

<論 文>

秀和による株式買い占めと 流通系企業の経営改革

平 井 岳 哉

はじめに

不動産投資で多額の不良債権を抱え経営が悪化していた長銀や日債銀が国営化されるなど、80年代後半に始まるバブル経済とその崩壊は、10年近くたった今でも日本経済に深い傷跡と後遺症をもたらしている。

バブル期の象徴として、株価の高騰があげられる。東京証券市場の日経平均株価は86年1月の1万3千円台から90年12月には3万8千円台へと約3倍に高騰した。これは、85年のプラザ合意以降の円高で日本の金融機関が海外投資、特にアメリカ債券の購入を回避した結果、国内で一時的な金余り状態が発生し、企業を経由してそれらの資金が不動産・株式さらには美術品等の購入に回った結果である。

財テクが家庭の主婦まで普及するなど社会現象となったこの時期、多くの企業が不動産・株式投資を行った。本論で取り扱う秀和も、その代表的企業の1つである。秀和は新興不動産企業にも関わらず、バブル以前に取得していた不動産の担保力上昇に背景に、巨額の資金を使って国内外の不動産に投資し、資産1兆円の企業に急成長した。

秀和は、後にアメリカでの不動産投資の暴落と国内での株式投資の失敗により経営が大きく躓いたが、国内で買い集めた株式の多くが百貨店やスーパーなど流通系企業であり、これらの企業との交渉が大きな話題となった。というのも、株式の買い占めや転売によるM&Aやキャピタルゲイン稼ぎが、ようやく日本人々に認知されつつあったからであり、特に流通系企業は一等地に店舗を持つため地価高騰で上昇した資産価値と、株式時価総額の間に大きな乖離が

発生するなど、株式投資に関する問題がもっとも凝縮されたタイムリーなケースだったからである。

同時に、秀和による流通系企業の買い占めは、流通系企業が従来抱えていた構造的経営問題を、解決までの過程を通じて社会に露出させた点で注目される。流通業界の再編、持株比率が少ないにも関わらず伝統的に経営トップを占める創業者一族の存在、株式買い戻し交渉におけるメインバンクや安定株主の動向、などである。当然、株式を買い占められた企業は様々な経営改革の実施を迫られることになったが、この改革はどの流通系企業においても共通するものであった。⁽¹⁾

本論では、こうした問題意識のもと、秀和による流通系企業の株式買い占めと、それが流通系企業にもたらした影響について考察するものである。

1 秀和による株式買い占め

(1)経緯と概要

ここでは、まず秀和による一連の株式買い占めの経緯を概観する。不動産会社の秀和による流通系企業の株式買い占めは、発生から顛末に至る過程において、2つの段階に分けられる。

前期は88年7月から90年暮れまでの時期を示し、内容としては、匿名での株式買い占めから、88年7月に秀和が忠実屋、いなげやのほか、松坂屋、伊勢丹など複数の流通系企業の株式の大量保有を明らかにし、これ以降、株式の買い増しや転売示唆を交渉材料に、合併や経営者更迭などを各企業に迫った。

後期は、91年の年初以来、株価が急激に値下がりに転じ、秀和は資金難に陥り、これに入れ替わる形でダイエーが主役に躍り出た以降のことである。ダイエーは、秀和が保有する株式を担保に資金を秀和に提供したが、これにより流通系企業の株式の裁量権を秀和から剥奪した格好となった。ダイエーはこれ以

降、秀和が株式保有していた企業のうち、自社の手薄な関東圏に多くの店舗を持っているマルエツ（ダイエーは、既に10数%の株式を保有済み）、忠実屋に狙いを定め、株式の公開買い付けを経て、両社を傘下に収めることに成功した。

以下、秀和の株式買い占めの経緯について、その概要をとりまとめる。

①株式の買い占め

88年7月、不動産会社の秀和小林茂社長は、ともにスーパー中位で関東に地盤を持つ忠実屋といなげやに対して両社の株式を大量に所有していることを明らかにした。流通系企業の買い占めは86年頃から行われており、ブラックマンデー（87年10月19日）における一時的な安値や各社が発行した転換社債を利用して買い集められたものであった。⁽²⁾

ただし、秀和はこの時期、株式の名義書換を行ってはおらず、したがって、これらの企業の株式買い占めの事実は、マスコミで秀和の名前が噂にはなっていたものの、関係者間の内輪の話でしかない。秀和は、忠実屋等の経営者と会合を持ち、大量の株式保有を交渉材料に、他社との合併を幾度にもわたって要求した。

秀和の株式買い占めが社会的に公けになったのは、89年7月7日に、株式の名義書換を行って、忠実屋の33.32%、いなげやの21.01%の株式を所有する筆頭株主に躍り出た以降のことである。この秀和の突然の行動は、野村証券を仲介に進みつつあった忠実屋といなげやの提携構想に対抗するものであった。忠実屋といなげやの両社は3日後の7月10日、店舗開発、商品開発での相互協力のほかに、敵対的M&Aを防止することを目的に第三者割当増資によって19.5%ずつの株式を持ち合うことを発表した。これに対して、秀和は7月14日に、両社の割当増資に対して差し止めの仮処分を東京地裁に申請した。これは、両社の割当価格がそれぞれ1,120円と1,580円と、この時期の両社の株価である5,000円前後からみて不当に安く、株主の利益に反しているとの主張から秀和が申請したものであった。7月25日、東京地裁は、秀和の申請を認めて、両社の第三

者割当増資に対して差し止め処分を決定した。これにより、両社の提携はご破算になった。

その後、秀和は上記2社に加え、イズミヤ、長崎屋、松坂屋、伊勢丹など一連の株式の大量取得を明らかにするとともに、以後、従来にもまして、株式保有企業に対して、合併による業界再編を迫るなど強い態度で交渉に当たることになった。具体的には、秀和小林社長は所有する株式の処分を前提に、忠実屋、いなげや、ライフストア（現ライフコーポレーション）、長崎屋に対して、ダイエー、西友、イトーヨーカ堂などに対抗する新たな大手流通企業づくりを目指して合併を各社に提案している。しかし、この構想はいずれも各社の自立維持の強固な姿勢にあって頓挫することになった。合併構想の破綻後、秀和は89年9月にライフストアの保有株式204万株を売却するに至った。

これ以降、秀和は時折、株式保有する企業に対して株式の買い増しを図って圧力をかけるものの、自社が音頭をとって企業合併を進めるよりは、ダイエー、西友、イトーヨーカ堂、ジャスコなどの有力流通大手企業と交渉して、保有株式の処分を模索するようになった。この処分方法は大手企業からみて、秀和の保有している株式を購入することによって、中下位の流通企業を自社の傘下に収める道が開けたことを示し、秀和が目指した中下位企業同士の合併による流通業界の再編構想は、結果として既存大手企業による中下位企業の吸収合併に転化することとなった。

なお株価がピークとなった90年12月における秀和の保有株式は、各企業の発行済み株式総数のうち、忠実屋33.89%、マルエツ24.93%、いなげや25.21%、長崎屋17.61%、イズミヤ6.55%、伊勢丹25.32%、松坂屋15.68%となっており、このほか東京スタイルの株式も10.89%保有していた。

②株式放出による決着

舞台は株価がピークだった90年12月から暗転する。90年秋からの高金利や不動産価格の下落、加えて不動産への総量規制などにより、秀和は本業である不

不動産事業での資金繰りが悪化した。株式投資でも91年の年初以来、株価が反転して急激に値下がりし、不動産・株式の資産価値がともに下がって担保不足になるとともに、購入資金にかかる利払いがかさんで資金不足に陥るなど、秀和は経営的に苦しい状況に陥った。

90年12月、秀和は同社が保有する流通株の扱いについてダイエーと全面的に協力することを骨子とする基本協定を締結した。同時に、ダイエーは90年9月と11月に秀和が保有する株式を担保に、秀和に対して700億円を融資していたことを明らかにした。これにより、ダイエーは秀和の保有する株式の裁量権を剥奪し、事実上、秀和の買い占めに端を発した流通再編劇の主役に躍り出るようになった。

秀和の台所事情はその後もノンバンクやダイエーから追加融資を受けるなど悪化の一途をたどった（ダイエーからの融資総額は1,100億円に）。そのため秀和は保有している株式の売却を急ぎ、91年5月には、イズミヤ株約651万株を1株2,140円で住友銀行の関連会社に売却した。さらに東京スタイル株も市場で大量に売却した。

一方、ダイエーは91年3月に、同社と友好関係にあるマルエツ株に対して、TOB（株式の公開買い付け）を行った。この結果、ダイエーは秀和が持つ全株の2,693万株を含めてマルエツ株約2,879万株の買い付けに成功した。これにより、ダイエーは、すでに取得している株式とあわせ、グループ全体でマルエツの株式の38.1%にあたる約4,114万株を所有し、同社を完全に傘下に収めることに成功した。

マルエツへのTOBにより、焦点は忠実屋に移った。忠実屋は当初自立路線を内外に示していたが、創業者一族の会長の病死もあり、91年12月にはダイエーと業務提携を結ぶことで合意し、ダイエーの傘下に入る道を選択した。92年2月、ダイエーは忠実屋に対してTOBを行った。その結果、秀和保有の株式3,148.5万株のうち3,092.5万株がダイエーに売却され、これ以外に市場からの買い付けを含めて、ダイエーは忠実屋の株式約3,789万株（41.92%）を総額約

1,023億円で取得するに至った。

秀和はダイエーへの忠実屋株売却の結果、ダイエーからの融資残高1,100億円が約265億円に減り、これ以降、15億円ずつの分割方式で返済することになった。その後、秀和の保有する株式のうち、93年1月には松坂屋が、93年12月には伊勢丹と長崎屋がそれぞれ金融機関や取引先企業の協力によって、秀和から株式を買い戻していた。

これらのことにより、秀和はいなげや株を依然として保有するものの、残りの流通系企業の株式はいずれも手放したことになる、同社の株式買い占めはほぼ決着することになった。この過程では、秀和は株価低落以降の株式売却により巨額な売却損を計上し、流通系企業の株式買い占めは同社の経営に大きな打撃を与えることで終結したのである。

(2)秀和の狙い

秀和が、一連の流通系企業の株式買い占めにあたって大義名分として掲げたのは、流通業界の再編である。これは、ダイエー、イトーヨーカ堂、西友、ジャスコ、ニチイ（現マイカル）、ユニーの6大スーパーに対抗するため、中下位スーパー同士の合併による売上高1兆円規模の全国スーパー誕生を目指したものである。

秀和の小林は、各流通系企業に度々、独自の企業再編構想を持ちかけている。その構想には大別してライフストア、忠実屋、いなげや、長崎屋の4社合併と、ライフストアとダイエー系の2社であるサカエ、マルエツの合併の2種類がある。このいずれの構想に、ライフストアが絡んでいる点が注目される。小林が流通系企業に突きつけた構想は、戦友でもあったライフストア清水信次会長兼社長が当初小林に説いたものとされていた。

ライフストアと長崎屋は1970年から協力関係にあり、その一環で業務提携や資本提携を行っていた。大型スーパーづくりを模索していた清水は長崎屋に合併を打診したものの拒絶され、86年に両社は提携を解消し、その際ライフスト

アは所有していた長崎屋の株式を市場で売却した経緯があった。この直後から、秀和が株式を買い始める。さらに87年秋のブラックマンデー直後に、ライフストアはいなげやの株式を大量に購入していたが、この株式が88年3月にライフストアから秀和に売却され、これ以降、秀和は多くの企業の株式を買い集めるようになった。⁽³⁾

小林が掲げた再編構想は、流通系企業とりわけ中下位スーパーにとって琴線に触れるものであった。というのも、過去日本では、スーパーの誕生から吸収合併や独自の全国展開を経て大型化・寡占化が進行し、巨大チェーンストアが複数形成された。しかし、この過程で、最初から全国ブランドを志向しない地方スーパーが多数存在する一方で、大型化や全国展開を志向しながらも巨大チェーンになりきれなかった中位スーパーもいくつか存在するなど、この業界は規模的に三重、意識的には二重の重層構造となっていた。80年代後半は、都市部での店舗展開がほぼ終結した時期であり、この後、郊外や地方への店舗展開や新規事業への多角化が行われれば、資金力や人的資源で劣りがちな中下位スーパーと上位スーパーとの差は今以上に拡大する。しかも、アメリカからの市場障壁の1つとして流通機構が取り上げられ、その影響もあってか、大規模小売店舗法の出店規制が緩和されつつあり、出店を巡るハードルが低くなれば、その恩恵は米国企業よりも、むしろ国内上位スーパー群に帰してしまうのではないかとする危機感が中下位スーパーに共通してあった。⁽⁴⁾

秀和小林社長の場合、合併後の企業のトップマネジメントに清水を想定しているところは、戦友である友人への配慮であるにしても、多額の資金をもって流通系企業の株式を購入した理由は、単なる友情からではなく、やはり経済的理由があったと考えるのが自然である。

小林の狙いとしては、本業との関連で考えれば、地価高騰と多くの企業の参入による都市開発の展開により、都市部では優良な開発物件が枯渇しつつあり、都心の一等地に店舗を持つ流通系企業に対して再開発促進への交渉能力を高める側面があったものと考えられる。しかし、こうした本業との関連よりは、株

式転売による利ざや稼ぎが直接の目的であったと考える方が自然である。というのも、当時秀和はスーパーの株式購入と併行して、伊勢丹、松坂屋の百貨店株にも対象を広げていた。ターゲットとなる流通系企業のいずれもが都心における土地など多大な含み資産を持っていた。秀和が本格的に買い占めを行い始めた88年から89年にかけては、地価が高騰した結果、これらの企業の資産価値も連動して高騰した。一方、株価も上昇したが、株価から算出される時価総額との間には依然として乖離があり、この点から、さらなる株価上昇が期待できた。こうした地価高騰による資産価値の増大と株価資産とのギャップ発生が、秀和に対して流通系企業の株式買い占めに走らせた要因と考えられる。⁽⁵⁾

この際、忠実屋、いなげやの両社の第三者割当増資への差し止め申請に対する東京地裁の決定は、株価は時価を基準にするとの判断を社会的に認知させた点で、秀和にとっては株式売却を有利に進める福音ともなったと考えられる。しかし、持株比率10%から20%台では株主総会で実力行使することもできず、株式保有企業への圧力が中途半端なものになってしまった点は否めない。さらに、時価での株式取引はあくまで株価が上昇基調にある限りにおいて有効なものであり、その場合においても、時価があまりに高い場合は譲渡価格が自ずと高値となって、買い手が見つからないという事態の発生をもたらすことになり、自ら売却による決着の道を閉ざすこととなった。さらに、後に株価が下降基調に転じた際、購入価格を大幅に下回る価格での株式売却を余儀なくされてしまうなど悪循環となって秀和を苦しめることになった。

なお、秀和の株式購入には多額の資金を必要としたことは言うまでもないが、当時は地価の高騰を受け、不動産業を営む秀和にとって担保物件の資産価値が高騰し、借入れ能力が飛躍的に高まり、資金調達がしやすい状況にあった。この点からすると、秀和の株式買い占めは、円高で海外債券などの購入を回避した金融機関が金余りとなって融資先に困り、不動産企業である秀和に対して積極的に資金を提供した姿が浮き彫りになる。

実際、秀和の国内における銀行借入れの推移をみると、86年1月に4,350

億円だった借入額が87年1月6,160億円, 89年1月6,870億円, 90年1月7,790億円, 90年6月8,170億円と時間を追うごとに膨らんでいるのがわかる。88, 89年度の秀和の本業である不動産業での売上, つまりテナント収入はそれぞれ年間約300億円(そのほかに営業利益190億円), 350億円(そのほかに営業利益240億円)であり, フローベースでみると秀和は中堅企業の域を出ておらず, あくまで所有する土地資産の高騰から金融機関が争って資金を融資したことが推測される。⁽⁶⁾

3 株式の買い戻し行動と流通系企業の経営改革

図表1は, 秀和によって株式を買い占められた企業の対応を, 各企業別にまとめたものである(図表1参照)。

これからわかるように, 株式買い占めの対応には大別して2つのパターンにあった。1つは, 金融機関や取引先企業など自社と関連が深い企業の協力を受ける形で秀和から株式を買い戻したパターン, 2つめは, 忠実屋やマルエツのように他社の傘下に吸収合併されたパターン(両社ともダイエーの傘下に)である。

図表1 秀和に株式を買い占められた流通系企業の経緯と概要

(企業順不同)

企 業	経 緯 及 び 概 要
ライフストア	<ul style="list-style-type: none"> ・88年4月, 秀和が53.8万株(1.7%)を保有。 ・89年9月, 株式の5割無償割当発表。直後に, 秀和がライフストアの保有株204万株を売却, 30億円程度の利益を得る。
イズミヤ	<ul style="list-style-type: none"> ・90年12月, 秀和はイズミヤの発行済み株式の6.55%にあたる694.3万株を保有, 第2位の株主に。 ・91年5月, 住友銀行と同銀行系列の住銀保証が1株2,140円で651.4万株を購入。購入金額は約150億円。なお秀和は, これ以前にも市場で42.9万株を既に売却済み。 ・購入企業の住友銀行と系列の住銀保証は, 91年6月に約400万株を再度市場で売却。
東京スタイル	<ul style="list-style-type: none"> ・90年12月, 秀和の保有株10.89%。 ・91年8月から9月にかけて, 秀和は計114.2万株を売却。91年9月時,

	<p>秀和の保有株式数は1,002.3万株（保有比率は10.99%から9.82%に低下）。売却金額は1株1,250円前後で、売却総額は14億円強。</p> <ul style="list-style-type: none"> • その後も断続的に株式を売却。91年11月15日時点では、保有株式数は729.3万株、保有比率7.15%。92年1月末時点で、保有比率4.66%。92年4月6日時点、0.51%（52万株）に。
松 坂 屋	<ul style="list-style-type: none"> • 88年3月、株式の約10%が買い占められていることが判明。 • 89年8月に、秀和が筆頭株主に（15.50%）。 • 90年12月、秀和の保有株15.68%。 • 93年1月、秀和が保有する株式2,646.4万株（17.03%）を、東海銀行などの金融機関、第一生命などの生損保会社、さらに松坂屋の関連会社など計24社が、市場外の相対取引で買い取る。売却価格は1株910円、売却総額約240億円。秀和の購入コストは1株3千数百円と推定され、売却損は約600億円とされている。
伊 勢 丹	<ul style="list-style-type: none"> • 89年11月、秀和が株式を約18%保有していることが判明。 • 89年12月、秀和の保有株18.4%（4010.4万株）に。 • 90年8月、秀和、伊勢丹株23.5%（5,174.2万株）を保有して、名義書換により筆頭株主に。 • 90年12月、秀和の保有株25.32%。 • 92年6月、秀和の保有株28.29%（6,225.1万株）。 • 93年1月、イトーヨーカ堂が三菱銀行に伊勢丹との資本・業務提携を依頼。秀和の保有株に購入の意欲を示す（93年1月、秀和は約6,500万株、約29%保有、時価約1,500億円）。これに対して、伊勢丹労働組合が反対を表明。 • 93年5月、創業者一族の小菅国安が社長を辞任して、名誉会長に。後任に小柴和正専務が昇進。 • 93年6月、メインバンクの三菱銀行から城森倫雄専務が伊勢丹副社長に就任。秀和と買い取り交渉本格化。 • 93年8月、イトーヨーカ堂、伊勢丹の株式取得を断念。 • 93年12月、秀和が保有していた5,880万株（26.71%）を、三菱グループ8社を含む計41社が、市場外の相対取引で買い取る。株を引き取ったのは、東京生命、明治生命など金融機関と、オンワード樫山などアパレルメーカーなど取引企業の計41社。1社当たりの引受額は、約3億から100億円。買い取り価格は1株1,300円で、総額764.4億円。同日の終値1,780円を大きく下回る。秀和の伊勢丹株の購入コストは平均4,000円水準で、売却損は約1,500億円に。
長 崎 屋	<ul style="list-style-type: none"> • 88年3月、株式の約10%が買い占められていることが判明。 • 89年4月、秀和が株式の2,180万株（15.2%）を保有、筆頭株主に。 • 90年7月、秀和の保有株15.6%。 • 90年12月、秀和の保有株17.61%。 • 92年10月、経営トップのうち創業者一族が一斉退任。岩田孝八会長の取締役退任（顧問に）、子息岩田文明社長の退任（取締役相談役に）、孝八氏女婿松田隆専務の平取締役降格。社長には、井上民雄常務が昇格。その後、第一勧銀より北島徳一氏を受け入れ、同氏は会長に就任。 • 93年12月、長崎屋のメインバンクである第一勧業銀行を中心とする5社が、秀和が保有する長崎屋株2,287.5万株（15.41%）のうち、

	2,279.5万株（15.36％）を買い取る。買い取り価格は1株680円、総額約155億円。第一勧銀グループの持ち株比率は4.9％から19.3％に。
マルエツ	<ul style="list-style-type: none"> ・89年2月頃から株式が急騰。 ・90年7月、秀和の保有株約14％で、筆頭株主に。 ・90年12月、秀和の保有株24.93％。 ・91年3月から4月、ダイエーがマルエツのTOBを実施、買い付け価格は1株当たり2,046円。その結果、2,879.4万株の買い付けに成功。取得金額は約589億円。秀和は2,693万株全株を売却。ダイエーは既に保有している株（12％弱、1,200万株）をあわせて、マルエツの株4,114.2万株（38.1％）を保有し、マルエツを傘下に収めた。
忠実屋	<ul style="list-style-type: none"> ・88年3月、株式の約27％の買い占めが判明。 ・89年7月、秀和が名義書換で筆頭株主に。保有株数3,009万株（33.32％）。 ・89年7月、忠実屋と第3者割当増資、業務提携発表。秀和が差し止め仮処分申請。同月、東京地裁、第3者割当増資の差し止め仮処分を決定し、両社の資本提携はご破算に。 ・90年7月、秀和の保有株33.5％。 ・90年12月、秀和の保有株、約3,062万株（33.89％）。 ・91年4月、新社長に谷島氏昇格、創業者一族の高木吉友社長は会長に。 ・91年6月、高木吉友会長死去。 ・91年12月、ダイエーと資本・業務提携を発表。 ・92年2月から3月、ダイエーは、忠実屋のTOBを実施。買い付け価格1株2,700円。92年3月、ダイエーは、TOBで忠実屋の株3,788.7万株（発行済み株式の41.92％）の買い付けに成功。取得金額は約1,023億円。秀和は同社保有の3,148.5万株のうち、3,092.5万株を売却。売却金額は約835億円。秀和はこれで、ダイエーからの融資を相殺し、残り約265億円を今後2年間で返済することに。
いなげや	<ul style="list-style-type: none"> ・88年3月、ライフストアがいなげやの保有株約200万株を秀和に売却。 ・89年7月、秀和が名義書換により筆頭株主に（21.01％）。 ・89年7月、忠実屋と第3者割当増資、業務提携発表。秀和が差し止め仮処分申請。同月、東京地裁、第3者割当増資の差し止め仮処分を決定し、両社の資本提携はご破算に。 ・90年7月、秀和の保有株25.0％。 ・90年12月、秀和の保有株25.21％。 ・92年6月、ダイエーは秀和への融資の担保として預かっている株式をいなげや株に差し替え（いなげやの株式の約1,346万株、時価約380億円）。 ・94年5月、ダイエーが秀和からの融資の担保として預かっていたいなげや株を、秀和の融資完済を契機に秀和に返却。94年3月末時点で、秀和はいなげや株を1,369万株（26.14％）保有。

資料：東洋経済新報社『週刊東洋経済』1991年2月23日 P74～81、商業界『販売革新』1991年2月 P44～47。そのほか、日本経済新聞、朝日新聞、読売新聞などの新聞記事を参照。

(1)メインバンク等を中心とした株式買い戻し

①伊勢丹のケース

ここでは、まずメインバンクなど金融機関や取引企業等の協力によって買い戻しを実現したケースとして、伊勢丹を取り上げ、その概要を追跡してみよう。

伊勢丹では、89年11月から12月にかけて、秀和が自社の株式を約4,010万株（18.4%）を取得していることが明らかになり、90年8月には名義書換で約5,174万株（23.5%）を保有する筆頭株主となった。その後秀和は断続的に買い増しを行い、92年6月には6,225万株（約28.29%）の株式を保有するに至った。

一方、伊勢丹は問題解決の当事者能力を欠いていた。まず秀和との関係では、伊勢丹小菅国安社長は小林社長との買い戻し交渉との席上、礼を失する姿勢をとったとされ、感情のもつれから両者の関係は陰悪となり、逆に株式の買い増しを招くなど穏便な形での株式買い戻し交渉は当初から難渋することになった。しかも、この時期、小菅社長はメインバンクの三菱銀行（現東京三菱銀行）ではなく、当時京都進出から関係を持つようになった三和銀行に協力を依頼し、同時に転換社債の発行でも三菱銀行の受託シェアを小さくするなど三菱銀行離れを行い、三菱銀行との間にも亀裂を生じさせていた。⁽⁷⁾

その後93年1月には、秀和と伊勢丹の買い戻し交渉に割り込む形で、イトーヨーカ堂が秀和の所有する伊勢丹株の購入に名乗りを上げ、三菱銀行に仲介の申し入れを行った。ヨーカ堂はセブンイレブンなどの成功を受け、近代的なシステムを武器に百貨店分野に本格的に進出を図ったのである。これに対して、伊勢丹の労使双方はヨーカ堂の株式取得に反対を表明して、事態は膠着状態となった。

伊勢丹には、秀和との一連の交渉を早急に解決する必要があった。それは、92年に高島屋が96年の開業を目指してJR新宿駅南口に新店舗建設を発表し、新宿での百貨店競争が激化することが予想されたからである。さらにヨーカ堂が申し入れを行った93年1月には、松坂屋が秀和から株式約2,646万株（17.03

%)を、東海銀行や主要取引先などの協力を得て買い戻していた。

膠着状況を打開するためには、松坂屋のケースと同様、メインバンクである三菱銀行との緊密な協力体制を再構築することが必要であった。しかし、三菱銀行は過去のいきさつから小菅社長に強い不信感を持っていたため、メインバンクの協力を得るためには小菅国安社長の責任を明らかにすることが不可避な状況となっていた。93年5月、小菅国安社長は名誉会長に退き、新社長に小柴和正が就任した。これにより、伊勢丹の創業家として百年以上も同社に君臨してきた小菅家の企業支配に終止符が打たれることになった。⁽⁸⁾

社長更迭後の翌6月、三菱銀行は同行専務城森倫雄を伊勢丹副社長に派遣し、伊勢丹を全面支援する体制を整えた。その後三菱グループの協力を得て、伊勢丹は秀和から株式を買い戻すことになった。93年12月、秀和が保有していた伊勢丹の株5,880万株(26.71%)を、明治生命、三菱信託銀行、三菱地所、三菱商事など三菱グループ8社以外に、東京生命、オンワード樫山、三陽商会、清水建設など有力取引先企業など計41社が引き受け、市場外の相対取引で全株を買い取った。買い戻し条件は1株当たり1,300円、総額約764億円で、この価格は93年の最安値である1,510円をも下回るものとなった。これは、三菱銀行や伊勢丹が資金繰りの悪化している秀和の状況を見透かし、時価近くでの買い取りを迫る秀和の求めに応じなかったものといえる。秀和による伊勢丹の買いコストは4,000円近いものとされ、売却損は1,500億円に達するとされた。⁽⁹⁾

その後96年6月には、小菅国安名誉会長は、伊勢丹の子会社イセタン・インターナショナル・ファイナンスの為替取引の失敗で94年3月期で約100億円の特別損失を計上したこと、アメリカ高級衣料・雑貨専門店のバーニーズ社の経営破綻による損失として96年3月期で343億円の特別損失を計上したことなど、在任中の経営政策の失敗により名誉会長も退任することになった。⁽¹⁰⁾

②百貨店における家族企業から経営者企業への移行

伊勢丹と同じように金融機関や取引企業の協力を得て買い戻しに成功した企

業として、東海銀行の協力を得た松坂屋、第一勧業銀行の協力を得た長崎屋があげられる。

イズミヤも、メインバンクであった住友銀行とその系列企業によって、株式が91年5月に約650万株を150億円で買い戻されている。しかし、イズミヤの場合、住友銀行の株式購入は、秀和への支払代金そのまま秀和から住友銀行への借入金の返済に充当されるひも付きのものであった。これによって、住友銀行は秀和への融資残高を850億円にまで縮小し、融資順位も金融機関ではトップから第3位にまで後退した。さらに91年6月には、住友銀行は買い戻した株式の約3分の2にあたる400万株を市場で売却しており、イズミヤの安定株主として株式を買い戻したというよりは、秀和の経営悪化を受け、秀和絡みの債権の整理に走ったのが真相と考えられる。⁽¹¹⁾

松坂屋、伊勢丹、長崎屋の共通点として、メインバンクが、秀和との交渉以外に株式の配分についても斡旋・調整するなど買い戻しの中心的役割を果たした点があげられる。

次に、創業者一族による経営からの脱却も共通点としてあげられる。長崎屋では、伊勢丹のケースと同様に、創業家である岩田家がトップマネジメントから退任するとともに、代わって第一勧銀からの派遣人事や内部生え抜きの専門経営者の登用によって経営再建が進められた。

松坂屋の場合は、既に秀和の買い占め以前の85年に創業者一族と専門経営者との間に対立があり、創業者一族が実権のない会長に棚上げされていた（その後91年には専門経営者が会長・社長を占め、創業者一族は代表権のない名誉会長に）。その際、メインバンクの東海銀行は創業家の懇願を拒否し、専門経営者による経営を支持した経緯があった。秀和による買い占めに遭遇しても、東海銀行は専門経営者による買い戻しを一貫して支持しており、創業者一族の返り咲きを許さなかった点で、他の2社と同様に専門経営者による経営改善を支持したものとみなすことができよう。

(2)TOBによる他社への吸収

秀和に株式を買い占められた企業のうち、マルエツと忠実屋については、ともにダイエーの傘下に入ることになった。

ここで指摘したいのは、ダイエーがなぜTOBを実施したかということである。ダイエーのTOBは公開買い付けといっても、あくまで秀和からの株式買い取りが主目的であったことはいうまでもない。マルエツの場合には、TOBで買い集めた全株式数2,879万株の93%以上を占める2,693万株を秀和から購入している。また忠実屋の場合でも買い付けた3,789万株のうち約82%にあたる3,092.5万株が秀和から購入されている。

ダイエーは、マルエツへのTOBの結果買い集められた株式のほかに、既に取得済みの株式とあわせてグループ全体でマルエツ株の38.1%にあたる約4,114万株を所有し、同社を完全に傘下に収めることに成功したが、仮にTOBを実施せずに、秀和からの相対取引で全株式を引き取ったとしても、マルエツの株式の約36%を保有することになり大勢には影響がない。このことから、ダイエーは相対取引での株式購入を避け、意図的にコスト高となるTOBを実施したことになる。

さらに、TOBの際の買い付け価格が、理論価格よりかなり高い点も指摘できる。忠実屋のTOBの場合、ダイエーは1株当たり約2,700円で買い付けている（これにより、秀和からは約3,093万株を約835億円で購入）。この価格は、確かに時価の3,300円前後と比べれば割安ではあるものの、ダイエーが交渉時に算出していた理論価格1,350円と比べれば遙かに高い価格であった。当時同じ流通業界で1株当たり利益や1株当たり純資産の指標でいずれも上回っているユニーでさえ、市場価格が1,400円台であったことを考慮すれば、ダイエーの算出した理論価格はそれに近似するものであり、買ったたくための交渉価格とは思えない。⁽¹²⁾

たしかにダイエーにとって、忠実屋は店舗が手薄な首都圏を中心に一都五県

で70数店の店舗を持ち、首都圏の店舗を一気に充実できる点で、傘下に収めるには絶好の相手先でもあった。しかし、一方で忠実屋の経営は87年に秀和による株式買い占めが発覚した時、既に多角化に失敗するなど経営的には行き詰まっていた。80年代後半、忠実屋では、大規模小売店舗法の規制で思うように新店を出せず、地方自治体主導による土地開発案件の商業施設に第3セクターの複合施設として数多く出店していたが、これらのテナントでは家賃が高く、思うように収益が出ていなかった。しかも秀和の買い集めでエクイティファイナンスが事実上困難となり、金融機関からの短期借り入れなど高コストでの資金調達に頼らざるを得ない状況となっていた。そのため、元幹部の話では、ダイエーに合併されなかったら確実に倒産していたと発言するほど、経営的には末期症状だったのである。⁽¹³⁾

その後も同社の経営はじり貧となった。89年度決算では収益低下により、役員報酬が見送られ、91年2月決算では、78億円の特別損失を計上した。リストラ策として、従来の多角化路線から撤退が、創業者一族であった高木吉友会長の91年6月の病死後も引き続いて行われることになった。このような忠実屋の苦しい経営状況から判断して、ダイエーは忠実屋の株式取得について、必ずしもTOBにかけなくても、たとえば秀和との相対取引や忠実屋との直接交渉などにより、もう少し有利な条件での株式取得が可能であった。

この点からみて、ダイエーは何らかの理由があって、故意にTOBを実施したものと考えられる。その理由としてあげられるのは、市場を通じた取引によってマルエツと忠実屋の株式を傘下に収めたという実績づくりがダイエーに必要であったという点である。秀和による両社の株式買い占めには、当初からダイエーが絡んでいるとの流言があった。ノンフィクション作家の佐野眞一によれば、マルエツと忠実屋の買収は秀和とダイエーの出来レースだったとの関係者の証言を得ている。真偽は不明であるが、強引な企業買収や福岡の土地開発での不明朗な会計処理など様々な案件でダイエーは当時社会から批判を受けており、新たな批判のタネとなることを避ける必要があった。それゆえ、ダイエー

は市場を通じた透明性の高い形での株式購入にこだわったのであり、しかも価格も買いたたいとの社会からの批判を受けることのないように、市場価格よりはわずかに安いものの理論価格を遙かに上回る価格での買い付けを行ったものと考えられる⁽¹⁴⁾。

3 秀和による株式買い占めが流通系企業にもたらした影響

ここでは、秀和による株式買い占めが、流通系企業にどのような影響をもたらしたかについて考察する。取り上げるケースとしては、その影響をもっとも受けた百貨店として、松坂屋と伊勢丹、そしてマルエツと忠実屋を吸収したダイエーの3社を取り上げる。

(1) 松坂屋のケース

松坂屋のケースでは、図表2にみられるように、有価証券報告書における大株主の変遷を調べることによって、秀和の株式買い占めがもたらした影響について考察する。対象としたのは、86年（昭和61年2月期）、91年度（平成3年2月期）、96年度（平成8年2月期）の3つの時点である。この時点は、それぞれプラザ合意による円高が始まる時期、バブル経済ピークの時期、そしてその終焉した以降の時期の3時点を示している（図表2参照）。

86年から91年での推移にあたって、91年に秀和が筆頭株主として15.54%を所有しているが、注目すべきは秀和の出現ばかりではない。86年における大株主のうち東海銀行や第一生命などの金融機関を除いた大株主で、松坂屋と何らかの関係を持った主体として、松坂屋従業員持株会と、松坂屋従業員を対象に福利厚生事業を行う法人格なき社団である松和会があげられる。この2つの主体こそ、松坂屋の従業員が関係する主体であり、創業者一族による経営支配から脱却した松坂屋にとって、安定株主の根幹をなす主体であった。しかるに、この2つの主体は86年から91年にかけて対照的な動きを見せている。それは、

図表2 松坂屋の大株主の変遷

1986年2月

氏名又は名称	所有株式数	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合
株式会社東海銀行	7,510 ^{千株}	5.01%
第一生命保険相互会社	7,012	4.68
日本生命保険相互会社	7,012	4.68
松坂屋従業員持株会	5,037	3.36
株式会社協和銀行	4,558	3.04
株式会社富士銀行	4,558	3.04
松和会	4,233	2.83
明治生命保険相互会社	3,700	2.47
安田信託銀行株式会社	3,453	2.30
千代田生命保険相互会社	3,406	2.27
計	50,483	33.69

② 松和会は、株式会社松坂屋の従業員を対象に福利厚生事業を行う法人格なき社団である。会の運営資金は、基金、所有資産から生ずる収入によりまかなっており、株式会社松坂屋とは、会の運営並びに資金面等における連携はない。

発行済み株式総数	149,846 (千株)
----------	--------------

1996年2月

氏名又は名称	所有株式数	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合
第一生命保険相互会社	11,240 ^{千株}	6.57%
日本生命保険相互会社	10,862	6.35
株式会社東海銀行	8,536	4.99
株式会社富士銀行	6,467	3.78
株式会社あさひ銀行	6,467	3.78
松和会	5,139	3.00
中央信託銀行株式会社	4,050	2.37
松坂屋従業員持株会	3,944	2.30
千代田生命保険相互会社	3,576	2.09
安田信託銀行株式会社	3,546	2.07
計	63,830	37.35

② 中央信託銀行株式会社及び安田信託銀行株式会社の所有株式数には、それぞれ178千株、240千株の信託株式が含まれている。

発行済み株式総数	170,879 (千株)
----------	--------------

資料：有価証券報告書

1991年2月

氏名又は名称	所有株式数	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合
秀和株式会社	24,139 ^{千株}	15.54%
株式会社東海銀行	7,510	4.83
日本生命保険相互会社	7,069	4.55
第一生命保険相互会社	7,012	4.51
安田信託銀行株式会社	4,607	2.96
株式会社協和銀行	4,558	2.93
株式会社富士銀行	4,558	2.93
松和会	4,553	2.93
中央信託銀行株式会社	3,879	2.49
明治生命保険相互会社	3,800	2.44
計	71,689	46.15

② 安田信託銀行株式会社及び中央信託銀行株式会社の所有株式数には、それぞれ1,522千株、298千株の信託株式が含まれている。

発行済み株式総数	155,339 (千株)
----------	--------------

松和会は所有株式数を増やして安定株主としての機能を果たしているのに対して、松坂屋従業員持株会が所有株式数を減少させ、10位の明治生命以下の株主になっていることである。

86年の松坂屋の株価は、最高660円、最低550円である。これが、87年には最高3,800円、最低1,900円、88年には最高7,410円、最低3,210円、90年には最高8,350円、最低3,690円にまで高騰する。秀和による株式買い占めが判明したの

は、88年3月頃である（約10%を保有）。この点から類推するに、87年から90年にかけて、秀和による株式買い占めによる株価高騰を受け、従業員の多くが自分の持株を売却し、それが結果として従業員持株会による所有株式数の大幅な減少をもたらした。

従業員持株会は本来、従業員の個々の自由な判断による購入・売却が可能な点で浮動的な大衆株主としての側面と、持株会を1つの主体としてみた場合、会社を最後まで支えるはずの従業員より構成される団体であることから安定株主としての側面という背反する2つの性格を有している。株価が一定もしくは緩慢な上昇・下降基調にあるときには、従業員個々の短期的な志向に基づく売却と購入が交差し、全体としてはそれらの動きが相殺されることから売却もしくは購入の一方向的な動きにはならない。それが、安定株主として機能する前提となっている。しかし、この時期には、前述したようにあまりに株価が高騰したため、多数の従業員による大量の株式売却が進んだ。これが、バブル経済前後を通じた松坂屋における大株主の変遷の特徴の1つといえよう。

91年から96年にかけての変化では、松和会は4,553（千株）から5,139（千株）へ589（千株）の増加、86年時11位以下でランク外だった松坂屋従業員持株会が3,944（千株）で8位に浮上するなど、それぞれ所有株式数を増加させている。秀和による株式買い占めの際に、従業員の関係する主体が安定株主としての機能を果たし得なかったことへの反省に基づく株式の買い増しと考えられる。

松坂屋における秀和からの株式買い戻しは、93年1月に行われた。当時秀和が保有する株式2,646.4万株（発行済み株式の17.03%）を、東海銀行などの金融機関、第一生命などの生損保会社、さらには松坂屋の関連会社など計24社が1株当たり910円、総額約240億円で、市場外の相対取引によって買い取るものであった。秀和による購入コストは、1株当たり3千数百円とされ、秀和は約600億円の売却損を抱えることになった。⁽¹⁵⁾

買い戻しでの生損保、銀行など金融機関の働きにより、91年から96年にかけての大株主の変遷でも、第一生命、日本生命、東海銀行、富士銀行、あさひ銀

行（90年度時は協和銀行）、中央信託銀行の6つの大株主がそれぞれ所有株式数を増やしているのがわかる。一方、減少させているのは、確認できるものとしては中央信託銀行、安田信託銀行の2行である。ただし、この2銀行についても依然10位以上の大株主であり、安定株主として地位を保っているのがわかる。

この結果、86年と96年の2時点を比較した場合、96年では金融機関や従業員関係団体による所有株式数の増加が顕著にみられることとなった。この点が、バブル経済前後を通じた松坂屋における大株主変遷の大きな特徴となっている。仮に10位以内のすべての主体を安定株主であるとした場合、株式数は86年の約149,846（千株）から96年には約170,897（千株）へ増加し、その所有比率も86年の33.69%から96年時は37.35%へと増加している。

このことから、秀和による株式買い占めはその決着により、安定株主による寡占化を促進させることに結果的に機能した。しかも、この場合、秀和が売却損を被ったという事実は、株主寡占化のためのコストを秀和が負担したことを示している。

(2)伊勢丹のケース

伊勢丹のケースにおいても、秀和による買い占めを受ける前の86年、買い占めを受けた91年、決着後の94年の3時点を比較すると、仮に秀和を除いたすべての企業が安定株主であった場合、安定株主の持株比率は86年34.07%、91年33.00%、94年46.29%と比率を高めており、松坂屋のケースと同様、秀和によるコスト負担のもと、安定株主の寡占化が促進された（図表3参照）。

ただし、伊勢丹のケースでは、この事実に加えて、有価証券報告書における大株主の変遷の観測期間をもう少し長く捕捉することによって、次の2点が株主変遷の特徴として指摘できる。

第1は、創業者一族の所有株式数の激減である。この理由として、創業者一族の死去に伴う相続がある。83（昭和58）年11月時の有価証券では大株主の第

秀和による株式買い占めと流通系企業の経営改革 平井

図表3 伊勢丹の大株主の変遷

1983年11月

氏名又は名称	所有株式数	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合
伊勢丹清和会	7,076 ^{千株}	5.45%
小菅丹治	5,371	4.13
株式会社三菱銀行	5,336	4.11
東京生命保険相互会社	5,170	3.98
明治生命保険相互会社	4,723	3.63
三菱信託銀行株式会社	4,245	3.27
日本火災海上保険株式会社	3,633	2.80
日本生命保険相互会社	3,308	2.55
市田株式会社	3,231	2.49
東京海上火災保険株式会社	3,087	2.38
計	45,184	34.79

注) 伊勢丹清和会(代表者 当社代表取締役社長小菅国安)は役員及び従業員を以て構成し、会員の福利増進を図ることを目的とする法人格なき団体である。

発行済み株式総数 129,876(千株)

1984年11月

氏名又は名称	所有株式数	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合
伊勢丹清和会	7,076 ^{千株}	5.17%
株式会社三菱銀行	6,081	4.44
東京生命保険相互会社	5,170	3.78
明治生命保険相互会社	4,823	3.52
三菱信託銀行株式会社	3,806	2.78
日本火災海上保険株式会社	3,633	2.65
日本生命保険相互会社	3,308	2.42
市田株式会社	3,231	2.36
東京海上火災保険株式会社	3,087	2.26
伊勢丹従業員持株会	2,947	2.15
計	43,166	31.53

発行済み株式総数 136,905(千株)

1986年11月

氏名又は名称	所有株式数	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合
三菱信託銀行株式会社	9,544 ^{千株}	5.94%
株式会社三菱銀行	7,297	4.54
伊勢丹清和会	7,076	4.40
東京生命保険相互会社	6,518	4.05
明治生命保険相互会社	6,071	3.78
日本火災海上保険株式会社	4,944	3.08
東京海上火災保険株式会社	3,587	2.23
興隆株式会社	3,424	2.13
市田株式会社	3,231	2.01
清水建設株式会社	3,075	1.91
計	54,771	34.07

注) 興隆は、小菅家の一族がトップマネジメントに就任しているものの、伊勢丹が過半の株式を持つ子会社である。

発行済み株式総数 160,760(千株)

1990年3月

氏名又は名称	所有株式数	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合
株式会社三菱銀行	10,694 ^{千株}	4.88%
三菱信託銀行株式会社	10,429	4.76
東京生命保険相互会社	10,296	4.70
三菱信託銀行株式会社信託口	10,239	4.67
明治生命保険相互会社	10,074	4.60
ケミカル信託銀行株式会社信託口	9,000	4.11
清和会	7,643	3.49
日本火災海上保険株式会社	7,339	3.35
株式会社三和銀行	6,080	2.77
住友信託銀行株式会社	6,018	2.75
計	87,813	40.07

発行済み株式総数 219,149(千株)

1991年3月

氏名又は名称	所有株式数	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合
秀和株式会社	53,270 ^{千株}	24.21%
株式会社三菱銀行	10,979	4.99
東京生命保険相互会社	10,296	4.68
明治生命保険相互会社	10,073	4.58
三菱信託銀行株式会社	8,965	4.07
清和会	7,643	3.47
日本火災海上保険株式会社	7,339	3.34
株式会社三和銀行	6,080	2.76
東京海上火災保険株式会社	5,874	2.67
清水建設株式会社	5,338	2.43
計	125,859	57.21

発行済み株式総数 219,995(千株)

1994年3月

氏名又は名称	所有株式数	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合
東京生命保険相互会社	18,538 ^{千株}	8.42%
明治生命保険相互会社	11,773	5.35
株式会社オンワード樫山	11,744	5.33
清水建設株式会社	11,232	5.10
株式会社三菱銀行	10,979	4.99
三菱信託銀行株式会社	10,707	4.86
清和会	7,643	3.47
日本火災海上保険株式会社	7,339	3.33
株式会社三和銀行	6,080	2.76
東京海上火災保険株式会社	5,874	2.67
計	101,912	46.29

発行済み株式総数 220,160(千株)

資料：有価証券報告書

2 位に、第3代社長の小菅丹治（当時会長）の所有分がある。しかし小菅丹治が84年に死去し、一族が丹治の相続税支払いを株式の処分で行ったためか、これ以降、創業者一族の所有株式数は大株主の地位から消えることになった。秀和の小林社長が伊勢丹の株式を買い占めていた際、わずか0.4%しか株式を持たない小菅家が社長を引き継ぎのは企業経営として問題であると発言していたことがある。この時期がいつの時点のことを指すのか特定は難しいが、記事の文脈から判断して、株式買い戻し交渉が膠着状態になった91年以降と推測される。91年2月時点における総株式数から算出できる小菅国安の持株数は880（千株）であり、小菅丹治が生前所有していた株式数に比べて約4,500（千株）も減少しているの⁽¹⁶⁾がわかる。

しかも、85年以降の好景気に、百貨店各社は旺盛な消費意欲の拡大にあわせる形で既存店舗のリニューアルや郊外店舗の新設など積極的な設備投資を展開した。その際、各社は競って転換社債の発行など直接金融による資金調達を行い、発行済み株式数は激増した。伊勢丹では84年の136,905（千株）から86年160,760（千株）、91年219,995（千株）へとわずか6、7年の間に株式発行数を激増させている。株高基調の中での発行済み株式総数の増加は、当然、買い増しが資金的に難しい創業者一族の持株比率をより減少させることになった。

この結果、伊勢丹の役員もしくは従業員に關係する主体による所有持株比率は大幅に減少し、その安定株主としての機能を十分に果たし得なくなっているの⁽¹⁶⁾がわかる。83年時点で、伊勢丹關係の主体による安定株主比率は、創業者一族の小菅丹治が所有する4.13%に加え、役員及び従業員の福利増進を図ることを目的とする法人格なき団体である伊勢丹清和会（以下清和会と略称）の5.45%があげられ、その合計の所有比率は9.58%である。さらに83年には上位10位になっていなかったために記載されていないものの、翌84年時の第10位に伊勢丹従業員持株会が株式を2.15%所有している。発行済み株式総数が異なるために単純な比較は不可能だが、推測として、83年時においても従業員持株会は、第10位の東京海上火災を下回るものの、これに近い株式数を既に所有して

いたことは間違いない。そのため83年時における小菅丹治、清和会、伊勢丹従業員持株会の3者の所有比率は10%以上であったものと想定され、他の大株主の持株比率を大きく引き離して、安定株主としての機能を十分に果たしうる地位を保っていたことが推測される。

しかし、丹治死後、創業者一族は大株主としての地位を維持していない。また伊勢丹従業員持株会も84年に大株主第10位に姿を見させているものの、これ以外の時期には姿を見させていない。そのため清和会だけが、大株主10位以内の地位を保つだけとなり、その持株比率は91年、94年それぞれ約3.5%と、安定株主としてはその持株比率が低く、充分機能を果たしていないのがわかる（仮に、前述した伊勢丹従業員持株会が2%前後の持株比率をコンスタントに保っていたとしても、丹治の持株比率分だけ減少したことになる）。

特徴の第2は、90年における機関投資家の登場である。具体的には、株式運用を図る投資信託であり、三菱信託銀行信託口やケミカル信託銀行信託口がこれに該当する。これらの信託口は、ここでは記載していないものの、89年決算において三井信託銀行信託口がはじめて登場し、株価がピークを迎える90年決算に上記の2つの主体が代わって顔を出し、株価が下落を始める翌91年には大株主のリストからそろって消えている。

もっとも、この信託口は機関投資家とは言い切れない側面がある。というのも、秀和の伊勢丹株式買い占めは89年11月に発覚するものの（この時期、約18%）、実際に秀和が名義書換で筆頭株主に名乗りを上げるのは90年8月であり（この時期、23.5%）。この時期と信託口のリストから消える時期が符合している。秀和は翌91年にいきなり24.21%の持株比率となるが、90年時の第11位以下の株主からの名義書換では、かなり多数の団体を代理に立てていたこととなり、この方法の可能性は低い。むしろ大株主であるこの2つの信託銀行の信託口分こそ、秀和のダミーであった可能性が極めて高いものと考えられるからである。

第3の特徴として、伊勢丹が三菱グループ系金融機関に高い依存性を示して

いることである。86年時、三菱系金融機関4社の持株比率の合計は16.49%、そして決着後の94年時は17.87%と、一貫して三菱グループは伊勢丹に対して高い持株比率を維持している。

三菱銀行をはじめとした三菱系金融機関の場合、伊勢丹開業以来の長い取引関係の実績に加え、松坂屋のケースでは東海銀行が買い戻しに関与しており、百貨店企業との信用構築の点からも、伊勢丹の株式安定化に中心的役割を担ったものと考えられる。

なお松坂屋のケースの場合、中央信託銀行、千代田生命はいずれも東海銀行を中心とした社長会グループ「さつき会」のメンバー企業である。東海銀行を含めたこの3社はいずれも松坂屋の大株主として地位を保っているが、資金的制約からか、3社の持株比率の合計は86年時9.75%、96年時9.45%と伊勢丹における三菱系金融機関のように多数の株式を保有するには至っていない。これを補完する形で、第一生命、日本生命のような6大企業グループから独立した生命保険会社が大株主になっている構造であることがわかる。

(3)ダイエーのケース

ダイエーは91年4月にマルエツ、92年3月に忠実屋をそれぞれTOBを行うことによって傘下に収めた。その後ダイエーは94年3月に忠実屋、ユニードダイエー、ダイハナの3社を吸収合併し、売上高2兆5,900億円、沖縄を含めて初めて日本全国に店舗をもつ巨大流通系企業となった。

しかし、一方でダイエーの業績は大幅に悪化した。95年2月期決算では、ダイエーは単独で257億円、連結で507億円の赤字に転落し、これは同時期のイトーヨーカ堂の単独447億円、連結713億円の黒字と比較して際立ったコントラストを示した。しかもダイエーは、負債において単独で約6,400億円、連結で約1兆4,000億円という巨額の借金を抱える至った。

ダイエーの業績がフロー、ストックともに、これほどまでに悪化した要因としては、個人消費の落ち込みと激化する価格競争による低収益化など流通業を

取り巻く環境変化の激変があげられるが（このほか阪神大震災の罹災も）、最大の要因は、こうした外的環境要因ではなく、ダイエーの無謀とも思える拡大路線の失敗にあった。

小売部門では、80年代後半以降、ダイエーは前述のように忠実屋、ユニード、マルエツなどを傘下に収め全国チェーンストアを完成させた。しかし全国展開を目指した拙速な企業合併は、店舗規模の不揃いや立地の分散化をもたらし、品揃えの不統一や物流コストの上昇など数多くの非効率をもたらした。このためダイエーは、店舗での設備投資を抑制したり、人件費などの削減など低コスト化を進めたが、かえってサービスの低下をもたらすなど集客力を悪化させることになった。

また、この時期、小売業とは関係のない事業への展開をダイエーは積極的に進めた。87年のオリエンタルホテル、リッカーの経営再建の引き受け、88年の日本ドリーム観光への資本参加、同年の南海ホークスの買収と福岡市博多地区での都市開発、さらには92年のリクルート買収（リクルートの創業者である江副浩正前会長が保有する株式1,018万株、33.9%を約454億円で購入）などである。この結果、ダイエーグループは92年2月末で182社、総売上高5兆円（連結対象会社37社、連結売上高2兆5,000億円、ただしリクルート分は含まず）の規模に達したものの、限界を知らない無謀な拡大は負債の巨額化をもたらすとともに、経営資源の拡散により、グループ全体として業績の低収益化をもたらす結果となった。⁽¹⁷⁾

同時期におけるイトーヨーカ堂をみると、ヨーカ堂は買収による拡大戦略はあまり実施していない。わずかに実施したのは、90年12月にセブンイレブンの本家である米国サウスランド社が経営不振に陥り、セブンイレブンの暖簾を守る点からサウスランド社の株式の69.98%を4億3,000万ドル（125円換算で約540億円）で取得し、同社を傘下に収めたことなどがあげられる。なお93年1月には、ヨーカ堂は当時秀和が保有していた伊勢丹株の購入に意欲を示したが、伊勢丹労使の反発を受けたため購入を断念していた。⁽¹⁸⁾

その後ダイエーは、97年12月に独占禁止法が改正されたのを受け、グループ内のサービスや外食、ホテルなど40社を統括する持株会社としてダイエーホールディングカンパニー（以下DHCと略称）を設立した。DHCはグループのサービス、不動産業を統括していた神戸セントラルが商号変更したもので、中内潤ダイエー副社長らが⁽¹⁹⁾大株主のスーパー・サカエが75%を出資して同社の筆頭株主になった。

これにより、ダイエーグループは流通分野はダイエー本体が、サービス・不動産業はDHCが並列して傘下の子会社群を統括する体制となった。持株会社設立の狙いは、事業会社と事業管理会社の分離で現場責任者に権限委譲を進め、これによって人心の一新と経営の再建を図ること、さらにはローソンなど傘下の優良子会社を株式公開して負債圧縮を図ることにある。しかし、その直接的狙いは、経営不振と巨額の負債を抱えるダイエーにおいて、創業家である中内家が持株会社を使った経営権維持と現場経営の責任からの回避にあったものと考えられる。

(4)まとめとして

流通系企業は老舗の百貨店企業、新興のスーパー系企業からなっているが、建設業と並んで家族企業の多い業種とされている。そのため世襲を含め、経営トップ層の何らかの役職に創業者一族が顔を出している企業は今でも多い。

バブル期、流通系企業の多くは都心などの一等地に店舗や関連施設を持っていたため、土地の含み益の恩恵を享受した。好景気による人々の消費意欲の高まりによって需要が拡大したため、これら流通系企業は担保能力の上昇を利用して、この時期、多額の資金を調達して、郊外や海外などの新設店舗の建設やレジャー、文化など消費の成熟化や高度化に対応した関連事業への多角化を次々に実施した。しかし、バブル崩壊後は担保能力がなくなって負債の返済を求められる一方で、バブル前に計画した新店舗の開業が過剰な投資となるなど経営環境が一転したものとなった。さらに消費意欲の減退によってパイそのものが

縮まった需要に対して、ディスカウントストア、専門店など多様な業態も加わって販売競争をする結果、経営の低収益化は不可避なものとなった。こうしてみると、バブル経済とその崩壊は、好況・不況の振幅が通常の景気循環に比べて大きく、その分だけ流通系企業の経営を強く揺さぶったことになる。

加えて、秀和による株式の買い占めは、こうした経営が激変した流通系企業の持つ構造的な経営問題、具体的には、業界再編、持株比率が少ないにも関わらず伝統的に経営トップを占める創業者一族の存在、従業員持株会やメインバンク等の安定株主の存在などを、その決着までのプロセスを通じて顕在化させることになった。

とりわけ、伊勢丹、長崎屋、マルエツ、忠実屋など、秀和に株式を買い占められた流通系企業のいくつかが、創業者一族の更迭や他社への吸収を含めて経営トップの大幅な交代と、メインバンクを含めた金融機関や従業員持株会などによる安定株主の寡占化を実現させた点は注目に値する。このことは、従来望んでいてもなかなかできなかった経営改革を、各社がこの秀和の株式買い占めと決着の機会を利用して実現させたとも考えられ、秀和の買い占めは流通系企業においてショック療法のような存在であったと指摘できよう。なお、経営改革実現の観点からみれば、マルエツや忠実屋を吸収したダイエーの場合も、これに該当する。というのも、両社のTOBにあたって高い価格で株式を引き取ったことによって負債をその分だけ膨らませていること、さらに経営悪化に対応するため、持株会社を設立して専門経営者の登用と創業者一族の現場責任からの回避を図っているなどの点で、ダイエーも秀和に買い占められた企業と同様な改革着手に迫られ、実施しているからである。

秀和の株式買い占めはその株式買い戻しや肩代わり過程において、概ね秀和の巨額の売却損によって決着を見ており、秀和が流通系企業の上記の経営改革を自らのコスト負担によって実施させたとも考えられる。大型企業づくりを目指した秀和の流通業界の再編構想は、一部企業による中下位スーパーの吸収にしか結びつかなかったものの、折しもバブル経済とその崩壊という景気循環の

振幅の最も大きい時期に起きたこともあり、流通系企業の経営改革実現の速度を速めるのに機能した。こうしてみると、秀和は、化学反応においてそれ自身は化学変化を受けず、他の化学反応の速度を速める影響を持つ触媒のような役割を流通系企業の経営改革において演じたと表現できるかもしれない。

参考文献

- (1) 日本経済新聞社編『ゼミナール現代企業入門』日本経済新聞社 1995年 P193～196。
- (2) 東洋経済新報社『週刊東洋経済』1991年2月23日 P74～81, 商業界『販売革新』1991年2月 P44～47。秀和の株式買い占めの記述は、個々に引用文献をあげないが、主として両雑誌記事以外に、日本経済新聞、朝日新聞、読売新聞などの新聞記事を参照している。
- (3) 前掲『販売革新』1991年2月 P46～47, ダイヤモンド社『週刊ダイヤモンド』1989年8月26日 P12。
- (4) 朝日新聞1989年7月20日。
- (5) 中央公論社『ウィル』1989年9月 P144～145。
- (6) 前掲『週刊ダイヤモンド』1990年11月24日 P44～47, 朝日新聞1989年7月27日。
- (7) 前掲『週刊東洋経済』1993年2月6日 P37, 日本経済新聞1993年12月3日。
- (8) 日経流通新聞社編『百貨店が危ない』1993年 P39～40, 朝日新聞1993年5月11日。
- (9) 日本経済新聞1993年12月3日。
- (10) 経済界『経済界』1996年6月25日 P46～47。
- (11) 前掲『週刊ダイヤモンド』1991年6月22日 P73～74。
- (12) 朝日新聞1992年2月8日, 読売新聞1991年12月6日。
- (13) 前掲『週刊東洋経済』1997年2月8日 P20。
- (14) 佐野真一『カリスマ』日経BP社 1998年 P464～468, 574～579, 朝日新聞1991年3月15日。
- (15) 日本経済新聞1993年1月30日。
- (16) 日本経済新聞1993年5月11日。
- (17) 日本BP社『日経ビジネス』1992年7月27日 P15～16。
- (18) 川辺信雄『セブンイレブンの経営史』有斐閣 1994年 P272～275。
- (19) 日本経済新聞1997年12月18日。

99年になって、ダイエーのトップ人事に異変が相次いだ。99年1月、ダイエーの中内功会長兼社長は社長を退任して会長に。鳥羽董副社長が後任の社長に就任した。

秀和による株式買い占めと流通系企業の経営改革 平井

さらに99年3月、中内潤副社長は取締役役に降格、同時にDHCの社長に就任した。

(ひらい がくや 本学専任講師)