

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「企業年金連合会 コーポレート・ガバナンス原則」について**

企業年金連合会よりコーポレート・ガバナンス原則の改訂版が2月28日に発表されました。今年も3月決算企業の株主総会が近づいて来たタイミングで、昨年までの原則にさらに踏み込んだ内容を加えた改定です。すべての上場企業経営者の方に読んで頂きたい内容です。 [http://www.pfa.or.jp/top/jigyuu/gov\\_1.html](http://www.pfa.or.jp/top/jigyuu/gov_1.html)

この中から印象に残る記述を上げさせていただきます。

**I 基本的な考え方 - 2. 株式投資の意義** - 「企業は専ら富みを生み出す主体であり、年金制度の安定的な運営のためには企業の持続的な繁栄が基盤である。」これは皆さん同意するでしょう。

**I 基本的な考え方 - 3. コーポレート・ガバナンスの基本** - 「コーポレート・ガバナンスにおいて最も重要なことは、企業内部に株主価値の観点から企業経営を監督する仕組みを築くことである。」企業は誰のものか？の神学論争にも成りかねないですが、投資家の視点はこうだと考えるべきでしょう。最近話題となった東京鋼鐵ではコーポレート・ガバナンスが十分機能していなかったか、あるいは違うものを意識していたのか。

**II コーポレート・ガバナンス原則 - 5. 事業計画等** - 「CEOは、中長期的な事業計画(資本政策を含む)を策定し、株主等に説明するとともに、株主資本コストを十分に意識した経営を実践すべきである。」中期事業計画を出すべし。同意！ 「株主資本コスト？」という経営者も多いでしょうが、今回の原則ではこの株主資本コストを意識した数値基準が加えられています。「ROEは10%以上であることが望ましい。」株式への期待利回り (= 期待 ROE = 株主資本コスト) は、リスクフリーレート (10 年国債利回り 2%) + 株式リスクプレミアム (5~6%) で 8%程度を考えられます。これをクリアしろと言う明確なメッセージです。

**II コーポレート・ガバナンス原則 - 8. 経営戦略の変更** - 「企業の重要な経営戦略の変更や既存株主の利益に影響を与える経営変更は、株主の事前の承認が必要であり、株主が適切な判断ができるよう十分な情報と時間が与えられるべきである。」果たしてどんな方法で、どれだけの情報と時間を提供すればいいのか？これはなかなか難しい要求です。

**III. 株主議決権行使基準 - 1. 会社の機関に関する議案** - (2) 役員を選任「過去3期連続してROEが8%を下回る企業については、その原因や対応策を含め、事業計画や資本政策等について納得のいく説明が得られない場合、再任候補者に肯定的な判断はできない。」これだけの具体的な目標数値が出された以上、企業はこの目標達成を強く意識して行かねばならないでしょう。

**III. 株主議決権行使基準 - 3. 資本政策等に関する議案** - M&Aやファイナンスに関しては、条件について中立的な第三者による算定根拠の提示、株主価値への影響について十分な説明を求めるとしています。ここは昨年と同様の内容ですが、徐々に効果が出てきているのではないのでしょうか。取締役会で決定したMSCBや新株予約権利用のファイナンスが裁判所で差し止められるケースや、会社同士で合意した株式交換が株主総会で否決される例が出てきています。納得できない会社側経営判断に対して、積極的にNOという投資家が増えてきています。

こうした投資家の提唱するコーポレート・ガバナンスの原則がすべて正しいとは言えません。企業経営者として考えるガバナンスの原則は別にあることでしょう。しかし株式市場に上場した以上、こうした投資家の考え方を十分理解し、会社の考え方をきちんと伝えて理解してもらうためのコミュニケーションの能力と努力が強く求められるようになってきています。

(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)

2. IRレポート「いちごアセットマネジメントのスコット キャロン社長へのインタビュー」

大阪製鉄による東京製鉄の子会社化のための株式交換の臨時株主総会提案。この交換比率に反対する大株主、いちごアセットマネジメントの委任状集め。結果は総会で特別決議は否認されました。この事件は新聞報道でご存知の方が多いと思います。総会直前にキャロン社長にインタビューした記事を東京IPOのコラムに掲載しました。ここでコラムを再掲致します。

「東京IPOコラム～コーヒブ레이크～「いちご」の成長に期待します」

東京鋼鉄(株)(JASDAQ5448、以下「東京」)が22日に開催する臨時株主総会で、株式交換により大阪製鉄(株)(東証1部5449、以下「大阪」)の完全子会社となるという会社提案の特別決議が行われます。経営陣同士が合意したM&Aが総会で否決される事態になれば、日本で初めの事例となるそうです。これに反対する「いちごアセットマネジメント(以下、いちごAM)」が株主権の行使により株主名簿を閲覧、東京の株主に対して、大阪による株式交換契約に関する議案を否決することを目指した委任状勧誘を行いました。このような委任状争奪戦も非常に珍しい事例です。M&Aは珍しくなくなりましたが、TOBが利用される場合がほとんどで、そうした場合、一般株主はTOBに応じるか否かの選択をすることになります。しかし今回の件では、臨時株主総会でその是非が問われます。総会に向けて機関投資家と個人投資家が団結して、会社側の提案に反対の意思表示をするという点でも稀有な“事件”です。さらにいちごAMの行動は、プロの投資家の果たすべき責任というものを示した例としても意義のあることと考えます。

東京経営陣は株式交換により大阪の完全子会社となり、競争力を高めていく方針を決めました。実現すれば東京は上場廃止となります。昨年10月の発表に対して、それ以前から東京への投資を検討していたいちごAMは、総会の基準日(議決権が確定する日)である昨年12月22日までに10%の株式を取得し、さらに特別決議の否決が可能となる3分の1の議決権を確保するための委任状獲得を開始しました。いちごAMが反対理由として表明している意見は以下の通りです。

- ・ 東京は非常に効率的に経営されており、世界的に見てもこの分野でのエクセレント・カンパニーである。さらに大阪の子会社となり競争力を高める方針は十分に理解できる。
- ・ しかし今回の株式交換の比率が適正なものでないため賛成できない。会社提案では東京1株について大阪株式0.228株を割り当てるとしている。これは発表当日の株価に対して5.8%のプレミアム、直前1ヶ月間の平均株価に対しては0.3%のプレミアムにとどまる。一方、いちごAM独自の評価では、少なくとも0.295株が妥当であると考える。
- ・ 比率が適当でないとする理由は、以下の4点：

東京は株式交換発表と同時に06年9月中間期の上方修正を発表したが、これが株式交換発表時の株価に反映されていない。

大阪は東京を完全子会社化することで、東京既存株主から経営権を取得する。このコントロール・プレミアムが反映されるべきである。

東京の株式益回りは大阪のそれを大幅に上回る(東京のPERは大阪に比べて非常に低い)。大阪株主からすると益回りの改善となるが、東京株主からすると益回りの低下となる。

東京と大阪の連携で大阪グループの収益力は大幅に強化される。今後のポジティブな変化が織り込まれていない。

また評価の公平性を損なう可能性がある点として、大阪のメインバンクである三菱東京UFJ銀行と同グループの三菱UFJ証券が、東京の第三者機関として交換比率を算定している点も挙げられています。こうした明快な主張が他の株主の理解を得て、決議を否認するに必要な議決権の3分の1に近い委任状が集まっ

ているようです。

いちごAMはモルガンスタンレー証券(東京)で役員を務めたスコット・キャロン社長が昨年春に設立しました。日本の拠点は投資顧問業を行い、シンガポールの拠点が運用業務を担当。運用資産は30億円で、海外の個人の資金などを運用。国内小型株対象のバリュート投資を専門とし、現在の投資銘柄は13社、東京鋼鉄以外ではニッキ(東証2部6042)について大量保有報告が出ています。

委任状争奪戦も佳境を迎えた15日にオフィスを訪問してお話を伺いました。外国政府機関の同居する洒落たビルに居を構えています。

今回の件についてのコメントは以下のようなものでした。「昨年春の会社設立以来、東京を調査し非常に高い評価をしており投資を真剣に検討してきた。その中で突然の大阪の子会社化発表に驚いた。提案内容を検討し、大阪との組み合わせは非常に良いものと判断したものの、株式交換比率には大いに失望した。東京の経営陣の業務執行能力は評価しているが、一方でこのように一般株主の利益を損なうと思われる判断がなされた理由は理解し難い。大阪・東京の経営陣としては、一体となって業績を伸ばしていくことで株主にも長期的にメリットがあると考えたと推測する。その目的は良いが、実行するに当たり東京の既存株主への配慮が欠けている。東京の役員会に、株主の利益という観点で物事を考える人がいないことが要因ではないかと考えている。」

総会で特別決議が否決される可能性が高いと言われているが、仮に可決された場合どうするかという問いには、「それが株主の意思ならば尊重し、大阪株式の保有という形で引き続き東京を支援する」とのことでした。結果もさることながら、日本でこうした行動が影響力を持ち始めていることに大きな意義があると考えます。

米国カリフォルニア州出身のキャロン社長は幼少時から何回かの日本滞在経験を経たあと、94年に日本開発銀行の客員研究員として来日。日本における新興企業向けの株式市場の開設などをテーマとした研究に従事。当時は研究の道を進む意向だったものの、仕事にとっての重要な三つの要素、「学ぶ」、「教える」、「実践する」の最後の部分がない点が物足りず、証券業界に転進したとのこと。以降、モルガンスタンレー証券などで順調にキャリアを重ねました。そうした中で日本企業のガバナンスの1つの特徴であった金融機関や取引先との株式持合と、その解消の通じた変化の流れも感じたようです。安定株主の消滅に合わせて、日本でも台頭してきた買収ファンドやアクティビストと言われる投資家の活動も目の当たりにして、日本社会に相応しい行動をとる投資家の姿を模索したようです。

また国内小型株市場の非効率性を見るにつけ、そこに大きな投資機会、ビジネスチャンスも感じたそうです。米国においては小型株、地方株専門の証券会社や調査会社が存在し、小さな上場会社でも調査レポートが作成され、証券会社のフォローも行われています。しかし日本においては今回の東京鋼鉄のように、安定した経営と強い収益基盤を持ちながらも、時価総額、業種、成長性、地域性などの要因でアナリストのカバーがなく、キャッシュも潤沢でファイナンスの可能性が少ないため証券会社のカバーもなく、引いては投資家からも評価されず、非常に割安に放置されたままの企業が存在しています。

こうした状況を踏まえて、いちごAMは、東証2部やJASDAQに上場し、既に事業基盤を確立している時価総額200億円以下の規模の企業で、特色あるエクセレントカンパニーでありながらアナリストのカバーもなく、PBRが1倍前後で推移するバリュート株への投資に特化する方針で活動を始めました。投資先の経営陣との対話を重ねる中で長期的に投資を行うことも基本的な方針としています。この分野でのNO.1を目指すのはもちろん、日本の小型株投資により、世界のあらゆる株式投資スタイルに中でも優れたパフォーマンス

ンスを達成することを目標としています。

同社は投資姿勢を示すものとして「モノを聞く株主」という表現を使っています。「聞く」には経営陣の経営方針などを真摯に聞く、という点と、同時にこちらからも「訊く(尋ねる)」という姿勢も込めているそうです。社名の「いちご」は今回メディアで紹介されたように一期一会から来ています。インタビュー当日もスーツの襟に「一期一会」というバッジ(社章)を付けていたのが印象的でした。最後に1つ印象に残るコメントがありました。今回のように株主名簿を閲覧して一般株主に対して委任状勧誘を行うような行為は非常に手間とコストがかかり、運用パフォーマンスだけを考えると最善の手法ではないのでは?と尋ねました。それに対しては、「投資家、特にプロの投資家、機関投資家には市場の効率性を高めること、市場の規律を高めること、個人株主を含む一般株主の利益を代表して行動する社会的責任がある。その為のコストは負担するのは当然である(=それをカバーする運用パフォーマンスを出す)」、ということでした。短期的な大量買い上げと売却によるサヤ取りや、価格修正条項付のファイナンスの引受で利益を上げる利己的姿勢の“プロ”が目につく中で、非常に新鮮な印象が残りました。今週の総会の結果とその後の展開も気になりますが、日本の市場における「いちご」の成長と存在感の高まりにも期待します。

(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)

お問合せ：(株)フィナンテック e-mail [info@finantec-net.com](mailto:info@finantec-net.com) 電話 03-3560-5444 (代表) FAX 03-3560-5445

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