

昭和三〇年代の買占め熱を顧みる

—日本市場の乗っ取り拒否体質を形成した要因—

小林 和子

若林常務理事 お待たせいたしました。

それでは、ただいまより「証券セミナー」を開催させていただきます。

証券セミナーを開催するに当たりまして、一言お話しさせていただきますと思いますが、日本証券経済研究所では従来、「資本市場を考える会」と、ミニ「資本市場を考える会」の二つの講演会を開催してまいりました。「資本市場を考える会」は毎月恒例で、ミニは四半期に一度位の頻度で開催しておりますが、今般、「証券セミナー」という名称に改めるとともに、ミニ「資本市場を考える会」を発展的に解消させてい

ただくこととしました。「証券セミナー」は、私どもの研究所の常勤あるいは客員研究員が、それぞれの専門分野のうち、最近の証券市場をめぐる新しい課題や話題に関連するテーマを取り上げて講演を行い、証券関係者の皆様方に理解を深めていただきますとともに、問題意識を共有させていただきたいという趣旨で、開催するものであります。皆様方と意見交換を行うことも大きな目的としています。

本日は、その第一回の証券セミナーに当たりますが、御案内させていただきましたように、日本証券経済研究所の主任研究員であります小林和子さんにお願

いして、「昭和三〇年代の買占め熱を顧みる——日本市場の乗っ取り拒否体質を形成した要因——」と題して講演をいただくことになっております。

最近では、TOBや買占めの問題が大きな話題を呼んでおりますが、これらの買占めなどについては我が国の証券市場において古くから存在する歴史的なテーマでもあり、そういった歴史を顧みながら今現在を考えてみようという考えから企画させていただきました。では、小林和子さん、よろしくお願いいたします。

はじめに

小林和子でございます。よろしくお願いをいたします。

私は歴史をずっと専門にしていまいりましたが、証券界の方々にとっては、自分たちの歴史は自明

のものであつて、わざわざ学者の書いた歴史の論文を読もうという気持ちにはなかなかならないと思います。前へ前へと進むのが証券界の常であるかと思いますが、時には歴史を振り返ってみようという気持ちになることがあるんですね。例えば、山一証券が百年史の出版を目前にして破綻したようなとき、あるいはことしのライブドアのニッポン放送株の買占め事件などで非常に驚いたようなとき、そういうときには、たまには歴史を顧みるという気持ちになられるのだと思います。

私は、証券市場の歴史をずっと論文を書いてまいりましたが、現在のことに結びつけてよいインプリケーションを出すというのは、証券市場の歴史の場合なかなか難しいなと思つてまいりましたが、今回に関しては、長い目で見て、日本市場が現実を持っておりました昭和三〇年代の一種の買占め熱狂の時期というのが、どのような歴史的位

置つけができるか、きょうはお話をしてみたいと思います。

「昭和三〇年代の買占め熱を顧みる」ということで、昭和三〇年代の驚くほど短期間で集中した買占め熱狂といえますか、連鎖的な買占めに焦点を当てるつもりでありますが、先に結論を申しておきますと、このときの非常な買占め熱というか、乗っ取り熱といえますか、実際には乗っ取りには結果しなかつた例が大半なんですけれども、この買占め熱狂の中で、買占めに成功した買占め者というのは、大半が高値で会社に買い取らせ、買占めの仕事といえますか、ビジネスを手じまいしております。そのことが、この当時の上場会社の経営者の方々には非常に大きな恐怖感をもたらしました。結果として、その後日本市場が、敵対的な買収のようなものに対して、強烈な拒否体質をつくっていったその最大のきっかけという

のが、この三〇年代前半から中半に集中した買占め熱であつたと考えております。

日本市場においては買占めの歴史は非常に長いのですが、戦前と戦後では非常に性格が異なる。市場の性格が大きく異なつたことによつて、買占め、乗っ取りの性格も非常に異なつたということを、まず最初に申し上げておきたいとおります。

そこで、戦前期の市場買占めについては細かく触れるつもりはありませんが、大づかみな性格だけを見ておきたいと思ひます。

一、戦前期の市場買占め

皆様ご存じのように、日本の戦前期の市場というのは、現在でいう先物取引を個別銘柄で行つてゐる個別銘柄先物取引が中心です。もちろん実物

取引もあるんですけども、これは取引所市場に集中する義務がありませんで、取引所の外側で相対で自由に勝手に行われていたというものですから、買占めを行うに当たっても、個別銘柄先物取引で……名称は「定期取引」、あるいは後に「清算取引」という名称でいわれておりました……その先物取引市場が舞台です。ただし、最終的に決着をつけるときに、現株が必要になる場合には、当然実物市場でも買うということが重なってくるのですが、基本的には先物取引市場で行われておりました。

買占め者というか、買い手に対しての売り手も含めて、売買者というのは、プロフェッショナルの投機者、トレーダーあるいはスペキュレーターだといってしまって、まず過言ではないと思います。市場の中での売りが買いかで、売り投機もありますし、買い投機もあるのですが、基本的には

どうやら買占めを計画した側が先に立つ。つまり、買い投機から始まっていったら、それがある程度功を奏してきますと値段が上がってきます。どうもプロフェッショナルの投機者というのは、市場で価格が上がってくると売らざるを得ないというか、売りたくなるというか、売り投機が呼び覚まされるように、買いに対しては必ず売り向かうということになるんだそうです。私は実際に買占めをやるような場所にはおりませんで、外で、後で見ているだけですから、何ともわからないのですが、いろいろ買占めの本を読みますと、心理的には、それからビジネスの利益の面で見ましても、価格が買い上がってくると、少し高値になってくるとどうしても売りが出てくる。売り投機が必ず呼び覚まされるという構造になっていたようです。

ですから、まずは買いがある程度進んだ上で、

売りが呼び覚まされてきて、売買が大きくなっていく、というようなものなのですが、結果としては、これは全部先物取引の市場の中で決着して、どちらかが勝つか、負けるかですね。買占め側が勝つか、売り向かった側が勝つかのどちらかで決着する。つまり、売買の差金決済を行って、それでおしまいになる。したがって、その株式を発行していた事業会社側に対しては何の影響もないといえますが、経営に対しては何の影響もなかったというのが非常に多い例であったようです。

たまたまそれが非常に大きくなった場合には、大取り組みの結果、時には決済不能になることがあります。といいますのは、後に信用取引でもそうなるんですけれども、この当時の先物取引の場合ですと、もちろん空売りが可能ですから、発行されている株数以上に売り買いが行われてしまうということがしばしば生じました。基本的には

先物取引は三カ月後にすべて決着をするんですけども、三カ月以内の間に転売買戻しを行って、終わらせることができます。ですから、普通、現物の引き取りということはないんですが、買占め者は、これをテクニクとして使い、現物引き取りを行います。現物引き取りを要求すると、売り側が現物を差し出せないということになって、「参った」といってパンザイをしてしまえば、そこで買占め側の勝ちになりますので、テクニクとしてこれを使っているうちはよいのですけれども、結局、空売りが空売りを呼ぶような形で大取り組みになった場合は、最終的に決済が不能になるといえることがしばしばありました。

その場合には、結局、市場がもう立ち行かなくなって麻痺してしまいますので、そこで取引所が登場してきて、「解け合い」ということをいたさせます。日本市場は、戦後も一度、旭硝子事件と

いので解け合いをしてしまった例を持つておりますけれども、戦前期の場合には、買占めその他に対して、決済不能になった場合には、取引所が乗り出してきて、売りと買いをなだめてどうか、納得させるようにします。本来売り手と買い手の間で、任意に決済がつけばそれでよいんですけども、任意の決済ができない場合には、取引所が登場して、この株式の株価については、大体こんなところで手を打ってはどうかということ、棒値を差し出して納得させて、強制的にそれで決済を行わせる。つまり、差金決済だけを行わせるということ、凝り固まってしまった取引はそこで終わらせるということにしたわけです。〔大正一一年まで、取引所には取引員の出した欠損に対して全額補償する強制担保制があったため、強制解け合いを促す傾向があった。〕

こういって解け合いの例は非常にたくさんあります

すが、実際、こんなことを行ってきた市場というのがほかの国にあるのかどうか、私は存じませんが、ほとんどないような気がいたしますが、自由競争市場としては、本来は個別の決済は個別の価格で、売買者同士が行う。契約をしたものは必ず決済をして、その契約を終わらせるというのが当たり前の市場であるのに、今申しましたような強制的な解け合いというものを行わないと市場が正常に戻らないということ、日本の戦前期の市場は何度も何度も経験してきているんですね。

その具体的な例は枚挙にいとまがないのですけれども、まず資料1をこらんでください。これは買占めのことを書いた幾つかの本から引って張ってききましたもので、私が自分でわかっているものではないです。これら例を解説してある文章を読みますと、日本の戦前期の市場、投機市場というしかないのですが、投機市場では、一般に「買

占めに成功なし」といわれております。あるいは、差金決済を目的として買占めをした場合に、つまり差金決済で利潤を得ようと、そういう目的で買占めをした場合には、「成功はなし」といわれております。

逆にいいますと、じゃ、どういう買占めが成功するかというと、これは乗っ取りを目的にして、乗っ取った場合ですね、これはある程度成功しています。完全な成功でないとしても、買占め側がまず成功したというふうに評価されているものに※印をつけました。これが六例です。買占めた側が、結果として大株主あるいは経営者となったもの、これは買占めから乗っ取りに移行したといってもよいと思います。それに◎をつけておきました。これが二例です。

当然、乗っ取りが成功したというものは、買占めが成功したものとイコールになるわけですが、

ここに書きましたものは、明治期に一〇例、大正期に六例、昭和期に辛うじて一例という一七例を出してございます。大正というのは、明治に比べて非常に時間が短いということも考えますと、明治・大正期にはほぼ二、三年に一度ぐらいは、かなり大きな問題になるような市場買占めが行われていたといえると思います。

もう一つ、業種で目立つものが二つござい

ます。一つは取引所業ですね。例えば明治一年、東京株式取引所が設立されて間もなくのころの東京 蛸殻町米商会所株式の買占めとか、明治四四年の東京株式取引所自体の新株の直取引の買占めであるとか、大正一年になりまして、大阪株式取引所で行われたもの……ほかの株式取引所でもありました……中国の天津に、中国側も出資したと思いますが、日本側が出資してつくられた天津取

引所、これはその後数年でつぶれてしまいますので、非常にリスクな取引所であったわけです。これらのように取引所業種というのが、株式会社で、実は非常に大きな売買高を誇っていた業種です。

ちよつと話が飛びますけれども、戦前期の東京株式取引所での売買高というものは、東京株式取引所自体の株式が六割ぐらいを占めていた時期がございます。一社で六割ぐらいを占めていた。もちろん、ほかに何百社も上場していて、先物取引は取引されているんですけども、取引所株式への売買高の集中度というのは、現在では考えもつかないほど大きいものであったわけです。ですから、当然のことに、そういう取引所株というものの値上がり、値下がりが非常に大きかったために、その取引所を乗っ取るうという目的は全くなく、取引所株を種にした買占めというのがビジ

ネスの対象になったということが一つございます。

それから、取引所業と並ぶものに鉄道業があるのですが、北海道炭礦鉄道、伊予鉄道その他鉄道業も四社ばかり出ております。歴史的に見ると、

明治の一〇年代ぐらいの取引所というのは、「取引所株」時代といわれて、取引所株が非常にもてはやされたのですが、その後、明治二〇年代、三〇年代は「鉄道株時代」といわれまして、主な鉄道が国有化されるまでの間、私鉄として非常に投機の対象になりましたものですから、これが当然に買占めの対象にもなったわけです。

その他の株式の場合ですと、鐘紡が、昭和二二年まで含めますと三回、個別の銘柄として対象になっております。個別の銘柄という点で見ますと、鐘紡が一番多く買占めの対象になったということもできます。

こういつたような代表的な買占め事例がござい
ますが、基本的には、買占めた側が高値で売り
払って、市場で利益を上げるといのが、この時
期の買占めの形であつたわけです。それが、実際
に市場買占めを通じて経営乗っ取りに結果すると
いうのは、東京板紙の例が一つ、その後は昭和期
に入りまして、五島慶太という東急コンツェル
ンの総帥であつた人ですね、この人が東急コンツエ
ルンを形成する際に、非常に多くの、悪い意味で
の乗っ取り例が出てまいります。

それは資料²で見えておきました。細かいことは
お話しませんが、五島慶太という人は「官吏か
ら」といふふうに書きましたけれども、農商務省
の官吏もやつた人ですから、実は取引所業の監督
者側でもあつた人が、四〇才ぐらいから武蔵電鉄
の役員になり、そして乗っ取りを繰り返して、電
鉄経営を大きくしていった。東急コンツェルンと

いわれるものにまでつくり上げていったといふこ
とです。

これが戦前期で終わっていけば、特に取り上げ
る必要はないのですが、実は戦後の昭和二〇年代
の白木屋事件と、昭和三〇年代初めのころの東洋
精糖事件には、資金源として、最終的にこの五島
慶太というか東急コンツェルンの資金が登場し、
戦後型乗っ取りに大きな役割を果たします。

二、戦後型買占め

さて、戦後に入ります。昭和二〇年代の買占め
ですが、戦前期の市場と比較して、やや大げさに
いつておきますと、戦後は個別銘柄の実物取引市
場が舞台です。現在ではもちろん指数の先物取引
がございまずけれども、戦後四〇年ばかりは、個
別銘柄の実物取引市場のみですから、その実物取

引市場が舞台になります。そして、昭和二六年の六月に信用取引制度が開始されますので、実際には実物取引市場における信用取引を活用した買占め、乗っ取りというのが、戦後の典型的なマーケット、「場」ということになります。

ただし、この「場」を使ったプロの投機者というのは、戦前からの投機の血筋を持っている人、戦前から戦後にかけて同じ投機者が出てくるという例もございますし、そういう投機者に似た血筋を持って新たに登場してきた人もあります。また、証券会社の方も、かつて「株屋」というふうにおとしめられた言い方をされていたものから、証券会社が変わってはいるのですが、個人の投機的な社長が経営している証券会社もかなりありましたので、このプロ投機者系には、証券会社もある程度含まれているとお考えください。

こういふ戦前からの思考、考え方を持ったプロの

投機者系が積極的に買占めを仕掛け、そして信用取引を活用するのですが、この信用取引自体は一般の投資家が利用することができますので、一般投資家の中の特に積極的な投資家を巻き込む形になりました。これが昭和二〇年代、三〇年代、特に三〇年代の買占めの大きな特徴になると思います。

二〇年代を簡単に見ておきますと、二五年、旭硝子事件というのがございまして、これは戦争中に企業合同で旭硝子という大きな会社になったものが、戦後三分割されるような時期に、まだ発行されていない新会社の証券の場外における予約売買が非常に投機の対象となりまして、混乱いたします。結果としてどうにも收拾ができなくなりまして、やむなく駆け合いという戦前期の混乱收拾の方法をとるんですね。既にこれは証券取引委員会という占領期の特別の証券行政の機関ができて

いるときで、証券取引委員会がこれを主導する形で解け合いを認めて、何とか売り方と買い方の決着をつけて終了させました。これはいわば戦前型の買占めでしょうか、売りと買いの市場における戦いという意味では買占めといってもよいんですけど、取引所の市場ではなくて、場外で行われたというところが戦前とは違います。しかし、決着の仕方は戦前型であった。

戦前型の解け合いということをやむなくやりましたことによつて、当時、本来的に日本全体に、そして日本の金融証券行政に対しても、非常に強い権力を持っておりました占領国軍、GHQから非常に強いおとがめを受けまして、二度とこういうことをすることは認めないといわれたわけですね。ですから、解け合いというのは実際にここで行われましたが、これが戦後に關しては、最初で最後です。昭和三〇年代は、実は東洋精糖事件の

ときも、解け合いをしてはどうかという考えが出てきているのですけれども、さすがにこれはとられておりません。戦後、最初にして最後の解け合いで、旭硝子事件は決着いたしました。

それからちよつとたちまして、今度は昭和二七年、日本皮革という会社について、藤綱久次郎という、これは戦前からのスペキュレーターですが、戦後非常に活躍した時期がしばらくあったわけですね。この人は、この買占めに成功しまして、買占めた株式を会社に高値で引き取らせております。これが戦後型の買占めのはしりですね。

実物取引市場で買占めをするということは、引き取るだけの資金さえあれば、実物をほぼ全部入手することができます。そして、その入手した実物をちらつかせてというか、あるいはちらつかせるより、既に何万株、何十万株自分が持っているということをはつきりと会社側に宣告するんだと

思います。乗っ取るということはいらないけれども、自分はこれだけのお金をつぎ込んで買ってきただめであるから然るべく対応せよということかもしれません。相当なる高値で会社に引き取らせる。会社側は、もちろん自己株式を持つことにはできませんから、会社が直接に持つということはないのですけれども、会社が話をつけて、大株主あるいは安定株主になりそうな人に話をつけて持つてもらおう。あるいは、金融機関や取引先企業に持つてもらおうという采配を振るったのだと思います。この意味で、藤綱久次郎による日本皮革買占めというのは、戦後型買占めのはしりになったわけです。

昭和二十七年は、そのほかにも大きな事件がございました。陽和不動産という三菱系の不動産会社の場合には、同じくこの藤綱と田島将光、この人は元祖総会屋といわれている人だそうですが、藤

綱・田島の連合で、これも買占めが成功いたしました。この件では山一證券が仲介に立って、やはり会社に引き取らせております。

同じく昭和二十七年には、白木屋事件も表に出ます。白木屋は二五年ぐらいからぼちぼちと横井英樹という人が買占めを始めていたようなのですが、はつきりと買占め者が顔を出すほど大きくなってきたのが昭和二十七年からです。

横井英樹は、戦後幾つかの乗っ取り、買占めで名をなした、ちょっと怪しげなビジネスマンというか事業家であつたわけですが、買占め、乗っ取りに関して、この白木屋事件というのは、横井の最初の戦いでありまして、いろいろなやりとりがあつたのですが、結局、ある程度のところ資金繰りがつかなくなりまして、信用取引で行っておりますから、会社側との訴訟のやりとりもしながら、借金をして信用取引で買っていくと

いうことをずっと続けておりましたので、最終的に自分ではもうどうにもならなくなつて、東急の五島慶太に依頼して引き取ってもらつたのですね。横井英樹は最初から乗つ取つて会社を経営するつもりだったので、力が尽きて五島に引き取ってもらつた。横井氏と五島氏では資金力に雲泥の差があつたわけです。

また、事業家としては、どちらも毀誉褒貶いろいろあるわけです。悪い評判の方が大きいんですが、それもまた五島の方が格が上だつたということで、五島が白木屋を引き取り、そして、やがて東急百貨店に変えていった。それがつい数年前まで日本橋にありました東急ですね。現在は「コレド日本橋」に変わつてしまつた場所です。

これは戦後型の乗つ取りの成功例で、最初の方だと思ひます。これ自体は、不法、違法行為は別に何もありません。かなり泥仕合を繰り返しながら

らも、市場で買占めた結果、経営権を譲渡させたという典型例になるかと思ひます。

三、東洋精糖事件

白木屋事件に決着がつかましたのが昭和三〇年ごろですから、その余波が、まだぶるぶると波が震えているぐらいの時期に起こるのが、昭和三〇年代の買占めです。この時期は、株価は既に大分上昇期には入つているのですけれども、しかし、まだ非常に高騰してはおりません。第一次高度経済成長の時期が、昭和三四、三五、三六ごろが中核になりますので、その時期よりはまだ前なんですね。まだまだ株価は上がるだろう、非常に上がるかもしれないという、極めて心地よい予測ができたような時期ではないでしょうか。そして、一般投資家の層の厚みは昭和二〇年代の後半に比

べまして、格段に大きくなりつつあった時期と見ておいてよいと思います。

昭和三二年から三三年に、まず東洋精糖事件が起こります。後になりまして「小系製作所対ブー・ピケンス」という争いが出てくるのですが、それになぞらえていいますと、これは「東洋精糖対横井・五島」ということができると思います。最初の段階では横井が仕掛け、後に五島が引き継いだということになります。

これもどこから始まったかというのは明確ではないのですが、三二年の春ころには、既に横井系の会社による買占めが明確になっております。つまり、横井が仕掛けているのだということは大分はつきりしてきているわけですね。白木屋事件の記憶がまだ生々しいころですから、横井とはいえ、実際には五島が後ろにいるのだらうということとも最初からささやかれてはいたようですが、ど

うも実際にはまだこの時点では五島はかんでないようですね。

三三年の秋口になりますと、信用取引で東洋精糖の残高が非常にふえてまいりまして、取引所としてもこのままでは困るということで、信用取引の規制をいろいろ行います。値幅制限から始まりまして、証拠金の増徴だの何だの、数力月の間に第一次規制から第七次規制ぐらいいまで繰り返しております。

しかし、こういう規制を証券取引所が行ったということは、この株式はもつと上がるのではないかという強気の予測を生んだようで、買いも売りも非常に膨れ上がっていつてしまつたんですね。特に空売りが非常に大量に続いたようです。空売りを抑制するという効果は、東証の信用取引規制は持つことができなかつたようですね。

もちろん東洋精糖側はこれを放置しておいたわ

けではありません。どうやら横井が相当買占めている、しかもこれは市場で売り抜けるとか、あるいは高値で会社に買収させようという意図ではなくて、経営権をねらっている、もしくは経営権を一〇〇%ねらわないまでも、横井側は累積投票権をねらって、ある程度の株数に応じた役員を入れさせるという要求をしてくるだろうということが大体わかりましたので、横井の株数の権限といえますか比率を薄めようとして、会社側が増資を行おうとします。

その増資を行う割当年月日というのが翌年の一月でしたので、横井側は一生懸命現株を引き取ります。信用取引を利用して現株を引き取って、その割当年月日が過ぎた後も、さらに実地的な経営乗っ取りのときの自分の株数の比率をふやしておこうとして、なおすつと何カ月にもわたって、信用取引での実株受け取りを進めていったため、最

終的に、信用の売りを行っていた側がギブアップしてしまいます。現株を調達できない。そして、調達できない場合には逆日歩がつくわけですから、かなり苦しいことになってしまいます。

このときに、特に戦前期はそうですし、戦後も大体はそうでしたが、信用取引の売り方というのは、玄人筋が多い、プロの投機者が多いというのが通例なんです。この東洋精糖株には、売り方に素人の投資家がかかり巻き込まれておりましたために、売り方救済をしなければならぬということが市場関係者の大問題になったのです。一部のプロの投機者がつぶれて首をくくるだけの問題ではない。何十人か何百人かの素人の個人投資家が巻き込まれているということがはつきりわかっておりましたし、現実には、この過程で大衆投資家で自殺者も出たというようにいわれております。

戦後、大衆投資家を基盤とした実物取引市場というものを、七、八年ぐらい……昭和二四年からといたしまして、これで八年ぐらいにはなっていない……運営してまいりました東証といたしましては、また、東証をめぐるその他の市場関係者といたしましては、この問題を放置しておくことができませんが、いろいろな工夫をいたします。中には、戦前型の解け合いをしようという意見も出たようなのですが、これは戦後の市場の性格からして、どうしてもなじまない。こういうことをしてはいけないということで、解け合いはしないで、何とか買占め派の側に矛をおさめてほしいという要請をするのですが、買占め派は何としても株主総会で多数決をとりたいわけですから、絶対多数ではないまでも、相対的多数の比率をできるだけ多くしておきたいので、信用取引の現引きを抑制するということは考えないわけですね。信用取引

の現株引き取りが事後の東洋精糖の株主総会で勝てるかどうかの命綱になっているわけですから、話し合いの余地は全くなかったわけです。

ここでも東洋精糖側、発行会社側の増資に正当性があるかどうかの問題になり、横井側が出した発行差止め仮処分申請を受けて、東京地裁はオーケーを出してしまふ。結局、発行差止め仮処分命令に対して、東洋精糖は公募を強行するということとは避けましたために、買占め派は、その後の名義書きかえで累積投票権を請求できる株数を確保しました。このあたりで、ついに横井がギブアップしまして、東急の五島慶太が乗り出してまいります。

この後は、東急五島と東洋精糖の現経営陣である秋山親子とのやりとりになります。信用取引の決済売買は夏に入り、七月に行われまして、結局、東洋精糖の大株主であった第一生命とか安田

火災等が株式を提供して、何とか無事に、普通の意味での市場における決済が行われました。この後、東急が経営参加をするということになります。が、マーケットとしてはこれでおしまいなんです。市場における信用取引を通じた東洋精糖の買占めというのはここでおしまいです。

ところが、東洋精糖株は一回店頭扱いになった後、ずっと市場に復帰できません。なぜかといいますと、市場の外側で、東洋精糖の現経営陣が執拗に乗取りに抵抗いたしました。東急側とのやりとりが一年にも二年にもわたり、経営側の秋山・息子は逮捕されるわ、父親も勾留命令が出るわというありさまで、泥仕合が繰り返されるわけです。東洋精糖というのは、砂糖の原糖を外国から輸入してやっている会社ですが、途中の段階では、その原糖の通関をさせないという決定まで出てしまつて、そうなる、これはもう会社の事業

そのものが立ち行かなくなつてしまつたわけですね。そこに東急側が乗り込もうとしても、労働組合も管理職会のようなものも、絶対反対ということでは会社側に立つ。でも、最終的には大株主になった東急がもちろん強くて、受け入れざるを得ないということになったところで、その東急側の五島慶太が急死してしまいました。亡くなつてしまつたんですね。そのことによつて東急側は軟化して、五島慶太の息子の五島昇はもうちよつとスマートに行動し、東急が持っていた株式は全て東洋精糖に売ることでは決着がつかしました。

最初この買占めが始まつたときの株価は一五〇円ぐらい。一番高値のときには三〇〇円以上についておりますが、東急が東洋精糖に売った株価というのは、売つたというか、間に証券会社が入っているんですけれども、一株二〇〇円というところなんです。ですから、東急の側は面目を失する

ということもなく、大儲けをするということもな
くという感じであったということ事です。

この買占め、乗っ取りを見ておきますと、最初
は明らかに経営陣に加わるといふ目的の乗っ取り
だったんですが、その強硬派が急死したことに
よって、急遽戦後型の「高値買い取り」まではい
かないんですが、一五〇円だったときに比べれば
高値ですから、ある程度納得のいく価格で、買占
め側が会社買い取らせて終わるといふ結果に
なったわけです。その意味では、乗っ取りを目標
にしたけれども、途中で、会社側に引き取らせる
という戦後型の買占めの形に急遽転換せざるを得
なかったということになります。そして、急遽転
換したことによって、この後の三〇年代の買占め
旋風の端緒になった、買占めビジネスの端緒を
切ったということになるかと思えます。

四、連続買占め旋風

昭和三〇年代の買占め例は、資料³でござん
ださい。これも細かい説明は申し上げませんが、
横井のもとで、いわば横井の番頭のような位置
を占めておりました鈴木一弘といったような人
ですね、あるいはそのほかにも何人か個人の名
前が出ておりますが、鈴木一弘が非常に大きな
件数で、この三〇年代の数年間の買占めにはか
かわっております。数少ないプロの投機者が、
意図的に並行して仕掛ける連続買占め旋風、特
にこの鈴木一弘という人は、一どきに一〇件も
二〇件も並行してこういふ買占めを行っていた
ようです。

ということとは、最初から資金にも限界があるだ
ろうし、本当に乗っ取って経営に携わろうという

意図はないのだということがはっきりしているかとは思いません。特にこの鈴木という人は、静岡相互銀行の株式を三分の二ぐらい買占めてしまっていて、大蔵省が非常に慌てて、それ以後非常に神経をとがらすようになったといわれております。

結局、この人は買占めとしては初の、どこだったでしょうか、私はとっさに出てこないのですけれども、ここに出てきている会社の中の一つの会社〔大阪機工〕に対して、高値買取りを強要したというところで、その強要の際に一種の恐喝を行ったので、恐喝罪で有罪になって、買占めの舞台から退くことになりました。

振り返ってみますとこれらは買占めビジネスといえると思うのですが、これが熱狂的に流行したことについては、仕掛けた人は、今見ましたようにある程度プロの投機者ということが出来ます。資金は、横井あるいは鈴木等は、それなりに自己

資金も持っている、小さな事業経営者でもあったので、自己資金も持っているし、借金の当てもあつたようですね。地方銀行などがお金を出していたともいわれております。また、信用取引を大いに活用することもできたようですね。最終的な収拾方法は、市場買占めで値段をつり上げていて、最終的にかんりの高値で会社側に引き取らせて、利益を上げるというやり方が圧倒的な多数になつております。

これが目の前で何件も並行して進められたことは、当時の上場会社、特に小規模の上場会社をノイローゼに追いこむのに十分な恐怖をもたらしたのではないでしょうか。資料³に掲げました会社の平均資本金規模は六億五〇〇〇万円ぐらいです。当時三〇〇人以上の従業員のいる企業の平均資本金は、別な資料で見ますと七億円ぐらいですから、六億五〇〇〇万円ぐらいのところと

いうのは、これを下回っているわけです。個別に見ますと、三億円とか一億円というところもありません。たしか静岡相互銀行なども三億円程度で、銀行としては極めて低い金額ですから、知らないうちに三分の二も買占められていたというのも、大いにうなずけるところであるかと思えます。

多くの会社が、これに対してどうしても対抗策を考えざるを得ない事態に追い込まれた。それが昭和三十三年、三十四年、三十五年ごろの買占めの熱狂的な事例の積み重なるの結果だと思えます。

ここで資料4をごらんください。買占めのターゲットとされた会社の特徴、これは昭和三〇年代の例ですが、まとめて挙げておきました。実際に横井にしても鈴木にしても、買占め側というのは非常に慎重に会社の内容を調査しております。つまり、買占められる会社の方がうかつであって、

買占め側の方が、非常に調査研究の結果、策を練って買占めていたという事例が大半なんですね。

具体的には、資本金額が会社の実態に比べてみて過少である。株価が相対的に低い。含み資産額が大きいと予想される。高業績を上げているにもかかわらず、配当は少ない。それから、経営陣が放漫経営で、将来性のある経営方針が目に見えるところには出ていない、読み取れない。そして、経営陣が株価の動きを注意して見ていない。あるいは、同じく株主構成に注意していない。さらに、株式分布が安定していないか、浮動株主数が多い、あるいは少ない。これ両方とも原因に挙げられているんですが、浮動株主数が多いから市場で買占めしやすいという例と、浮動株主数が少ないために、少ないわずかな資金で株価をつり上げやすかったという両面があったようです。それが

ら、会社内部に内紛があるとか、経営陣の悪弊、スキャンダル、不祥事などの弱みがある。こういうものがありますと、役員を離反を招きやすい。また、買占め者からの恐喝の材料とされた。こういったところまで、極めて興信所的に忠実に細かく調査をした結果、それをちらつかせたために、鈴木某などは恐喝罪で逮捕されてしまうことになるわけですね。

五、安定株主体制の構築

これらの例は、もちろん昭和三〇年代です。ですから、現在は資本金額が過少であるというのとはむしろ例外的になつていようが、この時期はかなり過少資本の現実が狙われ易いと恐れているけれども、その過少資本にまだ手をつけず、資本金額をそう増大していなかった企業が多かった

と思います。それから、株価は相対的に低いというのは、昭和三〇年代とは限らず、その時々で、いつでもこういう時期というのはあり得るわけですね。また、株主構成に注意してないとか、安定株主がいると思つて安心していた。実は昭和三〇年代の場合にも、会社側が安定株主だと思つていた人たちが、個人にしても、金融機関にしても、法人企業にしても、簡単に買占め側に売つてしまつております。つまり、安定株主というような口約束があつたぐらいでは何の意味もない。市場で株価が上がつていった場合には、その株価に上られて売るといふ程度の安定株主、会社側からすれば不安定株主に近いような人も結構いたということ、この後、安定株主を本当に強固なものにしなければならぬということになつていったんだと思います。

ここで日本の経営観と呼ばれているもの、例え

ば、現在の会社事業運営に無関係な他者あるいはほかの会社が市場を通じて容易に会社を乗っ取ることに対する強い嫌悪感、ひいてはそういうことを罪悪視するという日本の経営観がこのあたりで非常に強まったと思います。

こういう考えに立つと、第一段階では、買占め側からの高値引き取り要求に応じていたものが、第二段階になりますと、防衛策を講じます。この後、特に昭和四〇年代に入りますと、資本自由化が数年にわたって進められていきます。そうなりますと、外国資本によって日本企業が乗っ取られるのではないかというおそれも出てまいりましたために、国内での乗っ取りプラス青い目の外国人からの乗っ取りというものの恐怖も重なりまして、多くの会社は安定株主体制の構築へ進みます。

昭和四〇年代の初めというのは、三九年、四〇

年の証券不況、証券恐慌のときに、日本共同証券とか証券保有組合が相当多量の株式を買占めております。これを吐き出す際に、市場に直接吐き出したのでは、また株価が下がってしまつ。証券会社が仲介して安定株主になつてもらうように、金融機関あるいは取引先の企業に話をつけて持つてもらつたという例も加わつてまいりまして、安定株主体制の構築が、この後一〇年、二〇年と続いてまいります。

本来的に大株主が経営者であるということは別に悪い例ばかりではありませんが、大株主であったとしても、その事業については適切な経営ができないというような場合には、それを避けて、同系の、あるいは金融機関、銀行、信託、保険等の支配系の金融機関や、系列取引先企業などによる緩やかな連携、協力、そして、お互いに経営を「監視」とまでいうとモニタリング効果があつた

ことになってしまつたので、「監視」というのは、私もやや小さい言葉でいいたいと思うのですが、経営者同士の連携と協力、そしてお互いに株主としての連携、協力というものをつくる。こういう体制がこの後少しずつ進みます。この体制が、結局、少数株式しか持たないサラリーマン経営者による経営者支配というものを支持したことになると思います。

日本の株式分布の比率を見えますと、昭和三〇年代の初めというのは、個人がほぼ五割持っています。ですから、この買占め旋風が吹き荒れた時期というのは、個人が少しずつそれを売っていつている。第一次高度経済成長期の株価の上昇期にかけて、個人が売って比率を減らしているという時期でもあるわけですが、それが昭和四〇年になりますと、ほぼ四四〜四五%まで減ってきております。ここから始まつた四〇年代以降の安

定株主体制がつくられていく過程というのは、個人が一時は二二%ぐらいまでに下がり、反対に金融機関が四二〜四三%にまで上がる。事業法人も二五%ぐらいまで上がるという時期なんですね。

後ほどTOBに関する証取法規制が強化されたときとして平成二年をご記憶願いたいのですが、それより前の段階で、もう既に昭和六二年、六三年あたりで、金融機関と事業法人を足したもので六七%ぐらい。平成二年でもほぼ六七%近くあります。バブルの絶頂期を含む数年間というのは、日本の全国上場会社の株式分布で、金融機関と事業会社という安定株主を生む体制、大株主のグループが最も大きくなっていた時期に一致しております。安定株主体制が最も強化された時期が、バブルの絶頂期を含む数年間までということになります。

六、資本充実政策

こういつた買占めに対して、買占めの「場」となった証券取引所による規制が行われませんが、それは、「値幅制限、信用取引規制の強化、会員に対する理事長警告・権限の強化」というところまでですね。これは東証だけでなくて、もちろん大証その他買占めの場となった取引所では全部同じように行われております。買占めが現実に起きたときの、しかもかなり加熱化したときの対策です。それ以前の段階で、先ほど買占めの対象としてねらわれやすい企業の最初の条件として出しました過少資本金をどうするかということでは、資本金の充実・増大政策がこの時期以降明確にとられます。

実は、戦後の歴史を見ておりますと……証券市

場で余り重大視されないんですけれども……戦後インフレーションというのは、私は、証券市場に対して非常に大きな影響を持ったと考えております。戦後インフレーションというのは、昭和二〇年から二四年ぐらいにかけて、平均して物価が一〇〇倍ぐらい上がっているんですね。ところが、この時期に、会社資本は名目のまま据え置かれていて、結局、企業実体に比して一〇〇分の一とまではいわないまでも、かなりの過少資本状態になっております。

したがって、戦前期に比べまして、実物市場であつても、容易に買占め、乗っ取りを行いやすい、またこれらを誘発しやすいという状況になっていたのが昭和二四年、二五年、二六年ぐらいのところでしょう。現実にこのあたりで、買占め、乗っ取りが本当に誘発されているわけですね。直接にこの買占め、乗っ取りを抑制するためではな

いのですが、商法改正が行われ、証券市場が再開された後、企業資本の充実に、大蔵省、通産省その他の目もよやく向きまして、昭和二六年七月に再評価積立金の資本組入れに関する法律が施行されております。再評価積立金があつた場合には、資本の額がある程度に達するまでは、これができる限り資本に組み入れなければならないということですね。

昭和二九年の六月には、さらに企業資本充実のための資産再評価等の特別措置法、いわゆる「資本充実法」というものが公布施行されております。非常に簡単に申しますと、ある程度まで資本が充実しない間は、配当は一〇%以上してはいけないという配当制限なんです。この配当制限があつたということは、配当として社外に流出する資金を抑えて、それを内部留保にする。あるいは資本の充実に充てるということです。昭和三〇年

代から四〇年代の初めぐらいでこの資本充実法は終わります。この充実法がある間、特に高度経済成長第一期の企業利潤が非常に上がった時期に、その利潤は株式配当に回されるのではなくて、まずは資本の充実に回されたということになるわけです。ここで大体一〇%ぐらいの配当というのが定着してしまつたんですね。この後、この法律がなくなつたにもかかわらず、額面五〇円に対して一〇%ぐらいの低率固定配当というのが、その後長く抑制的な基準となり、慣例的に安易に活用されるということにもなつていってしまったわけです。

また、資本充実とは違いますが、昭和四一年の商法改正で、三〇年代の買占めの例にかんがみて、新株発行ルールを明確化して、二週間前の公示というものがあつて初めてこれができるようになった。また、株式を買占められたくないという

企業の場合には、上場廃止を前提とする、もしくは上場してない例ですが、株式譲渡の制限をつけることができるようになっております。また、第三者割当も容易にできるようになった。ということで、第三者割当を活用して安定株づくりもかなり進められることになったわけですね。

七、証券取引法によるTOB規制

さらにその後になりました、ようやく証券取引法による規制が入ります。このあたりから皆さんもよくご記憶のところかと思いますが、四六年の七月施行の証券法改正で、現在のTOB規制のもとになりましたものが導入されました。ただし、基本的に一般大衆から、多数の人から買占めるということを目標にした規制ですので、少数数から買い取るとか、あるいは買い取った結果の株数の

比率が一〇%以内であるという場合には、ここでは規制の対象外になっております。

そのこととはどう関係したのかわかりませんが、れども、実際には、本来的なTOBはこの後なかなか登場いたしません。登場したわずかの例は資料5に出してあります。いずれも小規模であるが、非上場会社の間でのTOBで、現在考えられるようなTOBとはちょっと違うわけですね。昭和四六年から平成二年までの事例は、わずかにこの三例にとどまります。

昭和六三年ごろから、アメリカのグリーンメーラーとして有名であったブーン・ピケنزという人物が、日本の小糸製作所に対する市場買占めを試みます。かなり長い年月かかって収拾されたのですけれども、結局、これはピケنزの方が負けたというか、敗退して手を引いたわけですね。日本市場にとってはこれがかなりの大問題になりま

したために、平成二年に、このTOB規制とともにいわゆる五%ルールが導入されて、大株主の保有が五%以上になった場合には、それをきちんと開示しなければならぬというディスクロージャーが明確に規制されます。さらにTOBの方でも、三〇%以上持つことになるような場合には、これは必ずTOBの形をとらなければいけません。TOB規制による開示を行わなければいけないということになりました。その前後から、TOBとはいわない、乗っ取りとはいわないような友好的な買占め、買収もかなり進んでおりましたが、ここで明確にTOBの形をとることになりました。

八、発行会社の対応のおくれ

最近の敵対的TOBに対する発行会社の対応の

おくれの背景には、ここまで長々と見てまいりましたような、昭和三〇年代以後にとられた非常に長期にわたる安定株主体制のもとで、発行会社に、株主構造に対する敏感さというものが薄れ、市場を軽視し、実際には、株式持合構造がこの一五年近くにわたってかなり弱体化しているにもかかわらず、警戒心を強めなかつたということがあると思います。つまり、持合構造がかなり緩んできてはいるけれども、まだ株主総会を乗り切れるだけの安定株主は確保しているというように考えていたのか、あるいは安定株主に対する話し合いのようなものがもう余り持たれなくなっていたのか、それは私にはよくわかりませんが、極めて鈍感になっていった結果ではないだろうかと思えます。

株価の点から見ますと、バブル株価崩壊後の低迷から今抜け出しつつある。かなり抜け出してきた

ているとは思いますが、しかし、いまだ相対的には株価は低位であるものがたくさんございますので、という言葉がよくないとすれば、上昇の余地はまだまだ見込める時期ですね。株価上昇の見通し感があり、そして他方では、これまでにないことですが、市場を利用した企業の再編というものに価値を見出す投資ファンドが形成されてきているということが、現在の敵対的買収の背景にはあると思います。

私はここに「中期的投資ファンド」と書きました。村上世彰さんなどの言葉を聞いておりますと、二年から三年ぐらいは、ファンドをそのままにして持って投資をするといわれておりますので、「中期」と書きましたが、もっとはつきりと、短期投資だといわれているファンドもあります。ですから、短期から中期の投資ファンド。しかし、短期といいますが、一週間とか一カ月ぐら

いではないであろう。一年前後から二年、三年ぐらゐの中期的投資ファンドが、市場を利用する再編というものに大いにビジネスの価値を見出すようになってきている。そのことに対して、会社側がまだ鈍感なのではないかと思えます。

こういうことに対しては、法的な防衛策あるいはそれに対する提案等が、ことしの三月から五月ぐらゐにかけてたくさん登場してきております。他方で、会社自身がMBO（マネジメント・バイアウト）を行って、それが成功すれば上場を廃止するといった例も、ことしになりました。はつきり出てまいりました。MBOに対する法的支持は新しい会社法でも明確になってきておりますので、資料6で、簡単にこの二つの例を出しておきました。ワールドもポツカコーポレーションの場合も……ワールドの方は事前に、ポツカの方は事後にですが、いずれも平成二一年の産業

活力再生特別措置法を活用して、MBOで株式が全部集められなかった場合には、残りの部分については、簡易株式交換による現金償還を可能にしております。この方式が新会社法にももっと明確に出てくるといふふうに聞いております。

ということ、最後の取りまとめは、究極の乗っ取り防止法であるかもしれない上場廃止についてちよつと考えておきたいと思えます。

上場廃止、これは市場からの半永久的あるいは一時的かもしれない撤退というものを、さてどう考えるかということです。その前に一つ、「会社はだれのものか」という設問が古くからあり、答えはいろいろあるのですが、私は、現在では設問自体が誤りであるといふふうに考えるようになっております。

「会社はだれのものか」という設問ではなくて、もう少し細かく、所有権というものを区分して考

えた方がよいと思つたですね。株式会社の株式資本、出資されている資本に関しては、これはだれがどういおうと、株主のものなんですね。株主、出資者のものです。商法がどのように変わつても、それは明示しております。所有から生ずる株主の権利というのは、もちろん明確にあるわけです。しかし、株式資本ではなくて、株式会社の現実資本、工場設備だの不動産だの仕掛け中の商品だのというような現実資本は、会社自体の資産ですから、会社それ自身の所有ということになります。株主は、その会社の現実資本に対して、直接所有権は持ちません。

それから、株式会社の事業実体ですね、経営の全部の過程に関しては、これはステークホルダーがすべて関与いたします。ここに書きましたように、経営者、株主、従業員、取引金融機関、取引企業、消費者・サービス利用者、地域住民、そし

て、私は証券市場にずっと身を置いておりますので、証券市場を信頼される公正な市場とするために、証券市場も会社側に対して意見を持ち得ると考えておりますので、最後のところにそれを入れてありますが、こういったステークホルダーすべてが、会社の事業実体に対しては関与し得る、すなわち株式の法的所有というものとは別に、経営側に対して意見をいい得ると考えています。

ただ、会社というものを虚心に考えてみた場合に、株主には株主総会という意見を述べる場があり、意見を述べる権利があるのですが、それ以外のステークホルダーにはない。従業員で株主でない者は、従業員総会か何かあるかもしれませんが。しかし、消費者とか、サービスを利用する者とか、地域住民などは、株主でない限り、会社に対して経営方針に関してものをいう権限は持たないし、場もない。私は最近では、結局のところ、ス

テークホルダーは株主として議決権、経営関与権を行使するのが最も有効な株式会社に対する関与の方法ではないかと考えております。

その意味でいいますと、「会社はだれのものか」という設問は、幾つか紆余曲折はあるのですけれども、その中核は株主のものとして、その株主を膨らませて拡大していつて、株主みんなが権利行使をするということによって、いろいろなことが解決される端緒がつけられるのではないのでしょうか。買占めに対しても、これは買占めた側は株主であるわけですね。大株主であるわけです。ただし、会社に対して破壊する、叩き売らなどの悪い考えを持っている大株主であるならば、それは拒否しなければならない。これが、そのほかの株主の役目になるのではないだろうかと思っております。多数派の株主がMBOを受入れて上場廃止に賛成したのであれば、それは一つの決断

でしょう。株式を集中した大株主と経営陣は社会からの批判を受入れるシステムを作り、再上場に備えるべきかと思えます。

与えられた時間をちよつと超過してしまいました。したが、これで私の報告は終わらせていただきます。(拍手)

若林常務理事 小林主任研究員、どうもありがとうございました。

昔からの歴史を振り返りながら、また、最近の究極の乗っ取り防止法ともいわれている上場廃止の問題までに言及していただきまして、大変興味あるお話だったと思います。

この証券セミナーの趣旨としまして、皆様方と意見交換をさせていただくことも大切であると思っておりますので、ぜひ皆様方から、御質問あるいは御意見を頂戴したいと思えますが、いかが

でしょうか。

質問者 我々断片的に、エピソード的にしか知らない知識を体系的にお話しいただきまして、かなり歴史的な問題が理解できたようで、ありがとうございました。

山一証券の歴史、『滅びの遺伝子』という本を読みますと、山一の経営者がかなり相場を張って、こういう取引に乗り出していたということが出てくるのですが、現在の事態で、村上さんなどが三木谷さんの話で、証券会社の役割というのはどういふ役割を果たしているか。見ているところかなり受け身で、コンサルタント的な役割を果たしているのかなという気はするんですけども、こういう局面での証券会社の役割がどういふもので、そのときに証券会社として、企業倫理といいますが、そういう面で考えなければいけないようなことがございましたら、教えていただきたいの

ですが。

小林『滅びの遺伝子——山一証券興亡百年史』（鈴木隆著）、実は私、書評を書きまして、後に活字になる予定ですが、大変おもしろく読みました。

現在の証券会社の役割といいですか、それは両面あると思います。

一つは、ビジネスチャンスとしては、証券会社は今、法に触れない限りかなりのことができるようになっていくわけですね。ですから、よい意味でM&Aを仲介する、TOBその他を仲介するということ、ビジネスチャンスとしてはどれだけ乗り出されてもよろしいのではないかと思いません。

ただ、ほかの、証券会社でないところがM&Aの仲介をする場合あるいはその資金の仲介をする場合等に比べて、証券会社は、証券市場の歴史、証取法、もしくは今後は投資サービスマネジメント法でしよう

か、そういうルールを専門家としてはつきりとくわかってはいるはずですから、証券市場のためにならないようなTOBであるかどうか見きわめて欲しい。敵対的買収も一概にすべてが悪いわけではないんですけれども、昭和三〇年代のように、こういう買占め旋風の結果、買占め自体が封じ込められるような事態になってしまった、企業からは忌み嫌われる事態になってしまった、というような買占めばかりとなることは明らかにまずいですから、TOBにしても、敵対的買収にしても、友好的なものにしても、市場を破壊しないというか、市場をつぶさないというか、市場に受け入れられ、そして、買収される側の会社の相対的多数の株主に対して悪くならないような、株主の利益になるような買占めであるかどうかということ、プロフェッショナルとして判断する能力が証券会社には求められているのではないかと思

ます。

若林常務理事 よろしいでしょうか。ほかにどなたか御質問はありませんでしょうか。

それでは、私の方から一つ質問させていただきますと思います。小林さんのお話の中では、安定株主対策について、その基礎が弱くなってきたという最近の状況の要因のひとつは、現在の経営者が対策を軽視していたという御指摘がありました。特に、三〇年代のいわゆる乗っ取り劇の主演を演じた方々と、今いろいろいわれている方々の違いとして中長期的投資ファンドという性格づけをされていますが、それ以外に何かお気づきの要素はあるのでしょうか。

さらに、もう一つ質問させていただきたいのですが、このような動きは、証券市場なり金融市場の国際化との関係が何かあるとお考えでしょうか。その辺もし御意見がありましたら、教えてください。

ただきたいと思います。

小林 昭和三〇年代の場合、買占めに対して、売った側というのは、一部に証券会社、一部は個人であって、法人企業や金融機関が空売りをしているということはほとんどないと思います。主として個人が市場を通じて利益を上げるために売ってきたと思います。

現在は、安定株主をなくしてしまった企業もたくさんないと思いますが、安定株主であったとしても、誘われれば、それは株価によっては売ってしまう。市場を通じるか通じないかは、これはまたわからないわけですが、敵対的買収者側の提案がどこまで魅力的であるか、今後の会社の企業価値を高めるものであるかと納得させられるようなものであれば、安定株主も売りに回る可能性があるわけですね。ですから、単に安定株主がパーセントいるからというので、全然手当てをしてお

かないというのは非常にまずいだらうということ
です。今でも企業が安定株主の上に乗っかって、
安座しているとは思っていません。

それから、国際的な関係からくるものは、これ
はどうでしょうか。日本株は全体から見ると、ま
だ株価は高く買占めの対象になってないとい
ふふうにずっと思われてきていたと思います。日本
の証券会社の例で恐縮なんですけれども、日本の
証券会社がかなり状況が悪いときでも、イギリス
の証券業者がその他の国からねらわれて、全部外
国資本に乗っ取られたと同じようにならなかつた
のは、さすがに日本の証券会社は資本金額が大き
くて、株価が高くて、つまり時価総額が大きいか
ら、とても買占められなかつたと聞いてます。こ
れは証券会社だけではなくて、日本企業の全般に
まだ当てはまるのではないかと思うのですが。
もっとも、全体に株価が上昇傾向にある場面です

から、相対的に株価が低いという認識を持つ個別
企業は、十分に警戒心を持つべきだと考えます。
若林常務理事 ありがとうございます。

それでは、第一回目の証券セミナーは、これで
終了させていただきたいと思います。改めまし
て、本日の小林和子主任研究員にお礼を申し上げ
たいと思います。どうもありがとうございます
た。(拍手)

(こばやし かずこ・当研究所主任研究員)

(この講演は、平成一七年二月一四日に開催されました。)