



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

2015年1月6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

◆ 株式会社とは2
◆ 変革の兆し6
◆ 投資家から見た日本企業の問題10
◆ コーポレートガバナンスが悪い企業の実例16



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



株式会社とは

株式会社とは

◆ 株式会社

- 株式会社という形態は何故必要なのか
- 株式会社の目的は何か

◆ 株主

- 株主の権利とは
- 株主の責任とは

- 株主となる動機は何か＝投資家は、何故、株式に投資するのか

他の関係者(ステークホルダー:顧客、従業員、取引先、債権者、地域社会...)と何が違うのか

コーポレートガバナンスの定義

<ステークホルダー型>

特定非営利活動法人 コーポレートガバナンス協会(HPより)

- Corporate Governanceをそのまま訳して日本語では「企業統治」といいます。企業とステーク・ホルダー(利害関係者)の権利と責任を扱う概念です。

一般社団法人 実践コーポレートガバナンス研究会(HPより)

- コーポレートガバナンスは、企業経営に係わるステークホルダーの利害の最適なバランスを図りながら、企業価値の最大化を追求する枠組みと活動です。

<株主＋ステークホルダー型>

東京証券取引所(2009.12改訂:上場会社コーポレート・ガバナンス原則の前文)

- 「コーポレートガバナンスとは、企業統治と訳され、一般に企業活動を律する枠組みのことを意味する。・・・およそ上場会社の企業活動は、収益を上げ、株主にとっての企業価値を高めることを主要な目的として行われるが、・・・現代の経済社会における企業の利潤追求活動は、多様な利害関係者(株主又は投資者・経営者・従業員・取引先・債権者・地域社会など)との複雑な利害調整なしには成立し得ない。」

日本再興戦略2014

- 「コーポレートガバナンスは、企業が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みである。」

コーポレートガバナンスの定義

コーポレートガバナンス・コード(案)2014.12.12

- 「会社が、株主を初め顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」

<株主中心型>

日本コーポレートガバナンス研究所(HPより)

- 「株主は出資し事業のリスクを負担するが、自らは経営しない。このことから、出資者である株主と実際に経営を行う執行役員との利害の不一致が問題となる。これを解決する仕組みがコーポレート・ガバナンスである。」(JCGRコーポレート・ガバナンス原則2014)

ICGN(運用資産18兆ドル超の機関投資家が参加するコーポレートガバナンス推進団体)

- ICGN Global ガバナンス原則では、取締役会と株主の2者の責任等が主たる内容。取締役の責任として、ステークホルダーたる従業員、取引先、顧客、地域社会等に配慮する。

私の定義:本来は、株主が主役であるはず

- 株主利益の最大化を目的とする株式会社において、オーナーである株主の利益を守るため、代理人である経営者を監視、規律するための制度(代理人がオーナーの利益を疎かにして自己の利益・幸福を追求するという弊害の発生を防止する仕組み)

参考：株式会社ストラテジックキャピタルの運用方針

- ◆ 原則として、上場している日本企業の株式に投資
- ◆ 集中投資(分散投資はしない)
- ◆ 株主として、経営者等に対し、株主価値向上のための提言を行う
 - 社長、IR責任者、社外取締役、大株主等と面談
- ◆ 株主総会における発言(質問、意見)も積極的に行う場合がある
- ◆ 議決権行使も重要視
- ◆ 日常的に経営者と対話が行えない場合、株主価値向上に必要と判断すれば、以下のような会社法に基づく株主の権利を行使する
 - 会計帳簿、取締役会議事録の閲覧謄写請求、株主名簿閲覧謄写請求
 - 株主総会への株主提案、株主総会の検査役選任、議決権行使書面閲覧謄写請求

コーポレートガバナンスが悪いために株価が割安となっている企業に投資



コーポレートガバナンスの改善による株主価値向上を図る
(経営者に物を言う株主として「アクティビスト」と呼ばれる)



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



改革の兆し

日本再興戦略 ～Japan is Back～ 2013

- ◆ 2013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」がうたわれ、その後具体化された。

- 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
- 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
- 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

⇒2014年6月に会社法が改正され、社外取締役を設置しない場合はその理由を公表しなければならないこととなった。

⇒2014年2月、金融庁は「日本版スチュワードシップコード」を公表した。
このコードは、機関投資家が、顧客・受益者の長期的なリターンの拡大を目的として、投資先企業の企業価値を高めるために行う当該企業との対話に関するガイドラインである。

⇒2014年1月、東京証券取引所は、新たな指数としてJPX400を導入した。

日本再興戦略～ 改訂2014

2014年6月24日、安倍政権は、新たな成長戦略を閣議決定

成長戦略の中で、コーポレートガバナンスの強化が掲げられた。

- ◆ 「経営者のマインドを変革し、グローバル水準のROEの達成等を一つの目安に、
…経営判断を後押しする仕組みを強化」
- ◆ 「数年ぶりの好決算を実現した企業については、内部留保を溜め込むのではなく、
新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&Aなどへの積極的な活用を期待」
- ◆ 「各企業が、社外取締役の積極的な活用を具体的に経営戦略の強化に結び付
けていくと共に…投資家との対話を積極化していく必要がある」
- ◆ 「リターンを最終的に家計まで還元する…。経済成長の成果を、雇用機会の拡
大や賃金上昇、設備投資や配当の増加等を通じて経済全般に還元…。」

具体的な施策として、

- ◆ コーポレートガバナンス・コードの策定(来年央までに)
- ◆ 持合い株式の議決権行使の在り方について検討。政策保有株式の保有目的の具体的な記載・説明が確保されるよう取り組む
- ◆ 株主総会の開催日、基準日設定等について国際的な状況を踏まえて検討。企業の投資家に対する情報開示等についての検討。企業と投資家の望ましい関係構築を促す方策を推進

10頁以降の日本企業の問題点が改善される可能性があるのではないか

コーポレートガバナンス・コード

- ◆ 1980年代以降、アメリカでのM&Aの増加を背景として、社外取締役が重要視されるようになる。機関投資家も企業に要求を強めるようになる。
- ◆ OECDコーポレートガバナンス原則(1999、2004改訂)
- ◆ アメリカでは、SOX法、SEC規則、取引所規則
- ◆ イギリス、ドイツ、フランス等の国々で、Comply or Explain型のコーポレートガバナンスコードが導入されている

- ◆ 日本:東京証券取引所の「コーポレートガバナンス原則」(2004、2009改訂)は存在するものの、強制力のないもの(OECD原則を同様、「1.株主の権利」「2.株主の平等性」「3.コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーとの関係」「4.情報開示と透明性」「5.取締役会・監査役(会)等の役割」が定められている)



コーポレートガバナンス・コード



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

投資家から見た日本企業の問題

◆ 株主価値に対する理解が乏しい経営者

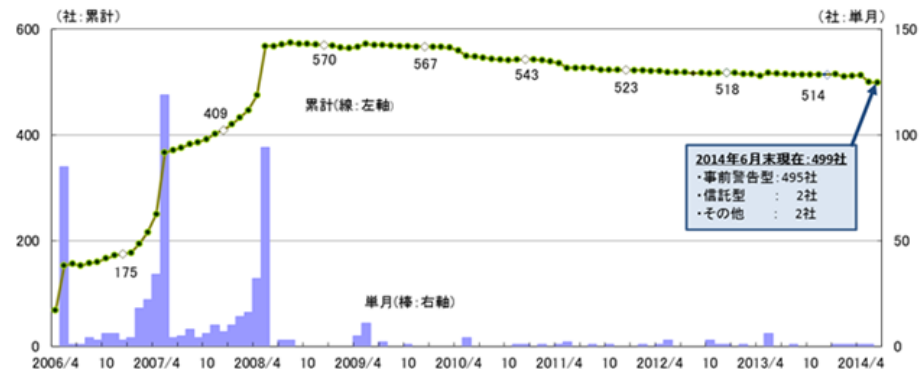
- CAPM、EVAなどの概念はもとより、株式会社の目的を知らない経営者が多い。

◆ コーポレートガバナンスに対する理解の欠如

◆ 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ではないか、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。

【図表1】買収防衛策の導入者数の推移



出所: 大和総研 Web記事2014.8.27

(注1) 棒グラフは単月の導入社数(右軸)、線グラフは累計導入社数(左軸)

(注2) その他は拒否権付株式、事前警告型及び信託型ライセンス併用型

(出所)レコフデータ「MARR」より大和総研作成

投資家から見た日本企業の問題

◆ 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」

◆ 株主価値に連動しない役員報酬制度

- 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？

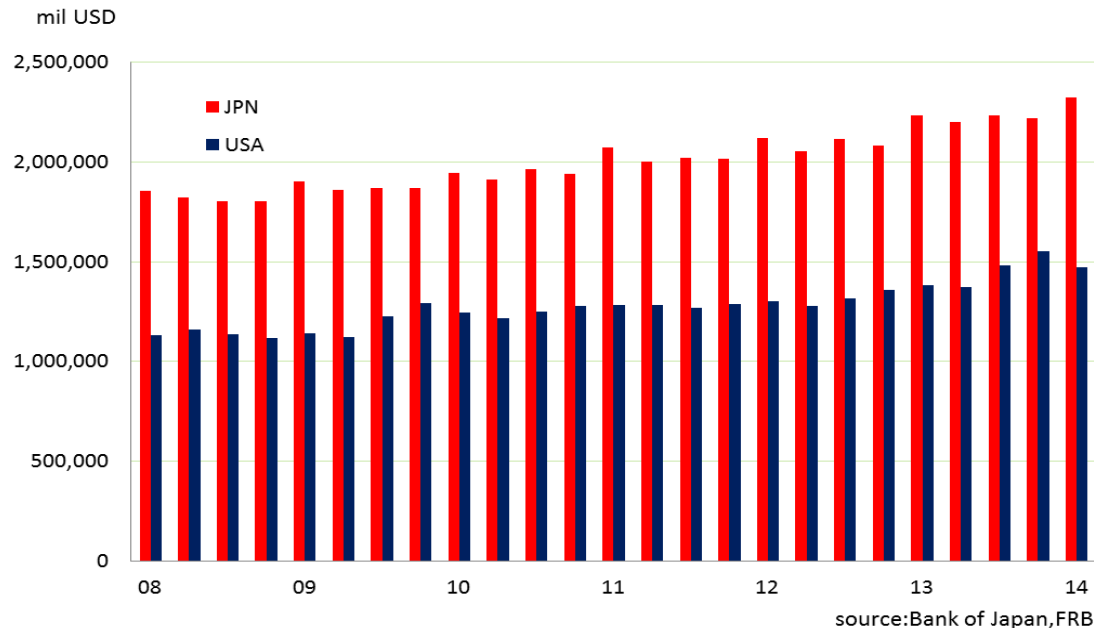
◆ 社外取締役の設置に後向き

- 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。日経2012/8/23によれば、機関投資家も反対したとのこと。
- 2014年改正により、1名以上の社外取締役を設置していない場合は、合理的な説明が必要となった
- コーポレートガバナンス・コードでは、「2名以上」とされた。

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
- 何故、多くの資産(特に金融資産)を保有しているのか？
- 16頁以降の事例を参照
- 日本企業は、GDP比で3倍の米国企業と比較して、絶対値で1.5倍の現金を保有



投資家から見た日本企業の問題

◆ 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		2013年度
外国人	8.1%	⇒	18.6%	⇒	28.0%	⇒	23.5%	⇒	30.8%
信託口	4.2%	⇒	7.2%	⇒	8.2%	⇒	8.5%	⇒	6.9%
個人	19.9%	⇒	18.0%	⇒	18.1%	⇒	20.5%	⇒	18.7%
事業法人	27.7%	⇒	26.0%	⇒	20.7%	⇒	23.5%	⇒	21.3%
金融機関	38.6%	⇒	29.3%	⇒	22.9%	⇒	22.0%	⇒	19.8%

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

- 資本の空洞化
- 少数株主権の排除
- 無責任体制: 2012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?:
 - 大口取引などを条件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、発展」等と記載されているが...
- 大量保有報告書(共同保有)提出義務違反?
 - 上場会社の90%超(回答企業1756社のうち1584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
 - 書面投票制度を利用していると回答した上場企業の49.2%(回答企業のうち849社)で、大株主から株主総会における包括委任状を受領
 - 「包括委任状は毎年同じ大株主から提出してもらうことになるはずで...」
(出所: 商事法務No.2051 2014.12.1)
 - 上場企業の社長とその安定株主が合計して5%以上の株式を保有しているなら、共同保有者として大量保有報告書の提出義務があるのではないか?



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



コーポレートガバナンスが悪い 企業の実例

日本デジタル研究所(JDL)

◆ JDL

- 過剰な現金類似資産を保有
 - 583億円
 - 時価総額:562億円
 - 当期純利益:49.5億円(予)
 - 巨額の保有資産/低い資本効率
:ROE5.5%
 - 低い株主還元率
:配当性向24%
 - 低迷する株価
:PER 11.35倍
:PBR 0.71倍
- (2014/12月19日現在)
- 会計ソフト(+ハード)と子会社で定期運送航空事業を営む

この会社は、どのようなM&Aをすべきか？

<東証1部JDLの貸借対照表 2014/9>

現預金325億円	流動負債88億円
	長期借入金21億円
	リース債務96億円
	その他固定負債109億円
その他流動資産95億円	純資産802億円
有形固定資産360億円	
長期預金10億円	
投資有価証券248億円 (殆どが債券)	
その他固定資産62億円	

◆ JDLの問題

- ① 低いROE、低い配当性向
- ② 資産保有過多: 現預金325億円 + 有価証券248億円
- ③ 有価証券と長期預金の含み損が22億円
- ④ 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
- ⑤ 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・監理料を支払っている
- ⑥ 社長の個人会社にA社からの出向者が存在: この個人会社は、損害保険代理業務を営む。損害保険契約者＝社長の個人会社の顧客は、A社の多数の社員である
- ⑦ 社長が個人で投資した旅客運送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(2001)
⇒2014/3期では、連結ベースでJDLの売上の約1/3だが、セグメント利益は8%に過ぎない

