

# M&Aで企業はどう変わるか

ゲスト GCA(株)代表取締役 佐山展生 氏  
聞き手 総合研究開発機構 理事長 伊藤元重

## 日本のM&Aの状況

**伊藤** 今日はGCA代表取締役、一橋大学教授の佐山先生からM&Aについてお話をうかがいたいと思います。ここに来てM&Aの件数や金額が増えてきていますが、その背景というか、一番大きな理由はどういうところにあるのでしょうか。

**佐山** 私は、1987年からM&Aのアドバイザーを始めているのですが、振り返ってみると、バブル崩壊までは、日本の企業にとって、企業を売却するという選択肢はありませんでした。会社の創業者は、自分がつくった会社を売るなんて、従業員にとっても言えない、また、大企業は、先輩が社長をやっている子会社を売却するとか、あるいは同期の人たちが働いている事業部を売却するということはあり得ない、ということでした。したがって、80年代およびバブルのころのM&Aというのは、ほとんどが日本の企業が海外の企業を売却する、いわゆるイン・アウト型でした。ところが、バブルが崩壊して売却せざるを得ないという企業がどんどん出てきて、日本のM&A

というのは本格的に加速し始めました。ただ、私は日本のM&A市場は、アメリカの成熟度を100としたら、まだ30ぐらいだと思っています。

私がユニゾン・キャピタルというのをやっていたときに、東証二部に上場のキリウを買収して非公開化し、それを売却するというのを2年余り前に手がけました。いわゆる最近話題になっているMBO(Management Buy Out)でした。MBOをやった後、その持株を売却するというので、入札で売却したわけです。そのときに大体、事業会社10社、投資ファンド10社ぐらいに声をかけました。

本来、日産系を中心とした自動車のブレーキをつくっている会社ですから、自動車部品の会社のほうが、シナジーがあり、投資ファンドよりも企業価値は高く評価できるはずで。ところが、最後に残ってくるのはほとんど投資ファンドでした。投資ファンドは投資するのが仕事ですから、利益が出て成長しているいい会社があれば投資します。ところが事業会社というのは、いい会社で、買収したほうがよくても、買収するのが仕事ではないですから買収しなくてもいいわけです。やら

ざるを得ない M&A は起こっているけれども、やったほうがいいのかという M&A はまだ十分起こってないと実感しました。

**伊藤** 事業会社に M&A を戦略としてやるようなリソースがまだないということですか。

**佐山** リソースの問題もありますが、トップの考え方だと思います。M&A は、取引先救済の M&A のような小さなものはビジネスの延長線上みたいなものです。しかし、いわゆる戦略的な M&A はやはりトップダウンでないといかない。トップが、M&A の案件が来たときに、「やったほうがいいのか」という M&A を進める体制になっているかどうか、あるいはトップのマインドが、M&A をしっかり捉えて、企業の価値を評価できる物差しを持っているかどうか、これが重要だと思います。

**伊藤** 日本の企業は今までのようなことをボトムアップでやってきましたが、M&A はボトムアップではできないですね。逆に言うと、これだけ M&A が話題になり増加していくとすれば、トップの頭の中は随分変わってくるというふうにお考えですか。

**佐山** 変わってきてつあります。年々この成熟度が高まっています。振り返ってみて、87年に私が始めたころというのは、アメリカを100としたら、せいぜい1ぐらいですよ。

**伊藤** アメリカで、今の日本と同じぐらいの状況というのは大体いつごろでしたか。

**佐山** 私が87年に始めたころは、アメリカはかなり成熟していました。なぜかという、

当時からロングリストといって、対象会社と業種を絞ってズラズラと並べて、意向打診をしたら、何社かからは「条件次第だ」と言われました。80年代でもね。日本では、まだそこまで行ってませんから、多分現状はアメリカの70年代ぐらいだと思います。

**伊藤** ロングリストというのは、こちらからこういうものを作って提示するのでしょうか。

**佐山** 業界を調査して、例えば何か作っている業界を、興味の程度で優先順位をつけて、会社の名前をズラッと並べます。優先順位の順番に売却するかどうか当たっていくわけです。当時、10社に声をかければ数社は「条件次第だ」と言われましたが、日本は今まだそこまで行っていない。10社声かけて1社あるかないかです。全然違います。どうしてボトムアップが難しいかという、M&A というのは基本的にその対象会社が将来大丈夫かということにあるわけです。「将来絶対大丈夫です」という M&A はありません。その時は、もうトップは腹くるしかないわけです。ですからボトムアップではなかなか難しいですね。

**伊藤** バブルが崩壊したことが一つのきっかけで増え始めたのは、やっぱり危機的な状況に追い詰められたところで始まったということですか。

**佐山** ええ、やらざるを得ないとなったわけです。一つは、資金繰りが苦しいのでどこかの傘下に入らなきゃいけないというのがあります。もう一つは、業界再編で生き残っていかない。それで、吸収合併される。それも一

つです。ですからもうやらざるを得ない。やらないとスタンドアライブでやっていけないというところからスタートしているものが、まだまだ多いということですね。

## バブル期と最近の企業買収の違い

**伊藤** 追い詰められて、とにかくあるものを売ってでも何とかしなければという状況から、今はもう少し前向きな方向に変わってきたということがいえますか。

**佐山** ええ。今、成熟度が 30 まで来ているのは、一部の企業については M&A のマインドをもった経営者がおられて、いわゆるバブルのころに海外の不動産とか何とか、事業に関係ないのを買収したものと違って、事業展開の中で買収しているというのが増えています。

例えば、今 65 人でこの会社をやっています。案件が、今年は年間で多分 100 件以上になります。その 4 分の 1 が海外向けです。ほとんどが日本企業が海外の企業を買収するものです。その中身は、地に足のついたもので、バブルのころの海外企業買収と全然違う買収になっています。本当の M&A がやっと始まったという感じですね。

**伊藤** バブルのころの買収と今の買収の違いはどういうところにありますか。

**佐山** 一つは、当時は海外から売り案件がどんどん持ち込まれて、金融機関がいくらでも貸すということをバックに、お金が出るんだっただらということを買収した件数も決して少なくない。ですから、痛い目に遇った企業も

たくさんおられたはずですが。しかし、今はそうじゃなくて、自分たちの戦略の中で、戦略に乗った買収をされている。今は、事業戦略の中でやるべきだといってやられている M&A が増えてきつつある。

**伊藤** 国内の案件に関して見ると、売る側と買う側とでは、買う側のイニシアチブがかなり強くなってきているのでしょうか。お話をうかがっていると、バブル崩壊の直後は、厳しいかなというので売る側のほうにイニシアチブがあったような感じがしますが。

**佐山** そうですね。当時の M&A というのは確かに売らざるを得ないというところから始まっていますからね。売り手と買い手の力関係は、「売らざるを得ない」から始まっています。今は、売らなくてもいいけれども売ったほうがいいと。要は選択と集中でね、ノンコアだから売ったほうがいいという売却も増えつつあります。これは売らなくてもいいわけです。しかし、売ったほうがいいというのも増えているのが大きな特徴です。温度差は、企業によって全然違います。非常に前向きに実際に選択と集中を実行している会社もありますが、そうではなく戦略として選択と集中を上げつつも全然やってない会社が同じ業界でもいっぱいあります。

**伊藤** 客観的に見ると、まだまだ日本の企業というのはそういう意味で売ったほうがいいものをいっぱいお持ちですよ。

**佐山** ええ。「どうして売却されないんですか、ノンコアのように見えますけど」と言っても、「いや、まだ利益出ているんだ」と言うこと

ろが多いですよ。利益が出ていたら売らないというのは非常に原始的な考え方ですね。利益が出ていけば、高く売れるわけですから、コアに集中すべきでしょう。それともう一つ、大企業さんで言われるのは、「これは人材の受け皿会社なんだ」と言われることもあります。ある意味では、受け皿会社でも利益が出ているのなら、真面目にやればもっと利益が出るわけですね。

投資ファンドから見て一番やりやすい、収益を出しやすいのは大企業の子会社ですよ。なぜかというと、大企業の子会社というのは、一般的に大企業のある程度まで行った方が社長に行かれるでしょう。その対象会社、子会社のほうにプロパーで入社した人というのは、あるレベル以上行けない人が一般的に多い。上がりのポストへ行った社長さんには、頑張っただんどん利益を出すインセンティブはない。利益を出せば、「おまえのところ利益を出してるじゃないか」といって親会社との取引関係を厳しくされたり、あるいは余剰人員を押しつけられたりしますからね。ある程度の利益を出すインセンティブはありますが、頑張っただんどん利益を出していくインセンティブはないわけです。逆に言うと、頑張りしるがものすごくあるということになります。

一方、一般的にオーナー企業というのは目一杯やっていますから、これを投資ファンドが買収して利益を出すというのは簡単じゃないですね。

## 企業のトップの重要性

**伊藤** 経営のインセンティブのあり方だとか、そういうものがかなり重要ですね。

**佐山** 重要です。それと、やはり企業はトップだということですね。企業はトップで9割以上決まります。事業戦略とか何とかいうのは二の次、三の次です。いいトップをもってくればいい人が集まってきますし、いい人がいい事業戦略を立てますからね。いい事業戦略があっても誰がやるかとなると、人がいなければ、結局人は抜けますし、事業戦略は実行不可能になります。これは投資ファンドをやってみて経営に関与してみて、実感ですね。

**伊藤** 日本の場合難しいのは、そういう人材が非常に少ないということなのですか。

**佐山** 少ないです。一般論として、大企業のトップに上り詰めるのは、高校野球の甲子園に例えると、地方大会の1回戦から勝って行って、全勝で甲子園に出場し、甲子園の決勝に勝たないと優勝できないのと同じですね。ずっと上からいい評価を受け続けられない。確かに、高校野球という中では強いかもしれない。そこを出て、他の分野では難しい。一般的にトップには、他の分野ではなかなか難しい方が多いんじゃないですか。

**伊藤** しかし、これは日本の今までの企業社会のずっと引きずってきたもので、M&Aで企業改革していくときに、かなり大きなボトルネックになるとお考えですか。

**佐山** やはり、そこそこ利益が出ている間は変わらないですね。危機的な状況にならないと変わらないと思います。私はいつも「ピンチはチャンスだ」と言っていますが、危機があるということは変革のチャンスなので、どこかで非常に苦しいことがあったとして、そ

れをバネにトップが変わって飛躍する可能性がある、と思っています。逆に言うと、自己否定に近いことをするわけですから、そういうことがない限り、なかなか中から変えるというのは容易ではありません。

**伊藤** M&A が増えるとして、いい人材が本当にたくさんいるのでしょうか。

**佐山** ポテンシャルを持っている人はたくさんいる、アメリカと同じだけいると思っています。何事も「分かること」と「できること」は違います。分かったからといってできるわけではない。できる人になるには実践が必要になります。アメリカの場合、実践の場というのはいっぱいあります。常に経営者に求めますから。日本は今までまったくありませんでした。投資ファンドができて、やっとなマーケットは少しずつできています。これを飛躍的に伸ばすとしたら、本当は大企業が 1000 ぐらいある子会社の社長を、上がりのポストにするのではなく、若手を入れて、そこで経営力を磨かせる。これで経営する人は飛躍的に伸びます。本当はそうやるとグループ全体の経営力が上がりますけどね。

**伊藤** 投資ファンドがかなりできてきて、M&A なんかが増えてくるということで、そういうところで実際に経営をする人を育てる可能性もかなり出てくるわけですね。

**佐山** 出てきます。どこかの業界で、そういうマインドを持った経営者がいて、変革したとしますと、必ず他と差がつきますからね、同業他社はやらざるを得なくなります。業界で一つそういうマインドを持った会社が出て

くれば、業界は変わると思っています。

## M&A による活性化

**伊藤** 佐山さんがご覧になって、今活性化が始まっている業界はどんなところですか。

**佐山** 例えば、オリックスというのはほかと違うでしょう。宮内さんという、特別なというか、経営力のある方がおられるからあんなったわけです。他の会社というのは大企業系だったり、全然社風が違うわけで、一気に差がグーッとついたでしょう。

**伊藤** 今非常に M&A が増えていて、アクティブな業界、たとえば流通などはどうですか。

**佐山** 流通、もちろんどんどんあるでしょう。件数としては、IT とか、当然多いです。流通ももちろんそうですし、物流もそうですし、これから医薬ですね。医薬は当然更に統合をやらなければいけなくなるでしょう。それから、総合電機も大きな M&A があっても全然おかしくない。

**伊藤** M&A といっても、必ずしも本業じゃない傘下にいっぱい子会社、関連会社があって、それをバラしてスリムになっていくタイプ。例えばマネックスと日興ビーンズが一緒になったというように同業が大きくなるという形でいくタイプ。コングロマリット化というかどうか分かりませんが違う業種の企業を買収していくタイプ。さらにはメーカーが流通会社を買収するといった垂直統合型のタイプ、といくつかパターンがありますが、日本は、今後どういうところから M&A が進む

のでしょうか。

**佐山** 例えばマネックスと日興ビーンズ、これは、要はパソコンを使ったトレーディングですね。新たなマーケットができて、その一歩先を行ったところが昔からやっているところと一緒になったということで、新たなマーケットの話ですね。新たなマーケットの話というのがそういうタイプの M&A ですし、そうじゃなくて、総合電機とか古くからある企業の M&A というのは、やはりこれは本当に持っていたほうがいいのかどうなのかという観点から、いったんノンコアを売却しスリム化する。しかし、スリム化するだけでなく、当然コアは強化しなきゃいけませんからね、それはそれで投資はする。ですから、売るだけでなく買う。歴史のある企業、体力のある企業というのはそういうタイプでしょう。

**伊藤** 古くからある同業が一緒になるような、例えば鉄鋼の合併みたいなものは、さっきの新興マーケットのマネックスみたいなところの合併と、違いはあるのでしょうか。

**佐山** これは逆にマーケット自体が大きくなっているのではなくて、競争が激しくなって、たくさんじゃやっていけない、という統合ですね。

**伊藤** そうすると、今のお話を三つにまとめて、一つは、新興企業で非常にマーケットが激しく動いているときに、ある種アイデアで、あるいはビジネスで先行しているところは、時間を買うために同業のほかのところを吸収する。

**佐山** そうそう。要はマーケットが大きくなっているところの M&A ですね。

それと、マーケットがそんなに成長してないところでは、生き残りのためにやる。銀行もある意味ではそうでしょうね。

**伊藤** そうですね。それから三つ目に総合電機のように、自分のビジネスのコアを集中していくために売ったり買ったりするという形。よく見られるパターンというのは、この三つぐらいですか。

### 純粋 MBO とセミ MBO

**佐山** まあそうですかね。あともう一つ、ちょっと視点を変えて、オーナー企業ですね。オーナー企業は、例えば上場して株を持っていたとしても、売れないですよ。オーナーが「売る」と言うだけで株価が下がりますから。また、オーナーが高齢化している会社って結構ありますから、その株をどうするのだという意味の M&A があります。

あるいは売却する。あるいは、MBO ですね。今世の中で言われている MBO というのは、私は MBO じゃないと言っています。「セミ MBO」だと言っています。「純粋 MBO」というのは、今日本ではワールドしかないんですよ。ワールドの MBO というのは、2005 年にわれわれがやらせていただいて、2300 数十億の非上場化だったわけですよ。非上場化後の株主というのは、ワールドの経営陣および社員約 30 人だけです。議決権を 100% 持っている。これが純粋の MBO なんです。

ところが、それ以外の MBO は、例えばすかいらーくとかポッカとか、すべて投資ファンドが 90%以上の議決権を持っているわけ

です。マネジメントもちょっと出しているだけですしね。ですからマネジメントはいつだって投資ファンドが解任できるわけです。ですから、MBO と言うと——こんなこというと投資ファンドに怒られるんですけども（笑）、耳障りがいいので MBO と言っていますけどね。

**伊藤** ワールド以外は、要するに、株の上場を廃止するための資金を投資ファンドからもらって、投資ファンドが 9 割以上の株主で残っていることですね。

**佐山** 少しだけ経営陣も出す、あるいはストックオプションがあるという意味で MBO と言っているだけです。ワールドは 100% 経営陣と従業員約 30 人が持っている。

**伊藤** お金はどうやって集めたのですか。

**佐山** これはメザニンがあるからです。メザニンというのは、英語で「中二階」(mezzanine) ですね。2 階が銀行のシニアローンで、買収のときの銀行の融資です。1 階が自分たちのお金です。エクイティ、その中間、だからメザニンと言います。何かというと優先株とか劣後債とかいったものの総称です。要はミドルリスク・ミドルリターン of 資金ですね。

**伊藤** 優先株とか劣後債みたいなものをマーケットから調達して、資金を入れて、株を買うということですか。その資金を出すのはファンドではないのですか。

**佐山** はい。ワールドのケースはどうなった

かという、1700 数十億を銀行のシニアローンで、525 億をメザニンで持ってきたんです。われわれはストラクチャリングして、「これ出ませんか」といろんなところを回りましたが、日本で初めてだったのでなかなか難しかった。中央三井キャピタルが、「分かった、出そう」と出していただけました。

525 億です。2300 数十億に 525 億もメザニンが入って、議決権のないその中間の部分が入ったからできたんです。ワールドの寺井社長から、GCA でお金を持っていたら今回もっと楽だったのにねと言われました。メザニンが一番大変だったわけです。それでわれわれはファンドを、株式会社メザニンというのを創ったんです（笑）。現在 687 億集めています。いつでも投資できる状態です。

**伊藤** ある意味で経営陣の、ワールドならワールドのこれからの業績を担保に、お金を貸すことですね。しかも株主としての口は出さない。劣後債なら劣後債の転換さえ確保できればということですね。しかし、それは相当その経営者への信頼がないと難しいですね。

**佐山** ワールドはそれだけ信頼があったわけです。寺井社長と 2 年前に話を始めて、あそこは別にワールドが作っているからお客さんが買っているわけではない。いろんなブランド、キクチタケオとか、インディヴィとか商品がいいから買っている。ワールド自体は、みんなが知ってる信用力もある。

2 年前の秋に、「こういう会社をどういうふう運営していったらいいと思いますか」って聞かれました。半年ほどずっとディスカッションして、会社の中身を教えていただいて、去年の 3 月の終わりに、「寺井さん、誰もや

ったことないけども、寺井さんのところだったら、100%の議決権を持った形の純粋なMBOをできるかもしれない。やってみますか」と話をしました。日本で初めてでしたから、1週間ほどリスクとか、いろんなことを徹底的に検討して「やりましょう」となり、1カ月間いろんなシミュレーションをやって、これは行けるということで、お金を調達して、できました。

**伊藤** 創業者の畑崎さんから見ると、ワールドは、上場したときに一回、一部マーケットに行って現金を得て、今度MBOをやって、さらにまた現金を得たという意味では、一番うまい形で、キャッシュ化できた。創業者は、後継者として、現社長以下素晴らしい経営陣がいたから、その力である意味でキャッシュアウトできたということですね。

**佐山** 創業者の立場から考えればね。

非上場後絶好調のようです。当初、エクイティを絞り込んで、メザニンとシニアローンを大きくしてスタートされましたが、業績が当初予想よりも好調なのでどんどん事業の価値も高まり、有利子負債も前倒しで返済しておられるようです。

今後、次の世代への更なる承継方法を検討されています。この前新聞に、契約社員5000人を正社員化する話が出てました。上場したままだったらなかなか難しかったでしょうね。純粋MBOは、自分たちの会社にするということですね。これは日本で初めてのものすごい試みです。

**伊藤** 資金を提供するファンドの側からは、劣後債か、優先株かで大分違うんじゃないで

すか。優先株の場合は、エクイティ部分の価値の部分は出てくると思いますが。

**佐山** そのとおりです。ならして言うと、優先株、劣後債のリターンはどのぐらいかという、大体15%くらいですね。ただ、それは金利で15%払うわけじゃない。年間の収益換算にすると、ということです。エクイティになったりして、その部分の将来のリターンがあるからそうなるわけです。シニアローンは3%とか、非常に低いし、エクイティのリターンというのは大体投資ファンドは30%以上見ていますから、その中間なわけです。しかし、それがないとこの買収は成立しないんですよ。銀行は1700数十億しか出せないし経営陣はそんな出せませんから、525億足らなかったわけです。メザニンが入ることによって初めて成約しました。

当時MBOにして、結局経営陣が甘い汁吸うのではないかと一部の新聞なんかを書きました。まったく分かってない。無借金で、数百億円のキャッシュを持っていたわけです。その経営をしていた人が、それだけ借りてまでやるというのは、根性がものすごく要ります。先程申し上げた金利換算で15%という、比較的金利の高いものを525億も調達しないとできないということは、どういうことか分かりますか。買収価格が高いんですよ。4700円という値段で公開買い付けしましたけれども、安いというならどうぞオーバービットしてくださいと。あり得ないと思っていました。われわれも目一杯であれ以上資金調達できなかったです。

**伊藤** 企業の経営者から見ると、自分の会社の商品に自信がある、しかもやりたいと思う



ときに、それを自信とか信頼をベースに、とりあえずお金を借りて、金利を返さなければならぬので、ある意味で非常なコミットメントをする。しかし、自分の自信どおりいけば、それ以上のリターンが将来見込めるということですね。ワールドの場合は、基本的にはデットを取り込んで、株を買ったわけですね。

**佐山** そうですね。ワールドの場合、余分なことをやらずに、本業が成長していることを軸にさらに伸ばしたいという、非常に純粋な LBO(レバレッジバイアウト)であり MBO なんです。

**伊藤** いずれあるところまで行ったら、今度はもう一回公開するということは十分あり得ますか。

**佐山** それはあり得ます。現在のようなすごいペースでの成長ではなく、ちょっと並みの成長力になったときに、上場というのは考えてもいいというのが一つと、もう一つは、ワールドという会社自体を非上場化しましたけれども、子会社でブランドの会社がいっぱいあるわけですよ。このブランドの会社を上場していく可能性はかなりあると思います。ホールディングは未上場のまま行く、という方向が一番可能性が高いと思います。

それと、MBO、MBO と今言われているセミ MBO ですが、それらは実際には全部 LBO なんです。ファンドが買収するときには、できるだけエクイティを減らしたい。なぜかという、エクイティのリターンを高めたいですからね。どうして LBO といわれぬのかという、バブルのころに LBO で痛い目に

遭ったんですよ。ですから LBO と言うともうすごい印象が悪い。ですけど、実態は全部 LBO なんです。

**伊藤** その場合、例えばすかいらくとかが、ああいうふうな形でやるということは、キャッシュが入るから創業家はよく分かりますよね。それで採算は合うのでしょうか。

**佐山** 私は、中身を知りませんが、野村プリンシパルと CVC というファンドがやられましたから、それは採算合っていると思います。それぞれの思惑があるわけですね。オーナー家はオーナー家でキャッシュニーズがある、投資ファンドは投資ファンドでキャピタルゲインを狙う。そのベースになるのは、やはりその会社自体がある程度いい会社にならないとだめですが。

**伊藤** さっきの話に戻りますが、メザニンにそれだけお金が集まってきているということは、今後もしっかりした経営者という企業の素材があれば、MBO というのはまだ日本では出てくる可能性が十分あるとお考えですか。

**佐山** ホンモノの MBO ですね。「セミ MBO」が新聞とかニュースに出ますでしょう。後で、財務内容を見ると、セミ MBO にする必要ない、「純粋 MBO」で行けるのにセミ MBO になっているケースが多いですよ。なぜかというと、このセミ MBO をやりませんかと持ちかけるのは投資ファンドなんです、一般的に。投資ファンドは、自分たちがエクイティを過半数持つのが仕事ですから、そこからスタートします。経営陣は、まさか、そんな少ないお金で買収できると思っていない。それ

に気がつく、ワールド型の純粋な MBO はかなりあると思っています。

## MBO の成功条件

**伊藤** 純粋な形の MBO をやったらうまくいくという典型的なケース、特徴はどういうことですか。やっぱり無借金会社ですか。

**佐山** 純粋の MBO ができるというベースは、まずは経営者がしっかりしていること、キャッシュフローが安定していること、あるいは伸びていること、それからもう一つ、中に借入が少なく余剰キャッシュとか、要は非営業資産がたくさんあることです。営業に関係ない資産をたくさん持っているという強いですね。

**伊藤** 借入が少なく、余剰ないろんな資産があることがかかわってくるということですね。

**佐山** ええ。その中にある余剰キャッシュというのは、実際買収代金、借入と相殺します。例えばワールドという会社があったとして、これを買収するために受け皿会社をつくって、ここで資金調達して、買収して、合併する。合併後、ガバッと借りた借入金が、この会社と一緒にあります。中にキャッシュがあればそれを返済に使えますからね。そういう意味で借入金を減らせます。ですから借入金が少なく余剰キャッシュが多いほうがいい。

**伊藤** 企業のバランスシート構成みたいなものも重要ですね。

**佐山** 重要です。ですからデットがいっぱいある会社は難しいんです。もう既に LBO 状

態にありますからね（笑）。

**伊藤** 私は M&A はあまりよく分からないですが、経営力もあって、いろんな無駄とは言わないまでも余っている資産があるときに、その企業の力を最大限にエクイティに生かすためには、むしろエクイティデットスワップというか、まさに MBO みたいなものをするとうまくいくだろうということですね。

**佐山** そうですね。もう一つ、株式市場の時価総額は、会社の 100%の株式の価値を全然表していません。個別に見てみると、とんでもなく高い企業、とんでもなく安い企業があります。主に機関投資家は、中に持っている資産、非営業資産、余剰キャッシュとかを織り込まないで、PBR（Price Book Value Ratio）ベースでしか株価を見ない。だから、いくら現金や余剰資産を持っていたって関係ないわけです。しかし投資ファンドからみれば、それらをいくら持っているかが重要なファクターです。そういう意味で、とんでもなく割安な企業がいっぱいあって、そこに一部の投資ファンドが目をつけて投資している。

もう一つ、PBR の議論をするときには、資産の中身が大事ですね。例えば PBR が、A 社、B 社、両方 1 だとしても、A 社のほうは、半分だけ使って営業している。残り半分が余剰キャッシュだとすると、その分プラスアルファの価値があるんですよ。株式市場ではそれを見られてない。PBR の議論をするときには、資産の中身を見ないとだめといつも言っています。

**伊藤** 一つは、バランスシートの中に、魅力になるキャッシュだとか、マーケットブルな

アセットがあるかどうかということと、もう一つは、経営陣が機能しているか機能していないか、という二つの条件の中で、ファンドが一番やりやすいのは、バランスシートは非常に魅力的だけれども、経営者があまり機能していないところということですね。

**佐山** 一番難しいですが、最大の防衛策は「いい経営陣だ」といつも言っています。

**伊藤** では、ほかの人でもできそうな経営をしているところでバランスシートが非常にいい会社はどうしたらいいんでしょう。やっぱり配当ですか。

**佐山** 配当で一時的に株価が上がることはありますが、結局お金は会社から流出するわけで、根本的な解決にも何もならない。それはなにがしかの手を打たないといけないと思います。個別に企業によって違うと思いますから、本当に分かっている人に相談すべきです（笑）。

**伊藤** 話をさらに進めて、累積債務に苦しんでいるバランスシートが悪い会社というのは、これもこういう M&A みたいなやり方でやれる方法というのはあるのでしょうか。

**佐山** 一般的によくされるのは、good company と bad company で分けるというのがあります。例えば私がユニゾンにいたときに、東ハトのお菓子の事業の買収をしました。あのお菓子の事業というのは、売上が毎年ずっと 10 年以上、200 億ぐらいで安定し、営業利益も 20 億ぐらいずっと安定している事業です。しかし、この会社は有利子負債が 400

億だった。これは株として買収できないですね。ですからお菓子の事業だけを買収しました。残りは民事再生後に処理されることになります。そこまで行くと、会社としての継続性はなくなってしまいます。

**伊藤** バランスシートがひどい会社であっても、中に本当に光るものがあつたら、そこを摘出して、M&A か何かにしてやると救えるケースはあるということですね。

**佐山** そうです。例えばカネボウが産業再生機構に行く前にわれわれが提案したのは、化粧品の MBO です。それをどんどん伸ばせば、株の価値が上がりますから、上場するとか何とかすればバツと返せるわけですね。要は、しんどい会社の中にいいものがあつても、伸ばしきれない。それを自由に伸ばせるところに一回外に出しましょう。持分を全部売ってしまわなくても構わないのです。持分を残していたとしたら、将来それでキャピタルゲインなり何なりを得ることができます。

**伊藤** M&A というのは、単に資産の振り替えだけじゃなくて、創業家のしがらみだとか、あるいはいいセクションと悪いセクションの間の関係によって出てくるような問題だとかいうものをスパッと断ち切るという部分は非常に大きいですね。

**佐山** そうです。私は、M&A がどんどん加速してきている一つの要因は、持ち株会社制度だと思います。法律が変わって持ち株会社が認められて、持ち株会社の下にビジネスニーズがぶら下がっていると、流動性が増します。これは非常にいいことだと思います。

## 敵対的買収とは

**伊藤** バブルだけじゃなくて、持ち株会社制度を認めてきたとか、今度国際的な三角合併も入りますけれども、そういうものがいろいろ出てくる仕組みが、使いやすくなっていることが随分影響しているということですね…。

最近では、敵対的買収だとか、あるいは業界再編に絡むようなものが出てきていますが、個別ケースにコメントするのは非常に難しいんじゃないでしょうか、こういうケースってこれからも増えるのでしょうか。

**佐山** 敵対的買収が増えるかどうかということになると、M&A のマーケットが大きくなればなるほど、ある一定の比率で敵対的買収もあるでしょうから、「敵対的買収も増える」といえます。

敵対的買収の議論をするときに重要なのは、何が敵対的買収かということです。敵対的買収というのは、言葉を聞くと非常に悪い、悪の印象がありますが、実際には善悪とは関係なくて、単に対象企業の経営陣が反対しているだけの話です。もし経営陣だけが反対していて、従業員、取引先その他は、この買収は成立したほうが良いと思っている敵対的買収があったとしたら、私はこれを「善なる敵対的買収」と言っています。これは、日本経済にとって起こるべきです。

今後敵対的買収をかける人は、その対象会社にとって良いことだというメッセージを出さないといけないでしょうね。一般的に買手からのメッセージは、これだけプレミアムを払いますから、と株主に対してだけしか出さない。株主に対するメッセージは出さないと売ってくれませんから当たり前なんです。

株主だけではなく、従業員、取引先も含めて、「われわれと一緒にするとこれだけいいことがあるじゃないですか」と言って、味方につければ、経営陣だけが反対している敵対的買収になります。

**伊藤** 日本の場合には、従業員というのは、ある意味で、組合も含めて、会社とある一体感みたいのを持っているところが多いから、なかなか難しいのではないですか。

**佐山** いや、一般論として経営者があぐらをかいて従業員が泣かされている会社はいっぱいありますよ。誰が見たって、もっとこのブランドを生かせるという会社がいっぱいあります。そんなところは、本当は経営陣が代わったほうが良い。

しかし、従業員にとってもいい、会社もよくできますよと提案しても、経営陣が自分の地位を守るために、「敵対的買収だ」といって防衛策をやられると、結局その買収が起こったほうがその会社にとってもいいのに起こらない。その時には、買収をかけた側が、この買収は起こったほうがみんなにとっていい、というメッセージを出して、世論を味方につけてれば、私は世の中、大分変わると思います。

日本電産の永守さんが、敵対的買収は起こるべきだと、いつも言われています。例えば、永守さんの目から見て、経営陣がだらしない、もっと生かせるのに、という会社は多分いっぱいあるはずですよ。そんなところを TOB をかけて買収を、経営陣が反対しても、従業員はそのほうが業績も上がり、給料も上がっているから賛成してくれますからね。

**伊藤** 今回の明星みたいな、まさに、なかなか言い難いんですけども、いわゆる声を出す株主というのは、これからも出てくるのでしょうか。

**佐山** 結構、今回スティールパートナーズはかなりの利益を得ますからね。これと同じことが他のところでできますから。そういうところが来ても、会社の価値自体が上がったわけではない。本当は会社の価値を上げてくれる投資家が大株主になったりするほうが、いいわけですが、要は何もクリエートせずに儲けているようにも見えるわけです。例えば、どこかの投資ファンドが割安のところはかなり投資をして、その会社が嫌がるようなところへ「売るぞ」と言って、会社側を困らせる。「いやあ、困った困った」と言っていると、どこかホワイトナイトが現れて買収すると、その投資ファンドは多額の利益を得ることになります。

**伊藤** 全部のケースを一緒にしなくてもいいのですが、愛知県のソトーのケースのようにたくさん内部留保を持っていても、あの業界はなかなか厳しいから投資できませんよね。

**佐山** ただ、あれは 2003 年の 12 月ですね、あのときの財務状況は、まず営業利益が 14 億円ぐらい毎年出ていて有利子負債はなく、金融資産が 250 億あったと記憶しています。私の試算では、株の価値は 320 億です。70 億円の営業の価値、プラス 250 億のキャッシュ。ところが当時の時価総額は 100 億円。これは業界云々以前の問題として、株価自体がおかしい（笑）。

**伊藤** そういうケースがあったときに、経営者としてどうすべきでしょうか。

**佐山** まず、自分たちの価値を把握すべきだと言っています。本来 320 億の価値があるべきなのに 100 億でしか評価されてなかったら、いつ誰が来たっておかしくないわけですよ。じゃあどうするかということで、例えばマーケットがそれだけしか評価しないんだったら、自分たちで株式市場から出ていったらいいわけですよ。公開買い付けで非上場化するんですね。マーケットで評価されないのだったら、誰かにやられる前にやるというのが一つの大きな選択肢だと思います。

**伊藤** それは株価操作と言わないですよ。株価に対して自分のところの資産、ポジションをしっかりと守るということですね。それを怠った経営者がいたということですね。

**佐山** さっき申し上げたように、機関投資家は持っている余剰資産を評価しないからです。投資ファンドはそれを評価しますから。当然評価のギャップがくるわけです。

**伊藤** 企業をどういうふうに変えていくのか、経営していくかで、いろんな課題があったことが、M&A によっていろんなものがあぶり出されてきた。これを好ましい方向にもって行くために、一つは、そういう経営者になれるような人材がしっかり育つこと。もう一つは、株式市場について経営者がしっかり理解した上でマーケットが機能することですね。

**佐山** そうです。ですから株式市場というのは、上場のメリットというのは当然ある。し

かし、ずっと上場を続けていて、今後も続けている意味があるのかは、会社によって違うと思います。ワールドのように株式市場を出たほうがよかった会社もあれば、先程申し上げたように、とんでもない安値しかマーケットが評価してくれない会社でしたら、外にいったん出ればいいわけです。

私は、株式市場というのは、いったん入ったらおしまいではなくて、出たり入ったりするものだと思っています。出たり入ったりすること自体が、企業存続方法の見直しにもなるし、基本的にその時に誰も損しませんからね。株式市場を出るときにも既存株主にはキャピタルゲイン払うわけですから。そのまま

だったら安い値段の人が、30%ぐらいのキャピタルゲインをもらって、株主もいい。外に出て活性化されるのだったら従業員もいい。皆さんいいわけです。

**伊藤** その瞬間に、ものすごく大きなリスクとリターンの交換みたいのがあるわけですね。

今日は、非常に面白いお話をうかがってすごく勉強になりました。ありがとうございました。

2006年12月6日実施

(編集主幹：加藤裕己 NIRA 客員研究員)

佐山展生（さやま のぶお）氏

1953年京都府生まれ。京都大学工学部高分子化学科卒。76年帝人(株)入社、ポリエステル  
の重合関連業務に従事、87年三井銀行（現三井住友銀行）入行、M&A関連業務に従事  
する。94年ニューヨーク大学大学院ビジネススクール卒、MBA取得。99年東京工業大  
学大学院卒（学術博士）、同年ユニゾン・キャピタル共同設立。

2004年からGCA代表取締役ならびに一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授、05年  
より教授。

事業再生実務家協会常務理事、経済産業省：MBO研究会、企業価値研究会、金融庁：  
公開買付制度WG 各委員