

生涯投資家

村上世彰（よしあき） 文芸春秋

1959 年生まれ通産省など官僚 16 年強、1999 年から 2006 年迄ファンド運営、現在シンガポール在住の投資家。

（はじめに）

私は大学で法律を学び役所に勤めたりしながらルールを順守する世の中であって欲しいと、しかし日本の社会では違う実態が蠢いていた。そこを正し、日本の社会を変えたかった。

制度を作る側に居るよりプレイヤーとして日本を変えたいと思った、そこで通産省を辞め村上ファンドを作った、私はこの本の中で自分がズーと目指してきたもの・何をやろうとしてきたのか・なぜコーポレートガバナンスにこだわるのか等の自分自身の答えを出したい。

{ 何のための上場か }

～上場とは株式が広く売買され株主等に必要な情報を開示、企業経営者は投資家の期待に応え続ける覚悟が問われる、株主を選んだり好き勝手は許されない透明で成長性が高い経営が求められ「公器」になること。

*上場のメリット・デメリット

～企業とその経営者にとってメリットは

- ① 株式の流動性つまり換金し易くなる
- ② 資金調達をしやすくなる

～デメリットは

- ① コストがかかる～少なくとも年間 5 千万円以上
- ② いつだれが自社の株主になるか分からない

私は投資先に財務状態もよく上場メリットが無い企業に非上場化することを繰り返し提案してきた～東急ホテル・昭栄・ニッポン放送・阪神電鉄・東京スタイル。松坂屋・大阪証券取引所等他社との統合で非上場化。

*官僚として見た上場企業の姿

1980～90 年代の企業は売上重視、資本の効率化に対する意識は薄く、このままではグローバルな競争に負けてしまう。経営者は何を見て・何を目指して経営しているのかと私は強く危機意識を持った。日本は今でも現社長が次の社長を選ぶことが一般的で彼らに経営を委託している株主に対してではなく前社長の意向に沿う非常に残念な実態。

*1988年 RTR のナビスコ経営陣は投資銀行の提案を受けて MBO で非常上場化を計画、後に判明したことは、この MBO が成功すれば約 20 億ドルが 7 人の経営陣へ渡す密約があった、KKR のクラビス氏は TOB(株式公開買付)で凡そ 250 億ドルで取得この買収劇は本や映画にもなった。

(2005 年にクラビス氏から会いたいとオファーがあり「具体的な投資案件があれば一緒にしたい」と云って下さった)

KKR は 2015 年日本取引所グループの最高責任者だった斎藤淳氏を日本法人の会長に迎え日立工機・日立国際の買収、東芝再建スポンサー等に名乗りを上げて有名になった。

*LENS ファンドを率いるロバート・モンクス氏 (米国政府前労働省年金局長) は米国有数のスーパーマーケット・シアーズの株式を取得・取締役解任提案で一躍脚光を浴び投資家・株主が企業経営者を監視するコーポレートガバナンスの考え方が浸透し始めた、このモスク氏の考え方や行動は私がファンドを立ち上げる際のロールモデルとなった。

*1999 年通産省を辞職オリックスとの共同出資で㈱M&A コンサルティングを設立、後に村上ファンドと呼ばれ、資金調達では通産省の同期生や先輩 8 名で 2 千万円、福井俊彦元日銀総裁 (富士通総研理事長) も出資等とても可愛がって頂き相談先として後の三井住友銀行西川頭取や他銀行の経営者 4 人も紹介して下さい、しかし 2006 年の村上ファンドのインサイダー事件に伴い日銀総裁だった福井氏は国会の証人喚問迄受け大恩人に大変なご迷惑をかけてしまい全ての元本・リターンを日本赤十字社に寄付された。

*ファンドスタート時点で東急グループの東急ホテルは時価百億円程度、赤坂の保有不動産だけで時価 5 百億円程度あり株価は割安のまま放置されていた私が大株主となって東急ホテルの社長と会い TOB 等で全ての株式取得案を含め提案、1 年後には株式交換で東急電鉄の株式になり私は投資利益を得た。これは上場の意義と上場のあるべき姿を徹底して求めた結果であり、市場の健全化にも・・・

*日本初の敵対的 TOB を仕掛ける～元々生糸メーカーが工場跡地活用不動産会社「昭栄」は時価総額 50 億円で無借金会社・資産 5 百億円位・従業員 40 人富士銀行からの天下りで社長になっていた、時価 850 円に対して、2 割弱のプレミアムを上乗せして千円で公開買い付けを発表して発行株の 6、52% 取得したものの失敗に終わったがその後同社は不動産業に舵を切り株価は 3 倍 TOB には失敗したが昭栄はあるべき姿に大きく近づきファンドも利益を得たこの TOB が切っ掛けでフジテレビ「報道 2001」にゲスト出演して後の小泉純一郎総理との異色の組み合わせでテーマは「改革者とは何か」だった。

*シビアな海外の投資家たち

尊敬するロバート・モンクス氏から招待を頂き 2000 年 9 月にニューヨークのコーポレートガバナンス大会でゲストスピーカーとして話し「あの閉鎖的な日本で敵対的 TOB をしかけたヒーロー」として米国の投資家から温かく迎えられた、しかし彼らはシビアで「実際にどうやっていくら設けるのか？どうやって利益を確保する？」と極めてシビアで常にプレッシャーをかけられた。幸いその後コンスタントに利益を出し米国からの投資資金は 2006 年 4 4 百億円の内 6 割近くを占め、出資者の中身は年金や大学の財団からの出資だった。

* 私は経営者には向かなかった～通産省時代に 3 年目で外務省に出向中にはエジプトでのイベントプロゼクトマネージャーを任され現在外交評論家として有名な宮家邦彦氏が私の直属上司として手取り足取して教えて頂いた。

又三宅局長と中曽根総理大臣のブレンだった瀬島龍三氏に会いプロゼクトアドバイザーを依頼、大手商社等 20 社の紹介と協賛金等の協力も頂いた。

日産自動車の石原俊会長率いる財界人団体もムバラク大統領に面会できた、日本文化をアピールするイベントはじめプロゼクトは大盛況でエジプト政府からも喜ばれ成功裏に終わった。

私が経営者の資格を持たないと自覚した決定打は 1995 年 11 月のアジア太平洋経済協力の事務局で仕切り役に選任されたときに通産省と外務省の共同開催の大規模な国際会議で私は筆頭課長補佐に任命された、チームは通産省だけで 70 名超更に異なる省庁の人間が入り交じり現場は混乱し自分が組織の中で生きていくこと・人を率いる経営者の素質がない事を強く認識した。

1999 年に M&A コンサルティングを立ち上げ投資家になったが人のお金を預かって運用する会社の経営者に徹する必要があるが自分の信念に妥協できない性格とファンドの経営者と云う立場に苦しむことになった。

* 私の投資術～基本は「期待値」IRR・リスク査定～私の場合全てが期待値による判断で 0 円になる確率が 5 割超でも勝率 1 勝 4 敗でもトータルリターンが 1 を大きく超えるかどうかで判断、この判断からは宝くじ 0、3 公営ギャンブルは 0、75 カジノ 0.9 でこれらは期待値 1、0 を下回っているので私は手を出さない。私が投資判断で重視している指標 IRR (内部収益率) が 15% 以上であること、そしてリスクの査定を加味した 3 点から投資するか否か最終的な判断を行う、リスク査定の場合は数字や指標の判断より経営者やビジネスパートナーの性格や特徴を掴む事、日本では「コーポレートガバナンス・コード」が 2015 年に制定され投資家の株主と経営者が対話し乍ら企業価値を最適化していく取り組みがようやく動き始めた、それでもまだ「物言わぬ株主」があまりにも多すぎる、物言う事も株主の大きな責務だ。

* 優れた経営者とは～私が最も尊敬するオリックスの宮内義彦会長は実質創業して大企業にしたのに 0、数% しか株式保有していない、

その理由は「私は臆病な人間で私の代わりにニチメンと三和銀行が中心となりリスクを取ってくれたおかげで会社創業できた、私は経営者として給与を頂いている」と。私がファンドを立ち上げた際に最低1割は自分のお金を入れなさいとアドバイスされた。その後規模を5百億円にする際に1割のお金がなくてオリックスから20億円借りてファンドに出資、その際私が所有する持ち株分全て担保、更に受取人をオリックスとする生命保険を外部の東京海上あんしん生命を使っていた、親しい相手にも甘やかすことなく徹底していた。

*コーポレートガバナンス～投資家が経営者を監督する仕組み。ROE（資本利益率）はコーポレートガバナンスの一つの指標で投資した金額に対して利益がどの程度生まれるか示す当期純利益/純資産の算式で当期利益を高くするか純資産を減らす（自己株式取得・配当）か、この二つしか方法はない。一方経営者は会社の安定経営の為に手元に資金を確保したい気持ちが強い為にROEは米国に比べ著しく低く推移、日本の上場企業だけで300兆円以上の内部留保（半分は現預金）資金を積極的に新規事業や設備投資に使って業績を拡大することも、株主に還元しないで過剰に溜め込む経営者は守銭奴と呼ばざるを得ない。

*大企業の子会社に対するTOBの例

～カルソニックカンセイ923円に対してTOB価格は1860円（内570円は特別配当）日立工機893円→1450円（内580円は特別配当）これらの企業は価値の最大化に取り組み（親会社・株主が株価の低いままで放置を許容していた）第三者による公開買い付けで正当なリターンを得た。日本にはまだまだこうした株主の視点を大きく欠いた経営の上場企業が沢山ある。

*東京スタイル～株主と向き合わず経営者が保身、株価価値を顧みない放漫経営の会社だった1949年創業婦人服メーカー、2001年連結売上625億円・営業利益48億円・営業外利益52億円・当期利益47億円、純資産1576億円内現預金・有価証券・投資有価証券1300億円時価総額千億円と極めて割安、2002年に100億円で10%程度保有、会社に対して①1株500円配当②上限5百億円の自己株式取得を要求する書面を提出、又ホテルで株主集会にマスコミも入れて説明200人位の株主参加、議決権の40%を占める外国人投資家は私の案に賛成、決済の株主総会では全ての議案が否決された、なんと頼りにしていた外国人投資家が20%後半まで大幅減、彼らは株価が高くなって売り払っていた。

2001年大手スーパー・マイカルの破たんなどで73億円の損失で調べたところ多額の債券投資がなんと高野社長の独断で購入、重大な商法違反だったので株主代表訴訟を起こし会社への1億円の賠償と株主価値向上に努力する為の条件で和解、裁判費用や時間を考えれば経済的に全くペイしない

ことは当初から分かっていたがコーポレートガバナンスの向上の為と思って戦い世間の注目もあり非常に重要な事件だったと自負。

*日本放送とフジテレビ～2001年当時ラジオ局のニッポン放送がグループ内で圧倒的な存在のフジテレビの親会社で筆頭株主として3割超の株式を保有、規模の小さな親会社の時価総額が保有資産を常に下回るいびつな状況だった。特定の意図を持った人物が買収に乗り出せばラジオ・新聞・テレビの三大メディアが簡単に乗っ取られるリスクは明らかだった。極端な時価総額開きは2002年2月にフジテレビの時価総額2兆62百億円ニッポン放送24百億円ニッポン放送の株式を50%超取得して経営権を得たとすると2兆62百億円の価値を持つフジテレビの三分の一強をコントロールできる立場になれる。外国人投資家は早くからこの「おかしさ」に目をつけニッポン放送の株式を買っていた。2001年頃から本格的にニッポン放送の株式投資に乗り出し時価総額は14百億円前後しかし実際にフジテレビの株式だけで3千億円近く、同じく上場企業のグループ会社サンケイビルの株式10%超保有、同ビルは大手町はじめ超一等地に不動産を多く保有しているのに時価総額は保有不動産の半額以下でありその株も購入、私達はニッポン放送が危険な相手から買収を受ける事態の予防策を外部の専門家から確認も受け具体的な改善策とその結果のシミュレーション迄資料を作成し何度も提案した、ファンドは2004年ニッポン放送の筆頭株主となった。2005年1月フジテレビが50%以上の株式取得を目指してニッポン放送に対するTOBを行うと発表2月にライブドアの堀江氏・ニッポン放送株を保有している外国人投資家を紹介してほしいとの話があり、このことをインサイダー情報としてファンド社内で登録する一方ニッポン放送の株式の買い入れを停止した。2月8日ライブドアが子会社を通じてニッポン放送の株式を35%取得したことが発表された、3月にはSBIホールディングスの北尾吉孝氏が登場、ニッポン放送は保有するフジサンケイの株式をSBIに5年間貸株することで合意、結局ニッポン放送はフジテレビのTOBとライブドアの買い占めによって上場廃止が決定。

2008年10月フジサンケイグループは漸く認定持株会社体制に移行した。

「逮捕」この案件により私はインサイダー取引容疑をかけられ逮捕され判決は罰金3百万円と追徴金11億49百万円そして懲役2年、2審では「当初からインサイダー情報で利益を得ようとしていたとは言えない」として執行猶予3年が付いたが最高裁で有罪が確定した。しかし私の中では今もって、当時のライブドアの状況と彼らと私達のやり取りがインサイダー取引に当たるものだったろうかと違和感が残っている。

*阪神鉄道大編成計画

鉄道事業による売り上げは10%に満たず、

売上げは流通業で、利益は不動産業で稼ぐ構造、その流通と不動産、本業の鉄道事業も他の私鉄と比べ利益水準が低かった。2004年阪神タイガースが18年ぶりに優勝、この頃時価総額1千数百億円、ファンドの換算ではいくつもビルを保有し不動産価格だけで3~5千億円、株価は3~4百円、私の試算では150円以上であり私は株を買い進めた。2005年10月完全子会社化で上場廃止が決まっていた阪神百貨店の株も買い進め同時に阪神鉄道発行のCB（転換社債型新株予約権付社債）の購入も進めた、すべてを阪神電鉄の株式に換算すると30%強保有、過半数に近い株式取得で上場企業のあるべき姿を追求しようやく夢を実現できると感じた。大学時代の同級生玉井克哉氏に依頼、父上は元住友銀行副頭取で阪神電鉄の社外取締役で私の思いを理解していただき阪神電鉄の井本一幸副社長を紹介していただいた、又阪神百貨店の三枝会長にもお会いできた。いくつもの会議を行ったがとうとう最後まで積極的に意見を出す役員はいなかった。

～阪神タイガース上場プラン～星野氏発言の衝撃 05年10月ホテルオオクラで星野氏と面談、実に好意的で「次回は是非投資の話も聞かせてください」とにこやかに握手を交わして面談を終えた、だが06年5月タイガースのシニアディレクターを務めていた星野氏が私を指して「いずれ天罰が下る」発言には本当に驚いた。ファンドの経営者として東急と西武で果たせなかった鉄道会社の再編を大阪で成し遂げたいと阪神と京阪電鉄の統合がベストという結論にたどり着いた、そのことを阪神に提案し始めた頃、阪神と阪急との統合提案を受け村上ファンドの持ち株を阪急に売ってくれないかと打診された。2006年5月阪急から阪神に対するTOBが突然発表された。東京地検特捜部から呼び出しがかかり、ニッポン放送の件で東京拘置所に拘置された（前掲）・・・投資家保護の為にTOBに応じざるを得ない状況に追い込まれ私の夢は消えた。

*私は阪神電鉄の案件以前に「乗っ取り屋」と呼ばれたことはなかった・・・村上タイガース等と騒がれたせいでそういう印象を持たれたのかもしれない。ISSのモンクス氏は既得権益の中で生きる人々から裏切り者扱いされた。

KKRのグラビス氏は「乗っ取り屋」と呼ばれ映画まで作られた。

しかし私は彼らの功績を高く評価～米国の株式市場が成長を続け日本市場より遥かに高い価値を作ったのは彼らが市場に行動を起こし戦いコーポレートガバナンスが機能する環境を築いたからだと思っている。

*日本のPBR平均1に対して米国企業は平均3、日本の株式市場5百兆円しかなく米国は2千兆円もある、1990年には日本と米国の市場規模は同じだったことを忘れてはならない、コーポレートガバナンスを徹底し企業価値を向上させる事こそが買収されるリスクを下げる有効な手段だ、株価の高い企業は乗っ取られない！これは世界の常識だ。

*日本企業のコーポレートガバナンスの対応の遅れは株式市場の成長において数字としてハッキリ表れている、上場している企業数はいずれも2千数百社違うのはPBR(株価倍率)これを市場全体に当てはめてみると大雑把な計算だが日米の上場企業の総資産はほぼ変わらないことが分かる。

これは純粋に日本上場企業の価値は株価に反映されていない、つまり現在の資産以上の価値を生み出すと期待されていないと言い換えることもできる。投資家等への「リターンの差」であり、米国に於ける総株主還元比率が近年90%を超えている一方、日本では50%前後。1989年東証一部時価総額は日本円で590兆円超と米国を大きく上回っていた世界の投資家が最も重視する指標はROE(株主資本利益率)上場株式を誰が持っているか日本では外国人投資家30%事業法人20%個人20%信託銀行20%生損保5%都・地銀5%米国では個人と投信で55%年金15%外国人投資家15%ヘッジファンド5%その他10%日本では世帯資産の内訳は現預金50%株・投信・債券で18%程度、米国では50%程が株・投信・債券、現預金は10%超で投資こそが将来への貯蓄、一方日本では会社も家計も資金を手元に貯め込み株式市場は活性化せず株価も上がらない悪循環に陥っている。

2013年生保協会のアンケートでは投資家の90%以上がROEと回答、一方で企業サイドの回答は「売上高利益率」が首位でROEは三位の50%程度。

*2014年「伊藤レポート」が発表された～通商産業省の「持続的成長への競争力とインセンティブ」「企業と投資家の望ましい関係」で1年間の議論をまとめた最終レポートは日本型ROE経営が必要だとした上で「8%を上回るROEを最低ラインとしてより高い水準を目指すべき」と具体的数値目標、これらの中で強調されているのは投資家と企業の相互コミュニケーションの重要性であり、両者は同じ方向を向いて進むパートナーであるという認識をお互いに持つことだ。

*世界一の借金大国からの脱出～増え続ける日本の借金は高齢化と大きく関連している、保険料収入で賄いきれない社会保障費を赤字国債の発行によって補填し続けその額は毎年40兆円程、2016年の総債務残高は名目GNP比では約240%で世界一位、第二位はギリシャで約180%一方日本にはお金が日本政府は500兆円超の金融資産、対外資産も3百兆円超あり長年世界一位家計の金融資産も17百兆円超、お金があるのに世界一の借金大国は何故か答えは簡単!「お金が循環していないから」

企業がコーポレートガバナンスに則り投資や株主還元を行って手元資金を放出し乍ら余分な手元資金や銀行からの借入金を昇給や新規雇用へ積極的に回す事、その結果新たな仕事が生まれたりリターンを受けた投資家が次の投資先を探したり昇給や仕事を新たに得た人はお金を使うようになる、 P 7

こうして景気が動き始めて市場が活性化してくると個人も銀行預金だけでなく株式投資したり不動産へ投資という新たな動きが生まれ、その動きの一つ一つから新たな税収が生まれ歳入と歳出のギャップを縮め借金の返済が進み歳出に於ける国債費の比率が減少しその分を将来の投資となる文教及び科学技術振興費等に回せる好環境が可能になっていく。

*失意からの10年～私は裁判で「誰かがどこかの会社の株を5%以上買いたい言っているのを聞いたなら、その誰かの経済状況や実現の可能性に拘わらずインサイダー情報にみなされるのか？」という点を争った、しかし5年後の確定判決は「誰かが大量に株を買えば対象企業の株価に影響を及ぼす可能性がある、だからこうした情報もインサイダー情報と同じ処罰の対象とする」という位置づけであり、はるかな未来から振り返ると単なる「村上パッシング」だったのではないかと疑ってしまう。10年たった今でも違和感は拭えない、家族と共にシンガポールに移住後は日本株への投資に自らの資金のみで行い自らの信念を納得いくまで貫いている。

*NPO～2006年の逮捕後少し時間ができて5百超のNPOの代表や関係者から意見を聞かせていただいた、2007年7月19日実刑判決が下った日に自分の思

いを形にする為に全面支援して立ち上げたNPO法人チャリティープラットフォームは東京都から承認が下された日でもあった、一定の基準をクリアした団体を紹介する「チャリナビ」というサイトを立ち上げ同じ基準で情報開示がされた寄付先を寄付者が比較検討できるようにした、そのままサイトで寄付できるようにもした。私自身支援者からアドバイザーとして10億円超資金援助した。

～特記として日本のNPO活動のリーダー的存在であるピースウイングス・ジャパンの大西氏との出会いと共同プロジェクト立ち上げ CivicForce 静岡県袋井市と協定、緊急災害に即応できるように超大型のバルーンセルターを大量に購入保管、台湾やフィリピンの災害を支援、東日本大震災が発生時にはこのテントが直ぐに現地に運ばれ災害発生直後から被災地に於いて多くの被災者を支援することができた。又チャリティープラットフォームを通じて知り合った団体やこれまで支援してきた団体を通じて緊急支援にできるだけ協力すると決断、ハート引越センターの太田社長にも連絡を取り物資を届ける全面的な協力を約束いただき・現地のニーズ報告を受け必要な物資を集め連日トラック5～10台で届けた。私自身も三陸町へ出向きその途中で見た景色はいまだに忘れることができない、その衝撃から抜け出せないまま炊き出しのハンバーグを千個程焼いた、すでに震災から数日経過していたが次々と温かい食べものを口にするのは初めてと最後には体育館の中で拍手まで沸き上がり心

から感動した。

P 8

今一つ強く感じたことは自衛隊の圧倒的なパワーと統率の摂れた動きに組織としての見事な救援活動であり NGO や NPO が役割分担を事前に協議して一人でも多くの生命が助かり多くの被災者に素早く支援が届く仕組み作りが進むことを願っています。

日本中で支援のアクションを起こす人々や企業の対応を見て「この国は再び立ち上がる」と確信した。

(完)