

急ピッチで進む経済環境整備の動き

# グループ経営がブームになり、 巨大企業出現の可能性

加納 孝彦

かのう たかひこ 公認会計士・コーポレートパートナー代表取締役

## 企業制度の整備と 会計革命は密接な関係

橋本政権が掲げた六大改革の一つである金融システム改革（日本版ビッグバン）に続いて、経済構造改革が急ピッチで進んでいる。地味な改革ではあるが、第一は既存産業の高付加価値化を含めた新規産業の創出に資するよう、資金、人材、技術等の面で環境整備を行い、また、抜本的な規制緩和等によって、産業活動の基盤的要素である物流、エネルギー、情報通信、金融についての高コスト

構造の是正を図ること、そして第二は企業や労働をめぐる諸制度の改革や社会資本の効率性の向上などにより、わが国の事業環境を国際的に魅力あるものとするというものだ。

具体的に言うと、第一の新規産業の創出は、リスクマネーの新規産業分野への円滑な供給がなされるよう、資金供給源の多様化（有限責任投資事業組合、エンゼル税制など）と資本市場の整備（株式公開基準の緩和など）、ストックオプション、人材の流動化と教育支援、研究技術の充実（共同研究等交流とその成果

の移転・活用のための特許市場、TLO（技術移転機関の創設）と知的財産権の保護評価などが、また第二の国際的に魅力ある事業環境作りは、規制緩和等による高コスト構造の是正、労働・雇用制度の改革、そして、特に本稿で紹介する企業関連諸制度の改革などが挙げられる。

なお、新規産業の創出は、関連する法律として「産業活力再生特別措置法」が今年八月一三日成立した。

さて、会計革命は、この六大改革の中で、狭義の意味においては国際会計基準の導入であり、それは金融

システム改革の中の原則である「フリー、フェア、グローバル」のうちのグローバルの原則の導入に該当する。しかし、広義の意味では世界経済のグローバル化が進展し、企業が立地する国を選ぶ国際的な大競争時代の到来にわが国企業の海外進出による産業・雇用の空洞化を避け、同時に海外からわが国への事業参入機会を促進するなど、新たな環境作りを行ううえで企業関連諸制度（組織、税制、年金、企業情報の開示等）と会計革命は深く関係する。つまり、制度の整備が新たな会計処理やルー

ルを作るという意味で革命的な影響をもたらしてしまうのである。

ところで、現在使われる「国際化」は、高度成長期以降使われてきたものと同義ではない。従来は「郷に入っては郷に従え」式の「ソト」での協調を意味するものであったのに対し、現在の改革はまさしく「ウチ」なる国際化、すなわちウチなる郷の構造（法制度、規制、慣行など）を変えようというものだ。会計の世界で言うと、九九年から日本企業の英文監査報告書に付されることとなった「レジエント」（警告文）、つまり「日本企業の財務諸表が日本以外の国で一般に通用する会計基準に従って作成されたものとは異なる」といった厳しい現実からの早期脱出を図らねばならないということだ。このレジエントは、わが国みずからが「われわれには国際的には通用しない会計ルールがある」と表明させられたといっても過言ではない。

### 新制度を利用する動きが

顕著に

諸制度改革のうち、最も企業が今後取り入れる可能性が大きいものと

して、企業組織制度がある。一例を示せば、持株会社規制の解禁（独禁法）に関連して、今年一〇月一日施行の完全持株会社設立（グループ会社の一〇〇％子会社化）のための株式交換・移転制度の立法化（商法、税法等）、また来年国会で成立が見込まれる会社分割分社制度（商法）の導入により、一層のグループ経営が進むだろう。特に分割制度では、これまで日本にない合併の裏返しとなるような仕組みも視野に入ってくる。例えば第一勧業銀行が、第一銀行と勧業銀行に分かれることとなる（株主レベルで見ると、第一勧業銀行株式を有する株主は、分割後、第一銀行もしくは勧業銀行の株主となるということである）。この例はあり得ない話であるが、「株式移転」により、日本興業銀行、富士銀行と共に、共同持株会社を作り、その後第二段階として、「法人格を有する殻としての既存会社である元々の銀行」を利用して、リテール、ホールセール、投資銀行部門等の事業会社に再編成するための手法として分割制度が利用されることは確実だろう。

また、ソニーが上場子会社であるソニーケミカル他三社を、「株式交換」を利用して完全子会社（親会社のソニーは従来のソニーの事業と兼営の持株会社となる）とするなど発表したこととを皮切りとして、続々と他社も新制度を利用する動きが顕著となってきた。

### 上場持株会社という

#### 巨大企業の出現

現在わが国の大企業は事業の再編成のため「集中と選択」を積極的に推進している。また、これに並行して（業務）執行役員と、（経営戦略を主に担う機関としての取締役会のメンバーである）役員を区別するなどカンパニー制の導入と、更にその延長線上として、グループ内企業とそれ以外をあたかも峻別するかのような完全持株会社の設立制度の採用、更に新しく法制化される企業分割によるグループ内の事業の再編成、そしてその実現のために、株式交換や会社分割を利用したM&Aまで視野に入れた大企業が急増している。

その結果、わが国の企業集団化は更に進み、上場持株会社という巨大

企業が出現する可能性が高い。従来、どちらかといえば大企業は親子双方の株式市場から直接資金調達するため、子会社を続々と上場させた経緯がある。これは反対に資金調達は銀行借入でもう充分という会社（現在の低金利では都銀にとって巨大企業はウマ味のある顧客とは到底いえない）にとっては反対のベクトルが働き、むしろ上場子会社の非上場化に進む傾向が強まる。ソニーの例では、上場子会社三社が非公開会社となり、グループ内上場会社は四社からソニー一社となる。

また、興銀等の持株会社構想では興銀及び現在では独立した会社である新日本証券と和光証券、第一勧業及び勧業角丸証券、富士銀及び安田信託と、七社の上場会社の一つの上場している持株会社になることが最終的に予想されるので、六社の上場銘柄が新聞の株式欄から消えてなくなる。こうしたことが、仮にトヨタ、松下、日立、新日鉄等メーカーでも行われると、従来から上場している会社は米国の系列批判の解消と共に激減する。他方で、新規公開会社も増加するので、全体としての上場社

数は増えるであろうが、大会社との規模の格差は大きくなる。またそれだけの体力がないと、国際舞台においては四半期ごとのタイムリーなデイスクロージャーやグループ全体の迅速な意思決定ができないこととなり、生き残れない。

### 真の意味での 欧米流の洗礼を受ける

財務諸表の内容が国際基準に基づき適正であり、国際的に信頼のおけるものとなると、わが国企業は真の意味での欧米流の洗礼を受けることとなる。海外企業・投資家の日本企業への投資、つまり株式を買い取ることが活発化する。「当たり前じゃないか」と思われる方が多かる。しかし、八〇年代のバブル時代と現在の日本ではその環境はかなり異なる。

米国では、八〇年代のレーガン政権による規制緩和政策が経済再生に大きな役割を果たした。当時の日本と米国との大きな相違は株式市場の機能だ。米国では、株式市場における経営者の役割、すなわち現在の利益と今後の成長の予測を反映する株価の最大化は重要だ。資本主義経済

の象徴ともいえるこの市場ではわが国のような持合いや系列が少ないので、経営の支配権そのものである株式が流通していると考える。従って、この株式を大量に取得することにより、経営の支配権が移動する。

例えば、資産も豊富で従業員も優秀であるにもかかわらず、収益は上がらず、配当も低く、株価も低迷している企業があるとすると、しかも経営者が企業価値の最大化という使命を果たしていると錯覚しているか、あるいは怠っている場合に、この企業は他の企業に狙われることになる。つまり、より高い経営成果を生むことに自信のある企業が出現し、例えばその株式の市場価格にプレミアムをのせた価格で、株主より直接かつ大量に取得することにより、支配権は移動する。

また、業績を改善できると考えた経営者が、M&Bの手法で自社の株式を取得して非公開化してしまうことも生じる。このような可能性が、米国ではM&Aブームとして現実となり、八〇年代から現在を通して活況を呈している。

八〇年代半ば、わが国では米国よ

り系列や株式持合いに対する強い批判がなされたことは記憶に新しい。しかし、バブル経済崩壊後、近年ROE、ROA、EVAなど新しい利益指標の導入ブームは、当時の米国の経営者が利益と株価の最大化を最も尊重していた状況を彷彿とさせるものがある。このほか、余剰株式の解消策として公開買付け(TOB)を利用した利益償却の進行、財務諸表のスリム化の手段としての資産の証券化・流動化、格付け機関の存在意義等がかなりわが国にも浸透しつつあること、そして何よりも、金融ビッグバンの進行がわが国証券市場を欧米流のそれに急接近させつつある。

当時、私は米国のM&Aに関して、次のような論文を書いている(『旬刊商事法務』一一四五号、昭和六三年五月五日号)ので、参考までに挙げておくこととする。M&Aが日本でもやっと注目されるようになった頃のものである。

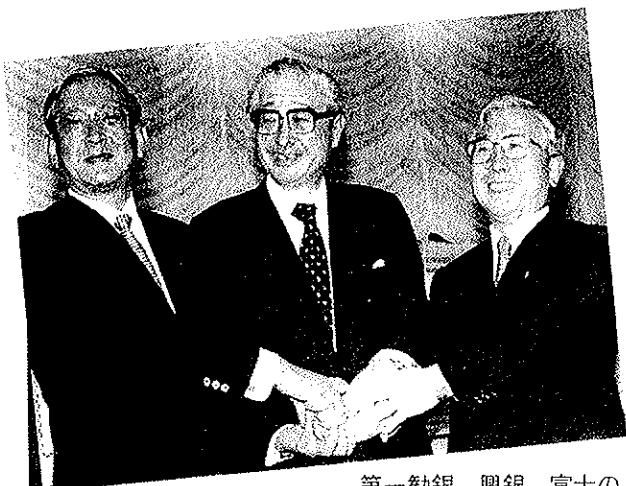
(以下、括弧内は抜粋)

《さて、経営成果が経営目標を大幅に下回る場合には、経営者は再活性化のため、不採算事業部の分離、あ

るいは統合・整理を行うであろう。また一方で企業の維持・発展を(中略)、その企業の保有する「ヒト」「モノ」「カネ」といった経営資源を再構築・再編成(注・真の意味でのリストラクチャリング)することにより、目標を達成しようとする。このような企業の活性化を怠った経営者は、株主総会により更迭されたり、TOB(株式公開買付)をかけられたりしてその地位を追われることになる。(中略)

低迷した米国経済の現状を打開するために、米国企業は、徹底した効率性を追求する行動に出た。(中略)このため自社の力ではもはや適応が困難な不採算部門を売却し、短期間に他の有望な事業へ参入できる効率的な方法として、M&Aによる手段を経営戦略に取り入れる企業が増加した。

また、M&Aを促進する要因もあった。すなわち、石油、銀行業界の大型合併に見られたような政府の規制緩和である。長期にわたる株価の低迷は、新規に事業を始めるよりも株式取得による企業買収が、事業再編や拡大化・多角化を進めるうえで



第一勧銀、興銀、富士の  
業務統合を発表する三行の頭取

より効率的であったことなどがあげられよう。』

現在の日本企業が直面している状況は、そのまま米国の八〇年代の経済社会に似ていると言えなくもない。こうした決断を下したトップのいる企業としては、東芝、日産、日興証券、NECなどが挙げられよう。また、産業界での「権力」を有していた銀行自体の融資先企業との関わり方の大きな変化についても、米国の当時のシティバンクやバンク・オブ・アメリカの危機が思い出される。しかし重要なことは、米国では

中小の会社ですら新製品等を確保するための「市場」への進出と「市場」からの撤退が主に「株式市場」を通じてなされたということであろう。つまり、米国の発達した証券市場はM&A市場を内包するものだったということである。

### 日本版M&A市場の 創設の必要性

わが国においては、創業間もないベンチャービジネスの資金調達もしくはそのオーナー経営者の所有財産としての株式の換金手段となる市場、つまり、アメリカにおけるナスダックのようなものがなかった。今年に入り、日本版ナスダックや証券取引所による新市場の開設等が急にクローズアップされてきてはいるが、まだ緒に付いたばかりである。

また、従来よりM&Aは「企業買収」と訳され、日本の経営者・従業員のみならず、世間一般に「企業売却は恥」と考え、買収を企てようとする買手は「企業乗っ取り屋」という風に決めつける傾向があったことも否定できない。八〇年代、米国

でM&Aブームが沸き上がった頃、わが国ではM&Aという何やら後ろめたい響きがあった。M&Aはマネーゲームという名の乗っ取りであり、日本の経営にはなじまないと否定的であった。もちろん、M&Aにこうした側面もあったことは否定できない。しかし、本来M&Aは資本主義経済を前提とした、つまりフェアな市場を通してヒト、モノ、技術、のれんといった経営資源に関する支配権の移転を特徴とする経済行為である。

米国では、ナスダックに登録される会社よりも、あやふやな会社でも資金調達や換金（株式売却）を可能とするすそ野の広い市場（ピンクシートなどと呼ばれる）というものが存在し機能している。更に米国のM&Aに関して言えば、不動産や求人・求職のごとく新聞紙上にて企業売買の広告がなされてしまうようなお国柄でもある。

ところで、卵かニワトリかの議論ではあるが、会計革命によって事業の収益力やキャッシュフローや株主への貢献度が明らかになると、その

企業の従業員のみなならず、誰の目から見ても現経営者がその事業をうまく経営しているか、その事業がその企業にとって本当に必要か、他企業との再編等を行うことの方がその事業部門の従業員、取引先、ひいては株主にとって有益ではなからうか、などと知りたくなる。第三者の目として、こうした分析を専門とする証券アナリストや格付けが重宝がられることとなる。

経営の分析が客観視されるようになると、廃業ではなく存続を望むのであれば、株式交換や会社分割などを利用して外部の経営資源との融合が図られる土壌が生まれやすくなる。そこで日本版M&A市場の創設の必要性、つまり、日本企業同士であってもあるいは買手が海外企業であってもM&Aの対象となる企業情報の流通促進が図られる場が必要となる。皮肉なことではあるが、「この企業に一生いたい」とする伝統的サラリーマンであっても、グループ企業の資本関係が変わってしまふことが普通となる時代が訪れつつある。