

共通論題：『M&A, TOB等のハイリスク分野で活躍した 企業家群像の実像と虚像—岡部廣, 島徳蔵から孫正義まで—』

報告1 証券市場から見た買占めの歴史

—戦前と戦後の違い—

小林 和子 (Kazuko KOBAYASHI)

日本証券経済研究所

はじめに

企業家研究フォーラムの報告であればあるといど特定の企業家に焦点を絞るべきであろうが、ここでは「虚業家」概念の実態と濃厚に係ると思われる証券市場の利用、「活用」の面を取り上げるため、企業家については買占め者としての行動の類型化を試みるに止めた。最後に、補論として「虚業家」概念に対する証券市場の寄与について若干触れる。

1. 市場における買占め行動の目的と対象

明治以来の株式市場130年の歴史を買占めに焦点を当てて綴ることは難しくはない。多くの公開会社があり、万人に開かれた株式市場であれば、買占めの舞台になる可能性は常にある。日本の例が示すように、公開会社が少なく、取引者としてはプロの投機者が中心で、先物取引の場で行われても、それゆえに一層買占めが市場で利益を獲得すると期待される場合もある。他国に比して日本においては戦前と戦後で市場の基盤の変化が著しく大きかった。その変化を確認した上で、戦前戦後に通じる市場買占めの目的、買占め者、対象及び資金源を最初に見ておきたい。

1) 市場基盤の変化—戦前と戦後

第2次世界大戦前の時期、とりわけ買占めの

ような自由取引行為が頻繁に生じた平時には、商品・証券の流通取引を共に対象とした取引所法が基本法であった(1893~1943)。当時、財閥系企業の多くは非公開であり、少なからぬ優良・大企業が市場に姿を現さなかった。さらに、明治期の終りに私有鉄道が国有化され、株式市場から最大の上場業種が消滅した。縮小した市場の内部はといえば、精緻に構成された個別銘柄の先物取引が中心で投機が発生しやすく、主たる取引参加者は個人の証券業者や投機者であった。個人の資産家や生命保険会社は長期保有が中心であり、同様の投資信託が登場するのは昭和も戦時下のことである。また、日本銀行条例は建前として産業金融を禁じたが実質的には株式担保貸出を行ったため、これを頂点とする民間銀行の株式担保貸出が早くから存在し、買占め者の資金繰りにも活用された。

第2次世界大戦後の時期には、証券専管で、証券の発行・流通取引を国民経済の中に明確に位置づけた証券取引法が基本法となり(1947~)、他方で資本所有の民主化のために特別法を制定して財閥解体が進められた。戦後市場は、財閥解体後の株式公開・上場により急拡大するとともに、先物取引が禁止されて実物取引のみの大衆基盤型市場に変わった。戦後証券取引所再開後の、最初の上場会社所有者別持株比率によれば、個人が69.1%、証券会社が12.6%で共に現在までの最高値であり、金融機関の9.9%、事業法人等の5.6%は同じく共に最低値である。

個人の比率が過半を割るのは1958年、金融機関に1位を譲るのは1972年であった。先物取引復活論者を抑え、実物取引に仮需給を導入するために1951年に制度化された信用取引が、実物取引の枠内で行われた買占めに対して資金を供給することにもなった。

2) 買占めの目的

市場を通さずに大量の株式が持ち手を変えることはままある。経営者間で合併や統合などが合意される、あるいは投資ファンドや金融機関などが買い取る例もあろう。こうした取引の価格は(市場価格を勘案しつつ)相対の合意により、その目的は主に経営権の移転にある。これに対して、市場を通して行われる、市場の中で自由な売買取引の結果である買占めにはさまざまな目的が見出される。日本の歴史に登場した順にこの目的を見ていきたい。

①機を見ての転売差益の獲得 買占めというからには市場で買い方が買う行為から始まるが、売買双方の力関係で買い方が強ければ市場価格はじりじりと上昇する。価格が上昇すれば売って利益を上げようという売り方が出てくるし、市場の勢いに乗って売買共に膨らめば、さらに価格は上昇する。市場の様子を伺って、機を見て高値で転売し、差益を獲得するのが古典的な買占め者の目的である。買い始めから売り終わりまでの期間は、短期もあれば中期になることもある。数ヶ月から長くても1年以内であろう。大量の買占め株式を一時に売った後、もはや買いが出なければ価格は下がって、勢いに乗った他の買い手は下落した株をそのまま持つことになる。この目的が成功すれば、あくまで市場内ですべてが決着し、株式の発行会社には何も影響しない。多少の株主変動が起こる程度である。しかし、買占め者、大口の売り手、資金繰り、現株の手当てなどがはっきりしないままに進んだ買占めが市場全体を巻き込んで、最後に市場が膠着状態となり、関係者や取引所が決めた一本値で任意にあるいは強制的に決

済を行わねばならないこともあった(「解け合い」)。投機者の自由な行為は、絡まりあって時には市場を破壊する行為ともなったのである。

- ②支配株主として事業経営に参画、経営権を掌握する 公開会社の経営権獲得を目論んだものが、対象とした会社の支配株主となるために、市場で必要株数を買占め、株主総会で多数派を制し、会社を乗っ取る。これも古典的な買占めの目的の一つである。
- ①の転売差益獲得型が市場内部の投機者同士の勝負に止まったのに対して、乗っ取り型は買占めの対象会社の経営権を覆し、その後の経営に決定的な影響を与える。市場価格次第で誘い出される浮動株主が多ければ比較的容易かもしれないが、必要株式数を集めるにはそれなりに価格を上昇させていかなければならず、買占め者は豊富な資金を必要とする。また、強固な安定株主が予想以上に多ければ、成功は難しい。
- ③買占めて吊り上げた高値で会社(等)に買取らせる(グリーンメーラー) 買占め者の目的が転売差益獲得である点は①と同じであるが、市場において高値で売り抜けるのではなく、対象とした会社を高値で買い取らせることを目的とする。明治以来の商法では株式会社は自己株式の取得・保有を原則として禁止されてきたので、現実には会社と交渉して、大株主や取引先金融機関、関係者等に買い取らせるものである。①が市場内部で決着するのに対して、②と同じく市場の外で圧力的な交渉の結果、市場の内部に戻って「高値買い取らせ」に決着する。対象会社には相当のダメージを与え、現実には買取者となった会社関係者には新たな大株主として相当の会社支配力を付与する結果になる。会社がこれを拒否した場合には株価は暴落する恐れがあり、企業イメージを考慮すれば拒否はできない状況に追い込まれ、買占め者の圧力に屈する。買占め者に別件で会社内部の、あるいは経営者

個人の弱みを握られていて、拒否することが不可能である場合もあった。この種の買占め者は鈍感な会社経営者に比して顕著な攻撃戦略を持ち、成功に導くテクニックに長けていた。

- ④株主アクティビズム（行動主義）の手段として用いる 1980年代以後のアメリカで、旧来のウォールストリート・ルール（所有株式に対する評価は市場での売買で示す）に代わって登場したのが、株主アクティビズムである。市場での売買がすべてで株主総会を無視ないし回避した旧来の方法に代えて、アクティビストは率先して株主総会に出席し、株主提案を行い、株主の立場で経営改革を迫り、増配を得、そののちに株価が上がれば市場で売却する、という手順をとる。その際にある程度の発言権を持つために、あるいは上位株主になるために、買占めを行うものである。やや時間はかかるが、成功すればインカムゲインもキャピタルゲインも獲得しうる方法である。現今の市場で大企業相手に個人でこれを成功させる資金力を持つことは難しく、積極的な投資方針を持つ機関投資家であるか、個人を代表としたファンドやグループで匿名者を含む資金を背後に持たねばできないであろう。
- ⑤会社側の防衛的TOBに応じ、売却して利益を得る 買占め者がこれを最初から目的にすることはないかもしれない。しかし、近年では買占めが明確に敵対的TOBの形をとり、会社側がこれに対抗して防衛的TOBをかけるケースも多くなった。こうした展開になれば、双方のTOBの価格次第で、また既存株主（従業員株主が多いこともある）の対応次第で、相対的に多数の既存株主が会社側につくと判断された場合には、買占め者が防衛的TOBに応じて、売却し、差益を得る結果になることもある。
- ⑥買収ファンドを構成、市場を回避して事後の経営展開を計画化 買占め者が市場関係

者の個人あるいは個人の連合ではなく、金融機関・機関投資家・資産家などが明確な買収目的ファンドを構成して、対象とする会社と合意の上、TOBをかけて買収し、その後非公開化する。現在の日本の法制では最初のTOBで2/3以上の株式を集めることができれば、残りについては少数株主保護のために現金買取りを行わねばならず、ほぼ100%の買い集めが可能である。友好的TOB、ないしはMBO（マネジメント・バイアウト、現経営陣による買占め）の形をとり、非公開化後は市場からのチェックなしに大株主との合意のみで自由に経営改革を進めて数年で好業績を達成するような戦略を持つ。現実には好業績が達成されれば、非公開には拘らず、他の有力なファンド等に転売する（大株主の転換）、あるいは再上場して市場で売却する（多数株主に転換）こともできる。

⑤と⑥でいうTOBは取引所市場において行われるものではなく、市場外における公開買付であるが、市場価格と比較の上で若干売り手に有利な価格で買い付ける公告を行い（所定の全国新聞紙上）、市場内で売り手になるべき保有者に呼びかけるものである。公開買付公告には対象株式、買付者、価格、期間、取り扱い証券会社が明示されている。近年の買占めは市場内で密かに進められるよりもこの方法によることが多いので、「場」としては市場の外側であるが、市場価格を活用する行為として買占めの目的の中に入れた。

買占めの目的というものは、実際には買占め当初の意識的目的と考えるべきである。その買占めの展開次第では、投機（キャピタルゲイン目的）が失敗して、長期投資（インカムゲイン目的）になり、場合によっては消極的経営権発動となることもある。積極的経営権取得を目的にしても、失敗して、キャピタルゲインあるいはインカムゲイン取得に結果することもある。目的と結果の位相のズレをもたらすのは予測しきれない市場取引というものの性格であ

る。

3) 買占め者

買占めを試みるものは、①投機者（個人）、②事業家（個人）及び③事業会社・持株会社が歴史的には多く、現在では④アクティビスト及び⑤当該目的で形成されるファンドがこれらに加わる。アクティビストは自らの提案が受け入れられねば素早く売り逃げることもあるが、限度を越えて所有し、大株主として経営責任を負うこともある。ファンドは、投資ファンドであれば市場で投資連合を形成し、短～中期の利益獲得を目的とする。買収・再建型ファンドとなると数年あるいはそれ以上の期間を想定した中～長期の利益獲得を目的とする。しかし、10年というほど長くはならない。

4) 買占めの対象となる会社の特徴

あらゆる公開会社には買占めの対象となる可能性があるが、現実には市場で買占めの対象となった会社、銘柄にはある程度共通する特徴が見出される。以下の8点のうち数種類までは買占めのターゲットとされた会社には必ずや存在していた特徴といえる。

①投機者の人気の集まりやすい、値動きの激しい銘柄 浮動株が多く、また現在価格に割安感があり、何か値動きをもたらしやすい材料がある、投機者好みの銘柄には、市場内で高値売り抜けを目論む買占めが仕掛けられやすい。仕掛ける側はセミプロかプロの投機者が多い。

②資本金が過少で、株価が相対的に低い銘柄 このような銘柄は相対的に少ない資金で市場買占めが行えるので、ターゲットになりやすい。戦後10～15年ぐらいは過少資本の会社が多く、資本充実のために種々の方策が採られたことは周知の事実である。株価が相対的に低いということには、市場人气が低いこともあるが、経営者の株価意識が低いこともあり、いずれも買占めを進めやすい条件となる。株価が会社資産を反映していない場合には密かな優良買占め対象となる。

③含み資産が大きく好業績を上げているが過少配当であるような銘柄 業績は良いのに株主

配当に配慮していないような会社は、市場価格次第で株主から売られても文句はいえないだろう。買占め者には「若干の、あるいは相当の高値」を実現する意志と能力がある。含み資産があつて、その活用に将来性があるとすればなおさら狙われやすい。

④現経営陣が放漫経営で将来性のある経営方針がなく、株価の動きも注意していない銘柄 長期間に亘ってこうした状況があれば会社は破綻するであろうし、短期的ならば社内でカバーされて表面化しないであろうが、ある程度の期間に亘ってこうした状況が継続し、注意して分析すれば外部者にも分かるような場合が問題になる。買占めが始まった場合には注意していれば株価の動きで読み取れるものだが、これにも注意していないような経営者であれば、気がついたときには買占め者に翻弄されることになる。

⑤株主構成に注意しておらず、浮動株主あるいは安定株主に問題がある銘柄 株主構成は年に1度、決算期の株主名簿閉鎖で確認されるが、大まかな傾向は変わらないとして注意していないと、足元をすくわれることもある。浮動株主が多い場合には短期間に買占めが進むことがあり、少ない場合は逆に市場に出る株式数が少ないために買占めにより短期間に株価を上昇させやすく、買占め者に有利になる。また、安定株主が多数あると安心していても、市場価格次第では簡単に心変わりして売られてしまうこともある。安定株主は必ずしも「不動」株主ではないのである。

⑥会社内部に内紛がある、経営者に悪弊があるなどで、役員の離反を招きやすいリスクを持つ銘柄 内紛、悪弊などが発生しやすく、解決しにくい企業は同属経営型、ワンマン経営者型などが多く、会社内部では自浄作用が働かないような構造になっていることが多い。一枚岩の経営だと信じていても、内部が腐敗していればどこかで役員の体制にもひびが入り、買占め者の外圧を借りて社内粛清を図る動きを招く可能性は強い。注意深く、抜け目の無い買占め者に

としては、こうしたダークな会社情報は得がたい宝の山ということにもなる。

⑦潤沢なキャッシュ保有が明白である銘柄多数派株主として、遊んでいるキャッシュを株主配当に回せという要求には正当性がある。あるいは経営権を握ってそのキャッシュを自由に活用することも可能である。キャッシュ保有額と限らず、資本効率の悪さは買占め側がアクティビストであった場合、見逃すはずの無い攻撃ポイントであろう。

⑧事業拡大戦略で重要なターゲットとなる銘柄 いろいろな分野で事業拡大・再編の構想が検討される時、その一環として既存の他会社を傘下に入れる戦略が立てられ、友好的あるいは敵対的TOBの形式で攻撃がかけられることはしばしばみられる。これも日本では国際的な潮流に遅れたが、M&Aの増大の中で増えている。

②～⑥は、戦後最大の買占め狂熱期であった1960年前後に目立った特長である。プロフェッショナルな企業アナリスト群がまだ形成されておらず、企業側が市場からの攻撃に無防備であるのに対して、意識的に買占めを狙う外部者は用意周到な調査を重ねて攻撃をかけた時代である。現在から顧みればいろいろな方面で経営者の怠慢が顕著に目立つ、コーポレート・ガバナンスに大いに難のある企業といえよう。市場の内部で始まって終る①を除いて、②から⑧までの項目は、個別の上場会社のコーポレート・ガバナンスのありかたが、個別会社の内部だけではなく、同業他社、関連産業、広く戦略的かわりを持つ産業を含めて、合併、統合の可能性を常に考慮に入れておかねばならないことを示していると思われる。

5) 買占めの資金源

株式の買占めには大から小までそれなりに相当額の資金が必要である。資金源は、①自己資金、②銀行融資（買い持ち株式の担保貸しを含む）、③市場からの回収（買った株の一部転売）、④他事業（事業者）からの融資・投資、⑤買収・投資ファンドによる資金収集、そして⑥他

金融機関、機関投資家よりの融資・投資などが上げられる。①から④までは戦前から存在し、⑤と⑥は戦後に、それも比較的近年になって加わったものである。

2. 第2次世界大戦前の市場買占め

買占めの歴史はかなり明確な節目を持って展開していく。すなわちある時期には似たような様相の買占めが集中して起こる傾向がある。買占めを流行させるような何らかの市場的要因、経済的要因があり、それが移り変わっていく、というべきであろうか。

1) 明治大正期

この時期の市場、とりわけ明治期の市場は、上場会社、取引者、取引資金量共に少なかった。東京株式取引所が設立されたのは1878(明治11)年、当初は国債、金銀貨、取引所株式などが、1890年代からは鉄道業株式が人気を集めたが、私有鉄道の国有化により、1905年以後は再び取引所株式が中心になった。零細資金の投資家が多く参加するような実物取引市場ではなく、取引所仲買人（後に取引員）、上場会社の役員・上級社員、個人資産家などが個別銘柄先物取引で投機のチャンスをうかがっていた。買占めの対象となったのはこうした投機人気銘柄の一部で、個人投機者が先物取引で買いを仕掛け、株価が上がれば高値で売り抜けて巨万の利益を手にすることを目標とした。取引所業株式では堂島米穀取引所、東京株式取引所新株、天津取引所など、鉄道業株式では参宮鉄道、北海道炭礦鉄道、豊川鉄道などの買占めが歴史に名を残した。これら2業種に属さないものでは鐘紡が数回対象になっている。

しかし、この種の買占めには「成功した買占めはない」、「失敗した投機が投資である」などの言葉が残っているところにその実態が良く示されている。個別銘柄先物取引の決済は1～3ヶ月であるが、買いから入るにはそれなりの資金が必要で、誘い出されて出てきた売りに応じて買い進めばさらに高値で買い応じなければ、

買占められない。他の株式を売ったり、担保に入れたりして資金繰りをするが力尽きて投げ出すことも多い。買占めたものの高値売り逃げに失敗すれば、決済時に引き取って持ちこたえざるを得ず、それが意図せざる「投資」になりもした。売り応じる側は買い手から現引きを要求されれば現株を渡さねばならないが、借株で対応することもできる。期限のある先物取引で、期限内の転売買戻し可能の条件の下で、買い方と売り方の間で「市場内の勝負」が行われたのである。この時期の買占めで、対象会社の経営権を狙ったものは1918（大正7）年の東京板紙唯一つで、これは成功した。

2) 昭和期

昭和に入ると様相が変わる。経営権狙いが主流となった。典型的な例は1920年に武蔵電鉄役員から事業家経歴を開始した五島慶太によるもので、何年にも亘り市場における買占めを繰り返し、私鉄・百貨店を中心とした東急コンツェルンを作り上げた。1944年の京王電鉄合併で、五島は私鉄界の王者になった。五島は官僚出身で頭が切れ、過去の知識経験を活用もしたであろうが、市場買占めの活用こそがコンツェルン形成の最強の武器となった。しかし、その手口のおどかさから「乗っ取り王」はまだしも、「強盗慶太」の異名をとったことは、買占め者に対する当時の社会的評価を物語るものでもある。首都圏私鉄の競争を、自由市場時代から統制時代にかけて買占めによる乗っ取りを繰り返して再編したこと自体はいわば「市場に任せた」結果である。しかし、その市場の内部に宿る「神の手」には覇者を目指す人間の強欲がびつたりと張り付いていることを、五島の例は如実に示したのである。

3. 第2次世界大戦後の市場買占め

戦後の市場は零細資金投資家が参加する大衆基盤型で、実物取引が信用取引で補完されるアメリカ方式となった。買占めの仕掛け人、先導者は戦前期と同じくプロあるいはセミプロのト

レーダーであるが、大衆投資家がこれに追随して市場の潮流を形成し、資金は信用取引が提供した。このために、買占めの熱狂化、さらには破綻の過程で多くの大衆投資家が巻き込まれ、犠牲にもなった。因みに、舞台となったのは1949（昭和24）年再開された東京及び大阪証券取引所市場、実物取引に仮需給を入れる信用取引制度が導入されたのは1951（昭和26）年である。

1) 1950年前後（昭和20年代）

先物取引が禁止されて、買占めの「場」が実物取引市場になったことは、市場買占めの性格を大きく変えた。先物取引市場の内部で買い方と売り方が資金繰りと現株繰りの力を尽くして争った勝負は、零細個人が多数参加する、4日目決済の実物取引ではできなかった。戦前の個人投機者の生き残りであった藤網久次郎による日本皮革の買占め、藤網と田島将光の連合による陽和不動産の買占めなどの例は、市場買占めで株価を吊り上げるところまでは従来型であるが、最後に対象会社（側の関係者）に吊り上げた高値で引き取らせるという戦後型の「新手法」に成功した。業績に無関係と思われる株価の乱高下を心配し、乗っ取りかもしれないと震え上がる発行会社側の恐怖心理を衝く手法は、後節に見るように藤網らの後継者に十二分に活用された。

また、これと並んで、市場買占めによる事業乗っ取りにも戦後型を感じさせる例が現れた。「白木屋事件」である。終戦当時冠冠32歳の無名の経営者横井英樹は経営権目的で白木屋乗っ取りを仕掛けるが、資金面で続かず、当時大成功者となっていた五島慶太に買占めの肩代わりを依頼し、引受けた五島の手で日本橋白木屋デパートは東急デパート日本橋店になった。市場買占めによる事業乗っ取りの成功例である。もっとも幾星霜を経て、東急は日本橋店を閉鎖し、現在では同地に日本橋コレド（商業・オフィスなどの複合施設）が建設された。

2) 1960年前後（昭和30年代）

「白木屋事件」で名を馳せた横井英樹は、雌

伏するまもなく東洋精糖の買占めで乗っ取りを仕掛けた。この2社の例が示すように、横井は高望みだったかもしれないが大会社の経営を心底欲していたようではある。高値「買取らせ」による利益獲得が目的ではなかった。とはいえ白木屋の件で五島に高い指導料を納めたばかりの横井の資金には当然に限界があり、信用取引を利用しながら時間をかけて市場買占めを進めてきたが、信用取引の売り手が横井の現引き要求に応じられず、決済不能に近い事態になってしまった。横井は再び、五島慶太に肩代わりを依頼する。売り手側には個人投資家が多く参加していたため、一時は戦後法では違法である「解け合い」による強制的決済の進展も検討されたが、結局は政界・財界のフィクサーが介入し、市場内は「話し合い」で決着した。五島は正式に東洋精糖の大株主となった。その後、市場の外側で、五島の経営権委譲要求に対して、経営側は大いに抵抗してもめにもめるが、最終的に五島の乗っ取りは成功した。ところがいざ経営権を委譲するとうきに当の五島が死去、息子の昇は経営権を放棄し、会社側に株を売却して、決着を付けた。最後まで見てくると、結局東洋精糖事件は高値「買取らせ」型になったわけである。

東洋精糖事件は発端（1957年11月）から最終決着（1959年10月）まで2年以上かかった。市場買占めとしては空前絶後の大事件となった。これと相前後して市場では買占め・乗っ取り旋風が吹き荒れ、経営側を恐怖に陥れる様相となった。1960（昭和35）年9月現在の調べでは東洋精糖から始まる買占め関係会社数は50件、58年開始が数件、59年開始が非常に多く、60年にもまだ新たに開始されている（旬刊「商事法務研究」調べ）。買占め派の一部は合併・系列化を狙う事業会社であるが、大方は何らかの買占め妙味のある会社の株式を調べて買占めを仕掛け、比較的短期間に高値に吊り上げ、対象会社等買い取らせるスタイルを踏襲した。会社が買い取るとは限らないのは資金面の問題であるが、大株主や取引先金融機関との調整の問題で

もあった。関係証券会社、銀行・生命保険、関係会社等が肩代わりした例がかなりあり、また肩代わり先が不明な例も少なくない。買占め者個人の代表格は鈴木一弘で、過半の買占めに関係したが、銀行買占めに関して大蔵省から生まれ、最後は大阪機工への脅迫罪で逮捕されて終わった。

市場買占め・乗っ取り旋風がかくも吹き荒れることができたのは、1960年前後までの市場が株価上昇期にあったからでもある。1965年証券恐慌に至る株価不振時の前に形成された株価のピークは、1961年7月である。株価が急騰するような時期は買占めには資金がかかりすぎ、株価不振時には買いを仕掛けても下げを鈍くする程度の効果しかない。株価が緩やかな上昇期にあり、買上げ材料を期待する心理が隠されているような時期が買占めには好適であるということになる。

3) 1960年代後半～1980年代

昭和の後半期、1960年代後半から先は、市場買占めのもたらす弊害に敏感になった政策側の対応がようやく始まる。買占めが「市場内部の問題」に限定されていた時代には、市場内部で決着されれば良かったが、会社経営に相当の影響を及ぼすようになれば話は違う。政策側の対応としては、とりあえずは過少資本状態の解消に焦点を当て、個別企業の資本充実を優先して、配当を抑制する政策が継続された。1954年資本充実法は1961年に改正され、再評価積立金の資本組入れが促進された。結果としてこれが買占めに対する防衛策になったことは間違いない。

取引所の対応も強化された。1950年代から市場内部で異変が生じたときには信用取引規制が主な対応手段であったが、これには限界があり、1960年に市場の異変に敏速に対応する理事長権限を拡大し、相場基準も見直された（最低資本金の引上げ）。信用取引の改善が実現するのは証券恐慌の後である。

現実には、時間をかけて行われた個別会社の対応がもっとも大きな効果を持ったといえる。

買占め・乗っ取りを防ぐには、信頼できる長期安定株主の確保が重要であることが痛く認識され、とりわけ資本自由化を目前に外資による乗っ取りの恐怖が原動力ともなって、事業会社間の、また銀行・生命保険会社などを相手方とする相互持合い・片持合いが形成されていった。大債権者であり、大社債保有者であり、大株主でもあるメインバンクと経営者の密着関係が会社のガバナンスを決定し、外部少数持株株主を無視・軽視することが常態となっていったのである。明治32年商法以来の額面50円（一部は20円）が戦後インフレーションの後も変わらないままで、その額面に対する低率（10%）固定配当を資本充実法が後押しすることになり、インカムゲインを期待できない長期安定株主に含みキャピタルゲインを提供するために高株価を追求する経営が必至となった。

法制面で市場買占めに一定の規制がかけられたのはかなり後で、1971年証券取引法改正でようやくTOB規制が設けられた。しかし、1990年までは小規模（米ベンディックスの100%子会社が自動車機器を対象に、オリックスが子会社のオリックス市岡を対象に）、非上場会社間（沖縄電力が沖縄配電・中央配電を対象に）の僅か3例に適用されたに止まった。法制は準備されたが、対象になるような買占めそのものが市場から姿を消し、足掛け20年の間、みるべき実効性はなかったといえる。

4) 1990年代

波風の立たない20年を破ったのは米国から攻撃してきたブーン・ピケンズであった。「小糸製作所対ブーン・ピケンズ」（1989～1991）は、初の外国人グリーンメーラーに対し、日本側が企業防衛に成功した例ともなった。その決着を付けるに当っては、1990年にTOB（公開市場買付）規制が強化され、また5%ルールが導入されたことも大きく影響した。この前後から増大した敵対的・友好的買占めに対応した措置であった。

これより前に、1986年の独占禁止法の強化で金融機関による持株比率が対象企業1社の発行

済み株式の5%以内に抑制される措置が実施された。それ以前は10%以内であったものを5%以内に減らすためには、持ち合い株式を半減させねばならない。1989年末の段階で株式市場バブルはピークに達したため、1990年代には含み益経営の限界で事業会社間の相互持合いの解消も進展した。長期安定株主を温存する体制が弱まる一方、不況の進展で敵対的・友好的買占めによる企業再編が経済合理性を強めたため、日本市場としては初の法的規制下のTOB、M&Aブームが到来したのである。

5) 2000年前後～

世紀が変わって、M&Aの増大傾向は続き、敵対的買収への究極的対応策としてMBOを経て上場廃止という例も少なくない状況になってきた。2005年にはワールド、ポッカコーポレーションなど、2006年にはすかいらーく、2007年予定にはサンスターなどの例が見られる。TOBによる完全子会社化で上場廃止になる例は学研クレジットなど別途多く見られる。市場からの撤退は成熟した市場の持つ一側面であるが、市場の回避、市場からの逃避となるとやや疑問なしとしない。

また、敵対的買収への対抗策として、再び長期安定株主の確保が見直されている側面もある。相互持合いを法的に完全に禁止する条項でもない限り、株主の一形態として事業会社や金融機関が登場することはあっておかしくない。むしろ、「貯蓄から投資へ」の流れの中で、銀行経営の効率性を考えれば、銀行資金の相当部分が直接に証券投資に向うことは当然でもある。政策投資以外の証券投資の中に、インカムゲイン、キャピタルゲインのチャンスが大きい株式が入ることは必然的でもある。

近年の市場買占めには新たな装いをまとった株主層の登場が見られる。戦前期の五島慶太型事業家株主や、全世界から巨額の資金を吸収して買占めに乗り出す投資ファンドなどである。2006年に市場を騒がせたライブドアの堀江貴文社長は前者の事業家株主型、村上ファンドの村上世彰責任者は後者の投資ファンド型である。

堀江は自ら起業した会社から始めて、他社合併、数回に及ぶ自社株式の分割、財務諸表の虚偽記載、TBS株式の買占め戦などの結果、違法性を問われ逮捕されて公判に処された。村上は市場を規制する側の役人という経歴を持ち、初期にはアクティビストとして株主総会で会社側の経営方針の不備、株主還元の不適切さを衝いて、株主還元を強化する活動に専心したが、そのアクティビスト活動で名を売った後に設定した国際的投資ファンドが巨大化して、期間高収益の獲得要求に応じる過程で失敗した。村上ファンドの活動方法には買占めた株式を高値で会社側の投資家等買い取らせる「高値買い取らせ」方式が含まれる。対象とする株式の選定プロセスで、ライブドア堀江との関係を問われて、自ら罪障を認めた。ライブドア側にも「高値買い取らせ」に結果した行為がある。この2例は、いずれも比較的短期間に、起業家・アクティビストから、違法証券取引行為者に進んだタイプである。市場を通じる買占め行為の目的は前掲のように数多くあるが、いずれも基本的には合法的に行われれば正業、実業であり、違法であれば犯罪行為となる。合法か違法かの線引きが難しいグレイな分野で行われるものであれば、最初から犯罪を目指したとも、虚業と誘われることを予想してあえて行ったとも、いうことはできない。詳細に彼らの行為経歴を辿れば、ここが転換点となったというべき点が見出せるかもしれないが、それは抽象的な次元でいえば「市場を超えられる、市場に勝てる」という判断をした点になるのではないか。獲得利益額・率の予想外の大きさと市場を見くびった判断力が重なったときではないか、というのが現時点での筆者の推測である。

補論・虚業家概念に対する証券市場の「寄与」

フォーラム当日のある質問が示したように、虚業家という概念は必ずしも明確ではない。対比させる実業家概念のように古くからあったわけではない。実業に対する虚業と、実業家に対する虚業家が、同じ距離で対比されているとも

思えない。企業論の専門家から証券業虚業論が立てられたのは1970年代半ばであるが、証券業者の係った不祥事の続発を背景に、実業たる製造業等に対して、発行市場から遊離した流通市場は「マクロ的には何ら其固有の機能を有せず」、証券会社は「虚構」の上に立脚し、「虚業」の育成に専念してきたとした。額に汗して僅かの金銭を稼ぐ肉体労働に対して、手数料を掠め取るだけの（委託売買）、あるいは虚実の情報巧みにいかくぐるだけの（自己売買）証券業は経済社会に何等の付加価値をもたらさない、いや明確に有害である、ということであろう。証券市場は、第2次世界大戦中に成立した日本証券取引所法の「目的」に明示され、戦後の証券取引法で確立されたように、国民経済の運営に対する役割が確認されており、証券業の果たすべき機能も法定されている。にもかかわらず、虚業論が堂々まかり通るのは、日本市場の構造的な歪みに対する批判と、「額の汗」論の市場に対する反感とが増幅された結果であろう。

違法行為でない業務は製造業であれ、情報産業であれ、虚実に分ければ本来は実業というべきで、その業務に携わるものは実業家である。とはいえ、虚実に分けるということ自体にすでに「実」に関する価値判断が入っており、単に企業家といえれば良いと思う。実業家は経営に失敗することも、違法・脱法行為を行うこともあり、これらは「経営に失敗した実業家」「違法・脱法行為をした実業家」である。虚業家ではない。あえて虚業家といわれるには、これ以上の特別の行為がなければならぬだろう。合法行為の合間に詐欺的行為を意識的に組み入れて繰り返し、利益を上げる、とりわけその方法が証券市場における合法的な証券取引の形式を借りて無知、無防備な一般投資家を瞞着し、大きな被害を与えたようなときに、詐欺師といわずに虚業家ということが可能かもしれない。

誰であれ合法的な証券取引で巨万の富を得ることは決して誹謗中傷されない。いいなければこれを実業といっても良い。そのチャンスは万人に開かれているが、めったにチャンスの女神

の後ろ髪を掴むことはできない。その合間に大中小の詐欺が跋扈する可能性は大きくあり、これを容易に現実化させやすいのが証券市場という場である。しかし証券市場を否認すれば株式会社制度は破綻する。証券業は相変わらず一部に経営の失敗、違法・脱法行為を繰り返しているが、現在、虚業とはいわれていない。成功している間には実業家、破綻すれば虚業家という程度の線引きが案外虚業家論の的を射ているのかもしれない。

参考文献

- 狩野雅郎『買占物語』1926年
南波礼吉『日本買占史』1930年
森川哲郎『乗取り百年』1967年
旬刊『商事法務研究』1960年10月5日～15日号
小林和子「日本市場の乗っ取り拒否体質と法制—東洋精糖事件を顧みる—」『証券アナリストジャーナル』2005.7
二木雄策「証券業・巨大なる虚業」『季刊中央公論—経営問題—』1974年秋号