

相互主義でいえば大買収攻勢に日本はもはやNOとはいえない

対抗

外資による「略奪的M&A」には愛国的「ホワイトナイト・ファンド」で備えよ

「お姫様を助ける白馬の騎士」
ホワイトナイト。昨秋、明星食品が米国系投資ファンド、ステイール・パートナーズの敵対的M&Aに対抗するため、日清食品に「ホワイトナイト」として資本提携を依頼したことなど、日本でも身近になってきた。

国際問題アナリストの藤井巖喜氏、公認会計士・加納孝彦氏が、「略奪的M&A」の対象として日本企業が狙われる理由を分析、対抗策としての「ホワイトナイト・ファンド」の必要性を提唱する。

企業は解体され、
資産は現金化される

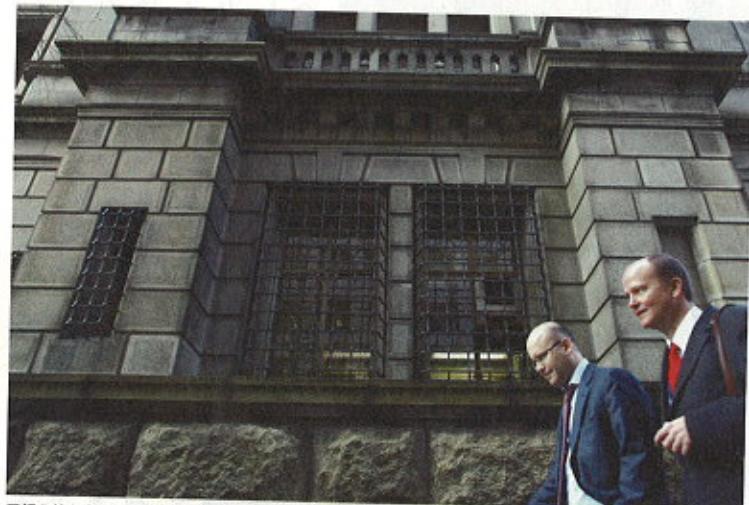
5月1日からいよいよ三角合併がスタートした。筆者はもちろんすべてのM&Aに反対といふ訳ではない。実務的M&Aは大いに必要である。発言する株主も大歓迎である。株式を公開しているながら、株主の利益を全

く無視しているような経営者が批判を受けるのは、当然の事である。

心配なのは、

そんな事ではない。企業そのものを解体し、全てを奪取してしまったような「略奪的M&A」である。

企業を買収した株主が、企業の持っている資産や子会社をどんどん売り払つてしまい、それを分配してしまう。



日銀の前を歩く外国人ビジネスマン。グローバル経済から国富流出を防ぐには対策が必要だ。

藤井巖喜
公認会計士
KANO Takahiko FUJI Genki

巨額の報酬を受け取るのは言うまでもない。

買収された企業は解体され、残るのはダシを取られた鶏ガラのような企業の残骸だけだ。企業資産を売却して得られた資金が国内に残るのならまだよい。

しかしこれが外資によって行なわれれば、最終的には富は海外へ流出する。国富流出である。一番惨めなのは、企業に雇用されていた社員たちだ。

このような略奪的M&Aを防ぐにはどうしたらよいのか。各企業が配当を高め、株価を上昇させるのが正道だ。それに加えて様々な敵対的M&A防衛策を準備しておく必要があるのも、言うまでもない。

そこから生まれてきた知恵である。

今まで個別の敵対的M&Aに対して、ホワイトナイトの行動をとった実例は、日本でもいくつか現われている。最近では、ステイール・パートナーズが明星食品を買収しようとしたとき、

や十分ではないだろう。敵対的買収による国富流出を防ぐ為には、愛国的なホワイトナイト・ファンドが必要だ。「ホワイトナイト(白い騎士)」とは、敵対的買収に対する、友好的企業やファンドの事である。

こうようと、何か、排他的でナショナリズムを過度に煽るというような非難を受けるかもしれない。しかし、その非難はまつたく当らない。ホワイトナ

イト・ファンドという発想自体が、そもそもアメリカで生まれたものだ。アメリカでも歴史のある、社員を大事にする会社は、バーバリアン(野蛮人)とよばれるような買収ファンドを嫌う。そこでから生まってきた知恵である。

[PROFILE] かのう・たかひこ／1958年生まれ。1979年公認会計士第二次試験合格、翌年サンワ監査法人(現・監査法人トーマツ)入所。大和証券、ソロモン・ブラザーズなどを経て、公認会計士加納武彦事務所開業。現在、コーポレートパートナー代表取締役、LEC 東京リーガルマインド大学大学院教授。

[PROFILE] ふじい・けんき／1952年生まれ。早稲田大学政治経済学部卒業。米クレアモント大学院政治学部を経て、ハーバード大学政治学部大学院助手、同大学国際問題研究所研究員を歴任。82年からケンブリッジ・フォーキャスト・グループ代表取締役。



今年1月、神田明神で好況を願うビジネスマンたち。景気回復とともにM&Aへの動きも活発になってきた。

日清食品が「資本提携」でこれを救ったこともその一例である。しかしがスティール・パートナーは、安く買った株を高く売り抜けて、巨大な利益を上げるのに成功している。個々のM&Aに対抗するのでは、どうしても後手後手にまわりがちである。

そこで、日本財界の有力企業

に呼びかけて、ホワイトナイト的行動をとるためにファンダムを設立することを、提案したい。そこにM&Aの専門家を集め、事前の予防策から十分に検討しておくるのだ。

これをやると海外から「日本市場は閉鎖的だ」などの批判を受けるかもしれない。そこであ

らかじめ、欧米の有力コンサルタントと連携して、このファンダムを立ち上げることが大事である。批判を事前に封じ込めてしまってある。攻めるのがファンダムなら、守るのもファンダムの時代である。

また、国家安全保障上、重要な企業によるM&Aを禁止する法律をつくる必要がある。これはアメリカにもある法律である。

アメリカの保守派の企業やコンサルタントやファンダムとも協力して、企業を防衛すればよいのである。そしてそれは排他独善的なものでは全くなく、資本主義の国際的ルールに従って行動するということである。

このことは、敵対的買収への古典的防衛手段である株式持ち合いについてもいえることである。株式の相互持ち合いは、日本特有のものではなく、アメリカにも株式持ち合いを通じた企業のグループは存在する。対等の株式持ち合いは、何ら違法なことでも、悪いことでもない。日本の場合、銀行の支配力を中核とした系列化だった点に問題があつた。

バブル期に米国を荒らした日本に「NO」はいえない

小泉政権はブッシュ政権との

外国人持株比率の高い有名企業 (単位: %)	
あおぞら銀行	61.8
武富士	54.7
ドン・キホーテ	51.8
HOYA	50.5
富士フイルムホールディングス	50.4
ローム	50.3
花王	47.7
マツダ	47.5
キヤノン	47.3
三井不動産	45.7
ヤフー	43.5
野村ホールディングス	43.0
ファナック	42.8
セコム	42.4
TDK	41.9
三井住友フィナンシャルグループ	41.5
任天堂	41.3
シチズン時計	41.2
オムロン	40.8
大阪証券取引所	40.4
武田薬品工業	40.0
三菱地所	39.0
日立製作所	38.7
村田製作所	36.3

* 資料: 会社四季報2007年新春号。

間で「日米投資ニシアタイプ」に合意し、2005年の通常国会で三角合併を認める法案が可決され、この5月から三角合併が解禁となつた。これからは、アメリカのみならず、ヨーロッパやアラブや華僑のファンダムが日本企業に大買収攻勢をかけてくるだろう。1997年、ヘッジファンドなどによって東南アジア諸国経済が危機に陥つたとき、各国通貨は暴落し、欧米資本は現地の企業や資産を底値で買い叩いた。円も株価も今は底値とはいえないが、この今までにはひどい国富流出が起きてくる可能性が大である。

そしてそれに對して、日本企業と日本政府は必ずしもNOといえる立場にはないのである。第1に、70年代から80年代、市場原理主義でアメリカの製造業をドンドン追い詰め、80年代にはジャパン・マネーの進出で、歐米の企業を買いまくつっていたのは、日本企業自身だからである。最近でも、日本たばこ(丁)

T) が英ギャラハー社を2兆530億円で買収している。相互主義(reciprocity)の考え方からいって、日本が外資のM&Aを拒絶するのは難しい。

ちなみに、トヨタやホンダがGMやフォードを凌駕しているように、日本の製造業の多くはアメリカのライバルを圧倒している。こういった場合にアメリカの財界が考えるのは、「それらば、我々がトヨタやホンダの株式をおさえてしまえばよいではないか」ということである。

日本は、日本の市場が統合されていく中で、アメリカ財界は金融的に日本をコントロールする方向に動きつつある。実業で競争力をつけるようとする米企業も当然のことながら日本企業のもつ技術や含み資産を自らM&Aを仕掛けてくる。

第2に、日本の株式市場で外国人投資家の比率が高まり、これが外資によるM&A全般を非常にやりやすくしている。現在、東京証券取引所全体で外国人の

持ち株比率はすでに30%に達し、1日の売買高の半分以上が外国人であるという取引日も少なくはない。

加えて、国際優良銘柄の多くでは、すでに外国人持ち株比率が40%超のところが多い。これは、20%もプレミアをつければ、外資の持ち株比率が容易に50%を超える水準である。外資の持ち株比率の高い有名企業を、アーティング（別表参照）。

日本企業が買収されやすいこれだけの背景

他にも、日本側には買収されやすい事情が存在する。まず、2006年度の売買代金回転率（売買代金総額÷時価総額）は1.05となり、1998年以来、売買代金回転率は急速に上昇している。売買代金回転率が1回以上とは何かといえば、平均して、全銘柄の株主がそつくり1回入れ替わるという事である。

ソフトバンクの回転率は6・23回で、特定の銘柄の回転率が高いことは確かである。そして、世界的な金余りを背景に、外国人投資家が優良銘柄に積極投資した事も回転率を上昇させていく。しかし、回転率を上げたも

う1つの理由は、頻繁に売買を繰り返すデイトレーダーの急増である。回転率が1以上とは、同一の銘柄を1年以上持たないということであり、投資家が株主としての配当を受けないとことでもある。日本の投資家自身が、株を長期保有しない傾向にあるのだ。つまり、長期保有して配当を受けるよりも、短期保有で株価上昇（キャピタルゲイン）を狙う投資家が多く、経営サイドからすれば不安定な状況である。

また、日本企業の多くは、元来から巨大な含み資産を抱えている。不動産、技術、人的資源など極めて豊かである。その割には株価は割安である。つまり企業の価値が株価に反映されていない。株価が安ければ株価時価総額も小さく、買収されやすいことである。

1株当たり純資産（BPS）が高い割には、株価が低い企業が多い。ということは、PBR（株価÷1株当たり純資産）が1以下の企業も多いわけである。

日本企業の時価総額の小ささは周知の事実であろうが、2006年12月末時点での世界企業の株価時価総額ランキング（日本経済新聞・07年1月17日）で日本企業を見ると、7位・トヨタ自動車、31位・三菱UFJファイナンシャル・グループ、67位・みずほフィナンシャルグループ、

ファンデにはファンで対抗する時代になつていくのか。



77位・三井住友銀行・81位・キヤノンと、自動車・輸送用機器業界におけるトヨタ、ホンダを除けば、各業界で世界の株価時価総額ベストテンに入っている日本企業は、きわめてわずかである。

実は、これらから日本に起こる悲劇は、すでにアメリカを襲った悲劇でもある。現金なしでM&Aが可能となる三角合併解禁以降の時代においては、なおさらのことである。

日本企業の時価総額の小ささによって、アメリカ企業の財務体質は著しく脆弱化してしまった。短期に利益を上げようとするファンデは、買収に成功すれば、手に入れた企業の持つている、不動産でも、子会社でも、技術（特許など）でも、金目ものはすべて売却し、現金化し、これを「株主＝投資家」で分配してしまう。企業を借金漬けにしてまで、株主の短期利益を最大化する。そして、この

ような企業解体を巧く行なう経営者こそ、有能な経営者といわれてきた。

一見、強制的に見える米企業が、実は著しい借金体質に陥っていることを鋭く指摘したのが、神谷秀樹氏の論文「米国流『強欲資本主義』の破綻」（諸君！）07年4月号）である。神谷氏は、ウォールストリートに身をおく現役の投資銀行家だが、氏によれば1980年代アメリカの一般事業会社の68%が投資にはその29%しか投資適格企業がなかった。つまり、71%の企業は投資不適格（投機的格付け）と分類されているのである。企業に借金させてまで、株主（金融資本家）の利益を上げようとした結果であるという。

短期的利益最大化だけを經營の目標にするならば、研究開発投資も正社員の人材育成も無用であるということになる。株式会社は、社員の生活共同体だけであって、良いはずはない。が、同時に株主の強欲の消費物でもないはずである。

アメリカの悲劇を繰り返さなければ、手に入れた企業の持つている、不動産でも、子会社でも、技術（特許など）でも、金目ものはすべて売却し、現金化し、これを「株主＝投資家」ととも連携したホワイトナイト・ファンデの設立が急務である。