

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. IR レポート「外国人投資家に聞く」 (この内容は東京 IPO マガジンに掲載したものです)

東京 IPO コラム・コーヒブレイク「アクティビスト・ファンドへのインタビュー」

上場企業の株式を経営者から見て存在感のある株主になる程度まで買い増した上で、経営者に資本政策や、事業展開までの提案を行っていく。近年外資系ファンドに加えて、国内系も参加し急速に存在感を高めているアクティビストと言われるタイプの投資スタイルです。外資系ではスティールパートナーズがソトーとユシロ化学に対して TOB を仕掛けたことが有名ですが、今回はバリュート投資の一環として、友好的なアプローチによるアクティビスト・ファンド (JMBO ファンド) も運営するダルトン・インベストメンツ (Dalton Investments KK, <http://www.daltoninv.co.jp/index.html>, 以下 DI) の CIO (Chief Investment Officer) であるジョージ・ロブリー氏にインタビューしてきました。

DI といえば一昨年には帝国臓器 (その後合併であすか製薬となる) への MBO 提案を行ったことが話題になりました。帝国臓器は MBO 提案を受けた後、未上場のグレラン製薬と合併を発表。DI はこれに対して、合併条件が既存株主に不利であるとして異議を唱えたと報道されました。この合併自体が DI の保有比率を下げるのが目的という説もあったようです。また最近では DI が十数%を保有していたサンテレホンが三菱 UFJ 証券を引受人とする新株予約権発行を取締役会決議し、これに対して DI は予約権の価額が低く設定されている有利発行であるとして東京地方裁判所に発行差し止め請求を行いました。裁判所はこれを有利発行に当たると判断し発行差し止めを命じました。この判断は特定株主の持分を下げることを目的として取締役会決議で決定した買収防衛策、あるいは近年多用されている MSCB や新株予約権による既存株主の利益を損なう懸念のある資金調達に対する警鐘とも受け止められます。いずれにせよ株主が会社の資本政策にはっきりと NO と言い、それが裁判所に認められたことは重要な出来事であると思います。こうした耳目を集める案件も含めて DI は日本での投資を着実に拡大しています。

DI は 1999 年に米国ロサンゼルスで設立され、米国以外には日本と中国 (上海) に拠点があります。運用資金は 12 億ドルで、そのうち 2/3 を日本株に投資しています。運用方針の基本はバリュート投資。これは企業の本質的価値について、その企業のもつ潜在力 (収益力) がまだ実現されていないという (収益がまだ低く、今後大きく伸びる余地がある) 意味と、株式市場での時価総額が現在既に達成している企業価値 (現在上げている収益および予想されているもの) に比べて安い、という二つがあります。中小型株銘柄への集中投資を行い、投資銘柄によっては経営者に対して MBO も提案していく JMBO ファンドに加えて、大型株への純投資やヘッジファンド的な投資を行うファンドも運営しています。

DI の創業者の 1 人は、日興証券 NY (ニューヨーク) に長く勤め日本株へのバリュート投資を発展させた祖父の哲学を受け継いでいるジェームズ・ローゼンワルド氏です。彼とともに DI を設立し、CIO を務めるロブリー氏は、ハワイ出身で日本語に堪能、日系証券会社や外資系証券会社の日本拠点勤務を通じて日本株・日本企業を長く見てきた人物です。

以下、ロブリー氏へのインタビュー

Q. 現在の日本の株式市場の見方は?

A. 今年一杯は調整が続き、その後再び上昇するというのがメインシナリオだろう。しかし景気後退の可能性も30%程度はあると見ている。景気後退は新たなビジネスを生むきっかけにもなるので必要なことでもある。

Q. JMBO ファンドについて教えてください。

A. 2003年に立ち上げたこのファンドは、MBOにより株主価値が向上すると考えられる上場企業に投資し、経営者に対して積極的にMBOを提案していくことを目的としている、言わば「MBO Stimulator」的なファンド。未公開企業投資の過熱感もあり、近年では未公開企業よりも割安な公開企業が少なからず存在している。そうした環境で上場企業のMBOは今後増加すると考えて本ファンドを立ち上げた。出資者は米国の企業年金、大学、富裕層、ファンドオブファンズ、それに日本の金融機関など。立ち上げ時のシード・マネーとしても日本の資金が入っている。経営者とのコミュニケーションを深めた上でMBOを実現するまでに時間がかかるので出資者の資金には、3年程度のロックアップをかけている。ファンドの規模は100億円超になっており、1銘柄については10~20%の持分となるまで買っていきることが多い。

Q. 投資のアプローチを教えてください。

A. 投資候補のスクリーニングは先ず企業の定量的なデータの分析から行う。当社のターゲットは中小型サイズであるが、新興成長銘柄ではない、どちらかといえば業歴が長く成熟した業界で安定した業績を上げている企業。こうしてピックアップした銘柄については、個別面談を積極的に行っていく。当然ながら実際に経営者と話をすることが重要であると考えます。

Q. 投資ターゲットは中小型サイズで、どちらかといえば業歴が長く業績の安定した企業ということだが、他に条件は？

A. 一般的にはオーナー企業でないほうが良い。

Q. JMBO ファンドのエグジットの方針は？

A. 経営陣と協力してのMBOを行うか、あるいは経営陣にMBOの意向が無い場合には経営陣にとって友好的と思われる先に売却する。また、経営陣と話し合いをしアドバイスしていく中で、現状の投資のままで経営陣の努力により企業価値が上がっていけば、そのまま保有し続けてもよい。

当社は株式を取得してから経営陣と企業価値向上に向けたディスカッションを1~2年程度続けていく。当社の立場を言えば企業に対するファイナンシャル・アドバイザーだろう。企業価値を高めるための財務政策・資本政策のアドバイスを提供する。ある程度の期間つきあって、会社の内情も理解した上で次のステップを提案していく。

Q. 企業価値を高めるためにMBOが有力であるという理由は？

A. 本当に企業価値を高めるための経営を行うには経営者が株式を保有しオーナーとなることが望ましい。オーナーから経営を委託された者が経営を行う場合エージェントコストが発生する。さらに単なるエージェントでありオーナーではないのに、人事権など社内権力を武器にオーナーであるかのように錯覚している経営者も多い。逆に良い経営者に適切なインセンティブを与え、株主の利益を考えた経営をしてもらうにはMBOが良い方法だ。また長期的成長のために最善と考える大胆な改革を行うにあたり、多額の資金調達が必要だったり、一時的に業績の悪化を伴う場合、既存の株主がそれを受容できない場合の解決策としてもMBOが考えられる。

Q. 貴社のこれまでの投資先でもMBOは実現していない。日本では大会社の非上場子会社の例やオーナー会社の例があるが、上場会社の非オーナー経営者が行う例はほとんどない。なぜか？

A. MBOをやり遂げるには大変な覚悟とエネルギーが必要であることは間違いない。それに対して日本においては経営者がMBOに消極的だ。MBOでは一旦、非上場となるが、日本においては非上場のイメージがと

ても悪い。人材採用で不利だということをよく理由にする。それと MBO は理解するが、それを敢えてやるだけのエネルギーがないという経営者も多い。株式取得のために個人で相当の借金をすることも嫌がるようだ。しかし当社は業績が堅調で、毎年キャッシュを生んでいる会社を対象に提案している。その点で経営者のリスクは小さいはずだ。当社は事業の切り売りはしない方針であり、経営者にも適切なインセンティブを与えてそのまま経営にあたってもらうことが良いと考えている。それでもなかなか実現しないのは、上記のような理由と、日本の金融・証券の業界自体が MBO を正しく理解していないからだろう。

Q. 敵対的な TOB などの手段を取ることは？

A. 友好的なアプローチが当社のコンセプトなので敵対的な TOB は基本的に行わない。但し、株主を軽視し、株式価値を毀損するようなアクションを起こす経営者に対しては、当社は徹底的に対抗していく。そういう意味では、状況により TOB も必要な手段だと思うし、経営陣を変える必要がある場合にはこれも検討する可能性もある。基本的には経営者個人の人間性が、企業のガバナンスや将来に大きく影響すると考えているからである。

Q. 帝国臓器やサンテレホンのケースでは、DI の姿勢が理解されず、会社が対抗策とも思える政策を実行したが？

A. 投資先に対してはかなり長い期間をかけて経営陣との対話を重ね、我々の目指すものを伝えている。それでも残念ながら真意が伝わらないことや、誤解が生じるような場合はある。我々としても出資者の財産を守る受託者義務があり、必要な対応を取っていかざるを得ないケースもあろう。

Q. 今後の日本での取り組みは？

A. 長い期間にわたり投資をしていく。日本でも資金をさらに集めて投資の規模を拡大していく。そのためにはレピュテーション（評判・信用）が重要である。そのためあまり過激な手法はとりづらしいし、とるつもりも無い。繰り返しになるが、我々は投資先の企業にとってファイナンシャル・プランナー、あるいはアドバイザーのようなものだ。金融・財務についてはプロであるが、事業については会社の意向を尊重していく。時間をかけて企業価値向上の道筋を話し合っていくスタンスだ。こうした姿勢を理解してもらう努力も必要だ。

2. IR レポート「投資家のスタイルについて」

先月のレビューではアトランティス・インベストメント・リサーチのエド・マーナー氏のインタビューを掲載しました。今回もやはり外資系のダルトン・インベストメンツ KK のジョージ・ロブリー氏へのインタビューを掲載しております。ともに外資系の運用会社ですが、投資のスタンスには違いがあります。対比しながら、それぞれの特徴をおさらいしてみます。

アトランティスは一般的な機関投資家といえます。成長が見込まれる割安株に投資を行う。投資しても議決権の行使は行わず、ガバナンスが悪く投資リターンも見込めない状況となれば売るだけ、という「ウォールストリート・ルール」で行動しています。一方、ダルトンは「アクティビスト」と分類されるタイプの投資家です。投資先企業に対してガバナンスや財務面を中心とした経営戦略の提案も積極的に行い、投資に対するリターンを上げる努力をしていくスタイルのファンドです。経営サイドのスタンス次第で議決権も積極的に行使。

資金についてはともに欧米の年金基金や大学、個人富裕層などが中心です。特徴はアトランティスのファンドは、出資証券を市場に上場している会社型投信である点。資金量は安定、出資者は安定株主はいるものの市場での売買により常に変動しています。一方、ダルトンの場合は、大口投資者対象の私募で、ファンド

の投資に伴って資金を拠出するキャピタル・コール方式。さらに資金拠出を一定期間コミットするロックアップがかかっています。

投資手法については、ともにバリュート投資。ただしアトランティスは成長が期待できるにも関わらず、アナリスト・カバーがなく、投資家の目に留まらない小型株を探す姿勢。比較的新しい企業を投資対象とします。必然的にオーナー企業への投資が多くなっています。従って投資判断においては、ビジネスモデルに加えて、オーナー兼社長の意欲・能力・人間性なども重視しています。一方、ダルトンの場合、対象の企業の確保している事業基盤が重要。成熟産業/ニッチ分野で高いシェアを確保しており、安定した利益・キャッシュフローが期待できることが条件です。しかし現状では成長性に乏しく、投資家にとってはやや魅力にかけられるような銘柄。これが資本/財務構造の転換や、大掛かりな経営改革により利益水準が変わることが期待できる。比較的業歴が長く、株主構成的にはダントツの大株主はおらず浮動株が多いので、かなりの持分に達するまで市場で株を購入できる。こうした条件を満たす企業が良い投資対象となります。非オーナー経営者をMBOなどで準オーナー経営者に変えてモチベーションを高めることも提案しますが、逆に経営者に意欲が欠ける場合には、大株主として交代を迫るような戦術も取る可能性があります。

銘柄のスクリーニングのアプローチについては、ともに経営者との面談を非常に重視します。マーナー氏もロブリー氏も在日経験が長く、日本語に堪能で柔らかい笑顔の持ち主。取材される側の警戒心を解きほぐす魅力を持っている点は共通しています。

3. IRレポート「企業のガバナンスはファイナンスに現れる」

ダルトン・インベストメントのインタビューにサンテレホンの記述があります。新株予約権の発行決議に対して、不当に低い価格での発行で既存株主の利益を損なうという理由での、ダルトンの発行差し止め請求が東京地裁で認められています。資金調達については、一時流行ったMSCBが投資家から強い批判を浴びて発行が減少しています。変わって登場したのが新株予約権の発行とそれに続く権利行使による資金調達です。しかし行使価格(MSCBの場合転換価格)が時価に応じて定期的に修正されることと、その価格は時価から数%ディスカウントした水準であることなど、MSCBと同じ特徴を持っています。ただMSCBが既存株主の利益を損なう資金調達手法というすっかり悪いイメージがついてしまったとの違い、新株予約権は最初にアナウンスする時点では予約権の発行するというタイトルであり、これをMSCBが形を変えた資金調達だと認識しないナイーブな投資家もいるようです。また新株予約権は資金調達目的だけでなく役員・従業員向けのインセンティブとして発行されるなど幅広い目的で利用されており、新株予約権自体に悪いイメージは着いていません。そんなこともあり今のところMSCBより市場の反発が少ないようです。資金調達として利用する場合の違いは、最初に予約権単独の価格を決めて投資家が有償で購入すること。MSCBの場合、予約権は社債とセットでその対価ははっきり明示されません。発行の際に予約権の価格を低めに設定して投資家に提供しようとしたのがサンテレホンでした。

この手法を利用した例もたくさんありますが、つい最近ではオックスホールディングス(日本振興銀行の騒動で有名な落合氏が社長を務める会社)の新株予約権発行についても、予約権の発行価格がフェアバリューより低いように思われます。しかし、このケースでは「不当に低い」と主張するプロの既存株主はおらず、発行が終了ししています。

資金調達のやり方が問題視される事例は、こうした新興あるいは中小型銘柄に限らず、成熟した大企業にもあります。日本航空もその一例です。株主を重視したコーポレートガバナンスと言いながらも、実際には軽視していると思わざるを得ない例が多々見受けられます。そうした未成熟なガバナンスの実態が最もよく現れるのはファイナンスの時である、と感じます。

個人投資家にとってみれば、投資先企業が不当なファイナンスを企業は実行しようとした場合に、差止請求までを行うアクティビスト株主がいれば心強いと言えます。せめて悪いガバナンスには即売却、の対応でプレッシャーをかけるような機関投資家がいることは、多少なりとも安心する材料になります。その意味では、個人株主作りのためにも、合理的な判断をする機関投資家作りが必要といえそうです。

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。