

# 不良債権問題で鍛えた「筋肉」 ゴールドマン、解決策磨くーゴールドマンと日本経済⑦

2024/12/22 05:00 日本経済新聞電子版 3076文字

50周年を迎えたゴールドマン・サックス日本法人の屋台骨をつくったのが投資銀行部門だ。2001～23年の長期政権を敷いた持田昌典前社長を中心にどのように収益基盤を広げてきたのか。同部門を支えてきた矢野佳彦、伊藤真理、松沢正午の各氏と、次世代を担う1人である箕輪祐介氏に聞いた。

——投資銀行という業務自体になじみの薄かった日本で根を張る上で大きかったのが、政府の保有株式売却への関与でした。どのような思いで取り組んだのでしょうか。

伊藤氏「政府による民営化案件で、海外投資家に同時に売り出すグローバルオファリングが始まったのは1996年の日本たばこ産業（JT）株の第2次売り出しだった。それを支えたのが当社だ。以前はNTT株なども含め国内だけで売り出していたので、個人投資家が買い手の中心で、長期で持ち続ける機関投資家の参加が少なかった。売却後に株価が低迷する一因だった」

「当社は英国のサッチャー政権でも民営化案件で分厚い米国の機関投資家につないだ実績があった。ノウハウも持った人材と持田を含めた我々と一緒にやりきったことで、日本での信頼感を得たと感じた。一目も二目も置いてもらえることがやりながら分かったので、いまでも愚直に続けている」

矢野氏「あまり知られていないが、地方自治体をはじめとする公的機関の債券の引き受けも積極的に続けている。国内の証券会社は当然やっているが外資系では珍しい。最近も静岡県や福岡県の引き受けに参加した。外債投資の提案も大事にしている」

矢野 佳彦氏（やの・よしひこ）1985年（昭60年）早大法卒、法律事務所などを経て98年ゴールドマン・サックス証券入社。2003年M&A統括責任者、12年パートナー、23年投資銀行部門共同部門長、24年アジアパシフィックM&A部門共同責任者

——公的な仕事を足がかりに民間企業にもゴールドマンの名が知れ渡った印象があります。どのように開拓していったのですか。

松沢氏「我々が入社したころはチャンスがあったらバツと出かけていって、プレゼンテーションをして仕事をもらうというスタイルだった。根っこに信頼関係があったり、先方のニーズを先回りしたりといった現在の姿とは少し違った」

「長く在籍するバンカーが徐々に増えて信頼を深めていったのに加え、資本市場の変化に素早く対応



ゴールドマンは日本経済にリスクマネーを供給し産業の構造転換を後押し（写真は2003年。左はゴールドマン・サックス証券の持田社長、右は三井住友FGの西川善文社長、いずれも当時）



英国の民営化案件で蓄積したノウハウを日本でも生かした（写真は93年来日時のサッチャー元英首相）

する力がついて進化していった。特に『複雑で大きいサイズ』には自信がある。同業他社にはできないソリューションを常に提供したい」

伊藤氏「昔よく言っていたのは、アイデアや提案の切り口は海外にたくさんあるが、直輸入ではだめだということだ。日本のマーケットや仕組み、規制に合わせてカスタムメイドしないとイケないという意識を大事にしてきた」

伊藤 真理氏（いとう・まこと）1989年（平元年）東大理卒、東京銀行入行。97年ゴールドマン・サックス証券入社、2006年マネージング・ディレクター、08年株式資本市場部長、11年資本市場本部共同本部長、14年同本部長

——直輸入ではなく、日本向けにカスタマイズした案件で印象深かったものは何でしょうか

箕輪氏「24年6月の三井物産へのお手伝いはまさに当社らしい案件だったといえる。発行体の三井物産主導で株主（三井住友銀行、三井住友海上火災保険）に働きかけ、保有する三井物産株を売ってもらうという海外にはない日本ならではの出来事だった。さらにオーバーナイト（一晚）で複数株主の持ち分を束ねて売ったという日本初の事例になった」

「発行体にとっては自社の株をまとめて、しかもある程度コントロールする形で手放してもらえるメリットがある。オーバーナイトなので、市場に値段をさらすことなく前日の引値に対して一定のディスカウントにとどめて売れるという点で売り出す株主にとっても良い面がある。うちの胆力とグローバルの知恵を使って、それを日本発でできたという点で象徴的だと思う」

——バブル崩壊後、日本の金融機関からの債権買い取りでも存在感を高めました。

矢野氏「買い取り自体は我々の部署ではないところでやっていたが、そこから波及した企業の業績悪化にどう向き合うのかというのが大きな課題だった。お金があれば解決できるが、お金のないところにどう解決策を示すか。最後まで諦めない胆力と、発想を変えてソリューションを生み出し続けることの蓄積で結果的に力がついた」

「デリバティブ（金融派生商品）やヘッジ、タックス・エクイティ（税額控除する代わりに環境プロジェクトに資金提供する手法）といった複雑な商品はどんどん出てきている。そういう商品をそばに置いておかないとソリューションになり得ないという感覚があるのは、（不良債権処理問題で）困った時代をみてきたからだ」

松沢氏「不良債権問題の時代にできあがった筋肉は、08年のリーマン・ショックでも生きた。個別企業に緊急的な対応が必要になった際に、他の金融機関が手を引いてしまう案件でも解決策を提供し続けてきた自負がある」

松沢 正午氏（まつざわ・しょうご）1989年（平元年）東大経卒、日本興業銀行入行。98年ゴールドマン・サックス証券入社、2006年マネージング・ディレクター、18年パートナー、23年投資銀行部門共同部門長



——不正会計で経営危機にあった東芝による17年の6000億円規模の大型増資は、ゴールドマンが仕切ったことで海外投資家に活路を見いだせました。まさに他の金融機関が手を引いてしまうようななかでのディールだったと思います。

松沢氏「当時、いろんな投資銀行やファンドが提案を出していたが、いずれも株主総会の特別決議で定款を変えなければいけないものばかりで、3月末までに増資を完了するという東芝の要望を満たせない内容だった。日本の法制に沿って現実的に対応できる方法があるはずだと、ものすごく詰めた。最初はもう少し複雑なスキームを描いたが、突き詰めると第三者割当増資で済むという判断が我々にはできた」

伊藤氏「経営危機にあったとしても東芝が持つ真の企業価値を考えれば普通株であっても投資妙味が十分あると投資家に説明しきれたのも大きかった。単純にこういう株があるから買ってくださいと持ち込むのではなく、なんでバリューがあるのかを徹底的に説く本質的な売り込みをやってきた当社の強みが生きた」

松沢氏「この増資でいわゆるアクティビストがたくさん入ってきて、のちの経営の混乱につながったという指摘があるが正しくない。後で経営陣に様々な要求を出した株主はこれ以前から入っていた」

箕輪 祐介氏（みのわ・ゆうすけ）07年（平19年）東大法卒、ゴールドマン・サックス証券入社、14年ヴァイス・プレジデント、19年株式資本市場部長

——持田氏が退き、24年6月に就任した居松秀浩社長が新たなゴールドマン像を模索しながら改革を進めています。投資銀行部門としてやることは変わるのでしょ

うか。矢野氏「やっていくこと自体は大きく変わるわけではない。今までやってきたことを続けるということに尽きる」

「アクティビスト（物言う株主）の活動が盛んになり、スチュワードシップコードの浸透で株主による説明責任も定着してきた。東京証券取引所が上場企業の低いPBR（株価純資産倍率）を指摘し、経済産業省の指針で同意なき買収への対応方法も整備されてきている。ここ2、3年で日本の資本市場には大きな変化があり、それに即応し、お客様に付加価値のあるサービスを提供することが最も大事だ」この企画は浜岳彦、上田志晃、秋田咲、ロンドン＝山下晃が担当しました

【ゴールドマンと日本経済】

- ①ゴールドマン、日本進出50年 「官」で切り開いた金脈
- ②24時間戦えますか カリスマ去ったゴールドマンの葛藤
- ③もう1つのゴールドマン、年金に風穴 信託・生保と競合も
- ④運用立国・日本、構造変わってきた ゴールドマン居松社長
- ⑤「日本の眠る銀行預金動かす」 ゴールドマン運用会社社長
- ⑥「日本は上場企業が多い」 ゴールドマン、未公開株に商機



ゴールドマン・サックス証券の箕輪祐介、伊藤真理、矢野佳彦、松沢正午の各氏（⑥から）





許諾番号30101853 日本経済新聞社が記事利用を許諾しています。

本サービスで提供される記事、写真、図表、見出しその他の情報（以下「情報」）の著作権その他の知的財産権は、その情報提供者に帰属します。

本サービスで提供される情報の無断転載を禁止します。

本サービスは、方法の如何、有償無償を問わず、契約者以外の第三者に利用させることはできません。

Copyrights © 日本経済新聞社 Nikkei Inc. All Rights Reserved.