

「M&A時代と企業経営」

前編

佐藤経営法律事務所 代表
弁護士・米国公認会計士 佐藤 孝幸

本稿は8月6日に行われました、第41回経営セミナーにおける、佐藤孝幸氏の講演を本誌で要約したものです。今月号と来月号の2回に分けて掲載いたします。

増加するM&A

今日は「M&A時代と企業経営」というテーマで、M&Aと企業経営の関係についての基本的なところをお話したいと思います。「M&A」とは何かと言いますと、“Mergers (合併) and Acquisitions (買収)”という英語の略なのですが、簡単に言えば「ビジネスの売買」です。ビジネスの売買の中には会社そのものの売買も含まれますし、会社全体はいらなくても、一部の事業だけ欲しいという事業譲渡もあります。事業譲渡を昔は営業譲渡と言っていましたが、事業譲渡も含んだものを広くM&Aと呼んでいるわけです。

M&Aは近年、非常に増えています。ITバブルが終わって、2003年くらいまでは年間に1,700件くらいだったのですけれども、景気が回復してきた時から急激に増えてきて、特に2005年・2006年においては2,800件に迫ろうかという勢いになっています。2007年については1月から6月までの上場企業のみですが、M&Aの件数は340件ほどで、前年同期を約2割上回っています。これは半期ベースでは過去最高です。

目立つのは海外企業による買収です。それから、業界グループ再編などが活発になっています。今年になって行われた比較的大きなものと

しては、日興コーディアル証券がアメリカのシティグループにTOB（公開買い付け）によって株式の過半数を取得されました。それから、ゼネラルエレクトリック（GE）が金融事業に力を入れていて、三洋電機のクレジット部門を買収しています。加えて、やはり今年起きたのが、スウェーデンのボルボが日産ディーゼル工業に対してTOBを実施しています。

件数ばかりでなく、M&Aの金額も非常に増えています。昨年2006年度は15兆円で、1999年以来の高水準になっており、前年比3割増です。特に大型の買収案件が増えていて、昨年2006年で一番大きかったのはJT（日本たばこ産業）が、イギリスのガラハーというたばこ会社を買収した案件で2兆2,530億円です。ソフトバンクがイギリスの携帯電話会社ボーダフォンの日本法人を買ったのが1兆9,200億円。東芝が原子力事業に力を入れるということで、アメリカのウェスティングハウスを6,210億円で買っています。それから、日本板硝子がイギリスのピルキントンという会社を買って、これがいわゆる小が大を飲み込むと言われた買収ですが、これも6,160億円。それから皆さんとご同業の東京電力がミラント・アジア・パシフィックという会社を買って、これも昨年の12月ですが4,000億円。このように、最近では外資が入ってきて日本の企業を買うのもあれば、日本の企業が積極的に外国の企業を買っているというのもあり、件数、金額ともに増えているのです。

M&Aが増えている三つの理由

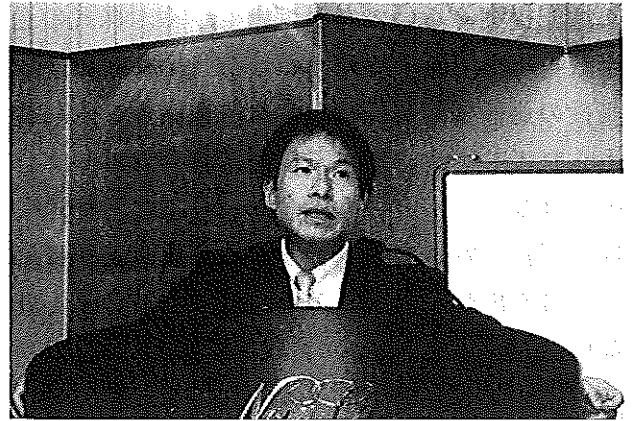
なぜこのようにM&Aがここ最近急激に増えてきたかと言いますと、三つの理由が考えられます。一つが市場の寡占化です。日本はまだそうでもないのですが、海外では寡占化が急速に進んでいるのです。日本で寡占化が進んでいる例としては、小売業界のセブン&アイ・ホールディングスとイオンの2強対決です。ビール業界でもやはりキリンとアサヒの2強対決という構図です。

一方で、グローバルな目で見えますと、例えば鉄鋼業界がそうです。ミッタル・スチールがアルセロールというヨーロッパの大きな鉄鋼会社を買収した。一方で鉄鋼の原料となる鉄鉱石は、上位3社が世界シェアのだいたい7割を占めているのですが、川上の原料の部分の寡占化が進むと、価格競争力が強くなるわけです。

セブン&アイとイオンのように小売業者に価格競争力があると、メーカーの方は価格交渉力で負けてしまうということで、今度はメーカーの方でもくっついて大きくなっていかなければならない。市場の寡占化というのが玉突きのように取引先のM&Aを動かしていくのです。今の鉄鋼業のように鉄鉱石の上位3社が世界シェアの7割を占めるという状況が、鉄鋼業の寡占化を進め、さらにはその下流の自動車業界の再編も進めていくという形で、市場の寡占化がM&Aを加速しているというところがあります。この市場の寡占化というのがまず一つの理由です。

二つ目は特に日本やヨーロッパで言えることですが、人口が減ってきているということです。例えば、食品・小売、百貨店や家電量販店も含めた小売業界といった、いわゆる内需型産業については、人口減少の影響が出ています。消費力の旺盛な16歳から64歳の人口は、95年をピークにドンドン減少しているわけで、少子高齢化が進んでいるのです。

キッコーマンの茂木会長などもおっしゃっていますが、国民全体の胃袋が小さくなっているわけです。そういうような中で、生き残ってい



くためには、規模の利益を追求していくしかないということで、成熟産業においては人口減によってM&Aが促進されてきます。

三つ目の理由は、投資ファンドです。ITバブルが2000年後半に崩壊して、その後、アメリカで金利が下がりました。もちろん日本もバブル崩壊後ドンドン下げていって、一時ゼロ金利状態がしばらく続き、マネーの動きが流動的になり、市場に溢れるようになった。その結果、より高い利回りを求めて投資家が投資ファンドにお金を出資するわけです。投資ファンドが集めたお金については相当な利回りで出資者に返還し、リターンを報いなくてははいけませんから、そのためにいろいろな会社を安く買って、高く売り抜けるという現象が市場全体で活発になってきた。最近騒がれているのは、この投資ファンドによる買収です。

中部電力とJパワーへの増配提案

今日は九州電力の関係者の方が多くいらっしゃると聞いていますが、皆さんが切実に思われたのは、ご同業である中部電力とJパワー（電源開発）が、ザ・チルドレンズ・インベストメント・マスター・ファンドという英国系投資ファンドに株を取得されて、今年の株主総会で増配提案をされたことでしょうか。幸か不幸か2社ともファンドによる株主提案は否決されたのですが、中部電力においては約10%の他の株主が賛成している。それから電源開発Jパワーでは30%超の株主が、そのファンド側の増資提案に対して賛成をしているという状況があるわけです。

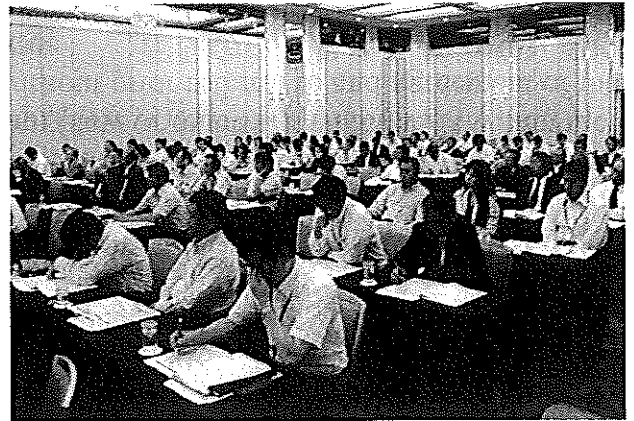
増配提案くらいであればともかく、株式の過半数を市場で買い集められてしまいますと、取締役の選任権、解任権が生まれ取締役を入れ替えられてしまう。つまり経営を握られてしまうのではないかと、という懸念があります。株式会社の運営は資本多数決ですから、出資比率に応じて口を出せるというのが、株式会社の基本的な構造です。そこで、「買収防衛策」というのが、この6月の株主総会においても約210社の会社で可決されています。こうした最近の状況の中で、企業経営をどのように行っていくかというようなことを、お話ししたいと思います。

M&Aによって高まる企業価値

まず本来は、M&Aというのは、「企業価値を高める」ためのものです。ビジネスを売買することによって、売り手・買い手ともにそれぞれの企業価値を高めることで、その出資者・オーナーの株主価値を高めるためのものです。

M&Aで株を取得する場合には、株価にプレミアムというのが付きます。例えば、九州電力の8月3日金曜日の終り値は2,945円です。市場で九州電力の株を買って、過半数の議決権を握ろうとする場合に、2,945円で過半数の株を買い集めることは、普通はできません。時価にプラスのお金を払って株を買い集めようとするわけです。

なぜかと言いますと、M&Aは冒頭申し上げましたようにビジネスの売買なのですが、法律的には支配権の移動なのです。持ち株比率によって会社に口を出せる範囲が変わってくるわけです。取りあえず過半数を握れば、自分の息のかかった取締役を派遣できる。取締役を派遣すれば経営を支配できる。原則、株式会社というのは、所有と経営が分離していますから、株を持っているからといってそれだけで、その会社を経営出来るわけではありません。株主としては、経営者を選んで、その人に経営してもらって、自分たちが配当を得るということです。そうすると、取りあえず過半数を握れば、自分の好きな取締役を選任出来るということなのです。



ここ5年間のプレミアムの平均は全世界でいたい35%です。そうすると、ある会社の株を買おうとする場合には35%分のプレミアムを払わないと株を取得出来ない。これを支配プレミアムと言います。ある一定の株数を超えて株を持って議決権を得て、その会社を支配するために余計なお金を払っているということです。ですから、「TOBをやります」と言うとき、多くはその会社の株価が上がります。株価が上がるのは、その株を持っている株主に対して、より高い値段で株を買い取りますと言ってくるからなのです。

株主にとっては、誰が支配権を持っているのかということは重要な問題です。そうすると、支配権が移動するような大量な株の譲渡が行なわれる時には、一般の少数の他の株主にも買い付け価格や株数などを知らせて、その上で応募して下さいという形で買い付けることを「公開買い付け」(TOB)と言うわけです。証券取引法に規定されているのですが、基本的にこれは株主に平等に株を売却する機会を確保するための情報開示の一環なのです。

このTOBの株価の上乗せというのを見てみると、日本はプレミアムの付け方が比較的低くて、だいたい25%ほどです。企業価値を高めるために支配権を移動させるのがM&Aなのだという前提で考えた場合に、売り主としては1.3倍とか1.4倍のお金が入ってきますから、これは株主価値が高まることは間違いない。では買い手にとっては、それだけのお金を払ってでも株を買い集めるメリットはどこにあるかという

と、これは一般的には「シナジー効果」と呼ばれるものです。一緒になることによって、その会社を買うことによって企業価値が上がっていくのだということが見えていることがM&Aの前提になるのです。

M&Aの機能

本来のM&Aの機能は、「時間をお金で買う」ことだと言われます。つまり新しく新規事業に参入しようとする場合には、人を集めなければいけませんし、ノウハウや技術を新たに獲得しなければいけない。何よりも顧客関係を一から築くというのは大変な作業になるわけです。場合によってはブランドも新しく構築するというのは大変だしリスクも大きいですね。一方、既に出来上がっている会社であれば、ある程度どういうブランド価値があるかということが分かりますから、それを買うことによってより短期間に成果を上げることができる。これがM&Aの機能であるといわれる、「時間をお金で買う」ということの意味です。

M&Aのパターン～「横の拡大」

ただ、一口にM&Aと言いましても、いろいろなパターンがあります。まず「水平的統合」と言われる横の拡大です。これは縮小均衡・縮小再生産、人口減少や成熟化の影響でこれ以上の成長、少なくとも急成長が見込めず、その場合には規模を拡大していかないとグローバルな競争に勝てないという業種に見られます。2000年代の初めに統合が行なわれた銀行業界が典型ですが、同業他社が横に繋がって規模を拡大しているわけです。つまり1,000億円の資産規模を持つ会社が、200億円の資産規模を持つ会社を買収すれば、1,200億円の新しい会社が生まれる。内部利益だけで1.2倍、20%規模の増加を遂げると言うのは大変なことです。それを買収によって規模を拡大していくことによって、寡占化を図っていく。こういった動きの激しい業種が金融機関であり、最近ではふくおかフィナンシャルグループでも実施されました。

それから製薬業界もこのパターンです。第一製薬と三共製薬で第一三共、山之内製薬と藤沢薬品でアステラス製薬が生まれています。鉄鋼業界では川崎製鉄と日本鋼管でJFEホールディングス。このように同業他社がくっついて規模の拡大を目指すという「横の拡大」が一つのパターンです。

「縦の拡大」

もう一つは、「縦の拡大」と呼ばれるものです。これは、「サプライチェーン統合」とも呼ばれます。鉄鋼業界を川に例えると、川上では原材料の鉄鉱石を調達して、川中で製鉄をし、そして川下で鋼材を販売するという流れがあるわけですが、これを一手に行なおうということです。鉄鋼業を全体で見ると、鋼材を買う側の顧客に対する製品の提供ということなのですが、川上には商社やさらに上では鉄鉱石の生産者、川中には製鉄業者、川下には鋼材販売業者がいるという形で、バラバラになっている。バラバラだと、人・物・金・情報といった経営資源が、部分部分でしか活用が出来ないわけです。部分最適でしかない。それをM&Aを行なうことによって、川上から川下まで全体を見回して、人・物・金といった経営資源の効率利用を図ることができる。こういうのが「縦の拡大」というものなのです。

事業の多角化

事業の多角化には、本業を補完する、あるいは本業に関連する経営資源を獲得していった、事業を強化するために多角化するというパターンがあります。例えばアサヒビールです。アサヒビールには「アサヒ飲料」といった上場している子会社があり、カゴメと今年資本提携をしています。このようにビール会社なのですが、健康食品を含めた食品や飲料、それからベビーフード(和光堂)、ビール以外のアルコール(ニッカウキスキー)といった、本業に関連する事業を横に広げていった強化を図る、競争力を上げるという多角化の例です。



他の例を挙げますと、居酒屋チェーンの「和民」は介護ビジネス部門に参入しています。居酒屋と介護ビジネスは、一見あまり関係なさそうですけれども、食の提供という点では共通点があるわけです。このように関連する部門を広げていく方法が、事業の多角化・強化のために行なわれるM&Aなのです。

似たような例としてはライオンがあります。ライオンは、今非常に業績が好調なのです。PER (Price Earning Ratio) という指標があります。PERとは株価収益率と呼ばれる指標で、現在の株価が一株あたりの利益の何倍かということを示します。つまり、その会社の株が将来何年分の期待価値で買われているかということを示すのがPERという指標なのですが、PERで見た場合、ライオンは35倍あるのです。同業他社は28倍くらいですから、投資家の期待価値が大きいのです。家庭用洗剤など元々のライオンの製品は、人口減・成熟化ということで頭打ちですが、最近是一般用医薬品事業に力を入れています。例えば中外製薬から大衆製薬部門を買収していますし、ブリストル・マイヤーズスクイブというアメリカの巨大な製薬会社から、バファリンという頭痛薬の商標権を買収したりしています。このように家庭品事業だけでは厳しいからということで大衆製薬まで広がっていった。この戦略が買われて、同業他社よりも割高な株価が付いているということなのです。

事業の多角化では、全く関係のない事業を買うということもあります。最近の例では、ゲームソフト会社の「コナミ」が、スポーツクラブ

を展開する「ピープル」という会社を買っていますが、本業とは全く関係がない。全く関係のない事業に進出する、全く関係のない会社を一から立ち上げるというのは、これは大変なことです。ですから、これを買収することで「時間を買う」というわけです。

総合化

もう一つが「デパート化」「総合化」を目指すという動きです。ソフトバンクは、総合通信企業を目指すのだということで、インターネットでは「ヤフー」、それから固定電話では「ソフトバンクテレフォン」、ブロードバンドでは「ソフトバンクBB」、携帯電話では「ボーダフォン」の日本法人を買収しています。

他に総合化を目指している会社としては楽天が総合ネット企業を目指すという目標を掲げて、TBSにまで触手を伸ばしていますし、オリックスも総合金融業を目指すということで、不動産業から貸し金業まで幅広く事業を展開しています。

この事業の総合化で注意しなければいけないのは、何しろ事業の流行り廃りが速い時代ですから、この中には上手くいく部門もあれば、上手くいかない部門もある。そうすると、一つの会社が上手くいく部門と上手くいかない部門を抱える可能性がある。1 + 1 + 1 が 3 にならずに、2.5 になったり 2.4 になったりする。こういうのをコングロマリットディスカウントと言います。「何でもある」というのが総合化の前提になりますから、儲かっていない部門も一応置っておかなければいけない。そうしますと、どうしても個々の事業部門の総和と全体の時価総額・企業価値とが合わない。というよりも減ってしまう、ということが見られるわけです。そのため、経営効率という点から、総合化というのは最近ではあまり目指されなくなりました。一時、ソニーが電気製品の総合化を目指しましたが、結局あまり上手くいかなくて、今は選択と集中を進めていくという方向で、動きとしてはそちらの方が主流になっています。

吸収合併と暖簾代^{のれん}

よく世間では「対等合併」と言われますけれども、実は「対等合併」という言葉は、法律上にはおかしいのです。おかしいというのは、会社の合併というのは、「吸収合併」と「新設合併」の二通りしかないからです。そして「吸収合併」が圧倒的に多く行なわれています。A社がB社をB社の時価で買い取り、B社は消滅してA社が存続するわけです。もう一つは「新設合併」と言って、A社とB社が合併して新しいC社という形で生まれ変わります。A社もB社もこの世から消えて無くなりC社という新たな会社が生まれますが、この「新設合併」は現実にはあまり行なわれていません。というのは、C社は全く新しい会社として出来上がりますから、例えば「許認可」が必要な事業の場合は、C社が改めて許認可を取らなければいけなくなって、大変だからです。そのため実際には吸収合併が圧倒的に多いのです。

吸収合併である以上は、必ず「売る側」と「買う側」が存在します。会計上はどういうふうで処理しているかと言いますと、A社が買う側でB社が売る側とすると、B社を時価評価するわけです。例えば、B社が持っている不動産を簿価ではなく時価に直して、その時価評価したものに、プレミアムをいくらか付けて買い取るわけです。この場合、仮にB社の時価が100億円で、買い取り価格が130億円だったとします。B社を買うことによって収益力が上がる。普通は生きている会社であれば、将来生み出すキャッシュ

というものがあられるわけですから、純資産の額よりも会社の値段というのは高くなければおかしいですよ。それを加味して130億円で買ったとすると、この余計に支払った30億円を「暖簾代」と言います。

「暖簾代」は、今の日本の会計上は20年以内に償却しなければいけないということになっています。従って会社を買収すると「暖簾代」の償却をしなければいけませんから、収益を圧迫してしまうのです。海外では基本的に「減損処理」しか認めておりませんし、先週の土曜日に日経新聞にも出ていましたけれども、2011年を目途にわが国の会計原則も国際会計基準に沿って変えていくということです。今日本では、時価以外で買い取る方法として、簿価で引き継ぐという方法も一部認められているのですが、それを無くして、売り手と買い手を明らかにした上で、「暖簾代」については償却をしないで、買った会社が大幅な赤字を出したりした場合に、減損処理をするという方法に2011年を目途に変えるそうです。

この会計処理も良し悪しでして、例えば世界最大の携帯電話会社であるイギリスのボーダフォンは、買収した会社の業績が悪かったというので、2007年の3月期には116億ポンドも減損処理を迫られて、結局最終赤字になってしまいました。ですから、いずれの会計処理がよいかは一概には言えないわけですが、海外の会計基準に合わせると会計制度上もグローバル化していくということになります。

M&Aのグローバル化と三角合併

さらに昨年5月に施行された会社法によって、企業再編・M&Aがグローバル化しました。今年5月に解禁になった「三角合併」と呼ばれる制度です。これも合併ですから、基本的には「吸収合併」です。

吸収される日本の会社をB社とし、外国の会社がX社、X社の日本法人をA社とします。つまりA社は日本における外資系企業です。会社法の施行前は、合併の場合には吸収されるB社



の株主にA社の株式を割り当てるという形で吸収していたのですけれども、今度の会社法では「対価は何でも良いですよ」ということになったのです。現金でB社の株主を追い出しても良い。つまり買収する側の株式を買収される側の株主に対価として渡さなくても良くて、現金で支払うことによってB社の株主を追い出しても良いし、さらには対価として親会社である外国企業のX社の株式を渡しても構わない。これがA・B・Xの三社が絡まりますので、「三角合併」と言われているものです。

この三角合併は経団連などの意向によって一年間施行が遅らされたわけですが、その理由は外国企業に日本の会社を買われてしまうのではないかという心配があったからなのです。それは、時価総額が外国の企業と比べて日本の企業は非常に小さい会社が多いことが原因です。時価総額というのは上場企業の場合は、発行済株式総数×その時点の株価です。ちなみに日本で時価総額ナンバーワンのトヨタ自動車の時価総額が、為替によっても変わりますが、2007年の3月末時点で2,453億ドルです。アメリカの一番時価総額の大きい石油会社のエクソンモービル社は、その約2倍なのです。同業で比較するとアメリカの総合電気メーカーのゼネラルエレクトリック社(GE)と日立製作所では、為替にもよりますが、だいたい日立はGEの20分の1くらいです。時価総額がこれだけ離れていると、親会社の株式を割り当てることで、キャッシュなしで買収できるのです。

今まではキャッシュなしで買えるといっても、



それ程脅威でもなかったのですけれども、最近ではアジア系企業の時価総額が増えてきているという事実があります。例えば、2007年3月末時点でトヨタ自動車の時価総額が27.25兆円だった時に、ペトロチャイナという中国の石油会社の時価総額が25兆円。それから、中国移動(チャイナモバイル)の時価総額が21兆円。ちなみに日本で2番目の時価総額を有する三菱UFJフィナンシャルグループが14兆円。こういうことから見ると、欧米だけでなく中国の企業などに買われる可能性も出てきた。このように外国企業に買われてしまうのではないかとということで、「三角合併」が一年間延期されたのです。

ただ、現実には「三角合併」で外国企業に簡単に買われるということはありません。というのは、これは合併ですから契約が必要なのです。まず、取締役で合併をしましょうということで「契約」をして、そして株主総会に諮って、原則として3分の2以上の賛成が得られて初めて「合併」が成立する。要するに合併では「敵対的」というのが有り得ないのです。「敵対的」とあると、そもそも契約しませんよね。契約を強制することはできませんから。ただ、経団連などが心配しているのは、TOBをかけられると、TOBというのは公開買い付けですから、「いくらで買いますよ」ということで、取りあえず過半数を買い集める。そうすると、取締役の入れ替えが出来ますね。それで自分の息のかかった取締役を入れて、それで契約を結べば良いということで、この2段階の手続きによって三角合併も一応理屈としては可能だということで、三角合併という制度の導入が非常に恐れられたのです。

ただ、グローバル化ということでこの三角合併も取り入れられた。それから、会計基準も国際基準に合わせるという形で整備されつつある。つまり、法律や会計のインフラ部分、特に外資による買収も含めたM&Aのインフラが出来つつあります。その中で外資系ファンドが金余りにまかせて、日本の会社を買うのではないかと懸念されているところなのです。(次号に続く)

「M&A時代と企業経営」

後編

佐藤経営法律事務所 代表
弁護士・米国公認会計士 佐藤 孝幸

本稿は8月6日に行われました、第41回経営セミナーにおける、佐藤孝幸氏の講演を本誌で要約したものです。先月号に引き続き、掲載いたします。

海外投資ファンドの増加

皆さんにとってショッキングだったのは、ご同業の中部電力やJパワーが、チルドレン・インベストメントという投資ファンドに、株を取得されまして増配提案を受けたことでしょう。中部電力は2007年の3月時点での同ファンドの株保有割合は1.4%くらいでしたが、増配提案をされました。チルドレン・インベストメントとは、ずいぶん可愛いらしい名前ですが、実はアフリカの干ばつやエイズに苦しむ住民に、この4年間で約183万ドルを寄付しているのです。つまり投資利益の一部をアフリカ等の子どもの救済のために寄付しているのです。それで「チルドレン」という可愛い名前が付いているのですが、このファンドの投資スタイルはいわゆるバリュー投資なのです。

バリュー投資とは本来の企業価値に比べて株価が低迷している株を大量に買い付けて、いろいろなことを経営陣に迫る投資スタイルなのです。中部電力やJパワーにしてもチルドレンによる増配提案は否決されましたが、こうした投資ファンドによる動きで怖いのは、他の投資家が増配提案に賛成することで、最終的に増配提案が可決されてしまうのではないかとことです。

その前提として株主構成が今、大きく変わってきているという状況があります。バブル時期は、金融機関が多くの株を持っていたのです。金融機関はものを言わない安定株主だったのですが、バブル崩壊後、金融機関が多額の不良債権を抱えるにあたって、とてもそんな安定株主でいられる状態ではなくなりました。そこで、ドンドン株を手放したのです。手放した結果どうなったかと言いますと、割安だと思った外国人が買い集めたのです。

今、上場企業に限って言いますと、統計の取り方によって若干変わりますが、だいたい平均28%が外国人投資家です。外国人投資家は国際優良株が大好きですから、キヤノンやソニーなどの国際企業では50%を上回っているところがあります。ちなみに九州電力は、2007年3月末時点で外国人が12.4%を持っていますが、このように外国人投資家が増えてきています。このような状態が進んで、安定株主がいなければ、外国人投資家や一部のファンドの増配提案など



も可決される可能性が、全く有り得ない話ではなくなっているというのが今の状況なのです。

金余りが買収資金を生む

電力会社の関係で言いますと、米国の例ですがコールバーグ・クラビス・ロバーツというアメリカの投資ファンドがあるのですが、この投資ファンドは先日ニューヨーク証券取引所に上場したのですが、テキサス州を地盤とする電力大手TXUという会社を買収しています。その買収金額が450億ドルなのです。これだけの多額の資金をどうやって集めたかという、LBOと言いまして、結局、借金なのです。多額の借金で買収できるのは、今世界的に低金利だからです。彼らは投資のリターンを追求していますので、元手が少なくて資金が低利で借りられるのであれば、それで買収することによってより多くの最終的なリターンを得ることができるのです。資産の大きい電力会社を買うには多額の資金が必要なのですが、この金余りの過剰流動性の影響で、買収資金が膨らむようになってきた。そこで、電力会社も買われる時代になってきたということです。

敵対的買収に対抗するには

そこで、「敵対的買収防衛策」というのが今騒がれるようになってきているわけです。この6月の株主総会でも3月決算の200社を超える企業で「買収防衛策」を導入して、皆可決されました。記憶に新しいところでは、ブルドックソースがスティール・パートナーズから狙われて、裁判で結局「買収防衛策」が認められたというケースがありました。「買収防衛策」を導入するかどうかというのは、企業によって対応はまちまちなのですが、一般的にはこういう時代ですから「買収防衛策」が必要です。「買収防衛策」の前に、「敵対的買収」についてお話しします。

「敵対的買収」というのは一言で言えば「経営陣の同意を得ない買収」のことです。誰に敵対しているかということ、経営陣に敵対しているの

です。本来、上場企業であれば株式を買うのは自由です。株式を公開している以上、経営者の側から株主を選ぶことは出来ません。株主を選びたいければ、つまり気に入らない株主を排除したいければ、これは上場を止めるしかありません。この原則に従って上場を止めた会社としては、缶コーヒーの老舗のポッカや、アパレルのワールド、最近では「牛角」という焼肉屋や、ampmというコンビニを展開しているレックスホールディングが記憶に新しいです。非公開化を行なうしかないのです。「買収防衛策」を導入しても、それは敵対的に買収してきたファンドに対する交渉の材料にしかならないのです。最終的な買収防衛策といえますか、経営陣にとって気に入らない株主に牛耳られないようにするためには、結局のところ企業価値を高める以外にはないのです。

どういう企業が狙われるか(1) ～PBRの低い企業～

企業価値を高めるにはどうしたら良いかということをお話ししたいのですが、そのためにはまず、どういう会社が狙われやすいのかということを見ていく必要があります。一つは業績はあまり悪くないのに株価が低迷している会社です。あるいは企業価値に比べて割安だと思われる会社です。これはPBR (Price Book-value Ratioの略) という指標で判断します。PBRというのは、現在の株価を1株あたりの純資産で割ったものです。現在の株価を1株あたりの純資産で割って、1という数字が出たとすると、PBRは1倍と言うわけです。

純資産というのは、総資産から総負債を引いた額ですから、PBRが1倍の会社というのは、今会社を叩き潰した解散価値と株価が同じということです。そうすると、PBR1倍の会社を買収するとその瞬間儲けがプラスマイナスゼロです。つまり会社を買って、資産を切り売りすると同じ額が戻ってくるわけですからプラスマイナスゼロです。

と言うことはPBRが1倍を割っている会社は、買ったとたんに儲かるということです。買ったとたんに会社の資産を切り売りすれば、資産の方が現在の株価よりも高いわけですから、その場で儲かるというのがPBR1倍以下という会社です。

敵対的買収を防ぐためには、PBRを高めるとするのが一つです。

ただPBRというのは業種によって大きく変わるのです。ちなみに、昨日の終り値で見ました九州電力のPBRは1.37倍です。1.37倍というのは「かろうじて純資産より株価の方が高い」と言う状態ですけれども、上場企業の平均PBRは2.1倍です。電力会社はどこも似通っています。四国電力のPBRは1.8倍、北陸電力が1.5倍、東北電力は1.4倍、関西電力が1.5倍、中国電力1.3倍、東京電力がちょっと上がって1.8倍、中部電力が1.6倍というように、だいたい2倍以下、つまり平均以下です。これはやはり電力会社は資産が大きいからです。それに対して、IT関連の会社などは資産がそんなにないですから、PBRは高くなるのです。

オムロンという体温計などを作る医療機器メーカーの社長がおっしゃっていたのですけれども、「PBR3倍を目指す」と。PBRが3倍というのはどういうことかという、その1株あたりの純資産価値の3倍出さないとその会社が手に入らないということです。ただ、先ほどお話ししたように、平均的な買収プレミアムは約30%です。PBRが3倍で、さらにプレミアムが3割付くと、だいたい3.9倍。純資産の4倍近くのお金を用意しないと会社を買えないのです。

純資産価値の4倍のお金を出して買ったということについて、投資ファンドは出資者に対する説明責任がありますから、これはどう見ても高値掴みしたのではないかと非難されかねない。ですから「PBR3倍」を目指せば、取りあえず安泰だというふうに言われていますが、分母である1株あたりの純資産は決まっていますから、分子の株価を上げることによってPBRを高く



することになります。

割安な株価の会社やPBRが1倍割れしている会社というのは結構あるのです。つまり買えばその場で儲かる会社ですね。こういう会社は株価を上げる必要があるわけです。

どういう企業が狙われるか(2) ～キャッシュリッチ企業～

もう一つ狙われるパターンとしては、現金を溜め込んでいる会社で、いわゆる「キャッシュリッチ企業」と呼ばれている会社です。キャッシュリッチ企業というのは、「純金融資産」と言われるものをたんまり溜め込んでいる会社です。「現預金」「有価証券」といった流動資産に計上されている金融資産から、長期・短期の借入金や社債といった有利子負債を引いた額、つまり現実に企業が機動的に使えるお金、これらを「純金融資産」と言います。

「純金融資産」が総資産の70%を超えているという会社があります。小野薬品工業という会社で、この会社は大阪証券取引所に上場されているのですが、ブランドス・インベストメント・パートナーズ(B・I・P)と言うファンドにしっかりと狙われています。B・I・Pは、この6月の株主総会で小野薬品工業に対して増配提案をしているのですが、その理由は、小野薬品工業の純金融資産が、総資産の70%を超えているからなのです。

一般に日本の製薬会社がM&Aの対象にされやすいとされているのは、欧米のブリストルマ

イヤーズやファイザーなどの大企業と比べて、時価総額が低いということもあるのですが、キャッシュをたんまり溜め込んでいるケースが多いのです。ちなみに他の製薬会社の平均は55%ですが、これも他業種に比べるとずいぶん高いのです。これではキャッシュを溜め込んでいるだけで、何もやっていないのだと言われかねません。設備投資に使ったり、何か企業価値を高めるために使っていれば良いのですが、金利0.1%ぐらいの普通預金などに預けていると、会社の経営資源であるお金を有効に使っていないということになります。

以上の理由でB・I・Pは増配提案をしているわけです。結局、提案は否決されたのですけれども、小野薬品工業は「今後3年間で株主配分を増やします」という約束をしました。株主への報いというのは、基本的には「配当」か「自社株買い」しかありません。配当というのは出資の払い戻しですね。配当しても会社が儲かるわけではありません。自社株買いも同じです。小野薬品工業は向こう3年間その「利益の100%を自社株買いと配当に回します」という約束をしたわけです。このようにキャッシュリッチ企業というのは、非常に狙われやすいのです。

もう一つ、今年の3月に株主総会を開いたノーリツという会社があります。この会社が株主提案されたのは、「別途積立金は止めて、繰越利益剰余金にしてくれ」ということでした。これもキャッシュをたんまり溜め込んでいる会社なのですけれども、「別途積立金」という名目でキャッシュをたくさん積んでいるのです。「別途積立金」というのは、目的が定められている「任意積立金」と違い、使い途がはっきりと決まっていないのです。ところが、別途積立金として積み立ててしまいますと、配当原資にすることが出来ないんですね。それで株主から配当にまわせる「繰越剰余金にしてくれ」という提案が来ているわけです。

お金を溜め込むのはもちろん良いのですけれども、あるいは別途積立金を積むのは良いので

すけれども、結局それをどういう形で、なぜ積み立てが必要なのかということ、株主に合理的に説明するという責任が経営者には求められているのです。

株主還元策をどう考えるか

今回の「会社法」の一つの目玉は、「規制緩和」です。何が規制緩和されたかということ、剰余金をどういうふうに分配するかは会社の自由だということになったのです。例えば四半期配当が出来るようになりました。今までは配当というのは、期末配当か中間配当くらいしか認められていなかったのですが、「年に何回でも配当して良いですよ」という形になったのです。例えば、日興コーディアル証券やホンダなどは四半期配当を導入しています。

これだけ「会社法」が規制緩和になって、今までは年に2回しか出来なかったのを、何回配当して良いですよということになると、会社の側は「やはり年2回にします」「うちは四半期毎に配当します」というように選択肢が広がったということですから、経営者してみると、なぜその選択をしたのかということについて株主に対して説明する責任が発生してくるのです。つまり規制緩和の裏返しとして、今までは「法律がこうでしたから…」という形で説明すれば済んだのですけれども、「なぜそういう方法を取ることにしたのか」ということを株主に対してきちんと説明する必要があるのです。

そこで、株価が低迷している、あるいはキャッ



シュをたんまり溜め込んでいる会社が具体的にどうやって株価を上げ、企業価値を高めるのかということで出てきたのが「株主還元策」をどのように考えていくかというテーマです。

最近「株主配分」を高くしている会社が、どんどん増えています。株主配分というのは、企業が上げた利益の一部を株主に、出資の見返りとして分配することです。通常、株主配分は「配当」と「自社株買い」という形で現れてきます。ちなみに2006年度に配当と自社株買いを合計した金額は13兆3千億円程度ということで、前年比で23%増えています。企業が儲かった分をなるべく多く株主に配分する。それによって株価を上げるということなのです。スティール・パートナーズが日本で騒がれたのは、2002年頃にソトーという会社とユシロ化学工業という会社に敵対的TOBを仕かけた時なのですが、ソトーもユシロ化学工業も、大幅な増配を発表したとたんに株価がTOB価格を超えてしまい、それであっさりスティール・パートナーズもTOBを諦めたといったこともありました。

事業内容には関心がない投資家

スティール・パートナーズのように会社を安く買って、高く売るという投資ファンドを「フィナンシャルバイヤー」と言います。一方、事業会社が同業他社を買ったり、自分に関係のある事業をよその会社から買ったりする場合というのは、一般に「ストラテジックバイヤー」と言われます。松下電器がビクターを売る場合に従前は投資ファンド、つまり「フィナンシャルバイヤー」に売ろうとしたのですが、それをケンウッドという同業他社に売ることにしたといったこともありました。ケンウッドの立場を「ストラテジックバイヤー」と言います。

それに対して投資ファンド、つまり「バイアウトファンド」は「フィナンシャルバイヤー」です。割安な企業を買って経営陣を刷新し、それによって企業価値を高めて、高く売り抜けるのです。スティール・パートナーズの例はフィ

ナンシャルバイヤーの典型的な例です。裁判所は更に投機的な買収者であるグリーンメーラー（ドル紙幣の色である緑＝グリーンと、脅迫状を意味するブラックメールを合わせた造語）だと言っていましたけれども、それはともかく彼らが興味があるのは、「安く買って、高く売る」だけではないのです。安く買って、高く売ると同時に、なるべく「保有期間を短くする」ということなのです。

つまり、いくら安く買って、高く売っても、10年も20年も資金が塩漬けにされると、これでは困るわけです。ですから、なるべく短期間で売り抜けるということが必要になってくる。そうすると、先ほどの例でソトーやユシロ化学工業が増配提案をすることによってファンドには多額のキャッシュ（配当）が入ってきます。一方で、株価も上がります。その場で売ってしまえば、ごく短期間のうちに利益を確定させることが出来ます。ですから、スティールはソトーとユシロ化学の時にはあっさりとTOBから手を引いたのです。

今回のブルドックソースの買収劇で話題になりましたが、スティール・パートナーズのリヒテンシュタインという代表者がいます。ブルドックがリヒテンシュタインと話をした時に、「本当にソースなんて興味があるのですか」と聞くと、「ソースは大嫌いだ」と言っただけなのです。「では、ソースは何から出来ているか知っていますか？」とブルドックソースの社長が聞いたら、「たぶん水じゃないか」と答えたらしい。それは、事業なんか全く分かっていないということで、新聞などで面白おかしく取り上げられていましたけれども、フィナンシャルバイヤーというのは、本来そういうものなのです。つまり事業なんて分かっていなくても構わなくて、割安な企業を買収して投資利益を上げれば、それで良いのです。元々事業なんてやる気がないのですから…。

本質的に株価をあげるということ

敵対的買取に対抗していくには株価を上げる必要があって、そのためには株主配分を増やしていくことが必要になってくるのです。皆さんの会社の、配当性向がどれくらいなのかということをもう一度見直していただきたいと思います。キャッシュを持っていることは大切ですが、そのキャッシュを有効に活用しているかということが肝心です。ただ定期預金や普通預金に預けているのでは塩漬けにしているのと同じで、それを設備投資や研究開発にきちんと回すという姿勢が大事になってくるのです。

例えば、アステラス製薬は、とにかく製薬業界は業界再編がいろいろ言われていますので、積極的に自社株買いを実施しています。去年は年間純利益の1.7倍に相当する自社株買いを行いました。こういうことをやりましたから一時的には株が上がったのですが、今は低迷していますね。なぜかと言うと、製薬業界でいう2010年問題というのがあるからです。製品の特許切れです。

例えば、エーザイの場合には、アルツハイマー型の認知症治療薬であるアリセプトという薬が、アメリカで売れ行きが非常に好調でして、何と連結売上高の4割を占めているのです。この特許がいつ切れるのかと言いますと、アリセプトは日本では2011年、アメリカでは2010年に切れてしまいます。そうすると、ご存知のように後発（ジェネリック）医薬品が発売されてしまいますので、全く旨味が無くなってしまいます。



すると確かに短期的に株価を上げるということも必要なのですけれども、余ったお金を自社株買いばかりに充てないで、やはりまともに設備投資に回す。製薬業界で言えば研究開発に充てていかないと、長期的には株価は低迷してしまい、するとまた買取の格好の標的になってしまうといった悪循環への懸念があるのです。

安定株主を作るということ

もう一つ、買取に狙われやすいのは、株主構成が不安定な企業です。例えば東京電力の2007年3月末時点の株主構成を見てみますと、外国人が12%くらいで特定株（大株主10位までの所有している株）が27%、浮動株が23%程です。TOBをかけられた時に、どちらにつくのか分からない浮動株を減らし、安定株主を作るというのが重要な課題になってくるわけです。

この安定株主を作るという目的で最近また復活してきているのが、株式の持ち合いです。主要上場企業約900社のデータを見ますと、2007年3月期末の長期保有有価証券残高が、1年前に比べて16%増えています。金額として13兆円前後も他社の株を買っていることになるのです。

例えば楽天に狙われているTBSですが、江崎グリコ・大日本印刷・カシオ計算機、こういった会社と株式持ち合いをしています。それから、先ほどファンドに狙われているとお話した小野薬品工業は、日清食品・栗田工業・キッコーマン・オリンパスなどと株式を持ち合っています。さらにスティール・パートナーズに狙われている日清製粉や江崎グリコなどは同じように狙われている会社どうしと株式を持ち合っていると、こういう状況なのです。さらに本来なら競合すべき同業他社と株式を持ち合っている例としては、2006年に新日本製鐵・住友金属・神戸製鋼の3社間による株式持ち合いがあります。鉄道では東武鉄道が京成電鉄株を買っていますし、製紙業界では大王製紙が日本製紙グループの株を持っている。このように事業会社間の株式持ち合いが、今急速に増えています。

2000年のITバブル崩壊前は、やはり金融機関、生命保険会社や銀行などが持っていたのですが、その体力がなくなって皆手放した。それで減っていたのですけれども、最近「敵対的買収防衛策」の一環として、「安定株主」を作りましょうということで、また増えてきています。

上場会社が株式の持ち合いをするということは、取引関係の構築に役立つといった理由があるのであれば、決して悪いことではないと思います。しかし、株式を持ち合うということは、資金をそこに塩漬けにしてしまうということになります。長期に保有するわけですから、キャッシュを有効に使えずに、資本効率を下げってしまうという問題があるわけです。

それからもう一つは、バランスシートの投資有価証券に載りますから、仮にその持ち合いをしている相手の会社の業績が悪くなった場合には、評価損を計上しなくてはなりません。すると、本業は好調なのに株式持ち合いを派手にやった結果、本業の黒字が消えてしまい赤字になってしまう。そういうことも十分に考えられるわけです。ですから、株主に対して説明のつく範囲で株式の持ち合いをするというのが一つのポイントです。

おわりに～企業価値を高めることの一番の基本

それからもう一つの防衛策は、個人株主を増やしましょうということです。今、個人株主はバカに出来ません。今の日本の企業すべてを「株式会社日本」と見立てると、28%の大株主は外国人株主です。個人株主もだいたい22~23%あります。日経リサーチが調べたところによりますと、敵対的TOBで良い値段を出してくれればTOBに応じますよという個人株主が48%に及んでいるのです。この個人株主に対して、いろいろと手を打つということも大切なのです。

まず一つは個人株主そのものを増やすということで、株式分割を行なうことも一つの方法です。最近株式分割を行なった会社としてはホンダなどが挙げられます。一株100万円だった株

を1:2に分割すると一株50万円になります。すると今まで100万円なので買えなかった個人も「50万円なら買えますよ」ということで個人株主が増える。この個人株主の中にはデイトレーダーのように、今日買って明日にでも売ってしまう人もいますが、会社の業績に期待して長期で保有する個人株主も決して少なくないのです。この個人株主を増やすというのも一つの防衛策です。

それからもう一つは、株主優待です。電力会社の場合には、株主優待というのはなかなか難しいかもしれませんが、各社は工夫を凝らしています。今まで株主優待など難しいと言われていた、海運業の商船三井も株主優待策を取り入れるようにしていますし、航空会社や電鉄会社が、自分の会社のファンを作り、それによって株を売らないようにしてもらおう。現にブルドックソースの場合でも8割の株主が買収防衛策に賛成してくれたのです。長期的なファンになってくれる個人株主を増やすために、株式分割を行なって買いやすくするだけでなく、株主優待に様々な工夫を凝らす中で、長期的なファンを作ることで買収されにくくするということです。

以上で私のお話を終わります。ご清聴ありがとうございました。

