

「含み」の興亡 (昭栄と西武に見る現実)

3月1日の「そごう大阪本店閉鎖」の報道は、流通業に関わる人達は勿論、それ以外の方々も「いよいよそこまで来たか」と複雑な思いを抱いたことだろう。この閉鎖を、3行(日本興銀、富士、一勧)統合の負の影響と見るか(そごうのメインバンクは日本興銀)、企業再建のショック療法(危機意識の醸成)と見るかは別として、バランスシート上に隠れた含み益を梃子に企業規模を拡大してきた経営手法の行き詰まりと見る必要があるように思う。

そごうの辿った道筋は私達は何を教えてください。年初の株式市場で、含み益をめぐる二つの興味深い現象が出現した。

一つは、あの話題となった「昭栄」に対するMAC社のTOB(株式公開買付け)である。新聞等で詳しく報道されたのでご存知の方も多いと思うが、結果的に失敗したこの敵対的TOBは、しかし、本格的M&Aの時代の到来を告げるものとして意味があった。と同時に、含み益と企業価値の関係を改めて考えさせてくれた。

報道等によると、この昭栄という会社は、巨額の含み資産(有価証券と土地で、税金を考慮しても約360億円に達する)を抱えているが、それを現経営陣が経営に上手く活用していないことが今回のTOBの発端となっている。99年12月末時点でこの含み益を加味して計算すると、昭栄の1株当りの純資産5,200円程度に膨らむが、実際の株価は1,000円を割っていた。この落差は、TOBをかけた側には、経営陣の無能であり怠慢であると映ったのだ。

結果として、メインバンクや取引先企業の協力を得て辛うじて難を逃れたが、経営陣は最も痛い所を衝かれた。含み益は保有しているだけでは評価されない、今回のTOBはそのことを改めて認識させてくれた。

もう一つの話は、長い間日本一の資産家としてその名を知られたあの堤義明氏率いる西武鉄道グループ(セゾングループではない)唯一の上場企業、西武鉄道の株価急落である。

この企業グループは、税制を巧みに使って税負担を極小化して企業規模を拡大したと云われている。それを担保した物(一つは巨額の含み資産であり、一つは唯一の上場企業西武鉄道の高株価)が今崩壊しつつあるのだ。

この企業グループの中核はコクドという実態が良く判らない企業で、西武鉄道の株式を48%強保有している。このコクドという会社は、利益を計上しない会社と云われているが、巨額の含み資産を保有している。その含み益の源泉が西武鉄道の株式であり、膨大な土地であるが、含みは実現させなければ課税されない。課税されない巨額の含み資産で自在に銀行から資金調達を行う。この構図が崩れ出したのだ。

含み益と株価が上方に連動していた時、この手法は極めて効果的だった。しかし、含み益の源泉であった地価の暴落は、その循環をマイナス方向に動かし始めた。西武鉄道の株価が急落していることがそれを表わしている。

ここ数年の西武鉄道の株価は次の通りである。

	年間高値	年間安値
1996年	6,450	4,350
1997年	6,390	3,500
1998年	5,950	3,550
1999年	3,560	1,250
3月1日終値	1,431	

(額面:50円、単位:円)

私は以前から、この会社の株価が何故こんなに高いのか疑問に思っていた。他の鉄道会社と比べて業績に差はないのに、株価だけ飛びぬけて高いのだ。高株価の秘密は、流動性の低さ(浮動株が少なく)と母体企業コクドの含み資産にあると考えざるを得なかったが、今年に入って株価は急落して盤石な高株価維持戦略に齟齬が生じ始めた。

含み益は、ただそれだけではキャッシュを生み出さない。その含みは、売却によって資金化させるか、あるいは含みを担保に資金を調達するしか方法はない。含みを実現させれば課税される。だから含みを担保に銀行から借りる。この経営手法の象徴的企業が西武鉄道グループであったが、さしもの同グループにも影が忍び寄ってきた。

その一方、株式時価総額という名の新たな含みをばねに企業規模の拡大を目指す企業群が市場を席卷しつつある。インターネット財閥を指向するソフトバンクを頂点とする新興企業群だ。これらの企業も含み益を梃子にするという点では、そごうやダイエー、西武鉄道グループと変わらないように見える。こうした新興企業群の経営戦略に行く手に何が待ち構えているのだろうか。