



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

2013年2月21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

◆ 低迷する日本株2
◆ 投資家から見た日本企業の問題5
◆ 投資家側の問題12



Strategic Capital

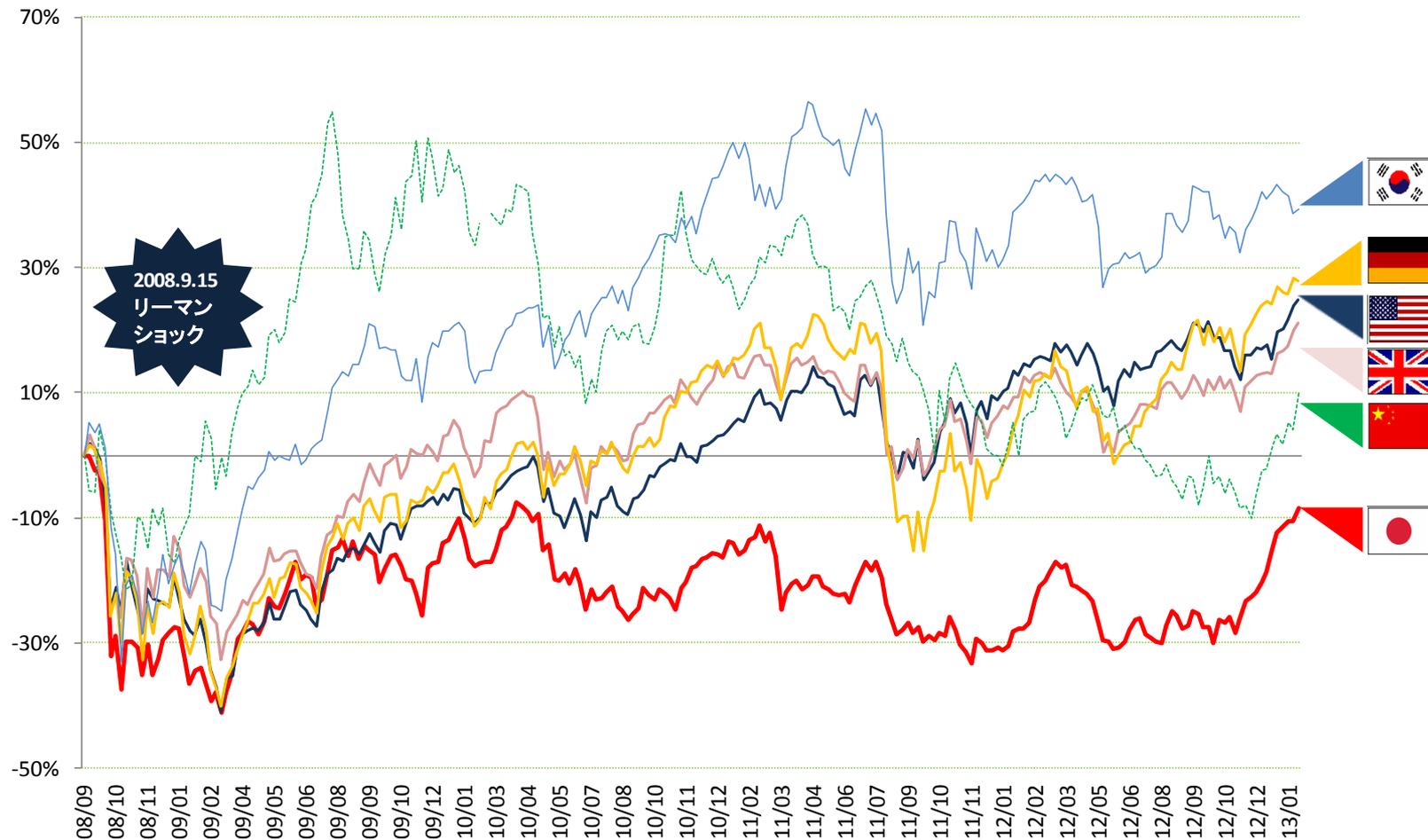
株式会社 ストラテジックキャピタル



低迷する日本株

世界の株式市場

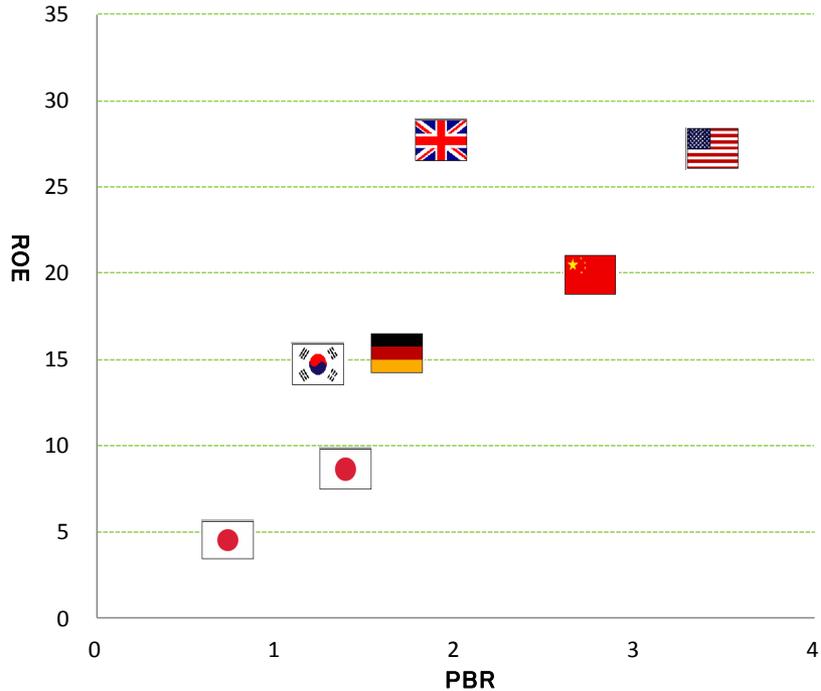
◆ 世界の株価インデックス推移 (2008.8末～2013.1)



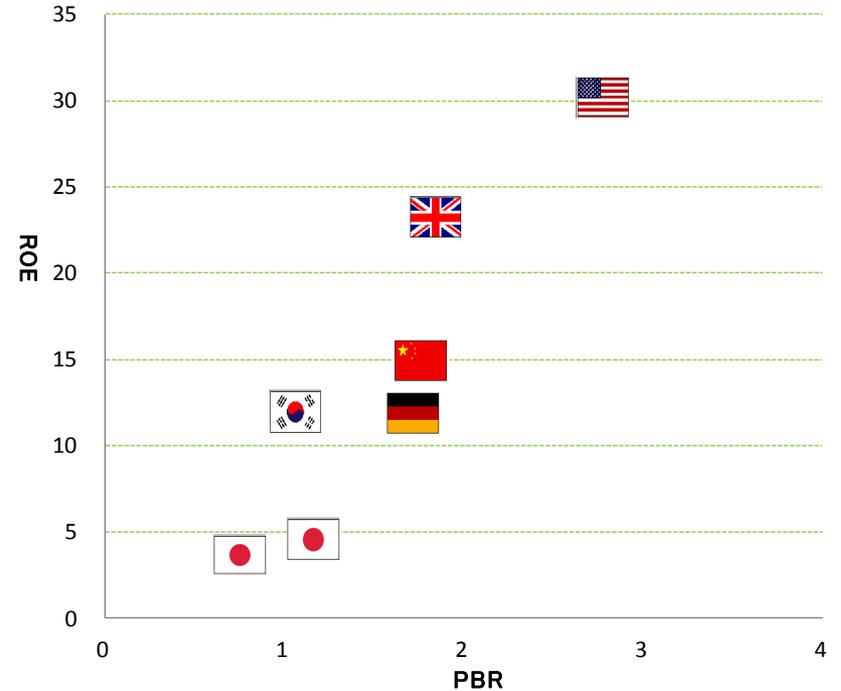
世界の株式市場

◆ PBRとROE (2008vs2013)

2008/8/31現在



2013/1/31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

	PBR	ROE
日本(TSE1部)	1.16	4.92
日本(TSE2部)	0.76	4.13
米国	2.76	30.49
イギリス	1.81	23.28
ドイツ	1.69	11.94
中国	1.74	14.76
韓国	1.05	12.18

(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

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。
- 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。
- 例外: 日立(取締役会は、企業価値・株主共同の利益の継続的な向上をめざす・・・)
エーザイ(企業価値を向上させ、株主の皆様の共同の利益を長期的に増大し・・・)

◆ 企業買収に対する過度の抵抗

- 2012年7月末時点で514社の上場企業が買収防衛策を導入(2012.9.25商事法務)
本来は、当該買収が株主のため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?
- 弁護士としては新たなビジネスチャンスであった。

◆ 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」
- 「投資ファンドとして経営方針を示さない」
- 「所詮は短期の株主である」

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」

◆ 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

◆ 社外取締役の設置に後向き(会社法改正案で義務化は見送り?)

- 2012年6月現在、社外役員の採用は56%。取締役会の50%以上は16社に過ぎない。
- 監視される側の経営者(=経団連)が反対するのは当たり前だが、報道によれば、機関投資家も反対したとのこと(法令、制度改正に真の投資家の意見は反映されない。声を出す投資家も少ない)。

◆ 低い資本効率(低ROE)

- 売上優先、利益軽視
- 資産の保有過多
- 不十分な配当、自社株買い

S&P500の自社株買い総額は、2012/6までの1年間で約36.2兆円(出所:S&P、\$1=90円)は、同期間の東証上場企業の1.57兆円(出所:東証)の約23倍

投資家から見た日本企業の問題点

- 過剰な資産保有の実例
 - 時価総額: 280億円
 - 当期純利益: 29億円

 - 巨額の保有資産と低い資本効率
: ROE 4%
 - 低い株主還元率
: 配当性向 23.5%
 - 低迷する株価
: PER 9.7倍
: PBR 0.39倍
(2012/11月現在)

- 上場企業130社、手元資金(保有する手元資金から有利子負債を差し引いた純額)が時価総額を上回る(2012/11/23日経朝刊)

＜東証1部A社の貸借対照表 2012/3＞

現預金196億円	短期借入金17億円	純資産712億円
	一年以内長期借入金3億円	
	その他流動負債80億円	
	長期借入金11億円	
	リース債務57億円	
	その他固定負債30億円	
受取手形・売掛金51億円		
その他流動資産45億円		
有形固定資産310億円		
	長期預金30億円	
投資有価証券273億円		
	その他固定資産27億円	

投資家から見た日本企業の問題点

◆ 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。
- しかし、事業法人は2006年の20.8%を底に下げ止まっている。

	1994年度		1999年度		2004年度		2011年度
外国人	8.1%	⇒	18.6%	⇒	23.7%	⇒	26.3%
信託口	4.2%	⇒	7.2%	⇒	7.9%	⇒	7.5%
個人	19.9%	⇒	18.0%	⇒	20.3%	⇒	20.4%
事業法人	27.7%	⇒	26.0%	⇒	21.9%	⇒	21.6%
金融機関	38.6%	⇒	29.3%	⇒	24.8%	⇒	21.9%

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

- 資本の空洞化
- 少数株主権の排除
- 継続的に株式評価損を計上: 無責任体制

企業によっては、数百億円～数千億円の上場株式を保有している企業もあるが、何等のリスク管理も行われていない。

投資家から見た日本企業の問題点

◆ 株式持合い(続き)

- 非効率な資産保有(従来は日本株の配当は低く、殆どキャッシュを産まない資産)
株主としては、「他社の株式より自社株を保有しろ！」
- 共同保有の問題
企業Aの株式を保有している企業B～Xは、企業Aの経営者の希望通りに議決権行使を行うという明示的又は黙示的な合意がある？
⇒企業Aの経営者と企業B～Xは、共同保有者として大量保有報告書を提出すべき？
商事法務2012年版の株主総会白書では、
 - 857社が、大株主からの包括委任状の提出を受けていると回答
 - 1730社が、「安定株主比率(株主総会決議で会社側提案の支持が期待できる株主の議決権比率)」が数%～60%超であると回答
- 利益供与の問題
取引先であるとの理由で株式保有=特定の株主(安定株主)に取引上の利益供与？
- 有価証券報告書の虚偽記載の問題
純投資目的以外の保有株式について、保有目的を有価証券報告書の「コーポレートガバナンスの状況」で開示
⇒保有目的の記載の実例として、「事業上の関係強化」、「事業関係及び取引関係の維持・強化」等があるが、その殆どは単なる持合いに過ぎず虚偽記載ではないか？

投資家から見た日本企業の問題点

◆ 親子上場

- 従来は、子会社役職員の士気向上、グループの資金調達、等の観点から日本では子会社上場が活発であった。
- 近年は、親会社と子会社少数株主の利益相反、親会社にとって機動的な経営判断の障害、子会社の収益力や保有資産が親会社を上回ることによる資本の捻れ等の理由により、完全子会社化が増加。
- 2009年には、民主党が親子上場禁止を制度化する「公開会社法」制定を目指すとのことだったが、全く進まなかった。



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。

外資系運用会社A

	賛成	反対	合計
剰余金処分案等	310	0	310
取締役選任	182	194	376
監査役選任	55	330	385
定款一部変更	93	5	98
退職慰労金支給	3	56	59
役員報酬額改定	105	3	108
新株予約権発行	17	24	41
会計監査人選任	2	0	2
組織再編関連	7	0	7
その他会社提案	1	23	24
合計	775	635	1410

反対比率45.2%

国内独立系運用会社B

	賛成	反対	合計
剰余金処分案等	98	0	98
取締役選任	125	1	126
監査役選任	129	0	129
定款一部変更	31	0	31
退職慰労金支給	13	1	14
役員報酬額改定	39	1	40
新株予約権発行	14	0	14
会計監査人選任	1	0	1
組織再編関連	6	0	6
その他会社提案	3	5	8
合計	459	8	467

反対比率1.5%

常に政権与党に投票し、かつ、その政策に常に賛成する主権者

(注) 出所: 両社HP

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
		6ヶ月	代表訴訟提起権
		6ヶ月	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
	議決権又は発行済株式の10%以上	6ヶ月	総会招集権
議決権の6分の1以上	-	解散判決請求権	
		-	簡易合併等の反対権

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
 - ◆ 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
 - ⇒ 海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ファンドに出資しているか」がある
- ERISA法に基づくプルードントマン・ルール等の明確な運用者の責任ルールの不存在