

# 村上ファンドの投資行動と役割

## — 標的となった企業の特徴に関して —

京都大学大学院経営管理研究部教授 ニッセイ基礎研究所特別研究員 川北 英隆  
京都大学大学院経済学研究科ビジネス科学専攻 宮野 玲

### <要旨>

本稿での分析は、村上ファンドが投資対象としたすべての企業、135社を出発点とした。そのうえで、村上ファンドの投資スタイルから得られた示唆（村上ファンドの投資スタイルがワンパターンではないとの結論）に基づき、投資対象企業が上場した年と、村上ファンドの最大保有比率の2つを選別基準に用い、最終的な分析対象企業を絞り込んだ。最終的には46社が分析対象となった。

この46社について、村上ファンドが活動を開始した1999年度以降から消滅する寸前の2005年度までの7年間について、資産・財務構造、利益率、PBRを分析した。分析の方法は、資産・財務構造、利益率、PBRに関する46社の指標について、上場企業の平均値からの差異値を求め、その差異値に有意性があるのかどうかを検定する方法である。

この分析により、46社の特徴として、次の結果が得られた。すなわち、豊富な資産（現預金、有価証券、土地）を保有していること。有利子負債の割合が低いこと（同じことだが、株主資本比率が高いこと）。利益率が低く、最近では上場企業の平均値に比べて明らかに見劣りすること。PBRが低く、安値に放置されていることである。

スティー爾・パートナーズをはじめとする村上ファンド類似の投資家の台頭や企業買収の頻発に対し、防衛策を講じる企業が多くなっている。しかし、企業側が意識すべきは、究極の防衛策が非公開化だとの事実である。この究極の防衛策を選ばない場合、資産の圧縮、有利子負債の活用、ひいては事業展開の工夫を考える必要がある。さらにいえば、資本コストに見合った利益率の達成に向け、経営努力が求められる。村上ファンドの最大の功績をあえて指摘するのなら、資本コストに見合った利益率の達成を上場企業に迫ったことだろう。

本稿は、宮野玲「投資ファンドが関与した企業の経営と価値——村上ファンドの事例——」（京都大学経済学研究科修士課程終了論文）で用いられたデータと分析結果をベースに、川北が分析を追加し、それに基づいて執筆したものである。

## <目 次>

1. 問題意識、本稿の構成 .....	3
2. 村上ファンドとは .....	3
2.1 村上ファンドの沿革 .....	4
2.2 村上ファンドが投資した企業の概要 .....	6
2.3 村上ファンドの投資パフォーマンス .....	7
3. 先行研究 .....	8
4. 本稿での分析データと分析方法 .....	10
4.1 本稿での分析データ .....	10
4.2 本稿での分析方法 .....	12
5. 分析結果 .....	15
5.1 資産と有利子負債 .....	15
5.2 利益率 .....	16
5.3 PBR .....	17
6. まとめ：分析結果から得られる示唆 .....	18

## 1. 問題意識、本稿の構成

2000年代前半の株式市場を振り返ってみよう。そうすると、市場に大きな変化をもたらした出来事の1つとして、村上ファンドの登場と消滅を指摘せざるをえない。

本稿では、この村上ファンドの行動パターンと、それが株式市場や上場企業の経営に与えた影響や示唆について考えることとする。

村上ファンドの登場以降、その投資行動を模倣するかのようになり、現実の株式市場においてM&AもしくはM&Aもどきの状況が多発するようになった。また、M&A的な投資行動を未然に防ぐため、上場企業は防衛策を強く意識しようとしている。とはいえ、上場企業が意識している防衛策がどの程度有効なのかどうか、もしくは的を射たものであるのかどうか、吟味が必要である。

本稿は、上場企業の企業買収防衛策を直接評価するものではない。村上ファンドの投資行動を観察し、分析することで、間接的に上場企業の意識や行動の是非を問いたいと考えている。

企業買収防衛策を強く意識しているのは、創業当時の財産を豊富に保有する「名門企業」だとの印象が強い。ベンチャー的な活動をベースにして上場を果たした企業にとっては失うものが少ないのに対し、「名門企業」には企業としての伝統を含め、失うものが多くある。本稿が主に分析の対象とするのも、この意味での「名門企業」である。村上ファンド自身も周知のとおり、多くの「名門企業」を投資対象とした。

本稿の構成は次のとおりである。

次の2節で、本稿での分析対象である村上ファンドに関する情報を整理しておく。村上ファンドの特色をある程度客観的に理解してはじめて、村上ファンドの今日的な役割と、上場企業に与えた影響を正しく評価できると考えるからである。

3節では、宮野（2007）で得られた分析結果を含め、いくつかの先行研究を紹介する。4節では本稿において用いたデータと分析の方法を紹介し、実際にそのデータを用いた分析結果を5節で示す。6節では、本稿のまとめとして、村上ファンドが上場企業の経営に与えた影響や示唆について述べておきたい。

## 2. 村上ファンドとは

村上ファンドとは、村上世彰氏が率いた投資ファンドの総称である。本稿でも「村上ファンド」を総称として定義しておく。

Wikipediaによると、村上ファンドは15の異なる名称のファンドから構成されている。また、同じくWikipediaによると、「運用資産額は2006年3月末で4444億円（日本証券投資顧問業協会提出資料より）を超えており、3705億円が海外の大学財団などから、739億円が国内で、オリックス、農林中央金庫、石油資源開発、ウシオ電機、立花証券などからの出資があるとされている」と記されている。

## 2.1 村上ファンドの沿革

村上ファンドの沿革は図表1のとおりである。この項では、筆者である川北の体験、感想もまじえ、村上ファンドの沿革を説明しておきたい。

図表1 村上ファンドの沿革

年	月	
1999	7	村上氏、M&Aコンサルティングを設立
2000	1	昭栄に対してTOBを実施、失敗
2002	5	東京スタイルに対して株主提案権を行使、失敗
2003		ニッポン放送株の本格取得、2004年秋以降に売却
2005		TBS株の取得と売却 阪神電鉄株の取得
2006	5	シンガポールに移転
	6	村上氏、証券取引法違反容疑で逮捕、起訴
	11	村上ファンドが六本木ヒルズから完全撤退

1999年に通商産業省（当時）を退官した村上氏によってM&Aコンサルティングが設立され、その直後からファンド運用を開始したようである。ファンド運用の旗印はコーポレートガバナンスであり、それも「必要に応じて経営改善に関する具体的な提案を行う等、株主価値向上のための積極的かつ直接的な働きかけ」（M&Aコンサルティングのホームページから）に主眼を置くとしていた。端的に言えば「物言う株主」を標榜していたのである<sup>(1)</sup>。

M&Aコンサルティングは、その設立から半年後、早くも昭栄に対してTOB（株式公開買い付け）を試みている。昭栄は安田財閥系の生糸会社であると同時に、戦時体制時、現在のキヤノンの前身会社の1つを保有していた名門企業である。もっとも、村上ファンドがTOBを試みた当時、昭栄の時価総額は100億円規模でしかなかった。

村上ファンドが昭栄に関して何を狙ったのか、本当のところは推測の域を出ない。しかし、昭栄が生糸で築いた資産、とりわけ不動産を十分に生かす経営をしていないことに目を付けたのは確かである<sup>(2)</sup>。TOBが成功したならば、村上氏自身もしくは村上ファンドに同調する者を新たな経営者として据え、昭栄の資産を生かそうとしたのかもしれない。もしくは、外部からTOBという刺激を与え、経営の改革を促すことで、保有比率（発行済株式総数に占める割合、以下同じ）が7%に達していた昭栄株を高値で売却したいと考えていただけかもしれない。

この昭栄に対するTOBは、旧安田系金融機関やキヤノンの賛同を得られずに失敗したが、一方

<sup>(1)</sup> 1998年、村上氏が川北を訪問してきた。川北は『株式市場の構造変化』（東洋経済新報社、1995年）において株式持ち合いの分析をしていたが、村上氏はその拙著を読み、株式持ち合いとコーポレートガバナンスに関する意見交換を行いたいと申し入れてきた。話し合った内容からして、その言葉は真実だったと今でも思っている。また、当時の川北は日本生命保険・資金証券部に所属し、株式投資が担当業務でなかったことから、村上氏の関心がコーポレートガバナンスにあったものと推測される。とはいえ、その直後にM&Aコンサルティングを設立したことからすれば、機関投資家との接点を増やそうとの目的が同時にあったのも事実だろう。

<sup>(2)</sup> 村上氏が川北に「某中堅損害保険会社の保有している株式の価値に着目している」という趣旨の発言があった。時期は東京スタイル事件の前であるが、その投資は幻で終わった。

で昭栄の株価は上昇した。村上ファンドは昭栄株を3年間程度保有したものの、最終的には売り抜けている。

その村上ファンドにとって決定的に重要な事件は2002年の東京スタイル事件だったと考えられる。

2002年の年明け前後から、5月に開催される東京スタイルの定時株主総会に向け、村上ファンドは東京スタイルの経営側（高野義雄社長）に対し、事業に不要な資産を原資とした大幅な増配や自己株式取得を柱に、大胆な提案を行っていた。東京スタイルは、この村上ファンドの提案を基本的に拒否した。このため、村上ファンドは株主総会での株主提案権を行使し、委任状の争奪戦となった<sup>(3)</sup>。その結果は、僅差で村上ファンド側の敗北だった。翌年、2003年5月の株主総会にも村上ファンドは大幅な自己株式取得に関する株主提案を行ったが、これも否決された。

しかし、この事件以降、村上ファンドの知名度は一気に上がった。その理由は、1度ならず2度までも株式市場の「旧来の慣わし」を破ったことにあったのだろう<sup>(4)</sup>。

当時、東京スタイルの時価総額は1000億円を超えていた。村上ファンドは、このような中堅企業の株式を最大、13%以上保有した。また、委任状争奪戦で敗れたとはいえ、惜敗だったのだから、昭栄事件の当事者と比べ、村上ファンドの規模、影響力、行動力が増していたと考えられる<sup>(5)</sup>。

東京スタイル事件を境に、世間の村上ファンドを見る目が大きく変わった。コーポレートガバナンスの旗手としての世間的な評価が高まり、マスコミに華々しく登場するようになった。また、研究会の席において、コーポレートガバナンスの手本として村上ファンドが紹介されることも多くなった<sup>(6)</sup>。

以上のことは、村上ファンドが運用するファンド規模の急速な拡大にも大きく寄与しただろう。先に述べたように、村上ファンドの最終的な規模は4000億円を超えていた。発足当初の規模は数百億円とみられているから、最終的な規模は様変わりの大きさである。

東京スタイル事件以降の村上ファンドについては、一般によく知られている。とくに、村上氏の逮捕のきっかけとなったニッポン放送事件、それと関連するTBS株の取得、大阪証券取引所株や阪神電鉄株の大量取得が有名である。

---

<sup>(3)</sup> 2002年の東京スタイル事件において、村上氏は川北に何回も電話をしてきた。当時の川北は日本生命保険・財務企画部に所属しており、株式投資に直接関係していなかった。電話の内容は、村上ファンドの提案に賛同してほしいというものだった。

<sup>(4)</sup> 昭栄以降、東京スタイル事件の以前にも、村上ファンドの株式取得が話題になった銘柄はいくつかある。しかし、東京スタイル事件と比較すれば、いずれも「コップの中の嵐」程度の事件でしかなかった。

<sup>(5)</sup> この東京スタイル事件の少し以前から、海外において村上ファンドの知名度が高まっていたようである。これが、コーポレートガバナンスをテーマとした会合に村上氏とともに出席したとき、川北が受けた印象である。

<sup>(6)</sup> 東京スタイルに対する村上ファンドの提案に対して、当時から川北は否定的な見解を表明していた。東京スタイル事件の本質とは、村上ファンドとして短期的な投資収益の獲得を意図しただけのものであり、本来的な意味でのコーポレートガバナンスから逸脱しているとの結論である。川北英隆「機関投資家とコーポレートガバナンス」『フィナンシャル・レビュー第68号』（財務省財務総合政策研究所、2003年12月）を参照のこと。なお、東京スタイル事件以降、村上氏との直接の接触がなくなった。

## 2.2 村上ファンドが投資した企業の概要

村上ファンドはさまざまな企業の株式を大量に取得した。

本稿のベースとなった宮野（2007）によると、村上ファンドが投資対象とした企業数は135社にのぼる（末尾につけた別添図表を参照のこと）。この企業数は、大株主名簿や大量保有報告書などの公表データによって、村上ファンドが保有していた事実が判明したものだけである。この135社以外にも村上ファンドが保有していたとされる企業名をインターネットなどで知ることができるものの、保有比率をはじめとする詳細情報を確認することができなかつたことから、宮野（2007）での分析対象から除外された<sup>(7)</sup>。

村上ファンドが投資した135社のそれぞれについて、時価総額と村上ファンドの保有比率が把握できているから、これらのデータに基づいて村上ファンドの投資金額を推計することが可能である。実際に計算してみると、当然の結果ではあるが、2001年後半から02年にかけて、保有金額が急速に増大している。同時に、投資対象銘柄数の急速な拡大もみられる<sup>(8)</sup>。

保有期間についても、135社のうち1年未満で売却している（少なくとも1年以上、継続して保有している事実が確認できなかった）銘柄が半数以上に達している。コーポレートガバナンスを標榜しているにしては、保有期間の短すぎる銘柄が目立つことになる。とりわけ、2004年以降にこの傾向が強い。

以上から推測できることは、村上ファンドが、たとえ発足当初はコーポレートガバナンスを強く意識した投資を目指していたとしても、ファンド規模の拡大に伴って、投資スタイルの変更が必然的になってきたのではないかということである<sup>(9)</sup>。

たとえば、4000億円もの資金を効率的に投資したいと想定する。効率的な投資は、ファンドに資金を委託する本来的な投資家の要請である。そのとき、特定の企業の株式だけを対象にしていたのでは、マーケットインパクトなどを考慮すると、効率的な投資は困難である。また、いつ決着が付くかが予測できないコーポレートガバナンス的な投資スタイルは、中長期的に高い投資パフォーマンスをあげられるとしても、短期的に大きな成果をもたらさないから、それに対する強い不満が委託者から生じるだろう。

そうであるのなら、むしろ大量取得の事実が大量保有報告書によって公開される仕組みを利用し、村上ファンドへの追随買いを誘って株価の水準を高めた後、上手に売り抜ける工夫を凝らした投資スタイル<sup>(10)</sup>が有力になるかもしれない。

また、特定の企業を標的に選び、株式を大量に保有し、コーポレートガバナンス的な圧力をかけることで社会的な影響力を誇示する一方で、標的以外の企業に対しては波及効果だけを狙うこ

---

<sup>(7)</sup> たとえば、西武鉄道である。

<sup>(8)</sup> 銘柄数の拡大は2004年に著しい。別添図表を参照のこと。

<sup>(9)</sup> 川北が関係者にヒアリングしたところ、東京スタイル事件を境に、村上ファンドの性格が変わったとの回答があった。

<sup>(10)</sup> この工夫の1つがTOBである。

とが効率的な投資スタイルになるかもしれない。

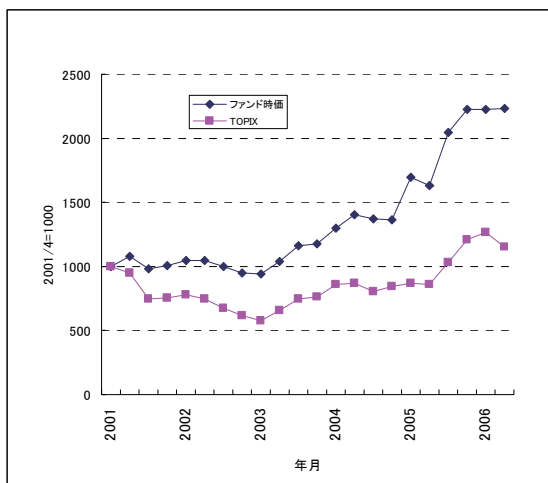
もう一点、村上ファンドの特徴を表現する事例として、商品先物取引業者であったグローバリ株の事例を示しておきたい。グローバリは悪質な法令違反に問われたために廃業に追い込まれ、それにもなって上場廃止となった。村上ファンドはこのグローバリ株の1割以上を保有したが、その投資時点が上場廃止の直前であった（図表4を参照のこと）。常識的には、社会的制裁を受けた企業の株式にコーポレートガバナンスの観点から投資するスタイルを想定できない。企業が解散した時点での価値を狙って投資したと考えるのが妥当だろう。

以上をまとめれば、たとえ村上ファンドが投資した企業だといっても、それらを一括りにして分析したとすれば、異なった性質のものを同時に分析してしまう危険性がある。何らかの方法で、村上ファンドが投資した135社を振り分ける必要がある。

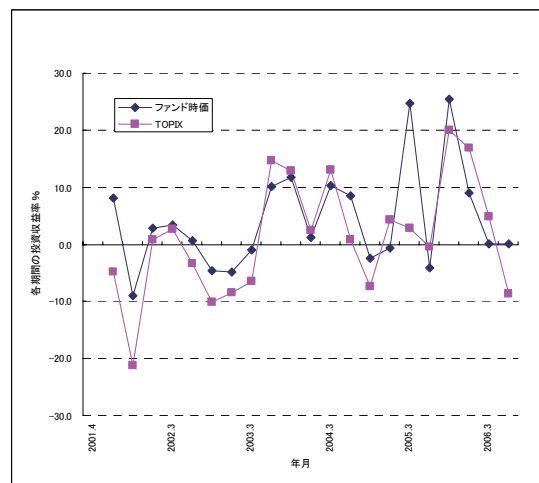
### 2.3 村上ファンドの投資パフォーマンス

村上ファンドの投資パフォーマンスを図表2に示しておく。昨年、話題になった福井日銀総裁が保有していた村上投資ファンドの価格と、東証株価指数（TOPIX）とを比較したのが図表-2である。

図表2-1 村上ファンドのパフォーマンス1



図表2-2 村上ファンドの投資パフォーマンス2



資料：東京証券取引所データ、日本経済新聞に基づいて作成。

一口に言えば、村上ファンドの投資パフォーマンスはTOPIXを上回っている。

しかしながら、村上ファンドが高いパフォーマンスを生み出した理由がどこにあるのか、外部者が得られる情報は限定的であるため、明快に示すことはできない。とはいえ、村上ファンドの投資パフォーマンスに関して多少の補足説明を行うと、2つの時期が重要だったように観察できる。

第一の時期は、ファンドが発足して以降、2003年の初めまでである。この間、TOPIXは下落を続けたが、村上ファンドは大きな低下を示さず、ほぼ当初の元本を維持している。当時、村上ファンドの主要な投資先であった東京スタイル、シナネン、アライドマテリアル等の時価総額は大きな低下を示していない。村上ファンドの投資対象が、価値の高い資産を保有している企業や、しっかりとした親会社のある企業が投資対象であったことを示している。同時に、それらの企業が大きな含み損をかかえていなかったため、市場全体の株価の下落とは一線を画していたのである。

言い換えれば、東京スタイル事件が佳境であった頃、村上ファンドはしっかり銘柄選択を行っていたと理解できるだろう。

また、昭栄やシナネンのように、村上ファンドによる株式大量保有が刺激となり、経営側が保有資産の有効活用を図るようになったケースもあるだろう。ある意味で、村上ファンドが標榜していたコーポレートガバナンスが機能した時期に相当すると理解することも可能である。

第二の時期は、2004年の後半から05年年初にかけてである。とくに、2005年1－3月期には、市場平均を大きく上回る投資収益率となっている。この時期、村上ファンドの投資企業と株数を観察すると、ニッポン放送を代表として、昭文社、因幡電機産業、日本フェルト等を売却し、他の銘柄に乗り換えている。村上ファンドとして、それまでの投資を清算し、新たなステージに上がったということだろう。

この2つの時期を除くと、村上ファンドはとりたてて言うほどの成果をあげていない。つまり、投資パフォーマンスから判断すれば、昭栄や東京スタイルに「物を言っていた時期」と、村上氏の逮捕劇につながったニッポン放送の売却時期が、村上ファンドにとって最重要だったと評価できる。

### 3. 先行研究

村上ファンドをはじめ、日本の株式市場における特定の投資家もしくは投資グループを対象とし、それらの投資行動を分析した先行研究は数少ない。以下、M&A全体について分析したものを含め、代表的な論文を次に紹介しておく。

特定の投資家もしくは投資ファンドの行動というよりは、事業会社相互間のM&Aを分析対象にしたのが、深尾他（2006）と蟻川・宮島（2006）である。

深尾他（2006）では、海外企業による国内企業の買収および国内企業間の買収を分析対象としている。対象企業には非上場の比較的小規模な企業も含まれる。分析期間は1998－2002年である。分析では、買収対象となる企業の属性と、買収前と後との被買収企業の経済的パフォーマンスを比較している。

その結果、外国企業は「労働生産性や収益率が高く、輸出を活発に行っている大規模な日本企業を買収対象に選ぶ傾向」があり、「買収後は、被買収企業の生産性や収益率はさらに改善した」



としている。一方、日本企業は「収益率、および輸出比率が低い、負債比率が高い日本企業を買収対象に選ぶ傾向」があり、「買収後は、被買収企業の生産性と収益率の改善に効果がなかった」としている。

蟻川・宮島 (2006) では、1990 年の日本において M&A が急増した要因を定量的に分析している。分析の対象は、銀行・証券・保険・その他金融を除く東証 1 部・2 部市場の上場企業である。分析期間は 1991-2004 年である。

その結果、「将来の成長機会が相対的に豊富であるほど、現時点での収益性が高いほど、過去に相対的に株式市場の評価が低くリスクが高い産業ほど、M&A 件数が多い」、「ある企業が M&A において買い手として参加する確率は、トービン  $q$  が相対的に高いほど、また負債比率が低く資金調達余力があるほど高く、逆にトービン  $q$  が低いほど M&A において買い手として参加する確率は低い」と結論している。

一方、特定の投資ファンドによる企業買収もしくは企業買収と類似したケースを扱ったのが、胥 (2006) と水谷 (2006) である。

胥 (2006) は、村上ファンドとスティール・パートナーズがターゲットとした 43 社 (このうち村上ファンドは 25 社、スティール・パートナーズは 18 社) を、無作為に抽出した同業他社 (分析対象企業 1 社当たり最大 4 社) と比較分析したものである。なお、村上ファンドとスティール・パートナーズの 43 社は日経テレコン 21 からキーワード抽出している。

この比較分析によって、「現預金・有価証券・投資有価証券などのキャッシュ・フロー・リッチ、負債比率が低く、株式持合比率が低い」かつ「トービンの  $Q^{(11)}$  が 1 を下回る、もしくは PBR が 1 を下回る」企業が企業買収 (その類似行為を含む) のターゲットにされやすいことを導いている。

水谷 (2006) では、敵対的買収者 (すなわち村上ファンド、スティール・パートナーズ、ダルトンインベストメンツ、タイヨウファンド、T-ZONE) として定義したファンドが、2005 年 9 月末時点で保有している企業 64 社を拾い出し、それらの企業の財務的特徴を調べている。その 64 社の財務的特徴を抽出するために、金融機関を除く時価総額 100 億円以上の企業と比較する方法を用いている。

比較の結果、敵対的買収者のターゲット企業には、「時価総額に対する有利子負債の比率が小さく、現金および現金同等物ならびに投資有価証券の比率が大きい」、「EV/EBIT 倍率<sup>(12)</sup>が類似業種と比べて平均的に低く割安に放置されている」との特徴があるとする。また、ターゲットとなった企業は、その後、時価総額や EV/EBIT 倍率が上昇していることから、敵対的買収がターゲット企業に「株主価値向上を意識した経営努力」を促していると結論している。

最後に、本稿のベースとなった宮野 (2007) について、簡単に紹介しておく。ここでは、村上

---

<sup>(11)</sup> 胥 (2006) では大文字の  $Q$  を使っている。

<sup>(12)</sup> 水谷 (2006) では具体的な計算方法を示していないが、一般的には「ネット有利子負債+株式時価総額」を EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) で割ったものと考えられる。

ファンドの投資の事実が確認できたすべての上場企業 135 社の中から、業態が金融に属さず、かつ 2006 年 5 月現在、上場廃止になっていない 119 社を抽出している。この 119 社の財務構成、利益率、株価に関して、村上ファンドが株式を取得した時と 2005 年度時の 2 時点において、主に同業他社との比較分析を行っている。

その結果、村上ファンドの投資対象となった企業では相対的に、有利子負債比率が低い（同じことだが、株主資本比率が高い）、自己株式保有比率が高くかつその比率が上昇傾向にある、ROA（営業利益ベース）は低くかつ相対的に低下しているものの ROE には大きな差異が見出せない、PBR は低くかつ村上ファンドの投資時点で 1 を割っている企業数が全体の 7 割程度を占めていた等が判明している。

その他、村上ファンドの投資対象企業が多様化していることを考慮し、119 社から東証 1 部上場企業（66 社）だけを抽出、分析する方法、村上ファンドが最大 5%以上・1 年以上保有していた企業（33 社）だけを分析する方法も試みている。しかし、分析結果に大差がない。

#### 4. 本稿での分析データと分析方法

本稿では、宮野（2007）で確認した村上ファンドの投資企業 135 社をベースとしつつ、分析対象企業を絞り込むこととする。

##### 4.1 本稿での分析データ

では、どのような基準で、135 社の中から、本稿での分析対象とする企業を絞り込めばいいのだろうか。

末尾につけた別添図表を眺めればわかるように、村上ファンドの投資対象企業は 2 つの類型に分けられるようである。すなわち、昭栄に代表される伝統のある企業群（すなわち本稿の最初の部分で述べた「名門企業」群）と、カタカナ社名を冠したベンチャー的な企業群の 2 つである<sup>(13)</sup>。

また、先に指摘したように、村上ファンドの投資を観察すると、特定の企業の株式を大量に保有するケースと、あまり多くは保有しないケースとが見られる。「世間的に目立つ企業」に集中投資をし、効率的に投資成果を生み出そうと意識しているかのようである。

そこで、本稿の分析対象として、企業の株式が上場された年と、村上ファンドがその企業の株式の何%を保有したのかに着目することとした。具体的には、村上ファンドの最大保有比率が 3%未満の企業を分析対象から排除することとした。同時に、村上ファンドが活動を開始した 1999 年以降に上場された企業を除外することとした。

なお、保有比率での区分について、独占禁止法や大量保有報告書と同様、5%を区切りとすることも考えたが、分析対象となる企業数が少なくなってしまうので、3%にまで拡大した。また、企業の上場年については、1999 年以降に上場された企業は、そのほとんどが新興企業であったの

---

<sup>(13)</sup> 「名門企業」を抽出することは、胥（2006）や水谷（2006）の先行研究における分析対象企業と整合的である。

に対し、それ以前の上場企業には、ニッポン放送や角川を代表とするように、伝統的な企業が含まれていることに着目し、区分したものである。

以上の結果、本稿での分析対象企業として、56社が抽出された（図表3）。

とはいえ、この56社で確定ではない。図表3の備考に示したように、広義の金融関連業種である企業（日本証券金融）、経営統合によって過去と現在の財務データに継続性が失われた企業（タカラ、阪神電鉄、阪神百貨店）<sup>(14)</sup>、法令違反によって上場廃止になった企業（グローバリー）を除外するのが適当であろう。これらの結果、とりあえずの分析対象企業は51社となる。

さらに、次の分析方法の項で詳しく示すように、村上ファンドにとっての投資目的が他の企業と異なると考えられる企業（東急ホテルチェーン、河西工業、松屋、ダイワボウ情報システム、新日本無線）が分析の途中で判明したため、これらも結果として除外した。

以上の結果、最終的な分析対象企業は46社となった。

この46社について財務分析を行い、それを市場全体の平均値と比べることになる。これらの財務データは日本経済新聞社「NEEDS」を用いた。

なお、46社の中には、本稿での分析期間の途中で上場廃止になったものがある（表3の備考を参照のこと）。このため、46社という数は1999年度当時のものであり、分析期間の最終年度、2005年度には41社に減少している。

---

<sup>(14)</sup> この3社について、経営統合前の財務データを入手することは可能であるが、今回はそこまで行わなかった。この3社を分析対象に加えたとしても、結果に大きな差異は生じないだろう。

図表3 村上ファンドの投資行動：分析対象候補企業

(村上ファンドの最大保有比率3%以上、1998年以前の株式公開企業)

企業名	株式公開年	最初の取得年月日	最大保有比率(%)	保有期間(月数)	備考	分析対象として除外した理由
北日本紡績	1952	99年 3月31日	5.0	48		
昭栄	1949	99年12月30日	7.0	32		
東急ホテルチェーン	1972	99年12月30日	11.6	31	2002年に経営統合、上場廃止	最終的に除外(注2)
シナネン	1963	00年 3月31日	12.6	24		
アライドマテリアル	1964	00年 3月31日	17.9	54	2004年に経営統合、上場廃止	
東京スタイル	1975	00年 8月31日	13.6	65		
長瀬産業	1964	01年 3月30日	3.0	16		
日比谷総合設備	1977	01年 3月30日	8.8	30		
横河ブリッジ	1961	01年 9月28日	10.9	18		
日本電設工業	1962	01年 9月28日	3.9	10		
九電工	1968	01年 9月28日	5.7	30		
ケーユー	1989	01年 9月28日	7.0	10		
極東開発工業	1989	01年 9月28日	6.7	25		
ニッポン放送	1996	01年 9月28日	20.8	45	2005年に経営統合、上場廃止	
アールビバン	1996	01年 9月28日	13.0	18		
昭文社	1996	01年 9月28日	11.6	42		
角川グループホールディングス	1998	01年 9月28日	11.3	36		
AOKIホールディングス	1987	02年 3月31日	4.1	12		
ウィザス	1990	02年 9月11日	7.1	12		
スバンクリートコーポレーション	1991	02年 9月24日	4.6	6		
日商エレクトロニクス	1969	02年 9月30日	5.5	44		
因幡電機産業	1993	02年 9月30日	8.6	30		
関東天然瓦斯開発	1949	02年12月30日	4.1	24		
ウッドランド	1996	03年 3月31日	34.3	38		
亜細亜証券印刷(プロネクサス)	1994	03年 9月30日	5.2	12		
ダイドローミテッド	1950	04年 3月31日	19.8	26		
住友倉庫	1950	04年 3月31日	18.4	26		
河西工業	1964	04年 3月31日	4.0	26		
東京ソワール	1986	04年 6月30日	12.5	23		
瑞光	1989	04年 8月31日	6.8	16		
日本フェルト	1951	04年 9月15日	21.7	6		
日本鉄塔(現:JST)	1961	04年 9月30日	16.6	30		
特種製紙	1961	04年 9月30日	8.4	20		
明星食品	1979	04年 9月30日	8.2	3		
日本医療事務センター	1992	04年 9月30日	5.6	15		
セゾン情報システムズ	1993	04年 9月30日	6.8	5		
タカラ(タカラトミー)	1986	04年12月30日	11.1	9	2006年合併、実質上場廃止	データ継続性の観点から除外
松屋	1961	05年 2月28日	4.3	6		最終的に除外(注2)
日本証券金融	1950	05年 3月31日	10.4	12		金融関連企業として除外
国際観光会館	1968	05年 3月31日	4.2	4	2005年に経営統合、上場廃止	
スクウェア・エニックス	1991	05年 3月31日	5.0	3		
東京美装興業	1994	05年 3月31日	5.6	14		
日本ケーブル・システム(ハイレックスコーポレーション)	1977	05年 4月28日	5.2	13		
ダイヤボウ情報システム	1991	05年 5月12日	5.2	1		最終的に除外(注2)
松坂屋ホールディングス	1949	05年 8月31日	11.4	9	2006年持ち株会社化、新規上場	データ継続性の観点から除外
阪神電鉄	1949	05年 9月15日	52.0	8	2006年経営統合、上場廃止	データ継続性の観点から除外
阪神百貨店	1967	05年 9月15日	19.7	3	2005年に経営統合、上場廃止	
グンゼ	1949	05年 9月30日	3.9	8		
TBS	1960	05年 9月30日	7.5	8		
ホシデン	1963	05年 9月30日	14.5	8		
朝日工業社	1971	05年 9月30日	3.0	8		
グローバリー	1997	05年10月27日	11.6	1	2005年、法令違反の後、上場廃止	特殊な投資対象であるため除外
新日本無線	1991	05年11月21日	7.5	8		最終的に除外(注2)
グリーンハウス	1990	05年12月31日	6.5	3	2006年に経営統合、上場廃止	
ヤマシナ	1962	06年 1月11日	10.1	4		
中村屋	1957	06年 4月29日	5.8	1		

注1：村上ファンドの取得年月日は大量保有報告書等で判明した日付。

注2：本文4.2で述べたように、広義・純・高換金性資産比率が低い場合、分析対象として除外した。

資料：宮野(2007)、NEEDS等に基づき、筆者が作成。

## 4.2 本稿での分析方法

これらのデータに基づく分析方法は次のとおりである。

分析は大きく3つに分けられる。1つは、資産と有利子負債の状況に関する分析である。もう1つは、利益率に関する分析である。最後はPBRの分析である。

分析の期間は、村上ファンドが発足した1999年度決算から、村上氏が逮捕された直前の2005年度決算までである<sup>(15)</sup>。

<sup>(15)</sup> 年度は3月期決算企業を基準とし、決算期末月が3月でない企業については、各年3月に近い月の決算数値を用いた。なお、分析対象とした企業について、分析対象期間における決算期の変更はなかった。

#### 4.2.1 資産と有利子負債の状況

最初に、資産と有利子負債の状況に関する分析を説明する。

まず、とりあえずの分析対象とした51社の貸借対照表（原則として連結ベース）から「換金性の高い資産」と、有利子負債の金額を抽出し、資産と有利子負債の状況を分析することとした。

ここで、「換金性の高い資産」として抽出したものは、現金・預金、金銭の信託、有価証券、投資有価証券（子会社への投資有価証券を除く）を基本としたが、さらに土地・その他を加えたものも広義の意味での「換金性の高い資産」とした。なお、有価証券の場合、2000年度決算以降、時価評価が原則となっている。他方、土地は簿価のままであることを注意が必要となる。

また、有利子負債として抽出したものは、短期借入金、コマーシャルペーパー、長期借入金（1年内返済の長期借入金を含む）、社債・転換社債（1年内返済の社債・転換社債を含む）である。

この51社の「換金性の高い資産」と有利子負債の状況は、各企業の総資産に対する比率として把握される。その後、これらの比率を、全上場企業の同じ比率と対比することになる。具体的には、全上場企業の比率から各企業の比率が何%ポイント離れているか、引き算の形で「差異値」を計算した。

次に、このように計算した差異値について、51社の平均値が有意にゼロになるのかどうか、すなわち全上場企業の平均値と有意に等しいのかどうかを検定する。その結果、ゼロに等しければ、「分析対象とした51社と全上場企業の間には、換金性の高い資産と有利子負債の状況において明確な違いが見出せない」との結論になる。具体的にはt検定を行った。

ところで、「広義の意味での換金性の高い資産」から有利子負債を控除し、それを総資産で割った値（以下、広義・純・高換金性資産比率という）について、全上場企業との差異値の分析を行っている過程において、次のことが判明した。すなわち、東急ホテルチェーン、河西工業、松屋、ダイワボウ情報システム、新日本無線の5社については、他の分析対象企業と比べ、広義・純・高換金性資産比率がきわめて低いという事実である<sup>(16)</sup>。

このうち、松屋の場合、銀座の土地を時価評価すれば広義・純・高換金性資産比率は高まるだろうが、本稿の分析では土地の時価評価を行わないので、数値分析の対象から外するのが妥当である<sup>(17)</sup>。

一方、東急ホテルチェーン、河西工業、ダイワボウ情報システム、新日本無線の4社は、それぞれ東急電鉄、長瀬産業、ダイワボウ、日清紡系の企業である。村上ファンドの立場からすれば、村上ファンドの保有株を系列親会社が買い戻してくれる、すなわち出口があることを想定し、投

---

<sup>(16)</sup> 2005年度に近づくにつれ、広義・純・高換金性資産比率の低下する企業もみられる。しかし、このような企業の場合には、村上ファンド効果が生じたとみなせなくもない。このため、最終的な分析対象から除外することはしなかった。

<sup>(17)</sup> 他の含み益の大きな土地を保有する企業にも松屋と同様の問題がある。しかし、本稿で最終的に分析対象とした46社のすべては、広義・純・高換金性資産比率が全上場企業の平均値よりもはるかに高い。土地の含み益を加えれば、この比率がさらに高まるだけである。以上から、最終的な分析対象とした46社について、土地を簿価のままに評価することに問題は少ない。

資していた可能性が高い。見方を変えれば、系列会社が「名門企業」であるというよりは、親会社が「名門企業」であるから、村上ファンドが投資対象として選定したのである。そうだとすれば、直接の投資対象となった系列会社の広義・純・高換金性資産比率が高くなかったとしても、何の不思議もない。この意味で、この4社も分析対象から除外するのが適当である。

以上から、本稿での最終的な分析対象企業は46社となった。

#### 4.2.2 利益率

次に利益率に関する分析である。

村上ファンドの投資対象となった企業自身の経営状況を分析するため、総資産と売上高の比率（総資産回転率）、ROA（営業利益ベース）、ROEを計算した。

この回転率や利益率を計算するに際して、分母は総資産そのものを用いた。事業に用いていない有価証券や土地を除外し、事業自身の利益率を分析する方法もある。しかし、本稿の目的は、村上ファンドが投資対象とした企業の経営的な効率性を全体として把握することにある。村上ファンド自身、事業に対する関心が薄かったとの立場から、本稿での分析を行っていることを意味する。このため、事業に用いていない有価証券や土地を除外せず、利益率等を算出した。

このようにして求めた利益率等について、資産と有利子負債の状況の分析と同様、全上場企業全体との差異値を計算し、その差異値の平均値が有意にゼロに等しいかどうか、t検定を行う。

この検定結果を時系列的に分析することによって、村上ファンドが投資対象とした企業が、経営的にどのような影響を受けたのかどうかの示唆が得られるだろう。

#### 4.2.3 PBR

最後にPBRの分析である。

本稿では、対象企業46社の年度末でのPBRを計算した。このPBRと東証1部企業のPBR（時価総額加重平均ベースのPBR、各種データに基づいて筆者が計算）の差異値を計算し、その差異値の平均値が有意にゼロに等しいかどうか、t検定を行う。

この分析により、村上ファンドが投資対象とした企業の株式としての「割安度合い」が判明するだろう。

## 5. 分析結果

分析結果を図表4にまとめておいた。この結果から、次のことが言えるだろう。

### 5.1 資産と有利子負債

対象企業が保有する現預金・有価証券（投資有価証券を含み、子会社株式を除く。以下、同じ）の保有比率（ここでの比率とは総資産に対する比率、以下同じ）が、全上場企業と比べて明らかに高い。また、土地の保有比率も高いが、それ程顕著ではない。土地が簿価で表示されている影響があると考えられる。

他方、有利子負債の比率は全上場企業と比べ、明らかに低い。また、有利子負債比率と表裏の関係にある株主資本比率は明らかに高い。

これらの結果、広義・純・高換金性資産の比率は、全上場企業と比べて明らかに高くなっている。すなわち、46社は、高配当の実施、自己株式の積極的な取得など、村上ファンドの要求への対応力のある企業ということになる。

宮野（2007）の分析によれば、村上ファンドの投資対象となった企業の多くは、程度の差はあれ、何らかの形で村上ファンドの要求に応えることが多いとしている。この分析結果の背景として、広義・純・高換金性資産の比率の高い企業が村上ファンドの投資対象となりがちだったとの事実があるだろう。

図表4 分析結果のまとめ

年度(年度末)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
現預金・有価証券比率(%)	16.2	16.5	16.9	15	14.8	16.8	17.7
(投資有価証券を含む)	(7.60)	(7.69)	(7.43)	(6.73)	(7.20)	(7.36)	(7.85)
有利子負債比率(%)	-26.9	-26.4	-28.0	-25.4	-23.4	-21.8	-20.1
	(17.07)	(17.87)	(19.62)	(15.39)	(14.91)	(14.54)	(13.34)
土地比率(%)	2.9	3.5	2.7	2.7	2.8	2.2	2.3
	(1.96)	(2.00)	(1.56)	(1.59)	(1.55)	(1.40)	(1.78)
広義・純・高換金性資産比率(%)	46.0	46.3	47.6	43.0	41.0	40.8	40.0
	(16.27)	(16.03)	(17.06)	(15.88)	(16.68)	(15.14)	(14.63)
総資産回転率(%)	7.4	5.2	5.7	5.6	5.9	4.5	0.5
	(0.95)	(0.66)	(0.65)	(0.61)	(0.63)	(0.48)	(0.05)
株主資本比率(%)	30.4	29.0	30.7	29.2	27.7	27.3	25.4
	(12.52)	(13.04)	(12.54)	(11.75)	(12.05)	(12.66)	(11.56)
ROA(営業利益ベース、%)	0.9	1.0	0.5	-0.6	-0.6	-0.9	-1.3
	(1.61)	(1.22)	(0.87)	(0.95)	(1.01)	(1.42)	(2.10)
ROE(%)	0.7	-0.4	1.7	-5.5	-4.4	-3.5	-5.9
	(0.60)	(0.17)	(1.87)	(2.41)	(4.44)	(4.36)	(5.14)
PBR(倍)	-0.91	-0.80	-0.66	-0.41	-0.66	-0.42	-0.56
	(3.68)	(8.25)	(9.48)	(5.22)	(7.55)	(4.92)	(5.30)

注1：各分析対象指標の数値は市場平均値（全上場企業）との差異値（分析対象企業－市場平均値）。

注2：PBRは東証1部上場企業の時価加重平均値との差異値。

注3：各分析対象指標の下段のカッコ内の数値はt値。

資料：日本経済新聞社 NEEDS のデータを用いて筆者が作成。

なお、図表4は分析対象企業の平均的な姿である。そこで、個別企業に関する資産の保有や有利子負債の状況を示しておきたい（図表5、いずれも2002年度の状況）。

これによれば、46社の有利子負債比率は極端に低い所に偏っている<sup>(18)</sup>。無借金に近い企業が極めて多いということでもある。一方、広義・純・高換金性資産の比率は、全上場企業との差異値ベースで、ゼロ%ポイントから90%ポイントまで、きれいに分布している。もっとも集中しているのは40%ポイント台の所である。その当時の広義・純・高換金性資産比率の市場平均値が-10%台であるから、単純に考えて<sup>(19)</sup>、46社の中には保有資産のうちの30%程度を容易に換金できる企業が多かったと言える。

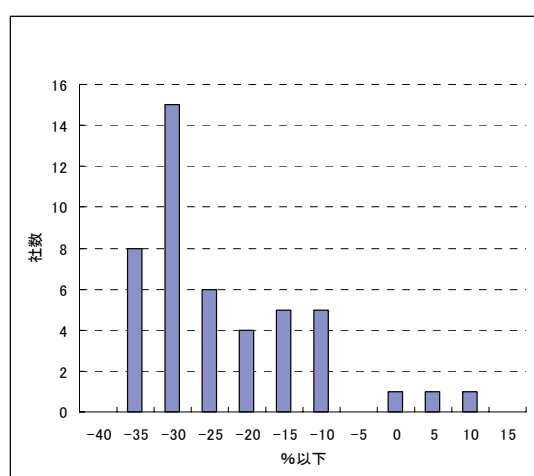
## 5.2 利益率

村上ファンドが発足した1999年度当時、46社のROAは全上場企業よりも多少高い水準であった。もっとも、その差異値の有意性はあまり高くない。

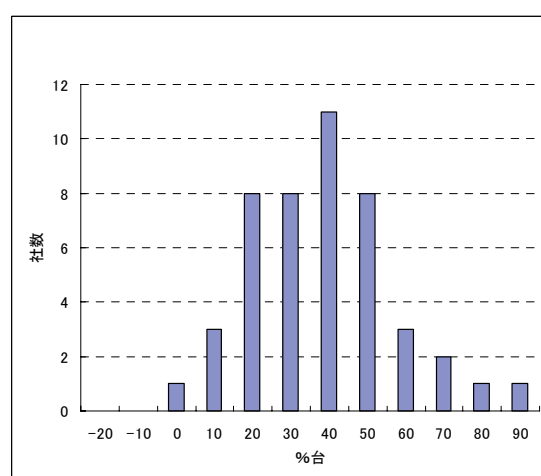
その後、46社のROA、ROEともに、全上場企業に比べて相対的に低下する傾向をたどり、2005年度には明らかに低い水準にまで下落してしまった。また、46社の場合、ROAに比べてROEの相対的な低下が大きい。

相対的な比較ではなく、利益率の水準そのものを見てみよう。そうすると、景気が回復、拡大する過程で、一般の企業の利益率が上昇している。それに対して、46社の平均的な利益率はほとんど横ばいで推移している。46社のうち、2005年度のROEが全上場企業の水準を上回っているのは、ほんの数社にすぎない。

図表5-1 有利子負債比率の差異値（2002年度）



図表5-2 広義・純・高換金性資産比率の差異値（2002年度）



<sup>(18)</sup> この分布は正規分布から外れている。ということは、有利子負債比率の場合、正規分布を前提としたt検定が適切でないことになる。もっとも、他の検定を行うまでもなく、46社の有利子負債比率が全上場企業に比べて明らかに低いことは確かである。

<sup>(19)</sup> 有利子負債を差し引いたベースで比率を計算しているため、実際のところ、このように単純には計算できない。



この利益率の相対的な低下の理由としては、いくつか考えられる。

1つは、広義・純・高換金性資産の比率が高いにもかかわらず総資産回転率が全上場企業と大きな差異がないことと、1999年度から2001年度の不況期におけるROAの相対的な水準が低くないことからすれば、46社は減価償却の進んだ資産を使って経営しているものと考えられる。とはいえ、好況が到来しても、利益率の高い新たな事業機会がない（それを見つけれられない）ことから、景気が回復、拡大するにつれてROAの水準が相対的に低下していったと推測できる。また、新たな事業機会がないことから、設備投資に用いた金額も多くないと考えられる。

もう1つ、ROEの相対的な水準が顕著に低下していることに関して、46社の財務レバレッジが相対的に低い（有利子負債比率が低すぎる）ことの悪影響が表面化していることは明らかである。景気が好転したとき、財務レバレッジが低すぎ、かつそのレバレッジの低さを補うだけの売上高の増加がないため、ROEで評価すると、他の上場企業の後塵を拝してしまうのである。

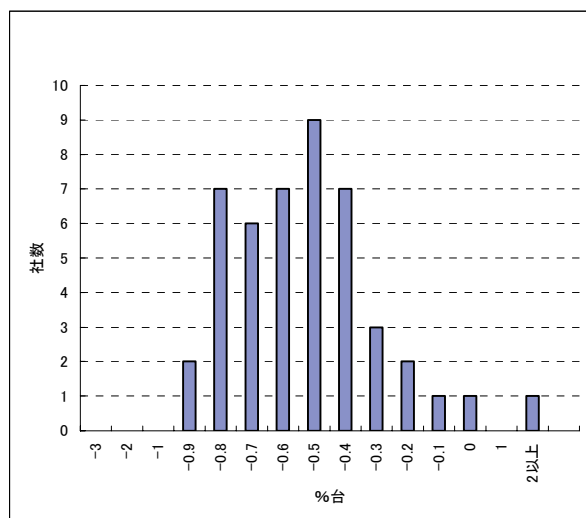
### 5.3 PBR

46社のPBRの水準は全上場企業と比べて明らかに低い。この傾向は1999年度から2005年度にいたるまで続いている。しいていえば、2000年度と01年度、株式市場全体が低迷していた時期において、46社のPBRが一層低かったようである。

この46社の相対的なPBRの分布（2002年度）を図表6に示しておく。この図表からわかることは、46社のうちの2社を除き、市場の平均値よりもPBRが低いことである。

46社の場合、広義・純・高換金性資産比率が高いことと併せて考えれば、村上ファンドにとって「買い得」であり、格好の投資対象だったといえよう。

図表6 PBRの差異値（2002年度）



そう考えられる理由の1つは、PBR が1を下回っていることと同義であるが、数社を除き、時価総額が株主資本の額よりも低く、叩き売られていたということである。とはいえ、叩き売られている企業には「中身が腐っている」場合もありうる。しかし、46社の場合、利益率の分析で述べたように新たな設備投資や新規事業展開しているケースが少ないことと、広義・純・高換金性資産比率が高いことから、「中身が腐っている」可能性は乏しいと判断できる。

もう1つの理由として、46社には（同時に分析の過程で除外した5社も含め）「名門企業」が多いことから、村上ファンドの要求をある程度聞き入れてくれる可能性が高かったことも指摘しておくべきだろう。

さらに言えば、村上ファンドが46社に対してTOBを図り、「万が一にも」そのTOBが成功して経営権を取得してしまったとしても、その企業を解体し、高換金性資産を売却すれば、投資資金の回収が十分に図れるという計算が成立する。

以上の意味で、PBRが低い企業への投資が、村上ファンドにとっての主要な狙いの1つだったと考えられる。

## 6. まとめ：分析結果から得られる示唆

本稿では、村上ファンドが投資したすべての企業から絞り込んだ46社を分析対象とした。そのうえで、村上ファンドが活動を開始して以降から消滅する寸前までの期間について、村上ファンドの投資対象企業の資産・財務構造、利益率、PBRを分析した。

この村上ファンドに関する包括的な分析によって分かったことは、次のとおりである。

第一に、村上ファンドの投資スタイルがワンパターンでないことである。投資のターゲットになった企業には「名門企業」もあれば新興企業もある。名門企業の場合も、その名門度合いが株式か不動産か、どちらで計られるのかで差異がある。名門の親会社を当てにした投資もある。少なくとも、村上ファンドの投資対象企業を画一的な視点で分析することはできない。

第二に、本稿で主に分析した「名門企業」の場合、豊富な資産を保有していることである。この点は先行研究でも示されていた。もっとも、土地の保有状況を分析にいかにか組み込むのか、今後、工夫すべきことが本稿の分析によって判明した。

第三に、村上ファンドの投資対象となった「名門企業」の利益率が、他の上場企業に対して見劣りすることである。その要因の1つは、事業展開力だと推定できる。豊富に保有している資産を有効活用できていないとも言えるだろう。もう1つの要因は、財務レバレッジの低さ、言い換えれば株主資本比率が高すぎることである。

第四に、村上ファンドの投資対象となった「名門企業」のPBRが相対的に低かったことである。これは先行研究でも指摘されていたことである。一般に低PBR株への投資とは、スタイル運用というバリューストック投資に相当し、ミーンリバージョンを狙う投資である。しかし、村上ファンドの狙いはバリューストック投資ではなく、別のところ、すなわち豊富な資産の保有にあったと考えた方が

いいだろう。豊富な資産の保有と、低 PBR があいまって、村上ファンドにとっての魅力的な投資対象となったのである。

結局のところ、村上ファンドの主要な投資対象となった主要な企業は「名門企業」として位置づけられ、豊富な資産を保有しているのであるが、それが業績の向上や新規の事業展開に生かされていなかった。また、当然のこととして、有利子負債をほとんどかかえていない企業であった。そのような企業が村上ファンドの標的となってしまったのである。

逆に言えば、村上ファンドの標的になりそうな企業は、自主的に非公開化の道を選択するのが正しいだろう。そうすれば、豊富な資産を投資家から隔離し、安全に保有を続けることが可能となる。実際、村上ファンドの標的にされたことで、非公開化の道を選んだ企業が数多い。

また、PBR が低いということは、一般の投資家から低い評価しか受けていないということである。そのような企業の場合、株式を公開している意味に乏しい。

つまり、企業買収に対する究極の防衛策として、MBO 的な手法を用い、非公開化を選ぶのが安全かつ効率的である。この点で、服部（2006）の論点が参考になる<sup>(20)</sup>。

さらにいえば、何らかの理由で非公開化を選ばない（選ばない）場合、村上ファンド的な観点からの魅力度を下げなければならない。すなわち、広義・純・高換金性資産の圧縮である。一般に指摘されるのは、現預金や有価証券の保有を圧縮することである。また、一等地にある不動産を証券化等の手法を用いて実質的に売却し、賃借権だけを残すことも有力な手法となろう。

一方、単純に資産の圧縮を図るだけでなく、新たな事業展開を図る必要性も高い。究極的には有利子負債によって資金を調達し、株主資本比率の低下を試みることも考えるべきだろう。村上ファンドの標的となった企業の ROA や ROE が、全上場企業と比べてほぼ同じか、むしろ低いという事実が、資本コストに見合った利益率が達成されていないことを端的に表現している<sup>(21)</sup>。

とはいえ、株主がその点を批判的に指摘しなければ、企業にとって何の問題も生じない。しかし、村上ファンドがその問題点を突いてしまった。村上ファンドの最大の功績をあえて指摘するのなら、資本コストに見合った利益率の達成を上場企業に迫ったことだろう。一方、村上ファンドの標的となった企業自身は、全体として見れば、そのような株主の要請に答えていないようだ<sup>(22)</sup>。こう評価する理由は、相対的な利益率の低下が続いているからである。

---

<sup>(20)</sup> 服部（2006）では資金コストの観点からの記述が明示的でない。この資金コストの観点を念頭に置きつつ、一読することが望ましい。

<sup>(21)</sup> 税とそれに伴う税効果の存在する現実の世界において株主資本比率を高めると、企業が調達する資本全体のコスト、すなわち WACC が上昇する。この意味で、村上ファンドの標的となった企業は高資本コストの企業であり、一般の企業よりも資本当たりの利益率を高めなければならない。

<sup>(22)</sup> 個別に見れば、村上ファンドの投資対象となったことを契機に、経営努力を行っている企業がある。

## 参考文献

- [1] 蟻川靖浩・宮島英昭 (2006) 「M&A の経済分析：M&A はなぜ増加したのか」 (経済産業研究所ディスカッションペーパー)
- [2] 胥鵬 (2006) 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」 (経済産業研究所ディスカッションペーパー)
- [3] 服部暢達 (2006) 「MBO (≒LBO) 再考」 (証券アナリストジャーナル 2006 年 12 月号)
- [4] 深尾京司・権赫旭・滝澤美帆 (2006) 「M&A と被買収企業のパフォーマンス：対日 M&A と国内企業間 M&A の比較」 (経済産業研究所ディスカッションペーパー)
- [5] 水谷謙作 (2006) 「敵対的企業買収ターゲット企業の財務的特徴」 (証券アナリストジャーナル 2006 年 12 月号)
- [6] 宮野玲 (2007) 「投資ファンドが関与した企業の経営と価値：村上ファンドの事例」 (京都大学大学院ビジネス科学研究科修士論文)

## 参考 Web

Wikipedia 「村上ファンド」

M&A Consulting ホームページ

別添図表

村上ファンドが投資した企業、135社の一覧（投資開始年順）

企業名	投資開始年	備考	企業名	投資開始年	備考
北日本紡績	1999		日本鉄塔	2004	現在：JST
昭栄	1999		ソントン食品工業	2004	
東急ホテルチェーン	1999	2002年に経営統合、上場廃止	サンケイビル	2004	
山喜	2000		扶桑電通	2004	
アライドマテリアル	2000	2004年に経営統合、上場廃止	ヤギコーポレーション	2004	
シナネン	2000		エバラ食品工業	2004	
東京スタイル	2000		特種製紙	2004	
中電工	2000		日本医療事務センター	2004	
デジ・ネット	2000	2000年に上場廃止	ジャパンシステム	2004	
日比谷総合設備	2001		新輝合成	2004	
クレイフィッシュ	2001	現在：e-まちタウン	ダブルクリック	2004	
長瀬産業	2001		中央経済社	2004	
サイバーエージェント	2001		共成レンテム	2004	
ピオフェルミン製薬	2001		アツギ	2004	
ジャック・ホールディングス	2001		ナカヨ通信機	2004	
ニッポン放送	2001	2005年に経営統合、上場廃止	日本甜菜製糖	2004	
昭文社	2001		カワセコンピュータサプライ	2004	
角川グループホールディングス	2001		ユニプレス	2004	
九電工	2001		電気興業	2004	
極東開発工業	2001		長大	2004	
横河ブリッジ	2001		セゾン情報システムズ	2004	
アールピバン	2001		明星食品	2004	
日本電設工業	2001		イワキ	2004	
ケーユー	2001		アソシエント・テクノロジー	2004	2005年、ウッドランドの完全子会社に
メッツ	2001		多木化学	2004	
進学会	2001		タカラ	2004	2006年に合併、タカラトミーに
四電工	2001		中野冷機	2004	
堀内カラー	2002		ナイガイ	2005	
横河工事	2002		松屋	2005	
ソトー	2002		ゼィープラスホールディングス	2005	
大気社	2002		扶桑レクセル	2005	
日新電機	2002	2005年に上場廃止	東京美装興業	2005	
AOKIホールディングス	2002		日本証券金融	2005	
カルビス	2002		大阪証券取引所	2005	
ウィザス	2002		三共	2005	2005年に経営統合、第一三共に
スバンクリートコーポレーション	2002		フジテレビジョン	2005	
住友電装	2002		国際観光会館	2005	2005年に経営統合、上場廃止
日商エレクトロニクス	2002		スクウェア・エニックス	2005	
因幡電機産業	2002		日本ケーブル・システム	2005	
あいおい損保	2002		ダイワボウ情報システム	2005	
日産火災海上保険	2002	2002年に安田火災と合併、上場廃止	USEN	2005	
鳥居薬品	2002		帝国繊維	2005	
新コスモス電機	2002		ペルパーク	2005	
東部ネットワーク	2002		ソフトブレーン	2005	
関東天然瓦斯開発	2002		松坂屋	2005	2006年持ち株会社化、新規上場
TFPコンサルティンググループ	2003		阪神電鉄	2005	2006年経営統合、上場廃止
高木証券	2003		阪神百貨店	2005	2005年に経営統合、上場廃止
ウッドランド	2003		東陽テクニカ	2005	
東京個別指導学院	2003		都築電気	2005	
ヒュー・マネジメント・ジャパン	2003		日亜銅業	2005	
亜細亜証券印刷	2003		セイノーホールディングス	2005	
明光商会	2003		朝日工業社	2005	
近畿コカ・コーラボリングス	2003		グンゼ	2005	
レックス・ホールディングス	2003		TBS	2005	
河西工業	2004		ホシデン	2005	
住友倉庫	2004		ダイナシティ	2005	
ダイドーリミテッド	2004		グローパリー	2005	2005年、法令違反の後、上場廃止
生化学工業	2004		ドリームテクノロジーズ	2005	
エスエス製薬	2004		新日本無線	2005	
東京ソワール	2004		GMOインターネット	2005	
エルゴ・ブレインズ	2004		ウェブクルー	2005	
トミタ電機	2004		グリーンハウス	2005	2006年に経営統合、上場廃止
スリーエフ	2004		ヤマシナ	2006	
瑞光	2004		TRNコーポレーション	2006	
レオ	2004	2005年に合併、マックハウスに	サークルKサンクス	2006	
クリークアンドリバー社	2004		中村屋	2006	
日本フェルト	2004		エフ・ディ・シー・プロダクツ	2006	
タイガースポリマー	2004				

資料：宮野（2007）。