



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

Japanese Activist Investment Manager

アクティビスト投資戦略

2019年3月

株式会社ストラテジックキャピタル
丸木強

Disclaimer:

- ・本資料は当社の業務の紹介のために当社が作成した資料であり、金融商品取引法その他法令に基づく法定の開示資料ではありません。
- ・本資料は信頼できる情報に基づき作成しておりますが、その内容の正確性、完全性等を保証するものではありません。本資料の情報の正確性、有用性、信憑性については、読者ご自身の責任においてご判断いただくようお願いします。
- ・本資料内で示された過去の実績等は過去のものであり、将来の運用成果やファンドの値動き等をいかなる意味においても示唆、保証または約束するものではありません。
- ・本資料に記載された今後の見通しやコメントは、それぞれの箇所で示された日時現在または本資料作成日現在のものであり、事前の予告なしに将来変更される場合があります。
- ・本資料に記載された情報に基づいて投資を行った結果、読者に何らかの損害が発生した場合でも、当社は一切の責任を負いません。
- ・当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

目次

- アクティビスト受難の時代 2
- 投資環境 8
- 投資方針・手法 11
- 過去の投資事例 15
- コーポレートガバナンスについて 19

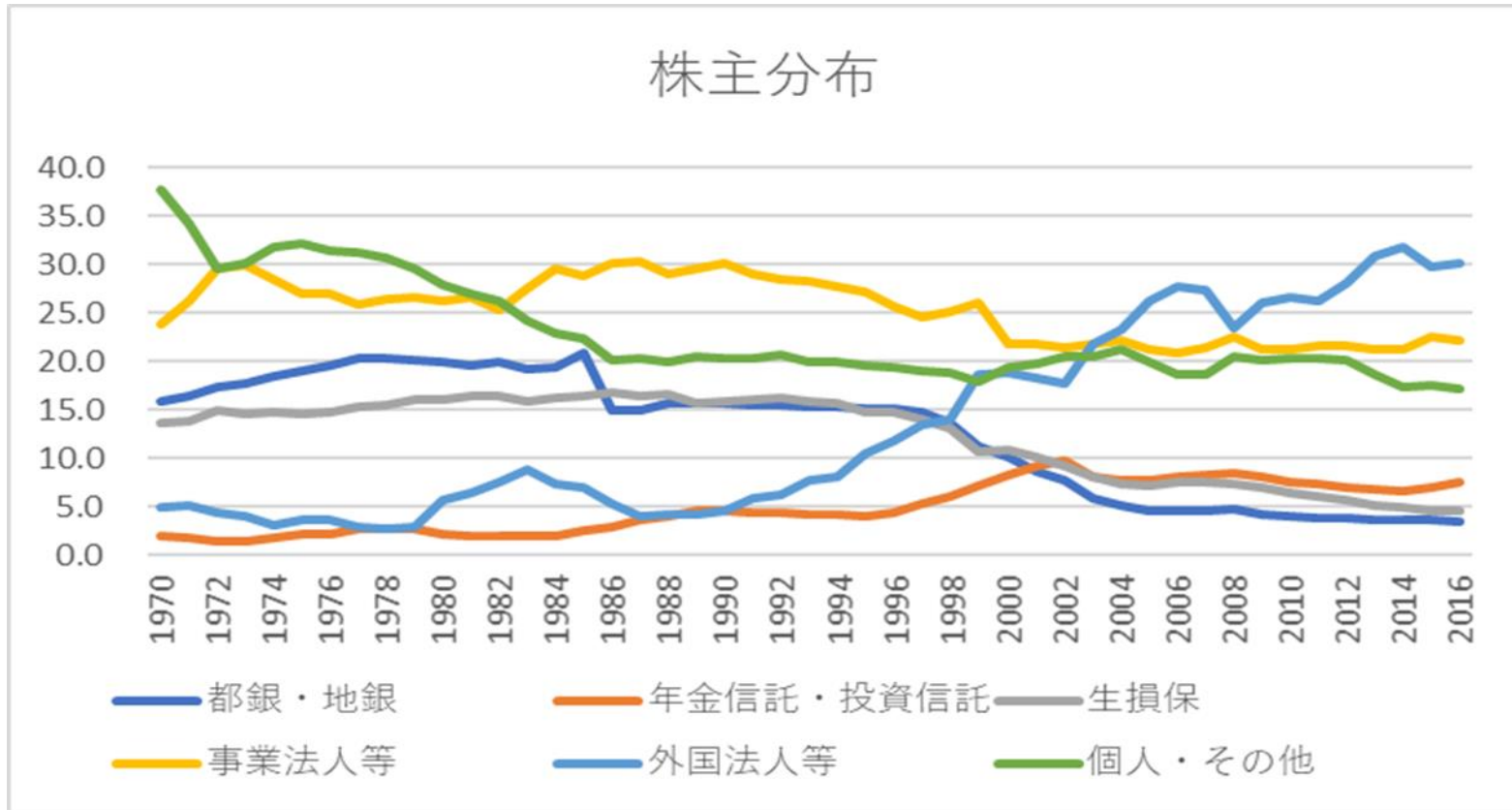


Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

アクティビスト受難の時代

株主構成の変化



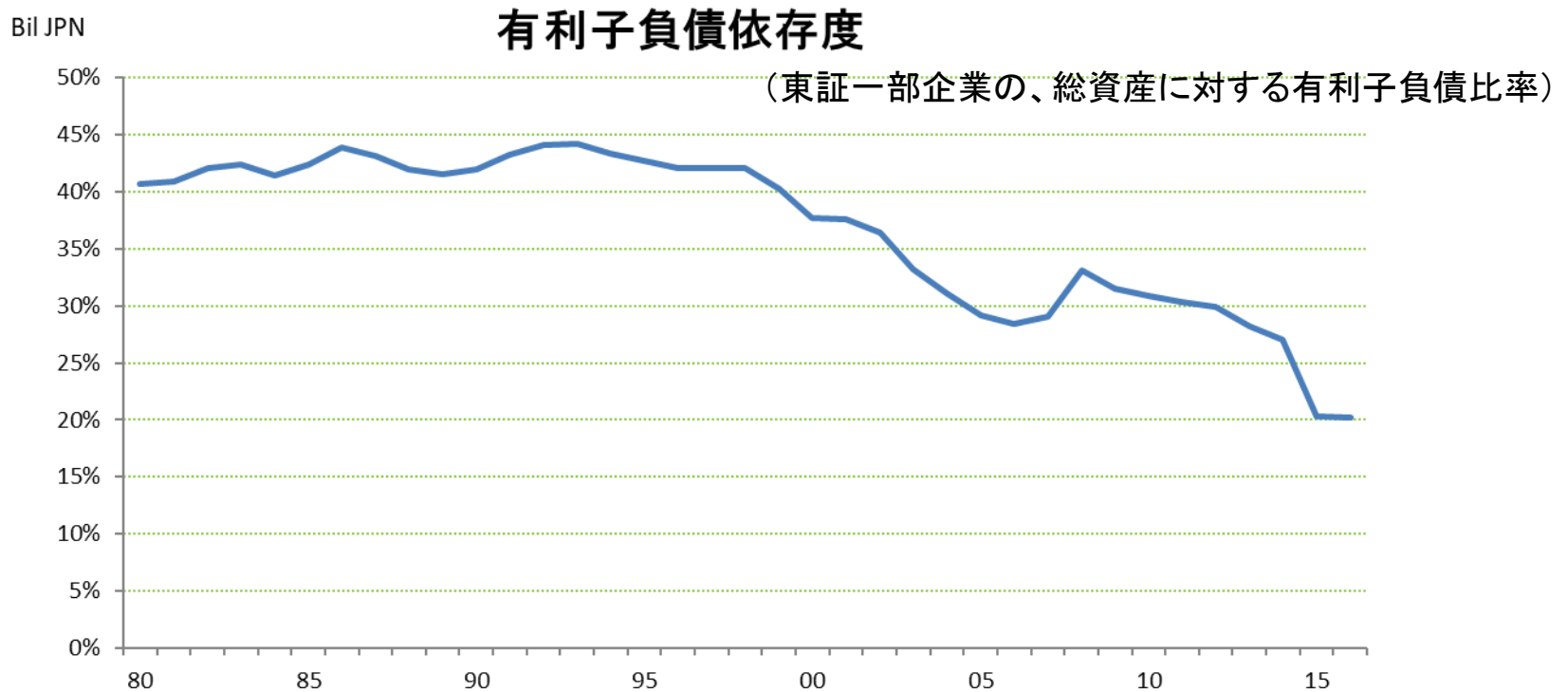
2016年度株式分布調査から弊社作成
一部の株主は除いており、合計は100にならない。

- ◆ 銀行と生損保の株式保有は減少
- ◆ 事業法人は2006年以降下げ止まり
- ◆ 外人は大幅増

アクティビスト登場以前(日本)

◆ 銀行等による支配

前頁の通り、1990年代までは銀行・生損保が大株主
さらに、債権者として、上場企業に対し大きな影響力



Source: Astraより弊社作成

日米のアクティビストへの評価

「このような徹底した利益至上主義には慄然とせざるを得ない。」

平成19年(2007年)7月東京地裁

「(スティー爾パートナーズは)濫用的買収者」

平成19年(2007年)7月東京高裁

2013年12月、ワシントンでのコーポレートガバナンスに関する会議で、SEC委員長のメアリー・ジョー・ホワイト氏は、「アクティビスト投資家は、大変重要な役割を果たしている」旨の発言を行った。

The New York Times 2014年1月6日

「No Barbarians at the Gate; Instead, a Force for Change」

「日本は、内外のアクティビスト・ファンドを事実上締め出した先進国では稀な国」

2016年11月「早稲田法学」第92巻「アクティビスト・ファンドの目的と手法」

(江頭憲治郎)

「企業はアクティビストに常に備えよ」 日本経済新聞 社説 2018年5月22日

日本にアクティビスト・ファンドが根付かなかった理由

多くの日本人(経営者、マスメディア等)は、資本主義と株式会社の原理・原則を理解していなかったから？

株式会社の目的は、株主の利益の最大化である

株主は、株式会社のオーナーであり、主権者(有権者)である

株主は、株主総会で取締役を選び経営を委託している



投機家を儲けさせることに意欲をかきたてられる技術者はいない(ピーター・ドラッカー)

会社の目的は、人(社員)を幸せにすること

会社は株主のものかもしれないが、それより重要なのは、会社を取り巻く全てステークホルダーのために会社は存在するということ(2018.11.10日経 大機小機)



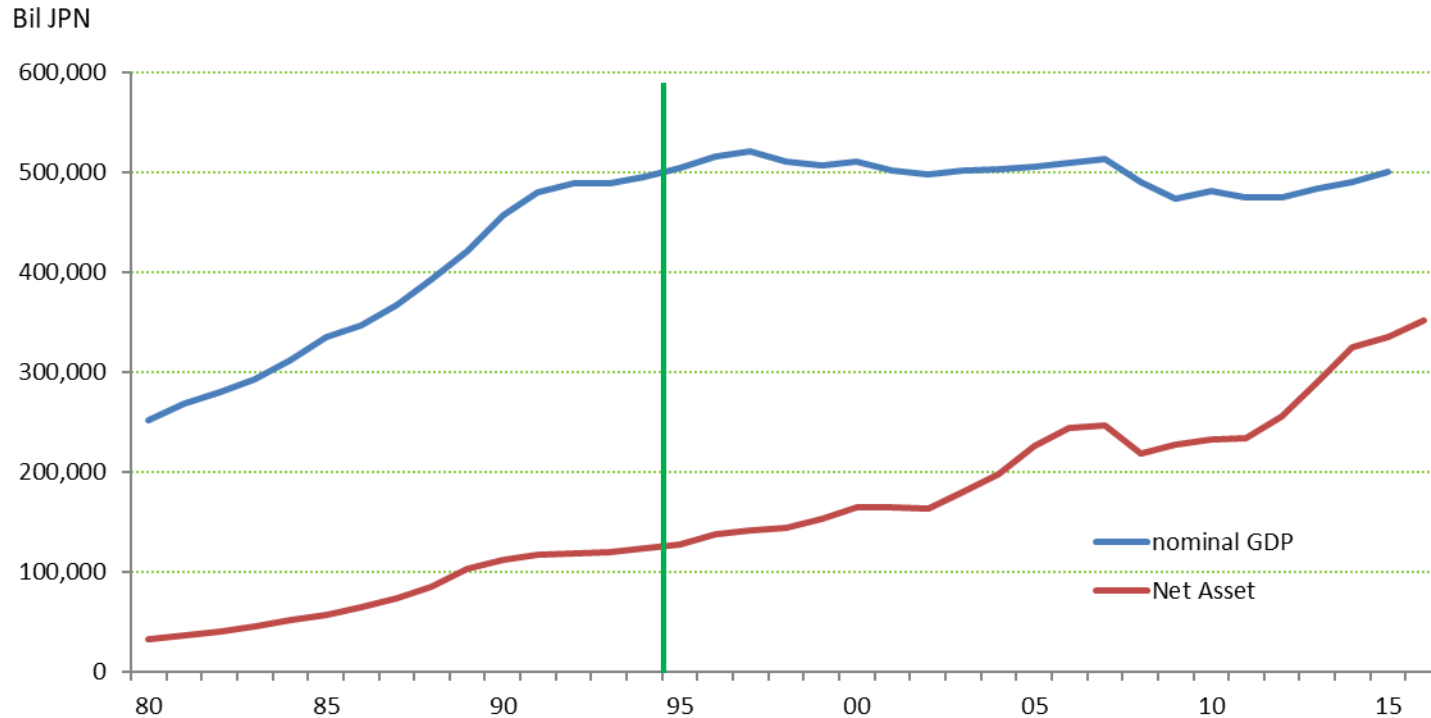
Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



投資環境

日本企業の状況

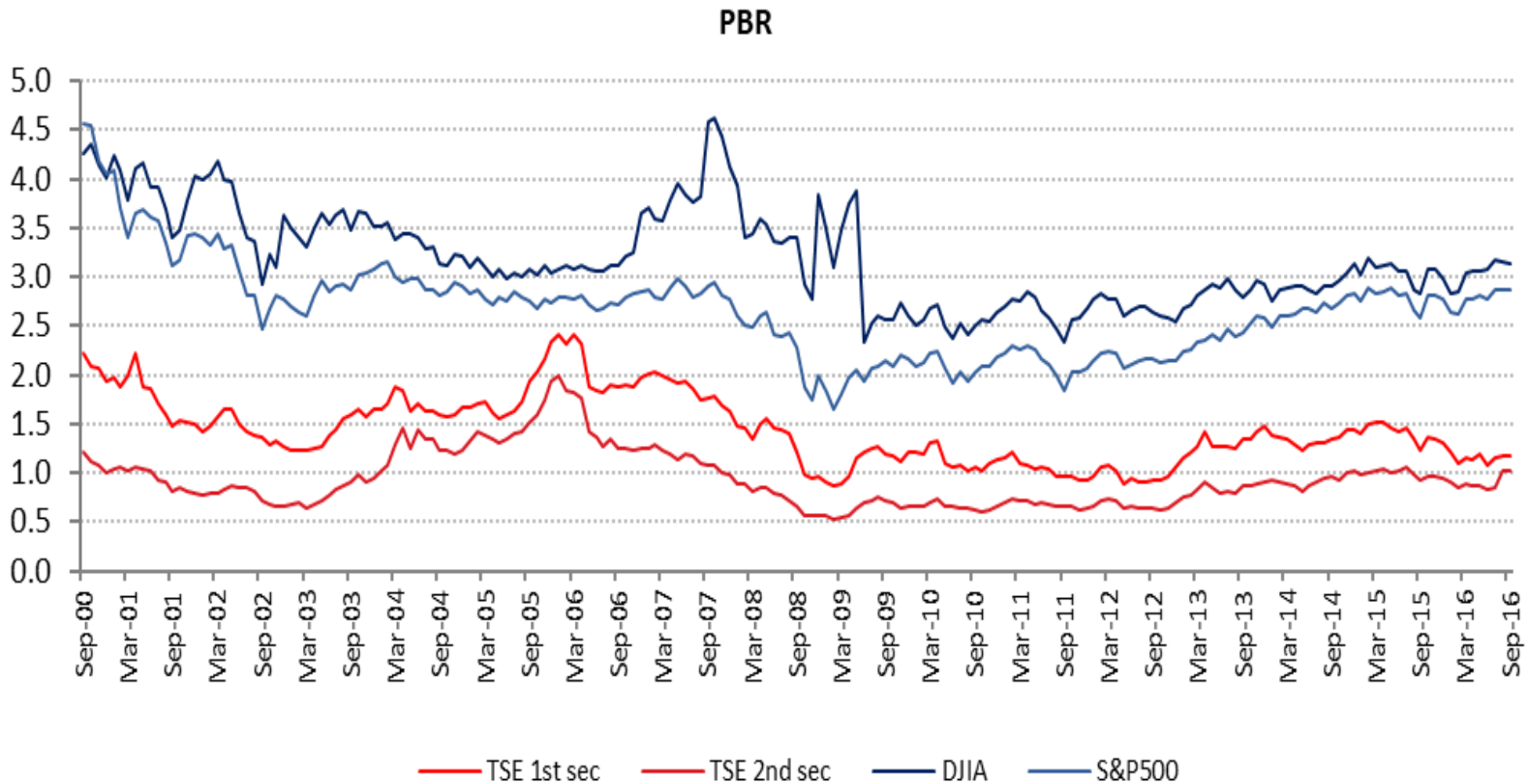


Source : Astraと政府統計より、弊社作成

- 1995年から2016年まで、日本のGDPは殆ど増えていない。
- 同期間に東証一部上場企業の純資産は約2.6倍となった。

日本企業の状況

- 多くの日本企業の株価は、未だに解散価値に及ばない。



Source: ASTRA (13 October 2016)

環境の変化

- ◆ 2013年6月 : 日本再興戦略(以降、2016年まで毎年改訂。2017年以降は未来投資戦略)でコーポレートガバナンスの見直し等が政策となる。
- ◆ 2014年1月 : 東証が、JPX日経400をIndexとして公表
- ◆ 2014年6月 : 金融庁が「スチュワードシップ・コード」を公表
: 社外取締役導入を推進する会社法が改正
- ◆ 2014年8月 : 経産省が「伊藤レポート」公表
- ◆ 2015年6月 : 「コーポレートガバナンス・コード」が東証の規則となる
- ◆ 2017年3月 : 金融庁が「顧客本位の業務運営に関する原則」(いわゆる、フィデューシャリー・デューティ)を公表
: 経産省が「CGS研究会報告書」を公表
- ◆ 2017年5月 : スチュワードシップ・コード改訂(議決権行使の個別開示等)
- ◆ 2018年6月 : コーポレートガバナンス・コード改訂(資本コストの概念等)
- ◆ 2018年9月 : 経産省が「CGS研究会(第2期)報告書」を公表



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

弊社の投資方針・手法

投資方針

投資対象/投資機会

考え方

アプローチ

主として、安定的な事業
キャッシュフローがあり、
経営とコーポレートガバナ
ンスに改善余地がある企業
に投資

非効率、独善的又は株主価
値に無関心な経営者に対し
ては、アクティビスト運用
が有効であり、良い投資機
会となっている

状況により、友好的な手法
と積極的な手法を採用

日本には、その価値が株価
に具現化していない上場企
業が数多く存在
特に、中小型株は割安

日本企業は、現金その他の
保有資産をもっと効率的に
使い、株主価値の向上を図
るべきである

法令上の様々な株主権を行
使することもあり得る

- 株式会社ストラテジックキャピタルは、投資先企業の経営者に株主の立場から提案し、コーポレートガバナンスやバランスシートを改善して資産を有効活用するように働きかけ、株主価値の増大を図る。

経営への提案: アクティビストとして

コーポレートガバナンスの改善

- 株主価値の重要性について、根気強く説明
- 真に独立した社外取締役の選任
- 取締役選解任の仕組み構築
- 株価・業績に連動した役員報酬
- 買収防衛策等の廃止
- ROEの目標等を含む中期経営計画の公表とコミット

経営及び貸借対照表の改善等

- 中核事業の成長戦略
- 非効率な資産、非中核事業・関係会社の売却
- 在庫や設備の削減又は減損計上
- 持合い株式の売却、有価証券や不動産の売却
- 親子上場の廃止

株主価値増大のための資産の効率的活用

- 自社株買い
- 増配
- M&A、資本業務提携
- 保有する又は資産売却により得られる現金の有効活用



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



過去の投資事例

アイネス(9742)

当社の提案:

- 日立グループ出身役員の退任
- 自社株消却
- 買収防衛策撤廃
- 社外取締役の増員
- 不動産の売却
- 自社株買い
- 増配



Source: Reuters

宝印刷(7921)

当社の提案:

- 中期経営計画の策定と公表
- 増配
- 新規分野への積極的な進出
- 持合い株式の売却

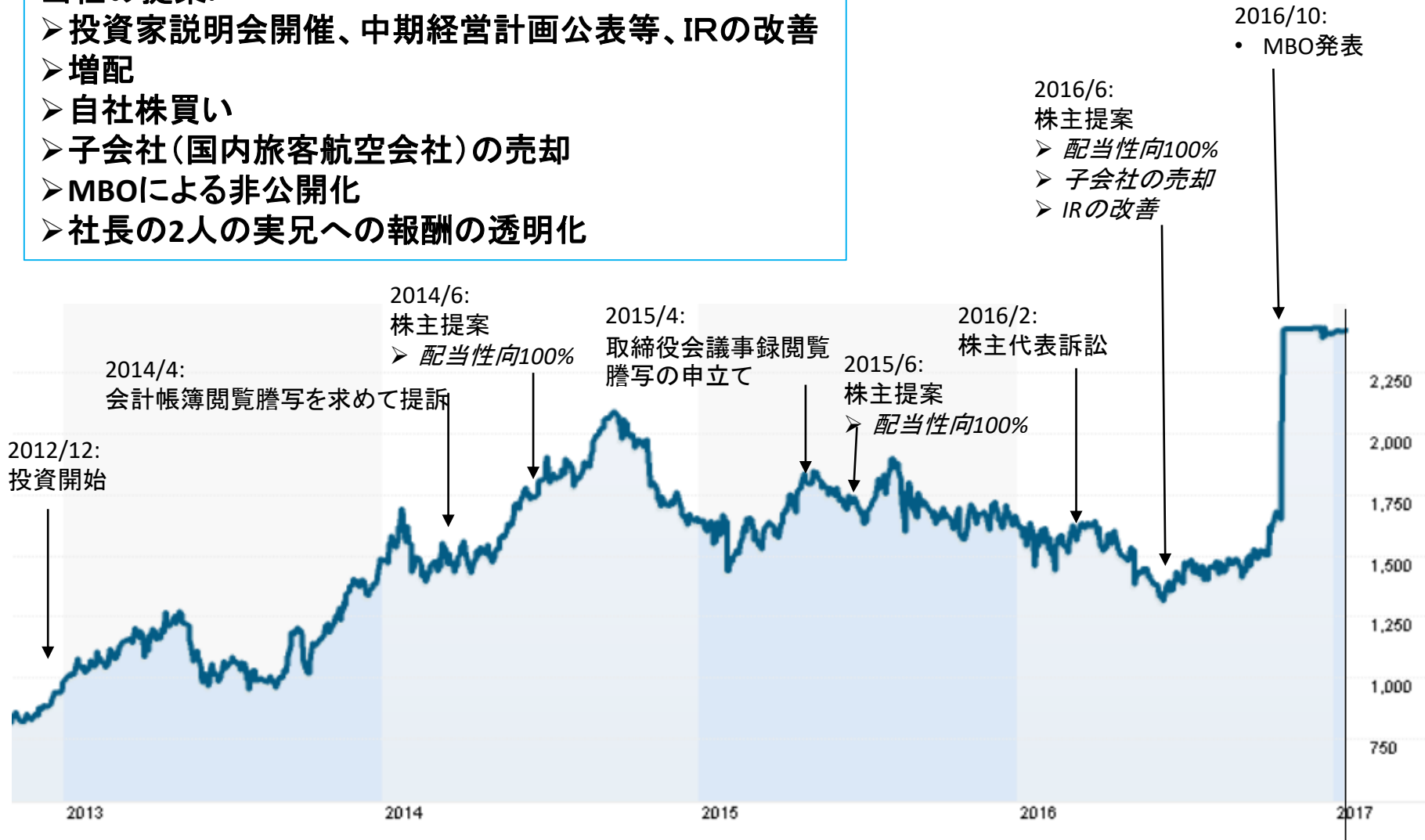


Source: Reuters

日本デジタル研究所(6935)

当社の提案:

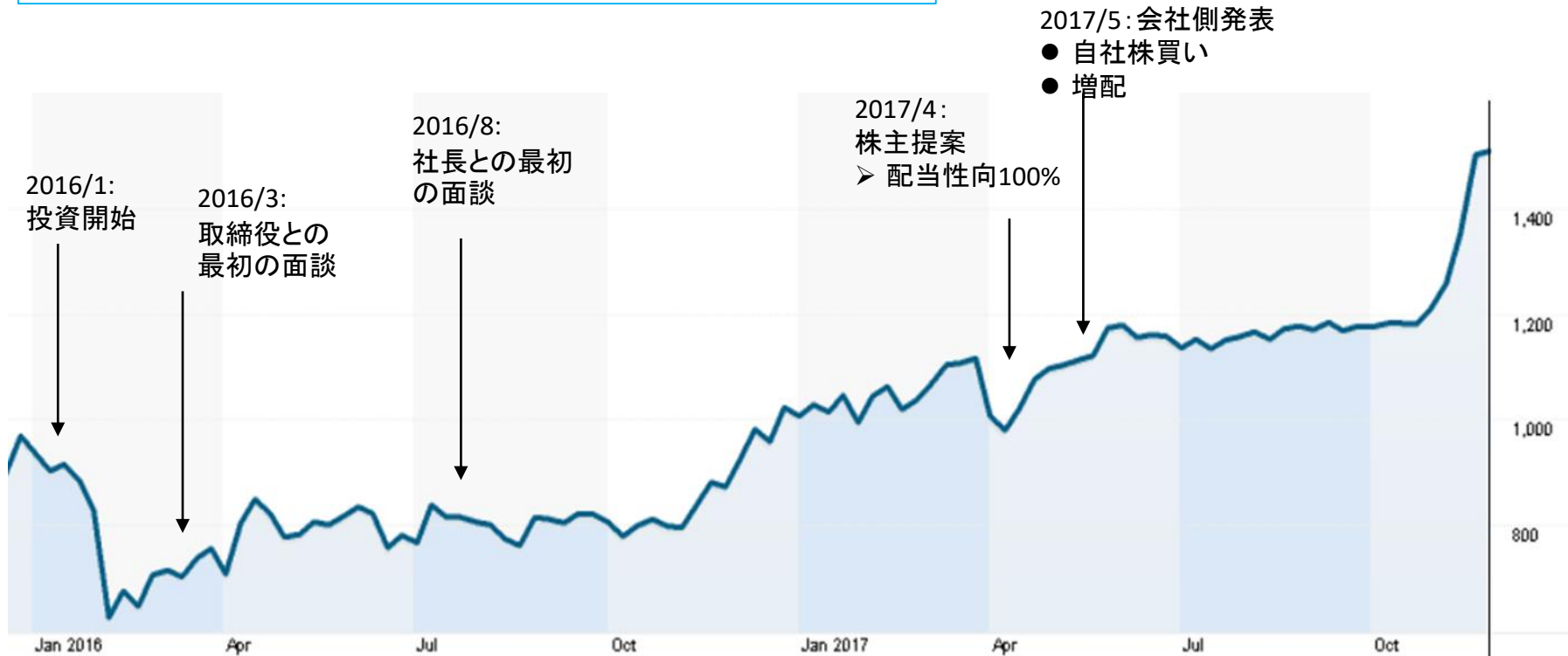
- 投資家説明会開催、中期経営計画公表等、IRの改善
- 増配
- 自社株買い
- 子会社(国内旅客航空会社)の売却
- MBOによる非公開化
- 社長の2人の実兄への報酬の透明化



帝国電機(6333)

当社の提案:

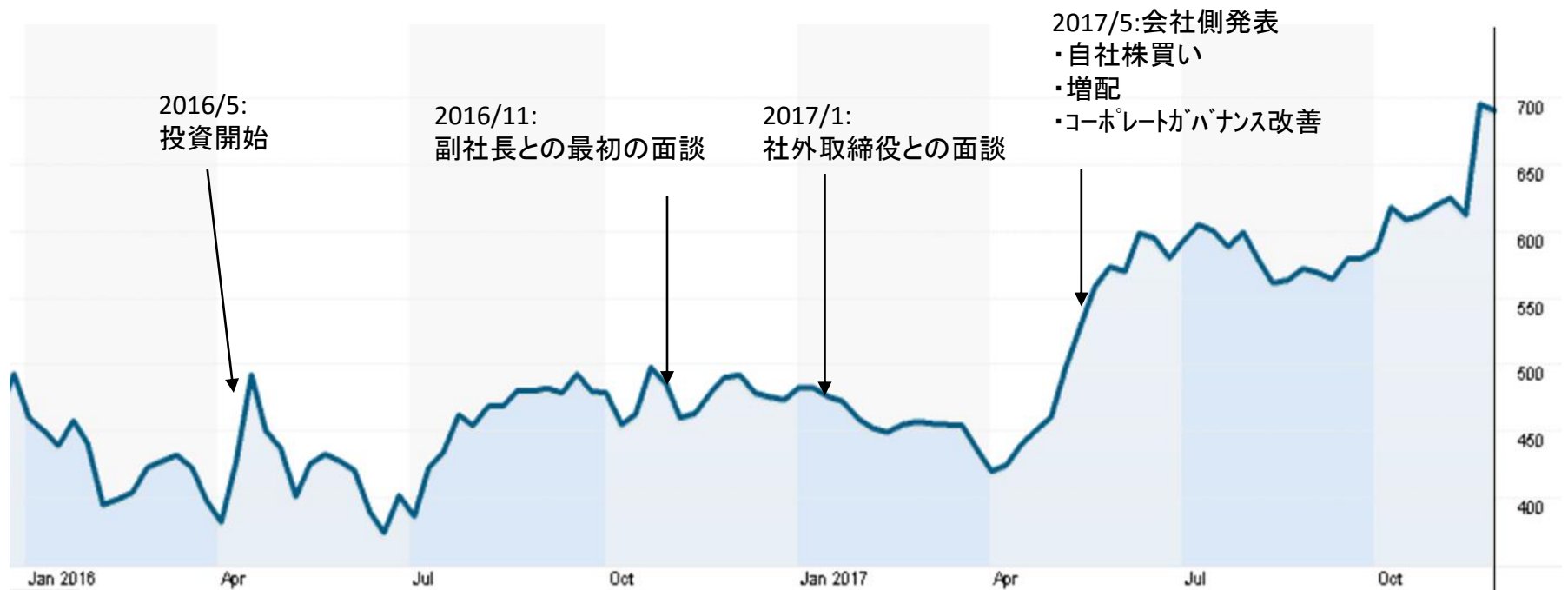
- IRの改善
- 2014の時価発行増資の反省と自社株買いの実施
- 増配
- 電子部品製造子会社の売却
- 政策保有株式の売却
- 真に独立した社外取締役の増員



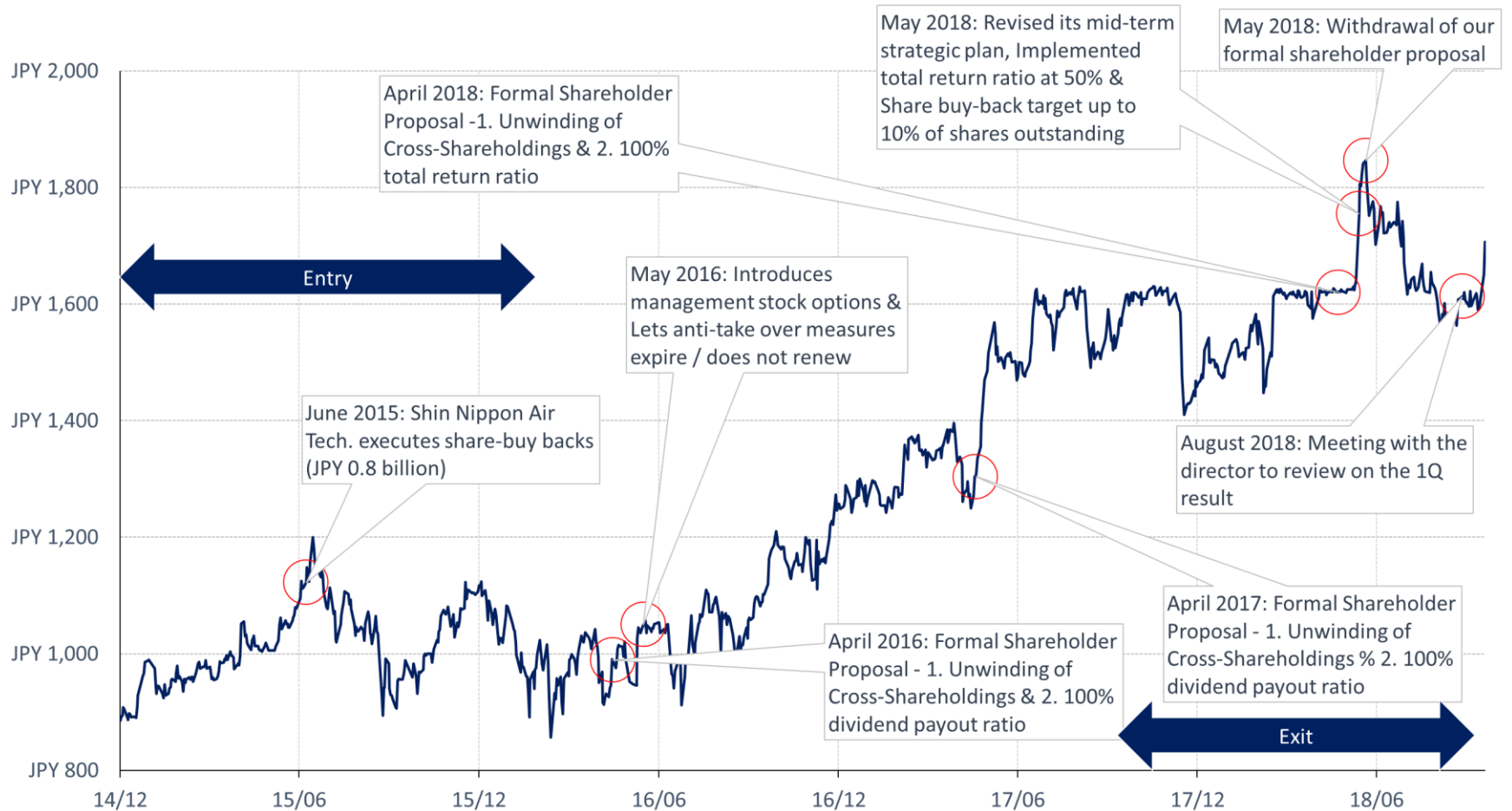
日特建設(1929)

当社の提案:

- 新たな中期経営計画の策定
- ROEの目標設定
- 真に独立した社外取締役の増員
- 政策保有株式の売却
- 過大な現金保有の適切な使用、増配



新日本空調(1952)





Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



コーポレート・ガバナンスとは何か

組織の目的とガバナンス

<組織の目的>

- ◆ 中央官庁: 国民の利益、国益 ⇔ 国会議員、国家公務員の利益・幸福
- ◆ 東京都庁: 都民の利益 ⇔ 都知事、都議会議員、都職員の利益・幸福
- ◆ 株式会社: 株主の利益 ⇔ 取締役・従業員/取引先/地域社会の幸福・利益
 - 企業の目的は、利潤の追求だが、構成員の満足と私利を追うようになり易い
(「組織の盛衰」(1996.1) 堺屋太一)

組織人は、組織本来の目的を忘れて、自ら(個人)の幸福追求を優先しがち。

組織の本来の目的を達成するには、どのような仕組みが必要なのか？

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(2015.6)

「コーポレートガバナンス」とは、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

弊社の定義

株主利益の最大化という株式会社の目的を達成するための規律又は仕組み(受託者＝経営者が、委託者＝株主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>

ICGN Global Governance Principles (2014) Section A: Board/1 Responsibilities 1.1 Duties

“The board of directors should act on an informed basis and in the best long term interests of the company with good faith, care and diligence, for the benefit of shareholders, while having regard to relevant stakeholders.”

コーポレート・ガバナンス/株主利益最大化の障害となる事象

＜財務・資本政策等＞

- ◆ 有利子負債の削減
- ◆ 配当金は極小化し、現金類似物、賃貸用不動産を保有
- ◆ 時価発行増資
- ◆ 種類株式の発行
- ◆ 本社ビルの取得・建設
- ◆ 株式持合い(政策保有株式)

＜会社資産の私的流用等＞

- ◆ 交際費・社用車の私的使用
- ◆ 天下りや役職付与の目的で、子会社や新部署を設立
- ◆ 経営者の近親者等との情実取引、報酬支払

＜経営方針等＞

- ◆ 社外取締役は選びたくない
- ◆ IRで部門別の損益・ROEの目標等は公表したくない
- ◆ 社長退任後も会長、相談役、顧問等の役職で居座り

東レ・日覺社長インタビュー

日経ビジネス2016.6.20及び日本経済新聞2016.7.13/2018.12.27より抜粋

「今、日本で導入が進んでいるコーポレートガバナンスの考え方は、取締役が株主からの付託を受けて経営に当たるというもの。それはちょっと日本企業の考えと違うと思います。株主利益さえ増えればいいという欧米流の考えでは、本来の企業活動がおかしくなる。・・・ROE(自己資本利益率)を上げろなどと言う。・・・現場はそんなことを望んでいませんよ。」

「企業統治は経営者の倫理観だけの問題だ。」

「株主はステークホルダーの一つであって、株主だけの利益を追求するのは金融資本主義(*)」

「(社外取締役は株主の代表という考え方について) それこそ金融資本主義ですよ。米国では取締役はほとんどが社外。経営の監督と執行を分離し、監督のために投資家が連れてくる。我々とは全然違う。株主総会で承認は得るが、取締役を選ぶのは会社側。」

「コーポレートガバナンス・コードは時価総額を上げるルールばかり。株主利益のためで、取引先や社員ではない。突き詰めれば結局は金融資本主義にあたる」。

* 日覺氏は、欧米は金融資本主義で、日本は公益資本主義だとの主張らしい。

◆ このような経営者に「株式会社の目的は株主の利益の最大化」と説いて、受け入れられるか？

◆ なお、東レは、社長の考えに反し、2016年6月29日以降は、コーポレートガバナンス・コードの全原則を実施する旨の報告書を東京証券取引所に提出している。東レHPの『コーポレートガバナンスの基本方針』では、「取締役および監査役は、株主によって直接選任されることにより、経営を付託された者として重大な責務を負っていることを明確に認識し、・・・」と記載されている。