

# トピックス

1ページ: Bloody Sundayから連想すること

2ページ: カナダからの手紙

3ページ: [SWF特集] GICの2007/2008年次報告書



## Bloody Sundayから連想すること

リーマン・ブラザーズの経営破綻が決定的となった9月14日に、米メディアの一部が「Bloody Sunday - 流血の日曜日」と報道していました。その後、連日のように新しい情報がマスコミを賑わせ、様々な専門家の解説が交錯し、極めて不安定な状況の中で市場は乱高下しています。今更JSSから何かコメントを、という訳ではありませんが、この事件をきっかけに頭をよぎったこと等を雑考として述べたいと思います。

リーマン・ブラザーズに続き、メリルリンチ、AIG、モルガン・スタンレーと名だたる大手金融機関の名が情報の中を飛び交い、いろいろな思惑と共に、まさしく大量の出血を伴いながら、生き残りをかけた米国の金融再編が一気に加速している感があります。

大手金融機関の破綻といえば、11年前の1997年に始まった日本の金融不安を思い出します。三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券が連続して破綻していき、同じ業界に身を置くものとして、空恐ろしい気持ちになったものです。また市場の大暴落という点では、21年前の「Black Monday - 暗黒の月曜日」をふと思い出しました。

1987年の10月19日、ニューヨーク株式市場でダウ平均が508ドル、下落率が22.6%という過去最大規模の大暴落を起こし、世界同時株安へと発展した事件です。翌日の日経平均株価は3,836.48円安、下落率が14.9%の大暴落となりました。また当時は外貨建てワラントというデリバティブがありました。こちらはほとんどの銘柄が一夜にして半値以下になったと記憶しています。但し当時の日本はバブル経済が始まっていた時期で、世界の主要市場の中で最も早く、半年程度でこの大きな痛手から回復しました。その後、1989年12月29日の38,915.89円という高値をもってバブルは崩壊し、「山高ければ 谷深し」の格言にあるように日本市場は長期低迷期間に入ることになりましたが、米国を始めとする世界主要市場は、間に2000年のITバブル崩壊後の暴落を挟みつつも、その後20年近くにわたる上昇相場を実現しています。

仮の話ですが、ブラックマンデー直前から投資をしていた場合のパフォーマンス試算があります。米国を例にとると、1987年9月末を基点として、10年後には4倍、20年後には

7倍になっています。現実問題としては、歴史上例を見ない状況下でパニックに近い売りが主流であったことは確かですが、一方で冷静に事態を見極めた上で、保有を継続し、買い向かった投資家も多くいたことは事実です。結果論ですが、「人の行く裏に道あり 花の山」ではないでしょうか。

閑話休題。

9月18日の日経新聞に、「外国人 日本株に割安感」という記事が掲載されていました。それによると、手元資金が潤沢な主要企業であってもPBRが一倍台にあることを根拠に、配当利回りの高い日本株を割安だと判断している、欧米株に比べて日本株への買い意欲は強い、特に国内で安定収益を確保できる内需型企業を評価する傾向がある、というものです。しかし、実際に投資行動につながっているのでしょうか。JSSで判明調査を実施した結果によると、2008年3月末名簿で国外居住外国法人が減少している企業数は、増加している企業数の倍以上ありました。考え方としては上記記事の内容はうなずけますが、やはり実際の投資行動には中々つながっていないと判断されます。

この背景の説明としてヒントになるのは、4月4日の日本証券アナリスト協会主催の講演会で、メリルリンチ日本証券(株)調査部チーフ株式ストラテジストの菊地氏が、外国人投資家動向として「De-rating JapanからValue trap Japan」というキーワードを説明していたことが挙げられます。2007年には日本に対する評価の切り下げや日本株のバリュエーションの低下を意味する「De-rating Japan」という言葉が使われていたが、今年に入って「Value trap Japan」という表現を耳にするようになったということです。これは日本株は割安であるが買われず、放置されるという意味です。即ち、日本株を割安と評価はしているけれども、実際に日本株のウェイトを増やす海外投資家はほとんどいないという状況です。菊地氏によるとM&Aや株主提案が通ることでのPBRの低さの再評価と予想EPSの信頼性の高まりによるPERの評価がValue trapを抜け出すための課題としています。

今回のBloody Sundayはブラックマンデーに匹敵する大きな事件ですが、過去の経験則を活かせると仮定すると、絶好の投資チャンス的一端であると言えます。私見ですが、傷をなめながらも間違いなくこのチャンスを狙っている投資家は多いと確信しています。この仮説の中では、IR活動を強化していく絶好のチャンスであることを示唆しています。

## カナダからの手紙

今年の8月半ば以降、日本のいくつかの企業がカナダのBritish Columbia Investment Management Corporation (bcIMC)から英文の手紙を受取りました。bcIMCはその名が示すようにカナダのブリティッシュ・コロンビア州の40万人からなる大学の職員、医療関係者、消防士、警察、地方公務員などの年金資金を運用しており、世界中の企業に長期的な視点で投資しているカナダ最大の運用会社の一つです。

bcIMCが各企業に送付した手紙の内容がすべて同じとは限りませんが、因みにとある上場企業に送付した内容は概略次の通りです。

1. この書面の目的は、bcIMCについて自己紹介するとともに、bcIMCの企業の株主説明責任原則についての考え方をポートフォリオとして保有する会社にお知らせし、共通の認識を持つことである。
2. 今回bcIMCが問題としているのは昨年度の配当性向についてであり、前回の配当実績は、売上高、営業利益、純利益の伸び率等を勘案した業績に比べて低水準であり、国際的な標準と照らし合わせても最低でも30%あってしかるべきである。
3. 国際水準比較ばかりか、日本の他社(キャノン、トヨタ、三井物産、花王等の単体ベース)との水準と比べても低い水準に留まっている。
4. 自社株買いや設備投資などの合理的な利益配分戦略がなければ、株主に対して説明責任を果たしているとは言えない。外国人株主が増えている現状を鑑みると、コーポレート・ガバナンス、株主価値や説明責任について一層の向上が要請されている。
5. 配当性向の引き上げを望むが、そうした行動がとれない、あるいはとれない理由について何も説明がない場合には、次回の株主総会以降の剰余金処分についての会社側提案には反対票を投じざるを得ない。

当面の投資行動に直結することは期待できませんが、少なくとも聞く耳は持っている状況ですから、前述の新聞記事や菊地氏の講演内容をヒントに、Value trapを抜け出させる説得性を持った、気長で地道な活動が必要であると思われます。

以上のように、いわゆる資本・配当政策に関する提案および忠告が主な内容となっていますが、bcIMCがウェブ上で公開している2008年度の総会議案に対する議決権行使結果を見てみると、剰余金処分の議案に対しては少なからず反対票を投じています。次回の総会以降とはいうものの、既にbcIMCの明確な意思は表明されていると理解した方がよさそうです。

またbcIMCは、コーポレート・ガバナンス向上を目的として独立非営利法人であるアジアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション(ACGA)が今年5月に作成した「日本のコーポレート・ガバナンス白書」の共同提唱機関の一つでもあります。同白書の一項目である「資本効率の追求」の中に「中期的に見て日本企業の株主総利回りは高配当企業の方が低配当企業のそれを上回る」という検証結果があり、書面の内容もその考え方に基づいたものと言えます。

昨年はスティール・パートナーズを中心とした投資家から多くの増配提案がなされ、話題となりました。今年は数こそ減りましたが、投資家の間で日本企業の株主還元に対する意識がかなり高まっていることは事実と言えます。今後、株主提案という形をとるかどうかはわかりませんが、株主から今回のような手紙が送付されてくるケースは十分に想定されます。従って、配当や自社株買いなどを含めた株主還元策や資本政策について、十分に説明できるように準備しておくことが機関投資家とのコミュニケーションのキーポイントになると考えられます。

共同提唱機関 (アルファベット順)と所在国は次の通り

- \* Aberdeen Asset Management, シンガポール
- Alliance Trust Asset Management (Asia-Pacific), 中国(香港)
- \* British Columbia Investment Management Corporation, カナダ
- \* California Public Employees Retirement System, 米国
- California State Teachers Retirement System, 米国
- \* F&C Asset Management, 英国
- \* Hermes Fund Managers Limited, 英国
- PGGM, オランダ
- \* Railway Pension Investments Limited, 英国
- \* Universities Superannuation Scheme, 英国
- \* 印の7機関は当初署名機関

## SWF特集【第6回】

## GICの2007/2008年次報告書

今回は9月23日に公表されたシンガポール政府投資公社(GIC)の2007/2008年次報告書(報告書)の内容について考察します。

これまで総資産1,000億ドル超、運用対象国は40ヶ国にわたるといことが概ね分かっていたが、今回の報告書から全体のポートフォリオに関する事実が少しだけはっきりしてきました。

### 1. 運用資産額について

今回の報告書ではGIC自ら「1,000億米ドル(邦貨換算約10.5兆円)を優に超える金額を40カ国以上に投資する(Investing well over US\$100 billion in more than 40 countries)」、「世界最大級の投資運用会社の一つ」と称していますが、1,000億ドルをどのくらい超えているのかは分からないというのが現状です。

### 2. 投資対象について

投資対象は上場株式に44%(総資産を1,000億ドルの最低線で見ると、440億ドルで邦貨換算約4.6兆円)、うち先進国の上場株式は34%(同340億ドルで約3.6兆円)。債券とオルタナティブ投資にはそれぞれ、26%(同260億ドルで約2.7兆円)と23%(同230億ドルで約2.4兆円)になっています。

### 3. 投資対象地域について

投資対象地域では、第1位が米国で34%(同340億ドルで約3.6兆円)、第2位が日本で11%(同110億ドルで約1.2兆円)、第3位が英国で8%(同80億ドルで約0.8兆円)と日本への投資は上位に位置しています。(ちょっと大まかに日本株への投資額を計算すると、全体としての日本への投資額である約1.2兆円に、上場株式投資への平均割合の34%を乗じてみると、その金額は約3,900億円になります。)因みに中国への投資は未だ4%に過ぎませんが、エマージング市場には大いに注目しているということですので、中国は急速に順位を上げてくるものと思われます。

### 4. 投資スタンス、役割分担等について

ところが、このところ投資スタンスが若干変わってきたのも事実です。報告書にも2007年の半ばから、株式市場の混乱から生じるリスクを避ける意図から、上場株式への投資割合を少し減じたことについての記載があります。(但し、JSSが2008年3月末基準で実施した株主判明調査ではそういう傾向は未だはっきりとは出てきていませんでした。)

また、同公社での運用についての役割分担では、自家運用は全体の資産の約2/3で、残りの約1/3は社外の運用マネジャーに委託されるとの事です。特に不動産ファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、ヘッジ・ファンド等々専門性の高い分野について外部運用に委ねる場合が多いようです。

### 5. GICの情報公開について

さて、報告書の公表はGIC 27年の歴史始まって以来の出来事ですが、何もかもが初めて公表されたわけではなく、これまでウェブサイトに掲載されてきた情報の集合体という性格があります。また、報告書の内容は制度面の記述が多く、特に経営陣のリストと経営陣と運用マネジャーの顔写真入りの経歴紹介で総ページ数の約1/3を占めています。

反面、私たちに最も興味のある運用成績や運用ポートフォリオに関する実数値の公表はごく限られた範囲に留まっています。なぜなら、GICの運用資金の拠出者はシンガポール政府であり、GICの何をどこまで公表するかは同国政府の判断に委ねられているからです。そしてトニー・タンGIC副会長(同国副首相をはじめ、金融相、防衛相、貿易相等を歴任)によると、詳しい数字を公表することは「国益に反する」と言い切っています。(報告書の詳細は<http://www.gic.com.sg>をご参照)

## 編集室から

今回の米国発の金融危機からの教訓としているいろいろなことが言われていますが、その中の一つに「パーセプションが全て(Perception is everything)」と強調しているコラムがありました(9月15日付New York Times 電子版)。

なんでも、一旦債権者や投資家が債務者や投資先に対して疑心暗鬼になれば、実際に資本金や流動性がどんなに潤沢だと言われていようと、債権者や投資家からすると「そんなの関係ねえ!」んだ、ということです。投資家や債権者が不安を感じてしまうと、株は売り浴びせられ、あっという間に会社の資金は流出し、流動性の息の根を止められてしまう、というスパイラル現象が実際に起ってしまいました。

そんな有事の際は、ウォーレン・バフェット氏のような投資家の救いの手を待つしかないのでしょうか。でも、同氏がテレビのインタビューで、今回の金融市場の危機を「経済における真珠湾攻撃」に譬えたのにはちょっとびっくりしましたが…。(守拙)

編集室へのお問合せ: [info@jss-ltd.jp](mailto:info@jss-ltd.jp)