

## 1. 会社概要（基本情報）

会社名	ありあけキャピタル株式会社		
所在地	住所	〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町5-1	
	電話	03-6206-2867	
	HPアドレス	-	
代表者	田中 克典		
金融商品取引業登録番号	関東財務局長（金商）第3229号		
登録年月日	令和3年2月3日		
協会会員番号	012-02925		
業務開始年月	令和3年12月6日		
資本金	0.75億円		
受付窓口	コンプライアンス部		
電話	03-6206-2867		
E-mail アドレス	<a href="mailto:ir@ariakecapital.com">ir@ariakecapital.com</a>		

## 2. 運用の特色（投資哲学、運用スタイル等）

### 当社の運用の特色

#### 特色1：金融セクター株より厳選投資

- ・CIOの知見を活かし金融セクターに集中投資を行う。
- ・特に地方銀行に焦点を当てて厳選投資を行う。

#### 特色2：ロングオンリーの投資手法

- ・投資対象の金融機関株の価値向上による収益獲得を目指す「ロングオンリー」の投資手法を取る。

#### 特色3：友好的なアクティビズム

- ・投資対象の金融機関経営陣に対して、友好的に、価値向上策を提案をおこなうエンゲージメントファンド。

#### 特色4：すべてのステークホルダーにとっての企業価値向上を重視

- ・投資対象の金融機関の取引先や顧客、株主、従業員に経営陣といったすべてのステークホルダーにとっての企業価値を向上させることを重視する。
- ・当社も株式への投資を通して「同じ船に乗る」という発想で取り組む。

### 運用会社としての特徴

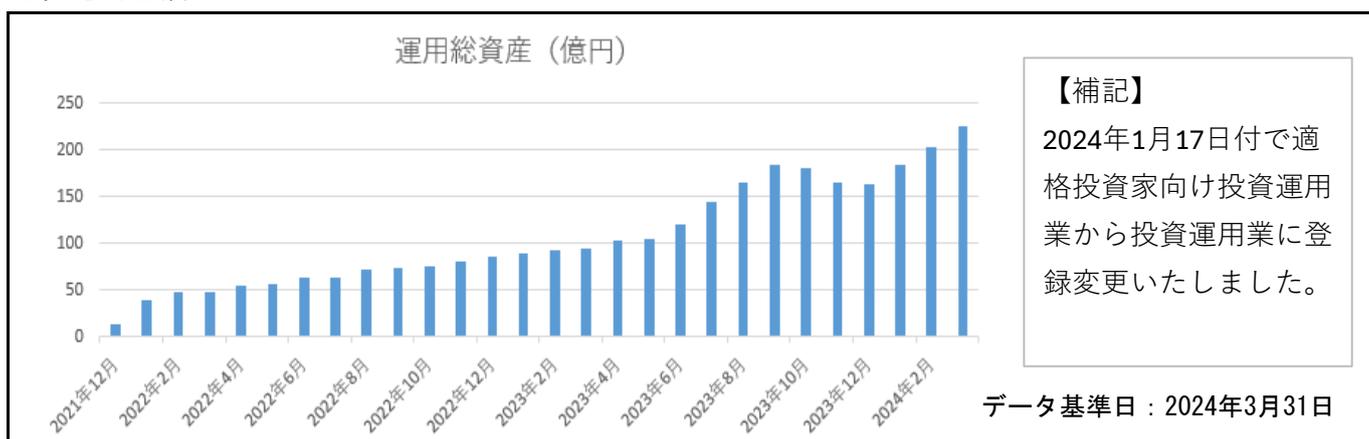
1. 株主としての事業評価と提案（経営者との対話）
2. 他社等の影響を受けない独立系運用会社
3. 地銀等金融機関と違った独自の情報ネットワーク

## 3. 投資に関する意思決定プロセス

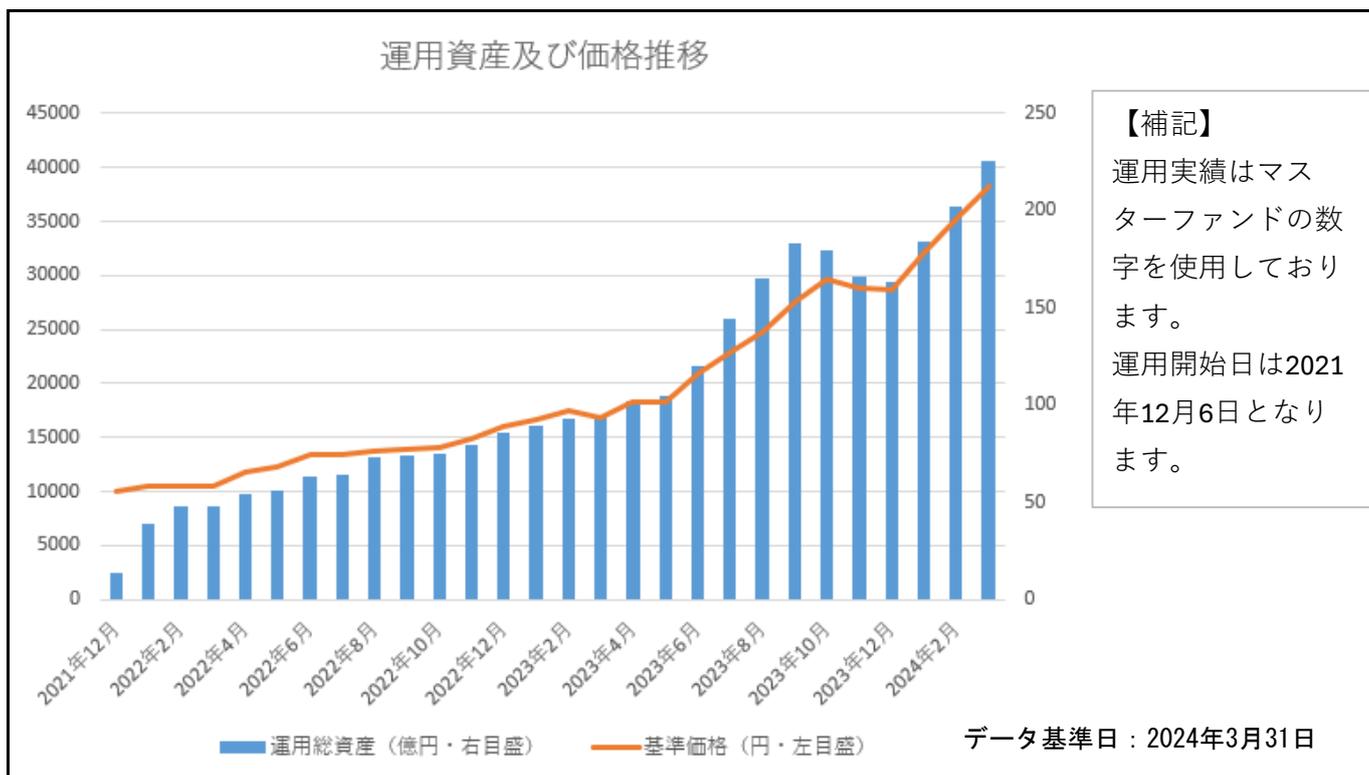


- ありあけ投資委員会  
年度毎の運用方針の決定、投資対象に関する戦略の審議等を行う
- 投資判断担当者（経験年数24年）  
当社代表者C I Oが担当。運用計画の作成、運用実績の分析、投資対象の調査・分析及び投資判断を行う
- 執行担当者（経験年数26年）  
取締役が担当。売買取引の執行（発注先の選定、発注方法の決定）、事務管理会社の管理・監督を行う
- コンプライアンス部  
発注、取引記録の検証、投資判断プロセス・運用業務全般の運営状況検証、運用実績分析・運用計画の検証、運用の見直し要否の判断等を行う

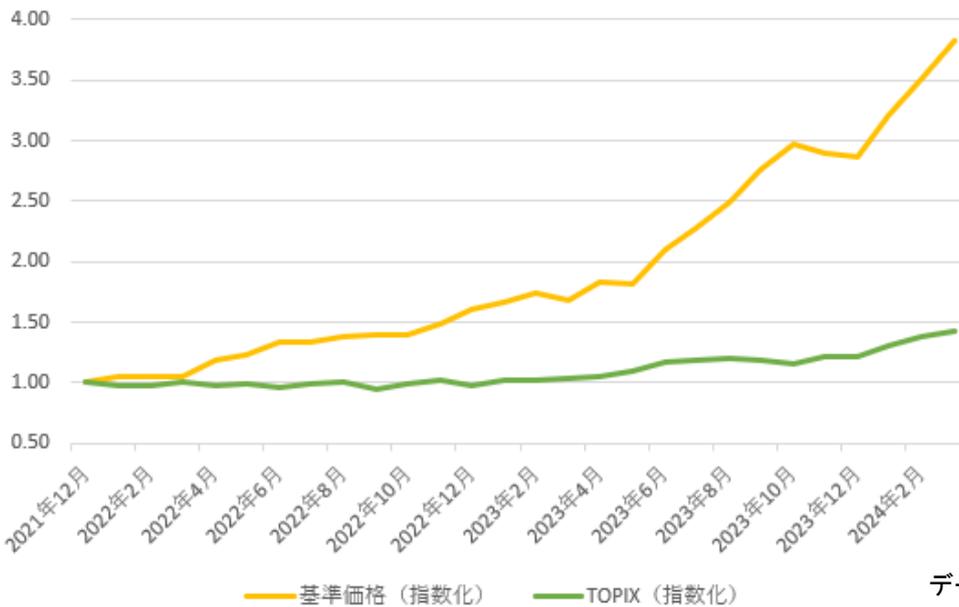
## 5. 運用金額



## 6. 運用実績



## ファンドの基準価格推移



### 【補記】

マスターファンドの価格推移を表したグラフで、運用開始日2021年12月6日を基準に指数化しています。

データ基準日：2024年3月31日

※運用実績については全て運用報酬等控除後の数字を使用しております。

## 7. アピールポイント

### ありあけキャピタルが目指す投資とは

#### 金融セクターへの集中投資・友好的なエンゲージメント

当社は、金融セクターに集中投資し、経営陣に対して友好的な提案を行うエンゲージメントファンドです。当社が、金融セクターに対して集中投資を行っている理由は、規制産業であり、株主との対話が遅れていたと思われる日本の金融セクターにおいて、現在、大きなガバナンスの地殻変動が起きていると考えているからです。

金融セクターは日本の株式市場において相対的に割安なセクターと位置付けられていますが、その理由は、ガバナンス不全であったと考えています。金融セクターにおけるガバナンスは今、大きく改善にむかっており、当社では、「同じ船に乗る」ことを掲げる友好的なエンゲージメントを通じて、金融セクターのガバナンス改善による企業価値上昇に取り組んでいきます。

#### 転換期に差し掛かっている日本の金融セクターのガバナンス

歴史には、事後的にあの日が転換点であったと思う日があります。当社では、金融セクターのガバナンス、企業価値の転換点は、後から思い起こせば、2021年9月9日であったと言われると思っています。それだけ、この日、SBIが新生銀行の取締役会の支持を得ることなく、金融庁から主要株主規制の認可を得たこと、ガバナンス上の意味は大きいと思っています。

当社CIOの田中克典は前職のゴールドマンサックスの金融アナリスト時代も含めて約20年間、銀行関係者、市場関係者と議論してきましたが、銀行セクターにおいては、後述する主要株主規制の存在から、株主によるガバナンスへの影響力は、限定的であるという理解が市場関係者のコンセンサスでした。SBIが取締役会の支持を得ることなく、主要株主規制の認可を得たことは、このコンセンサスが変わるきっかけになり、ひいてはガバナンスの改善を通じた銀行の企業価値上昇の契機であると考えています。

#### SBIの主要株主規制の認可取得の最重要ポイントは、株主によるガバナンスの回復

SBIによる主要株主規制の認可取得に関しては、メディアでは、人事なども含めて議論されましたが、本質は、主要株主規制の認可を得るためには、銀行取締役会の支持は前提でないということが明確になったことであり、株主によるガバナンスが機能することを示したことです。これは多くの人にとって、今一度、銀行規制とはなんであるか、銀行のガバナンスとはなんであるかを再考する機会になったと考えています。

## 主要株主規制とはなにか

銀行主要株主規制とは、銀行法によって、銀行の総議決権の20%以上の保有者になるためには、あらかじめ金融庁長官の認可を受けなければならないという規制です。役員が銀行の取締役等に就任し、銀行に対して重要な影響を与えることができることが推測される場合は、総議決権の15%以上の取得で主要株主規制の認可が必要となります。

認可申請が行われた場合、銀行法は以下の基準に適合するかどうか審査が行われるとしています。  
(銀行法第52条の10)

1. 資金の源泉、株式保有の目的など、銀行業務の健全かつ適切な運営を損なうおそれがないかどうか
2. 申請者及びにその子会社等の財産及び収支の状況が銀行の業務の健全かつ適切な運営を損なうおそれがないかどうか
3. 銀行の業務の公共性に関し十分な理解を有し、かつ十分な社会的信用を有するものであるかどうか

主要株主規制取得認可の条件を文字通り解釈すれば、ここには、主要株主規制の認可を得るためには、銀行の取締役会の支持が必要とは一言も書いていません。しかし、銀行関係者、市場関係者の多くは、「銀行業務の健全かつ適切な運営」、「銀行業務の公共性に関し十分な理解」といった言葉を自ら拡大解釈し、主要株主規制の認可を得るためには、取締役会の支持が必要であり、現行取締役会と敵対的な形での主要株主規制の認可は不可能と考えてきました。

そして、当社は今なお、多くの銀行関係者、市場関係者は、単に主要株主規制だけでなく、現在の規制当局の基本的な考え方を誤解していると思っています。2015年の森長官就任以降の、金融庁の考え方は極めて、「本質的」であり、その方向性は、森長官退任以降も現在まで継続しています。

ここでいう「本質的」とは、金融規制とは金融システムを守るためのものであり、銀行規制とは本質的には、預金者を守るものであるという点です。銀行がなぜ特殊なのかといえば、銀行は預金取扱金融機関であり、預金保険の対象であり、1,000万円までの預金が守られており、その対価として規制されている点です。つまるところ、規制当局が、銀行経営者を守る必要性は、金融規制の観点からは、まったくありません。

その文脈から言えば、銀行主要株主規制も株式保有の目的、機関銀行化、といった規制の根幹に触れず、要件をみれば自然と認可されると考えるべきだといえましょう。その意味では、2021年9月のSBIによる主要株主規制の認可取得は、現在の規制当局の考え方に沿った自然な帰結と言えます。

## なぜTOBが銀行セクターのガバナンスを改善させるのか

当社がなぜ、今回の主要株主規制の認可が重要なイベントであるかと考えているかという点、今後、敵対的なTOBが頻発すると考えているからではなく、本件により、銀行業界に対する株主からのガバナンスが働くようになると考えているからです。

株主によるガバナンスとは、株主総会を通じて取締役を選任する機能にあります。つまるところ、株主からのガバナンスとは究極的には、株主総会を通じて、取締役を交代できることが力の裏付けとなるのです。つまり、株主が株主総会で取締役を交代させることは、いわば伝家の宝刀であり、実際にその伝家の宝刀を抜くかどうかの問題ではなく、理論上、抜く可能性があること自体がガバナンスとなりうるのです。重要なことは、経営者が株主を軽視すると敵対的なTOBがかかる可能性があるがあるということ認識することによって、株主によるガバナンスは回復するという点です。

従来の銀行関係者、株式市場関係者の理解は、銀行セクターにおいては、主要株主規制の存在により敵対的なTOBは難しいという共通見解がありました。つまり、銀行株主は、最大のツールである株主総会における取締役交代という伝家の宝刀を最初から封じられている状態であったわけでした。この結果、株主からのガバナンスは、実際上効かない形になっていたのです。結果として、銀行セクターにおけるガバナンスは、監督官庁に委ねられる形になっていました。

## 債権者ガバナンスと株主ガバナンス

債権者と株主は、アップサイドを求める株主と、ダウンサイドを防ぎたい債権者という構造上、自然と利害が相反する位置づけにあり、互いにガバナンスを効かせることにより最適な解を見出すというのが、一般企業におけるガバナンスのあり方と言えます。

一般企業であれば、債権者である銀行や社債権者が、債権者としてガバナンスを効かせますが、銀行の預金者は小口であり、小口預金者が債権者としてガバナンスを効かせるのは現実的ではありません。そこで、預金者保護を目的とする規制当局はガバナンスを効かせることとなります。債権者である預金者の保護を主目的とする規制当局と、株主は相反するポジショニングとなります。前述のように、株主からのガバナンスが効かない銀行において、アップサイドを求める株主よりも、ダウンサイドを防ぐ債権者の意向が優先されたことは、ガバナンスの結果といえるといえます。

この結果がなにをもたらしたかと言えば、収益性の低下と、株式市場での企業価値の下落です。収益性の低下は利益（一株あたり利益；EPS）、その株主になる価値（バリエーション）の低下により、株価はダブルに下落したと解釈することもできます。力のない株主の下では、収益拡大を求める声は経営陣に届かず、また投資家は、力ないポジションである銀行株主になろうとは思いません。

アップサイド（収益の増加）を求める株主の声がとどかず、規制当局を意識しつづけた銀行経営が、収益性よりも健全性を優先した経営となったのは、このようなガバナンスの当然の帰結ともいえるのです。

ではなぜ、いま、株主によるガバナンス機能の改善が求められているのでしょうか。それは、収益性改善を求める声が届かない結果、収益性が低下し、これが健全性に影響を与える危険がある水準にまで来てしまったからと考えています。

## 低ROEは危機における資本回復機能を低下させる

株主が重視する指標に、ROEがあります。ROEはまさに、収益性の代表的な指標ですが、これがあまりに低下することは、健全性にも影響を与えることになります。

ROEは株主資本に対する利益の割合で収益性の指標ではありますが、同時に資本回復の指標でもあります。

ROE10%の銀行は、社外流出をとめれば、1年で資本を10%回復することができますが、ROE3%の銀行は、社外流出をしなくとも、資本は1年で3%しか改善しません。

普段、収益性の指標と考えられているROEはひとたび、金融危機が起きれば、資本の回復力を示す指標になるのです。金融危機はシクリカルなものであり一定周期で金融システムにストレスがかかる事象が起こることを踏まえるならば、その回復能力も健全性維持のために重要な指標と言えます。

地方銀行の低ROEは、単に株主が求めている収益性だけでなく、健全な金融システムの維持という観点においても、危機的な水準であるといえるのです。収益性と健全性を両立するようなガバナンスが求められており、株主からのガバナンス強化こそが、収益性と健全性の両立に必要な機能と考えています。

### ありあけキャピタルの目指すもの

ありあけキャピタルは、金融セクターに対して、経営陣とも友好的な対話を実施しながら企業価値の向上を目指したいと考えており、現時点で、主要株主規制の認可を必要とするような比率での投資は想定しておりません。

しかし、取締役会の賛成を前提としない主要株主規制の認可は、銀行業界における株主の地位向上、ガバナンス改善につながると考えており、私どもの理想の実現に向けて大きな追い風であると考えています。

すでに多くの場所で議論されてきたように、株式持ち合いによる支配構造は、株主によるガバナンスを弱めてきた側面は否定できません。しかし、コーポレートガバナンス重視の中での持ち合いの解消はメガバンクを中心にすでに進んできており、この動きは地方銀行にも波及しています。それに加えて、今、主要株主規制の呪縛が解けたことは、株主による企業価値向上の可能性を高め、株主がステークホルダーの一人として役割を果たせるタイミングが来たと考えています。

ありあけキャピタルでは、「同じ船に乗る」をコンセプトに、ステークホルダーの一人として、ステークホルダー間のインセンティブを同一化する施策を重視していきます。

具体的には、

1. 政策保有株の削減による、コスト削減に要する改革原資の捻出、
2. 従来の貸出依存から脱却し、地域でのPE事業を加えた顧客と銀行のアップサイド利益の共有、
3. ストックオプションの導入による銀行員と株主の利益の共有、  
これらの施策による企業価値向上を目指し、
4. 再編を通じた資本効率の改善 を支持します。

2023年1月の東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関して、すでに銀行セクターでは多くの企業が対応策を発表しています。

当社では、その対応策が表層的なものとどまらず、資本市場と対話できる内容になるように引き続きエンゲージメントを実施していきます。