

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より、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. お知らせ「人材事業開始のお知らせ」

フィナンテック・グループはこの度金融機関や外資系事業会社向けに 20 年の実績を持つ(株)ヒューマン ディベロップメント インスティテュート (HDI) を子会社化し、新たに人材紹介・派遣ビジネスを開始しました。フィナンテック・グループの経営資源と合わせて、成長ステージにある企業向けの経営幹部・マネージャー層の紹介や、IR 活動に必要な語学力のあるスタッフの派遣業務も拡大してまいります。ホームページ <http://www.hdi.co.jp/index.html>

## 2. コーポレートガバナンスレポート「Responsible Active Ownership」

今年も既に 11 月半ば。今年もコーポレートガバナンスに関して考えさせられる出来事がたくさんありました。ステイールパートナーズとブルドックソースの件がもっとも世間の耳目を集めた出来事であったかもしれませんが、個人的には取材やセミナーへの参加でお世話になったスコット・キャロン氏が社長を務めるいちごアセットマネジメントによる東京鋼鐵の委任状争奪戦が東の横綱、ダヴィンチ・アドバイザーズによるテーオーシーへの TOB が西の横綱とします。日本の企業経営者に株主利益を強く意識させる上で、大きな意義のあるアクションを取ったと評価します。

先日、CFA 協会のセミナーにおいて、英国のアクティビスト型の機関投資家である Governance for Owners LLP の代表ピーター・バトラー氏の講演を聴きました。バトラー氏は“Responsible Active Ownership”を主張しています。「受託者として、プロフェッショナルとしての責任を積極的に果たす株主」、とでも言うべきものでしょう。その前に受託者たるプロの投資家の責任は“Stewardship”と表現しています。受託者責任は米国では“Fiduciary Duty”と表現されることが多いと思いますが、さすがナイトの国では、それらしい言葉になります。そして“Stewardship”を実践するには“Responsible Active Ownership”が必要、今回は同氏の主張する Ownership の考え方をご紹介します。

まず責任を果たす上で重要な株主の権利として以下のようなものを上げています。

- ・ 議決権
- ・ 定款を決める権利
- ・ 総会の招集権
- ・ 取締役の選任権
- ・ 他の株主を探す権利 (株主名簿閲覧権)
- ・ ガバナンスに関して他の株主と協議し、協力する権利 (支配権の異動の意図を含まない)

良識ある長期株主として果たすべき具体的な責任は以下の通り。

- ・ 良いガバナンスを構築する上で、会社に期待することを明確に伝える。
- ・ 投資対象企業を分析、理解し、問題点を把握する。
- ・ 長期的な企業価値の向上に貢献する活動を行う。そのためにガバナンス原則に基づく経営を、柔軟に、実用的に、知性を持って企業に求めていく。
- ・ アクティブに経営に関与していく準備をしておく

株主として関与すべき事項は、戦略的ガバナンスと構造的ガバナンスに分けられる。戦略的な面では以下の 3 点。

- ・ 取締役会の構成について
- ・ 経営戦略について
- ・ 資本構成について

構造的な面では以下の 4 点。

- ・ 監査について
- ・ 内部統制について
- ・ 経営者報酬について
- ・ 企業の社会責任 (CSR) について

責任ある株主に求められる要素・資質は以下のような点。

- ・ 幅広い投資ポートフォリオを持ち、多くの企業に影響力を持つ。
- ・ 幅広いスキル（企業分析、投資分析、戦略分析、M&Aの知識、法規制の知識、企業財務、IR、コーポレートガバナンス、PR）
- ・ 多様な経験（取締役経験、コンサルタント、投資銀行、投資調査、ポートフォリオマネージャー、法務、多様な国籍）
- ・ 決断力、決意（利害関係者からの圧力に屈しないため）
- ・ ネットワーキング（国際的なビジネス界、金融界、メディアとのネットワーク）
- ・ 金融界での提携

現実にはまだ効果的に責任ある投資を行う株主は少ない。その理由としては以下のような点がある。

- ・ 誰か責任ある投資を行う投資家が居れば、その影響にただ乗りすることも容易であるため、機関投資家も自ら経営資源を投下して、積極的に行動していない。
- ・ 英国で投資の行動規範として企業には”Comply or Explain”「投資家の求めるガバナンス基準を遵守するか、遵守しないならその理由の説明を求める」の行動を求めるという考え方が定着している。しかしこれも、そう唱えるだけでは効果がなく、実際に企業に強く働きかねないと効果が出ないことを投資家は認識していない。
- ・ 投資家の姿勢が企業の経営者からも信認されていることが重要である。しかし現実にはファンドマネージャーのスキルは投資判断など限られた部分のもので、企業からは経営やガバナンスに関するアドバイスを受ける相手として認められていない。
- ・ 機関投資家同士の効果的な協力がないと、個々に責任を持って行動しても、その努力が無駄に重複したり、バラバラなメッセージとなって混乱を招くこともある。

（最新の商法務 11/15 NO.1815 「株主総会における機関投資家の役割の論点」 関孝哉）をご参照下さい

責任ある投資を促す仕掛けとしては、次のようなものが必要である。

- ・ Relational 投資ファンド（経営陣に積極的に働きかけを行う投資信託）
- ・ 責任ある株主としての、責任（行動）部分を独立した専門家に委託する仕組み
- ・ 国内外のコーポレートガバナンスに関する投資家団体間のネットワーク強化

このセミナーのもう1つのテーマは、短期思考の投資の弊害とそれに対比して責任ある投資家は長期投資、長期的に企業価値が上昇するように、投資先の経営に積極的に関与すべきである、というものでした。短期思考の投資の代表格としてヘッジファンドを上げ、ヘッジファンドの活動に不可欠の信用売りに対する規制が必要である、という点を強調していました。

責任ある投資家として長期投資を行う上で取り組むべき課題として以下の点を上げています。

## 1. 貸株、信用売り

### 問題点

- ・ 貸株された銘柄に生じる過剰な供給（売り圧力）
- ・ 貸株の対象銘柄を含むポートフォリオのリターン低下
- ・ 貸し手は経済的権利を維持するが議決権を失う
- ・ 貸株で株主としての権限が長期投資家から短期投資家に移ること

### 解決策

- ・ 貸株の供給を制限する
- ・ 貸株の状況の開示
- ・ 委任状争奪戦の前の貸株解消促進策の導入

## 2. 長期保有に報いる施策

問題点

- ・ 株主責任を果たそうとするとコストがかかる
- ・ 短期投資家はこれを負担しない

解決策

- ・ 2年以上の保有、貸株をしていない株主に対して特別配当をする、あるいは新株の無償交付をする。
- ・ こうした制度が導入されると貸株することでリターンが低下することになり、貸株を抑制する効果もある。

3. 株主と代理人を補足する取締役の権利強化

問題点

- ・ 取締役は株主を把握できていない。

解決策

- ・ 無記名株式の廃止
- ・ 法的所有者、実際の経済的利益を享受する受益者、議決権行使代理人などをそれぞれの登録を義務付ける
- ・ 貸株記録が発行会社に報告され、経営者が真の長期保有株主を把握できるようにする。

4. 短期思考株主の力の抑制

問題点

- ・ ヘッジファンドやその他の短期思考の株主が強力になり過ぎている。

解決策

- ・ 取締役が対話できる長期株主群を作る。(具体的な取組としては、家族保有、インデックス投資家と責任ある株主の組み合わせなど)

セミナーでの主張の結論としては以下のような点を上げていました。

- ・ 投資家は株主、企業のオーナーであり、企業経営に責任を持つという考え方を広めていくことが必要。
- ・ 株主の権利についてのグローバルスタンダードの確立が必要。
- ・ オーナーた株主は投資先の経営に責任を持ち、それを果たしていかなければならない。
- ・ 株主がアクティブに活動しない限り、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」のアプローチで株主からの要求を伝えても機能しない。それができなければ、世界的に企業統治法のようなものが必要になる。
- ・ 株主は協同し、株主としての行動に伴うコストをシェアするべきである。
- ・ オーナーシップ活動に特化するビジネスが序々に発展して来ている。
- ・ 取締役が短期／長期株主問題により積極的に行動しなければならない。

今年は、いちごアセットマネジメントは対話型のアクティビスト株主として世間の耳目を集めました。また英国系の機関投資家からの増配要求、唐突な経営統合や既存株主の利益を損なうファイナンスに対する反対意見の表明など比較的緩やかで、かつ一般株主としても理解し、同調できるような株主行動がかなり目立つようになりました。こうした株主行動の理論武装とネットワーク化が進んでいくと、企業側もますます株主を意識した経営が求められるようになるでしょう。しかしながらヘッジファンドや一部の個人投資家など短期思考の投資家に対して、その投資行動を変えさせることは容易ではありません。その投資スタイルを悪として法的に規制するようなことはできません。貸株などに制約を掛けるなどの対応については、長期株主の結束とさらには企業側との協同が必要であろうと思います。

(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)

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/jp/> に掲載しております。