

M & A と協同組合

協同組合は買収できるか

目次

はじめに

1 今回の動きの概要

- (1) 経緯と関係者
- (2) FCS
- (3) FCSAとアグスター
- (4) ラボバンク

2 ラボバンクの買収提案について

- (1) 概要
- (2) ラボバンクの狙い

(3) FCSAの当初の判断

3 アグスターの合併提案について

- (1) 合併提案の概要
- (2) アグスター提案の評価
- (3) 新組合の姿

4 主要な論点

- (1) 組合の剰余金は誰のものか
- (2) 政策上の論点
- (3) わが国への示唆

〔要 旨〕

- 1 M & A が協同組合にも及んできた。アメリカの協同組合方式による農業・農村専門金融機関である連邦農業信用制度の貸付組合「アメリカ農業信用サービス」に対して、買収と合併の提案がなされた。
- 2 合併を提案したのは、オランダの協同組合に根ざす金融機関であるラボバンクであり、これに対抗して合併を提案したのが、隣接する貸付組合アグスターである。これらの提案はいずれも、組合員に対する現金支払がその内容に含まれていた。
- 3 2つの提案、特にラボバンクの買収提案は、アメリカ国内で大きな議論を巻き起こした。その主要な論点は、協同組合の剰余金は誰に帰属するのか、そして公益的分野を担うがゆえに政府の支援を受けている組織の売却が許されるのか、であった。
- 4 最終的に両提案は成立しなかった。それは、当初買収受入を表明した貸付組合の経営者が翻意し、一転して拒否したためであり、それ以降の手続きが進められなかったからである。
- 5 今回の事案は、協同組合もM & Aの対象になり得ることを示す一方で、M & A大国のアメリカでも農業分野における協同組合の公益性を理由にM & Aが拒否されたことは、わが国の協同組合にとって示唆的である。

はじめに

このところ日本企業がかかわるM&Aが広がりを見せている。これに対する協同組合の見方は、「M&Aは株式会社に固有のものであって協同組合にはかかわりがない」ということのようなのである。

その常識が、2004年にアメリカでくつがえされた。協同組合方式によるアメリカの農業金融専門組織である連邦農業信用制度の単位組織のひとつに対して、国際的な業務を展開するラボバンクが買収を提案したのである。この提案は、FCSの諸金融機関、FCSを監督する連邦政府機関であるFCAなど関係機関・団体間で大きな議論を巻き起こした。

結局、今回のM&Aは不成功に終わった。今回の事件は、協同組合がM&Aに無関係ではないことを示すとともに、市場主義のなかでの協同組合のあり方、という基本的な問題を改めて提起したものであった。このことはわが国の協同組合が問いかけられている問題でもある。

そこで本稿では、現地情報と研究者の分析をもとに、今回の経緯と論点を紹介する。

1 今回の動きの概要

(1) 経緯と関係者

04年の夏、連邦農業信用制度（Federal Farm Credit System、以下「FCS」）の大

手組合の1つに対して、買収と合併の2つの提案が行われた。標的になったのは、アイオワ、ネブラスカ、サウスダコタ、そしてワイオミングの4州を区域とする「アメリカ農業信用サービス」(Farm Credit Service of America、以下「FCSA」)という貸付組合である。

まず、オランダの協同組合組織の銀行であるラボバンクが6億ドルでの買収を申し入れた。これを受けて組合は対応を協議し、7月末の理事会で、提案受け入れを決定した。この時点で残された手続きは、監督官庁の承認とFCSAの組合員の承認を得ることであった。

その直後に競争者が現れた。それは、ミネソタの一部とウィスコンシンで業務を行っている隣接組合であるアグスターであり、両組合の合併を提案した。この提案は、80年代に始まったFCS組織内の合併や統合の流れに沿うものであった。しかし、後述するとおり、小が大を吸収する形であったため、買収とは別の意味で関係者の論議を呼んだ。最終的にFCSAは、両提案を拒否したが、その執行体制は一新された、と伝えられている。

今回の関係者は、買収と合併提案を受けたFCSA、買収を提案したラボバンク、合併を提案したアグスター、連邦政府の監督機関であるFCA (Farm Credit Administration、農業信用庁)、そしてFCAの背後にあって農業金融や農村金融の制度確立に熱心であったアメリカ議会などであった。以下では、買収・合併提案の詳細に入

る前に、これらの関係者を簡単に紹介しておこう。

(2) FCS

FCSは、農業者が所有し統治する金融協同組合群である。^(注)同制度は、全米の農業者、牧場主、漁業者、農村住宅所有者、農産物加工・販売事業者、農場関連事業、農業者が所有する協同組合、農村公益事業そして国際農産物貿易に従事する内外の企業に対して、現在、長短合わせて950億ドルの融資を行っている。これらに必要な原資は、預金ではなく、世界の金融市場での債券発行によって調達されている。

FCSは、1916年連邦農業信用法により、連邦政府の免許と出資により創設された。その狙いは、銀行が対応しようとしなない農業抵当信用の供給にあった。このような経緯もあって、FCSの発行債券には連邦政府の「暗黙の保証」があると受け止められており、その発行利率は財務省証券に次いで低い。また、債券の利息には課税されないほか、農業不動産抵当貸付から生じるFCSの収益も非課税という特典が与えられている。このような保護の見返りとして、FCSは農村および農業金融に特化することが求められている。

04年9月末現在、FCSの組織は基本的には5つの地域銀行と97の貸付組合からなっており、地域銀行は貸付組合に対して貸付原資を供給している。今回の当事者であるFCSAとアグスターはいずれも貸付組合のひとつであり、その連合組織ともいえるべき

地域銀行はアグリバンクFCB (Farm Credit Bank, 農業信用銀行) である。

FCSの金融機関群は、出資者が農業者等個人であるという意味で民間機関であるが、政府支援企業(GSE)という公的な性格もあわせもっている。GSEは公共政策の観点から必要とされる分野で認められ、FCSはその草分け的存在である。たとえば、FCSを監督する機関として、アメリカ農務省に属する独立行政法人であるFCAが、制度発足当初から置かれている。このFCAの理事会の長は、議会の承認を得て大統領が指名することとされており、このことだけでも、FCSが大統領と議会という公共政策の立案・執行者が深くかかわる組織であることを理解することができよう。

(注) FCSの詳細については田中久義(2002)「アメリカの農業金融の動向と協同組合 変貌する連邦農業信用制度(FCS)」『農林金融』7月号を参照。

(3) FCSAとアグスター

先に述べたとおり、FCSAとアグスターは隣接するFCSの貸付組合である。両組合の概要をまとめたのが第1表である。

まず03年12月末時点の貸出金残高は、FCSAが70.8億ドルであるのに対して、アグスターは23.7億ドルとFCSAの約33%にとどまっている。同じく貸出件数は、FCSAが21万906件であるのに対して、アグスターは13万3,490件とFCSAの63%となっている。これらの割合の相違は、FCSAでは農業不動産抵当貸付が貸出金全体の7割を占めているのに対して、アグスターで

第1表 アグスター・FCSAの財務状況
(2003年12月末残高)
(単位 百万ドル, %, ポイント)

	アグスター	FCSA	(a/b)
	(a)	(b)	a - b
純貸出金	2,371	7,084	(33.5)
総資産	2,537	7,634	(33.2)
総負債	2,197	6,340	(34.7)
純財産	340	1,293	(26.3)
出資金等	11	48	(22.9)
剰余金	329	1,246	(26.4)
うち非配分	226	1,246	(18.1)
純利ざや	3.07	2.90	0.17
純事業費用比率	0.93	1.07	0.14
投下資本利益率	11.64	9.44	2.20

資料 Barry, Peter J, (2004.9.1)所収の表から筆者作成

は4割にすぎないという貸出金構成の違いを反映している。この貸出金残高規模と構成の違いは、総資産や純財産そして剰余金規模の違いをもたらしている。

次に、資本関係をみると、FCSAは、出資金が約4,800万ドル、剰余金が12億ドルと潤沢であるが、このすべてが非配分剰余金、つまり組合員に配分されていない剰余金である。これに対して、アグスターは出資金が1,100万ドル、剰余金は3.3億ドルに過ぎないが、非配分は2.3億ドルであり、残りは組合員に配分されている。このような剰余金のあり方の違いは、組合の方針を反映しているが、ラボバンクのような買収者からみると、組合員に配分されていない結果として多額の剰余金が組合に帰属することが、大きな買収メリットとなる。

以上のように、財務諸表上はFCSAがアグスターよりもはるかに大規模である。このことからすれば、アグスターの合併提案は「小が大を吸収する」内容であったといえる。

(4) ラボバンク

ラボバンクは、世界35か国における農業関連産業融資分野における主要な金融機関として活動しているオランダの銀行である。その資産規模は約5千億ドルで、世界ランク15位である。ラボバンクを所有するのは328の協同組合組織である地方銀行であり、これらの銀行群はオランダ国内のリーテイルと事業金融市場で金融サービスと商品を提供している。同グループは、オランダ国内で約900万の企業および個人顧客を持ち、ほとんどあらゆる金融サービスの分野で同国のリーダーである。

オランダ国外34か国に222の拠点をもっていることが示すように、ラボバンクは国際展開に早くから取り組んできた。その戦略は、進出先国の農業金融分野での地位を確立することであり、その手段としてM&A手法を駆使している。その結果、同行はオーストラリアの農業金融で大きな市場占有率をもつにいたっている。

このように、ラボバンクは協同組合組織が所有する金融機関であり、ヨーロッパでは、フランスのクレディ・アグリコール等と同様に協同組織金融機関と位置付けられている。しかし、アメリカでは、利用配当を行っていないうえ利益を還元する仕組みがないなど、伝統的な協同組合原則に従っていないことを理由に、特異な協同組織との見方が一般的なようである。

2 ラボバンクの買収提案 について

(1) 概要

報じられているラボバンクの買収提案の概要は次のとおりである。

買収金額は6億ドルとする。これは、過去5年間にFCSAから借入れを行った出資者に現金で支払われる。

FCSAは、出資者とFCAの承認を得て、FCSから脱退すること。

FCSAは、ネブラスカ州の免許を得て農業信用会社に転換する。

FCSAの組合員は、内外の市場でラボバンクの業務・サービスの利用が可能となる。

FCAの定めに基づき、FCSからの脱退料として約8億ドルをアメリカ政府が所有するFCS保険公社に支払う。これによって保険基金の資産が大幅に増加するため、他の組合が支払う保険料が軽減される。

ただし、出資者への現金支払いとこの脱退料支払いの税法上の扱いは当局の判断による。例えば、FCSAの出資者が現金を受け取った場合、その収入が有税である企業の配当金なのか、あるいは無税となる利用配当なのかは、明確でない。また支払脱退金への課税も決定されていない。

(2) ラボバンクの狙い

ラボバンクの狙いは、アメリカの農業金融市場に浸透する手段を確保するととも

に、この取引自体で高い利益を実現することにある。ラボバンクがこの取引で想定した投下資本利益率は15~20%であり、この利益率を確保できる買収価格が6億ドルであった。

まず、ラボバンクのアメリカ農業金融市場への浸透策は、買収を基本としている。たとえば、02年にラボバンク・インターナショナルは、南部および中央カリフォルニアでリーテイル・ネットワークをもつ商業銀行であるヴァレー・インディペンデント・バンクを買収した。03年にはランド・リース・アグリビジネス(ラボ・アグリファイナンス)を買収し、アメリカ全域に拠点網をもつ農業抵当貸付業者となった。同じく03年には、アイオワ州チェダー・フォールに本拠をおく貸付業者であるアメリカ・アグサービスなども買収している。

もうひとつの狙いは収益である。ラボバンクの年次報告書によれば、その投下資本利益率(ROE)は約10%である。アメリカにおけるFDIC付保商業銀行9,192行全体の平均ROEは03年で15%強であり、総資産100億ドル以上の110銀行では16%強である。この限りでは、ラボバンクの収益性は平均を下回っている。

しかし、FCSAの買収については、6億ドルという買収価格を前提とすれば、ラボバンクに15%強のROEをもたらすとみられている。このような高いROEの一部は、8億ドルの脱退金支払いによるFCSAの資本減少を反映している。皮肉にも、FCSからの脱退を抑制するために定められた脱退金

が、外部投資家がFCSの機関を買収する強力な誘因となっているのである。いずれにせよ、ラボバンクは、協同組織であるとはいえ、その行動基準は収益であり、今回の買収提案は、良好な収益見通しに裏付けられたものであった。

(3) FCSAの当初の判断

FCSAの経営陣は、当初、国内外の融資市場や金融商品を利用できること、そしてラボバンクグループの広範な事業を利用する機会が得られることを理由に、買収受け入れを表明した。しかし、この判断は2つの意味で問題となった。

ひとつは、金融機能などの利便性向上が、FCSの諸機関が提供する機能やプログラムによっても実現可能であったことである。それは、後述するアグスターの合併提案内容からもうかがい知ることができる。つまり、機能拡充は買収の受け入れ理由としての説得性を欠いていたのである。

さらに、もうひとつの問題は、海外展開を考えるFCSAの組合員が、ほとんどいなかったことである。こうした状況では、総会で組合員の納得を得ることはむずかしかった。

組合員向け理由は表面的なものであり、真の理由は、組合経営の厳しさにあったとみられている。すなわち、FCSAが管轄する4州域の農業不動産担保貸出市場が成熟しているため成長が望めないこと、そして短期貸出で商業銀行の攻勢をうけて苦戦していること、がそれである。

このような事業面での苦しさの一方で、FCSAの巨額の資本剰余金は組合員に配分されていないため、経営者の判断で利用できることが、もうひとつの理由のようである。分厚い資本蓄積という魅力があるうちに身売りをするほうがよい、という判断にもみえるのである。

3 アグスターの合併提案 について

(1) 合併提案の概要

ラボバンクの買収提案に対抗して行われたアグスターの合併提案の概要は、次のとおりである

資本金を等しくするための調整として、現在のアグスターの出資者に特別な出資金配分を行うとともに、FCSAの出資者に6億5千万ドルを現金で支払う。

組合員への利用配当および回転出資を含め、アグスターの現在の配当政策を合併後の法人の組合員に拡大する。

組合員による所有と統制を継続する。

FCSの会員資格は維持する。

現在の事務所網と2つの組合の融資担当者による継続的なサービスを維持する。

新組合名は「アグスター金融サービス」とし、ネブラスカ州オマハに本店を置き、アグスターのCEO（最高経営責任者）と、アグスターとFCSAの現在の理事から選出された執行チームが経営の任にあたる。

この提案は、これまで25年にわたるFCS内の大規模合併を踏襲している。これによ

ってFCSの貸付組合数が大幅に減少した結果、数州にまたがる区域の組合から、多数の小組合がある州にまでに多様化し、その資産規模は組合によってかなり異なる。アグスターは、総資産規模で全組合の上位10%内に入るという意味では大手であるが、FCSAはそれ以上に大規模な組合である。

アグスターの狙いは、これまでの合併と同様に、規模の利益を実現し、より一層のリスク分散をはかり、新設組合の組合員に提供するサービスを強化することにある。また、その提案は、公共的役割をもつ貸付組合を所有・統制する組合員を重視する姿勢を明らかにしている。

(2) アグスター提案の評価

この合併提案は、次の2つの観点から評価された。

第一は、貸出内容での補完である。

先に述べたとおり、FCSAが不動産抵当貸付金に集中しているのに対して、アグスターは運転資金など短期貸出が大きな割合を占めている。短期融資に強みをもつアグスターがFCSA区域に拡大することは、ミネソタとウィスコンシンにおける酪農、養豚および穀物生産者向け金融を強化することにつながる。また、地理的に隣接した位置関係と気象条件の違いは、リスクを分散する効果をもつ。

第二は、資本政策である。

アグスターの資本は、配分剰余金と非配分剰余金とを組み合わせているが、FCSA

は後者のみである。アグスターによるこれらの資本の配分は、利用配当による回転出資の形で行われている。これは、現在の借り手である組合員が現在の出資と投票権を保持する、という協同組合原則を反映していると評価されている。

連合組織の役割を果たすFCSの銀行は、銀行を所有する組合に資本を配分しているほか、若干の組合も組合員への利用配当プログラムを確立している。しかし、アグリバンクの管内では、98年に開始されたアグスターの利用配当プログラムが唯一であった。このような考え方の違いが、合併の帰趨に影響を与えたのである。

(3) 新組合の姿

アグスターが提案した合併後の姿を示したのが第2表である。

まず、アグスターの提案は、ラボバンクの提案金額を上回る6億5千万ドルをFCSAの出資者に支払うとともに、アグスターの組合員向けには出資金の調整を行うとしている。このためには、合併時に15億ドルの貸出金債権をFCS内の他の機関に売却する必要がある。

第2表 アグスター・FCSA合併の財務効果
(2003年12月末残高)

(単位 百万ドル, %)

	アグスター	FCSA	合併後の組合
純貸出金	2,371	7,084	7,955
総資産	2,537	7,634	8,671
総負債	2,197	6,340	7,587
純財産	340	1,293	1,084
自己資本比率	13.41	16.94	12.50

資料 第1表に同じ

貸出金売却後の合併総純資産（86億7千万ドル）は、アグスターの資産にFCSAの資産を加え、15億ドルの貸出金売却を差し引いたものである。総負債（75億8,700万ドル）は、2つの組合の負債合計額に現金配当に必要な6億5千万ドルを加え、15億ドルの貸出金原資である負債の返済と1億ドルの優先出資を差し引いたものである。合併後の貸借対照表では、自己資本比率が12.50%と、03年末のアグスターの単体比率を若干下回るが、FCAの規制は満たしている。

ここで注目しておきたいのは、合併提案にも貸出金の売却が含まれていたことである。わが国の農協合併ではみられない動きであるが、アメリカではこのような資産売却がよく利用されるとともに、その受け皿役は他のFCS機関が担っているのである。

4 主要な論点

(1) 組合の剰余金は誰のものか

FCSAの買収・合併をめぐる論点は多岐にわたるが、主要なものは次の2つであると思われる。

第一は、組合の剰余金はだれに帰属するか、という問題である。それが組合員であることには異論がないとしても、どの時点の組合員なのか、は難しい問題である。それは加入脱退の自由とからむ問題である。

FCSAの収益の大部分は、過去20年以上にわたって、非配分剰余金に計上されていた。この剰余金は、個別組合員に結び付け

られることはなく、最終的には現金で返還する義務として貸借対照表上に計上されているわけではなかった。これらの非配分剰余金は、協同組合が事業を続ける限り返還する必要がないという意味で「永久」自己資本として機能した。しかし、清算時には問題が生じるのである。

誰が非配分剰余金を所有するか、という問題については、次の5つの解答が示された。すなわち、現在の出資者、剰余金の造成に貢献した過去の出資者、今後とも事業を利用しようとしている将来の出資者、FCSにとどまる他の組織、そして初期のリスク資本を制度に提供した連邦政府である。これについての公式見解は示されておらず、議論は混迷したまま結論はでない。

(2) 政策上の論点

今回のFCSAをめぐる動きが提起した2つ目の論点は、アメリカ経済におけるGSEの役割という公共政策に関する問題である。

FCSは、GSE性をもつ金融機関の先駆けである。住宅金融の世界でこれに範をとったのがファニー・メイとフレディー・マックであり、住宅資金貸出についてのセカンダリー市場を大きく伸張させた。逆に住宅金融での仕組みを農業金融に導入したファーマー・マックは、各種金融機関が組成した農業不動産貸出金の流通市場を提供し、固定化した貸出の流動化に貢献している。

一般にGSEは、政策目的に寄与するとい

う公益性をもつがゆえに、明示または暗黙の公的な保護・支援をうけるとともに、公的な監視対象とされるなどの制約を受けている。このようなGSEの特質を前提とすると、その一部を分割して売却することが可能なのかについて、2つの問題が生じる。

ひとつは、政府の保護を受けて発展してきたGSEとしてのFCSの一部機関が、脱退料という一時的な負担だけで離脱することができるのか、である。というのは、FCAの規則は明らかに売却を想定していないからである。

もうひとつは、もしFCSAが脱退して民間の貸付会社になった場合、FCSAの管轄区域内の農業者などが望めば、FCSは新たな貸付組合を同じ地区に設立する義務を負っていることである。公益性の高いFCSのサービスの利用は平等でなければならないからである。このためFCSは、与信システムを作り直さなければならず、そのコストを誰が負担するのか、という問題が生じるのである。

GSEの民営化には先例がある。かつて学生向けの貸付組合であったサリー・メイは、民営化を決定した。これは議会に付議され、96年に認可された。サリー・メイは、現在SLM株式会社と呼ばれ、06年末までの完全民営化にむけた移行期間中にある。このように、民営化問題は、公開討論にかけられて徹底的に分析・議論されるとともに、長い時間をかけて実施に移される。これはFCSも例外ではないのである。

FCSAの買収・合併は組合の翻意によっ

て失敗に終わった。政策面からみれば単にFCSAだけの問題ではなく、FCS全体の基本的な性格にかかわる問題を提起するものであった。であるからこそ、FCSは組織として、売却に反対したのである。

(3) わが国への示唆

以上、FCSAという協同組合をめぐる買収・合併合戦の経緯と論点を紹介した。今回の動きの詳細は明らかでない点も多く、さらに分析をすすめる必要があるが、現時点で、わが国の協同組合の今後を考える際の参考になると思われるのは、次の諸点であろう。

第一は、協同組合もM&Aの対象になりうる、ということである。本稿で紹介したのはアメリカの動きであって、法制度の異なる日本では起こり得ない、という考えもあるだろう。しかし、解散と同時に会社法対象の法人化という手法は、わが国でも可能なのではないだろうか。M&Aは合併と買収による法人の取得であり、合併が可能であればそれ以外の手段も可能と考えておくべきではないだろうか。

第二は、世界でも最も市場主義の色彩の強いアメリカにおいても、協同組合の買収が拒否されたことである。今回の関係者で、ラボバンクの買収提案を支持したのはFCSAの経営者だけであり、FCSの系統組織、FCA（その背後の議会）は明らかに反対し、組合員も反対が多数であったとみられている。そこには、協同組合の役割に含まれる公益性への肯定的な評価があり、政

策として協同組合を育成・活用するという政府・議会の姿勢が貫かれた結果でもあるといえよう。

<参考文献>

- Barry , Peter J. (2004.9.1) "FCS of America's Organizational Choices: Sale to Rabobank, Merger with Agstar, or Status Quo?"
<http://www.farmdoc.uiuc.edu/finance/publications/FCSA%20Rabobank%20Agstar%20choices.pdf> (アクセス日06年3月8日)
- FAQs in "Understanding the Proposed Sale of Farm Credit Services of America"
<http://www.econ.iastate.edu/rabobankbuyout/> (アクセス日06年3月8日)

- Farm Bureau (2004.9.10) "Rabobank Buyout of FCSAmerica"
<http://www.econ.iastate.edu/rabobankbuyout/> (アクセス日06年3月8日)
- Kohl, David M. and Penson, John B. (2005-1) " Changing Face of Agricultural Lending " CHOICES, 20 (1), pp.5-6.
<http://www.choicesmagazine.org/2005-1/lending/> (アクセス日06年2月7日)
- Jolly , Robert W. and Roe, Josh D. (2005-1) " Selling a piece of Farm Credit System " CHOICES, 20 (1), pp.19-24.
<http://www.choicesmagazine.org/2005-1/lending/> (アクセス日06年2月7日)

(専務取締役 田中久義・たなかひさよし)

