



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

投資家からみた 日本企業と株主価値向上の課題

2014年1月7日
株式会社ストラテジックキャピタル
代表取締役 丸木 強

目次

◆ 世界の株式市場2
◆ 投資家から見た日本企業の問題点6
◆ 環境の変化13
◆ 投資家側の問題17
◆ 資産保有過多企業の実例22



Strategic Capital

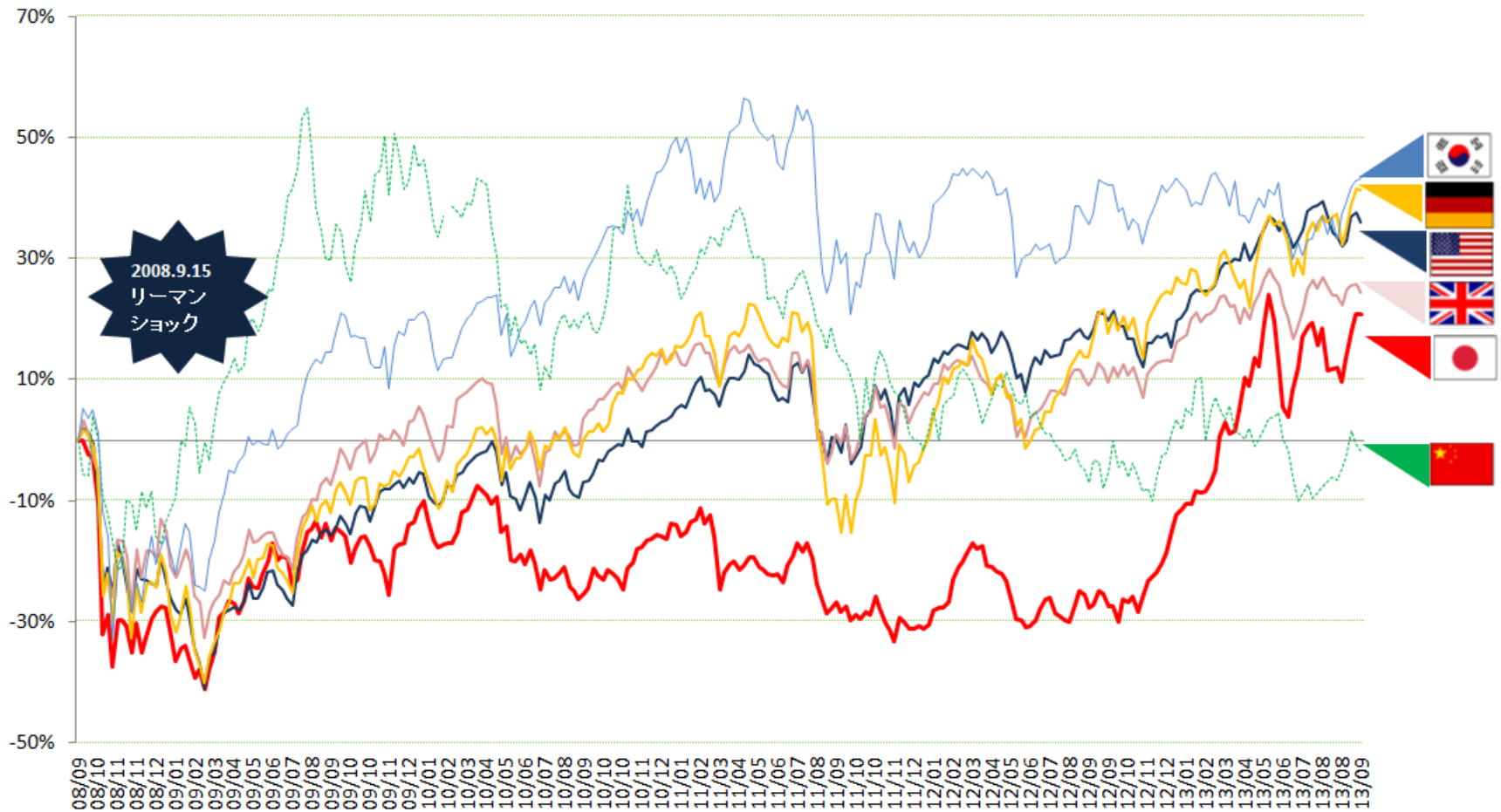
株式会社 ストラテジックキャピタル



世界の株式市場

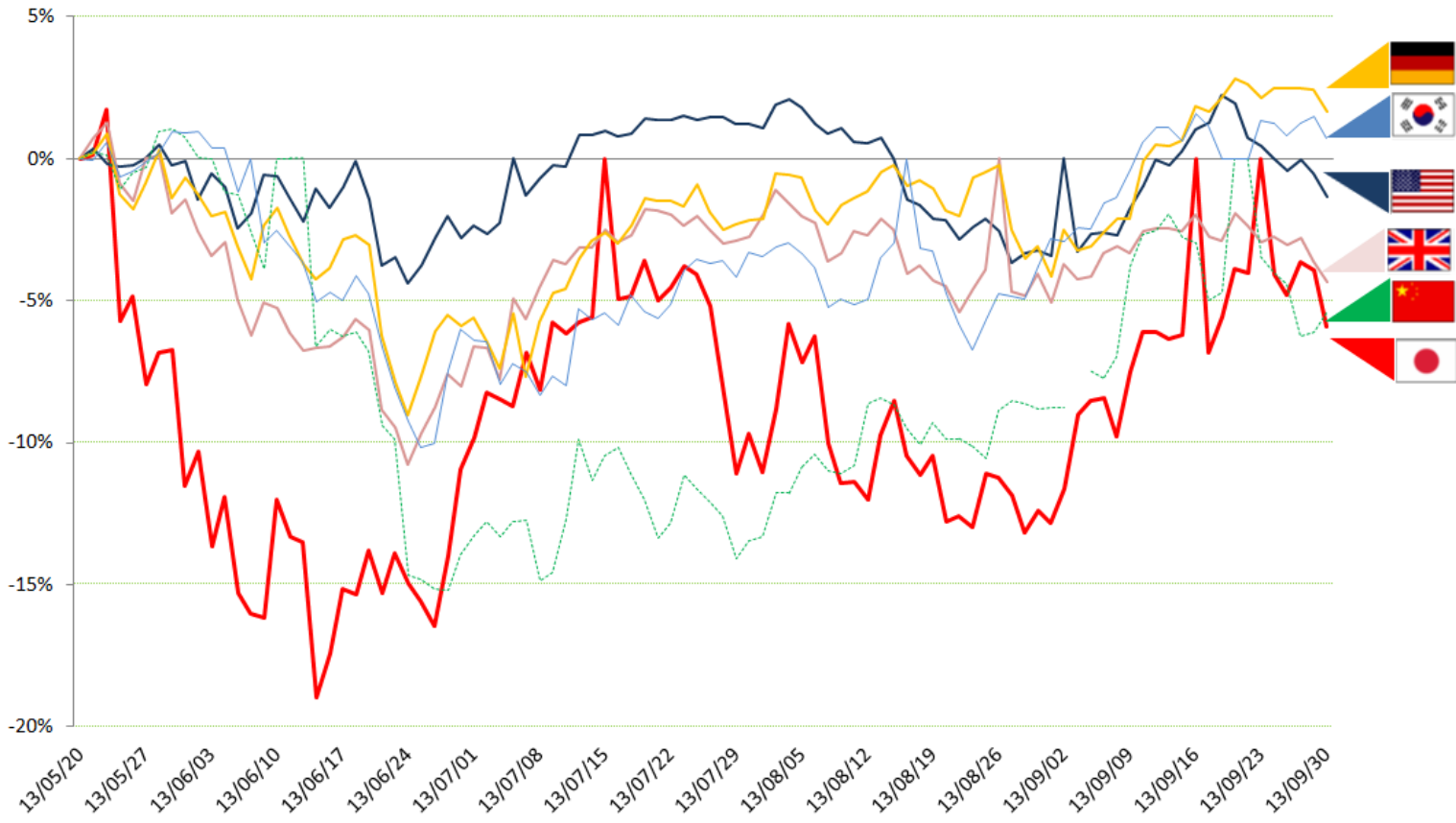
世界の株式市場

◆ 世界の株価インデックス推移 (2008.8末～2013.9)



世界の株式市場

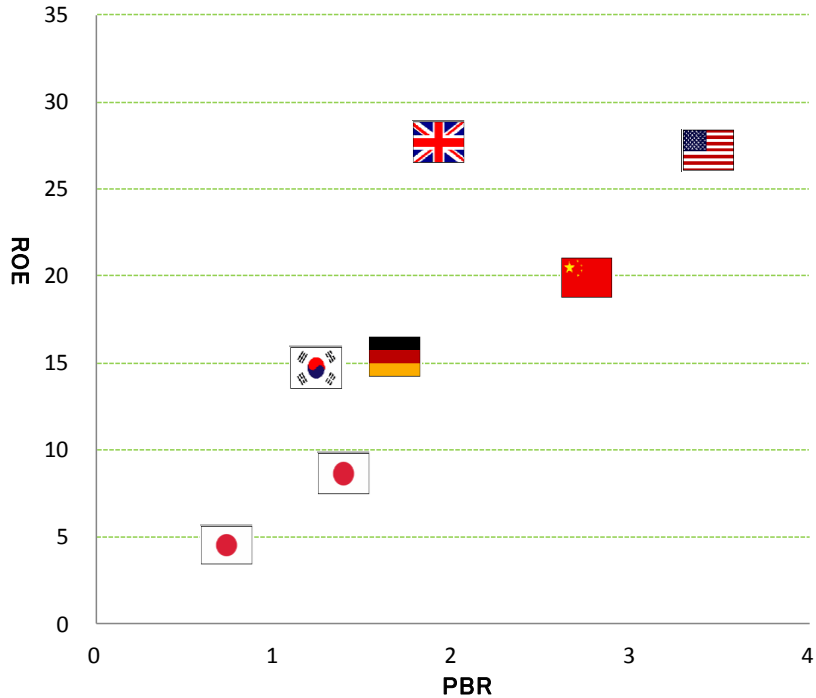
◆ 世界の株価インデックス推移 (2013.5.20～2013.9.30)



世界の株式市場

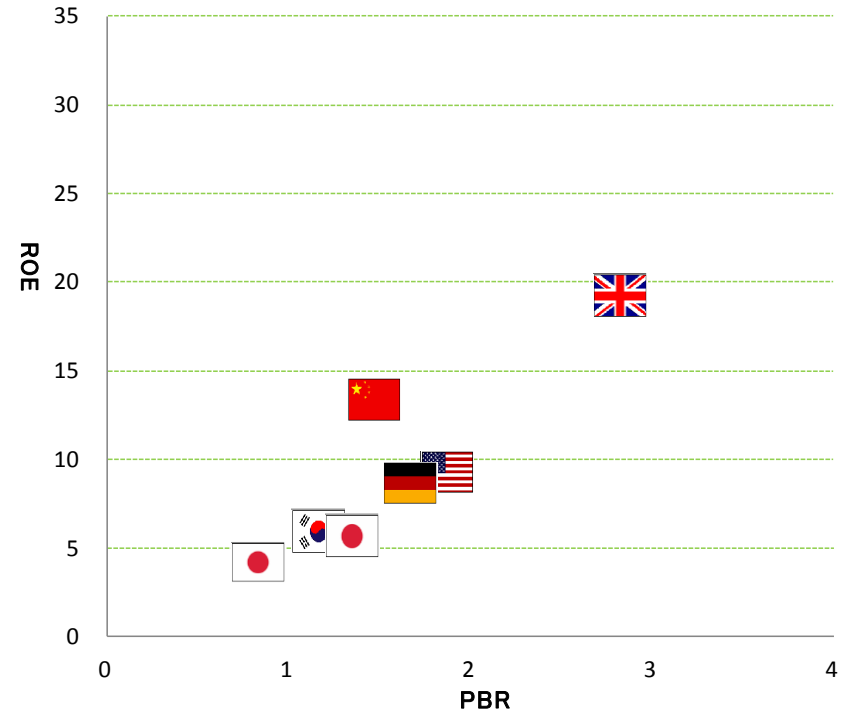
◆ PBRとROE (2008vs2013)

2008/8/31現在



	PBR	ROE
日本(TSE1部)	1.40	8.90
日本(TSE2部)	0.72	4.38
米国	3.40	27.49
イギリス	1.90	27.78
ドイツ	1.67	15.56
中国	2.74	20.03
韓国	1.24	14.87

2013/9/30現在



	PBR	ROE
日本(TSE1部)	1.34	5.80
日本(TSE2部)	0.87	4.68
米国	2.85	19.45
イギリス	1.85	9.52
ドイツ	1.65	8.89
中国	1.49	13.59
韓国	1.17	5.86

(注) 出所: 日本:日経QUICK、海外:Bloomberg



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

投資家から見た日本企業の問題点

投資家から見た日本企業の問題点

◆ 株主価値に対する理解が乏しい経営者

- 株主資本コスト(CAPM)、EVAなどの概念を全く理解していない経営陣が多い。

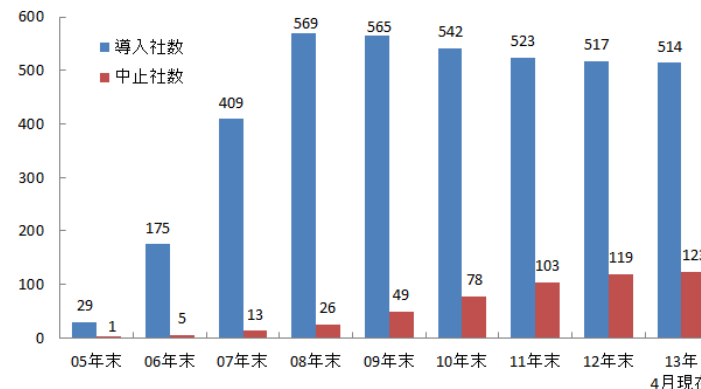
◆ コーポレートガバナンスに対する理解の欠如

- 株式会社は、株主にとっての企業価値を高めることを主要な目的とするもの(東京証券取引所コーポレートガバナンス基準)。そのためのコーポレート・ガバナンスのはずである。
- 有価証券報告書等の「コーポレートガバナンス」欄に株主の利益の保護や株主価値の向上について記載する企業は非常に少ない。
- コンプライアンスとの混同。

◆ 企業買収に対する過度の抵抗

- 買収防衛策:本来は、当該買収が株主の利益になるか否かの検証を行うことが目的だが、日本では経営陣の保身のため、本当に買収を防衛することが目的?
- 最近では、機関投資家の反対が多く、買収防衛策導入企業は減少傾向。

図1 買収防衛策の導入社数と中止社数の推移



出所:株式会社レコフ Web記事2013.4.24

投資家から見た日本企業の問題点

◆ 投資ファンド・投資家を毛嫌いする経営者

- 「利益目的に過ぎない」
- 「所詮は短期の株主である」
- 何故上場したのか？

◆ 株主価値に連動しない役員報奨制度

- 赤字でも1億円超の報酬を得る役員
- 自社株を保有していない経営陣
- ストックオプション？

◆ 社外取締役の設置に後向き

- 2012年、2013年と2年連続で、経団連等の反対により、会社法改正案での義務化見送り。P.13参照。
- 日経2012/8/23によれば、機関投資家も反対したとのこと。

投資家から見た日本企業の問題点

◆ 低い資本効率(低ROE)

- 売上優先、利益軽視
- 不十分な配当、自社株買い
- 資産の保有過多⇒その方が「楽だから」という上場企業の社長

◆ 株式持合い

- これまで持合株主は、日本企業に対して市場規律が及ぶことを阻害してきたが、2000年代に入り、急速にその持株比率を減少させた。
- 金融機関は持株を減らしてきたが、事業法人は2006年の20.7%を底に下げ止まった(事業会社の株式持合いの復活?)。

	1994年度		1999年度		2006年度		2008年度		2012年度
外国人	8.1%	⇒	18.6%	⇒	28.0%	⇒	23.5%	⇒	28.0%
信託口	4.2%	⇒	7.2%	⇒	8.2%	⇒	8.5%	⇒	7.0%
個人	19.9%	⇒	18.0%	⇒	18.1%	⇒	20.5%	⇒	20.2%
事業法人	27.7%	⇒	26.0%	⇒	20.7%	⇒	23.5%	⇒	21.7%
金融機関	38.6%	⇒	29.3%	⇒	22.9%	⇒	22.0%	⇒	21.0%

注)金融機関には投資信託、年金信託を含まず、市場価格ベース

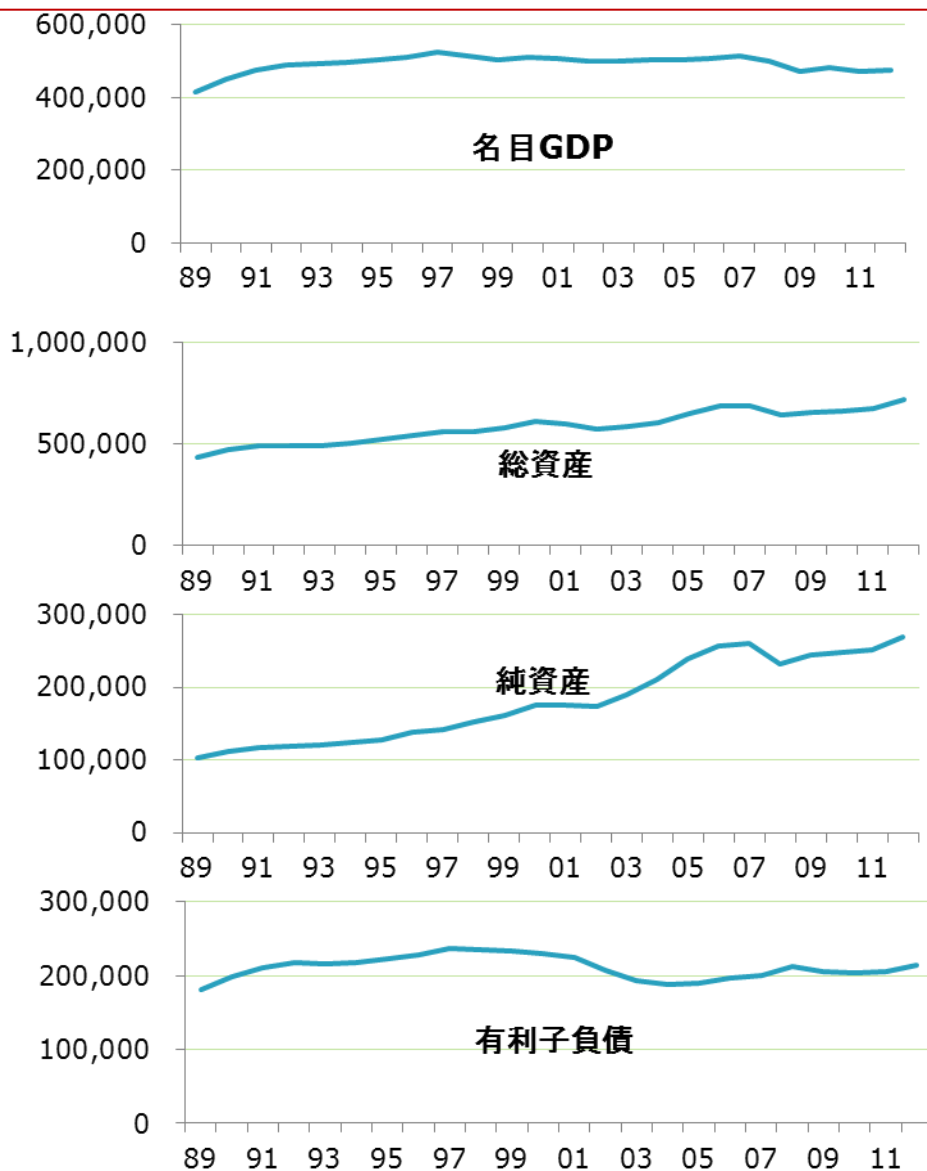
(出典)全国証券取引所発表資料

投資家から見た日本企業の問題点

- 資本の空洞化
- 少数株主権の排除
- 無責任体制：一昨年までは、継続的に株式評価損を計上、リスク管理なし
- 株主への利益供与？：
 - 大口取引などをエサにして取引先に対し安定株主になるよう求める場合は明らかだが・・・
 - 有価証券報告書には「取引関係の強化・維持」と記載されているが・・・
- 大量保有報告書提出義務違反？：
 - 上場会社の90%超(回答企業1792社のうち1615社)で、安定株主(株主総会で会社側提案を支持してくれることが期待できる株主)が10%以上存在
 - 上場企業の47%(回答企業のうち838社)で、大株主から株主総会における包括委任状を受領(出所：商事法務No.2016)
- 保有株式を売却し、売却代金を株主配当に充当する企業の例：アサツーDK
 - 2011年度から、保有株式を売却し、その売却代金を配当金として株主還元：筆頭株主WPPが24%を保有し、外国人株主が64.7%を占める。これら株主の意向を反映したものと思われる。

	純利益 (百万円)	一株当たり利益 (円)	一株当たり配当金(円)			
			中間	臨時	期末	合計
2010/12期	-4,656	-110.3	10		10	20
2011/12期	2,293	54.4	10	89	10	109
2012/12期	2,781	65.8	10		101	111
2013/12期	2,590	61.8	10		122	132

東証一部上場企業の財務状況の変化



左のグラフは、バブル崩壊以降の国内名目GDPと東証一部上場企業の財務状況の推移である。

1995年以降、

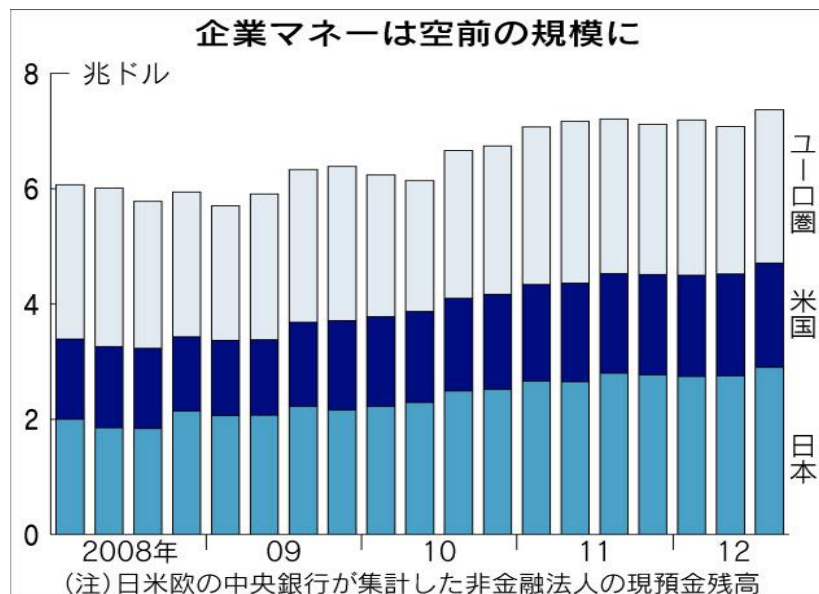
- ◆ 名目GDPは横ばい
- ◆ 総資産は38%増加し、バランスシートを拡大させた
- ◆ 純資産は111%増と2倍超となった
- ◆ 有利子負債は4%減少



日本経済が停滞するなか、上場企業は内部留保を増大させていった。

出所: 日経QUICKのデータより作成

増加する日本の非金融法人の現預金



出所: 日本経済新聞2013.2.20



日銀が9/19に発表した4~6月期の資金循環統計(速報)

出所: 日本経済新聞2013.9.20



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



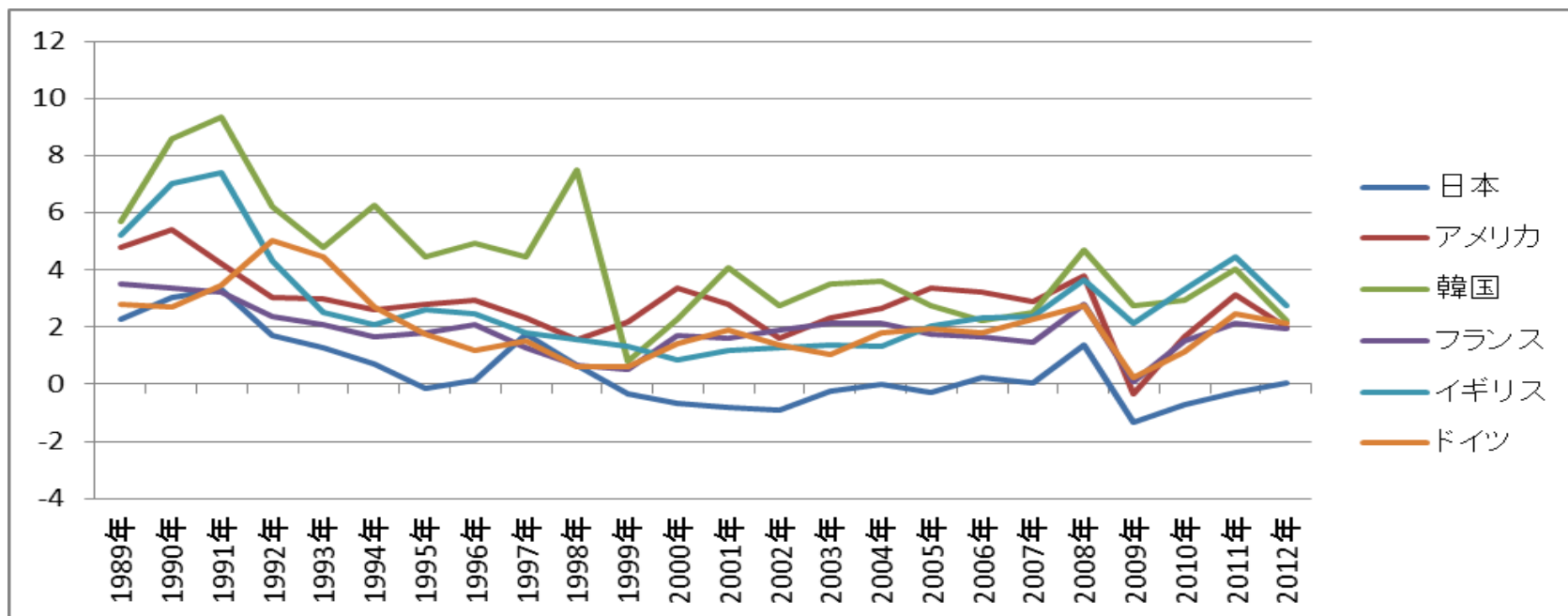
環境の変化

日本再興戦略 ～Japan is Back～

- ◆ 平成25年6月14日、日本経済の再生に向けた成長戦略、「日本再興戦略－JAPAN is BACK－」が閣議決定された。この中で、下記の通り「コーポレートガバナンスの強化」が記載された。
 - ① 会社法改正案を早期に国会に提出し、独立性の高い社外取締役の導入を促進するための措置を講ずるなど、少なくとも一人以上の社外取締役の確保に向けた取組を強化する。
 - ② 企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則について、我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論も踏まえながら検討を進め、年内に取りまとめる。
 - ③ 国内の証券取引所に対し、上場基準における社外取締役の位置付けや、収益性や経営面での評価が高い銘柄のインデックスの設定など、コーポレートガバナンスの強化につながる取組を働きかける。
- ◆ 具体的には、下記の通りの施策が講じられた。
 - ① 11月25日、会社法改正案を閣議決定。上場企業への社外取締役の設置義務付けは経済界の反発を受けて見送ったが、法施行の2年後に、義務付けをあらためて検討することを附則に盛り込んだ。設置しない場合には「社外取締役を置くことが相当でない理由」を、事業報告書に記載させ、株主総会に社外取締役を含まない選任議案を提出する際にも、同様にその理由を説明させる。また、親会社や兄弟会社の業務執行者や、当該会社の業務執行者の近親者について、社外取締役になれないこととなった
 - ② 12月26日、金融庁に設置された有識者検討会で、「日本版スチュワードシップ・コード」が公表された。
 - ③ 11月6日、日本取引所グループ等は、資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、「投資者にとって投資魅力の高い会社」で構成される新しい株価指数「JPX 日経インデックス400」の算出・公表開始について発表した。

長期間継続したデフレからの脱却

各国のインフレ率の推移



出典: IMF - World Economic Outlook Databases(2012年10月版)

- ◆ 1990年代半ば以降、日本はデフレが継続していた。
- ◆ 2013年1月22日、日本銀行は、「中長期的な物価安定の目途」を「物価安定の目標 (Price Stability Target)」に変更し、物価上昇率を1%から2%に引き上げた。
- ◆ 何故、日本はデフレとなったのか？

長期間継続したデフレからの脱却

- ◆ 近年の日本企業は、利益の最大化ではなく債務の最小化を行ってきた
 - バブル崩壊により借入金で取得したものの価格が下落
 - 1997～1999年の金融危機により、銀行が貸し剥がし
 - 2007年リーマンショック
- ◆ 個々の企業にとっては、借入を減らして金融資産を増大させることが正しい行動と思われたが、日本企業全体がそれを行うことにより、デフレ不況となった(合成の誤謬)
- ◆ しかし、2013年になって、これらの日本企業の行動に対する批判も多く見られるようになった
- 2013/2/6付 英フィナンシャル・タイムズ紙
 - 安倍晋三首相は日本経済を20年間に及ぶさえない状態から救えるのか。…日本の病の基本的な原因は「過剰な民間貯蓄」である。より正確には、企業が投資に比べ極めて過剰に収益をため込んでいることにある。…投資を減らさない形で内部留保が削減されなければならない。…企業がバナンス(統治)を変えることによる株主への配増、そして株主への利益の分配を増やして税収を増やすための企業税制の改正だ。…
- 日本経済新聞 2013/11/12 「(大機小機)内部留保は使ってこそ」
 - …日本の場合、今期の大幅増益見込みにもかかわらず、予想配当利回りは小幅上昇にとどまる。増益分は内部留保に優先的に回されるわけだ。…企業は内部留保を再考すべきである。選択肢の一つは、積極的な事業展開・…もう一つの選択肢は、高配当を目指し、その結果として投資家を喜ばせればよい。…
- 日本経済新聞 2013/12/13「法人税制改革は足踏み 大綱決定、増税・成長の両立課題」
 - …政府・与党が税制改正で重視したのは、220兆円の手元資金を抱える企業部門がお金を使うような仕組み。企業がため込んだお金を使い脱デフレが進めば、家計部門に賃上げなどの形で恩恵が及ぶ。日本経済も成長軌道に乗りやすくなる。…



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



投資家側の問題

投資家側の問題

◆ 権利の上に眠る主権者

株式会社の主権者は、株主(≡国の主権者は国民)

株主は、経営陣を選択する権利を有するが、ほとんど行使していない。

- みずほ信託銀行の議決権行使状況(同行HPより:2012/4~2013/3期の会社提案に対する議決権行使状況)

	賛成	反対	棄権	白紙委任	合計
剰余金処分案等	1,176	55	0	0	1,231
取締役選任	1,228	361	0	0	1,589
監査役選任	1,120	228	0	0	1,348
定款一部変更	475	37	0	0	512
退職慰労金支給	117	129	0	0	246
役員報酬額改定	287	0	0	0	287
新株予約権発行	107	20	0	0	127
会計監査人選任	21	0	0	0	21
組織再編関連(*1)	56	0	0	0	56
その他会社提案(*2)	91	113	0	0	204
合計	4,678	932	0	0	5,621

1.(*1)合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

2.(*2)自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、買収防衛策等
「その他会社提案」のうち買収防衛策に対する行使状況は、以下の通り。

賛成:36件、反対:112件、棄権:0件、白紙委任:0件

反対比率16.7%

投資家側の問題

その他の機関投資家の議決権行使状況(2013.5~6 出典:各社HP)

◆ ラッセル・インベストメント

	賛成	反対	合計
剰余金処分案等	862	0	862
取締役選任	159	681	840
監査役選任	246	323	569
定款一部変更	321	11	332
退職慰労金支給	7	147	154
役員報酬額改定	153	90	243
新株予約権発行	0	0	0
会計監査人選任	6	0	6
組織再編関連	7	1	8
その他会社提案	77	174	251
合計	1838	1427	3265

反対比率43.7%

◆ さわかみ投信

	賛成	反対	合計
剰余金処分案等	92	0	92
取締役選任	122	7	129
監査役選任	105	1	106
定款一部変更	30	2	32
退職慰労金支給	7	6	13
役員報酬額改定	28	2	30
新株予約権発行	12	0	12
会計監査人選任	0	0	0
組織再編関連	0	0	0
その他会社提案	2	20	22
合計	398	38	436

反対比率8.7%(昨年度は1.5%)

従来は、常に政権与党の政策に賛成する主権者であったが…

投資家側の問題

◆その他の株主の権利も殆ど行使されない

	議決権数・株式数	保有期間	権利内容	
自益権	単独株主権	-	剰余金分配請求権	
			残余財産分配請求権	
共益権	単独株主権	-	議決権	
			設立無効の訴え	
			株主名簿閲覧謄写請求	
			株主総会における議案提案権	
			累積投票請求権	
			株式募集発行差止権	
			取締役会招集請求権・出席発言権	
			取締役会議事録閲覧謄写請求権	
			代表訴訟提起権	
			取締役・執行役の違法行為差止権	
	少数株主権	議決権の1%又は300個以上	6ヶ月	総会議題・議案提案権
		議決権の1%以上	6ヶ月	総会検査役選任請求権
		議決権又は発行済株式の3%以上	-	帳簿閲覧権
			-	検査役選任請求権
議決権の3%以上	6ヶ月	清算人・取締役の解任請求権		
		-	取締役等の責任軽減への異議等	
	6ヶ月	総会招集権		
		-	解散判決請求権	
議決権又は発行済株式の10%以上	-	簡易合併等の反対権		
議決権の6分の1以上	-			

上記の他、金融商品取引法に基づく委任状勧誘(上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する内閣府令)など

投資家側の問題

◆ 日本の機関投資家はプロフェッショナルか？

- ファンドマネジャーはサラリーマンが多い
 - ◆ 運用成績と報奨制度の乖離
 - ◆ 顧客の資金は運用するが、自己の資金は運用しない:運用損を計上しても自己は痛まない

⇒内外の機関投資家がファンドに出資する基準の一つとして、「ファンドマネジャー自身がどの程度自分の運用するファンドに出資しているか」がある
- ERISA法に基づくプルーフマン・ルール等の明確な運用者の責任ルールの不存在
- EX.英国スチュワードシップコード⇒日本版スチュワードシップコード(P.14)



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



資産保有過多企業の実例

A社

◆ A社

- 過剰な現金類似資産を保有
- 時価総額: 460億円
 - 当期純利益: 42億円(予想)
(2013/3期実績は38億円)
 - 巨額の保有資産/低い資本効率
: ROE 5.5%
 - 低い株主還元率
: 配当性向 24%
 - 低迷する株価
: PER 10.8倍
: PBR 0.6倍
(2013/12月現在)

<東証1部A社の貸借対照表 2013/9>

現預金225億円	短期借入金17億円 一年以内長期借入金3億円
	その他流動負債75億円
	長期借入金5億円
	リース債務83億円
受取手形・売掛金53億円	その他固定負債74億円
その他流動資産30億円	純資産765億円
有形固定資産338億円	
長期預金30億円	
投資有価証券295億円 (殆どが債券)	
その他固定資産52億円	

A社

◆ A社の問題

- ① 資産保有過多：現預金230億円＋有価証券260億円
- ② 有価証券と長期預金の含み損が22億円
- ③ 社長の実兄が税理士で、税務顧問報酬を支払い、かつ、従業員としての給料も支給
- ④ 社長の実兄が建築設計士で、毎年2,000万円～1.5億円超の設計・監理料を支払い
- ⑤ 社長の個人会社にA社から出向させ、損害保険代理業務（損害保険契約者は、A社社員）を担当させている
- ⑥ 社長が個人で投資した非上場会社が財務的に窮地に陥った際、A社が第三者割当を引受けて子会社化

B社

◆ B社

- 巨額の現金を保有
 - 時価総額:360億円
 - 当期純利益:39億円
 - 巨額の保有資産/低い資本効率
現預金:356億円
:ROE 8.2%
 - 低迷する株価
:PBR 0.76倍
(2013/12月現在)
- B社は、定款で、剰余金の配当等は取締役会に授権されている。

<東証1部B社の貸借対照表 2013/9>

	その他流動負債72億円
	固定負債22億円
	純資産472億円
現預金356億円	
その他流動資産61億円	
固定資産138億円	

Apple

◆ 2012/3発表

- 2012/7～9期から、1995年以来の配当再開
- 年間100億ドル以上の配当
- 2013年中に最高で100億ドル分の自社株買い

◆ 2013/4発表

- 自社株買いプランを600億ドルへ増加(2013/9末現在、230億ドル買付け)

◆ さらなる増配圧力

- デビット・アインホーン(グリーンライトキャピタル):2013/2の年次総会で、4%配当の優先株発行を提案
- 米著名投資家のカール・アイカーン氏は、アップル株を約22%買い増すとともに、同社に対して1500億ドル規模の自社株買いを行うよう改めて要求(WSJ 2013/10/25)



出所:(株)情報通信総合研究所
グローバル研究グループ 清水憲人