

## 連載：コーポレートガバナンス（第4回）

執筆者 プロフィール紹介

中村岳嗣

PAG 株式運用部 マネージング・ディレクター

1998年プリンストン大学コンピューターサイエンス学部卒。ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン社を経て、ゴールドマン・サックス証券会社アジア副会長補佐役、後に株式運用部勤務。その後、独立系投資顧問会社数社にてプライベート・エクイティ投資および上場株運用業務に携わり、2011年PAG株式運用部部長。上場日本株式のポートフォリオマネージャーを務める。

本連載では資本市場の基本的な仕組みたるべきコーポレートガバナンスにまつわる論点を紹介し、それに幾許かの考察を付け加えることを目的としているため、あまり市場動向自体についての評価や見立ては行わないようにと考えている。だが、今回はタイミングがタイミングなだけに、少し足元の市場の動きに視点を落とした上で、本論に移りたいと思う。

先月、上場を果たしたアリババ社を受け入れた市場環境として、力強い上昇を続けてきた米国株式市場の水準については「そろそろ議論が噴出しそうな勢い」と述べた。果たして、その後の動向はまさに市場の市場たる所以を象徴するかのようである。

前回原稿執筆時の2営業日前にあたる9月18日に史上最高値<sup>1</sup>をつけた米国株式市場は、その後下落に転じ、今月<sup>2</sup>に入ってから欧米のマクロ指標悪化や米国内でのエボラ出血熱二次感染発覚などにより下げ足を速めた。そして先週水曜<sup>3</sup>にはS&P指数が寄り付きから4時間で3%超もの下落をみせた後に一転して切り返し、結局その日を僅か0.8%の下落で引けるなど、激しい価格変動をみせているところである。

筆者は通勤バス内での日課として、帰宅時にウォールストリートジャーナル紙の提供するPodcastラジオを聴いているのだが<sup>4</sup>、10月8日の放送ではアナウンサーがやや興奮気味に

<sup>1</sup> S&P指数が2011.36に至ったこの日、パークシャーハザウェイA種株は日本円換算で2,235万円をつけた。

<sup>2</sup> 2014年10月

<sup>3</sup> 2014年10月15日

<sup>4</sup> ちなみに朝はエコノミスト誌提供の番組を聴いているのだが、これは最近やや数が少なくなったニュース関係のPodcast放送の中では断トツの品質を誇る番組である。30のヘッドラインにつき各20秒ずつの短い要約を聞くことで得られるのは単になにかを聞き逃していないという安心感にすぎないが、3つのテーマにつき各3分ずつのしっかりとした内容を頭に入  
(次ページへ続く)

話していた。その前日の米国市場は1.75%の上昇と、前々日の1.5%下落を完全に取り戻す水準に戻したのだが、アナウンサーの「昨日の全く逆です、すべてが反転して動きました」とのコメントはウォールストリートジャーナル紙ならではのトーンである。実はその先には更に大きな「反落」が待っていたというのが現実で、翌日は2.1%の下落、そしてさらにその後の2日間で2.8%の下落となったので、こここのところの乱高下は弱気派と強気派のせめぎあいが見事に価格に現れたということだ。

日本株もちろん海外市場のあおりを受けて大幅に下落しており、9月末には16,300円台だった日経平均株価は先週金曜日<sup>5</sup>現在では14,500円台へと半月で1割強も下落している。そのような中、報道では週明けにも小渕経済産業大臣の辞任が確実であるとされており、株価をアベノミクスのリトマス試験紙としてきた第二次安倍政権は発足以来最大のヤマ場に差し掛かったともいえそうだ。

さて、そうした市場環境下、コーポレートガバナンスにまつわり考察すべき点としては、以下があげられる。この3週間ないしは1ヵ月の期間で、「市場と企業の関係」においては何が変化したのだろうか？

とある大手機関投資家の運用マネジャーが、ポートフォリオの重要な一角を占める企業のIR部長とミーティングをすることを考えよう<sup>6</sup>。初めての取材ではなしに、これまでも継続的に面談取材を行ってきている間柄で、株主としての問題意識の提起や会社側からのヒアリングなど、意味のある対話が行われてきたとする。これが9月最終週の面談かそれとも株価急落後の10月最終週の面談であるかで話の内容ががらりと変わることは、さて、一般的に良くあることなのだろうか。

市場全体での株価下落が急激に発生したら、やはり話の内容としては月次実績など、足元の状況についての質問が増えるかもしれない。来年の業績には自信が持てるけれど次の四半期決算が実はやや期待外れに終わるリスクを孕んでいるというような場合、仮に長期大型の投資案件を遂行中の会社であったなら、その収益性やリスクに対し、より慎重に評価するための追加質問が寄せられる可能性もあるだろう。

---

れると、それが普段は全く土地勘のない例えばインドネシアやブラジルの政治情勢についてであっても勘所がちゃんとつかめるほどには理解が進むのである。最近には性能の良い小型のBluetoothイヤホンが発売されており、以前のように長いコードの取り回しに苦勞することなく手軽にこうしたラジオが聞けるようになったので大変便利である。

<sup>5</sup> 2014年10月17日

<sup>6</sup> もちろん本日現在、大多数の企業はいずれも決算発表前のサイレント期間に入っており、まともな投資家／企業であれば直接のコンタクトは厳に慎む時期である。ここでは既に先月中旬決算発表を済ませている2月締めの小売企業を想定すればよい。

同時に、もしこれを保有株の積み増しを行う好機だとして買いを狙っているマネジャーならば、中長期の観点における株価評価を改めて確認し、現状の株価下落があくまで短期的なものだと判断できる材料を何とかみつけようとするだろう。当然個別企業の要素に加え、マクロ全体も考え合わせての判断となるはずだが、短期的な株価変動に立ち向かうためには、従前以上に中長期的視点の重要性が増すからである。

株主還元についての要請も変わるかもしれない。仮にこの企業が多大な余剰現金を保有しており、それが時価総額の2割にも相当するが配当性向は月並みの3割で自社株買いは行っていないとしよう。欧州のリスクは新しい話ではないが、米国景気がいよいよ頭打ちかということになったとき、株主からはいったん還元を求める声が強まるかもしれない。

あるいは今日の取材対象は、構造改革という名のもとに何年もの間巨額の特別損失を計上しており、従来のコア事業をいよいよ整理縮小すべきじゃないかという圧力に晒されてきた大手企業だとしよう。これまで以上にリスクに敏感になりつつある株主からは待たなしの声がかかるのだろうか。

もちろんのこと、実際にどのような変化が起きるかはケースバイケースであり、なにより株価下落の程度とその後の期間によるだろう。2008年9月に発生したような暴落と「通常の調整」を同列に語ることに意味はないし、個別要因によるものと全体要因によるものもやはり違った反応をもたらすはずだ。ただ、ひとつ確実にいえることは、いかにIRミーティングの場における投資家の言動が変わろうとも、個々の経営判断はこれまで通りに経営陣に委任されているのだから、市場が動いたからといって株主の及ぼす企業経営への影響のすぐになにかが変わるということにはならないはずである。

ただひとつの例外を除いて、である。

このIRミーティングがもし公募増資のロードショーだったらどうだろうか。ディールのローンチ時には高値を付けていた日経平均が急落したということは、上場している競合他社の株価も軒並み下げたはずである。そのような中、自社だけが1ヵ月前の市場の状況をもとに評価されるということには決してならないので、公募価格がどれほど割安に設定されていたかにもよるが、場合によってはレンジの切り下げ、もしくは増資自体の中止ということも実際にある程度の頻度で発生する事象である。

コーポレートガバナンスに関連しては、株主の影響力は株主総会での議決権行使に起因するとの見方がされることが多いように思う。それはまさにそのとおりで、最終的には取締役の選任にまつわる株主権利が根幹にあるということは間違いない。ただ現実問題としては、そうしたプロセスを経て経営判断に関する委任を受けた経営陣に対しての株主からのプレッシャーの話がされていることが大半なので、議決権行使に「起因」する影響力を発揮するこ

とで、いかに企業の姿をあるべき方向に向かわせるか、というのがアベノミクスにせよなんにせよコーポレートガバナンスの要諦ということになる。

さて、ここでマクロ的な資金循環の観点からすると、企業が株主還元を行う場合と行わない場合の違いはどこにあるのだろうか。企業が先行きを保守的に考えるあまり過剰現金を溜め込んでいては経済成長には役立たないので、そうした現金は一旦株主の手元に戻すことで資本の有効活用を図る、という表現を耳にすることが多い。ROEというのは過剰現金を溜め込んでいてはなかなか高くするのは難しいので、いわゆる伊藤レポートでも最低限8%という目標数値が提言されている<sup>7</sup>。

しかし株主の手元に資金が戻っただけで資本効率の改善が達成される訳ではもちろんない。いかに過剰現金を「溜め込んでいる」企業といえども、それを現金で社長室の金庫に保管しているのではないのであって、その現金は少なくとも銀行預金に入っているか、そうでなければなんらかの低リスク債権に置き換えている場合がほとんどである。その場合、銀行は借り手さえいればその現金を融資に回すことで資金利益を稼ぎたいと考える訳だし、債権の場合であれば既に他社に対して融資に似た役割を果たしている。過剰現金というのはその所有権が、その現金から十分な収益を上げる術を持たない企業に属していることから「過剰」といわれるだけのことであって、その現金がなんの役にもたらずに眠っている訳ではない。

一方、企業より株主に対して還元が行われた場合にその現金が一体どこに行くのかというと、これもまた、いずれかの企業による増資がなければマネーマーケットに滞留するだけのことである。企業Aより還元を受けた株主Xは、その資金を使って新たに成長著しい企業Bの株式を買い増すかもしれないが、世の上場企業株主の総体で見れば、誰かが株を買うときには必ず誰かが株を売っているのだから、このときに発生するのは還元された現金の投資家間での移動にすぎない。結局、どこかの企業Cが増資をもって資金を受け取るということが発生しない限り、この還元資金は誰かの銀行口座もしくは証券口座に入ったままだから、事情は還元が行われない当初のパターンとなんら変わらないのである<sup>8</sup>。

<sup>7</sup> 「資本主義の要諦は労働分配率にも配慮しながら、資本効率を最大限に高めることである。個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、最低限 8%を上回る ROE を達成することに各企業はコミットすべきである。」 <http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>, p. 6

<sup>8</sup> それどころか、増資を行った企業 C が海外企業で、調達資金が日本以外の国に投下されるのであれば、元来は日本の銀行が日系企業向けに融資しようとしていた資金は、日本に投じられた場合に比べては部分的・間接的にしか日本企業の成長には役立たないことになるのだから、場合によっては還元などせずに邦銀の預金口座に入れておいた方がよほど「日本のため」だったとの逆説的な意見も出てくることになる。資本市場全体としてはそれで効率化が達成されたことになるので、さらに考えを推し進めるならば、それが日本の成長に役立つと考えるかどうかという問題に突き当たるが、これはもうグローバリズムをどう評価するかという壮大なテーマになる。なお、前述の逆説的な意見の落とし穴は、もし日本国内に資金ニーズがあるのならば、還元ありやなしの問題は、直接金融と間接金融のどちらがより効率的か、そしてその資金ニーズはエクイティとデットのどちらであるかに置き換わるという点である。政府の財政規模は国債の市中消化余力によって決まる訳では  
(次ページへ続く)

つまり、当たり前のことだが、昨今コーポレートガバナンス改善の象徴のように扱われている一部の企業による株主還元強化は、翻り他の国内企業による資金調達活動の増加を伴って初めて意味があるのである。これは企業の開廃業に関していわれていることに似ていると分かりやすいだろう。ここでは還元が廃業にあたり、増資が開業である。それとセットで開業が進むから廃業にも意味があるということは直感的によく理解されると思うが、資本市場を舞台にした還元と調達も同じことである。その意味で、増資にどのように応じるかという投資家の判断も、既存もしくは潜在株主としての大きな影響力の行使であり、ここにパフォーマンス評価手法に裏打ちされた投資家の行動原理が深く関わってくることとなる。

(平成 26 年 10 月 19 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

ないので、国内に借り手がいない場合には短期のマネーマーケットにおいて海外に流れるかもしくは国内に滞留するだけで、結局金融セクターから外へは出て行かないだろう。

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）