

IR Insight

Prepared by Tokyo consultancy
Investor Impact, Inc., **IR Insight**
provides analysis about the latest
IR trends and recommendations
on communications strategies that
positively impact corporate value.

April 2014



■ 米国のIROが考えるアクティビズム：日本企業への示唆

今月号は、前号（2014年2月号）に引き続き、2013年12月3日から6日にかけて開催された全米IR協議会（NIRI）シニア・ラウンドテーブルの年次会議で議題となったテーマを取り上げます。この会議に参加できるメンバーは、NIRIの会員で、かつ10年以上IR業務に携わっている者に限定されています。IR業界において指導的な役割を徐々に高めてきたこの会議は、IR業務のあるべき姿を追求するために、米証券取引委員会（SEC）やその他の公的機関および民間部門に対して助言を行っています。前号では、「報告スタイルの変化（＜統合報告＞の増加）」「機関投資家とのコミュニケーションにおける社外取締役の役割」について述べましたので、今号では、「モノ言う株主への対処」と「株主価値最大化への正しい視点」について報告します。

モノ言う株主への対処

2013年の議題でIR担当役員（IRO）にとって最も重要だったトピックは、モノ言う株主（アクティビスト）への対処方法というのが会議参加者の一致した見解でした。その背景にある主な理由を挙げてみると、

- アクティビスト投資家の活動が全般的に活発になってきている。これは、「アクティビスト」に分類されるファンドによる投資件数が増加していることから分かる。
- アクティビストに委託するファンドの投資額も増加しており、アクティビストが投資対象企業の範囲を広げようとする動きを助長している。現在、投資家が利用できるファンドには多種多様なものがあるが、1,000億ドルを超えるファンドもあると言われる。ただ、どの推計値を見ても2008年頃から投資額が著しく増加している。ある報告では、世界の205

のファンドがアクティビスト的な投資傾向にあるとされ、その資産総額は 1 兆円にも達するとみられている。

- アクティビストはほとんど全ての業種に投資している。ある一定の業種もしくは業種群に集中して投資するのではなく、投資対象は全銘柄に及び、そのセクター内で経営課題を抱えている企業をターゲットとする傾向がある。つまり、アクティビストにとってそうした企業は、経営判断に影響を及ぼすことにより投資リターンを得られる機会があるということの意味している。
- アクティビストはより小規模な企業に対象を転換しはじめたと言われている。また（米国以外の）海外企業に関心を示すファンドも見受けられる。それは、大型株に候補となりそうな投資先が少なくなってきたからではないかとみられている。

ラウンドテーブルの発表者や討議への参加者が強調しているのは、IRO にとって重要なことは「アクティビストの行動主義（アクティビズム）」は無くならない」ということです。主な意見としては以下のようなものがありました。「今は気付いていないかもしれないが、貴社はすでにアクティビストのターゲットとされているか、少なくとも過去に一度はその対象として会社内容を精査されている」「アクティビズムはまだ終わらない」「喫緊の課題はアクティビストにいかにかうまく対応するか」

ラウンドテーブルで明らかになったもう一つの基本的な問題は、一口にアクティビストと言っても、その性格は様々だということです。一方の極は、より良いコーポレート・ガバナンスを期待し、長期戦略を重視し、中長期にわたって企業価値を高めるような経営改革を求める、企業に好意的な一群です。このグループに属するアクティビストには CalPERS をはじめとする年金基金があり、すでにかかなりの金額を複数の企業に投資し、長期的な株価の上昇を見込んでいます。もう一方の極は「反体制派」と呼ばれる一群で、その狙いは通常、短期の利益です。反体制派は企業に対して少額から中程度の資金ポジションの投資を行い、自社株買いや増配など短中期に株価を上昇させる施策を提案します。

ラウンドテーブル参加者はこうしたアクティビストへの対応について、以下のような積極的な提案を行っています。

- 自社の株主の中にアクティビストが存在しているかどうか、株主判明調査を行う。

- 存在が確認された場合は、概して好意的で長期的視野を持つ一群から、いわゆる反体制派までのどこに属しているかを分類する。
- 株主判明調査の結果を基に、アクティビストの視点から見た自社固有の脆弱性を分析する。
- 分析が終わったら、最も効果的と考えられるアクティビストへの対応策を策定する。

豊富なアクティビスト対応の経験がある IRO が強調することは「アクティビストと面談する際は、特に相手が長期投資家の場合は、和やかに、かつ思慮深く、否定的な態度は取らず、守りの姿勢よりも前向きな態度で接するべきである」ということです。

アクティビストとの面談に先立って、企業側は自らの弱点を把握し、好ましい投資ストーリーや投資家の懸念に応えられるような包括的で説得力ある回答を用意しておくべきです。

日本企業への示唆

最近アクティビストの攻撃にさらされている日本企業は比較的少ないものの、世界的に見ると、アクティビズムを実践する株主は増える傾向にあります。アクティビストファンドの運用益は一般的にヘッジファンドの平均を上回っています。これは、アクティビストが時間とともに他のファンドにも影響を及ぼしていくことを意味します。日本企業は先に述べたような点を予習しておく必要があるでしょう。アクティビストの存在を調査し、想定されるアクティビストの投資目的や行動パターンを分析し、自社がターゲット企業となった時のために脆弱性を分析し、すべてのアクティビストを十把ひとからげに「悪玉」と決めつけてしまうようなことはせず、入念にアクティビストとのミーティングを準備すること。そうすれば、特に長期投資家からは、おそらく今まで聞くことがなかった業績や戦略に関する見解を知ることができるので、日本企業にとっては非常に有益といえます。アクティビストへの対応策を準備する上で、IR プログラムや既存株主に対してより積極的にアプローチすることにも、より留意することが必要となってきます。

株主価値最大化への正しい視点

—なぜ GE のジャック・ウェルチ氏は「株主価値などというものは世界で最もばかげた代物だ」と言ったのか？

部分的には正しいとはいえ、ジャック・ウェルチ氏の表現は若干、誇張気味で、ショックを与えて考えさせようという意図が読み取れます。NIRI や、米国以外の同様の機関では、IRO の使命

は株主価値を最大化することという点を信条のひとつとしています。ラウンドテーブルの発表者の一人、コーネル大学法科大学院で企業法・商法分野において著名なリン・スタウト教授は IR 関係者を驚かせる本を出版しました。そのタイトルは『株主価値の神話：株主第一主義はいかに投資家、企業、国民に有害か』¹というものです。

本書の基本となるメッセージは「企業が、株価によって測定される株主価値最大化を一途に図ることは、むしろ株主にとって有害である」ということです（本稿での引用は、スタウト氏の上記著書と NIRI の月報『IR アップデート』2014 年 3 月号での氏へのインタビュー記事に基づいている）。この主張も部分的には正しいといえます。スタウト氏によると「株主価値中心主義により経営陣は四半期業績を第一義に考え、企業の長期的な健全性に必要な研究開発や設備投資を抑制するようになった」ということです。氏はさらに「・・・企業は株主価値の最大化を図るべきである、という考えは正しくない」と強調しています。ここで言う「(図る) べきである」というのは、「企業に株価や利益の最大化を求める法的根拠が存在する」ということです。氏によると、米国の会社法にはそのような考え方はなく、企業や取締役会に株価や株主の富を最大化することも求めてはいません。

米国に公開企業が誕生して以来、企業経営については 2 つの学説が提唱されています。一つは「株主優先論」で、株式公開した企業は株主の利益に対してのみ奉仕し、取締役・役員は配当の支払いと株価の上昇によって株主の富を最大化することに専心すべきである、という考え方です。

もう一つの学説は、「管理主義者 (マネジリアリスト)」の観点から説明するもので、企業は単に株主の富を最大化するだけにとどまらず、より広い社会的使命を帯びているという考え方です。言い換えると、企業は、顧客や従業員および社会全体など、他のステークホルダーの利益のためにも奉仕すべきである、というものです。この「管理主義者」の視点は 20 世紀前半に一般的に主流となっていた考え方でした。

スタウト氏によると、株主優先論は自由市場経済を信奉するシカゴ学派に支持され、1970 年代に定着し、学界、ビジネススクール、政府機関、企業経営者などに広く受け入れられました。この考え方は、今や企業や投資家の考え方や行動にしっかりと根付いています。例えば、経営陣の

¹ このタイトルは原文を直訳したものです。原題は「*The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*」、Berrett-Koehler Publishers、2012 年 5 月出版。

報酬は一般的には株価と連動しています。米国証券取引委員会はこれまで、役員報酬の詳細開示など、企業に対する株主の権限を強化する施策を数多く実施しています。

日本企業の対応

最善のアプローチとしては、上記の 2 つの考え方をうまく融合させることだと思われませんが、一方で、企業の存在理由をどう考えるかという点において、最近では管理主義者の信奉者が増加しているように見受けられます。その証拠に、企業の社会的責任（CSR）や<統合報告>への関心が高まり、ハーバード大学のマイケル・E・ポーター教授が支持する「共有価値創出（CSV）」にも関心が向けられています。先月号でも述べたように、日本における<統合報告>への関心の高まりは、日本企業が世界中の長期投資家からより有利に資金を集められるという可能性も示しています。ただし、よりしっかりした質の高い IR 活動を展開すればという条件付きではありません。インベスター・インパクトではそうした企業の皆様に対して、IR や<統合報告>、CSR、CSV などの分野で付加価値の高いコンサルティング・ソリューションをご提供できると自負しております。

*** **

IR Insight に関する皆様のご意見、ご質問をお待ちしております。ご連絡は下記まで。

C. テイト ラトクリフ	Tel: 03-6417-4932、Email: tait.ratcliffe@investorimpact.com
トーマス R. センゲージ	Tel: 03-6417-4933、Email: thomas.zengage@investorimpact.com
角 里香	Tel: 03-6417-4935、Email: rika.sumi@investorimpact.com

株式会社インベスター・インパクト

〒141-0031 東京都品川区西五反田 2-18-2 五反田 KY ビル 8 階

Tel: 03-6417-4930 Fax: 03-6417-4931

info@investorimpact.com

www.investorimpact.com