

独立系 IR コンサルティング会社として数多くの企業のサポートをしているフィナンテックは、全米 IR 協議会 (NIRI) に加盟する唯一の日本企業です。企業において IR 活動を行う皆様や証券業界関係者の皆様に対して、常に最新の情報をご提供してまいります。

1. 編集部から

今月は機関投資家のコーポレート・ガバナンスについての考え方や、株式投資のスタイルなどをご紹介します。まず先日開催された、コーポレート・ガバナンスに関するセミナーにおける運用会社トップの方々のコメントをご紹介します。続いて日本に長く滞在し、日本株式、特に中小型銘柄や新興市場銘柄への投資を行ってきたベテランの外国人投資家へのインタビューをご紹介します。普段、個別訪問などで対面している投資家についての理解の一助となれば幸いです。

2. IR レポート「コーポレート・ガバナンスに関するセミナーから」

先日、CFA 協会主催のコーポレート・ガバナンスに関するセミナーが都内で開催されました。ゲストは企業年金連合会の矢野専務理事、日本 IR 協議会の佐藤主席研究委員、ピクテ投信投資顧問の岡崎社長、そして普段なかなか公の場に登場することのないプライベート キャピタル マネジメント株式会社の松村社長という豪華な顔ぶれでした。このレビューでも以前紹介した CFA 協会作成の「上場企業のコーポレート・ガバナンス 投資家のためのマニュアル」についての感想や、それぞれの立場で投資を行う際に対象企業のガバナンスをどう考慮しているか、企業に対してガバナンスの改善などの働きかけをどのように行っているかなどについてコメントしていました。運用の最前線の方々の考え方は非常に興味深いものがありました。以下に各ゲストの主要なコメントをご紹介します。

矢野専務理事

従来の日本企業のコーポレート・ガバナンスの仕組作りは企業の経営者の立場から、いかに効率的に組織を運営するかという目的のためのものであった。その点、投資家の観点でのガバナンス・チェック・マニュアルは価値がある。日本企業の 90 年代からの長期低迷は、株主資本主義の原則の欠如も一因であると考え。本来、ガバナンスに関する指針などは取引所主導で行われるべきものと考え、東証は企業団体などの圧力により強い立場が取れない。従って代わりに連合会などがうるさく言っている。

連合会の運用の実態としてはパッシブ (インデックス) 運用が多い。パッシブの場合、ガバナンスが良からうが悪からうが、大きければ保有せざるを得ないという現実がある。しかし悪いから売るという選択ができない故に、パッシブ運用をするものこそ、企業にガバナンスの改善を訴えていかななくてはならない。

岡崎社長

運用者としてはコーポレート・ガバナンスの悪い会社には投資しない、あるいは売却するというのが基本的なスタンスである。ただ自分も運用会社の社長となつてからは、自社のガバナンスをどうすべきか、に苦労している。マニュアル通りに簡単に行くものではないと痛感している。

企業のガバナンスを判断する際の 1 つの観点は、企業が株主のことをどう思っているか? を考える。そして具体的にチェックするポイントは社長や役員がどれくらい自社株式を保有しているか、という点である。自社の株式を多く保有しているほど、一般株主の立場を理解しているものと考え。業績を上げることに留まらず、株価 (時価総額=企業価値) を上げることまで考えて欲しい。また配当政策についても、きちんとした考え方を示してほしい。上場企業は、株式を上場している以上、きちんと株主と向きあって、経済合理的な判断をするべきである。株主がイヤなら MBO という選択もある。

少数株主に留まる機関投資家として企業に対して何かできるかについては、例えば機関投資家同士で連携して企業に圧力を掛けるなどの意見もあるが、そうした行動が現実的とは思わない。投資家ごとに投資のり

ターンを得るまでに容認する時間が異なる。足並みを揃えての行動は難しい。やはり悪ければ売る、という選択ではないか。

松村社長

私は投資家であると同時に、新興企業のオーナーであり経営者である。株主の立場も社長の立場も理解した上で投資している。マニュアルの作成自体は大変結構なことであるが、これだけ渡されても企業は戸惑う。この中身を啓蒙していくような活動もやっていただきたい。また現在、色々議論されている理想的なガバナンスは大企業を念頭に置いたものがほとんどである。新興企業にとってのガバナンスの在り方についても検討していただきたい。委員会を設置して会長(Chairman)と社長(CEO)を分けるべき、というような考え方も新興企業では難しい。二頭政治になるリスクもある。新興企業の場合、オーナー兼社長の強力なリーダーシップで成長している場合がほとんどである。

投資については、当社の場合はガバナンスの悪い会社こそがターゲットである。当社もいわゆるアクティビスト型の投資を行う。アクティビストを真中に置いた場合、右にグリーンメーラー、左にウォーレン・バフェットのような投資家に来るのではないか。そして当社は左側、バフェットとアクティビストの中間に位置すると考える。

ガバナンスは経営トップの良識・見識がすべてである。大きい会社ほどガバナンスが甘いところが多い。株をたいして持っていないサラリーマン社長が、人事権を武器に会社を私物化しているケースが多い。現在、話題になっている王子製紙と北越製紙のケースでは、北越製紙の経営陣の言動は保身的と感じられる。

当社は来月、「経営改革ファンド」を立ち上げる。これは外国人投資家の出資を受けて当社が運営する。投資先企業の経営者と直接話ができるようにある程度の高い持分比率を保有する。トップと話し合い経営改革の方向性や具体策を一緒に作っていく。話し合いをしても改革に前向きでない経営者の場合には、大株主としての権利を行使して圧力を掛けていく。他に外国人株主がいる場合には、連携して企業に圧力を掛けるようなこともありえる。当社の幹部は投資先企業幹部との交渉力が必要であり、単なるアナリストやファンドマネージャーでは務まらない。

佐藤主席研究員

このマニュアルはアナリスト・ファンドマネージャー向けに作成されているようだが、企業も利用できるように宣伝や啓蒙活動などもしてはどうか。ただ企業年金連合会などが出しているマニュアルとの整合性が取れているかどうか。また内容的には取締役会に焦点を当てているが、それ以外にも重要なチェックポイントはあるのではないか。企業も経営目標、中期計画などの発表や色々な分析用データの提供など、株主の意向にだいたい応えるようになっている。残る大きなテーマは利益配分方針の策定と公表である。投資家の要求については、企業の経営者も総論では理解できることが多いが、各論の個別実行に際しては経験値がなく自信がない場合もある。また企業として難しいのは、投資家が要求することを実現するための時間軸。投資家の求める時間軸が見えない、あるいはそれが企業の考えるものとずれている、というのがしばしば直面する課題である。

3. IRレポート「外国人投資家へのインタビュー」 (この内容は東京 IPO マガジンに掲載したものです)

アトランティス・インベストメント・リサーチ社の代表取締役のエド・マーナー氏は、30年以上に渡り日本株の調査と投資をして来ました。同社は英国に本拠を持つティック型の投資顧問会社 Atlantis Fund Management Limited の日本法人で、日本や韓国などアジア株式への投資に非常に力を入れています。マーナー氏は米国人で、1960年代に日本の大学で学ぶため来日し、卒業後も日本に留まり株式運用の世界に入りました。そのキャリアの前半においてはシュローダー・グループに長く勤務し、1996年にアトランティスに移り、以来「Atlantis Japan Growth Fund」の運用責任者を務めています。このファンドは、ロンドン証券取

引所に上場されているクローズドエンド型で、時価総額が580億円、総資産もほぼ同額です。組入れ銘柄は200以上、セクターでは小売、電気機器、サービスなどが上位になっています。個別銘柄ではルネサンス(2378)、SUNX(6860)、エリアリンク(8914)、日本マイクロニクス(6871)、学情(2301)が上位5銘柄となっています(いずれも5月末)。

投資のスタンスとしては、中小型の成長・割安銘柄への投資中心。決算数値によるスクリーニングやアナリストレポートも利用するものの、それ以上に日常生活や仕事の中で張り巡らせたアンテナでキャッチする情報を重視。IRミーティングで名前が出る同業他社の話なども貴重なヒント。こうしたボトムアップのアプローチでの投資が7~8割を占める。調査対象にはトップインタビューと会社(工場や店舗)訪問で企業を調査。アナリストのカバーの少ない中小型、新興~地方取引所銘柄も対象に、割安な状態にある成長銘柄に投資して長期保有する方針です。こうした投資でマクロ環境に関わらず絶対的なプラスのリターンを追求するというものです。

3年ほど前に、あるセミナーでマーナー氏の講演を聞く機会がありました。その時のテーマは「中小型成長株投資について」。この分野の第一線で活躍するプロとして、中小型株投資の魅力語り、一方で「大企業は“Dinosaur(恐竜)”だ」というスピーチが強く印象に残りました。その後、昨年までは中小型株・新興市場株は力強く上昇。しかし今年に入り状況は一転、低迷が続いています。こうした状況でマーナーさんのお話を再度聞いてみたいと思いました。

以下、インタビューの要約。

質問：中小型株投資に特化する理由は？

回答：国の経済が成熟化し大きくは成長しない状況で、長期的に大きなリターンを得るには中小型の成長株投資である。またアナリストカバーがなく、効率的な株価形成が行われていない割安銘柄が存在するのでチャンスがある。ただし中小型、特に新興企業の場合、大型成熟企業に比較して当然リスクが高い。株価変動に留まらず、極端な場合倒産も有りうる。厳しい局面での財務的な耐久力がないだけに、基本的には収益面で成長トレンドにある企業を投資対象とする。その中で業績のサイクルも重視する。例えば半導体の検査部品などの業界は、世界中の需要を日本電子材料、日本マイクロニクスなど4社程度で満たすニッチな分野であり、シリコン・サイクルを見ておけば割安な時期に投資する機会がある。

質問：大型銘柄にもある程度投資しているようだが？

回答：大企業でも業績のサイクルにおけるボトムで買って、トップで売る、ということで利益を得る機会がある。現在注目しているのはタイヤメーカー。原料のゴムの値上がりによるコスト高懸念で株価が過度に下がっているので、今は投資チャンスと見ている。

質問：マーナー氏自身は60歳代半ばですが、自分自身のリタイアは？

回答：考えていない。株式投資が大好きでライフワークと考えている。運用の世界に入った当時のボスに「投資は何歳になってもできる、引退はないのだよ。」と言われたことがずっと頭の中にある。

質問：企業のコーポレート・ガバナンスについて

回答：最近の事件もあって、ガバナンスに関するチェック項目を若干増やしている。ただ基本的には経営者のインタビューと会社のオペレーションの現場を見ることで、ある程度はガバナンスの状況を判断できると考えている。

質問：今年は総会の議案が注目を浴びたが定款変更などへの対応は？

回答：議決権の行使はしていない。企業とのインタビュー時に意見を伝えることはあるが、すべての議案内容をきちんと検討して議決権の行使をするだけの時間的な余裕がない。

質問：新興企業の資本政策について

回答：成長のためのファイナンスは否定しないが、理解できないファイナンスも多々見受けられる。新興企業中心に低コストという理由でMSCBによるファイナンスが多かったが、低金利での銀行借入ができる環境では納得できないものが多い。

親子上場は、子会社の独立性が確保されていればよい。例えば住友チタニウムは住友金属の子会社であるが、上場後、良い経営をしており株価のパフォーマンスも満足している。海外で行われているスピンオフがやり易くなり、もっと親会社の株主にメリットがあるような形で行われれば良いのだが。

配当については、日本企業の配当性向はまだ低いと思うが、成長企業にまでは求めない。

質問：クローズドエンド型のファンドのメリットは？

回答：オープン型のファンドの場合、株価が上がりきったところでさらに多くの資金流入があり、割高な株を買わざるを得ない。反対に下がりきってそろそろ買いのチャンスというところでさらに資金流出、売りたい株を売って換金という悪い循環になりがちである。クローズド型の場合、自らの意思に関係ないお金の出入りを気にしないでいい。一定規模の投資家の資金を元に、ポートフォリオ内のオーバーバリュの株を売って資金を作り、アンダーバリュの株を買うことを繰り返す。さらに借入れもある程度利用して投資を拡大する（総資産に対して10%程度の負債比率）。このように資金量をコントロールできる点で非常に運用がやり易いと感じている。一方で通常の上場企業にとっての株主のように、ファンドにとっての株主がいるので、彼等へのIR活動は重視している。

お問合せ：(株)フィナンテック IRコンサルタント・CFA協会認定証券アナリスト 深井 浩史

e-mail fukai@finantec-net.com ブログ <http://ameblo.jp/mplstwins/>

過去のレビューは、<http://www.irstreet.com/j/index.jsp> に掲載しております。