

# Future

フューチャー

Vol.1 創刊号

'Future'は話題となったM&A案件を、  
各分野のプロフェッショナルの視点で分析・解説する専門誌です

日本M&Aセンター

# Future創刊にあたって

株式会社日本M&Aセンター  
代表取締役社長 三宅 卓



上場企業や大手企業を取り巻く環境は、日本の少子・高齢化と人口減少を受けてさらに厳しいものになりつつあります。このような環境の中で、今後の成長戦略を考えたときに『M & A』という選択肢は絶対に避けて通れないものになっていきます。M & Aにおいてより大きな成功を収めるためには、今までのシンプルなM & Aから、より一層高度な『戦略的視点』『高度なスキーム』『国際的』『P M I』という視点が求められています。

当社は現在まで 2000 社以上の成約実績の中で高度な実務ノウハウを構築して参りました。今まさに、企業が強くなり、日本が経済的に強くなるために、このノウハウをぜひ皆様方のお役にたてていただきたいという想いから F U T U R E を創刊いたします。F U T U R E は、大手企業のM & A事例を『企業戦略』『会計税務』『戦略法務』から説き起こして、M & Aの際に考えなければならない観点を明確にしていきます。今後は、『マーケティング』や『P M I』という視点も必要に応じて加えていく予定です。

皆様方の企業の成長戦略の中で『M & A』がより素晴らしい結果を出すことができますよう祈念して、創刊のご挨拶にかえさせて頂きます。

## イオンによるダイエーの子会社化

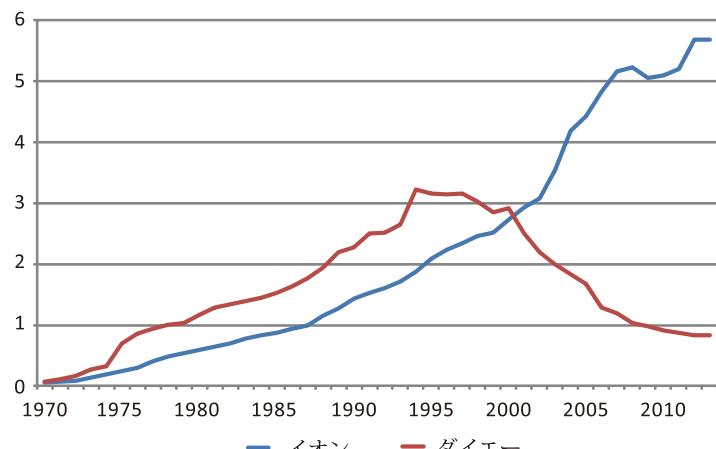
2013年3月27日に公表された本件は、すでにイオンがダイエーの筆頭株主であったこともあり(保有株比率19.9%)、既定路線との見方もありましたが、一方でスーパー・マーケット業界のみならず、今後の組織小売業の本格的淘汰の予兆ともいわれています。

両社の明暗が大きく分かれたのは、バブル崩壊後の経済減速に対する脆弱性の差でしたが、1995年の阪神淡路大震災の影響も見逃せません。ダイエーは、関西主要7店舗が被災、被害総額500億円と小売業界で最大となりました。一方のイオンは被害総額60億円、ダイエーの1/10程度にとどまりました。

ダイエーはその後、3度の「再生計画」を発表、1999年以後資産売却、店舗閉鎖、あるいは希望退職者募集などで自主再建を目指します。アラモアナセンター、ダイエー ホークスなどの売却は、シンボリックなグループ企業・資産の処分でした。

自主再建を目指したダイエーでしたが、業績の悪化、資産の劣化を阻止できず、2004年ついに産業再生機構傘下での再建に切り替えるをえませんでした。

ダイエー、イオン両社の歴史が交差したのは2007年、丸紅、イオン、ダイエー3社間での資本業務提携が合意された時です。丸紅、イオンによるダイエー再建支援のスタートでした。その後6年を経て、今回のイオンによるダイエー子会社化が発表されました。



イオンとダイエーの売上高推移(単位:兆円)

# 企業戦略の観点から

株式会社ピー・アンド・イー・ディレクションズ  
代表取締役 島田 直樹



今回のイオンによるダイエーの子会社化を下記の2つの観点で考察してみたい。

- (1)国内・巨大総合小売業2社の成長戦略
- (2)地方スーパーマーケット(SM)の生き残り戦略

## 国内・巨大総合小売業2社の成長戦略

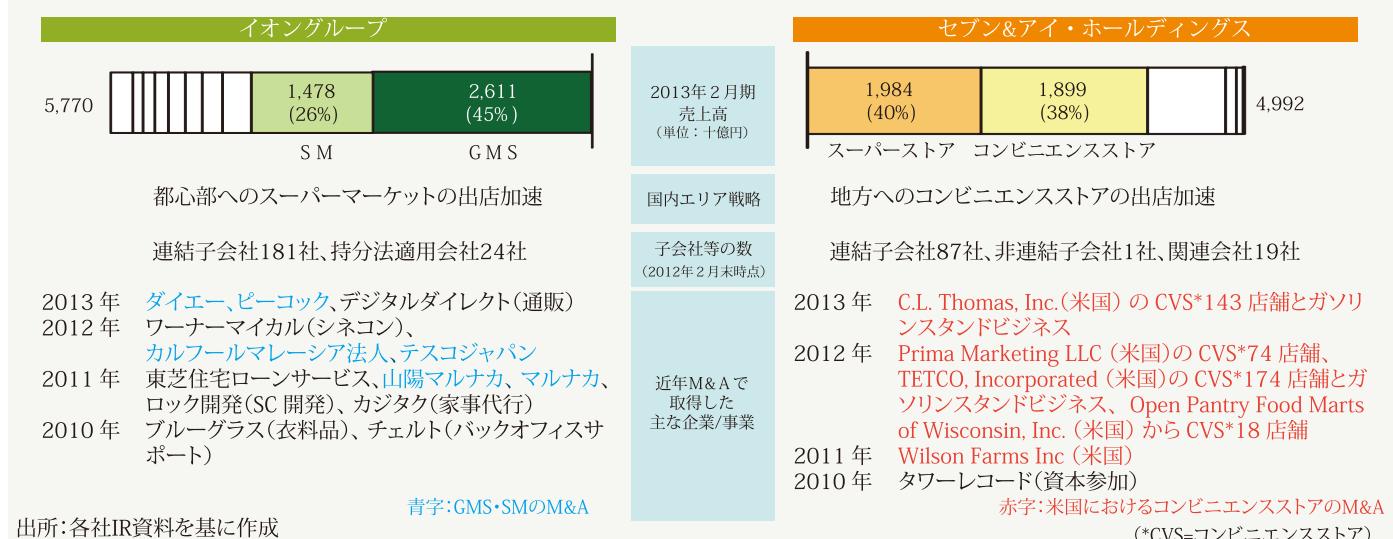
今回ダイエーを子会社化したイオングループ(以下、イオン)は、セブン&アイ・ホールディングス(以下、セブン)と並び、日本を代表する小売業グループの一社である。世界規模で巨大総合小売業態を見ると、いずれも10～20位内である。同じような規模の会社が多く、イオンにとっては今回のダイエーの売上が加わるとランキングは大幅アップする。イオングループはグループ内で数社が上場しているが、中核である株式会社イオンの時価総額は約1兆円(2013年5月17日現在)。セブンイレブン、ヨーク堂などを傘下にもつ株式会社セブン&アイ・ホールディングスは3.5兆円(同)である。一方、Deloitte Touche Tohmatsu の発表した「Global Powers of Retailing 2012」において売上世界ランキング第一位であるウォルマートの時価総額は約26兆円(同、U.S.\$100円計算)である。ウォルマートの10分の1程度の時価総額でセブンやイオンが買えてしまうのである。今後、

世界の巨大総合小売大手として存在するためには10兆円の売上を目指す成長が必要となってくる。

イオンとセブンは異なる成長戦略を持っている。その違いを並べてみたのが図①である。イオンは国内ではGMS(総合小売サービス業)を中心とした売上構成であり、海外ではショッピングセンター事業を売上の柱としている。他方、セブンは国内・海外ともにコンビニエンスストア事業中心の展開である。国内エリア展開という切り口で比較すると、セブンは四国などの「地方の」空白エリアへの出店を加速させているのに対し、イオンは「大都市シフト」を中期計画で謳っている。M&Aによる事業投資という切り口で見てみると、セブンは海外では、北米のコンビニエンスストアチェーンの買収が中心、国内では他業態の小売業(カテゴリーキラー、百貨店など)の買収・出資が主流である。

一方、イオンがM&Aを積極的に行っているのは、国内ではピーコックなどをはじめとする都市型のスーパー(今回のダイエーの子会社化もその一環といえる)、海外では同業他社からのスーパーの買収が多い。このように国内大手の2社が全く異なるアプローチでグループ事業の成長戦略をとっていることは大変興味深い。万が一の話ではあるが、それぞれ差別化されたグループ成長戦略を行う2社が、仮に統合することになれば、サービスラインを補完する、世界規模でのリーディング小売業の一角になりうる。

【図①】イオングループとセブン&アイ・ホールディングスの比較



## 地方スーパーマーケット(SM)の生き残り戦略

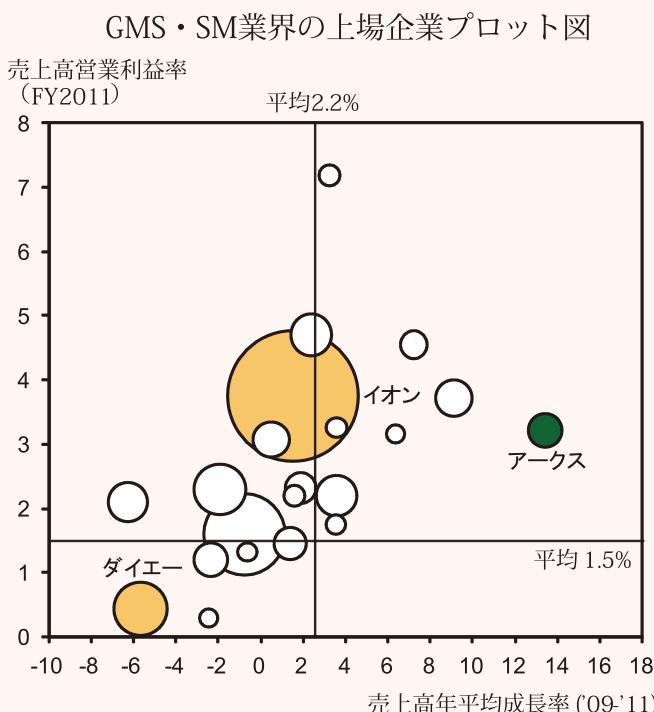
図②をご覧いただきたい。イオン、セブンなどと同業である GMS・SM 業界とドラッグストア業界における主な上場企業を「売上高年平均成長率 x 売上高営業利益率」の軸、同じスケールでグラフにしてみた。小売業態として類似している業界ではあるが GMS・SM 業界とドラッグストア業界を比較すると、GMS・SM 業界のプレイヤーは売上高成長率・売上高営業利益率ともに低いことがわかる。ドラッグストア業界のプレイヤーの成長をけん引しているのは、同業による M&A の加速がひとつの要因になっている。

厳しい GMS・SM 業界にあって、北海道を拠点としたアークスというスーパーマーケットグループの成長が著しく、戦略は注目に値する。アークスは 1961 年に創業した北海道発の SM であるが、自前での出店のみならず、M&A をテコに恒常的に成長してきている(図③は同社の M&A 及び成長の軌跡)。北海道・北東北にエリアを絞り多種多様な M&A 戰略を展開している。対象としては数店舗レベルでの営業譲受から、小規模同業社の買

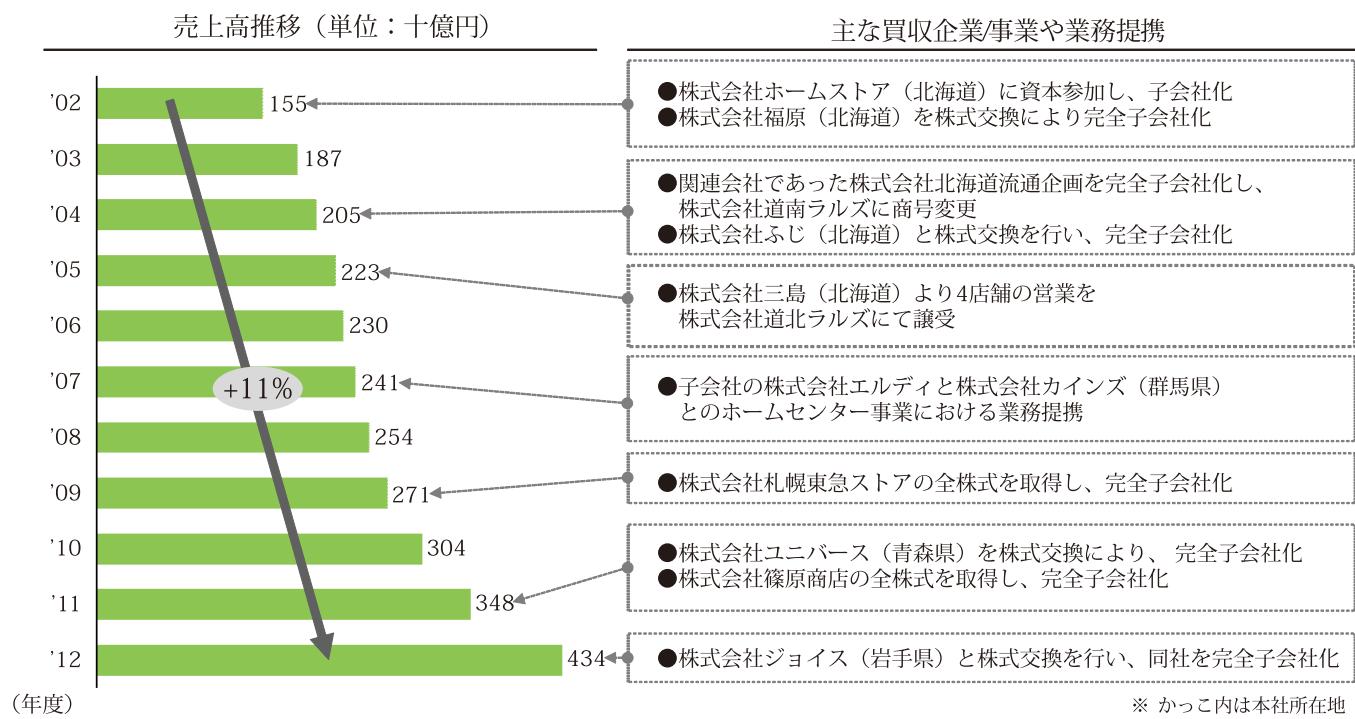
収、同規模同業種の会社との統合。買収手段としては上場するまでは現金、上場後は株式交換など、流動性がある上場株式を有効に活用した展開を行っている。「富士山のように高くそびえる大きな一つの企業体ではなく、八ヶ岳連峰のように同じ高さの山々が連なる企業連合体を目指す」という、ほぼ同じ大きさの企業がホールディングスの下に 12 社ならぶ「八ヶ岳連峰経営」を行っている。道民経済計算によると、ここ 10 年間(2001 年～ 2011 年)の北海道地方の GDP は年率マイナス 0.3% 成長である。他方、アークスのこの 10 年間(2002 年度～ 2012 年度)の売上成長率は年率プラス 11% である。

アークスは縮小する市場でも再編の中核になり、着実に右肩上がりの成長をしている地方ベースの企業の代表例である。成長戦略の構築の仕方と実行力によって、マイナス成長の業界でも成長企業は存在している。戦略の構築力と実行力が試される業界はいざこも同じである。他社に先駆けて動くのか、受け身で動くのか。経営者としての真価も問われる。参考までに 2012 年、2013 年の国内スーパーマーケット業界の M&A、業務提携などの動向を図④に示す。

【図②】GMS・SM業界とドラッグストア業界の上場企業プロット図



【図③】アークスの売上高推移とM&amp;Aにより取得した企業/事業等



【図④】国内スーパーマーケット業界の動向 M&amp;A、MBOなど

年月	企業の規模	エリア	M&A、業務提携など	概要
2012年	4月 小規模×小規模	同一エリア強化	統合	伊德HD（秋田県）とタカヤナギ（秋田県）が統合し、ユナイトHD（秋田県）を設立
	5月 大規模×大規模	同一エリア強化	業務提携	首都圏と近畿圏にベースを持つライフ（大阪）とヤオコー（埼玉県）が関東で業務提携
	6月 中規模×小規模	近接エリア補完	買収	近畿～九州北部に店舗展開する大黒天物産（岡山）が西源（長野）を買収
	8月 小規模×小規模	同一エリア強化	買収	ゆめマート（熊本）が西紅（熊本）の全株式を取得
	9月 大規模×小規模	近接エリア補完	買収	アークス（北海道）がジョイス（岩手県）を買収
	10月 大規模×小規模	同一エリア強化	買収	イオングループに属するいなげやが三浦屋を買収
2013年	1月 巨大×中規模	全国展開強化	買収	イオンがテスコジャパンの株式50%を取得し、イオンエブリに社名変更
	3月 巨大×大規模	全国展開強化	買収	イオンがダイエーの株式約24%を取得することを発表
	3月 大規模×小規模	近接エリア補完	買収	関西スーパーマーケット（兵庫県）がスーパーナショナル（大阪府）の株式20%を取得
	4月 巨大×中規模	全国展開強化	買収	イオンがピーコックストアを買収
	4月 中規模×小規模	近接エリアの補完	統合	原信ナルス（新潟）とフレッセイ（群馬）が経営統合し、アクシアルリティリングに社名変更
	5月 中規模×小規模	近接エリアの補完	統合	さえき HD（東京都）がセルバ（山梨県）と経営統合し、さえきセルバ HDに社名変更

## 会社紹介

株式会社ピー・アンド・イー・ディレクションズ (<http://www.ped.co.jp>)。本社：東京虎ノ門。社員数30名)  
 お客様の戦略策定(Planning)と実行支援(Execution)を行う経営コンサルティング・事業支援会社。  
 新規事業の立ち上げ、海外市場への進出、アライアンス・M&Aの推進、新商品・新サービスの上市、新販路の拡大など、成長戦略の企画から実行までを多段階にわたり支援。  
 2001年創業以来、大企業、中堅・中小の上場企業、プライベート・エクイティファンドなどを中心に数多くの支援実績。  
 代表の島田は株式会社日本M&Aセンターの社外取締役を兼務。

# プレミアム分析

株式会社AGSコンサルティング  
会長 虹澤 力



本公開買付けは、公表日時点において市場株価が TOB 値格を上回る価格となっている。上場会社であれば、客観的な株価指標として市場株価が形成されているが、かかる市場株価を下回る価格での TOB 値格となっていることが本公開買付けの特徴と言える。かかる点を踏まえ、以下でプレミアム分析を行う。

## プレミアム分析

本公開買付けの買付価格 270 円は、本公開買付けの実施について公表した日の前営業日である平成 25 年 3 月 26 日の東京証券取引所市場第一部における普通株式の終値 317 円に対して 14.83% のディスカウントをした価格となっている。

過去 1 年間のダイエーの株価推移を見ると、平成 25 年 3 月 17 日に本件に関する憶測報道が出る以前は本件買付価格を下回る 200 円前後の水準で推移している。よって、平成 25 年 3 月 26 日を基準とする直近 1 ヶ月間の終値の単純平均値 256 円に対しては 5.47%、直近 3 ヶ月間の終値の単純平均値 222 円に対しては 21.62%、直近 6 ヶ月間の終値の単純平均値 189 円に対しては 42.86% のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっている。

しかし、憶測報道後の株価は買付価格を上回る結果とな

り、本件プレスリリース後も 300 円を上回る水準で推移しているため、7 月中旬頃と想定されている本公開買付け実施時点の株価水準も買付価格 270 円を大きく上回っていることが予想される。このように、本公開買付けは結果としてディスカウント TOB となっている。

一般的に、ディスカウント TOB は、公開買付者が特定の大株主からのみ株式を取得したい場合に、一般株主の応募を防ぐ目的で用いられる。最近のディスカウント TOB の事例（自己株 TOB を除く）を見ても、その多くが公開買付者による特定の大株主からの株式取得を目的とするケースであり、その他も公開買付者グループの再編を視野に入れた上場子会社に対する TOB といった特殊なケースであると推察される。

本件についても、公開買付者であるイオンは丸紅からの株式取得によりダイエーを子会社化することを目的としているため、結果としてディスカウント TOB になったとしても、丸紅が応じることで目的は達成できると思われる。一方、丸紅が本公開買付けに応じることは市場より低い株価で売却することになるため、その合理性が問われると思われるが、上記のように過去の株価推移に鑑みればプレミアムを加えた状況にあることや今後も丸紅はイオングループと取引を継続すること等を総合的に判断すれば合理性はあるとの結論に至るものと推察される。

株価チャート



## 会計面

会計的な観点からコメントすると、公開買付け実施前は、イオンはダイエーを持分法適用関連会社（19.89% 所有）としていたが、公開買付けが成立することで、ダイエーはイオンの連結子会社（44.23% 所有）になる予定であるため、持分法の適用から連結への移行の会計処理が必要となる。損益インパクトとしては、「段階取得に係る差損益」と「のれん（または負ののれん）」が主なものになると考えられる。「段階取得に係る差損益」については、イオンは従来より 20% 弱のダイエー株式を保有しており、持分法適用関連会社としていたため、かかるダイエー株式の持分法評価額を、連結上、支配獲得日の時価で評価し直すものである。「のれん（または負ののれん）」については、親会社の子会社に対する投資とこれに対応する子会社の資本との相殺消去の結果生じる差額である。本公開買付価格は 270 円であり、公開買付け後のイオンの持株数は 87,864 千株となる予定であるため、支配獲得時における親会社の子会社に対する投資額は 237 億円程度と想定される。

一方、2013 年 2 月期の決算短信によると、ダイエーの連結貸借対照表における純資産が 1,335 億円であり、連結時の時価評価を無視すると、かかる純資産の 44% である 587 億円（1,335 億円 × 44%）がダイエーにおけるイオンの支配獲得時の持分（対応する子会社の資本）と考えられる。

従って、親会社の子会社に対する投資とこれに対応する子会社の資本との相殺消去の結果生じる差額は、連結時の

時価評価を無視した場合で 350 億円（587 億円 - 237 億円）負ののれんが生じうる可能性があると推察される。

## 税務面

税務面においては、公開買付けに応募した株主の課税関係は、個人株主・法人株主それぞれ下記のとおりとなる。

個人株主が公開買付けに応募した場合の譲渡益については、株式等の譲渡所得等として申告分離課税の対象となる。この場合に適用される税率は、上場株式等を譲渡した場合の譲渡所得等に対する税率 10%（所得税 7%・住民税 3%）となる。（ただし、当該税率の適用は平成 25 年 12 月 31 日までであるため、平成 26 年 1 月 1 日以降の税率は 20%（所得税 15%・住民税 5%）となる。）

なお、平成 25 年 1 月 1 日以後 25 年間は、所得税額の 2.1% に相当する復興特別所得税が上乗せされることから、本件に適用される税率は 10.147%（所得税 7.147%・住民税 3%）となる。一方、法人株主が公開買付けに応募した場合は、譲渡損益は法人全体の所得計算に含められ、通常の法人税等が課税される。

ディスカウント TOB は、公開買付者が特定の大株主からのみ株式を取得するケースが多く、実質相対取引と言える。当事者同士の協議により決定された価格を TOB 価格としている以上、（決定内容にもよると思われるが）株価の上昇により結果的にディスカウント TOB になったとしても、直近の他社事例では TOB 価格を変更しておらず、合理性があると考えられる。

### <ディスカウントTOBの事例(2012年以降)>

発表日	公開買付者	対象企業	プレミアム／ディスカウント			
			発表前日	発表前 1カ月平均	発表前 3カ月平均	発表前 6カ月平均
2013/03/29	ギブソン・ホールディングス・インク	ティアップ(㈱)	-44.64	-44.80	-42.56	-23.64
2013/03/26	(㈱)三栄建築設計	(㈱)S E E D	-52.21	-51.80	-45.76	-38.17
2013/03/25	ソフトバンクモバイル(㈱)	ガンホー・オンライン・エンターテイメント(㈱)	-26.35	-7.45	54.22	157.63
2013/03/15	フェニックス・キャピタルグループ	(㈱)富士テクニカ宮津	-37.89	-41.14	-41.42	-30.40
2013/02/15	(㈱)ジー・コミュニケーション	(㈱)ジー・ネットワークス	-43.64	-42.20	-35.90	-27.44
2013/02/15	(㈱)ジー・コミュニケーション	(㈱)ジー・テイスト	-24.39	-27.14	-20.30	-14.57
2013/02/15	(㈱)ジー・コミュニケーション	(㈱)さかい	-40.38	-38.61	-31.69	-24.62
2012/10/17	ピースヴィラ・エルピー他3ファンド	シーシーエス(㈱)	-4.53	-10.10	-5.50	-9.52
2012/07/20	ブルーホライゾン合同会社	ニッシン債権回収(㈱)	-30.28	-2.32	-3.38	-13.36
2012/05/08	(㈱)IHI	明星電気(㈱)	-3.23	-4.14	-7.99	-1.39
2012/02/14	イコールパートナーズ(㈱)	(㈱)小僧寿し本部	-16.17	-17.62	-8.46	-1.55

## 会社紹介

### 株式会社 AGS コンサルティング・AGS 税理士法人

事業内容：MS（マネジメント・サービス）事業、IPO 支援事業、M&A 事業、TA 事業（企業再生支援）、

IS 事業（国際業務）、J-SOX 関連サービス、会計及び税務顧問 他

スタッフ数：157 名（含公認会計士 40 名・税理士 54 名）

クライアント数：法人 750 社・個人 450 件

東京本社所在地：〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1-7-1 スルガビル 7F

# 業界再編と企業結合規制

三宅坂総合法律事務所  
弁護士 江端 重信



## はじめに

業界再編においては、市場環境をにらみながら、企業の競争力強化のためにM&A戦略等がとられるため、独占禁止法(以下「独禁法」という。)の規制が必然的に問題となる。とりわけ上場企業においては、後述のとおり、2009年の独禁法改正により「企業結合集団」という概念が導入され、自社を含む企業グループ全体の国内売上高合計額が200億円を超える場合には独禁法の規制対象となり得ることから、独禁法の問題は避けて通れないといえよう。

## M&Aと独禁法の関係

独禁法では、一定の売上規模以上の会社間の株式譲渡、合併、共同新設分割、吸収分割、共同株式移転、事業等の譲渡(以下、併せて「企業結合」という。)については、公正取引委員会(以下「公取委」という。)に対し、その概要や当事会社とその親会社・子会社・関連会社の状況について届け出ることが要求され、届出後原則30日間の待機期間中は当該企業結合を実行することができない(TOBの場合であれば、待機期間終了日に応じてTOB期間の終了日を調整する必要もある。)。

また、このような届出の対象となるか否かにかかわらず、公取委は、審査の結果、企業結合が一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなると判断した場合には、

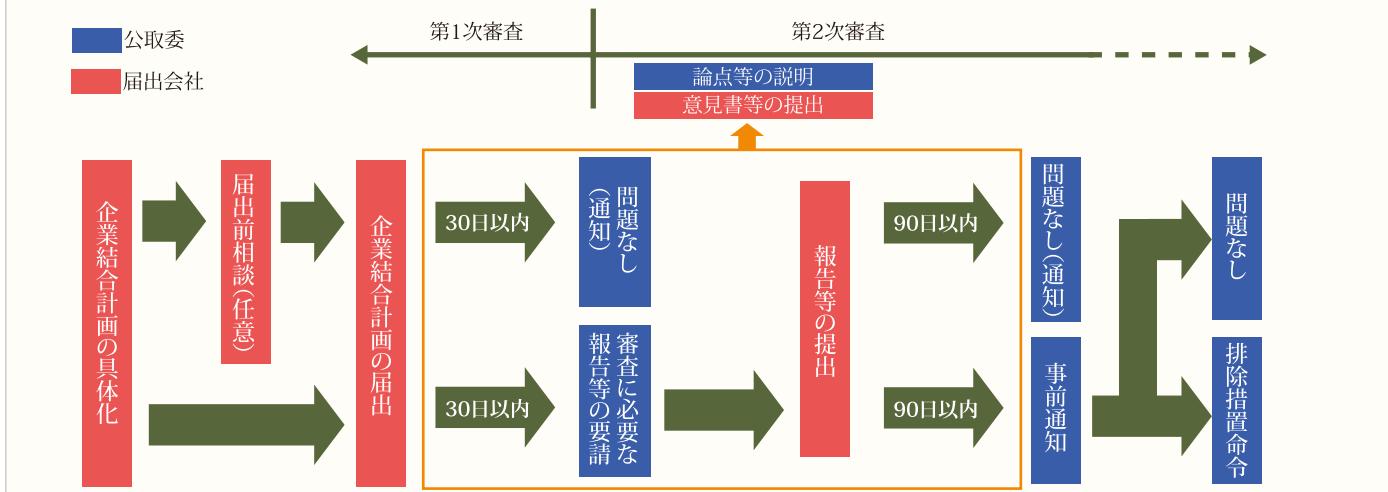
排除措置命令により、当該企業結合を禁止し又は当該企業結合に条件を付す(ただし、当事会社から問題解消措置の申し出がなされた場合には、排除措置命令が行われないこともある。)。公取委の審査は、(届出後の)第1次審査(原則30日間)において詳細審査が必要と判断された場合には、第2次審査(届出受理日から120日後又は当事会社による報告等の完了から90日後のいずれか遅い日まで)に移行し、第2次審査終了前のM&Aの実行は事実上不可能となる(以上、図1参照)。

最近のイオンによるダイエーの子会社化案件においても、公取委は、2013年3月29日付けで第2次審査を開始する旨を公表している。

このように、独禁法の規制はM&Aのスケジュールや実行可能性、実行内容に影響を及ぼすため、M&Aの当事会社においては、検討、実行しようとしているM&Aが届出対象となるかという点や一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなるかという点について、事前に法律専門家による分析を十分に行っておく必要がある。

なお、独禁法との関係では、このほかM&A実行前のデューデリジェンス等の段階における当事会社間での顧客や商品価格等についての情報交換によってカルテルが形成される可能性があるという点(いわゆるガン・ジャンピング)にも注意が必要であるが、本稿では、紙幅の関係上、これ以上の言及は控える。

【図1】企業結合審査のフローチャート(公正取引委員会「平成23年度における主要な企業結合事例について」より)



## 公取委への届出

株式取得のケースを例にとると、買収会社の企業結合集団の国内売上高合計額が200億円超で、被買収会社とその子会社の国内売上高合計額が50億円超で、当該株式取得後の買収会社の企業結合集団による議決権保有割合が20%超又は50%超となる場合には、原則として公取委への届出が必要となる。

2009年の独禁法改正により「企業結合集団」(図2参照)という概念が導入されたため、当事会社の企業結合集団に含まれる全ての会社を正確に把握しないと、まずもって届出の要否自体を判断できない。企業結合集団の範囲は、いわゆる実質支配力基準(連結範囲と同様の基準)で考えるため、その特定のためには、グループ会社間の資本関係のみならず、グループ内の会社及びその役員・従業員間の資本関係や融資の有無、グループ各社の役員構成等を確認する必要がある(多数のグループ会社を有する会社の場合には、企業結合集団の特定に苦労することもある)。上場企業であれば、自社を含む企業結合集団の国内売上高合計額が200億円を超えることも少なくないであろうから、要注意である。

また、届出書においては、企業結合集団内の他の会社についての情報や企業結合集団の間で競合する商品・役務等について記載することが要求されているため、グループ内

の会社から迅速にこれらの情報を収集できる体制を整えておく必要もある。

## 公取委の審査

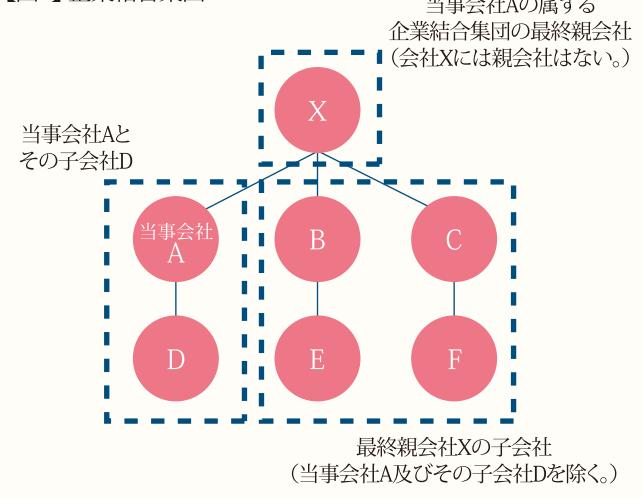
公取委の審査は、いわゆる「企業結合ガイドライン」に即して進められ、「一定の取引分野」における当事会社グループの市場シェアの高低やその他の競争圧力等が判断要素となる。「一定の取引分野」の画定にあたっては、当事会社グループの取り扱う商品・役務やその取引地域の範囲を需要者等にとっての代替性の観点から判断することになるが、取引地域の範囲は、個々の商品・役務によって、日本全国、都道府県、市区町村、あるいはそれより狭い範囲など異なってくる。したがって、検討、実行しようとしているM&Aが一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなるかを事前に分析するにあたっては、公取委と十分にコミュニケーションをとって、「一定の取引分野」の範囲について感触を掴んでおいたほうがよい場合も少なくないであろう。

また、2011年に事前相談制度が廃止され、届出前に公取委の実質的判断を得ることができなくなり、公取委の審査はあくまで届出後からスタートすることになった(これに伴い、届出前相談制度が新設されたが、これは届出書の記載方法等に関する相談にとどまり、届出前に実質的判断を行うものではない)。第1次審査の期間は原則30日間と短期間であり、その間に公取委の納得するに足る情報を提供できないと、第2次審査に移行してしまうため、届出前相談の利用も含め、これまで以上に公取委への情報提供を迅速かつ積極的に行っていく必要性が増している。

## おわりに

以上のとおり、独禁法の規制はM&Aのスケジュールや実行可能性、実行内容に影響を及ぼすところ、近年の企業結合規制の改正により当事会社にとっての重要性は増しているといえる。M&Aの円滑な実行のためには、独禁法の規制についてもM&A検討の比較的初期の段階から十分な対応をとておくことが非常に重要である。

【図2】企業結合集団



## 会社紹介

### 三宅坂総合法律事務所

弁護士 江端 重信

2002年弁護士登録。現三宅坂総合法律事務所パートナー。

上場・非上場企業の会社法案件、M&A・グループ内再編案件、各種企業間紛争解決、事業再生案件を多数取り扱う。

#### 【事務所概要】

上場会社、金融機関、その他各種企業、ファンド等のクライアントを中心に、国内外の紛争解決、トランザクション、事業再生・倒産処理、コンプライアンス・リスク管理等のコンサルティング、国際取引・国際紛争等の企業法務全般を幅広く取り扱い、各分野において高度な専門性を有する各弁護士の知識とノウハウを活用してクライアントの利益に合致するリーガルサービスを提供している。

# 創業者のDNAを受け継ぐ

企業の歴史を紐解く時、「創業者」のDNAを理解することが重要なファクターとなる。なぜなら、創業者の精神は企業史の「たて糸」、あるいは存続する限りその企業の無形のバックボーンとなるからである。

ダイエーの創業者は故中内功氏。中内家は代々の土佐藩士で、祖父・栄氏が医術修学のため大阪に出て後に神戸で眼科医を開業した。父・秀雄氏は薬学部卒業、鈴木商店勤務の後、薬局を経営した。父親の代まではいわば「土業」の家柄であった。中内氏は戦後、いくつかの商売を経て、「主婦の店ダイエー」をオープンする。その立ち上げ以降まさに徒手空拳、智恵と才覚で未知の領域を開拓していく姿が中内氏の真骨頂であった。

一方、イオンの創業者岡田卓也氏は、その祖を1758年まで遡る四日市の老舗呉服商「岡田屋」の七代目とし

て誕生した。岡田氏は、約250年に及び連綿と続く家業に涵養された、徹頭徹尾の「商人」といえる。終戦後大学在学中に岡田屋七代目を継承、その後「岡田屋スーパー」を創業した。岡田家の家訓「大黒柱に車をつけよ」とは、小売業に安住の地はない、変化に対応せよ、ということだろう。岡田氏はこの家訓さながら、イオンの買収戦略とスクラップ・アンド・ビルトを率先遂行し、変化に対応してきた。

故中内功氏と岡田卓也氏。「土魂」と「商魂」。フロンティア・スピリットとイノベーション・マインド。これら2つが統合を果した今、日本最大のGMSグループが形成されたというだけではない。優劣を乗り越え融合した今、新たな日本の組織小売業の在り方を提唱・リードしていくことだろう。

## 編集後記

## アベノミクスとM&A

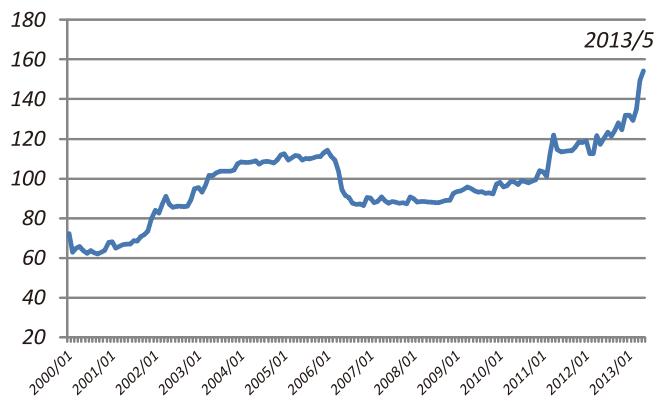
株式会社日本M&Aセンター  
執行役員 企業戦略部長 平山 巍

アベノミクスが始動してから約半年が過ぎた。評価のほどは未だ定まってはいないが、長年の景気低迷に対するカンフル剤としての効果はてき面であったといえる。バブル崩壊と不良債権処理に呻吟した日本は、その後のアジア通貨危機、リーマンショック、あるいはヨーロッパ通貨危機などの影響で経済の疲弊はその極に達していた。失われた20年にとどめを刺しかねなかった急激な円高によって、製造業の海外シフトが加速し、国内民間設備投資減少、雇用情勢悪化につながった。そして雇用の悪化は民間消費支出の長期停滞となり、構造的デフレの慢性化となって表れていた。

アベノミクスは、上記のごとく、とどめを刺されかねなかつた日本経済を劇的に救済したカンフル剤であった。円高が修正され輸出産業を中心にその恩恵を受け、株価も著しい回復を見せた。旧来型ではあるが公共工事主導による景気刺激策によって、国内で最も就業人口の多い土木・建設業経営者に大いなる安堵をもたらした。同時に、衰退の一途であった地域経済にも、曙光を挃する感を与えてもらっている。

### 膨張するマネタリーベース

アベノミクスの「本質」とは何か。その第1ステージは「マネタリーベース」の膨張、およびそこから生じる連鎖的信用創造による景気浮揚ということに尽きる。5月末現在でのマネタリーベースは市場空前の約160兆円。いわば膨張した「官製金融システム」に立脚した景気浮揚である。黒田日銀総裁は就任時にマネタリーベースを2年間で倍増させる旨を表明している。



日本のマネタリーベース残高推移(単位:兆円)  
「日銀」ホームページより

アベノミクスは、景気底割れをぎりぎりの線で回避するためのカンフル剤として成功をおさめたことは事実である。しかし、ヨーロッパ通貨危機およびその後の実体経済の混乱をみるまでもなく、金融システムは、グローバルな環境となった現在では、わずかな状況変化にセンシティブであり、容易に変節するものであることも見過ごしにはできない。

B R I C s 経済の減速によって国際商品市況の過熱感が一服している現在、想定外のインフレに見舞われる可能性は低いであろうが、為替市場、商品市場、債券・株式市場などは一夜にして変転し、時としてオーバーシューティング現象が起こり得る。その際に現政権および日銀がどう対応するかを常に想定しておくべきだと考える。膨張した金融システムに立脚した実体経済もまたセンシティブであり、容易に変調することにも注意を要する。

### 成長戦略の根幹とは？

アベノミクスの一方の柱は「成長戦略」であることは論をまたない。カンフル剤的施術をしたうえで、持続的な成長をどう描き切るかが課題である。「高齢化社会への対応」、「グリーンエネルギー需給の実現」、「次世代インフラの構築」、「地域資源の活用」、以上4つの中核領域は良いとして、成長戦略立案の根幹は「新たな付加価値の創造」とその「健全な市場化」が骨子となるべきである。なぜなら、「成長」とは消費サイドの潜在的欲求・要求を、供給サイドが技術革新、ノウハウ、資本他あらゆるリソース

を使って満たし続けることにより達成されるからだ。また創造される新たな付加価値は、「知財」として一定期間供給サイドを潤すべきである。これにより両サイドの「豊かさ」と「富」が増大し、さらに重要な点であるが、新たな「雇用」を生み出すことにつながる。旧来型のハード・インフラ重視の経済成長はもはや財政上許されない。

### 企業の3大投資－R & D、設備、M & A－

この意味では、成長戦略の牽引車となるべきは「官」よりもむしろ「民」である。官は法制面の整備・改廃、規制緩和、税制面におけるグローバルな視点での改善などの側面支援に回るべきだと考える。「新たな付加価値の創造」とその「健全な市場化」は、民間企業が日々取り組んでいる課題であり、永久に求め続けるゴールでもある。企業は、成長の源泉である「R & D(研究開発)投資」を積極的に行い、新たな付加価値を絶えず模索する。F S を経た市場化段階で、新たな「設備投資」がなされる。さらに、自社内リソースにとどまらず、「他社リソースの取り込み」も視野に入れながら行なうことが投資効率の面で必要だろう。我田引水の誇りを恐れずに言うならば、ここに企業による「M & A投資」の重要性があると考える。

200兆円といわれる民間企業手元キャッシュが、法制・税制面での後押しを得ながらR & D投資、設備投資、およびM & A投資に効率よく配分される時こそ、アベノミクスの第2ステージ「成長戦略」が実現される時だと考える。

## コンシェルジュ・デスク ～法務・会計・税務・スキーム無料相談承ります～

- 成長のため企業が取るべき選択肢は日々増えつつあります。
- 「選択と集中」、「組織再編」、「経営統合」、「買収」などには法務・会計・税務あるいはスキーム構築などの専門知識が必要です。
- 当社にはこれら専門知識と実務経験を兼ね備えたプロフェッショナル集団がおります。
- 貴社の戦略立案から実行までの支援をいたします。何なりとご相談ください。  
プロフェッショナル集団が無料でご相談に応じます。  
(支援が長期にわたる場合など実費をいただくケースがございます)

### 当社の支援体制

コンシェルジュ・デスク・ヘッド 企業戦略部 部長 白井 智

T E L . 03-5220-5456 usui@nihon-ma.co.jp

弁護士 横井 伸 公認会計士 羽田 寛芳 税理士 雙木 達也

# Future

## 株式会社日本M&Aセンター

### ■東京本社

〒100-0005 千代田区丸の内 1-8-3 丸の内トラストタワー本館 19 階 TEL 03-5220-5454(代)

### ■大阪支社

〒530-0017 大阪市北区角田町 8-1 梅田阪急ビルオフィスタワー 23 階 TEL 06-7669-9600(代)

### ■名古屋支社

〒450-0002 名古屋市中村区名駅 4-6-17 名古屋ビルディング 6 階 TEL 052-533-3380(代)

### ■札幌営業所

〒060-0061 札幌市中央区南一条西 5-14-1 札幌証券取引所 1 階 TEL 011-522-6173(代)