

「村上ファンド」の功罪

～ガバナンスの「伝道師」は堕ちたのか？～

経営戦略研究所
藤島裕三

新春を迎えるに際して、2006年に話題となった経済ニュースを、ガバナンスの視点から回顧する。第一回目は、いわゆる「村上ファンド」の意義について。

そもそも村上氏の主張は、株主重視の論理に基づいた、概ね正当なものだった。問題とするべきは手法で、誤ったガバナンス観を企業に植えつけた恐れがある。

わが国企業に株主重視を意識させたこと、揺るぎない「功」である。ただし強引なやり方に拒絶反応が起きたことは、紛れもない「罪」といわざるを得ない。

「村上ファンド」とは周知の通り、元通産省キャリアの村上世彰氏が率いていた、アクティビスト・ファンド（活動的投資家、モノ言う株主）の通称である。

2000年9月に設立（MACアセットマネジメントが業務開始）、資金規模は最大時で4000億円を超えており、わが国の資本市場に対して大きな影響力を与えた。しかし2006年6月5日、村上氏はニッポン放送株を巡るインサイダー取引の疑いで逮捕され、同25日には証券取引法違反として起訴された。同ファンドは顧客離れが進んだため近く解散すると、各種報道が伝えるに至っている。

村上ファンドが投資対象としていたのは主に、株価が資産価値に対して割安に放置されている企業であった。そのような企業の株式を買い進めることで、大株主としての立場から発言力を増大させ、現金や株式、不動産など資産の効率運用や株主還元を迫った。その結果として株価が上昇したタイミングで、保有株式を売り抜けることにより、ファンドとしての収益を確保していた。

当初の運用方針として、ひとつの企業における持株比率については、決して10%を超えることがなかった。同ファンドはあくまでも一株主の範囲を越えることはなく、非効率な資産の有効活用という資本市場の「正論」を企業にぶつけていたのである。しかしその投資スタイルは、2004年頃から変容する。このことが同ファンドの「功罪」を考察する上で、重要なポイントだと考える。

村上ファンドの変容を考察する際における、シンボリックな投資先企業として、東京スタイル、ニッポン放送、阪神電鉄、が挙げられる（図表参照）。

東京スタイルは、売上高の倍近い現金や株式を保有しており、同ファンドはそれを原資とした株主還元（増配、自社株買い）を求めた。しかし同ファンドは9%程度の少数株主に過ぎず、十分な投資成果を得ることなく撤退することになった。マイノリティ投資の限界に突き当たったといえる。

そこで ニッポン放送に対する投資では、株式を 18%まで買い進み、同社が保有するフジテレビ株の有効活用を求めた。その後、ライブドアがニッポン放送株を買い占めた(35%)こともあって、ファンドは大きな収益を手にした。合わせて過半数という持株比率の威力である。

さらに 阪神電鉄に関しては、単独で 45%の株式を獲得した。これを背景に不動産の有効活用や球団子会社の上場を求め、受け入れなければ経営陣を入れ替えると迫ったのである。最終的には阪急ホールディングスへ株式を売却することで、またも莫大なキャピタルゲインを獲得した。

～ いずれにおいても、村上ファンドの「主張」は概ね正当なロジックに基づいている。奇異に捉えられたとすれば、わが国企業の意識が遅れていたに過ぎない。ここで問題とすべきは「手法」である。特に において、経営権奪取というバイアウトファンドの手法を使ったが、同ファンドに鉄道経営の能力があったとは認めにくい。グリーンメーラー()紛いとされても仕方ないのではないか。

グリーンメーラー：買い集めた株式を企業に買い取らせることで投資収益を得る敵対的買収者。経営に参加する意思があると装い、支配権を奪われなくなれば高値で株式を買い取るように迫る。

株主に報いる経営とはすなわち、資産を効率活用して利益を最大化するという、株式会社にとって当然の責務である。しかし同ファンドの採った「手法」によって、わが国企業ひいては社会全体において、株主利益を要求するのは如何わしいことだという、誤ったイメージが広まったかもしれない。この点において、わが国のガバナンス改革に負の遺産を残したのではと懸念される。

インサイダー疑惑に関わる刑事責任については司法の場に委ねるのが適切で、それとは別に「功罪」を捉えるべきである。わが国企業に株主重視を意識させたことは揺るぎない「功」で、村上氏は確かに伝道師だった。しかし強引に過ぎる手法によって、株主重視を求める声に拒絶反応が植えつけられたなら、それは紛れもない「罪」である。村上氏は自らの理念を貶めてしまったのかもしれない。

- 以上

図表：三大代表銘柄に対する村上ファンドの主張

対象企業	主張および提案の内容
東京スタイル (2003年3月25日)	<ul style="list-style-type: none"> ・その規模に比べて極めて過大な、リスクの高い投資行為を行っている ・投資による資産の毀損を解決することが、株主には最優先課題である ・2000万株(発行済株式数の20%)、300億円の自社株買いを提案する
ニッポン放送 (2004年5月25日)	<ul style="list-style-type: none"> ・フジテレビ株式売却で多額の税金が発生、株主価値が大きく毀損した ・会社資産売却は株主に有利な方法で行うことが、取締役の責務である ・取締役会に緊張感を持たせるため、社外取締役2名の選任を提案する
阪神電鉄 (2005年10月11日)	<ul style="list-style-type: none"> ・保有資産に比べて株価は低位、有効活用で株主価値は確実に向上する ・価値向上の具体案として、阪神タイガースの株式公開化を要望する ・株主として積極的に協力する 2006年5月に社外取締役9名を提案

ニュースリリースより作成(日付は発表日)