

## 投資行動と M&A 戦略

佐野短大	長江	庸泰	コトブキ技研工業(株)	奥原	武範
(株)久保田本店	久保田	育造	(株)ナガラ	三原	敏彰
日本電気通信システム(株)	小堀	純一	日大生産工	洞内	祥次

### 1. はじめに

グローバリゼーションの進展は、国際社会における政治、経済から市民生活に至るまで大きな変革をもたらしている。

企業においても、市場経済が国内市場から国際市場へ展開するに伴い、経営理念に基づいたビジョンの構築と競争優位のための環境適応戦略の重要性が高まっている。

したがって、戦略経営の可否がサステナブル・カンパニーとしての存続を決定する唯一のファクターとなる。

企業の M&A については、マクロ的には積極的開発戦略と守衛的戦略に大別できる。

従来、企業による企業買収は買収価値を高めることにより、市場での優位性を維持・拡大するための事業展開を主目的としており、企業合併は成熟市場での守衛的戦略といえる。両者は、企業価値創造経営を志向している。したがって、企業買収戦略と企業合併戦略は市場での共通性が存在し、相対的といえる。しかしながら、近年は機関投資家の市場参入が多発している。これは、グローバリゼーションの進展に伴う調

達資金の国際化と事業市場環境の変化がもたらしたものであり、更に、個人の投資行動の拡大はマクロ的にもミクロ的にも株式市場の活性化をもたらしている。

この観点から、投資行動と M&A に焦点を当て報告する。

### 2. 戦略経営と M&A

近年、日本株式市場において、M&A の動きが活発化している。増加の背景にはバブル崩壊に端を発した持合解消による株主構造の変化、事業再構築の進展、株価バリュエーションの調整がある。特に持合関係が壊れてきており、浮動株の増加は買収による経営権の取得が容易になっている。これらの市場環境の変化によって M&A は、尚一層活発化することは確実である。ニッポン放送をめぐるライブドア対フジテレビ、UFJ 銀行をめぐる東京三菱銀行対三井住友銀行、楽天対 TBS、MAC アセットマネジメント対阪神電気鉄道など M&A をめぐるニュースが社会問題となっており、また、M&A の活発化に伴い敵対的買収への警戒

---

Investment Action on Mergers and Acquisitions Strategy

Tsunehiro NAGAE, Takenori OKUHARA, Ikuzo KUBOTA, Toshiaki MIHARA,  
Junichi KOBORI, and Yoshitsugu HORAUCHI

感も強まっており、株価・配当を高めることが最良の対策とする企業が多く、株主重視の経営努力が投資行動の拡大化となって市場全体の底上げになるといえる。

M&A 市場の変革期が起きていることを経営者は認知し、コーポレート・ガバナンスとCSRの遵守に取り組む必要がある。なぜならば機関投資家の投資・買収行動が如実に物語っているからである。

それが、ライブドア堀江貴文社長、楽天三木谷浩史社長、MACアセットマネジメント村上世彰代表などものを言う株主の台頭である。

次に、M&Aの脅威にさらされている企業を検証したところ経営実態条件としては、

株価が割安である。具体的には「買収金額の回収が早い」「時価総額に比べて解散価値が高い」株主還元余力が豊富である。

買収しやすい株主構成となっている。具体的には、「大株主の持株比率が低い」「浮動株比率が高い」「非オーナー系企業である」

株主や投資家の評価が低い。具体的には「多くの株主が買収案に応じ易い」「その企業の株式を購入しようとする投資家が少ない」ことが明らかになった。このことから企業側にも、経営変革の必要性があると言える。

### 3. 事例研究

阪神電気鉄道(株)(以下阪神電鉄)対 村上世彰(以下村上ファンド)

阪神電鉄

#### 1) 会社概要

創 立：1899年

資本金：294億円

業 種：運輸業

社 員：1992名(2004年3月)

(連結) 7422名

売上高：816億円(2004年3月)

#### 2) 経営ビジョン

阪神間の電鉄の草分けであり、山陽電鉄に乗り入れ、西梅田の再開発が始動しており、阪神グループの中核を成している。従って連結事業に運輸業、流通業、不動産業、建設業、レジャー・サービス業などに展開している。

村上ファンド

#### 1) 会社概要

##### (1) M&A コンサルティング

創 立：1999年6月設立

資本金：1億1千万円

##### (2) MACアセットマネジメント

創 立：2000年5月

資本金：9,000万円

阪神電鉄 対 村上ファンドとの交渉経過を時系列に示すならば以下の通り。

#### 2005年9月27日

村上ファンドが関東財務局に届け出た「大量保有報告書」で、阪神電鉄26.67%保有が判明した。さらに、阪神百貨店の株式の18.19%得していることが明らかになった。

#### 9月29日

阪神タイガースの2年ぶりのリーグ優勝が決定した。

#### 10月1日

阪神電鉄が阪神百貨店を完全子会社化した。

#### 10月3日

村上ファンド保有の阪神電鉄株の保有比率が39.77%達していることが明らかになった。

#### 10月4日

村上世彰氏が阪神電鉄幹部と協議し、阪神タイガースの上場提案の趣旨を説明した。

#### 10月5日

村上ファンドによる阪神タイガース上場提案を阪神電鉄が認知したが「上場は考えてない」と回答した。

#### 10月6日

村上ファンドがホームページで阪神電鉄幹部と今後の経営施策について協議を開始したと発表した。この協議の場で、阪神電鉄に対し、企業価値、株主価値を高めることを目的とした阪神タイガースの上場プランを正式に提案したことを明らかにした。

#### 10月7日

村上世彰氏と阪神タイガースの星野仙一シニアディレクターが都内のホテルで会談した。

#### 10月11日

阪神電鉄西川恭爾社長と村上世障氏が電鉄本社でトップ会談、阪神側は、同社の運輸、流通、不動産など各事業部門の概要を説明した。村上世彰氏は、阪神電鉄グループが手掛ける各事業に関しての具体的な営業プランを求めた。そのプランを実行に移す上での、協業先候補企業のリストを提出することを明らかにした。

#### 10月12日

村上世彰氏は、11日のトップ会談において、阪神タイガースの上場はネットファンに問うと主張し、株価を1株5千円程度に小口化提案を示したとのこと。これを受けて、12日の日刊スポーツ、報知新聞、スポーツニッポン、デイリースポーツ4紙が緊急アンケートを実施した。4紙とも「上場反対」が過半数を占めたと報道した。

#### 10月14日

阪神電鉄は、村上ファンドと17日から株主価値向上策の具体的な検討に入ることを明らかにした。具体的には、運輸、不動産、流通など営業部門別に施策を協議すること、投資家向け広報（IR）説明会を年内に始めて実施することが決定した。

#### 10月18日

株主価値向上策を検討するための初の実務者協議を阪神電鉄本社で、開いた。阪神側は縄田和良専務が代表者として出席。同社の運輸、流通、不動産など各事業部門の概要を説明した。特に、阪神タイガースやザ・リッツ・カールトン大阪といった資産のブランド優位性を特に強調した。村上ファンド側からは、提携候補30社を提示した。阪神タイガースの上場問題をめぐってはファンからの意見集約の方法について協議。阪神側の慎重な姿勢に対し、村上ファンド側から明確な返答は無かったとのこと。

#### 10月20日

阪神電鉄は村上ファンドと企業価値向上策を協議する上での基本方針を発表した。中長期的な視点で、価値向上を目指す姿勢を明らかにした。村上世彰氏から提案があった阪神タイガース上場の是非をファンに問う具体的な方法について、有識者を集めて検討する方針を固めた。ただ、同社幹部は投票を実施しない可能性を示唆した。

#### 10月21日

村上ファンドの阪神球団株式会社上場要求については、セ・リーグ理事会でも話し合わせ、6球団が「上場反対」で一致した。実行委員会でも反対意見が相次いだ。

#### 10月25日

東京証券取引所鶴島琢夫社長は、株券の大量保有報告制度で投資ファンドなどに認められている報告特例について、「最近投資ファンドが経営にかかわったり、株価を動かしたりするようになり、情報は適宜開示されるのが望ましい」と述べ、見直すべきだとの考えを明らかにした。証券取引法では、上場会社の5%超の株式取得した場合、5営業日以外に報告書を提出するように義務づけている。だが、

現行法では取引を頻繁に行う投資ファンドなどは支配取得目的でなく、保有比率が10%以下なら1~3ヶ月以内に報告すればよいことになっている。

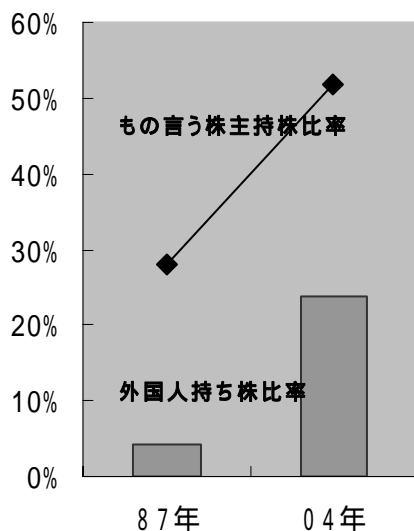
「」を参照。また、ライブドア対フジテレビの際、ライブドアはニッポン放送株取得に関して当該法の盲点を衝いたものであり、投資ファンドが投資目的によって、法を活用した事例いえる。

10月27日

村上ファンドは、阪神電鉄に対し、観光事業見直しを要求している。具体的にはレジャー施設の運営などからなる六甲山事業の収益改善を求めており、改善の見込めない施設は売却することを要求していることが明らかになった。

ものを言う株主の台頭と外人持ち株比率の上昇変化について表1に示した。次にM&Aの脅威にさらされ易い企業への市場圧力について表2に示した。

表1 安定株主時代の崩壊と企業モデルの変化



出所：大和住銀投信投資顧問 資料から作成

表2 M&Aの脅威にさらされ易い企業への市場圧力



出所：大和住銀投信投資顧問 資料から作成

#### 4. まとめ

企業対企業、企業対投資ファンドの企業の買収戦略は、まさに生き残りをかけた熾烈な戦いである。フジテレビ対ライブドアとの攻防戦が展開された最中において堀江貴文社長は「命をかけ、人生をかけている」との発言を繰り返している。楽天の三木谷浩史社長も同主旨の発言をしている。ケースとしてとりあげた阪神電鉄対村上ファンドの戦いの厳しさを増している。10月28日現在、渦中の最中にある。したがって我々の考え方、結論は講演会において発表する。

#### 参考文献

- 1) 角田康夫 「行動ファイナンス - 金融市場と投資家心理のパズル」(社)金融財政事情研究会(2005)
- 2) 角田康夫 「行動ファイナンス - 例題と用語集で読み解く非合理の謎 - 」(社)金融財政事情研究会(2004)
- 3) 大和住銀投信投資顧問「M&A バリュースコアファンド」大和証券(2005)
- 4) 日興コーディアルグループ「日興コーディアル証券」日興コーディアル証券(2005)

