

連 結 決 算 の 効 用 と 限 界

——ダイエーとソフトバンクを中心に——

三 浦 后 美

I. 問題の所在—拡大経営のカラクリ—

戦後日本の消費社会の爆発的拡大とともに、日本一の流通業に急成長したダイエーは、ここに来てその成長に陰りがささやかれている。一方、90年代に次々と大胆な企業買収で話題を渡ってきたソフトバンクは、あまりにも異常とも思える総資産の急激な膨張に、そのグループ全体の拡大路線そのものが改めて問われはじめている。いずれも社債資本を中心とした直接金融を積極的に利用してきた企業グループである。

ダイエーとソフトバンクとは異業種ではあるが、メインバンクを持たないという点で時代を先取りしたような企業である。双方ともカリスマ性の強い経営者のもとで、積極的な M&A を武器にこれまで資本拡張を行ってきた。さらに、グループ企業内における“金融的結合構造”にも、その類似性を見い出すことができる。とりわけ、非公開会社を使った、公開会社との“金融取引”の組み合わせによって、連結決算ベースでの財務実態を、一層わかりやすくしている。ここではその“拡大経営のカラクリ”に迫る。

ダイエーは、バブル経済崩壊後、売上利益率が特に第44期（平成7年2月）より著しく低下しつづける中で、グループ企業でも同様に売上利益率が低下し、第46期（平成9年2月）の連結決算に、累積欠損金が811億円計上している実態である。一方、売上利益率が低下する中で、株価もバブル絶頂期には3000円台であったものが、96（平成8）年5月、1500円台に下落し、97（平成9）年9月30日現在、669円まで下がってしまっている。その結果、有利子負債の資金コストが売上利益率を著しく圧迫している状況である。ダイエーがここまで売上利益率を下げ、株価を低落させた原因はダイエー本体の営業戦略、M&A 戦略に無理があったと考えられ、営業戦略ではハイパーマートの失敗、M&A 戦略では94（平成6）年3月の忠実屋・ユニードダイエー・ダイナハとの4社合併などの無理である。その後、本体の売上高が落ち込む中で、合併直後の人件費の増大、さらには95（平成7）年1月の阪神大震災で店舗を失って約400億円の損失を出すなど、ダイエーは創業始まって以来の困難に直面しているのである。ダイエーの財務上の問題は、売上利益率の低下とデットファイナンスの行き詰まりであると考ええる。そこでは、特にダイエー本体の財務負担を軽減するため、優良な非公開会社の子会社に自ら持っている関係会社株式の一部を移動し、それを分担して“持ち合う”など複雑な金融取引が行われている。ここでは、これらの問題を掘り下げてみたい。

つづいて、ソフトバンクについては、財務戦略、さらにはグループ企業内における“金融的結合構造”に注目した。ソフトバンクという店頭登録会社の財務戦略は自らの業績を第一に考え、貸借対照表のROE（return on equity、自己資本利益率）を重視した財務諸表を作り、そのために非公開会社等の関係会社を利用するというものである。この結果、ソフトバンクの株価を維持・上昇させ、社債金融を中心したデットファイナンスを利用し、M&Aの資金を稼ぐ構造になっている。果して公表されているROE等の財務比率が本当にソフトバンクの実体を表しているか、また、それによって形成された株価も作られた価格ではないか、大いに疑問が残るところである。ここでは、これらの問題を分析的に解明したい。

II. 資本拡張と M&A 戦略

1957（昭和32）年4月、神戸市長田区に設立された大栄薬品工業㈱が今日の㈱ダイエーの始まりである。翌年の58（昭和33）年1月には本店を大阪旭区に移転した。その商号は、59（昭和34）年3月㈱主婦の店、62（昭和37）年7月㈱主婦の店ダイエーへと変更され、70（昭和45）年3月に現在の㈱ダイエーとなっている。一介の薬と雑貨の安売り屋からスタートしたこの会社は創業からわずか15年で三越を追い抜き“日本一の小売業”に成長した。

戦後日本の高度経済成長とともに驚異的に急成長してきたダイエーは、この間、一連の M&A 戦略によってその資本拡張（規模拡大）を遂げる。ダイエーの M&A 戦略は、79（昭和54）年の第一建設工業（現、イチケン）との業務提携に始まり、81（昭和56）年のサンコーとマルエツとの合併、九州ダイエーとユニードとの合併、84（昭和59）年のほっかほっか亭との業務提携、87（昭和62）年の神戸オリエンタルホテルの経営権取得、88（昭和63）年の南海ホークスの買収とつづいた。徹底した拡大路線をとってきた。この流れは90年代に入っても止むことを知らない。91年（平成3）年にマルエツ株を公開買い付け、92（平成4）年リクルートに資本参加、翌93（平成5）年に日本ドリーム観光を合併、94（平成6）年3月には、いわゆる4社大型合併を実現した。これまで傘下におさめていた首都圏のGMS（ジェネラル・マーチャングッズ・ストア）チェーンの忠実屋、九州のGMSチェーンユニードと合併したユニードダイエー、沖縄のGMSチェーンダイナハの3社とダイエーの本体とが合併したものである。

95（平成7）年1月、阪神淡路大震災が発生し、発祥の地神戸の被災とあって、ダイエーは積極的な支援活動を行うとともに、自らも店舗破壊などの大きな被害を被った。その再建資金は投資有価証券等の売却によって、特別利益862億円を出して対応したものの、グループ全体では関係会社整理損等で特別損失1238億円が発生し、被害総額約500億円の欠損金を出すこととなった。95（平成7）年2月の決算では、単体（ダイエーのみ）で当期純損失257億円、連結（ダイエーグループ）で連結当期純損失507億円が計上されている。M&A 戦略に直接関係のないものの、このことは従来の拡張路線を一時的にストップさせる出来事であった。先の4社合併と阪神淡路大震災というダブルパンチは、その後のダイエーの収益を大きく圧迫する原因となっているものである。

しかしながら、ダイエーの M&A による資本拡張は、その後も止まることを知らない。96(平成 8) 年 11 月には東京、銀座のカネボウビルを約 120 億円で買収する。97(平成 9) 年 1 月、自己破産したオリンピックスポーツが所有していたスポーツクラブ部門を約 40 億円で買収し、さらに同年 2 月にはヤオハンジャパンの静岡県を中心とした 16 店舗を約 330 億円で取得した。その間、96(平成 8) 年 2 月には業態別に社内分社化を計り、カンパニー制を導入する。なかでもハイパーマート戦略(倉庫型・低価格業態)は営業戦略の中核に据え、積極的な設備投資を行っている。その結果、過去 5 年間の総資産額をみると、単体ベースでは 93(平成 5) 年 2 月、9934 億円から 97(平成 9) 年 2 月、1 兆 2650 億円(1.3 倍/2716 億円の増加)へと拡大し、連結ベースでは 93(平成 5) 年 2 月、1 兆 5680 億円から 97(平成 9) 年 2 月、2 兆 1963 億円(1.4 倍/6283 億円の増加)へと拡大している。ダイエーの拡大経営は、累積欠損金が増加しつづけるという当面の足もとの苦しさを一時的に忘れ、終わりのなき資本拡張にすべての夢を託すという論理矛盾を抱えた展開である、としか考えられない。これらの資本拡張を支えたダイエーの資金調達の源泉は、デット・ファイナンスによるもので、なかでも社債発行によるところが大であった。90 年代に入ってから普通社債(第 4 回~第 17 回)での資金調達額は 1670 億円にのぼった。

一方、ソフトバンクは、96(平成 8) 年 7 月日本証券業協会に店頭登録をはたして以来、積極的な M&A 戦略によって拡大路線(資本拡張)をひた走りに走りつづけている。店頭登録される以前の 94(平成 6) 年 3 月、ソフトバンクは米国ソフトバンク・ホールディングス・インク(ソフトバンクの 100% 出資の子会社、以下「SBH」)を設立した。この会社は米国を中心とした海外子会社の持株会社として役割を果たすためのものである。まず、94(平成 6) 年 9 月、SBH を通して、米国フェニックス・テクノロジー社のパッケージド・プロダクツ部門の営業用資産の 80% を買収した。ひきつづき同年 12 月には、米国での展示会部門への進出とネットワーク事業の拡大を目的に、米国ジフ・コミュニケーションズ社(コンピューター関連出版の世界最大手の米国ジフ・デービス・エキスポ・グループの展示会部門)を 200 億円(金額は当時のレートで換算)で買収した。年が明け 95(平成 7) 年 4 月、米国インターフェースグループの所有している世界最大のコンピュータ関連見本市運営会社であるコムデックスを含む同グループの展示会部門を 749 億円で SBH の 100% 子会社ソフトバンク・コムデックス・インク(SB COMDEX)を通じて買収した。96(平成 8) 年 2 月、コンピュータ関連の世界最大手の出版社である米国ジフ・デービス・パブリッシング社および同社の持株会社である米国ジフ・デービス・ホールディングス社を 1853 億円で SBH を通じて買収した。同年 6 月には、豪ニュース・コーポレーションをイコールパートナーとして、デジタル多チャンネル衛星放送事業「JSkyB」を発足させ、その一環として両社で全国朝日放送(株)の株式の 21.4% を保有していた(株)旺文社メディアの全株式を 418 億円(内、半分の 209 億円を豪ニュース・コーポレーションが負担)で取得したものの、その後、97(平成 9) 年 3 月、(株)朝日新聞社からの要請に基づき、購入価格と同額で売却した。さらに、M&A 戦略による資本拡張は続く。96(平成 8) 年 9 月、世界最大

のメモリ製品サプライヤーである米国キングストン・テクノロジー社の事業の80%持分を、SBHを通して1628億円で買収を完了した。

この結果、総資産額は、単体ベースで、第15期〔95（平成7）年3月〕927億円（対前年比2.9倍）、第16期〔96（平成8）年3月〕3802億円（対前年比4.1倍）、第17期〔97（平成9）年3月〕5795億円（対前年比1.5倍）と急激な拡大を遂げ、僅か3年間で6.3倍にも膨れ上がったのである。同様に、連結ベースのそれは、第17期〔97（平成9）年3月〕で1兆706億円にのぼり、3年間で10.9倍にも達するという異常な資本拡張である。

94（平成6）年7月の店頭登録以来、ソフトバンクはこれらのM&A戦略を支えた買収資金を資本市場から積極的に調達した。95（平成7）年3月182億円、同11月665億円、96（平成8）年9月459億円、同12月360億円と矢継ぎ早の増資を行い、転換社債の転換による新株発行もあわせ、資本金は、94（平成6）年7月22日の54億円から97（平成9）年3月31日現在までに、1018億円（18.7倍）に増大し、買収資金の一部を担った。つづいて、社債発行による調達資金が大きくM&A戦略を支えた。95（平成7）年2月27日発行の第1回無担保普通社債から96（平成8）年11月1日発行の第12回無担保普通社債までに、普通社債で2200億円の資金が調達された。転換社債でも96（平成8）年1月26日700億円、同12月20日100億円と、計800億円の資金が集められた。合計3000億円が普通社債と転換社債によって調達されたのである。

Ⅲ. 単体と連結の財務実態

ダイエーの第46期〔97（平成9）年2月28日現在〕にみる財務状態は、前年度に比べて一層その内容を悪化させた。単体ベースからまずみてみよう。有利子負債額が第46期、6597億円（対前年度210億円の増加、同4.8%増）にのぼっており、その借入依存度（有利子負債額／総資本）は50.6%を占めている。有利子負債額は、流動負債5758億円の内、3250億円（56.4%）で、その主な勘定科目として短期借入金とコマーシャル・ペーパーがあげられる。つづいて固定負債の有利子負債額4292億円の内訳は、普通社債1535億円（対前年度435億円の増加）、転換社債52億円、長期借入金1759億円（対前年度242億円の増加）である。その結果、有利子負債額が事業資金の多くを占め、そのことがダイエーの収益を大きく圧迫する要因となっている。つぎに、連結子会社107社を合体した連結ベースでの有利子負債額（第46期）は、1兆4305億円（対前年度497億円の増加）にのぼり、総資本の65.1%をも占めている。連結ベースでのこの状態は、単体ベース以上に深刻な事態をむかえていると考えられる。

つづいて、収益構造をみてみよう。第46期の売上高（単体ベース）は、2兆4348億円（対前年度伸び率0.08%）でほとんど伸びていない。売上総利益5217億円（同伸び率マイナス4.7%）、営業総利益5924億円（同伸び率マイナス4.2%）と、いずれもがマイナス状態に陥っている。なお、ここで注意することは、売上高が伸びていないにもかかわらず、売上原価における当期商品仕入高が絶対額で680億円も増加していること、さらに、商品及び製品期末たな卸高が絶対額で284億円も増加していることである。まさに、大幅に仕入れた商品の半数近く

は売れずに在庫のままになってしまっている状態にある。その結果、本業の利益である営業利益が25億円と対前年度に比べ379億円も減少し、実質赤字の決算になった。あたかも本業自体の商品が売れなくなってしまっている、かのようである。実質赤字の決算を覆い隠すかのよう、さまざまな工夫が施されている。

営業外収益の有価証券売却益123億円、さらには特別利益の投資有価証券売却益162億円などの益出し処理をしたものの、経常利益6億円(対前年度244億円の減少)、当期純利益12億円(同128億円の減少)と、それぞれの収益は大幅な減収であった。このことは、主要財務指標(第46期、単体ベース)にも顕著に表れている。総資本利益率(当期純利益/総資本)0.1%(対前年度比マイナス1%)、自己資本利益率(当期純利益/自己資本)0.5%(同マイナス4.7%)、売上高営業利益率(営業利益/売上高)0.1%(同マイナス1.6%)と、いずれもが大幅に悪化した。

このような単体ベースでの収益構造の悪化は、そのままグループ全体の連結ベースにも表れた。決算最終の利益額を示す当期純損失は119億円にものぼった。資本のマイナス項目である累積欠損金は、第46期だけで223億円も増加し、811億円を計上しているのである。

構造的な収益構造の悪化とともに、デット・ファイナンスが事実上不可能になっているにもかかわらず、ダイエーのM&A戦略を中心とした資本拡張は、依然として従来の拡大経営の延長線上にあり、終わりのなき拡張の論理そのものである。まさに、ダイエーの経営理念(「いいものを安く」「安ければ売れる」という哲学)そのものが、時代の構造的な変化(「量から質への転換」「消費から生活への転換」)について行けず、行き詰まってきているものと思われる。

つぎにソフトバンクについてみてみよう。ソフトバンク(単体ベース)の有利子負債額は、第17期〔97(平成9)年3月31日現在〕で2896億円(対前年度670億円の増加)にのぼり、その中身のほとんどが社債発行による資金調達額(2638億円)である。連結ベースでのそれは、6453億円(対前年度2561億円の増加)で、なかでも関係会社長期借入金3094億円(対前年度1473億円の増加)も占めておるのが顕著である。借入依存度(単体ベース)は、前期の58.5%から今期の50.0%へと改善され、同様に連結ベースでも前期の65.0%から今期の60.3%へと向上している。

つづいて、運用面の資産構成をみると、単体・連結ベースとも、ソフトバンクの資産構成は、いわゆる「固定資産」型である。単体ベースでは、固定資産が4693億円(対前年度1559億円の増加)で総資産の81.0%を占める。同じく連結ベースでも固定資産が8651億円(対前年度3700億円の増加)で総資産の80.8%を占めている。いずれも「固定資産」型の資産構成になっている。この点では共通しているものの、固定資産の中身が単体と連結ではまったく違っている。単体ベースでは、投資その他の資産(主なもの関係会社株式1639億円と関係会社長期貸付金2946億円)がほとんどを占めている。さらに、関係会社長期貸付金2946億円は、後述するようなソフトバンクの親会社である㈱エムエーシー(ソフトバンクの43.32%の株式を所有し、代表取締役社長孫正義氏の資産管理会社、以下「MAC」)に貸し付けられているものである。

ところが、連結ベースでの固定資産の中身はガラリとかわり、無形固定資産（5220億円、総資産額の48.8%）が中心となっているのである。その内訳は、営業権（商法の「暖簾/のれん」）1906億円、広告主名簿（出版事業における将来の広告収入を生む資産の現在における経済価値）923億円、商標商号権（それぞれの社名等のブランドとしての経済価値）1709億円などで構成されている。ソフトバンクの有価証券報告書（「連結財務諸表作成のための基本となる事項」「4. 会計処理基準に関する事項／(2) 重要な減価償却資産の減価償却の方法／(ロ) 無形固定資産」）によれば、【親会社および国内連結子会社は、法人税法の規定に基づく定額法、在外連結子会社は所在地国の会計基準の規定に基づく定額法によっております。なお、営業権については5年から40年、広告主名簿については28年から34年、商標商号権については30年から40年でそれぞれ償却しております】と開示されている。日本の商法（287条の7）は、“暖簾は有償にて譲受け又は合併に因り取得したる場合に限り貸借対照表の資産の部に計上することを得此の場合に於いては其の取得価額を附し其の取得の5年以内に毎決算期に於て均等額以上の償却を為すことを要す”と規定する。ソフトバンクのやり方は、在外連結子会社は所在地国の会計基準の規定に基づくという、SEC基準（APB opinion no.17）を利用して、グループ全体の業績を少しでもよく見せるため、償却資金を意図的に矮小化させたものと考えられる。さらに、日本にない「広告主名簿」という無形固定資産は「営業権」と同質のものと思えてならない。ここでの無形固定資産は、言わば‘実態のない資産’ともみられ、繰延資産的な内容のもので費用勘定に近いものと考えられる。

つぎに、ソフトバンクの収益構造（第17期）にふれておこう。営業報告書では、主要な財務指標として「(1) 売上高経常利益率／前期9.3%→今期11.9%」「(2) 売上総利益販管費率／前期68.4%→今期72.9%」「(3) 自己資本比率／前期31.9%→今期41.1%」の3つがあげられ、いずれも右上がりに良くなっていると会社は主張する。しかしながら、売上高経常利益率を連結ベースでみると、前期8.4%→今期7.7%へと、その比率は悪化しているのである。同様に、総資本利益率も、単体ベースでは前期1.7%→今期1.8%へと良くなっているが、連結ベースでみると、前期0.96%→今期0.84%へと、その比率は悪化している。いずれもソフトバンク本体の利益を子会社が食いつぶし、助けてもらう構図である。これらと反対の動きを示すものもある。売上高営業利益率は、単体ベースで前期4.7%→今期3.5%へと悪化し、連結ベースで前期8.3%→今期8.5%へと好転する。さらに、自己資本利益率は予想に反し、単体ベースでも前期5.2%→今期4.4%へと、連結ベースでも前期4.8%→今期3.9%へと、いずれも悪化していることである。これまでのM&A戦略をもとに、急激な資本拡張イコール企業成長とみせてきたソフトバンクの企業実態は、ここにきて本体並びにグループ全体の自己資本利益率（ROE）を低下させ、従来のシナリオ（「高株価」→「高格付」→「社債財務」）をえがけない状態にまで陥ってしまっているのではないか。

IV. グループ企業内の金融的結合構造―株式と融資―

ダイエーは、5年以内に少なくとも子会社5社の株式公開を計画していると伝えられた（日本経済新聞 97.9.30）。大手スーパーは子会社の株式を公開して得た資金で有利子負債返済に振り向け、借入金依存体質の脱却を図るのが狙いとされている。98年度中にプランタン銀座、写真サービスのダイエーフォートエンタープライズに続き、食品スーパーのセイフーなどが候補にあがる。この中にはダイエーグループの唯一の優良会社といわれるローソンの名前もあがっている。しかしながら、ローソンを現段階で上場するのは不可能であるとされる。その理由の1つに、グループ企業間の複雑な株式の持ち合いの構図があげられている。ダイエーの子会社は、ダイエー本体がM&A戦略で取得した株式を引受け、親会社の保有比率を下げることによって財務的な負担を軽減するというものである。97（平成9）年1月、プランタン銀座が自ら銀行から借入までしてダイエー本体の持つ「高島屋株」を肩代わりして親会社の決算対策をしたことは広く知られている。なかでも先のローソンはその負担が大きく、ダイエー本体と並び事実上の持株会社化している存在である。たとえば、ダイエーグループが92（平成4）年に取得したリクルート株（現在、発行済み株数の35%、2116万株を所有）をこれまでダイエーとローソンはともに1058万株ずつ持ち合っていた。この97（平成9）年2月の決算を前に、ローソン所有分はそのままにして、ダイエー本体は所有するリクルート株の4割を関連会社4社（ダイエーオーエムシー、ツインドームシティー、朝日ファイナンスサービス、日本流通リース）に売却したと伝えられた（日本経済新聞 97.2.27）。売却したリクルート株も未公開株であり、それを取得したグループ子会社もそれ多くは非公開会社である。グループ企業内の金融的結合構造（株式と融資との複雑な金融取引）はほとんどわからない仕組みになっている。

グループ企業内の金融的結合構造はソフトバンクも同様に複雑で、そこでの子会社等の非公開会社を利用したやり方は巧妙である。特にここで注目したいのは、ソフトバンクの創業者でかつ代表取締役社長である孫正義氏の資産管理会社といわれる一連の非公開会社【孫興産（孫正義氏の全額出資の個人会社）、㈲エムエーシー（孫興産の全額出資の会社で、かつソフトバンクの43.32%の株式を持つ親会社、以下「MAC」）、㈲エムアイシー（「MAC」の100%子会社、以下「MIC」）】の存在である。とりわけ、形の上でソフトバンクの親会社である「MAC」を中心としたグループ企業内の金融的結合構造は、ソフトバンクがこれまで積極的に行ってきたM&A戦略での一連の資金の流れに深く関わったものである。これらのグループ企業（孫興産・MAC）は、ソフトバンクの“親会社”という形をとっているため、店頭登録会社（公開会社）であるソフトバンクの連結決算対象外の会社である。しかも、非公開会社であるため、その企業実態は外部からとてもわかりづらい存在である。

第17期〔97（平成9）年3月31日現在〕の決算で、ソフトバンク（単体ベース）は、社債発行で2682億円（普通社債2100億円・転換社債582億円）、長期借入金で125億円の長期資金（合計2807億円）を調達している。同じくその資産の運用側をみると「関係会社長期貸付金」が2946億円計上されている。このことから判断して、さきの社債等で調達した長期資金は、すべて関

係会社に長期貸付金という形で流れたことになる。ソフトバンクの関係会社貸付金明細表をみると、ソフトバンクの親会社である「MAC」に長期貸付金2739億円が計上されている。

一方、非公開会社である「MAC」が公表した貸借対照表によれば、長期借入金2798億円が同時期（97年3月31日現在）の決算に計上され、しかもその金額は総資本3543億円の約8割近い数字である（日経金融新聞97.8.8）。つまり、ソフトバンク（単体）からそのまま親会社の「MAC」に資金が流れたことになる。驚くことに、その規模は「MAC」の調達資金のすべてといっても過言でない。では「MAC」はその資金をどのように運用したのであろうか。「MAC」の固定資産の投資等において、「長期貸付金」が2856億円計上され、総資産額の81%を占めている。だれに貸付られたのであろうか。結論的には、ソフトバンクの米国の持株子会社ソフトバンク・ホールディングス・インク（SBH）にその資金は運用されていたのである（「特集ソフトバンクの行方」NIKKEI BUSINESS 1997.10）。この「SBH」はソフトバンクのM&A戦略の中枢を担っている会社である。ソフトバンクの連結決算によれば、固定負債に単独ベースにはない「長期借入金」が3094億円（対前年度1437億円の増加）が計上されている。この3094億円には、先のソフトバンクの連結子会社である「SBH」に、ソフトバンクの親会社でしかも非公開会社である「MAC」が固定資産の投資等で貸し付けた長期貸付金2856億円が含まれているものと考えられる。まさに、連結決算対象の外側をソフトバンクにとって重要な金融取引（M&A戦略資金）が間接的に迂回させた形で行われていることになる。その理由は簡単である。ソフトバンクが直接、子会社の「SBH」に貸し付けると、連結ベースでソフトバンクの資産（長期貸付金）と「SBH」の負債（長期借入金）は、親子会社間の取引として相殺されてしまう。そのため、ソフトバンクの「親会社」で、しかも連結対象外である「MAC」を通すことによって、2900億円近い資産と負債が二重にカウントできるからである。結果として、連結ベースの総資産が水増しできる。

ソフトバンクのグループ企業内の金融的結合構造（株式と融資）は、ダイエーグループにも増して複雑である。いま1つ重要な役割を果たしているのが「MAC」の100%子会社のエムアイシー（東京、孫正義社長、以下「MIC」）である。「MIC」は97（平成9）年の7月10日から8月19日までの間、合計6回にわたり、38万7200株もの大量のソフトバンク株を買い増していたと伝えられる（日経金融新聞97.9.19）。会社側の説明によれば、ソフトバンクの役職員向けの報酬制度（ストック・オプション）に利用するために同社株を継続的に購入しているのだと言う。商法に禁止された自社株買えやインサイダー取引規制には抵触しないものの、この「MIC」が間接的にソフトバンク株を購入するという行為は、実質的にはソフトバンクが自己株式を直接に取得したと同様の効果を持つ。6回の内、2回は市場から直接買い取るというやり方であったが、残り4回は短期間にソフトバンク株を市場から立て続けに買い増すと「株価操作」の疑いを持たれることを避け、『「MAC」の「他社株（ソフトバンク）償還条項付社債（exchangeable bond）」』という特殊なオプションを組み込んだ社債を「MIC」が購入するというやり方である。

この『他社株（ソフトバンク）償還条項付社債』のオプションが凄い（詳しくは、吉田晃一『内部告発ソフトバンク歪んだ経営』）。“社債の購入時のその対象となった株式（ソフトバンク株式）の株価を償還時に（たとえば、半年後）の株価が超えた場合、年率15%といった高率の利息を付けた社債が現金で償還されるものである。しかし株価が下がった場合、現金では償還されず、社債券面相当額で、社債購入時の株価で買えるだけのソフトバンク株式でわけられたことになる。”“この社債を実際に販売する証券会社は自己のリスクの一部回避のため、社債販売日とその翌日にそれぞれ社債券面の4分の1相当の時価のソフトバンク株式を市場から購入する。”まさに、「MIC」が使った金額の半分で、株式が買い支えられるということである。

V. 今後の課題—ディスクロージャーの一層の強化—

97（平成9）年6月6日、企業会計審議会は、「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」を公表した。この意見書では、改正の1つの柱として「連結ベースのディスクロージャーの充実」があげられ、その方向は『企業情報の連結ベースでの記載（単体ベースは簡素化）』『連結子会社の対象範囲について、実質的な支配状況を考慮』というものである。この新しい「連結ベース中心へのディスクロージャーの転換」が本当に国際的に遜色のない枠組みの内容に繋がるのであろうか。甚だ疑問である。連結子会社以外の主要な関係会社について、今後はディスクローズを強化するという。しかしながら、その企業グループ内で重要な“金融的結合構造”を持った「親会社」でかつ「非公開会社」がその傘下である公開会社とどれほど深い関係であっても、基本的にはその公開会社の連結情報の範囲からは外れてしまう。また、このままの状態での“個別情報の簡略化（ディスクロージャーの効率化）”は更に、その企業実態を曖昧な存在にしてしまうのでないだろうか。

日本における「開示」の歩みは、生きた企業情報が1つ1つ簡略化されながら、あたかも“投資家保護が弱体化されていく”歴史を辿ってきたとも考えられる。その企業グループの状況が第三者にハッキリわかるような、ディスクロージャーの一層の強化を望むものである。

参考文献・資料

- (1) 溝上幸伸『ダイエー VS ヨーカ堂』ばる出版、1994年。
- (2) 服部吉伸『流通業 再生の構図』日本実業出版社、1997年。
- (3) 有価証券報告書、営業報告書。
- (4) 吉田晃一『内部告発ソフトバンク歪んだ経営』1997年。
- (5) 週刊ダイヤモンド, 97.11.06.
- (6) 日本経済新聞, 97.3.12. 97.6.3.
- (7) 日経金融新聞, 98.2.27.
- (8) 日経ビジネス, ダイエー特集, 1998年。
- (9) 公社債情報, 97.11.17.
- (10) STANDARD & POOR'S “Japan Focus” Vol.1, No.2, 1997年。