

〔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

研究主幹 安田 隆二

2008年11月

21世紀政策研究所

目 次

はじめに	1
範囲とアプローチ	6
研究プロジェクト「企業価値向上のための外資活用策」	11
タスクフォース委員一覧	
タスクフォース会合(2008年4月～10月)	
. 「グローバル化 3.0」へ備えた対内直接投資の促進を図るべき	12
. 対内投資(証券投資 + 直接投資)は着実に拡大 更なる対内直接投資促進は国家的課題	18
. 日本の法制度は開放されている 直接投資促進の鍵は、成熟した日本市場自身の魅力度向上である	25
. 産業資本による投資を金融資本の投資よりも優先して促進すべき	31
. 産業資本の投資促進は、民主導・官支援、 そして内外企業共同のビッグプロジェクト方式で	38
. 経営者のグローバルマインドの変革で、対内M & Aを活かし、 ローカル企業からグローバル企業へ変身を	48
. ファンド・キャピタリズムにどう対応するか？ 情報開示・税の公平性、そして、日本のリスクマネーファンドの育成を	62
. 中東、アジア、中国、ロシアの SWF にどう対応するか？	76
. 国益により外資投資を規制・制約する分野を明確にし、 その効果的な執行方法を確立すべき	88
最後に	96

はじめに

危機に陥ったグローバリゼーション

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。過去長きにわたって、我々は、世界はフラット化し、経済はボーダーレス・エコノミーに向かっていることを信じて疑わなかった。そのために、各企業はグローバリゼーションを努めてきた。ところが、今回の金融危機で世界が恐慌の淵に立たされるや否や、各国に保護主義が頭をもたげてきている。米国一極から多極化する世界構造の中では、中国をはじめ国家キャピタリズムの経済国が世界の経済での発言権を高めてきている。日本の繁栄に貢献してきた自由経済型グローバリゼーションは、いま、危機に陥っている。

対内直接投資促進は国家的課題

グローバリゼーションの危機は、日本には好ましいことではない。何よりも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。実際、グローバル経済に深く関与した外資系企業との競争による効率向上や、新しい技術やビジネスモデルの導入による市場創造、世界の知や情報の集積によるイノベーションの活性化、そして外資系資本による国内企業の再生や産業再編による寄与等が大いに期待されるところである。

また、現在の世界金融・経済危機は一国だけでは解決できない。一方で、積極的に海外投資を拡大し資本と技術を提供するべきだし、他方で、外国資本による対内直接投資を促進し、貿易と資本の互惠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。日本がグローバリゼーションの輪に深く絡み合っておくことは国家的課題である。

どのような外国産業や、どのような性格の外国資本を、どのように魅了していくことで、双方向に流れる日本経済のグローバリゼーションを進展させていくことができるのか？新鮮で大胆な構想と、目覚しい成果を上げ得るだけの大きな投資インセンティブ策、そして、日本企業・外国企業・官の三者が連携した強力な実行体制が求められている。

健全なグローバリゼーションへの信頼感を回復すべき

直接投資の促進を考えるにあたっては、何よりも“健全なグローバリゼーションへの信頼感”を回復することが重要である。ここ10年、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、巨額の借入金を梃子に世界の証券、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。金融資本の市場原理主義の暴走が、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必須である。

“国益観”なき「裸になろう」論は危険

直接投資を論じるときには、日本は“世界を見つめた国益観”をしっかりと確立しておくことが課題である。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、市場をでき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^{まと}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いければ、日本はアジアでの相対的地位を失うからであろう。日本の国益は、日本経済を閉じることではなく、世界に開くことにあることは言うまでもない。

逆に、何故外資を一部規制するのか？それは、健全なグローバリゼーションを妨げたり、国の安全保障や公の秩序等を脅かすタイプの対内投資から国益を守るためである。実際、新興国は外資導入を促進する産業と、国内産業保護のために制約する分野を設けている。先進国も、各国とも直接投資の自由化を原則としながら、安全保障のような国益を維持するためには強制力をもった外資規制制度を保有し、行使もしている。国益に関わる最後の一线を守るルールが相互に尊重されてはじめて、海外からの直接投資が受け入れられ、グローバリゼーションのメリットを共有していけるのである。

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、できるだけ裸になるが、必要な分野では毅然として「服を着る」ことに他ならない。

金融・経済危機だからこそ重要になる対内直接投資

不況は企業の投資を冷え込ませる。もし、外資系企業と日本企業が共同で未来型の高付加価値事業へ投資するのであれば、日本の景気刺激策にも内需拡大策にもつながる。

そして、それは、日本と世界をつなぐ絆にもなり、外需をも取り込むきっかけとなる。アジア企業の日本進出の芽生えをさらに育てることは、将来の成長源であるアジア経済とのつながりを緊密にすることである。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ものである。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。

危機は企業再編を後押しする。世界的な合従連衡が始まることが予想される。その中で、時価が簿価を下回る企業が過半数を占めるまでに暴落した日本企業は絶好の買収ターゲットになりかねない。日本企業が外資系企業との提携を通じてグローバル企業になることは好ましいが、相互主義の原則にそぐわない買収制度は放置したままでいいのであろうか？

不況で再び企業再生ニーズが高まり、企業株価が格安になると、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、中東等のソブリン・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。そのルールはまだできていない。

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。安全弁を急いで構築しないとイケない。

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、グローバル化はさらに危機を増しかねない。

グローバルに主張できる日本スタンダードを

今こそ、日本は、“世界を見つめた国益観”と“健全なグローバル化への信頼感”に基づく、独自の対内直接投資促進指針と施策を打ち出し、実行していくべきである。それは、日本の自己主張を明確に提示していくことである。

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でき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。日本も諸国の多様な制度や施策を比較しながら、「グローバルに主張できる日本スタンダード」を作り上げて、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。欧米流のグローバル化・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。

しっかりした自らの国益観、健全なグローバル観を持たない国はグローバルな市場では尊敬されない国になってしまいかねない。

通説への違和感

残念ながら、巷間のメディアによって形成されている外資の対内投資促進論に共通する以下のような通説には、こうした視点が欠けているように思える。

「日本は外資に対して排外的・閉鎖的市場である。外資は、そうした日本を見限って、日本をパッシングして他の国への投資を増やしている。だから、何よりも日本は法規制を緩和することが課題である。最近の、ファンドによる日本企業買収への防衛策などは、そうした障害の最たるものである。プライベート・エクイティ・ファンド嫌いの日本人もいるが、リスクマネーは外国から持ってこないといけない。そもそもファンド(金融資本)も外国企業(産業資本)も、日本への直接投資を増やすことでは同じではないか。どんな資本でも歓迎すべきだ。大体、日本企業が非効率なのは資本の論理と市場原理が貫徹されていないからである。市場原理・資本の論理からいえば、どの国の資本であろうと、どんな日本企業を買収するのも自由であるべきだ。制約をつけるのは、グローバル・スタンダードに反し、日本経済の改革を妨げることに他ならない。国益論など 60 年前の観念ではないか。」

欧米諸国や中国・アジアで実際にビジネスをやっている体験から言うと、上記のような通説には違和感をめぐいきれない。日本の実態は本当にそうなっているのだろうか？法規制を緩和すると、日本経済を高付加価値化するような外国企業がどんどん日本へやってくるのだろうか？日本経済のグローバル化に貢献するのは、商品や技術を持つ外国企業なのか？それともマネーを持つ外資ファンドなのか？彼らがモデルとしている米国や欧州・中国はそうした国益なきグローバル化への開放路線を進んでいるのだろうか？相互主義からいって、そうした国と日本は同様な開放した制度を持っているのだろうか？そして、何よりも、いつまでも、官主導の法規制による促進策を論議していて、ビジネス合理性によってのみ投資する外国資本が日本での事業活動を拡大してくれるだろうか？

現場の産業界から異論の声をあげる

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る経済界の現場の声をもっと反映させていいのではなからうか。産業界は、ダイナミックなグローバル経済の現実に身を晒し、開かれた世界市場での各国の国益の衝突のすごさや、一部の厳しい外資規制を体験し、日常的企業活動の中で外資企業との競争や協力を通じて成長してきている。そして、金融界は、世界的資金過剰を背景に金融・資本市場に急台頭したファンドとの取引の実態に触れてきている。そこで、現場からの視点で実態を分析し、基本プリンシパルを主張し、健全な対内投資促進のための具体的提案をすることは、時宜を得たふさわしいことと思われる。

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、日本の産業界、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である。

範囲とアプローチ

図を見ながら 対内投資の歴史を振り返ってみよう。

図 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

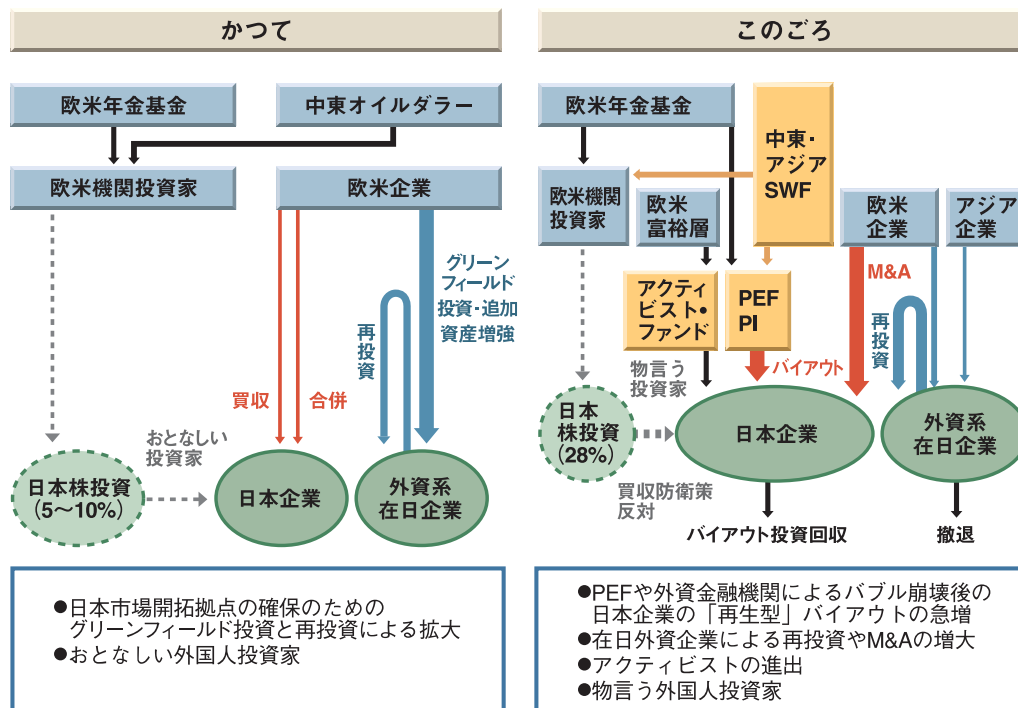
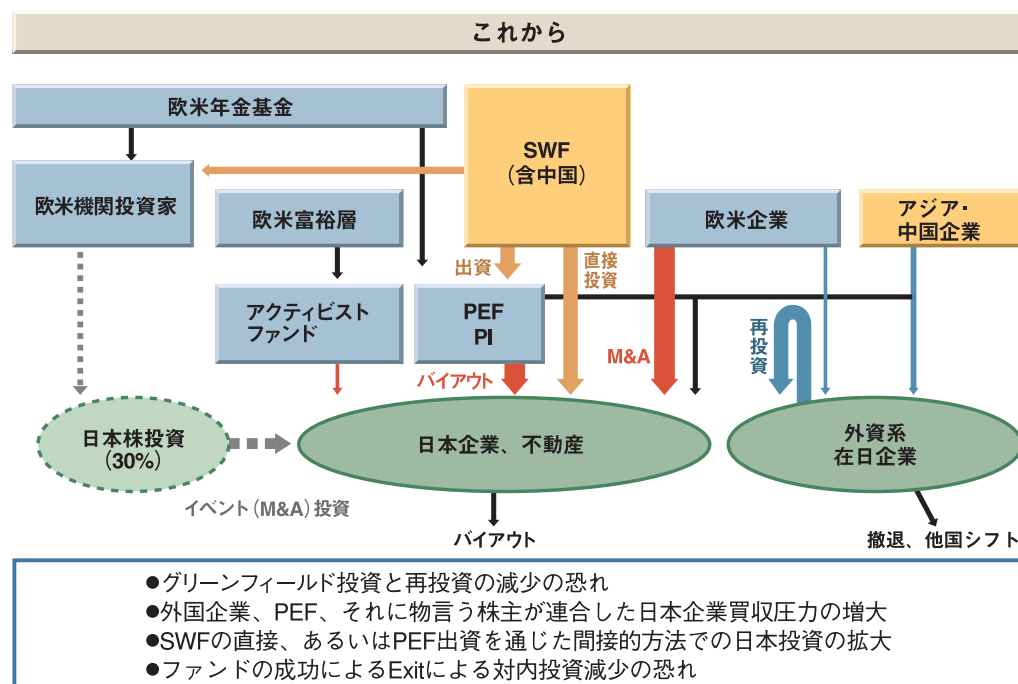


図 2. 将来は、金融資本にはさらに SWF (ソブリン・ウェルス・ファンド) も影響



直接投資に関しては、かつては外国企業が日本に自力で資産を投じて製造・販売拠点を設立して新規進出する“グリーンフィールド”投資が中心であった。そして、徐々にそうした既存進出企業が日本での活動を拡大するために、日本法人が再投資したり、本国から追加投資を得る投資も増えていった。証券投資に関しては、外国人投資家の株式保有は5%程度で、日本企業の成長を期待した“おとなしい投資家”であった。

最近では、既存進出外資系企業による再投資、追加投資がますます増え、直接投資純増分の多くを占めていると推定される。同時に、自力投資に加えて、日本企業を買収して一挙に日本での大きな活動基盤を持つ他力利用投資も増えていった。さらに、このM&A市場に、プライベート・エクイティ・ファンドという新しい投資家が加わった。彼らは、欧米の年金基金や機関投資家の余剰資金を集めて、日本の破綻企業や不振企業を買収して投資利益を目指す活動を急拡大させた。他方、外国人投資家保有の日本株は3割近くまで増え、“物言う投資家”として、株主利益を求めた議決権行使に積極的になってきている。

これからを予想してみると、欧米系企業の主流は既存企業による再投資、追加投資になり、新規投資はアジア企業から増えると思われる。そして、自力投資以上に、昨今の日本企業の割安感を背景に、外国企業による日本企業買収投資が増えるものと予想される。欧米の金融危機で一時的に収縮したプライベート・エクイティ・ファンドには、中東、アジア、中国のソブリン・ウェルス・ファンドから流入する資金が急増して、日本投資を増やす動きも出てきている。それどころか、そうしたソブリン・ウェルス・ファンドそのものが直接的に日本企業を買収に参画することもありうるものと見られる。そして外国人の物言う投資家は、日本企業買収に関しては価格次第でドライな態度をとるものと思われる。

明らかに、対内直接投資市場には大きな変化が起こっており、特に、プライベート・エクイティ・ファンドやソブリン・ウェルス・ファンドといった新しいプレーヤーが影響を持ち始めている。その実態をしっかりと理解することから、日本企業の基本スタンスを決めることが肝要である。

本研究プロジェクトは、大和総研に依頼して、まず、対内投資の実態を、統計や調査資料の分析、関係者のインタビューを通じて把握することとした。その対象分野は、以下の四つである。今回の調査では、特に、新しい現象であるプライベート・エクイティ・ファンド(PEF)とソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)が直接投資に与える影響、そして最近の欧米諸国の外資規制動向について、調査分析を深めた。

- 直接投資を主体とした証券投資も含む対内投資の実態

：対内直接投資実績統計分析

：世界の内外直接投資実績統計分析

- ：クロスボーダーM&Aの資料調査
- ：外資系企業の活動と対内市場意識調査
- ：対内証券投資分析
- ：外資系企業の経営者インタビュー
- ：過去の直接投資促進策の報告書分析

- PEFの実態分析

- ：世界の資本の流れに関する調査分析
- ：世界および日本のPEFの発展推移の分析
- ：主要PEFの活動業績資料分析
- ：PEFの仕組みと経済性に関する文献調査
- ：海外PEFへのインタビュー
- ：PEFによるバイアウトの事例調査
- ：昨今のPEF規制・監督に関する文献調査
- ：ファンド・キャピタリズムに関する評論文献調査
- ：アクティビスト・ファンド、特にグリーンメーラーの活動に関する内外資料調査

- SWFの実態調査分析

- ：SWFの全体像の資料分析
- ：主要SWFの投資方針と投資活動の実態分析
- ：中国のSWFの最近の動向と投資行動調査
- ：欧米、国際通貨基金(IMF)におけるSWF規制の動向調査
- ：主要なSWF幹部へのインタビュー

- 欧米諸国による外国投資規制の状況調査

- ：主要国の外資規制・制約の法制度の比較分析

以下の報告は、大きくは、対内投資の現状分析と、それに基づく提案によって構成されている。

最初のテーマは**実態の分析調査により現在の対内直接投資の状況を理解**することである。

第 章は、世界は、輸出や対外投資といった一方向の流れのグローバリゼーションから、多極化した地域拠点間の双方向の流れで価値を生むグローバリゼーション 3.0 へ移行して、その変質ゆえに、日本は対外投資と同様に対内投資の促進が重要なことを論じ

ている。

第 章では、まず、証券投資では外国人株式保有が 3 割にも上り、直接投資でも 5 年で残高が倍増している事実を示し、対内投資が着実に進展していることを確認している。それをふまえた上で、それでも対内直接投資を大きく伸ばすことが国家的課題であるのは、他国との直接投資比率の数値を合わせるためではなく、グローバル化の輪の中核とならないと、グローバル化 3.0 の世界では日本は衰退しかねないからであるとの危機感を訴えている。

第 章では、通説とは逆に、日本は既に法制度では外国資本に開放されていることを示し、排外的法規制改正を旗印にした通説の開放論の誤解を指摘している。そして、対内直接投資促進の真の課題は、法制度の問題ではなく、成熟化し低成長に入り、アジアでの相対的地位を落としている「日本の市場自身の魅力度を、いかにして上げるか」という、より難しい課題への挑戦であることを論じている。

第二のテーマは、**各分野における状況分析をふまえて具体的な促進策を提言すること**に焦点が置かれている。

第 章では、産業資本(外国企業)による対内投資と、金融資本(外国プライベート・エクイティ・ファンド)による対内直接投資の基本的な違いを明確にし、産業資本の日本投資に優先的なインセンティブを与えるべきであることを主張している。

第 章では、テーマとしては、日本が強い産業の地域集約や、知識創造機能の地域集積、そして、アジアゲートウェイのインフラ整備、国際金融市場創設等をリストにあげ、民主導・官支援、そして内外企業共同によるビッグプロジェクト方式を検討することを提言している。

第 章では、クロスボーダーM&Aの活性化のためには、不毛な敵対的買収防衛論議よりも、外国資本による友好的な買収を受け入れて、ローカル企業からグローバル企業へ成長していくグローバルマインドを企業経営者に醸成していく地道な努力の必要性を訴えている。また、M&A法規制に関するTOB(公開買付)制度については、全部買付義務に関して欧州と差異があり、相互主義の観点からは疑念もあることに注意を喚起している。

第 章では、最近急台頭しているPEFに関してその実態を把握することから始め、何よりもファンドの多様性と実態を理解した上で、一方で、PEFが提供するリスクマネーを上手に企業戦略に活用する知恵を持つことと、他方で、PEFの情報開示と投資の透明性を向上させ、税の公平性を遵守することによってPEFへの不安と不信を除去する必要性を提言している。そのために、独立した情報収集・情報提供組織を設立することも検討課題と言っている。そして、PEFが大きな役割を果たしている再生・覚醒・再編に必要なリスクマネーをいつまでも海外に頼らず、国内の資金を活用していく仕組みを模索するときであると主張している。

第 章では、これからの PEF 市場や対内投資にも影響力を持つてくると予想される中東やアジア、中国、ロシアの SWF の実態を調査し、その対応策を提言している。国家キャピタリズム的色彩が強い中国やロシアの SWF の情報収集と最近の動向追跡調査を怠らないことが基本であるが、同時に、中東マネーに関しては、日本との共同ファンドを設立し、日本及びアジアの再生、再編、インフラ整備に取り組むことを提唱している。そして、グローバルな SWF 行動基準作りへ参加するだけでなく、個別 SWF とのバイラテラルな交渉を準備する重要性を述べている。

第 章では、最後のテーマとして、日本として守るべき安全保障や公の秩序の確保等のために効果的な外資規制策のあり方を、他国の例を参照しながら考察している。現状の外国為替及び外国貿易法(外為法)に基づく列挙主義、事前届出方式、刑事罰の原則は、実際面でも実効面でも限界があり、多くの国が採り入れている米・英型の広義の安全保障定義、事後規制方式、実際の強制力をモデルに検討すべきであることを強く主張している。国益が侵されそうなときには、最後に抜ける切れ味鋭い伝家の宝刀を保持しておくことが肝心であり、無原則的に裸の開放に向かうことは、グローバリゼーションでのドン・キホーテになりかねないことに注意を喚起している。

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・ライス・リフキント・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

タスクフォース会合（2008年4月～10月）

4月28日 第1回会合「問題意識、PEF、ヘッジファンドの実態」

5月27日 第2回会合「SWFの実態」

6月16日 第3回会合「対内直接投資」につきJETROよりヒアリング

6月23日 第4回会合「わが国の外資規制のあり方について」

7月 9日 第5回会合「中間報告素案の議論」

8月21日 第6回会合「中間報告素案の議論」

10月22日 第7回会合「中間報告要旨案、中間報告案の議論」

・「グローバルゼーション 3.0」へ備えた対内直接投資の促進を図るべき

-1 グローバリゼーション 1.0 と 2.0 は一方向の国際化

今まで日本経済と企業の成長は、その経済・企業活動の国際化に大きく支えられてきた。実際、日本の GDP 成長は、外需要因の貢献が内需要因を超えることもあったし、日本企業の収益成長も、海外市場の事業収益の伸びが、低迷する国内事業収益を補って余りがあったからのことであった。

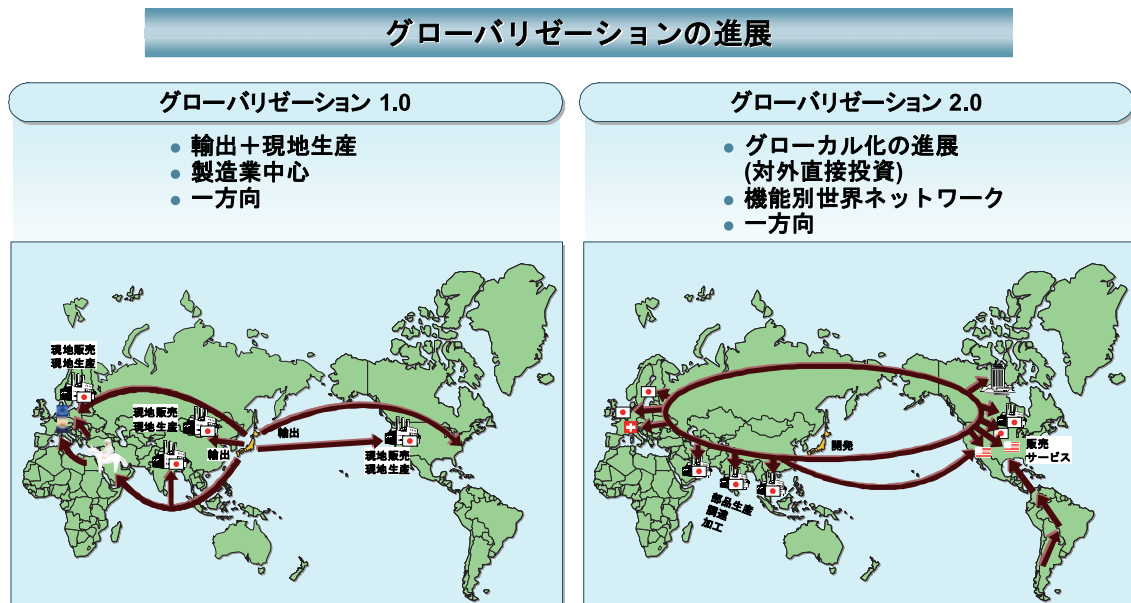
ここまで発展した日本のグローバルゼーションの歴史をたどってみると、三つの段階に分けてみることができる。

第1段階の国際化は、日本から製造物を輸出することから始まった。やがて、海外現地市場により受け入れられるために、輸出先市場における現地生産へと進展していった。いずれも最終的な行き先は当時最大規模を誇った米国市場であることが多く、一部の商品に関してのみ欧州やアジアの市場に向かう構図だった。いずれにしろ、この「グローバルゼーション 1.0」では、日本から各主要市場を個別に「点」で結ぶ形となっていた。

80年代以降の、第2段階の国際化では、「グローバル戦略」が目指された世界であった。商品サービスの現地ニーズへの適用、現地での生産・販売の一体的深耕、現地での意思決定等「ローカル化(現地化)」が一方で進展し、他方では、研究開発、調達、生産、サービスを世界の最適市場で行い、日本で開発し、アジアで生産し、欧米で販売するといった世界展開をする「グローバル化」も進展した。この「グローバルゼーション 2.0」では、各点が深掘りされることと同時並行して、各点がグローバルに「線で連結される」形となった。ただし、その線の最終的な行き先は米国市場であり、まだ日本から海外への一方向の性格が強かった。実際、アジアに部品を輸出し、アジアで生産されても、最終販売先は米国市場であるのが主流であった。

グローバルゼーション 1.0 と 2.0 に共通することは、1)物づくり大国日本では、“製造業”が主導する国際化であったこと、2)世界の中心市場は“米国一極”市場に近かったこと、そして 3)日本企業のグローバルゼーションは日本から外へ向かう“一方向”の流れの性格が強かったこと、である。

図 -1. グローバリゼーション 1.0 と 2.0 は一方向の流れ



-2 双方向の流れを前提とするグローバリゼーション 3.0 が始まった

しかし、世界のグローバリゼーションは質的な変化を伴って進化して、「グローバリゼーション 3.0」と呼ぶべき時代が変わってきている。21 世紀にはいって、知識産業化が始まった。製造業はイノベーションによって高付加価値化を追求し、金融・サービス業が知識産業として急速にグローバリゼーションの主役の一つに躍り出てきた。

こうした高付加価値化には、産業の「地域集約化」が大きな条件となる。特定産業の世界のリーダー企業が特定地域に集積することで、周辺に関連企業や下請け企業が数多く集まり、グローバルな地域拠点となる。もちろん知識や技術情報も集積し、相互の切磋琢磨の中でイノベティブな技術やサービスが発見され、それが、周辺に集約された関連企業の協力で、付加価値が高く、グローバル市場を対象とする製品・サービスが生まれてくる。自動車、バイオ・エレクトロニクス、製薬などは徐々に世界で特定地域に地域集約が進んでいる。代替エネルギー開発も地域集約型で開発しないと各国・各社の技術は拡散してしまうだろう。

また、イノベーションには、世界の多様な人材、技術、知、情報が集まる「地域集積」も欠かせない。世界の頭脳と感性が混ざり合っはじめてブレークスルー・イノベーションが誕生する。世界の研究開発企業や金融情報サービス企業は、こうした知と情報と人材の「地域集積」を大事にする。研究開発型の企業はボストン、シアトル、サンディエゴ、ロンドン、ノルウェー、スイスに集積しているし、知と情報が付加価値の源泉となる金融、情報サービス、プロフェッショナル・サービスは、現在、ニューヨーク、ロンドン、東京、シンガポールに集中している。

そして、こうした地域集約と知識集積のインフラを構築した都市が、グローバルの輪の中心拠点となって発展していく時代になった。

こうしてグローバリゼーション 1.0 と 2.0 における「点」は「面」となった。しかも、その地域の面は、米国一極集中ではなく、欧州連合(EU)地域経済圏や BRICs(ブラジル、ロシア、インド、中国)諸国などの経済力の台頭で、「多極化した面」の性格を持っている。

また、これらの地域面は太い線で結ばれて「グローバルの輪」を作り始めている。面がグローバルにつながっていないと国際競争力を持てなくなった産業が増えている。例えば、米、欧州、日本、アジアで均質の鋼板を同時に提供できない鉄鋼メーカーは自動車会社に相手にされない。半導体メーカーも、同一製品を世界の拠点で電機企業に供給できなければ市場を去るしかない。製薬会社が巨額の開発研究費を回収するには、一気に世界の薬品市場で販売する体制が不可欠になっている。金融・資本市場では、世界の主要市場を結ぶ動きが進んでおり、特に為替に関しては 24 時間取引が定着している。このような動きについていけない金融機関は力を落としかねない。このように地域面を結ぶグローバルな線は太くなってきているのである。

この線はグローバルな輪だけではない。EU の成功に倣い、アジア経済圏の各拠点を結ぶ「アジアの輪」が生まれつつある。アジア各国の順調な成長を反映して、アジア域内の相互貿易や相互直接投資の割合は急速に増えている。日本、中国、ASEAN(東南アジア諸国連合)、豪州、インドを含むアジアの輪に深く関わっていないと、「アジアは日本の裏庭」というのは過去の幻想になりかねない。

そして、最も重要なことは、この地域面同士をつなぐ輪が、“双方向の流れ”の中ではじめてグローバルの意味を成していることである。かつての日本企業にとってのグローバリゼーションは内から外へ方向に流れる線であったが、グローバリゼーション 3.0 では、資本が内から外、外から内に「双方向に流れる線」に進化している。

想像してみるといい。日本のメーカーばかりが集約し、世界の一流企業や関連企業が参加していない工業団地をつくっても、グローバルに通じる高付加価値製品が生まれる地域集約拠点とはみなされないだろう。また、日本人の頭脳集団だけを集めた知的集積地からは、日本の常識を覆すイノベーションは生まれまいだろう。海外から企業が日本に進出し、日本企業と交流すること、海外からの頭脳と情報が日本に集まって、日本の頭脳と交流することではじめて高付加価値が生まれるはずである。だからこそ対内直接投資の促進が重要なのである。

グローバリゼーション 3.0 になって、各国ともグローバルな輪の一つの中核的な地域面になろうとして、世界の企業進出を呼び込んでいる。そして、世界の巨大企業はグローバルな輪を完成するために、強者は買収・提携策による「世界再編」を進めているし、弱者はグローバルプレーヤーと手を結んでグローバルの輪から外れないように努力している。日本企業は世界再編を視野に入れた企業戦略を考える必要があり、日本市場だ

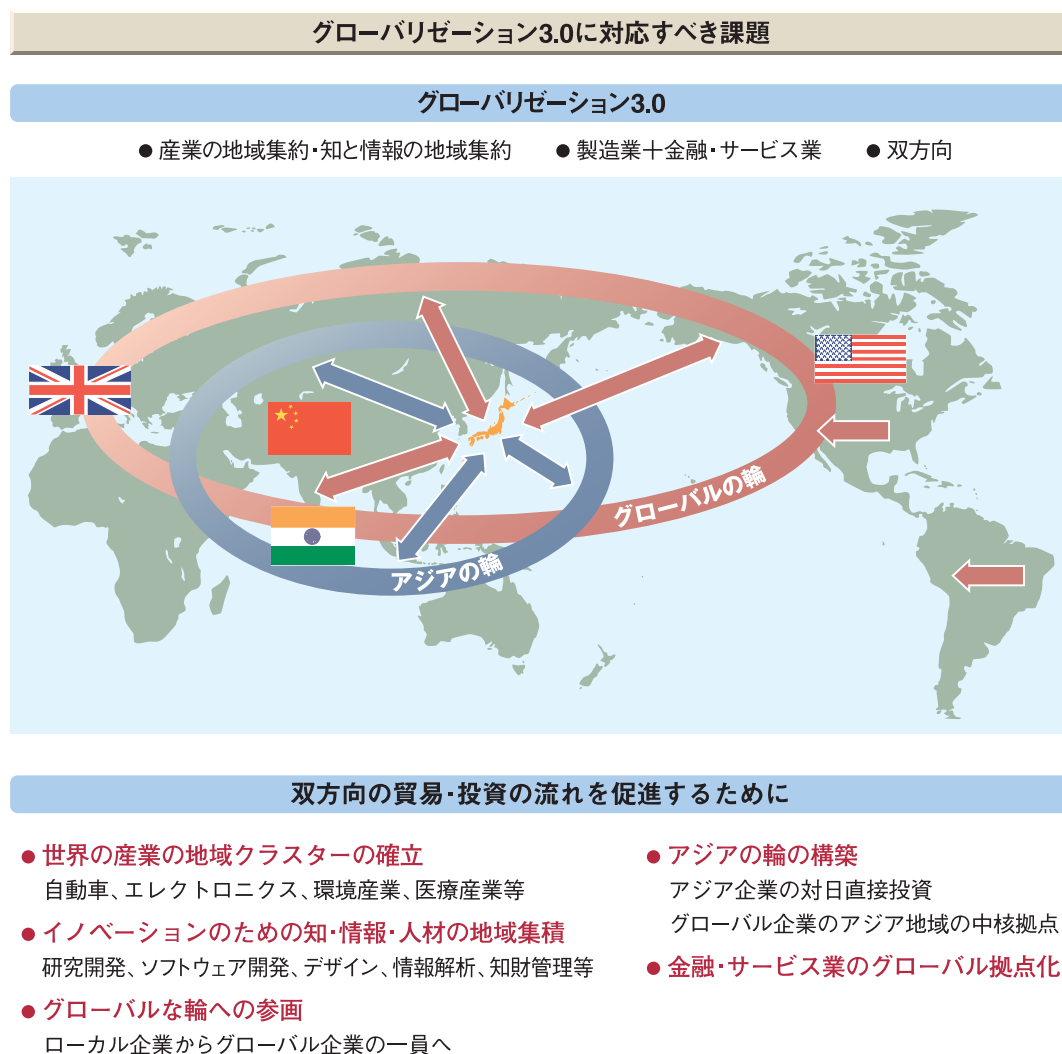
けで乱立して戦っているのは、淘汰されてグローバリゼーションの波に飲み込まれかねない。

-3 成熟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を通じて、産業の地域集約、知や情報の地域集積を進め、グローバルな輪の中核となることが不可欠

老齡化が進む日本がかつてのような量的成長を求めることは難しい。しかし、成熟した知識と経験を生かして高付加価値化を進め、質的成長を遂げることは可能である。知価産業化を反映したグローバリゼーション 3.0 は、日本の高付加価値化による成長を可能にするものである。

グローバリゼーション 3.0 は資本や人材が双方向の線に沿って流れることを特徴とするので、日本企業が積極的に海外展開を図ることと同時に、海外企業が日本に直接投資を増やすことが不可欠な要件になる。

図 -2. 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



グローバリゼーション 3.0 に対応する日本の課題は次の通りいくつか指摘できる。

第 1 に、グローバルに見て、日本がその一つの拠点となるだけの産業集約や知識集積がなされている「地域クラスター(地域面)を確立」することである。海外の企業が、日本に大きな拠点を持っておかないと、グローバルな輪の一部が欠けてしまうと懸念するような存在感を持つことである。日本が競争力を持つ自動車、鉄鋼、エレクトロニクス、環境技術は潜在力を十分持っているし、日本が巨大な消費市場である食品、ブランド品、薬品も、工夫すればそうな力を持っている。金融資本市場産業も、まだ世界の中心の一つとしての地位を保っている。しかし、いずれも圧倒的な地域の中核となるには至っていない。エレクトロニクス産業では、韓国、中国、台湾の力が急伸しているし、金融では、香港、上海、シンガポールがアジアの中心を東京と競おうとしている。

第 2 に、イノベーションによる高付加価値化を求めるなら、「知・情報・人材の集積と自由な交流の場」を創ることが前提となる。世界の多様な知性と感性を持つ人々が集まり、自由に交流することで大きなイノベーションが起こるが、日本人ムラでは、多様な人を魅了しきれていない。

第 3 に、日本と各地域面(世界の産業・知的創造の中心拠点)を結ぶ「グローバルな輪」を作ることである。各中核拠点間を商品・サービスに加え資本や人が自由に移動し、企業の各機能も各拠点で補完しあうような大きな連携の仕組みを作ることである。言うまでもなく、このグローバルの輪は、日本から海外への進出と、海外から日本への進出の双方向の流れがあってはじめて成立する。対内直接投資や在日外国人が増えてこそ、グローバルの輪の中核拠点の一つとしての日本経済が活性化されることになる。

第 4 に、「アジアの輪の中心」になることを急ぐことである。将来はアジア経済圏が実体的に生まれてくるメリットに気付くべきである。アジア諸国との相互の貿易、資本、情報、技術、人材の交流を一層深めておくための布石を打たなければならない。その点からみると、日本企業のアジア進出は活発だが、アジア諸国から日本への直接投資はまだ極めて少ない水準でしかない。韓国、中国、シンガポール、タイ、マレーシア、インドには既にグローバル企業と呼べる大企業が台頭している。彼らが日本で本格的な活動をするのでなければアジアの輪は形成されない。アジアは、日本の裏庭と自惚れていては大きな失敗を犯しかねない。

第 5 に、「金融サービス業のグローバル拠点化」の視点をもっと強く持つことである。グローバリゼーション 3.0 の中心産業は製造業だけではなく、金融・サービス業も大きな地位を占めることになる。製造業のグローバリゼーションとは違った性格やビジネスモデルを持つものであり、その視点の、対応策が必要である。なかんずく金融大国日本の力を活かすには、日本が金融産業における世界の中核拠点の一つであることを確実にしていくことが国家的課題である。英国やスイスで見られるように、成熟化社会の経済に金融力は欠かせない条件である。

最後に、グローバリゼーション 3.0 は、産業資本の世界的流れだけでなく、金融資本

の世界的流れが巨大化する時代でもある。この二つの資本の流れは、きちんと分けて見極める必要があり、混同すると健全なグローバリゼーションは発展しない。日本には、金融資本の実態への理解が薄いことが危惧される。

日本は経常収支の大幅黒字国であり、企業セクターも潤沢な資金を持っていることから、外国資本は不要ではないかという議論もある。しかし、国の不足資金を補充するために対内投資を求めているのではない。成熟した日本経済にとっては、対内投資促進により、企業活動が「グローバルの輪」に強く絡まっていくことが不可欠だと訴えているのである。

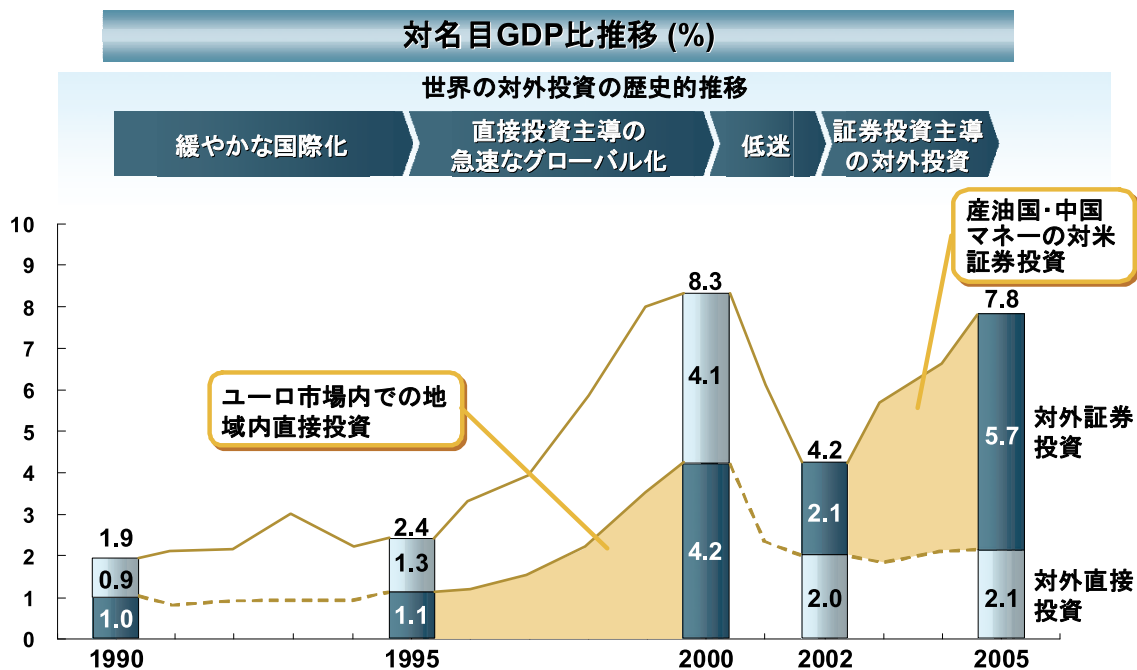
・対内投資(証券投資 + 直接投資)は着実に拡大。更なる対内直接投資促進は国家的課題

-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 30% 近くまで拡大

日本は、90 年以降、対内投資促進政策を掲げてさまざまな施策を実行してきており、着実な成果を上げてきている。

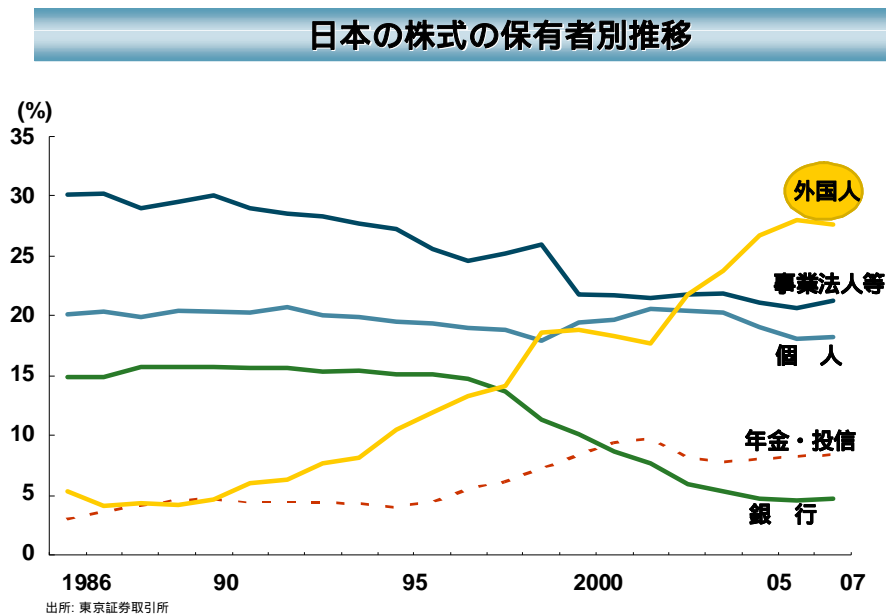
対内投資には、証券投資と直接投資の二つがあるが、最近では、世界では、直接投資よりも証券投資が増えている。

図 -1. 世界の対外投資では証券投資が直接投資を凌駕



証券投資分野では、外国人投資家による対内証券投資の増大は目覚ましい。日本企業の株式保有比率はかつての 5% から 28% にまで拡大し、発行済み株式の 50% 以上を外国人が保有している大手日本企業も珍しくない。また、フローの面でも株式売買量の 50 ~ 70% を外国人投資家が占める。こうした外国人投資家は、欧米流のコーポレート・ガバナンスを要求したり、買収提案にも投資収益の観点で議決権を行使する姿勢を高めている。証券投資に関しては、日本は先進国の中でも、「外資」のプレゼンスが最も高い国の一つになっている。

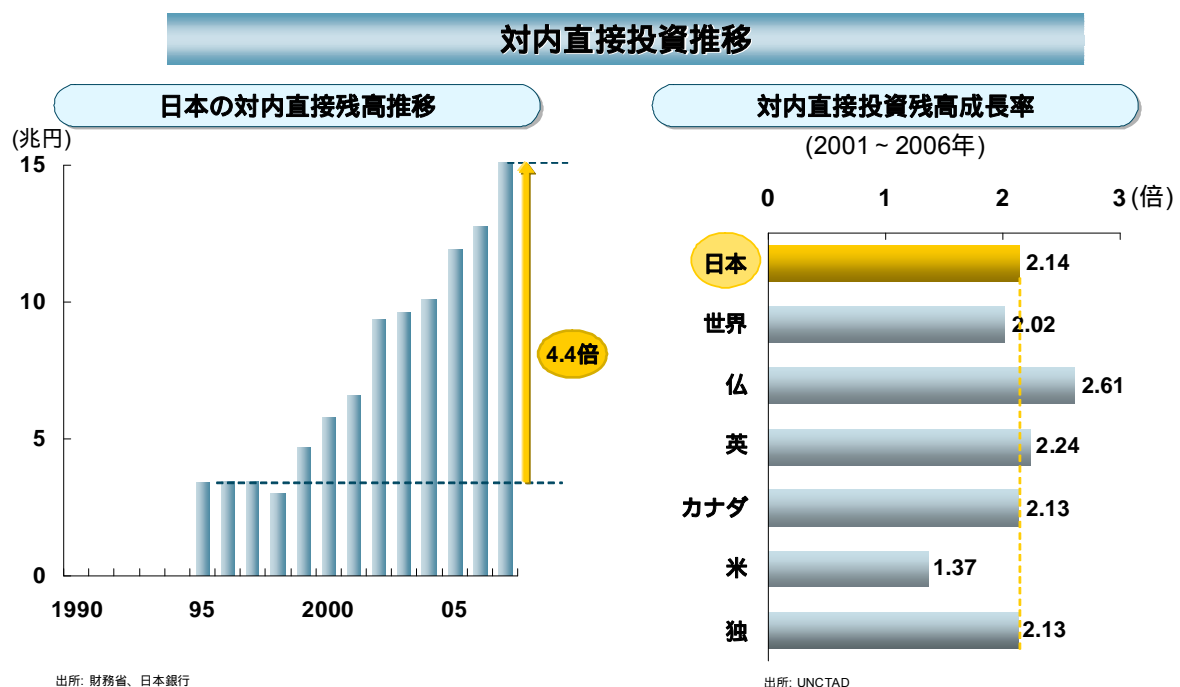
図 -2. 外国人投資家の日本株保有率は5%から30%弱にまで拡大



-2 対内直接投資残高も、90年代半ばに比べ4.4倍に達し、日本でも産業のリーダーとして活躍し、高い収益性を得ている外資系企業も少なくない

もう一つの対内投資の方法は、直接投資である。外資系企業によるグリーンフィールド・アプローチ(白地から企業自体で工場の建設・販売網の開拓を行う方法)を通じた日本での会社設立や、外国企業や外国投資ファンドによる経営参画を目的とした日本企業に対する買収・資本参加である。かつては低調だったこの対内直接投資も着実に増加し、90年代半ばに比べると4.4倍の水準に達している。政府の「対日投資促進プログラム(2003年公表)」の対象となった2001年末以降の5年間で見ると、伸び率は2.14倍と世界全体の平均を上回り、同プログラムの目標を達成している。これは他の主要先進国に引けをとらない水準である。

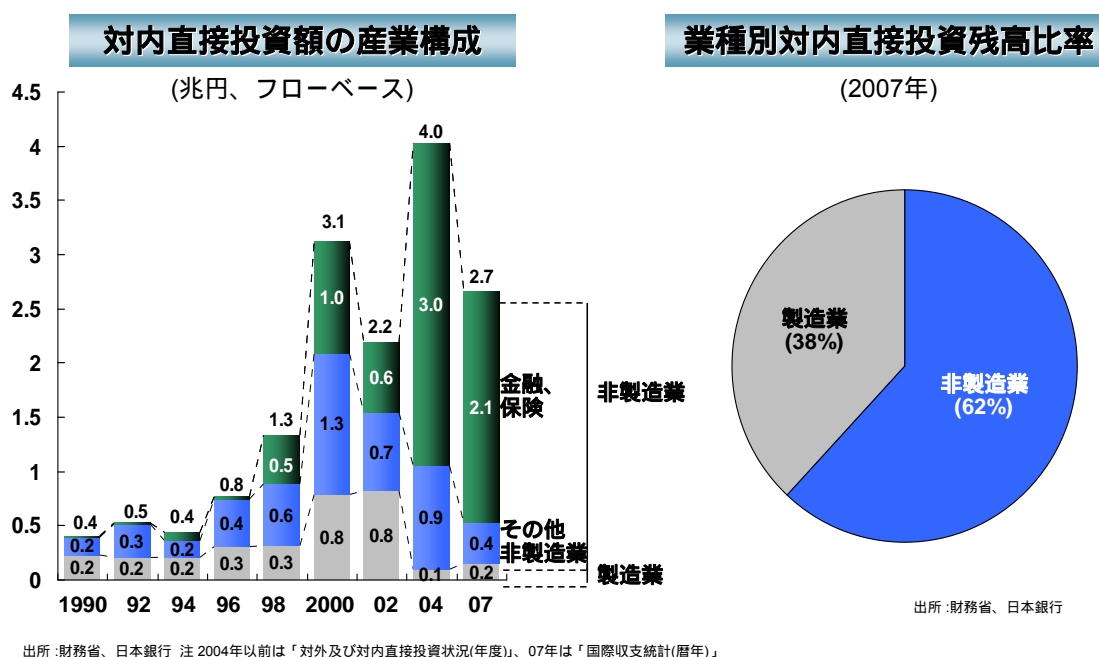
図 - 3. 日本の対内直接投資残高も、他国以上の伸びを示すほど著実に増加し、2001年水準からの倍増目標は達成した



アジア最大の巨大市場開拓を目指し、外資系企業 4,276 社が約 100 万人(平成 16 年度外資系企業雇用調査、日本貿易振興機構(JETRO))の雇用を抱えているまでになっている。対内投資残高の多いのは米国、オランダ、フランスの 3 国で、全体の 3 分の 1 強を占めている。最近アジアからの投資と、投資ファンドと思われる英領ケイマン諸島などからの投資も増えてきている。

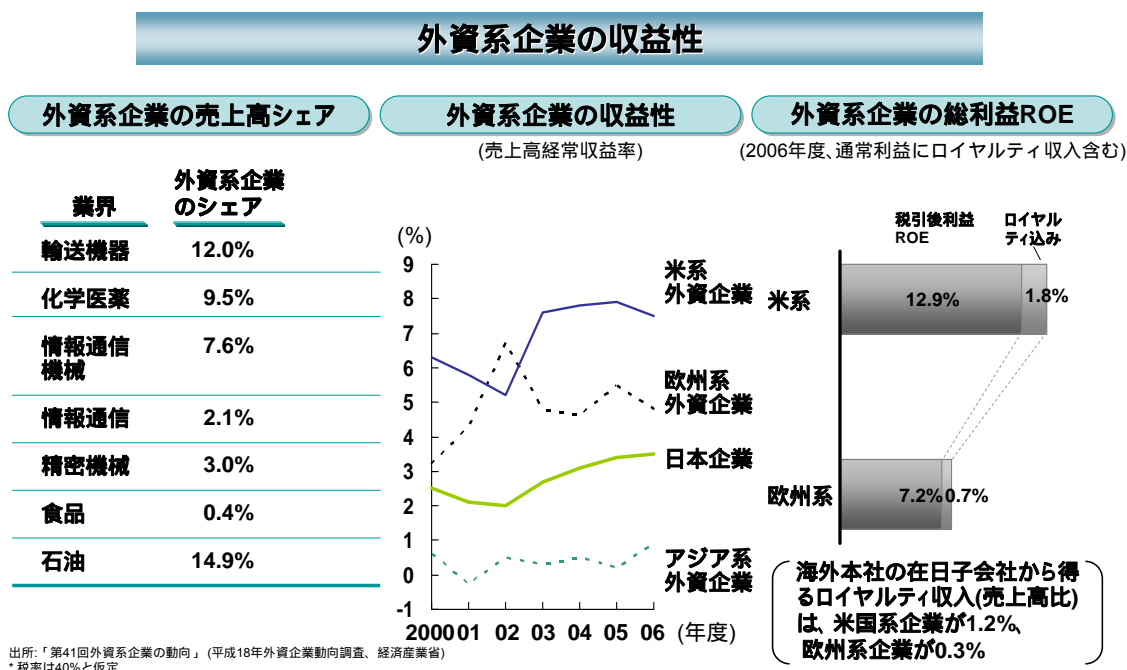
実際、外資系企業は、日本市場において収益性と成長性が高く、外資の競争力が生かせる分野を賢明に選択し、長年にわたって堅実に事業を拡大している。なかんずく、日本市場の知価産業化に対応して、最近では製造業よりも金融・サービス業への直接投資が拡大している。かくして、石油、医薬、医療機器、食品、コンピューターシステム、投資銀行、アセットマネジメント、プロフェッショナル・サービス等付加価値が高い業界の一部では、日本の産業のリーダーとして大きな存在感を持ち活躍している。例えば、情報処理産業における IBM、インターネット市場におけるヤフーとグーグル、生活商品における P&B やユニリーバ、薬品産業におけるファイザーや石油元売り業におけるシェル、投資銀行分野におけるゴールドマンサックス、コンサルティング業界や会計事務所では世界のビッグプレイヤーがリーダーとして活躍している。

図 - 4. 90年代半ば以降、金融・保険企業の対内投資が急増し、非製造業が投資残高の過半を占めている



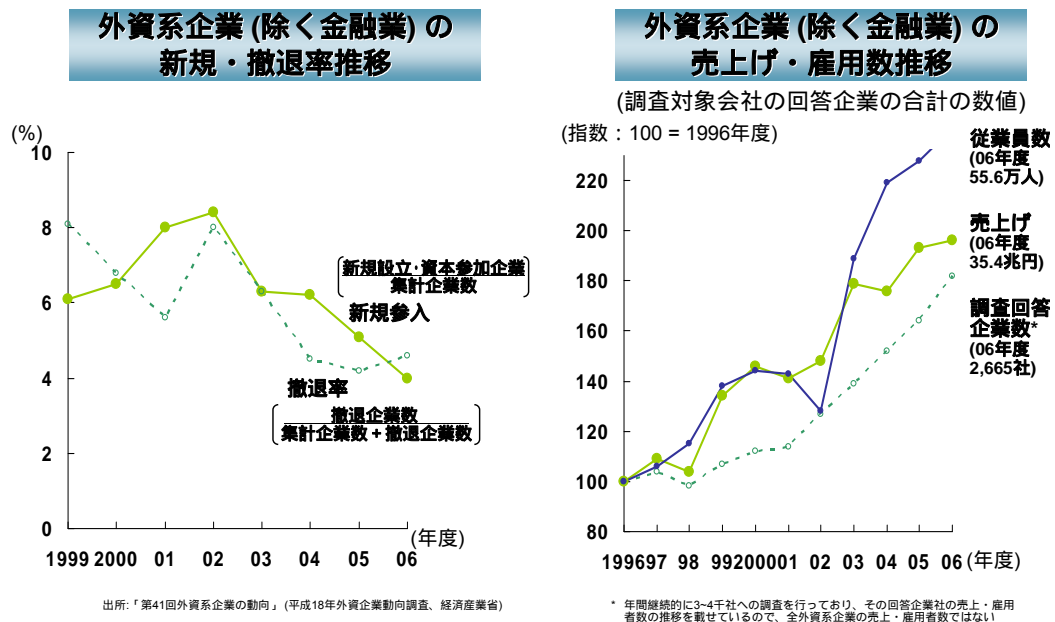
こうした、賢明な選択投資により、外資系企業は日本企業よりも高い収益率を上げている。平均 ROE(株主資本利益率)を比較すると、日本企業の 6.56%に対し、米系企業は 12.9%であり、本社に送金されるロイヤルティ収入も含めると 15%近い水準になる。

図 - 5. 外資系企業は、いくつかの産業で業界リーダー的地位を持ち、高い収益性を上げている



日本は外資資本に決してパッシングされてはいない。外資の参入と撤退は拮抗しており、既存進出企業の売上げと雇用は順調に伸びている。

図 - 6. 実際、外資系企業の参入と撤退は拮抗。既存外資系企業の売上げと雇用数は順調に伸びている



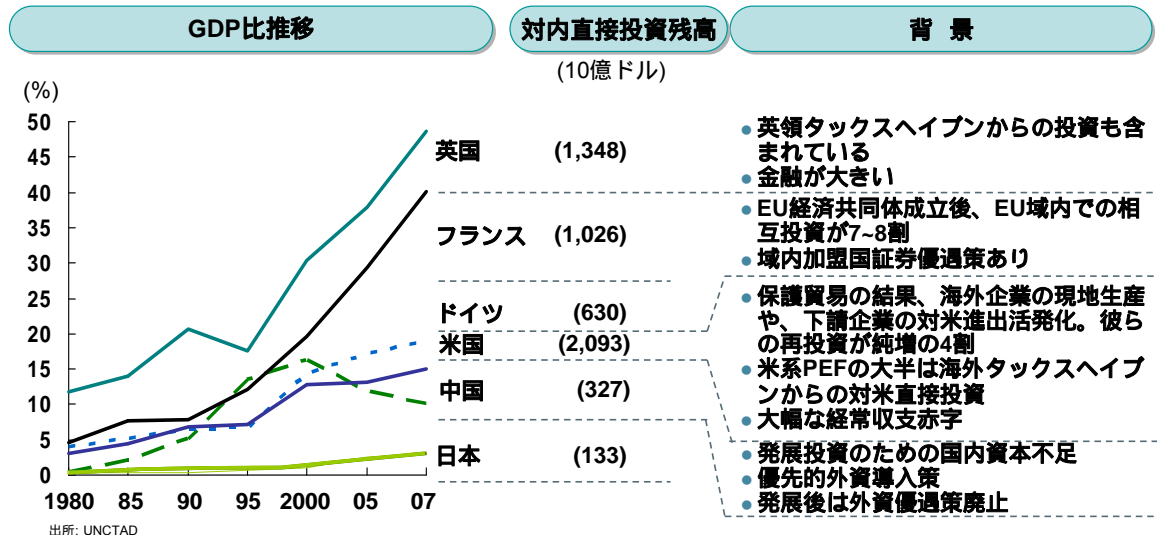
- 3 歴史的・経済的背景を無視して、対 GDP 直接投資残高比率だけで、開放度を比較することは疑問がある

しかし、諸外国と比較すると日本への対内直接投資残高の GDP 比率(2007 年)は、米国の 15%、EU 諸国の 19~50%に比べると、3.0%とまだ低い水準にある。その数字だけを捉えて、諸外国に比べて、日本が閉鎖的な国であると決めつける議論があるが、それには疑問がある。第 1 に、外国から日本への投資水準は証券投資と直接投資の総計で見べきであり、対内投資比率が高い証券投資を除いて、直接投資のみで諸外国と比較することが正しいとは言えない。第 2 に、対内直接投資に関しても、各国の歴史的・地域的背景や国際収支状況は無視して、単純に GDP 比率のみを比較して論じても重要なポイントを見落としてしまう。

例えば、米国の場合、過去に輸入規制をして海外企業の対米現地生産を求め、その次には高い米国内調達比率を求めて海外企業の下請け・関連会社の米国直接投資を求めてきた歴史がある。こうした既進出企業による追加投資・再投資が、対内直接投資増分の 4 割を支える基盤となっている。さらに、恒常的な経常収支赤字のために海外からの資本が必要とされている事実も無視できない。また、最近は海外のタックスヘイブン国に設立された米系投資ファンドの積極的な米国企業のバイアウトが、海外からの投資に算入されている点も割り引かねばならない。

図 - 7. 確かに日本の対内直接投資残高はまだ低い、歴史的・地域経済的背景を無視して単純に比較はできない

対内直接投資残高GDP比推移の各国比較



独・仏・スペインの場合、かつては、日本同様低い水準の対内直接投資比率であった。対内直接投資が急増したのは、EU 経済圏の形成で域内諸国間の直接投資が急増した結果である。実際、EU 諸国への直接投資の 7~8 割が他の EU 諸国からの投資である。地域経済共同体は日本には無い環境である。

そうした中で、英国は確かに極めてグローバルに開放された市場であり、英国企業の買収も活発である。ただ、その数字の中には、英国領のタックスヘイブンやロンドンの金融機関への海外からの資金流入もある程度含まれていると推定される。

日本は、国内の高い貯蓄率と黒字が続く経常収支のおかげで、外国資本に依存する状況ではなかった。ましてや、外国企業に国内生産と国内調達を強いるだけの国力も無かった。欧州のように地域経済圏を形成することもできなかった。勿論タックスヘイブンとして活用できる拠点も持たなかった。そうした背景を無視して、単に GDP 比率だけで日本の開放度を比較して論じてしまうことには疑問がある。

- 4 しかし、対内直接投資を早急に促進しなければ、日本は、グローバルな経済の輪から脱離し、アジアでの相対的地位を落としかねない

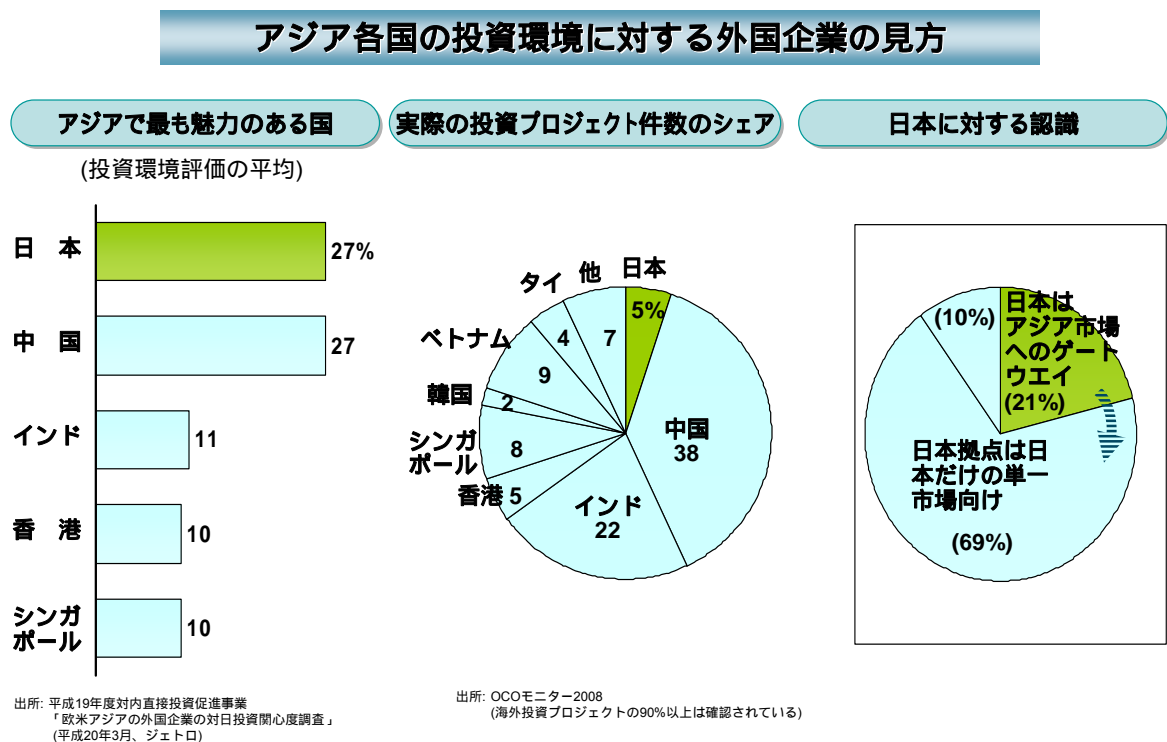
かといって、対内投資が現在の水準で満足していいわけではない。諸外国対比で対 GDP 比率が低いから直接投資を促進するのではなく、将来の日本経済の浮沈をかけた問題だからこそ、官民挙げての積極的な対内直接投資推進が必要なのである。政府は直接投資残高を 2010 年までに 2006 年の 2.5%から GDP 比 5.0%にまで引き上げる政策目

標を打ち出している。政府の真意は、数字作りの目標ではなく、グローバル化が進展する中で、日本経済の活性化、日本企業の付加価値創造力向上を実現するには、現在の残高を短期的に倍増させるぐらいの積極策が必要だという国の意思の表現と理解される。

もし日本が市場を閉じグローバルな経済の輪の中から外れたら、外国企業が新規に日本市場へ進出して新たな刺激を日本経済に与えて活性化することなくなり、既進出企業もアジアの中心拠点を他の国に移転していきかねない。グローバルな知や情報・技術の自由な交流が少なくなった国に、知識創造経済の中で重要な高付加価値機能が集積することはない。それは、日本経済の衰退を意味し、グローバル活動の拡大で成長している日本企業自身の競争力を損ないかねない。

外資系企業は、まだ、日本をアジアの中での最重点国と位置付け、実際に新規投資が撤退を上回っている。しかも、投資環境として高い評価も受けている。しかし、実際の投資は中国・インドに向いており、日本をアジアのゲートウェイと考える企業全体の2割に過ぎないことに危機を感じる。外国企業には、日本市場の将来性に多少の懸念を持ち始めたところも出てきている。手遅れになる前に、対内直接投資促進をより一層加速することは国家的課題である。

図 - 8. 日本の環境評価は高いが、実際の投資に結びついてなく、アジアのゲートウェイ拠点と考えている外国企業は2割しかいない。危機感を持つ



・日本の法制度は開放されている。直接投資促進の鍵は、成熟した日本市場自身の魅力度向上である

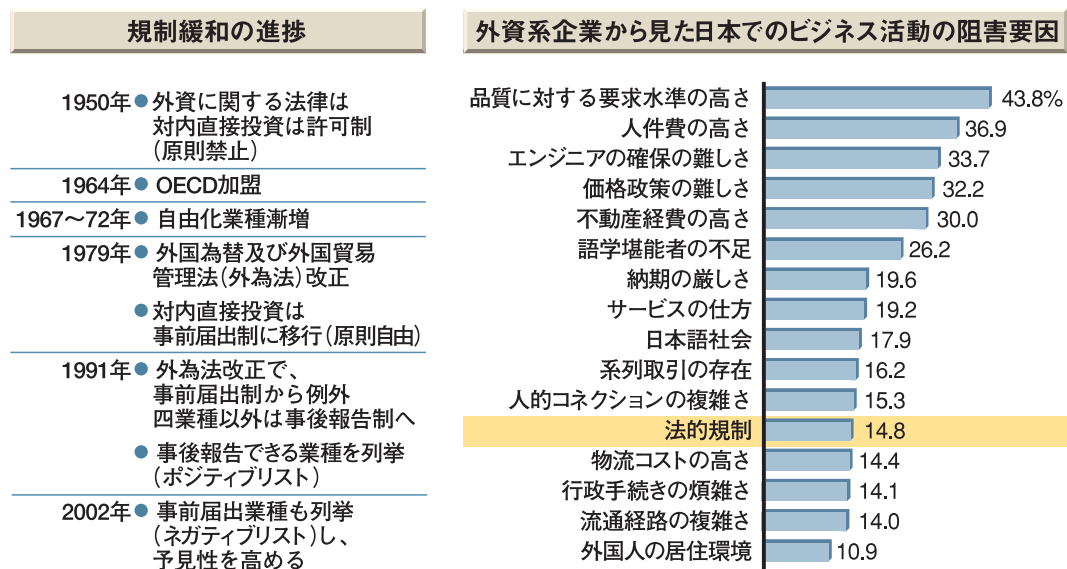
-1 法規制は外資に対して排外的ではなく、直接投資促進策の鍵ではない

日本は外資に対して閉鎖的・排外的な法制度があり、それが対内投資を妨げているという批判があるが、それは大きな誤解である。

確かに、かつての日本は、外資に対する法・規制が存在し、その上、系列、株式持合い、制限入札など規制以外でも外資に対して参入しにくい状況があったことは否定できない。そして、特定業界で外資規制開放への外圧が高まったときに、その業界に限った対症療法的開放策をとってきた歴史もある。しかし、法制度の規制緩和に限った外圧対応的な彌縫策にとどまったことが、日本における外資の活動を十分発展させられなかった一因でもある。

ここ 10 年来の積極的規制緩和や制度の国際化により、日本は、今や OECD 基準から見て、最も外資への法・規制が少ない国の一つと言える。外国資本による日本企業の買収手法として、三角合併が加えられた。系列以外の取引は通常になり、株式の持ち合いも激減した。

図 -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）

実際、外資系企業への調査やインタビューによると、彼らの不満は、法制度の排外性や日本社会の特殊性には向いていない。直接投資促進策を相変わらず法規制の改革によって行おうとするアプローチは的外れである。

-2 たゞし、外資規制ではないが、一部の業界への規制や制度は、ジャパン・コストとして批判がある

たゞし、日本企業、外資系企業共通に課される業界の法規制の中には、外資の活発な企業活動を妨げ、制度や運用インフラの不備が、世界市場での日本の相対的魅力度を引き下げているという批判の声もある。グローバルな視野から見た彼らの声には傾聴すべき点も多い。そうした業界の法規制・運用制度により同じ負担を背負う日本企業も協力してその改善を追求する分野もあると思える。

例えば、外資系金融界では、貸金業の上限金利規制に基づき、法律制定以前に遡って過払い分の支払いを強いられたことに対しては、「日本では行政施策の予見が困難」という批判が強い。また、金融機関に課せられた厳格な J-SOX 法への対応や、金商法に基づく金融商品販売コストの急増も、「日本でのオペレーションはコストがかかりすぎる」という不満もある。

外資系企業が業界のリーダーとなっている製薬業界や医療機器業界でも、日本の治験制度と医薬・医療機器の認可制度が、国際的に見て不備で時間がかかりすぎ、このままでは国際競争に遅れるとの指摘もある。

-3 一部のグリーンメーラー的アクティビスト・ファンドの日本市場閉鎖性批判を、対内投資開放度のリトマス紙のごとく唱えるのは建設的議論ではない

実業を営む外資系企業からは日本の法規制が閉鎖的・排外的という批判が少ないのに比べて、最近、一部外資系投資ファンドからは、日本企業の敵対的株式取得をめぐって、日本の市場が外資に対して不当に閉鎖的・排外的であるとの批判が目立つ。彼らは、割安の資産株を狙って、上場株式を取得し、資産売却や子会社売却を迫って一時的な高配当を手にしたたり、敵対的買収を口実に高値で株式を引き取らせ利益を得る、所謂グリーンメーラーと称される行為をする一部のアクティビスト・ファンドである。本来のアクティビスト・ファンドは、上場企業の少数株主となり、“物言う株主”として資本効率の向上や事業の再編、他社との合併による企業価値向上を提言し、経営者の理解を得ようとする。企業価値の向上が株価に反映されれば、投資利益を得ることができる。しかしグリーンメーラーの行動はそうした行動とは異なっている。

もとより、アクティビストが資本投資の自由と株主の権利を行使することになんら問題は無い。そうした物言う株主の主張により、安眠をむさぼっていた企業が企業価値を真剣に考えたり、資本効率を考えたりし始めている効果もある。しかし、彼らの投資行動に問題があるときは、開かれた日本の法制度の下で公正に判断されたことに従うべきであろう。TCI(ザ・チルドレン・インベストメント・ファンド)の J パワー(電源開発)株式買増しについては、原子力発電に関わる社会インフラ開発を担う企業への投資に関して明示された外為法(外国為替及び外国貿易法)上の規制があり、外為審(関税・外国為替等審議会)及び当局がそれにしたがって適切に審査の上、中止命令という結論に至っ

ている。また、スチール・パートナーズによるブルドッグソースの敵対的買収に関しては、最高裁判所が株主総会における多数の株主の意思を尊重すべきであるという判断を下している。いずれも政治的・恣意的な判断ではない。法とルールにしたがって粛々と対応すればよいだけである。

企業価値向上のための物言う投資家であると自己主張する彼らの論拠には、実際の行動を照らし合わせてみると疑問が生じる点がある。多くの場合、グリーンメーラー的アクティビストのスタッフには、実際の事業経営に助言し、より事業価値を向上させるスキルが備わっていない。また、彼らの過去の投資経歴を見ると、TCIは米国やドイツで、その投資に関して法的問題を発生させ、米国では規制の対象になる可能性すらある案件も抱えている。グリーンメーラー型アクティビスト・ファンドの投資を見ると、彼らが資産売却や高配当を要求したときには、企業価値上昇期待で株価は確かに高まるが、2～3年後には企業本来の収益力をあらかず営業利益は向上せず、資産は減っており、株価は却って大きく低下する傾向がある。長期的な企業価値向上に貢献していることを証拠づけるものはない。少なくとも、我々が促進したい健全なグローバル化に寄与する主役ではないことは明らかである。

一部報道機関は、アクティビスト・ファンドの敵対的買収や株式取得問題を、日本の外資への開放度を測るリトマス試験紙かのように報道することもあるが、問題の混同である。グリーンメーラー投資が日本を席卷したら、日本市場は開放され、健全なグローバル化で国が潤うのだろうか？我々の外国ファンドへのインタビューでは、多くのファンドが、「Jパワーなどの上記案件が日本への投資意欲を失わせるものではない」と答えている。健全なPEFの活動と、グリーンメーラー的アクティビスト・ファンドを一緒にたにされることは迷惑だと言い切るファンドもあった。ある外国企業幹部は、「最大のアクティビスト対策は、彼らの要求を無視し続け粛々と本来の企業価値向上に集中すること。彼らは、世間に騒がれないと株価は上がらないし、経営者に脅威を与えないと高配当や高値で株式引取りがなされなくなり、やがて困って退いていく」と述べている。過去の経験に裏付けられたものであろう。

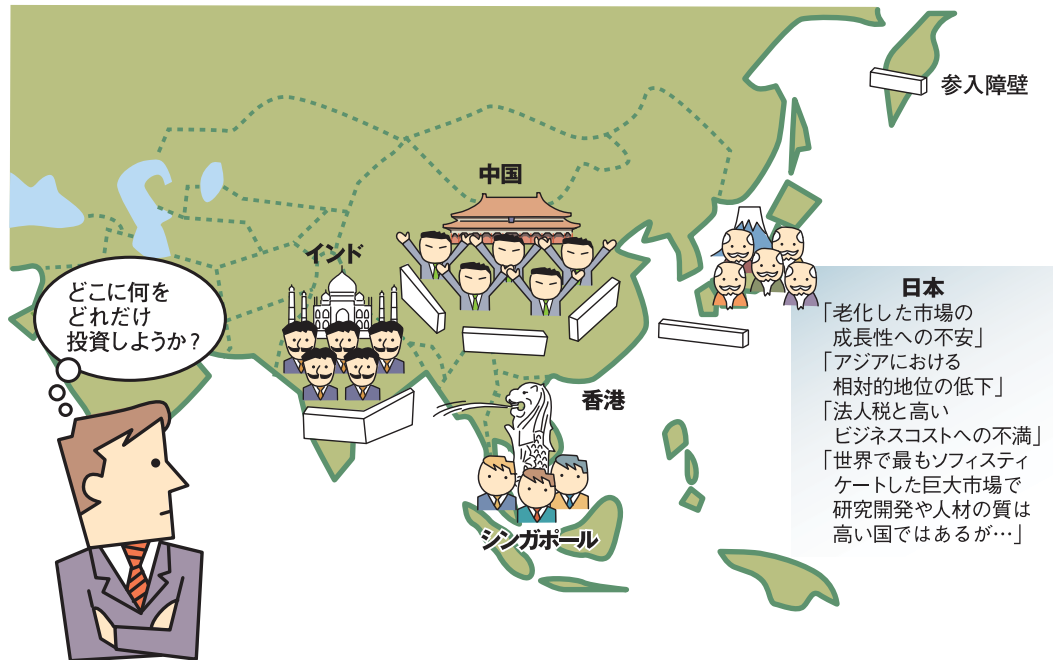
- 4 成熟化した日本市場自体の魅力度を向上することが最大の課題

むしろ、外資系企業が対内投資を躊躇する理由は、「老齢化した日本市場の成長性への不安」、「アジアにおける相対的国力の低下」、「法人税を含むビジネスコストの高さ」、「日本企業の収益性の低さ」といった、日本市場や日本企業自身の魅力が減退していることへの懸念である。法規制改革では解決できない、このより深刻な課題に立ち向かわなければ、外国資本の対内直接投資を増やすことはできない。

特に製造業の問題は深刻である。労働賃金が高く、若年労働者も少なくなっていき、公害規制やCO₂対策コストが高くかかる日本で、通常の生産拠点を拡大しようという製造業は少ない。安いコストを求める製造業は中国、インドに流れていく。研究開発や

生産イノベーションにより高付加価値を創造できる製造業モデルを示さなければ、日本の魅力は下がっていく。

図 -2. 法制度の見直しより、成熟した日本市場の魅力度向上が鍵



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)

製造業に代わって対内直接投資が増えている金融・サービス業に関しても安心はできない。同様の構造問題に悩む先進国の中で、日本は、金融・サービス業への対内投資が進んでいるとは言えない状況である。サービス産業の生産性の低さだけでなく、英語の問題等、簡単には解決できない障害も指摘されている。少なくとも、シンガポール、香港では語学面での障害はない。

老齡化がすすむ日本経済の将来の成長性への不安は幅広くもたれている。GDP 成長率が 1~2%の日本市場に投資するのか、6~12%の中国・インド市場に投資するのか、は外国企業経営者にとっては当然の関心事である。老齡化ならではの事業成長機会が生まれること、そして、成熟経済ならではの高付加価値の産業や機能を拡充していることを日本が証明しなければ、魅力をアピールすることはできない。未来が不安だと、外国資本は、対内直接投資により日本に長期コミットメントするリスクをとるよりも、対内証券投資により短中期の利益を目指すだろう。

「成長するアジア地域の中心として、外国企業は当然日本に拠点を持つはず」と今でも思っていたら誤った過信である。確かに、昔は、日本はアジアではずば抜けた市場規模を持って外資を魅了できた。外国企業の他のアジア進出は、安い労働力を求めた世界の工場地域への進出であり、それも中国・アジア諸国からの手厚い外資導入策があつてのことであつた。対日進出と競合するものではなかった。しかし、今や、中国、アジア諸

国は消費市場としても、ゲートウェイ市場としても、日本との格差を急速に縮めてきている。中国は、外資系企業への法人税の優遇策を廃止した。特別の優遇策なくとも、中国市場自身の魅力で外資を魅了することができるという自信の表れでもある。「アジアの中心拠点を、日本に置くのか、それとも成長著しい中国、インドか、自由度が高いシンガポールに置くのか」という比較がなされる時代になった。まだまだ、社会インフラや人材の質の面で日本の優位性は大きい。それに安住することなく、手遅れになる前に、中国やシンガポール、香港に圧倒的に差をつけるだけの、ゲートウェイ機能を拡充して外資を魅了しなければ、日本のアジアでの相対的地位は低下を余儀なくされる。

図 - 3. 日本の投資環境の評価は経済・社会インフラの充実と付加価値創造力であり、人件費や税等のビジネスコストは高く評価は低い

アジア諸国の投資環境魅力度							
		日 本	中 国	インド	シンガ ポール	香 港	韓 国
経済・政治の透明性と安定性		1位 (32%)	2位 (15%)	5位 (6%)	3位 (13%)	4位 (11%)	6位
経済・社会イン フラ	－ 電気・情報通信インフラ	1位 (32%)	2位 (12%)	3位 (11%)	4位 (10%)	4位 (10%)	4位 (10%)
	－ 運輸・物流インフラ	1位 (33%)	2位 (21%)	4位 (6%)	4位 (6%)	3位 (9%)	5位 (3%)
付加価値 創造力	－ 人材・労働者の能力	1位 (27%)	2位 (23%)	3位 (16%)	4位	4位	5位
	－ 研究開発の質	1位 (39%)	2位 (16%)	3位 (10%)	3位 (10%)	4位	5位
ビジネス コスト	－ 人件費	7位 (2%)	1位 (46%)	2位 (21%)	8位	4位	7位
	－ 法人税	5位 (9%)	1位 (20%)		2位 (15%)	3位 (11%)	

注: 欧米企業の役員209名へのアンケート調査結果。対象は日本への更なる投資拡大が期待される5業種。金融は含まれない。
出所: 平成19年度対内直接投資促進事業「欧米アジアの外国企業の対日投資関心度調査」、ジェトロ (平成20年3月)

外国企業の最大の不満は、日本の人件費、オフィス賃料、そして何よりも、固定資産税や法人税といった「ビジネスコストの高さ」に向かっている。世界の企業は、世界に展開する各拠点の収益性を比較して、事業優先度を評価するが、それは税引き後の利益やキャッシュフローを基準とする。日本は先進国で最も法人税と固定資産税が重い国ではなかろうか。その負担は、グローバルな競争を行う日本企業にとっても大きなハンディとなっている。巨額の財政赤字と税収不足に苦しむ日本にとって、全体の法人税を軽減することは容易なことではないが、外国企業(おそらくは日本企業も)の不満には耳を傾ける必要がある。経済特区の拡大等はまだ検討の余地があるのではないだろうか？

グローバルな海外出張が頻繁に求められる金融やプロフェッショナル・サービスの企業では、それに加えて、航空運賃等内外交通費の高さと移動にかかる時間やコストも不満の種になっている。

外国系 PEF が日本企業買収投資を躊躇するのは、諸外国に比べて日本企業の ROE が低く、逆に PER(株価収益率)が高いことであった。多くの外国系 PEF は、グローバルあるいはアジア地域を対象としたファンドであり、欧米やアジア企業と ROE、PER や EV(企業価値)、EBITDA(支払利息・税・減価償却前利益)で比較して、投資先を選択している。日本では魅力ある企業も、世界で比較すると投資魅力度が相対的に低くなることも少なくない。結局、割安で買える不良債権関連資産や破綻企業が主な対象先になっていた。日本企業の収益性は改善してきているが、世界との比較ではもう少し向上することが求められている。

対内直接投資促進の鍵は、こうした日本市場への不安や不満を解決し、成熟社会の魅力度を格段に高めていくことにある。

・産業資本による投資を金融資本の投資よりも優先して促進すべき

-1 直接投資には、産業資本によるものと、金融資本によるものがある。どちらに優先度を置くべきだろうか？

対内直接投資には、日本に開発、研究、生産、販売、サービス等の拠点を持って、長期的に日本市場での事業を拡大させていく「産業資本」(外国の一般企業、外国商業銀行、保険会社)による投資と、資金不足や資産過多の日本企業にリスクマネーを投じて買収し、財務や資産のリストラ等により株式価値を上げ、短中期に売却して利益を得る「金融資本」(PEF 等)による投資がある。どちらからの投資も対内直接投資を増やすことになる。そのために、「産業資本だろうと、金融資本だろうと、対内直接投資を増やすのは歓迎すべき投資」「だから、両者に同様の投資インセンティブを提供すべき」という議論がある。

しかし、産業資本と金融資本には投資目的や資金の性格に差があり、日本がグローバル化 3.0 戦略を遂行していく上での貢献度にも差がある。その差異を十分理解して、限られた政策資源をどちらに優先度をおいて活用していくのか基本姿勢を決めておく必要がある。特に、税の面での優遇措置に関しては、外国企業に法人税等での優遇措置を提供するのか、日本企業を買収するファンドに優遇措置を与えるのかについては慎重な選択が求められる。日本が直面する財政赤字と将来の消費税引き上げ問題等を考えたとき、外国資本の日本投資への税の優遇制度には、国民の納得感を得ることが重要である。

-2 外国産業資本の投資は、グローバル化 3.0 の推進に欠かせない

日本経済にとって最も貢献度が高い対内直接投資は、産業資本である外国企業が日本で活動を広げてくれることである。グローバル活動を営む外資系企業は、日本に無い商品やサービスを導入し、新しいビジネスモデルで市場を創造し、新規の情報や技術を移入し、競争を刺激して日本企業の効率化を進めてくれる。さらに、外資系企業は雇用を増やし、法人税も所得税も国内で払ってくれる。実際、約 100 万人の日本人が外資系企業で働いている。そして、何よりも、外資系企業を通じて、日本経済がグローバル市場に結びつき、周辺の企業にグローバル化のメリットをもたらしてくれる。グローバル化 3.0 に欠かせない産業の日本集約や、情報・技術の日本集積や、グローバルの輪との連携は、外資系企業の活動から生まれてきている。

例えば、IBM の日本での活躍が、富士通、NEC、日立のコンピューター技術を進化させていった。さらに、近年ではシステム・アウトソーシング・サービス市場を新たに開拓したのも IBM であり、それに刺激されて NTT データがその市場を拡大させている。情報処理市場では、ドイツの SAP が、日本の ERP ソフト市場をリードし、

日本の企業に外部ソフトを購入して業務や経理等のシステム化を推進させるきっかけを作った。最近では、ヤフー、グーグルのインターネット検索サービスの日本市場での拡大が、日本のインターネット・ビジネスを飛躍的に向上させている。

外資系企業の市場シェアが大きい医療機器産業においても、彼らにとって日本は単なる販売市場ではない。欧米医療機器メーカーの部品や素材に多くの日本の中小・中堅企業の技術が使われている。彼らが日本に進出していなければ、日本の技術はこれほど世界で生かされていなかっただろう。日本に新しいビジネスモデルを持ち込んで新鮮なショックを与えた外国企業としては、パソコンのデルや、カフェチェーンのスターバックス、物流のプロロジスティックス、小売りのH&Mがある。

非製造業の分野においても同様である。東京が国際金融市場の一つであり続けるのも、ここ10年間でゴールドマンサックスやモルガンスタンレー、ドイツ証券、UBS等のグローバルな投資銀行が日本での活動を何倍にも拡充してきたことが要素になっていることは否定しがたい。

グローバル化3.0にとって、外国産業資本の日本での活動の増大は不可欠な条件であることに疑いの余地はない。

-3 外国金融資本(PEF)による直接投資が急台頭している

ここ数年、「金融資本(PEF)」が、対内直接投資市場で急台頭している。伸び率から言えば、産業資本による投資を超えるほどだ。PEFによる企業買収は、世界のM&A金額の2割を超えたこともあった。PEFの運用資産規模は2兆ドル(未投資資金含む)といわれ、8,200億ドルもの未投資資金が世界で買収先を捜し求めている。日本のPEF市場も急拡大し、今や運用資産は2兆円を超えるといわれている。

PEFは、匿名私募方式で欧米の年金基金や保険等の機関投資家、超富裕層、それに中東やアジアのマネー等を集め、大きな借入金でレバレッジを効かせた財務戦略で企業をバイアウト(買収)し、買収後は資本の論理を梃子に企業の経営に参画してリストラやバリューアップ施策により株式価値を向上させた後、数年で対象企業を上場したり他社へ売却することによって高い投資利益を獲得しようとする仕組みである。

その派生的なものとして、上場企業の少数株式を取得し、株主権を行使して企業に株主利益の向上を迫るアクティビスト・ファンドも発生してきている。物言う合理的な投資家として活躍するアクティビスト・ファンドもあるが、その一部には、資産売却による巨額の配当を要求したり、高額での買取りを求めて利益を得るグリーンメーラー的行動をするアクティビスト・ファンドもある。

PEF市場は、米国のサブプライム問題を契機とした欧米の金融危機で一時的にしばらくは伸びているが、今後、「中東、アジア、中国、ロシアの豊かな国家資金を背景としたSWF」からの出資を得て再び活発になると予想される。それも、1兆円を超える大型日本企業のバイアウトがあっても不思議ではない。さらには、SWF自身による直接的な対外戦

略投資活動も始まっており、短中期的な企業買収・売却による投資利回りを追求するファンド・キャピタリズム(外国金融資本)の行末が、対内直接投資に大きく影響すると予想される。

図 -1. 匿名で資金を集めたファンド (多くはタックスヘイブンの国に設立) を、PEF 運用会社が企業のパイアウトに投資し、短中期で上場・売却して投資利益を得る

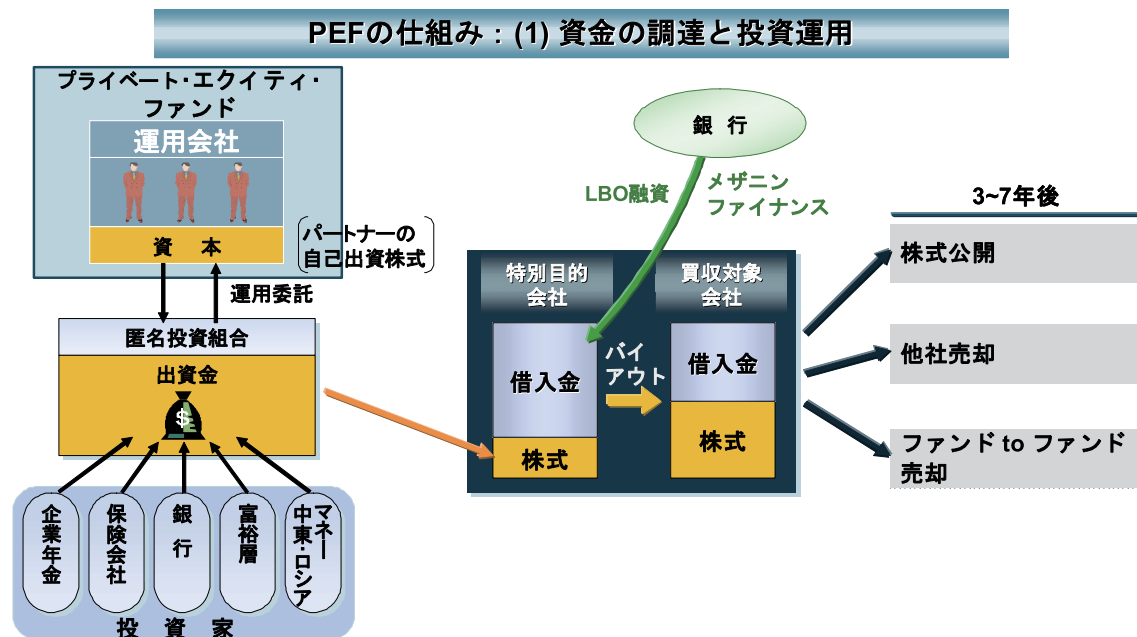
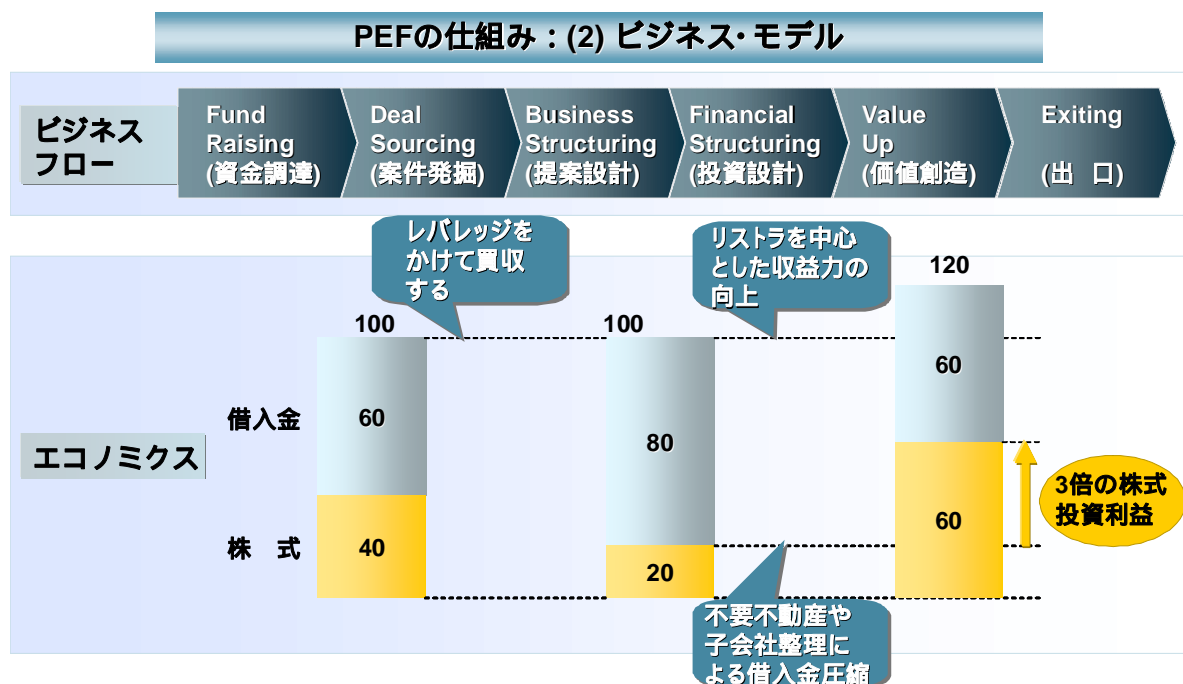


図 IV-2. 借入金レバレッジを最大限効かせ、あくまでも株主価値の向上を追求する



- 4 金融資本は日本企業の再生、覚醒、再編へのリスクマネーの供給としての効果は大きい、グローバルゼーション 3.0 の推進効果は限定的

PEF が運用する資金は、投資家から見れば、ヘッジファンドや不動産・ベンチャー投資にも投じられる「オルタナティブ投資」(派生投資)の一つであり、多少のリスクはとっても、通常の証券投資よりも高い投資利回り(年率約 15%)をあげることが期待されている「リスクマネー」である。したがって、PEF は、普通の企業がしり込みするような不良債権の買受けや破綻企業の受け皿となったり、必ずしも普通の企業が持っていない冷徹な資本の論理の適用をする強い経営者を送り込んで企業再生を担ったり、借入金が多い財務構造を是として株式価値を上げることで存在感を示してきている。日本企業の再生、覚醒、再編に貢献をすることは正当に評価されるべきである。

実際、外国系 PEF による日本企業の資産や株式の買取りは、90 年代の日本の不良債権の処理や破綻企業や問題企業の再生に大きな貢献をした。リップルウッドによる新生銀行の取得、ローンスターによるゴルフ場の買受け、ウイルバー・ロスによる関西アーバン銀行の取得、サーベラスによる国際航業や長崎屋のバイアウトなどがある。その後は、対象を通常企業に広げ、ノンコア子会社の MBO(マネジメント・バイアウト)や、上場企業の非公開化、経営不振会社のバイアウトによる建て直し等を行い、株主価値を向上させた例も少なくない。日産の物流子会社のバンテックは、英国の 3i の支援を得て MBO した(3i は同社株をみずほキャピタル・パートナーズに売却)。その後、同社は東急エアカーゴ等の物流会社を買収して規模を拡大し、独立物流会社として上場している。カーライルは旧世代携帯電話サービスとして見捨てられようとしていた PHS ベースの DDI ポケット社の隠れた価値を見出し、京セラとともに MBO を支援し、成長路線を開拓することに成功している。カーライルは、不振にあえぐ機械メーカー、キトーを経営者とともに MBO することで非公開化し、その後資金と経営両面からの支援を行って業績を急回復させ、4 年後に再上場させることに成功している。

しかし、あくまでも短中期の高い株式投資収益を追求することを使命とする PEF による買収案件には、問題例も少なくない。あまりにも借入レバレッジを高くしたために財務危機から抜け出せない企業や、安易な資産売却による回収を急いで長期的な研究開発投資や設備投資を怠った企業や、外部から乗り込んできた経営者と社員とが信頼感を築けずに業績が低迷している会社や、ファンド間で株が転売される度に方針が変わり、将来が見えないと嘆く企業もある。

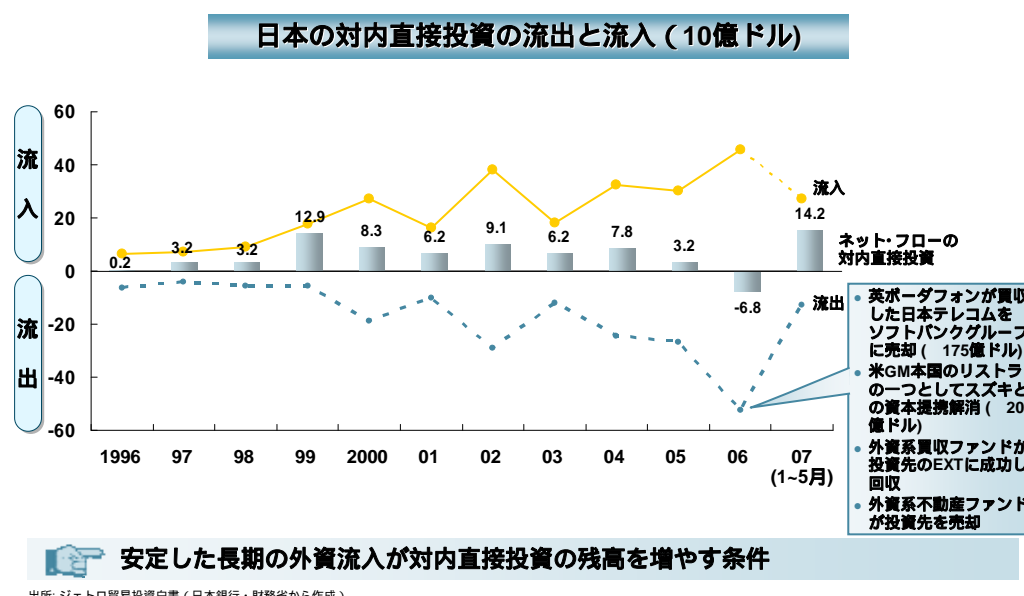
それ以上に、グローバル 3.0 戦略の観点から見ると、PEF による日本企業の買収が、新しい商品・サービスを日本にもたらしたり、産業の地域集約を促進したり、技術や情報の集積をもたらしたり、グローバルな連携を深めていくことを大いに期待することは難しい。PEF 運用会社は実業を行っているグローバル企業ではなく、期間限定で日本企業を買収して経営支配する投資会社であるという性格からしても、グローバルゼーション 3.0 の推進効果は限定的にならざるを得ないだろう。

- 5 金融資本には不安定な性格がある

金融資本の性格には、注意を払うべき点が二つある。

一つは、最近の世界的金融危機、資源・穀物の高騰をもたらした資金源が PEF の資金源と共通することである。世界的な資金余剰で、短中期の高い投資収益を求める欧米の年金基金や保険等の機関投資家、超富裕層、そして中東やアジアの SWF が、ヘッジファンドや資源ファンド、不動産ファンドと並んで PEF にも流れ込んでいた。ファンドは、投資利回りを高めるために超低金利を利用して最大限の借入れを行い、レバレッジを効かせた投資をした。その構造が、一方では、サブプライムローンを含んだ証券化商品の暴落を契機に、連鎖的に金融機関の破綻を生み、他方では、余剰資金が石油・穀物の投機にまわり価格高騰をもたらしていたことは記憶に新しい。こうした金融資本が市場原理と株主至上主義の下で暴走したことが、世界経済を不安定にし、産業資本にも大きな被害を与えた点には注意を払う必要がある。金融資本が規律と賢明さを持って活動する仕組みが重要である。

図 - 3. 実際、流入額だけ見ると、対内直接投資は史上最高を更新しているが、外資系企業による買収企業の売却・徹底やファンドによる投資の回収成功で流出が膨らみ、ネット・フローが圧縮されている



もう一つの問題は、金融資本が成功すると直接投資残高が減るという皮肉な現象である。外国企業は長期的な戦略視野をもって日本での投資を行う。グリーンフィールド投資にしる買収にしる、投資した日本での活動が成功すると、そこで得た利益を再投資にまわし、着実に対内直接投資残高を増やしていくことが期待できる。他方、PEF の場合は、投資収益を確定するためには、買収した企業を日本で上場したり、日本企業に売

却しなくてはならない。しかし、そのことは、海外資本による投資から日本資本による投資に振り替わるため、対内直接投資残高を減少させることになる。実際、日本テレコムをボーダフォンからバイアウトしたリップルウッドが、翌年ソフトバンクに売却したときは、ネットの対内直接投資残高の伸びが大きく抑えられた。

後者はテクニカルな議論に過ぎないが、前者を考慮すれば、長期的なグローバル化のメリット追求のために重視すべきは産業資本(外国企業)による対内投資であると言える。

-6 優先度は、産業資本の自力投資促進、次に、産業資本による M&A 拡大の環境づくり、そして、金融資本による直接投資の順

したがって、対内直接投資促進策は、産業資本による投資促進を優先して行うべきであろう。外国企業がより活発に日本市場で活動して日本と世界をつなぐ未来と、投資ファンドが日本企業を次々に買収しては短期間に上場・売却していく未来を比較してみれば、いずれの未来が日本経済にとって望ましい姿かは明白である。

図 -4. 日本経済への貢献:産業資本 vs 金融資本

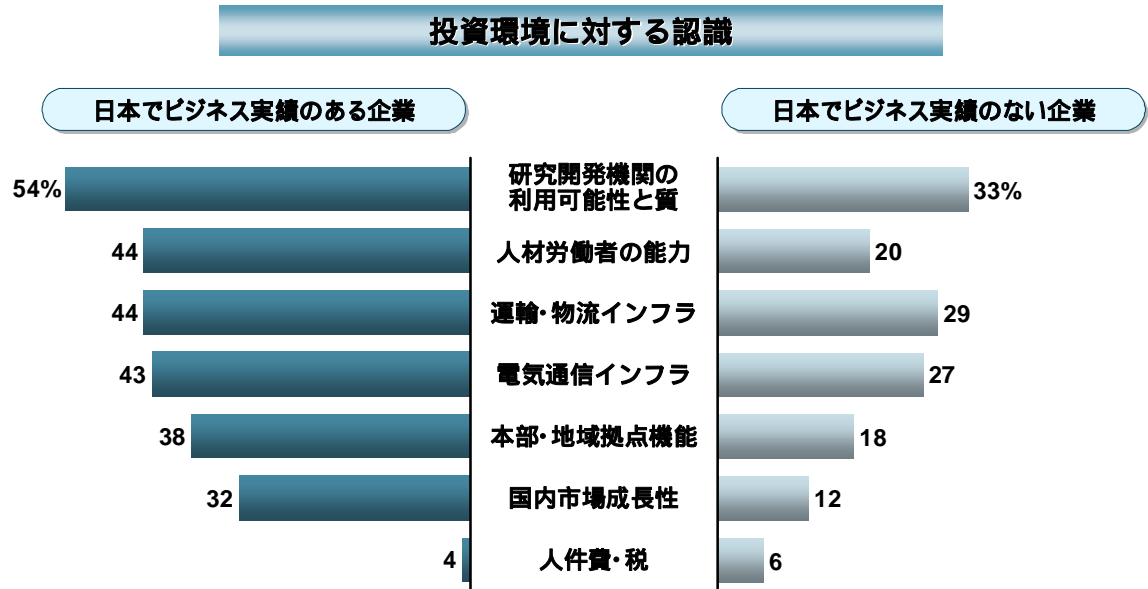
産業資本vs金融資本								
			産業資本			金融資本		
			製造業	サービス業	金融業	プライベート・エクイティ・ファンド	ソブリン・ウェルス・ファンド	アクティビスト・ファンド
自力進出	新規進出企業	●グリーンフィールド投資	最優先で政策資源を配付し促進					
	既存外資系企業	●再投資 ●追加投資						
他力進出	M&A	●少数株主 ●経営権取得	友好的買収環境の醸成			諸刃の剣の上手な活用		
投資の性格	●付加価値創造源 ●投資期間 ●投資収益目標 ●リスク許容度		●事業シナジー、成長による企業価値向上 ●長期 ●ROE ●低			●業務や資産リストラ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。ただしIPOに成功したり、日本企業に売却されるとマイナス		

言うまでもなく、このことは金融資本の投資を制約したり規制することを意味するものではない。促進策の優先度の話であり、国の財政が厳しいおり、税の優遇や補助金の支給等インセンティブを与える場合はどちらを優先させていくかというスタンスをはっきりさせておくということである。

ところで、産業資本の投資には、自力で投資し拡大していく方法と、他力を利用(日本企業の買収)していく方法がある。双方とも促進すべき投資であるが、既存グローバ

ル企業による再投資や、追加投資による日本拠点の活動の拡大やアジア企業による新規投資の促進策が第一に優先されるべきであろう。

図 - 5. 日本の投資環境については、日本でビジネス実績のある企業のほうが評価、特に研究開発インフラ・本部機能の評価が高い。対内直接投資促進の対象の一つとして既存進出外資の日本での機能拡大支援も考えるべき



出所:平成19年度対内直接投資促進事業「欧米アジアの外国企業の対日投資関心度調査」、ジェトロ(平成20年3月)

・産業資本の投資促進は、民主導・官支援、そして内外企業 共同のビッグプロジェクト方式で

-1 産業資本の対内投資促進ターゲットは既に進出しているグローバルな優良外国企業による再投資・追加投資の拡大である

ところで、外国企業が日本で活動を広げる投資には、新規進出企業が自力で会社を設立し発展させていく「グリーンフィールド開拓の投資」か、既存進出外資系企業が日本での収益を「再投資」したり、本国からの「追加投資」で事業を拡大する投資の二つに分けられる。従来、対内直接投資促進策は、外国企業の新規進出を誘致することに目を向けがちであったが、これからの中心は既に日本に進出し、拠点を持つ(既進出)外資系企業の日本市場での事業拡大や機能充実のためになされる再投資と追加投資に向けられるべきである。

フォーチュン 500 にリストアップされる欧米系グローバル企業は、既に何らかの形で日本に進出しているし、外資系企業数も 4,276 社(「平成 16 年度外資系企業雇用調査」による調査対象企業)に上っている。その結果、日本でも対内直接投資純増分の 2 割は再投資であり、追加投資も入れるとより高い水準になると思われる。既進出外資系企業でも、グループ内のある事業や中核機能をまだ日本に持ってきていない企業や、日本でクリティカルマスの規模を確立していない企業は少なくない。そのために、グローバルの輪が完成していないわけである。そこで、そうした既進出外資系企業が業容を拡大するための再投資・追加投資を促進することが優先されるべきである。日本市場にとって一番恐ろしいことは、既進出外資系企業が日本から撤退したり、日本で得た資金をアジアの他の国に投資することである。

こうした企業において、日本支社や日本法人への再投資・追加投資に関する決定権限を持っているのは、投資額によって、日本法人、アジア地域本部、本社事業部、本社経営者と異なる。したがって、外国企業に日本の企業戦略的魅力度をアピールするには、この 4 階層に共通のメッセージを効果的に提供しなければならない。外資系企業に時々見られる、「本国本社や事業本部は日本への理解が浅く、日本の理解が深い日本法人長は投資決定権が小さい」という矛盾を解決するには、経済界や関係官庁が協力して、この四つの階層に対して一体となったアピール活動を定期的に行うべきであろう。日本の経済界は率先して、彼らとの交流を積極的に行うことが望ましい。特に、日本が大きな地位を占める外資系企業の日本法人のトップは、将来本社のトップになり全社的な投資決定に関わる可能性が強い。IBM や AIG では既にそうした実例がある。こうした可能性のある外国人経営者とは、親密な人的関係を築けるように、経済界は門戸を広げる努力がいる。

-2 新規進出企業誘致は、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、積極的に合併・提携も推進する

既進出外資系企業を最優先するが、勿論、新規企業進出による投資を軽視するわけではない。新規進出の対象は二つに的が絞られる。

一つは、欧米市場で新しいビジネスモデルをもって急成長している企業である。世界ではイノベーション競争により、新しいビジネスモデルを展開したり、新しい商品サービスを提供するといった動きが常に生まれている。そうした企業は、本国での成功をもって日本市場にも進出しようと考えている。そうしたイノベティブな企業を、早期に日本市場に新規誘致し、日本の市場に刺激を与え、競争を高める努力も継続して行われるべきことは言うまでもない。スターバックス・コーヒー、GAP、デル、ヤフー、グーグル、ステート・ストリート・バンク、プロロジスティックス等は、所謂ブルーオーシャン・プレーヤーとして、日本市場に新分野や新ビジネスモデルを築いたことを忘れるわけにはいかない。

誘致策としては、二つある。一つは、こうして日本進出に成功した外資系企業のベストプラクティス集を作成しておくことである。これから生まれてくるブルーオーシャン外資系企業の誘致に役立つだろう。もう一つは、日本企業がこうした外資との合併・提携を積極的に開発していくことである。新ビジネスモデルの企業が対内進出を前に、日本での関係者が無く、どうやって市場を開拓するか不明であることに不安を抱くことがある。その場合、商社や関連企業が提携・合併で日本への誘導を行うと、不安は解消される場合がある。旧くはケンタッキー・フライド・チキンの例もあるし、他にもジュピターケーブルテレビ等の例がある。

もう一つの新規進出誘致対象は、アジアの優良企業である。アジア地域圏内の貿易・投資の量は、アジアと欧米圏との交流の量を超えて拡大している。将来、アジア地域経済圏が生まれてくることは、日本にとっても大きなチャンスである。欧州がEUという地域経済共同体を成立させたことでその経済力を大きく伸ばした例は大きな示唆である。韓国、中国、台湾、インド、東南アジア諸国には、その企業活動をアジア全域やグローバルに拡大して活躍している企業も多く台頭している。彼らにとって、アジア最大の日本市場にアクセスすることは重要な戦略目的である。中には、競争力を持った商品やシステム・サービスを日本のユーザーに提供する販路を熱心に拡大する、あるいは日本企業を買収してでも汎用品の技術・生産力を高めようとするアジア企業もある。日本企業のブランド力に魅力を感じるケースもあるだろう。日本企業のアジア投資は常に増大しているが、残念ながら、アジア企業の対内直接投資はまだ少ない。将来、アジア地域経済圏が形成された段階で、主要なアジア企業が日本に大きな拠点を持っていなければ、日本が不利な立場に追いやられる可能性がある。

アジア企業の対内直接投資促進のために三つのアクションが考えられる。まず、民・官・政共同のアジア企業誘致キャンペーンを継続的に行うことである。日本の本気度を

強く示すべきであるし、アジアの場合は相手国政府の協力も必要になる。次に、アジア企業の対内進出に対しては潤沢な長期低利資金を提供することである。アジア企業は欧米企業ほど財務的に強くないケースが多いため、ファイナンス面のインセンティブは効果的と思われる。そして、日本企業がアジア企業との日本における合併・提携に前向きに取り組むことである。アジアの企業も、日本に新規進出する場合、その知名度の低さもあり、市場開拓に多大の時間と経費が必要となることを心配している。それを解決するのが、日本企業との提携・合併である。アジア企業進出へのインセンティブは日本側の合併・提携企業にも与えられるべきであろう。

-3 外国企業にとっての日本の魅力は、洗練された巨大な市場、高い人的水準と研究開発能力

外国企業にとって日本の魅力は、「洗練された巨大な市場」、「高い人的水準と研究開発能力」、そして、「アジア地域の拠点的功能」が挙げられている。こうした魅力について、日本人は過小評価しがちではなからうか。よく考えてみると、外国企業にとって、日本はまだ大変魅力的な市場である。

日本の消費者をターゲットにしたグローバル企業にとって、日本は重要な拠点である。成長率は低くなっているが、2007年時点でのGDPが世界第2位の4.38兆ドル、年間消費額が中国の2.1倍、イギリスの1.6倍の2.49兆ドルである。また、洗練された消費者が多い日本は、世界に通用する商品を販売するためにも無視できない市場である。ユニリーバ、P&G、コカコーラ、ゼネラル・フーズ等の日本拠点は数千億円を売り上げる。高級品販売拠点としては世界でも大きなお得意先である。ルイ・ビトンやカルティエ、グッチ等の高級品の世界の売上げの多くは日本であげられているといわれている。洗練された日本の消費者から学ぶために、日本に拠点を持つ外国企業もある。

外資系製造業にとっては、日本の魅力度は二つに分かれる。低コスト競争を競う製品の製造拠点としては、人件費が高く、環境保護コストが高く、若年労働者が確保しにくい日本は、もはや魅力はないだろう。しかし、高度な技術と優れた人材を生かし、高付加価値製品を高効率の生産システムで開発・製造する分野では、日本は欠くことができない製造拠点である。例えば、医療機器市場では欧米企業が世界を席巻しているが、部品や材料は日本の高度な技術を持った中小企業の製品が高い評価を得て利用されている。日本のエレクトロニクス技術や金型を使ったボッシュ等の自動車部品産業においても、高付加価値製品の生産拠点としての日本の価値は下がっていない。

世界の金融業にとっても、1,500兆円の個人金融資産を抱える日本は、世界の中心拠点の一つとなっている。日本の金融資本市場で活動するゴールドマンサックス、モルガンスタンレー、UBS、ドイツ証券等の投資銀行は日本拠点の資本やスタッフをここ10年で数倍に増やし、儲け頭の拠点にまで育て上げている。投資運用業でもバークレーズやフィデリティは日本でも大規模な資産を運用している。

グローバルなサービス業にとっても、日本は、アジアの中では、最も欧米に近い高付加価値サービスを受け入れてもらえる市場である。コールセンターやプログラミングは低コストの情報技術者が多いインドや中国が中心となっているが、データを分析し付加価値をつける分野では、まだ日本の技術力は高い。特殊な市場だが、グローバルな知識産業には欠かせないロー・ファーム、アカウンティング・ファーム、コンサルティング・ファーム等プロフェッショナル・ファームは、いつも人材が不足しているほどに活動を拡大している。

特に知財の価値を大事にするグローバル産業は、知財権の保護に熱心で、個別主要国とは国際租税条約で知財収入への課税を免除している日本に対しては、他のアジア諸国より格段に高い評価を与えている。

従来、対内直接投資促進策は、外資企業の日本への不満・不平を除去することを主眼に検討されてきたきらいがあるが、外国企業が魅了されている日本の強さを一層際立たせることのほうが、日本をアピールできるのではなかろうか？日本の強さと良さに自信を持って、日本の活動を増やさないで企業の大きな損失になるということを説得できないで、どうして外国企業が日本への投資を拡大するであろうか。

ただし、今外資系企業が評価してくれている日本の魅力も、将来はだんだん薄れ、他のアジア諸国との差がなくなってからでは手遅れであることは十分覚悟しておくべきであろう。

- 4 日本にとっての外国企業への期待は、彼らとともに地域クラスターを創り、イノベーションを活性化し、アジアの中心拠点となることで、成熟した日本経済の高付加価値化への転換を進めること

では、成熟化した日本経済の活性化と高付加価値化のために、外資系企業に期待する分野は、何であろうか？外資系企業が評価する日本の魅力と、グローバル化 3.0 の時代の日本経済が目指すビジョンを考えると、四つの期待分野が挙げられる。

第1は、日本が競争力を持つ産業に関して、日本にグローバル企業を集約させ、「地域クラスター」のメリットを生み出して、世界の中心拠点とすることである。つまり、地域面を確立し、日本抜きには世界活動が成立しないようにすることである。世界には、グローバルな中核企業や関連企業が特定地域に集約し、グローバルな拠点となっている地域がある。米国カリフォルニア州のハイテククラスター、スイスの医薬品クラスター、中国広州のエレクトロニクス製造クラスター、そして、ニューヨーク、ロンドンの金融クラスターなどである。それらを参考に、日本でも、国内外の関連企業を特定地域に集約することで、「地域クラスター」を築くことが期待される。例えば、北九州地域の自動車・自動車部品関連産業クラスター、東京の金融資本産業クラスター、そして、関西の新エネルギー産業開発クラスターなどがその候補であろう。そこに、世界の企業や関連企業を誘致し、世界の拠点を作るのである。多くの外資系企業は既に日本で生産・販売活動拠点を持つ

ているが、日本企業と一緒にロケーションの再配置を誘導することも施策目標の一つとなるであろう。

第 2 は、知的生産活動による高付加価値創造を目指して、日本企業のイノベーション活動を活性化することである。日本に世界中から知識・情報を集め、「研究開発型・感性開発型の企業活動のセンター」とすることである。日本には、環境技術、エレクトロニクス技術、精密機械技術、情報分析技術、そして、ゲーム・アニメーションやファッション製作の感性にも優れているものがある。外国企業もそれぞれ秀でた技術や感性を持っている。これらが日本に集積して知的創造活動を高めることは、量的成長でなく、高付加価値化による成長を目指す日本経済にとって欠かせないことである。こうした目的のために外資系企業を日本に集積させるには、技術や感性などイノベーションに秀でた外国人の居住環境を向上すること、日本企業や政府系研究機関・大学等との共同研究開発を活発にすること、国際特許や知財権保護制度の拡充、知財収入に関する税務インセンティブの供与等が必要になるだろう。また、外資系企業の研究開発機能だけでなく、外資系知識産業自身も積極的に日本での業務を拡大できる環境を整備することで、日本の知識産業にも良き波及効果が生まれることが期待される。そうした期待が持てる分野としては、医療、バイオテクノロジー、デジタル・メディア、システムソフト開発、情報分析サービス、プロフェッショナル・サービスやアウトソーシング・サービスなどが考えられる。

第 3 は、世界競争の中ではローカルプレーヤー化する恐れがある国内企業が、世界の業界再編の中で外資系企業と手を組むことで、グローバルな成長を可能にすることである。期待される産業分野としては、国際物流、自動車部品、半導体、食品などがある。

第 4 は、外資系企業の日本拠点の役割を「アジアのゲートウェイ」とすることである。つまり、「アジアの輪」を作るには、前述したアジア企業の誘致に加えて、アジアに広く展開する欧米系外資企業の日本拠点の役割と機能を、アジアの地域拠点にまで引き上げる環境をつくることが期待される。そのためには、管理サービス水準の高度化、通信インフラネットワーク、24 時間稼働のアジアとの交通網、日本の先進的 EDI を使ったアジア物流環境の整備、知財に関する国際租税、会計や法務のプロフェッショナル・サービスの充実、外国人スタッフの住環境の整備等が必要となる。また、日本人の英語力・中国語力の向上にも長期的に取り組む必要がある。

-5 民主導の内外企業共同のビッグプロジェクトを官がサポートする仕組み

こうした対内直接投資促進案は過去にも何度か提案されたが、残念ながら小さな効果しか生んできていない。海外からは、日本の促進策は NATO(No Action Talk Only 口先だけで実行が伴わない)と批判されている。何故、立派な案が、限定的な効果しか生まなかったのだろうか。そこには基本的な問題が隠されているようだ。

まず、規模が小さいことが問題である。ビジネスの成功には、一定量以上の資本投下を行い、目に見える成功例を生み出すことが鉄則といわれている。対内直接投資プロジ

エクトも同様で、クリティカルマスを越える事業を可能にする大きな投資を行わないために、大きな成果を示すことができず、結局は小さな成功と失敗が混在した結果に終わりがちであったのではなからうか。

その最大の問題が、官主導で行われてきたことではなからうか。官は実際のビジネスは経験がなく理念型の構想に流れやすいし、法制度や税制度、その他の対内直接投資支援制度等の整備に焦点がいきやすくなる。外国企業が対内投資を拡大するかどうかは、ひとえに、現実的なビジネス上の意思決定であり、官が整備した条件だけに基づいて意思決定するわけではない。外国企業がビジネス戦略上の対内投資の必要性を感じ、日本での経営に自信を持ち、対内投資からの収益に期待を持てるようになるには、現実のビジネスを行う民間企業の視点が不可欠と思える。

また、従来の施策が外国企業にのみ向けられたものであったことも問題である。外国企業が日本でビジネスを遂行していくには、日本企業の協力と連携なくしては、部品調達や下請け加工、販売流通の確保も難しい。むしろ、日本企業と共同してはじめてグローバルなビジネスが日本から生まれる。ところが、日本企業には潜在的競争相手に、何のインセンティブもなく協力するメリットはなかった。日本企業には、外国企業の日本での活動拡大が、彼らのビジネスメリットになるという実感がほとんど湧かなかったはずである。結局、外国企業は独り相撲を強いられ、日本ビジネスが立ち上がるまでに大変な時間とコストがかかっていた例もある。

そして、最後の問題が、従前の促進策が、ハードなインフラストラクチャーの整備にのみ目が注がれ、社会システムのソフトな面での環境整備が欠如していたこともある。製造業中心のグローバリゼーション 1.0 とグローバリゼーション 2.0 の時代には、工場団地、電力、オフィス立地、空港港湾設備、通信網といった物理的社会インフラの整備が、外国企業を魅了する条件でもあった。しかし、ウェブ社会が進展し、知識創造活動が高付加価値実現の鍵となってきたグローバリゼーション 3.0 の時代では、それに加えて、人材教育、人材流動化、語学、知財保護、世界との情報ネットワーク、環境政策、商品規格等の社会システムも一緒に整備されないと、日本でのビジネス活動は成果を生みにくくなっている。ここへの配慮に欠けていたのではなからうか。

インフラストラクチャーや社会システムに関するアプローチで、もう一つ問題があった。それらの日本での開発・整備には熱心だったが、日本と世界やアジアの中核拠点間を結ぶインフラストラクチャーや社会システムの重要性を忘れていたことである。国際物流基盤の遅れ、日本独自規格の携帯電話の障害、医薬品等の許認可制度の遅れ等がそうした例である。これでは、「世界の輪」の構築は覚束ない。

これからの外国企業による対内直接投資促進策は、過去の失敗の逆を試みればよいのではなからうか。概念だけを述べてみれば、すなわち、外国企業の日本での活動拡大や投資拡大は、「民主導」で具体的推進策を練る。推進プロジェクトは、「外国企業と日本企業が共同」で行い、その成果も双方の企業が享受できる仕組みとし、Win-Win の環

境をつくる。それも、「1兆円規模の投資プロジェクト」で、5兆円の売上げを創出し、2,000億円の純利益を目標とするようなビッグプロジェクトのみをターゲットとする。官は、このプロジェクト構想を支援する「法整備や社会システムインフラの整備」、「日本と世界の拠点を結ぶ社会インフラの整備」を通じて全面的に支援する。特に、外資系企業より最も大きな障害といわれている重い税負担に関しては、このプロジェクトに参画する外国企業と日本企業に等しく税務メリット(法人税、固定資産税、減価償却制度、研究開発減税等)を提供する「経済特区」を拡大していく。経済特区には、物理的な制約がある「地域経済特区」と、ウェブ時代にふさわしい「バーチャル経済特区」も導入する。

これほどの大きな動きをしないと、外国企業の日本投資を拡大し、いち早くグローバルの輪の中核拠点として日本を確立する機会を失ってしまいかねない。将来のライバルとなる中国やロシア、シンガポールは、こうした構想を政治が決断することで、国家プロジェクトとして一気に実行する力を持っていることを忘れてはならない。

- 6 選択された分野には思い切った政策資源を集中投入し、成功事例を実現することを目指す

当研究プロジェクトの主題ではないので、欧米系外資系企業の再投資・追加投資、そしてアジア企業の新規投資の対象産業と、その誘致プロジェクトに関しては、基本的な考え方を提示することにとどめる。この構想の具体化には今後、内外民間企業同士で議論をつめて、官は必要な支援を最大限提供することを約束し、早期に行動に移すことを望むものである。ここでは、そうした対内直接投資促進ビッグプロジェクトのイメージをいくつか提示してみたい。荒唐無稽に聞こえても、本気で日本をグローバルの輪の中核にしたいなら、どれくらい大きい構想が必要かを理解して欲しい。

案1)北部九州自動車地域クラスター構想:アジアのハブ化

北部九州に福岡・熊本にまたがる経済特区を作り、自動車と自動二輪産業の世界の一大地域拠点とする。既に、トヨタ、日産、ホンダ等の自動車工場が近年設立され、それに伴い関連の自動車部品、自動車金型、自動車鋼材、素材、カーエレクトロニクス、自動車輸出入物流等の中堅・中小企業も進出してきている。これを梃子にして、北部九州地域に世界の自動車開発・生産関連企業を内外から集約し、一大地域クラスターに発展させる構想である。ビッグスリーはじめ、現代自動車等アジアの新興国の自動車の進出も誘致する。ボッシュやピクテオン、シーメンスはじめ世界の主要自動車部品メーカーの進出も誘致し、アジアの自動車関連企業の研修施設の進出も歓迎する。

認定された北部九州の自動車クラスター地域では、土地は国と県が提供し、土地の購入・リースや建物設備には、日本政策投資銀行の長期融資の利用を認める。自動車クラスター地域専用の発電所も作る。アジアからの部品輸入と、世界に向けて完成品と部品

を輸出するため、現在の港湾と空港を改装し、24 時間稼働の大型自由貿易港湾施設と北九州飛行場の自動車産業用貨物空港設備の充実を図る。アジアの通関業務には EDI を用い、部品認識にも IC タグを活用し、エレクトロニクス・データシステムの拡充で、世界で最も迅速な通関業務とする。CAD/CAM 等世界各国の拠点との情報データの通信網を強化するとともに、高度な情報セキュリティ技術と新しい CAD/CAM システム開発に秀でた外国企業を勧誘する。研究開発に関しては、人材確保のために、二つの自動車高等専門学校を設置し、地元大学には、自動車関連工学の講座を拡充し、アジアからの留学生も大量に受け入れる。経済特区であるゆえに、固定資産税免除、法人税軽減、研究開発費補助、早期減価償却制度等の優遇を外国企業・日本企業の双方に提供する。

環境関連の未来の自動車技術の研究開発に関しては、バーチャル経済特区を設ける。エネルギー関連、燃料電池関連、新素材、エンジンの他、九州地区において既にそれなりの集約化が進んでいるエレクトロニクス業界でも、地域クラスターを検討することも考えられる。

案2)羽田新空港周辺をアジアの情報センター、知財センターとして経済特区化する

羽田拡張工事後、羽田周辺を一大情報・知財センター特区とし、アジアにおける高付加価値機能のゲートウェイ化を目指すことも検討に値する。知と情報の集積には、人の移動の便利さが結びつかねば機能しない。そこで、新羽田国際空港をアジアへのハブ空港として航路網を拡充すると同時に、外資系企業が日本企業と協力して羽田空港周辺へ情報センター、事務センター、及び知財センター等の構築を行っていく。一般のコールセンターは海外へ流れるだろうが、アジアに居住するプロフェッショナルや法人向けのコールセンター・サービス(医療・技術・ソフトウェア等)を高度な人材がいる日本に集積させる。情報センターは単にデータを管理するだけでなく、マーケティングや商品開発のための複雑な分析を行うことで付加価値をつける。日本が先行した貿易関連 EDI は、アジア全体を対象として一括管理する。知財センターはアジア各国の特許やブランド保護情報を集中管理して、各ユーザーにサービスを提供する。金融に関しては、総合的なアジアのリスク管理センターを設ける。また、アジアに拠点を持つ日系・外資系企業の中核拠点となるために、アジアをまたぐ業務センターのシステム化を進め、アウトソーシング・サービスを高める。知と情報のセンター化のために、この羽田特区には、1 万人規模で世界、特にアジアの関連スキルを持つ人材を集め、居住環境も整える。

案3)東京の国際金融センターとしての機能強化

既に何度も提言され検討されていることだが、東京をグローバル金融資本市場の中心とするための方策を全力で実行する。その必要性は既に多くの人に理解されており、そのために必要な施策は、何度も提言されてきている。足りないのは実行である。各種の施策があるだろうが、ここでは以下を強調しておきたい。最初の点は、外国資本にとっ

て日本の金融・資本市場を魅力あるものとするには、何よりも 1,500 兆円という日本の金融資産が、世界の金融・資本市場に多様に投資されることが重要なことだ。農林中央金庫や企業年金機関はグローバル水準の運用能力を高めてきており、PEF 投資にも前向きに取り組んできているが、まだまだ眠ったままの機関投資家も多い。これだけ金融資産を持った日本からもう少しリスクマネーが供出され、日本の PEF がその資金を持って活躍できる仕組みを考えるときではなからうか？次に金融はシステムである。東京証券取引所や、銀行のカスタディー・サービス、クリアリング・サービス、そして、アジアの CMS(キャッシュ・マネジメント・サービス)に関わるシステムは、国家的支援をして世界の最先端のシステムを整えるべきである。

案4)医療ビジネス・バーチャル特区

老齢化するがゆえに成長する市場がある。医薬、医療、ヘルスケア、健康関連のビジネスである。日本が直面する少子高齢化と、それがもたらす老人医療福祉の問題は、時間を置いて欧米やアジアの国にも起こってくる問題である。世界の関連企業の知恵や技術を集めて、自由な発想で、この問題を解決する先進事例を日本が作るチャンスである。

世界第2位の医薬品市場である日本の医薬品開発機能を強化するには、医薬品開発研究への大きな法人税の研究費控除、大学病院の治験網の拡充、先進情報技術を用いた開発情報の集積・分析センターの設置、厚生労働省の医薬認可担当者の増強といった日本での支援と同時に、何よりも、欧米の医薬バイオ企業の誘致、欧米の治験機関と医薬品認可機関との共同化等で開発期間を大幅に短縮し、日本での認可が世界の医薬市場での認可にスムーズにつながるような仕組みを作ってはどうか。これらの機関を一つの場所に集めることは難しいので、ネットで結んだバーチャル経済特区を作るのも一案である。特に遺伝子工学系企業にとっては、先祖の遺伝子と病歴をたどりやすい日本社会は、貴重なデータの山である。遺伝子診断に基づく予防医療は、アンチエイジングを発展させ、高齢者の健康は医療費の削減にもつながることである。

医療機器業界において、診断用機器分野では日本も強いが、より付加価値が高い治療用医療機器分野では外資系企業が業界をリードしている。しかし、医療器具の素材や加工には日本の技術がふんだんに活用されている。更なる進歩を目指し、国内外の医療機器産業を日本の特定地域へ集約することと、技術の集積、日本のエレクトロニクスや素材技術とのコラボレーションの促進、そして大規模な研究開発へのインセンティブを提供したらどうであろうか。そのためにも、この分野の許認可体制の増強で認可のスピードアップと医療機器の特許制度の拡充を急ぐべきである。場合によっては、ハワイの治験センターの結果をも日本における認可の事例として認めるくらいオープンにしてもいいのではなからうか。

そして、さらには、高度老人医療特区では、内外の病院が欧米の医師免許を基に最先端の医薬や機器を利用した治療を行うことを認めたらどうであろうか。もちろん自由診

療や混合診療制度を認める前提である。また、同特区における患者用の医療保険も内外の保険会社に認めてもいいはずである。

老齡化することを否定的に見るのではなく、未来の成長の種を見つける機会と捉えてみてはどうだろうか。

・経営者のグローバルマインドの変革で、対内M & Aを活かし、ローカル企業からグローバル企業へ変身を

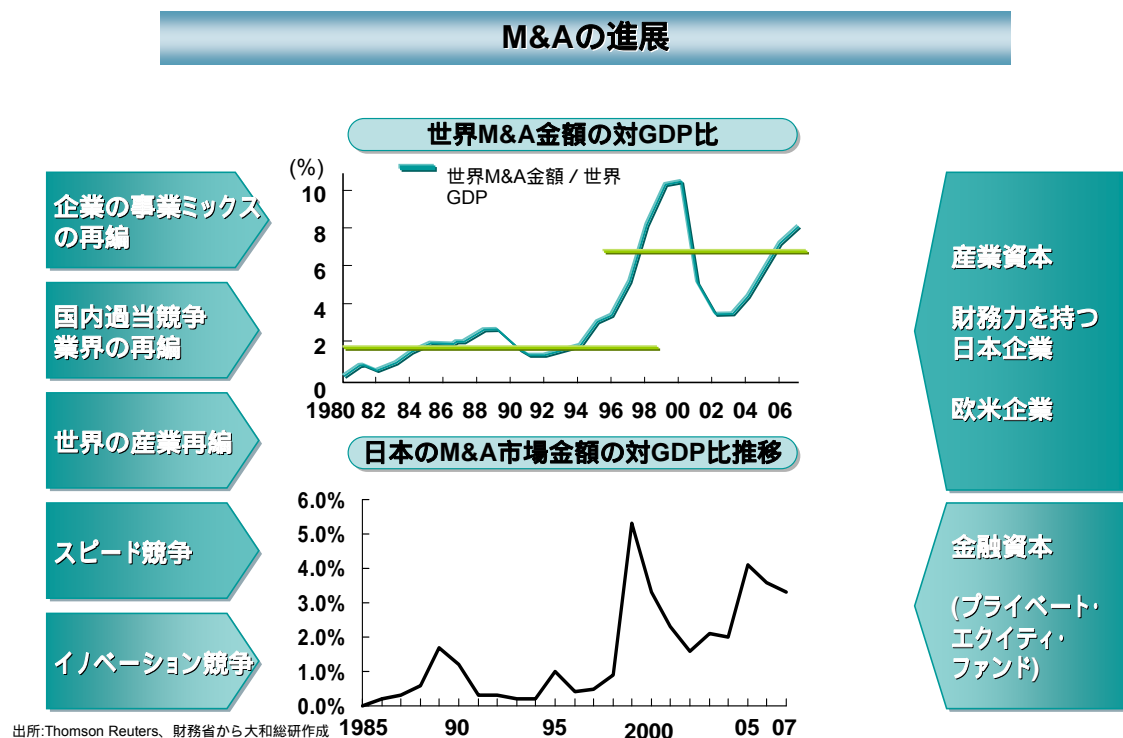
-1 M&A は重要な対内直接投資手段

世界において、対内直接投資におけるクロスボーダーM&A はますます大きな役割を果たし始めている。

世界の M&A 金額の対 GDP 比は 90 年代半ばまでは、約 15 年間 2%前後で推移していたのが、IT ブームによるネット企業の買収と、EU 統合後の欧州企業の再編を追い風に、2000 年にかけては 10%を超えるまで急上昇した。ブームが過ぎると、その後 4%台まで落ち込んだが、2003 年よりは再び順調に拡大し、最近では GDP 比 9%近くまで増えている。2007 年の世界の M&A は、2002 年の 1.2 兆ドルから増大し、5 兆ドルを超えた。

世界の M&A 市場の中で、日本の M&A 市場は、まだ約 4%前後を占めるに過ぎない。「買って育てる」狩猟型の成長に慣れた欧米企業と異なり、「生んで育てる」農耕型成長に慣れてきた日本企業は、まだ、M&A をフルに活用することに慣れ親しんでいないとも言える。欧米企業の M&A 金額が平均して上場企業の時価総額の約 9%であるのに対し、日本の場合は 3～4%であるのもそうした成長観の違いにあるかもしれない。

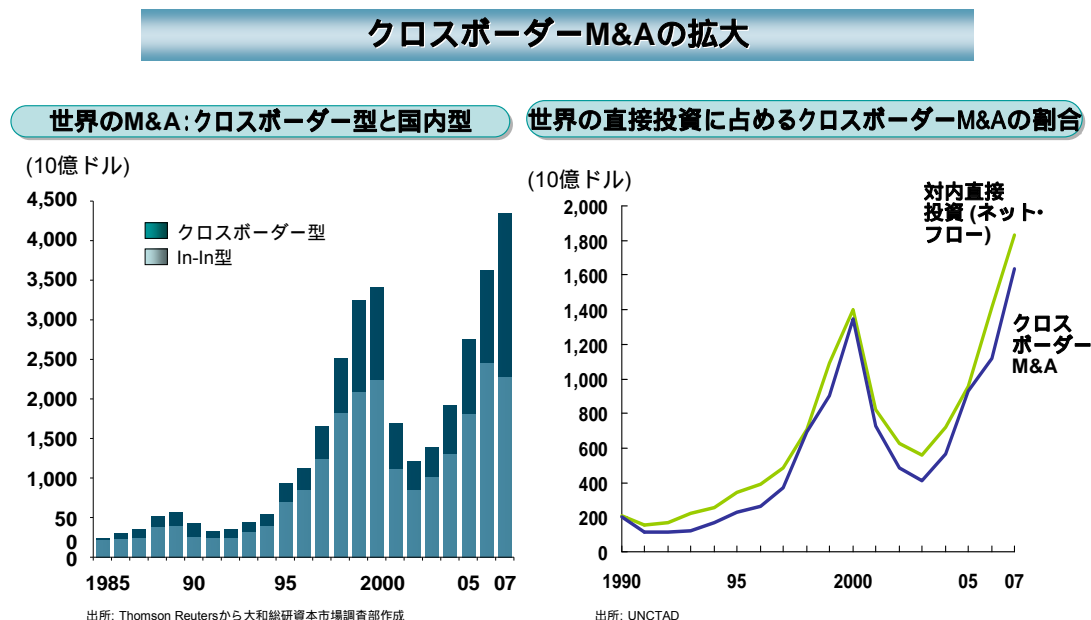
図 -1. 国内外の業界再編や事業拡大のスピード競争が進み、M&A は拡大すると予想される



それでも、日本の M&A 市場はかつてなく拡大している。かつて 1995 年頃に 500 件台だった M&A 件数は、2000 年代初には 1,600 件台、2007 年には 2,800 件台まで増えてきている。金額的にも、1995 年頃は約 500 億ドルを切る水準であったのが、1999 年と 2000 年には、都市銀行の経営統合による 3 メガバンク(みずほフィナンシャルグループ、三菱UFJフィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャルグループ)の誕生(約 15 兆円)という特殊要因の影響で 2,500 億ドル近くにまで拡大した。その後 2002 年には 800 億ドル台まで落ちたが、それからは着実に伸び、ここ 3 年は 1,500 ~ 2,000 億ドルの間で推移している。背景には、企業の再編、産業の再編が企業や事業の M&A を必然にしていることがある。GDP 比で見ても、かつては 1 %に満たなかったものが、3 ~ 4 %台にまで上昇している。

この急拡大する世界の M&A 市場の中で、国内企業同士の M&A 以上にクロスボーダーの M&A が増えており、金額ベースでは、M&A 市場の約 3 割はクロスボーダーの M&A が占めている。国際的な資本取引の自由化と企業の国際間競争が高まる中で、海外企業を買収でグローバル競争力を増そうという動きが活発になっているためである。その結果、対内直接投資純増分の 7 割をクロスボーダー M&A が占めるまでに至っている。

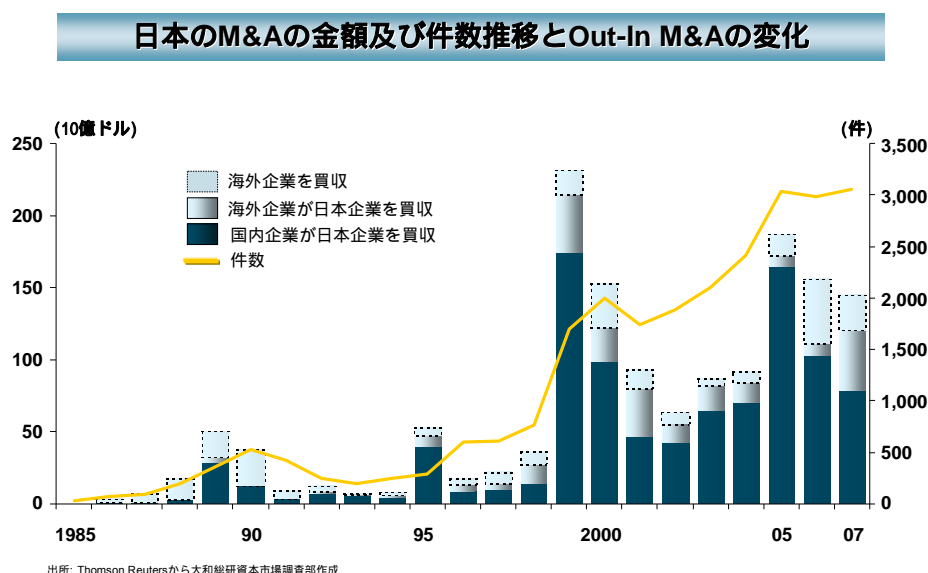
図 - 2. 世界の M&A 市場の中でもクロスボーダー M&A が拡大し、直接投資の純増額はクロスボーダー M&A に大きく影響されるようになった



日本でのクロスボーダーの M&A 案件は、案件シェアでは小さい。その中でも、案件数では In-Out 案件(日本企業による外国企業の買収)が、Out-In 案件(海外企業による日本企業の買収)を凌駕している。しかし、金額ベースで見ると、双方を合わせたクロス

ボーダーM&Aは増加傾向にある。In-Outに関しては、デフレ不況から復活して財務体力とコスト競争力を高めた日本企業が、最近、積極的に海外の企業を買収するようになってきている。好例はJT(日本たばこ産業)、信越化学、キリン、武田製薬等である。

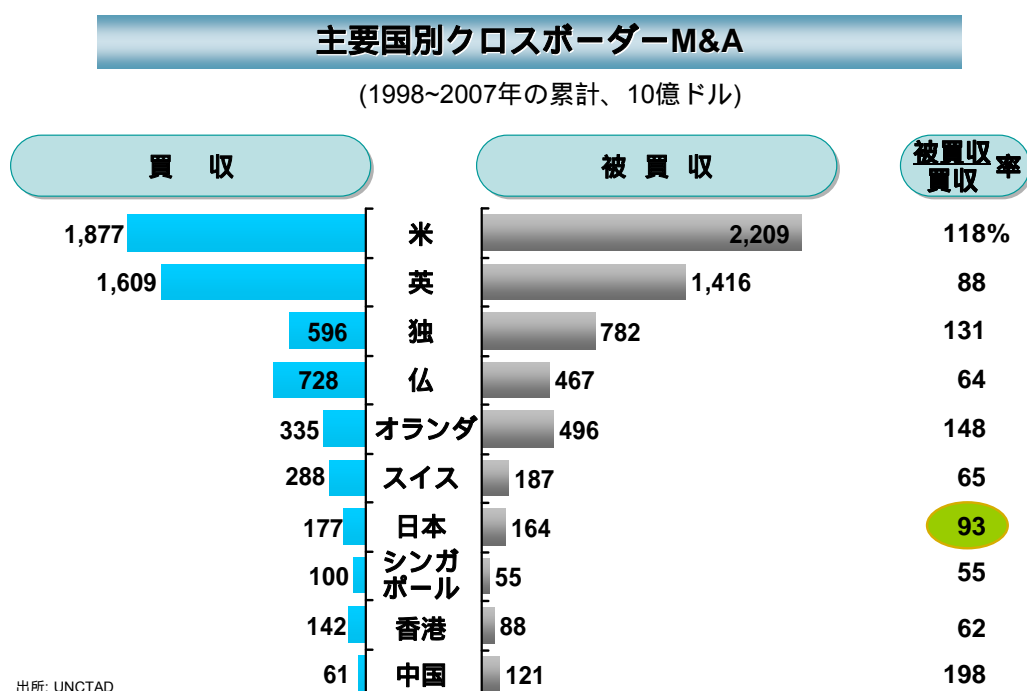
図 -3. 日本企業のM&Aも、99年、2000年のメガバンクの経営統合による突出した影響を除いても着実に拡大してきている



他方、Out-In のケースとしても、ルノー / 日産(資本投入額 0.6 兆円)、ロッシュ / 中外製薬(0.8 兆円)、メルク / 萬有製薬(0.2 兆円)、ボーダフォン / 日本テレコム(0.8 兆円)、ウォルマート / 西友(0.3 兆円)、ボルボ / 日産ディーゼル(670 億円)、GE / 三洋電機クレジット(901 億円)等が実施されており、最近ではシティバンクによる日興コーディアル証券の買収(0.9 兆円)が行われた。この他、外国の買収ファンドによる日本企業のバイアウトも増えてきている。例えば、サーベラスによるコクドのバイアウト(780 億円)、ゴールドマンサックスによる三洋電機への出資(1,250 億円)、カーライルによるシオノギクオリカプスのバイアウト(200 億円)が最近の事例である。かくして、外国資本による日本企業の買収は、毎年コンスタントに、200～500 億ドル発生するようになってきており、過去 7 年間(2001～2007 年)における Out-In の M&A 金額は対内直接投資の約 18%を占め、In-Out の M&A が占める対外直接投資に占める割合の約 16%よりも大きい。2001 年から 06 年の対外 M&A と対内 M&A の累計を主要国と比較しても、日本は、相対的にクロスボーダーM&A の金額そのものは低い、一方的に外国企業だけを買収しているわけではない。

日本の M&A 市場は確実に拡大すると予測されており、その中で、外国資本が対内直接投資として M&A を活用することも活発になってくるであろう。

図 - 4. 日本は一方的に海外企業を買収し、海外企業の日本企業買収を妨げているわけではなく、そもそも日本企業は M&A になじみが少ない中で買収/被買収は拮抗



- 2 国内・世界の業界再編とイノベーション競争に、クロスボーダーM&Aは不可欠

日本市場で M&A、特にクロスボーダーM&A を拡大する要因の一つが、国内外で予想される業界統合・再編である。

国内・世界の業界再編は不可避に思われる。競争が激化する中、クリティカルマスを越えるシェアを持った企業がその優位性を発揮して高収益を獲得する一方、中途半端なシェアしか持たない企業は低い収益しか得られないという、いわゆる「Jカーブ」効果が現れるためである。

国内業界再編の第1の対象は、国内で小規模企業が分立しているために国際的な収益性・生産性が低いサービス産業であろう。業界の集約化により規模のメリット、ブランド力の強化が始まり、生産性も向上すると期待される。既に、食品卸、医薬卸、スーパー、ドラッグストア、家電量販店、外食産業、鉄道、物流業界や金融界でその動きが始まっている。今後のサービス産業の生産性向上のためには、更なる業界再編が不可避であると思われる。

第2の再編対象は、商品がグローバル市場で競争に晒されているにもかかわらず、国内で数多くの競合会社が熾烈な過当競争に明け暮れ、共倒れ現象を起こす懸念がある業界である。国内のシェア争いに明け暮れるよりも、グローバルな競争を視野に入れた業界再編が始まると期待される。日本に、これほど多く半導体や携帯電話機、家電メーカーや、太陽光発電機器メーカー、トラック・メーカーは要らないはずである。

第3の再編対象は、事業多角化が拡散し、企業グループ内にノンコア事業とコア事業が混在し、コングロマリット・デメリットが明らかな企業である。グループ子会社が多い所謂「総合・・・」と呼ばれる企業である。事業の選択と集中戦略により、事業ポートフォリオの再編が不可欠で、コア事業分野での買収やノンコア事業分野の売却が進むと予想される。

最後に挙げられるのが、グローバル性が高く世界の主要拠点で同品質の商品の開発、生産、販売ができることも求められる業界(例：鉄鋼、自動車部品)、世界同一ブランドで販売できる消費者商品(タバコ、ビール、化粧品)、及び高額の研究開発費のために、世界市場を相手にしないと収益モデルが描けない業界(例：製薬業、半導体)である。これらの業界では、グローバリゼーションの進展は、世界的再編と軌跡をともしするものと予想される。

こうした内外の業界再編の主要手段がM&Aであることは言うまでもない。このため、対内直接投資にもクロスボーダーM&Aの影響がますます強まると思われる。例えば、国内サービス業の再編には、生産性が高い本国のノウハウを持ち込んで日本でシェアを確保しようとする外資系企業が不振の日本の同業者の買収を模索したり、業容拡大を考えている外資系企業が他業態の日本企業のノンコア子会社の受け皿となるといったことを考えてもおかしくない。国内の過当競争業界に関わる外資系企業は、業界再編を捉えて、その内の1社を買収して一挙に日本市場でのクリティカルマスを確保し、勝者のグループに入ろうと考えるだろう。そして、グローバル競争をしている外資系大手企業は、主要な日本のグローバル企業を買収・提携してグローバルの輪を完成させようと模索するかもしれない。さらには、そうした再編を視野に入れて、外国系PEFもその動きにビジネスチャンスを見出そうとするだろう。特に、不振企業の再生型バイアウトや、ノンコア事業のMBO(マネジメント・バイアウト)、そして、今後は、産業のビルド・アップ(1社のバイアウトを梃子に、同業他社を順次買収してクリティカルマスを確立した企業として上場する)も始まるだろう。

ところで、世界再編は、買収・合併によって規模が大きくなったグローバル企業がリードしている。好例としてエクソン・モービルの合併、ファイザーによるワーナーランバートとスウェーデンのファルマシアの買収、シティバンクとトラベラーズの合併、ミットアルとアルセロール、BHPとピリトン等が挙げられる。反面、日本では、いつまでも国内のみのシェア争いをしているうちに世界の再編に出遅れ、世界市場での売上高や時価総額ランキングで、海外企業に大きく水をあけられている業界も少なくない。こうしたグローバル企業が、時価規模の小さい日本の大企業を買収することで日本での地歩を一挙に固めようとしてもおかしくない状況である。

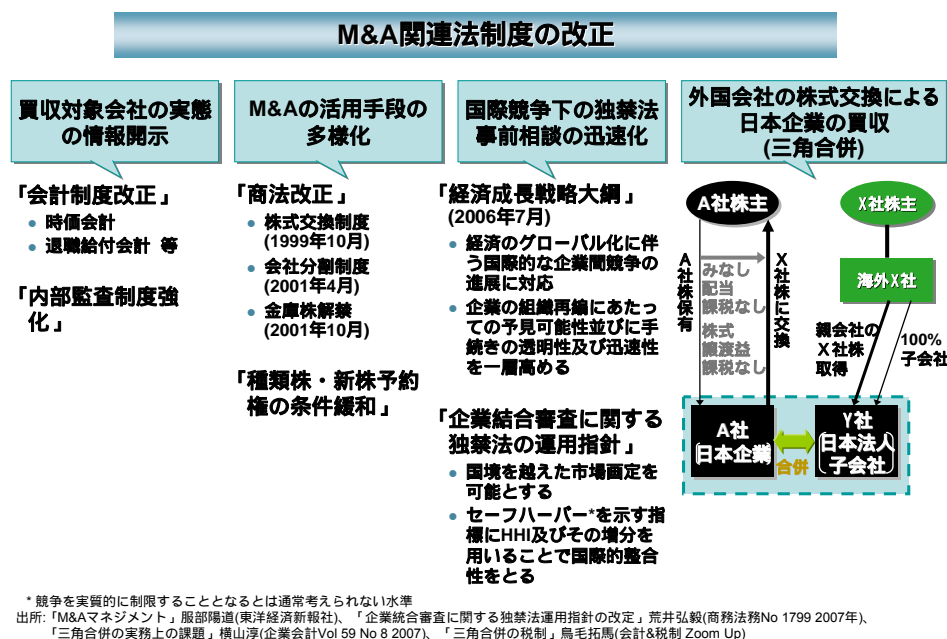
また、まだグローバル企業にはなっていないが、急速に世界市場での戦いに目を向けている中国、インドの企業による外国企業の買収もここ数年活発になっていることにも留意すべきである。買収への対抗策として、国内企業同士の合併も始まるのではなから

うか。いずれにしろ、M&A は活発になるものと予想される。

-3 M&A 関連の法制度は整備されてきたし、日本企業の株価割高感も解消されてきている

外国資本が日本企業に対して M&A を行う際の障害として、従前から聞かれるのが、日本に M&A を活発にする法制度が整備されていないという批判だった。日本市場で M&A そのものが例外であった時代には、確かに、M&A に関する法制度の不備はあった。しかし、1999 年の商法改正による株式交換・株式移転制度の導入、2001 年の会社分割制度の導入、その後の金庫株の解禁や新株予約権の規制緩和など M&A をめぐる法制度は急速に改善し、自由度が高まりつつある。これによって、上場子会社を親会社の株と交換して 100%買収して完全子会社化したり、会社の一部事業を切り出して別会社として分割しそれを他社へ売却したり、自社株を金庫株として持っておき、他社の株式交換による買収の資金に使ったりすることができるようになった。

図 -5. 日本市場の M&A 法制の整備は着実に進展



もう一つの批判が、日本市場の M&A 法制の整備は進んだが、外資による買収を妨げる法規制があるのではないかという批判である。しかし、実際は、安全保障や公の秩序等の理由で外資系企業の株式取得に一定の制約を課した産業以外、外資系企業だからといって日本企業の買収を閉ざしている事実はない。2007 年には、外資から要望が強かった三角合併が会社法上解禁になった。これにより、外国企業は、100%の在日子会社を使って日本企業を吸収買収する際に、買収対価として現金の代わりに海外市場に上場している親会社の株式を使って支払うことができるようになったし、そのことにより、日本企業の旧株主が株式譲渡税やみなし配当課税が課せられる恐れもなくなり、スムー

ズに実行できるようになった。

外国企業経営者が対内企業買収に躊躇する第2の障害は、日本企業のROEの低さと、それにもかかわらずPERが国際的に高いことであった。本国の企業と連結するとROEが下がりがねない日本企業を、国際比較で高い価格を支払って買収することには、株主の賛意が得られにくいことを最大のボトルネックという外資企業もいた。しかし、この障害は薄れた。最近の株価低下で日本企業は歴史的に最も安い価格で買収でき、自己資本利益率も本国企業並みの日本企業が増えたからである。実際、2008年10月末時点の、PERは過去最低水準の13.1倍、PBR(株価純資産倍率)も0.98倍にまで落ち、PBRが簿価を割る1.0倍以下の企業も少なくない。今や日本企業は買い時とも言える。

- 4 敵対的買収防衛策論議よりも、友好的買収が増える環境づくりを

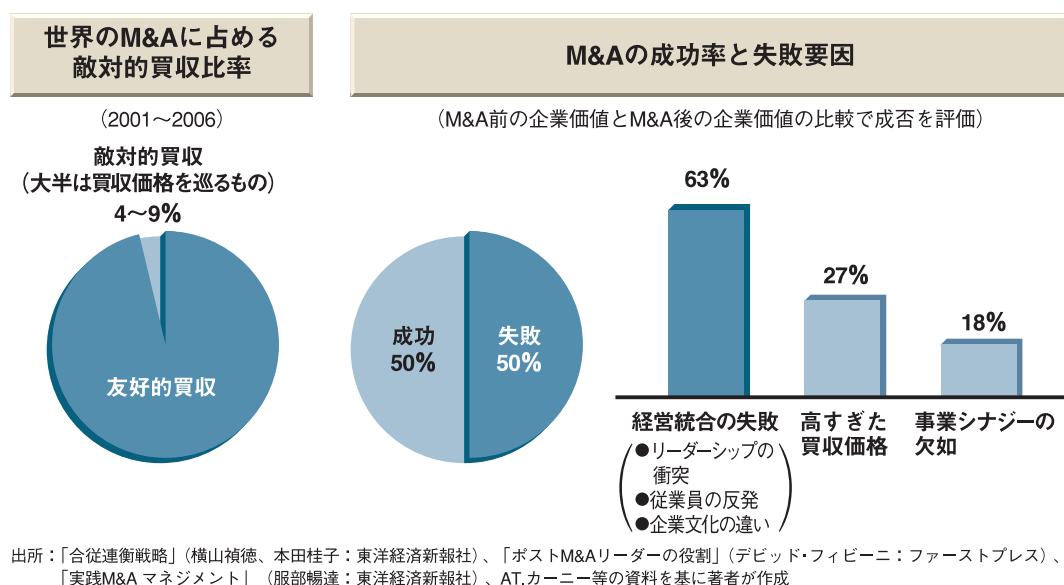
最近相次ぐ日本企業による買収防衛策の導入こそが障害だという声も根強い。グリーンメーラー的行為をするアクティビスト・ファンドは、敵対的買収策をめぐる一般株主や裁判所が下した買収を否定する判断に対して、これでは外国資本の投資がなくなると批判もしている。しかし、グリーンメーラー的アクティビスト・ファンドの批判については、多くの海外企業が、彼らの考える日本企業買収とは全く無関係なものと思っているし、欧米のPEFやヘッジファンドからも、ファンドのイメージを損なうものとして批判の声が高い。

そもそも、日本の敵対的買収防衛策は、全ての買収を経営者が勝手に拒否できるようにするものではない。多くの防衛策は、独立した委員会が、買収提案が企業の持続的な企業価値向上を実現するものなのか、ステークホルダーの利益を損なわないものなのか、そして何よりも株主の利益に沿うものかどうか等を判断する十分な時間を確保するためのものである。そして、それに反した買収者に対しては、既存株主に新株予約権を発行することで、同買収者のシェアを引き下げるという方法による防衛策が認められているだけだ。事業のシナジー効果が認められ、企業が強くなるような提案で、その価値が買収価格に十分反映された買収提案を、経営者が拒否できるようにするものではない。こうした買収防衛策の導入は諸外国でも多様な形を認めており、日本が特に障害が高いわけではない。買収防衛策が健全な外資によるM&Aを妨げているという批判は当たらない。

世界のM&A市場における敵対的買収の比率は、金額ベースで4～10%であるが、その多くは被買収企業が提案された買収金額に満足せず、より高い買収価格を獲得しようというケースである。最近、ヤフーがグーグルの買収提案を敵対的として反対していたのもその例である。欧米では、買い手が価格を引き上げ、経営者に買収防衛策発動を見送らせ、妥結するケースが多い。将来は、日本でもこうした案件が出てくる可能性はあるが、現在のところ実業の経験を持たないアクティビスト・ファンドによる敵対的買収が多いのは残念なことである。

賢明な外国企業は、本国でも敵対的買収は回避することが多いともいわれている。というのも、買収・合併により企業価値が以前より上がる確率は約 50%と高くはなく、その成否は買収後の経営統合が円滑に進むかにかかっている、といわれる。そのことを理解している外国企業経営者は、経営者のみならず、従業員や顧客、取引先から反対が多い M&A 案件をあえて強行するリスクは回避するのが通常である。強引な買収の失敗は、両者に大きな損失と傷を残しかねないからである。海外の例では、ダイムラーによるクライスラーの買収とその後の不振がそうした例として取り上げられている。こうした例外ケースである、敵対的買収防衛策の是非のみに焦点を当て、それも一般企業による買収と、グリーンメーラー的アクティビストによる敵対的買収を混在して議論するのは建設的とは思えない。

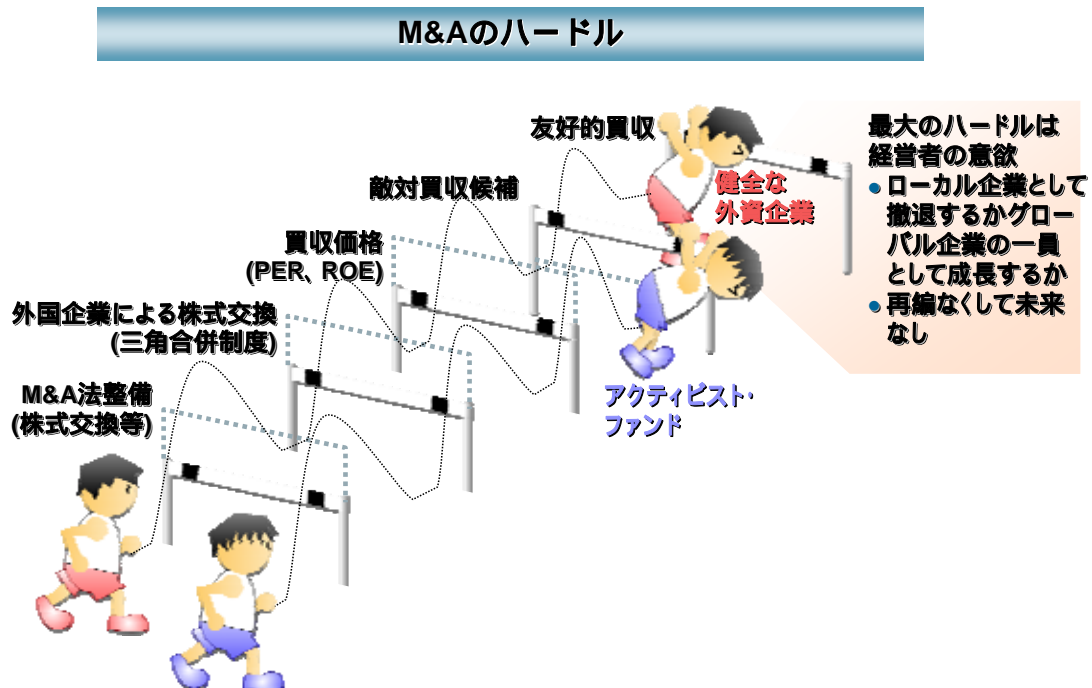
図 - 6. 経営統合をスムーズにして M&A を成功させるために、外国企業は、友好的買収を期待している



大事なことは、95%以上の買収案件を占める友好的な買収が増える環境づくりをまず考えることのはずである。外資系企業にとって最も望ましいのは、言うまでもなく日本企業の友好的買収である。それなら買収後の経営統合もうまくいく確率が高い。

日本における買収のハードルは、ずっと低くなってきたが、もう一つ厄介なハードルが残されている。友好的買収を行おうとすると日本企業の経営者の合意が必要であるが、日本企業の経営者のマインドに、外資に買収されることへのそこはかとない恐怖が残っているようである。

図 VI-7. 最大のハードルは、企業経営のグローバルマインドの欠如



- 5 友好的クロスボーダー買収は、企業経営者のグローバルマインド改革から始まる

友好的買収が成立する前提条件は、日本企業経営者の意識改革である。日本企業の経営者自身が、世界的な再編とイノベーション競争の時代に、海外からの買収や提携の申し出に積極的に心を開くことが第一歩である。

「再編なくして業界の生産性向上や不毛な過当競争の回避はできない」と悟ったときに、国内での業界再編に取り組んで世界との競争力をつけるのか、それともグローバルな力を持つ外国企業と組んで成長していくのかの選択をしなければならないだろう。「自力にこだわりローカル企業として衰退を待つのか？それとも、外国資本とのパートナーシップによりグローバル企業として進化するのか？」は、日本の経営者が真剣に検討しなければならない課題である。残念ながら、日本企業、特にグローバルな競争を経験していない企業の経営者には、こうした危機感が欠如しているようだ。グローバル化が進展する世界の動きを見たとき、日本企業が自力にこだわり続けて成長の機会を喪うことは、シェアホルダー(株主)だけでなく、長期的にはステークホルダー(社員、顧客、取引先、社会)の利益にも沿わないことがあることを心に刻む必要がある。このような日本企業経営者のグローバルマインドの低さが、外国資本による M&A 促進の最大の障害ではなからうか。

ただし、企業経営者の意識変革を強制するわけにはいかない。そこで、クロスボーダー M&A の好事例を、経済界でもっと共有し、その実態を知ること、外資に買収され

ることへの根拠のない恐怖心を取り払い、外資とともにグローバルに成長していくというシナリオも描けるようにしてはどうだろうか？

例えば、好事例としては、日本の中堅製薬会社であった中外製薬や萬有製薬が、それぞれロッシュとメルクに買収されることで、その商品は世界に販売され、その国内販売網に親会社の新薬が流されるようになり、順調に成長している。ここにきて金融危機の影響で一部株式の売却が検討されているものの、マツダもフォードの傘下に入ること、今やフォードの世界戦略になくてはならない地位を築いた。単独にこだわっていたら今の姿はなかったはずである。破綻した日本長期信用銀行のグループ会社であった日本リースは、GE に買収されることで破綻を免れただけでなく、より高度な経営体質に変身していつている。その他にも、日産ノルノー等、外資による買収・提携を受け入れてグローバル企業の一つとして変身していつている日本企業は少なくない。

浅羽茂学習院大学教授は、“外資は日本企業を立て直せるか”と題した実証統計分析論文の中で、外資企業を買収した日本企業は、日本企業を買収した日本企業に比べて、成長率は劣るが、利益率の改善には秀でていることを示している(「外資は日本企業を立て直せるか？」浅羽茂、一橋ビジネスレビュー 53 巻 2 号、2005 年秋)。

それでも、頑なにグローバル化の輪へ参加せず、自力単独成長を主張し、国内での業界再編も拒み、結果として収益力や競争力を損なったときには、そうした企業に外資系企業や外資系ファンドが積極的に買収提案を仕掛けてくることを拒むことはできない。上場企業の株式の 3 割を持つ外国人投資家や、物を言う投資家になりつつある日本の年金基金、そして、メガバンクにとっても、外国企業による合理的な買収提案を、外資だからといって阻む理由が少なくなるからである。そこまで追い込まれる前に、前向きに外資と合従連衡することを柔軟に検討するべきであろう。

- 6 M&A の円滑化と乱用的買収者の牽制のための企業買収ルールづくり

今後、日本でも Out-In 型の M&A は増加していくと考えられる。しかし、企業の買収は商品の売買とは異なる。継続的な事業活動を通じ持続的な付加価値の向上をもってステークホルダー全体の利益を生み出すことが求められる。そこで、一方で、不合理な阻害を許さず M&A の円滑化を図るとともに、他方で、企業の売買ゲーム的行為を目論む濫用的買収者を牽制する包括的なルールをしっかりと整えておく必要があるのではなかろうか。そのルールは内外無差別に適用されるべきであることは言うまでもない。

現在の日本の買収防衛策は米国のライツプランをベースに考え出されているが、英国の例も参考になるのではないだろうか。英国の企業買収ルールはもっと成熟した大人のしたたかなルールと仕組みをもっている。欧米諸国の中でも英国は内外の買収が盛んな国である。そこには、Do(やっていること)と、Don't(やってはならないこと)について明確なルールがあることも関係しているのではないだろうか。

英国の実践的な企業買収ルールの基本であるシティコードは、イントロダクション、六

つの一般原則(株主の平等取り扱い、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)及び 38 の規則から成る。シティコードは買収者及び経営者に対して中立的な立場を採るが、買収者に対して、資金的な裏付けの明示や、買収の意図及び買収後の戦略、雇用への影響や買収者自身に関わる情報開示等を要求する。そのため、短期的な売り抜けを目指す、あるいは買収後の資産売却、人員整理をもって買収資金を回収しようとする M&A 案件はおのずと成立し難くなる。

シティコードに基づいて買収を監視するのは、法律や M&A の実務に詳しい専門家によって構成されるシティ・テークオーバー・パネルである。パネルは、英国証券取引所や、英・金融サービス機構(FSA)とも相互補完的に機能し、包括的な買収ルールの実施の面で大きな効果を上げている。例えば、英国型買収ルールの設定と日本版テークオーバー・パネルの設定も検討に値することではなかろうか。

- 7 公的性格の企業は、上場時より黄金株等種類株を利用し、議決権を政府機関等が保有しておくこと

今後、政府系法人の民営化が予定されているが、鉄道や水道、道路等インフラ関係の企業や、郵便、そして郵貯や政府系金融機関等への投資には、外国資本も関心を持っている。こうした公共サービスの性格が強い企業については、民営化による業務の効率化を目指し、一部の株式を市場に供給するが、特定の外国資本に経営支配されることが必ずしも好ましくないと判断される場合もあるだろう。海外にはそうした例は珍しくはない。そうした場合は、上場当初より、一定株式シェア以上の支配株主の排除や、黄金株や複数議決権株式等の種類株を活用した形で議決権を政府機関が保有することを明確にしておくことが大事である。上場後にルールを変更するのは、既存株主に混乱を引き起こしかねない。既に、日本でも種類株は導入されているが、活用される例は少ない。また、投資家の中には、議決権を持つよりも、優先配当や高い投資利回りを求める投資家もいる。そのため、無議決権株式等の種類株が受け入れられる市場作りを進めることが望ましい。

- 8 相互主義の観点から、TOB 制度を再点検するとき

今後、日本からの海外企業の買収、海外からの日本企業の買収が増大していくと考えられるが、そのときに重要なことは、「相互主義の原則」ではないか。外国企業が日本企業を買収する際の負担は軽く、容易にできるのに、日本企業が相手国の企業を買収しようとする、財務負担が重く、難問が多いということでは、公平性に欠く。グローバルな資本交流においては、関連する国は相互に同じような条件を認め合うことが原則であろう。

そうした“相互主義の原則”の観点から、クロスボーダーM&A に関して問題提起をしている例が、TOB 制度と種類株制度に見られる。

2006 年 6 月に証券取引法の改正で、大量保有報告制度と TOB 制度の大幅な見直し
がなされた。法制度の盲点を突いたグレーな買収行為が露呈された村上ファンドやライ
ブドア事件の反省をふまえたものであった。

大量保有報告書については、いわゆる“5%ルール”がより厳格に適用された。5%超
の株式を取得するファンド等に求められる特例報告の頻度が3ヶ月から原則2週間ごと
に短縮され、さらにファンドが資産の処分や代表取締役の選任・解任、配当政策の変更
等の重要提案行為等を目的として株式を取得する場合は、5日以内に報告することを義
務付けた。また、複数のファンドが共同して株式を取得している場合は、「みなし共同
保有者」として一つの投資家の行為として大量報告制度に従うように求めるようになっ
た。従来の盲点が整備され、一部の投資家による不透明な行為を牽制する仕組みが導入
されたことは評価できるし、欧米各国のルールに類似したものでもある。ただし、“真
の投資家”を把握するために“ルックスルー”を徹底する米国に比べると、ルールの抜
け穴を探る余地が大きいのは否めない。改善の余地があると言える。

問題は、同時に改正された TOB 制度である。改正により、TOB 規制の適用対象は 3
ヶ月の間に市場外で 5%超、市場内外で合わせて 10%超の株式を取得した結果、所有割
合が 3 分の 1 を超える場合と規定された。このことは、従来の法規制の不備で、不透明
な株式取得をする余地を与えていたのを是正したもので評価できる。ToSTNeT(東京証
券取引所の立会時間外取引)を市場内取引であると言い張って、TOB 規制が対象とする
市場外相対取引ではないと強弁する投資家が利用した抜け穴を塞いだのである。また、
この 3 分の 1 ルールには、買い付け者と密接な関係を有する「特別関係者」による株式
取得数も含まれ、複数のファンドを使った迂回的買い付けで TOB 規制を回避すること
をも防止しようとしている。この規定も欧米の状況に倣ったものだろう。

ところが、全部買付義務の規定に関しては、欧米の制度とは違いが大きく、“相互主
義の原則”から疑問が残る。理解のために、日本の企業が時価 1,000 億円の英国の企業
を TOB で買収しようとし、英国の企業も同じ時価の日本の企業を TOB で買収しよう
としていると仮定しよう。両社とも対象会社の株価は 3 ヶ月前の 550 円から 1 割下
がり 500 円になっているとする。

英国の制度では、公開会社の 30%以上の株式を取得しようとするれば、発行株式の全
ての株式を現金で買収する TOB を義務付けており、その場合の取得価格は、過去 12
ヶ月に買い付け者が取得した価格を上回らなければならないとされている。したがって、
日本企業は、英国企業を経営支配しようと思ったら、100%の株式を買い付ける用意を
しておかなければならず、少なくとも 1,000 億円以上の現金を用意しなければならない。
過去 1 年に今よりも高い 1 株 550 円で買った記録があれば、用意すべき現金は 1,100
億円である。もし、少数株主の反対で、TOB に応札してきたのが総株式数の 70%であ
ったらどうなるのであろうか？英国の規定では、50%以上の応札があったときは、TOB
を撤回することはできないとされている。70%では中途半端なので、完全子会社化する

ために、反対する少数株主の株式を買い付けようと思っても、強制はできない。英国のルールでは、TOB の応札率が 90%を超えたときにはじめて、少数株主の株を TOB と同じ価格条件で買い付けることができるとされており、ハードルは高いのである。日本企業は資金的にも経営的にもかなり腹をくくった決定を求められることになる。

図 - 8. 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みにすべき

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	<ul style="list-style-type: none"> ●TOBの対象会社の意見表明義務 ●買付者の対質問答報告義務 ●価格決定、経営への関与内容、利益相反についての開示 	<ul style="list-style-type: none"> ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ●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。

他方、英国企業が日本企業を TOB する場合はどうであろうか？日本の TOB 制度では、対象企業の 3 分の 2 以上の株式を取得する場合は、応募してきた全株を買い付けなければならないと規定されているが、3 分の 2 未満の株式取得を目指すのであれば、その義務はない。また、取得価格についての制約もない。日本の経営権を得たいが多くの資金を使用したくない英国企業があれば、その会社は最低限の 51%の株式取得を目指し、しかも、3ヶ月前は 1 株 550 円で取得していたのに、TOB 価格はそれ以下に設定しても全く問題がない。つまり、510 億円準備していれば、日本企業の経営権は握れるのである。その英国企業が、完全子会社化を目論んでいたのに TOB には 70%の応札しなかったとしよう。英国企業は二つのオプションを持っている。TOB を撤回するか（買収防衛策が導入された場合は TOB の撤回が認められている）、あるいは逆に、3 分の 2 以上の株式を取得した権限を行使して、特別決議によって株式併合を行い、少数株主の保有株を端数にして強制的に買い取るか、である。そのときの買取り価格は TOB のと

きと同価格でなければならないという制約もない。残存株主に不利な条件を押し付けて完全買収する“強圧的二段階買収”がとられても、現行制度では、それを防ぐことはできないのである。

ドイツの場合も、取得方法として現金以外の資産も容認されているが、全株買付義務は英国に似ている。いや、もっとハードルが高いとも言える。ドイツの場合、取得価格は、過去 3 ヶ月の平均市場価格以上でなければならず、強制買取り行使ができるのは TOB 応札率が 95%を超えたときと、高めに設定されている。フランスの場合もドイツに類似している。同じ 1,000 億円の企業を買収しようとするときに、日本企業は欧州企業に比べ、より大きな負担と覚悟を求められることが分かる。相互主義と公平性の観点からは疑問も残る制度である。

欧州の TOB の制度の背景にある思想は、“卑しくも企業を買収し経営権を得ようとする企業は、全面的な経営責任を負う覚悟を持って行うべきであり、自分の資金負担を軽くするような形で経営権をとり、少数株主を不当に扱うことは認められない”ということのように見受けられる。勿論、日本の TOB 制度は外国企業による M&A のみを対象としたものではなく、日本企業同士の円滑な買収を推進することを考慮して整備されたものである。したがって、外国との相互主義の原則のみをもってあるべき制度を断じることとはできないとは思えるが、M&A による対内直接投資促進を考える観点からは、問題があることを指摘しておきたい。

相互主義の原則は、TOB 制度だけではない。種類株の中でも、一部の株に、株式数以上に大きな議決権を認めている国の企業は、少数の種類株所有者の合意なしには、お金を積んだだけでは簡単には買収できない。もっと複雑な問題は、中国、ロシア、シンガポール等の海外の国営企業が、日本企業を買収する場合である。言うまでもなく、日本企業がその地で自由に国営企業を買収することは極めて難しい。こうした、相互主義の原則に合致しない外国資本による買収にどう対応すべきなのかは、極めて重要な検討課題である。

・ファンド・キャピタリズムにどう対応するか？情報開示・税の公平性、そして、日本のリスクマネーファンドの育成を

-1 急台頭する世界の PEF が、グローバル M&A 市場に大きな影響をもたらした

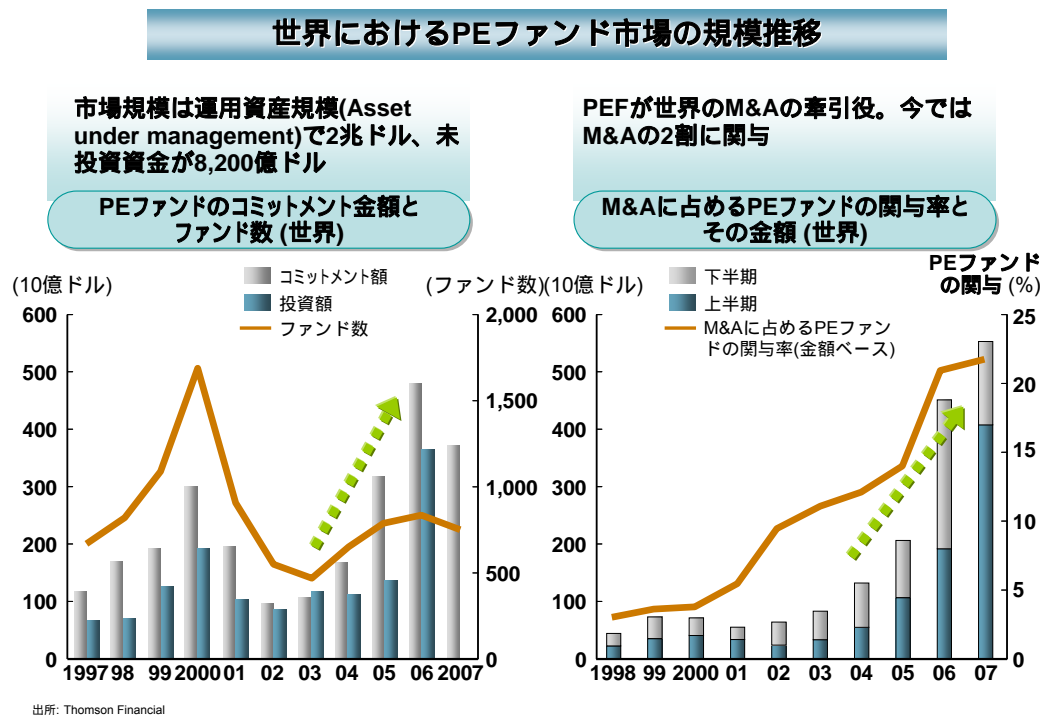
21 世紀にはいって、“ファンド・キャピタリズム”と呼ばれる新しい金融資本パワーが、急台頭し、グローバル市場に大きな影響を与えている。ヘッジファンド、不動産ファンド、資源穀物ファンド等と並び、企業の買収投資を行う PEF もその一つである。

PEF とは、少数の世界の年金や機関投資家、富裕層から匿名で私募資金を募り、それに大量の借入金でレバレッジをかけて、企業再生、不動産、企業再編に絡んだ企業の買収(バイアウト)を行い、バイアウト後は、企業リストラや資産売却、新規投資等を行って企業価値を上げ、他社へ売却したり上場させることによって短中期の投資利益を求める「フィナンシャル・バイヤー」である。リスクマネーと呼ばれるように、高い収益(平均内部収益率(IRR)：年 15%程度)を求めるために、通常の資金供給が難しい機会にも投資し、シェアホルダー(株主＝ファンド)・バリューの最大化を追求する。

これに対して、事業間の戦略的シナジー等を求めて企業を買収・合併し、長期的な企業価値やステークホルダー(顧客・従業員・取引先・株主)・バリューの向上を追求する産業資本(企業体)は「ストラテジック・バイヤー」と呼ばれ、両者は異なる性格と目的を持つ M&A のプレイヤーである。

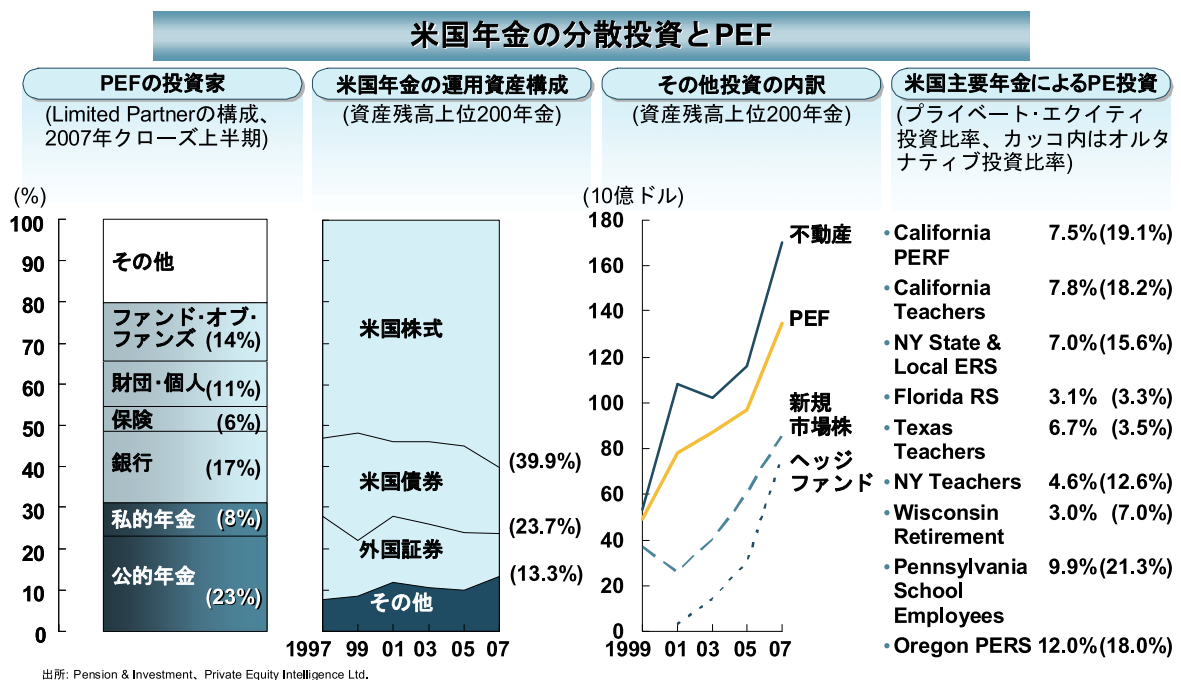
PEF 市場は、米国で 70 年代に投資銀行出身者らによって組成されたのが始まりで、80 年代の米国経済のリストラ時に、不良資産を買い取ったり、破綻・業績不振企業を買収して再生したり、企業子会社の売却先の受け皿となって再編したりして大きな投資利益を上げた実績を背景に、順調に成長してきた。2000 年にはいり、PEF 市場は急成長した。

図 -1. 2000 年には世界市場で PEF が急成長。M&A の 2 割は PEF 関連



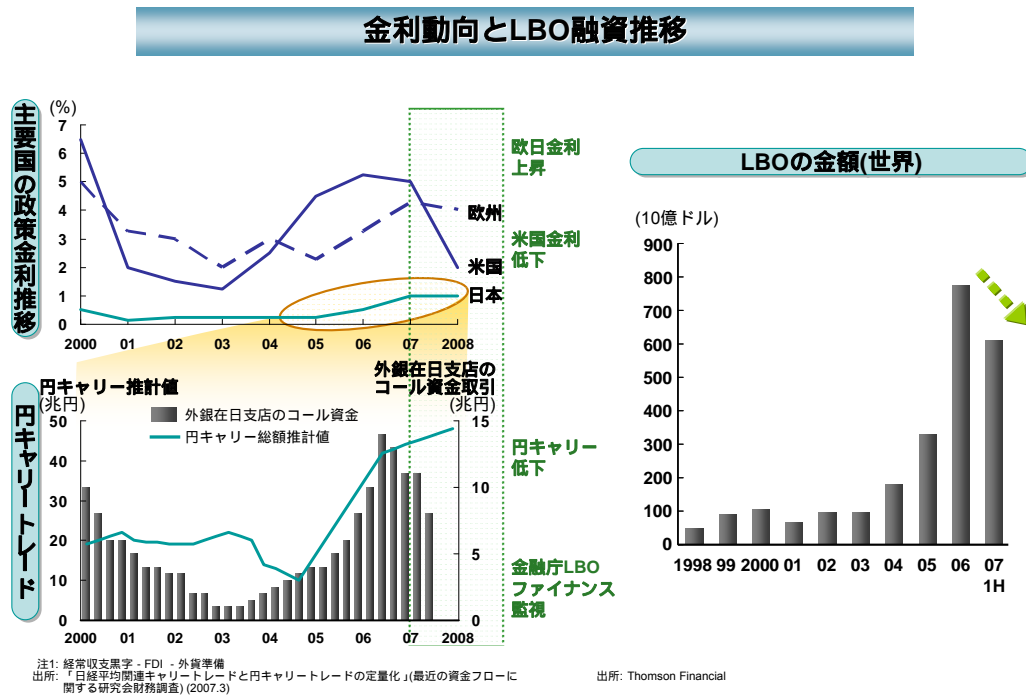
この急成長の背景には三つの環境条件がある。まず、世界的な資金余剰で通常の投資運用難に悩んだ欧米年金基金や機関投資家、超富裕層がオルタナティブ投資(非伝統的資産運用)の一環として PEF に大量の資金を流し込んだことがある。

図 -2. 世界的な資金余剰で通常の証券の運用難に陥った米国年金等が代替投資の一つとして PEF に投資を増やしていった



第2に、超低金利時代が継続したため、PEFはレバレッジをかけて買収を行うために必要な借入金(LBO(レバレッジド・バイアウト)融資)を銀行から低利で調達できたことだ。事実、1995年から2000年までは約5～7%であった欧米の政策金利が、2001年から2004年にかけては1～5%にまで落ち込み、その間LBO融資は1,000億ドルから7,500億ドルまで膨張した。

図 - 3. 2000年はじめの世界的低金利を利用してバイアウトのために高いレバレッジをかけたLBO融資がふんだんに調達できた



そして、第3に、PEFの投資対象となる不良債権、企業再建、企業再編問題を抱える案件が世界に多数存在していたことが指摘できる。

この成長の過程で、PEFの投資対象は、不良債権、企業再生案件、資産余剰企業案件から、新規投資やビルド・アップ(複数の同業企業をバイアウトして統合する)型企業再編案件、そして不動産案件へと広がっていき、本来の未公開株(プライベート・エクイティ)だけでなく、上場株のマイノリティ・シェアを取得し、主要株主として株主価値の向上を図るPIPEs(Private Investment in Public Equities)も出現してきた。PIPEsの派生には、グリーンメーラー的アクティビストもいる。このように、今では、PEFには、投資対象や投資行動によって、ハゲタカ的なPEFからバリューアップ型、専門型から総合型、経営を担うものからマイノリティに徹するアクティビストまで多様な形態があり、PEFをひとまとめにしてその是非を画一的に論じることは難しくなっている。

図 -4. PEF は多様化してきており、個別ファンドの性格と方針を理解すべき

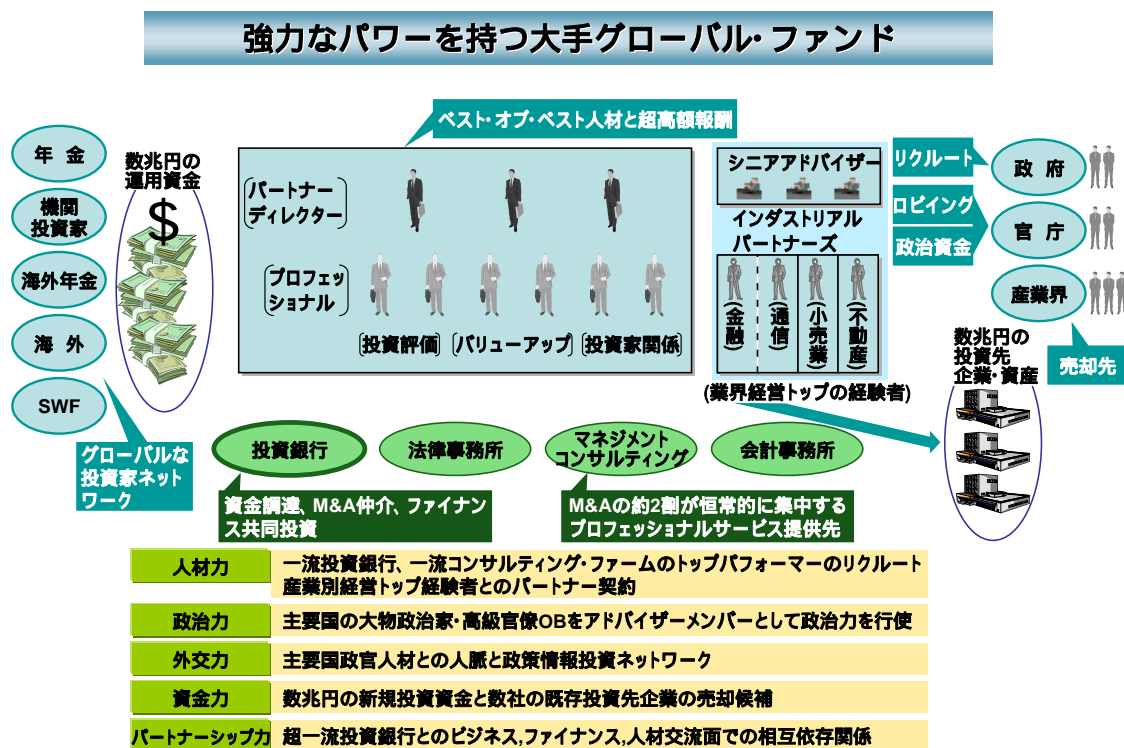
PEFのタイプ						
対象企業の性格 投資手法	破綻企業	再生中企業	経営力 弱体企業	資産潤沢 企業	ノンコア 子会社	ニッチの 特殊会社
経営支配型 未公開株 上場株	再生ファンド		バリューアップ・PEファンド			
			買収ファンド			
非経営支配型 上場株			PIPEs			
			アクティ ビスト			
債 権	不良債権買取 ファンド					
不 動 産	不動産ファンド					

さらに、PEF はグローバルに普及していった。欧州や日本にも PEF 運用会社が設立され、投資市場でも米国以外の案件が急拡大し、資金調達先も欧州の投資家や、最近は SWF も取り込むようになっている。

また、大手 PEF は巨大化し、資産 1 兆円以上を運用するファンドも現れてきた。この巨大な運用資産を背景に、買収金額数兆円のメガ・バイアウトも発生するようになってきていて、日本の大企業を買収する資金さえも十分に持っている。こうした大手 PEF は、一流の投資銀行、コンサルタント、企業経営者、法律家のプロフェッショナルをスタッフとし、ビジネスと金融の両面で案件を組成する能力を持ち、背後に旧大物政治家や高級官僚をアドバイザーに抱え、グローバルな投資銀行と密接な関係を持っている。大手 PEF は、巨大なパワーを持つ国際的金融資本として、世界の直接投資市場に大きな影響力を持つようになった。最近のメガ・ディールはグローバル PEF が共同投資するクラブ・ディールが増えており、クラブに入れるかどうかで情報力が全く違う。

かくして、2007 年末には、世界で、運用資産規模 2 兆ドル(未投資資金含む)、14,000 社を保有し、未投資資金が 8,200 億ドルもあるといわれているモンスター・ビジネスになった。2006～2007 年には、世界の M&A 市場の約 2～3 割は PEF によるフィナンシャル・バイアウトといわれている。

図 -5. 大手 PEF 運用会社は巨額の資金、超一流のプロフェッショナルスタッフ、政治家、経営者経験メンバーの取り込み、そして超一流投資銀との密接な連携で強力なパワーを持っている



-2 外資系 PEF により開拓された日本の PEF 市場が変質している

10 年前にはほとんど存在しなかった日本の PEF 市場はここ数年で爆発的に拡大し、投資額は 5,000 億円を超え、日本に特定したファンドの運用資産だけでも 2 兆円に達している。新設ファンド数も毎年 20 件規模になり、PEF 運用会社も全部で 80 社に近くなっている。

日本における PEF 普及の契機は、外資系 PEF が 1990 年代終盤に不良債権の買入れ、破綻企業の受け皿となったことであった。その当時には、企業再生案件にリスクマネーを提供する国内投資家はおらず、「リスクマネー不足、案件過多」の時代であった。大量の銀行の不良債権が底値で外資に購入され、破綻した銀行(例：リップルウッドによる新生銀行、ローンスターによる東京スター銀行、ウイルバー・ロスによる関西アーバン銀行)、ゴルフ場(ローンスターとゴールドマンサックス)、レジャーランド(リップルウッドによるシーガイア)等が企業再生型外資系 PEF に売却され、PEF は巨額の利益を得た。

図 -6. 日本のバイアウト投資件数も年間70件を超え、投資額も5,000億円を超えてきている。その結果 PEF の運用資産額は2兆円に達している

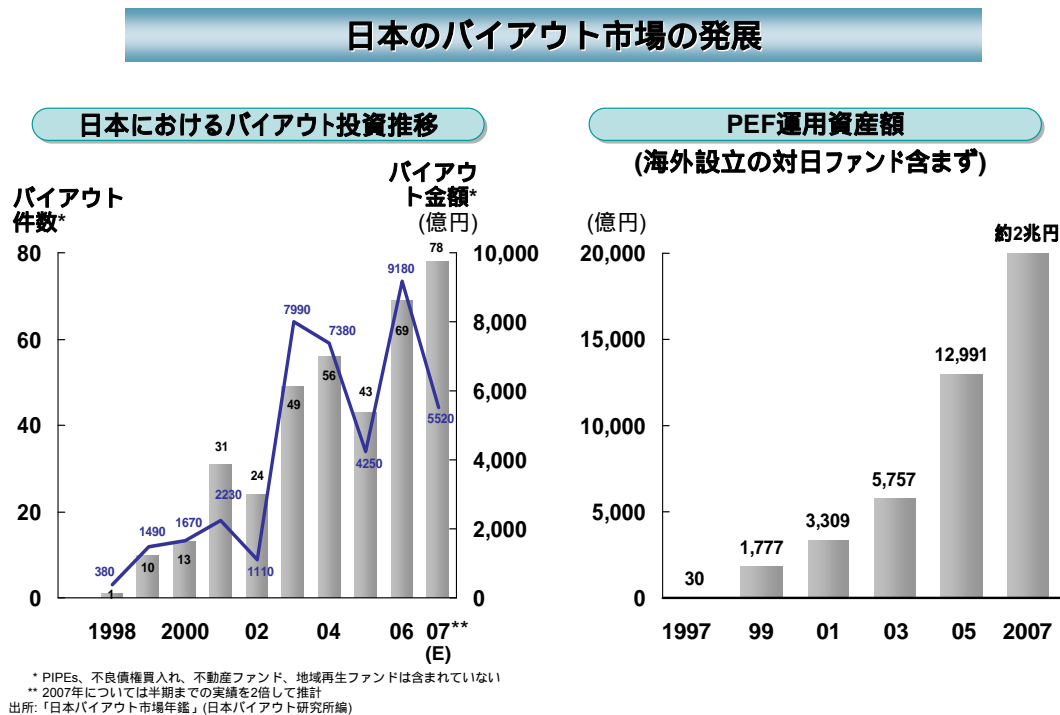
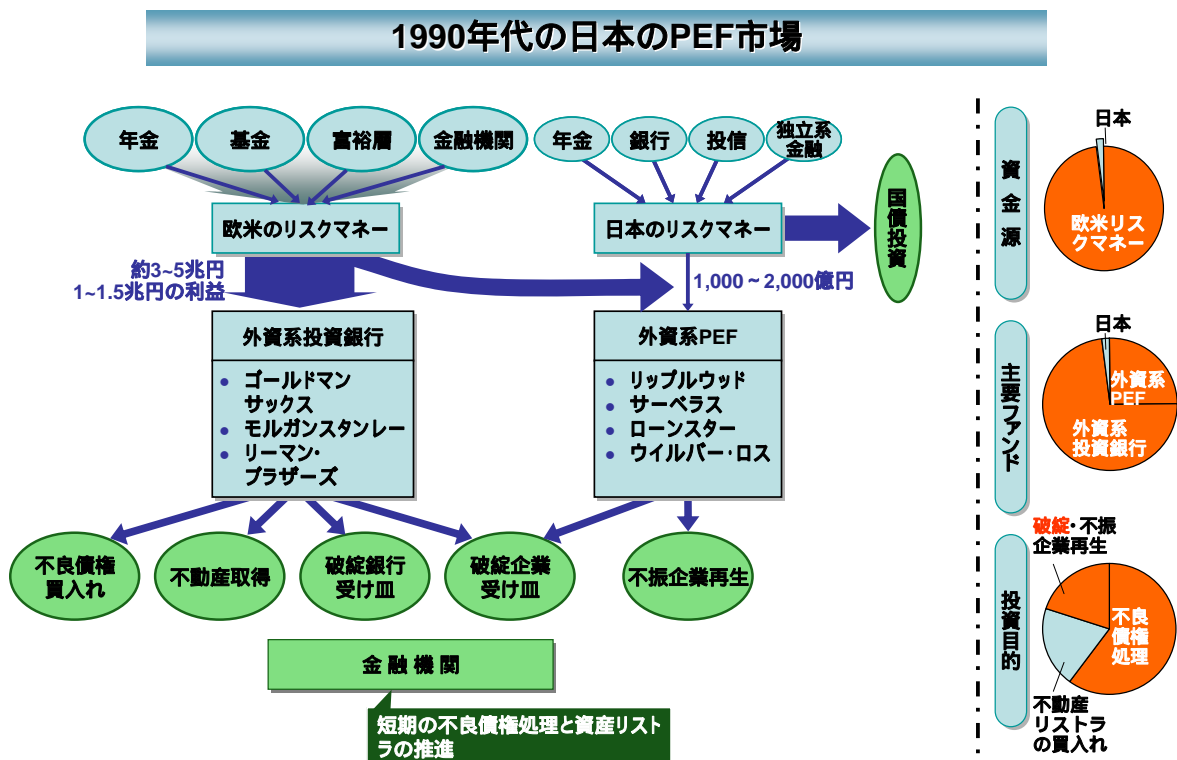


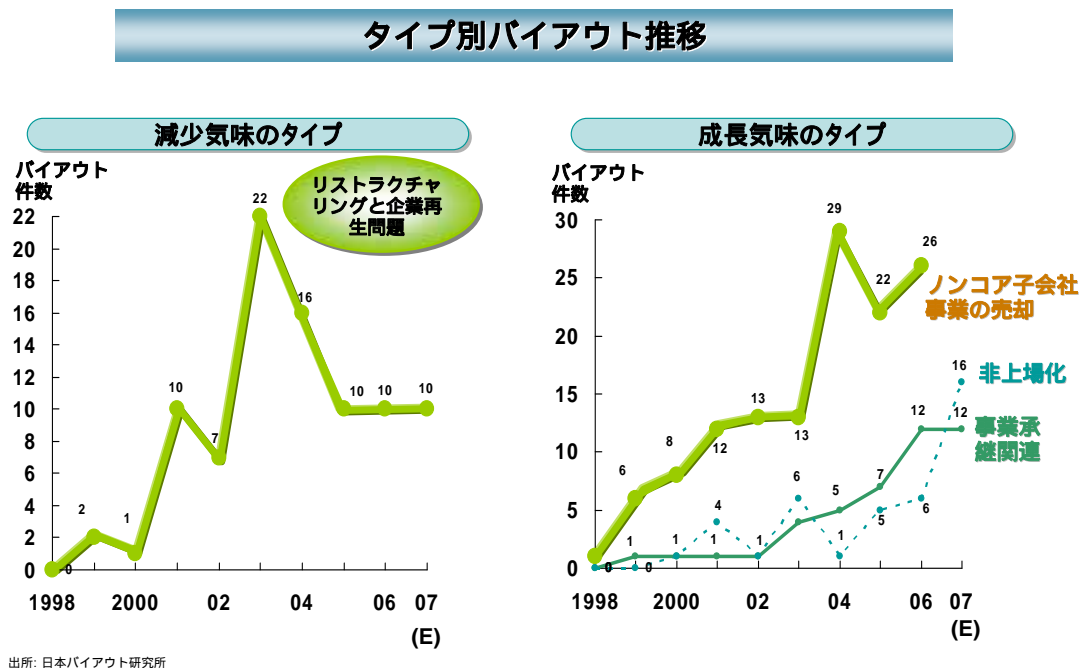
図 -7. 日本の PEF 市場は、1990 年代後半に不良債権処理、破綻企業受け皿、企業再生案件を中心に始まった



その後、2000 年になると、日本の金融機関系・商社系・独立系 PEF が相次いで設立され、内外資系合わせて約 100 弱のファンドがしのぎを削るようになった。ダイエーやカネボウ等の大型再生案件も生まれた。

ところで、2000 年代半ばになると、日本経済の回復とともに、PEF 対象案件も企業再生・財務リストラ型案件が減少し、ノンコア子会社の MBO、事業継承、未公開化、企業再編等、バイアウト後の企業価値向上能力が求められる案件に変質してきた。

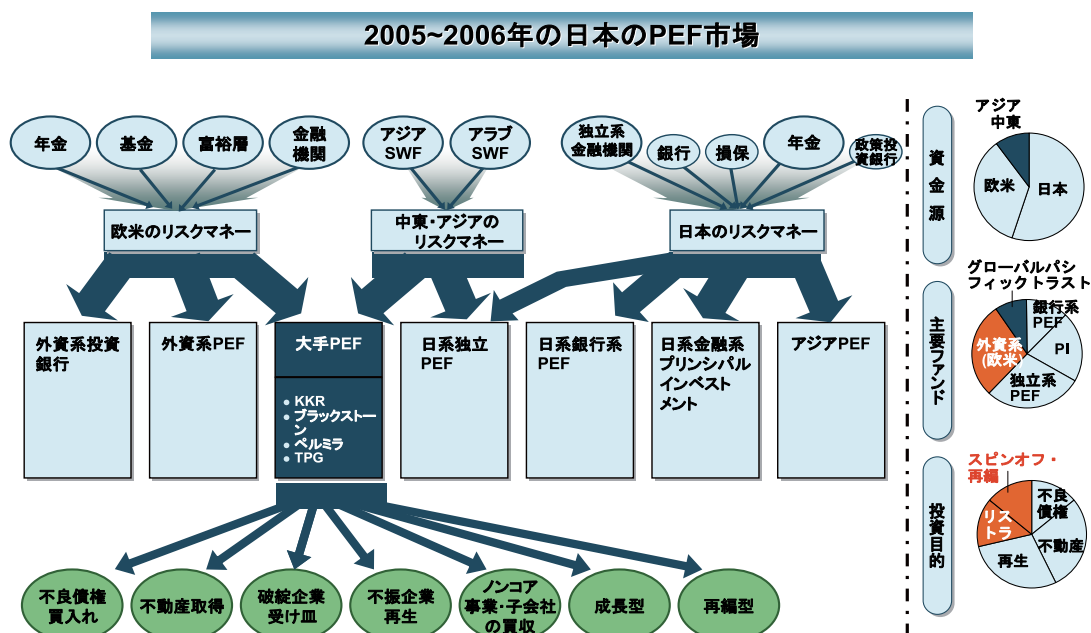
図 - 8. リストラ関連のバイアウトはピークを越え、最近是非コア子会社の売却、上場企業の非公開化、そして事業承継絡みのバイアウトが増加している



これによって、PEF のゲームが変わってきている。かつての不良債権・企業再生型 PEF では買収価格を低く抑え、フィナンシャル・レバレッジを目一杯かけることによって利益を出す「フィナンシャル・ゲーム」であったのが、バイアウト後のリストラや、事業効率向上により企業価値を上げることが肝要な「バリューアップ・ゲーム」に移行しつつある。バリューアップ・ゲームになれば、ファイナンスだけでなく、企業経営の経験や業界知識も必要とされる。その変化を捉えて、その能力を備えたグローバルで活動する超一流のバリューアップ型外資系 PEF が日本に参入してきている。旧来から日本で活躍していたカーライルに続いて KKR、ベインキャピタル、ブラックストーン、そして欧州系のペルミラ等が参入してきたのは 2000 年中旬以降である。

そして、彼らの背後にある資金も、欧米の年金や機関投資家だけでなく、中東やアジアの SWF が増えてきていることも新しい現象である。

図 - 9. バリューアップ・ゲームに移って世界のバルジ・ブラケット・クラブメンバーの大手 PEF 運用会社が日本に参入してきた。彼らの新しい資金源として中東・アジアのソブリン・ウェルズ・ファンドの資金が増えてきていることにも留意がいる

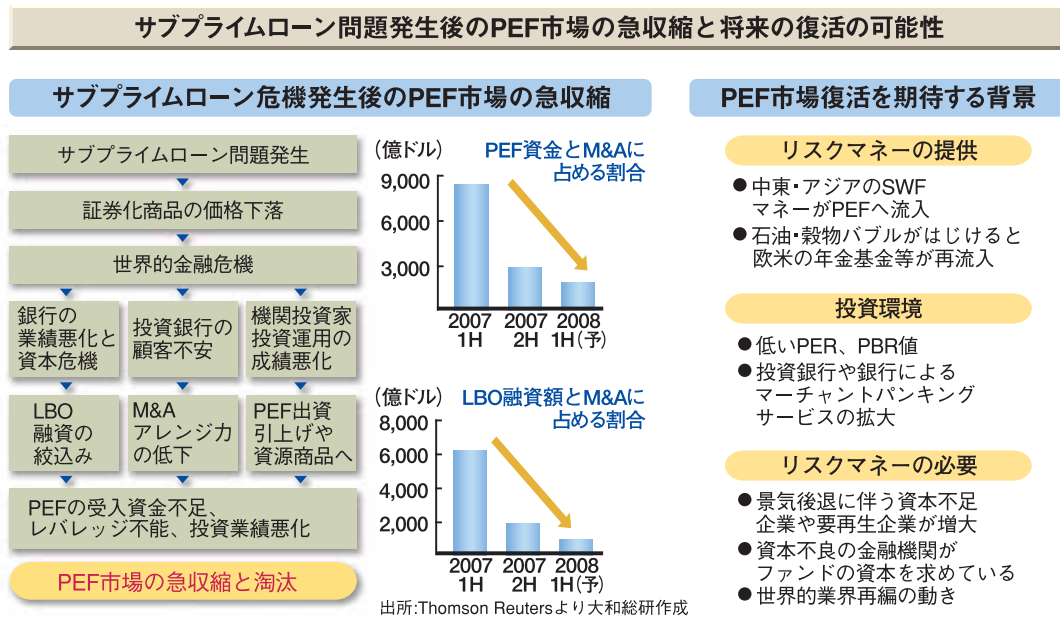


- 3 サブプライム問題発生後、一時的な低迷と淘汰があるが、将来は復活すると予測される

昨年末より、米国のサブプライムローン問題を契機に始まった金融危機で、世界の PEF 市場は急速にしばみ、ファンドの投資実績も悪化してきている。機関投資家も PEF 投資を控え、資金不足の投資家は資金を引き上げ、資金が豊かな投資家は、投資先を石油や鉱物資源、穀物の投資に振り替えている。それに追い打ちをかけるかのように、資本不足に陥った欧米の銀行は LBO 融資を大幅に縮小させており、多くの PEF は資金調達に苦しむようになった。そのせいで、2008 年には PEF による M&A は急減、プレイヤーの淘汰も始まっている。実際、2007 年前半期は 6,000 億ドルあったのが、その年の後半には 1,500 億ドル、2008 年前半は 500 億ドルにまで落ち込んだ。M&A に占める PEF の関与も、2006 年の 20.8% が 2008 年第 1 四半期には 10.9% にまで半減した。

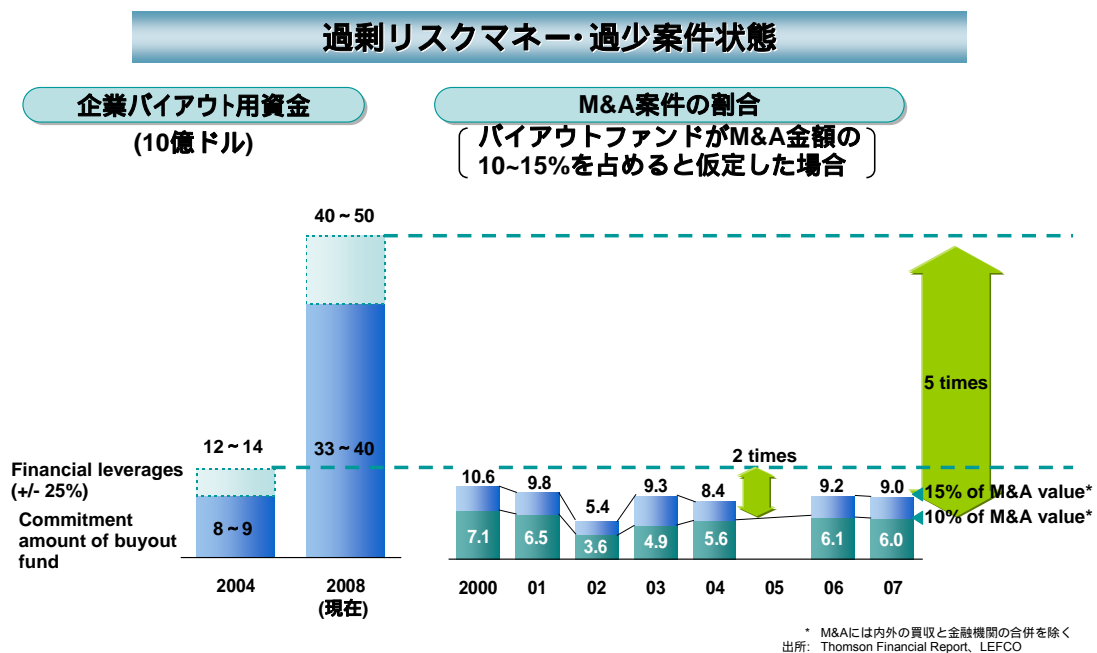
しかし、PEF 市場がこのまま衰退するとは考えにくい。欧米の主要プレイヤーは、既に、中東・中国等、資源の高騰に潤う SWF からの資金取り入れに熱心だし、いずれ、資源バブルが収まったときには、欧米の年金や機関投資家も再び戻ってくると予想される。外資系のメガ PEF が次に狙うターゲットが、破綻・再生案件が排出される米国市場、成長が著しいアジア市場、そして、株価が割安になった日本の大企業であっても不思議ではない。

図 - 10. サブプライムローン発生後 PEF 市場は急収縮したが、将来は復活すると予想



日本ではサブプライム問題の影響は欧米に比して軽微であるが、それでも、株価下落による既存バイアウト企業の投資収益低下と、相変わらず慎重な国内リスクマネーの供出、そして、銀行のLBO融資に対する慎重な姿勢等により、PEF市場がかつてより低迷していることは確かである。それでも、現在の日本にあるPEFの投資可能資産は3～4兆円と推測され、案件額をはるかに超える状況にある。

図 - 11. 今やバイアウト用のリスクマネーはM&A案件に比べて過剰気味である



ファンドバブルとも思えるほど「過剰リスクマネー、過少案件」の状態の中での案件獲得競争によって、PEF によるパイアウト価格が投資合理性を欠く水準にまで高騰し、かつての高い投資収益率は低下している模様である。おそらく日本でも PEF プレーヤーの淘汰が始まると思われる。

しかし、昨今の不況と金融危機で再び不良債権処理型・企業再生型の案件が増えることが予想される。資金が豊富な内外のプレーヤーにとっては、景気後退による業績悪化で資金不足に陥る日本企業が増え、株価暴落で買収価格が歴史的な低水準にある今が買い時と考えているところもある。これからも日本の M&A 市場で、外資系 PEF が大きな活動をするものと思われる。

- 4 日本にリスクマネーの供出者と超一流 PEF プレーヤーがいなくていいのだろうか？

対内直接投資額増大を模索する際に、外資系 PEF と国内系 PEF を分けることには、さほど意味がないことに留意する必要がある。それは、外資系・国内系を問わず、ファンド運用会社は、法的な投資主体である個別ファンドを、海外のタックスヘイブンが利用できる国に投資組合や特別目的会社を設立して行っているために、PEF 投資の多くが、運用会社の国籍にかかわらず、統計上は海外からの対内直接投資とされているからである。統計的には、PEF による日本企業への投資は対内投資額を増やし、逆に、パイアウトした企業の日本企業への売却や上場は対内投資残高を減らすというメカニズムである。

統計上の表現はともかく、日本にとって大事なことが二つある。一つは、年金基金や機関投資家の投資姿勢に変化をもたらし、日本に眠っている莫大な金融資産を建設的なリスクマネーとして供出できる体制を作り出すことである。米国の主要年金基金の 5～10%が、PEF を含むリスクマネーに投ぜられ、金融資本と産業資本に好ましい資金循環が創られているのに対し、日本の年金は国債中心の投資で、国の再生や再編を海外のリスクマネーに頼っていた過去の失敗は是正されてしかるべきではないか。

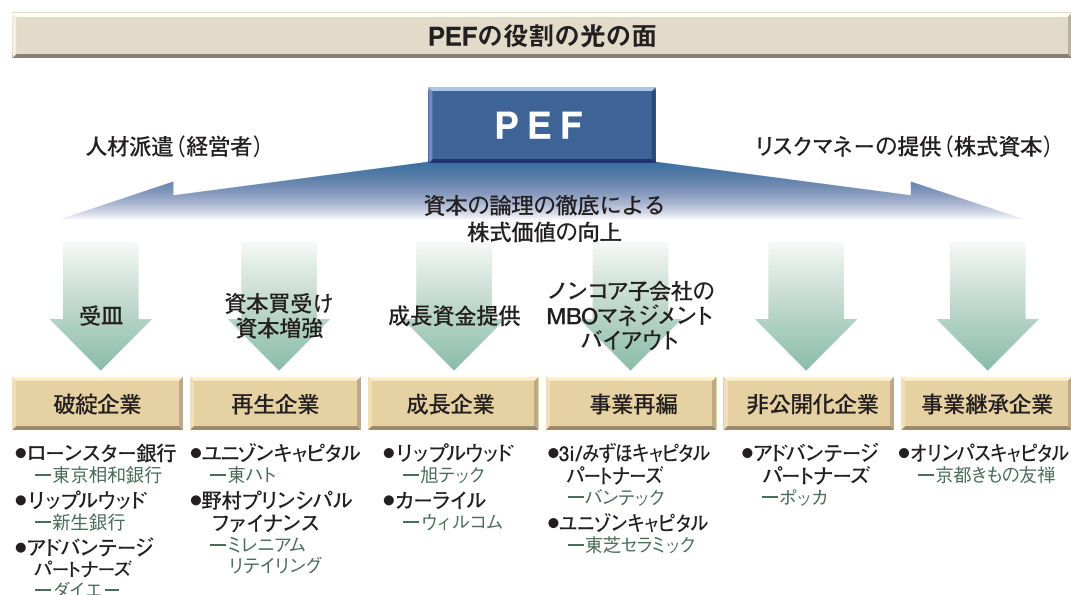
もう一つは、日本の PEF 運用会社が、そうした国内のリスクマネーを引き受けて、日本企業の再生、成長、再編、そしてグローバルな M&A 市場での投資に大きな力を発揮し、グローバルな一流クラブメンバー入りすることである。日本からリスクマネーが供出されるようになって、単なるおとなしい PEF への出資者にとどまり、どの企業に投資し、どうやって付加価値を付け、どこに売却あるいは上場するかを判断する主体を外資系 PEF に依存しては、世界の PEF 市場における日本の存在感が薄れてしまう。日本系 PEF 運用会社が世界の一流クラブメンバー入りしてはじめて、的確な情報が迅速にはいり、PEF ならではの日本企業の付加価値向上や、日本経済のグローバルゼーションを意識した企業再編が可能になると期待される。

-5 PEF の「光の面」を正当に評価し、外資系 PEF も含めて上手に利用する知を持つべき

ファンド・キャピタリズムに関しては、内外で光と陰の両面が指摘されている。内外の PEF の行動が、日本市場のグローバル化の進展と対内直接投資増大に関して、これからも大きな影響を及ぼしてくることを考慮すると、PEF の光の部分を生かし、陰の部分を是正する姿勢が必要と思われる。

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短期の企業価値向上を徹底することが挙げられる。日本の銀行の不良債権の処理が早期に完了したり、破綻企業や不振企業が資金支援を得て再生に成功したり、企業の事業ポートフォリオ再編の過程でノンコア子会社の受け皿になり、その後上場して自立する機会を得たり、停滞企業が新規技術や海外市場開拓により成長した事例は正当に評価されるべきである。その中には、外資系 PEF の貢献も当然含まれる。具体例としては、キトー（カーライル） ウイルコム（カーライル） 旭テック（リップルウッド） バンテック（3i） リズム（JP モルガン・パートナーズ）等が挙げられる。

図 - 12. PEF は諸刃の剣: 光



今後想定される、景気後退に伴う不振企業の再生、企業価値向上のためのノンコア事業・子会社の売却や国内再編、そして、いくつかの業界での世界的再編等に、産業資本とは異なる機能を持つ PEF が果たす役割は少なくないと思われる。

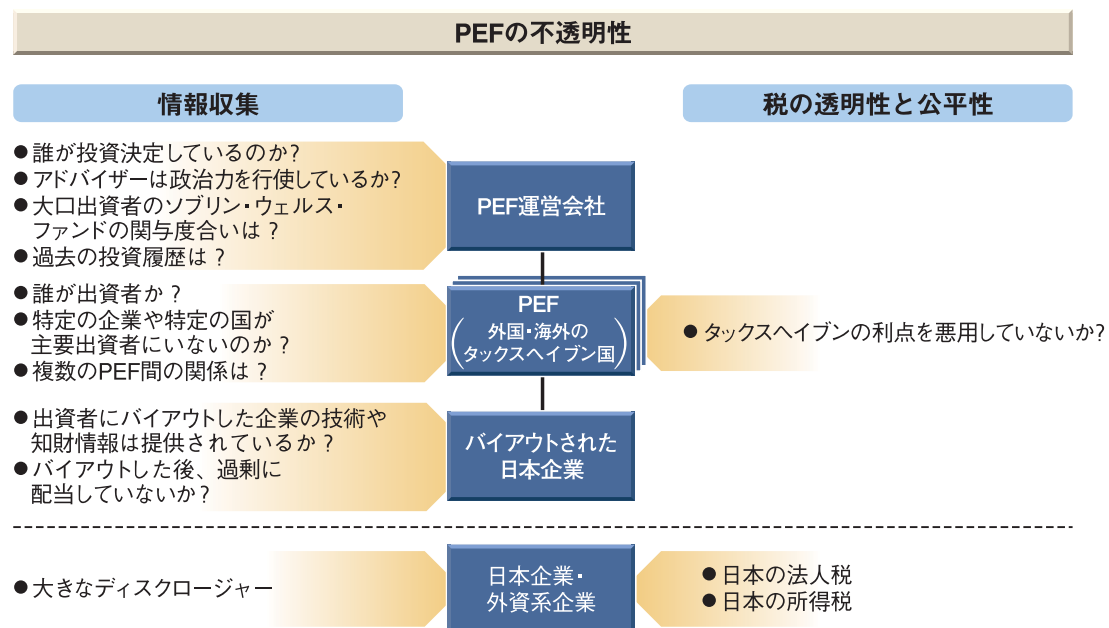
日本では不良債権処理、破綻企業処理で始まったせいか、「PEF イコール外資ハゲタカ」のイメージがあったり、「バリューアップ・ファンドも、グリーンメーラー・アクティビスト・ファンドも同じ穴の貉」という誤解があり、ファンドとの接触を最初から

拒否する向きも少なくない。しかし、賢明な日本企業なら、個々の性格と能力を見抜き、信頼できる内外の PEF を、グローバル競争強化のための M&A 戦略や、企業価値向上のための子会社再編戦略、そして、短中期的なフィナンシャル・インベストメント・プレーヤーとの協働戦略等に生かせないものか、検討する用意をすべきではないか。

- 6 PEF の陰を減らす努力を：情報開示と税の公平性を求めよ

他方、PEF には陰の面もあることも否定できない。

図 - 13. PEF は諸刃の剣：陰



構造的に、PEF は、ファンドへの投資家のために、資本の論理と株主主権を徹底的に追求して短中期に最大の投資利益を追求する使命を負っており、過度なリスクにより企業価値を壊したり、過剰なレバレッジをかけて企業の財務状態を悪化させたり、持続的な成長のための投資を回避する例も無いわけではない。このために、見かけの株主価値は上がり、ファンドの投資利益は増えたが、持続的な企業価値は下がり企業の基盤は弱まったというケースがあることも否定できない。

また、PEF の不安定性を指摘する声もある。PEF 市場は、機関投資家の動向、レバレッジド・ファイナンス調達の可能性、そして高い収益が期待できる投資案件の存在等で左右されるため、資金不足で契約した M&A を実行できずに訴訟に発展したり、中期保有を約束していた案件を投げ売りの他社へ売却して市場を歪める例もある。

それ以上に何よりも大きな陰は、PEF の不透明性が不気味な存在としてのイメージを高め、企業が懸念を持つ原因となっていることである。PEF は匿名で資金を集めるケースが多く、出資者、投資履歴、投資ポートフォリオ、経営メンバー等に関する一般

への情報開示も限られている。このために、PEF の主要な出資者が実は特定の企業や特定の SWF で、買収企業の情報が提供されている、企業の新しい株主である複数のファンドが実は一つの運用会社の実質的な影響下にあり、特定の取引関係を持っている、あるいは、政治家や高級官僚がアドバイザーメンバーに入って政治的な影響力を行使している、実は高いレバレッジを取りすぎたために財務状況が苦しくなっている、といった可能性を確認する術が無い。PEF による日本企業買収が増える場合には、PEF の情報開示をもっと求めるべきであると考え。

欧米でも PEF の情報開示の充実を求める動きが出てきており、英国では昨年 11 月、既に PEF に対する情報開示を促すガイドライン(Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity:通称 Walker Report)が公表されている。

図 - 14. ウォーカーレポート

ウォーカーレポート(Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity)

●背景

- ・PEF業界の存在感が増してきているが、PEFの情報開示が不十分で閉鎖性が強い
- ・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
- 2007年2月、英国ベンチャー・キャピタル協会(BVCA)及び主要なプライベート・エクイティ会社が、ワーキング・グループ(以下、ウォーカー委員会)に対してガイドラインの提言を依頼
- 同年11月に同レポートを公表(レポートの作成段階では英国金融サービス機構(FSA)等と情報交換)
- 以下の企業はウォーカーレポートにしたがって情報開示を行わなくてはならない
- ・英国FSAにより認可されたPEF運用会社
- ・PEファンドによって保有されるポートフォリオに組み込まれた英国企業(ポートフォリオ企業)

PEF運用会社の開示内容

PEファンドは、年次報告又はウェブサイトの定期的な更新という形で、以下の事項を公表しなければならない。
・自社の組織、投資方針、ポートフォリオに組み込んでいる英国企業、英国において指導的な役割を果たしている者、利益相反を防止するための仕組みの確認に関する記述。
・ガイドラインの遵守についての確約。
・リミテッド・パートナーの地域別、属性別の分類。
PEファンドは、そのリミテッド・パートナーに対する報告において、EVCAが公表したものを含む制定されたガイドラインを遵守し、保有する資産の評価にあたって制定されたガイドラインを遵守すること確約しなければならない。また、情報収集・統合及び経済的影響の分析(業界全体でのプライベート・エクイティ収益の要因を財務構成、市場動向、経営改善に適切に結びつける手段としての意味も持つ)というBVCAの拡大された役割を支援するため、情報をBVCAに提供しなければならない。
特に、投資戦略の変更にあたっては、PEファンドは、機密保持義務の失効後、直ちに、かつ効果的に、従業員との対話の機会を、直接又はポートフォリオ会社を通じて確保しなければならない。

(出所) Walker Reportより大和総研作成

ポートフォリオ企業の開示内容

事業年度終了から6ヶ月以内に年次報告書(annual report)及び計算書類(accounts)をウェブサイトに公表しなければならない。それには次の内容を記載しなければならない。
・当該企業を保有するプライベート・エクイティ・ファンドが誰であるのか(identity)、当該ファンドを統括する上級役員又は投資顧問、当該企業の取締役会の構成の詳細。
・2006年会社法417条の規定に本質的に準拠した事業報告(business review)、なお、本来は公開会社(quoted company)にのみ適用される同条第5項に関する記載を含むものとする。具体的には、将来の成長に影響を及ぼす恐れのある主な傾向及び要因の明示、企業活動の成果及び状況、企業の従業員・環境・社会・地域共同体に関する事項の記載が求められる。
・会社が直面するレバレッジに関する事項を含む主要な財務リスクや不確実性の観点からのリスク管理の対象及び方針をも内容とする財務報告。
ポートフォリオ企業は、次のことを遵守しなければならない。
a) 半期終了後3ヶ月以内に、企業の主要な業績の簡潔な説明を含む、半期の更新情報の要旨を公表すること。
b) 情報収集・統合及び経済的影響の分析というBVCAの拡大された役割を支援するため、情報をBVCAに提供すること。

(出所) Walker Reportより大和総研作成

Walker Report は、PEF 運用会社の組織、経営者、投資方針、投資先の英国企業、利益相反を防止するための仕組み、LP(リミテッド・パートナー)の地域別・属性別分類、そして、LP への報告において欧州ベンチャー・キャピタル協会(EVCA)が制定したガイドラインを遵守すること、投資先企業の企業価値評価をガイドラインに当てはめて情報を提供することなどを求めている。さらには、PEF にバイアウトされた上場企業に関しても、一定規模以上の企業に関して経営組織体制、ファンドとの関わり方、業績、財

務状況について公表することを求めている。背景にある考え方は、PEF が英国の経済や企業活動にどのような影響があるのかを厳格な証拠に基づき分析・検証し、ガイドラインの受け入れ状況をモニタリングしようということである。

しかし、ファンドで潤っている英国は緩い情報開示にとどまると思え、日本は独自に情報開示ルールを作成することを考えることも重要だろう。直接 PEF 運用会社に情報開示を強制できない場合でも、ファンド・オブ・ファンズ会社をはじめ、各 PEF の事情に詳しい民間会社が知り得た情報を公開することも検討したらどうだろうか？ PEF にとっても、理解されないために拒否されるよりも、理解されて利用されるほうが健全ではないか？

もう一つの陰の面が、PEF の投資収益に対する課税の不公平性である。PEF の大半が海外のタックスヘイブンをを使って実質的に非課税となるスキームで組成されることが多い。しかも、外資系 PEF には、タックスヘイブンを利用した複雑なスキームを採用することで、ファンドの段階でも課税を免れるケースがあるようだ。

最近国税庁は、米系 PEF のローンスターが旧東京相和銀行の不良債権回収で得た利益を非居住者による事業所得として非課税と主張しているのに対し、資産運用益であり非居住者にも課税されるとし、140 億円の申告漏れに対し追徴金 50 億円を求めている。ところが皮肉なことに、PEF 運用会社は日本にオフィスを持って活動しているが、肝心のファンドは海外のタックスヘイブんにあり徴収できない形にとどまっている。PEF 取引の課税主体をめぐる問題は、米国や韓国でも発生している。

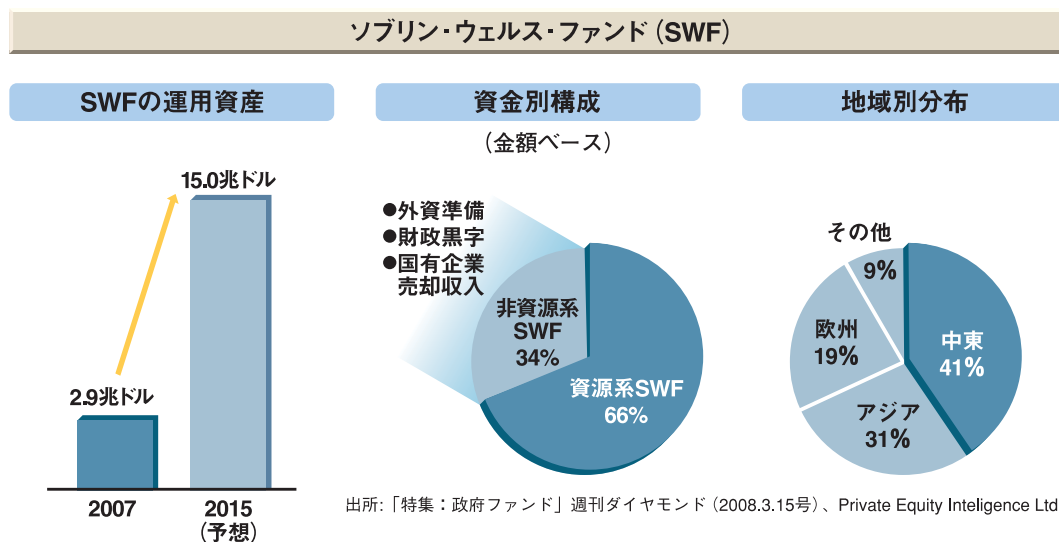
他方、海外の PEF からは、非居住者である出資者(LP)に対して英米並みに株式譲渡益課税を免除しないと、世界のリスクマネーを魅了することができず、PEF は日本を向かなくなってしまうかねないと警告する声がある。さらには、2005 年の税制改正で導入された事業譲渡類似課税の判定基準を緩めて欲しいとの要望もある。しかし、現在の日本の PEF 市場はリスクマネー過剰・案件過少状態との見方もあり、外国(非居住者)金融資本からのリスクマネー取り込みに関し、緊急性が高いとはいえないのではないかと。日本経済にとって重要なのは、居住者(国内)か非居住者(海外)ではなく、グローバル化 3.0 への貢献度である。産業再生や再編を通じてグローバル化 3.0 に貢献するのであれば、居住者・非居住者を問わず、同じ税のインセンティブを与えるべきではないか。同様の視点に立てば、税のインセンティブを与える場合に優先すべきは PEF に代表される金融資本なのか、それとも、法人税・固定資産税負担に悩む産業資本なのか、といった疑問への回答は自明になる。政策的な優先度を示すならば、外資系企業(産業資本)に対してより大きな税負担軽減をすることを優先するべきだ。

・中東、アジア、中国、ロシアの SWF にどう対応するか？

-1 3兆ドルの資産を持つ SWF が「おとなしい証券投資家」から、「物言う証券投資家」へ変貌する兆し

国家が主体で投資運用する SWF は昔から存在した。一つが石油等資源輸出収入をファンドのベースとする資源系の SWF であり、サウジアラビア、アラブ首長国連邦(UAE)、クウェート、カタール等中東産油国とロシア、カザフスタンが代表例である。SWF 全体の 3 分の 2 を占めており、最近の資源高で、その資産規模は急速に膨れ上がっていると推測される。中でも、中東の SWF は世界の SWF が運用する資産全体の 4 割を占めている。もう一つは、貿易黒字等を背景とした豊富な外貨準備や財政黒字、あるいは国有企業株式売却収入をベースに国家が運用するファンドで、主にシンガポール、中国、韓国、オーストラリア、マレーシア等のアジア諸国がそうした例であり、SWF 全体の 3 分の 1 を占めている（図 - 1）。

図 - 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 3 分の 2、外貨準備や財政黒字をベースとするのが 3 分の 1。中東とアジアの SWF で 7 割を占める



最近の資源高や新興国の外貨準備の蓄積の急増から、この 2 種類の SWF(公的年金運用基金を含まない「狭義」の SWF)の膨張はすさまじく、足元では約 3 兆ドルにも達し、新興国がさらに SWF を設立する動きも活発だ。2015 年には 12~15 兆ドルにまで拡大すると予測する専門家さえもいる。

SWF の最大手である UAE のアブダビ投資庁は、2007 年で運用資産 8,750 億ドルと推定されている。それに続く、シンガポールの政府投資会社(GIC)が 3,300 億ドル、サウジアラビアのサウジ通貨庁(SAMA)が 3,000 億ドル、クウェートの投資公社(KIA)が 2,500 億ドル、そして最近設立されたばかりの中国投資公司(CIC)でも 2,000 億ドル、

ロシアの安定化準備基金で 1,280 億ドルという、巨大な運用資金力を持っている（図 - 2）。

図 - 2. 世界の SWF

世界のSWFリスト						
国	ファンド・投資機関名	推定資産* (10億ドル)	対GDP比	人口1人当たり 投資総額	資金源	設立年
● UAE (アブダビ)	Abu Dhabi Investment Agency (ADIA)	\$875.0	661.9%	\$460,526	Oil	1976
● ノルウェー***	Government Pension Fund-Global	\$390.3	136.7%	\$84,135	Oil	1990
● シンガポール	Government Investment Corporation (GIC)	\$330.0	229.8%	\$76,265	非資源	1981
● サウジアラビア	Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA) etc.	\$300.0	105.3%	\$12,705	Oil	N/A
● クウェート	Kuwait Investment Authority (KIA)	\$250.0	407.2%	\$92,593	Oil	1953
● 中国	China Investment Corp. (CIC)	\$200.0	8.1%	\$152	非資源	2007
● 中国 (香港)	Monetary Authority Investment Portfolio	\$186.4	105.3%	\$26,413	非資源	1998
● ロシア	Reserve Fund (from Stabilization Fund)	\$128.4	10.1%	\$892	Oil	2004
● シンガポール	Temasek Holdings	\$115.0	80.1%	\$26,577	非資源	1974
● カタール	Qatar Investment Authority (QIA)	\$60.0	141.2%	\$75,377	Gas	2005
● オーストラリア***	Australian Future Fund	\$55.6	8.0%	\$2,738	非資源	2006
● アルジェリア	Revenue Regulation Fund	\$43.0	44.1%	\$1,309	Oil, Gas	2000
● リビア	Libyan Investment Authority	\$40.0	121.6%	\$6,759	Oil	2006
● アメリカ (アラスカ州)	Alaska Permanent Fund	\$38.1	91.8%	\$58,706	Oil	1976
● ブルネイ	Brunei Investment Agency	\$35.0	614.0%	\$93,583	Oil	1983
● ロシア	National Wealth Fund (NWF)	\$32.4	2.5%	\$225	Oil	2008
● アイルランド***	Irish National Pensions Reserve Fund	\$32.4	15.7%	\$7,820	非資源	2000
● 韓国	Korea Investment Corporation (KIC)	\$30.0	3.4%	\$627	非資源	2005
● カザフスタン	Kazakhstan National Fund	\$21.6	41.7%	\$1,420	Oil, Gas	2000
● ベネズエラ	National Development Fund	\$21.0	14.2%	\$786	Oil	2005
● ブラジル	(Name not released)	\$20.0	1.9%	\$107	非資源	Planned
● マレーシア	Khazanah National Berhad	\$18.3	14.0%	\$713	非資源	1993
● カナダ (アルバータ州)	Alberta Heritage Trust Fund	\$16.7	42.4%	\$4,947	Oil	1976
● アメリカ (ニューメキシコ州)	New Mexico State Investment Council	\$16.1	23.4%	\$8,181	Oil	1976
● 台湾	National Stabilisation Fund	\$15.0	4.1%	\$655	非資源	2000
● UAE (ドバイ)	Dubai Holding Investment Group (DIC)	\$13.0	37.4%	\$10,833	Oil**	2004
● UAE (ドバイ)	Istithmar	\$12.0	34.5%	\$10,000	Oil**	2003
● イラン	Oil Stabilisation Fund	\$12.0	6.1%	\$173	Oil	1998
● ニューゼaland	Superannuation Fund	\$11.0	10.2%	\$2,685	非資源	2003
● バレーン	Muntalakat	\$10.0	85.5%	\$14,752	Oil	2006
● UAE (アブダビ)	Mubadala Development Company	\$10.0	7.6%	\$5,263	Oil	2002
● チリ	Economic & Social Stabilisation Fund	\$9.8	6.7%	\$601	Copper	2006
● ボツワナ	Pula Fund	\$6.8	36.4%	\$3,704	Diamonds	1993
● メキシコ	Oil Income Stabilization Fund	\$6.2	0.7%	\$59	Oil	2000
● オマーン	State General RF	\$6.0	17.3%	\$2,393	Oil, Gas	1980
● サウジアラビア	(Name not released)	\$5.3	1.9%	\$224	Oil	Planned
● インド	(Name not released)	\$5.0	0.6%	\$4	非資源	Planned
● アゼルバイジャン	State Oil Fund of Azerbaijan (SOFAZ)	\$5.0	46.7%	\$599	Oil	1999
● 東ティモール	Timor-Leste Petroleum Fund	\$2.9	725.0%	\$2,718	Oil	2005
● ベトナム	State Capital Investment Corporation	\$2.1	3.5%	\$25	Oil	1998
● トリニダード・トバゴ	Revenue Stabilisation Fund	\$1.4	7.7%	\$1,057	Oil	2006
上記計または上記平均		\$3,388.8	26.3%	\$968		

* 2006-07年末の直近データ ** 直接的には必ずしもOilからのものではない
*** 公的・政府年金基金に分類されることもある。非資源型：「外貨準備」からの分離が中心だが、他にも国によって「財政黒字」や「政府保有株売却」等多様な資金源がある
出所: Economist Intelligence Unit, Peterson Institute of the Data & otherの公表数値に基づき大和総研作成

考え方によっては、公的年金運用基金を SWF に入れる場合もある。その場合、最大の公的年金資金の持ち主は日本の GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人、150 兆円)であり、その他オランダ(32 兆円)、アメリカ・カリフォルニア州の年金(25 兆円)等が大手となり、公的年金基金の総額は全世界で約 6～7 兆ドルと推定されている。

狭義の SWF の運用目的は、商品や為替の価格変動から国家経済を守る「安定化基金」、次世代のために長期的に安定収益を得るため世界の証券市場で運用する「世代間基金」、そして、外貨準備金の収益率を高める「準備金投資基金」が主である。したがって、その運用の中心は、米国債や世界の優良株を長期保有する「おとなしい投資家」の行動であった。ある意味では、産油国及び輸出国の資金が経常収支赤字の米国を支える仕組みであったとも言える。いわゆるグローバル・インバランスは、拡大基調にあり、SWF と米国の間の基本構造は今でも変わらない。実際、SWF の運用ポートフォリオの構成は、米国債を中心とする世界主要国の国債や高格付けの社債が大半で、次いで多い主要国の優良株と合わせて全投資の 7～8 割を占めている。今でも、SWF の運用の大半は世界の証券市場への長期安定投資である。

この巨額の証券投資運用を委託されてきたのが、英国を中心とする世界の専門投資運用会社である。中東 SWF のマネーは、ロンドン経由で、米国だけでなく日本の株式市場やアジアの証券市場にも流入している。このルートを経由して、中東やアジアの SWF からの資金が、日本の優良企業や金融機関の株式に 10 兆円近く投資されていると推定される。

図 - 3. SWF の投資の中心は長期安定志向の証券投資

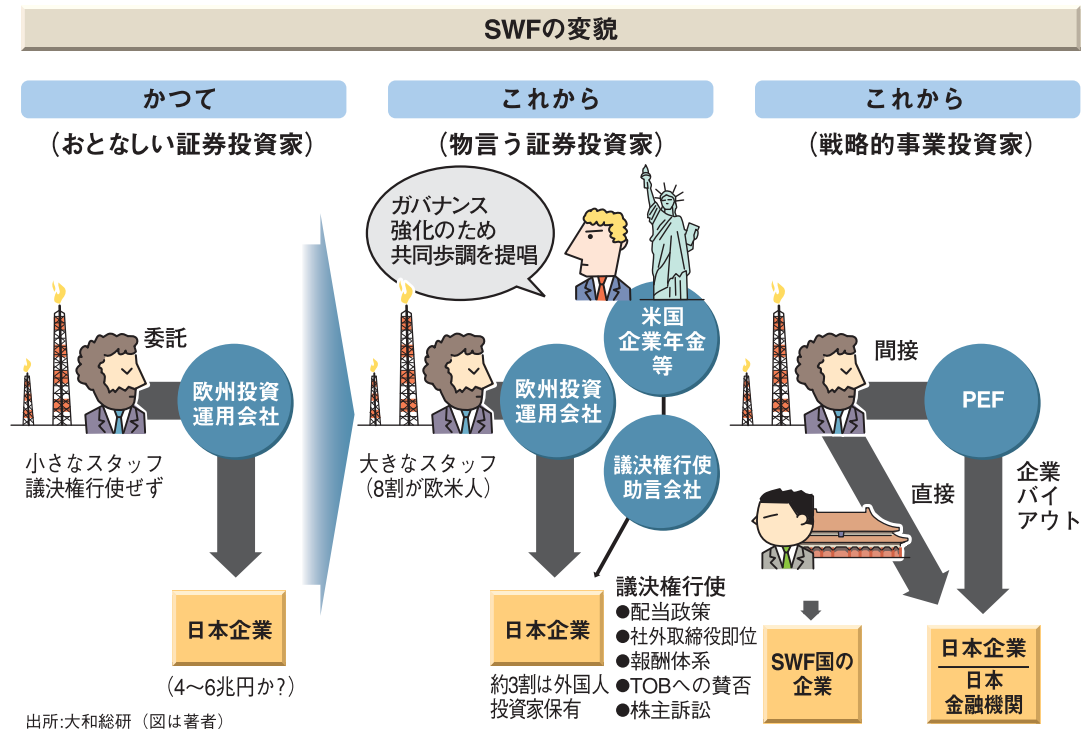
主要SWFの投資ポートフォリオ構成										
SWF (国籍)		資産運用規模 (億ドル)	証券投資				戦略的事業投資			
			株式 (%)	債券 (%)	短期資産 (%)	戦略的 直接株式 取得 (%)	不動産 (%)	PEF (%)	ヘッジ ファンド (%)	その他 (%)
ADIA	(UAE)	8,750	50~60	20~25						
ムバダラ	(UAE)	120		20		60	20			
SAMA	(サウジアラビア)	3,652	25	65	10					
KIA	(クウェート)	2,500	60	25				15		
カタール	(カタール)	600	60	20				20		
GIC	(シンガポール)	3,300	44	26	7		10	8	3	2
テマセク	(シンガポール)	1,340	バイアウトベンチャー及び不動産と戦略的出資等							
GPF	(ノルウェー)	3,914	52	48						
KIC	(韓国)	300	30	70						
Future Fund	(オーストラリア)	641	31	10	56		1.6	0.5		1.1
準備基金	(ロシア)	1,346		100						
国民福祉基金	(ロシア)	628	※ (50)	100						

出所:各種データより大和総研作成 ※上限を50%とする可能性あり
一部SWFに関しては2008年の直近値のため、図VII-2とは異なる。テマセク(3月)、GPF(6月)、Future Fund(9月)、準備基金・国民福祉基金(11月1日)

この証券投資に関して、今後注意を払わなければならないのは、彼らが「おとなしい投資家」を脱して、委託している投資運用会社を通じて、「物言う投資家」に変貌するかもしれない点である。ダボスの世界経済会議で元米国財務長官のサマーズ氏は、「SWF が国家の政治目的のために保有している外国株の議決権を行使することには疑問があるが、大株主がおとなしい投資家にとどまり企業のガバナンスチェックをしないことにも懸念がある」と意見表明していた。それに呼応するかのように、欧米の年金基金等大手機関投資家の連絡組織である ICG(International Corporate Governance Network)は、「SWF も他の投資家と協調して株主価値最大化のために保有株の議決権を行使する『物言う投資家』になるべき」と発言している(ソブリン・ウェルス・ファンドはどこに行く: 鈴木裕 DIR 経営戦略研究 2008 春季号)。SWF の証券投資を受託している欧米の運用会社が、その議決権を代行して主張したり、SWF 自身が欧米の議決権行使助言会社の推奨通りに、取締役選任や報酬制度、配当政策等を要求するようになると、既に 3 割の株式を外国人が保有している日本の企業には大きな影響が出て

くるかもしれない。

図 -4. SWF は「おとなしい証券投資家」から「物言う証券投資家」、さらに一部は「戦略的事業投資家」へ変貌中

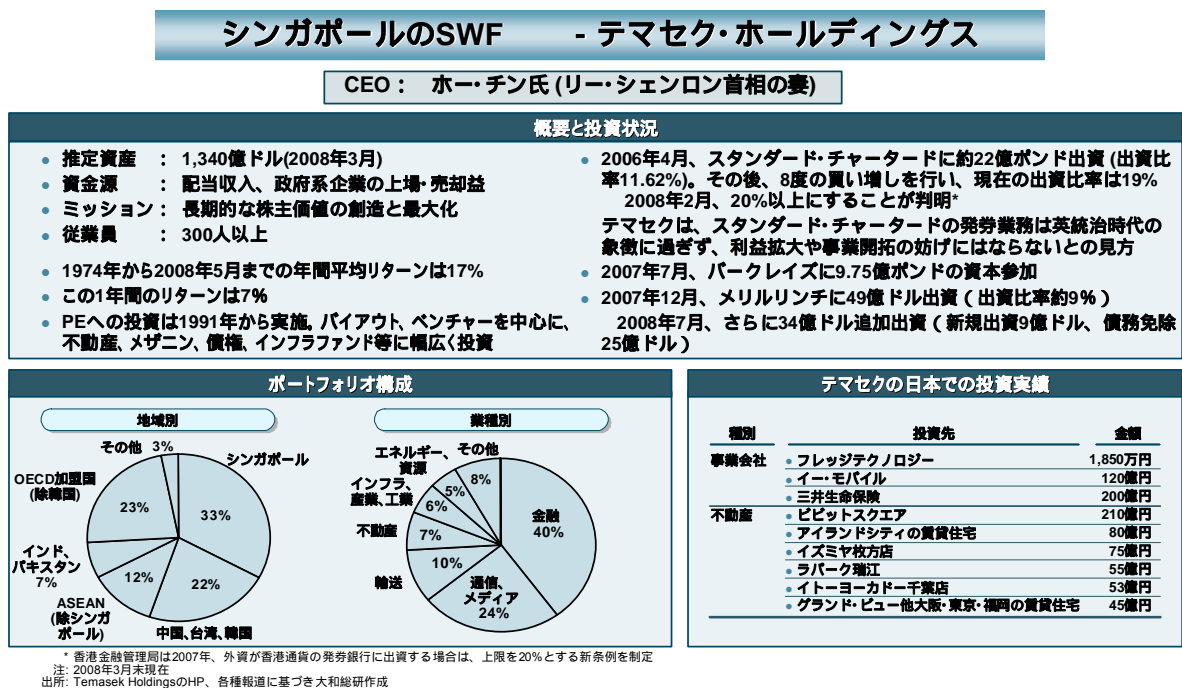
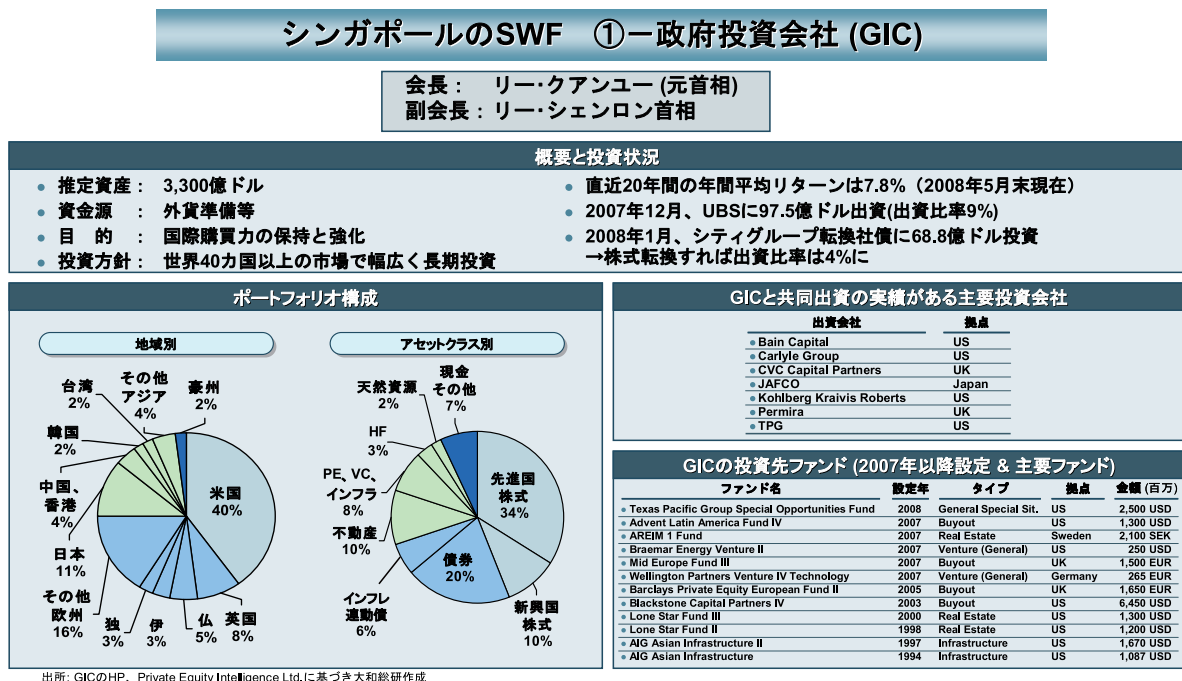


-2 中東産油国 SWF は、一部の運用で「戦略的投資」を拡大し始めた:日本は中東マネーの取り込みを図れ

長期安定証券運用が主流であった SWF の中で、例外がシンガポールであった(図-5)。テマセク(1,340 億ドル)と GIC(3,300 億ドル)という二つの SWF を抱えるシンガポールは、当初より、証券投資と並行して、シンガポールの産業育成や民営化された国营企業の株式保有(シンガポール航空、シンガポールテレコム)、さらには国家戦略に結びついた海外企業投資など、戦略的な投資をしてきた。以前から PEF への出資にも前向きで、自前の PEF の評価基準も持っていた。この結果、極めて運用能力やリスク管理能力が高い SWF として認知されてきていた。

最近、おとなしい投資家であった中東産油国の SWF が、新しい投資行動を模索してシンガポールから学ぼうとしている。中東産油国は、石油価格の高騰で資金が膨張する一方、それを従来の証券投資だけで運用して大きな収益を得ることの困難さを実感していた。加えて、石油資源枯渇後に備えた戦略的な投資を始める必要性を感じてきている。その模範がシンガポールの SWF ということだ。

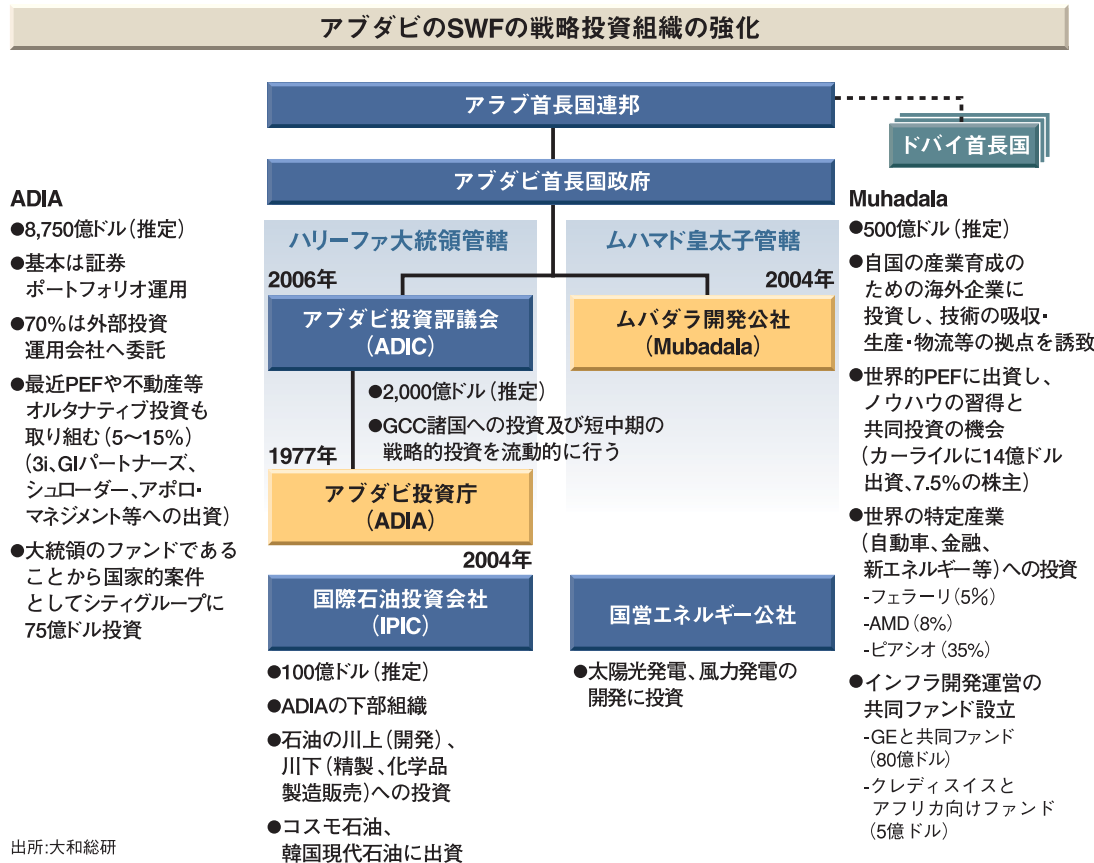
図 - 5. シンガポールのSWF



「おとなしい証券投資家」から、「戦略的な事業投資家」への転換は少しずつ始まっている。まず、SWF の組織変更が試みられている。例えば、最大の SWF 保有国である UAE のアブダビ首長国では、従来の長期証券ポートフォリオ投資は ADIA(アブダビ投資庁)で担う一方、機動的な戦略投資に動く組織として ADIC(アブダビ投資カウンスル)

を分離して組織した。また、新たにムバダラ(MUBADALA)を組織し、そこでは同酋長国の産業開発、ノウハウを得るための世界の金融機関への投資、アジア・アフリカのインフラや成長産業への投資等戦略的な投資を実行し、IRR15%の投資収益を得ることを目標としている。その傘下には石油生産の川上・川下の事業に投資し付加価値を高める目的の投資組織も設置されている。

図 - 6. UAE(アブダビ)のSWF:ADIA 等



クウェートでも、クウェート投資庁(KIA)の中に、主として証券投資を行う組織とは別に、次世代事業投資部門を設け、クウェートのポスト石油時代をにらんだ戦略投資をしようと検討している。サウジアラビアでも同様の動きがあるようだ。

戦略投資の行動としては、世界の PEF 運用会社の株式取得や PEF への出資(例：アブダビのムバダラによる米系 PEF 運用会社カーライルの 7.5%の株式取得とファンドへの出資)、欧米の投資銀行等への出資(例：ADIA によるシティグループへの 75 億ドルの出資(優先株：転換後は筆頭株主)、シンガポールの GIC による UBS への 115 億ドル(約 9%)の出資)、欧米金融機関や企業と共同したインフラ・ファンドの創設(例：ムバダラが 80 億ドルを共同出資した GE と共同のインフラ・ファンドの設立)、そして、SWF 自らの企業買収や資本出資(例：UAE ドバイ酋長国のイスティスマルによるバーニーズ

の買収、ムバダラによるアドバンスト・マイクロ・テクノロジーへの出資、カタールの SWF によるロンドンや北欧の証券取引所の大量株式取得)などがある。

サブプライムローン危機以降、欧米機関投資家からの資金が細った欧米主要 PEF や金融機関は、中東 SWF の資金を取り込もうと政府と協調して彼らへのアプローチを強めている。欧米諸国は、この巨大なオイルマネーを敵対視するのではなく、むしろ自国の PEF や投資銀行に取り込んで、その運用委託を受けることで、欧米のパワーを強めるという国家戦略をたてているようにも見える。「資金の出し手」としてオイルマネーに依存しても、「資金の使い手」としてのリーダーシップは自国のファンドや投資銀行が握り続けるという意志の表れかのようなようである。

こうした中東 SWF や欧米の動きに比較して、日本は、彼らの資金獲得へ向けた動きが緩慢に見える。中東 SWF の急膨張を傍観することなく、むしろ、日本が中東の資金を活用する最大のチャンスと見て行動すべきではなからうか。

最近、UAE やクウェートの SWF が、日本への直接投資や、日本の金融機関や企業と共同したアジアへの投資に関心を示している。KIA は、日本への投資を 3 倍に増やすとも発言している。戦略投資といっても、中東 SWF は長期的な収益投資と経営を支配しないマイノリティ投資を基本としており、欧米の PEF とは異なる投資スタンスを持っている。中東 SWF のこの特質は、日本でも活用できるのではないだろうか。外国人持ち株比率が高いゆえ、サブプライムローン問題の影響で不安定な欧米の投資家の実態を経験した日本企業や、成長のための資金は欲しいが経営権には関与してほしくない日本企業は、高利回りの長期マイノリティ投資を求める SWF の資金を取り込むメリットも考えられる。

また、中東 SWF とアフリカ向けインフラ開発共同ファンドを組成したクレディ・スイスや GE の向こうをはって、日本の官民が協力した共同投資ファンド創設も提案する価値があると思える。例えば、彼らが長期投資の最適先として考えるアジアの電力、水処理、港湾、交通等のインフラ投資を官民協力した共同ファンド方式で行ってはどうか。日本の商社や電力会社、水処理会社には、金融色が強い欧米系 PEF にはない現場力がある。他には、中東の将来の国家産業政策として育成しようとしている新エネルギー開発や金融・国際物流分野では、アジア向けの共同ファンドを設立してもよいだろう。日本は金融力だけでなく、アジアでの実務経験、メーカーの技術力、商社の組成力をも動員して、中東 SWF とユニークなアジア投資共同事業を作り上げる可能性があるだろう。

今でも、中東諸国からの戦略投資としては、カタールが関電の株式を取得して天然ガスの長期供給契約を結び、アブダビが国際石油投資会社(IPIC)を通じてコスモ石油株を 20%取得して長期のビジネス関係を固めた例があるものの、欧米諸国に比べまだまだ取り組み方は浅い。「欧米諸国の企業や金融機関は具体的な提案を持って訪れ、すぐに決定してくれる。政府の後押しもはっきり見える。ところが、日本からの数多くの訪問は、

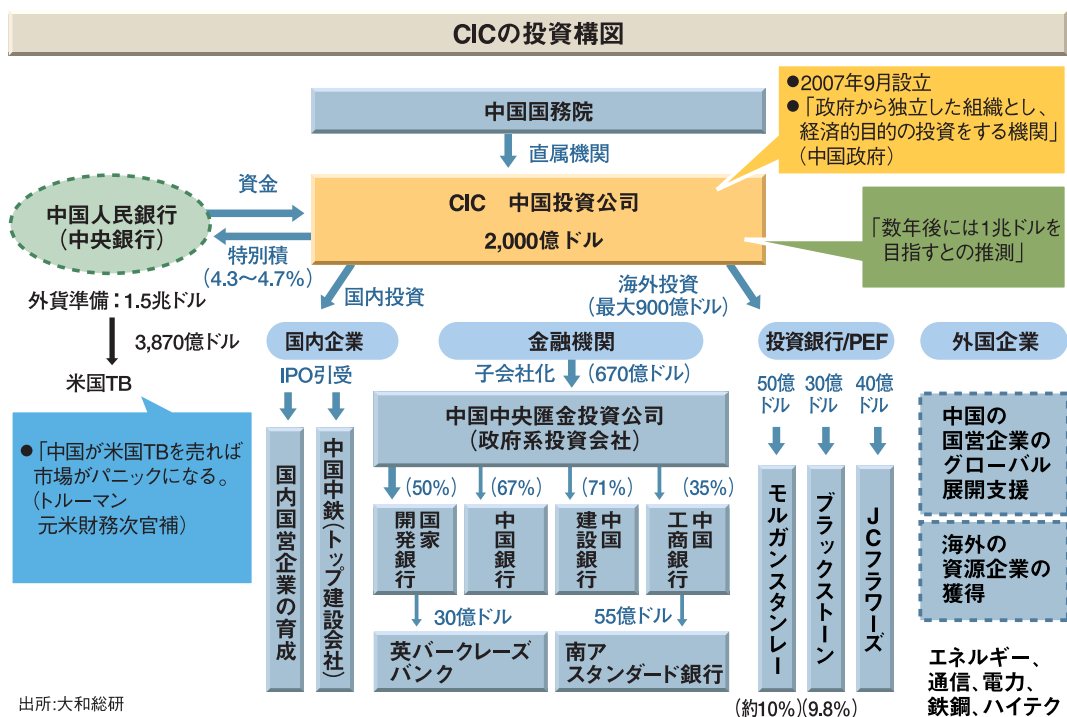
挨拶とあいまいな構想がほとんどだし、案件の意思決定にも時間がかかりすぎる」という中東 SWF の幹部の声には、日本への期待と不満が混ざっているようだ。

日本が積極的に中東 SWF と手を組む具体的施策を経済界・金融界がリードして立案し、それを政府が強力に支援することを早急に進めるべきである。ただし、SWF といえども、戦略投資で長期インフラ投資の場合は約 8%、それ以外は 15% 程度の高い投資利回りを要求してくるので、甘い考えは慎まなければならない。そして、戦略投資として彼らが最も期待するのは金融機関ではなく、世界で活躍する日本の製造業や商社であることも、共同ファンドを組成する上で念頭におく必要があるだろう。

-3 国家キャピタリズム色が強い中国、ロシアのSWFの動向をしっかり注視すべき

世界的に SWF が台頭する中で、国家が金融機関や主要企業を実質的に支配し、経済成長を主導する国家キャピタリズム色が強い中国とロシアが新たに SWF を設立した。この 2 国の SWF は、中東の SWF とは、性格が異なるものと思われる。

図 -7. 中国の SWF :CIC(中国投資公司)



中国は世界一になるまで膨らんだ外貨準備を元手に、昨年、運用資産規模約 20 兆円の CIC を設立した。CIC は、政府からは独立した投資運用機関として運営されると発表されているが、国务院の管轄下であり、会長には元朱容基首相の側近として財政部次官や国务院副秘書長を勤めた楼继伟氏が就任している。実質的には、党の指導の下に、国内の主要企業の育成や、国営銀行の実質支配を通じた間接的な海外金融機関への投資、

そして、外資 PEF への出資を通じた企業バイアウトを始めているようである。実際、設立されるや否や、3 大国有銀行の株式の大半を持つ中国中央匯金投資公司を 670 億ドル投じて子会社化し、その傘下に置いた。外貨を保有している中国国有企業の大半は CIC の影響下にあるのではないかとされている。昨年、民営化された世界第 3 位の大手建設会社である中国中鉄が上場したときは、1 億ドルの株式を取得してもしいる。モルガンスタンレーに対する 50 億ドル(約 10%)の株式取得、米系 PEF ファンド運用会社ブラックストーンへの 30 億ドルの出資(約 10%)、新生銀行を買収したリップルウッドの共同責任者が創設した JC フラワーズの不良債権ファンドにも 40 億ドルを投資している。このように PEF 市場の主要プレーヤーへも足がかりをつけ、情報やノウハウの取得に努めるよう相次いで手を打っている。また、大株主である中国工商銀行や中国国家開発銀行を通じてパークレーズ・バンクに 3%の出資をしたり、南アフリカ最大の銀行の 2 割強の株式取得をしている。

外貨準備を原資とする CIC の資金コストは約 4~5%と見られ、これを上回る、高い投資運用収益を追求する必要があるようだ。昨年投資したブラックストーンへの出資が大きな含み損を抱えているといわれ不安視する向きもあるが、CIC への出資をさらに引き上げてより強固な国家戦略的投資の任を担うともいわれている。

中国国営企業や民営化された国営企業の成長は目覚しく、最近では IBM のパソコン事業を買収したレノボのように、M&A を含む積極的な海外直接投資を増やしてきている。それによって、中国企業の海外の販路や高度な技術の獲得、そして 4 大国有企業のグローバル金融業務の展開、海外資源の確保を目論んでいても国家戦略としては当然のことである。それを投資面で支援するために、CIC は、1)各国の PEF への巨額出資を通じた間接的な対象企業の買収、2)投資銀行への出資を通じた世界の情報の確保と超一流 PEF クラブへの参加、3)傘下の 4 大銀行への資金供給を通じた海外金融機関の買収、4)民営化された国営企業の上場時の株式引き受け、さらには、5)直接的な国内外の企業への投資へと業務を展開していくこともあると考えられる。動向を注意深くフォローする必要がある。中国企業を、出資先の PEF を通じてバイアウトした企業の受け皿とすることを強く要求してくることも予想される。

CIC の社長(総経理)にはウォールストリートの経験が豊富で、中国資本市場の父といわれる高西慶氏が就任しており、国務院や財政部の官僚に加えて、海外で活躍した中国の若いエリートも多く参加している。出資したモルガンスタンレーやブラックストーンの幹部との人脈も強い。CIC の戦略投資運用能力を軽く見てはならない。

ロシアでも、2004 年に原油安定化基金を設立しており、さらに資金量の拡大を受けて、これを準備基金と国家福祉基金(NWF)に分割している(2008 年 2 月)。

国家キャピタリズム色が強い中国・ロシアの SWF のこれからの動向には、深い注意を払う必要がある。アジア地域経済圏が成長するとともに、中国、ロシアと日本の相互投資が増えていくのは自然である。日本にもこの 2 国の SWF の資金は必ず入ってくる

ものと考えらるべきである。マルクスが資本主義の最高段階と定義した金融資本主義の、最も強力な実行者が旧共産国から生まれようとしている皮肉な現実をよく考えるときである。ひょっとすると10年後のグローバル・マーケットは、国家キャピタリズムの色彩が強い中国やロシア、シンガポールの影響下にある企業と、混合経済を追求するインドの企業が、市場ベースの自由主義を標榜する欧米日の企業と競い合っているのかもしれない。

- 4 世界の SWF の自主規制ガイドライン策定に日本の声も反映させる一方、個別 SWF とバイラテラルな交渉を進める準備をすべき

SWF の急台頭、特に、中東イスラム圏からの資金の急増や、国家キャピタリズム的な色彩の強い中国、ロシアへの警戒もあって、資本受入国側では、こうした SWF が、政治目的を持った投資を行うことで安全保障を脅かしたり、買収した企業から機密情報収集や技術移転を図ったり、国内国営企業の海外進出支援に利用するのではないか、という懸念が生まれている。そのために、SWF の投資活動に一定の規制をかけようという動きもある。例えば、ドイツは国防や公の秩序に関わる企業の株式を 25%超取得することに政府が拒否権を発動することを可能にする制度の導入が検討されているし、フランスでは SWF を頭においた企業買収防衛基金の設立が構想されている。

図 - 8. SWF 規制に対する多国間アプローチ

G7 (7カ国財務大臣・中央銀行総裁会議：2007年10月)・IMFCで以下の合意(端緒) <ul style="list-style-type: none"> SWFは世界経済の成長と安定に大きく貢献、G7諸国が受けるメリットは大きい SWFは政府にコントロールされ、規模が極めて大きい場合、組織構造、リスク管理、透明性や説明責任の向上などが必要 IMF等にベスト・プラクティス(最良慣行)策定の検討依頼 本会合終了後にUAE、サウジアラビア、ノルウェー、ロシア、中国、韓国、クウェートの代表を招き、SWFをテーマに夕食会を開催
IMF (国際通貨基金)：2008年10月「サンティアゴ規範(GAPP)」 <ul style="list-style-type: none"> 2008年2月：Work Agenda等 3月にIMF理事会で承認 <ul style="list-style-type: none"> IMFがSWF等の関係者と協力して、ベスト・プラクティス(最良慣行)策定を進める また、OECDの「投資受入国に関する慣行」作業と協賛を求める 2008年4月：IMFC(国際通貨基金委員会)総会・G7でベスト・プラクティス(最良慣行)策定を実際に行うIWG(国際ワーキング・グループ)創設承認 5月1日IWG発足(IMF加盟25カ国の代表) <ul style="list-style-type: none"> オーストラリア、アゼルバイジャン、バーレーン、ボツワナ、カナダ、チリ、中国、赤道ギニア、ガイアナ、イラン、アイルランド、韓国、クウェート、リビア、メキシコ、ニュージーランド、ノルウェー、カタール、ロシア、シンガポール、東ティモール、トリニダード・トバゴ、UAE、米国、ベトナムの25カ国。サウジアラビア、OECD、世界銀行は恒久オブザーバーとして参加 共同議長：ハマド・アル・スウェイディ(ADIA理事会メンバー)、ハイメ・カルアナ(IMFカウンセラー・ディレクター) 2008年9月：IWGが「一般に認められた行動規範・慣行(GAPP、サンティアゴ規範)」に基本的合意 10月11日のIMFC会合に報告、公表
OECD (経済開発協力機構) <ul style="list-style-type: none"> 2008年4月：中間報告書「投資受入国はSWFを差別したり、不安感をあおって保護主義の拡大を招いてはならない」来春に最終報告書を公表予定 2008年6月：SWFと受入国の政策に関するOECD閣僚宣言「IMFとともに、根本的な安全保障上の利益を保障しつつ、SWFのための開かれた国際投資環境を維持・拡大するために貢献」
EU (欧州連合) <ul style="list-style-type: none"> 2008年2月27日、欧州委員会(EC)は、開放的な投資環境を維持すると同時にSWF投資の透明性、予測性、説明責任を高めることを目的に、SWFに関する自主行動規範を発表 内容：SWFに対し、リスクマネジメント方針、ファンドの総合的な目的を定義する投資方針、ファンドを管理する政府機関間での責任の分担方針、について報告することを求めている EUが同規範を提案した背景：EU全体として包括的な規範を設けて、各国が個別に国内法を採用して加盟国間でひずみが生まれるのを防ごうと意図 欧州委員会は、2008年3月13、14日に開催のEU首脳会議にて各国の承認 IMFに提出へ マンデルソンEU貿易担当委員のSWF歓迎発言(防衛・エネルギー分野等では影響を考慮)

しかし、英国はロンドン資本市場に流れ込む SWF の資金を歓迎する方向だし、米国は、大量の国債の消化を中東、中国に依存している弱みもあり、IMF を通じた世界的なベスト・プラクティスとして「一般に認められた行動規範・慣行(GAPP、サンティアゴ規範)」を設定して透明性を増し、SWF の情報開示を求めようとする方向にある。

ちなみに、SWF の論議を最初に始めた米国の元 FRB 国際局長・財務次官補のテッド・トルーマン氏も、「SWF に対して保護主義で対抗するのは大問題であり、各 SWF のガバナンスや投資行動、説明責任、情報開示について評価し、そのベスト・プラクティスに基づいて監視するのが現実的」と主張している。この SWF に対するこの多国間アプローチは、OECD や EU でも支持されている。

図 -9. SWF 規制に対する 2 国間アプローチ

米国とシンガポール・UAEの相互協定

2008年3月20日：米国とシンガポール・UAE (アブダビ) はSWFの対米投資で相互協定締結。SWFとの投資に関する初の協定。「米国はSWFの投資を歓迎する (ポールソン財務長官)」

- SWF側の政策原則
 - I. 投資は商業目的のみに基づくものとし、この原則を正式に明文化する
 - II. 投資目的、投資対象、その他金融情報等につき、よりディスクロージャーを行う
 - III. ガバナンス、内部統制、リスクマネジメントを確保する
 - IV. SWFと民間企業とは公平に競争する
 - V. 投資受入国側の法規制やディスクロージャーへの要望を尊重し、これに応える
- 投資受入国側の政策原則
 - I. 対内投資について保護主義的障壁を設けない
 - II. 投資受入国は、投資受け入れに際しての規制を明確化する
 - III. SWFを他の投資家と差別しない
 - IV. SWFの投資決定を尊重し、安全保護上にかかわる場合は真のリスクとの兼ね合いで釣り合いを取る

しかし、米国は、世界共通のガイドラインだけに頼るつもりはないようだ。一方で、2 国間の交渉をすすめている。米国は、SWF が政治性を持つことを制限しながらも、資金そのものは米国が活用できるように取り込もうと、各国と個別交渉をしているといわれている。中国海洋石油が米国石油会社ユノカルを買収しようとした際には、米議会での反対が強く、最終的には自主的な撤回に追い込んだ。ドバイの SWF が米国の港湾施設を保有する英国企業を買収しようとしたときも、当該部門を売却させている。そうした実質的な制約をする一方で、SWF の資金を米国の企業が主導で使うことができる仕組み導入には積極的である。米国金融機関の資本不足を、経営に関与できない無議決権株式への投資として招聘し、さらには資金不足の大手米系 PEF への出資にも門戸を開いている。

この延長線で、2008年3月に、米国はUAE並びにシンガポールとSWFの対米投資で2国間の相互協定を結んだ。SWF側が、対米投資を商業目的に限ること、投資目的や投資対象の開示に努めること、米国の法規制や情報開示の要求に従うことなどを約束している。一方で米国は、SWFの対米投資に保護主義的障壁を設けたり、他の投資家と差別したりしないこと、SWFが米国の外資受け入れの規制やエクソン・フロリオ条項に規せられている安全保障を脅かさないと判断される限り、SWFの投資決定を尊重することなどを約束している。

EUとしての統合的なSWF規制ルールを作成しようとしている欧州においても、ロシアを警戒するドイツは、EU圏外からの国内企業への投資規制を強化する案を検討している。

日本には既にSWFからの証券投資残高が10兆円弱あるといわれている。しかし、最近ではシンガポールのGICによる福岡ホークスタウンビルや、パナソニックロジスティックスの物流拠点、ウェスティンホテル東京等の不動産取得や、同国のテマセクによる三井生命保険やイーモバイルへの出資や、IPICによるコスモ石油株式の取得など戦略投資も始まっている。今後は、中国のCICや、戦略投資用のファンドの設立構想を発表したサウジアラビアやクウェートのSWFが、日本の販路や技術を狙って、一般のPEFを通じた間接的投資や、自らの直接的投資を進めてくると考えられる。

しかし、日本は米国とIMF主導のSWFの規制の議論には参加していないし、米国系のように2国間協定で自国に有利にSWFを活用しようと積極的に取り組んでいることもない。中国等の国家キャピタリズムの国のSWFが日本企業に戦略投資することの是非を判断する仕組みも、十分には整備されていない。明らかに急台頭するSWFに対して、驚きと無知ゆえの恐れを抱くだけで、国としての対応策をとっているとは言えない。こうした傍観者的立場は、将来の対内直接投資市場に禍根を残しかねない。

金融資本による対内直接投資に大きな影響をもたらすと思えるSWFに対する日本の姿勢を明確にし、SWFがもたらす機会を逃さず、脅威から前もって身を守るべきである。またSWFだけでなく、そこが主要な出資先となっているPEFの情報獲得にも踏み込むべきであろう。日本は、今からでも多国間ガイドライン作成にも積極的に発言し、それに甘えることなく、特定国との2国間協定や共同ファンド設置の行動にも立ち上がるべきである。

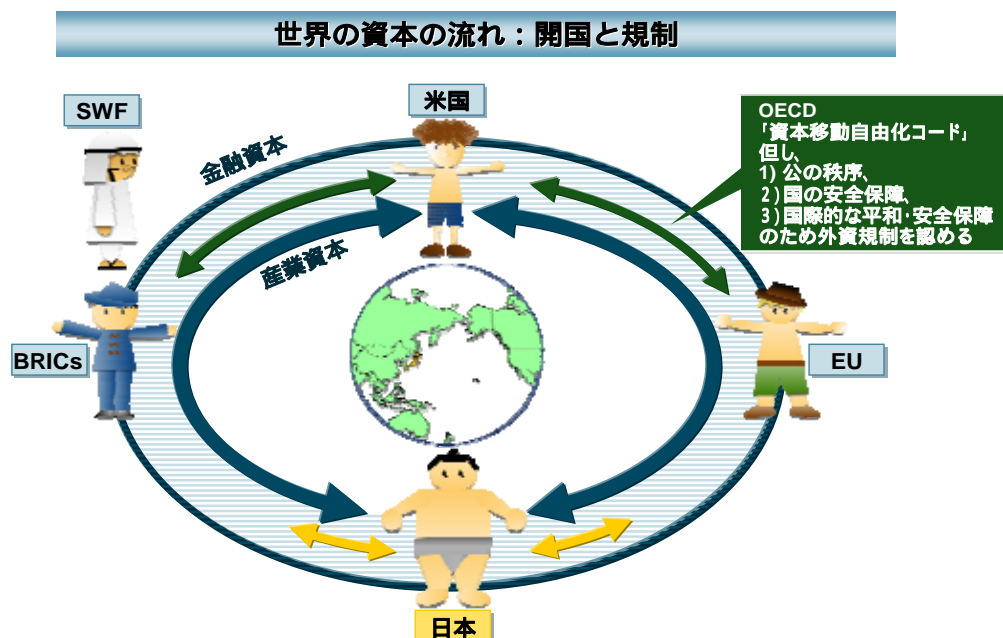
・国益により外資投資を規制・制約する分野を明確にし、その効果的な執行方法を確立すべき

-1 国益を守るべきところは毅然として規制することが、健全なグローバル化の前提である

内外の資本と貿易の自由化がグローバル化の進展に不可欠であることは言うまでもない。しかし、グローバル化や直接投資は、進展すれば進展するほど国益や地域益間の衝突を生みかねず、それを放置すればナショナリズムの抵抗を受け、やがて保護主義が台頭しかねないことは過去の歴史の教訓だ。「裸になろうという開国論」は、実は、後に危険なナショナリズムを引き起こしかねないリスクを持っている。だからこそ、国益を守るべきところは、毅然として「服を着る」(外資の直接投資を規制する)ことが重要である。それを各国相互に尊重してこそ、健全なグローバル化が発展するのである。

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「安全保障上不可欠な利益を保護」するために、加盟国が適切な措置を講じて「服を着る」ことをはっきりと認めている。OECD では、「公の秩序」、「国の安全保障」、「国際的な平和・安全保障」を損なう恐れがある外国からの投資に対して規制することを認めている。

図 -1. 世界は服を着るべきところはきちんと身につけて、裸の付き合いを拡げる



これにしたがって、各国は、そうした分野では、外国資本の投資を規制したり、運用面で制約を課している。国によっては、さらに「相互主義」を主張し、当該国の対外投資に規制を課す国には、同様の規制を課す方針を採っているところもある。

図 - 2. 各国の外資規制比較

各国の外資規制制度					
	日本	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ
法律	・外為法 (2007年規制見直し)	・国防生産法 (エクソン・フロリオ案項、2007年改正)	・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)
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)	・貿易産業省	・経済財政産業省	・経済労働省
規制の理由	・安全保障、秩序維持、公衆の安全、経済の円滑な運営	・安全保障	・公衆の利益	・秩序維持、公衆の安全、国防	・安全保障上の利益
業種の特定	・有り：武器、航空機、宇宙開発、原発、等	・無し	・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
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保障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)	・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
届出義務	・有り：事前届出方式	・無し：事後規制方式	・無し：事後規制方式	・有り：事前届出方式	・有り：事前届出方式
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 ・本館審査 (investigation)：45日 ・事前に非公式な協議が行われることが多い	・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
否認の実績	・審査件数：約760件 ・否認 (中止命令)：1件 (TCI→Jパワー社) 注：過去3年間	・予備調査：1,604件* ・本格審査：25件 (CFIUSと合意に至らない場合に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))	・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
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	・主に競争促進・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

* 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

実際、対内投資規制によって、外国資本の投資を拒否したり、内容の変更を迫った例は少なくない。米国では、中国海洋石油による米石油会社ユノカルの買収を、「重要なハイテク技術 (石油掘削技術) の流出のリスクがあり、また米国企業の中国資源企業の買収を認めない中国は相互主義にもとる」として反対し、買収を自主撤回させている。香港のハッチソン・ワンポアとシンガポールの ST テレメディアが共同で米国のグローバル・クロッシングを買収しようとしたときは、「ハッチソン・ワンポアと中国軍部の関係を懸念」し、ハッチソン・ワンポア社の参加を拒み、ST テレメディアによる単独買収に変更させた。中国国営航空技術輸入公司による航空機部品製造会社マムコ社の買収では、「軍事的安全保障上のリスクがある」として大統領が買収を認可しなかった。UAE のドバイポートによる英国企業 P&O 社買収に際しても、同社が保有する米国港湾施設と一緒に所有することを安全保障の問題として審査にかけ、最終的に同部門の売却に追い込んでいく。

英国でも最近数年間で 4 件の介入が報告されている。

また、ドイツでは外資による国内企業買収が対内投資規制整備の契機となった。2002

年、米国ワン・エクイティ・パートナーズ(OEP、米銀バンクワン系ファンド)が造船会社 HDW(Howaldtswerke-Deutsche Werft)社を買収したが、欧州委員会(EC)が反トラストの視点から「問題なし」とする判断を下し、買収が完了した後に、OEP が取得した株式の 20%を米国軍事関連企業に売却する計画を明らかにしたこと、同社が潜水艦製造技術を有することから、米国による台湾への潜水艦調達支援との関連が取り沙汰されたことが問題とされた。2004 年に独鉄鋼会社 Thyssenkrupp 社が HDW 社株式を全て買い取り、同社造船部門と統合して新会社を設立(実施は 2005 年 1 月、OEP は新会社株式の 25%を受け取る)したため、同社は再び同国企業の傘下に収まっている。この事件を受けて現行の法規制が整備された(2004 年)が、最近の SWF 台頭を受けて対内投資規制の再強化を求める声が高まっている。直近でも、テマセク(シンガポールの SWF)子会社による海運会社 Hapag-Lloyd 買収をめぐり、同社の従業員が反対行動をとっている。

忘れてならない事実は、こうして外国資本の投資が公式に拒否されたことが表面化した案件の他に、事前の届出チェックや認可のプロセスの過程で問題を指摘し、買収を断念させたり、問題となる事業を分離した買収内容としたり、買収者の構成を変更させている案件が数多くあるということである。

日本では、「あらゆる規制イコール悪であり、対内投資を妨げる悪の根源」のように批判される風潮があるが、国際社会は一定の分野で外資規制を相互に認め合っている。日本も、毅然として、服を着るべきところはしっかりと服を着るべきであろう。

-2 日本は、列举主義、事前届出制度、刑事罰制度で網をかけてきたが、その限界も出てきた

OECD で認められた外資規制の法制度と運用の仕方は各国によって大きな違いがある。その姿勢の違いは、これからの日本の法規制を考える上で参考になる。

日本は、外為法によって、明確な規制理由と、規制業種を細かく列举し、対象業種の企業の資本を 10%以上取得する際には、事前に届け出ることを義務付け、それを遵守させる方法として刑事罰を科す仕組みをとっている。

規制理由は、「国の安全」・「公の秩序の維持」・「公衆の安全の保護」・「経済の円滑な運営」の維持というように OECD ルールの範囲内で規定し、それぞれに関わる特定業種もリストアップしている。具体的には、武器産業、原子力産業、宇宙開発産業、国の安全に関わる製造業、電気・ガス事業、通信業、放送業、鉄道業、石油業、航空運輸業等が、列举されている。

こうした特定業種の上場企業の 10%以上の株式や、非上場株の株式をファンドが取得する際には、財務大臣及び所管大臣に事前に届け出ることを義務付けている。届出を受けた所管官庁は、それが規制対象製品・技術を含まないか、また対象業種の業法に適合しているかを審査し、問題があるときは買収の変更や中止を勧告し、それでも応諾し

ないときは変更・中止を命令できることになっている。

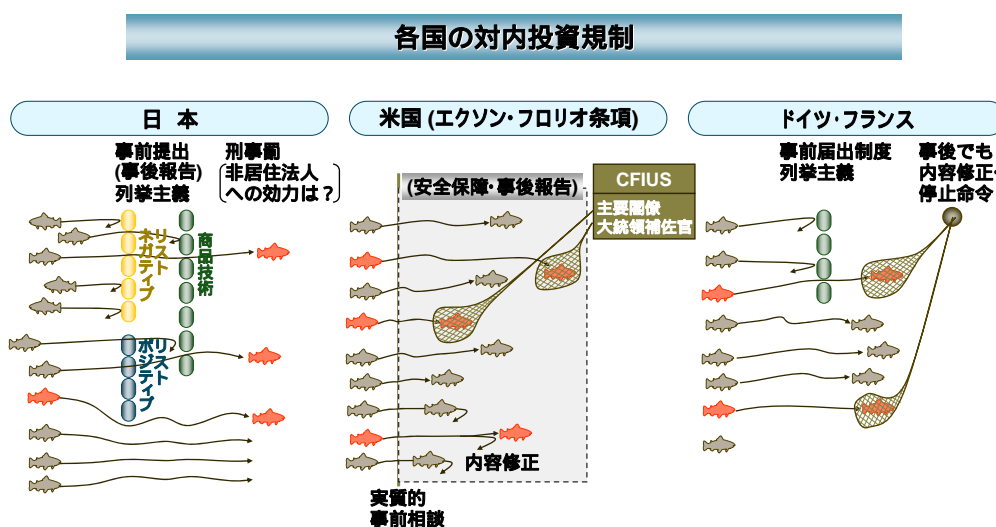
2000 年から 2005 年までの 6 年間に事前届出があったものは年平均 91 件であり、事後報告あったのが年平均 1,660 件である。そのうち経済産業省が受理した事前届出案件を見ると、石油業案件が年平均 25 件、航空機・武器・宇宙関連が年平均 4 件となっており、実は、大半の対内直接投資案件は事後届出の対象である。しかも、審査後、変更や中止勧告が出されたのは、最近の TCI による J パワー株の株式買増しに対して、中止命令が出されたケースだけである。法規制は、あくまでも最後の手段といっていよう。もし、届出を怠ったり、規制命令に従わなかった場合は、刑事罰(3 年以下の懲役又は投資額の 3 倍以下の罰金)が科せられることになっている。

確かに、日本の法規制は明確で、外国投資家にとっては予見可能性が高いものであり、法治主義が徹底していると言える。しかし、あまりにも厳格なゆえに、現在列挙されていない業種や製品・技術の取得はフリーパスになり、規制条項の抜け穴を見つけて企業買収することにストップをかけることができないという懸念もある。何よりも、たとえ違反しても、刑事罰が科せられるだけなので、日本企業の取得そのものを停止したり変更したりする法的根拠がないことも、問題点として指摘できる。そもそも、外国法人に対する刑事罰の執行には困難が伴うため、強制力にも疑問がもたれている。

-3 米英は、広義の安全保障の定義と事後規制方式で、強力な外資規制強制力を保持。独仏もその制度を取り入れる制度変更を検討中

法律で外資規制ルールを明確・厳格に定義し、外国人投資家にとっての予見可能性を高くしているのが日本である。これと対極的な制度を持っているのが米国である。

図 -3. 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執行できる体制を検討すべき



米国は、防衛生産法の「エクソン・フロリオ条項」に基づき、安全保障という広い目的で全業種を網羅的にカバーし、対象取引も株式取得シェアではなく外国人によって支配される可能性がある米国企業の資本取得を規制の対象にしている。端的に言えば、「広義の米国の安全保障を脅かす可能性がある外国からの投資は、株式シェアや業種に関係なく介入する権限を持つ」という方法である。そして、事前の届出は不要だが、所管の対米外国投資委員会(CFIUS)が審査の結果、安全保障上のリスクがあると判断すれば、買収後でも、大統領が外国資本に当該米企業の取得の停止又は取得禁止措置をとることができる権限を持っている。買収後、こうした拒否や変更を余儀なくされる可能性があるのでは投資リスクが大きすぎるため、ほとんどの外国資本は、米国企業への直接投資を検討する際に、自主的に事前に米国政府当局と協議し、必要な計画の修正を行い、合意に達しない場合は投資を断念する、といったことを行っている。事後規制方式といいながら、実際には、「自主的全件事前届出方式」に近いと言える。

米国のエクソン・フロリオ条項に関しては、判断があまりにも恣意的になされる可能性があり、予見可能性が低くなるという批判の声もある。しかし、米国は、安全保障に関する事項を事前に全て列挙することは不可能だし、むしろ、この制度のほうが、実質的には「全件事前届出方式」になっており対米投資を予定する外国企業にとっては予見性が高いはずだと反論している。

実際、2001年から2005年までのCFIUSによる予備審査件数は年平均51件、本格的な審査に入ったものは年平均1.4件(5年間で7件)、大統領が条項によって規制の決断を下したものはこの間で1件のみであった。エクソン・フロリオ条項は「国益を守るために最後に使う伝家の宝刀であり、海外資本に対するある種の牽制機能」と見てよいのではなかろうか。

イギリスも、米国に近い制度を採っている。「公衆の利益」というあいまいな定義で、それを損なう対英投資に関しては、事後規制方式で、議決権の停止、事業分割命令、協定の締結、買収合併の実施禁止を命ずることができるようになっている。外国からの投資に最も開放的といわれている英国でも、国益のためには、必要な際には国が判断して、「NO」と言える強力なカードを持っていることは示唆に富む事例である。

ドイツは、日本同様に「列挙主義」「事前届出方式」「刑事罰」を採っているが、現在、より厳しい対内投資規制を課す新法案が注目されている。同法案の特徴は、対象をEU及び欧州自由貿易連合(EFTA)圏外に拠点を置く投資家に限定していること、規制対象業種を特定していないこと、事前届出制ではなく、当局が公表された投資案件を審査する「事後規制」であること、審査後、「問題あり」との結論に達した場合には政府の承認を経て投資を拒否することができること、である。現行の対内投資規制は日本に近いが、～より、新法案はむしろ米国に近いと言える。既にメルケル内閣では合意に達しており、国会の承認を得られれば2009年1月から施行される予定だ。ただし、投資する側・される側の反応は芳しくない。同法案はロシア、中国、湾岸諸国等のSWF

からの投資を想定している、と報道されていることもあって、湾岸諸国の SWF を中心に反発の声が出ている。また、「ドイツへの投資が減る」として国内の産業界・金融界は反対の意向だ(特にシーメンスやドイツ取引所が SWF に出資を求めて接触する動きを見せている)。メルケル政権は、「拒否権の発動等の強攻策が実際に発動されるのは極めて稀な例に限定されるため、対独投資の障害にはならない」としているが、今後の動向が注目される。

フランスは日本やドイツの現行法に近いが、違反者には、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有しているから、米英やドイツの新法案に近い特徴を併せ持っている。どうやら、諸外国を見てみると、米英型の、「広義の安全保障」を維持するために、「事後規制方式」で、外資による直接投資を「停止・解散・変更を強制できる」という、受入国による外資規制の主導権を確立する方向に向かっているようである。OECD の資本自由化の遵守が求められた中国、インド、ロシア、ブラジルといった新興国も、英米型に準じた外資規制制度を採用する方向のようだ。

- 4 環境の変化に対応し、日本も法制度を改正したが、原則は不変のためまだ問題が残っている

OECD 資本移動自由化コードに準拠して、対内直接投資の自由化を最大限促進しつつも、国の安全保障を守るために「狭義の安全保障定義」「列挙主義」「事前届出制度」「刑事罰」を特徴としてきた日本の外資規制制度も、時代環境の大きな変化に必ずしも適応しておらず、実効性に難が見られる点も出てきた。

第 1 に、規制の目的となる「国の安全」が、必ずしも軍事産業だけではカバーできなくなった。直接的な武器だけでなく、原子力や生物化学、それにサイバー・テロへ使用される恐れのある技術や情報への警戒も必要になってきている。しかも、日本の安全保障を確保する上で、機密保持と国内の供給安定性が欠かせない機能も複雑に各産業に絡まってきている。こうした業種を最初から特定してリストアップすることは、現実的に困難になっている。まして、事前届出時に、その製品、情報、技術がどれだけ安全保障上不可欠なものであるかを決定することは困難である。しかも、そうした技術情報は、企業の自主的な提供に頼っており、企業の重要機密情報を買収交渉の途中に開示させ、短時間に、その是非の判断を下すことは実務上難がある。

第 2 に、「真の投資家」を見極めるのも難しくなっている。何をもって外国資本と認定し、何をもって本当の権限を持った投資家を特定するのだろうか。特に PEF の台頭が、実質的な支配権限を持つ“真の投資家”を形式要件だけに基づいて認定することを難しくしている。例えば、外国籍のファンドによる投資は規制対象になるだろうが、日本法人を持ち、日本人が経営者となっている外資系 PEF はどうなのであろうか？逆に国内系ファンドといわれているが、その実、出資の大半を特定の外資投資家が占めている場合は、外資規定の枠外になるのであろうか？現行法では、その投資家が、SWF

であったら、独占禁止法も適用外になるのであろうか？現行法では、特定関係者は資本関係があるグループ会社と認定し、そうした会社が複数で出資する場合は、合算して10%ルールを適用している。しかし、資本関係は無いが、共同で日本企業に出資することを画策している PEF の場合は、個別ファンドの取得率が 10%未満なら規制対象にならない。むしろ、米国流の、「日本企業の支配権を実行する力を持つ外国資本がいる」ことを外資による投資と規定したほうが実際的なように思える。もっとも、それには、PEF の情報開示が進むことが前提になろう。

第 3 に、法規制に違反して日本企業に投資を行うインセンティブを持つ外国資本に対し、法規制の遵守を強制する力の実効性にも問題がある。事前届出制度に固執して、買収を認めた事後に、届出時に明らかにされなかった安全保障上のリスクが判明しても、何の対応もとれない可能性がある。外国籍の法人に対して刑事罰を科しても実効性が薄いし、そもそも罰することよりも、危険がある投資・買収の実行を中止させたり、原状回復させたり、内容を変更させたりすることのほうが、安全保障上はるかに大きなことである。

以上のような問題に対して、日本でも、安全保障環境の変化と PEF の台頭やクロスボーダー M&A の進展に即して、外資規制の見直しを行い、昨年、外為法に関する政令の改正が行われた。規制目的を軍事転用の蓋然性が大きい汎用品にまで広げたり、規制対象リストを現状にあったものにし、規制事業を連結子会社に持つ親会社に対する直接投資も規制対象に含めるなど、一歩進んだ方向が見て取れる。しかし、原則となる「狭義の安全保障定義」、「列举主義」、「事前届出方式」、「刑事罰」は変わっていないようだ。

- 5 国益観をしっかり持って、事後規制方式による実効ある安全保障上の外資規制体制を検討すべき - 最後に抜ける伝家の宝刀を持て -

国益に関わる外資規制制度に関しては、国際的な動向と環境の変化をにらみながら、我が国にとって実効性のある仕組みを検討するときではなかろうか。その一つの方法として、米国の事後規制方式や、英米型に近づいてきた欧州諸国の修正事前届出方式も参考にして、真剣に検討してよいのではないか。

ところで、欧米式の外資規制制度を導入するときに、それが有効に運営されるための前提条件をきちんと自覚しておくことも重要である。はっきりとした国益観と国家安全保障への感度の鋭さなくしては、そもそも何を規制するのかという目的があいまいになる。欧米で外資規制が問題になった案件は、社会が国益のリスクを認知し、ほとんどが議会や世論の突き上げがあり、その力を背景に所管部署が審査し決定していることである。国益や安全保障に関しては、政府、政党、官庁、企業、メディアの違いを超えて、暗黙の共通感度があるようである。翻って日本を見ると、そもそも国益という言葉自身が拒否感を持って受け止められ、安全保障を極めて狭義の軍事的なものに定義しようとする社会的風潮がある。国益観・安全保障観が欠如している国が事後規制制度を採ると、

判断の軸が常にブレて混乱しかねない。

第2に、安全保障や公的秩序維持のための外資規制制度は、規制のための規制をする役割ではないこと、原則は、内外直接投資の促進と自由化が経済的国益を増大することとをしっかりと理解しておくことである。そして、絶対に国が裸になってはいけない部分にのみ、はっきりとNOを言い、買収の停止や変更を求める責任があると自覚することである。実際、米国のCFIUSも本格的な審査に入ったり、中止や変更を命じたりする案件はごく僅かである。

第3に、国の安全保障と公の秩序を守るのに、内閣においては大臣間の意思統一、行政においては省益を超えた国益のための協力がなければ、制度は内部からほころびてしまう。米国CFIUSの構成員は、国務長官、国防長官、財務長官、商務長官等を含む国の最高責任者であり、明確な意思の統一が図られている。個別の大臣が、外国資本投資の問題について勝手に意見をマスコミに発表することはありえない。また、CFIUSの事務局である財務省国際局も、関連各省とのチームプレーを心がけ、安全保障とは、各省の利益の問題ではなく、米国の利益を第一に問題を審査すべきという共通認識があるといわれている。日本に同様の組織を設立しようとした際に、省間の対立を超えて、国の行政を預かる官僚としての規範ある行動をとることが求められる。

グローバルゼーションの中核拠点となることを目指す日本は、対内直接投資を積極的に推進することを最大目的とすることは言うまでもない。

しかし、複雑な投資家や企業体の対内直接投資を格段に促進するがゆえに、それに混じって国として最低限守るべき安全保障や公の秩序を損なう恐れがある外国資本の投資が発見されたときには、いつでも投資の中止、変更、原状回復を強制できる力を持った法制度と運営体制を確立しておくことが重要なのである。最後になったら伝家の宝刀を抜くぞという安全弁があっても、健全な外国資本を誘導し、不健全な対内投資への牽制が効くのである。守るべき事は守る伝家の宝刀を持たずして、全て裸になろうという開国論は危険である。

最後に

金融危機と経済不況におののき、世界が内向きになりがちな今だからこそ、日本が対内直接投資促進を進め、世界に健全なグローバル化への信頼を回復する先頭に立つべきである。

まず、自信を持とう。日本は、多くの人が誤解しているように排外的・閉鎖的な国ではない。法制度は何度も改革され、諸外国の外資規制に関する制度と運営の実態を比較した場合、日本は開かれた国の一つであることは明白である。閉鎖的な日本は世界経済に見放されると予測する“ジャパン・パッシング”論がまかり通っているが、グローバル企業の大半は日本に拠点を持ち、高収益を享受し、世界のマネーは日本の株式に投資されてきている。グローバル企業にとって日本市場は無視できない規模である。

そして、グローバル化の変化に気付こう。かつての日本から海外に向けた一方向のグローバル化ではなく、内外の相互交流があつてはじめてグローバル化のメリットが生まれる時代になっている。いたずらに外資脅威論を唱え、対内投資を排除しようとする考えは、時代錯誤というよりも、健全なグローバル化を進める日本の国益にも反することである。世界に開かれない企業に未来はない。

同時に、これからの進展には危機感を持とう。外国企業が最も懸念するのは高齢化し、成熟化する将来の日本の魅力度である。市場自体に魅力がなければ、いくら法制度を開放しても外国資本は投資しない。今のうちに、日本が、グローバルにリンクしたアジア市場の中核拠点である存在感を圧倒的なものにしておく必要がある。

直接投資促進にあたっては、民間企業が先頭に立とう。ビジネスマインドを軽視しては、外資誘導策は外国企業へのアピールにならない。民のプロジェクトを官が税制や法規制の面で支援していく方式が望ましい。特定産業分野で、外国企業と日本企業が共同して地域集約を実現したり、知識創造型機能を日本に集積して高付加価値を生み出すことを目指したビッグプロジェクトは、日本の景気刺激策にもなりうるものである。外国産業資本の日本投資・再投資には、それと共同する日本企業を含めて最大限の税的メリットを提供することを躊躇してはならない。

M&A 音痴であってはならない。世界的再編・再構築の時代にあつて、M&A は不可避な直接投資手段である。日本企業が外国企業を買収する機会であるだけでなく、国内企業が外国企業に買収されることでグローバルに成長していく機会でもある。企業にとって大事なことは、国籍にこだわって日本にとどまっていることではなく、グローバル企業としての展開の機会を失わないことである。ただし、国境を越える M&A にあたっては、両方の国の制度が、相互主義の原則を大きくはずしては、不公平である。TOB 制度はその視点からは再検討してみる課題であろう。

それ以上に、金融資本に対する理解不足は危険である。直接投資に占める金融資本の割合は急増している。PEF と SWF は、諸刃の剣である。賢者はうまくリスクマネーを活用

するし、資金のみをすぎた患者は傷を負いかねない。何よりも、ファンドの情報開示を徹底的に求めていくべきである。

こうした対内直接投資促進の前提として、国の安全保障と公の秩序を損なう外資投資をしっかりと規制する安全弁を確立しておくのは、独立した国としての基本である。

以 上

〔 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

（研究主幹：安田 隆二）

2008年11月発行

日本経団連

21世紀政策研究所

東京都千代田区大手町 1-9-4

経団連会館 6 階 〒100-8188

電話 : 03-5204-1764

FAX : 03-5255-6279

E-mail : info@21ppi.org

URL : <http://www.21ppi.org/>

本中間報告へのご質問、ご意見があれば上記メールアドレスに
e-mailにてご連絡ください。