

business.nikkei.com

SBIによる新生銀行TOBに見る個人株主たちの悲哀

日経ビジネス電子版

SBIは侵略者なのか

SBIホールディングスが新生銀行を子会社化すべくTOB(株式公開買い付け)をかけている。詳細は一般報道に譲るが、一投資家としてひしひしと感じるのは、事案の本質の見えづらさだ。SBI・新生銀行両社の開示がポジショントークであふれ、多くのメディアは劇場型報道に終始し、本質がぼやけている。

メディアは、たいてい次のように報じる。2021年3月、新生銀行がSBIからの提携案をよそに、マネックス証券と金融商品仲介業務で包括提携した。SBIはその経緯に不信感を募らせ、敵対的TOBを断行した。これは、資本の論理で新生銀行の独立経営を脅かす、銀行では異例の敵対的買収だ、といった具合だ。

SBIを侵略者に仕立て上げるこの論調は偏見に満ち、本質をむしろ見えづらくしている。つまり、新生銀行は国への借金を返せない長期パフォーマンス不振銀行で、SBIは大きなリスクを背負ってそれを変えようとする、待望の仕掛け人ではなからうか。

地銀業界・ネット証券業界・新生銀行のいま

この点を考察するうえで、(1) 地方銀行業界、(2) ネット証券業界、(3) 新生銀行、それぞれの現状を手短かに振り返る。

(1) 地銀事情

地方銀行業界はいま、待ったなしの危機にある。低金利政策のもと、地銀の収益は軒並み悪化。直近の決算では全国地銀の半数余りが赤字または減益だった。預金を集めて融資に回し、余った資金を円債中心の運用で収益確保する従来モデルが立ち行かない。

地銀再編で業界を合理化しようにも、従来型の資本統合ではコストが高すぎるとされる。システム統合コストに加え、近隣同士の地銀統合の場合、長年ライバル関係にあったチームとカルチャーを融合させていく課題もある。その割には重複店舗が限られ、節約効果が大して望めない。結果、“資本”の統合が無理なら“機能”の統合だけでも急ぎ、新しい生き方を見つけないと死ぬほかないとの指摘すらある。

(2) ネット証券事情

ネット証券業界も、大手だろうと安泰ではない。2021年5月、楽天証券は口座数600万突破を発表。Eコマース事業で培った楽天商圈で使える楽天ポイントを武器に、3月に600万口座に到達し

たSBI証券を猛追する。

セクターの垣根を越えた競争激化に加え、ネット証券はいま手数料無料化の流れの渦中にある。結果、大手各社は、従来の取引手数料ビジネスから資産運用ビジネスに舵(かじ)を切っている。

米国では、証券会社と営業マンが分離しているところが多い。証券会社は取引プラットフォームを提供し、営業マンは独立系ファイナンシャルアドバイザー(IFA)として顧客にアドバイスを提供することで、顧客からの報酬を折半する。一方、日本ではいまだに対面証券会社が強く、2000兆円近い個人金融資産のほとんどが動いていない理由の1つがIFAの浸透の遅れという指摘もある。

ならば金融商品開発機能を中央拠点に集約し、地銀は仲介を担って地方の富裕層や企業に拡販しようというのがSBIはじめネット証券大手の考えだ。この収益源多角化と並行して、フィンテックや仮想通貨においては、UI/UXで幅広いユーザー層に支持されるまで巨額IT投資を怠れない。

(3) 新生銀行の状況

新生銀行の長期経営不振に、疑いの余地はない。2016年3月期以降、ほとんどの事業年度において利益実績が計画値未達であり、一部の利益指標は減少傾向が続いている。大手銀行で唯一の公的資金約20年間未返済行という汚名も被る同行は、経営権を委ねた外資からも手を引かれており、万策尽きた状況との指摘もある。

果敢にリスクをとって抜本的施策を打ちたいところだが、実質債権者の国が大株主として君臨し、思うようにリスクをとりづらい。いままで通りでは変わらない。変わろうとしても動きづらい。この閉塞感が、低迷する株価へと織り込まれていく。

地銀は必死で、ネット証券も骨肉の争いをするなかで、新生銀行には現状打破の絵が描けてこなかった。その状況下、変革の仕掛け人として自腹を切って名乗りを挙げたのがSBIだった。

当事者と報道の論調

ところが、両当事者の開示と報道からは、随分と趣の違うストーリーが飛び出してくる。

SBIは、新生銀行が自社グループとの提携にはことさら「消極的姿勢」だったとし、SBI証券からの証券業務分野での提携案については「何らの連絡も」ないまま、マネックスとの提携発表を通じてSBI提携案拒否の事実を学んだという。SBIホールディングスの北尾吉孝社長は新生銀行の工藤英之社長を「信義にもとる男」と評したと報じられ、SNSが沸いた。後日の開示にて、SBIは新生銀行によるTOB期間延長要請を保身行為と断じた。

新生銀行側も、SBIのTOBを「当行の経営のあり方を巡る協議は全くなされておらず、SBIHDから本公開買い付けに関するご相談もいただけませんでした」と非難めいた言い方をしている。そして全株取得しないTOB条件を挙げて「残置された株主の犠牲」を問題視し、一方的な支配株主

の出現は銀行事業の「公共性に悪影響」と主張した。

筆者には、こうしたポジショントークの多さが一般株主に対して不親切に思え、前触れなしのTOBをもって“SBI侵略者像”を描いたメディアが怠惰に映る。

上場企業ビジネスの現実

SBI・新生銀行両社経営陣の間に、はなから信頼関係はなかったのではないか。

新生銀行では、2008年から2011年までゴールドマン・サックス証券元幹部のマネックスグループ社長が、現在はゴールドマン・サックス証券元幹部を含むマネックスグループ現任取締役の2人が、それぞれ社外取締役・社外監査役を務めている。SBIはその新生銀行と、疑心暗鬼にならず話し合うのが難しかっただろう。開示で、SBIは「マネックス証券との包括業務提携の対象に、SBI証券が提案していた提携業務が含まれていた」とあえて記述し、“マネックスと組むことは最初から出来レース試合だったのではないか”と当てこする。

信頼関係のない相手を“クビ”にできるTOBに賛同を得られるはずもなく、それでも自社(SBI)にとってそのTOBが合理的と判断されるときは、一方的に、そして前触れなくやるほかない。むやみに会っても、協議の事実や噂が市場に出回って株価が上がるリスクや、うかつに新生銀行側からインサイダー情報を受領して売買制限を負うリスク、新生銀行側に対応策を打たれるリスクなどを背負うだけなのである。

新生銀行としても、上場する他社の主要子会社(マネックス証券)との提携は、公表日まで第三者には伝えられない。新生銀行とマネックスグループの両方で社外取締役を兼任する方は、いずれの取締役会においても提携議案の決議に参加しなかっただろうし、そうであれば手続き上は問題ない。

SBIと組むよりマネックス証券と組むほうが総合的に新生銀行の理にかなう、と判断するのは(決議棄権者を除く)新生銀行経営陣の裁量の範疇(はんちゅう)だし、その話が進んでいるのなら、SBIの提案に対しそこまで労力を割かないのも新生銀行の勝手。いや、むしろ当然と言える。

SBIが新生銀行のマネックス提携を公表文で知ったと言い、新生銀行がSBIのTOBを一方的というのは、「バッテリーボックスでうちがストレートを待っていたら、相手はカーブを投げてきた」と言っているにすぎない。TOB期間延長申請や全株取得しないTOB条件を巡る応酬も、本件に限らず両サイドに必ず一理ある話で、投資判断の決定要因にはなりにくい。

「物語」よりも聞きたかった「本質」

株主は、ご都合主義的物語ではなく、“ことの本質”をストレートに提示されることを望んでいる。

この点、SBIは、“いくら適法な手続きを踏んだからといって、新生銀行・マネックス包括提携は出

身母体の偏った新生銀行の役員体制による不適切な意思決定の産物”という一点に照準を絞り、首相が衆院解散で民意を問うように、TOBで株主の総意を問うていたら争点を理解しやすかった。

新生銀行とて、“これだけ株を買い増されていたのに高をくくり、48%狙いのTOBが金融庁お墨付きで実施されることは予期できませんでした。ただ、相手は2年前に少数株主を適当な時価でスクイーズアウトし、国からは1株7500円という超高値で買い戻そうとしたSBIです。したがって、確かにSBIはTOBルールが求める株主の検討・吟味する期間を確保しておりますが、当社としてはより長い期間を、買収防衛策起案を通じて確保するにいたしました。今後は、SBIを上回る成長策を説得力をもって発表するかホワイトナイトを見つけないとおそらく役員総退陣になりますが、前者は過去実績からしてハードルが高く、後者はSBIをストーキングホース(当て馬)にすれば当行にそれが可能かが実際の焦点です”くらい言ったほうが分かりやすかった。

新生銀行がさすがに自分の口でこう言えないなら、報道がもっとそのギャップを補完できなかったか。

現在耳にする論調のうち、残りはほぼすべてノイズだろう。双方の消極姿勢や連絡不通を巡る応酬は、その振る舞いこそが信頼なき上場企業同士の常識だ。企業の「独立経営」を美化して報じる向きもあるが、(社外取締役はさておき)いつまでも結果を出せない経営者による独立経営はむしろ有害であることを、あくまで一般論として述べておく。「資本の論理」暴挙説についても、友好的TOBですら資本で議決権を買っている意味で同じである。「信義にもとる」発言は人間味があり印象深い、SBIと新生銀行は、もともと信義を期待できる関係になかったし、「大東銀行が(筆頭株主になったSBIに)あいさつにも来ない」という過去の北尾発言がSNSで再燃したきっかけになり、本件TOBの論議がまた脱線した。

そしてなにより、「敵対的TOB」という呼称は、そろそろ賞味期限が切れている。本件で利害が対立する当事者はたくさんいる。例えばマネックスとSBIが対立し、借金をなかなか返さない新生銀行と、実質的債権者である国も対立関係と言える。少しでも新生銀行株を安く仕入れたいSBIと、少しでも高く売りたい新生銀行株主の利害も対立する。

対立する当事者が大勢いるなか、SBIのTOBに関してのみ「敵対的」というレッテルを貼ることが、すごく奥深く大切な事案に対し、一方的に結論めいた響きを与えてしまっていないか。報道各社は、今後は「現経営陣未承認TOB」くらいに中立化して報じるべき時代にさしかかっている。

両社首脳はYouTube討論会を

当事者の開示はポジショントークが多く、不親切だった。メディアは、読者ののみ込みやすさを優先しすぎて、たとえノイズでもウケのよいレッテルを乱用した点が、少し怠惰だったように思う。

この現状は簡単には変わらない。有価証券の開示規制は、分かりやすさより記載事実の網羅性を重視する向きがある。反目し合う者同士が一定の裁量をもって事実を「網羅」してくる以上、開示は引き続き核心的本質というより、恣意的物語である可能性が高い。

ならばいっそのこと、首脳討論会を開催したらどうだろうか。視聴者の前で首脳同士が主張をぶつけ合い、話が脱線したらホストが軌道修正をかけ、この核心を浮き彫りにしていく。米大統領選挙の討論会さながら、両者に質問をし、回答時間をフェアに管理するホストには、池上彰氏あたりが分かりやすそうだ。

投資判断を迫られる新生銀行の個人株主がいま、壮大なノイズをかき分け、本質をくみ取ろうと
もがいている。SBIと新生銀行両経営陣が唯一完全合意する言葉を拝借して言えば、時と場所を
選ばず視聴できるYouTube討論会は「少数株主利益の保護」に役立ちそうである。

この記事はシリーズ「[新世代アクティビストが考える個人株主ガバナンス](#)」に収容されています。
WATCHすると、トップページやマイページで新たな記事の配信が確認できるほか、[スマートフォン向けアプリ](#)でも記事更新の通知を受け取ることができます。