

「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト

第9回総会 議事概要

日時：2014年1月28日(火) 13:30～15:30

場所：経済産業省本館17階 国際会議室

1. 本日の議論のテーマ（伊藤座長）

- ・ 本日は、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン代表取締役社長の小柴 正浩様よりご講演いただき、講演の後に意見交換を行う形で進める。

2. 講演

(i) 小柴様講演（資料4）

- ・ 本プロジェクトにおいては、持続的企業の成長や投資家と企業との関係を扱っていると聞いている。日本株を扱うヘッジファンドである当社における日々の活動をお話することで寄与できれば幸いである。
- ・ 当社の顧客は海外のプライベートバンク、ファンド等が主である。
- ・ 2000年～2006年3月までは、ホイトニー社がスポンサーのヘッジファンドを運用していた。その後、2004年に自分の会社を設立、リーマンショック後から日本株ロングショートストラテジーファンドであるコトシロファンドを運用している。
- ・ 海外投資家はおおむね安定して10-20%のリターンがあれば満足する。
- ・ コトシロファンドのポートフォリオ構成銘柄は200銘柄以上あり、各銘柄の保有期間は平均2年強である。毎日、2～3社の社長、財務担当役員、IRの方々とお話している。大半の会社のビジネスモデルは話す前からイメージ出来ているが、対話を通じてアップデートし、3～5年後の想定企業価値と現在の株価のギャップをとる。
- ・ そのもののヘッジファンドの発想は、ロングだけだと株価下落リスクが高すぎるので手が出せないためヘッジする、というもの。

株価の volatility において、銘柄特有の説明要因は2割程度であり、その他8割はマクロ要因と考えている。

- ・ ミクロ分析だけではなくマクロ分析も行っている。月間でマクロの数値を見て自分の立ち位置を判断しつつ、ミクロレベルの各会社とのミーティングを踏まえポートフォリオを有機的に動かしている。

- ・ テクニカル分析については、トレンド等を活用する程度である。
- ・ ポートフォリオ分析について。スプレッドシート上でポートフォリオ全体のパフォーマンスを把握している。
- ・ 日本においては信託銀行がトラスティー、カストディ、アドミニストレーションの全ての機能を担っているが、海外の場合は分散している。当社も p.8 に示しているように機能分散させており、外部機関とのネットワークによるスキームとすることで、不正が起らないような仕組みになっている。
- ・ 2012 年にポートフォリオへの貢献度が最大だった上場自動車ディーラーを例として、どうしているかを考えて銘柄選定を行っているかを説明する。同社は日系自動車メーカー等の新車ディーラーを中心とした自動車ディーラーグループを統括する持株会社である。2011 年に同社の PER が市場平均よりも低くかつ ROE が非常に高いことを知ったので関心を持ち、財務データや HP をチェックした。また、社長に来社頂き経歴等をお聞かせ頂いたところ、ビジネス効率性の向上についてこれまで数多くのアイディアを出されている方であること等が分かった。これらの様々な情報を踏まえ、同社の PER はより高くなると考え、ポートフォリオに追加した。以降、社長とは大体四半期ごとに面会している。
- ・ 東日本大震災があった 2011 年に一番貢献度が高かった会社は、製造業派遣の持株会社であり、4～5 年にわたり株を保有している。
- ・ 現在、日本株専門のファンドマネージャーは少なくなっており、グローバルファンド等による日本株売買が多くなっている。グローバルファンド等にとって日本株取引はいわばパートタイムなので、上場企業のトップ 5%位をウォッチしていればよいと考えられている。そのため、ここ数年アナリストのカバレッジ範囲が狭くなってきた。
- ・ 株価の volatility を観察していると、大型株は当該銘柄とは関係ない事情で変動する。そのため、大型株を取引対象から除けば非常に安心して取引が出来ると考え、ここ 4、5 年は中小型株を主な投資対象としている。

(ii) 質疑応答

【企業】

- ・ 2 点質問したい。1 つ目は中小型のファンドでは、自分の買いポジションが liquidity risk に繋がる可能性があるがどのように対応されているのか。2 つ目は中小型株のヘッジファンド運用者としてショートターミズムに対してどう思うか
→ 第一に、ヘッジファンドが破綻する際、liquidity risk の取りすぎはもっとも多いパターンである。当社では、ファンドの liquidity よりもポートフォリオの liquidity を多く持つというのが基本的ルールであるが、私の場合ファンドの liquidity は月次で購入・売却可だが、30 日前に通知を頂くことを顧客にお願いしている。これはグローバル

なヘッジファンドにおいては一般的な運用と考える。

ポートフォリオの liquidity については、現状ではポートフォリオの半分以上が 3 日以内に売り切れることを目安としている。この 14~15 年間、IT バブル崩壊、金融危機等あったが、これらの volatility をかいくぐってこれらのルールでやってきた。

→運用期間が短期化し event driven な投資となっていく現象へのご見解をお聞かせ願いたい。

→セルサイド・バイサイドのアナリスト共に、次の四半期あるいは半年、一年の業績予想にかなりの時間を割いている感がある。私の場合、四半期開示はあくまでチェックポイントであり、ビジネスの 3~5 年後を見た方がリターンは出しやすいと考え、実践している。

- ・ 企業の根源的価値と株価とのギャップの要因は何か。また、その要因は近年変わってきているのか否か。

→株価にはメディアにおけるそれぞれの業種に対するイメージが影響している。例えば、IPS 細胞関連のバイオ株は現在非常に時価総額が高い。

私の場合、一般投資家の見方と自分が企業を見る見方とのギャップも意識している。自分が企業を見る際は、企業との対話を重ねて内部の見方とずれないように努力している。一方、一般の投資家の目線を理解しないと、リターンが出ない。一番楽なのは、高 ROE の会社である。このような会社は、様々なギャップが生まれる余地があるが、これらのギャップを自分が正しく認識しているかが問題である。

- ・ 平均運用期間が 2~3 年ということで、ヘッジファンドとしては長い印象だ。本プロジェクトに関連し、ROE や資本コストの中長期予測を開示してくる事業会社についてどう思うかをお聞かせ願いたい。

→ROE が 15%を超えている銘柄には安心感がある。単純に考えて高い ROE は短期的に純資産を増加することができる。万が一、判断を間違えたとしてもリカバリーしやすい。こうした銘柄は長く保有したいと考えるようになる。私は、経営者が自分の会社をどうしたいかおよび将来性を重視する。今後達成したい利益水準目標を納得感に基づいて話していれば、その経営者のストーリーにのる。私自身が「この会社はこうなる」と予測を打ち出すよりも、経営者の話を聞く。

→ 中長期の投資においては ROE や資本効率を KPI とし、その裏付けとして経営者の力量を見る、ということか。

→小さい会社の場合は経営者の力量が重要な要素である。一方、大きい会社については一概には言えない。また、業界環境により有利不利はある。

【投資家】

- ・ 2 点質問がある。第一に、今どれくらいの資産を運用しているか。第二に、日本株オンリーのヘッジファンドにおいてどの位まで顧客資産を運用可能だと考えるのか。

→一点目については、時により異なる。2000 年にホイトニー社から計数十億円の出資を受け大きく成長した。その後現状では数百億円位となっている。二点目については、

経験上、一本のファンドで昔はかなり大規模に運用していたが、戦略により異なると思う。

- ・ 海外投資家は 10-20%のリターンを期待しているという話だったが、投資する際の due diligence に関し、国内投資家と海外投資家で何か視点が違うところはあるか。また、投資後におけるパフォーマンスの開示に関しては両者で違いはあるか。

→昔は日本の年金等も顧客としていたが、現在、当社の主要顧客は外国の機関投資家が中心である。海外の投資家はリスクリターンをきっちり把握しようとする。また、元同業者が顧客となっているケースが多く、話が早い点は良いが、痛いところを突いてくる。Due diligence に関しては、隅から隅へ調べる顧客もいれば人となりを見て投資する顧客もあり、千差万別である。海外投資家は、私が言っていることとやっていることが整合しているかを見ている。また、信頼関係も重要だ。ただし、最近の日本投資家の現状についてはあまり把握していない。

- ・ セルサイドとの付き合い方を教えてほしい。2006 年位から、セルサイド内で「ヘッジファンド担当」や「ロングオンリー担当」等、バイサイドのタイプ別で担当分けが行われた。ヘッジファンド担当は毎日新しいアイデアを出していかなければいけないので特化する必要があったためである。しかし御社の場合、「毎日新しいアイデアを出す」というのはあてはまらないようだ。お付き合いされているセルサイドはどのような提案を持ってくるのか、お聞かせ頂きたい。

→私の場合、セルサイドの営業マンと話をするのは月 1～2 回程度と少なく、主な接点は IR とのミーティングアレンジやアナリストミーティング等であるため、自分の担当がヘッジファンド担当なのか、といった点は認識していない。ただし、ヘッジファンドのマネージャーもそれぞれであり、セルサイドと頻繁に意見交換したい人もいるのではない。また、アナリストカバレッジがある上場銘柄はごく一部であるが、私は上場銘柄全体から投資対象を探しているため、必ずしもセルサイドアナリストがカバーしている銘柄とはならない。むしろ、企業の根源価値と株価とのギャップを探しているため、アナリストにカバレッジされている銘柄はギャップが少なく儲けが少ない銘柄と認識している。

【市場関係者】

- ・ 二点質問がある。まず、企業経営者とのミーティングに関し、事業会社と円滑にアレンジが可能か。弊社がアレンジする際、ヘッジファンドとのミーティングに対し事業会社からあまり積極的ではない旨回答されることがある。第二に、日本においてアクティブ・ファンドが流行らない理由は何か。

→今までの経験では、ヘッジファンドだから会いたくないという例はあまりない。また、上場会社は沢山あるため、会いたくないと言われた場合は必ずしも無理に会おうとすることはない。二点目のご質問については、私自身が投資するならば、どこの投資会社ではなくどのファンドマネージャーか、という点を重視する。どのファンドマネージャーが優秀かといった情報が個人投資家等に届きにくいのが現状。また、日本においてア

セットマネジメントビジネスが産業として認識されていないことも影響しているのではないか。

- ・ セルサイドアナリストに期待するのは銘柄の分析や推奨ではなく、主に事業会社とのミーティングのアレンジということか。
→各セクターのアナリストは当該セクターに深い知識を持っているため業界に対する見方をアップデートしてほしいと考えている。

(伊藤座長)

- ・ 本プロジェクトのテーマとのかかわりで二つ質問がある。第一に、ポートフォリオ銘柄の会社の経営者と話すということだったが、投資先の経営についてどの程度アドバイスをされているのか、また、アドバイスをした際に企業経営者側からどのような反応が返ってくるのか。第二に、投資側が短期志向化した時に企業経営のショートターミズムを誘発していると感じるか。
→経営者へのアドバイスに関しては、基本的には余りアクティビスト的な活動はやっていない。そもそも、発行済株式の5%以上は買わないのを基本としている。また、アクティビスト活動は長期間そのような活動に携わっている投資家が行っており、素人考えで口を出すのは望ましくないと考えている。ただし、当社のプラットフォーム上でアクティビスト的に運用しているマネージャーもいる。
- ・ 投資家側の全体的な短期志向が、日本企業の経営のタイムラインも短くしていると考えるか。
→経営者によるのではないか。言ったことを達成するのにこだわる経営者もいれば、そうではない経営者もいる。
- ・ ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンがヘッジファンドと呼ばれることについてはどう思うか？(伊藤座長)
→特に違和感はないが、一般的にヘッジファンドは悪者扱いである。世界には15,000強のヘッジファンドがあり、内容は千差万別である。個性を出さないとリターンが長続きしないため、寿命は短い。

3. 中間整理案に関する討議

- ・ 分科会ごとに中間整理素案を持ち寄りながら案を作成中。ご意見またはご質問があればお聞かせいただきたい。(伊藤座長)
- ・ 「企業価値創造の実態」分科会での議論を通じ、以下3点が重要と考えている。まず、今後の企業価値創造はROEを超えたところにあり、ROEだけでは測れない価値創造がある。第二に、資本コストの開示をベースに対話を深化すべき。第三に、ROEの閾値を設けるといっても、経営の現場に持ち込むためには何か具体的な落とし込み方が必要ではないか。
(コーディネーター)

- ・ 「投資コミュニティ」分科会での主要論点は以下のとおり。企業と投資家との間には、企業価値についての考え方に隔たりがあるが、これを埋める必要がある。企業サイド側は自分達のビジネスモデルを披歴し、投資家・アナリストがそれに即応して対話しなければならない。このような対話を通じて、企業側と投資家側それぞれの考える企業価値がイコールになっていくのではないか。これらを促進する上で、スチュワードシップコードの促進とともに、コーポレートガバナンスコード等の充実や、インベスターズフォーラムのような場の設置も検討すべきである。また、アナリストの再教育、四半期報告や業績予想開示も重要な論点である。(コーディネーター)
- ・ 「ショートターミズムと開示」分科会の議論を通じ、以下のように感じている。第一に、持続的成長を考える上で、日本企業がどの程度リスクテイクしていくべきなのか。現在の環境を考えると、リスクテイクしないこと自体がリスクと認識している者もいる。ある程度リスクを取りつつ、リスクをマネージしながら利益を創出するためにはどうすべきか。第二に、エンゲージメントを進めるべきという点には議論の余地はないが、コーポレートガバナンスコード制定等の整備が進んでいないのではないかなど、さらに議論を深めたい。第三に、ショートターミズムに関して、投資家は多様性が重視されるべきだろう。一方、企業は、投資家からのプレッシャーによって短期の方向に意識が傾いてしまう企業もあるように感じられる。今後のあるべき方向については、まだ議論が必要だと考える。最後に、現行開示についてはある程度議論が煮詰まってきたが、中長期的な対話に向けた開示についてはより議論を深めていきたい。(コーディネーター)

【投資家】

- ・ 今後の中間整理のまとめ方についてだが、今後は分科会ごとに議論を更に深めるというのではなく、論点ごとに全体統合して、最適化していくのがよいのではないかなど。ただし、同じ論点でも分科会により焦点の当て方が違う点に留意すべきだろう。なお、エンゲージメントについては、「ショートターミズムと開示分科会」において、「エンゲージメントとは何か」に関する共通理解はないものの方向性については議論したため素案に含まれていると理解する。エンゲージメントの定義については「今後一層の議論の必要あり」という程度に留めるのが良いのではないかなど。一方、ROEは株主のためだけの指標か、という議論は複数の分科会で行ってきたが、この点はもう一步議論を詰める必要がある。ROE向上により企業は成長の原資が得られる、それは従業員のためにもなる、という方向に歩み寄れないか。
- ・ 本プロジェクトの提言を実効的なものとするために意見したい。ドイツのガバナンスの変化について述べる。先ほど小柴様から、アセットマネジメントは金融の一産業として育っていないというお話があったが、日本は日本再興戦略の一環で資産運用立国を目指して資本市場の活性化を志向している。そのためには金融システムが間接金融中心では限界があり、我々の議論が実効的なものとなるか疑問である。従って、日本と同じような金融システムを持っていたドイツはなぜ変わったのかという点をより深く検証する必

要がある。ドイツはシュレーダー政権時代に企業・労働市場を開放するとともに、持ち合い株を解消するためのインセンティブを導入した。家計でも投信も含め株式資産の保有が増えている。日本では、責任ある投資家の行動原則としてスチュワードシップコードの制定が議論されているが、その効果を実効性があるものとするためにも、ドイツの改革に学び資本市場をより活性化する必要があるのではないか。

- ・ インフラが脆弱なうえで議論していてもどれだけ実効性があるだろうかという趣旨のご発言と理解した。この点、東証でも議論を重ねていると聞いているが、東証では直接金融の活性化のための具体的な施策に関する議論もされているのか？

→ 東証では、そのために企業がこういった施策をすべき、という議論は行っていない。

【市場関係者】

今後のまとめにあたっては、例えばエンゲージメントに関していえば、2月に最終化予定の日本版スチュワードシップコードに様々に関連する用語の定義が含まれている。これらの定義に必ずしも同意する必要はないが、別の場で既に議論されたことを踏まえて本プロジェクトのまとめを作成しないと、読み手が混乱するのではないか。

→ ご意見に賛同する。スチュワードシップコードでは、エンゲージメントを「目的を持った対話」と定義するのに留まっているので、その点は同意しつつ、エンゲージメントをもっと現場で深めるにあたり、どのような問題点があるか等を議論すべき。

→ スチュワードシップコードは本プロジェクトと関連する論点を色々扱っている。まず一読した上で賛成・反対等の議論を展開していくべきではないか。

（伊藤座長）

- ・ 証券アナリストの再教育について、若いアナリストを教育する経験豊富なアナリストが現在殆どいないのが問題ではないか。再教育においては知識のレベルアップのみならず経験の豊かさも含めて行うのが必要と考える。

4. 閉会挨拶（伊藤座長）

- ・ 本日は分科会ごとの議論がされた段階であり、全体調整はまだ行っていない。
- ・ 今回公表するのは中間論点整理であり、論点をよりクリアにするという趣旨のものである。その論点について更なる意見を頂きたい。3つの分科会から複数意見が出ている論点（たとえば、企業価値）については、一つの定義に無理に統一するのではなく、両論併記という形もあるだろう。今後、そのような作業を行っていく予定。ご自身が参加されていない分科会における議論についても意見をお寄せ頂きたい。
- ・ 今後の作業は私および事務局が、各分科会コーディネーターおよび皆様と調整しつつ統合作業を行っていく。中間論点整理の日本語版完成は2月上～中旬になると予想されるが、その後英訳して世界に発信したい。

以上