

GCI Global View

2008年12月15日

【目次】

●スペシャルレポート

アクティビスト その後 P.1

●Global Markets

1. オーバービュー P.3

2. 資金市場 P.6

【連絡先】

株式会社 GCI アセット・マネジメント

○住所：〒101 - 0065 東京都千代田区西神田 3 - 8 - 1

○電話番号： 03 - 3556 - 5540(代表)

○電子メール： administration@gci.jp

金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第 436 号

日本証券投資顧問業協会 加入

当資料は、株式会社 GCI アセット・マネジメントが情報提供を目的として作成したもので、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報データに基づき作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、当社が保証するものではありません。当資料における見解は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

●スペシャルレポート

アクティビスト その後

去る10月下旬、電源開発(Jパワー、9513 TSE)は、アクティビスト投資家のTCI(The Children's Investment)から自社株を買い戻したと発表しました。GCIでは、ヘッジファンド投資の観点から、かつてこの欄で2回にわたってアクティビスト戦略についての意見を述べてきました。その中で、TCIのJパワーに対する要求については、文化的背景に妥協することなく強行に金融面での株主価値の向上を求める姿勢は、伝統的経営に固執するJパワーにも、日本の投資業界にも受け入れられず、やがて彼らは市場退出することになるだろうと予測しました。

結果的には、TCIは大きな収益は実現できなくとも、直前の市場価格に比べて大幅に高い値段での買取りをJパワーに認めさせた点で、双方ともに時間と体力の浪費を避け、痛みわけにより退出したという内容になっています。(この内容については、すでに日経新聞 2008年12月8日の法務面で、“公正な価格”による買取りについてのコメントがありますので、法務面での解釈や課題を含めて参照してください)

前述の記事の中では、“保有株を高値で買い取らせるグリーンメーラーのような結末で、非常に後味が悪い。”と、かつてのTCIの支援者が肩を落としたとのコメントがあります。この点では、国内機関投資家の悲哀が表れていて、自らは取引関係等もあることからはっきりとした株主要求は出来ないが、たまたま出てきたアクティビストの要求に乗じて保有株の価値向上を狙おうとする日和見的な意図がうかがえます。これまでの持ち合い主義の中では、彼らは大株主としてはっきりと経営陣に対する満足、不満足を述べるという必要も特に無く、波風を立てることなく上昇も下降も甘受する、という姿勢でした。今後も伝統的機関投資家という特定株主は変わることなく、経営者にとっては非常にありがたい存在であり続けるでしょう。むしろ、この変わらないという価値が経済と金融の歴史のサイクルの中で見直されることが出てくることもあるかもしれません。そういう意味では、これらの国内機関投資家には“何もしない、何も言わない”という姿勢を貫きとおしていただき、株主利益が向上したときには、“沈黙は価値なり”と声高に主張していただきたいと思います。他方では、ヘッジファンドは期間収益を短期的に要求されるという性質は変わらないため、トレーダー的要素が運用の巧拙として反映される性質を持ち続けるでしょう。かつてのLBOファンドとは、いわゆるハンズオン(事業や経営に関与する)でバリューアップを狙ったものが多いため、市場流動性が低い見合いとして、高い年率リターンを狙うこととなります。投資証券の市場性を重視した対話的アクティビストの中には、いつでも逃げられる態勢を取るために引き続き金融的なバリューアップに注力しますが、これほどまでに金融機関からの資金の流れが滞ると、もはやバランスシートの改善云々の議論の前に、企業存続が経営者の命題となり、バリュー投資の価値基準は現金に移ることとなります。バランスシートのエンジニアリングという局面では、対話的アクティビストの金融価値的解決手段は効力を発揮しますが、現金については、あるか無いかという判断が基準となるため、金融的アクティビストはその分析能力と問題解決能力をもてあますこととなります。

次頁の表では、JパワーとTCI双方の価格提示とその経緯がわかりますが、客観的にその経緯を眺めてきた市場参加者から見ると、TCIが散々騒いだ後に、結局は売却により落としどころを探っているプロセスがよくわかります。公平にするために再度言及しますが、TCIが経営陣に提案した内容は、企業統治という考え方に基づくと、正当な議論を展開しています。これは、彼らの主張がACGA(Asia Corporate Governance Association)の主張に基づいている点を見れば解ります。(GCI Global View 2008年6月9日号,2008年6月16日号 参照)

Jパワー株買取を巡る価格提示の経緯

時間	内容	Jパワー主張価格	TCI 主張価格	TSE 終値
9月29日	Jパワーが、TCIより買い取り請求を受領			
10月3日	Jパワーが、買い取り請求日(9/29)前営業日終値を提示	3180 円		3180 円
6日	TCI が、組織再編公表日(7/31)から前3ヶ月の平均株価を提案		3982 円	3510 円
8日	Jパワーが、請求日全営業日から前1ヶ月の平均株価を提示	3627 円		3360 円
9日	TCI が、請求日前営業日から4ヶ月平均株価を提示		3903 円	3260 円
14日	Jパワーが、3903 円を拒否			3270 円
27日	TCI が、請求日の前営業日から3ヶ月平均株価を提示		3830 円	2815 円
31日	Jパワーが 3830 円を受諾	3830 円受諾		2895 円

(日経新聞 2008 年 12 月 8 日号記事より転記し、GCI が株価終値を追加)

上記の買い取り価格と直近の市場価格との乖離については、その妥当性が問われることになりかねない価格差となっています。通常の企業であれば、経営陣がアクティビストに対する企業防衛に時間と労力を割く代わりに、通常業務に注力したほうが良い、という判断があり得るので、多少のコストは正当化されるかもしれません。ただし、個人投資家を含めて、“ここまでやっても社会的に許される”という態度を促すことにもなりかねないので注意が必要です。実際には、株主代表訴訟という可能性について、Jパワー側では備えておく必要があると同時に、敵味方が比較的是っきりした構図から、“持っている人からむしりとる”構図に移ることも覚悟しておく必要があります。これまでの米国における株主代表訴訟では、比較的儲かっていた証券会社や銀行に対する巨額の訴訟が多々ありましたが、今回の金融危機により半ば国有化される機関に対して苦勞して訴訟してわずかな訴訟利益を得るよりも、まだ健康体である生き残り企業に対して、株価下落を理由に金を失ったとして訴訟し、あわよくば取り戻そうというケースもますます出てくることでしょう。

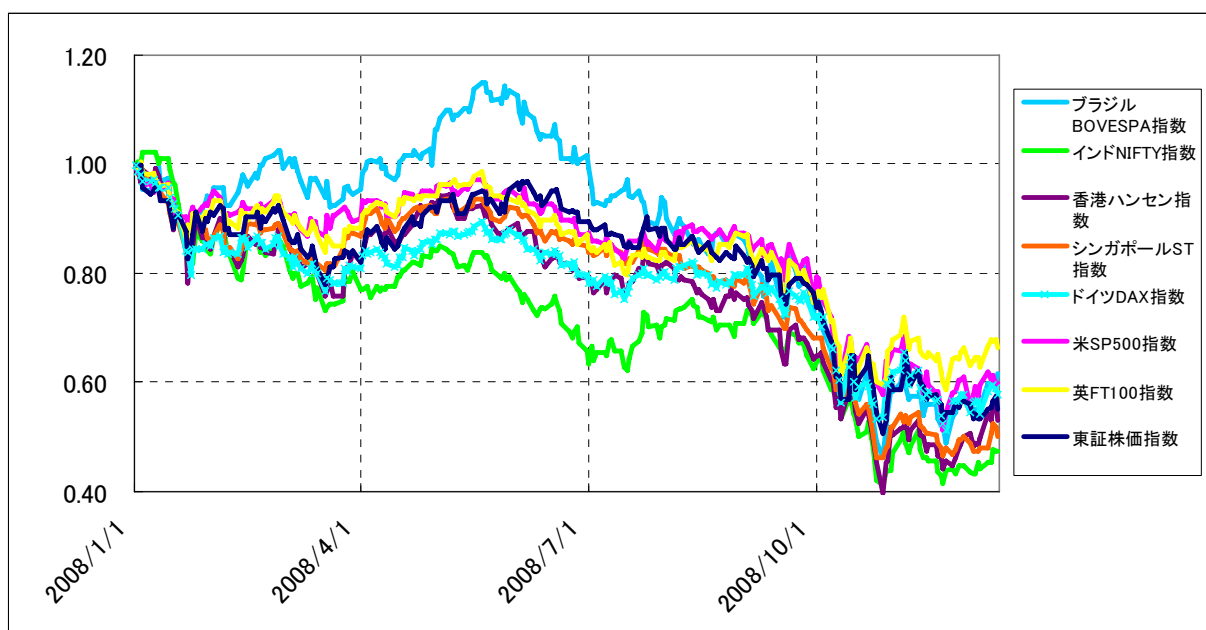
企業のバランスシートが急激に悪化する中、金融価値を改善、顕在化させることによって企業の金融価値向上と株価上昇を狙う戦略は、その付加価値と効果が減少し、米国を含めた先進市場ではもはや有力ではないという意見もちらほら業界で出始めました。ただし、企業経営という意味では効率的経営の追求は変わること無く続きます。経営のノウハウを持ち、それを執行できるプロフェッショナルには、その活躍の場がなくなることはありません。また、実際にそれぞれの業界、事業の長年のプロが、その業界内プレーヤーである企業経営者に、客観的評価と戦略的アドバイスをすることは、経営者にとって価値があるだけでなく、長期的な企業価値向上につながる手段として有効だと言えます。この意味では、バランスシートの改善余地が少なくなったからと言ってアクティビスト戦略そのものを否定するよりも、地域的、または文化的特徴とその非効率性を改善するための流動性供給源として、特徴的なアクティビストファンドは再評価される時期がそう遠くない将来に訪れるでしょう。(西田)

Global Markets (12月8日～12月12日)

1. オーバービュー

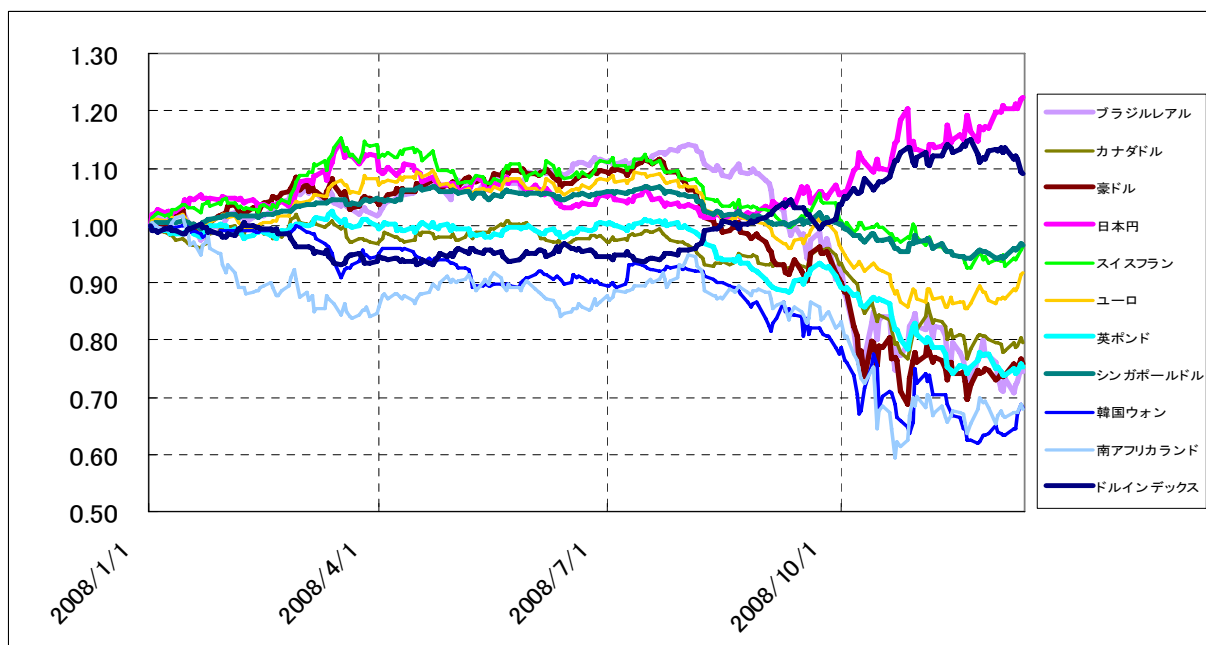
米国での自動車業界救済協議が難航しているものの、何らかの対応策がとられるものとの期待から株式市場は比較的底堅い推移となった。一方マクロ環境の悪化は加速し、エクアドルの債務不履行、ギリシャの暴動など、不安要因はグローバルに拡大している。

【各国株価インデックスの年初からの変化率の推移】

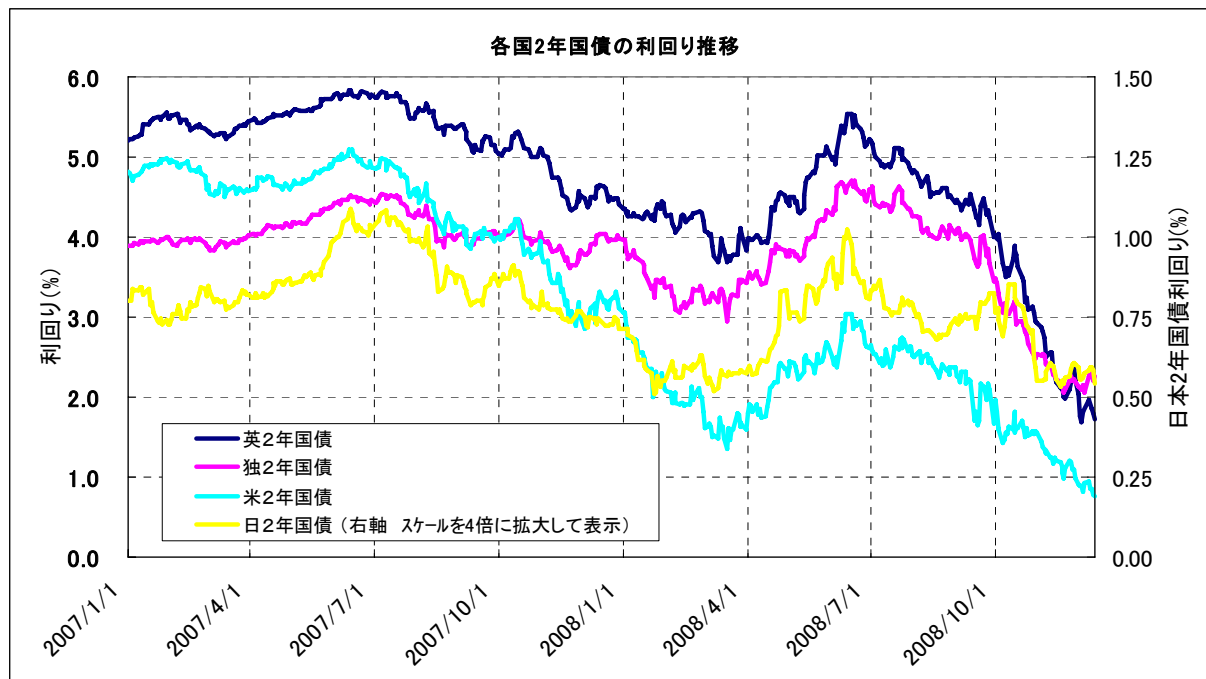


ドルインデックスは下落に転じ、米国への資金還流は転機を迎えつつある。円高の動きは変わらず。

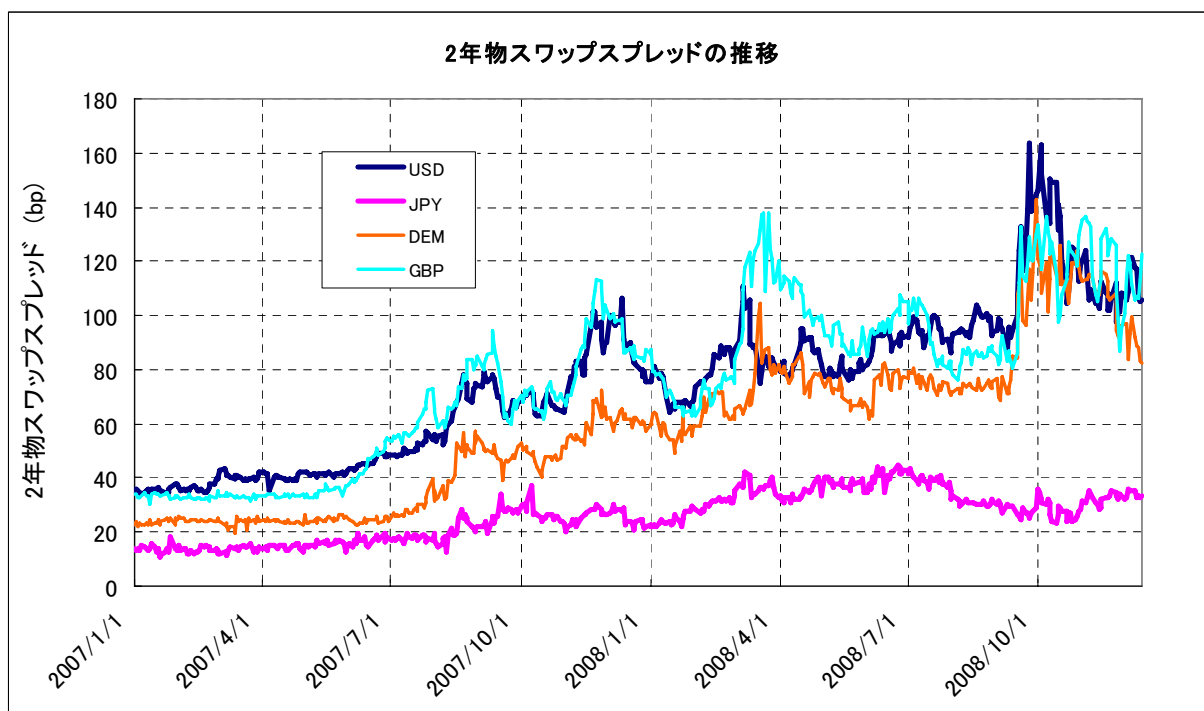
【各国通貨の年初からの対ドルでの変化率の推移】



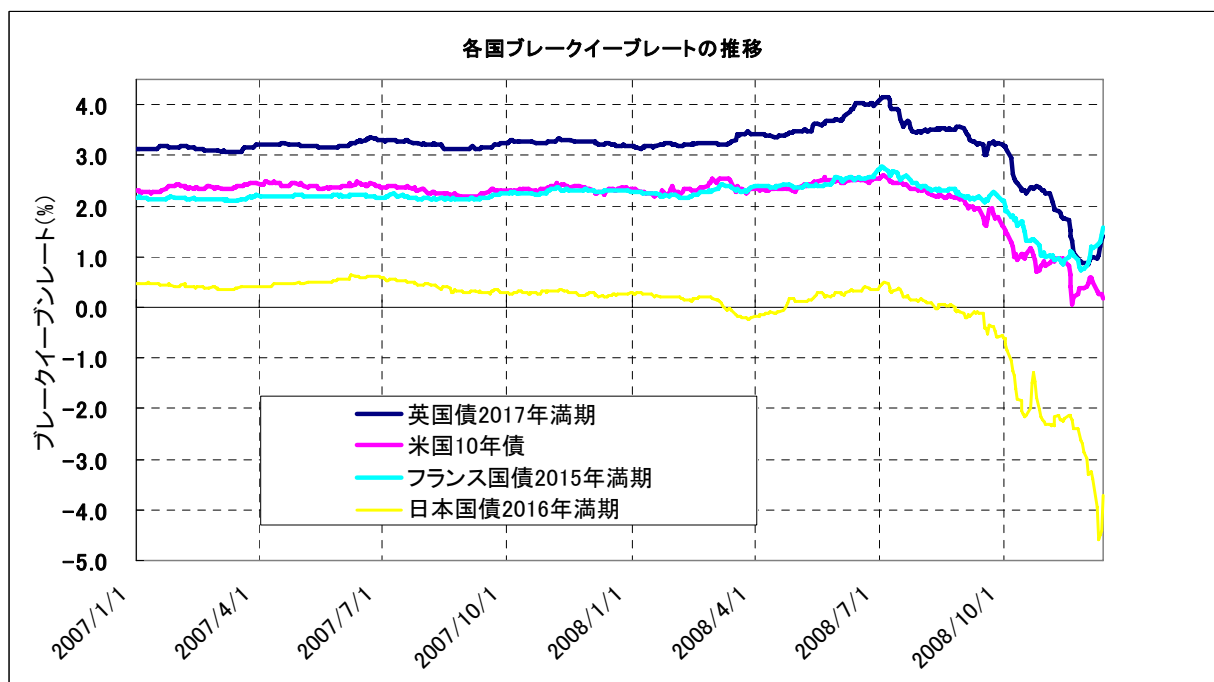
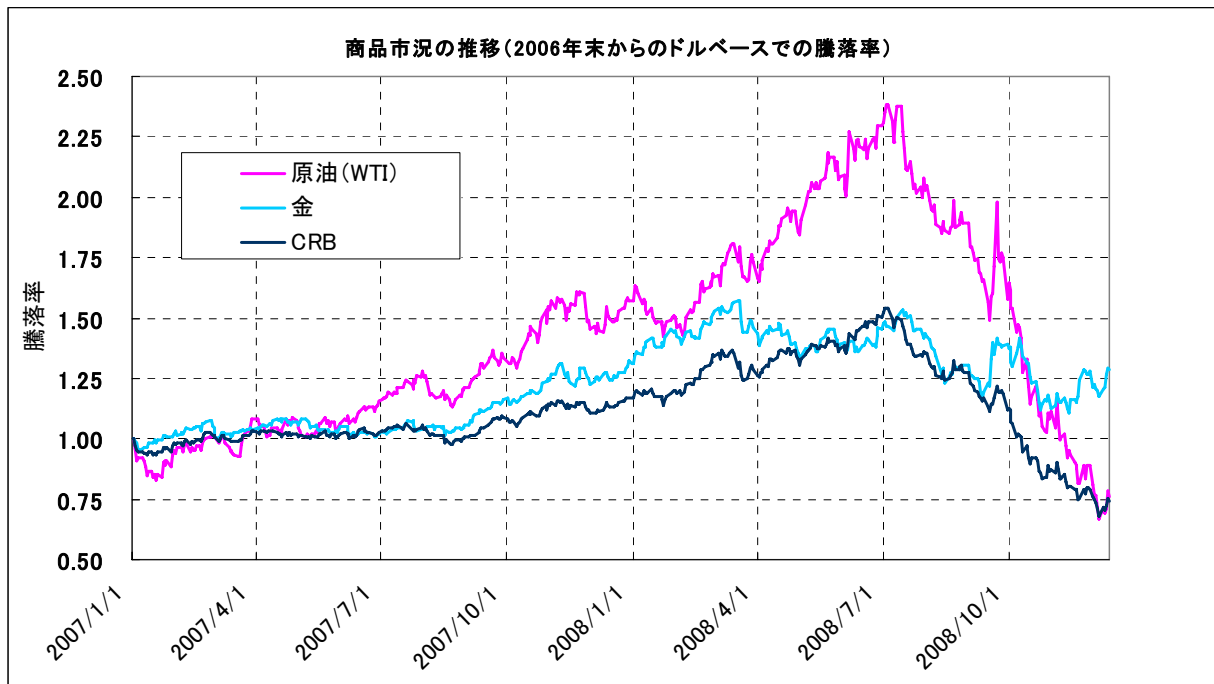
このところの国債市場への急激な資金流入による利回り低下に対して、スピード調整する動きも見られるが、大枠としての金利低下基調に変化はない。実質ゼロ金利も視野に入ってきた米ドルではさらなる利下げの織り込みが進んだ。



2年物のスワップスプレッドは、ユーロでの縮小が進んだ。



OPEC 総会での減産期待から原油価格はようやく反発したものの、需要減少懸念も依然根強い。(末永)



2. 資金市場～ドルLIBOR低下

ドルLIBORは利下げを織り込む形で低下した。対OISスプレッドも若干縮小。一方で円は国内の企業の資金調達圧力の強まりを反映してOISスプレッドの拡大傾向が続いている。(末永)

