

## 第12回経済レポート 村上ファンド対関東天然瓦斯開発

### 目次

1. 一株当たり純資産と純余剰資金残高	P 1
2. 株式の相互持合いによる議決権の停止	P 5
3. 激しい資本移動	P 8
4. 村上ファンドとは何なのか?	P 10
5. M&A型小型株ファンド	P 13
6. 天然ガスの埋蔵資源	P 16

### 1. 一株当たり純資産と純余剰資金残高

第2回経済レポートでオリコの企業分析を取り上げその後オリコの株が高騰したせいもあり、“また企業分析をせよ”との読者の声である。個別企業分析は経済レポートのおまけのようなものであり、おまけのほうが人気が出るのは不本意ではあるが、読者の希望ということであれば是非もない。第10回経済レポートで高騰する原油価格を取り上げ、第11回で日本のエネルギー政策を検討したので、日本の資源銘柄を分析してみたい。国産エネルギー開発会社は日本の上場会社では泣いても笑ってもたった2社しかない。帝国石油と関東天然瓦斯開発である。誰もが知る帝国石油と比較して無名の関東天然瓦斯開発を取り上げる事とする。帝国石油の企業分析は証券雑誌にあまり出ているが、関東天然瓦斯開発のものはないからである。

以下に関東天然瓦斯開発の過去5年間の連結決算の主要経営指標を示す。決算はいずれも12月決算である。

12月決算	平成12 年	平成13 年	平成14 年	平成15 年	平成16 年
売上高(百万円)	25,561	26,650	26,431	26,863	29,381
経常利益(百万円)	4,086	4,119	3,941	3,896	3,530
当期純利益(百万円)	1,995	1,955	1,897	2,209	1,732
純資産(百万円)	43,060	44,825	46,120	48,165	50,209
自己資本比率(%)	70	70	70	70	70
一株当たり純資産(円)	706	734	761	795	829
一株当たり純利益(円)	33	32	31	36	28

一覽してわかるように、収益はおおむね良好であり、財務内容は特にすぐれている。自己資本比率が70%というのは上場製造業の自己資本比率の平均が3割強である事を考えるとその倍であり、素晴らしいとしか言いようがない。自己資本比率が70%とけたたましい高率なのであるから当然に無借金経営であろうと思うのであるが、不思議な事にそうではない。以下にこの会社の過去2年間の連結決算における現預金残高と借入金残高を対照して示す。

年度	平成15年末	平成16年末
科目名	百万円	百万円
現預金	3,551	2,709
有価証券	16,979	14,984
投資有価証券	15,624	19,256
余剰資金残	36,154	36,949
短期借入金	966	1,004
長期借入金	1,547	1,714
借入金合計	2,513	2,718
純余剰資金残	33,641	34,231
一株当たり純余剰資金(円)	552	561

平成16年12月末時点で、この会社には長短合わせて27億円の借入金があるが、現預金残高もほぼ同額の27億円を持っている。しかも驚くのは有価証券と投資有価証券がそれぞれ149億円と192億円あり、現預金残高とあわせると資金使途の予定のない余剰資金の残高はなんと369億円もあることである。この会社が持っている有価証券のほとんどはMMF、FFF、中期国債ファンドなどきわめて流動性の高い貯蓄性預金である。投資有価証券の内訳は円建て外債、公社債投信及び銀行株等の上場会社株式である。この会社の所有する有価証券と投資有価証券はきわめて流動性が高い。また当然にこれらの現預金や有価証券は何の担保にも入っておらず、いつでも引き出して自由に使うことができる。この会社は即時換金可能な資金使途予定のない金を369億円も溜め込んでいるのである。なぜこれで銀行から27億円の借金をしなければならないのか、理解できない。

この会社がなぜ意味のない借金を返さないのかは、ここの経営者に直接聞いたことがないのでわからないが、仮に会社としては返したいと思っているのであれば銀行が返済を受け取らないのである。このように資金余剰が十分あるため借入金を返済したいと申し入れると、普通銀行は返済をさせてくれない。日本の銀行というところは不思議なところで、借

りた金を返さないとももちろん怒るが、借りた金を返したいと言ってもなぜか怒るのである。返済余力がある会社から借入金の返済を申し入れられた場合、銀行は“いま返済をしてしまうと借入による取引の継続がなくなるため、いざ資金調達が必要になった時にお貸しすることができなくなってしまう”などと言って、会社を脅す事になっている。これを言われると、どんな経営者でもビビリ上がってしまい、たいがい“それではお付き合いとして”などと訳のわからない理由で不毛な借入を継続してしまう。

ここで銀行が取引の継続は後々の借入の保証になると言うのは、実は嘘である。資金に余裕のある会社その後資金不足となり借入を申し込んだ場合、資金余剰時代に借入を継続したという過去の実績が新規借入を楽にするということはない。借入の継続と新規借入は独立した行為であり、両者はお互いに影響を及ぼさない。新規借入はその時点の返済能力があるかどうかで決まるのであり、それ以上でも以下でもない。当たり前のことではないか。だいたい資金余剰時代に借入金を継続するよう説得した銀行の支店長が、その後の資金不足時代にもその銀行の支店長である可能性は限りなくゼロに近い。銀行では誰も昔銀行に無理して付き合いしてくれた会社の恩など感じてはいない。このような顧客とのウェットな取引関係を大事にしながら与信を行っていく日本のメインバンク・システムは、既に10年以上前に死滅しているのである。

この会社が借入を返したいとも思っていないとすれば、それはこの会社が広い意味での三井グループに属しており、会社として株主の利益より三井グループの保存本能を重視して行動しているからである。会社は有価証券報告書上借入先銀行名を開示していないが、従って借入先銀行は三井住友銀行に違いない。この会社の連結での支払利息は年間84百万円であり、これは会社の論理によれば銀行との安定取引のための保証料であるということになるのであろうが、まじめに物事を考える限り実質的な銀行への献金である。株主への背任行為であろう。

この会社のように余剰資金を抱えながら借入金を返済しない会社は世の中にまあるものであるが、物事には程度というものがあるのであり、この会社のそれは度がすぎている。この会社は360億円の余剰資金残を持ちながら27億円の借金を返さない。さらにこの会社は毎年40-50億円の営業活動によるキャッシュフローを出し続けている。余剰資金を膨大に抱えているだけでなく、毎年それが増え続けるばかりなのである。しかもこんな事をこの会社はもう20年以上も続けている。1990年のバブル崩壊前後には、この会社は有り余る資金を株式に投資しており、その後のバブル崩壊で毎年毎年性懲りもなく株の評価損を10億円前後出し続けてくれたのである。最近さすがに株は懲りて、元本保証のある貯蓄性預金や債券投資に変更したようであるが、やっていることの本質は変わらない。一体誰がこの会社にただ同然の貯金や債券投資をしろと言ったのか。この会社は天

然ガスの開発・生産会社であり、そこで出た利益は天然ガスの開発・生産・研究に使うべきである。本業での投資資金が不必要であるならば、出た利益を不毛に溜め込んで毎年運用損を出すのではなく、株主に還元すべきであろう。



これが関東天然ガス開発の株価チャートである。株価は2002年から2003年にかけてほぼ500円前後で動きがなかったが、2003年に600円を越し始め、今年の年明けからはさらに上昇して現在は700円前後である。これは昨年から引き続いている原油価格の高騰を受けて、天然ガスの開發生産会社としての関東天然瓦斯開発が注目を集めているためであるが、それにしてもこの会社の株価は安い。先に示したように、この会社の平成16年末の連結一株当たり純資産は829円なのである。連結一株当たり純資産は会社の解散価値と考える事ができるので、この会社の株価は現在でも解散価値を100円以上下回って取引されているのである。このことは何も今に始まったわけではなく、この5年間あるいはそれ以前よりずっとこの会社の株価は一株当たり純資産を下回って取引されてきている。この会社の株価が安値に放置されている理由はこのレポートで順次明らかされていくことになるが、それに付けてもこの会社の経営が証券市場から評価されない事はなほだし。

連結一株当たり純資産が会社の解散価値と考えられるのはあくまでも会計上の簿価と会社の資産・負債の時価に差がない場合に言えることであり、この会社のように天然ガスの埋蔵量という含み資産を持つ会社の場合は、連結一株当たり純資産に含み資産を足した金額が解散価値になる。この会社の天然ガスの埋蔵量の含み資産計算はこの後に行うのである

が、その前にこの会社一株当たり純余剰資金と株価の関係を見てみてはどうであろう。先に示したこの会社一株当たり純余剰資金残高は平成16年末で561円である。この会社の有価証券と投資有価証券が換金性と流動性のある現金等価物であることは既に指摘したとおりであるので、仮にこの会社を買収するとその瞬間に余剰資金から借入金を返済しさらに手元一株当たり561円の現金が残り、しかもその現金を引き出しても経営上は何等支障をきたさず、さらにその後毎年現金はまた湧き出すように余ってくるのである。この会社の株価は安値に放置されており解散価値を下回っているが、たとえ解散価値を下回っているとしてもこの会社の株価が561円を下回るというのは馬鹿げている。従って、村上ファンドはこの会社の株を3%取得した。村上ファンドでなくても、この会社の株価が561円を下回れば必ず世界の投資ファンドはこの会社を買う。買収して投資額の561円を引き出し、投資額をゼロにしてさらにこの会社を支配する事ができるのである。もう2度とこの会社の株が561円を下回ることはないであろう。

## 2. 株式の相互持合いによる議決権の停止

順位	株主	株数 千株	持株割合 %
1	東京電力	13,050	21.39
2	合同資源産業	9,669	15.85
3	三井物産	6,510	10.67
4	三井住友銀行	2,614	4.28
5	日本マスタートラスト信託(信託口)	2,583	4.23
6	中央三井信託銀行	2,338	3.83
7	NNFE Mac Japan Active Shareholder Fund	1,847	3.02
8	日本トラスティ・サービス(信託口)	1,626	2.66
9	ソシエテ・ジェネラル・バンク・アンド・トラスト	1,245	2.04
10	千葉銀行	912	1.49
	小計	42,395	69.5
	その他の株主	18,601	30.5
	合計	60,996	100

これが関東天然瓦斯開発の平成16年末の株主構成である。三井物産、三井住友銀行、中央三井信託銀行と、三井系の資本が合計18.78%の株を所有しており、しっかりと三井グループの会社である事を示している。会社の現在の筆頭株主は東京電力であるが、東京電力は平成16年9月30日に1千万株を合同資源産業から取得して筆頭株主になったの

であり、それ以前は合同資源開発が筆頭株主であった。そこで合同資源産業とはどんな会社かと思いホームページを見てみると、“天然ガス及びヨウ素の開発・生産・販売を行う会社”と紹介されている。関東天然ガス開発と全く同じ事業内容でしかも非上場である。資本金が6億3千万円、年商80億円、従業員数150人であるから、関東天然ガス開発と比較すると売上高で4分の1程度の小さな会社である。この小さな非上場会社が平成16年9月まで関東天然ガス開発の筆頭株主だったのであり、現在でも15%超の株を所有する第2位の株主である。

この得体の知れない合同資源開発という会社は、関東天然ガス開発との間でさらに得体の知れない株式の相互持合いを行っている。平成16年9月までは、合同資源産業が関東天然ガス開発の筆頭株主という関係にあっただけではなく、関東天然ガス開発もまた合同資源産業の株式の25%超を所有しているという強い資本の相互依存関係にあった。関東天然ガス開発が合同資源産業に出資し、その合同資源産業が関東天然ガス開発に出資するというふざけた資本関係をむすんでいたのであり、この関係そのものは現在でも変わらない。これでは関東天然ガス開発には実質的には大株主がいないのと同じ事であり、まともな資本の論理は働かない。

このことは関東天然ガス開発の平成16年9月中間期の事業報告書にそれとわかる小さな記載があったのでやっと発見する事ができた。この中間事業報告書を読むと、大株主の欄に合同資源産業が登場し合同資源産業の所有する関東天然ガス開発株式の持株と対照して、関東天然ガス開発の所有する合同資源産業株式数が2,139千株と紹介されているものの、その議決権比率は“一”と記載されているのである。不思議に思って小さな注記を読むと、合同資源産業の持つ株式は商法241条第3項の規定に該当するとのみ記載されている。商法241条第3項は資本の相互依存による弊害を軽減するため、会社が他の会社（今ここでは関係会社と考えよう）の議決権の4分の1超を所有している場合は、その関係会社が持つ会社の株式の議決権はないものとするのである。

会社の開示が不透明であるのでわかりにくいだが、要するに平成16年9月中間期までは、関東天然ガス開発は合同資源産業の株式の4分の1超を所有しており、合同資源開発もまた関東天然ガス開発の株式の4分の1超を所有していたため、関東天然ガス開発は合同資源産業の株式に関する議決権を停止され、はたまた合同資源産業も関東天然ガス開発の株式に関する議決権を停止されるという、株式会社制度を否定するようなどんでもない事が起きていた。しかもこの人たちはこれを意図的にやったのである。

この合同資源産業との間の株式の相互持合いによる議決権の停止は、平成16年12月末には解消されている。平成16年12月期の事業報告書によると、合同資源産業に対する

商法241条第3項の注記の記載が消えているのである。その代わりに、中間期では隠していた合同資源産業への出資比率が17.06%と記載されている。従って、関東天然ガス開発の合同資源産業に対する出資比率が25%超から17.06%に下がった事がわかるのであるが、持株数そのものは2,139千株で中間期と全く変わっていない。それでは、いつから株式の相互持合いの議決権停止措置がついていたのか、事業報告書を過年度にさかのぼって調べてみると、平成15年12月期末からつき始め、その前の平成15年6月中間期にはついていなかった。平成15年6月中間期の事業報告書を見ると、合同資源産業の持株数はやはり2,139千株であるが、出資比率は16.97%である。

一体この人たちは何をやっているのか？ このややこしい関東天然ガス開発と合同資源産業の株式の相互持合いを時系列でまとめると、平成15年6月まではガス開発は合同資源産業の株を16.97%しか持っておらず議決権停止措置はなかった。ところが平成15年7月から12月までの間に、合同資源開発は何らかの方法で関東天然ガス開発の持株比率を25%超に意図的に高めて双方議決権の停止を行っている。この状態は1年続き、平成16年の7月から12月にかけて合同資源開発は再度何らかの方法で関東天然ガス開発の持株比率を17.06%に戻しているのである。

平成15年7月から平成16年6月までの1年間、この人たちは何らかの事情で一時的に双方議決権の停止をわざと行わなければならないとんでもない理由を抱えていたはずである。この間会社は一貫してこの合同資源産業の連結決算への取り込みを避けている。もともと関東天然瓦斯開発は合同資源産業の株を17%ほど持っていた。20%以下の持株比率であれば原則として合同資源産業の決算は持分法により連結決算に取り込む必要はない。その後1年間持分比率は25%を超えてしまうのであるから、今度は持分法による決算取り込みの必要性が出てくるのであるが、議決権の双方停止があるのでこれまた意図的な連結外しを行うことができた。そして議決権の双方停止が終わったので、会社はまたまた持分比率を17%に戻してやはり決算取り込みはしないのである。なにか合同資源産業の決算上関東天然瓦斯開発にとって都合の悪い事が隠されているのではないか。

連結財務諸表原則では、持分法の適用を受ける関連会社の定義として実質支配基準を導入している。実質支配基準の下では“他の会社に対する議決権の所有割合が百分の二十未満であっても、一定の議決権を有しており、かつ、当該会社の財務及び営業の方針決定に対して重要な影響を与える事ができる一定の事実が認められる場合”は“財務及び営業の方針決定に重要な影響を与えることができないことが明らかに示されない限り”関連会社に該当するのであり、持分法を適用して連結決算に取り込まなければならないとしている。また、財務諸表規則第8条第6項によると、ここで言う一定の議決権とは15%以上20%未満の持株の事をいい、“その他子会社以外の他の会社の財務及び営業又は事業の方針の決

定に対して重要な影響を与えることができることが推測される事実が存在する事”は“子会社以外の他の会社等の他の会社の財務及び営業又は事業の方針の決定に対して重要な影響を与える場合”に該当することを明確に規定している。17%の株式を所有し、自らの都合によりこの持株を一時的に25%超にしてみたり、また再度それを17%に戻してみたりできるという事は“子会社以外の他の会社の財務及び営業又は事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができることが推測される事実”以外の何者でもないと思うのであるが、一体どう考えているのか。この場合には明らかな反証が存在しなければ連結除外はできないのであるが、どんな明らかな反証があるというのか。有価証券報告書のどこを見てもそのような反証は記載されていないが、明らかな反証などないのではないのか。

ここで村上ファンドに少しヒントを差し上げると、村上ファンドはできもしない自社株買いを求めるのではなく、合同資源産業との資本関係と決算内容を株主の帳簿閲覧権（商法293条の6）に基づき問いただせばいいのである。ここまでして関東天然瓦斯開発が合同資源産業の連結を嫌がっているのであるから、ひょっとすると関東天然瓦斯開発の利益が合同資源開発に流出しているかもしれないではないか。また、その逆もありうる。監査法人は合同資源産業との資本関係と取引関係について知らなかったでは済まされない。会社の有価証券報告書ではこの間の事情について開示が行われていないばかりか、それ以外のIRでも合同資源産業との関係については一切何も触れられていない。今のところこの不透明な関東天然瓦斯開発と合同資源産業の関係について指摘をするものは誰もいないが、この経済レポートの目をごまかす事はできない。この会社の合同資源産業との関係は不健全であると共に不透明であり、この会社はまともな資本の論理が働かない構造を有している。まともな資本の論理の働かない会社の株は当然資本市場では評価されない。資本の論理が働かないということは、株主の利益が守られないということであり、株主の利益が守られない会社の株は一般投資家に安定的に買われることはない。安値に放置される株は、それなりの理由があるのである。

### 3. 激しい資本移動

株主	平成13 年 千株	平成14 年 千株	平成15 年 千株	平成16 年 千株
三井化学	13,363	0	0	0
東京電力	0	3,050	3,050	13,050
合同資源産業	11,083	19,584	19,669	9,669
三井物産	0	3,510	6,510	6,510
三井住友銀行	2,614	2,614	2,614	2,614



日本マスタートラスト信託(信託口)	0	2,585	2,379	2,583
中央三井信託銀行	0	0	1,162	2,338
NNFE Mac Japan Active Shareholder Fund	0	2,000	2,490	1,847
日本トラスティ・サービス(信託口)	1,790	1,906	1,946	1,626
ソシエテ・ジェネラル・バンク・アンド・トラスト	0	0	0	1,245
千葉銀行	0	912	912	912
三菱信託銀行(信託口)	2,329	0	0	0
資産管理サービス信託銀行(信託口)	1,836	2,064	1,497	0
UFJ信託銀行(信託口)	0	910	0	0
東洋信託銀行(信託口)	1,486	0	0	0
三井生命	1,247	0	1,022	0
三井東圧肥料	1,100	0	0	0
資産管理サービス信託銀行(年金信託口)	947	0	0	0
小計	37,795	39,135	43,251	42,395
その他の株主	23,201	21,861	17,745	18,601
合計	60,996	60,996	60,996	60,996

これが関東天然ガス開発の過去4期末の主要（大株主上位10名）株主推移である。平成13年にはこの会社の筆頭株主は三井化学であり、三井化学と合同資源産業の持株を合わせるとちょうど40%の持株比率であった。他にも三井住友銀行、三井生命、三井東圧肥料といった三井系の企業が大株主に登場しており、この3社だけで8%の持株比率となるのであるから、おそらく合同資源産業と三井系企業をあわせると過半数となっていたものと思われる。そして、これがここの経営者たちにとって最も居心地のよい資本構成だったのであろう。これであればすべて三井村の論理で企業を動かす事ができ、外部資本の批判など一切聞く必要はない。

この企業の資本構成に激震が走ったのが平成14年である。村上ファンドがこの会社の株を2百万株（3.2%）取得したのである。NNFE Mac Japan Active Shareholder Fundというのが村上ファンドである。関東天然瓦斯開発の太平の世に黒船登場である。会社は鋭く反応しており、まず筆頭株主であった三井化学の持株を合同資源開発に移し、同時に三井物産と中央三井信託銀行を大株主に迎えている。また、その後平成16年に筆頭株主になる東京電力はこのときに始めて関東天然ガス開発の株主となり、3百万株を取得している。平成15年には村上ファンドは持株を49万株追加取得しているが、三井物産も持株を3百万株増やしており、却って会社の株式の安定化比率は高まっている。そして、平成16年には村上ファンドは持株を64万株売却し、東京電力が合同資源産業より1千万

株の株を譲り受け会社は東京電力の関連会社となった。この3年間のめまぐるしい資本移動の実状は外部からは窺い知れないが、激しい資本移動を会社に行わせた原因が村上ファンドにあったことは間違いないであろう。そして前述の不思議な合同資源産業との議決権の双方停止もまた、この資本移動の途中経過として起きた現象なのではないかと推測するのであるがどうであろう。

#### 4. 村上ファンドとは何なのか？

この村上ファンドなるものは一体何者なのだろう。村上ファンドは、旧通産省OBの村上世彰（よしあき）氏が率いる投資ファンドで、投資ファンドの運営主体の正式名称は“M & Aコンサルティング”である。保有資産や利益水準に対して株価が低い会社に投資し、増配や事業の見直しを要求する“物言う株主”の日本における代表的存在である。村上氏は東京大学、通産省を経て1999年に村上ファンドを立ち上げており、今年で活動6年目となるが、フジテレビとライブドアの買収劇でも盛んに取りざたされたように、ここに来てその活動は連日マスコミを賑わしている。村上ファンドは“コーポレート・ガバナンスの実現による株主価値の向上”を提唱し、“株主利益に基づいてコーポレート・ガバナンスを実現させる事で、当該企業の株主価値の向上を促していきます。会社資産のより有効な活用、事業の選択と集中、企業統治構造の改善などの提案を必要に応じて行っていきます”とそのホームページで主張している。

村上ファンドの手がけた銘柄は多岐にわたるが、村上ファンドがその存在を初めて証券市場に現したのは2000年の昭栄のTOB事件である。村上ファンド設立翌年の事件である。昭栄は東証1部上場で、不動産事業を核として運営する従業員38名（連結グループでは237名）の冗談のように小さな会社であるが、かねてよりその所有不動産に膨大な含み資産があるといわれていたにもかかわらず株価は安値に放置されていた。村上ファンドは当時600円程度の株価であった昭栄に1,000円でTOB（株式公開買い付け）を実施した。このTOBは、日本で初めての敵対的TOBとしてマスコミでも盛んに取り上げられたが、結局既存の大株主はTOBに応じる事はなかった。このため期日までに予定した株を集める事ができず、村上ファンドによるTOBは失敗に終わっている。

しかし、村上ファンドにTOBをかけられた昭栄は俄然企業買収リスクに目覚め、不採算部門からの撤退や所有不動産の有効利用へと経営方針を転換すると共に、株主に対する増配及び株式分割を行うようになった。村上ファンドにTOBをかけられた2000年決算では一株14円であった配当は、その後15円、20円、25円と毎年のように増配されている。しかも2003年と2004年には2年連続して1対1.2の株式分割が行われた。TOB前には600円程度で低迷していた株価は現在1,800円程度まで上昇して

おり、株価は3倍になると同時に株式分割で株数が1.44倍になっているのであるから、株主はその持株の価値をこの4年間で4.3倍にしたことになる。このように村上ファンドのTOBそのものはうまく行かなかったのであるが、村上ファンドのTOBをきっかけとして会社の企業価値は大きく上昇することになったのであるから、村上ファンドはあたかも証券市場における企業価値向上のヒーローとしてもはやされるようになったのである。

村上ファンドが次に世間を騒がせたのは2002年1月の東京スタイル事件である。東京スタイルは東証1部上場のアパレルメーカーであるが、連結売上が600億円強の会社にもかかわらず1,200億円を超す現金・有価証券の余剰資金を抱えていた。会社はこの潤沢な資金でファッションビルに投資するとやったものだから、村上ファンドが出てくることとなった。村上ファンドは前回の昭栄のTOBに懲りたのか、このときは株式市場でこっそりと株を買い集め、突如1月15日に東京スタイルの9.3%の筆頭株主として登場したのである。そして1月31日に(1)ファッションビルへの500億円の不動産投資の中止(2)現金・有価証券の余剰資金を原資とした自社株買の実施の二点を迫る株主提案権行使請求を行った。その後、東京スタイルの株主総会の5月23日(東京スタイルの決算期は2月末)までに、村上ファンドはさらに東京スタイルの株を11.9%まで買い増し、村上ファンドと会社側で壮絶な委任状争奪合戦が繰り広げられた。しかし、この争いは結局村上ファンドの惨敗に終わっている。村上ファンド側としては自己所有の11.9%の持株を基礎として、29%を持つ外国人株主及び8%を持つ個人株主の支持を集めれば過半数に近く、さらに金融機関や取引先の支持が得られればこの戦いは勝てると思っていたのであろう。しかしながら、金融機関と取引先の会社支持の壁は厚く、結局株主総会では村上ファンドの株主提案は否決されてしまう。

その後村上ファンドは東京スタイルに株主代表訴訟を起こすなどして、案件を法廷闘争に持ち込むが、こうなれば村上ファンドは、法的にはともかく経済的には勝ち目はない。ビジネスマンが法廷闘争をして経済上の利益を得ることはない。法廷闘争で利益を得るのは弁護士だけなのであり、法廷闘争に持ち込んだ段階で村上ファンドはこの取引でのビジネス上の失敗が確定したと考えるべきなのである。村上ファンドは、実はその後、東京スタイルの株の過半をこれまたこっそりと証券市場で売っている。東京スタイルの株価はこの事件のあと1,000円から1,200円の間で取引されており、村上ファンドがこの株を買い集めていた時は1,000円から1,400円だったのであるから、少なくとも村上ファンドはこの取引では利益を得ておらず、弁護士費用等を考えると足が出ていたであろう。

最近村上ファンドはライブドアとフジテレビの争奪戦で日本中を湧かせたニッポン放送と、

大阪証券取引所の株式取得でこれまたマスコミの注目を集めている。このため、村上ファンドといえば、株式取得—株主提案—増配—株価の上昇というイメージが出来上がり、村上ファンドが買ったというだけでその銘柄の株価が上昇する現象が起きているようであるが、これは実に危険である。既に紹介した上記の代表事例のように村上ファンドはファンドの運営としては必ずしも成功していないのである。さらに、マスコミは村上ファンドが株を取得した事しか報道しないが、実は村上ファンドは取得した株を市場で売り抜けている。以下に村上ファンドが最近提出した5%ルールに基づく大量保有報告書の概要を示す。

日付	銘柄	事由	持株割合
4月13日	東京ソワール	保有株式の増	9.41%—10.47%
4月11日	大証	大量保有	10.00%
3月15日	セゾン情報	保有割合の減	6.79%—3.18%
3月15日	ニッポン放送	保有割合の減	18.57%—3.44%
3月15日	レオ	保有株式の増	16.71%—18.04%
3月2日	エルゴブレインズ	保有株式の増	8.80%—10.05%
2月9日	ダイドーリミテッド	保有株式の増	17.44%—19.82%
1月26日	タカラ	保有株式の増	13.34%—14.42%
1月14日	日本鉄塔	保有株式の増	6.55%—9.13%
1月14日	ヒューマネジメント	大量保有	6.03%
1月14日	明星食品	保有割合の減	8.17%—0%
1月14日	ジャックHLD	保有割合の減	10.76%—7.52%
1月14日	因幡電算	保有株式の増	7.08%—8.62%
12月27日	住友倉庫	大量保有	15.14%
12月27日	ウッドランド	保有株式の増	16.07%—17.19%

村上ファンドは“会社資産のより有効な活用、事業の選択と集中、企業統治構造の改善などの提案”により株主価値を高めると言っているが、何もそれは慈善事業として人間愛のためにやっているわけではない。村上氏以下の生活はファンドの運営費で成り立っているのであり、その多くはファンドの成功報酬である。村上ファンドは、投資ファンドなのであり投資ファンドとは株を安く買い高く売り抜けることを目的とする資金の事をいう。投資ファンドに他に何の目的があるというのか。マスコミは村上ファンドが新しい時代のガバナンスと企業価値創造の旗手のような取り上げ方をしているが、なにか勘違いをしているのではないか。彼らは理論価格に比較し安いと判断した会社の株を買い、株主提案を行い、うまくその会社の株が上がれば高値でその株を売って儲けるのである。それ以上でもそれ以下でもない。

## 5. M&A型小型株ファンド

村上ファンドのやろうとしている事は、理屈としては成り立つもののその理屈の完結はきわめて難しい。村上ファンドによる株価上昇の原動力は株主提案権にあるのであるから、最低でも株主提案権のある1%以上の株数（商法232条第1項）、常識的に考えれば少数株主召集権のある3%以上の株数（商法237条第1項）、できれば筆頭株主になりうるだけの株数をそろえる必要がある。村上ファンドの資金力は500億円程度といわれているので、分散投資の原則に基づいて、これだけの株数を1銘柄数十億円以内で買えないと彼のビジネスプランは成立しない。つまり優良大企業はこの資金力では買えない。当然の結果として、どうしても狙う銘柄は小型株ということになってしまう。発行済株数の少ない小型の資産株で、株価純資産倍率が極端に低く、資本構成の不安定な会社が村上ファンドのターゲットになる。上記の大量保有報告書で露見した村上ファンドの投資銘柄を見ると、当然のことながらすべてこの条件を満たしている銘柄ばかりである。しかしながら、全上場会社の中でこのような条件を満たす会社はおそらく数十社しかない筈であるから、いずれ村上ファンドのターゲットは読まれてしまい、しかも狙う銘柄も枯渇してしまう。村上ファンドの投資銘柄が事前に読まれてしまうと、彼はその銘柄を事前に安く買うことができないので、なおさらターゲットは枯渇してしまうのである。

村上ファンドがこのターゲットの枯渇という問題を解決する唯一の解決策はさらに桁違いの資金を調達する事である。現在の500億円程度の資金力では資金・銘柄共に枯渇するのは時間の問題である。しかしこの資金が5千億円、5兆円と増えていけば、彼のファンドは小型株だけでなく中型株や大型株も狙えるのであり、そのときに初めて彼の事業は継続企業的前提を満たす事ができるのである。村上ファンドが資金を調達するためには村上ファンドの成功事例が沢山出ることが必須の条件である。ファンドが成功しファンドのリターン（配当利回り）が桁違いに良いということにでもならなければ、彼のファンドに金が集まるという事にはならない。村上ファンドは設立後今だ6年目で、当然ファンドの評価が客観的に行えるほどの時間を経っていないが、それでは彼は困るのである。それでは金が集まらない。そこで彼はマスコミに出ざるをえないのである。マスコミに出てみずから数少ない成功体験を語りファンドの理念を訴えるしかないではないか。もとより投資ファンドのマネージャーがマスコミに出るなどというのは邪道もいいところであろう。こっそり安く株を仕込みたい張本人がテレビや新聞・雑誌に出てファンドの運用によいことなど何も無い。村上氏がマスコミに出ている限り、村上ファンドの資金繰りは苦しい筈である。

このようなM&A型の小型株投資ファンドで、とりあえずの業績を上げることは実はとても簡単なことである。少し考えれば誰でもわかることであるが、村上ファンドが小型株の

浮動株を3%から10%程度も市場で買えば、株価は上がるに決まっている。その上村上ファンドに提灯がつくのであるからなおさらであろう。そこでファンドの決算を組めば、買った株が時価評価されて評価益が計上されるのである。村上ファンドは資金の続く限り株を買い続けていれば自動的に黒字決算を行うことができるのである。しかし当然のことながらこのような株の評価益は見せかけの利益に過ぎない。投資ファンドをつくって買った株が値上がりしたとって利益を出して喜んでるのは阿呆であろう。M&A型の小型株ファンドの場合はファンド設立から投資段階までは常に利益が出る。損失が出るのは唯一投資の回収段階なのである。ファンドが成功したかどうかは、従って、投資の回収がうまく行くかどうかの一点にかかっているのであり、売り抜けこそがこのタイプのファンドのすべてなのである。ファンドが取得した株を高値で売り抜けて現金にした時、初めてファンドは利益を上げたことになる。

そこで村上氏は集めた株に基づいて株主提案権を行使し、増配や自社株買いを迫り投資先の会社の株価を構造的に上昇させ、そこで売り抜けようとするのである。しかし考えてもみよ。たとえどんな愚かな経営者であろうと、いつの間にか買い集められた株に基づきある日突然若造から“お前の会社はガバナンスがなっていない”だの“資産を有効利用していない無能経営である”と言われ、猛反発しないものがあるであろうか。そして株主総会で“増配をしろ”“自社株買いをしろ”と迫られたからといって、“なるほど私はアホでございましたので、おっしゃる様に増配もし、自社株も買わせていただきます”という経営者など居るわけがないではないか。世の中は通産省の中で国家権力を背景にして計画経済の絵をかいているようには動かないのである。

村上ファンドが株を買ったといっても、その買い付けは高々3%から10%程度なのであるから、村上ファンドが投資先の過半数の議決権を得て株主提案を通すためには、圧倒的多数のその他の株主の委任状が必要である。そのためには現経営陣との壮絶な委任状争いをしなければならない。もとより、日本の上場会社で過半数の株が不安定な資本構造のところはめったにないし、それが村上ファンドの先ほどの投資条件に合う確率は限りなく低い。村上ファンドの株主提案が株主総会で承認される可能性はもともと極めて低いのである。村上ファンドの株主提案が認められなければ、その会社の株は下降線をたどらざるを得ないが、そのとき村上ファンドは買った株をどうするつもりなのであろう。売れば株は暴落する。このようにM&A型の小型株投資ファンドではどうしても売り抜くことができず“死に玉”になってしまう銘柄が必ず一定量出てしまう。村上ファンドが成功するためには、相当の確率で出る一定量の死に玉を相殺できる程の高値売り抜けに成功しなければならないのである。

ここで紹介した昭栄と東京スタイルの事例でも村上ファンドは最終的に儲かっている。

上記の直近の大量保有報告書でも、村上ファンドが綺麗に売り抜けているのは明星食品とニッポン放送だけではないか。ニッポン放送ではライブドアとフジテレビの抗争のおかげで村上ファンドは期せずして漁夫の利を得た。ニッポン放送の抗争の際、村上氏は意見を求められて“まことに有難い”などとふざけた事をいっていたが、本音であろう。村上ファンドが株を買くと、とりあえず株は上がり増配が期待できるので投資家は喜ぶが、株が上がっただけでは村上ファンドはアウトなのである。株が上がってさらに村上ファンドが売り抜けるという事にならないとお話にならず、そしてそれは針の穴を通すほど難しい。村上ファンドは表面上の利益は出ている筈であるが、その運営実態として成功しているとはとても思えない。特に大量保有報告書を見ると、既に投資した銘柄の追加取得を多くの事例で行っているのが気になる。苦戦している証拠ではないか。村上ファンドはマスコミに登場している外観とは異なり、その内情は相当苦しいと推測するのであるがどうであろう。

この村上ファンドが先に述べたように関東天然瓦斯開発の株を200万株買ったのは平成14年（2002年）である。翌2003年3月末の株主総会で村上ファンドは常套手段の1千万株の自社株買いを提案する。既に検討したように関東天然瓦斯開発の資本構成は三井系でガチガチである。大株主一覧でも明らかなように、この会社の株主には信託口が多い。信託口は信託銀行が顧客の委託を受けて証券管理を行っているもので、その実質株主はほぼ企業年金・共済年金である。村上ファンドはこの信託口の委任状を当てにしたのかもしれないが、この超閉鎖的な企業グループにはこの手は通用しないのである。その後会社は激しいグループ内の資本移動を繰り返し、結局東京電力が筆頭株主となり決着したようである。当然1千万株の自社株買いなど決議されず、増配もない。村上ファンドもその後この会社に関しては鳴かず飛ばずで、現在に至るのである。関東天然瓦斯開発は村上ファンドの抱える“死に玉”の一つではないか。

先に示した株価チャートを見ると、村上ファンドがこの会社の株を買ったのは2002年なのであるから、彼らはこの株を500円前後で取得した事がわかる。その後2003年3月の株主総会に向けて、この会社の株は村上ファンド買いをはやして570円程度まで上昇するが、村上ファンドの株主提案の失敗を受けて株価はまた500円に逆戻りである。どうしてもこうになってしまうのである。2004年にかけてこの会社の株は上昇しだし2004年に600円、今年になり700円を付けるようになったのであるが、これは原油価格の高騰によるものであり、村上ファンドとは関係がない。チャートをよく見ると本年3月にこの株の出来高が一日に150万株を超える大商いとなった事が見て取れるだろうか。この株はもともと発行済みが60百万株と少なく、資本構成もガチガチで浮動株が少ない品薄株である。出来高も通常であれば一日10万株程度であるにもかかわらず、150万株の出来高とはただ事ではない。これだけの買い需要が起きたのは原油価格が史上最

高値を付けてきたからであるが、普通10万株程度しかできない株に150万株を超える買いが入れば連日のストップ高となっても不思議ではないのであり、その割には株価の上昇が少ない。

誰かが150万株をまとめて売ったのである。私は、それは村上ファンドではないかと推測するのであるがどうであろう。手詰まりになった村上ファンドは、この株が原油の高騰で上がったのを幸い手持ちの200万株を売り抜けたのではないだろうか。仮に私の推測が正しいとすると、村上ファンドは結局2年半の時間をかけて彼らの戦略を実現する事はできなかったものの、経済的には14億円の本当の利益を得たことになる。勝負には負けたが試合には勝ったかもしれないのである。最近村上ファンドがマスコミに喧騒されるにつれ、この株が村上ファンド関連であるとして紹介されることがあるが、この株に関してもはや村上ファンドに期待する事は全くできない。村上ファンドが仮にこの株を持っていたとしても、村上ファンドが撃つ弾はもう切れているし（この経済レポートのヒントを村上ファンドが読むことはできないので）勝負は終わっている。また、私の推測が正しければ、村上ファンドはもうとっくにこの株を売り抜けている可能性がある。大量保有報告書は5%以上の株式保有でなければ提出されないので、3%の持株しかない村上ファンドは売り抜けの事実を報告する必要などなく、こっそりとやる事ができるのである。

## 6. 天然ガスの埋蔵資源

関東天然瓦斯開発の株は1990年に3,050円という史上最高値を付けている。バブルと言ってしまえばそれまでであるが、会社の経営成績も財務状況も当時と今で何等変わっていないにもかかわらず、なぜこれほどの高値が出たのであろうか。関東天然瓦斯開発をめぐるのは、常に天然ガスの埋蔵量をめぐって流される噂がある。この噂と原油価格の高騰次第では、この株はとんでもない高値をつけることがあるのである。噂というのは、この会社の天然ガスの埋蔵量は500年分あるとか、この天然ガスの埋蔵量による含み資産は1株当たり5万円になるといったものであり、ヤフーの掲示板に出ているし、雑誌やいくつかの証券会社のレポートにも出ているようである。事実とすれば驚くべきことであり、事実でないとなれば風説の流布になり証券取引法違反である。以下に、この噂の真偽を検討する。

会社の有価証券報告書によると、平成16年12月31日現在の関東天然瓦斯開発の天然ガスの可採埋蔵量は97,716百万立方メートルである。同じく会社がホームページで公開しているアナリスト説明会資料によると、平成16年の天然ガスの生産量は172,244千立方メートルとなっている。可採埋蔵量を年間生産量で割り算すれば可採年数が計算されるのであるから、現行の生産量が維持される限り関東天然瓦斯開発の天然ガスの



可採年数は567年（97,716 ÷ 172.244）となる。噂は正しい。長いといわれるサウジアラビアの原油の可採年数が84年であるので、関東天然瓦斯開発の所有するガス田はすこぶる豊かである。

前記の有価証券報告書では、生産実績として平成16年のガス事業による生産高が5,969,960千円と記載されている。この生産高を生産量で割ると、1立方メートルあたりの天然ガスの販売価格が34.66円と計算される。この販売単価に可採埋蔵量をかけると現在の埋蔵量の販売価格評価額が3,386,826百万円と計算される。これが平成16年12月31日時点での関東天然瓦斯開発の埋蔵天然ガスの含み資産であり、1株当たり55,525円となる。（3,386,826百万円 ÷ 60,996,473株）これもまた噂を裏付けている。

4月22日のニューヨーク商品取引所における天然ガスの相場は、1MMBTU当たり7.032ドルである。BTUとは **British Thermal Unit** の略であり、1パイント（16オンス）の水を華氏で1度上昇させるための熱量の事をいう。1MMBTUは1百万BTUであり、これは1千立方フィートの天然ガスに換算される。1千立方フィートは28立方メートルであるから、ニューヨーク商品取引所のBTU建てドル建ての相場を立方メートル建て円建てに換算すると、 $\$7.032 \div 28 \times @106.8 = 26.82$ 円となる。現在の天然ガスの国際相場は1立方メートル当たり26.82円であり関東天然瓦斯開発の販売価格34.66円よりも3割も安い！関東天然瓦斯開発の可採埋蔵天然ガスを国際価格で評価すると、 $97,716$ 百万立方メートル  $\times @26.82$ 円 =  $2,620,743$ 円となり、1株当たりでは42,965円となる。

関東天然瓦斯開発は可採年数567年の豊かなガス田を有しており、その埋蔵天然ガスの含み資産評価は国際価格で1株当たり4万2千円にもなる。この驚異的な含み資産を有する会社の株がわずか700円前後で取引されているのである。驚いたであろうか。これだけの天然ガスの含み資産があるのであるから、この会社の700円の株価はいずれ理論価格である4万円まで上昇すると考えるべきなのであるであろうか。この場合は理論値に比べて安すぎる株価は株価がおかしいと考えているのであるが、理論値に比べてそれだけしか株価がつかないという事はこの会社の経営がこの膨大な含み資産を全く有効に利用していない証拠であるともいえる。この場合株価はやはり正しく経営が悪いと考えるのである。

関東天然瓦斯開発はこれだけの埋蔵資源に恵まれながら、日本のガス料金システムの規制に守られ、天然ガスを国際価格より約3割も高く販売している。会社の有価証券報告書によれば、平成16年の会社の売上総利益率は単体で21.7%、連結で35.0%なのであるから、この会社が国際価格で天然ガスを販売すると利益は出なくなってしまう。第1

1 回経済レポートにより、日本の電力料金の高い事と電力の自由化を検討した。日本の電力料金は高く自由化により電力料金が低下する傾向にあることを紹介したのであるが、同じ理屈がガス料金にもいえるのであり、ガス料金の自由化（第3次自由化）が現在進行している。日本のガス料金は国際的に見て電力料金よりもさらに高い。ここで比較している天然ガスの国際価格は原油価格の高騰を受けて史上最高値に近い水準にあるのであり、この歴史的な高値にある天然ガスの国際価格と比較してもさらに関東天然瓦斯開発の天然ガスは高い。会社の販売する天然ガスの価格は自由化の進行につれて国際価格まで下がっていかざるを得ず、すなわち関東天然瓦斯開発の利益率は今後どんどん落ちていく事になる。この会社にいくら素晴らしい埋蔵資源があってもそれを証券市場が評価できない根本的な理由はここにある。

こういうのを宝の持ち腐れというのではないか。この天然ガス田は千葉県にあり、世界有数のガスの消費地である東京首都圏に隣接している。ガスの輸送コスト的に圧倒的に有利ではないか。その天然ガスを国際価格まで値下げすると利益が出なくなってしまうというのは、要するに天然ガスの採掘・生産コストが高すぎるのである。日本の首都圏で採掘・生産すればコストは割高になるのはある程度はやむをえないのかもしれないが、それ以前にだいたい567年の可採年数というのはふざけているのではないか。埋蔵量が多いというのは結構な事であるが、それは国際的に見て絶対量としての埋蔵量が多いということではなく、ただ単に生産量が少なすぎるだけの事ではないか。可採埋蔵量に比較して極端に生産量が少ないので異常に長い可採年数になるのであり、従ってガス田としての適正な規模の利益が得られていないのではないか。

今後天然ガスの需要が拡大するのは異論の余地がないのであるから、この経営者はなぜ設備投資を行い、生産量を拡大して原価率を下げていかないのか。金は腐るほど溜め込んでいるのではないか。首都圏での採掘には様々な行政上の規制があるのかもしれないが、もともとそれをクリアしていくのが経営者の仕事ではないか。かつてこの会社はガス料金の規制により旧通産省の手厚い保護の下で利益を上げてきたが、現経済産業省はガス料金の規制緩和に乗り出している。会社は梯子をはずされているのであり、そうであれば規制緩和を逆手にとり大增産をすればいいのである。会社の経営陣も遅まきながら千葉県茂原鉱業所の生産設備の増強に少し着手している。9億2千万円を投資して茂原の抗井を増強し、この生産設備が完成する平成18年2月には天然ガスの生産量は日産7,700立方メートル増える計画になっている。しかし、これでは年間200日操業をしても154万立方メートルにしかならず増産率はわずか0.9%である。設備投資の桁が違おうであろう。どんな長生きの人でも567年も生きる人はいない。567年の天然資源と規制に守られていけば何もしなくてもこの会社が儲かる時代はもう既に終わっているのである。

この人たちが増産や生産原価の削減による合理化ができないというのであれば、本当は会社の解散決議をするのが一番いい。会社を解散してガス田を外資系の石油会社にでも売却すればどうか。天然ガスの埋蔵量をダダに評価されたとしても株主は1株当たり829円の清算分配金を受け取る事ができる。天然ガスの埋蔵量が現在の国際相場で評価されれば、この清算分配金は1株あたり4万2千円、国際価格の10分の1で叩き売っても1株あたり4千2百円になる。この人たちにはできないかもしれないが、世界の資源開発会社の経営者は同じ条件で自由競争のもと遥かに高い利益を上げているではないか。この人たちに必要なのは、訳のわからない合同資源産業との株式の相互持合いによる連結外しではなく、貴重な国産クリーンエネルギーを自由競争価格で生産して正当な利益を上げる収益構造を作り出すことにあるのである。

有価証券報告書によれば、会社の連結売上高は平成15年から16年にかけて268億円から294億円まで9.3%伸びている。しかし、連結売上総利益率は40.9%から35.0%まで下がっている。天然ガスの需要はすこぶる伸びているのであるが、自由化の進行により販売単価が落ちているのである。利益率の落ち込みを量の増加で補っている格好であり、会社の収益力はなお好調ではあるが、弱含みである。原油価格は2003年の30ドルから現在の50ドルまで7割近く上昇したが、原油価格とほぼ連動して上昇する天然ガスを産出する関東天然瓦斯開発の株価は500円から700円まで40%の上昇にとどまっている。天然ガスの市況高騰の恩恵をこの会社が十分に受けていないのは、国際価格を3割も上回る規制価格で天然ガスを販売しているからである。株価的に言えば、ガス料金の自由化による販売価格の低下と国際天然ガス市況の高騰が綱引きになっているのである。このように分析すると、天然ガスの国際市況があと3割上昇すると、この会社は自由化の進行にかかわらず、市況高騰の恩恵をフルに受けることができることがわかる。3割の国際市況の高騰とはWTIの原油価格で言うと現在の50ドルが65ドルになる事態であり、そのときには関東天然瓦斯開発の株価は大暴騰するはずである。原油価格が65ドルになるまでの価格高騰はガス料金の自由化の進行により相殺されてしまうのである。(このことはこの会社の経営者が無能であるという事と同義である。)

もとよりこの会社の財務体質は良好であり、561円を下回る下値がないことは既に検証した。原油価格が高騰しているが、この原油価格の高騰が需給構造に基づくものでそう簡単に下がるものではない事は第10回レポートで指摘したところである。会社の株は原油価格の高騰を受け700円前後まで上昇しており資源株として注目されつつあるので、1株あたり連結純資産829円が意識されつつあるのであろう。しかし会社の経営はまことに眠たく、一株当たり4万円を超す天然ガスの埋蔵資源567年分は有効利用されていない。またガス料金の自由化が進行しており、このままでは会社の利益率は落ちていくばかりである。さらに合同資源産業との不思議な株式の持合いによる連結回避行為はまことに

不透明であり、不気味でもある。村上ファンドはこの大株主であるが村上ファンドもこの眠たい経営を動かす事ができず、またもう売り抜けた可能性があることは既に指摘した。村上ファンドが仮に売り抜けているのであれば、それはむしろ株価的には好材料である。もはや大口でこの株を売る人は誰もいない。

今のところこの会社の株は緩やかな右肩上がりであるが、それも原油価格が65ドルまでの話であり、原油が65ドルを突破してくるとこの会社の悪材料はすべて好材料に変わる。理論的に考えればこの会社の株価は原油価格の高騰により注目され、1株当たり829円までの評価を受けるべきではあるが、原油価格が65ドルまでの価格帯にいる限りそれ以上に買われるべきではない。経営者が解散価値の資産を使えていないからである。そして原油価格が65ドルを超えたその瞬間から、株価は829円を超して遥かに天高く暴騰するというのが極めて合理的な株価推移ということになる。現在のこの会社の株は昨年来高値744円を付けたあと、市場全体の調整局面入りと原油価格の高騰の一服を受けて660円まで下げ、700円まで戻している。まことに強弱両材料が鋭く対立しており株価の先行きは予断を許さないのであるが、このすべての材料を総合すると、私としては現在買いに分があると考えるのであるがどうであろう。

2005年4月23日 細野祐二