

第 23 回 瀬川基金記念シンポジウム

「グローバル M&A 時代の日本企業」

日 時 平成 19 年 12 月 6 日 (木)

場 所 大阪市立大学文化交流センター

(大阪駅前第 2 ビル 6 階)

主 催 大阪市立大学証券研究センター

第 23 回 瀬川基金記念シンポジウム

「グローバル M&A 時代の日本企業」

- 18:30 開 演
総合司会 西倉 高明（大阪市立大学大学院経営学研究科 教授）
主催者挨拶 中本 悟（証券研究センター運営委員会 委員長、
大阪市立大学大学院創造都市研究科 教授）
- 18:35 講 演「M&A で変わる日本企業 ―最近の事例からみる―」
町田 英一（野村証券株式会社、シニア・マネジメントアドバイザー）
- 19:15 休 憩
- 19:20 講 演「グローバル M&A と日本企業の課題」
森田 章（同志社大学法科大学院研究科 教授）
- 20:00 休 憩
- 20:05 質疑応答 講演者を交えて
- 20:25 終わりの挨拶
総合司会 西倉 高明
- 20:30 閉 会

第23回 瀬川基金記念シンポジウム

「グローバルM&A時代の日本企業」

西倉： それでは第23回瀬川基金記念シンポジウムを開催します。私は今回の司会を仰せつかりました経営学研究科の西倉でございます。証券研究センターの運営委員でもあります。本年度のテーマは『グローバルM&A時代の日本企業』でございます。寒い中、皆さん方多くの方にお越しいただきました。ありがとうございます。初めに主催者側を代表しまして証券研究センターの委員長で、今回のシンポジウムの企画の責任者である本学大学院創造都市研究科教授の中本からごあいさつを申し上げます。



西倉 高明氏
大阪市立大学大学院
経営学研究科教授

中本： ご紹介にあずかりました証券研究センターの運営委員長の中本でございます。先ほど、司会者から申しあげましたけれど、大変慌ただしく、また寒いなか多数の方に来ていただきまして、ありがとうございます。この証券研究センターについて少しだけ紹介させていただきます。



中本 悟氏
証券研究センター
運営委員会委員長、大阪市立大学大学院
創造都市研究科教授

この証券研究センターというのは、本学の前身である大阪商科大学高等商業部の卒業生で1959年～68年まで野村證券の社長をされていた瀬川美能留さんの寄付を基金として、1981年12月設置されました。この証券研究センターの大きな支援のもとで、大阪市立大学は証券・金融の研究を進めてまいりました。その一環としてこういうシンポジウムを毎年やっております。23回まで回を重ねて今日に至っているわけでありまして、今日のテーマは「グローバルM&A時代の日本企業」です。連日新聞等で報道されているように日本にも本格的なM&Aブームが到来しております。こういって本日の講師の町田さんから「M&Aはブームじゃない。日常茶飯事に起こるんだ」と言われるかもしれ

ませんが、いずれにしてもM&Aというのは今日の日本では避けては通れない波になってまいりました。そこでM&Aが起ると日本の企業経営、あるいは企業社会、企業を取り巻く経済社会がいろいろ変わってまいります。そういうことについて今日は素晴らしいゲストスピーカーを2人お招きしてお話を聞いた上で、なるべく時間を取ってディスカッションをしたいと思っております。

それから申し遅れましたけれど、今日の第1番目の講師である町田さんは野村證券から来ていただいておりますが、実は本学は野村證券とかなり深い関係でございます。野村證券の創始者である野村徳七氏の大阪市への寄付金でもって経済研究所ができました。現在、それを記念いたしまして野村記念室が経済研究所棟にあります。その中には野村徳七氏の胸像がございます。先ほどお話を聞いたところでは、今のところ世界にこの胸像は5つしかないということです。野村證券とは、この9月に本学と包括的な協力をするための協定を結ばせていただいております。いろいろとまた、私ども証券研究センターとしても企画等を考えてまいりたいと思いますので、今後ともよろしく願いいたします。以上、シンポジウムに先立ちまして一言ごあいさつを申し上げます。ありがとうございました。

西倉： 司会からシンポジウムの進行について簡単に申し上げます。

まず第1報告が、だいたい40分ぐらいでしょうか。そのあと5分ぐらい休憩をいたしまして第2報告のお話を聴きます。それからまた5分休憩をいたしまして、最後の残り20分ぐらいで今日の報告者の方々、そしてフロアの方々からのご質問を交えて、有意義なディスカッションをしたいと思っております。それでは第1報告に移らせていただきます。

まず、町田英一先生による「M&Aで変わる日本企業—最近の事例から見ると—」でございます。少しプロフィールをご紹介させていただきたいと思っております。町

田英一先生は本学とも非常につながり深い一橋大学商学部をご卒業後、野村証券に入社され、ドイツやイギリスの野村証券の現地法人に勤務され、それ以降も専ら海外業務を中心に歩んでこられました。M&Aについては国内だけではなく国外についても非常に詳しいお方でいらっしゃると思いますので、有意義なお話が聴けるのではないかと思います。

それでは、町田先生よろしくお願ひいたします。

第1 報告

「M&A で変わる日本企業 —最近の事例からみる—」

町田： ありがとうございます。町田英一と申します。私は野村でこの仕事を 17 年ずっとやっています。M&Aにつきましてはかなりのケースを見てまいりました。自分でもいろんな案件を手掛けております。ちょっと自慢っぽいですけれど、よくテレビに出るとか本を書けとか言われますけれど、私はそんなことをやらないほうがいいのではないかなと思っています。ただ、たぶん業界の人は、結構私のことは知っているのではないかなという感じはしております。

それから、今だいたい 40 分間ぐらいを頂いたのですが、さっき先生ともお話したんですけども、40 分って話すほうは実はものすごく短いんですね。あれもお話したい、これもお話したい。ただ、お聴きになるほうは結構長いんですね。ですからこの辺の調整をしながらお話しさせていただきます。

先ほど瀬川さんの名前が出ましたけれども、皆さま方、先月の日経の「私の履歴書」に関心を持ってご覧になった方がおられればありがたいです。あれは野村の田淵節也、実は野村から 4 人目なんです。野村という極めて昔の株屋ですが、「日本経済新聞」の「私の履歴書」に今まで同じ会社から 4 人書いたといひますのは、実は 2 つの会社しかないのです。どこだか想像できますか。歴史が極めてある大会社、経団連の会長を輩出している会社、東芝です。東芝のもちろん石坂さ



町田 英一氏
野村証券株式会社
シニア・マネジメントアドバイザー

ん、土光さんです。重厚長大のイメージです。片や大阪から成り上がった、いわゆる株屋。こういう人間が実際に 4 人も書かせていただいている。これが私ども野村のちょっとした宣伝でございます。

一応レジュメに沿いましてお話ししてまいります。極力私自身がお手伝いをした案件のお話をするほうが皆さま方にとって、よりリアルにお聞きいただけるのではないかなと思ひ、そんなことは意識しております。

最近の日本企業の M&A の事例

まず、レジュメの 1 ページ目、四角の 1 番です。皆さん最近本当に不祥事が多いと思ひませんか。テレビを見ますと直立不動で謝罪をする。この連続です。上場会社にとって実は不祥事は本当に怖いというのを、皆さんご理解をより深めていただければと思ひます。最近何が起こったかといひますと、山一証券は不祥事でつぶれてしまったんです。日興コーディアルグループは、不祥事で株価が暴落した。そこへ Citi がチャンスとばかり入ってきて、実際に Citi の会社になってしまいました。不二家、不祥事があつたんですね。山崎製パンが実質買ってしまった。直近ですと加ト吉。あの加ト吉、あの加藤さんが本当に心血注いでつくった会社がもう既に J T の会社なのです。不祥事というのは、本当に会社が売られてしまうぐらい大きなダメージがある。これがある意味で、現在起こっている M & A の本質なのです。株価がたぶん割安になった、そこに多くのお金が集まって買いに行く。これが現状ではないでしょうか。

だから皆さん方の会社は、もし上場会社におられるとしたら、皆さん方の不祥事、例えば仮に女性にいやらしいことをしてしまつたり、それが複数ありますと「朝日新聞」がドーンと書きます。株価が恐らくかなり下がります。そうすると皆さん方の何人かの不祥事で会社を買収される、こんな時代になってきたのです。私はこれもひとえに株主の変化によるものだと思ひます。皆さんよく東京証券取引所と言ひますよね、東証と言ひます。大証もそうですが、何となく東京ですから日本だと思ひますよね。ところが、釈迦に説法ですが、今、東証で日々の取引の何と 6 割がいわゆるノン・ジャパニーズです。皆さん方じゃないのです。東証で成立している取引の 6 割は、外国の人たちが付けてい

る値段なのです。皆さん方はどんなに頑張っても、今の力では外国人のパワーには勝てないのです。そういう人たちが日々6割売ったり買ったりしている、これが東京株式市場なのです。何となく、東京、大阪と名前が付いていますから、日本人がやっているかというところでもない、これが現状でしょう。

それで、1年終わってみて株主名簿を閉めると、何と28%、29%が外国人の株主。そういう意味では買収だとか合併だとか、彼らの意向で行われるというのは当然のことではないでしょうか。ですから、M&Aがどんどん増えたといいますが別に驚くことでもないし、まあ、そんなことではないかと思っています。

そして、四角の2番目ですが、私はずっとこの仕事をやっていまして、やはり年間MとかA、Mというのは合併 (Mergers)、Aは買収 (Acquisitions) ですが、年間何と3,000件です。3,000件というと300日で割ると1日10件。今日新聞をご覧になった方は、日経には2件か3件、「日刊工業」やいろんな新聞を見ますと、だいたい合計1日10件。ですから今日皆さん方のかかわるところで1件起こっていたとしても、何の不思議もないということです。1日10件、日本のどこかの会社が、MだとかAだとかをやっているということです。年間3,000件というのはそういう意味です。3,000件成立するということは3,000件売る会社があるということです。3,000件売らなかつたら3,000件の案件は成立しないということですから、ものすごく日本でやはり売る会社が、あるいは売らざるを得ない会社が増えているという、その裏付けといえますか、数字の意味するところはそういう気がします、その辺いかがですか。

これはいろんな理由があるのですが、私はやはり1つは、日本の少子化がすごく大きいと思います。私自身団塊の世代に生まれました。276万人生まれた世代です。去年は107万人しか生まれていないんです。そうしますと、市役所も学校も大学も276万人用に箱を作っているのに、使う人が107万人しかいなくなるということです。この160万人分は内需でいこうとしたら余ってしまうのです。だから市町村の合併だとかあるいは内需型の会社、例えばスーパーのダイエーがおかしくなってしまうのは当然のことで、ニチイ、マイカルがなくなってしまうのも当然のことではない

でしょうか。長崎屋、そういえばありましたよねと。ですから内需型というのはやはり身の丈に合わせる、そういうことで再編・統合が行われるのは仕方ないこと。銀行もそうなんです。富士とDKBとIBJが一緒になってみずほという銀行になりました。そうしないと276万人用につくった、我々の世代のためにつくった組織が107万人しか使う人がいないという、これに対してどうするかということ、これが日本のM&Aの特質です。合併や買収によって企業の数のある程度減らしていかないとしょうがないのではないかと。これが一番大きな理由だと思います。

2番目に、これも皆さんには釈迦に説法になりますが、1989年、今から18年ほど前にベルリンの壁が突如として崩れました。大騒ぎしました。私はたまたまそのときロンドンにいて、「日本の株を買ってください」ということをやっておりました。そのときは、忙しくてあまり意味が分からなかったのです。ただ最近、あのベルリンの壁が壊れたことというのが自分の生活にもものすごく大きな影響を及ぼしたのではないかと、とても感じるのです。あれによって世界の経済のメカニズムが、かつてあった計画経済というのが、中国やソ連がやはり自由を求めたためになくなってしまったのです。だから全部、世界の経済のメカニズムというのは、いわゆる市場経済になってしまったのです。それになかなか私自身は気が付きませんでした。全部、世界のメカニズムは今、ロシアもそうですし、中国もそうです。違う経済のメカニズムは北朝鮮だけです。国家が管理して国家が計画をして民間に卸すというのは、あとは全部市場経済です。皆さん勝手に作って勝手に売る。国境なんか無い。そうすると、日本というのが一番中国と近かった、中国からモノがどんどん安く入ってくる、それに対して高コストの日本では、「いや、日本は違うんだ。日本は違うんだ」と言っていたら、たちまち会社がつぶれてしまった。ということが行われたのではないのでしょうか。

会社は誰のものか？

つまり申し上げたいのは、先ほど冒頭で申し上げた外国人の占める日々の出来高が6割。日本というのは、日本語を話す国民ですけれども経済的には日本なんて全然もう特殊な国ではないですよ。従って海外のル



ールがどんどん入ってきますよ。その流れにのっつてライブドアのホリエモン、楽天の三木谷さん、ソフトバンクの孫さん、村上ファンドの村上さん、要するに彼らは、「海外ではこういうルールですよ。アメリカでは左側通行なんです。日本が右側通行なのはおかしいじゃないですか」と。1つの例えですが。

アメリカでは世界の経済が1つになったときに、やはり強者のルール、アメリカがルールを作ったんでしょね。B I S規制というのはまさにそういうことではないですか。アメリカ用のルールを作って、それを世界に下ろしていったのです。日本が一番その当時しんどかったものですから、銀行が一番それによって再編・統合を進められてしまったのでしょうか。そういう意味では本当にアメリカのルールは世界を席巻していると言っても過言ではないでしょうか。

その一番大きなルールの元が、いわゆるコーポレート・ガバナンス、すなわち「会社は誰のものなのですか？」という問いかけなのです。日本ではそんなことはあまり考えなかったです。私も考えなかったです。会社は社長のものだったのです。エピソードなのですが、会社に入りまして、運動部出身だったものですから、新人のころ株主総会の直前に呼び出しが掛かったのです。我々と同じようなのが20~30人呼ばれて、人事部長が、「いいか、おまえらの役割はこの株主総会の一番前に陣取って、嫌な株主が出てきたら反対する、押さえる。それがおまえらの役割だぞ」と言われたの

です。社長を守るんですね。これはつい直近まで行われていた大会社の株主総会です。そういう中で生まれ育ってきたものですから、会社って株主のものなんて、私は正直思いませんでした。会社というのは社長のものなんですね。社長を守るのが我々社員で、こういうある意味での習慣というか、当たり前のごとく、つい最近まで行われていたじゃないですか。それに対して、「おかしいよね。会社って今世界をずっと見たら株主の発言ってもっとないとおかしいよね」と気付き始めたのが、アメリカをよく見て勉強してきた村上さんだったのです。彼がいち早く「社長さん、東京スタイルの社長さんおかしいですよ」と、「あんたのやっていることって何かとにかく独り占め、わがままだけじゃないですか。株主のものをもっと考えてくださいよ」というその提言が一番初めにきて、そのころはまだやはり日本というのは壁が厚かったですから、「あんな村上みたいな若造が何言っているんだ。昨日ぽっと出のやつがうちの会社の株を持って、『さあ、株主の権利を』なんて、とんでもない」というのが、ついこの間、4、5年前の話じゃないですか。ですからその辺から、会社は何となく株主の意見を聞かないとうまくいかない、ということが認識され始めたということですね。これが、私は日本でのM&Aの実際のスタートではないかと思っています。

インド鉄鋼会社ミタルの M&A 戦略のインパクト

そういう中で、皆さんこの四角の3番をご覧ください。去年ご覧になった方は多いと思いますが、ミタル、これはインド人のミタルという人がアルセロールという会社に敵対的なTOBをかけたのです。ミタルといいますのは、新聞記事がここにございますので関心がある方はあとでちょっとおさらいをしておいてください。案件のエッセンスは、ミタルは世界一の鉄鋼会社ですが安物しか作れない。そして第2の鉄鋼会社、アルセロールという会社が隣にあるのです。そこは結構高級な自動車用の鉄鋼ができるのです。それで、「うちは駄目な安物しかできない会社。でも量は一番できる。あの会社と一緒にしたらすごくいい組み合わせだ。補完関係があるよね」と言います。そしてそのつもりで社長に話をしたら、「いやいや、あんたのところを買われたら私は副社長になってしまうじゃないか。私のプライドはどうするんだ」と。例の同じことですよ。それで、この1位のミタルの社長さんは、「あんたね、会社というものはあんたのものじゃないんだよ。あんたの株主に聞いてごらんよ」と言って下ろしたんです。そうしたらアルセロールの株主は、「なるほどこれはいい組み合わせだよ。でもあんな安い値段じゃ私はあまり賛成しない。値段を上げてくれれば賛成する」。上げたらみんな賛成なんですね。そうしたらこの敵対的な買収が成立したのです。これは、つい去年の、ここに日付がありますけれど6月の末に起こったことなのです。

これを見てびっくりしたのが、さあどなたでしょう。新日鐵の三村さんという社長です。新日鐵の三村社長と私は時々雑談をさせていただく仲なのですが、どういふ方だと思いますか。もう次はほとんど、だいたい経団連のなにがしですとか約束されている方です。権力もすべてある。会社は自分の言い成りになる。それがずっと日本の会社のトップだったのです。その新日鐵の三村さんという方は、この間NHKの買収防衛の番組をご覧になった方がおられるかもしれませんが、とても神経質になってらっしゃるんですね。大変失礼なんですけれど。要はミタルにアルセロールみたいな手法で、TOBをかけられたら、ひょっとして買われ

てしまうかもしれない。なぜならば、このアルセロールはそういうふうになってしまったじゃないですか。株主が賛成してしまったんですね。新日鐵の株主は自分の経営戦略を支持してくれるのでしょうか。ここから日本の大きな意味での、株主というのは大事にしないとやばいよという感覚が目覚めたということではないでしょうか。

ですから今、三村さんをはじめとして新日鐵がやっていますのは、毎週個人の株主を集めてバスに乗せて、工場見学をさせて説明をして、「うちの社長の経営戦略というのはこうです。皆さん変なところが買ってきて私の会社の社長を支持してくださいね」というキャンペーン、これをIRと言うのですが、毎週やっているということがテレビでも報じられていました。新日鐵の社長さん、日本の会社で恐らく本当に超トップ中のトップの社長さんも安閑としていられないのです。これぐらい会社というのは株主に対して説明をきちんとしないと何が起るかわからないという、そういう事例がこの事例なのです。これが起こって本当に私も日々いろんな会社の社長さんとお話をさせていただいていますが、やはり感覚的にはものすごく変わりました。「うちは今のままでいいのだろうか」「今のままで成長できなかったとしたらどうすればいいのだろうか」と。「本当にそうした場合、合併をしなくてはけないのだろうか」、「買収されないといけないのだろうか」、「チャンスがあれば買収をしたいけれども」、といったお話がでてきます。

敵対的 M&A の舞台裏

次の新聞記事の王子製紙のところを見ていただけますか。ミタルの買収というのが、これが6月26日、2006年だったのです。この「王子が敵対的TOBへ」という記事がございますが、これが7月の24日に発表されたのです。私自身が、結果として大失敗だったのですが、この王子の社長のアドバイスをやりました。ここに記事の中にも一部、野村證券ということが出てくるのですけれども、私自身一橋出身で、この篠田さんという社長が私よりも2年先輩なのです。彼が昭和44年(卒業)です。比較的親しいお付き合いをさせていただいていました。やはりこの年、去年の3月ぐらいに、さあこれから紙の世界はどうなんだろうかと、や

はりグローバル化はしてきます。先ほど申し上げたベルリンの壁がなくなって、やはり中国から紙がどんどん入ってくる時代になってきたんです。かつて紙といえますのは、やはり重たいですし、しかも単価は安いですから、海外から入ってくるとその輸送コストとかで、何となく国際商品になりにくかったのです。ところがものすごく生産コストが安いところが作れば、輸送コストを掛けても日本でも結構ペイしてしまうのです。こういう状況になってきて、さあ王子の社長として、これはどうしたらいいんだらうかと。安売り、安売りできたわけですね。やはりある程度再編・統合をどんどん進めていかないと、会社として株主に何とも説明できなくなってきたという状況でしょうか。

いろんなことがあるんですけども、我々も北越を相手の会社として相当いろんな角度から分析をしました。よく我々みたいなアドバイザーをFA（フィナンシャル・アドバイザー）というのですが、フィナンシャル・アドバイザーというのは直訳すれば何というのでしょうか、財務アドバイザーといふふうに訳すのでしょうか。我々が買収や合併のアドバイスをするのは、主としてもちろんFAとしての財務的なアドバイスなのですけれども、それにプラスした戦略なんです。例えば、どういう手順でどういうふうに関係、合併を進めていくか。どういう方法を取れば相手を説得できるのか。まさに、戦略のアドバイザーということなのです。私どもはあえてここではフィナンシャル・アドバイザーという立場をものすごく強固に出したのです。どういう理由で王子と北越製紙が一緒になったら、株主にとってどれぐらいメリットがあるのか、それを全部数字で出した初めてのケースなのです。ただ、なかなかそこまでは去年の日本の市場では理解されませんでした。どちらかといいますと、何かでかいのが小さいのをいじめにかかってきたというキャンペーンを北越が取りました。結果として北越製紙は、いわゆるホワイトナイトといいたらうか、三菱商事に駆け込んで、駆け込むという言葉はあまりきれいじゃないですが、お願いをして、「三菱さんとあのかい王子が我々を買収にかかってきている。何とかちょっと助けてくれないだらうか」というふうなお話があったと私は思っています。その場にいませんから分かりませんが、観測ですけれど。

それで結果として市場よりも安い価格で三菱商事に24.4%の第三者割当増資をしてしまったのです。結果として株数が24.4%増えてしまいますのでなかなか買収がやりにくくなってきたということで、この時点で既にこの王子と北越の対戦といいたらうか、負けを私自身は覚悟していました。ただ、初めてのケースです。もちろん村上ファンドが阪神を買収しにかかったというケースがありますが、実質本当の産業界、重たい産業界のトップが第5番目を買収しにかかる。そういう意味では実業界では初めてのケースだったのです。我々は本当に、死ぬほど考え抜いてやったんですけど、結果としてはなかなかうまくいかなかったということがございました。ただこれは非常に日本の株式市場にとっても、日本のM&Aの歴史にとっても、私はいい意味で影響を与えているのではないかと思います。やはり株主をどう処遇するかということも、もっと議論されるべきか、そんなきっかけになったと思います。

それから、時間の都合で(3)のマネジメントバイアウト、これについては飛ばしましょう。四角の4番をご覧ください。これは日本では先ほどから申し上げていますように、敵対的TOBといいたらうか、相当いろんなところで新聞紙上やマスコミをにぎわせています。ところが皆さん、実は先ほどの王子、北越製紙を含めて日本では敵対的と称される買収は1件もうまくいっていないのです。1件もうまくいってないです。これは本当に日本の市場の不思議さだと。私はたまたま先週までニューヨークにおりました。いろんな人たちと年末12月に入って意見交換をするということが目的だったんですけども、日本の敵対的な買収というのはなぜうまくいかないのだらう。これが大きなテーマです。

いくつかの例をご覧くださいますと、皆さんご記憶にあると思いますが、村上ファンドが阪神を買収しにかかった。阪神は「本当は阪急は嫌なんだけれども、でも村上よりはいいね」と。そしてそういう意味では阪急がホワイトナイトというふうに表示されますが、「しめしめ」ですよ。ドン・キホーテというディスカウントストアがありますが、ドン・キホーテが、近くに自分の手元にオリジン東秀というお弁当屋があったらいいだらうということで、このオリジン東秀、お



弁当屋に敵対的にTOBをかけたんです。そうしたら案の定オリジン東秀は、「ああ、あそこ嫌よ。何かドン・キホーテって品が悪いし」というふうに言ったのではないのでしょうか。そこへイオンです。ジャスコが「しめしめ」と来たんじゃないのでしょうか。さあタイミングが来たよと。前からジャスコ=イオンは、「このオリジン東秀っていい会社だねと。イオンのお店の中にオリジン東秀という弁当屋があるとすごくお客を呼べるんだよね」という相乗効果でしょうね。でも、このドン・キホーテがTOBをかけなければそのままいられただけです、オリジン東秀は。ジャスコ=イオンが「しめしめ」なんです。ですからホワイトナイトというのはイコール「しめしめナイト」なんです。

そして、AOKI、フタタってありますが、AOKI、フタタも、もう皆さん記憶にだいぶ薄れている方が多いと思いますけれども、実はAOKIがフタタ、これは九州が地盤ですが、TOBをかけたんです。AOKIは売り上げ1,000億円。ライバルの青山が2,000億円ぐらいなんです。特にAOKIに取っては九州地域が弱いんです。この九州というのは主としてコナカが筆頭株主だったフタタが押さえているんです。ですからいい組み合わせだろうと。「うちと一緒にしたら、コナカさんいいよね」と言ったら、やはり何となく根回しが不足していますとコナカさんは「ううん、ううん」ですね。「それだったらコナカのほうがいいわ」ということで、コナカが「しめしめコナカ」になったわけですね。これがまた同じような例です。

スティール・パートナーズのブルドックソース M&A 戦略

さあ、スティール・パートナーズです。悪名高きスティール・パートナーズです。このスティール・パートナーズが、明星食品、明星食品というのは比較的割安だったんじゃないですか、それで株を買って、そしてTOB、全部買いたいと言ったわけです。明星食品は、本当は日清食品と一緒にいたくなかったと思いますよ、私いろいろお話ししましたけれども。さあ、そういう中で、じゃあなぜ日清食品なのかといいますと、スティール・パートナーズよりもまだ日清のほうがいい、というこの感覚です。これも「しめしめホワイトナイト」ですね。

もちろんスティール・パートナーズいわく、「明星食品にTOBをかけた我々がそういうふうにはリスクを取ったから、日本のラーメン業界・食品業界の再編が進んだんだ」なんて言って結構威張っているんです。それも私は一部認めます、確かにそういう部分はあります。ただ皆さん、こんな状態でスティール・パートナーズごときに甘い汁ばかり吸われてなるものかということで、次に出てきたのがブルドックソースなんです。

これも若干自慢話になってしまうんですけども、このブルドックソースの池田さんという女性社長、私たまたま1週間ちょっと前に彼女と次の戦略をということでいろいろなお話をしました。ブルドックソースは105年の歴史なんです、大阪ではイカリソースを一

昨年買収したのでご記憶の方がおありかと思えます。このブルドックにスティール・パートナーズは、割安感というのがあったのですけれど、目を付けて株を5%ぐらい買ったのです。それを持つと、今年の4月ぐらいにスタートしたんですけれども、TOBをかけてきたわけです。その前に明星食品、ラーメンについては「しめしめ」ですよ。安いところで買って持っていてTOBをかけてきた。そしてその値段よりも上で日清が買ってくれるわけですから、その日清が買ってくれるものに対して自分が持っている株をぶつけるわけですから。スティール・パートナーズは「しめしめなにがし」じゃないでしょうか。もちろん同じことをまたやるんだろうなというふうに、我々はブルドックについては思いました。

ブルドックソースについてはここにコピーが、その次のページにありますけれども、西村あさひという法律事務所に岩倉先生という方がおられるのですが、新進気鋭の40歳ちょっとの先生ですが、この岩倉さんは岩倉具視さんのお孫さんです。この岩倉さんと私はたまたま結構長いお付き合いですから、2人でタッグマッチを組みまして、このスティール・パートナーズがまたブルドックソースにTOBをかけてきた、明星食品と同じことを考えているに違いないということで、先生と「これはちょっとあまり野放図にしておくともまずいんじゃないでしょうか」と、そういうコンセンサスが我々のチームの中にも出てまいりまして、じゃあどういふ方法で敵対しようかということに焦点が集まったのです。

幸いなことにこのケースでブルドックソースに対して、スティール・パートナーズが何を言ってきたかという、これがちょっと稚拙だったんです。彼らいわく、もちろん英語ですが、「私はブルドックソースの経営だとか、ソースだとか、全く関心がない。ソースなんか何でできているかも知らない。関心もない。ただ、ブルドックの株が欲しいんです。しかも全部欲しいんです」というのが、このTOBの文章のだいたい40ページぐらいありましたか、べらべらと書いてあって、我々もつたない英語で、眼鏡をかけてこうやって徹夜で読み込んだんです。要は何で株が欲しいのかといいますと、通常であればTOBをかけるときは、「私はこの会社を買ってこういう事業計画で今の経営者が考え

ている株主の価値よりももっと増やしてみせます」と、そういう論調であるべきなのです。ところが、スティール・パートナーズはなぜかそういう論法ではなかったのです。ここが私は今でも実は不思議なのです。要は経営に関心がない。日本の経営者に私は教育をしてやるなんて報道がされましたよね。皆さんとても記憶がおありだったと思いますが。私はあの一言がやはり相当アンチ・スティール・パートナーズという感覚を引き起こしたかと思えます。ここは括弧付きですが、「日本の経営者はばかだから私が教育してやる」というようなことを、彼は公然と、これぐらいの方々の前でしょうか、記者もいる、アナリストもいる、関係者もいる、その前で言ったというのが報道されて、旗色は相当我々に変わってきました。

ただ、もちろん会社というのは株主のものという原理原則を我々も持っていますので、「さあ、社長」と、「株主総会、これが株主の総意を諮る場ですよ。株主総会で特別決議というのにあえて挑戦しましょうよ」と、通常であれば取締役会の決議で済むのです。あるいは総会でも過半数の決議があればそれで通る。

「でもやはり絶対的なマジョリティという3分の2の賛同を得て、それでそのスティール・パートナーズを濫用的買収者というふうにしましょうよ」ということで6月24日の総会に臨んだんです。くしくもこの6月24日といいますのは、何と私の誕生日だったのです。私も朝から、10時から始まったのですが、結構朝早くからそわそわしまして、前日のリハーサルもあったんですけれど、行って、ずっと裏方でモニターを見ながら社長が何て言うか、そして岩倉さんが、質問が来ますと社長に答弁を書くんです。これぐらいの紙ですか、皆さん総会をご覧になっていると思いますけれど、これぐらいの紙を30枚か40枚用意しておくんです。裏方で弁護士デスクの我々が、質問が出てきたときに適切な答弁をするように、ここに社長が見られるモニターがあるのですが、我々が答をばっばっばと書いて載せるんです。そうすると社長がこの辺のモニターを見ながらこうやって答えるんです。結果としては株主の83%の賛同が得られたのです。

感動的だったのはYさんという株主なのですが、株主番号が確か1038番、私は結構鮮明に覚えているんですけど、その方が紛糾したときにすっと立ち上が

って、「1038番Yです」と、「今までずっと聴いていたけれどもスティール・パートナーズのこの買収の理由というものに私は絶対に承服できない。彼らに会社を買わせたら経営をどうするか何も説明しない。単に株が欲しいという株主に、皆さん渡していいんでしょうか。私は池田社長を支持します。皆さんいかがでしょうか」と。全然打ち合わせもないんですよ。そういう発言がこの1083番のYさんという方からありました。あとで伺うとこのYさんは、本当に憤りを感じたそうです。とにかくソースなんか関心もない、経営に関心もない、ただ株が全部欲しい、それで買収価格を上げるんです。こんなことが本当に通っていいものかどうか。もちろん皆さん賛否両論おありかと思えますけれど。当然、何でそのスティールにお金を渡してということについても議論はあるんですけど、ただ、それをやらないと裁判に勝てないんです。裁判で一番負ける理由といますのは、やはり買収者が損をしてしまった。経済的に損をしてしまった。その事実がありますと、やはり裁判官は、株主に損をさせるというのはまずいじゃないか。ですから損をさせないように彼らがああまあ言いたい値段で買い取ってあげたということでしょうかね。それに対して、私も証券界におりましたので、またスティール・パートナーズに一部のお金を渡すのかという議論はありましたが、結果としては濫用的買収者と、最高裁が基本的には認定して、彼らは退散したと、そんな経緯がありました。

私も本当に60年目の忘れられない誕生日といいたいでしょうか、総会が終わったあとはその池田さんという社長がひそかに、何とケーキを用意してくれました。私はやはり大好きなんです、経営者のお一人として。女性だからというわけではないです。本当に確固たる信念、経営者というのはああいうふうに本当に、ぶれない、揺れないというんですか。時々やはりぶれますよね、あれだけ世間を騒がせて毎日毎日自宅に記者が来て、いわゆる張り込みされるわけですよ。そうしますと、これだけ騒がれてどうなんだろうかと、やっぱりどなたでもぶれますよね。ああいった渦中に入ってしまうと。でも彼女は一切ぶれずに毅然たる態度で、「会社を守りたいんです」と、「そのために助けてください」ということで、識者が集まってそんなふうになったという経緯がございます。

重要性増す株主への説明責任

ちょうどこれで私の持ち時間約40分が終わってしまいました。時間の計り方が下手でなかなか難しいのですが、最後に皆さん、この最後のページ、新聞のコピーをちょっと見ていただけますか。これはある日の「日経金融新聞」です。日付が今年の2月27日。皆さんGEという会社、元ジャック・ウェルチ、今はイメルトというCEOが経営しています。GEというのはとにかく利益率を高めて、一番高株価を意識して、一番時価総額を高めていくんだ。自分のやっている事業というのは世界で1位か2位でないとやらない。3位以下の事業というのは譲渡してしまって、とにかく強いところに集中する。日本の経営者の経営スタイルの1つのがみと言われたのです。あとでご覧いただければよろしいのですが、この記事が「GE、株価不振でIR強化」というタイトルなんです。私はフィナンシャルタイムズの原文も読みましたが、ほぼこのとおりでした。私の感覚では、GEといえますのは毎日IRをやっている会社。株主に対して我が社はこうだと。そのGEが何と言っているか。我が社はIRを年間に300回しかやっていない。「300回しかやっていない」という発言をするんです。これからはもっと自分の会社を分かってもらうために、IRを強化しなくてはいけないという、そのコメントの記事なんです。これが世界で戦う会社の1つの考え方です。

今年、日立が日本サーボというモーターの会社を日本電産の永守さんに譲渡したのですが、私はたまたまそのお手伝いをいたしました。日立側のアドバイザーということで永守さんといろんな交渉をしました。ちょうどその調印式の発表のときに、日立の古川社長と日本電産の永守社長がおられて、会見が始まる前に10分か15分ぐらいちょっと雑談の時間があつたんです。私はこの記事のコピーをご両者に持っていきました。永守さんは、もうご自分の会社ですからIRというのはプロ中のプロです。「皆さんが大事なお金を私に預けてくれたんだ。私はそれを増やす義務があるんだ。私の役割は社長として皆さんが預けてくれた大事なお金を増やす。これが私のミッションなんだ」と言うのです。日立の古川さんが、この記事を見たときにそこに秘書がいました。「おれは年間何回IRをやっているか

な)、「社長、4日間です」これが日立なんです。

私は今でもそのシーンを本当に忘れません。何てい
いましょうか、皆さんこの新聞のFのところをちよっ
と見ていただけますか。「日立、グループ再編加速」、
「子会社の日本サーボ、日本電産に売却」というのが
あります。この日付が今年の3月14日です。私が申し
上げているのはこの日です。この日に先ほどの2月27
日の新聞記事をお見せしたのです。そうしたら先ほど
の話でした。日立はやっぱりもうちょっと株主に対し
て理解してもらおう努力をしなくてはいけないというの
は、そのころからの私の日立に対する強いリコメンデ
ーションであるということなのです。

まだまだお話したいことが山ほどあるんですけど、
時間がまいりました。私のつたないお話をお聴き
いただきまして、本当にありがとうございます。今後
ともぜひよろしく願いいたします。ご静聴ありがと
うございます。

西倉： 町田先生、どうもありがとうございました。
非常に臨場感があり、さすがに現場で修羅場を体験され
ている方のお話だったと思います。それでは少し休憩
を入れたいと思います。もし町田先生のほうにフロア
からご質問があるということであれば、皆さん方のお
手元に質問用紙がございますので、ぜひ書き込んでお
渡しいただきたいと思います。

西倉： もうすぐ3分たって第2報告が始まりますけ
れども、ご質問ないですか。これはいい機会ですから
どんどん聞いていただいたほうがいいと思いますけれ
ども。きわどい質問は……いいですよ？ いいとお
っしゃっていますよ。よろしいですか。

第2報告を始めたいと思います。第2報告は森田章
先生から「グローバルM&Aと日本企業の課題」とい
うことでお話を伺います。森田先生は、神戸大学の大
学院法学研究科を修了されておられます。現在では同
志社大学の法科大学院の教授、もちろん法学部の教授
もしておられます。企業買収とか、それからコーポレ
ート・ガバナンス、金融商品取引法ということを専門
にしておられます。ここからは少し理論的なこともお
話していただけたらと思います。それでは森田先生よ
ろしく願いいたします。

第2報告

「グローバルM&Aと日本企業の課題」

森田： まず、レジュメを
配っていますので、僕はそ
の2枚のレジュメを基にだ
いたいご案内させていただ
きたいと思います。先ほど
分かりやすくビビッドに町
田さんのほうからお話があ
りましたように、こんにちでは企業買収ということが
非常にやりやすくなりました。会社法があまり固いこ
とを言わなくて、それいけどんどんといえますか、企
業を売るとかあるいは資産を売るということがやりや
すくなっていると。それから合併にしましても合併先
の継続する存続企業の株をやらなくてお金を渡してし
まって、はいさようならといつて追い出すというよう
なこともできる。キャッシュ・アウト・マージャーと
言っていますが。とにかく非常に簡単になった。



森田 章氏
同志社大学法科大学院
研究科教授

TOB (株式公開買付け) とは

さっきもお話に出ましたけれど、日興コーディアル
証券が Citi に買収されるという話があったと思いま
すが、そのとき Citi はお金は出しません。株を発行す
るだけです。株を発行するというのは印刷すればしま
いですね。印刷して株を出してそれで会社が向こうに
買われてしまうということになるのです。そのときに
株価でいきますから、株価というのは純資産価値とは
違うんです。期待値だから。だからさっきおっしゃっ
たように、逆に言うと純資産価値があっても企業に不
祥事があると株価はどんと下がってしまいます。たた
かれてしまうわけです。それと同じように逆に Citi
がものすごくいい経営をやっているといえれば純資産価
値よりもはるかに高い値段が付いている株価で、その
値打ちで買収してしまうというようなことが可能にな
ってくるということで、非常に会社法では企業買収が
しやすくなっているということが言えると思います。
そういうことで日本も本格的な、企業買収の時代がや
ってきたと言えるかと思います。

それでそうなると会社法としては、ガバナンスとい

いますか会社の経営というのは今まで、さっきのお話ですと社長がやってきたというだけけれど、それと同時にお話にあったように新日鐵の三村さんというのは従業員の代表者でもあると、こういうふうにおっしゃっているんですね。ですから、要するに日本では労働者が会社を経営し、そして株主の利益より従業員の利益を大事にやってきたではないかと、そして中長期的経営でやってきたと。たまかな特徴としては、そういうことが言えるのではないかと思います。そういうガバナンスの在り方、つまり株主の利益なのか従業員の利益なのかとか、そういう企業経営について会社法としてはどういうふうを考えればいいのですか、というようなことが問題になってきていると思います。ですから現象面としては買収がされやすい。そして企業価値が下がると買収されやすい。それは一番端的なのは企業成績がよくない、経営者がサボっている、そうすると株価は下がる。そういう会社は狙われやすいというのが一番典型です。

そしてそればかりではなくて、不祥事が起こったら必要以上に株価が下がりますから、それも狙われるということです。そういう意味ではそれを学者の間では、資本市場によるコントロールと言うのです。つまり、会社の経営が下手したら皆買いに来て、おまえどけと行ってどかすと。それが健全なマーケットメカニズムだと、こういうふう言うんです。それが資本市場のコントロール機能だと。どの経営者がいいか悪いかということは市場が決めてくれると、こういう考え方があります。そういう考え方でアメリカはずっとやってきました。それで、日本は今やっと、だいたい会社の売り買いがしやすくなったということが1つと、世界経済が、町田先生もおっしゃったようにグローバル化して、世界中が市場経済でいくようになってきたというようなこととか、そういうようなことから日本にもそういう流れがやってきたと思うのです。

具体的に言うとアメリカは公開買付というのが一般的です。公開買付というのは、皆さんは株を買うときに証券会社に注文しますね。それは市場取引と言うんです。証券取引所で取引するんです。そうではなくて公開買付というのは、「皆さん、おれに株を売ってください」と言うんです。新聞広告を出して、「A企業さんの株主さん、皆さんはこのたるい経営に納得している

のですか？これは私が入って改善しますよ。だから株を売ってください」、とこういうふうに言って全株主さんに向かって新聞広告で言うんです。それが公開買付という制度です。ですから証券市場を通さずに相対取引という取引です。ですから、直接私に売ってくださいと言うんですね。もちろん受付事務はどうするかというと、それは野村証券とかに頼んでそこでやってもらうんですよ。ですが、買い手は私、売り手は皆さん株主さんという直接取引。それが公開買付です。

株主構成と企業経営の日米比較

日本ではそういうやり方というのは今まであまりなかったのです。企業買収のために株を買うというのは昔もあったのですが、それは市場でちょっとずつ買ってきて。それである程度20%、30%、40%になってやっていくというやり方は、これは昔からよくやっています。戦前からもあるやり方です。でもその公開買付というやり方は、本当にごく最近までほとんどありませんでした。証券取引上はだいぶ前から制度としてはあるんです。でも誰もやらなかったのです。それが最近の、今日お話しになったように、日本でも公開買付というのが起こるようになったのです。

それがアメリカではしばしば行われているのです。アメリカでは例えば96年度では165件、97年度は234件、98年度は259件という株式公開買付が行われているのです。だから、日常茶飯事のように公開買付が行われているわけです。それは逆に言うとターゲットにされたところは「おまえのどこ、経営おかしいちゃうんか」、「株価が安いよ」ということを言われているわけです。ということは、経営を下手すると乗っ取り屋がやって来るといって恐怖のもとで経営をやっているわけです。アメリカはそういうふうです。それはなぜ起こるかということですね。

それで皆さんにお配りしました3番目の「資本市場と株主構成」というのを見てほしいのですが、アメリカではいわゆる相互保有というのがないのです。株式保有比率は、個人が約50%、銀行が0.3%でほとんど持っていません。そして保険が5%、年金基金がもっと増えていると思いますが、それが30%。要するに80%ぐらいが個人株主だと思ってもらっていいのです。個人株主は配当をもらうのが楽しみです。それで配当



が悪かったら、「経営者、おまえは何してるのか」と言
って、「おまえらペケだ」と、こういうふうになりやす
いんです。

ところが日本を見てください。日本は個人は 23%、
銀行が 22%、保険が 17%、それから非金融企業、要す
るに系列メーカーみたいなもの、それが 23%持って
いる。合わせたら銀行、保険、非金融業でだいたい 6
割持っている。ただこれは、ちょっと数字が古いので
町田さんが見ればおまえ何言うてるねんと怒られそう
だけど、今は銀行はあまり持っていたらしんどいから、
どんどん売っているんです。だから売った分を外国の
ファンドが買っているんです。だいたい日本は今 4 割
ぐらいまで下がっていると思います、相互保有は。で
すから今までは 6 割持っているから少々外国人が来て
も平気、6 割は皆安定的に経営者に賛成してくれるわ
けですから。ところが、今の日本では銀行がだいぶ放
出しましたし、それから非金融企業でも業績を一生懸
命上げないといけないのではということで、株を売る
というような動きがあります。こうしてアメリカと日
本を比べて、日本はすごく後進国なのかと私は思っ
ていたのですが、ところがドイツを見てください。ドイ
ツは個人が 17%で日本よりも少ないぐらいです。そし
て銀行が 10%、保険が 12%、大きいのは非金融企業
42%なんです。要するにこれも 6 割押さえているので
す。まあ言えば相互保有です。

ですから今日おっしゃっている話は間違いないと思
うのですが。だいたい株主権は会社へお金を出すわけ

です。出したお金はおれの金ですよ。それが会社へ
入ると。じゃあおれはどないなるねんというのと、もし
も自分のものなら使用・収益・処分というのができる
のです。所有権というのは。そこでおれが寝ようと、
そこで畑にして耕そうと、おれの勝手ですね。それが
使用。そこで例えばイチジクの木が増えてイチジクの
実がなれば食べればいいわけです。収益もできると。
そして処分、人に売ることもできると。使用・収益・
処分ができるというのは所有権の三権能です。

そこで会社へお金を出して株主権になったら、どう
なるのかということ、自分で使うことはできません。会
社で企業経営のために使いましょと出したわけです
から。それをどんなふうにするのかということ、おれら
が選んだ人が使いますということになって、使用権能
の代わりに代理人を選ぶということなのです。それが
取締役を選ぶということです。議決権行使で。それで
得た利益を皆で分配しましょというのが配当請求権
です。それから、もう嫌になったら売りますというの
は、それは株式の譲渡自由の原則と、だいたいこうな
っています。ですから株主が会社のオーナーとして、
所有みたいな三権能がある。ですから、株主から経営
者が「おまえちゃんとやらんか」と言われたら、それ
は経営者はやめないといけません。そうするとどんな
株主さんがおられるかということが大事になると思
うのです。だから株主構成は僕はキーポイントだと思っ
ています。

そうすると、アメリカは個人株主で配当を必ずよこ

しなさいという株主さん。ところが日本やドイツは中長期で頑張っって利益を上げていきましよう、系列取引でお互いに競争して開発していきましよう、こういう考え方でいっている株主さんです。そういうことで、株主の支配から逃れるということではできませんが、誰が株主かということを選べるのではないかと思うのです。

僕もコーポレート・ガバナンスの専門家だと一応思っているのですが、コーポレート・ガバナンスの議論というのはやはりアメリカで最初起こっているんです。それは、最初はロッキード事件です。それで向こうはニクソンが辞めて、日本は田中が辞めたんです。そのあと日本は昭和 56 年の商法改正で自主的監視機構というのを強化して、会社法で厳しくやりましようと言ったのです。ところがアメリカは 50 州の会社法がありまして、そんなの皆競争でうちの州へ来てくれとばかり言っているから会社法を厳しくするということではできませんでした。それでガバナンスを何とかうまくできないのかということをして SEC（証券取引委員会）が中心になって考えて、社外取締役を入れろとか、そういうことをしてきたのです。それでその 90 年ごろのアメリカのガバナンスでの議論はどんな議論だったかという、年金基金というのがありますが、公務員退職年金基金のようなものですが、そういう機関投資家は中長期で利益が欲しいと。だから今年の利益が悪くても、5 年ぐらい待ってあげるから頑張らなさいと言ってくれたんです。そしてアメリカの企業は息を吹き返したんです。それで中長期利益を追求ましようというようになって、そういう年金基金みたいな機関投資家が出てきて、アメリカは中長期経営ができるかもしれないということになったのです。

ところが日本でコーポレート・ガバナンス議論を聞いたら、町田さんもそうなのかどうか知りませんが、株主の利益を最大化でいきましようと言って短期的利益の追求ばかり言い出しているんです。全く違うことを目的にしてコーポレート・ガバナンスを議論しているんです。これをどう見るかです。

日米ではまず株主構成が違う。それは 1 ページの下に書きましたように、例えば株を 100 発行していても、その 100 の金を全部生産活動に使えないんです。相互保有するから。他社の株も持たないといけないでしょ

う。そうすると 100 発行しても 3 分の 1 しか使っていないというのです。ドイツもそうだ。ということは 100 の金の運用効率としては非常に悪いです。ほかの会社の株を持っているから、その金で。でもドイツと日本は悪い 3 分の 1 と書いてあるんです。アメリカは 100%使っていますと。そういう意味でコストも掛かっているということは確かです。それで次の 2 枚目の方に移ります。

日本はそういう株主構成のおかげもありまして中長期経営をやってきて、追いつけ追い越せで頑張ってきたと思うのです。それで、新日鐵の例も出されましたけれども、例えばトヨタ自動車は GM に勝つのかという話になってきていますよね。アナリスト的にはどういうふうなのか私にはよく分かりませんが、トヨタは GM に勝つのか。僕が小学生のときには、日本には日本製の車はなかったですよ。タクシーもシボレーとかダッジとかフォードとか、そういうのでした。日本の車なんてなかったです。それが何で GM に勝てるのかと、非常に不思議です、はっきり言って。そういうのができているのは何でだ。トヨタ自動車の株主構成は 6 割がやはりきっちり相互保有だからです。それでお互いに一緒に「おまえのところも頑張れ」と言うようなものです。トヨタが偉いのは、決して利益で安穩としていないところですね。しょっちゅう改善、改善とやっていますね。そうやっているからこそ、例えばイギリスの経営学の先生は日本の経営は素晴らしいと言っているんです。ガバナンスでは日本企業はアホみたいに言われていてですよ。

日本の経営がいいのに違いないと私は信じているんです。ただ、グローバル化のなかで、僕は経営学のことはよく分かりませんが、経営学者の伊丹さんが日本の経営の問題点を書いています。人事の悪平等だ。そりゃあそうですよね。もう、皆同じように扱ってきたんですよ。トップマネジメントの力が足りない。そりゃあそうですよね。それは当たっているなど。それから、フロントランナーになったのにリーダーシップを取れるやつがいなくて、こういうふうになっているわけです。それで日本の成功は企業内民主主義の徹底であったとか、平等に機会を与えて現場主義で、おもんばかり社会でコンセンサス社会だ。これが日本をよくしたんだ。とこういうふうになっているだけ

れど、同時にそれは今言ったようなリーダーが足りないとか、そういう問題が出てきていると、こういうふうであります。

確かに日本は、バブルのときに日本の企業はちょっとめっちゃくちゃしましたね。お金をいっぱい変なところに使ったり。そのときに株主の利益のために使ったというのであれば、こんなめちゃくちゃはしなかったかもしれません。ですから、そういうふうなこともあったと思います。そういうことで日本もちょっと良くないことがあったと思うんですけども、アメリカは逆に言うと株主の短期的利益の追求ばかりしてきました。ですから、中長期投資ができない。そして経営がどんどん、日本のトヨタ自動車なんかに負けてしまうというようなことが起こったということです。

日米構造協議と日本の会社法の改定

それで、僕は会社法の勉強をしているんですけど、会社法は1991年から急速にアメリカ化されました。1991年は何があったかといいますと、日米構造問題協議というのがあって、その報告書が出た年です。そのときにアメリカ側は日本に対して株主の利益を大事にするような会社法にしろと命令しました。それで株主の代表訴訟というのがありますが、あれを提起しやすいようにしると、帳簿閲覧権は10%を3%にしろとか、要するに株主の利益最大化で行け行けと日本に圧力をかけまくってきているんですよ。そのとおりに日本は会社法を改正してきました、一昨年の改正でとうとうアメリカン・スタイルになりました。それが会社法の改正の歴史です。

それで、言っているのかどうか分かりませんが、それはアメリカの日本たたきの戦略だと、僕は思っています。それで会社法ではいったいどういうふうに来てきたかという、私の習った超偉い先生方、大隅健一郎とか鈴木竹雄などの偉い先生は会社法というのは株主の利益のためにもあるけれども、債権者のためとか、社会公共の株式会社であるから、そういう公共性を担ったものが株式会社であるという認識をされておりました。ところが1991年以降の日米構造問題協議の路線にのったのか、自民党が97年に会社法による株主利益最大化原則の提言というのをします。会社法は株主の利益最大限のために動くべきだということを

自民党法務部商法に関する小委員会というのが、そういう提言したのです。つまり政策的に株主利益最大化でいきましょうということを言うてくるのです。

それで、買収もしやすくなるし経営者の責任の追求もしやすくなるしというふうで、今までの大隅健一郎とか鈴木竹雄などの法学者、あるいは我々が、考えもしなかった株主利益最大化原則ということが97年の自民党の提言というようなことも踏まえて、会社法にそれを色濃く反映させるようになってまいりました。

その株主利益の最大化を強調するということは具体的にはどうするかというと、例えば株主の利益に関する開示を非常に強化しました。セグメント別の業績開示と言いまして、どの部門でどれだけもうかったのか言えということです。全体でどれだけもうかったかで今まで来ていたのです、どんぶりです。全体でどれだけもうかったかといって、ああ、もうかっているんだと、ではその金でちょっと人材もいるからベンチャー的なことをやってみようかといってやって、うまいこといくかないか子会社にやらせてみようかとか、そういうふうにして多角的経営をいろいろやっていたんです。それは本来なら株主さんにお返しすべき金だったかもしれません。ですからそれを例えばセグメント別の業績開示ということを要求しますと、そういうことがしにくくなります。「ここでこれだけ使った、ここでこれだけ使った、ここでこれだけ使った。そうすると新たにこんな企画してやろうとしていますねん」、「それ、何でそんなことするねん」とか、そうなりますよね。ですから、そういう意味で非常に株主の利益がどうなっているんだということについての開示が厳しくなりました。ということは会社が従業員のためにとかといって、コングロマリットの事業展開とか子会社戦略とか、今まで割と平気でやっていたものができにくくなります。

それからまだ採用されていませんけれども、もう法改正は済んだんですけど、四半期報告書の導入といって四半期ごとに利益を示せと言うのです。四半期というのは3カ月ごとですよ。3カ月ごとです。学生に僕も言うんですよ、「君ら英語の勉強しなさい。3カ月たったらどんだけよくなったか言うてみる」、といたってそんなに英語は上手にならないです。違います

か。企業経営もそうじゃないですか。3カ月たったらどれだけよくなったかといったら、できることはただ1つリストラです。リストラはすぐできますよね。だからアメリカはリストラの連続だったんです、ある意味では。こんなこと経営も分からないのに偉そうに言っていると、あとで町田先生に怒られるかもしれないけれど、僕はそう思っています。

つまりリストラ、リストラの連続しか短期的に利益を出す方法はありません。だから私が昔、イエール・ロー・スクールという立派な学校に留学したのですが、そのときに習いました、「フィナンシャル・ストラクチャーをいじる」ということです。要するにエクイティ（株式）で調達するか、デット（社債）か何かで調達すると、例えば一株当たり利益がどう違ってくると、それをいらしたら一株当たりの利益が上がったといって経営者が、やった、ハッピー、ハッピーと、こうなるんです。そういうので会社がよくなるはずがありません。それを僕が留学したのはもう今からもう30年前ですけれど、ずっとそうなんです、アメリカは。それがコーポレートファイナンスという授業でフィナンシャル・ストラクチャーをいろうという、そんなことばかり言っていたのです。

そうしたら僕もそんなに経営のことはよく分からないけれども、例えばトヨタがレクサスを売るのを見ていたら、車を作って、販売店を作って、そして本命のレクサスを売るまでにスモールレクサスみたいなのを売り始めて、いろいろ時間もかけて、まあ5年以上かかっていますよね、プロジェクトとしては。そんなものじゃないですか、新しい製品開発をしたら。それを毎年毎年、四半期で利益を出せと言われてたら、そりゃあできません。だから、土光さんのときは確か僕の記憶では四半期報告書を日本に導入するなんてとんでもないと言って怒っていたわけですよ。ところが今の財界は何を考えているのか知らないけれど、とにかく四半期報告書OKになっているんです。

変貌する日本のコーポレート・ガバナンス

そういうことで私が言いたいのは、会社の利害関係者、債権者とか従業員のことも考えて会社を運営しましょうよと言っていたのが会社だったと思うんですけ

れども、それがいつの間にか株主利益の最大化をしないといけないうんと言われるようになってしまいました。そのうえいろんな制度も株主利益の最大化に向けてやると。一番のエポックメイキングは、僕のフィリングですから野村証券のほうから見られるとどうか分かりませんが、日本でストックオプションを入れたという、あれがエポックメイキングですね。それまではナッパ服を着て、ホンダの社長もナッパ服を着て従業員と一緒に工場で飯を食って、「おい、君か、おう、やろう、やろう」とか、そういうふうに使っていた。ストックオプションを入れたらアメリカでは経営者は利益を100億円とか取るんです。さすがに日本は100億円取っているところはないけれど。まあ、言えば、従業員とはちょっと違うんだよと。つまり資本家と経営者は一体なんですよと。従業員と経営者とが一体なのが日本です。それがアメリカは株主と経営者とは一体なんです。ストックオプションという制度はそういうことです。株主の価値を上げることが目的でやりなさいと、そういうふうな制度を日本に導入したんです。かなり抵抗ありました。なかなか導入しませんでした、日本も。けどどうとう導入しました。だから、ストックオプションというのはご存じのように株価が安いときに、100万株か10万株買う権利をあげますと言って、来てくださいますと。それで頑張ってくださいたら株価は上がるでしょう。上がった時点で安いときの株価で株をあげますから売却益を取ってくださいますと、こういう制度です。

それは要するに株主の利益と経営者の利益とは一致するんです。従業員の利益とは一致しないんです。そして悲しいかな、僕のゼミ生も企業に就職しますが、30代でもリストラに遭っていないけれども、リストラのように毎日毎日いじめられている。こんなので日本はどうなるんだと、こう思っています。だから日本の大事なことを忘れ去られるようなことをしてしまった。アメリカを怒らせたんだと思います。それはだいたいロックフェラー・センターなんて買いにいからですよ。あんなことしたら、そりゃあ怒ります。僕はそんなふうに使っています。ですからアメリカから1991年の日米構造問題協議ではっきりと日本の会社法の改正を要求しています。それを我々は忠実にやってきていると。ただ、それだけでやったのかどうか



知りません。それは日本もバブルで失敗して、自己株も買い戻さなければいけないとか、そういうこともしなければいけないようになったし、いろんな状況がそういうようなことをさせるようになってきたと思うんですけど、結果としてはとてもアメリカナイズされた会社法になってしまったということでもあります。

ここで、もう一つ言いたいのは先ほどの町田先生のお話にもありましたけれども、もう一つのまやかしというか困る点は、日本放送の事件でホリエモンというのですか、それが問題になりましたけれど、あのときに会社の経営者は企業防衛をしてはいけないというような決定が出たのです。東京地裁で。高裁もそうですけれど。そのときに経営の根幹というか誰が経営するのかという問題については、株主にこそ権限があって経営者風情にはそういう権限はないんだと、こういうような言い方です。権限分配論といいまして支配権の帰趨は総会が決めるべきものだと。経営者が決めるべき問題ではないと、こうはっきりと言ったわけです。

ところがアメリカでは株主の利益はとても大事になると皆宣伝されているでしょう。そのアメリカではそんなことはないんですよ。だからそれも私としては非常に納得がいかない点であります。アメリカで1930年代ごろに議論がありました。つまり1929年に大恐慌が起こったんです。そして失業者の山になりました。そのときに会社経営者は株主利益の最大化も大事だけれども、従業員を救ってあげないといけないから従業

員のためにもやっていいのではないかと議論したのです。そうしたら、それを言ったのがドッド先生というハーバードの先生で、バーリーというコロンビアの先生が、「ちょっと待てと、それは駄目だ」と言ったんです。なぜかという、もしも今期利益率が低かったら、「何でだ」と言われたら、「いや、従業員のために考えたからです」というような答が出てくるかもしれない。そうすると、会社経営者のパフォーマンスを測定するのは利益基準でないと分からなくなってしまいうから困る。しかもアメリカではその労働問題は労働立法しました。ストライキ権とか団結権を与えるので、そっち側で解決しろ、国家が解決すればいいので企業は株主の利益最大化でいきましょうという議論が出たんです。ですからアメリカでは日本と違って株主の利益最大化というのでやってきたんです。だから個人株主にも利益をいっぱい出すというのが当たり前だということでやってきたのです。

ところがアメリカでも30州の会社法は、例えば典型的にはミネソタの州会社法ですけれども、「取締役が職務遂行する場合、会社の最善の利益を検討するときには、会社の従業員、顧客、供給者、債権者の利益、州の経済および地域的かつ社会的配慮、中長期利益を短期的利益も同様に考えればいい」ということで、短期的利益は駄目だとは言っていないですけど、中長期利益で考えても構わないというような規定を入れてまして、これが根拠で取締役には裁量権があって、例

えば敵対的買収で株主利益の、例えば村上ファンドみたいなのがやって来たときは、あいつらをどかせろと、駄目だといって防衛策を取れるというようなことを言っているわけです。それがポイズンピルというような形になっているんです。ところが日本では、さっきのブルドックのときでも日本の一番優秀な野村證券ですら株主総会の決議を欲しがっているのです。そんなこと間違いです、本当は。取締役会で決めればいいことです。それを株主総会に権限を持っていくというのが間違いだと思っています。

だからそういう意味で日本の経営者は、何も自分のところがターゲットにされただけではなく、日ごろの企業経営から、町田さんもおっしゃっていたけれど、意識がだいぶ変わってきましたと。まさにそうなのです。株主の利益最大化のために動かないといけないという意識で動かざるを得なくなっているのです。TOBにかけられたりするの数は少ないです。しかし今私が言いましたように、セグメント別情報の開示とか、四半期の開示とか、それから権限分配論とか、経営者に裁量権がないんだとか、利益最大化でいかなければいけないということを宣伝することによって、日本の会社は従業員のクビを切るというふうになっていざるを得ないという状況になってしまった。

でもそれは間違いだと思っています。それを戻すのは日本はまだ戻れると思います。というのは、株主構成が相変わらず相互持合いが4割ぐらいはまだあるわけだから。ただ、トヨタもそうらしいですけども、グループを組んで安穩としているというのはよくないです。トヨタもグループを組んで、しかも切磋琢磨している。そういうふうならいいかもしれません。ですからバブルのときの反省もあります。日本の企業はもしも社長のためだけでやっていたら、あんなふうになったんじゃないかと言われれば、そういうふうなことがあったと言えるかもしれません。だからそういう意味では、株主の利益最大化ということの意義は十分にあると思いますけれども、そうだからといって日本から中長期的な株主利益というものの重要性を否定するようなことがあってはいけないと思っています。だから私は、株主利益を大事にするということは大事だと思っていますが、株主利益の最大化という表現はよくなくて、企業価値の最大化とか、そういうふう言うべ

きではないかと思っています。

どれだけのことを皆さんが認識されているか知りませんが、私は一法律学者としてアメリカ法をずっと勉強してまいりました。そしてアメリカ法はとてもすてきな感じがすることも多いです。正直言うと。自由ですし、いろんなことができるし、マーケットメカニズムも大事にするし、と思いましたがけれども、「じゃあそれでアメリカ企業が成功していますか」と言いたいです。そうすると、こんな時代でも日本は日本なりにM&A時代を迎えても、それを日本なりの工夫によって株主利益というものを考え直していくべきではないかと思う次第でございます。

前の人が迫力のあるごつい話をしたから、私もちょっとついついそういうふうで応じるようなごつい話ばかりでございますが、一応これで私の話を終わらせていただきたいと思います。ご静聴ありがとうございます。

西倉： 森田先生、どうもありがとうございました。コーポレート・ガバナンスというのはやはり法律的な側面もあるし、経営学的な側面もあるし、あるいは日本・アメリカ・ヨーロッパのあいだでも大きな違いもあるし、今日はその歴史的な背景ですね、どういう形で生まれたのかというのが非常に大事ななということ認識させられました。どうもありがとうございます。

それではご質問用紙を回収したいと思いますので、またこちらのほうに持ってきていただけますか。森田先生に対する質問があればぜひこちらのほうにお持ちください。

西倉： それでは再開させていただきたいと思います。フロアの方々からご質問を受けておりますので、ご質問に答えるという形で始めたいと思います。ここからはモデレーターとして証券研究センター運営委員である創造都市研究科の富永先生のほうにバトンを渡したいと思います。それでは富永先生、よろしくお願いたします。

富永： ご紹介にあずかりました創造都市研究科の富永と申します。どうぞよろしくお願いいたします。では、会場の皆さまから寄せられました質問をもとに



富永 千里氏
大阪市立大学大学院
創造都市研究科准教授

質疑応答を進めさせていただきたいと思います。まず、最初の講師の町田先生に対するご質問で、やはり最初のお話でインパクトが強かったのでしょうか、外資に関するご質問が結構来ておりますので、こちらからお伺いしていきたいと思います。

「外資ファンドが狙う日本の業種または、対象企業というのはどういう特徴があるのでしょうか。あるいは、外資企業が標的にする業種、対象企業というのはどういう会社でしょうか」というご質問です。よろしくお願いいたします。

町田： 私は8時過ぎてマイクを持ちますと演歌っぽい感じになりますので、今や、質問だとか我に返りましてお答えします。

皆さん、今年の5月からあれだけメディアが大騒ぎした外資による株式交換。時価総額で、世界の業界のトップ企業を、日本企業と比べますとだいたい10倍ぐらいのイメージになりますよね。例えば薬ですと、武田薬品がだいたい時価総額が5兆円ぐらいですか。ファイザーとかジョンソン・エンド・ジョンソンはだいたい30兆円とか。5兆円VS30兆円。6倍くらい。ですから本当にファイザーが武田薬品を欲しいと敵対的に買おうとすれば、今5兆円のタケダを例えば倍くらいで、プレミアム100%で、たとえば10兆円で株式で買えるとするると30兆円の時価総額の会社が10兆円ですから買えないことはないんです。ただ、もちろん敵対的に買おうとすれば株主総会の3分の2の賛同が必要ですから、なかなか敵対的に株式交換でなんていうのはできないです。

今、申し上げたかったのは、あれだけ大騒ぎをした外資による株式交換による参入というのは、実は5月以降、起こったのはたった1件なのです。冒頭申し上げた日興コーディアル。Citiが株式を日興コーディアルの株主に割り当てて、キャッシュを使わずにCiti

という会社の時価総額で日興を買収したのです。だいたいこの金額が1兆7,000億円ぐらいでした。あの天下の日興が1兆7,000億円ぐらいで、まあそのあとサブプライム問題で結構Citiの株価は下がりましたよね、だいたいCitiが30兆円ぐらいの時価総額を持っているとイメージしてよろしいんじゃないでしょうか。30兆円の時価総額企業が、日興を1兆7,000億円で買ったという、こういう構図です。

ですから通常やはり外資はでかい。ものすごくでかいと思っただけです。そのために、先ほどの私の話の中で、GEがなぜ300回ではIRが足りないのかということ、きちんと会社を評価してもらって株価が評価されないと時価総額が下がってしまう。下がってしまったら買収されてしまうんですね。だから、経営者というのはとにかくきちんとした経営をしてきちんとした利益を出して、たぶんイメージとしてはROE(株式資本利益率)を高めて、それによって株価を高めて、そして株主にもうけてもらう。あまり私はアメリカを礼賛するわけでもないんです。会社って誰のものか。たぶん会社って皆のものですよ。従業員のものでもあるし、株主のものでもあるし、いわゆるステーク・ホルダーと称される、お金を貸している銀行のものでもありますし、従業員、取引先、全部のものです。ただ、あえて1番に挙げるとすれば何だと。じゃあ2番と1番の差はどれぐらいあるのかと、まあ変な話、そういうたぐいの話を日々しているということです。私は会社は従業員のものだと思っているんです。従業員が一生懸命やってくれなければ会社なんてよくなるわけじゃないです。よくならなかつたら株主だって、株価も上がりません。配当だって出ないです。やはり従業員がいかにかやる気になってくれるかという、そういうことだと私は思っています。

今のご質問で、例えば外資、日本に入ってくる、どうなんだということが1つ大きなことなんです。やはりこれは皆さん、例えば1,000株の投資と会社全体を買う投資と、何か違うところありますか。皆さんも、たぶんあの会社って割安だから大事なお金を出すんですよ。大事なお金を出して、この経営者だったら増やしてくれるかもしれない。基本的にはそういう投資の欲望があるから会社って成り立つわけです。損してもいいなんて、明日下がる株を、さあ今買いますかと

言われて買う方は、この中に誰もいないと思いますよ。ただ、日本ではいるんですよ。本当にその会社の経営者から、「お願い。助けて。あなたが今日1,000株買ってくれないとこの会社って駄目なんだ。あんたとは長い付き合いじゃないですか、だから買ってよ」、というふうをお願いしたときには買ってくれるかもしれませんが。それ以外は全く株式投資というのは、皆さんがお考えのとおりだと思います。大事なお金を会社に預ける。社長が夜の銀座で豪遊して、何となく会社のお金を無駄遣いして「会社っていうのはおれのものだよ。おれが社長だから何でもできるんだよ」、と無駄遣いなんかされたら、大事なお金を増やしてくれるとは思わないですよ。

だからそういうふうになんか増やしてくれそうもない経営者には代わってもらいましょうと。でも今まではそういう経営者をコントロールする機関ってないんです。取締役会も、何となく役員にしてくれたのは社長だし、社長が少々わがままやっても何か何も言えないよねというのが日本の長い間の風習でした。だからそんな会社を買収の対象になるというのはごく一般的にあり得るのではないのでしょうか。まずやはり割安に放置されていて、会社の社長が株主のこともあまり考えない、そういう会社ってやはり皆さんだっけとすごく割安だったらすぐ買いますよね。同じことなのではないでしょうか。

ちょっとお答えのピントがずれて長くなっていますが、そんなことでよろしかったでしょうか。すみません。

富永： 町田先生、どうもありがとうございました。では、続いて森田先生への質問です。先生が中長期的な観点で熱弁を振るってくださいましたので、短期ではなく中長期に関するご質問が来ています。「中長期的な成果を重視する経営方針に役立つ株主対策としてどのようなものがあるのでしょうか」というご質問です。

森田： だいたい総理大臣にでもしていただいたらお答えしたい問題なんですけれども、アメリカで従業員持株制度というのがありまして、例えば月に3万円自社株を買いたいというすると、会社はもう3万円出して6万円分の株を買うんです。従業員持株

会が株を買くと。日本で従業員も金持ちになっているのだから株を買えばいいと思うんです。それでそれを、例えばそのときに企業側がその3万円出したのは経費で落とす。もらうほうは3万円もらっても所得税は売却したときに課税されるというような制度をやればいいんですよ。そういうことを全く考えていないというのは僕を総理大臣にしないからだと、こういうふうに思っていますがどうでしょうか。

富永： 森田先生、どうもありがとうございました。そうしましたら資料に関する質問が1件来ておりましたので、こちら、町田先生にご確認のためにお尋ねしてみたいと思います。今日配布されましたレジュメの2ページ目の四角の5番です。

ブルドックソースの件のところですが、「株主総会の3分の2の賛成を持つ意味はゼロ」というふうになっているのですが、これはどういう意味でしょうか」というご質問が来ております。

町田： これは大変申し訳ございません。ミスプリントで、ゼロではなくクエスチョンマークです。会社はやはり株主の賛同を得てということで、3分の2といいますのはやはりほとんどすべての議案というものを通せる。例えば合併だとか買収だとか、会社の連続線が断ち切られる。そういったケースには、やはり株主の3分の2の賛同が必要である。そういう意味で、これはクエスチョンマーク、「3分の2の持つ意味というのはそういうことなんですかね？」ということをお問うとしたことなんです。

それで1つ、あと2、3分頂いて、私がお話しかかったことを申し上げたい。先ほど来、「アメリカの」ですとか、いろんなキーワードがあるわけですが、「日本的なM&A」って情緒的な表現がありますよね。日本的なM&A。実は私は先ほど例を出しましたが、日本電産の永守さん、本当に私はすごい経営者だと思って、尊敬・信頼しているのですが、さっきちょっと申し上げたように、日立グループから日本サーボという東証二部上場の会社を買収しました。永守さんという方はとにかく自分は小型モーターという世界で、この業界で世界のナンバーワンになるというビジョンをお持ちの方なんです。その永守さんが今まで27社買収を



してまいりました。私はたまたまそのうちの3社をお手伝いをしたという経緯があります。

永守さんの日本的なM&Aというのはどういうことなのかという神髄を、私は本当に真横で見てきたんですけれども、彼はよく言うのですが「人を切るということは実はそんなに難しいことじゃないんだ」と。例えば1,000人の工場、会社を買収する。この1,000人の工場の適正な人員というのは例えば500人か600人かもしれない。そういう意味で残りの400人、500人を切るというのは、組合と協議をして「そうしなかったら会社がつぶれちゃうよな」ということで人を切るケースが結構多かった。それは比較的つぶれそうな場合というのはやはり許されてきたんですね。ところが彼はあえてそれに挑戦する、それが自分のM&Aだということです。要は人を切るのではなくて、その人たちに話をしてその人たちにやる気を持ってもらって、その人たちの本当に持っている力を発揮してもらうんだ。これは彼が言う日本的なM&Aというんですね。

彼が会社を買収してその翌日に、皆さんにこういうふうにして集まってもらうときに私も一度その現場にお邪魔しました。何と言うかといいますと、「皆さん、3つのことだけ守ってください。」「すぐやる」「必ずやる」「できるまでやる」この3つを、電話の受付の女性、トイレを掃除するおばちゃん、もちろん役員、職員、全員に、「とにかくすぐやる、必ずやる、できるまでやる。いいですか、これを徹底的に意識してやってくだ

さい」と、こういうふうなお話をするのです。初めはもちろん永守さんという、ある意味では怖い感じのする人が乗り込んできて、何となく「おまえらはばかだ」というふうに言われる可能性がありますよね。でも彼はそうじゃないんです。そういう話をずっとしていつて、あるときこういうことが起こったと、これは私が永守さんから聞いた話で、直接その場にいたわけではないんですが、例えばIBMは日本サーボと日本電産共通の取引先です。私がIBMの営業マンで日本電産と日本サーボに注文を出すとします。小型モーターを使うわけです。ある日例えば日本サーボに私が電話します。だいたい担当者は商売で出掛けていないですよ。そのときに日本サーボの電話に出た女性は、「どこにいるかちょっと分かりません」。すぐやる、「いや、すぐって、探せるかどうか分かりません」。「いや、できるまで……ちょっと忙しいものですから」、「必ずやるって言われましても、そこまでは」。これが日本サーボの対応なのです。といいますのは日本サーボというのは親会社が日立ですから困ったら日立が助けてくれたんです。ミルク補給をしてくれたわけです。

それに対して、日本電産に電話します。そして担当者がいないわけです。受付の女性が何と言うか、「今おりませんけれども、すぐ探して折り返いたします。必ず折り返いたします。お待ちください」というふうに対応するんです。そうすると日本電産の連絡の方がはるかに早いわけです。そうしますと注文を急いで

いるIBMは、まあまあ普通の経済的な条件だったら必ず日本電産にいきますよね。そのほうが必ずやってくれますから。この積み重ねで、要は永守さんがおっしゃっているのは「やるのはあんたなんだよ」と、「あんたが会社をよくしているんだよ」ということを、毎日毎日そういう例を挙げて言うのです。私はそれを聞いて本当に永守さんはやっぱりすごいなと思ったんです。これが彼の言う日本的なM&Aというのです。人を切るのではなくて人にやる気を持ってもらう。

ちょっと話が長くなってしまいましたが、小泉さんという首相がおられました、あの方が郵政の民営化で、政治の話は別に好きでも嫌いでもないんですけども、たまたま私が似たような経営スタイルだなと思ったのは、小泉さんと永守さんの共通項、こういうことなんです。小泉さんは死ぬほど郵政を民営化しようとしてずっと若いときから思っていたと言うわけです。あの人のビジョンなのです。自分でずっと考えていてこれをどうやって実行していくか死ぬほど考えて、そういう立場になったときに真っ先に打ち出したわけです。私は、それまで選挙なんて政治なんてほとんど実は関心を持っていませんでした。自分が持っている1票なんてせいぜい6,300万人ぐらいの有権者のうちの1票ですから、別にどっちでもいいじゃないかと、私がちょっといなくても政治の世界なんか変わらない。でも小泉さんが郵政を問うたとき、「あんたはどうなんですか」と私に聞いたんです。あんたは賛成なんですか、反対なんですかと聞かれたんですよ。私もそこまで聞かれて「変えるのはあなたなんですよ」と言われたものですから、思わず投票に行き行って賛成と書いたわけです。これが私の原体験なんです。

要は、そこまでやるのはあなたなんですよ、というこの感覚ですか。これがやはり日本電産という会社を、少なくとも今まで私が比較的長いお付き合いをしている中ですごくいい会社になっているのではないかという気がします。もちろん会社ですからいいことばかりではありませんよね。そんないいことばかりあるはずはない。当然そうだと思います。でもそういうビジョンというのを持っている会社と、いや困ったら何か親会社が助けてくれるさ、という感覚を持っている社員の会社とはやはり違うのではないのでしょうか。だからそういうビジョンがなくて、何となくどうでもいいと思

っている会社というのは、外資が、例えば買収をしやすという先ほどのお話になるのではないのでしょうか。外資があなたのところを買ったらず1,000人いれば500人は切るよと、でも永守さんは私がやったら一生懸命やるけれど、それでも人が余ってしまう場合は、それは許してくれよという感覚なんではないでしょうか。この違いというのは、私はあるのではないかと思います。

それからもう1つ、私みたいな人間がこういうところにお話をしに来ますと、何となくインサイダー情報というのを皆さん期待するんです。これは、お気持ちはよく分かるのですが、ただ、申しあげましたように日本の株式市場というのは、もはや6割ぐらいが外国人の株主、あるいは外国人の投資家で占められているわけです。基本的にはやはり彼らは1株当たりの利益がどうなっていくのか、会社がどれぐらい株主にリターンを出してくれるのか、そういう感覚で考えていると思います。これは短期的にもそうでしょうし、中期的にもそうでしょうし、長期的にもそうですよね。あまり私は短期志向だけではないと思います。短期がながって行って長期になっていくんだろうなという気がするんです。そうしますとやはり、何といいましょうか、ファンダメンタルズといえますか、例えばアナリストがこの会社をどういうふうに予測していくんだというような方向に、だんだん証券市場の質も変わっていくんじゃないかという気がしています。

私も野村で37年生まれ育ったんです。それでかつては株式の営業をやっていました。そうしますと、「何かあそこが何かやるらしいぞ」、そしてお客さんにコソコソと電話するんですね、「ちょっとあそこが、どうも明日何か発表するらしいですよ。前もって買っておきましょう」と、これは古典的な日本の株式営業のスタイルだったのです。そしてお客さんもそれを喜んだのです。「あ、あいつそうか、そんな秘密の話をおれにだけ教えてくれるのか。じゃあすぐ買え」。これは日本の株式事業の原点だったと私は思っているんです。でもそれは相当昔の話ではないのでしょうか。

今あえて私はこういう話を申し上げますが、例えばある会社とある会社が合併を発表しました。先ほどのアルセロールとミタルのケースを想定していただいてよろしいかと思います。本当にこの合併、この買収が両者にとってすごくメリットがあるということであれ

ば、それが本質であって、それが発表されて、この案件というのは両方にとっていいことなのかどうかというのは皆さんが判断して、そこから買っていいのではないのでしょうか。私は、市場というのはそういうふうに変ってきていると思います。何となく発表する前に言ってよというのではなくて、あえて発表したあと、どういう意味も持つのだと、どういう補完関係があって、どういうふうにこの会社というのは株主に対して報いていくのだろうか、徹底的にレポートを読むなり、ご自分で研究するなりして、その判断で投資をされる。私はこれが本質的な投資ではないかと、だんだん思っているんです。といいますのは、野村證券の私どものチームが、だいたい年間200件ぐらいのM&Aの案件のお手伝いをしています。もう今年はそろそろ終わりますけれども、そのうち、いわゆる株式市場でTOBをかけて買収する案件といいますのを約20件ほどやっています。皆もう、ほんとインサイダー情報の宝庫なんです。私どもは一切気にしていません。本当にあの会社がああ会社を買ったら、よくなるのかどうか。その一点だけを見ているつもりです。アナリストはそういう観点でやはりものを見るんですね。これが世界の株式市場の一番エッセンスではないかと思っているんです。

そんなふうに、もちろん人間ですから、私がこんなこと申し上げても「そういっても、あんた何か知ってるんだろう」、という話になるのはよく分かっていますけれど。まあ、長話をしてしまいました。そんなことだと思います。

富永： 町田先生、どうもありがとうございました。実は最後に「M&Aの今後について」というご質問がございましたので、こちらを取り上げようと思ったのですが、すでに町田先生からお話ししていただいたような形になりました。会場の方からはもっとたくさんご質問を頂いていたのですが、時間の関係でご紹介できず申し訳ありません。これで質疑応答を終了させていただきたいと思います。どうもありがとうございました。

西倉： それでは町田先生、森田先生、どうもありがとうございました。富永先生もどうもご苦労さまでし

た。今日の話は、一方では現場の生の話、非常に臨場感がございましたし、もう一方の森田先生のほうは歴史的あるいは法律家による理論的な立場からのお話でございました。何かばらばらのように見ていましたけれども、実際はたぶん裏表になっているんだろうなと思います。最終的には、私自身の感想としては、やはり何が日本的なんだろう、僕らがやはり日本的なものをガバナンスであれM&Aであれ読み出さなくてはいけないのかというのがメッセージではなかったのかなと思っています。

以上を持ちまして、少し時間を超過いたしました。第23回瀬川基金記念シンポジウム『グローバルM&A時代の日本企業』の終わりとさせていただきます。どうもありがとうございました。もう一度、町田先生と森田先生に拍手をお願いします。どうもありがとうございました。では、閉会といたします。