベンチャー企業などもそうなのですが、従業員でいらしゃった時期が比較的短かったというかたがこれにあたります。この二つの種類の経営者はM&Aに対して全然違った姿勢をみせているというのが実感です。特にプロの経営者に近いかたがたは、本当に経営のツールとしてM&Aを使おうとM&Aに関して能動的に考えていると思うのですが、逆に、伝統的な経営者は、分たちが属している社会でどこまでが許容されるのか、敵対的買収においてもどこまで踏み込んでいいのかというのを手探りしている状況です。伝統的なところが今後どういう動きをするのかが私の個人的な興味の一つであります。

(落合) ありがとうございます。投資ファンドのお話が出てまいりましたけれども、投資ファンドはM&Aを加速させる、あるいは合理的な動きを強化するという役割がある

と思います。同時に投資ファンドといってもいろいろなファンドがあって、ある意味で光と影が投資ファンド自体にもあろうかと思っています。そういうものも含めまして、投資ファンドの役割、重要性という点につきまして、笹沼さん、お願いいたします。

(笹沼) 私はそのドライバーの一人として、これまでやってきているのですが、明らかに投資ファンドの活動が日本のM&Aの活動を引っ張ってきたということはひとつ言えようかと思えますし、先ほど「特に国内ファンドによる価値創造はなされていませんよ」という岡さんの厳しいご指摘があったのですが、実は我々は別のデータも持っておりまして、トピックス等と比較すると、投資ファンドの手掛けた案件は、非常にアウトパフォームしているということもありまして、実は私も立場上どちらかという、そちらにくみしているわけなのです。やはり投資ファンドは、真の意味で企業価値を上げなければいけないという究極の目標のために、執りうるすべてのアクションを執るということを旨としているわけです。したがって、これまでの業界の慣習、会社の中での慣習、そして既存のフレームワークをすべて排除して、その企業が本当に長期的に価値を上げていくような企業となるためのすべての施策を行っていく。その中でキャッシュフローを最大化していき、それを使って、また新しい分野への取り組みを行っていくというような、いわば健全なバランスの活動をやっているだろうと実は思っております。

事業会社による企業買収と比較しますと、若干異なる性格を持っています。一つは事業会社の戦略的な強化のための買収は、基本的にはやはり何らかの経営要素を買収することになると思います。技術を買う、チャンネルを買う、製品を買う、特許を買う。その複数の組み合わせになると思いますけれども、何らかのアセットを特定して買う。したがって、それ以外のものは実は事業会社にとってみると、若干じゃまなアセットになってしまうので、先ほどの富山さんのお話ではないですが、ある一定期間たってみると、そういう部分が相当排除されていって、それに伴って人が解雇されたりすることがあるのです。

一方、投資ファンドは、安定性を非常に重要視します。買収をする前、買収の過程、あるいは買収したあとも、どれだけその企業の組織が安定的に維持できるのかを最大の要素にします。というのは、多くの場合、我々、レバレッジドバイアウトとあって、外部からの借入れも使いながらやっていくことがありますけれども、キャッシュフローの安定性が非常に重要なのです。突然何かのことで人が辞めてしまって、組織が大きく動揺したりすることを我々は非常に嫌い、むしろ安定的に維持することを好みますから、例えば物流

部門を全部カットしてしまうというような、ドラスティックな行動はあまり執らないのです。そういう意味では、会社の従業員の雇用の維持、あるいはその会社自体の独立性の維持を、我々ファンドはうまく果たしているのだらうと思います。

それから、私自身が認知しております、我々のようなファンドの社会的機能の一つに、先ほどもお話がありました、プロの経営人材の発掘、育成というものがあります。日本における、いわばビジネスキャリアの市場を非常に単純化して大別すると、一つのタイプは大企業にお入りになって、経営者を目指すというキャリア。あるいは、私などはそうだったのですが、そういうタイプではないという人は、単純化すれば起業家を目指すというタイプになると思います。こうした投資ファンドが第3のキャリア領域を作ってきたといえそうだと思います。ただ単に大企業におられて、役員になることを期待してずっと頑張るというだけではなくて、そうした会社を出て、自分の経営プロフェッショナルとしての知識、経験を生かして、経営者として活動する。その中で、いわば創業オーナーほどではないのだけれども、ある一定の株式やストックオプション等を持ちながら、ある一定の期間たったあとに、自分の成功というものが、きちんと自分に経済的な対価としてもたらされるというアップサイドの経済的な便益も十分に意識しながら、「新しいキャリアにチャレンジしていこう」「会社を飛び出して俺は頑張りたい」「私は頑張るのよ」という、新しいキャリアタイプを、我々は市場に提供したのだらうとささやかに自負しております。またそうした中で、そうした人材を発掘していくことが一つの機能なのだらうと思っております。

そうしたことで、所有権の流動化、事業の流動化、そして人材の流動化と、「三つの流動化」と私は呼んでおりますが、そうした機能を我々がカタリストとして、媒体として果たしていくことで日本の経済自体が非常に活性化してきたでしょうし、今後もしていくだらうと思います。

最後に1点、これまでの議論の中で少し欠落しているのは、実は我々のファンドに投資する投資家という視点です。世界中に投資家は散在しております、そうした人たちが例えばこの2~3年で、ラフにいいますと、2~3兆円ぐらいの資金を日本に対して投資してくださっています。そうした海外の機関投資家というのは年金や、政府の資金で、ファンドファンズといういろいろな資金の形態がありますが、突き詰めると実は、日本を含めた、それぞれの国の市政の人々の税金や、年金の掛け金、退職金などというご資金です。そうした皆さんが、こうしたいろいろなギャップを、ファンドを通して調整していくことで、日本の経済も今後また発展するぞというビジョンを持ちながら、数兆円のお金を

日本に投資してくださっています。我々はそれを一部お預かりして運用し、会社を再生し、あるいはいい会社をより伸ばして、そのリターンを世界中にお返しすることで、それであれば日本にもう一度投資しようということで、投資の正の循環が、グローバルなスケールで起こってきて、日本の経済がどんどん活性化していくという流れになっていくと思うのです。M&Aのプレーヤーは幾つもあるわけですが、ひとつ金融投資を目的とした投資ファンドならではの機能だろうと思っております。

(落合) ありがとうございます。それでは、いよいよ各論の最後のテーマであります。わが国のM&Aのどこに問題があるのか、その解決の方向はどういうものであるべきかといったテーマにつきまして、ご意見を伺いたいと思います。まず、企業の経営者から見た問題点とその解決の方向につきまして、野澤さん、お願いいたします。

(野澤) 私にとっていちばん難しい問題がこれだと思います。高度な法律的な知識を駆使して買収をするという考え方や発想がない立場でありますので、難しい法律的事、またどういう制度が最適なのか、今の制度が抱える課題が何なのか、私には今よい答えが出てきません。ただ単純に、今までやっていて一つだけ感じるのは、法律的でも何でもないので、インサイダー上の問題です。ですから、しかたがないのかなと思うのですが、やはり買収でも合併でも、とにかくトップどうしが極秘裏に、そして数限られた人間で話を進めていくわけです。それが、ずっと長い期間経過して、合意に達して、いざ具体的にになるときに初めて発表になるわけですが、そのときに社員が初めて双方分かるわけで、今までやってきて、何か社員を裏切るような、後ろめたい感じを何回か経験したことがあります。インサイダー上の問題だからしかたがないのかもしれませんが、何とかならないのかという感情を抱いたことがあります。

それ以外に私の実体験として、もし一つだけお願いするとすれば、頼まれてある特殊な会社を買収したことがあります。以前に所有していた会社がほとんどの資産を食いつぶして、焼き鳥同然、焦土作戦というのですか、そういうことを散々やって、そして投げ出したのですが、お客様の価値がよいものですからなかなか値段が下がらないのです。それでお客さんも困って私どもに何とか高値で買い取ってくれという話でした。私どもはある意味で悪い買収者に対して、そんなよい条件で買い取るのはごめんだという話をしたのですが、一応世の中における影響度を考えますと、買わざるをえないということで応じました。

そのときに、焦土化された、そこにいる社員の皆さんの何とも言えぬやるせなさをすごく感じました。

先ほど富山さんもおっしゃっていましたが、やはり資本の論理で動く世界ですから、社員のほうはしょうがないということもあるのでしょうか。ただやはり社員の皆さんにも、そこに働く人たちの権利があるはずで、取引先のあらゆるそういう面のステークホルダーが持つ権利はあろうかと思えますので、ただ単に資本の論理で動くような買収は、素人ながら疑問に感じた次第です。そういうところは何とか今後の課題として解決できないのかと考えたわけなのですが、私自身は解決する側の立場ではありませんので、問題として提起させていただきます。

(落合) それでは、富山さんにお伺いしたいのですが、わが国のM&Aの問題点と解決の方向につきましていかがでしょうか。

(富山) 制度的な議論でいうと、今の野澤さんの議論に一部重なるのですが、一つは、日本の会社に付きものの、情報の非対称の問題があります。例えば、我々がデューデリに入る前のカネボウなどは上場企業にもかかわらず、めちゃくちゃな開示をしているわけですから、M&Aの対象にはならないわけです。おかげさまでそこに座っている田村さんたちも頑張ってくれて、だいぶ法制度の整備が進んできましたけれども、やはり情報の非対称性ができるだけ小さいことが取引の大前提になり、それが無い世界で何を言ってもむなしなので、そこは引き続き厳しく律していくべき話と思います。

ついでだから言っておきますが、カネボウの粉飾額は、今言われているライブドアなんかとは桁が違います。面白いのは、新聞記事的にはライブドアのほうが大事件のように言っていますけれども、全然違うのです。本質的にはカネボウのほうが重大事件なのです。したがって、そこをちゃんとしていくということが極めて大事だと思っています。

それから、反対のことを言うようですが、それがちゃんとされている前提に立ったときに、今の日本では、TOB規制の問題と代表訴訟の問題が、どちらかというところと一般投資家保護のほうに非常に流れています。ですから、三十何パーセントぐらいからTOBをかけるということになっているのですか。恐らく一般投資家保護のためにTOBをかけると言っているのですが、実は、現実問題としてこれでM&Aがやりにくくなるということが起きます。アメリカはこの手のTOB規制を制度としては採っていません。

二つの考え方がありうるのですが、私自身は、情報開示がちゃんとされているという大前提が満たされている限りにおいて、本来株式に投資をしている人間は絶対自己責任だと思っています。ですから、そこで会社がつぶれようが何しようが、経営者が暴走しようが、本来それは全部株主の責任です。なぜならば、株主は経営者を選ぶ権利を持っているからです。てまえが選んだ経営者が暴走することの責任は、本来株主が負うべきなのだと私は思っています。したがって、TOB規制に関しても、代表訴訟の問題に関しても、株主をすごくいたいけな、無知なかわいそうな人という一般消費者保護法のような感覚でとらえてしまうと、企業統治は機能しなくなります。要は、経営者は何をどのように行動するか、すべてエクスキューズのため行動するようになるので、何もなくなります。そういう意味でいうと、例のライブドアの事件など、一連のM&Aにかかわるものがいろいろありましたが、M&Aに関しては幾らで買おうが、応じようが応じまいが、どういう形の買い方をしようが、本来それはすべてビジネスジャッジメントルールの問題に属するべき問題であって、とんでもない特別背任的なことがない限りは、本来裁判所が介入すべき問題ではないと私は思います。株価が高い、低い、企業価値が高い、低いだということを、どこかの裁判所がわざわざ判決に書いていましたが、申し訳ないですが、それは本来経営の裁量問題であります。

ですから、国の世界でいえば、統治機構論というのがあります。立法の裁量や行政の裁量に任せるべきことに関しては、裁判所は介入しないという三権分立の大原則があります。そういった意味合いでいうと、本来私的自治の問題であって、原則としては裁判所という司法権が介入する問題ではないと、私は思います。今一連の流れでしようがないのです。カネボウ事件やいろいろな事件があったので、いったん一般投資家保護のほうに振れていますが、ちゃんと制度整備がなされて以降は、本来は株主が自己責任ですから、M&Aの障害となっている、障害になりうるその手の問題はもう一度見直すべきだと、私個人としては思っています。

あともう一つ、うちの仕事の関連でいうと、会社法の問題になるのですが、ディストレスト (distressed) の状態。要は、倒産ないしは擬似倒産の状態。要するに、うちに来る直前の、末期のダイエーみたいな状態では、会社法上まっとうなM&Aは成立しません。これは当たり前で、普通のM&Aは、株主が統治権を持っているという前提で考えるわけです。株の移動でM&Aが起きるわけですが、まず、第一に株主価値がなくなっているわけですから、その状態で、株主統治を原則とした経営形態で、M&Aをやるという

のは無理があるのです。そうすると結果的には、法的整理に持ち込む以外ないのですが、法的整理に持ち込むと、通常信用毀損が起きて、企業価値そのものが下がるのでだれも持ち込みたくないわけです。したがって、M&Aが起きないまま、スタックした状態で、本当に悪くなったから法的整理に入るという状況が起きるわけで、それは本来、国民経済的にいうと、先ほど言った経営資源の配分、再配分をもっとスムーズに行うという意味では非常にロスが大きいです。そういうディストレストな擬似倒産状態の会社のM&Aをどのようにスムーズに行っていくか、うちの仕事はそれなのです。実は、それをやっているだけなのです。ですから、そういった役割を、私たちの仕組みというのは緊急事態型の組織なので、国民の税金をリスクにさらさない方法で、会社法なり、私的整理の改良なりで、どのようにスムーズにやっていくかという法的整理の問題は、これからまだ残っているのだらうと思います。

(落合) ありがとうございます。同じ問題につきまして、時間もちょっと迫っていて恐縮ですが、短く、岡さん、いかがでしょうか。

(岡) M&Aの問題については、先ほど利益相反と情報開示の問題は申し上げましたので、コンサルティングの立場から見ている、ポストマージャーインテグレーションですね、買ったあとどうするのかという問題を指摘したいと思います。

今まで日本企業は、アセットディールに対しては、これまで比較的抵抗が少なかったと思います。アセットディールとは、ヒト、モノ、カネ、情報という4つの経営資源のうち、モノやカネが買収の対象となっているM&Aのことです。モノやカネ、さらに情報のうち形式知がコアコンピタンスである場合は、比較的PMIもやりやすいです。しかしながら、こここのところ増加しているのはヒトや情報のうち暗黙知を買収の目的としM&Aで、これらが買収の対象となるM&Aは、統合するのが非常に難しく、あまりうまくいっていないことも多いです。今後のM&Aディールの成否は、いかに新たな買い手がヒトや暗黙知から形作られている組織をバリューアップさせていくことができるかが今後、経営上のM&Aで経営を成功していくためのキーとならうかと思っています。以上です。

(落合) それでは、森山さんいかがでしょうか。短くお願いします。

(森山) これまでM&Aの促進や、国の政府のほうで対日投資促進といったことが国益にかなうという見方が大勢であるように思います。我々業者も基本的に歓迎ですけれども、私どもも逆に規制強化、監視強化すべき分野があるのではないかと思います。

国益から見た軍事転用技術を持っている企業が、日本の場合多いということですが、こうした企業の監視強化を政府としてはやるべきではないかと。現在、外為法の第27条第3項の1にいわゆる国家安全保障条項があるわけですが、外資が10パーセント超の株を保有するときに、こういった国家安全保障条項に引っかかる技術を持っている企業については事前申請という形になっているわけです。けれども、実際の運用面は当該会社に、「お宅にはそういう技術はあるのか」「ほかに取って代わる企業はあるか」というヒアリングをしているという状況かと思います。現状の国際趨勢からいきますと、軍事転用技術を保有している企業の実態調査と管理強化がやはり必要ではないかと私は考えております。以上です。

(落合) ありがとうございます。これだけのエキスパートのかたがたが、総論、各論について、いろいろご意見を開陳してくださったので、フロアから議論を聞いていて、ぜひいろいろ質問したいということも多かろうと思います。時間があればこれからパネリストの間で自由討議をやりたいところなのですが、与えられた時間がもうそろそろ終わりということもあり、フロアからの質問を受け付けるのに20分ぐらいはぜひ欲しいということもありまして、我々のパネルディスカッションとしては一応ここで終了といたします。そして、フロアからの質問としたいと思いますので、いったんマイクは司会者のかたにお返しいたします。

(司会) 先生がた、ありがとうございました。

それでは、これから質疑応答のお時間とさせていただきます。フロアの皆様から何かご質問等がございましたら、ご遠慮なく挙手をお願いいたします。

では、いちばん前にいらっしゃいますかた。今マイクをお持ちいたしますので、マイクでお話してください。また、差し支えなければ、ご所属とお名前もお願いいたします。

(聴衆)

はい。よろしく申し上げます。今日は本当にすごく面白いお話でしたので、富山先生にぜひ2点お伺いしたいのですが、まず一つはライブドアのいわゆる敵対的買収のケースで、

先ほど先生は、裁判所は経営のビジネスジャッジメントルールに介入すべきではないとおっしゃいました。あのライブドアの、ニッポン放送の判決はホリエモンを勝たせましたが、富山先生はあれに反対されるか賛成されるかをぜひ一度伺って、その根拠も少しだけ伺いたいと思っています。

もう一つは、ファンドです。今日のお話では村上ファンドの問題が全く指摘されなかったもので、残念に思うのですが、ファンドはだんだん投資から投機化の傾向が出てきているのではないかと僕は思っていて、ファンドが投機化の傾向にならないと言い切れるかどうか。それで、ファンドは資金源が情報開示されませんから、その点も投機化の傾向と資金源の情報開示の整備化を関連して伺いたいです。

(富山) 多分立場上ライブドアの判決の〇×は言いにくいのですが、ただあの判決に関して、あの結論を導き出すのに裁判所は余計なことを言いすぎだと私は思っております。一応私ももともと法律家で司法試験に受かったりしているので、ちょっと昔法律をかじっていました。憲法訴訟などは典型的にそうなのですが、裁判というのは言わないことは言わなくていいのです。結論を導くのに最低限のことだけ言えばいいわけで、あれはどちらの結論にするにしても、株価が高い、安い、どうだ、こうだといろいろなことを並べていても、訴訟上の論点に対してまじめに答えすぎなのです。ですから、裁判所は飽くまでもビジネスジャッジメントに近いところに踏み込まずに、訳の分からない茂みに入っていないで、純粹にただ手続き上の問題や、法律の枠組みにいちばんなじむ世界で結論を出すべきだと私は思います。会社法上の訴訟に関しては、基本的に裁判所は、そういうスタンスを原則維持すべきだと私は考えています。

それからもう一つ、ファンドの投機化の問題なのですが、日本の今の証券市場では、ファンド以上に、デイトレーダーの問題のほうが深刻です。それから日本の機関投資家も、実はかなり短期的な機関投資家が多いです。理由は簡単で、サラリーマンだからです。本当の意味でプロではありませんから、しかたがないのです。要するに、トップも含めてローテーションで回ってくる人が多いですから。それなりに成果を出さなければいけないので、短期的なのです。むしろ、例えば外資のファンドで本格的に名前のあるファンドは、意外に長期保有しているのです。我々も実際カネボウやいろいろな事案でどのように株主が具体的に入れ替わっていくかを嫌というほど体験しましたが、外資性悪説というのは実は嘘だと思いました。

むしろもっと根深い問題があって、上場市場に関していえば、今日のもともと株式会社
の企業統治の仕組みというのは、今日のように一瞬のうちに株主があれだけの数がを入れ
替わることを想定していません。例えば3月末に株主名簿を締め切ります。6月の株主総
会までに、下手すると半分以上の株主が入れ替わっています。そうすると3月末の名簿で
議決権を行使してくださいと言っても、関係なくなっているのだから行使してこない人が
いっぱいいます。では、本当はその段階の株主のところまで行って意向を聞けばいいか。
別にそんなことをやる責任も義理もないのです。東京証券取引所の回転速度は、下手する
と世界で今いちばん高いです。専門家に言わせると、アメリカとかヨーロッパのほうがむ
しろ遅いといわれています。

そうすると、今ご指摘の問題の根っこは、ファンドが悪いとかいいとかという問題以上
に、これだけ回転スピードが上がっている株主という人たちに企業統治権者としての的確
性があるかどうかという問いです。それは、まじめに問われなければいけないはずなので
す。なぜならば、これは昔ソニーの盛田さんもおっしゃっていましたが、株主は大事です。
組織というのは、内部から腐敗が起きてきますから、やはり外部からの牽政統治は大事な
のです。大事だからすごく大事にしなければいけないのだけれども、彼らはしょせん出た
り入ったりする人たちでしょうということソニーの盛田さんでさえおっしゃってしま
した。そういった意味合いでいうと、あんなスピードで出入りされてしまうと、国でいうと
たまたま何か海外旅行でわっと人が来ました。ワールドカップをやっているときに総選挙
をやったら、ワールドカップで来た外国人に全部投票させるのですかというような話にな
ってしまうのです。彼らは当然のことながら10年後、20年後の会社がどうなっているか
など関心がありません。持てというほうが無理です。

笹沼さんたちの名誉のために言っておくと、よっぽどバイアウトファンドのほうが今の
証券取引所の大半の株主より長期志向です。本当にまじめに企業のことを考えています。
申し訳ないけど、証券市場で売ったり買ったりしている人達のほうがよっぽどふまじめで
す。ふまじめなのですが、彼らは違う意味でまじめにやっています。投機家として、まじ
めにやっているのです。そうすると企業統治権者としては、ふまじめにならざるをえない
のです。それは村上氏も同じです。なぜならば、彼は企業価値を上げるべくいろいろ言っ
ただけけれども、そこでバツと株が跳ね上がりますね。自分で考えている株よりもオーバ
ーシュートしたら、彼はお金を預かっている責任としてそれを売らなければいけないので
す。そうすると、今度は企業統治に干渉し、介入してお前の会社の経営方針をああしろ、

こうしろと言った自分と、ファンドとしてお金を預かっている自分とが矛盾してしまうのです。なぜならば、企業経営の具体的な戦略に影響を与えてしまったら、ほかのステークホルダーすべてを含めて、その責任があるのです。企業経営戦略問題などというのは1週間、2週間で効果は出ないわけです。今持っている現金を配当すべきか、将来のM&AのためにR&Dのためにとっておくべきかというのは5年、10年たって初めて結果が出るわけです。そうするとそこに影響を与えてしまった以上は、本来企業統治権を行使した責任として彼は、自分が影響を与えたことに対する成果が出るまで5年、10年、株を持っているべきなのです。ところが、そういう彼らの統治権、共益権を行使した権限責任の問題と、ファンドとしてお金を預かっている自分の立場は完全にあの局面ではまた裂きになっています。だから彼は一面で正しいことをして、一面で間違ったことをしているのです。

実はこの問題は特に証券市場、上場企業統治に関しては、ほぼ共通に出てきている問題です。かつ今の時代は人的資本がメインになってくればくるほど、資本市場のスピードが、回転がどんどん上がっていくこととのミスマッチが深刻な軋轢を生む。デイトレーダーと違って、中で働いている人は1時間おきに仕事を変えられませんから、そうすると「なんでこんなやつに投資されなきゃいけないんだ」と思うってしまうのです。そう思われた瞬間に企業統治能力は下がるのです。もちろん権力的なペナルティの問題もありますが、統治能力の源泉は、投資される側から見た説得力なのです。だから言うことを聞かなくなります。そうすると、企業統治は機能しなくなるから、結果的に企業価値は下がります。その問題は、今のファンドの問題というよりは、多分世界の資本主義が全部潜在的に抱えている問題で、だからグーグルは一般大衆株主に議決権を渡さなかったのです。

むしろアメリカのほうが進んでいるのです。その問題にもっと前から直面しているから。ウォーレン・バフェットは全部自分の株を自分が死ぬ前に、ビル・ゲイツ財団に寄付してしまったわけです。そうすると年齢的に、多分バフェットのほうがゲイツより先に死にますから、パークシャー・ハサウェイとあの下にあるコカ・コーラは多分ビル・ゲイツが統治するのです。結論から言うとウォーレン・バフェットは、自分以外の一般投資家を統治権者として信用していないのです。ですからその問題はすごく大事なポイントで、お願いしたいのは、それをファンドに矮小化して議論しないほうがいいと思うのです。むしろ資本主義が21世紀に抱えている共通の問題と考えたほうが私はいいような気がします。

(司会) ありがとうございます。続いて、どなたかいらっしゃいましたら。では、真ん

中にいらっしゃるかたをお願いします。

(聴衆)

先ほどから地方の時代、地方の再生と皆さんおっしゃいまして、私もそういうことで何件も取り掛かっているわけですが、一つ大きな問題がございます。今のお話とも結びつか、もしくは逆になるかもしれませんが、オーナー経営者の問題です。地方では、ほとんどオーナー経営者が事業をしております。オーナー経営者は当然のことながら、大株主であり経営者です。それで、そういう会社を永年やってきて時代のモデルが合わなくなるので、会社が悪くなります。当然のことながら、債務超過に陥っている状態です。それで、いろいろなところで、分析したあと、再生しようということになって、ファンドとご一緒にそういう会社の再生のご提案をいたします。しかし一向に実りません。なぜかという、最後オーナー経営者は、自分がその責任を執ることをまず嫌がることと、株主をやめることを非常に拒否するからです。地方の特殊な文化も相まって、ほとんどの地方の事業再生はうまくいっておりません。私が思いますのは、債務超過になったときに、すでに株主としての権利行使が行われるべきなのかというのが1点です。

今の会社法や商取法を含めて、そういう議決権を持っていれば、当然あるということですが、債務超過に陥った会社の債務超過部分をだれが負担しているかといいますと銀行です。すなわちメインバンクを含めて金融機関がほとんど経営しているにもかかわらず、金融機関はそれに立ち入ろうとしません。なぜかといえば、やはり地域の問題もありますし、自分がそれを再生していくだけの自信もないからです。そういうことの中で、解決方法としては、それを進めるためには、ある程度2期も3期も債務超過に陥っているような会社については、やはりその議決権行使の問題について、経営者の責任を執らせるなど、何らかのルールがないと、口では地方、地方といっても、ほとんど今後も行われなと思います。この点ご意見を伺いたいと思いますがよろしくお願いたします。

(司会) では、今の質問に対してなのですが、どなたかパネリストのかた、ご意見いかがでしょうか。

(富山) ご指摘のとおりで、先ほど言ったディストレスト会社の統治の問題はまさにそのポイントです。やはり一つはオーナー会社の場合には、所有と経営が一致していますか

ら、本来株主によるガバナンスというのはもともとナンセンスなのです。自分で自分をガバナンスしてもしょうがないわけです。ですから、地方企業でかつIPOモデルではない、かつ地方というのはほとんどIPOモデルではないのです。むしろファミリービジネスでずっとやっていったほうが良いようなタイプのモデルの会社がほとんどなので、そういった会社の企業統治をどうしていくのかという問題と、いちばん企業統治が物を言うのは危なくなったときですから、その処理をどうしていくかは、明らかにまだ会社法上ぽっかりと穴が開いていると私も思っております。

それからそこにおける、例えば、忠実義務の問題があります。企業経営者の忠実義務も、株主に対して忠実義務を負っているという法律家がいるが、これは大間違いです。経営者は明らかに企業価値全体に対して忠実義務を負っているのです。でなければ、例えばディストレストになっている危ない会社の経営者が会社更生法を申し立てて100%減資を行ったら、株主代表訴訟が起こることになる。会社更生法を申し出て受理されたら株主価値ゼロになってしまうのですから。それはもともと法律が予定しているわけで、本来そうなのです。そう考えてくると、本来会社法上は、これはちゃんと明記されていないのですが、ナンセンスなことを言う法律家がいっぱいいる中では、ちゃんと明記したほうが良いと私は思います。また、会社法の中で、社債権者集会という仕組みがあります。だからディストレストになったときに、必ずしも裁判所の法的整理の手続きを介在せずに、ガバナンスを株主から、例えば金融債権者、あるいは債権者に移管させる仕組みは、本来あっていいと思うのです。現状普通に株主がガバナンスを持っている状態と、法的整理に入ったあとの、急に債権者が持つという間にもものすごい不連続があるのはご指摘のとおりで、そこをもうちょっとなだらかにしていかないと、その辺ですごくスタックしてしまうのは多分事実だと思います。そこは、普通の公開会社とは違う状況ですから、今閉鎖会社の仕組みというのは会社法に盛り込まれているのですが、今回の閉鎖会社の会社法改正はどちらかというと、オーナーを守る方向になっています。一方で理解できなくはないのですが、ただおかしいときには逆効果になるわけで、そこをどうしていくかという問題は、地方の再生を考えるときに非常に大きなテーマなので、これはぜひ田村政務官に持ち帰って考えていただきたいと思います。

あと1点、言い忘れたことがあって、先ほどの投機ファンドの関連で1点だけ補足させていただきます。敵対的なM&Aの世界で、国家安全保障の問題が一つあったのですが、もう一つ、実は大きな問題があります。敵対的TOBで、市場で企業どうしが戦う状況におい

て、実は戦いというのは、多くの場合武器対等ではありません。例えば、ミッタル・スチールがアルセロールを買収した局面において、アルセロールはミッタルに対して逆買収がかけられません。なぜなら90パーセントがファミリーオウンドだからです。M&Aの世界というのは、例えばファンドが敵対的TOBをかけたときも同じです。ワンサイドゲームになるのです。

もっと極端な例でいうと国の許可がないとM&Aができないような国はいっぱいあります。旧社会主義圏は、まだそういう国がいっぱいあります。そうすると金余りのそういった国の会社が、例えば日本の新日鐵や、どこかの電機メーカーに敵対的TOBをかけたときに、TOBにおける最大の相互のディシプリンというのは、下手なTOBをかけると逆TOBをかけられることなのです。武器対等ではないのです。本来それこそFTAやガットの思想でいけば、資本市場も武器対等でなければいけないはずなのです。

ところが、従来のガットやFTAの発想は、製品市場だけでものを考えているのです。製品市場におけるお互いのイコールフィッティングなどは非常に議論するのですが、資本市場の世界におけるイコールフィッティングや武器対等は、あまり議論されていません。というのは、まだそういう問題にあまり世界の資本市場が直面していないからです。ですから、そういった意味合いでいうと、東京市場に上場している会社、あるいはアメリカもそうですが、かなり丸腰です。恐らく旧社会主義圏の会社などは全くガードががちがちで、日本の会社がTOBをかけることはまず不可能です。ですから、そういうところがお金を持ち始めると、一方的にがんがんTOBをかけられるし、そういうところがTOBをやっているところに、例えばホワイトナイトに行くのは非常に怖いわけです。ミッタルとああいう敵対的TOBが起きているときに、例えば日本の鉄鋼メーカーがホワイトナイトで行こうとすると、今度ミッタルにまたTOBをかけられる可能性があるので、そういった意味では非常にアンフェアな仕組みが温存されています。この問題に対しても田村政務官がいらっしゃるので、これをどうすべきか、ということはぜひとも一度議論してもらったほうがいいのではないかという気がします。

(落合) その点について、若干富山さんが言ったことを補足したいと思います。債務超過の状態になったら、真のコントロールを持つべきものは株主から債権者に移るということだと思のですが、それを手続き的に実現しようとする、倒産法あるいは会社更生法という枠組みに移行していく、会社法の支配領域から、会社法の支配領域に移転させる方

法、それから、中間的なものとしては恐らく任意整理というやり方があるわけです。けれども、任意整理の場合でも、本当に支配権を失った株主ではなくて、債権者のために経営が行われていくという状態を確保する法的な論理としてはどうなのだろうかと。今富山さんが厳しく断罪した、株主に対して忠実義務を経営者が負っているという発想は非常におかしいという話がありましたが、解釈論として債権者に主役の地位を与えるようにしようとすると、経営者、取締役は株主に対して忠実義務を負っているというのを、今度取締役は債権者に対して忠実義務を負っているという法的解釈をそこに持ち込んで、債権者が主役なのだということをはっきり解釈論上導入するという手法としては、あながち株主に対して善管注意義務、あるいは忠実義務を負っているという構成が全然役に立たないこともないのではないかという感じもいたしました。少しその点を補足させていただきたいと思います。

(司会) それでは、お時間になりましたので、質疑応答はこちらで終了させていただきたいと思います。本日お越しいただきました落合先生、そしてパネリストの皆様がたにどうぞ今一度大きな拍手をお送りください。どうもありがとうございました(拍手)。

以上をもちまして、第27回ESRI経済政策フォーラムを閉会とさせていただきます。本日は長時間ご参加いただきまして、皆様まことにありがとうございました。お帰りの際は、お忘れ物などなさいませんよう、どうぞお気をつけてお帰りください。また、アンケート用紙は受付で回収しておりますので、大変恐れ入りますが、スタッフまでお渡しいただきますようお願いいたします。