

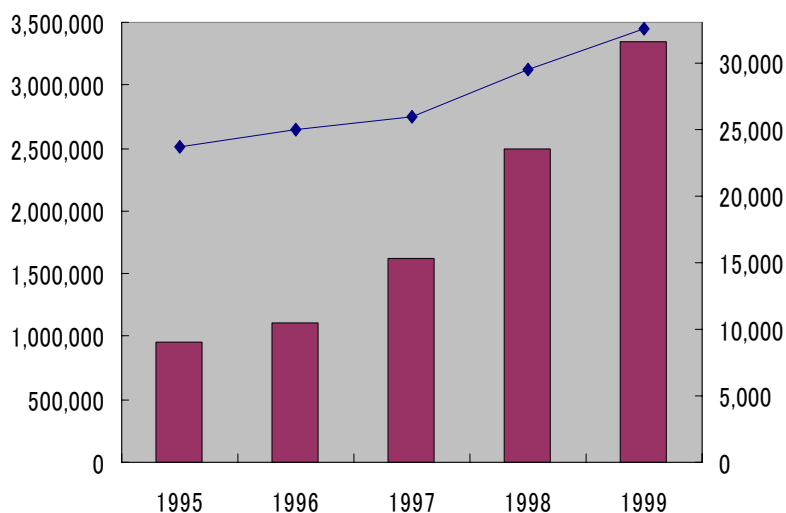
企業再編と株式持ち合い

1. 活発化する世界の M&A

99 年中に発表された世界の M&A 金額は、3 兆 3,397 ドルと、前年比 33.8%の急増となった（図 1）。件数も、98 年中の 2 万 9453 件から 99 年には 3 万 2590 件に増加した。世界の M&A は、96 年に 1 兆ドル、98 年に 2 兆ドルを突破するなど、拡大が続いてきたが、昨年はその流れが一段と加速したと言えよう。情報テクノロジーの発達、規制緩和、自動車、薬品などにおける企業のグローバル競争の活発化といった点が、背景として指摘される。

国別に見ると、金額ベースで 49.5%にあたる 1 兆 6,517 億ドルの M&A が米国で行われている（図 2、3）。ついで、イギリスは 3,418 億ドルであるが、ドイツが 3,198 億ドルと急増し、イギリスに接近した。これら欧州の国では、特にこの 1、2 年、M&A の拡大が著しい。99 年の日本の M&A も急増したが、金額的には 1,501 億ドルと、他の先進国よりも低水準となっている。

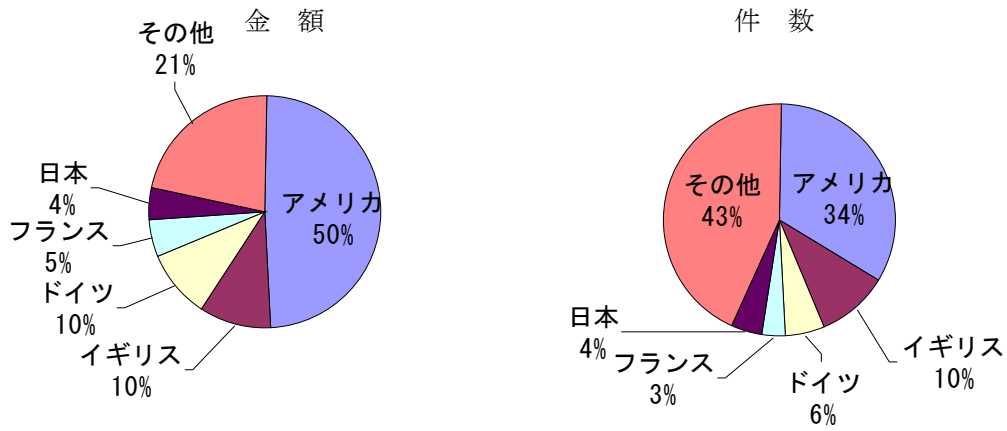
図 1 世界の M&A



(注) 棒グラフは金額（左目盛り、百万ドル）、折れ線グラフは件数（右目盛り）

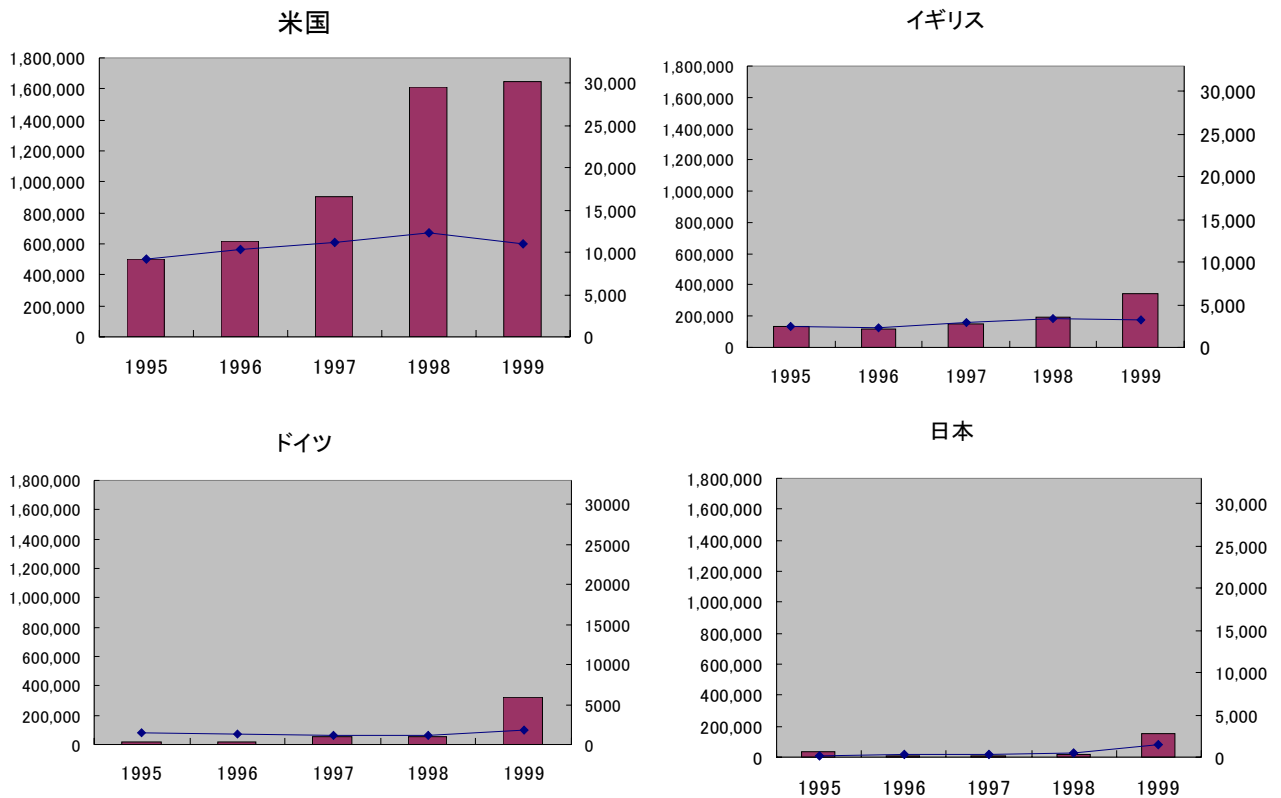
(出所) Thompson Financial Securities Data より作成

図2 国別 M&A シェア



(出所) Thompson Financial Securities Data より作成

図3 主要国の M&A 動向



(注) 棒グラフは金額 (左目盛り、百万ドル)、折れ線グラフは件数 (右目盛り)

(出所) Thompson Financial Securities Data より作成

2. 変貌するドイツ企業

1) 大企業が率先して自己変革に向かう

注目されるのは、ドイツにおける M&A の急増である。ドイツにおける M&A の活発化の背景には、ドイツ大企業が、国際競争にさらされる中で、より米国型の企業経営を指向している動きがあるとされる¹。

例えば、ここ数年、ドイツ主要企業は、自ら積極的に国際会計基準ないし米国会計基準を導入している。これは、ドイツの財務諸表が国際的に受け入れられず、海外資金調達の足かせとなるという見方が高まったことに加え、米系の金融マスコミ、投資家コミュニティーの批判、そしてドイツの学界等におけるドイツ GAAP 改革論の高まりを受けたものである。

特に、98年4月に制定された KapAEG (Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz、資本調達を促進するための法律) によって、上場企業は、連結財務諸表を IAS または US-GAAP で報告する場合、ドイツ GAAP の財務諸表を用意しなくても良くなった結果、多くのドイツ企業が国際基準に転換することを表明し、これを実現している。

この転換を実現した企業は、転換をしていない企業に比べ、売買スプレッドや売買回転率で計測した「資本コスト」が大きく低下したことが実証されている²。

ニューヨーク証券取引所上場を目指す動きも活発である。これは、株式交換による買収戦略展開や、北米従業員に対しストックオプションを提供する上でも、ニューヨーク証券取引所上場が不可欠とされているためである。

株式価値拡大が重視される傾向も強まっており、投資家やアナリストの評価を意識した、“ピュアプレイ・シナリオ” (事業の選択と集中) が一種のブームになっていると言われる。従って M&A も、ビジネスラインを拡大するためではなく、むしろ競争力の劣った部門を他に売却し、競争力を発揮できる分野に経営資源を集中する戦略の一環で、同種分野の他の企業を買収することによって、市場における優位性を確保しよう、という戦略に基づくケースが多い。ヘキストが事業をライフサイエンスに特化するため、SGL カーボンを売却する一方で、ローヌプーランと合併したのが典型例であろう。

ドイツでは、従来より一般企業に対する銀行の影響力が、株式持ち合いや監査役派遣といった形で強く発揮されていること、あるいは労使同数の代表からなる監査役会が、取締役会を任命・監督する機構として存在すること、などから、機関投資家を主たる株主とし、

¹ 最近のドイツ企業の変貌については、“A new breed of deal-makers”, *Euromoney*, November, 1999 の他、谷口智彦「ドイツは一度剥けている」『日経ビジネス』2000年2月14日号、熊谷徹「アメリカ型経営よりも劣るのか ドイツ型合意経営の危機」『エコノミスト』2000年2月22日号等参照。

² Christian Leuz and Robert E. Verrecchia, “The Economic Consequences of Increased Disclosure”, The Wharton School, July 1999.

株式価値の最大化を目指して行動する米国企業とは、行動原理が異なると言われてきた。しかし絶好調を続ける米国経済、米国株式市場を背景にグローバル戦略を強める米国企業との競争、あるいはユーロ統合の結果活発化する汎欧州市場での競争に直面し、経営トップの意識変化が生じているようである。

一般事業会社のみならず、ドイツの銀行セクターでも国際競争力を強化するために、企業との関係を見直し始めている。例えば、ドイツ第二位の建設会社ホルツマン社が99年11月に巨額の赤字を発表した際には、1870年以来の親密な関係にあり、最大の貸し手かつ第二位の株主であり、監査役会会長を派遣するハウスバンク（日本におけるメインバンクに類似）であるドイツ銀行が、その責任を果たす準備はないという姿勢を示した³。

さらにドイツ銀行では、政策保有株を別会社の資産運用会社に移管し、ここが純粋にパフォーマンス向上を目指した株式投資に徹する姿とした。2000年6月には、欧州保険最大手のアリアンツ株を一部売却し、持株比率を7%から4.1%に低下させた⁴。20億ユーロ（約2000億円）の売却益は、新たな企業の合併・買収に活用する、とされる。ブロイアー・ドイツ銀行CEOは、アリアンツ株式の一部売却は、ドイツ銀行が保有する資産を積極的に運用するのが目的であり、株主の価値を高めるというドイツ銀行の戦略の一貫である、と述べている。

選択と集中を重視するようになった企業は、事業売却やM&Aの指南役として米系の投資銀行に急速に接近した。今や、“ハウスバンク”よりも“ハウスインベストメントバンク”を重視するようになっている。ドイツの伝統的な企業と銀行の関係は、ここに大きな転機を迎え、ドイツの銀行自体も米国型の投資銀行を目指さなければならなくなっていることは、過去数年のドイツ銀行の試行錯誤を見ても明らかであろう⁵。

2) 変革を促す株主と政府

こうしたドイツ企業の自主的な変革は、株主と政府のスタンスによっても促進されている。

まず、ドイツ企業において株主重視の姿勢が鮮明になってきた背景の一つとして、ドイツの株主からのプレッシャーが大きな役割を果たしている。ドイツには、4,500の投資クラブの持株会社であるDSW（株主擁護協会）が1965年より株主アクティビズムを展開しているが、同協会は95年8月、ドイツにおけるガバナンスを強化する声明を発表した。ここでは、監査役会の改善、会計監査法人の役割の強化、銀行の議決権行使の在り方の見直し

³ “Deconstructing relationships”, *Financial Times*, November 23, 1999 参照。結局同社は、破産手続きを申請したが、政治的な配慮によりシュレーダー首相が銀行団と交渉し、公的資金投入を約束することによって、銀行団の追加融資を引き出した。

⁴ “Deutsche Bank cuts stake in Allianz”, *Financial Times*, June 7, 2000

⁵ 落合大輔「ドイツ銀行とドレスナー銀行の合併構想とその破綻」『資本市場クォーターリー』2000年春号参照。

等が提言されている。

政府も、こうした DSW の提言を採用し法改正するなど、企業の変革を後押ししている面がある。特に、過去数年、ホルツマン社や、ヒポフェラインスバンクなど大企業において粉飾決算が明らかになるなど、監査役会の機能不全や開示制度の在り方も問題となり、従来型のドイツ企業の在り方そのものの見直しを迫るきっかけとなっている。

こうした問題を受け、先述の KapAEG により、連結財務諸表について、ドイツの会計基準ではなく、国際的に通用する基準のみによる作成を可能とした他、98年に政府は「企業の監視と情報開示に関する法律」を制定した。この結果、株式持ち合いを抑制する意図の措置も導入されている。

従来ドイツにおいて持ち合いは、資本充実の原則に反するものとして、これを問題視する見方があったが、新たな規制の意図は、むしろ、持ち合いによってドイツ企業が M&A から隔離され、結果として競争力が高まらないことを危惧したものである。もともと 1996年のドイツ法曹家大会において、企業コントロールの市場の発展を妨げているような相互保有に対する規制を強化しなければならない、という決議がなされたことが一つの契機になっている⁶。

持ち合い解消を円滑化させるため、キャピタルゲイン税を無税化する法案も提出され、議会で審議中である。これが成立すれば、持ち合い解消が一気に活発化するという見方もある。

もちろん、M&A を行った結果、企業価値の拡大につながらなかったケースも多いという指摘もあり、またドイツ銀とドレスナー銀の合併構想破談に見られるように、M&A のノウハウにおいて稚拙な側面も垣間見られる。さらに、ボーダフォンのマンネスマン買収を契機に、外資によるドイツ企業買収を規制しようという議論が表面化するという状況もある。しかし、大きな流れとして、株主価値重視の経営に向けた経営者の意識変化を、政府もサポートする形で、ドイツの企業行動は大きく変貌しつつあると言えよう。

3. 我が国企業の変革の行方

1) 低調な M&A

先述の通り、我が国における M&A は、昨年急増したものの、図 2 に示されるように、世界の M&A に占めるシェアは金額、件数とも 4%に過ぎない。

もちろん、表 1 に示すように、昨今、我が国の企業行動の構造的変化の兆しが散見され

⁶ 学習院大学の神作教授のご指摘による。

表1 わが国企業を巡る最近の動き

| | |
|---------|---|
| 99年3月 | 日産、日産ディーゼルがルノーの資本受け入れに合意。 |
| 99年6月 | 英C&WのIDCへのTOB。日産、ゴーン氏がCOOに就任。 |
| 99年7月 | 富士通、さくら銀とインターネットオンライン専門銀行設立を発表。メインバンク関係を超えた業務提携として話題に。 |
| 99年8月 | 興銀、DKB、富士銀統合発表。持株売却の報道。 |
| 99年10月 | ソフトバンク、ソフト・ネットワーク事業部門を分社化、社員4人の純粋持株会社に移行。 三菱自動車、ボルボと資本提携。 日産、リバイバルプラン発表。 |
| 99年11月 | 日立製作所中期経営計画発表。積極的な企業買収も視野に。 |
| 2000年1月 | ソニーがSMEなど上場子会社3社を完全子会社化。 独ベーリンガーインゲルハイムによるエスエス製薬へのTOB。 エム・エイ・シーによる昭栄へのTOB発表 |
| 2000年3月 | 三菱自動車とダイムラークライスラーが資本提携に合意。 |
| 2000年5月 | NTTコミュニケーションズが米データ通信のベリオ社にTOB。 三菱重工と日立製作所が製鉄機械事業の統合を発表。 |
| 2000年6月 | さくら銀行がみなと銀行にTOB。 |
| 2000年7月 | 米自動車部品メーカーJCIが池田物産にTOB。 NEC、中期経営戦略の発表。買収や合併に6000億円投入を発表。 |

(出所) 野村総合研究所

表2 企業を巡る法制度面の変化

| | |
|----------|---|
| 99年8月 | 産業活力再生法・租税特別措置法改正法成立「事業再構築、創業支援など」(10月施行)、商法改正法成立(10月施行)、「株式交換、簡易株式交換、株式移転」の制度創設 |
| 99年12月 | 民事再生法成立(2000年4月施行)。 |
| 2000年3月期 | 企業会計、連結会計制度への全面的移行 |
| 2000年4月 | 改正商業登記法成立(電子公証、電子認証制度の導入) |
| 2001年1月 | 商法改正「会社分割制度」施行(予定)、会社分割税制は2001年4月以降(予定) |
| 2001年3月期 | 金融商品の時価会計の本格実施 |
| 2002年度 | 連結納税制度の導入(予定) 抜本的商法改正(コーポレートガバナンスの見直し、計算書類等の電子化対応、資金調達手段の改善など)(予定) 独占禁止法(金融会社の持株規制、持株会社の範囲、大規模会社の株式保有総額の制限の対象となる株式の範囲等)の見直し(予定) |

(出所) 野村総合研究所

るようになっている。また表2に見られるように、我が国、産業、企業の活性化につながる重要な制度面の改革も次々と実行されつつある。

しかし、M&A 戦略を重要な選択肢に位置づけつつ、大胆な事業の選択と集中を実現させつつあるドイツの伝統的大企業に比較すると、我が国においては、経営が大きく悪化するなかで、結果として外資の行動原理の受け入れを余儀なくされる例も目立ち、必ずしも、伝統的大企業が自ら積極的に自己変革に本腰を入れているという事例は多くないように思われる。法制度面の改正が矢継ぎ早に実現されるようになっているだけに、企業の実体的変化の遅れが、相対的に目立っている感もある。

言うまでもなく M&A が、常に最良の経営上の選択肢であるわけでもなく、これを礼賛するものではないが、世界の企業が M&A を重要な経営戦略としながら、経済、産業構造の大きな変化を乗り切ろうとしている中、我が国企業において、これが不活発であることが、我が国企業、ひいては、我が国経済の競争力の低下につながるのか、という懸念は残る。M&A は経営権の売買の市場を明確にするものであり、この過程を通じて、より優れた経営者が、ポテンシャルのある企業の経営を担うよう、マネジメント・リソースが合理的に再配分されることが可能になる。逆に、能力が不十分な経営者が駆逐されるプロセスでもある。日本における M&A の不活発さは、こうした経営の合理的な新陳代謝のメカニズムが十分発揮されていないことの現れともとれる。

2) 株式持ち合いを巡って

実際のところ我が国は、むしろ株式持ち合いを通じて、M&A、特に敵対的買収の可能性を排除することを重視してきたことは、言うまでもない。

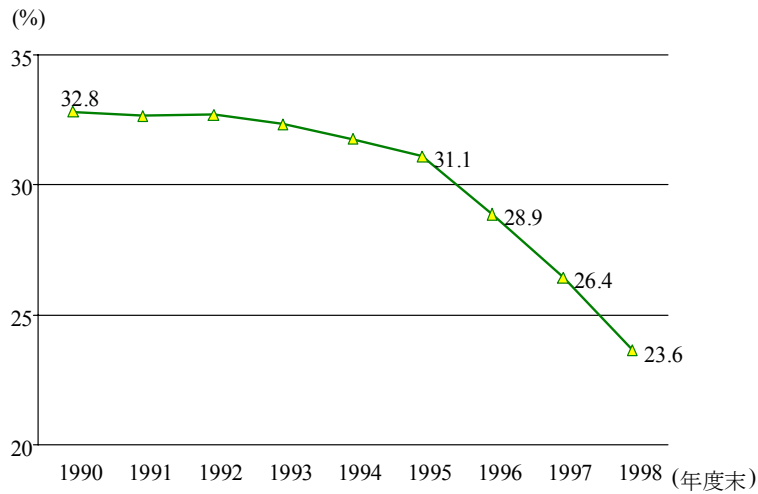
持ち合いは、図4に見られるように近年急速に低下しており、これを見ても、日本企業は着実に変化しつつある、ということが示唆されよう。しかし、図5に見るように、依然として企業の保有株の過半が金融機関の株式で占められている実態は、金融機関株のパフォーマンスが必ずしも良好ではないこと、さらに、証券発行等、資金調達手段が多様化しており、間接金融機関とのパイプの重要性は従来より薄れていること、等を考えると、まだまだ変化のポテンシャルはあることを伺わせる。

この場合、日本でも、ドイツのように政策的に持ち合い解消を促進する必要性がないかどうかの議論が必要と考えられる⁷。

持ち合い解消促進は、すでに大きな話題となってきた。すなわち、98年後半、金融機関による株式保有を禁止し、これを公的資金で買い取る構想、あるいは公開会社の持ち合い株式を交換し、消却する公的機関として「証券等健全化機構」を創設する構想、特別会

⁷ なお、2000年4月より、財団法人資本市場研究会にて、株式持ち合い等の解消に関する研究委員会がスタートした（座長は神田秀樹東大法学部教授。筆者もメンバー）。『月刊資本市場』資本市場研究会、2000年7月号参照。

図4 持ち合い比率の推移

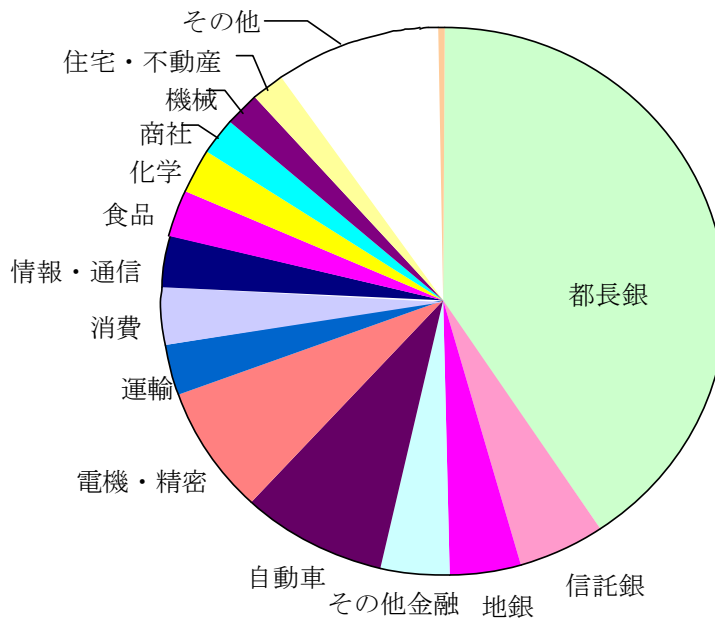


(注) 「持ち合い比率」は全上場企業によって保有されている上場株式の比率(時価ベース)対象は各年度末時点の全上場企業の上場株式。ただし、上場企業が保有している関係会社株式を除くベース。

(出所) 各種資料より野村証券金融研究所作成

図5 上場事業会社による保有株式の内訳

(除く関係会社株式、市場価格ベース、1999年3月末時点)



(注) 対象は1999年3月時点での金融を除く上場企業の保有する上場株式。関係会社株式として保有している株式を除く。

(出所) 各社「有価証券報告書」等より野村証券金融研究所作成

計を設置し、持ち合い株式を買い入れるという構想等が次々に出された。

これを受けて 99 年 1 月には、自民党も金融再生トータルプラン推進特別調査会で、株式買い取り機関の構想を検討した。これらの構想は、株価低迷による経済の危機的状況から脱却するための非常措置という発想として打ち出された面が強く、99 年 3 月以降の株高の中で、議論は後退していった。

もっとも、同時に年金積み立て不足の問題も表面化したこともあり、持ち合い株を年金基金に抛出することにより、持ち合い解消の促進と積み立て不足問題の処理を可能にすべきだ、という意見が浮上し、これは 2000 年 3 月の年金改革関連法で認められるに至った。

しかし、年金基金への信託方式による株式抛出は、年金基金の受託者責任が重視されている中で問題がないとは言えない。持ち合い解消促進が政策的に重要とするならば、単なる短期的な相場対策でも、年金基金の積み立て不足対策でもなく、持ち合い自体の在り方を問うていくのが本来の姿と言えよう。

3) 株式保有の在り方の見直しへ

この場合、持ち合いに限らず、企業ないし金融機関が株式を保有すること自体を見直し、そこに従来とは異なる意味づけをしていく必要がある。

日本の非金融法人企業の金融資産に占める有価証券比率は、98 年において 13.4%、株式に限定しても 9.9%に達するのに対し、米国の非金融法人企業の場合は、有価証券比率は 2.7%に過ぎない。企業が資金繰り等のために金融資産を保有するのは当然としても、日本の場合、有価証券比率が米国に比べて極めて高く、有価証券の中でも株式がその相当部分を占めるという状況は、合理的なのかどうか、という問題が生じよう。

企業が他社の株式を保有するにしても、最終投資家は、ある企業が他社の株式を買うことを期待して株主となるのではあるまい。良い株式なら直接買えばよいからである。従って、ある企業が他社の株式を購入するならば、それによって株主に対して、市場で購入する以上の付加価値が提供されることを納得してもらえなければならない。

銀行の株式保有もこの点は基本同じであるが、銀行の場合、銀行の健全性という観点も加わる。保有株の株価の変動が、銀行の自己資本を大きく変動させるという問題は、我が国は十分に経験済みであり、株式保有の見直しが各行で進展しているのも、当然のことと言える。

こうした中で、最近、事業会社の銀行参入計画が発表される一方、銀行が事業会社の株式を保有することに制限があることを問題にする声も高まり、3 月末に閣議決定された規制緩和推進計画では、2002 年を目途に銀行の株式保有を自由化することが盛り込まれた。しかし、言うまでもなく、これが安易な株式保有、安易な持ち合いの拡大につながることはならない。

米国では、従来、銀行が事業会社の株を保有することは原則禁じられていた（Bank Holding Company Act, Section 4）。例外として、受動的な投資（passive investments）のみ、議決権株の4.9%、エクイティ全体の24.9%を上限として認められていた。受動的な投資とは、その企業の経営や運営に関与せず、純粋に投資収益を目指すものである。

これが、99年11月に成立した金融制度改革法（Gramm-Leach-Bliley Act）により、金融持株会社（Financial Holding Company）が、傘下の証券会社を通じて事業会社の株式を保有する場合においては、この保有比率の規制が撤廃された（Section 103におき、Bank Holding Company Act に加えられた Subsection 4(k)(4)(H)に規定）。

しかし、この条項の施行にあたり、FRBは、十分な自己資本の手当の必要性を提案するなど、金融持株会社の健全性に慎重に配慮する姿勢を維持している⁸。我が国でも、銀行の株式保有に関しては、事業会社との公正な競争という観点から量的規制を緩和するにしても、こうした健全性の観点は、むしろこれまでの問題に鑑み、慎重なアプローチが望まれよう⁹。

もちろん、銀行ないしは金融サービス業の付加価値向上につながるような株式保有までも否定されるべきではない。この関連で注目されるのは、米国の銀行の最近の決算において、ベンチャー・キャピタル子会社等の好調な業績が、本体の収益に大きく寄与していることである。例えば、チェース銀の場合、99年において、プライベート・エクイティ業務からの収入が、収入全体の11.5%と、純金利収入（39.4%）に次ぐ柱となっている¹⁰。

また、JPモルガンは、LabMorganという部門を構築し、各種のeファイナンスのベンチャー企業を選別し、出資していくビジネスを大々的にスタートさせた¹¹。出資規模は10億ドル。関連要員は200人にまで拡大することが計画されている。すなわち、ベンチャー投資による収益拡大と同時に、電子金融取引に強い金融サービス機関への転換を、積極的なベンチャー企業への出資を通じて実現しようというものである。

金融仲介機関として、ベンチャー企業ファイナンスや、バイアウト案件に出資するといったことは、その本来的機能を発揮する場とも考えられる。我が国の銀行も、ベンチャーキャピタルやバイアウトファンドの機能を果たそうという意識を持たず、またそうしたファンドに特有の行動様式もとらなかつたにしても、過去において、結果として同種の役割を發揮してきた面もある。

今後は、従来型持ち合いを解消しつつも、健全性に配慮しながら、「銀行」というより、

⁸ “Federal Reserve and Treasury Department Announce on Merchant Banking Activities”, Joint Press Release, Board of Governor of the Federal Reserve System, U.S. Department of the Treasury, March 17, 2000

⁹ なお、金融監督庁は、2000年4月14日、「預金取扱金融機関等の自己資本比率規制に関する告示等の改正」についてのコメントを募集しているが、この改正案においては、銀行及び銀行持株会社の連結自己資本比率の算定上、子会社、関連法人等で金融業務を営む会社の持ち分を、自己資本額からの控除項目に加えることが検討されている。対象となる関連会社としては、ノンバンク、投資顧問、証券、リース、クレジットカード会社の他、系列のベンチャーキャピタル会社への出資金も含まれる。

¹⁰ 飯村慎一「チェース・マンハッタン・コーポレーションの低迷・再生・成長」『資本市場クォーターリー』2000年春号参照。

¹¹ 飯村慎一「JPモルガンの新たな戦略」『資本市場クォーターリー』2000年春号参照。

「金融サービス業者」として、その株式投資の位置づけを検討していくことが考えられる。その場合、政策保有株を別会社に移管し、これをアセットマネジメント・ビジネスとして純粋にパフォーマンスを追求する形を選択したドイツ銀行のケースも参考となる。

4) 銀行の株式売却を促す外的環境

しかし、現実に我が国の銀行が置かれている状況は、このように前向きな持ち合い解消でも、戦略的な株式保有戦略の一貫としての株式売却でもなく、経営健全化計画の要請や、下記に示すような時価会計の導入等の外的環境に促される形で、受動的な株式売却を迫られているという状況に近いように見受けられる¹²。時価会計関連の環境変化は、以下のようである。

まず改正商法により、「その他有価証券」の含み損は資本から控除され、配当可能利益が減少することになる。仮に配当が支払えなくなった場合、優先株に議決権が生じることになる。

また、本年1月に発表された「金融商品会計に関する実務指針（中間報告）」の91項において、売買目的有価証券以外の有価証券の時価が著しく下落した場合には、時価を貸借対照表価額とし、評価差額を当期の損失として処理（減損処理）しなければならないとされた。この場合、従来は、取得原価比50%程度以上が、「著しく下落」の判定基準とされたが、今回は、取得原価比30%以上50%未満も減損処理とされる可能性が盛り込まれた。銀行業界に対しては、特例が認められ、50%以上の下落銘柄が減損処理の対象と認識されていたが、これについても見直す動きがある。従って、原価法を採用していても、多額の株式償却を迫られる可能性が高まっているのである。

さらに、上記の実務指針の42項において、いわゆる益出しクロスは、売買として処理しない、とされた。この指針通りになると、益出しクロスにより損益を計上できなくなるため、利益計上のためには、株式の売り切りを余儀なくされることになる。

この他、去る6月に公開された預金取扱い金融機関の自己資本比率規制改正案では、その他有価証券の含み損は、Tier I キャピタルから控除されることとなった。大幅な株価下落が生じると、自己資本比率低下に直接的に作用することになる。

以上、含み損益の配当原資としての取扱い以外は、既定事項ではないものの、こうした制度改正の動きの結果、銀行は、大量の株式を保有することが、経営に思わぬ影響をもたらしかねないという懸念を、改めて強く意識するようになって見られる。このため、銀行は、保有株式の売却を加速させていくという見方もある。

¹² 大久保清和「再編前の大掃除が始まる：主要行の株式持ち合い解消は、今期さらに加速」野村證券金融研究所、2000年7月4日参照。野村證券事業法人部、竹下智氏にも有益なコメントを頂いた。

5) 今後の株式保有スタンスと M&A

以上、我が国の企業、銀行それぞれにおいて、株式保有の位置づけの見直しが必要であることを強調した。実際、持ち合いは近年縮小してきたが、これが単に、株価が低迷していたため保有水準の訂正が生じた、という性格の動きであったとすれば、株価の反発とともに、従来型の関係が復活し温存される、というシナリオもありえなくもない。

しかし、時価会計の導入、外人投資家のウェイトの高まり、コーポレート・ガバナンスの強化の流れ、証券市場拡大に伴う企業の銀行依存の低下、受託者責任意識の高まり等を背景に、そうした従来のは、見直しを迫られつつある。これは、徐々に進むというより、上記のように、銀行が、一層の持ち合い株式売却を余儀なくされていく可能性があるため、急速に持ち合いの縮小という実態が先行し、逆にどれだけ株式を保有すべきか、あるいはしないべきか、という戦略的意思決定を後付けで検討しなければならなくなる可能性もある。企業トップの姿勢の転換、そして行政も含めた体制の整備を伴いつつ、戦略的な持ち合い解消に乗り出しつつあるドイツの企業や銀行の姿とは、同じ持ち合いの解消といっても、本質的な差異がある。

中長期的に自らの株式価値を向上させるという観点から、最適な株式保有の水準やその中味に関するポリシーを、受動的ではなく能動的に、企業も銀行も策定していくことが必要な局面に来ているといえよう。パブリックポリシーとして何らかの持ち合い解消対応策が必要であるかどうか、このような企業の意識や行動の変化を促進するという観点で検討されるべきである。

企業及び銀行における株式保有についてのこうした意識転換があって始めて、我が国においても、M&Aを受け入れる環境、あるいは M&A を戦略的に実行していく環境も、本来の意味で根付いていくものと考えられる。

これまでの株式保有は、M&A を排除することを一つの重要な目的として行われてきた。これからは、株式保有自体の見直しを迫られる中で、いかに M&A を阻止し続けるかという目的から、いかに株式価値を高めていくかという目的に沿った行動がとられるべきであり、M&A を実行するないし受け入れることは、むしろその手段として位置付けられていくべきなのである。

株式価値の本質的な向上を意識した株式保有戦略が位置付けられなければ、提携、統合、合併といった発表がいくらマスコミをにぎわせても、それは一時のアナウンスメント効果しか持たず、経営権のダイナミックな転換を伴う欧米流の企業再編とはほど遠いものに終わるに違いない。

(淵田 康之)