



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

# ストラテジックキャピタルのエンゲージメント活動

2021年2月3日  
株式会社ストラテジックキャピタル  
丸木 強

# 目次

1. はじめに . . . . . 2 頁
  - 用語の定義
  - 日本が置かれている状況
  - 弊社の現状認識
  - 弊社の投資方針
  
2. 弊社のエンゲージメントについて . . . . . 8 頁
  - 取締役に対するエンゲージメントの内容
  - 社外取締役に対するエンゲージメントの内容
  
3. 日本経済活性化のために . . . . . 17 頁



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



はじめに

# 弊社による用語の定義

<b>コーポレートガバナンス</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 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</li></ul>
<b>株主</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 株式会社のオーナー、かつ、有権者</li></ul>
<b>株主の利益</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 株価の上昇</li><li>■ 配当金</li></ul>
<b>取締役</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 株主総会において株主の投票により選任され、株主に対し受託者責任を負う</li><li>■ 取締役会の一員として業務執行に関する決定を行う</li></ul>
<b>エンゲージメント</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 株主と経営陣との間の、株主利益の最大化を目的とした対話</li></ul>
(参考)	
<b>コーポレートガバナンス (コーポレートガバナンス・コード)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 「会社が、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」 (「コーポレートガバナンス・コード」前文より)</li></ul>
<b>株主共同の利益 (経済産業省・法務省)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 「株主全体に共通する利益の総体をいう。」 (2005「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」より)</li></ul>

# 日本が置かれている状況①

## ■ 日本企業の自己資本は積み上がる一方で日本の名目GDPは横ばい

【名目GDP（棒グラフ）及び東証一部全銘柄の自己資本金額（折れ線グラフ）の推移】

（1995年末～2020年末、1995年末=1、米ドルベース）

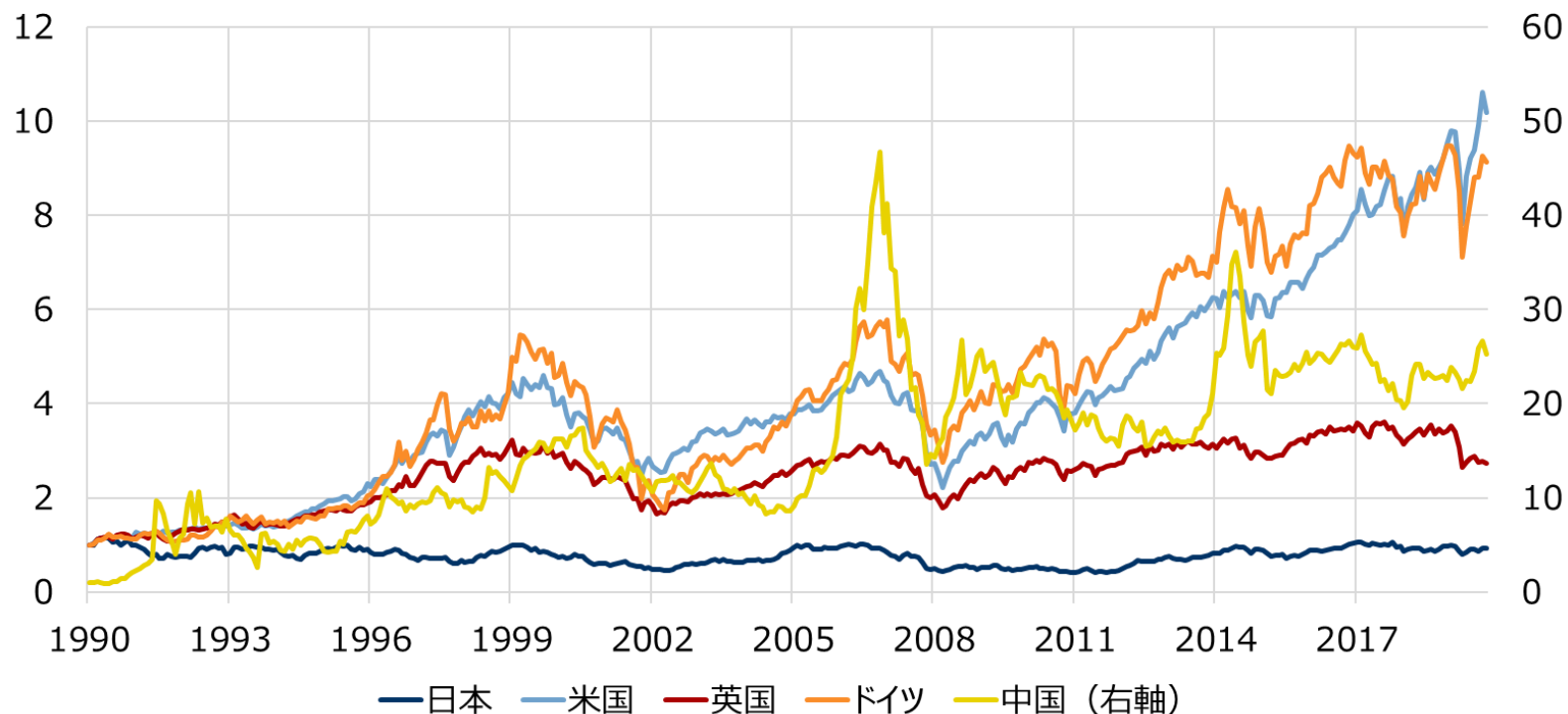


（出所：IMF、QUICK。2019年及び2020年は推計値を用いた。）

## 日本が置かれている状況②

### ■ 日本の株式市場は海外に比べて大きく劣後

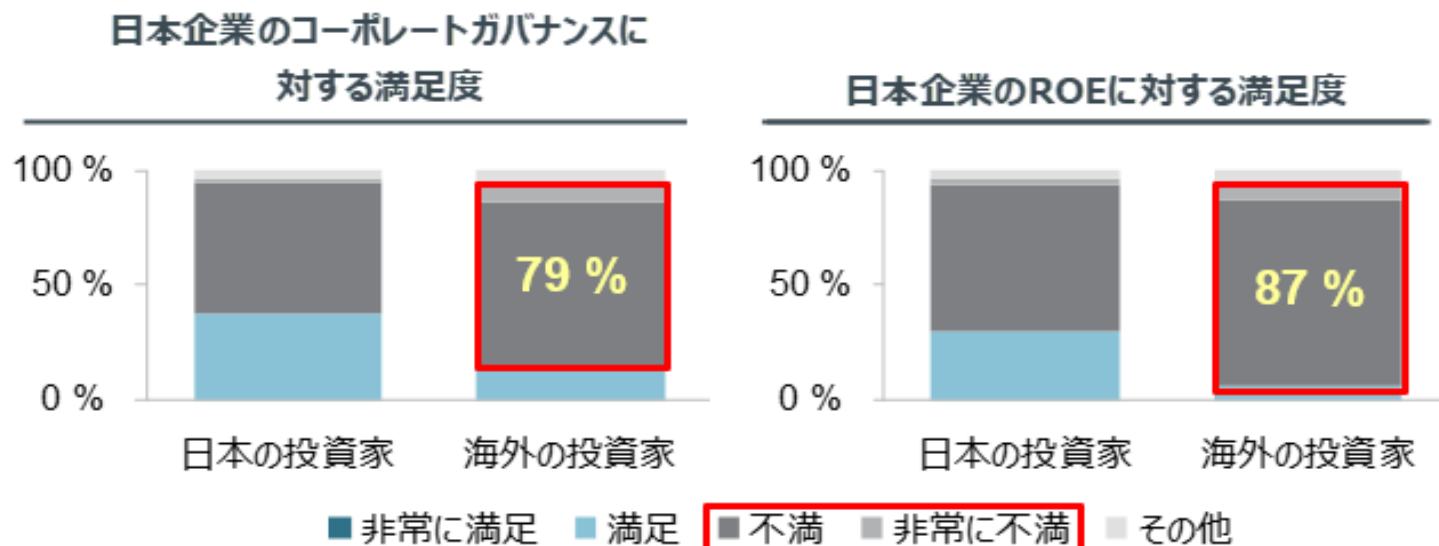
【株式時価総額の推移 (1990年末=100)】



〔 補足：時価総額の各国のデータは、日本は東証一部、米国はS&P500、英国はFTSE100、ドイツはDAX、中国は上海総合指数。データ出所はBloomberg。 〕

# 弊社の現状認識

- 日本経済の低迷、上場企業の時価総額の低迷等の要因の一つは、企業経営者の多くがコーポレートガバナンスを理解していないことではないか
  - 経営者が、資本コストの意義を知らない⇒資本コストより低い事業からのリターンを目標としている、リターンが非常に低い現金等を過剰に保有等
  - 内外の機関投資家も、下記の通り日本企業のコーポレートガバナンスに不満を持っている



出所：Ryohei Yanagi『Corporate Governance and Value Creation in Japan』229、230頁、著者が国内77社、海外62社合計100兆円の運用資産を対象にアンケートを実施。（Springer 2018）

# 弊社の投資方針

- コーポレートガバナンス等が悪いが故に株価が割安な上場企業に投資し、その改善により株主価値を高めて投資リターン獲得を目指す
- アクティビスト投資戦略は、日本経済活性化に繋がる

弊社が運営する

ファンドの投資方針

集中投資ポートフォリオ(6-12銘柄)。日本株式だけに投資

豊富な投資機会が存在する小型株にフォーカス

原則として、本源的価値と比較して大幅に割安に放置され、キャッシュフローが安定し、かつキャッシュ等の資産保有が課題な企業に投資

株主価値の増加につながる複数のシナリオを検討し、経営陣との面談等を通じて明確に株主価値向上のためのメッセージを発信する

場合によって、法令上の株主権を行使したり、Webや新聞広告等のアクティビストキャンペーンを展開





Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

## 弊社のエンゲージメントについて

---

# エンゲージメントの概要

## ■ 社長を含めた経営陣に対し、様々な方法を用いて働きかける

### 対象

- 社長、会長 – 決算の説明、経営方針、経営計画（半期毎以上）
- IR担当取締役 – 上記のより詳細な点について（四半期毎以上）
- 社外取締役 – 社外取締役の役割、経営の課題など（年1回以上）
- 監査役 – 必要に応じて

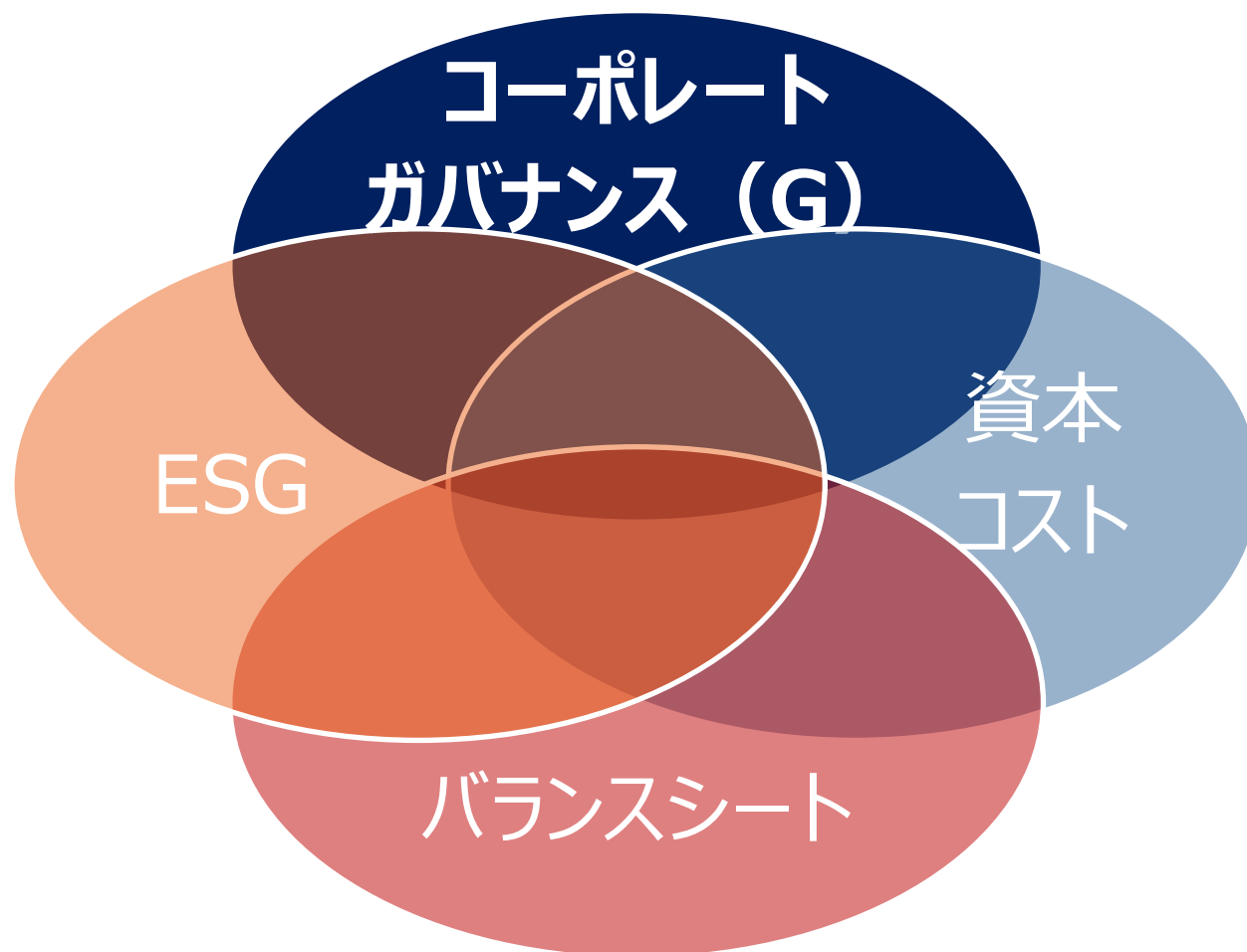
### タイミング

- 決算発表後の個別面談
- 決算説明会への出席（及び質疑応答）
- 株主総会への出席（及び質疑応答）
- 特に確認したい or 提案・説明したい事項がある場合にも個別面談

### 方法

- 面談による対話
- 手紙の発送
- 株主権の行使（株主提案書の提出、取締役会議事録の閲覧）
- 特集サイトの開設
- メディア広告

# 取締役に対するエンゲージメントの内容



# 取締役に対するエンゲージメントの内容①

## コーポレートガバナンス

- 真に独立した社外取締役（社外監査役）の選任
- 指名・報酬委員会の設置、株価連動報酬、取締役会実効性評価
- 相談役、顧問の廃止
- 買収防衛策の廃止
- IR：説明会の開催並びに説明資料及び中期経営計画の内容

### <例：弊社の新任取締役を除く取締役候補者に対する議決権行使基準>

現在又は過去において次のいずれにも該当しない取締役（以下「真正社外取締役」という。）が取締役総数の 1/3 を超えないか、又は、真正社外取締役が委員の過半数を占める指名委員会及び報酬委員会に相当する任意の委員会を設置していない場合、新任の取締役を除く全ての取締役に反対する。

- ① 会社又は会社の親会社、子会社若しくは兄弟会社の役職員及びこれらの者の親族
- ② 関連会社（会社と議決権比率 10%以上の支配又は被支配の関係にある法人をいい、①に該当する会社を除く。）、会社の主要な取引先、会社が保有する政策保有株式の発行会社若しくは顧問契約先の役職員又は顧問契約先
- ③ 会社と議決権比率 10%以上の支配関係にある個人及びその親族

(略)

# 取締役に対するエンゲージメントの内容②

## 資本コスト

- 資本コストの考え方（左下）
- 資本コストの算定及び開示（右下）
- M&A実行に際して留意すべきValuationについて
- バランスシートの改善

### <例：投資先企業へのプレゼンテーション>

Strategic Capital  
MEMBER OF THE PFC GROUP

●●株式会社 御中

資本コストの観点からみた  
企業価値・株主価値向上について

2020/●/●  
株式会社ストラテジックキャピタル

目次

I. 株主資本コスト	2頁
II. 加重平均資本コスト	9頁
III. 当社の株主価値向上策について	15頁
IV. まとめ	17頁
巻末資料	19頁

資本コストとPBRの関係性

投資家は、「投資リスクが大きい＝株主資本コストが高い」と考える。したがって、リスクが大きければ、投資家は利益（ROE）も大きくないと投資できない。  
リスクが大きいかかわらず、リターンが少なければ評価は低いものになる。

高い評価（高PBR）

低い評価（低PBR）

株主資本コスト（高）

株主資本コスト（低）

ROE（高）

ROE（低）

© 2020 Strategic Capital, Inc. All rights reserved.

### <例：投資先企業への株主提案>

**課題**  
資本コストに対する低い意識と  
過大な純投資目的株式

極東貿易の資本効率性は資本コストを大きく下回る水準であり、結果として極端に低い株価のバリュエーションとなっています。

**提案**  
資本コストの数値と計算根拠の開示

極東貿易の経営陣の資本コストに対する意識を高め、株主との対話の実効性強化を促進することにより、現状の低い株価のバリュエーションを改善させるため、資本コストの数値と計算根拠を開示することを提案します。

(略)

# 取締役に対するエンゲージメントの内容③

## バランスシート

- 不採算部門、子会社・関係会社の売却（左下）
- 本業と関係ない資産（賃貸用不動産等）の売却
- 政策保有株式の売却（右下）
- 適切な借入の実施
- 株主還元（右下）

### <例：帝国電機2017.7.29株主総会の模様>

#### 弊社

- 電子部品事業は利益率が低く、顧客は三菱電機だけで当社の経営資源では今後価値を増大させるのは難しい  
⇒ **電子部品事業は、売却し、ポンプ事業に集中するべき**



#### 帝国電機

平福電機（電子部品事業の子会社）の製品については、すべて三菱電機向けの製品です。  
（中略）  
…さらなる収益率の向上を目指しております。従いまして、現在のところ売却は考えておりません。

### <例：政策保有株式の売却及び株主還元>

#### 課題

**過大なネットキャッシュと積み上がる自己資本**

浅沼組株式のバリエーションが割安に放置されている理由の1つは、過大な現金と政策保有株式を保有していることです。また、過去、低水準の株主還元が続いて自己資本が積み上がった結果として、浅沼組のネットキャッシュ(※)は積み上がり、20年5月27日現在、時価総額の72%を占める状況です。  
※現金同等物から有利子負債及び有価証券売却に係る想定支払い税金を控除した金額

#### 提案

**政策保有株式の売却**

資本効率性を高め、また、保有株式の株価下落が浅沼組の財務に与える悪影響を排除するため、今期を含む3事業年度に政策保有株式を売却することを提案します。そして、売却代金を株主価値向上のために活用していただくことに期待いたします。

#### 提案

**配当性向100%を実現するための増配**

さらなる自己資本の積み上がりを防ぐため、配当性向100%を提案します。

# 取締役に対するエンゲージメントの内容④

## ESG

### ■ ESGのE（環境）とS（社会）への配慮

#### <例：浅沼組2019年6月総会の質疑応答より>

質問（弊社）

労働災害（工事関係者事故・業務関係者事故）または、公衆損害事故について、お尋ねする。

- ① 最近5年間の件数は、それぞれ何件か。そして、その結果、指名停止などの処分を受けている件数は何件あったか。
- ② これらの事故による指名停止などの処分が当社の業績への影響はどの程度であったと考えているか。
- ③ 今後、このような事故を起こさないために、どのような対策を実行しているのか。その対策は効果があったか。

回答（浅沼組の取締役）

2014年度から2018年度までで、労働災害は192件。うち不労災害144件、休業4日以上以上の災害が48件である。（以降、略）

# 社外取締役に対するエンゲージメントの内容

## ■ 社外取締役としての適性・役割の確認

### 社外取締役としての 適性

- 独立性の確認
- 社外取締役の任期・報酬についての考え方
- 社外取締役の役割、コーポレートガバナンスについての理解等

### 活動内容

- 取締役会、指名・報酬委員会での議論内容についてヒアリング

### 株主として社外取締 役に期待すること

#### <平時>

- 株主価値の向上
- 株主価値毀損の防止

#### <有事>

- 自社が対象となるM & Aの条件を少数株主の利益保護の立場で検討
- 社長の解任



# 社外取締役との面談時の質問例

社外取締役（候補）への質問事項

2021年●月●日

株式会社ストラテジックキャピタル

1. 社外取締役候補となった経緯などについて

- ① ○○○（以下、「当社」といいます。）の社外取締役候補となった経緯を教えてください。どなたかのご紹介でしょうか。
- ② 以前、当社、当社と取引関係にある法人若しくは当社の株主である法人の役職員であったこと、又は個人として当社の顧問若しくは業務委託関係にあったことはありますか。その関係と時期についても教えてください。

（略）

3. 社外取締役の役割などについて

- ① 社外取締役の役割とは、どのようなものと考えておられますか。

（略）



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



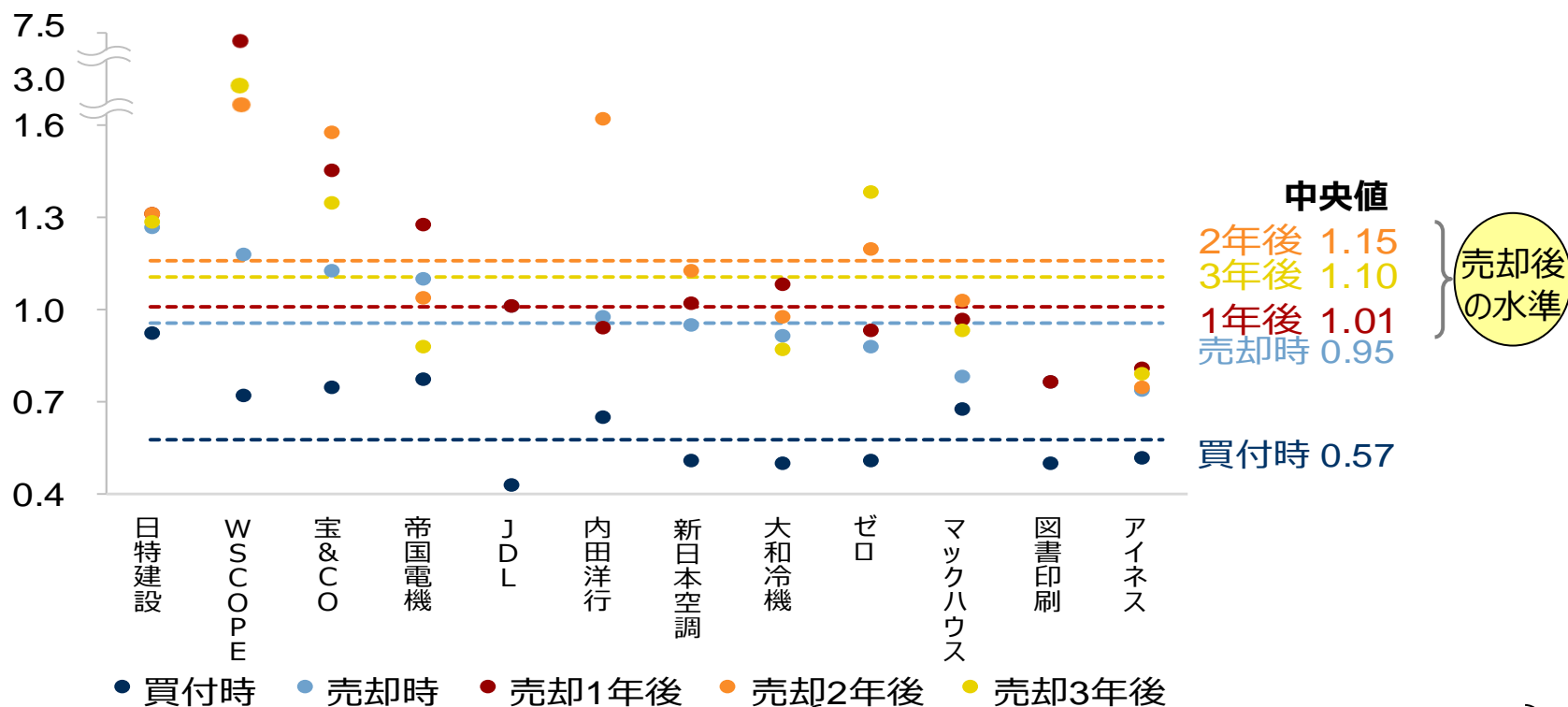
## 日本経済活性化のために

---

# 弊社の投資実績

- 弊社の投資後、投資先の株価のバリュエーション（PBR）は上昇。
- 弊社の売却後も、株価のバリュエーションは下がらず、むしろ、さらに上昇している。

## 投資フェーズ別PBR（倍）



補足：買付時及び売却時の値は、それぞれ買付開始及び売却完了した月の平均値。  
売却後の値は売却完了した月の翌年以降の同月平均値を参照。  
JDL、図書印刷は上場廃止最終日を売却1年後の値としている。

# 企業経営者の皆様へのお願い

- 株主価値向上への不断の努力
- 資本コストの理解
- 安定株主や買収防衛策に頼らない
- 株主価値を向上させる自信がないなら、取締役の地位に固執しない
- 割安な株価を放置していると買収される可能性が高まるが、買収のオファーは株主利益の観点から判断する