

# トピックス

- 1ページ: レイルペン(英国鉄道年金)との対話
- 3ページ: 世界同時株安にテンバガーを探す
- 3ページ: [SWF特集] テマセク・ホールディングス
- 5ページ: 大量保有報告書の提出時期



## レイルペン(英国鉄道年金)との対話

JSSでは、去る9月、来日したレイルペン・インベストメンツ会長兼最高経営責任者クリス・ヒッチェン氏と同社ヘッド・オブ・コーポレート・ガバナンスのフランク・カーティス氏、およびレイルペンより議決権行使判断を含むコーポレート・ガバナンス関連活動の代理人としての委託をうけ、日本企業との対話を進めているガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン代表取締役の小口俊朗氏をお迎えし、日本企業の皆様との意見交換会を開催しました。

レイルペンは英国の鉄道業職域年金で、1992年からコーポレート・ガバナンスに取り組んでいる英国最大級の年金基金の一つです。日本では5月にアジア・コーポレート・ガバナンス協会(ACGA)が発表した「日本コーポレート・ガバナンス白書」に署名した当初7機関の一つでもあります。ヒッチェン氏は英国年金基金協会(NAPF)の会長も務めており、カーティス氏は国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク(ICGN)非財務事業報告書小委員会委員長も務めCSR(ESG)の分野にも造詣が深い方です。



写真左より 小口氏、ヒッチェン氏、通訳の方、カーティス氏

意見交換会では、ヒッチェン氏、カーティス氏より「日本におけるコーポレート・ガバナンス: 価値追求に関するパートナーシップ」と題してご講演をいただきました。その後の質疑応答・意見交換セッションでは社外取締役のあり方や役割についての話題を中心に活発な議論が交わされ、ご参加の皆様、そしてレイルペン側からも大変有意義だったとの評価をいただいております。

以下に今回のレイルペンの講演概要をご紹介します。

### 講演概要

・コーポレート・ガバナンスは、企業、株主、その他のステークホルダーのパートナーシップであり、win-winの関係にあるものである。また、持続的パフォーマンスの達成を後押しするものであると考える。株主価値は企業との建設的な話し合いや協調関係の構築、より広範なガバナンスに関する提言によって向上するという信念に基づいてレイルペンは活動している。

・コーポレート・ガバナンスは企業価値創造、資本コストの軽減をもたらす、責任ある受託者の証明にもなる。またパフォーマンスドライバーにもなると考えている。

・日本は世界第2位の経済大国であり、世界的な大企業やブランドが沢山あり、業務管理は卓越している。教育水準も高く、貯蓄率も高い。しかし、ガバナンスでは最先端とみなされておらず、経済面でその影響を受けている可能性がある。

・レイルペンは日本の上場企業の200社以上に投資している。2006年に日本に関するコーポレート・ガバナンス原則を公表した(英語版・日本語版あり)。

・日本におけるコーポレート・ガバナンスの課題として、2008年5月に公表されたACGAによる日本コーポレート・ガバナンス白書では6つのテーマが取り上げられている

所有者としての株主、資本効率の追求、独立  
 立場からの経営陣の監督、新株引受権、ポイ  
 ズンピルと買収防衛策、株主総会と議決権行使

・レイルペンとしては、上記に概ね同意するものの以  
 下の4点を重視している。

### 1. 取締役の機能と役割

・独立性の高い社外取締役は透明性の高いプロセス  
 のためにも重要。  
 ・独立取締役制度の定着は英国でも10年以上かかっ  
 ており、日本で時間がかかることは理解しているが、日  
 本においても少なくとも、**2名以上あるいは15%以上**  
 (ACGA白書提言では3名ないし3分の1以上)の社外  
 取締役が望ましいと考えている。

### 2. 買収防衛策

・買収防衛策には原則反対である。ただし、英国の  
 「シティ・コード」、「テイクオーバー・パネル」のような  
 ルール、制度が無いなかで、買収提案者に対して十分  
 な情報提供を促す措置が有益であることは理解す  
 る。  
 ・英国のルールは日本にとっても有益なヒントになると  
 考える。  
 ・買収防衛策は取締役の独立性と強く関連した問題  
 であり、内部者が優勢な取締役会では買収防衛策に  
 ついての濫用リスクが増大すると考える。

### 3. 持ち合い

・株式の持ち合いは、一般株主の利益に沿って運営  
 されない重大なリスクがあることから、レイルペンでは  
 持ち合いの増加を憂慮している。  
 ・持ち合いは現在の経営陣を守ることで買収防衛策と  
 して機能する恐れがある。  
 ・戦略性のない持ち合いは資本の非効率使用であり、  
 株主価値最大化を追求しない懸念がある。  
 ・何らかの形で持ち合い状況についての開示を希望  
 する。

### 4. 資本効率

・企業は長期的スパンで企業価値の向上が図れる最  
 善の方法により、投資家が感じることのできる、厳格な

財務上、ビジネス上の規律を実現することで、長期  
 的な株主価値を追及すべきである。その結果、すべ  
 てのステークホルダーが企業の成功の恩恵にあず  
 かれるものとする。

・企業は内外の競合他社を参照しつつ、適切かつ  
 合理的な水準で配当性向を設定すべきである。  
 ・企業年金連合会の示したROE8%基準等の考え方  
 には注目している。



その他の投資家としてのレイルペンの考え方  
 や活動の一部は以下の通りです。

・**国連責任投資原則(UNPRI)**の考え方が広がっ  
 ている。レイルペンは現在署名者ではないが、その  
 考え方は支持している。  
 ・レイルペンは責任ある株式保有者である。「カー  
 ボン・ディスクロージャー・プロジェクト」や「資源開  
 発事業に伴う資金の透明化イニシアティブ(EITI)」  
 は強く支持しているし、「責任ある投資家ネットワ  
 ーク」や「英国社会的投資フォーラム(UKSIF)」に参画  
 している。

今回はネクタイも外したリラックス・ムードのス  
 モールミーティングということで、参加された日本企  
 業の皆様からも社外取締役の意義や導入の是非  
 などを中心に活発な発言があり、「責任ある投資家  
 (Responsible Investor)」としてのレイルペンやその  
 コーポレート・ガバナンスの考え方を理解する良い  
 機会になったものと思われます。英国の代表的年  
 金基金という正統派の長期的視野に立った投資家  
 から、「ガバナンス白書」の一部にあるような半ば強  
 硬なスタンスのない生の声を聞きながら、日本企業  
 から多様性のある考え方や疑問点をぶつけること  
 で、双方向の対話が盛り上がった結果、あっという  
 間に予定の時間を過ぎてしまい、余熱を残しながら  
 幕を閉じました。

## 世界同時株安にテンバガーを探す

最近の世界的な株安を見ていて、テンバガー (Ten bagger) という言葉を思い出しました。英語のスラングで、満塁ホームランのことを Four-bagger と言うことになぞっているようです。ウォール街での業界用語として、株価が10倍に上昇するという意味で、日本でも「10倍株」というような言い方をしています。

ピーター・リンチの著書「株で勝つ」に出てくる言葉で、この本を読んだのは、もう6、7年も前のことです。ピーター・リンチはフィデリティの「マゼランファンド」資産を13年間で2,000万ドルから140億ドルに育て上げた、米国で最も成功したファンドマネージャーとしてご存知の方も多いと思います。(出所: 著書背表紙)

10銘柄で構築したポートフォリオの中に1つだけでもテンバガーがあれば、そのポートフォリオの時価総額は2倍になるため、調査の結果有望そうな株はかたっぱしから買うという戦略を推奨しています。

「株で勝つ」以外にも何冊もの著書が訳されていますが、それらの中で語録をいくつか拾ってみると、

- 自分の知っているものに投資する。  
(注: パフェットも同じようなことを言っています)
- テンバガーを見つけるには、自分の家の近くから始めることだ。
- ほとんどの人は、株式投資よりも電子レンジを買うことのほうに、より多くの時間をかけるのである。
- 私は常に、投資家はマーケットの上げ下げは無視すべきだと信じてきた。クラッシュという事態に直面しても、幸運にもマゼランファンドの株主のうち、3%未満の株主しかその週(注: ブラックマンデーのことです)にファンドを解約しなかった。絶望のどん底で売ると、いつだって安値で売ってしまう。

今回の経済危機は、100年に一度という大きな出来事と言われています。(ブラックマンデーの時も同じようなことが言われ、それから20年しかたっていませんが…)仕事を離れて、特にしこり玉を持たない一個人投資家としては、絶好の仕込場だと思うのですが…。バリュースタイルでプログラミングされた、感情に左右されないクオンツ投資家のコンピューターは、この相場をどう見ているのでしょうか。  
(Chu)

### SWF特集【第7回】

## テマセク・ホールディングス

シンガポールの2007年の一人当たりGDPは約35千ドル(約350万円)となり、約34千ドル(約340万円)の日本を追い越して、アジアのトップに立ちました。もともと政府・公共部門を牽引役とする開発型の経済体制の下、公的企業の株式は当初は政府が直接保有していましたが、その役割を引き継ぐ形で1974年に政府の100%出資で設立されたのがテマセク・ホールディングス(Temasek Holdings、テマセク)です。(「テマセク(単馬錫)」とは14世紀ころのシンガポールの呼称です。)

設立時のテマセクの保有株式は国内の重点産業である金融、海運等を始めとする主要企業にわたっていました。2008年3月末でも、DBSグループ・ホールディングス(金融業)の28%、シンガポール航空(航空業)の54%、シンガポール・テレコミュニケーション(通信業)の55%等々を保有する大株主です。また、異色なところでは、観光立国という意味合いから同国の有名な動物園であるSingapore Zooへも出資しています。

テマセクは1980年代半ばからは更なる経済活性化のために公企業の民営化を促進し、その株式売却資金を原資にアジアの周辺国向けに投資を活発化させてきました。現在でも国家の政策目標をサポートする投資会社としての性格が残る一方、投資利回りの向上を目指して投資資産の入れ替えも積極的に行っています。テマセクによると、投資判断は独自に行っており、政府の承認は不要ということです。

今年8月に2008年3月末ベースの計数が公表されましたが、それによると総資産は約1,850億シンガポール・ドル(1シンガポール・ドルを70円で換算して約13兆円)で前年比13%の増加となっています。地域別で見ると、自国向け投資は約33%、中国・台湾・韓国は約22%、日本を含むOECD諸国(但し韓国を除く)は約23%という具合です。

これまでの具体的な日本への投資例を列挙しましょう。まず、テマセク100%出資のペイツリー・インベストメンツ(モーリシャス)を通じて三井生命の第三者割当増資に応じて7.19%を保有する大株主となっています(当初投資額200億円)。また、アイ・ロジスティクスに対しても100%出資のセレーター・インベストメンツを通じて9.95%の株式を取得しています。そのほかにイーモバイルの第三者割当増資に応じる形で7.00%の株式を保有(投資額120億円)しています。これらの投資はテマセク全体のポートフォリオ上位3業種が、金融サービス(2008年3月末で全体のうちの約40%)、通信・メディア(同約24%)、運輸・物流(同約10%)であることと符合します。

また、別途テマセク傘下のフラトン・ファンド・マネジメントが世界中の株式で運用するフラトン・グローバル

・エクイティ・ファンドは、2008年3月末で資産時価が743百万シンガポール・ドル(約520億円)で、そのうち日本の大企業を含む約70社、合計約89百万シンガポール・ドル(約62億円)がポートフォリオに組み込まれています(構成比率約12%)。このファンドは日系証券会社も販売しています。10月3日にはフラトン・ファンド・マネジメントは新たに日本のSBIホールディングスと折半で、アジアの金融機関を対象とした60百万ドル(約60億円)のファンドを立ち上げると公表しています。

これまでのところテマセクの対日投資は限定的と言わざるを得ませんが、昨年5月にテマセクのダナバラン会長(DBSホールディングスやシンガポール航空の会長を歴任し、政治家としても長い閣僚経験を有す)が来日した際には、今後は業種を問わずに日本への投資を拡大したいという意向を表明しています。

直近の話題では、昨今のサブプライム問題においてUBS、バークレーズやメリルリンチ等の欧米金融機関に対する出資が挙げられます。その中でメリルリンチはバンク・オブ・アメリカに買収されることになりましたが、その結果、テマセクは59億ドル(約5,900億円)の出資に対して約15億ドル(約1,500億円)の含み益が発生したと現地で報道されました。また、本年4月にはエネルギー資源の探査・開発を行う投資会社の設立についてホー・チンCEO(政治家、経営者にしてリー・シェンロン首相の奥さんです)が語っており、投資地域の広がりのみならず投資対象に関してもポートフォリオの多様化を進めている様子が読み取れます。

## 大量保有報告書

## 大量保有報告書の提出時期

前回に引き続き、大量保有報告制度について「おさらい」をしてみましょう。今回は株式の保有状況と報告書の報告義務についてです。

報告義務者は金融庁の報告システムであるEDINETを経由して報告しますが、それは報告事象が生じてから一定の期間内に行うことになっています。もともとこの制度は米国の制度を参考にして導入されたと言ってもよいのですが、米国においては5%超の証券を取得したものは、取得の日から10日以内に制定書式であるスケジュール13D(または13G)によって報告システムであるEDGARを通じて証券取引委員会(SEC)に届出しなければならないことになっています。

現在のわが国の報告制度は、制度の抜け穴が乱用されたライブドアや村上ファンドの事件を受けて改正され、右の表のようになっており、5営業日後には大量保有に関する事実を知ることが出来、スピードにおいてはトップレベルですが、その内容や運用体制にはまだ弱点がありそうです。

EDINETは「来るもの拒まず」ですので、今年の1月に

テラメントという会社からNTT、トヨタなど大企業5社の過半数株を所有しているという虚偽の報告書が提出されたことがありました。その事件では対象銘柄や推計される取得対価の大きさから、事実とは異なるとしてすぐに金融庁は停止命令を出し、その後もプロジェクトチームを発足させて、チェック機能の強化や市場関係者との連携強化等の対策をとりました。それでも事実と異なる情報が掲載される可能性がなくなったとは言い切れません。

株式保有状況		報告義務
1.	5%以上保有	5営業日以内に報告 (但し、重要提案行為を目的としない機関投資家の特例報告の場合は2週間分まとめて報告)
2.	1.の後、1%以上の増減 (但し10%未満)	5営業日以内に報告 (但し、重要提案行為を目的としない機関投資家の特例報告の場合は2週間分まとめて報告)
3.	10%以上	5営業日以内に報告
4.	3.の後、1%以上の増減	5営業日以内に報告
5.	33.33% (発行済株式の1/3)超	市場内でのみ取得をした場合は5営業日以内に報告 市場外取引が含まれる場合は公開買付け(TOB)が必要

今回は「重要提案行為」についておさらいします。

## 編集室から

何かと先行きの不透明感、足元の不安定感を感じる今日この頃ですが、そんな中で日本人科学者がノーベル物理学賞、ノーベル化学賞を受賞したのは本当に明るい話題でした。

ノーベル賞のいろいろな賞の中で、日本人がこれまでに獲得していないのは経済学賞だけだそうですが、経済学賞は、アルフレッド・ノーベルが定めたという本来の意味のノーベル賞とは性格が少し異なるそうです。経済学賞は正しくは「アルフレッド・ノーベル記念経済学スウェーデン銀行賞」といって、1968年と比較的最近にスウェーデン国立銀行の設立300周年を記念し、ノーベルを偲ぶ賞として設けられたものです。(米国の新聞の中にはNobel Memorial Prize(ノーベル記念賞)と表記しているところがありました。)選考方法や受賞者の人数、賞金額はノーベル賞と同じですが、賞金はノーベル財団から払われるのではなくスウェーデン国立銀行から支給されています。この経済学賞の歴代の受賞者の約3分の2という圧倒的多数をアメリカ人が占めています。経済学という学問と政治のプロセスを経て策定される経済政策は別物ですが、今回の受賞者のクルーグマン教授を筆頭にアメリカの経済学者はジャーナリズム等を介して経済政策について積極的に発言し、主張、提言や批判をしています。そんなアメリカの経済学者が、世界ダントツとはいうものの傷ついた自国の経済に対してどんな処方箋を提示するのか注目しているところですよ。(守拙)

編集室へのお問合せ: info@jss-ltd.jp

## 森を歩けば - 大量保有報告書の世界を散策

9月の動きとして特徴的なことは、総じて9月中旬までは売買の動きがあったものの、下旬には市場の先行き不透明感からか、どの投資家も動きが止まっていることです。

いちごアセットマネジメント(表中の番号1)、シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ(同2)は8月と同様に買い基調です。但し、イチゴアセットマネジメントの8月中と9月中の売買銘柄は全く異なります。シルチェスター・インターナショナル・インベスターズは手広く買っていますが、唯一売却したニプロは5%を切った報告です。

スティール・パートナーズ(同3)は8月に引き続いて、江崎グリコ、日清食品、シチズンホールディングスのポジション縮小に取引を集中させています。

スパークス・アセット・マネジメント(同4)は、買い銘柄数が4でそのうち2銘柄(芝浦電子とリサ・パートナーズ)が新規の5%超過の報告ですが、それに対して売り銘柄数9と買い銘柄数を大幅に上回っています。

ブランデス・インベストメント・パートナーズ(同7)のうち、アイフルは過去に遡った変更報告です。

提出者	会社名	証券コード	報告義務発生日	保有株式数	株券等保有割合	変動率
1 いちごアセットマネジメント・インターナショナル・ピーティーイー	ミヤノ	6162	2008/9/18	5,706,000	9.75%	1.09%
	オーハシテクニカ	7628	2008/9/5	1,243,700	6.58%	1.02%
2 シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ・リミテッド	ニプロ	8086	2008/9/24	3,115,000	4.88%	-0.13%
	角川グループHD	9477	2008/9/17	2,615,300	9.59%	1.02%
	住友ベークライト	4203	2008/9/16	30,568,000	11.50%	1.03%
	双葉電子工業	6986	2008/9/11	3,966,900	8.37%	1.19%
	アマノ	6436	2008/9/8	10,278,800	12.65%	1.05%
	岡村製作所	7994	2008/9/5	6,791,000	6.04%	1.02%
	博報堂DYHD	2433	2008/9/4	2,356,120	6.06%	1.04%
	バンダイナムコHD	7832	2008/9/4	34,700,950	13.88%	1.14%
	ミスノ	8022	2008/9/4	9,497,000	7.15%	1.03%
	前田道路	1883	2008/8/28	11,939,000	12.68%	1.01%
	参天製薬	4536	2008/8/27	6,098,700	7.02%	-1.07%
	日本梱包運輸倉庫	9072	2008/8/27	7,641,000	10.29%	1.01%
3 スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド・オフショア・エル・ピー	江崎グリコ	2206	2008/9/5	17,839,000	12.31%	-1.06%
	日清食品	2897	2008/9/4	16,317,900	12.80%	-1.35%
	日清食品	2897	2008/8/26	18,034,700	14.15%	-1.02%
	シチズンHD	7762	2008/8/26	18,858,000	4.96%	-1.36%
4 スパークス・アセット・マネジメント	芝浦電子	6957	2008/9/15	412,900	5.31%	
	ナイスクラブ	7598	2008/9/15	619,100	5.71%	-1.05%
	ビジョン	7956	2008/9/15	706,800	3.49%	-1.90%
	ケンウッド	6765	2008/9/11	30,106,000	8.21%	-1.27%
	東洋ゴム工業	5105	2008/9/9	25,626,000	12.24%	-1.02%
	マクロミル	3730	2008/9/3	9,295	7.23%	-1.10%
	日本風力開発	2766	2008/9/1	11,970	9.45%	1.12%
	日本オプティカル	2680	2008/8/29	0	0.00%	-7.78%
	日本ライトン	2703	2008/8/29	385,500	3.10%	-3.45%
	千代田インテグレ	6915	2008/8/29	574,100	4.06%	-1.94%
	ブラザクリエイト	7502	2008/8/29	237,700	3.88%	-4.07%
	リサ・パートナーズ	8924	2008/8/29	17,542	5.92%	
	マクロミル	3730	2008/8/28	10,711	8.33%	1.33%
	マクロミル	3730	2008/8/26	9,001	7.00%	1.02%
5 タイヨウ・ファンド・マネジメント・カンパニー・エルエルシー	堀場製作所	6856	2008/9/4	4,051,600	9.53%	1.04%
	ナプテスコ	6268	2008/9/2	9,027,000	7.10%	1.06%
6 ダルトン・インベストメンツ・エルエルシー	ココカラファイン・HD	3098	2008/8/29	1,011,610	5.08%	
7 ブランデス・インベストメント・パートナーズ・エル・ピー	TDK	6762	2008/8/29	6,533,249	5.04%	
	アイフル	8515	2008/2/28	21,205,710	12.66%	-1.90%

注) 表中の個別の事案は、主に9月中に提出されたEDINET情報に関するJSS独自のデータベースから抽出したものです。