

伊藤理事長 対談シリーズ VOL.1

# 産業再生機構の経験から

## - 日本企業の弱みと強み

ゲスト

(株)産業再生機構 代表取締役専務  
業務執行最高責任者(COO) 富山和彦 氏

聞き手 総合研究開発機構 理事長 伊藤元重

対談シリーズの第1回は富山和彦さんをお招きしました。富山さんは2003年の株式会社産業再生機構の発足と同時に専務に就任、機構の現場の責任者として企業の再生に取り組んでこられました。富山さんからは機構と銀行の考え方の違い、特に担保主義かDCFかといったことや事業の再生のコツは会社の透明性にあることなど興味深いお話がありました。また日本の企業の強みは現場にあるとよく言われますが、その大変わかりやすい例などもご紹介がありました。対話は企業のガバナンスにまで及びました。一億総株主の時代に会社とステークホルダーの関係はどうあるべきでしょうか、また最近話題のファンドの買収にそなえては普段から何が大事なのでしょう。含蓄のある話が展開されます。

### 産業再生機構は なぜ必要だったのか

伊藤 産業再生機構が作られたのが2003年4月。法律に基づく特殊な会社ですね。民間にはできない問題があって、そのために公的な機関が必要だった。その一番大きい理由は何だったのですか。

富山 まず再生への入り口のところです。銀行間の交渉は一種のナッシュ均衡なんですよ。

抱えている債務の大きさは企業の価値(事業収益で返せる額)よりも大きいことは分かっているんだけど債務を減らそうとして裁判所にいくと事業毀損が起きて企業価値がさらに減ってしまう。それがいやだから法的整理を避けたいと考えるわけ

ですね。銀行間で任意で交渉する、いわゆる私的整理をやろうとすると、今度はメインバンクは何らかの形でデッドガバナンス責任を負っていると見なされているので、当然メイン寄せが始まるわけです。ほかの銀行は、「なんだメインが見てないからだろう」、「メイン社で全部債権放棄をかぶれ」なんていうことが起きるわけです。それが大体今までの慣習になっていますから。そうすると、メインバンクの経営陣ではほかのところよりも過剰な債権の放棄を受け入れるというのは、今度は自分の経営責任として、自分が株主に説明できない。だから動きがとれなくなっちゃうんです。一方、非メイン銀行にしてみると、貸出先の企業がおかしいなと思っていても、自分から言い出す愚は犯さないわけで、結局みんな熱いお風呂に入った状態でジッとしている状態が起きるわけです。

このように個々のプレーヤーからすると、実は先送りすることは極めて合理性があるんです。そうすると、その結果として「全体の最適」が生まれないというある種のナッシュ均衡なんですよ。それが現実起きていて、それをブレークするためには、公的な性格を持った第三者がそこに介入してこない、この「全体最適」という方向にみんな動き出さないんですよ。

結果的に、それまでの債権放棄とか金融支援が中途半端になっているのはなぜかというと、全員が合意できるということを目的に調整を始めると、浅くなるからなんです。結局一番体力のない銀行が耐えられる範囲に合わせてしまう。100行もいれば1行や2行が、そんな債権放棄をやっちゃったらうちの銀行が倒れちゃうというところが

あるわけです。結局、過剰債務のままですからM&Aによる再編・淘汰も進まない。

## 銀行との対話で苦勞

**伊藤** 機構はまずは入り口のところで銀行との債権放棄交渉が必要ですがどういうところで一番苦勞されたのですか。また、機構ができたときに、おそらく銀行は特にそうだと思いますが、国民の側にも、これで政府のお金を使って甘い救済をするのではないかとこの見方がありましたね。

**富山** 銀行サイドからは、機構は最初に再生計画を作成するわけですが、そこでものすごく多くの債権放棄を要求される、要はファンドの論理でやるようなことをすごく言われ、公的機関がなんでファンドみたいなことをやるんだという反発があったんですね。それは詰まるどころ、銀行が貸出し時に担保として取っている不動産評価を機構は非常に厳しく見るので、それはハゲタカファンドと同じだというわけですね。しかし、われわれにしてみると、債権放棄額を不動産担保評価で決めたわけじゃない。

**伊藤** 企業のビジネス価値ですね。

**富山** そうです。事業の営業キャッシュフロー、DCF（ディスカウント・キャッシュ・フロー）で決めていました。そうすると銀行と議論がかみ合わないんですね。そういった諸々の問題が、具体的には不動産担保をどう評価するかという問題に集約的に現れる。銀行側で甘い期待を持った人は

どこに期待したかというのと、多分不動産担保というのはすごく緩めに見てくれるだろうと期待したんでしょうね。しかし、こちらは逆に不動産担保ってそんなに重視しなくて本業の収益力を見ます。本業の収益力で見るとということは、その事業を見、産業の競争状況を見、市場を見、中で働いている人たちの力、経営者の持っている力を見ていくわけです。しかし極論すれば、企業の収益力をきちんと捉えて行動してきた金融機関はほとんどないんですよ。

**伊藤** そうですね。そこで不動産担保でやれば何とかなるといって、ビジネスの中身を見ないで、無責任と言うとおかしいけれども、経験的にずっとやってきた。それに対して、これからはやっぱりビジネスというものをどう評価するかが重要です。特にリスクがあるのがビジネスの本質だとすると、それも織り込んでどう評価するかが重要です。でも富山さんが実際にやってみるとそうではなかった……。

**富山** そうですね。例えばわれわれが再生計画をつくって銀行間調整をしますと、いろんな質問がいっぱい出てくるんですが、100の質問のうち95%は担保評価についての質問です。一番肝心の再生計画そのものが事業計画としてどれだけフィージブルかというものに関する質問は、ほとんどないです。

## 大切なのはビジネスモデル

**伊藤** 債務の削減をした後は今度はすぐに

立て直しに入らなくてははいけませんね。

**富山** そうです。面白いのはいったん銀行間調整を終え、債務のカットをやり、機構のプロセスでいうと買取決定以降は、今度は100%事業のことをやらないとキャッシュフローが上がってきませんから、そこでガラッとフェーズが変わるのです。

本業をどうしていくか。だから経営体制をどうするか、経営のプロセスをどうするか、さらに事業戦略をどうするか。それから具体的にそれをやっていくプロセスで、戦略を変えると必ずいろんな抵抗とか反発が起きますから、それをどうやって抑えていくか。また取引先との関係がありますから、例えば化粧品会社で言うと、営業組織なんかガラッと変えちゃったし、取引先とのリベート条件とか全部変えたんですよ。それはたまたま私が業界をすごくよく知っていたので、何をやらなきゃいけないかが分かっていたからですが、会社の若い幹部もまったく同じことを考えていました。だから会社の若い人たちは何がおかしいのか分かっているんですよ。

**伊藤** なるほど若い世代は分かっているのですね。もっと上の人たちはどうでしたか。

**富山** 40歳ぐらいの人は、結局10年、20年のことを考えますからいま多少軋轢が起きて反発が起きてても、ここで変えておかないとまずいと思うんですね。ところがトップに就いてしまっている人たちはそんなところまで考えない。いい歳ですから。

**伊藤** 化粧品の場合、チェーンストアがあっ

てずっと同じ世界で一種の仲間でやってき

ていますね。

**富山** そうです。そういう極めて日本的、非常にゲマインシャフトな空間をつくっているわけですよ。それが強みだったのです。ところが一方で、異なる業態が化粧品の世界にもどんどん入ってきて、特に一番大きかったのはドラッグストアの伸長なんです。ドラッグストアが伸びてくると、ドラッグストアで化粧品を買うという流れになります。こういうのはユーザーの選択なので、チャンネルといえどもユーザーの選択には逆らえないんですね。

そういう流れの中で、当然比重を変えていかなければならない。比重を変えていくときにほかの業界を見ると、結局早くやった人が勝っているんですね。次の時代の覇者になるわけです。えてして起きがちなのは、前の時代の覇者は古い仕組みの中にロックインされているので、シフトに遅れるんですよ。機構が関与した会社は改革をしていくんだから、もちろん専門店チャンネルは大事だけれども、専門店チャンネルが今のままでいいわけではなくて、専門店チャンネルの中にもやっぱり産業化の波が起きていて、この中でだんだん優勝劣敗が起きてきているんですよ。お客さんが変化していますから、変わっていくお客さん、ものすごくデマンディングでセレクトティブになったお客に対応していかないと存続できないのです。

**伊藤** カネボウやダイエーの場合だと企業が窮状に陥り、機構という「外人部隊」が入り大胆な改革が可能だったと思うのですが普通の企業ならどうやるのですか。

**富山** 会社に改革を持ち込もうとするとも

のすごく反発が出ます。だけど、それをやらないと中長期的には必ず企業が衰退していくわけでしょう。だから、一番不幸な目に遭うのは、企業の中で働いている人たち自身なんです。長い目で見ればね。よくこれを株主と従業員は対立していると言うけど、あれはウソなんです。

実は、会社の本質的な価値というのは、別に今日の株の時価総額でもなければ、有利子負債の合計値でもないんですよ。会社の本質的な企業価値というのは、持続的な営業収益力なんです。さっきおっしゃった外人という議論は、外部規律と置き換えられますね。いわば「外人」である機構は、出資をしていますから株主としての外部規律を行使しているにすぎないわけですね。あるいは、機構は買い取った債権を持っていますから債権者として規律を行使する。要は外部のステークホルダーです。だから、ゲゼルシャフト的な外部規律を働かせているにすぎないので、それはある意味では、普通の株式会社はみんなそれにさらされているはずなんです。

## 日本の組織の強さと弱さ

**伊藤** 化粧品の場合は、スーパーだけではなく対面販売というのでしょうか、相談に乗りながら商品を買うという方法も重要ですね。

**富山** そうです。例えば、伊藤さんの奥様に、いろんな形で説明して、ある意味では非常にいい気持ちになってもらって、わりと高いものを買ってもらう、というのがビジネスモデルなんです。これを担うのは営業職員です。営業職員というのはどちらかというとゲゼ

ルシャフト的な管理をしている場合が多いので、歩合制で、個人成績に合わせて給料を出したほうがたくさん売ってくれると思いきや、ノーなんです。彼女たちは基本的に固定給です。その代わりに、カネボウ化粧品の美容部員というのは業界でもっとも成績が高いんです。彼女たちのやる気を支えているのは何かというと、極めて日本的なゲマインシャフト・スピリットなんです。要するに、私たちはカネボウ、カネボウ化粧品を背負ってるんだという気持ちなのです。

**伊藤** 逆にいうと、カネボウのブランドのバリューというか、評価は、彼女たちにとって非常に重要なファクターですね。

**富山** そうです。だから、コーポレートブランドがすごく大事なんです。カネボウという会社の伝統であり、自分たちの仲間意識であり、共同体意識、あるいはその誇りが、彼女たちをして頑張ってる動機になっている。そうすると、ああいう経営危機になると、むしろ組織って固まるんですよ。ガッツと凝縮力が働くんですね。

彼女たちの思いというのは、大体チームでやっていますから、チームの中から秀でることじゃなくて、仲間の足を引っ張りたくないというのがものすごく大事なドライビングになる。だから経済学的に言うと、関係性こそが「効用」なんです。これの最大化を考えているから、必ずしも自分が人よりも上に行くということじゃないんですね。行動経済学的に言うと、いわゆるアダム・スミスの競争のメカニズムじゃないんです。どちらかというと、ゲームセオリーに近いような行動原理になっている。

**伊藤** そうですね、ポジティブサムみたいなものですね。

**富山** そうです。それで、よくあるのは変な意味でアメリカかぶれが来ると、「彼女たちは愚かなだけなんだ」と思い込みやすい。要するに外の世界へ行ったら、外資の会社に行ったら、例えば給料が倍になる、3倍になって知らないだけだ、ということを使うんだけど、そんなことはないんです。みんなよく知っているんです。なぜならば、百貨店の売り場の目の前で外資系が売っているわけだし、そこから引き抜きもかかっていますから、彼女たちがいくら給料をもらっているか知っているんですよ。

**伊藤** 彼女たちにとっては職場は仕事の場ということにとどまらない。

**富山** そうです。そこで価値観とか、仲間意識とか、先輩からいろいろ助けてもらって、そこで人間関係ができ上がって、自分の帰属する場所が生まれるわけですね。彼女たちにしてみれば、その帰属する場所、仲間というものが人生にとってすごく大事な存在になるわけです。そうすると、それこそ競争相手に行くと、友達失うでしょう。二度と口をきいてくれない。絶対OG会に呼んでくれない。そういう世界ってあるんです。

**伊藤** 辞め方も重要なんですね。

**富山** 日本の社会ってそういうところがあるでしょ。だからそれはやっぱり大事なわけで、それが彼女たちにすごいパワーを与えるんです。そのゲマインシャフト的なものとい

うのは絶対壊しちゃいけない。

**伊藤** 逆に言うと、カネボウの例というのは非常に分かりやすいのですが、相当思い切っ  
て変えていかなきゃいけない部分と、大事に  
する部分とがある。その見極めというのは  
どうするのですか。

**富山** それは経営的判断なんです。その業界  
なり、経営ということを知ってなきゃいけ  
ない。経営ということが分かっているとい  
うことは、人間が分かっているということ  
です。人間像をすごくデジタルで単一的に  
捉えて、人の心はお金でしか買えないと思  
い込んでしまっていると、すごく高つく  
経営をすることになる。

### よい経営とは「透明性」

**伊藤** ちょっと話を元に戻しますが、支援決  
定をすると、まず一方で銀行に対してきち  
んと説得しながら、担保モデルじゃなくて  
ビジネスモデルでやらなきゃいけないん  
だといって、評価を決めて、債権放棄し  
てもらおう。それから今度、カネボウを  
いいものに変えていくために、もちろ  
ん中の人たちの自助努力が一番大事だ  
けれど、変えるべきは変えていく。た  
だ、もう一つ、これを今度は売らな  
きゃいけないわけですね。例えば花王  
とファンド連合に。

カネボウという会社を売ろうとすると、  
売りやすい形に変えろとか、そういう  
ことってあるんですか。

**富山** 今まで機構は半分以上売却してきて

いるわけですが、会社を買うというのは、  
物を買うのとは全く異なります。会社  
の実体、特にカネボウは典型的にそう  
なんです。物なんて大したものを持って  
ないんですよ。物らしいもの全部売却  
してしまいましたから。要らないです  
からね。完全に人の集合体なんです  
よ。そうすると、何が難しいかとい  
うと、買い手企業との間での情報の非  
対称性をどう埋めるのかということが  
すごく難しい。そうすると大事なこ  
とは、あらゆる意味で経営のプロセ  
スなりオペレーションのプロセスとい  
うのを透明に見やすい形にしておく  
ということが、それは裏返して言う  
と、いい経営をしているということ  
です。

**伊藤** 不透明はよくない経営なん  
でしょうかね、今のこの時代だと。

**富山** 例えば特許とか、開発する技  
術とか、そういうのは見せてしまえば  
アウトです。しかし例えば意思決定が  
どういうプロセスで行われているのか、  
あるいは、どれだけの人が意思決定  
にかかわっているのか、あるいは、  
取引のいろんなやり方に関して、公  
明正大にやっているかいないのかとい  
うことでいえば、基本的に公明正大  
にやっているほうが、例えば代理店  
との関係だって、公明正大に分かり  
やすいほうが彼らは行動しやすいん  
です。よく分からないことをやれば  
やるほど、またそこでトランザクシ  
ョンコストが増えていってしまうん  
ですね。だから、どちらかというと  
シンプルで分かりやすい経営をや  
っているほうが、会社って競争力が  
あるんですよ。シンプルで分かり  
やすいほうが、中で働いている人も  
働きやすい。

**富山** 逆に、先に申し上げたカネボウ化粧品の美容部員の秘密はこうですと伊藤さんに話をしますよね。こんなことどこでも話しますよ(笑)。なぜならば、ある意味で分かりやすい話でしょう。だけど、この秘密が分かったからといって、誰が同じものをつくれるのか。7000人の、あれだけ高い団結力とスピリットを持った女性の軍団を、つくってみると言っても誰もできない。

**伊藤** ゼロからやらないきゃいけないですね。

**富山** そんなもの百年かかってできるかどうか分からないですよ。まさにカルチャーの領域です。別にそんなことを明かしたからって、会社は全然痛くもかゆくもないです。

GEだって、ウェルチがあそこでやったこと、全部テレビに公開しているでしょう。みんな何をやっているか分かっているわけです。分かっているんだけど同じことはできないんですよ、そう簡単には。そこを、分かっているけど同じことが再現できないところに、実は今企業の多くの競争力、それはまさにカルチャーの議論かもしれないし、ジム・コリンズが言っているビジョナリー・カンパニーのカルトのところなんですよ。

**伊藤** 逆に言うと、物というか、設備だとかパテントだとか、場合によってはそういうものは売れちゃうわけですよ。それで残ったところは、まさに人にかかわるところだから、それは売るために今言ったような形の透明性みたいのを出していかなければならない。

**富山** そうです。とにかくシンプルな組織にして、シンプルな経営陣にして、例えば意思

決定のレイヤーだって、バンと41歳の人物を社長にすれば、意思決定のレイヤーが少なくなりますね。そうすると、それは買い手から見ると分かりやすい経営をしているわけです。だって意思決定にかかわる人が少ないんですから。裏で関与している人は本当にいないですからね。だから、透明で分かりやすい経営になっているということが、私はむしろ企業競争力にプラスにこそ働いてもマイナスに働かないと思いますよ。

**伊藤** ただ、あえて議論のために言わせていただくと、そういう観点から考えると、例えばダイエーみたいな会社というのは難しいなと思うんですよ。不良債権問題でずっと野ざらしにされて、優秀な人がどんどん外へ出ていっているようですね。だから、会社の価値は確かに人がつくるんだけど、会社によってはすごく難しい部分もあるんじゃないですか。

**富山** もちろんもっと早くやっていたら楽だったのという部分はあります。しかしダイエーが今持っている資産というのは、逆説的になりますが、店舗の立地と商圈なんですよ。そうすると問題は、店舗と立地と商圈、これが実は小売業の場合にはすごい障壁になるんですね。商圈ビジネスなので。そこに障壁を構えて、その商圈を押さえているというのは、後から入っていくと、それを構築するのはなかなか大変なんですよ。

**伊藤** 厳しいですね。買収しなくちゃならないですね。

**富山** 逆に言うと、戦略的障壁ってそれぐら

いしかないんです。というのは、付加価値率が少ないからです。そうすると製造業みたいな、例えばカネボウ化粧品なんてメーカー粗利が70%ぐらいあるわけです。7割全部戦略変数で、先程来申し上げたようにやりようなんです。

ところが小売業というのは、店舗、立地で、ドンガラができて、そこで商売始めたら、20%ぐらいの粗利しかない世界です。だからその障壁をどう収益にして行くかがダイエー再生の鍵になります。やはり、それぞれの産業特性をしっかりと押える事が大事だということです。

## 機構のEXIT

**伊藤** 一般の読者の方にここはちょっと分かりにくいところなんです、例えばカネボウは花王に売却している、それからダイエーの場合で言うと、林さんとか樋口さんとか、経営者が入ってやっている。その場合に、産業再生機構が手を出しているというか、あるいは関与するというのは、どこまでのタイミングなんですか。

**富山** 僕らの仕事というのは、われわれ自身の自覚は、最初の話に戻ってしまいましたが、政府部門が異常事態だから市場に介入しているというスタンスですね。極めて例外的な、要はシステミックリスクがあって、金融危機で、メルトダウンするリスクがあったからこういうものをつくってやりましたということです。

そうすると、逆に言うとその介入は最小限であるべきで、だとすればわれわれが入って

いって、やらなければいけない仕事、例えばカネボウの場合には不透明な話を全部透明にしてやらなきゃならない経営改革はやる。ただし、これは下地にかかわることのみです。その上の事、例えばどこと提携するか云々は新しいスポンサーが来てから会社で考えてください、というように会社に任せる。

ところで、既存の利害関係者がやったデューデリジェンス(精査)というのは信用してもらえないんですよ。だって、彼らもステークを持ってますから、それを厳しく見るのとは逆の方向のインセンティブが働いているわけでしょう。われわれは、デューデリ段階では一銭も出資してないですから、買い手として厳しいデューデリをやりますから、そこに出てきたものというのは相当シビアにやっています。

機構が入ったものはどうもきれいそうだがということが、これはシグナリングなんですね。だから機構の案件っていろんなところがスポンサーをやってくれていますよね。

## 企業のガバナンスのあり方

**伊藤** 富山さんが苦労したのを見ると、今のM&Aの問題だとか、会計の問題だとか、いわゆる広くコーポレート・ガバナンスにかかわる話が出てきますが、まだまだ日本ではこれから変えていかなきゃいけない企業っていっぱいあるんですね。

**富山** 潜在的にはあるんじゃないですか。貸し手の銀行が借り手企業を監視する、すなわちデッドガバナンスの場合、メインバンクがすごく深くインサイダー的に食い込んでい



るので、ある意味では一蓮托生的な構図の中でガバナンスを効かせているわけです。だから、万人から見て透明であるという必要性は必ずしもないし、かつてはそれでよく機能していたわけですね。

**伊藤** まずエージェントですよ。

**富山** そう、エージェントなんです。そのシグナルで非メインは安心して会社にお金を貸していたし、株主もある意味ではそれを受け入れてたんでしょう。実際メインバンクは結構株を持っていましたし、グループ全体を合わせれば3割くらい持っているケースが多かったですね。住友グループとか三菱グループで。あれが日本型のガバナンスだったと思うし、少なくとも資本不足だった昭和40年代ぐらいまでは、それがすごくよく機能していたんです。だからうまくいっていたんで、別に日本に市場規律がなかったわけではないと思うんですね。おそらくあったんですよ。

**伊藤** デッドガバナンスとしてあった。

**富山** ええ。それはドイツもそうですね。あったんだけど、問題は、先ほど言った資金の需給関係が壊れたときに、デッドガバナンスが効かなくなり始めた。

**伊藤** 暴走ということですね。

**富山** そうです。だから、ガバナンスの空白を招いたことが問題であって、結局デッドガバナンスじゃなくなっているわけで、あるいは官僚統制でもなくなっているわけですから、ガバナンスの主体が官僚でもなければ銀

行でもなくなったときに、やっぱりだれかの外部規律がないとゲマインシャフト的な腐敗が起きるんですよ。というのは、企業という共同体の中では、共同体の中における相互依存というものが一番大事な問題になりますから。そうすると目が内に向くわけですよ。では古いデットガバナンスに戻るか、官僚の監視に戻るかと言えば戻れないのです。現実には資本市場の規律を利かせるしかない。

では、資本市場の規律といったときに、これはどっち側にも問題があって、規律を受ける側にしてみると、今までそうじゃない規律の中で生きてきたし、今まで規律がない状態になっていたのでふわーっとしていますから、そこにまた規律のない輩が出てくると、急にものすごいアレルギー反応を起こすわけです。だからちょっとファンドが出てくるだけで怖くなるわけです。

資本市場の規律ということは、資本主義がある意味では共和主義の時代が変わっていくということです。官僚制から共和制に変わるわけでしょう。だから共和制の時代の運営をしていかなければいけない。株主という不特定多数の投票の規律にさらされるわけでしょう。それはもう、そういうつもりで経営しなければいけないから、そういうつもりで会計監査もやらなくてはならないし、そういうつもりで経営体制にしなければいけないんです。説明責任が常に問われるんだから。これはもうしょうがないです。ここから逃げるといことは「俺は外部規律は嫌いなんだ」と言っているのと一緒なんです。ほかの外部規律がないんだから、そんなことは通用しない。答えは明確です。

## 株主ガバナンスも欠陥商品

**富山** もう一つは、一方で規律をする側でさえ未成熟という問題も日本にはあって、実は株主規律というのは極めて致命的・具体的な欠陥があるんです。それはどこかという、メインバンク・ガバナンスの時代というのは、メインバンクはずっとこの会社から逃げられない。要するに、長期的コミットメントを前提とした統治権者なんです。しかし、株主というのは特に上場企業の場合には、明日株を売ることができますから、統治権者でありながら長期的なコミットメントにロックインされてないんですね。これが大きな問題です。

そうすると大事なことは、今度は資本市場の規律に一つの統治権を与えるときに、その資本市場が持っている統治権者の回転スピード、時間軸と、それから事業の製品市場の時間軸、中で働いている人の時間軸、これらをどう一致させていくかということが実は課題なんです。ところが今の日本は、おそらく世界で一番ギャップが激しい。今資本市場が異常に速くなっている。デイトレーダーができて、数時間で回転してっちゃうわけです。こうやって回転している人たちに、じゃあ統治権を渡すのかという話になりますね。

**伊藤** 理論的な話をすると、確かに短期で売り買いしていても、結局買った値段と売った値段の差が利益になるわけです。その売った値段というのは、次の価値ですから、本当は連鎖でつながっていかねばいけない。

**富山** 理論的にはそうです。それこそ市場の

効率性関数の問題になっちゃうんですけれども、その空間軸においては、現物の価格がズレていけば、最低価格が調整されると思います。ところが問題は、時間軸になると、本当に空間と同じぐらい市場が効率的なのかよく分からない。

**伊藤** 最近、『セイヴィング キャピタリズム』[2006](慶應義塾大学出版会)という本があって、だからこそ資本市場をどういうふうに考えていったらいいかということで、いろんなことが当然出てくるんだと思うんですね。

**富山** そこに結局行き着く。短期的には、ホリエモンの世界、あるいは村上的の世界というのは、ものすごく高速回転するデイトレーダー的世界が一方でワッと隆盛して、それがバブルをつくってしまったようなところがあるから、あの人たちにわれわれの会社の統治権なんか持たせてよいのかと思うわけです。こつこつ事業をやって、またいい経営をやっているところほど、彼らに壊されるんじゃないかという恐怖感を持つ。「現にGMは資本市場に壊されたじゃないか」とか思うわけです。

**伊藤** でも、実は壊されたのはいい経営をしていないところなんですね。

**富山** そうそう、そういうことなんです。われわれはプリンシパル・インベスターの立場、いわゆる純投資じゃないでしょう。会社ごと買収してますから。そうすると、これは半分自慢話になるんだけど、機構が関与した会社は厳しい見直しはするがほとんど組合

問題も起こしていないでしょう。

## 再生に必要なのは「同じ思い」をもてる事

**富山** ああいう苛烈なりストラとか、苛烈な事業売却というのは、この人と自分とは同じ言葉で、同じ感性で、同じことをうれしいと思ひ、悲しいと思ひ、同じくらい悲しいときは悲しいというふうに思っている人間だと思ってもらえないと、スピーディにできないんです。「俺たちとやつら」という関係になってしまう。それはおそらく、彼らがそれまで接してきたいろんな人たち、銀行の人たちも含めて、多分その人たちよりは相対的にわれわれと話をしているときのほうが、例えば化粧品の現場で働いている女性たちの気持

ちというのが、「あいつ、どうも分かっていそうだ」となっているんじゃないかと思っています。そこは絶対ウソが通用しないんです。この世界に関しては、中で働いている人たち、あるいはその向こう側の経営をやっている人たちは、弱い立場で、自分たちは傷ついている立場ですから、ものすごく感性が鋭いですから、絶対ウソが通用しないんですよ。だから、本当に僕らが悲しいと思わないと、絶対バレる。いくら演技してもだめなんです。

**伊藤** まさに同じ土俵で真摯に取り組むということですね。どうも興味深いお話を有難うございました。

2006年3月10日実施

(編集主幹：加藤裕己 NIRA 客員研究員)

### 富山和彦(とやま・かずひこ)氏 略歴

1985年東京大学法学部卒。92年スタンフォード大学経営学修士及び公共経営課程修了、85年(株)ボストンコンサルティンググループ入社。86年株式会社コーポレートディレクション設立に携わり、幅広い産業分野にわたり戦略立案やその実行支援に関わる。

2001年同社代表取締役社長就任。旧日本リースなど大規模な破綻企業の再生からアキヤマ印刷機械といった中堅メーカーの再生支援まで、事業再生にも多くの経験を有している。03年4月に(株)産業再生機構代表取締役専務 業務執行最高責任者(COO)に就任。現在、産業と金融の一体再生を目指す産業再生機構において、事業再生のプロフェッショナル集団を束ねている。