



起業投資株式会社 代表取締役

山本 功氏

語

Isao Yamamoto

金融

やまもと いさお

Profile

1981年 野村総合研究所入社。1986年、ハーバード・ビジネス・スクールよりMBA取得。1996年 メリルリンチ日本証券入社。2003年までTMTグループ・ヘッド、投資銀行部門共同責任者などを歴任。2003年11月 SIGインスティテュート代表取締役社長就任。2009年11月 起業投資株式会社設立に現在に至る。2011年6月 ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社取締役就任。2008年より、青山学院大学大学院国際マネジメント学科及び東京大学大学院経済学研究所・経済学部で非常勤講師として企業財務戦略を担当。

高成長経済から低成長経済へと移ったら、産業再編や企業再編などの構造変化が避けられない。それを牽引するのは、どのようなプレーヤーなのか。その中で投資家は、どのような

Financial Information Technology Focus

ストラテジック・エフィシェンシー向上の担い手

堀江 山本さんは、野村総合研究所で証券アナリスト業務を経験したのち、メリルリンチに移って数多くのM&Aの案件を手がけたんですね。

山本 野村総合研究所在籍中にニューヨーク勤務をした際、アップルの日本進出のお手伝いをしました。今のiPadの原形ともいえるNewtonを日本にもってこるお手伝いです。その時は、日本の市場がテストグラウンドとして非常に重要でした。日本の全盛期を象徴するような出来事です。

そういったお手伝いをする中で、M&Aの面白さにひかれたんですね。

堀江 現在、起業投資という会社を立ち上げられています。

山本 ベンチャーキャピタル業務、経営戦略コンサルティング、財務アドバイザー業務がメインです。基本的には、テレコム・メディア・テクノロジーの分野にフォーカスした形でやっています。

堀江 事業会社に様々な形で関与されてきた山本さんに、今日は企業の付加価値向上についていろいろお聞きしたいと思います。

日本の株式市場はバブル期以降、バリュエーション調整がされて、PER等は国際的な水準になりました。この後は、企業業績に何らかの形でアクションを取っていくような投資家が台頭してほしいのだけれども、短期でアクティブの人が多いため、実体経済にポジティブな働きかけができていないのではないかと考えています。

山本 まず、パッシブとアクティブの区分について、投資の世界と企業経営におけるアクティブの相違を明確にしておきたいと思います。

投資の世界のアクティブは、株式の売買を通じて情報のエフィシェンシーを上げ、価格形成を通じて資金配分を調整する効果がありますが、それは企業経営の効率性を直接的に上げるものと必ずしも一致しません。

堀江 価格発見機能については、アクティブ運用はその役割を果たして

いるけれども、効率的な資金配分機能は持っていないということですか。

山本 資金配分対象である企業の改善機能を直接的に果たしてきれていないのが株式市場の現状なのではないかと思います。効率性には、オペレーショナル・エフィシェンシー、ストラテジック・エフィシェンシー、インフォメーション・エフィシェンシーがあります。投資家が担っていたのは、インフォメーション・エフィシェンシーだけです。あとの2つの効率性を向上させる機能は基本的には経営者や企業買収者が担っていました。

それが問題にならなかったのは成長経済であったからです。低成長の時代に入った今、オペレーショナルな効率性だけを求めても限界があります。では、どうすべきかといったら、ストラテジック・エフィシェンシーを向上させる必要があります。今までは、その機能は企業買収者を中心に経営者が担ってききましたが、今後は機関投資家にも担っていただ

らう 堀江 貞之

Sadayuki Horie



対談

役割を担うべきか。数々のM&A案件を手がけてきた山本氏に、事業会社側からみた、企業価値を向上させる新しい投資家像について語っていただいた。

ほりえ さだゆき

Profile

1981年 野村総合研究所入社。「NRI債券パフォーマンス指数」(現NOMURA-BPI)の開発に従事。86年から88年にかけてNRIアメリカに出向し、オプション・モデル/ターム・ストラクチャー・モデルを開発。96年~2001年 野村アセットマネジメントに出向。現在、AIMAジャパン調査委員長のほか、大阪経済大学経営情報研究科大学院非常勤講師。

く必要があります。そのためには、新しいタイプの機関投資家を育成する必要があります。

堀江 オペレーショナル・エフィシエンシーは、今まで通り経営が担うということですか。

山本 ストラテジック・エフィシエンシーは、既存のフレームワークを壊すことです。既存のビジネスモデルを破壊、分解してもう一回再合成するのがストラテジック・エフィシエンシーだと思うんです。オペレーショナル・エフィシエンシーは、あるフレームワークの中で従業員の動機付けを含めた効率性を求めます。ですので、基本的には経営者に任せるしかないんです。

しかしながら、経営者はどうしても現状維持派になりがちです。従って、現状を破壊する現状否定型のストラテジック・エフィシエンシーを達成しようとする、違う形の参加者が求められるわけです。機関投資家をもう少し変質させるか、あるいはM&Aの主体である事業会社を変

質させることが必要になってくるわけですね。

堀江 確かに、ストラテジック・エフィシエンシー向上を意識している機関投資家は、まだ数としては少ないという認識です。

山本 ですから、産業・企業の再編を進められるプレイヤーが必要なんです。では、どうすれば、そういうプレイヤーが出てくるか。

まずは、産業再編の促進を阻害している要因を排除するのが第一です。そのあと、促進する要因をうまくつくり出す。それから、株式市場であれば、もう少し戦略を展開できる時間的余裕を与えるための長期投資を促進させる。この三つが重要になると思うんです。

堀江 阻害要因として何が考えられるんですか？

山本 企業再編やグループ再編の方法として、株主に子会社の株式を現物配当する方法があります。なぜ日本で今行われないかというと、課税されるからです。アメリカは現金化

課税なので、現物配当のときは課税されません。そのためグループ再編が、ものすごくスムーズに進みます。そういう現金化課税あるいは現物配当の課税繰り延べ税制を展開する方法が一つあります。

堀江 現物配当がやりにくい現在では、どのようになっているのでしょうか？

山本 株式交換や現金買取で株式の一部公開を行っている子会社をまず百パーセント子会社化しなければいけません。そのあと、その子会社・事業を分解し、再合成することになります。再編というのは分解と再合成だから、分解できないと再合成できないわけです。

堀江 分解することによって価値が高まるような魅力ある会社がグループ内にあるということですか。

山本 中途半端な子会社がたくさんあるので、一緒にしてしまうことで、重複投資を避け、新規分野開拓のための人材投入も可能となり、企業価値創造の短期的かつ長期的な効



率性を向上することができます。しかも、自社の子会社に限定せず、ベストな部品や材料を調達することができるようになります。

アップルが強いのは、ソフトウェアも含めてベストな技術や部品などを集めてきて、アートとデジタル技術の融合品にアセンブルして売ること集中しているからです。そして、産業の分解と再合成を行い新たなエコ・システムを築き上げています。しかも主要部品の調達先には大量長期コミットしているので、他社が同じような商品をつくらうと思っても、主要部品が十分に手当てできなくて速やかかつ多数の対抗商品をつくれぬ、という状態をつくっているんです。あれだけの膨大な現預金を積み上げている一つの狙いはそこにあると思います。

堀江 整理統合していったときに、余剰人員の問題が生じると思いますが。うまく再配置すれば、日本の雇用は確保されるんですか。

山本 人員動員型の業界への移行を進めなければなりません。社会保障や医療、介護といった分野でかなり吸収できると思っています。デジタル技術の応用による人員削減やコスト削減ばかりが強調されますが、医療や介護などに代表されるサービス分野は、ハイタッチな部分やアナログな部分が非常に重要な役割を果たす人員動員

型事業分野だと思えます。

もちろん、こうした人員移転は簡単ではありません。しかし、雇用が大変だから現状でいいかといったら、じり貧になってみんなが沈んでしまいます。そこはきちっと市場に対応するような形をとるべきです。

堀江 グローバル競争している企業、国内産業に特化した企業、いずれにも共通の課題なのでしょうか。

山本 基本的にはすべての業界で一度は考えたほうがいいと思います。

今までは「私、つくる人」「私、買う人」というように、「商品売り切り」タイプのビジネスモデルでしたが、これからは逆で、「プロシューマー」というものが出てくる。

堀江 「プロシューマー」とはどういう定義ですか。

山本 プロデューサーでありユーザーである、すなわちつくる側に参加するパートナー・ユーザーのことです。

堀江 何か、例はありますか？

山本 例えば、AKB48や初音ミクなどは、プロシューマーを活用したビジネスではないでしょうか。

堀江 ん？「ハツネミク」？

山本 「初音ミク」を知らない？それは痛いです（笑）。

堀江 あら？

山本 初音ミクというのはバーチャルのシンガー合成ソフトウェアです。今、アメリカのトヨタで初音ミクを使って車を宣伝しています。グーグルも使い始めています。

消費者やユーザーを巻き込むようなものが今後の潮流の一つになると思います。「ソーシャル」という言葉で語られているエコ・システムの

考え方はかなり重なります。

堀江 今そういうので、どういう会社が成功していますか。

山本 アップルはiTunesをつくったという意味ではそうです。例えば、Facebookもそうだし、TwitterとかLinkedInも新しい考え方です。そういったビジネスモデルを輸入してつくったのがDeNAでありグリーです。

そうした日本企業がもっと増えなければいけません。今、日本にはスター企業が不足しています。構造的な変化に半歩か一步先を見据えて対応していかない限り、次のスター企業は生まれないと思います。

医療や介護の分野でいえば、介護ロボットや関節ロボットは有望だと思います。例えば、社会保障と新産業のための需要創造を合体させるんです。そういうロボットを利用すると、エコポイントのようなものがついてきて、年金負担が減るといった方法です。スマート・シティやスマート・タウンなどの構想の中で検討できるテーマだと思います。

日本は世界の課題先進国ですから、その市場を掘り起こすきっかけとなる需要を作り出すという方法が一つあると思います。それがビジネスになるかならないかは、需要サイドの新規性です。公共投資であれば良い、という時代ではありません。需要創造に知恵と工夫が必要です。

堀江 新技術のきっかけになる需要を掘り起こすわけですから、企業側としては、時間とリスクがかかる投資になりますね。

山本 それを許す資金力が求められます。投資家を確保するか、現預金の

をものすごく積み上げておくか。それには、新しい長期投資家が必要になってくるわけです。

Financial Information Technology Focus

企業の新規事業を支える
新しい長期投資家

堀江 新しい長期投資家とは、どういう投資家ですか？

山本 従来の長期投資家は、「配当を出してください、余剰資金は還元してください」という議論をしがちです。企業の経営者や従業員が、安心してリスクを取って事業をするには配当を出さずに現金を手元に持つておくことが必要である、という議論は出てこないんです。

堀江 全体の事業経営を見ないでマージナルな議論を押しつけるのはいかなものか、ということですね。そうすると、「長期の企業価値を上げたい」という事業会社と軸足をそろえた投資家が待たれるわけですね。

山本 投資ファンドやPEの上場は新しい投資家の形で、非常にいいことだと思います。そういう投資家が銘柄を持ちますよね。一定比率以上を持つと、投資先会社に対する忠実義務を負うことになります。社外役員を派遣することもあるでしょう。それから、ガバナンスをより有効に機能させるために、第三者内部通報システムの受け皿になることも考えられます。これらがうまく機能すると、攻めと守り、アクセルとブレーキがうまくバランスするように企業を支援する機関投資家が誕生することになると思います。

堀江 投資家側が上場しているところがポイントなんですか？

山本 所有と経営の分離は、結局、個

別リスクは経営者が負います、市場リスクは投資家が負います。これによって、トータルなリスク負担の分業ができて、より多くのリスク資本が提供されます。これがポートフォリオ投資の世界における基本形です。これが崩れたわけではありませんが、低成長経済で構造変革をしなければいけない状態になったが故に、必ずしも経営者自身で個別リスクの対応に関して自浄できなくなってしまった。そこで、株式市場がより積極的に関与しなければいけなくなっていると思うんです。

株式所有構成において、ある一定割合で、そういうタイプの投資家が存在したほうが健全ではないか、ということです。そういう機関投資家が上場していれば、投資先会社の株式を売却せず、長期的保有を継続しつつ、出資者である株主の換金ニーズに応じることができます。さらに、そうした上場投資ファンドや運用会社、事業会社に投資を促す方法として、保有期間が長いほど、配当金や譲渡益に対する課税率が低くなる、といったフランスで行われているような税制も特に個人投資家に関して検討すべきだと思います。

堀江 そうすると、そういう機関投資家、例えば運用会社も上場したほうがいいというお考えですか。

山本 はい。機関投資家といっても、特徴のある、どちらかというといい意味でのアクティビスト的な投資家ですけれどね。

堀江 エンゲージメントをある程度経営に対してやっていくような機関投資家であれば、という前提条件がつくわけですね。

山本 ただし、エンゲージメント型

の投資家の弱点として、どうしても一定の戦略やビジョンを盲目的に思い込んでしまう、良く言えば「アニマル・スピリット」があります。

「収益が上がってないよ」「いえいえ、今は上がってないけど、これからいけるんだよ。今は我慢のしどころなんだ」というのがエンゲージメント型です。経営者寄りの人たちとも言えます。もちろん必要なんです、それがあまり強くなり過ぎると、それはそれで危険なんです。だからこそ、そうしたエンゲージメント型投資ファンドの上場は望ましいともいえます。短期と長期の矛盾を敢えて市場化すべきなのです。

堀江 規律のバランスがある。

山本 そうです。だから、「短期的に儲けてやろう」という刺激もあっていいんです。しかも、流動性の観点からも、短期売買は重要です。

そこはもうバランスの問題です。今は、エンゲージメント型の投資家の比率があまりにも低いから、アウトオブバランスになっていると感じています。

堀江 いつも、機関投資家側からの世界を見ていたので、今日は、事業会社側からの視点でお話を聞くことができ、面白かったです。

ありがとうございました。

(文中敬称略)

