

日本の産業界を憂う¹

MBO 支援策導入による 日本型イノベーションの創出

早稲田大学 藪下史郎研究会 チーム＝サブゼミ

2006年12月

¹¹本稿は、2006年12月16日、17日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2006」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、藪下史郎教授（早稲田大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要旨

第一章 問題意識—日本の産業界を憂う

日本では現在、新会社法に代表されるようにかつての企業をめぐる法制が大きな変化を遂げようとしている。特に施行を一年延期した合併等対価柔軟化による三角合併の解禁に代表されるように、企業に対する株式市場の圧力を強化する方向に改革は進んでいる。これらの企業法制における改革は、本当に日本の実情に合ったものなのだろうか。現在の企業を巡る議論状況にも言及し、議論の方向性を明確に定めた。

第二章 現状分析におけるイノベーション類型の分析と日本型イノベーション

日本経済の最大の牽引車は依然として製造業であり、イノベーション類型の異なる日本においてアメリカ型の企業法制を輸入したことは必ずしも製造業におけるイノベーションに寄与しないことを述べた。その上で、アメリカ型の企業法制の輸入とそれともなう買収の脅威により、すでに製造業企業が投資の原資となる内部留保確保の危機に瀕していることを具体例を使用して示した。

第三章 政策提言としての“産業防衛スキーム”

政策投資銀行が主導して MBO 支援のための産業防衛スキームを実行することで、株式市場からの離脱を自ら求める企業に対してのみ、柔軟かつ確実に MBO を遂行することが可能になる。現在よりも MBO のハードルが格段に下がることにより、MBO を実行する企業が現在よりさらに多数出現するだろう。特に長期的な研究開発投資を必要とする企業はこのスキームの恩恵に預かることで、さらなる技術革新を図ることができる。こうして日本型のイノベーションは今後も発展を続け、製造業は今後も強力なエンジンとして日本経済全体の発展に寄与するであろう。

目次

第1章 問題意識と議論の方向性

- 第1節 問題意識
- 第2節 現在の企業を巡る議論状況について
- 第3節 イノベーションはどこから生まれるか
- 第4節 日本の景気回復の原因

第2章 現状分析

- 第1節 イノベーションの考察とその類型化
- 第2節 日本における企業法制の変容
 - (2. 1) 日本の企業法制、変容の実態
 - (2. 2) 変化の背景 —日本が輸入したデラウェアモデルの内実—
- 第3節 日本型イノベーションの危機 —日本の産業界が今後抱える問題—
 - (3. 1) 日米の産業構造とイノベーション類型の違い
 - (3. 2) 経団連の誤算
 - (3. 3) NPV<EPS 志向経営
 - (3. 4) 実際に危機に晒される製造業

第3章 政策提言

- 第1節 政策に必要とされる要素
- 第2節 政策提言
- 第3節 日本でMBOが少ない理由—政策の意義
- 第4節 産業防衛スキームの内実
- 第5節 補完としての制度的バックアップ
- 第6節 公共政策でMBOを支援する正当性について
- 第7節 現在の業界再編の動きとの整合
- 第8節 政策が機能するイメージ

参考文献

独立行政法人 経済産業研究所 (2005) 『RIETI 政策シンポジウム コーポレートファイナンスとコーポレートガバナンス：日本と欧州の比較 2005年9月14日開催 実施報告書』

鈴木基也 (2006) 「投稿：GPS 民間開放の真相」『軍事研究』2006年11月号、99 ページ

武藤泰明 (2006) 「「ファンド資本主義の限界」日本企業の技術革新力が弱まる恐れ」『週刊エコノミスト』2006年6月13日号、30 ページ

西山賢吾 (2006) 「水面下で再び進む株式持合い」『週刊東洋経済』2006年7月22日号、50 ページ

ロナルド・ドーア (2001) 『日本型資本主義と市場主義の衝突』東洋経済新報社

泉谷渉 (2006) 『電子材料王国ニッポンの逆襲』東洋経済新報社

ジュディス・サミュエルソン、クレア・プレイサー (2006) 「アメリカ産業界は長期志向に向かう」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』第31巻第7号、17 ページ

『日経新聞』 2006年11月10日朝刊4面 「「三角合併」論点を聞く」

『朝日新聞』2006年11月10日朝刊11面 「経団連「適用厳格化を」外資攻勢を懸念」

『日経新聞』 2006年11月14日夕刊1面 「GDP 実質 2.0%成長」

『日経金融新聞』 2005年7月26日朝刊3面 「ワールド非公開化 上場の意味に一石」

『日経金融新聞』 2004年1月16日朝刊 「ユシロ化学 配当14円を200円に」

伊東祐弘 (2006) 「国内産業の変化と事業金融の構造変化」『みずほコーポレート銀行 産業調査部配布資料』2006年11月10日、25-37 ページ

第1章 問題意識と議論の方向性

＜本章の要旨＞

日本では現在、新会社法に代表されるようにかつての企業をめぐる法制が大きな変化を遂げようとしている。特に施行を一年延期した合併等対価柔軟化による三角合併の解禁に代表されるように、企業に対する株式市場の圧力を強化する方向に改革は進んでいる。これらの企業法制における改革は、本当に日本の実情に合ったものなのだろうか。現在の企業を巡る議論状況にも言及し、議論の方向性を明確に定めたのが本章である。

第1節 問題意識

経済成長は、一国における至上命題である。成長がなければ、国民生活は豊かにならず、財政は悪化し、国の活力が減退する。そこにおいてミクロレベルでは一つ一つの企業の活力こそが経済成長のエンジンである。その企業群の行動を規定しているのが、企業法制である。企業法制のあり方は各国によって異なり、それぞれの国の特質や理念を反映したものとなっている。

そして、日本では現在、新会社法に代表されるようにかつての企業をめぐる法制が大きな変化を遂げようとしている。特に施行を一年延期した合併等対価柔軟化による三角合併の解禁に代表されるように、企業に対する株式市場の圧力を強化する方向に改革は進んでいる。これらの企業法制における改革は、本当に日本の実情に合ったものなのだろうか。

現在の改革は、シェアホルダー重視の欧州大陸型の枠組みではなく、株式市場を重視するアングロ・サクソン系の枠組みを目指している。更に言えば、シティコードに代表されるようなイギリスのモデルではなく、コートベースのアメリカ デラウェア州のモデルである。(詳細は現状分析部にて後述する) これら法制の持つ特徴の一つは、優勝劣敗の市場原理を導入することで優良企業の新規参入と非効率的企業退場を促し、イノベーションを加速することにある。

しかし、それを輸入したところで、アメリカと日本ではそもそものイノベーションのあり方が異なるのではないかと。つまり現在の企業法制における改革は必ずしも日本の実情に合うものではなく、日本型イノベーションに合ったやり方があるのではないかと。そのようなやり方こそ、日本にイノベーションと将来の成長をもたらしてくれる。誤ったやり方では、逆にかえって企業の競争力が削がれてしまうのではないかと。これが本論文における問題意識である。

第2節 現在の企業を巡る議論状況について

現在の日本における企業のあり方を巡る議論としては、イノベーション・成長絶対志向対、日本の職人文化崇拜や高度成長期へのノスタルジーからくる道徳的批判という今ひとつ噛み合っていない構図が見受けられる。後者はマネーゲームは良くない、というように理論的批判よりむしろ感情論に走る傾向があるため、前者のイノベーション・成長絶対志向の議論が優勢であることは現在の企業法制における改革の方向性からも言うまでもない。(ISFJ に応募される他論文も、買収防衛策導入の厳格化など資本市場の秩序を重視するものが多いように見受けられる)

このように今の議論は経済と文化の間で平行線を辿っている。その影で見落とされている点は、「**経済成長とイノベーションのために相応しい制度はどのようなものか??**」という議論である。現在のアメリカは経済が好調で、その理由は市場経済における優勝劣敗原則のもと、企業が市場から入退場を繰り返すことを促進する企業法制がイノベーションを後押ししたから、ということが無前提的に論じられていることが最大の問題である。

第3節 イノベーションはどこから生まれるか

しかし、まずこれらの言説への懐疑からこの論文は始まる。そもそもアメリカのイノベーションの源泉は、ベンチャーキャピタルによるリスクマネー供給、モノ言う株主による経営チェック機能、M&A による柔軟な企業組織の再編といった近年盛んに強調されている資本市場の秩序によるものなのだろうか。残念ながら、イノベーションの源泉は必ずしもそうとは限らない。

特にアメリカの場合、コンピュータ、インターネット、チタンやカーボンなど金属素材、ロケットなど宇宙開発技術・・・これらは先端産業は皆、国家予算をつぎ込んだ軍事技術開発の成果が民間へと転用されたものである。(コンピュータはミサイルの誘導装置、インターネットはペンタゴン攻撃からのリスク分散を図るためのネットワーク、金属素材は戦闘機用、ロケットはレーガンのスターウォーズ計画など、ソ連との来るべき宇宙戦争への備え)

このように、イノベーションは性急な利益還元を要求する資本市場とは距離をおいたところで起こることが多い。これはこれまでの日本においても同様で、現在好調の素材産業において財閥系の 100 年企業が多い(住友金属や日立金属、大日本印刷など)のも研究開発への数十年単位の投資が必要不可欠だからである。それを後押ししていたメインバンク制を始めとするかつての日本の企業秩序は、90 年代にその弊害が噴出して崩壊した。

第4節 日本の景気回復の原因

失われた 10 年を経て、日本の企業秩序はアメリカ式に資本市場からの圧力が強いものへと作り変えられてきた。近年の景気回復もそれによる企業競争力強化がもたらしたという声も聞かれる。しかし我々はそれにすら懐疑的である。今年 7 - 9 月における GDP 実質 2.0% 成長をもたらしたのは電子部品の中国への輸出が好調だったことに依るところが大きい。

(日経新聞 11/14) つまり、他ならぬ高い技術力を誇る日本の製造業が中国という新たな大市場を得たことによるのである。

それならば、日本の持つ高い技術力を発展させ、さらなるイノベーションを図ることこそが将来の経済成長にとって必要不可欠である。そこにおいて企業に対して資本市場から不健全な圧力がかかることは、将来の技術開発の大きな妨げになる。端的な例では、2004年の米系投資ファンド・スティー爾パートナーズによるユシロ化学工業、ソトーへの TOB による内部留保取り崩しなどが挙げられる。このように投資ファンドによる買収の脅威に晒され、よしんば買収は防いだとしても製造業の企業が研究開発の源泉となる内部留保を吐き出させられる例は後を絶たない。このように、資本市場の秩序を導入することはモラルハザードの抑止やコンプライアンスの厳格化といったメリットの一方でこれら重大なリスクを内包している。第二章において現状を分析したうえで、第三章には、そこにおいてどのような必要な政策・制度が必要になるか、という現実的提言を述べていきたい。

第2章 現状分析

<本章の要旨>

日本経済の最大の牽引車は依然として製造業であり、イノベーション類型の異なる日本においてアメリカ型の企業法制を輸入したことは必ずしも製造業におけるイノベーションに寄与しないことを述べた。その上で、アメリカ型の企業法制の輸入とそれにもなう買収の脅威により、すでに製造業企業が投資の原資となる内部留保確保の危機に瀕していることを具体例を使用して示した。

第1節 イノベーションの考察とその類型化

経済学的に言えば、技術が一定という条件において限界生産力逓減の法則によって理論的に経済成長はいつかは終焉する。しかしながらそうはならないのは、現実には絶えず技術革新、つまりイノベーションによって生産効率が向上しているからである。つまり、持続的経済成長のカギはイノベーションにあるのだ。しかし一口にイノベーションといっても、その様式は様々である。技術革新を起こる時には、さまざまな経路が存在する。

①国家主導型・・・原資＝国家予算

国家が技術開発の必要に迫られるのは、軍事的必要性に迫られてという場合が多い。特に冷戦期のアメリカはその傾向が強く、ソ連との軍拡競争に勝つために毎年莫大な予算を軍事技術開発に投じていた。宇宙開発もある意味その一環であり、ロケット技術は現在のICBM(大陸間弾道弾)そのものである。軍事技術が民間に転用されることが多く、戦闘機用のチタンや防弾チョッキに使用するカーボンといった素材は今では広く生活素材に使用されるようになっている。またコンピュータも、弾頭に搭載してミサイルを誘導したりロケットを衛星軌道に乗せるための制御を行うために小型化が図られていった。現在では携帯電話にも使用されるようになっている GPS も、当然軍事的な必要性によって開発されたが 80年代に民間に解放された。有名なところでは、インターネットの原型はペンタゴン(米国防総省)が攻撃によって壊滅した場合でも指揮系統が生き残るように他地域のコンピュータとネットワークしてリスクシェアを図ったものである。

冷戦終結後、軍事予算は縮小の一途を辿ることになる。そのような状況において大学が研究費捻出のために企業と協力するようになったのが、今盛んに脚光を浴びている「産学連携」の起こりである。しかし依然として、アメリカにおいて軍事開発された技術が民間に転用されてくる構造に変わりはない。類似例としてフランスもその傾向があり、軍事品の輸出はフランス経済において必要不可欠なものとなっている。

②企業主導型・・・原資＝メインバンク制

それに対し、企業が主体となって技術開発を行ってきたのが日本である。敗戦によって軍事技術開発に制約が課せられた日本では、電気式卓上計算機(電卓)の小型化・VHS-ベータ戦争、ハイブリット車開発に代表されるように企業による技術開発が主となり、大量の国家予算が投入されたりはしない。70年代まで日本の企業部門は恒常的に資金不足部門であり、それら企業に対して低利で長期的に融資を行うためにメインバンク制が形成された。当初信用力に乏しかった日本企業にとってメインバンクからの資金供給は成長のために不可欠であった。70年代以降ようやく日本企業は技術的に欧米企業にキャッチアップし、80年代には技術革新のフロントに立つことになった。その頃には企業は安定成長の時期にさしかかり、必ずしも資金不足主体になってはいなかったが、豊富な内部留保によって潤沢なR&D(研究開発)投資を行った。このようにして、日本では企業が技術革新の主体となったのである。

③ベンチャーキャピタル型・・・原資＝VCのリスクマネー

上の二つに製造業上におけるイノベーションが多く、近代からの産業社会的である。つまり、多くの資本を生産設備に投下することが必要不可欠であるし、長年の技術蓄積が必須となる。したがって後発の新興企業がキャッチアップするのは至難の業だ。

それに対し、このVC型はポスト産業社会とも言うべきもので、主にソフトウェアなど知的産業における革新をさす。ガレージから画期的なOSが開発された例もあるが、そこにおいて必ずしも巨大な資本が必要になるわけではない。その代わり、大きなビジネスに発展するような例は確率論的に非常に稀である。ベンチャーキャピタルの投資方針としては、投資した1000社中3社が成功すれば良いとしている。(いわゆる「センミツ」) また投資スパンにしても長くても5年程度を目安にしているため、さらに長い視点が必要な製造業には不向きである。

このようにベンチャーキャピタルによるリスクマネー供給によるイノベーション創出は、シリコンヴァレーの発展で一躍脚光を浴びた。しかしここで言うところのイノベーションとは、②の類型で示したような日本における同じ言葉と性質上の差異があることに注意すべきであろう。日本の製造業において技術革新と呼ばれているものは、長年にわたる研究の蓄積と超長期的視野(それに対し、VCは長くとも5年程度のスパンで企業評価)を持った投資が必要不可欠なのである。

第2節 日本における企業法制の変容

第1項 日本の企業法制、変容の実態—資本市場を中心に

かつての日本企業は独自の特徴を持っていた。主なものとしては、経営者主体の経営、メインバンク制、終身雇用制度などが挙げられる。そして、メインバンク制による資金調達為主であり、また、数多くの規制から日本の資本市場は未成熟であった。しかし、1990年代以降、バブル崩壊や市場のグローバル化、日本企業の不祥事の発生などにより、これまでの日本の企業体制や資本市場には多くの批判が浴びせられることとなった。

こうした批判から、現在でも成功を収めているアメリカ型の資本主義を、日本でも取り入れようという動きが強まった。アメリカ流のコーポレートガバナンス体制の導入や、金融制度の規制緩和などがその最たるものである。ここでは企業を取り巻く法制の変化を具体的に紹介する。その変化は企業法制や会計制度のみならず、資本市場法制とも連関して起こってきた。それら 90 年代半ば以降金融市場の改革は、日本版金融ビッグバンと呼ばれている。

- 銀行、証券の相互参入、銀行、保険会社による投資信託販売の許可（1993 年金融制度改革法）
- ストックオプションの解禁（1997 年商法改正）
- 持ち株会社の再許可（1997 年独禁法改正）
- 株式交換、株式移転を認める（1999 年商法改正）
- 自己株式の取得の許可（2001 年商法改正）
- 現金、保有株式、新株予約権、社債などによる買収が可能になる対価柔軟化（2006 年会社法、施行 2007 年）

このように日本の資本市場、特に株式市場においては数多くの規制緩和がなされた。金融機関の垣根が低くなり、銀行が証券会社を傘下に置くなど、欧州に見られるような総合金融機関が登場し、金融業界では大幅な再編が起こった。さらには IT を利用したネット銀行、証券も多く誕生した。また、戦後禁止されていた持ち株会社が 97 年の独占禁止法改正によって、再び設立が許可された。1999 年の大和証券を皮切りに、現在では数多くのホールディングカンパニーが設置されている。

さらには、株式交換や自己株式の取得が許可されたことにより、企業買収が容易になった。こうした改正から、日本では以前は株式持合いや資本提携が事業再編の主流だったが、2005 年にライブドアがニッポン放送に敵対的買収を仕掛けたことを始め、村上ファンドによる阪神株取得など、敵対的買収を含め、株式市場を通じた企業戦略や業界再編の動きが加速しつつある。

こうした流れがますます強まると考えられているのが、会社法によって 2007 年より施行される合併対価柔軟化である。この法律によって自己株式だけでなく、現金や保有株式、社債などによっても企業買収ができるようになる。すると、親会社が日本の子会社に株式を交付し、その株式によって買収を行う三角合併が可能になる。そうなれば、親会社が外資系企業による日本企業への買収が増加するのではないかとの指摘がある。

第2項 変化の背景—日本が輸入したデラウェアモデルの内実

○アングロサクソン系モデル—資本市場が強いモデルをなぜ導入したか？

なぜ 90 年代以降このような改革が進行したのだろうか。それはひとえに日本型システムのデメリットが噴出したからである。企業を育成したメインバンク制は、企業の成長により銀行ヘリスクが集中した不健全な金融システムとなった。また大企業の成熟化と信用力の増大は資金の資本市場からの調達を容易にし、株式市場のプレゼンスが高まった。さらに株式持合いの弊害としてのもたれあい、馴れ合い経営が問題化し、外部からの経営チェック機能の重要性が叫ばれるようになった。いわゆる「モノ言う株主」の登場である。

このように資本市場からのチェックや株主圧力を重視する企業法制を以前から採用しているのは、アメリカ、イギリスといったアングロサクソン系の国である。これらの国の経済が好調なこともあり、90年代後半の金融ビッグバンに代表されるように、金融の自由化とそれに即した企業法制の整備、会計制度の見直しが行われた。そしてそれは往々にして、「グローバルスタンダード(国際標準)への適応」との掛け声のもと行われたのである。

○アングロサクソン系モデルの中でもなぜデラウェア会社法か。

このように時には「グローバルスタンダード(国際標準)」とすら言われるアングロサクソン系のモデルだが、実際に国際標準なるものが存在してわけではない。アングロサクソン系のモデルの中でも、アメリカで代表的な「デラウェア州会社法」と、イギリスにおける「シティコード」では明確な差異が存在するのである。

イギリスにおける「シティコード」の特徴として、M&Aの全部買い取り義務、株主平等原則、取締役会の中立、それらの原則を企業に遵守させる敵対的買収委員会と呼ばれる専門家の委員会存在などが挙げられる。特にアメリカ・デラウェア会社法との代表的差異は、M&A時の全部買い取り義務によって投機的な株式取得を防いでいる点にある。その代わりに、企業の取締役には中立原則が適用されるため、買収防衛策導入はデラウェア会社法よりも難しい。また、デラウェア会社法がコートベース、つまり裁判所に決定権があるのに対しシティコードでは買収パネルが最終的判断を下す。このように、少々企業活動に枠をはめてもプロセスの透明度やフェアさ、簡素さを重視するのがイギリスの会社法である。

それに対しアメリカにおける「デラウェアモデル」は、M&A時の全部買い取り義務はないため投機的な買収も起こりやすいが、部分的資本提携が可能になるというメリットもある。また買収防衛策も個々の企業が必要に応じて株主総会を経ずに取締役会限りで導入することができる。裁判所ベースの決定プロセスも、企業価値を経営者、株主、裁判所が順に判断することから、M&Aにおいて企業価値が向上するか否かを一義的に判断することができる。つまりデラウェア会社法は、買収にも防衛にも自由裁量を企業に対して与えることで、プロセスの透明度や公正さよりむしろ企業価値をベースとした実質的判断をすることが特徴的である。

このようにデラウェア会社法は、株式市場を重視しているというよりむしろ企業活動の自由度を非常に重視した枠組みであると言えることができる。このような法制ができた背景には、州ごとにまったく異なる会社法が設定され、合衆国全体を規定する明確な枠組みというものがないことによる。税収入を確保するため、各州はなるべく自由な企業法制を採用することで企業を誘致しようとする。デラウェア会社法は、そのような誘致競争の結果生まれたものである。結果、NY証券取引所上場企業の7割は実際の活動にかかわらずデラウェア州設置企業ということになっている。

日本がデラウェアモデルを選択したのも、プロセスの透明度や簡素さよりも企業価値をベースとした判断を重視したからに他ならない。(前経済産業省経済産業政策局産業組織課課長・日下部聡氏談) 買収リスクへの対処としても、個別企業の裁量が大きいため、買収防衛策が必要な企業のみが導入するという対応を取ることが可能になる法制であった。しかしこのような予測は半分裏切られることとなった。それについては次の『3節 日本型イノベーションの危機 2項 経団連の誤算』にて詳しく述べる。

第3節 日本型イノベーションの危機—日本の産業界が今後抱える問題

こうしてアメリカの企業法制が輸入されたが、同時に日本の産業界に対する大きなリスクもまた抱え込まれることとなった。それについてこの項では述べていきたい。

第1項 日米の産業構造とイノベーション類型の違い

まず問題となってくるのが、日米の産業構造とイノベーション類型の差異がもたらす齟齬である。両国の産業構造において、アメリカの GDP に占める製造業の割合が 12,8%なのに対し、日本は 20,0%となっている。(2003 年)中でも電気機械産業の割合がアメリカは GDP 全体の 1,8%なのに対し日本は 3,2%を占める。

このような単純な割合のみならず、日本における製造業は景気回復のエンジンともなっている。今年7-9月の GDP 成長率が 2,0%となり7期連続でプラスとなった。しかしながら内需においては個人消費が弱含むなど消費全般が伸び悩んでいた。GDP を押し上げる要因となったのは、3%近くの伸びを見せた輸出である。特に中国向けの集積回路など電子通信部品の輸出が堅調だった。

このように、日本の製造業（特に電気機械産業）は高い生産性と競争力を有し、アメリカに対して産業構造上のウェイトが高いことが分かる。経済産業省が今年六月に発表した「新経済成長戦略」のなかでも、日本の産業特性を活かした製造業とサービス業の「双発エンジン」が提唱されている。

このような産業構造の相違は、イノベーション類型の違いとして如実に現れている。イノベーションの源となる研究開発はリスクが高いため、アメリカでこれを推進するのは製造業であればリスクに強い国家で、サービス業であればリスクを気にしないベンチャーキャピタルである。特に近年のアメリカ産業構造はサービス業中心であることから、イノベーション類型としてもアメリカにおいてはVCのリスクマネーを原資とするVC型が中心となっていることが分かる。

一方で日本では依然として製造業が成長のエンジンとなっているため、イノベーション類型も大企業が研究開発を進める企業主導型である。なぜなら製造業における研究開発は技術の蓄積と設備が必要になるため、短期資本のVCやファンドよりも内部留保や借り入れによる長期的な資金供給の方が適しているからである。例を挙げれば、日本が中国や韓国への輸出を伸ばしている、携帯電話部品に使用されるような素材系産業はベンチャーキャピタルやファンドが4、5年投資したからといってすぐに結果がでるような開発ではないのだ。つまり資本市場からの圧力が強まるアメリカ型の制度はサービス業主体の産業構造に最も適しているものであり、それが産業構造の異なる日本に輸入されることは、特に日本の製造業にとって必ずしも歓迎すべきことではない。むしろ製造業にとっては技術革新に悪影響を与えかねないのである。

第2項 経団連の誤算

新会社法は今年5月に施行されたが、「合併等対価柔軟化」にかかわる条項は導入が一年延期され、2007年5月からとなった。合併等対価柔軟化とは、企業が合併を行う際に現金や自社株の他に親会社の株の交付も認める（通称三角合併）ものであり、巨大な時価総額を持つ欧米企業による日本企業の買収が容易になる。

財界はこのことに強烈な危機感を抱き、この条項のみ施行が一年延期させることに成功した。一年の猶予期間に各企業が買収防衛策を導入し、M&A次代の準備を整えることが狙いであった。しかしながら6月の株主総会で防衛策を導入できた企業は上場3000社のうち、150社程度。ポイズンピルのように効果的な策の導入は10社程度に止まり、経団連は「敵対的買収への不安が拭い去れない」（住友商事・宮原会長）というような大きな誤算に直面している。

現在経団連は経済産業省に対し、三角合併に際して特別決議ではなく特殊決議を要件にするよう、合併要件の厳格化を求めている状況だ。しかしサービス業中心の経済同友会やアメリカ商工会議所の圧力もあり、その要求を経済産業省が認める公算は低い。

第3項 NPV < EPS 志向経営

近年のアメリカでワシントン大学ビジネススクールの教授らが非常に興味深い調査を行った。調査対象のCFOのうち、四半期のEPS(一株あたり利益)の市場予測を省みず、NPV(正味現在価値)がプラスになるプロジェクトを推進するかという問いに、イエスと答えたのは全体の59パーセントにすぎなかった。さらに、EPSを調整するために、あえてNPV—それが相当大きい場合でも—を犠牲にするという回答者は78%にも上った。

またペンシルベニア大学における調査では、ポートフォリオの組み換えが比較的早い機関投資家が自社株式の相当な割合を所有している場合、経営陣は株価を下支えるためにR&D費(研究開発費)を削減する傾向が見られた。

このように株式市場の圧力は往々にして近視眼的である。したがって、本稿の第二章1、イノベーションの類型化で述べたうち、①国家主導型(国家予算が原資)②企業主導型(メインバンクが原資)とは対極に位置する。なぜならこれらは国家予算、メインバンクからの融資といった株式市場の影響が少ない原資を使用することによって超長期的な研究開発を可能にしたのである。それに対して③VC型は株主・投資家利益の最大化を目指すために、短期的に成果を出す必要に迫られる。

これら最新の調査を受け、いわゆる株主資本主義の本家アメリカでは、長期的な企業価値最大化と株主利益の最大化は別問題であるという見方が定着しつつある。そしていくつかの企業では、報酬インセンティブを長期的な企業価値と連動させるべく、報酬改革に着手している。具体的にはGEなどは、株価向上に大きなインセンティブとなっていた従来のストックオプションの代わりに業績自体に連動させた報酬体系を既に採用したほどである。

第4項 ファンド進出の悪影響

○直接投資呼び込み策の副作用

先に述べた企業法制の変容や資本のボーダレス化は、国境を越えた投資や企業再編の活発化をもたらした。これら改革の目指したところは、日本への直接投資活発化である。海外からの直接投資に GDP に対する比率は、アメリカが 2 割前後、欧州が 4 割前後で推移しているのに対し、日本は 2.2% となっている。経済産業省は 2010 年までにこの数字を対 GDP 比で 5% まで引き上げるとする計画を掲げている。そこにおいて M&A は、大きな割合を占めるものと期待されている。

では個別分野で考えたとき、長期的視野が必要になる製造業において、M&A などを目的として株主還元要求の強いファンドの資本が入るとイノベーションに寄与するのか？答えは NO である。ファンドが要求するのは主に資本の有効活用(活用しないならば株主に還元すべきと主張)をはじめとする経営効率化であり、これらはイノベーションとは別問題なのである。それだけでなく、マイナスの要素すらはらんでいる。

○選択と集中＝コア・ノンコア事業の区別と、イノベーションの関連

株式市場からの圧力は、経営の効率化、すなわち「選択と集中」を求めて不採算事業からの撤退やその売却を求め、経営資源の集中を求める。しかしながらファンドが算定した短期的コアと長期的コアは往々にして異なる。

イノベーションの源泉は、その当時の本業以外のノンコア事業から生まれることも多い。近年それによって革新を成し遂げているのが、いまや世界最大の検索エンジンとなったグーグルである。グーグルでは社員に創造性を発揮させるため、勤務時間の 2 割を完全に自分のしたいように使うことを許している。そういった「余禄」から、また新たなサービスが開発されてビジネスの種になっていく。日本の例で言えば、映画にもなったビクターの VHS 開発は、会社の開発打ち切り命令を無視して就業時間後に開発されたものであった。いたずらに「選択と集中」を進めることだけがイノベーションの源泉とは必ずしもならないのである。そして、その事業の真価を最もよく知っているのは株主ではなく企業内部の人間に他ならない。

○投機的ファンドの存在

以上述べてきたことは企業価値の向上を目指すファンドが前提であったが、一方で必ずしもそうではないグリーンメーラーとも呼ばれる「鞘抜き」ファンドも一部では存在する。そのようなファンドに企業が脅かされた場合の損失は、前述した状況とは比べ物にならないほど計り知れない。特にキャッシュリッチ企業はそういったファンドに狙われやすい傾向にあり、研究開発の原資となる内部留保を吐き出させられたり、優良資産を売り払われることとなる。また結果として合併に行き着いたとしても、先端産業の研究開発においてはスケールメリットの効果が小さいため、単なる技術流出のみを招きかねない。

○実際に危機に晒される製造業

近年、既に製造業の優良企業がファンドから TOB を受けるケースが発生している。例えば 2003 年末には、金属加工用油剤最大手のユシロ化学工業と、毛織物染色整理加工大手のソトーに対して米系ファンドのスティールパートナーズが TOB を企図した。結果、ユシロ化学工業は内部留保を取り崩して配当を 14 円から 200 円に引き上げて対抗せざるを得なく

なった。2004 年も税引き利益のほぼ 100%を配当し回すこととなったのである。一方ソト一は大和証券グループと協力し、友好的 TOB の手法によって MBO を遂行した。

いずれも優良な製造業企業であり、買収自体は防いだものの、結果として内部留保の大部分を使用せざるを得なくなったのである。TOB を仕掛けたファンドにとっては、買収自体が成功せずとも増配や株価高騰によって十分に利益を得ることができ、非常に割のいいビジネスとなった。

これらに対する買収攻勢はこれまでは米系投資ファンドによるものが多かったが、三角合併が解禁になる来年以降、事業会社も盛んに参入してくることが予想される。ユシロとソト一の例のように優良な製造業企業が内部留保を脅かされるような状況は、さらに現出してくるであろう。全 GDP に占める割合としては 20%ながらも、高い生産性と国際競争力でもって日本経済を牽引している製造業の危機は、日本経済の危機でもあるのだ。

第3章 政策提言

<本章の要旨>

政策投資銀行が主導して MBO 支援のための産業防衛スキームを実行することで、株式市場からの離脱を自ら求める企業に対してのみ、柔軟かつ確実に MBO を遂行することが可能になる。現在よりも MBO のハードルが格段に下がることにより、MBO を実行する企業が現在よりさらに多数出現するだろう。特に長期的な研究開発投資を必要とする企業はこのスキームの恩恵に預かることで、さらなる技術革新を図ることができる。こうして日本型のイノベーションは今後も発展を続け、製造業は今後も強力なエンジンとして日本経済全体の発展に寄与するであろう。

第1節 政策に必要とされる要素

第二章の現状分析では、日本経済の最大の牽引車は依然として製造業であり、イノベーション類型の異なる日本においてアメリカ型の企業法制を輸入したことは必ずしも製造業におけるイノベーションに寄与しないということを述べてきた。その上で、アメリカ型の企業法制の輸入とそれにとまなう買収の脅威により、すでに製造業企業が投資の原資となる内部留保確保の危機に瀕していることを具体例を使用して示した。

第三章ではこのような問題を解決し、製造業における日本型イノベーションを防衛する政策を提言していきたい。政策を提言する上で最も留意しなければならないことは、<柔軟性>と<確実性>である。なぜなら企業買収に関わることは個別の企業ごとの特殊事情によって大きく左右されるからである。したがって買収法制のハードルを上げるといった一元的制度を設定することはポジティブな意味での業界再編の妨げになるといったデメリットがあるうえに、実行における現実妥当性に欠ける。また、政策ターゲットは主に製造業企業であるが、製造業のみ資本規制を厳しくするというのも現実的に不可能である。したがって、当該企業と合意をしたうえで状況に応じて自由に適用できる柔軟な手法を採用することが望ましい。これが<柔軟性>である。

そしてそれだけではなく、企業が資本市場に左右されないで超長期的視野に立った投資ができることこそが製造業における日本型イノベーションの源泉となることは現状分析にて述べた。それを確実に保証できるような効果が政策にはなくてはならない。それこそが<確実性>である。

第2節 政策提言

以上のような要件を兼ね備えた政策として、

政策投資銀行主導 “産業防衛スキーム” による MBO 支援

を提言する。

MBO とはマネジメント・バイアウトを意味し、経営陣や従業員が企業や事業部門を買収して独立する M&A（企業の合併・買収）の手法のことである。買収の受け皿として設立する会社が金融機関や投資ファンドの投融資を受け、対象となる企業や事業部門を買い取る。会社の経営陣自ら自社の株式を取得することによって MBO を行った企業は実質的なオーナー企業となり、上場廃止となる。そのことから、ゴーイングプライベートとも呼ばれる。

MBO を行うメリットには、以下のようなものがある。

- ◆ 上場が廃止されるので、株主の短期的な要求に応える必要性がなくなり、中長期的な経営戦略を立てやすくなる
- ◆ 上場が廃止されるうえに、経営者が大株主のため、買収されるリスクがなくなる
- ◆ 情報開示などの上場企業の義務がなくなり、戦略や情報の機密性が守られる
- ◆ 経営者が変わらないため、経営方針や雇用も継続される
- ◆ 上場企業には四半期ごとに課される情報開示コストが不要になる

日本では、日産自動車の子会社から MBO で独立したゼロ(旧日産陸送)のように事業再編のために子会社が親会社の一部門を買収して独立する場合や、アドバンテッジパートナーズ主導で MBO をしたポッカのように経営建て直しと数年後の再上場を目指した MBO を行うことが起こっている。そしてもう一つの MBO の目的こそが、株主からの近視眼的な経営圧力を避けることである。近年、アパレル大手のワールドや産業用フィルターメーカーのロキテクノが、順調に業績を上げている優良企業にもかかわらず経営陣の自主的な判断で MBO を実施した例が徐々に登場している。ワールドは MBO によって買収リスクを遮断するとともに、外部の声に左右されず大胆な経営をできる。ロキテクノの場合、非公開化に合わせて無配になり、利益の全額を投資に回せる体制になった。

このように MBO は長期的視野に立った経営を可能にするとともに、究極の買収防衛策になる。これこそ日本型イノベーションを成し遂げるのにふさわしい〈確実性〉を持った施策である。そして同時に、MBO 支援という政策は〈柔軟性〉をも兼ね備えた政策である。逆に一元的規制によって画一的に買収法制のハードルを上げるのでは、事業再編の実行などに際して障害となり、ひいては国際的な業界再編の動きに遅れをとる危険性がある。しかしながらこのような個々の企業に対する MBO 支援ならば、MBO 実行のハードルを下げ、経営者に対し現実の経営上の選択肢として提示することができるのだ。

第3節 日本で MBO が少ない理由—政策の意義

MBO は非常に効果の大きい施策であるが、それゆえに実行にあたってのハードルも高い。日本において MBO がまだ少ない理由には、以下のようなものがある。

- ◆特に一般株主が多い場合、自社株取得にあたって利害調整が難航する
- ◆上場廃止しても、資金提供者のファンド等の意向に経営が左右される恐れがある
- ◆多額の資金が必要になることから、強固な財務基盤が必要
- ◆日本においてはサービサーが不足しており、リスクシェアが図りにくい

第4節 産業防衛スキームの内実

ここで提言する「産業防衛スキーム」は、前述した MBO の阻害要因を解決するものである。まず、せつかく上場廃止しても資金提供者の意向を反映させなければならなくなる問題については、政府系金融機関である政策投資銀行が主導してローンを組むことで、民間銀行がローンを組む場合に比べ企業のフリーランスを尊重することができる。

次に強固な財務基盤が必要とされることに対しては、政策投資銀行が低利で融資を行うことで金利負担を軽減する。それだけでなく、主要な取引先を出資者に組み込むことで財務負担をさらに軽減することも考えられる。このことは、戦略的な新しい株式持ち合い形態の創出を意味する。

そしてサービサーが少なく金融機関から敬遠されやすいからこそ、だからこそ政府系金融機関である政策投資銀行が先頭に立って主幹事としてサービサーを務めていく必要がある。政策投資銀行を中心にシンジケートローンを組むなどしてリスク分散を図る仕組みを創出していけば、サービサーは増加していくはずである。残る一つの問題については、次節にて述べる。

第5節 補完としての制度的バックアップ

以上のように MBO のスキームが完成したが、このスキームのモデルを実際に運用していく上では、制度面におけるバックアップが必要不可欠となる。本項では、『産業防衛スキーム』を実際に運用するための具体的制度上の補完について述べる。

①産業活力再生特別措置法の年限を延期

産業活力再生特別措置法とは、事業再編を円滑に行えるように平成 11 年に施行された法律である。具体的施策としては、事業再編を行う企業が経営改善計画を明確に示せば、税制上および商法上の特例を認めるとともに金融支援措置を与えるものである。ワールドが MBO を行う際も、この制度を使用してこれらの恩恵を受けている。これら支援措置の中で最も重要な意味を持つのが、商法上の特例条項の中にある「現金を対価とする株式の強制取得」である。これによって MBO のハードルを上げている大きな原因の一つである反対株主からの自社株買い付けが円滑化するという恩恵が存在している。

今年成立した新会社法により、この法律の適用を受けなくとも「現金を対価とする株式の強制取得」可能になるが、株主総会特別決議など一定の条件が必要になり、恩恵は薄れる。よって、「現金を対価とする株式の強制取得」の特例を継続して引き続き MBO のハードルを下げるために、2008 年までとなっている時限立法をさらに 5 年間延長する必要がある。

②政策投資銀行の民営化を延期

現在のところ政策投資銀行は、平成 20 年に株式会社化しその後 4, 5 年をめどに民営化する予定である。しかしながら政策投資銀行は本稿における産業防衛スキームのサービスとなるため、十分なリスクテイクができるよう、株式会社化と民営化を数年ずつ延期する。日本においてまだまだサービスが少ない MBO 案件の経験を積むことは、民営化後の得意分野を作るという意味でもプラスになる。

第6節 公共政策で MBO を支援する正当性について

そもそも上場したということは、買収リスクや株主還元を了解した上でのことである。買収を恐れるのならば最初から上場しなければいいだけの話だ。と、企業の買収がマスコミの関心事になるにつれ、このような言説もたびたび聞かれた。まさしく正論である。しかしながら、このような批判を適用できるのは近年上場したばかりの新興企業だけである。

なぜなら 90 年代以前に株式市場に上場した企業にとって、当時の日本における株式市場は流動性が極めて低いものだったからである。そもそも全世界に共通して普遍的な「株式市場」概念なるものは存在せず、各国ごとに企業法制や資本規制で流動性をはじめとする株式市場の性質を規定していた。したがって、90 年代以前においては、持ち合いなどによって株式市場の流動性が低く、現在より株主圧力が弱かったからこそ企業は上場したのである。それが現在は株式市場の性質の方が一方的に変化してしまった。そしてインフレもあり、もはや自社によって発行株式を再び買い取り株式市場から避難することも難しくなってしまったのである。これらの企業に対して MBO という経営上の選択肢を提示することは、政府が施策として行うに十分の正当性があると考えられる。

第7節 近年の業界再編の動きとの整合

現在の業界再編の動きは、マス顧客を対象とした固定資本産業（紙パルプ、製鉄、海運、汎用半導体など）におけるコスト優位化戦略としては確かに盛んである。なぜなら合併によるスケールメリットの享受は、コスト削減に大いに寄与するからである。しかしながら知的資本産業や市場規模が小さいニッチ産業（先端 AV デバイス、最先端 LSI、スペシャリティー医薬品など）においてはその限りではない。なぜならコストではなく製品の品質によって他社との差別化を図る戦略の場合、スケールは関係ないからである。取引先が限られるニッチ産業においても同様にスケールメリットは働きにくい。

第8節 政策が機能するイメージ

以上のようなスキームを実行することで、株式市場からの離脱を自ら求める企業に対してのみ、柔軟かつ確実に MBO を遂行することが可能になる。現在よりも MBO のハードルが格段に下がることにより、多くの企業が現実の経営上の選択肢として MBO を視野に入れ、実行する企業も現在よりさらに多数出現するだろう。特に長期的な研究開発投資を必要とする企業はこのスキームの恩恵に預かることで、さらなる技術革新を図ることができる。こうして日本型のイノベーションは今後も発展を続け、製造業は今後も強力なエンジンとして日本経済全体の発展に寄与するであろう。

《参考文献》

独立行政法人 経済産業研究所 (2005) 『RIETI 政策シンポジウム コーポレートファイナンスとコーポレートガバナンス:日本と欧州の比較 2005年9月14日開催 実施報告書』

鈴木基也 (2006) 「投稿:GPS 民間開放の真相」『軍事研究』2006年11月号、99ページ

武藤泰明 (2006) 「「ファンド資本主義の限界」日本企業の技術革新力が弱まる恐れ」『週刊エコノミスト』2006年6月13日号、30ページ

西山賢吾 (2006) 「水面下で再び進む株式持合い」『週刊東洋経済』2006年7月22日号、50ページ

ロナルド・ドーア (2001) 『日本型資本主義と市場主義の衝突』東洋経済新報社

泉谷渉 (2006) 『電子材料王国ニッポンの逆襲』東洋経済新報社

ジュディス・サミュエルソン、クレア・プレイサー (2006) 「アメリカ産業界は長期志向に向かう」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』第31巻第7号、17ページ

『日経新聞』2006年11月10日朝刊4面 「「三角合併」論点を聞く」

『朝日新聞』2006年11月10日朝刊11面 「経団連「適用厳格化を」外資攻勢を懸念」

『日経新聞』2006年11月14日夕刊1面 「GDP 実質 2.0%成長」

『日経金融新聞』2005年7月26日朝刊3面 「ワールド非公開化 上場の意味に一石」

『日経金融新聞』2004年1月16日朝刊 「ユシロ化学 配当 14円を 200円に」

伊東祐弘 (2006) 「国内産業の変化と事業金融の構造変化」『みずほコーポレート銀行 産業調査部配布資料』2006年11月10日、25-37ページ