



FRI 研究レポート

No.75 April 2000

日本企業の事業再構築とM&A

主任研究員 米山 秀隆

日本企業の事業再構築とM & A

主任研究員 米山秀隆

要旨

1. 日本企業の M&A が急増し、不採算部門の切り離し、他企業の買収によるコアビジネスの強化などを通じた企業の事業再構築が急ピッチで進んでいる。これまで日本ではみられなかった MBO (マネジメント・バイ・アウト)、敵対的 TOB など、M&A の手法としても様々なものが現われるようになってきている。また、対日直接投資も急増し、外国企業による日本企業の M&A も急増している。本稿は、M&A を通じた日本企業の事業再構築の実態と、今後の政策課題について考察したものである。
2. M&A の意義を、産業再生という視点からみると、次の三点があげられる。第一は、M&A が資本、労働の再配置を進めるという点である。資本、労働を必要でなくなった企業から必要な企業へ速やかに移動することができれば、過剰設備、過剰雇用の解消に資することになる。第二は、M&A がリスクマネーの一つの受け皿になるという点である。M&A の収益性が注目され、リスクマネーが容易に集まるようになれば、事業再構築がさらに促進されることになる。第三は、コーポレートガバナンスに対して及ぼす影響である。M&A が活発化することにより、敵対的買収に対する潜在的な脅威が高まれば、それが経営規律を働かせる一つの重要な要因となる。
3. 一方、対日直接投資の拡大は、日本にとって「マネジメンツの輸入」となり、日本の経営者に対し、大きな刺激を与えることになる。また、対日直接投資の拡大は「リスクマネーの輸入」という役割も果たす。従来は、日本では対日直接投資に対する警戒感が強かったが、現在は、それを日本の産業再生のためにうまく活用すべきとの方向に考え方が 180 度変わっている。
4. 企業の事業再構築を円滑に行うための法制度の整備も、ここ 1 年ほどで、急ピッチで進められた。独占禁止法の運用方針の緩和、株式交換制度の導入、民事再生法の施行、会社分割制度の創設などがそれである。残された課題としては、連結納税制度の早期導入、事業部門別の株式 (トラッキング・ストック) 発行の解禁などがある。

目次

1 . 活発化する M&A	1
(1) M&A の意義	
(2) 様々な形態の M&A が登場	
2 . 対日直接投資の役割	3
(1) 対外・対日直接投資のインバランスは急速に縮小	
(2) 期待が高まる対日直接投資の役割	
(3) 対日直接投資がもたらすマネジメントの革新	
(4) リスクマネー供給を肩代わり	
(5) 是正に向かう高コスト構造	
3 . M&A の新たな形態：MBO	7
(1) MBO の仕組み	
(2) 日本における事例	
(3) MBO 向けの投資ファンドが設立	
4 . 日本でも敵対的買収が登場	9
(1) TOB とは何か	
(2) 敵対的買収が仕掛けられた 3 つのケース	
5 . 世界的な業界再編が加速	11
(1) 自動車	
(2) 通信	
(3) 金融	
6 . 進む企業結合法制の整備	18
(1) 独占禁止法の運用方針を緩和	
(2) 株式交換制度により完全子会社化が容易に	
(3) 民事再生法により迅速な経営再建が可能に	
(4) 会社分割制度の創設	
(5) 連結納税制度の早期導入が必要	
(6) 事業部門別の株式（トラッキング・ストック）発行も解禁へ	
注	23
参考文献	24

1. 活発化する M & A

(1) M & A の意義

企業が事業を再構築するにあたっては、不採算部門を切り離し、得意分野に経営資源を集中させることが必要となる。その際、有力な手段となるのは、買収、営業譲渡、合併などの M&A である。M&A はここ 1 ~ 2 年で急激に増加し、日本企業の事業再構築が急ピッチで進められるようになった。また、対日直接投資も大きな伸びを示し、海外企業による日本企業の M&A も急増した。

M&A の意義を、産業再生という観点からみると、次の三点をあげることができる。第一は、M&A が資本、労働の再配置を進めるという点である。資本、労働を必要でなくなった企業から必要な企業へ速やかに移動することができれば、過剰設備、労働の解消にも資することになる（この点については、米山（2000）を参照）。また、経営効率の悪い企業からよい企業に資本、労働が移動すれば、それらがより効率的に利用されることにつながる。

第二は、M&A が活発化すれば、投資家にとっては、それが新たな投資先になるという点である。M&A が高い収益をもたらすことがわかれば、リスクマネーが自然と集まるようになる。逆に、M&A に対する注目が高まり、リスクマネーが容易に集まるようになれば、M&A がこれまで以上に円滑に行われるようになる。後に述べるように、現在では、内外で日本企業の M&A 向け投資ファンドが多数設立されている。これは、日本産業の再生を資金面から促していく役割を果たすことになる。

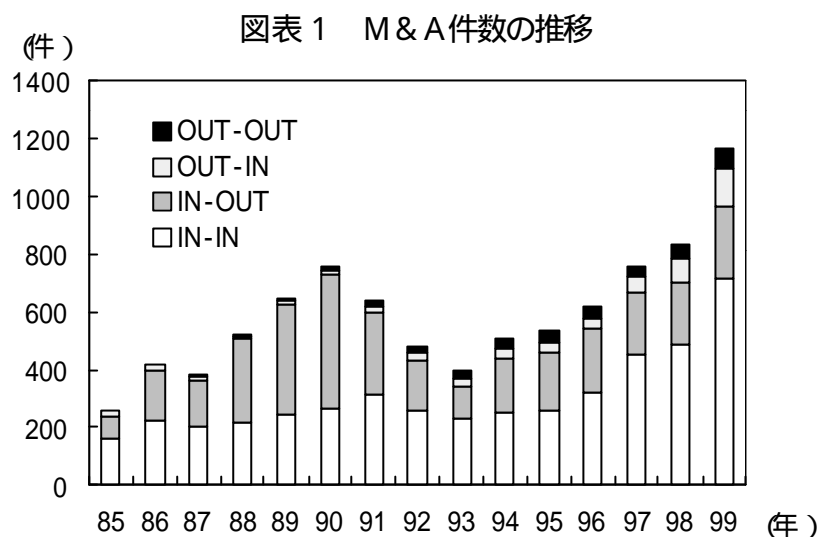
第三は、コーポレートガバナンスに対して及ぼす影響である。M&A が活発化することにより、敵対的買収に対する潜在的な脅威が高まれば、それが経営規律を働かせる一つの重要な要因となる。敵対的 TOB（株式公開買付け）は、従来日本では全くみられなかったが、99 年以降、公然と行われるケースが現れるようになり、今後さらに増えていくことが予想されている。企業価値向上を怠れば、いつ買収されるかもわからないという緊張感の存在は、経営者に対し強いプレッシャーを与えることになる。

M&A は、以上のような重要な働きをすることにより、すでに、日本産業再生の大きな原動力となっている。

(2) 様々な形態の M & A が出現

ここではまず、最近の M&A の動向を概観しよう。99 年の M&A 件数は、前年比 40.2% 増の 1161 件となった（図表 1）。マーケット別の構成比をみると、IN-IN（日本企業同士の M&A）が 61.4%、IN-OUT（日本企業による外国企業への M&A）が 21.2%、OUT-IN（外国企業による日本企業への M&A）が 11.0%、OUT-OUT（日本企業が海外で資本参加や買収した企業による外国企業への M&A、ないしその逆）が 6.3% となった。国内企業同士の

M&A と外国企業による日本企業の M&A が増えているのが最近の特徴である。



(資料) レコフ事務所『MAR』

中身を見ると、銀行の大型合併・経営統合、通信、自動車、金融などへの外資の相次ぐ参入など、日本の産業界にとってエポックメイキングな動きが目立った。また、M&A の手法という点でも、敵対的 TOB、MBO (マネジメント・バイ・アウト) などこれまでに使われなかった手法を活用したものが現れた。

金業業界では、三井信託銀行と中央信託銀行の合併、第一勧業銀行、富士銀行、日本興業銀行の経営統合 (みずほフィナンシャルグループ)、住友銀行とさくら銀行の企業系列を超えた合併など大型合併 (経営統合) が相次ぎ、日本の銀行地図が大きく書きかえられた。また、経営破綻した日本リースは米 GE キャピタルに営業譲渡され、国有化された日本長期信用銀行は、米投資会社のリップルウッドホールディングを中心とした投資組合 (ニュー・LTCB・パートナーズ) に譲渡された。さらに、日本団体生命保険は仏アクサに、あおば生命 (旧日産生命) は、仏アルテミス (仏流通グループアルテミスの持ち株会社) に買収された。

通信業界では、英 BT (ブリティッシュテレコム) と米 AT&T が、日本テレコムに資本参加した。また、英 C&W (ケーブル・アンド・ワイヤレス) は、敵対的 TOB を仕掛けることによって、国際デジタル通信 (IDC) を傘下に収めた。敵対的買収が日本で成功したのはこれが初めてのケースであった。自動車業界でも、仏ルノーによる日産自動車への資本参加、米 GM (ゼネラルモーターズ) による富士重工業への資本参加など、外資の参入が進んだ。

不採算部門を他企業に売却したり、部分統合を進める動きも目立った。その一例としては、旭化成の加工食品部門の JT への営業譲渡、NEC と日立製作所による DRAM 事業の統

合があげられる。企業の事業部長や子会社経営者が、ベンチャーキャピタルや金融機関の支援を受け、その部門や子会社の株式を買い取る MBO が行われた例も、99 年だけで 13 件にのぼった。

2000 年に入ってから、M&A は前年を大きく上回る勢いで増加している。金融業界では、三和銀行、東海銀行、あさひ銀行の経営統合、自動車業界では三菱自動車に対する独タイムラークライスラーの資本参加が発表されるなど、大型の M&A 案件が続々と登場している。

2. 対日直接投資の役割

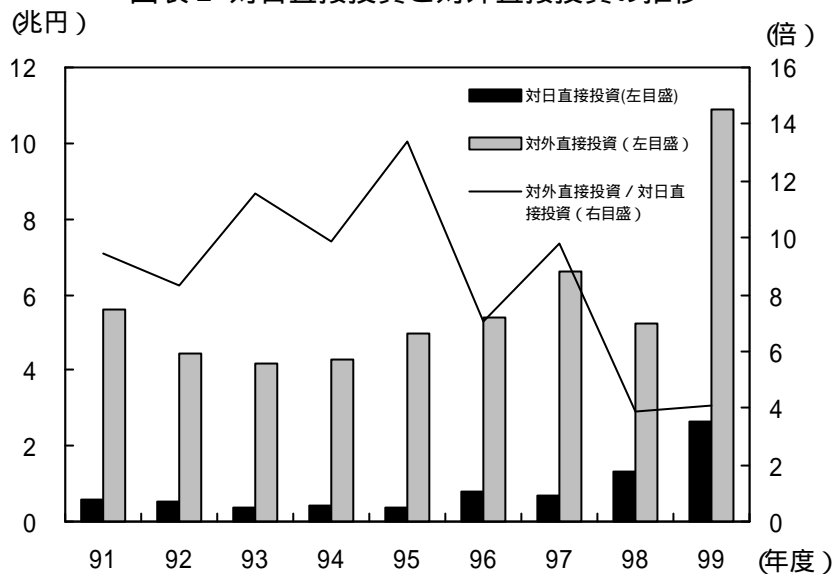
(1) 対外・対日直接投資のインバランスは急速に縮小

次に、対日直接投資の動向をみよう。対日投資の一部が、外国企業による日本企業の M&A としてカウントされることになる。直接投資については、従来、日本から海外への投資額（対外直接投資）に比べ、日本に入ってくる投資額（対日直接投資）が極めて低い水準にとどまってきたため、そのインバランスが問題視されてきた。しかし、近年、対日直接投資額が急増したことにより、インバランスは急速に縮小した。

99 年度上半期の対日直接投資額は、前年比 126.3%の 1 兆 3 千億円と大幅に増加し、上半期だけで 98 年度分に匹敵する大きさとなった。対日直接投資は、98 年度以降、急速な勢いで伸びている。これに対し、対外直接投資は、98 年度には前年比-21.2%と減少したものの、景気の底打ちとともに増勢に転じ、99 年度上半期には、135.6%増の 5 兆 5 千億円となった。その結果、対外・対日バランス（対外直接投資 / 対日直接投資）は、97 年度の 9.8 倍から 98 年度には 3.9 倍、99 年度上半期には 4.1 倍と急速に低下した（図表 2）。

98 年度の対日直接投資の業種別構成比をみると、金融・保険業 34.1%、サービス業（情報通信サービスや小売業など）23.7%などの非製造業の比率が高く、非製造業だけで全体の 76.7%を占める。これらの分野で、外国企業による日本企業の M&A が活発化していることがその背景にある。地域別構成比をみると、アメリカからの投資が 60.3%、欧州からが 22.6%となっている。99 年度上半期については、業種別では機械（含む自動車）と通信業、地域別では欧州のシェアが高まった。仏ルノーの日産自動車への資本参加、英 BT と米 AT&T の日本テレコムへの資本参加など、大型の M&A 案件で金額が膨らんだためである。

図表 2 対日直接投資と対外直接投資の推移



(注) 99年度は、上半期実績を年率換算。

(資料) 大蔵省『対外及び対内直接投資届け出実績』

(2) 期待が高まる対日直接投資の役割

対日直接投資の急増は、日本が海外からの投資先として魅力が高まっていることを意味する。経営不振にあえぐ日本企業は、国内では引き受け手がなかなか見つからないケースも多く、外国企業が有力な受け皿の一つとなっている。また、外国企業は、日本での事業を拡大するためには、今が進出の絶好の好機と考えている。

最近の状況で注目すべきことは、対日直接投資を産業再生のための一手段として、積極的に活用すべきとの認識が急速に高まっていることである。例えば、政府が対日投資を促進する目的で、99年4月に発表した「対日投資会議声明」においても、そうした意図が強く盛り込まれた。

これまでは、対日直接投資は、日本の側からみて、海外企業に買われるという警戒感が強く、必ずしも好ましい現象とは受けとめられてこなかった。対外直接投資と対日直接投資のインバランスが問題視されるとしても、主としてアメリカなど海外からの指摘によるものであった。ところが現在の日本では、対日直接投資に警戒心をいだくどころか、むしろそれを積極的に活用するという方向に180度受けとめ方が変わっている。外国企業への期待が大きいということは、それだけ日本経済のおかれた状況が深刻であるということの意味する。

(3) 対日直接投資がもたらすマネジメントの革新

対日直接投資は、日本にとってどのようなメリットをもたらすのだろうか。一般に指摘されるのは、雇用創出、税収増加、技術移転、貿易促進などの効果である。現在の対日直接投資の増加も、このようなメリットをもたらすことは確かである。とりわけ、雇用情勢がなかなか改善しない現在のような状況の下では、海外企業の進出が雇用維持の役割を担うことは重要である。

しかし、産業再生という視点から対日直接投資をとらえると、より重要な役割が浮かび上がってくる。それは、対日直接投資は日本経済にとって、「マネジメントの輸入」と「リスクマネーの輸入」になるということである。マネジメントの革新とリスクマネーの供給は産業再生のキーファクターの一つと考えられるが、これまでの日本経済には欠落していた。

産業再生策について論じる場合、企業法制や税制面の環境整備を進めるという議論が中心になりがちである。むしろ、こうした政策の重要性を否定するわけではない。しかし、そのような制度を利用して事業再構築を進めることができるかどうかは、結局のところ経営者自身の資質に関わっている。経営者の能力が劣れば、いくら制度が整えられたとしても産業再生はいっこうにおぼつかない。

現在でも、数は少ないものの、優れた経営者のリーダーシップにより、環境変化にうまく適応して高業績をあげている企業が存在することは事実である。しかし、経営不振に陥っている大半の企業の経営者は、旧来の発想からなかなか抜けきれないでいる。

こうしたブレークスルーを成し遂げる一つの有力な手段となり得るのが、外国企業からマネジメントの輸入である。より端的に言えば、外国企業からの出資、買収などによって、現在の経営陣をパージし、経営を刷新するということである。ある企業が外資導入によって経営刷新を図ったとすれば、ライバル企業もそれに対抗して経営刷新を進めるインセンティブが生まれる。本来ならば、国内から革新的な経営者が輩出して、産業再生の原動力となるのが、日本経済にとって望ましい姿である。しかし、なかなかそういう状況に至らないことが、外国からのマネジメント輸入の必要性を高める要因となっている。

やや乱暴な議論になるが、マネジメントの革新を一気に進めるためには、旧来の発想から抜けられない経営者を一度すべて入れ替える必要があるといえるかもしれない。戦後は公職追放によって旧経営者のパージが行われたが、現在はマネジメントの輸入によってその一部が成し遂げられようとしているわけである。

(4) リスクマネー供給を肩代わり

次に、リスクマネーの供給という点について述べよう。産業再生を図るためには、有望な投資先に円滑に資金が供給される仕組みをつくる必要がある。ところがバブル崩壊後、

日本の銀行は多額の不良債権を抱え、リスクテイク機能を喪失してしまった。このため、長い間、将来の有望企業・有望分野への資金供給が事実上遮断されてきた。そうした制約を受けない外国企業が、日本企業に投資を行うことは、広い意味で外国企業が日本企業に対しリスクマネーを供給しているものと理解できる。

直接投資という概念からはややずれるが、最近では、より直接的にリスクマネーを供給する形態も現れている。海外の投資会社が投資ファンドを設立し、日本企業の M&A に投資するというものである。こうした動きが活発化すれば、海外のリスクマネーが、産業再編を進める原動力となる。

日本は 1300 兆円の金融資産を有しており、その一部が円滑にリスクマネーの供給に向かえば、本来なら海外からリスクマネーを受け入れる必要はなかった。しかし、国内における金融仲介機能が事実上失われていたために、対日直接投資にリスクマネー供給の役割の一端を肩代わりさせることになったのである。

しかし、すでに述べたように、M&A が活発化するにつれ、日本でもようやく有望な投資対象として注目されるようになり、最近では、銀行やベンチャーキャピタルが競って M&A 向けの投資ファンドを作るようになっている。リスクマネーの輸入に刺激される形で、日本の銀行もようやく M&A に対し資金供給するように変わったのが最近の状況である。

(5) 是正に向かう高コスト構造

対日直接投資が増えている背景には、これまで対日直接投資の障害となってきた高コスト構造が是正されつつあるという要因も大きい。例えば、電力、運輸、通信など企業が活動する上で基盤となる産業インフラの高コストは、ここ数年の規制緩和でかなり是正された。また、バブル崩壊により、不動産価格の割高感もひとところに比べればかなり薄らぎ、国際的にみて高かった法人税率の高さも、税制改正により是正された。

このように、従来、対日直接投資を行う際のネックとなってきた高コスト構造は、おおむね是正される方向にあり、今後もこうした傾向は続いていくと考えられる。通産省の調査によれば、産業の中間投入物の内外価格差（対米）は、95 年度の 1.48 倍から 98 年度には 1.11 倍に縮小した。高コスト構造が是正されつつある直接的な要因は規制緩和である。しかし、その背後には産業立地の国際間競争の激化という大きな流れがある。

企業が立地場所を選定する場合、様々な要素が考慮されるが、産業インフラの価格が相対的に割安かどうかも一つの判断要素となる。企業にとっては、活動範囲が多国籍化しており、本社や工場を自国におく必要性は薄れている。産業インフラも含めた総合的なコストを勘案して、最も安い場所に立地するのが合理的である。近年、日本から海外への生産移転が増加した背景には、国内の高コストの産業インフラを避けるという側面があったことも否定できない。

つまり、国内の産業インフラの高コストを是正しなければ、対日直接投資が行われない

どころか、国内企業もこぞって海外に流出し、国内産業の空洞化に直結する事態になりかねない。このような産業立地の国際間競争の激化が、最近になって、高コスト構造が是正に向かっている背後にある本質的な要因である。経済学的にいえば、資本移動の活発化が、要素価格均等化のメカニズムを働かせ、高コストを是正させているということにほかならない。

とはいえ、国内の高コスト是正はまだ道半ばである。KPMG の調査によると（対象地域は日米欧 8 カ国の 64 都市、対象業種は 9 業種）、企業が事業を起こし操業を続けるのに必要な「事業コスト」が最も高いのは、現在でもやはり日本であった（米国を 100 とすると日本は 122、最も安いカナダは 92.2）。より一層の規制緩和の推進が必要とされるゆえんである。

3 . M & A の新たな形態 : M B O

(1) M B O の仕組み

M&A の新たな形態として、MBO（マネジメント・バイ・アウト）が注目されている。MBO とは、企業の事業部長・子会社経営者が、外部の投資家（ベンチャーキャピタル）や金融機関の支援を受けて、当該部門や子会社の株式を買い取るというものである。MBO のバリエーションとしては、経営者を外部から送り込んで買収するという MBI（マネジメント・バイ・イン）という形態もある。MBO は、企業のインサイダーによる買収という点で、通常の M&A とは異なる。事業部長・子会社経営者などのインサイダーは事業内容を熟知しているため、アウトサイダーによる買収に比べ成功確率が高いと考えられる。

会計制度の改革により、企業は連結経営を強く意識せざるを得なくなっている。たとえ、その事業部門・子会社が黒字であっても、シナジーが低いと判断される場合には、売却するという判断も時に必要となる。売却した資金によって、より収益性の高いコア事業への投資を拡大できれば、企業価値をより高めることができるからである。

そうした場合に、事業部長・子会社経営者に事業を継続する意志があれば、MBO の手法を使って売却するという選択肢が浮上してくる。売却主にとっては、アウトサイダーへの売却ではないため、MBO 後も連携しやすいというメリットがある。また、事業部長・子会社経営者にとっては、事業の買収によるモチベーションの向上、将来の上場による資産形成機会の獲得などのメリットがある。他方、外部投資家や金融機関にとっては、その後、株式公開にまでこぎつけることができれば、高い収益が得られるというメリットがある。MBO はうまく行われれば、事業を買収した事業部長・子会社経営者、事業を売却した元の会社、資金を提供する外部投資家・金融機関の 3 者のいずれにとってもメリットをもたらすことになる。

MBO が発達したイギリスでは、M&A のうち約 3 割を MBO、MBI が占める。また、イ

ギリスにおけるベンチャーキャピタルファンドの収益率をみると、ベンチャー企業への投資に比較して、MBO への投資の収益率が高くなっており、投資家にとって有利な投資対象となっている。

(2) 日本における事例

すでに述べたように、日本でも 99 年以降、MBO が行われるケースが増えている。ここで、いくつかの事例をあげておこう。

日本高純度化学工業（半導体プリント基板など貴金属メッキ液で 70%のシェアを持つ）は、99 年 9 月に、創業オーナーが引退し、会社を現経営陣に売却した¹⁾。また、東燃（石油精製大手）は、コアの石油精製事業に集中するため、99 年 9 月に、診断薬事業を診断薬事業室長に売却した（新会社名は先端生命科学研究所）²⁾。この二つのケースを仲介、投資したのは富士銀行である。

住友商事は、子会社整理の一環として、99 年 10 月に、子会社の住商アリス（事務用品宅配）を社長に売却した（新会社名アリス）³⁾。高杉開発（西日本を中心とする住宅会社）は、99 年 12 月、子会社の高杉三重住宅販売を、社長など現経営陣に売却した⁴⁾。日本交通グループは、日本建設コンサルタントを現経営陣に売却した⁵⁾。高杉三重住宅販売のケースでは日本アジア投資、日本建設コンサルタントのケースではジャフコが仲介、投資した。アリスのケースでは、社長が個人で全株式を取得した。

これらのケースが成功を収めるかどうかは、今後の動向をみななければならない。しかし、すでに、経営者と仲介した投資会社の足並みがそろわず、見直しを迫られたケースもあることには注意しなければならない。本格的な MBO の第 1 号として注目された ICS 国際文化教育センターは、98 年 12 月に、当時の社長が株式を取得して独立した。しかし、社長と仲介会社のジャフコの足並みがそろわず、後に社長は退任した⁶⁾。投資会社が MBO に対して投資するのは、その後の株式公開で利益を得るといふねらいが大きい。こうした投資会社の思惑と経営者の思惑が一致しなければ、うまくいなくなる可能性もあるという一つの例である。

(3) MBO 向けの投資ファンドが設立

MBO 市場の拡大を見越して、MBO の専門会社や、投資ファンドを設立する動きも相次いでいる。日本興業銀行は、99 年 4 月に、イギリスの大手ベンチャーキャピタルのスリーアイ（3 i）と合併で、投資アドバイス会社のスリーアイ興銀バイアウトを設立した。ジャフコは、99 年 11 月に、国内外の機関投資家が出資する MBO 専門の投資ファンドを設立した⁷⁾。独立系の投資会社、ユニゾン・キャピタルも MBO を対象とする投資ファンドを設立した。同社は、MBO で独立する企業へ経営指南役として派遣するために、外資系企業の

日本法人トップなど 20 人強も集めたという⁸⁾。

このほか、最近では、MBO に限らず、日本企業の様々な M&A に投資を行うファンドも多数設立されている。経営不振企業を買収し、収益力を高めた上で売却を得ることがねらいである。ここでいくつかのファンドを紹介しておこう。

大和 SB キャピタルマーケット（大和 SBCM）とロスチャイルド（米投資銀行）は、共同で経営破綻企業を主な投資対象にする総額 400 億円のファンドを設立した⁹⁾。また、GE キャピタル（世界最大のノンバンク）は、大和 SBCM、住友商事と組んで、日本を対象とした買収事業に参入した。投資総額は日本を対象とした買収事業では最大規模の 3000 億円で、3 社は自己資金を投ずるほか、国内外の機関投資家などから出資を募るといふ。MBO などにも投資する¹⁰⁾。

また、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターは、主にアメリカから集めた資金で、100 億円以上の投資をする¹¹⁾。元 GE キャピタルの会長兼最高経営責任者（CEO）だったゲーリー・ウエント氏は、社会基盤研究所と提携して、投資企業の再生を目的とした 20 億ドルの投資ファンドを設立した¹²⁾。

4．日本でも敵対的買収が登場

（1）TOB とは何か

99 年以降、日本でも公然と敵対的 TOB が行われるようになった。TOB（Takeover Bid）とは、株式の公開買付けを意味する。企業を買収しようとする場合に、その企業の株主に買い付け価格、件数、期間などを公告することで株式買い取りを提示し、株式を買い集めようとするものである。提示された条件で売却したいと思う株主は、証券会社を通して株式を売却する。これにより目的の株数を買集めることができれば TOB が成立する。むろん、企業を買収しようとする場合、証券市場を通して株式を買い集めることは可能だが、この場合、株価を高騰させてしまう恐れがある。これに対し、TOB では、あらかじめ設定した価格で、目的の株数を短期間で買集めることができるという利点がある。

TOB については、TOB の対象となる企業の経営者が、TOB を歓迎する場合とそうでない場合がある。前者は友好的 TOB となり、後者が敵対的 TOB となる。日本ではこれまで、TOB が行われる場合でも友好的に行われ、敵対的 TOB はなじまないと考えられてきた。

（2）敵対的買収が仕掛けられた三つのケース

以下では、99 年以降、敵対的買収が仕掛けられた三つのケースについて検討しよう。英通信会社 C&W が国際デジタル通信（IDC）に仕掛けたケース（99 年 5 月）、独製薬会社ベーリンガーインゲルハイムがエスエス製薬に仕掛けたケース（2000 年 1 月）、投資会社エ

ム・エー・シー（通産省 OB の村上世彰氏が設立）が不動産・電子部品会社の昭栄に仕掛けたケース（2000年1月）がそれである。

第一のケースでは、IDCの経営権の取得をめぐるC&WとNTTが争った。C&WとNTTが買収価格の引き上げ合戦を演じた末、結局、C&WがTOBを仕掛けることによって、以前からの保有分を含めIDCの97%の株式を取得した。IDCの当時の大口株主（トヨタ自動車、伊藤忠商事）は当初、TOBに応じることは躊躇していたが、最終的には、国際ルールに則り、価格を重視してC&Wに株式を売却することを決定した。それをみて、その他の株主も一斉にC&Wに株式を売却した。日本的なウエットな関係に基づく約束事（株式持合い）が、資本の論理に基づく欧米流のM&Aに崩されたという事例であった。

第二のケースでは、ベーリンガーインゲルハイムが、日本の大衆薬市場での強みを持つエスエス製薬との関係を強化するとともに、他の製薬会社からの買収を防ぐ目的で、発行済み株式の33.4%の取得を目指してTOBを仕掛けた。ベーリンガーインゲルハイムは、それ以前からエスエス製薬の19.6%の株式を保有し提携関係にあったが、TOBを仕掛けるにあたって、エスエス製薬に対する事前の説明は一切行わなかった。これに対し、エスエス製薬は、TOBに対して賛成も反対もしないという立場を貫いた。

この結果、ベーリンガーインゲルハイムは、以前からの保有分を含め、当初目標を上回る35.8%の株式を取得し、TOBは成功を収めた。エスエス製薬の株式を持ち合う法人株主（三和銀行4.4%、さくら銀行4.3%、富士銀行4.0%、東海銀行4.0%など上位30社で株式の約65%を占める）はTOBに応じなかったものの、個人株主の売却があったためであった。エスエス製薬の株主の一定割合は、エスエス製薬の取引先である薬局・薬店の経営者で占められているが、これらの株主もTOBに応じたとみられている。エスエス製薬が大手ドラッグストアチェーンを重視する政策に転換し、小規模な薬局・薬店の経営者がそれに対して反発を強めていたことが、今回のTOBに応じた底流にあったという¹³⁾。ベーリンガーインゲルハイムのケースで明らかになったことは、株式持合いを崩せなくても、その他の株主を動かすことができれば、TOBが成功するという事であった。

第三のケースでは、エム・エー・シーが、昭栄の現経営陣が保有資産を有効に活用していないことを指摘し、リストラすれば企業価値を高めることができると主張して、TOBを仕掛けた。日本企業同士で敵対的TOBを仕掛けるのはこれが初めてのケースであった。これに対し、昭栄側は、取締役会でTOBへの反対を決議し反発する姿勢を鮮明にした。その結果は、エム・エー・シーが以前からの保有する分を含め、発行済み株式の6.52%しか取得できず、失敗に終わった。提示した価格が低かったため、TOB表明後の株価上昇で市場価格が提示価格を上回ってしまったこと、法人の大口株主（キャノン11.2%など）がTOBに応じなかったことがその要因であった。昭栄のケースでも、株式持合いの強さが目立った¹⁴⁾。

ただ、エム・エー・シー自身も、本気で昭栄の経営権取得を図るというよりも、昭栄にTOBを仕掛けることによって、日本企業のコーポレートガバナンスのあり方に問題提起す

るという意識が強かった¹⁵⁾このため、このケースは通常の TOB の目的とは異なるやや特殊なケースであったと考えられる。しかし、このケースは失敗に終わったものの、日本企業に対し、企業価値の向上を怠れば、自社も TOB の対象になるかもしれないとの恐怖感を強く与える結果となった。その意味ではエム・イー・シーの問題提起は成功したといえる。

5．世界的な業界再編が加速

以下では、M&A によって、企業の合従連衡が繰り広げられている自動車業界、通信業界、金融業界の業界再編の動きをみよう。これら業界では、合併や経営統合によって規模の拡大や、サービスのフルライン化を図り、世界市場で生き残っていこうとする戦略が極めて鮮明となっている。

(1) 自動車：トヨタ、ホンダを除くすべてが外資の傘下へ

相次ぐ巨大グループの形成

自動車メーカーの世界的な再編が進み、日本のメーカーも相次いで外資からの出資を受け入れるなど、そのうねりに飲み込まれている。世界的な再編が進展している背景には、燃料電池車を初めとする環境対応や、ITS など情報化対応に必要な巨額な投資を単独で行うことが困難となっており、規模の利益を確保することで、次世代技術の開発競争に有利な立場に立とうというねらいがある。生き残りのためには、世界市場で 400 万台の販売台数を確保することが必要といわれ、日米欧の自動車メーカーが、400 万台クラブ入りを目指して、合従連衡を繰り広げている。

世界的な再編は、98 年 11 月の独ダイムラーベンツと米クライスラーの合併によるダイムラークライスラーの誕生によって幕が開けられた。ダイムラークライスラーは、日産自動車の経営権取得をめぐるのはルノーと争い、交渉が決裂したものの、2000 年 3 月には、三菱自動車工業に約 34% 出資することを決定した。三菱自動車は、販売不振とグループ内で抱える巨額な有利子負債の存在から、単独で生き残ることは困難となっていた。ダイムラークライスラーは、三菱自動車工業を傘下に収めることにより、アジア市場への足がかりが得るとともに、不得手とする小型乗用車部門のてこ入れを行うことができた。

米フォードは、96 年に、マツダに対する出資比率を 33.4% に引き上げ、傘下に収めたが、その後、スウェーデンボルボの乗用車部門、英ジャガーなど世界的なブランドを買収し、規模の拡大を図った。

ルノーは、99 年 5 月に、日産自動車に 36.8%、日産ディーゼルに 22.5% 出資し、傘下に収めた。日産自動車も、販売不振と巨額の有利子負債の存在から、単独で生き残ることは困難となり、外資導入を行わざるを得ない状況に追い込まれていた。ルノーから日産自動

車に送り込まれたカルロス・ゴーン最高執行責任者（COO）は、99年10月に、リバイバルプランを発表し、村山工場など5工場の閉鎖と、グループの人員14%に当たる2万1千人の人員削減を柱とした大規模なリストラに取り組んでいる。

米GM（ゼネラルモーターズ）は、いすゞ自動車、スズキとの提携関係を、北米など限定的な地域にとどめていたが、ダイムラークライスラーの誕生など世界的な再編気運の高まりを受け、まず、いすゞ自動車、スズキへの出資比率をそれぞれ49.0%、9.9%に拡大した。次いで、2000年3月には、富士重工業に20.0%出資し資本提携を行った。富士重工業は、レガシィなど主力三車種が好調で、99年9月期の中間決算では過去最高益を更新しており、日産自動車や三菱自動車工業のように経営不振に苦しんでいたわけではない。しかし、筆頭株主だった日産自動車がルノーの傘下に入り、富士重工業単独では世界戦略を描きにくいことから、外資との提携を模索していた。GMは、富士重工業との資本提携を行ったことで、軽自動車はスズキ、トラックはいすゞ、排気量2000ccクラスの車は富士重工業と、日本メーカーの得意分野を使い分けながら、アジア市場を攻略する体制を整えることができたことになる。また、三社はそれぞれ、いすゞはディーゼル、スズキは小型車技術、富士重工業は四輪駆動技術と得意技術を持っている。GMはこのほか、独オペルを子会社としているほか、伊フィアットにも20%出資することを発表した（2000年3月）。GMは、フィアットの残りの株80%を優先的に買い付ける権利も得ており、将来、フィアットがGMの完全子会社になる可能性もある。

このように、世界的な再編の波は、2000年に入ってさらに勢い増し、この結果、かつて11社体制といわれた日本の自動車メーカーは、トヨタグループ3社（トヨタ自動車、ダイハツ工業、日野自動車）と本田技研工業の4社を除いた7社までが、外資との資本関係を持つに至っている。

世界の自動車メーカーは、巨大グループと、それに属さずに独自路線を歩むメーカーに二分されている。純粋に国内資本で、巨大グループに対抗し得る規模を持っているのはトヨタ自動車だけである。独自路線を歩むメーカーとしてはこのほかに、独フォルクスワーゲン、独BMW、本田技研工業などがある。本田技研工業やBMWは規模の面での劣勢は否めず、今後も単独で生き残りを図っていくのか、あるいはグループ入りを模索していくのかという点については、業界最大の焦点となっている。

国内連合形成も活発化

トヨタ自動車は、国内連合を強固にすることで、生き残りを図ろうとしている。トヨタ自動車は、すでにダイハツ工業については50.1%を出資し子会社としていたが、日野自動車への出資比率も2000年3月に、20.1%から33.8%に引き上げ、経営権を取得した。また、二輪車で世界2位のヤマハ発動機に対して5%出資することを発表し（2000年3月）、グループ力の強化を図っている。両社は、自動車用エンジンの開発・生産、モータースポー

ツ事業、マリン事業などで協力する。また、トヨタが2001年にも参入する予定の自動車レースF1（フォーミュラ1）でもヤマハ発動機がエンジン開発で技術協力する。

また、国内メーカー同士で、車種別に再編を進める動きも活発となっている。ともにGMからの出資を受けているスズキ、富士重工業の両社は互いに株式を持ち合うことで資本提携を行い、軽自動車部門の開発・生産体制の一体化を図ることを発表した（2000年3月）。これにより、スズキは軽自動車生産の規模拡大を図ることができ、富士重工業も主力の2000ccクラスの自動車生産に経営資源を集中させることが可能になる。スズキと富士重工業はあわせて国内の軽自動車シェア40%を押さえることになり、軽自動車を生産している他のメーカー（ダイハツ工業、本田技研工業、三菱自動車工業、日産ディーゼル）にとって大きな脅威となる。

また、トラック・バス事業では各社が赤字に苦しんでいるが、トヨタグループの日野自動車と、GMグループのいすゞ自動車工業が、2002年にもバス事業を新会社に統合することで合意している。両社は、さらにトラック事業での提携も模索している。トラック・バス事業は、不況と社会構造の変化で縮小しており、構造的に収益が悪化しているため、各社とも再建が課題となっていた。このほかのトラック・バスメーカーでは、すでに日産ディーゼルがルノーの傘下に入っている。また、三菱自動車工業は、トラック事業でボルボと提携していたが（99年11月）トラック事業でボルボのライバルであるダイムラークライスラーの資本参加を受けることから、乗用車部門とトラック部門を分社化して、乗用車部門でダイムラークライスラー、トラック部門でボルボと組むという形になった。

（2）通信：NTT、ディーディーアイ、日本テレコム of 3社体制へ

通信会社はNTTのほか2グループに集約

通信分野では、1985年の通信自由化後、分野ごとに新規参入が認められ、NTTとKDDの独占状態に風穴が開けられた。長距離電話では、DDI（＝京セラ系）、日本高速通信（テレウェイ＝トヨタ系）、日本テレコム（＝JR系）の新規参入が認められた。また、国際電話では、日本国際通信と国際デジタル通信、市内電話には東京通信ネットワーク（TTNet＝東京電力系）の参入が認められた。これら新規事業者の参入は、電話料金は大きく低下させる効果をもたらした。

ここ数年は、新規事業者は、サービスの全国一体化と事業の統合を目指して、合従連衡を繰り返してきたが、その結果、現在では、日本テレコムとディーディーアイの2社にほぼ集約されつつある。両社はそれぞれ国際、長距離、携帯電話を傘下に収めることで、NTTグループに対抗し得る体制を整えた。

ここに至るまでの経緯を簡単に振り返っておくと、まず、97年には、長距離系の日本テレコムが、国際系の日本国際通信（ITJ）と合併した。また、KDD（国際電信電話会社）は

98年に国内電話に進出し、さらに99年12月には長距離系の日本高速通信（テレウエイ）と合併した。これらの合併は、規制緩和によって事業区分の垣根がなくなったことから、相互補完を目的として行われたものであった。

日本テレコムはその後、NTTグループに対抗する強固な体制を確立するため、99年8月に米AT&Tと英BT（ブリティッシュテレコム）から計30%の出資を受け入れた。

また、長距離系のDDIと携帯のIDO（日本移動通信＝トヨタ系）、日本国際通信と合併したばかりのKDDは、2000年10月に合併して、新会社ディーディーアイを発足させることで合意した（99年12月発表）。3社の合併を促した直接のきっかけは、2001年春に予定されている次世代携帯電話の商用化であった（携帯電話会社の合従連衡については後述）。国内の免許枠は3社に限られ、NTTドコモと日本テレコムがすでに参入を表明していたが、3社目の参入枠を確保するため、大同団結に踏み切る必要に迫られていた。

一方、NTTは、99年7月に、東西の地域通信会社二社（NTT東日本、西日本）と、長距離国際通信会社（NTTコミュニケーションズ）に分割され、長距離会社は新たに国際通信事業に参入を果たした。今回の分割によってNTTは、分割新会社に携帯事業を行うNTTドコモなどを加えた各社を、持株会社が統括する形態に変わった。

NTTは国際通新事業への参入に際し、国際デジタル通信（IDC）の取り込みをねらっていた。しかし、前述のように、国際デジタル通信をめぐるには、英C&W（ケーブル・アンド・ワイヤレス）も買収に名乗りをあげ、両社が買収合戦を繰り広げた末、C&WがIDCを敵対的買収によって経営権を取得した（99年6月、現C&WIDC）。

携帯電話も全国一貫サービスが実現

携帯電話についても、現在では、NTTドコモのほかは、日本テレコムのJ-フォン、ディーディーアイ傘下の各社（IDO、ツーカー、セルラー）の2グループにほぼ集約された。

通信自由化後、携帯電話事業は、全国を10地域に分け、各地域でNTTのほか1社の参入が認められた。新規参入には、DDIとIDOの二グループが名乗りをあげたため、営業エリアを両社で分け合った。IDOは関東、東海を営業エリアとし、DDIは傘下にセルラー電話8社（北海道、東北、北陸、関西、中国、四国、九州、沖縄）を設立した。

さらに、デジタル携帯電話サービスの開始に伴い、91年以降、新規事業者の参入が認められ、日本テレコムは傘下にデジタルホン3社（東京、東海、関西）を設立した。また、日産自動車は、ツーカーセルラー2社（東京、東海）、ツーカーホン関西、デジタルツーカー6社（北海道、東北、北陸、中国、四国、九州）を設立した。このうち、ツーカーセルラー2社は、日産自動車と横並びでDDIが筆頭株主となっており、デジタルツーカー6社は、日産自動車と横並びで日本テレコムが筆頭株主となっていた。新規参入の各社は、94年4月以降、営業を開始した。

しかし、日産自動車は、経営再建を図るため、99年9月に携帯電話事業から撤退し、ツ

ーカーセルラー 2 社とツーカーホン関西の株式を DDI に売却、デジタルツーカー 6 社の株式を日本テレコムに売却した。この結果、日本テレコムは、傘下のデジタルホン 3 社に、日産自動車から株式を譲り受けたデジタルツーカー 6 社を新たに傘下に加えることで、全国一貫してサービスを行う体制を整え、6 社の社名を J - フォーンに統一した。

一方、DDI は、セルラー電話 8 社のほか、新たに、傘下にツーカー 3 社（ツーカーセルラー 2 社、ツーカーホン関西）を収めることとなった。DDI はこのほか、営業エリアを補完するため、IDO とかねてから提携関係にあったが、この 2 社に KDD を加えた 3 社が合併し、2000 年 10 月に新会社ディーディーアイが発足することになったため、結局、ディーディーアイの傘下に、セルラー電話 8 社、ツーカー 3 社、IDO が大同団結することとなった。3 社が合併するに至った直接的な背景には、前述のように、NTT ドコモ、日本テレコムに続いて、次世代携帯電話事業の三つ目の免許枠を確保するというねらいがあった。

ディーディーアイ傘下の各社のうち、ツーカー 3 社は 2000 年中にも合併する予定である。また、セルラー 8 社のうち、株式を店頭公開している沖縄を除くセルラー 7 社も合併する予定である。ディーディーアイ傘下の携帯電話会社の中では、三大都市圏で営業エリアが重複しているという問題があり（関東でツーカーセルラー東京と IDO、東海でツーカーセルラー東海と IDO、関西で関西セルラー電話とツーカーホン関西が重複）これらの調整も今後必要となる。

外資系通信会社が続々上陸

以上のような合従連衡の末、国内通信会社は、NTT グループ、ディーディーアイ、日本テレコムの 3 社にほぼ集約されるに至った。通信自由化後、NTT に対抗する勢力を作ることが長年の課題であったが、ようやく形の上では、その体制が整えられたことになる。利用者にとっても、複数のサービスを 1 社から受けられることになり（ワンストップサービス）利便性が向上するという効果を期待できる。

グループからとり残された通信会社の中で注目されるのは、C&WIDC と TNet の動きである。両社は、単独では限られたサービスしか有していないため、今後の再編の焦点とみられている。C&W は、日本での事業をさらに拡張するため、東京通信ネットワーク（TNet）に接近を図っているといわれる。東京通信ネットワークは、企業向けサービスを主体として設立されたが、98 年 1 月には NTT より割安な市内電話のサービス（「東京電話」）を開始し、市内電話の NTT の独占を崩した。また、99 年 4 月には、PHS のアステル東京を吸収合併した。市内通信網を保有していることが、TNet の強みである。TNet に対しては、米通信会社の MCI ワールドコム、クエスト・コミュニケーションなども接近を図っているといわれる。

外資規制の原則撤廃（98 年 2 月）により、近年、第一種通信事業（自ら設備を保有してサービスを提供する）に、外資系通信会社が相次いで参入している。MCI ワールドコムジ

ヤパン（米）は、東京都心部に延長 100 キロメートルの自社回線（光ファイバー）を張り、欧米 3 万 5 千のオフィスビルと東京の顧客を結ぶサービスを開始した（98 年 10 月）。日本テルストラ（豪）は、日本とアメリカを結ぶ光海底ケーブルの使用権を取得し、データ伝送サービスを開始した（2000 年 1 月）。同社は、日豪間を結ぶ光海底ケーブルの敷設も進めている¹⁶⁾。シングテル・ジャパン（シンガポール）は、日本とシンガポールを結ぶ光海底ケーブルの使用権を取得し、国際専用線サービスを開始した（99 年 12 月）。現在までのところ、第一種通信事業の免許を取得した外資系通信会社は 15 社を超える。

すでに、海外の通信会社は、国境を越えてさらにダイナミックな再編が進めており、今後は、日本の通信会社に対する攻勢もさらに強めてくると考えられる。日本の通信市場は、アメリカに次ぐ 2 番目の規模を有する、極めて魅力のある市場である。すでに述べたように、米 AT&T と英 BT の連合は、日本テレコムと提携関係にあるが、新たに発足するディーディーアイに対しては、ドイツテレコム、フランステレコムなどが興味を示しているといわれる。国内再編をほぼ終えた通信会社が、海外の通信会社とどのように提携関係を築いていくかが、今後の焦点である。

（3）金融：都市銀行は 4 大グループに集約

相次ぐ都市銀行の合併・経営統合

日本の都市銀行は、99 年後半から 2000 年初めにかけて、第一勧業銀行、富士銀行、日本興行銀行の経営統合（2000 年 10 月持ち株会社設立、2002 年春事業再編成 = みずほフィナンシャルグループ）、住友銀行とさくら銀行の合併（2002 年 4 月）、三和銀行、あさひ銀行、東海銀行の経営統合（2001 年 4 月持株会社設立、2002 年春事業再編成）が相次いで発表され、これに東京三菱銀行を加えた、4 グループに大きく集約されることとなった。金融機関の再編は、ここ数年の世界的な大きな潮流であったが、日本でもこの 1 年の間に、急速にその流れが強まった。都市銀行の再編の姿がはっきりとしたことで、信託、生命保険、損害保険、証券も 4 グループに大きく集約されていく可能性が高まっている。

4 グループのうち、みずほフィナンシャルグループは、個人・中小向けリテール銀行、法人向け投資銀行、信託銀行、証券会社を傘下に持つことで、あらゆる顧客層を対象とするデパート的な色彩が強い。住友 - さくらグループは、両者による首都圏と関西圏の個人顧客層の補完に加え、住友・三井グループの大企業取引にも強いという特徴を持っている。また、三和 - 東海 - あさひグループは、個人・中小企業向けのリテール分野での存在感が強く、東京三菱銀行は、三菱グループとのパイプに加え、海外業務での収益性が高いという特徴がある。このように 4 グループは、それぞれ軸足に若干の違いがあり、得意分野を有している。しかし、いずれも収益基盤は国内リテールに求めざるを得ないため、その意味では横並びの再編に過ぎないとの見方も成り立つ。

また、欧米の金融機関が、より強い金融機関に生まれ変わるために、スピードを重視し、矢継ぎ早に再編を進めているのに対し、日本の金融機関は、不良債権処理に追いつめられた末、リストラを進めるため、やむを得ず再編に乗り出したという大きな違いがある。さらに、実際に合併、事業統合を完了するのは、表明してから1～2年後となっており、スピードの遅さも目立つ。合併、経営統合により、確かに資産規模の上位10行のうち4つを、日本の4グループが占めることになったが、国際金融市場に大きな影響を与えることはないとの見方が大勢を占めている。

欧米の銀行の再編は、98年にスイスのUBSとスイス銀行の合併（現、UBSグループ）で幕を開いた。その後、アメリカでは、シティグループとトラベラーズグループが合併（現シティグループ）、バンク・オブ・アメリカとネーションズバンクが合併（現バンク・オブ・アメリカ）した。欧州では、99年のユーロ導入を契機に金融再編が激化し、フランスで大手3行が買収合戦を展開し、パリ国立銀行とパリバ銀行が合併することで決着した（現、PNBパリバ）。今後も、大型合併が相次ぐとの見方が有力である。

国内の再編の姿がほぼ明らかになった日本の都市銀行にとっては、次の段階として、欧米の金融機関とどのような提携関係を結んでいくかが焦点となるだろう。バブル崩壊後、日本の都市銀行の多くは、海外の支店を閉鎖し業務縮小を図ったため、単独で欧米の銀行と競争していく力は持っていない。また、国際市場において銀行の強さの判断基準とされるM&Aの仲介などの投資銀行業務や、資産運用業務、ITを活用した先端的な金融サービスの提供力なども、欧米の金融機関に比べ大きく劣っている。

異業種からの参入も活発化

一方、国内では、異業種から銀行業務に新規参入を図る動きが活発となっている。イトーヨーカドーの決済専門銀行（ナローバンク）構想、ソニーのインターネット銀行構想がその代表である。前者はコンビニエンスストアのセブンイレブンなど傘下企業の店舗に現金自動預け払い機（ATM）を設置することで、決済サービスに特化した銀行を設立しようとするものである。後者は、店舗を持たずに、インターネットを通じて預金を集めたり、決済サービスを提供する銀行を設立しようとする構想である。また、トヨタは、2000年にも証券子会社を設立し、証券会社の総合口座の仕組みを活用することで、自社カードの決済業務を行うこととしている。トヨタはまた、金融関係のグループ会社を統括する持株会社も設立する予定である。一方、一時国有化された日本債券信用銀行は、ソフトバンク・オリックス - 東京海上のグループに譲渡された。

金融業界に、新しい血が入り込むことにより、競争が今後さらに激化していくことは必至の情勢である。異業種からの新規参入が軌道に乗れば、国内リテールを収益基盤の基本と考える都市銀行の4グループも大きな影響を受けることになる。

6. 進む企業結合法制の整備

企業が事業再構築を進めていくためには、企業の結合、分離を容易にする法制度の整備が必要となる。企業の結合、分離に関わる法制度は、企業結合法制と総称される。これまでは、企業内あるいは企業間で組織をフレキシブルに変更しようとしても、法制度が障害となる場合が少なくなかった。しかし、99年以降、企業結合法制の整備が急ピッチで進められ、残された課題は、連結納税制度の導入、事業部門別の株式（トラッキング・ストック）の解禁などとなっている。

（1）独占禁止法の運用方針を緩和

99年1月の改正独占禁止法の施行に伴い、98年12月に、公正取引委員会が、新たな「企業結合ガイドライン」（企業合併に関する独占禁止法の運用方針を示したもの）を策定した。99年1月から、実際に運用されている。これにより、中小企業の合併届出義務が撤廃され、中堅・大企業についても無審査で承認される対象が拡大された。従来は、合併後シェアが、25%以上か、15%以上で業界トップであれば、重点審査の対象とされており、具体的なケースでは、10%以下の場合でも審査対象となるケースがあった。新しいガイドラインでは、要件が大幅に緩和され、当事会社グループの市場シェアが10%以下の場合、市場シェアが25%以下かつ業界順位が2位以下であって、輸入を含めて参入が容易であると判断されるような場合には、無審査で承認されることとなった。

この結果、日本石油と三菱石油の合併（99年4月）のケースでは、シェアが25%とトップになったが、石油が国際市況製品であることや、国際競争が激しい事情などを考慮して、無条件で承認された。また、商船三井とナビックスラインの合併（99年4月）のケースでは、シェアが35%と極めて高くなるが、やはり、国際的な価格競争が激しいとの事情が考慮されて承認された¹⁷⁾。

（2）株式交換制度により完全子会社化が容易に

株式交換制度は、買収される側の企業の株主が、保有株式と交換に親会社になる企業の発行する新株を受け取るというものである。商法改正により99年10月に創設された。株主のうち3分の2以上賛成があれば実現できる。従来は、少数株主が株式譲渡に応じない場合には、完全子会社化を実現できず、経営権を完全に掌握することができなかった。株式交換制を使えば、持株会社の設立も容易に行うことができる。また、親会社にとっては、従来であれば、相手企業を買収するためには、株式を買い集める資金が必要だったが、株式交換制度を使えば、相手企業の株主に自社株を与えるだけでよく、巨額の買収資金を必要としないというメリットがある。

株式交換制度を利用することにより、完全子会社化を迅速に進め、事業の再構築を図る企業が増えている。ソニーは、2000年1月に、ソニー・ミュージックエンターテインメント、ソニー・ケミカル、ソニー・プレジジョンテクノロジーの三つの上場子会社を、株式交換制度を通じて完全子会社化した。ソニー本体が、次世代ゲーム機のプレイステーションや音楽のネット配信に本腰を入れるなかで、独立した子会社を完全に掌握することによって、経営を強化するという意図がうかがえる。またソニーは、5月には、ソニーファイナンスインターナショナル、ソニー木原研究所、ソニーピーシーエルの3社も、株式交換制度によって子会社化する。いずれも、ソニー本体の経営強化を図る目的である。シートゥーネットワーク（加工食品卸・小売り）は、中堅スーパー2社の加工食品部門を、株式交換で完全子会社化した（2000年4月）。オオクボ（食肉小売り大手）は、デリフレッシュフーズなど食肉関連4社を、株式交換で子会社化した（2000年6月）。トステム（アルミサッシ最大手）は、系列企業を株式交換で完全子会社化するとともに、持株会社制度を導入するなどの再編を行った。

（3）民事再生法により迅速な経営再建が可能に

倒産手続きとしては、従来、清算型倒産手続きとして破産（破産法）、特別清算（商法）の二つ、再建型倒産手続きとして和議（和議法）、会社整理（商法）、会社更生（会社更生法）の三つが存在した。

しかし、これらの手続きは、必ずしも使い勝手のよいものではなかった。経営再建を図る際、会社更生法の枠組みでは、資本と経営者を入れ替えることになるが、これは必ずしも中小企業に適しているとはいえなかった。また、和議法では関係者の合意で再建を行うが、債務者に支払いを強制する手段がないという欠点があった。

98年の倒産約1万9千件のうち、会社更生法、和議など再建型倒産手続きによる倒産はわずか400件あまりに過ぎなかった（帝国データバンク調べ）。中小企業の倒産は、大半が当事者間の話し合いによる任意整理で処理され、再起不能になっているのが実情であった。

そこで、中小企業にとっても使い勝手のよい再建型倒産手続きとして、民事再生法が新たに制定され、2000年4月から施行された。これに伴い、和議法は廃止された。民事再生法では、再建手続きは、和議より早い段階で（破綻状態に陥る前）申し立てを行うことができ、再建手続きの開始申し立て決定まで企業の財産は保全される。またこれにより、事業に必要な担保資産を差し押さえや競売から守り、迅速な再建を行うことが可能となった。再建計画は、債権者の過半数の同意が得られれば決定できる。

また、会社更生法と異なり、従来の経営者が引き続き事業を継続する道も開き、会社更生法の手続きを躊躇するオーナー企業にとっても、より早い段階で再建手続きに入りやすくなった。しかし、その一方で、再建計画に判決のような執行力を持たせ、裁判所が従来の経営者に再建を任せるのを不適切と判断した場合には、業務遂行と財産管理を行う管財

人を選任できる規定も設けられた。

民事再生法の対象としては、主として中小企業を想定されているが、すべての法人、個人に適用することが可能である。会社更正法を適用できない組合、学校法人、医療法人など会社以外の法人を再建する手続きとしても利用できる。また、個人事業主や零細企業向けには、簡易型の手続きも併設された。

民事再生法が定める再建手続きは、大きく四つのパターンに分けることができる。第一は、債務者が引き続き事業を継続し、自ら再建調査を行い、再建計画を作成提出する形式（DIP型＝Debtor-in-Possession「占有する債務者」の意）である。第二は、債務者が第一と同様に手続きを行うが、裁判所の選任する監督委員による監督を受ける形式（後見型）である。第三は、債務者の権限が排除され、管財人・保全管理人によって手続きが進められる形式（管理型）である。第四は、債権者集会によって、再建計画を迅速かつ簡易に成立させる形式（簡易型）である。5分の3以上の債権者の同意があれば、簡易型手続きに入ることができる。こうした手続きを利用することにより、従来は倒産していた中小企業も、収益力があれば、迅速な処理によって再建することが可能となる。

（４）会社分割制度の創設

企業の柔軟な組織の組み替えを行うためには、企業の事業部門の分離・独立を容易にするための手続き（会社分割法制）が必要となるが、従来、商法にはそれに関する規定がなかった。このため、実務的には分社（親会社の営業の一部や現物出資によって子会社に移転する）という限定的な方法によるしかなかった。

商法の改正によって新たに設けられた会社分割の規定は、企業の一部門を切り離して新たな会社を設立する「新設分割」と、分割した事業部門を既存の別会社に受け継がせる「吸収分割」の二つである。2001年1月から施行される見込みである。

分割に際しては、権利義務関係を包括的に分割先に移転できるようにし、また、分割を迅速に進めるために検査役による検査手続きを不要とした。従来の規定で可能だった分社化では、裁判所が選任する検査役による資産評価が半年から1年かかるため、企業にとって使い勝手が悪かった。

分割手続きは、株主総会の特別決議によって経て承認されることとなるが、特別決議に手間取ることも想定される。そこで、継承する会社が分割時に発行する株式が、元の会社の株式の5%未満の場合には、株主に与える影響が少ないと考えられることから、特別決議を省略し、取締役会での承認によっても会社分割が可能とした。また、分割反対の株主の株式買い取り請求権を認めた。

また、会社分割制度の導入に伴い、会社分割の際の従業員の労働契約について定めた「会社分割労働契約承継法」が新たに制定される見込みである。会社分割に伴って移籍する労働者の労働条件を保護するのが目的である。会社分割によって、従業員が転籍や移動にな

る場合、分割計画を承認する株主総会の2週間前までに従業員と労働組合に通知すること、また、分割によって従業員が従来と異なる業務につく場合には異議申し立てができること、などを定めている。

第一勧業、富士、日本興業銀行が経営統合して発足するみずほフィナンシャルグループは、2000年春を目処に、事業分野ごとの組織を分割するが、新たに設けられた新設分割の規定を利用することを前提としている。会社分割制度を利用することによって、成長分野を別会社としたり、不採算部門を切り離したりすることが容易となり、企業組織の再編がさらに活発化することが予想される。

(5) 連結納税制度の早期導入が必要

連結納税制度は、子会社を含む企業グループで損益を合算して納税額を定める制度である。現行の法人税制では、企業の黒字額に対して税率をかけて算出され、赤字企業には課税されないため、赤字部門を分社化すると、グループ全体としての納税額は、増えてしまう。しかし、連結納税が認められれば、黒字企業の黒字額から赤字企業の赤字額が引かれるため、グループとして支払う法人税は減少する。欧米諸国ではすでに導入されている。

企業グループの再編を行うとする場合、連結納税制度が設けられていないことが、一つの大きな障害になる。産業界からも早期の導入を望む声が強まっており、自民党は一時、2001年4月からの導入を検討していたが、1年先送りされることになった。連結対象として認める子会社の範囲をどこまでとするか(100%出資の子会社に限定するかより範囲を広げるか)、課税逃れをどのようにして防ぐか(グループ内で赤字を出す企業を設立すれば節税できる)、税収の減収に対し新たな財源をどのように確保するか(課税ベースの拡大など)など、様々な問題に対する意見が対立し、コンセンサスが形成できないためである。

しかし、会社分割制度など企業再編の制度が整備されていく中で、連結納税制度の導入をこれ以上先送りすることは、産業界にとってデメリットが大きい。連結納税制度の早期の導入が望まれるところである。

(6) 事業部門別の株式(トラッキング・ストック)発行も解禁へ

政府・自民党は、「トラッキング・ストック」の導入に向け検討を開始した¹⁸⁾。トラッキング・ストックとは、企業のうち、特定の事業部門だけの業績を対象にした株式である。トラッキング・ストックの発行が解禁されれば、分社化や会社分割を行うことなしに、事業部門の業績に直結した株式発行ができるようになる。

会社全体として株式を発行しようとする場合、業績のよい部門とそうでない部門が一体化されることによって、会社全体としての資金調達力が低下する場合がある。しかし、業績のよい事業部門だけを対象とした株式を発行できれば、そうした問題は発生しない。

業績のよい事業部門や、将来性の高い事業部門を持つ企業にとっては、トラッキング・ストックの発行は、有力な資金調達手段となる。また、トラッキング・ストックは、その事業部門の従業員に対するストックオプションとしても活用できる。すでにアメリカでは、インターネットやバイオ関連事業などを中心に発行が増えているという。最近では、AT&Tが、携帯電話事業部門である AT&T ワイヤレスのトラッキングストックを発行し、ニューヨーク証券取引所に上場する計画を明らかにしている¹⁹⁾。132 億ドルの資金調達を行う予定で、これが実現すればアメリカ最大の新規株式公開となる。

日本でも検討が順調に進めば、2000 年秋にも法制化され、2001 年春にはトラッキング・ストックの発行が可能となる見込みである。松下電工はすでに、日本で法制化が行われた後、すでにトラッキング・ストックを導入することを表明している²⁰⁾。

注

- 1) 『日本経済新聞』1999年9月17日。
- 2) 『日本経済新聞』1999年9月28日。
- 3) 『日本経済新聞』1999年9月28日。
- 4) 『日本経済新聞』1999年12月29日。
- 5) 『日本経済新聞』2000年1月3日。
- 6) 『日本経済新聞』2000年1月5日。
- 7) 『読売新聞』1999年11月29日。
- 8) 『日本経済新聞』1999年9月28日。
- 9) 『日本経済新聞』1999年7月7日。
- 10) 『日本経済新聞』1999年11月10日。
- 11) 『日本経済新聞』1999年11月26日夕刊。
- 12) 『日本経済新聞』1999年12月25日。
- 13) 『日経産業新聞』2000年2月16日。
- 14) もっとも、TOBに応じなかったことに対し、キャノンの御手洗富士夫社長は、昭栄は「土地や有価証券などの含み資産を5~600億円あるはず。それを140億円(買い付け価格1000円×発行済み株式数1400万株)で買収しようとする事自体無理がある」と述べている(『日本経済新聞』2000年2月15日)。
- 15) エム・エー・シーの村上世彰社長は、「私は、グリーンメール(企業乗っ取り)をする気なんてさらさらないと述べ、日本の株価が株式持ち合いによって歪められている問題点を指摘した上で、その「主張を訴えるためにTOBをかけたんだから、目的が全然違います」と述べている(『日経ビジネス』2000年3月13日号)。
- 16) 『日本経済新聞』1999年7月20日。
- 17) 大西(1999)による。
- 18) 『日本経済新聞』2000年3月21日。
- 19) 『日本経済新聞』2000年3月29日夕刊。
- 20) 『日本経済新聞』2000年3月30日。

参考文献

- 大西宏子（1999）「企業結合に関する独禁法ガイドラインと今後の動向」『MAR』7月。
- 瀬戸英雄（1999）「倒産に機動的な債権管理を実行せよ - 新しい再建型倒産処理『民事再生手続』のポイント」『金融財政事情』9月6日。
- 米山秀隆（2000）「過剰設備・過剰雇用問題の再考 - 問題の本質は何だったのか」『FRI 研究レポート』4月。