

松村通信第62号

2005年11月19日
松村勝弘

M & Aの時代

阪神タイガース上場? 村上ファンドが阪神電鉄株を買い集め、阪神球団の上場を提案している。まさに世はM & Aブームである。今春にはライブドアの堀江モンがニッポン放送株を買い占め、フジテレビに提携を迫ったものだった。最近では、楽天がTBS株を買い集めて、経営統合を提案するに至った。今のところ、村上ファンド対阪神電鉄、楽天対TBSという2つの事件は膠着状態に陥ったようである。

まず村上ファンド対阪神電鉄の問題をみておこう。村上ファンドは阪神電鉄が子会社などを通じて含み資産をもっているのに、これが有効活用されていない、と主張している。今や阪神電鉄株の約40%を保有して、その有効活用を迫っているわけだ。その一環として阪神球団の上場を迫っているわけだ。実は、阪神百貨店では昨秋からモルガン・スタンレー・アンド・カンパニーが四五%を保有して、二位株主になったので、阪神電鉄はこれを嫌って、モルガンからその株式を買い戻して、さらに完全子会社化したところだった。阪神電鉄は阪神百貨店を完全子会社化するにあたり、阪神百貨店株1に対して阪神電鉄株1.8割り当てた。モルガンが阪神百貨店株を約5%177万株もっていたので、株式交換後その1.8倍の318.6万株阪神電鉄株を所有していたわけである。ただし、これは阪神電鉄の阪神百貨店子会社化後の発行済株式総数415,129,287株の0.77%でしかない。村上ファンドがこれを買っていたとしても、それだけでは今回のような株数にはならないが、阪神電鉄が投資家サイドで注目されていたことは間違いない。

阪神電鉄の株主構成からみると(2005年3月末現在)、外国人5.7%、投信2.7%、金融機関26.2%、法人8.9%となっており、また別の切り口から見ると、特定株21.5%、小口株56.8%となっている。村上ファンドは小口株を中心に、外国人保有株、投信や金融機関保有となっているけれど、なかでも信託銀行保有の株式を中心に買い集めたのだと思われる。

それにしても、阪神電鉄株の2005年8月末の時価総額は1595億円(5月末は1392億円)と、お手ごろ価額であった。ちなみにライブドアに買い占められたニッポン放送の2004年11月末時点の時価総額は1601億円であった。最近の金余り状況の中では、1000億円近くのカネなら容易に集められるので、この

クラスの会社が狙われることになっているようだ。なお、8月末のTBSの時価総額は3835億円と、桁違いである。このことから前二者とは異なった展開になることが予想される。

村上ファンドは企業価値を高められるか

実は前号第61号でも述べたように、M & AとかTOBとか言うけれど、つまるところ、買収側と被買収企業経営者とのあいだで、どちらの方が企業価値を高めることができるのかの争いなのである。買収側は、われわれの方が良い経営ができるとか、われわれの方がシナジー効果を発揮できるので、株主はわれわれに売るべきだと主張するわけである。前号で述べたように、ファイナンス論的のいうと、「企業価値 = 将来キャッシュ・フローの割引現在価値」ということになっている。「キャッシュ・フローなどという言葉に置き換えてみても、要は企業利益がなければならぬわけである。もちろんこの場合も同様、打ち出の小槌を振れば利益が生み出されるわけでもない。それこそ、経営者・従業員が額に汗して、工夫を重ねてこそ利益の増進が図れるわけである。『キャッシュ・フロー経営』などという言葉もはやっているけれども、利益がなければキャッシュ・フローもない。」

村上ファンドが果たしてどのような企業価値向上策をもっているのだろうか。阪神球団上場や、不動産の有効活用と言ってみても、その中身は必ずしも明快ではない。それもそのはずで、シナジー効果を主張しようにも、村上ファンドは単なる投資顧問業者でしかない。シナジーを発揮すべき事業をしていない。先日、かつて大量保有報告書を義務づける制度を作った河本神戸大学名誉教授が言われていたが、あの制度を作ったときは、まさか投資顧問業者がこんなに大量保有するとは想定していなかったという。投資顧問業者と言うことは、彼がアドバイスを与えている実際の保有者がいるはずで、その実際の保有者が誰かが明らかにならなければ、現在の経営者と争って、どちらが企業価値を高められるかなど言いようがない。村上ファンドの背後にいる実際の所有者が表に出てこない、とどちらが企業価値を高められるか判定しようがない。もし村上ファンドが単独でそれを行っているとしたら、これはグリーンメーラー(ターゲットにした企業もしくは関連企業等に高値で買い取らせることを目的に、株式の買い集めを行う敵対的買収者のこと)、かつての仕手となんら変わりはない。ここがライブドアや楽天とは違

うところである（ライブドアは結果的には売り逃げしたことになったが）。

楽天対TBS 村上ファンドが阪神電鉄株を買い占めたのと、ほとんど時を同じうして、楽天の三木谷社長がTBS株を20%近く買い占めて経営統合を迫った。いわゆるネットとメディアの融合である。確かに「魅力的な」シナリオの提示である。考えてみればライブドアも同様のアイデアを主張していた。

これについては、果たしてネットとメディアの融合でシナジー効果が出てくるのかということに対して疑問が提示されている。それはアメリカにすでに失敗例があるからである。アメリカン・オンライン(AOL)がそのネットバブルのピーク時に、タイムワナーというメディアに買収を仕掛け、経営統合を行った。そして、AOL・タイムワナーという新社名となった。ところがその後ネットは落ち目で、ついにAOL事業が売りに出されようとしている。社名ももとのタイムワナーとなり、経営者のタイムワナー経営者がこれをしきっている。ネットとメディアの融合は容易ではないのである。

他面で、インテックスという会社は、放送と通信の融合で飛躍を狙っていると言われている（『日経ビジネス』2005年11月7日号）。ただしこちらは、来年には携帯電話でテレビが見られるようになるので、テレビ各社と提携していこうというわけである。買収するということではない。しかも支配をちらつかせるのではなく「理と情で泥臭く取引先に密着」するのだという。インテックスはテレビ局に対しても双方に利益をとれる仕組みを提案してきたという。言い換えると双方の企業価値を高める具体的な提案を持ちかけているわけだ。「ネットとメディアの融合」などという抽象的な言葉で語られるものとはだいぶ違う。大風呂敷を広げて抽象的に語られる場合、それは株価を上げて売り逃げするという道を考えているからではないか。

村上ファンドが保有していたTBS株の大半が売られたと報じられている。これで村上ファンドは150億円くらい儲けたのではないかといわれている。村上ファンドが買えば値が上がるという現実もある。もちろんTBS株の場合、楽天が仕掛けて株価が上がったということもある。いわゆる「ヒルズ族」つながりで、情報交換しながら儲ける道を探っているということであろう。

再び阪神問題 再び阪神問題に戻ろう。村上ファンドは阪神電鉄株を買い集めて何をするのか。阪神球団の上場を持ちかけているが、これがファン心理を逆なでしていることも事実だ。『日本経済新聞』2005年11月11日号「大機小機」などでは「村上ファンドと民主主義」などというたいそうな見出しで「阪神球団にはこれを愛する無数のファンがいる。もとより野球の運営にかかわる多くの人々が

いる。いろいろと文句はあっても、そこには無数の人間の営みがある。人間社会、市民社会そのものがそこにはある。それを人間のにおいのしないポット出の組織が支配する」ことへの違和感が述べられている。

他面で阪神電鉄など鉄道事業は公益事業という側面もあって、規制の下にある。フジテレビの場合もそうであったけれど、規制産業経営者の奢りも鼻持ちならないものがある。ライブドアによる近鉄買収提案の際には、どういうわけだか読売巨人のナベツネなどというエラそうなおじさん（お爺さん？）が出てきて、ファンの反感を買った記憶がある。

しかし今回は村上ファンドの側の方がファンをつかんでいないようにみえる。元来ファンドは真の投資家にできるだけ多くのリターンをもたらすのが仕事である。売り抜けないと仕事にならない。阪神球団上場による売り抜け先としてファンを想定していたのがいけなかった。つまりファンを食物にして金儲けしようというシナリオが見え透っていた。果たしてどういう企業価値向上策をもっていたのか。売り抜けと企業価値向上とは別だろう。企業価値向上は将来にわたって良き経営が行われなければ不可能である。売り抜けた後に何が実現するのかである。ところが甲子園球場の評価が低いなどというのは「土地本位制」「バブル時代」そのままではないのか。確かに評価が低いので、時価換算すると資本の効率的運用が行われていないことが表面化するはずだが、そうっていないのは問題だという指摘は正しい。では、そういうシナリオを用意しているのか。阪神球団の上場だけで阪神電鉄の企業価値は安定的に高く維持できるのか。シナリオが全く見えてこない。やっぱり売り抜けが目的ではないのか。

それにしても、阪神電鉄株の40%も抑えているという。ホワイト・ナイトが現れて、あるいはMBO（経営者による会社買収）によって、村上ファンドは売り抜けられるのか。あるいは、過半数を買い占めて経営を支配して企業価値を高めるアイデアをもっているのだろうか。これまでの村上ファンドの行き方を見ると、さきのTBS株の場合のように短期的な売却益獲得以外はあまり考えられない。膠着状態を続けるとファンドとして塩漬け状態でリターンが実現できない。いずれ何らかの動きがあるだろう。あるいはいつの間にか売り抜けているかもしれない。仮に平均単価700円で購入していたとしても、現在の時価約900円で売っても相当の売却益が出るはずだ。

HPを見て下さい。又何でも意見を。

皆様のご意見を歓迎します。HP（<http://www.finance.ritsumei.ac.jp/matsumura/>）もご覧下さい。また、メールで意見交換しましょう。メールをよこして下さい（matsumura@ba.ritsumei.ac.jp）。