

**健全なるグローバル化進展のために、
積極的な外資の活用を!**



研究プロジェクト
「企業価値向上のための外資活用策」

中間報告書 要旨

研究主幹：安田 隆二

2008年 11月

21PPI

- Japan's Open & Dynamic Policymaking Hub -

21世紀政策研究所
The 21st Century Public Policy Institute

はじめに

いま、未曾有の金融危機と世界不況の恐れの中で、**グローバリゼーションは危機**に直面している。恐慌が各国に保護主義を台頭させ、多極化する世界が排他的国家キャピタリズムを生みがちであることは過去の歴史が示している。

しかし、**成熟化の度合いを深める日本経済にとって、健全なグローバリゼーションの発展は不可欠**である。それは、日本企業の成長源が海外市場の開拓にあるからということだけではなく、成熟化した国内経済の高付加価値化には、海外資本の技術やサービスや人材が日本で活動することが欠かせないからである。

現在の危機は一国だけでは解決できない。一方で、**日本資本は積極的に海外投資を拡大し資本と技術を提供**すべきであり、他方で、**外国資本による対内直接投資を促進**し、貿易と資本の互恵的相互交流によってグローバリゼーションの危機を克服すべきである。

その際、3つのプリンシパル(原則)を掲げるべきである。

第一は、“**健全なグローバリゼーションへの信頼観**”を回復することである。過去十数年間、世界には、**市場原理主義に基づく自由でボーダーレスなグローバル競争がレッセフェールの**世界経済を活性化させ、**そこでの株主利益の最大化**こそが企業の至上目標であるというドクトリンがはびこってきた。

確かに、グローバルな競争が、産業のイノベーションを刺激し、世界経済の成長の駆動力になった時代もある。しかし、いつの間にか、モノやサービスという実体的付加価値を生み出す産業資本に取って代わって、巨額の借入金をテコに世界の証券・不動産・資源・企業買収に投資し、短期の利益を追求する金融資本(投資ファンド)が急台頭し、世界に「**借金投資ゲーム・バブル**」を発生させていた。その暴走のつけが、今の世界同時不況の一因でもある。**産業資本の付加価値創造力を取り戻し、社会への責任と規律を持った健全なグローバリゼーションの道**を回復することが重要である。

第二は、日本は“**世界を見つめた国益観**”をしっかりと確立することである。グローバリゼーションとは、国家が喪失したコスモポリタンのボーダーレス経済社会になることではない。各国には安全保障や公の秩序等を損なう恐れから守るべき国益があり、それを相互に尊重した上で、グローバル経済のメリットを共有しようとして、市場を出来るだけ世界へ開放していく不断の努力がグローバリゼーションである。国益観なき国にグローバリゼーションは語れない。

よくある、外資の脅威から守るために『**鎧を纏うべき**』論と、外資には全て開放して『**裸になるべき**』論の、極端な二者択一を迫る議論は不毛である。何故、外資に開放するのか?それは、日本経済はグローバリゼーションの中で付加価値を生み出していかなければ成長できないし、グローバリゼーションの中心にいなければ、日本はアジアでの相対的地位を失うからであろう。逆に、何故外資を一部規制するのか?それは、日本の安全保障や公の秩序を損なうのを防ぐためである。いずれも“世界を見つめた国益観”から生まれる考えである。鎧か裸かの議論の正解は、出来るだけ裸になるが、**必要な分野では毅然として『服を着る』**ことに他ならない。

第三には、対内投資促進策と外資規制制度については、誇りと自信を持って「グローバルに通じる日本スタンダード」を堂々と主張していくべきである。確かに、経済協力開発機構(OECD)には、加盟国が遵守すべき資本移動の自由化を出来るだけ推進するという合意がある。しかし、具体的な投資推進策や規制制度は、世界唯一の「グローバル・スタンダード」なるものがあるわけではない。原則をふまえた上で各国の状況に合わせた「多様な独自のスタンダード」が存在する。日本も、諸外国の多様な制度や施策を比較しながら、日本独自の対内直接投資促進策を推進し、国益上不可欠な規制制度の導入を図っていくべきである。欧米流のグローバリゼーション・モデルが揺らいでいる今こそ、日本が発言するときである。

金融危機と経済不況に直面して、対内直接投資問題はより重要な意味を持ってきている。

外資系企業と共同で未来型の高付加価値事業へ投資することは、**景気刺激策にも内需拡大策にもつながる**。そして、それは、将来日本と世界をつなぐ絆にもなる。アジア企業の日本進出の芽生えを更に育てることが、日本とアジア市場を緊密にする鍵でもある。そして、知識産業界での内外の知・情報・人材の活発な交流こそが、**低成長下での高付加価値化を可能にする**。決して外国企業の**対内投資を減速させてはならない**のである。

不況によって、日本は再び企業再生資金へのニーズが高まり、過半数の日本企業の時価が簿価を下回る異常な価格になった。淘汰を勝ち残ったプライベート・エクイティ・ファンドや中国・アジア・中東のソブリン・ウェルス・ファンドが、日本買いを進めることも予想される。彼らの**リスクマネーの貢献を歓迎するとともに、秩序ある投資活動と情報開示を厳しく求めておかなければ、金融資本の暴走が再発しかねない**。

そして、不安が増す世界環境の中で、**安心して外国資本に開放するためには、国の安全保障と公の秩序等を損ないかねない外国投資を効果的に規制する安全弁**を持っていることが前提条件となる。

こうした課題の解決を早急に行わなければ、遅きに失しかねず、グローバリゼーションは更に危機を増しかねない。

対内直接投資促進策に関しては、今までも諸官庁や、学識経験者による議論や提案がなされてきた。しかし、理念と現実を融合して具体策を推進しないと対内直接投資は進まない。そのためには、世界の直接投資の最前線にいて、現実の外国資本に触れてきている産業界・金融界の現場の声ももっと反映させてい

いのではなかろうか。

当研究プロジェクトが期待することは、未来の日本経済や企業活動に大きな影響を与えるこのテーマに関して、日本社会・産業界・金融界が、はっきりと自己主張することであり、異論を戦わせることである。

そうした観点から21世紀政策研究所内に研究プロジェクト「企業価値向上のための外資活用策」を発足させ、調査・研究・討議を行ってきた。本論はその中間報告書要旨である。

INDEX

「企業価値向上のための外資活用策」タスクフォース委員一覧	4
I. 何故、対内直接投資を促進するのか？	5
II. 日本は“ジャパン・パッシング”されているか？	7
III. 排外的・閉鎖的法制度の緩和が促進の鍵か？	9
IV. 外国企業と、投資ファンド。どちらを優先？	11
V. 従来 of 官主導で外国企業を魅了できるか？	14
VI. 対内M&Aの障害は、買収防衛策を含む法規制か？	16
VII. PEFはハゲタカか？それとも、頼もしいリスクマネーか？	19
VIII. 中東・アジア・中国のSWFにどう対応するか？	23
IX. 国益を損なう恐れがある外資投資を防ぐ備えは十分か？	27

研究プロジェクト「企業価値向上のための外資活用策」 タスクフォース委員一覧

研究主幹	安田 隆二	一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授
委 員	阿達 雅志	ポール・ワイズ・リフキンド・ワートン・ギャリソン 法律事務所顧問
	岩倉 正和	西村あさひ法律事務所パートナー
	木村 俊一	東京電力総務部法務室長
	佐久間 総一郎	新日本製鐵総務部法規担当部長
	竹内 一弘	住友商事経営企画部長
	長谷川 克之	みずほ総合研究所市場調査部長
	阿部 泰久	日本経団連 経済第二本部長
	21世紀政策研究所	
	辻垣 卓也	主任研究員
大和総研	岡野 進	執行役員
	柏崎 重人	企業財務戦略部長
	深澤 寛晴	企業財務戦略部シニアアナリスト

I. 何故、対内直接投資を促進するのか？

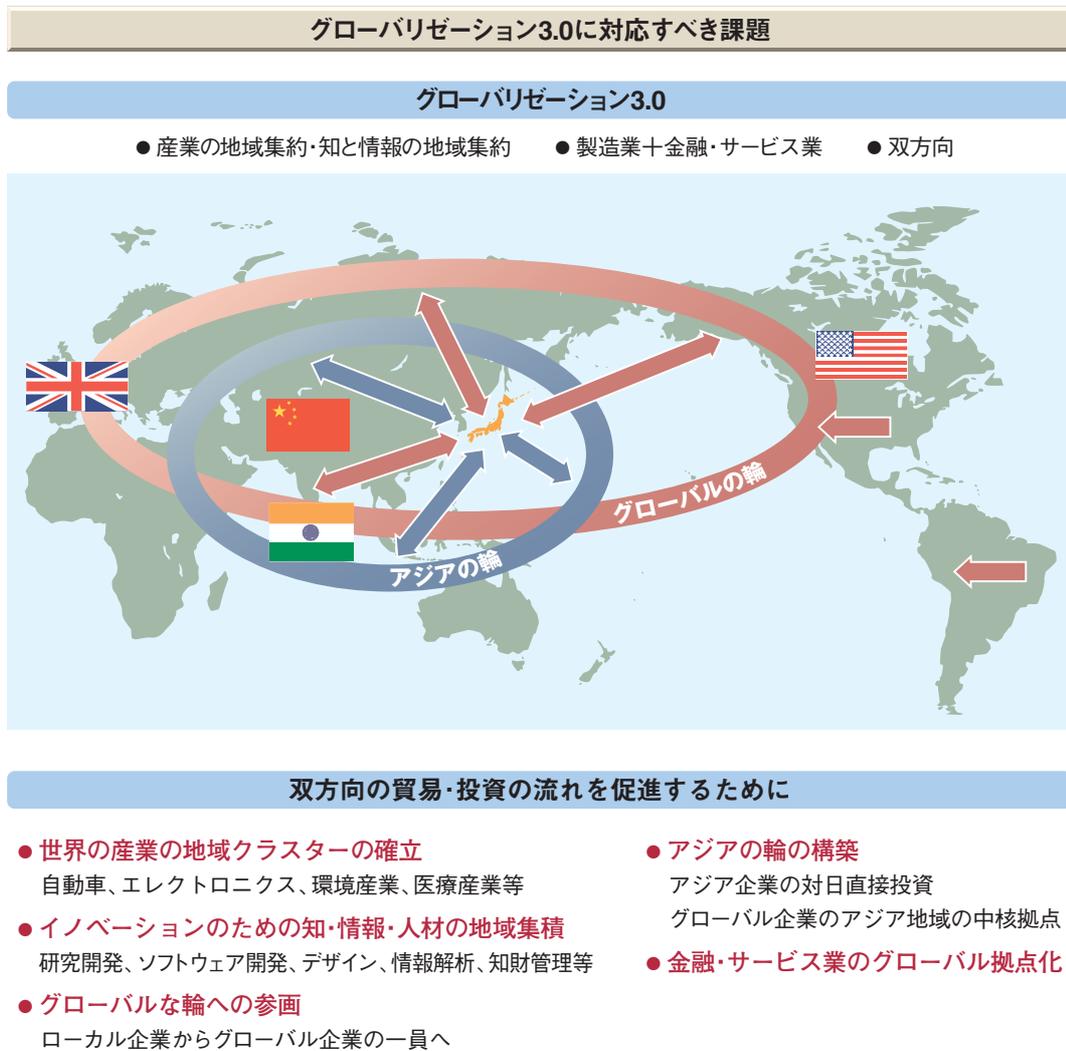
“互恵的雙方向”の資本の流れにより
グローバルの輪を作り出す
「グローバリゼーション3.0」の時代になった。
日本企業による対外投資と同時に、
外国資本の対内投資を活発にすることが、
成熟した日本経済の価値創造力を高める条件だ。

- 1 「グローバリゼーション1.0」は、特定国への輸出と現地生産を追求する日本から海外に向かう「一方向への点展開」だった。
- 2 「グローバリゼーション2.0」は、グローバル戦略による現地化と、研究・調達・生産・販売・サービス機能の世界最適ネットワーク化を求めて「点を一方向の線でつなぐ展開」だった。
- 3 知価社会における「グローバリゼーション3.0」は、地域集約・地域集積（面）によって産業の中核拠点となった日本から海外、そして、海外から日本へ「面間を双方向に流れる展開」である。
- 4 従ってグローバリゼーション3.0では、対内投資の増大で5つの課題を実現することが課題である。
 - 日本が世界の拠点の1つとなるだけの内外企業の地域集約がなされ、「地域クラスター（地域面）を確立」すること
 - イノベーションによる高付加価値化を図るため「世界の知・情報・人材の地域集積を創る」こと

- 日本と世界の各地域面(世界の産業・知的創造の中心拠点)を結ぶグローバルな輪を築く企業集団の活躍を活発にすること
- 将来のアジア地域経済圏をにらんだ布石を打つべくアジアの輪の中心になることを急ぐこと
- 非製造業、すなわち製造業とは違った性格を持つ金融・サービス業の対内投資促進を図ること

5 成熟化した日本経済の単純な量的成長は難しい。しかし、対内直接投資を増やして高付加価値化を進め、質的成長を遂げることは十分可能である。

図 I -1. 成熟化した日本経済の高付加価値化には内外の活発な資本交流が不可欠



Ⅱ. 日本は“ジャパン・パッシング” されているか？

証券投資は世界的にも外資のプレゼンスは高く、
直接投資残高も90年代半ばに比べ4倍以上の水準だ。

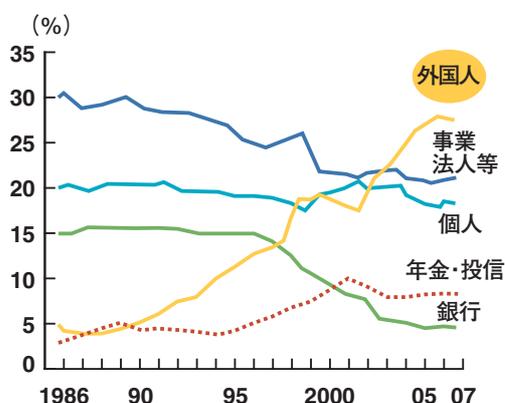
対内投資は着実に拡大している。

しかし、直接投資に関しては、一層の投資促進が
国家的課題だ。さもないと、日本はグローバルな
経済の輪から外れて、付加価値創造力や
グローバル競争力を失い、アジアでの地位を
低下させかねない。危機感を持つべきだ。

1 対内証券投資では、外国人投資家による日本企業の株式保有シェアは
3割近くまで拡大している。フロー（売買量）ベースでは5割強を占め
るほど外国投資家のプレゼンスが高い。

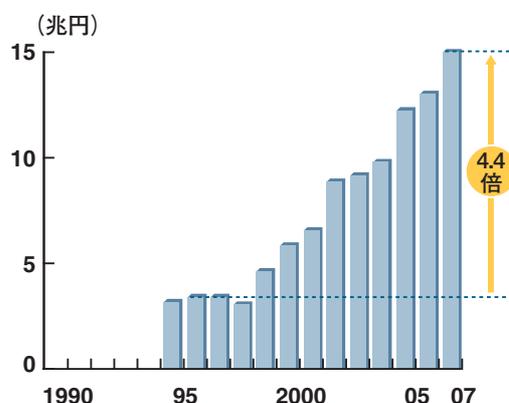
図Ⅱ-1. 証券投資も直接投資も、海外から日本への投資は着実に進展

日本の株式の保有者別推移



出所:東京証券取引所

対内直接投資残高推移



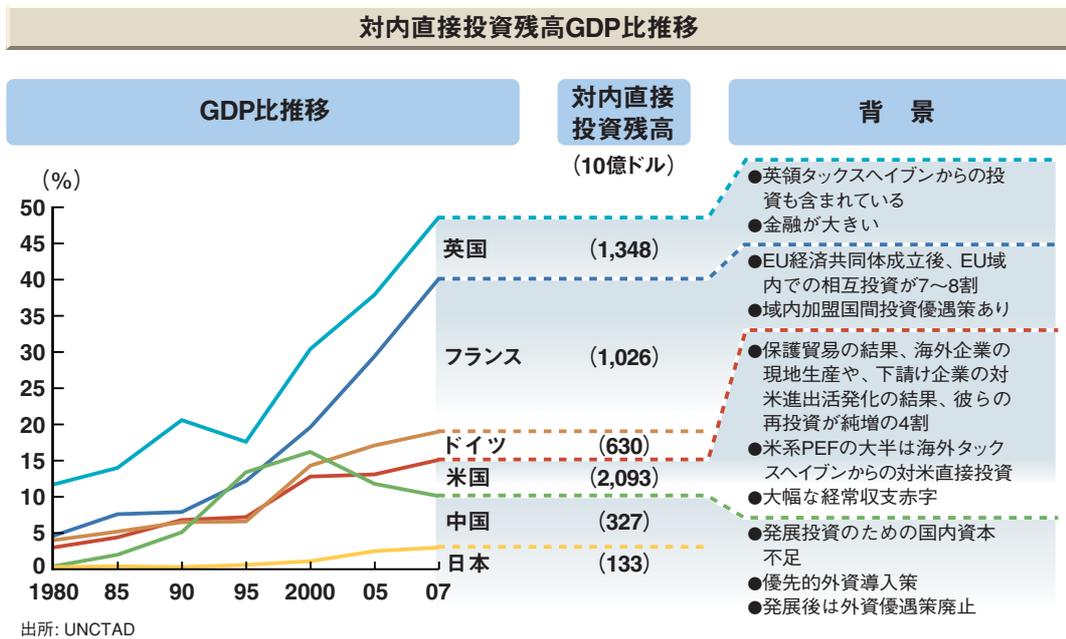
出所:財務省、日本銀行

2 対内直接投資残高も90年代半ばに比べると4.4倍に増加し、15兆円強に達している。外資系企業のロイヤルティ収入を含めたROEは約15%と高く、情報産業・医療産業・石油産業等、日本の産業のリーダーとして活躍している外資系企業も少なくない。

3 歴史的・地域経済的背景等を見無視して、対GDP直接投資残高比率が諸外国に比べ少ないから日本は対内直接投資を拡大すべきという、表面上の数値のみにこだわった論調には疑問がある。

4 対内直接投資促進の真の目的は、グローバル化3.0の時代には、対内投資を推進し、グローバルの輪の中心にいないければ、日本経済の高付加価値化は頓挫し、アジアでの相対的地位を落としかねないからである。残された時間は少ない。

図Ⅱ-2. 確かに日本の対内直接投資残高はまだ低い、歴史的・地域経済的背景を見無視して単純に比較はできない



Ⅲ. 排外的・閉鎖的法制度の緩和が促進の鍵か？

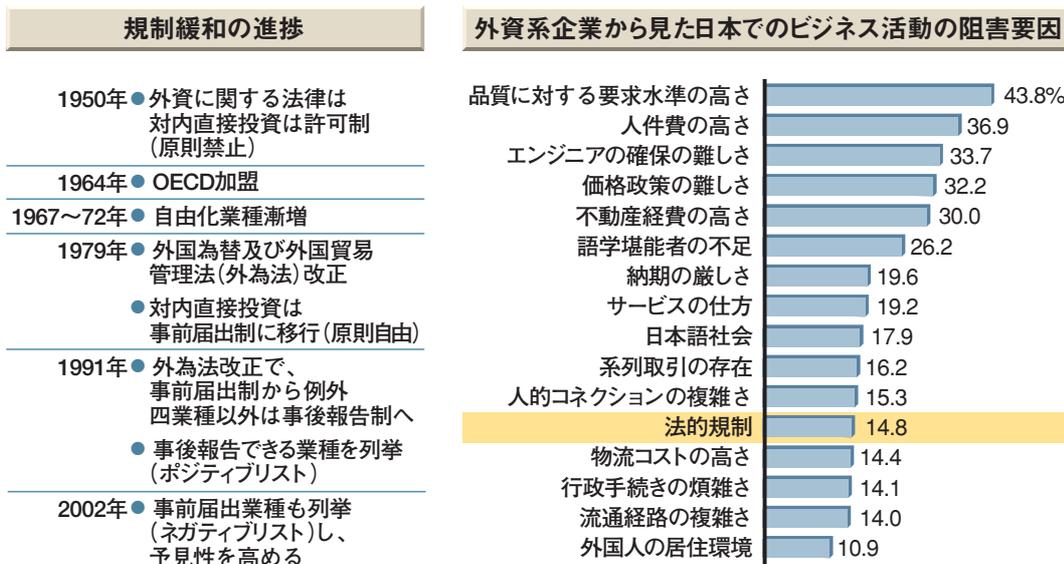
ここ10年来の規制緩和で、今や日本は排外的法規制が少ない国のひとつとなっている。もはや、法制度改正は、対内直接投資促進の中心テーマではない。対内直接投資促進の最大の課題は、外国資本が成熟した日本経済の将来に持つ不安や不満を取り除き、日本経済自身のビジネス市場としての魅力度を高め、グローバル活動に欠かせない拠点と認めさせることに他ならない。これらの課題は、外国企業以上に日本企業にとっての課題でもある。

- 1 規制緩和が進み、今や日本の法規制は外資に対して排外的・閉鎖的ではない。実際、外資系企業からは、法規制が対内投資の障害の要因という声は少なくなっている。
- 2 但し、外資規制ではないが、一部の業界の規制・制度に対しては、ジャパン・コスト、ジャパン・リスクとして批判がある。この分野は、日本企業も共同して改正を要求していくべきである。
- 3 一部のグリーンメーラー的アクティビスト・ファンドからは日本市場が閉鎖的だという批判があるが、それを対内投資開放度のリトマス試験紙と捉えるのは建設的議論ではない。
- 4 外国資本には成熟化した日本経済の将来への懸念が強い。それを払拭するだけの日本市場自体のビジネス魅力度を向上することこそが最大の課題ではないか。

たとえば、

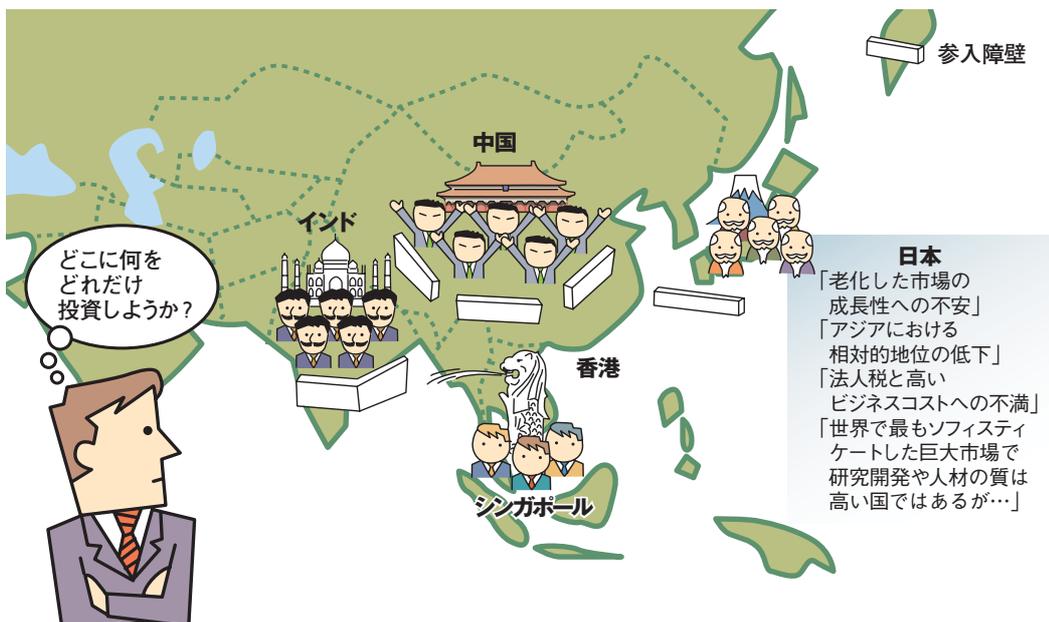
- 高齢化した将来の日本の将来市場の低成長性への懸念
- アジアにおける相対的な国力の低下への不安
- 法人税を含むビジネス・コストの高さへの不満

図Ⅲ-1. 法規制の緩和は進み、外国企業には、日本の法規制は大きな阻害要因とは意識されていない



出所: 「対日直接投資に関する外資系企業の意識調査」 ジェトロ (2008年3月)

図Ⅲ-2. 法制度の見直しより、成熟した日本市場の魅力向上が鍵



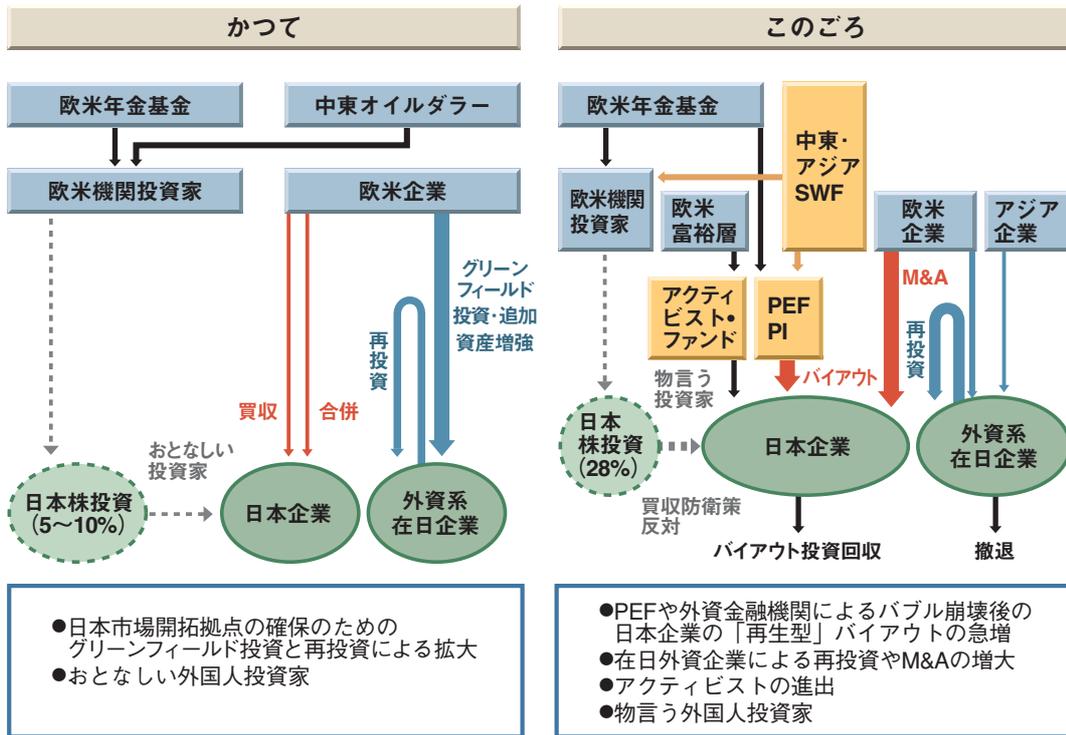
出所: 「対日直接投資に関する外資系企業の意識調査」 ジェトロ (2008年3月)

IV. 外国企業と、投資ファンド。 どちらを優先？

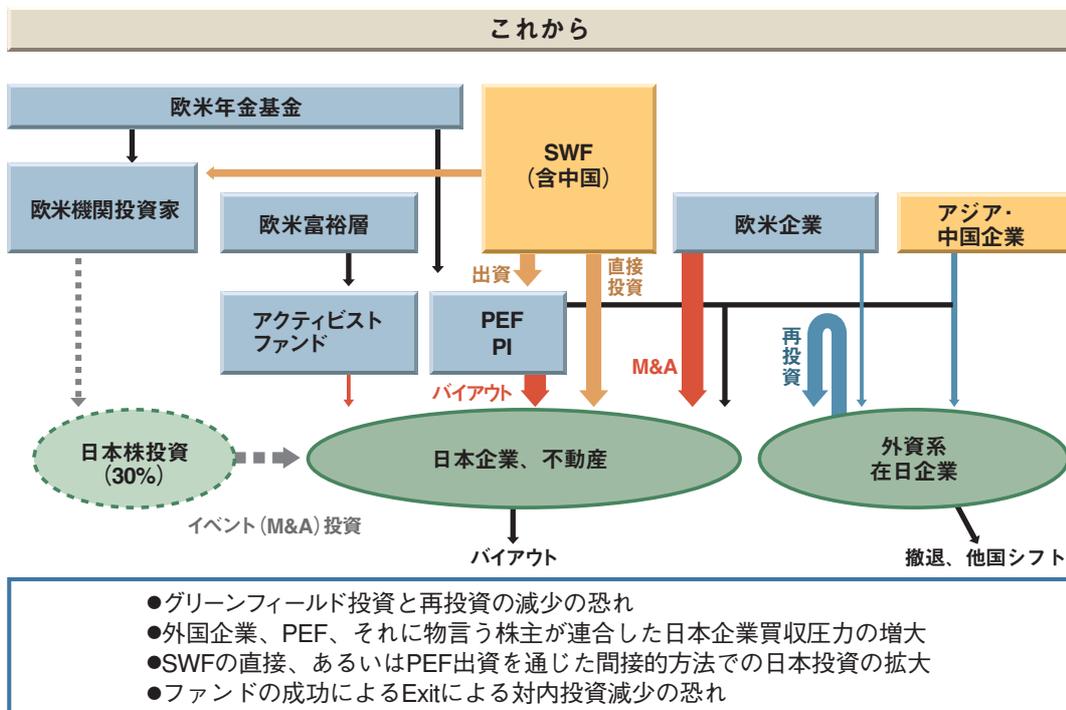
「産業資本(ストラテジック・バイヤー)だろうと、金融資本(フィナンシャル・バイヤー)だろうと、日本に投資してくれるなら、無条件に歓迎すべきだ」と主張する論者がいる。しかし、両者には投資目的や産業への貢献に厳然たる違いがあり、グローバル化3.0戦略遂行には、金融資本よりも外国産業資本の対内投資導入を最優先すべきである。

- 1 産業資本(外国企業)による直接投資は、日本に新しい商品・サービスや技術を導入し、異なるビジネスモデルを持ち込んで日本経済を刺激し、約100万人の雇用を創出している。さらに、彼らを通じてグローバルな世界と連結が進んでいる。
- 2 他方、ここ数年、金融資本(プライベート・エクイティ・ファンド(PEF))が世界の直接投資純増額の15~20%を占めるまで急台頭している。
 - ハイリターンを求めるリスクマネーを世界で調達
 - 超低金利を利用して、大きな借入金をテコにして少ない資本で企業を買収
 - 資本の論理を徹底して、リストラ等で株主価値を向上
 - 短・中期間で上場あるいは他社に売却して投資収益を確保
- 3 金融資本は、日本企業の不良債権処理や企業再生、そして、不振企業の覚醒や、ノンコア子会社の売却引き受け、非公開化案件に貢献している。しかし、日本に、新しい商品や技術を持ち込んだり、日本企業を世界市場と結びつけるグローバル化3.0戦略の役割は小さい。

図IV-1. 対内直接投資では、産業資本は既存外資系企業の再投資・追加投資が拡大。そして、新しくPEFという金融資本が大きな投資家になりつつある



図IV-2. 将来は、金融資本にはさらにSWF (ソブリン・ウェルス・ファンド)も影響



4 金融資本の背景にあるリスクマネーが、PEFと並んで、ヘッジファンドや石油資源ファンド・穀物ファンド・不動産ファンドにも流れ、最近の金融危機や経済混乱の一要素にもなった不安定性を持つ点にも注意を払う必要がある。

5 両資本からの対内直接投資を歓迎するが、その目的と性格の違いからして、外国産業資本の投資促進策を最優先して、諸々の投資インセンティブ等を提供すべきである。

図IV-3. 日本経済への貢献：産業資本 vs 金融資本

		産業資本vs金融資本							
		産業資本			金融資本				
		製造業	サービス業	金融業	プライベート・エクイティ・ファンド	ソブリン・ウェルス・ファンド	アクティビスト・ファンド		
自力進出	新規進出企業	●グリーンフィールド投資			最優先で政策資源を配付し促進				
	既存外資系企業	●再投資 ●追加投資							
他力進出	M&A	●少数株主 ●経営権取得			友好的買収環境の醸成				
投資の性格	●付加価値創造源 ●投資期間 ●投資収益目標 ●リスク許容度			●事業シナジー、成長による企業価値向上 ●長期 ●ROE ●低			●業務や資産リストラによる株主価値向上 ●短・中期 ●IRR (15%以上：高レバレッジ) ●高		
直接投資残高増への効果				●持続的に蓄積していく			●バイアウトではプラス。但しIPOに成功したり、日本企業に売却されるとマイナス		
					諸刃の剣の上手な活用				

V. 従来の官主導で外国企業を魅了できるか？

日本の強さで魅了し、それを日本のグローバル化戦略3.0に活用できる分野のキーワードは、地域産業クラスター、地域知識集積センター、アジアゲートウェイ、国際金融資本センターだ。

外国企業の投資はビジネス合理性に基づくものであり、私企業の目線が大切だ。そこで、構想の実行にあたっては、従来の官主導・民支援の方式から、民主導・官支援に転換し、日本企業と外国企業が共同して、収益を目指したビッグ・プロジェクト方式で実施していったらどうか？

大掛かりな経済特区制度やネット時代にふさわしい「バーチャル経済特区」(医療関連・環境関連産業)も検討課題だ。

- 1 産業資本の対内直接投資促進のターゲットは、新規投資ではなく、既に日本で活動している欧米系グローバル企業の日本での活動拡大のための再投資・追加投資の促進に置く。
- 2 新規投資のターゲットは、新ビジネスモデル型欧米企業とアジアの優良企業に的を絞り、アジアには政・官・民共同で誘致キャンペーンを検討する。
- 3 テーマとしては、外資が評価する日本の魅力(「ソフィスティケートされた巨大な市場」、「高い人的水準」、「研究開発能力・高度技術加工力」、

「知財保護」、そして「金融資産大国」と、グローバルゼーション3.0の目標が合致する分野が考えられる。アイデアとしては、

- 1) 日本が強い産業の地域集約化(たとえば、九州北部の自動車産業とエレクトロニクス産業、関西の新エネルギー関連産業)
- 2) 知・情報・人材の地域集積による「研究開発型、感性開発型知的生産センター」(たとえば、バイオ・メディカル、工業デザイン、アニメ、情報分析アウトソーシングサービス)
- 3) 高齢化だからこそ市場の中心となりうる産業の共同開発(医療・ヘルスケア、金融資産運用サービス)
- 4) アジアのゲートウェイ化(研究開発、管理、知財、アジア物流、プロフェッショナル・サービス)
- 5) 国際金融センターとしての機能強化

4 推進母体としては、従来のアプローチを大きく転換し、ビジネスベースのアプローチを導入することも考えてはどうか。

- 官主導の法制度改革重視から民主導のビジネス重視
- 外国企業のみ対象から外国企業・日本企業両者対象
- ハード・インフラ整備中心からソフト・インフラも
- 小さな案件誘致からビッグ・プロジェクト

5 大規模経済特区(地域クラスター特区型と広域バーチャル特区型)を設け、内外企業が共同して、収益性の高い1兆円規模のプロジェクトを民主導・官支援で進行させることを考えてはどうか。

VI. 対内M&Aの障害は、買収防衛策を含む法規制か？

外国資本による日本企業のM&Aの活発化は重要な直接投資推進策だ。M&Aに関しては、法制度や価格面のハードルはずいぶん低くなってきており、買収防衛策も大きな障害にはなっていないとは思えない。残された最大のハードル除去策は、日本企業経営者が、グローバルマインドを持って、外資との連携による成長を柔軟に検討できるような意識改革を進めることだ。即効性はないが、地道な成功例の学習や啓蒙活動が大切だ。ところで、クロスボーダーM&Aの「相互主義の原則」の観点から、欧州と日本の間の強制TOB(公開買付制度)における全株式買付義務の差異を再検討することも課題と思われる。

- 1 M&Aは重要な対内投資手段である。世界においては、対内直接投資純増分の7割をクロスボーダーM&Aが占め、日本でも、最近では外国企業による日本企業の買収が対内直接投資の18%を占める。
- 2 M&A実施へのハードルは低くなっている。まず株式交換や会社分割制度等の導入で法制度は整備され、次に外国企業が株式を対価とするM&Aを行いやすいように、三角合併が認められた。それに、最近の株安で、日本企業の価格割高感も解消され、むしろ買い時とも見られている。
- 3 敵対的買収防衛策に関しても、グリーンメーラー的アクティビスト・ファンド以外に障害視する声は少ない。但し、将来の混乱を回避するためには、

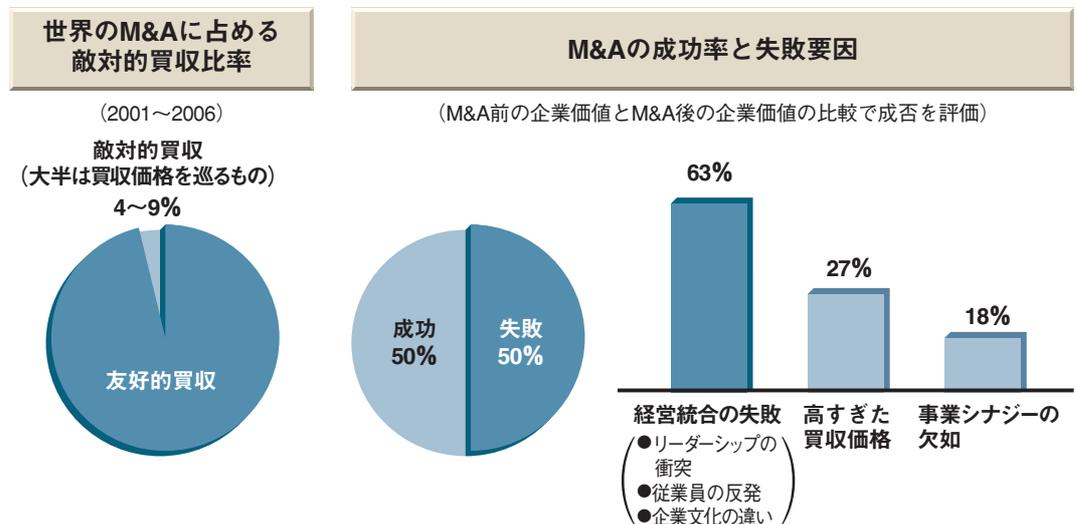
一方で合理性がない買収阻害を許さず、他方で濫用的買収者を牽制することに効果を発揮している英国のシティ・コードによる包括的企業買収ルールの設定も検討に値する。シティ・コードは一般原則として以下を挙げている。

- 株主の平等な取り扱い
- 株主による適切な判断の確保
- 取締役会の忠実義務
- 株価操縦の禁止
- 買収者の慎重義務
- 買付けが事業活動を妨げないこと

4 今後、政府系機関の民営化が予定されているが、公益性が強い企業に関しては、その上場時に、欧米に見られるような支配株主の排除規定や黄金株や種類株を利用した経営権の確保を行っておくことが大事である。事後的にルールを変更することは既存株主に混乱を引き起こしかねない。

5 多くの外国企業は、買収後の経営統合の成功のためには、友好的買収案件拡大を期待している。その最大の鍵は、日本企業経営者の意識改革が握っている。外国資本と手を組んで再編に参画しグローバルな成長を遂げる構想を選択肢に入れたグローバルマインドの醸成に努めることが肝心。

図VI-1. M&Aを成功させる(=スムーズな経営統合)ために、外国企業は、友好的買収を期待している



出所：「合従連衡戦略」(横山禎徳、本田桂子：東洋経済新報社)、「ポストM&Aリーダーの役割」(デビッド・フィビーニ：ファーストプレス)、「実践M&A マネジメント」(服部暢達：東洋経済新報社)、AT.カーニー等の資料を基に著者が作成

- 「自力にこだわって未来を失うのか、再編に参加して未来を拓くのか」
- 「日本のローカル企業として衰退していくのか、それともグローバル企業の一員として成長していくのか」

6 日本資本による海外企業の買収と、海外資本による日本企業の買収の間に大きな差異があっては公平感に欠ける。“相互主義”の観点から、日本と欧米とにあるTOB制度の差異を再点検してみる価値がある。

- 日本企業が英国企業の30%以上の株式をTOBで買収しようとしたら、100%まで買い上げる資金を準備する必要があるし、また少数株主の株式を強制取得するには90%以上のTOBへの応札がないとできない。ドイツも英国に類似している。他方、英国企業は、日本の企業の経営権を安く手に入れたければ、50%から66.6%の間の株式を取得することにすれば、全株式買付義務は免れる。しかも、3分の2以上を取得すれば、株式併合などにより少数株主から事実上強制買収することもできる。

図 VI-2. 日本のTOBルールは欧州に比べて緩い。相互主義の観点から、部分買付の可能性を排し、全部買付主義を欧州並にすべき

強制TOB（公開買付制度）の概要比較				
	日本	英国	ドイツ	フランス
規制対象 共同保有者	1名あるいは特別関係者と共同で3ヶ月の間に市場外で5%超、かつ市場内外合計で10%超取得した結果、所有シェアが1/3を超えるとき	1名あるいは複数の者が共同して30%以上取得しようとするとき	1名あるいは複数の者が共同して30%以上取得しようとするとき	1名あるいは複数の者が共同して33.3%超取得しようとするとき
情報開示	●TOBの対象会社の意見表明義務 ●買付者の対質問回答報告義務 ●価格決定、経営への関与内容、利益相反についての開示	●TOBの対象会社の意見表明義務 ●価格決定、経営への関与内容、利益相反についての開示	●TOBの対象会社の意見表明義務 ●価格決定、経営への関与内容、利益相反についての開示	●TOBの対象会社の意見表明義務 ●価格決定、経営への関与内容、利益相反についての開示
部分買付の 可能	2/3未満の保有の場合は 部分買付可能 (51~65%)	なし (パネルの許可があれば 一定レベルで可能)	なし (30%未満を取得しようと する場合を除く)	なし (10%以下を取得する 場合の簡易手続きあり)
全部買付義務	あり(2/3以上取得の場合)	あり	あり	あり
最低取得価格	制約なし	過去12ヶ月間に 支払われた最高価格	過去6ヶ月間に 支払われた最高価格	過去12ヶ月間に 支払われた最高価格
少数株主の 締出し	—	90%以上	95%以上	95%以上
TOB撤回	買収防衛策が採用された場合 撤回ルール緩和	義務的買付では 撤回権の留保禁止	撤回権の留保禁止	競合買付の発生や 買収防衛策の採用等の 場合は可能

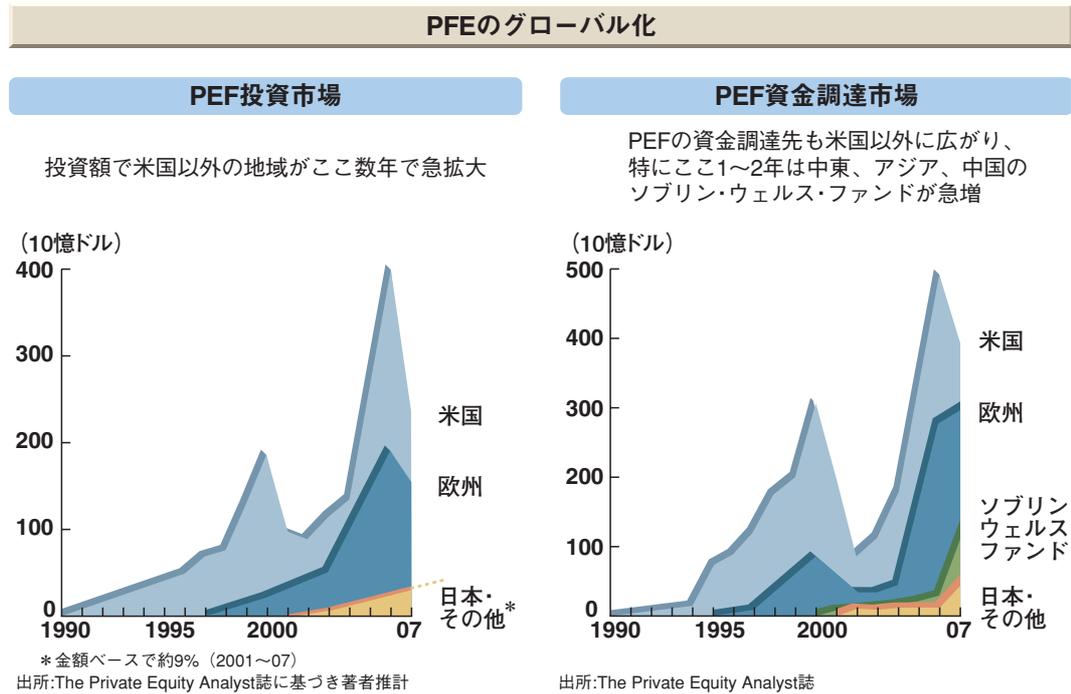
出所：「TOB・大量保有報告書見直しの全体像」横山淳著（金融商品取引シリーズ 大和総研2007年）、
「M&Aマネジメント」服部暢達著（東洋経済新報社 2003年）より、西村あさひ法律事務所加筆により作成
注：TOB制度はM&A関連法制度の一部であり、一覧表による比較は実態を正確に表さない可能性がある。本比較表参考のため。

Ⅶ. PEFはハゲタカか？ それとも、頼もしいリスクマネーか？

グローバルな投資・M&A市場に「ファンド・キャピタリズム」という新しい金融資本パワーが急台頭し、直接投資に大きな影響を与えている。その中心であるプライベート・エクイティ・ファンド(PEF)は、光と陰の二面性を持つ諸刃の剣だ。企業にリスクマネーを提供し資本の論理を貫徹して短中期に株式価値を向上させる“光の面”を引き出すには、個別ファンドの性格を見抜いて賢明に活用すべきだ。他方、その不透明性がもたらす“陰の面”については、情報開示の向上と産業資本との税の公平性を確保することが肝要だ。いつまでも海外のリスクマネーに依存するのではなく、日本に眠る巨大マネーを動かし、世界の超一流PEFプレーヤーのクラブに参加できる日本のPEF育成も急ぐべきだ。

- 1 世界のPEFは、運用資産2兆ドル、未投資資金が8,200億ドルにまで急成長し、2006年には世界のM&Aの約2~3割は、フィナンシャル・バイヤー(企業売買による投資収益を目的とする買い手)と呼ばれるPEFによるバイアウトであった。
- 2 外資系PEFにより開拓された日本のPEF市場は、国内外のファンドの参入が続き、今や運用資産2兆円といわれるほど急成長して、ややファンドバブルの様相もあった。

図VII-1. 米国で発展してきたPEF市場は欧州に広がり、ここ数年は資金調達先及び投資先とも日本を含むその他の地域が急拡大し、グローバル化が進んでいる



3 国内系・外資系ファンド運用会社を問わず、多くのファンドは海外のタックスヘイブンに設立された投資会社から投資されており、彼らの日本企業への投資は、統計上対内直接投資と見なされている。逆に、バイアウトされた企業が上場したり日本企業に売却されると直接投資の減少となる。

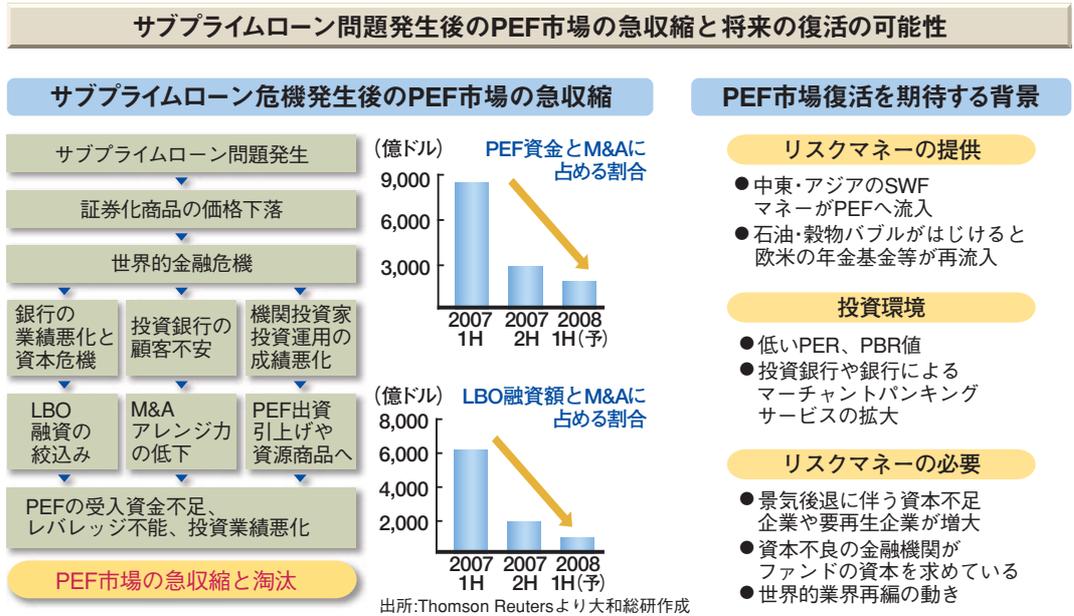
4 PEFも、再生型ファンド、不動産ファンド、バリューアップ型ファンド、PIPEs (Private Investment in Public Entities) 型ファンドまで多様に広がっており、各ファンドにより、性格も投資方針も異なっている。個別PEFの方針や性格を十分理解することが大事である。

5 昨年末以来の世界的な金融危機で、PEF市場は急速にしばみ、淘汰も始まっている。しかし、主要なPEFプレーヤーは、中東・中国等のSWF (ソブリン・ウェルス・ファンド) からの資金取り入れに熱心だし、世界的に再生案件への投資機会が増えることも予想され、日本企業のバイアウトが増大する可能性は十分ある。

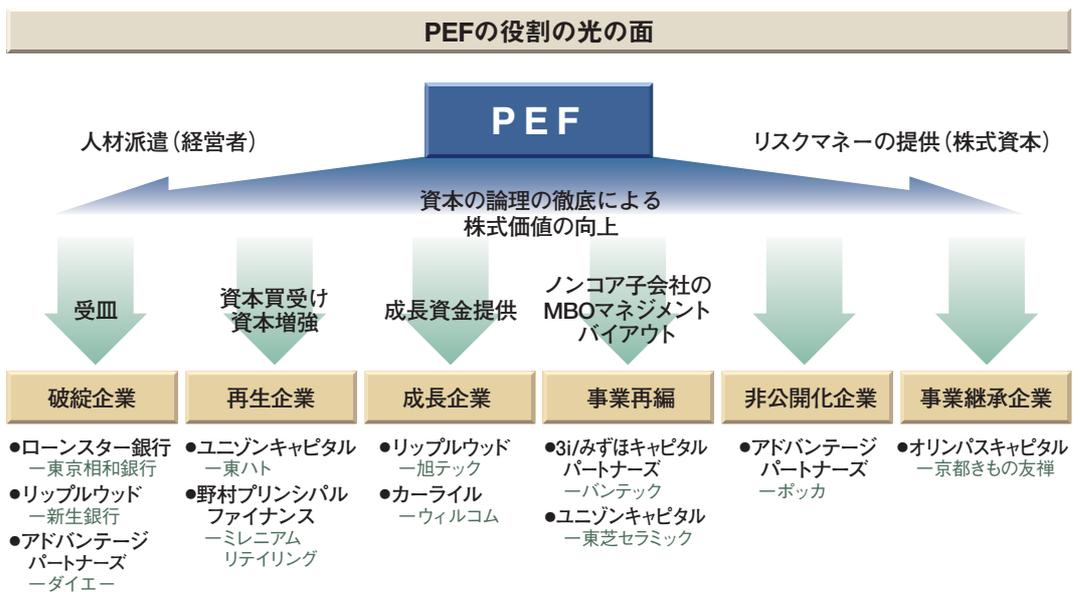
6 PEFの光の面としては、企業の再生・再編・覚醒・成長に必要なリスクマネーを提供し、かつプロフェッショナルな能力を駆使して株

主価値向上を徹底する力である。この点を正当に評価し、信頼できるPEFを選んで、企業の事業再編やM&A戦略に上手に活用する知恵を持つべきである。

図Ⅶ-2. サブプライムローン発生後、PEF市場は急収縮。将来は復活する可能性も



図Ⅶ-3. PEFは諸刃の剣：光

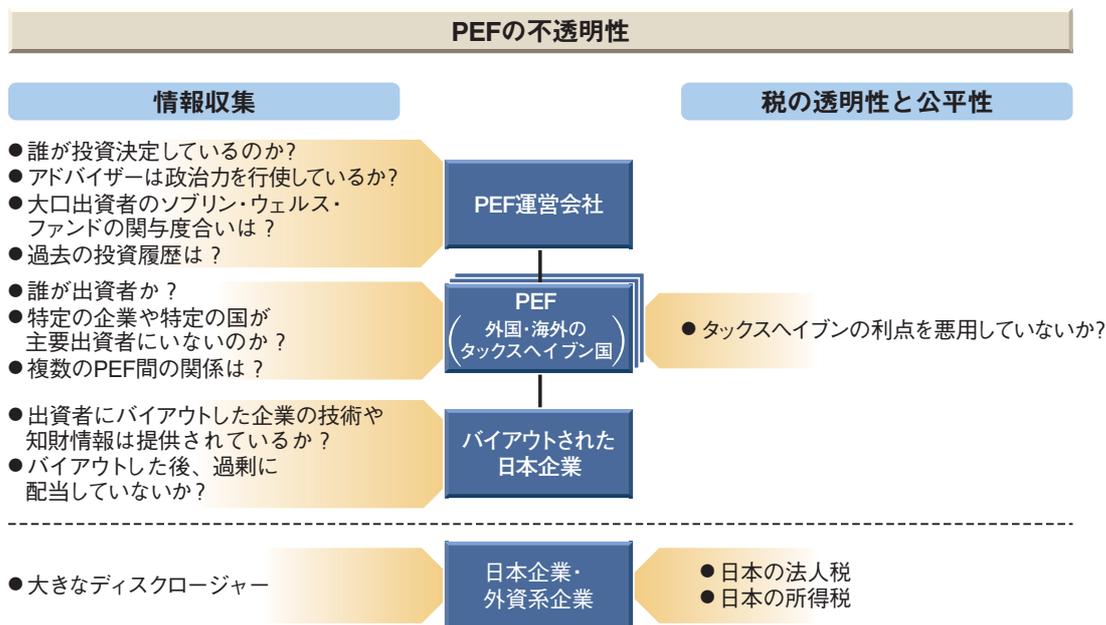


7 PEFの陰の面とはその“不透明性”にある。PEFは情報開示が限られており、出資者が実は特定の企業や特定の国のSWFであっても分からな

いし、どういうアドバイザー・メンバーで構成され、どういう投資履歴を持っているのかも公表されていない。欧米では、PEFの情報開示の充実化を求める動きが出ており、既に英国では民間主導で作成された“ウォーカーレポート”が注目を集めている。日本も同様の行動を起こすときである。民間のPEF情報収集・格付け提供機関の設置も考えられる。

ウォーカーレポートは、英国ベンチャー・キャピタル協会(BVCA)及び主要なPE運用会社からの依頼で作成され、2007年11月に公表された。正式にはGuidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity。PEF業界の存在感が増す中、情報開示が不十分で閉鎖性が強いこと、大規模な買収活動や企業価値向上のためのリストラを行う過程で一部の利害関係者から批判が出ていること、が背景にある。英国FSA (Financial Services Authority)により認可されたPE運用会社及びPEFのポートフォリオに組み込まれた英国企業に対し、同レポートに準拠した情報開示を要求する。

図VII-4. PEFは諸刃の剣：陰



8

課税の透明性と公平性を欠いていることも陰の1つである。PEFの大半はタックスヘイブン等を使ってファンド段階での課税を免れているが、複雑なスキームを用いて本来支払うべき税を免れ、訴訟になっているケースが増えている。同じ企業買収を行う産業資本に著しく不公平にならないような課税制度と規律ある適用が必要である。

Ⅷ. 中東・アジア・中国のSWFにどう対応するか？

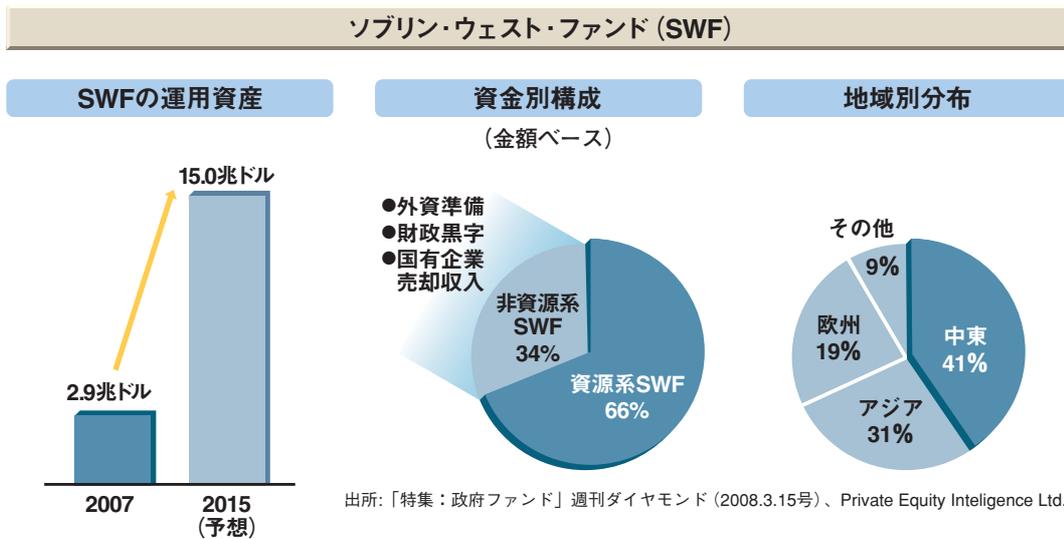
更に、未来のファンド・キャピタリズムの進展において、SWFの影響が無視できなくなっている。

SWFは、かつての「おとなしい証券投資家」から、「物言う証券投資家」そして、更にPEFへの出資や直接投資を行う「戦略的な事業投資家」の要素を強めてきており、今後の対内直接投資へ大きな影響をもたらすと思われる。

SWF及びSWFの出資を受けたPEFの継続的な情報収集と調査に関わる体制の構築と、中東SWF資金の“共同ファンド”設立方式による積極的な取り込みが求められる。

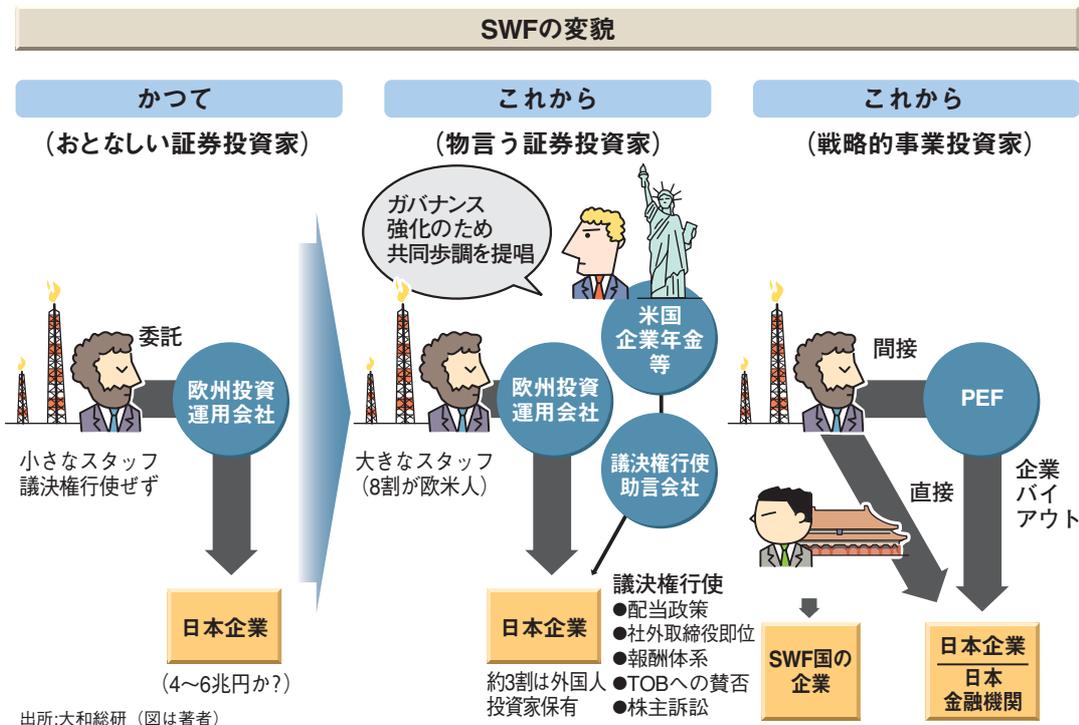
- 1 中東やロシア等の資源国や中国等の輸出経済国が資源収入や外貨準備を原資に運営する投資ファンド(SWF)は3兆ドルの資産を持ち、2015年には12~15兆ドルに達するとの推計もある。

図Ⅷ-1. SWFは2.9兆ドルの運用資産を持ち、資源収入を基金とするのが2/3、外貨準備や財政黒字をベースとするのが1/3。中東とアジアのSWFで7割を占める



2 SWFの投資の中心は長期安定志向の証券運用である。しかし「おとなしい証券投資家」から、株主権を行使する「物言う証券投資家」へ変貌の兆し。

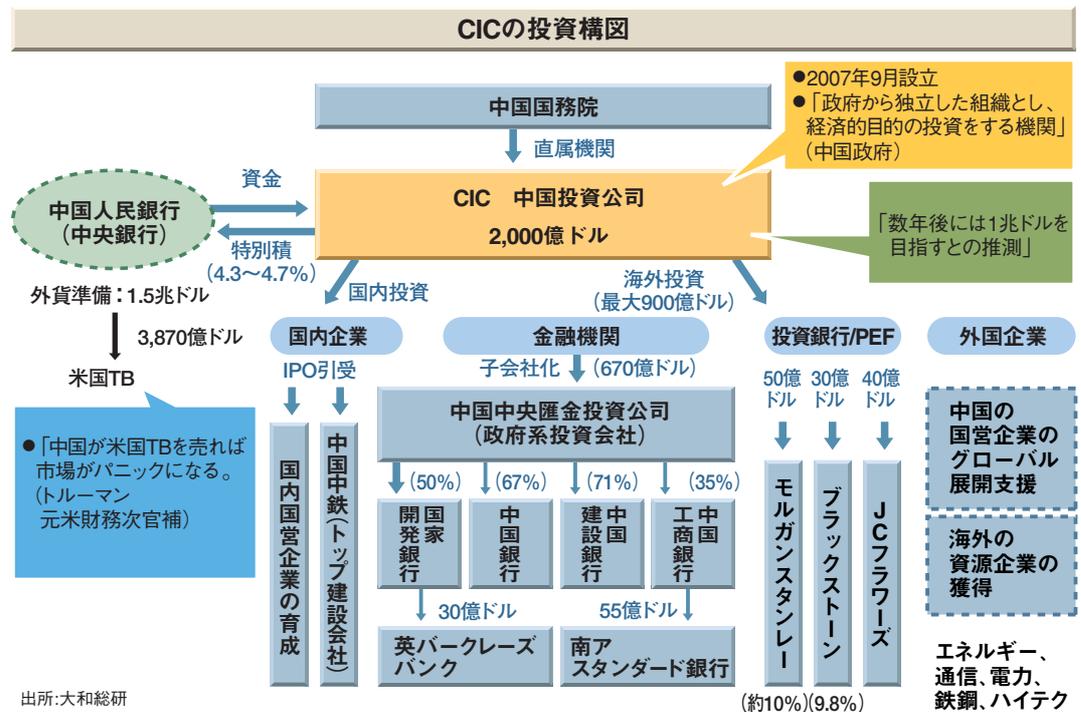
図Ⅷ-2. SWFは「おとなしい証券投資家」から「物言う証券投資家」、更に一部は「戦略的事業投資家」へ変貌中



3 更に、SWFの一部は、「戦略的事業投資家」の顔も持ち始めている。民間PEF への出資を通じた間接的M&Aや、国家戦略に基づく、企業や金融機関への事業投資が増えている。シンガポールや中国・中東の一部のSWFはその色彩が強い。

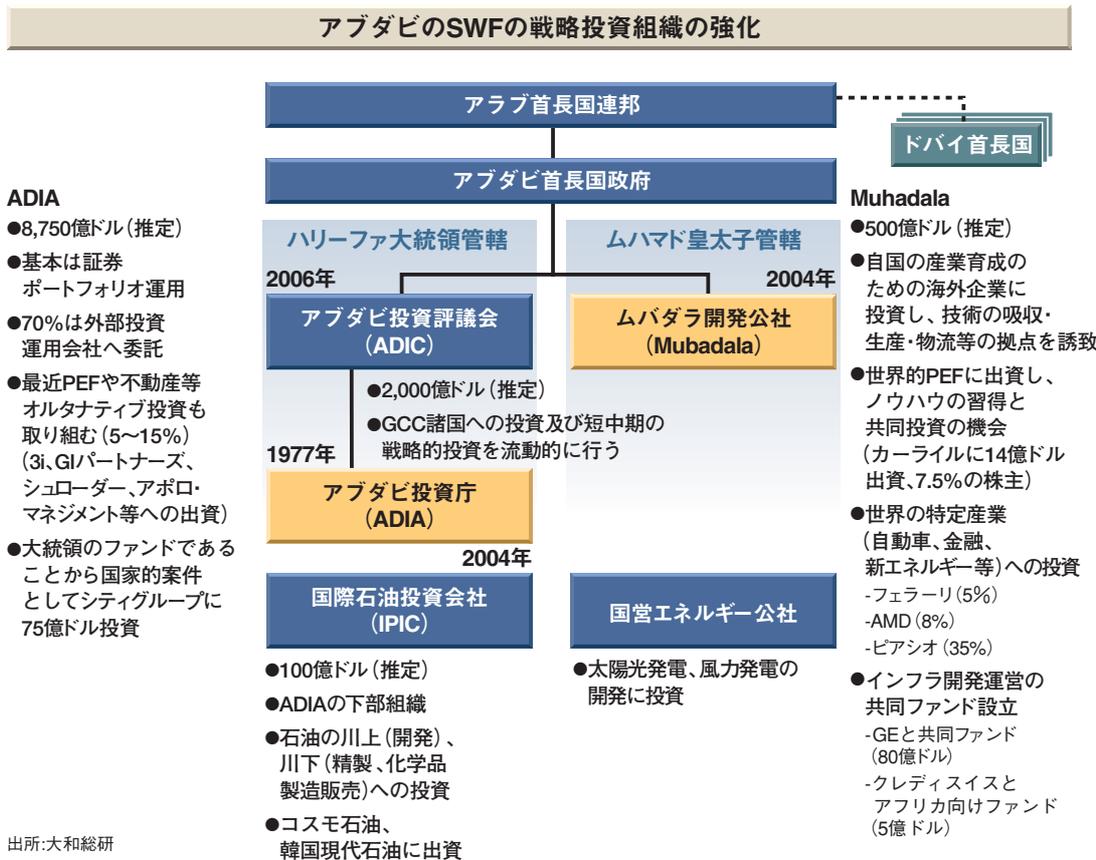
- 豊富な外貨準備をベースに2,000億ドルの資金を持つCIC(中国投資公司)は、自らの直接投資のほか、海外PEFファンドへの出資、海外投資銀行への出資、資本を支配する中国四大銀行を通じた海外金融機関買収等、国家戦略を反映した投資を行っている。中国の海外展開に大きな影響力を持つ。

図Ⅷ-3. 中国のSWF : CIC (中国投資公司)



- 中東UAE(アラブ首長国連邦)では、8,750億ドルを持つ世界最大のSWFであるアブダビ投資庁(ADIA)が、おとなしい証券投資家から変貌し、シティバンクへの投資や、欧州系PEFへの出資を始めている。更に、500億ドルの資産を持つムバダラ開発公社が別途設立され、自らの戦略投資やPEFへ大型出資するだけでなく、GEとの共同インフラ投資ファンド等も始めている。

図Ⅷ-4. UAE (アブダビ) のSWF : ADIA等



4 SWFに関しては、国家ファンドを危険視する声も一時あったが、金融危機に陥った欧米は救済資金をSWFに頼らざるを得ない要素もあるようだ。当面は、IMFが策定した世界的なベスト・プラクティス(「一般に認められた行動規範・慣行(GAPP、サンチャゴ規範)」)を通じて透明性確保を目指すことになる。

5 日本は、世界共通のSWF自主規制ルール作りに参加するとともに、日本独自に、SWFだけでなくSWFが大量に出資するPEFの情報収集を継続的にフォローアップし、SWFが日本の証券市場や企業M&A、更には安全保障に及ぼす影響を監視する体制を築くことを急ぐべきである。

6 また、長期安定投資を望む中東のSWFの資金を日本企業との共同ファンド方式で取り込み、日本企業の再生・再編だけでなく、アジアでのインフラ投資や企業バイアウト投資を共同でやったらどうであろうか? 中東マネーと日本の技術のコラボレーションする意味合いは大きい。

IX. 国益を損なう恐れがある外資投資を防ぐ備えは十分か？

最後には安全保障上の国益を守るため、外資による日本企業の株式取得を効果的に規制できる安全弁を確保しておいてこそ、安心してオープンな対内直接投資を積極的に促進できる。現在の外為法のベースとなっている列挙主義・事前届出制度・刑事罰主義には限界があり、欧米諸国の動向を学びながら、外資投資を事後規制できる制度の導入を早急に検討することを提案する。規制制度の運用にあたっては、内閣と政府の担当部局がしっかりした「世界を見つめた国益観」を共有していることが最も大切である。

- 1 グローバリゼーションの先にコスモポリタンのボーダーレス政治経済社会があるわけではない。安全保障等の国益を損なう外資投資を規制する原則を打ち立て、各国が相互に認め合うのが、健全なグローバリゼーションの前提である。
- 2 事実、国際的な投資自由化を定めるOECD資本移動自由化コードでも「国の安全」「公の秩序」「公衆の安全」を損なう恐れがある外国からの投資に対しては、適切な規制措置を講じることを認めており、各国とも一定の外資規制策を導入している。

3 日本は、列挙主義・事前届出制度・刑事罰制度を基本としている。同法は、予見可能性が高い一方で、いったん規制の抜け穴を突かれると、有効な規制措置がとりにくい面がある。

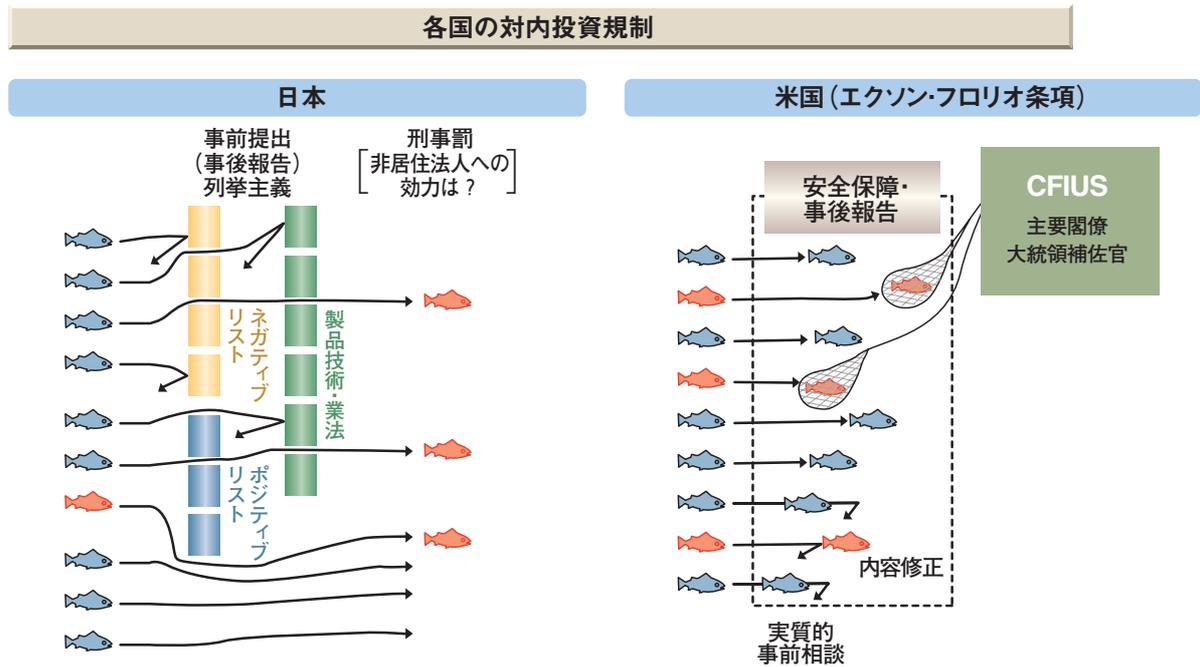
- 安全保障や公の秩序に関わる技術・商品・ビジネスが複雑化しており、細部まで事前列挙しても必ずしも捕捉しきれない恐れがある
- いったん網を抜けられると、事後的には、投資自体に対して有効な措置をとる仕組みがない
- たとえ違反があっても、非居住者への刑事罰の執行は困難である

4 他方、米国のエクソン・フロリオ条項は、日本と対極に位置する。外国資本による米国企業の株式取得に関し、対米外国投資委員会(CFIUS)が、「米国の安全保障を脅かす可能性がある」と判断すれば、交渉を通じて取得計画の見直しや、事後的にも取得自体の停止を命じることができる。英国も米国と近い制度である。

5 欧州では、ドイツとフランスは、日本同様、列挙主義・事前届出制度を採っている。しかし、フランスは、違反者に対し、刑事罰に加えて投資に関わる合意・契約等の無効や原状復帰を命ずる権限を持っている。ドイツは、最近、規制対象業種を列挙せず、事後にも投資取り消しができる法案を検討中である。

6 日本でも、今後、様々な国の企業やファンドから、新しいビジネスや技術を持つ日本企業の株式取得が増えることを考えると、安全保障と公の秩序を守るために、もしもの場合、最後の段階では事後的に株式の取得を停止・変更できる力を持った外資規制ルールの導入を検討していくべきであろう。その際、法制度上の透明性確保だけでなく、交渉を通じて担当当局が「世界を見つめた国益観」を持って納得性の高い判断をしていくことが求められる。

図Ⅸ-1. 安全保障上問題がある外国企業による日本企業株式取得を効果的に規制できる体制を検討すべき

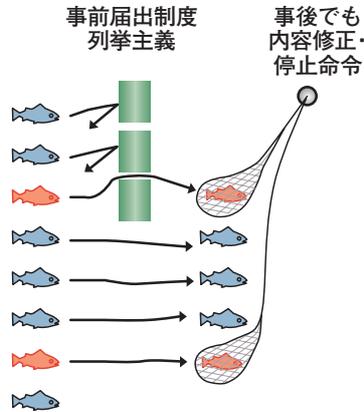


図Ⅸ-2. 欧米諸国の動向を学びながら、外資投資を事後規制できる制度の導入を早急に検討すべき

各国の外資規制制度		
	日本	アメリカ
法律	● 外為法 (2007年規制見直し)	● 国防生産法 (エクソン・フロリオ条項、2007年改正)
所管	● 財務大臣及び所管大臣	● 大統領 ● 対米外国投資委員会 (CFIUS)
規制の理由	● 安全の保障、秩序維持、公衆の安全、経済の円滑な運営	● 安全保障
業種の特定	● 有り：武器、航空機、宇宙開発、原発、等	● 無し
対象取引	● 上場企業の10%以上の株式取得	● 米国企業の支配権を実行する外国企業が安全に脅威を与える可能性がある場合 (投資目的に限定して議決権の10%以下を取得するケースは除く)
届出義務	● 有り ：事前届出方式	● 無し ：事後規制方式
審査機関	● 30日 (最大5ヶ月) ● 事前相談を受け付け	● 予備調査 (review)：30日 ● 本格調査 (investigation)：45日 ● 事前に非公式な協議が行われることが多い
否認の実績	● 審査件数：約760件 ● 否認 (中止命令)：1日 (TIC→Jパワース) 注：過去3年間	● 予備調査：1,604件* ● 本格調査：25件 (CFIUSと合意に至らない場合は自主的に撤回されることが多い) ● 大統領への報告：12件 ● 否認 (売却命令)：1件 (中国CATIC→MAMCO社 (1990年))
動向・特色		● ユノカル買収事件等を契機に法令改正 ● 外国政府が関わる取引に特別な措置

* 同法発効 (1988年) 以来、2006年3月時点
出所：経済産業省、米国会計検査院等に基づき大和総研作成

ドイツ・フランス



イギリス	フランス	ドイツ
● 企業法 (2002年改正)	● 通称金融法典 (2005年改正)	● 対外貿易決済法 (2004年改正)
● 貿易産業省	● 経済財政産業省	● 経済労働省
● 公衆の利益	● 秩序維持、公衆の安全、国家防衛	● 安全保障上 の利益
● 無し	● 有り：戦略11産業 (軍民両用技術、武器、等)	● 有り：戦争武器、暗号システム、等
● 全ての 買収合併	● ① 仏企業の支配権 (議決権の過半数) を取得 ② 仏企業の支店を取得 ③ 議決権の1/3以上を取得 (非EU企業の場合のみ)	● 25%以上の株式取得
● 有り ：事前届出方式	● 有り ：事前届出方式	● 有り ：事前届出方式
● 6ヶ月 (通常は30日) ● (特に防衛関連の案件では) 事前に非公式な協議が行われることが多い	● 60日 ● 事前に非公式な協議が行われることが多い	● 30日 ● 事前に非公式な協議が行われることが多い
● 否認 (介入通知)：6件 (いずれも軍事計画に関わる機密情報保持のため) 注：同法発効 (2003年) 以来	● 否認：なし 注：同法発効 (2005年12月) 以来	● 審査件数：11件 ● 否認：なし 注：同法発効 (2004年7月) 以来
● 主に競売促進・独占禁止を意図するため、英国企業による買収も対象となり得る	● ダノン買収事件を契機に法令改正 ● 買収企業における外国政府の保有比率を考慮することを検討	● HDW買収事件を契機に法令改正

21PPI
- Japan's Open & Dynamic Policymaking Hub -

21世紀政策研究所

〒100-8188 東京都千代田区大手町1-9-4 経団連会館6階
TEL: 03-5204-1764 FAX: 03-5255-6279 URL: <http://www.21ppi.org>