



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

日本の資本市場が抱える構造的問題と コーポレートガバナンス

2022年1月8日
株式会社ストラテジックキャピタル
丸木 強

ディスクレームー

- 本資料は株式会社ストラテジックキャピタル（以下「弊社」といいます。）独自の分析、アクティビスト活動を通じて得た情報及び企業等によって公表された情報のみに基づき作成されています。本資料に掲載された情報及び資料は、弊社が信頼でき、最新であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社は、明示又は黙示を問わず、その正確性、有効性又は完全性を保証するものではなく、この情報を用いて行う判断の一切について責任を負うものではありません。弊社は、本資料において提供される情報及び見解を更新する義務を負わないものとします
- 本資料の内容に関する著作権その他一切の権利は、弊社に属しています。電子的方法又は機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製、引用、転載又は転送等を行うことはできません

目次

1. 日本経済の現状 **4頁**

2. 弊社の考え方 **9頁**

3. 海外における株主提案 **19頁**

4. 日本における株主提案等 **26頁**

5. 日本の資本市場が抱える課題 **45頁**



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

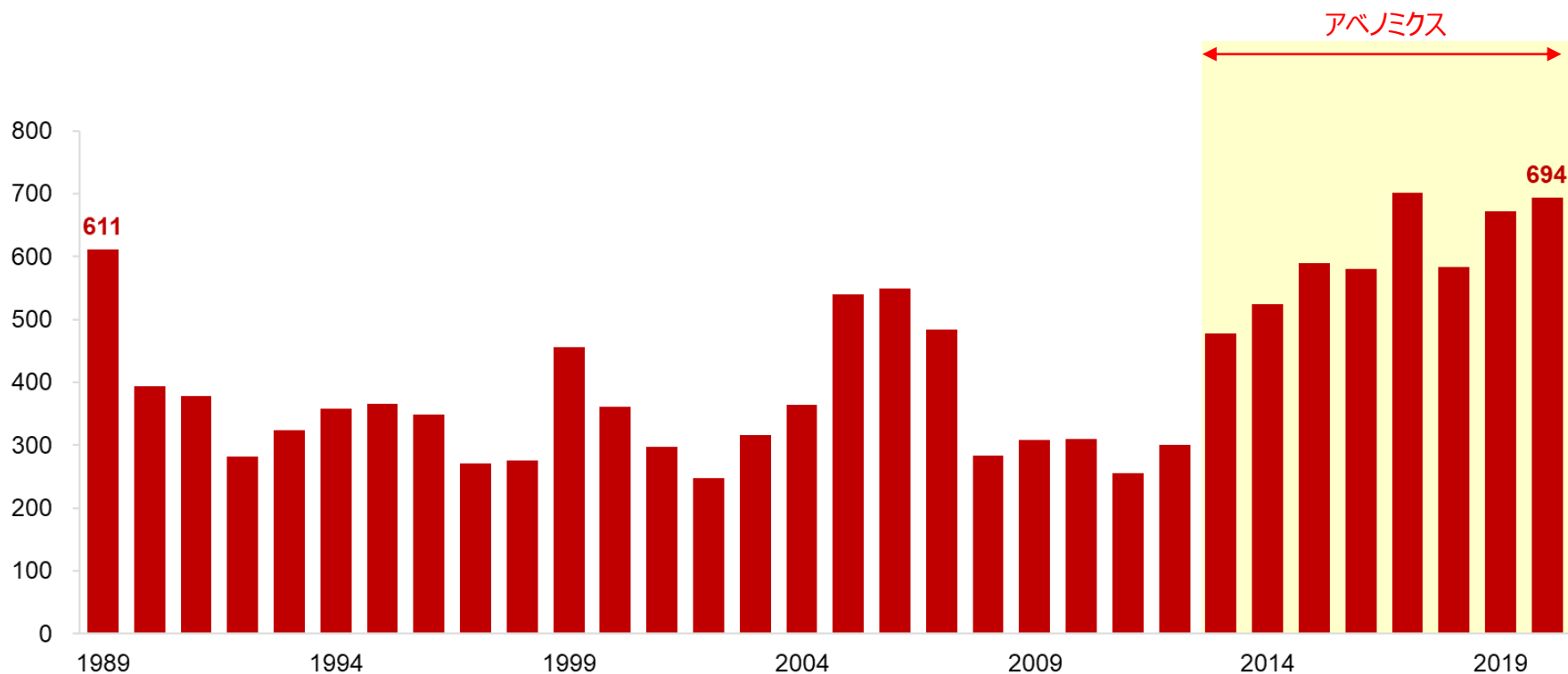


日本経済の現状

「日本株式会社」の時価総額

- アベノミクスが本格化して以降、「日本株式会社」の時価総額は増加した

日本の株式時価総額の推移（兆円）

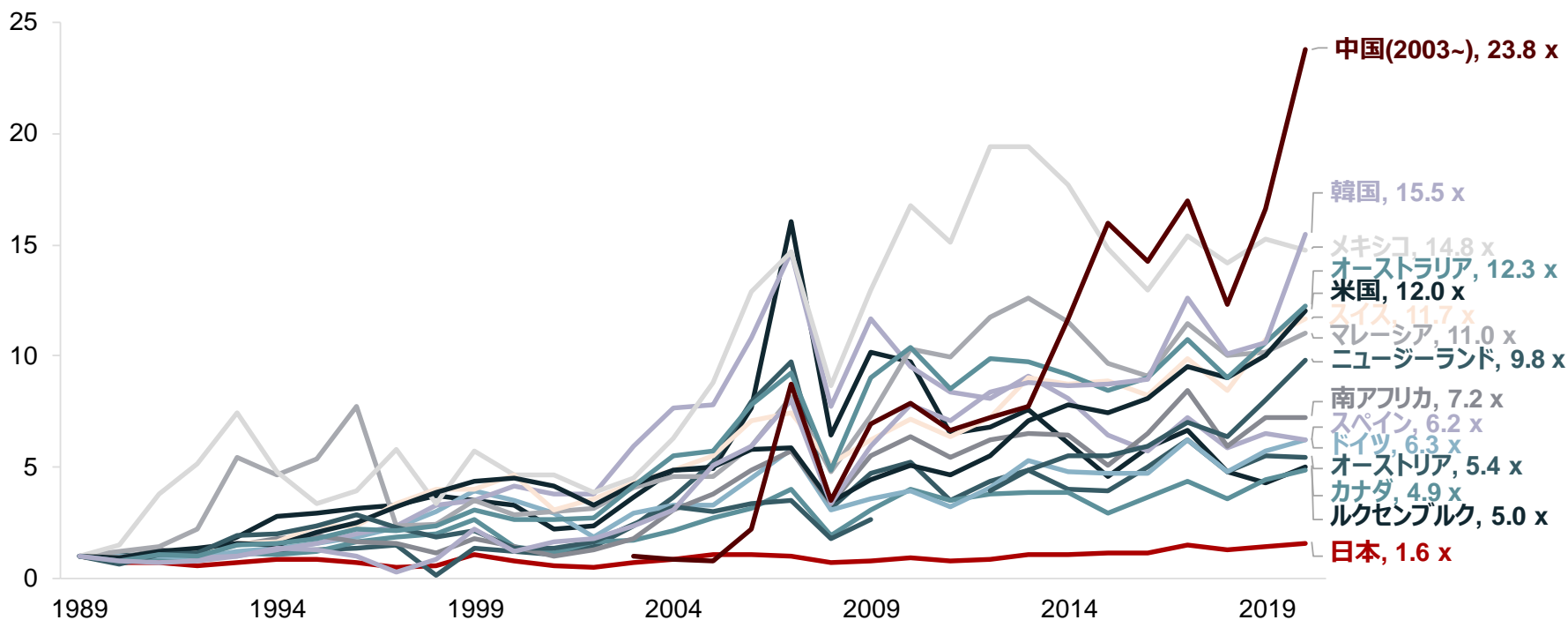


(出所：IMF)

株式時価総額の国際比較

■ しかし、諸外国と比較すれば日本は「一人負け」状態

世界各国の株式時価総額の推移（USDベース、対1989年比）

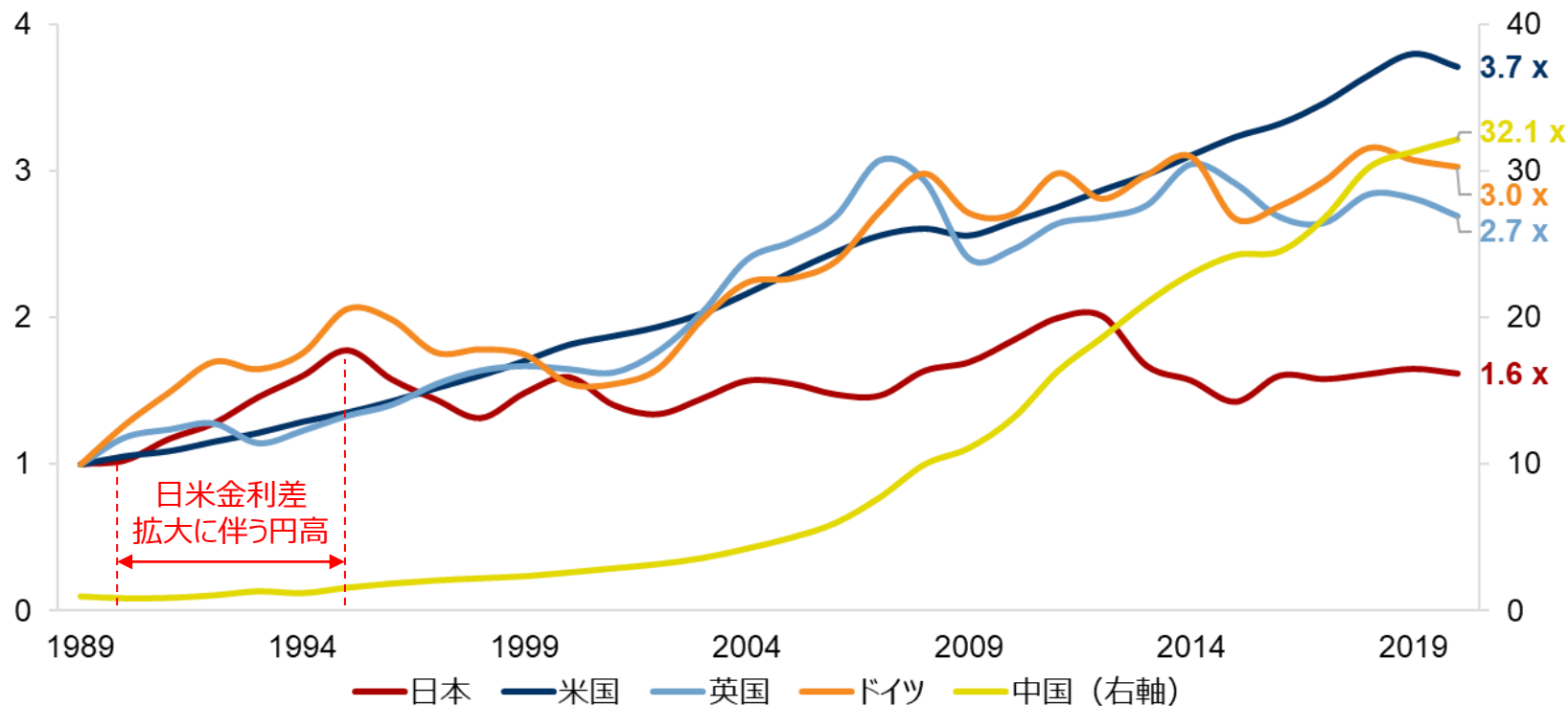


(出所：世界銀行、各国における上場企業の時価総額の合計。1989年以降継続したデータが取得可能な国が対象)

日本の株式市場が停滞した理由（GDPの観点）

■ 日本経済そのものも長期に渡って停滞

名目GDPの推移（USDベース、対1989年比）

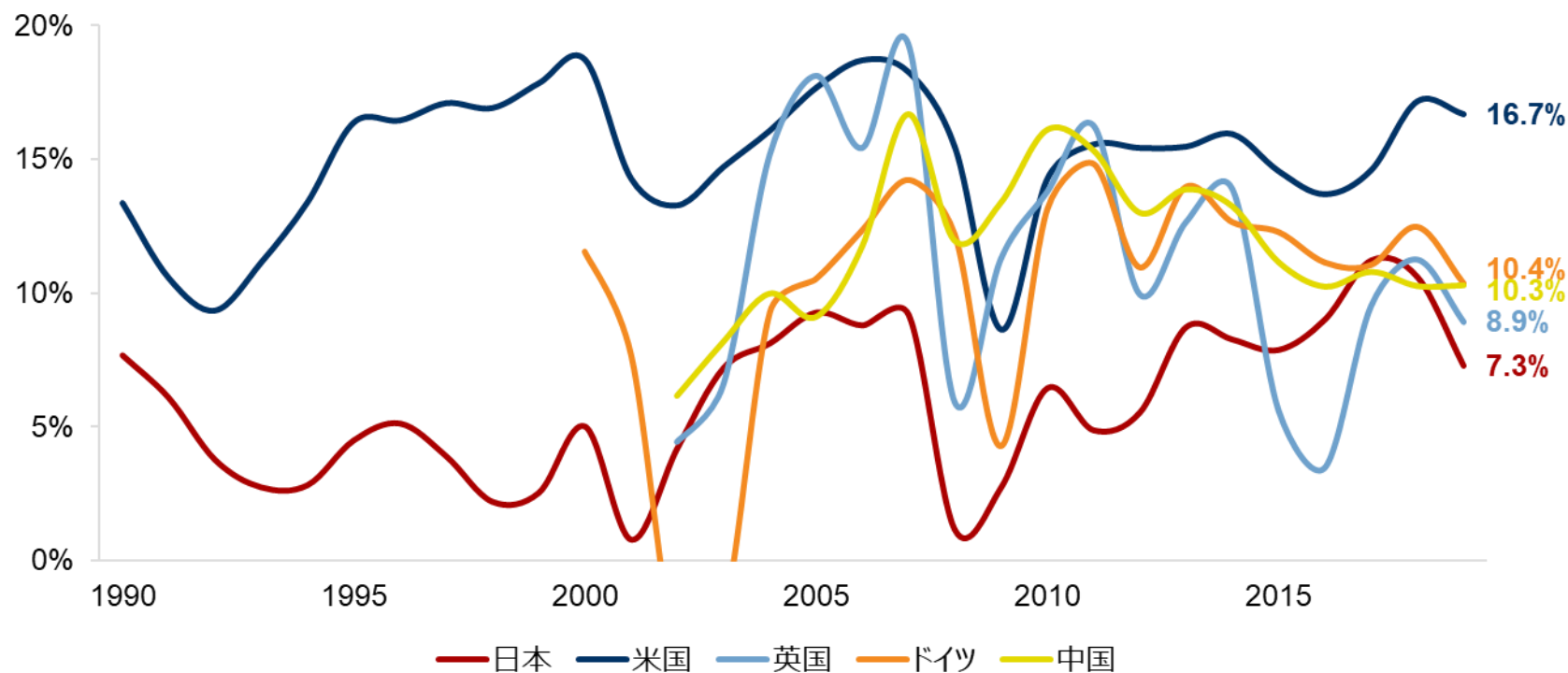


(出所：IMF)

日本の株式市場が停滞した理由（資本効率性の観点）

■ ROEは他国と比べて低水準にとどまる

ROEの推移



(出所：会社開示資料、各種報道記事、QUICK)



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



弊社の考え方

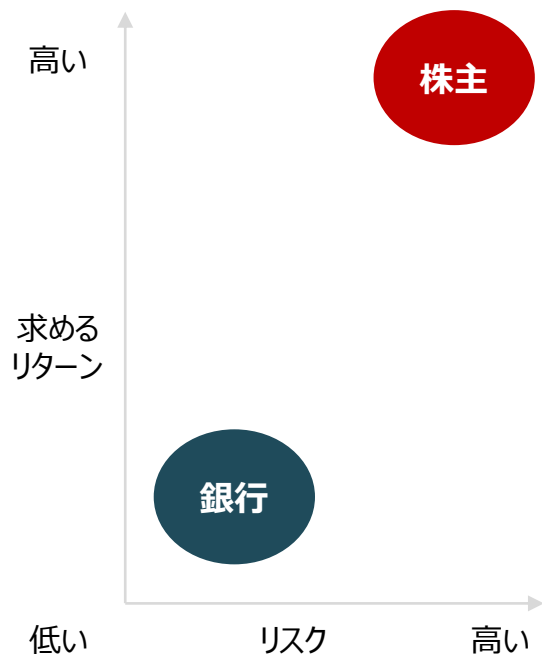
弊社による用語の定義

	弊社の認識	多くの日本人経営者の認識
株式会社の目的	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株主の利益の最大化 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 従業員の生活基盤 ■ ステークホルダー資本主義 (≒公益資本主義)
株主	<ul style="list-style-type: none"> ■ 主権者 (=有権者) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ステークホルダーの一員
株主の利益	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株価の上昇 ■ 配当金 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 業績の拡大
コーポレートガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 理解していない ■ ガバナンス・ウォッシング
社外取締役の役割	<ul style="list-style-type: none"> ■ 経営の監視 ■ 少数株主の利益の保護など 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 大所・高所から経営を監視 ■ コンプライアンス
(参考)		
コーポレートガバナンス (東京証券取引所)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 「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・果敢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」より) 	
株主共同の利益 (経済産業省・法務省)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 「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) 	

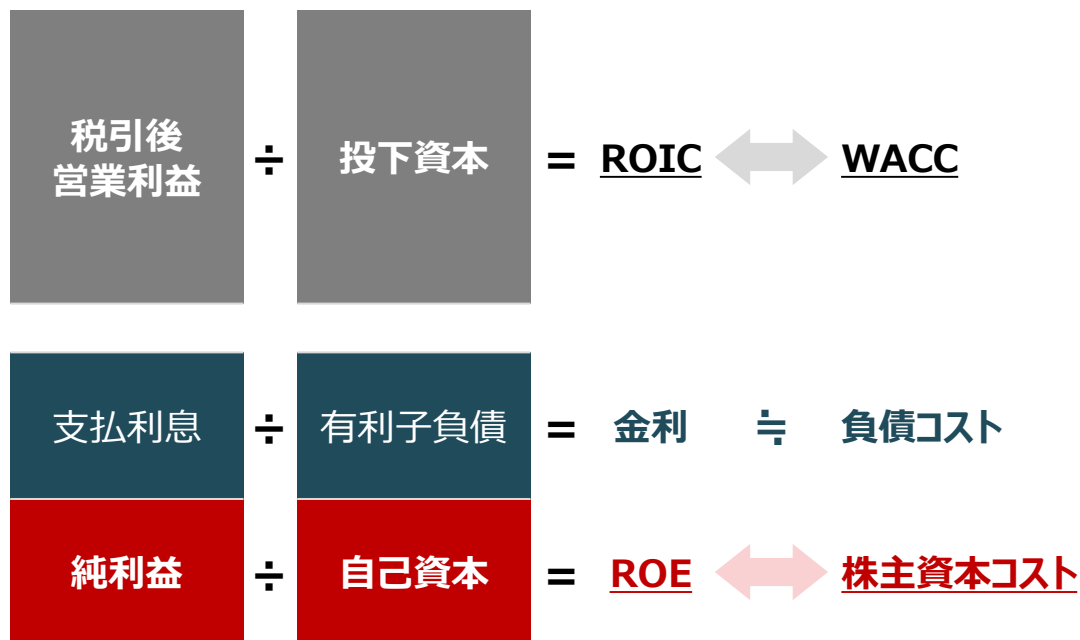
資本コストとは

- 資本コストとは、投資リスクに応じて投資家が期待する最低限のリターン
- 資本効率性 > 資本コスト が株主価値を創出する絶対条件

投資家のリスク・リターン



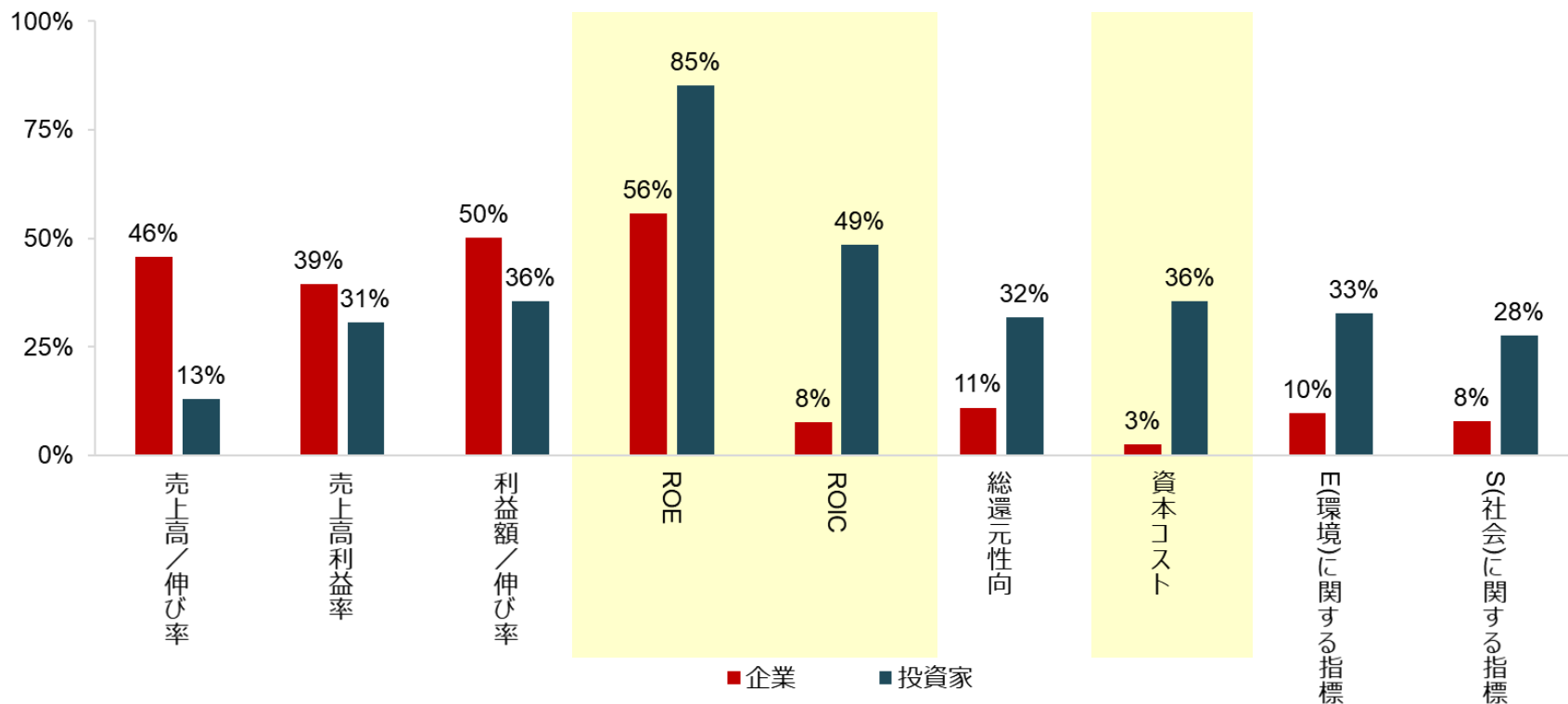
資本効率性指標と資本コストの対応関係



資本コストに対する認識の乖離

■ 投資家と企業の間では、資本コストや資本効率性の重要性の認識に乖離がある

中期経営計画の指標（企業）／経営目標として重視すべき経営指標（投資家）



(出所：生命保険協会（2021）『[生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組について](#)』より弊社作成)

投資家から見た株主資本コスト

- 株主資本コストの算定方法は大きく分けて2種類存在する
- 将来の予想利益を織り込めるインプライド・アプローチが投資家の目線に近い

	ヒストリカル・アプローチ	インプライド・アプローチ
算定方法	過去の時系列データを用いて推計	将来の予想利益を用いて算定した株主価値から逆算して推計
主な利用者	証券会社	投資家
長所・短所	<ul style="list-style-type: none"> ○：理論がシンプルで簡便 ✕：将来の成長期待を織り込むことができない ✕：観測期間の合理的な選択方法が無い 	<ul style="list-style-type: none"> ○：将来の成長期待を織り込むことができる ✕：現在の株価に影響される ✕：予想利益の誤差が影響を与える
推計方法	<ul style="list-style-type: none"> ■ Capital Asset Pricing Model (“CAPM”) ■ Fama-French 3 Factor Model ■ Carhart 4 Factor Model ■ Fama-French 5 Factor Model 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Residual Income Model（弊社が使用） ■ Abnormal Earnings Growth Model

(出所：日本銀行金融研究所 (2016) 『[残余利益モデルによる個別企業の資本コスト・期待利益の同時推定](#)』及びみずほ証券×一橋大学『[ファイナンス用語集](#)』より弊社作成)

株主資本コストの推計方法

- 日本で最も普及しているCAPMによる株主資本コストの推計は不正確
- 株主資本コストを把握するためには、賢明な投資家へのヒアリングが必要不可欠

	発表時期	リスクファクター					株価 モメンタム
		市場 (株価 β)	時価総額 (小/大型株)	価値 (PBR)	収益性 (ROE)	総資産の 変化率	
CAPM (最も一般的)	1964年	○	不足している要素				
Fama-French 3 Factor Model	1993年	○	○	○			
Carhart 4 Factor Model	1997年	○	○	○		○	
Fama-French 5 Factor Model	2015年	○	○	○	○	○	

(出所：日本銀行金融研究所 (2016) 『[残余利益モデルによる個別企業の資本コスト・期待利益の同時推定](#)』及びみずほ証券×一橋大学『[ファイナンス用語集](#)』より弊社作成)

ESG投資の拡大がもたらす資本コストへの影響

ジョージ・セラフィム（ハーバードビジネススクール教授）

ESGの重視は、資本コストを引き下げて企業評価を高めるうえで有用である。なぜなら、優れたESGパフォーマンスを上げる企業に資本を拠出しようとする投資家が増えるにつれて、この種の企業により多くの資本が集まってくるからだ

ジョージ・セラフィム「ESG戦略で競争優位を築く方法」ハーバードビジネスレビュー2021年1月号33頁

世界のESG投資額

REGION	2016	2018	2020
Europe*	12,040	14,075	12,017
United States	8,723	11,995	17,081
Canada	1,086	1,699	2,423
Australasia*	516	734	906
Japan	474	2,180	2,874
Total (USD billions)	22,839	30,683	35,301

ESG投資が全体に占める割合

REGION	2014	2016	2018	2020
Europe*	58.8%	52.6%	48.8%	41.6%
United States	17.9%	21.6%	25.7%	33.2%
Canada	31.3%	37.8%	50.6%	61.8%
Australasia*	16.6%	50.6%	63.2%	37.9%
Japan		3.4%	18.3%	24.3%

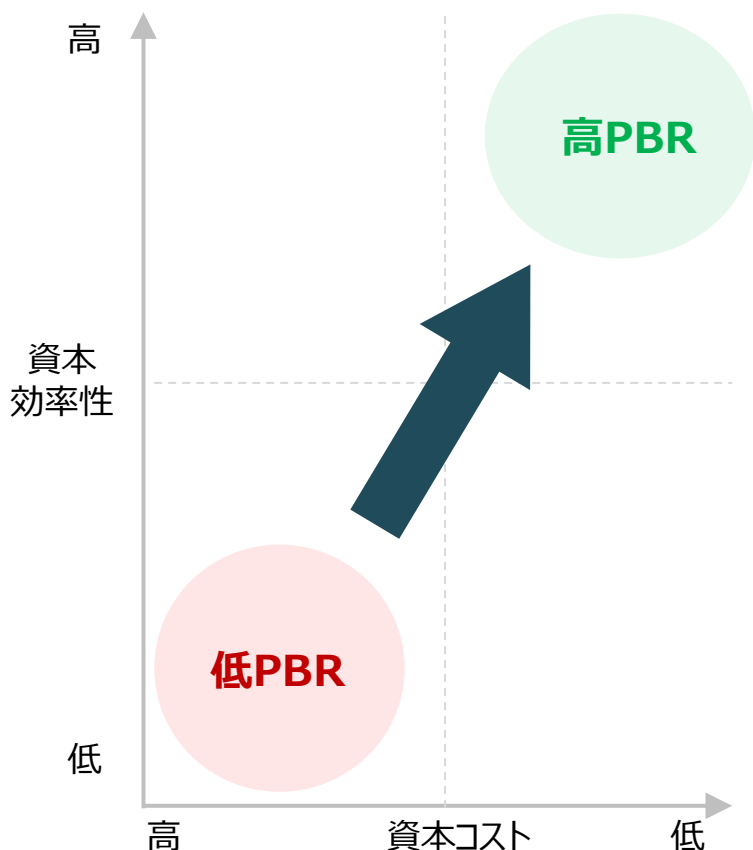
(出所 : [GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020](#))

■ 世界のESG投資は拡大を続けており、ESGの重要性は増大の一途をたどる

弊社の投資手法

- 資本効率性が低い／資本コストが高いことで、株主価値を毀損している会社に投資
- ESGや資本政策の改善を促すことで株主価値の向上を図る

具体的な提案（例）



- ① 資本コストを活用した中期経営計画の策定／修正
- ② 過剰に保有する現金類似物の有効活用
- ③ 政策保有株式の売却／取引先持株会の廃止
- ④ 真に独立した社外取締役の増員／多様性の確保
- ⑤ 株主価値とリンクした報酬制度の導入
- ⑥ 顧問・相談役の廃止
- ⑦ 買収防衛策の廃止
- ⑧ 自社の事業と無関係な株主優待の廃止

弊社が行う、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（2回目以降の面談では、経営の具体的な課題等も対話のテーマとなる）

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>

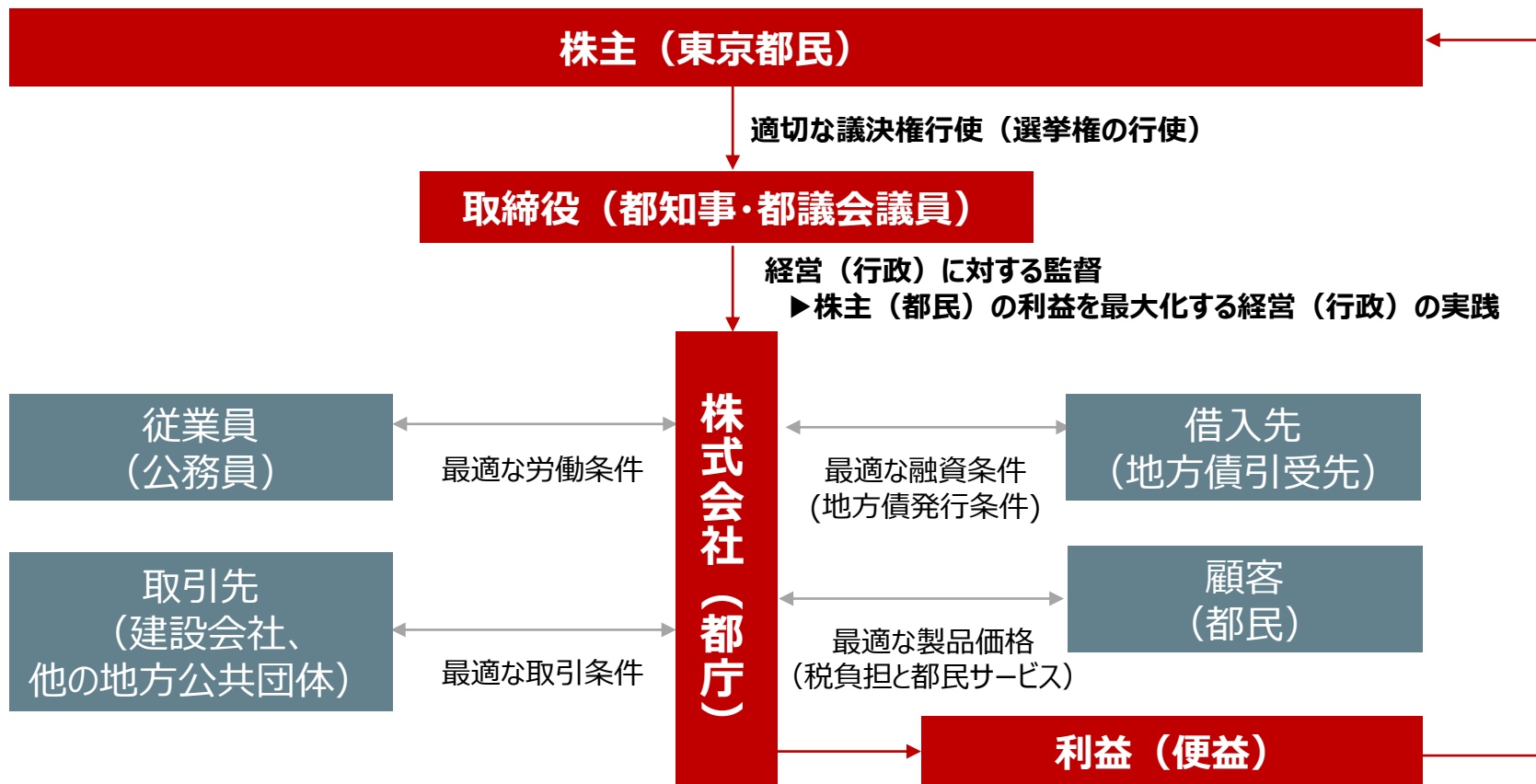
- 株主価値の向上
- 株主価値毀損の防止

<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

弊社の投資手法が果たす役割

- 株主は都政における東京都民と同様、主権者であり「経営(行政)」を間接的に最適化できる存在
- 弊社は株主として、株主提案等による働きかけを積極的に行い、株主価値の向上を促す



(注：弊社作成の概念図。営利企業と自治体の相違点等は捨象している)



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

海外における株主提案

取締役の選任を求める議案

投資ファンド▶ExxonMobil、2021年（1/3）

- 投資ファンドが米石油大手ExxonMobilに対して取締役4名の選任を株主提案
- 提案した4名の候補者の内、3名が選任される結果となった

	提案内容	候補者名	結果
ENGINE No.1 (投資ファンド)	取締役4名の選任	Gregory J. Goff	可決（16名中10位）
		Kaisa Hietala	可決（16名中9位）
		Alexander Karsner	可決（16名中11位）
		Anders Runevad	否決（16名中16位）
ExxonMobil			

（注：ExxonMobil社における取締役の選任は、会社提案12名、株主提案4名の計16名の候補者から得票数上位12名が選任される方式）

取締役の選任を求める議案

投資ファンド ▶ ExxonMobil、2021年（2/3）

■ 機関投資家は株主の利益や会社の戦略を判断

株主価値 (実績)	株主	TSRは脱炭素に対応した構造改革が遅れたことで、過去10年に渡り同業他社を下回る
	ExxonMobil	事業ポートフォリオは過去20年で最高であり、収益の拡大が見込める。また、過去 38年間で年平均 6.5%の増配を実現した
	State Street	ExxonMobilのパフォーマンスが低いという提案株主の主張に賛同する
	Vanguard	ExxonMobilの戦略は長期的な価値創造につながっておらず、短期・長期いずれの期間においても同業他社や市場を下回るリターンしか創出できていない
株主価値 (計画)	株主	資本配分の規律強化、経営陣の報酬見直し、成長分野（クリーンエネルギーへの積極的な投資を含む）を推進することで持続可能な企業価値向上を可能にする
	ExxonMobil	計画中的新規事業は2025年に営業CFの40%を生み出す見込みで、株主還元と成長を両立させられる。株主の提案は非現実的であり、CFをどう生み出すのか不透明だ
	State Street	ExxonMobilの既存の戦略では、長期的に気候変動に関連した移行リスクに曝される。資本配分の最適化と気候変動リスクへの対応で株主価値が向上する
	Vanguard	ExxonMobilの事業戦略や資本政策は企業価値の向上につながっておらず、妥当性が疑わしい

（出所：各社開示資料をもとに弊社作成）

取締役の選任を求める議案

投資ファンド▶ExxonMobil、2021年（3/3）

- 機関投資家は提案株主の意見に同意しつつ、会社側の取り組み姿勢も評価
- 機関投資家は、議決権行使の合理的な理由を公表

取締役会の 現状	株主	エネルギー・トランジションに対応し、成功した経験を持つ取締役が不足している
	ExxonMobil	取締役会は12名中11名が社外取締役であり多様な経験を持つ。また、今年新しく資本政策、エネルギー・トランジション、ESGそれぞれに精通した取締役3名を追加した
	Vanguard	ExxonMobilの取締役会は独立性に疑問があるうえ、エネルギー分野に精通した人材がいない
株主提案の 候補者	株主	エネルギー業界及びその関連分野での豊富な経験と実績を持つ人物であり、適任
	ExxonMobil	株主提案された候補者4名は経験と知識が不足している
	State Street	4名中2名は、再生可能エネルギー分野の知見がある人物、エネルギー・トランジション分野の知見がある人物で構成されており、ExxonMobilにとって有益であるため賛成
	Vanguard	4名中2名は、従来型の石油・ガス業界と変革期のエネルギー業界、その両方に精通しており、ExxonMobilにとって有益であるため賛成。一方で、ExxonMobilの最近の取り組みはポジティブであり、新しく取締役を追加する余地を残すために2名は反対

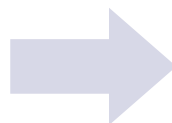
（出所：各社開示資料をもとに弊社作成）

気候変動リスクに係る情報開示を求める議案

年金基金等 ▶ Berkshire Hathaway、2021年（1/2）

- 年金基金等が、著名な機関投資家でもあるBerkshire Hathaway（“BH社”）に対して、気候変動リスクに係る情報開示を求めて株主提案
- BH社の現経営陣が議決権の35%を保有することを考慮すれば、多くの支持を獲得した

カリフォルニア州職員退職年金基金
& Federated Hermes（米投資ファンド）
& ケバック州貯蓄投資公社



Berkshire Hathaway

提案内容	気候変動報告書に含まれるべき要素	結果
<p>（右に挙げる3点を含む） 気候変動報告書の開示</p>	<ul style="list-style-type: none">■ 気候変動に影響を受ける、あるいは気候変動の抑制に寄与する可能性の高い子会社及び投資先が有するリスクと機会の概要■ 取締役会が気候変動に係るリスクと機会をどのように管理・監督するのかの説明■ 気温上昇を2℃以下に抑えるために必要な“Science Based Targets”に基づいた温暖化ガス排出削減目標を設定することの実現可能性に係る調査	<p>否決（27.9%）</p>

（注：BH社は全議決権の約35%をWarren Buffett氏含むBH社の現経営陣が保有している）

気候変動リスクに係る情報開示を求める議案

年金基金等 ▶ Berkshire Hathaway、2021年（2/2）

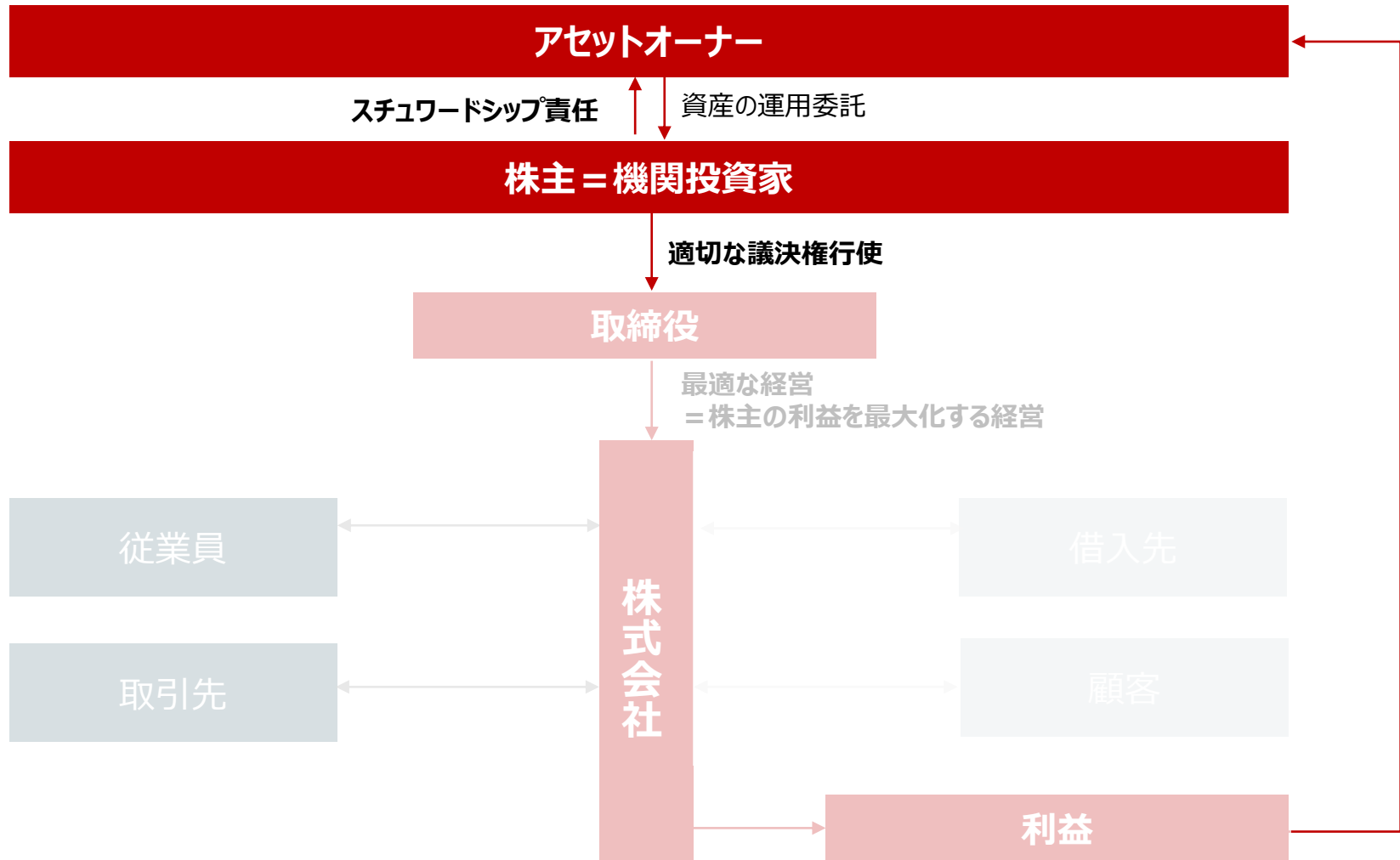
- BH社のような著名な投資会社に対しても、海外の機関投資家は独自の分析に基づいてBH社と異なる意見を表明

現在の 情報開示	株主	Berkshire Hathawayの現在の情報開示では長期的な事業の継続性が不透明であり、投資家は気候変動リスクの把握が困難
	Berkshire Hathaway	BH社傘下の事業会社において、それぞれ独自に気候変動に対応した経営を行い、情報を開示している
	Neuberger Berman	ESGリスクへの対応については、透明性の高い情報開示が求められる。BH社の企業形態では情報開示が難しいことは理解できるが、現在の開示では不十分
	BlackRock	BH社の開示は不十分
気候変動への 対応	株主	BH社としてTCFDに準拠した形で温室効果ガス（GHG）の削減目標や気候変動リスクへの対応方針を開示し、投資家のリスクを低減すべき
	Berkshire Hathaway	気候変動の対応は各事業会社の経営者の責任で行われるべきだ。傘下の事業会社の経営の独立性を保つことでBH社は成功を収めており、BH社から気候変動への対応方針を開示することは企業文化に適さないため反対
	Neuberger Berman	重要性の高いESGリスクへの取り組み強化は、持続可能性と長期的な成功を後押しすると考えられるため賛成
	BlackRock	気候変動リスクへの対応について、会社に進展が見られないため賛成

（出所：各社開示資料をもとに弊社作成）

アセットオーナー・機関投資家間の緊張関係

- 海外の機関投資家は、スチュワードシップ責任に基づき、適切な議決権行使を行っているように見える





Strategic Capital

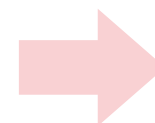
株式会社 ストラテジックキャピタル



日本における株主提案等

買収防衛策の廃止を求める議案（株主提案）

投資ファンド▶共同印刷、2020年



賛成率：32.7%

- 一般的に株価の上昇が期待できるという株主の主張に対し、会社は例外もあり得ると反論
- 資本効率性が低い、という株主の主張に対しては会社・機関投資家ともに意見を述べていない

経営の緊張感	株主	買収防衛策により、株式の潜在的な大量取得に対する経営陣の緊張感が失われている
	共同印刷	独立委員会もあるため緊張感は維持されており、経営陣の保身ではない
株価への影響	株主	昨年買収防衛策を廃止した企業の株価は、廃止後1年間で30%上昇した
	共同印刷	買収防衛策の廃止を決定した翌営業日以降の株価は上下どちらにも動くため、株式市場が買収防衛策の廃止を評価するとは限らない
株主価値	株主	ROEは2%未満、ROAは1%未満となっており、株主価値を毀損している
	共同印刷	株式報酬制度の導入により業績の向上と企業価値の増大に貢献する意識を高めている
	明治安田生命	株主価値毀損に関する基準に抵触するため反対
	富国生命	「中長期的な企業価値向上の観点からESG課題等も考慮する」基準により反対

(出所：各社開示資料をもとに弊社作成)

敵対的TOBに対する取締役会の反応

弊社 ▶ 京阪神ビル、2020年

TOBの概要

- 弊社が京阪神ビル株式の保有割合を10%から最大30%に高めることを企図したTOB
- 弊社から経営陣に対して、保有する賃貸不動産を売却しREIT運営会社に転換するべきであると2年以上提案し続けたにもかかわらず、経営陣の態度に変化が見られなかったことが背景にある
- なお、TOBの発表に先立ち、弊社はDDの実施を要請しているが事実上拒否されている

TOBに対する京阪神ビル取締役会の反対意見と弊社の考え

取締役会

当社の不動産を売却してREIT運営会社になることは、現在の経営戦略から大きく乖離する

▶ 弊社の考え

▶ 現在の経営戦略を変更するためにTOBを実施しており、当然である

取締役会

当社の事業運営を極めて不安定なものにする

▶ 弊社の考え

▶ 何をもちて不安定になるのか根拠が示されておらず、非合理的な主張である

取締役会

REIT運営会社に転換することを求めた株主提案は、定時株主総会で否決されている

▶ 弊社の考え

▶ TOBはTOB価格でその賛否が判断されるため、株主提案とは判断基準が異なる

取締役会

事前協議無く一方的に通知された

▶ 弊社の考え

▶ 2年以上前からREIT運営会社への転換を提案。一か月前にDDも要請した

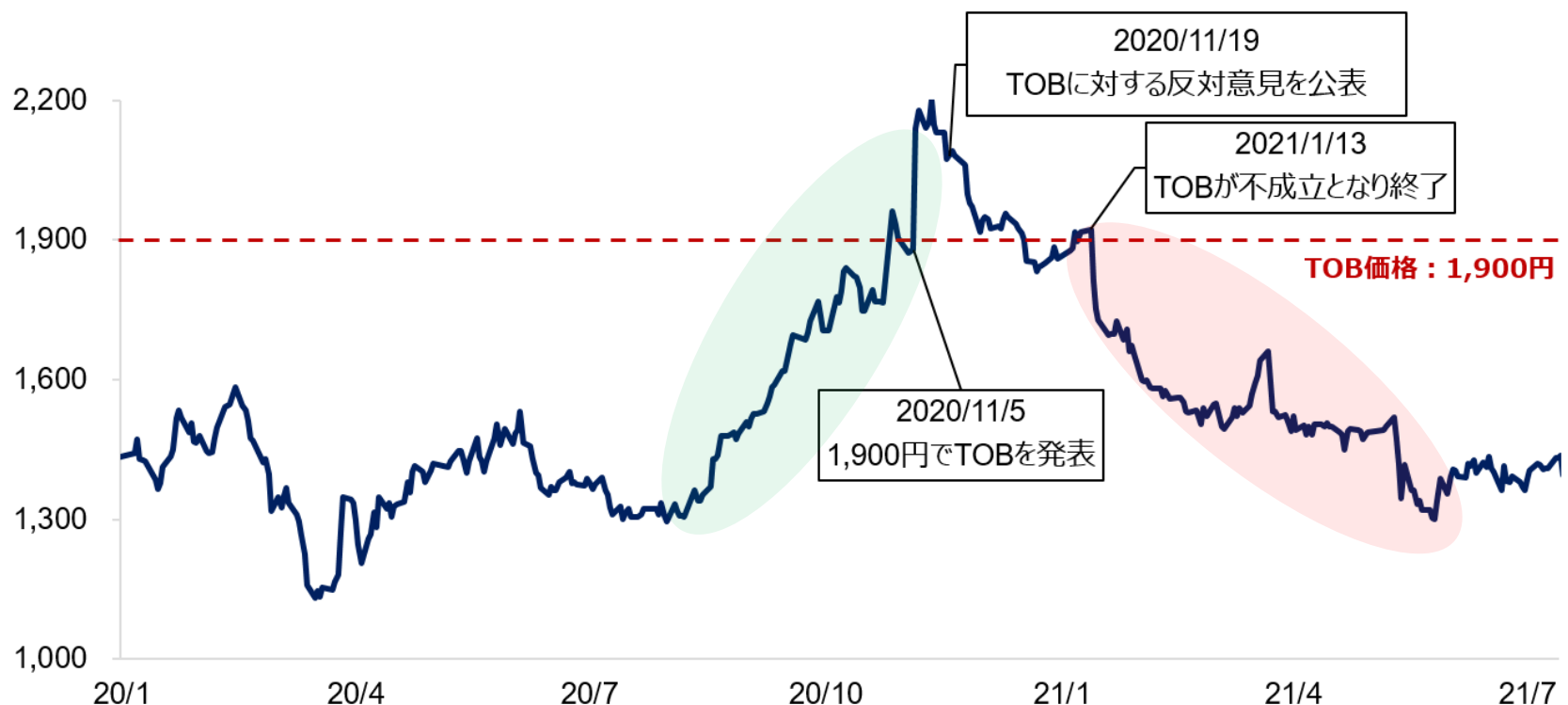
- TOBに反対するのであれば、「現経営陣の経営方針の方がTOB価格より高い株価を実現できる。TOB価格が低すぎる」と主張するべきである

敵対的TOBがもたらす株価への影響①

弊社 ▶ 京阪神ビル、2020年

- 弊社による京阪神ビルへのTOBは不成立となった
- TOB後の株価は敵対的TOBで提示された1900円を下回って推移しており、潜在的な京阪神ビルの価値は、現経営陣の元では株価に反映されておらず、一般株主は、1900円で売却する機会を失った

京阪神ビルディングの株価推移（円）



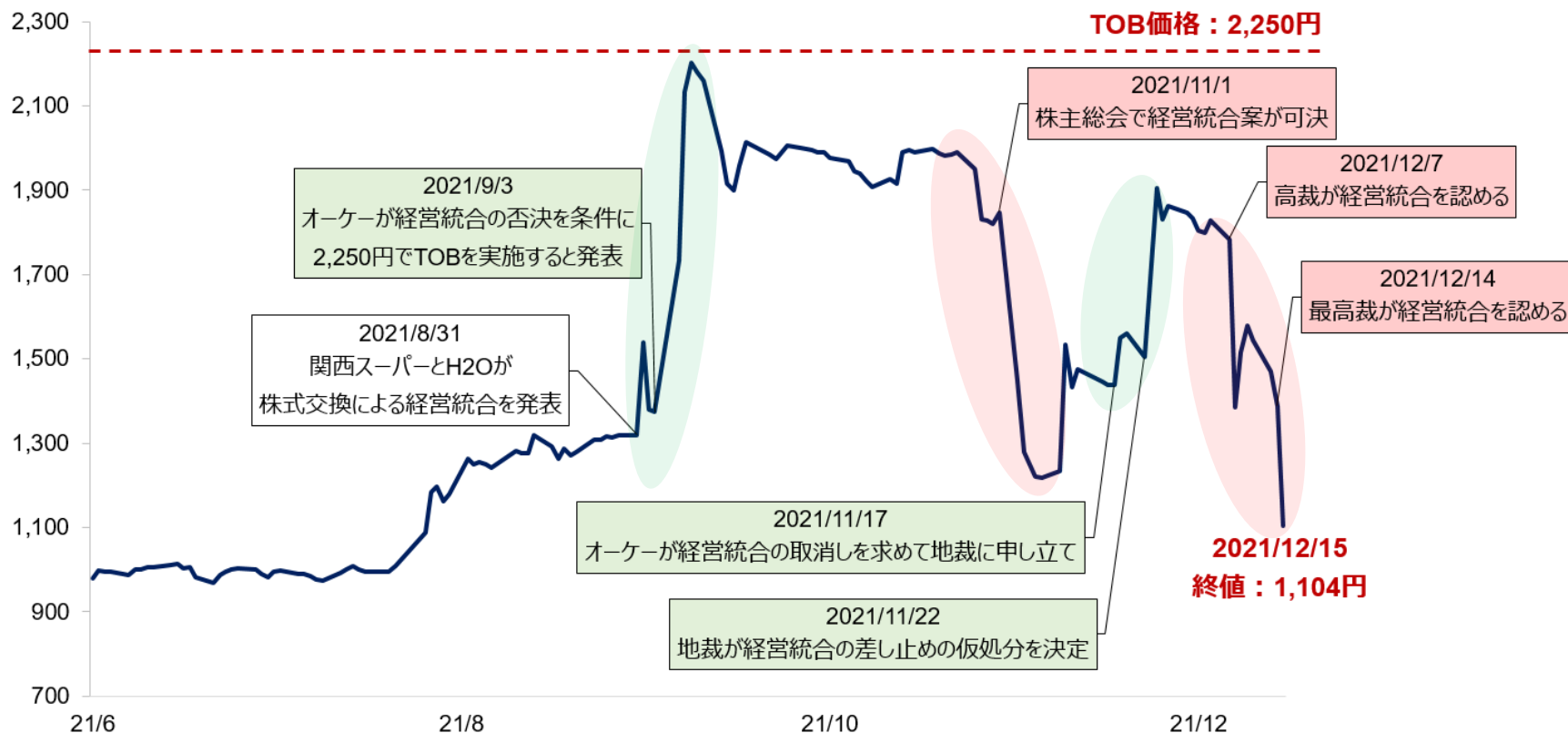
(出所：QUICK ASTRA MANAGERより弊社作成)

敵対的TOBがもたらす株価への影響②

オーケー▶関西スーパー、2021年

- 関西スーパーの経営陣は、オーケーからTOBによる完全子会社化を提案されていたにもかかわらず、H2Oとの株式交換を支持し、株主総会ではH2Oとの経営統合が可決された
- 一般株主はオーケーが提示した上場来最高値である2,250円で売却する機会を失った

関西スーパーの株価推移（円）



(出所：QUICK ASTRA MANAGERより弊社作成)

買収防衛策の発動がもたらす株価への影響①

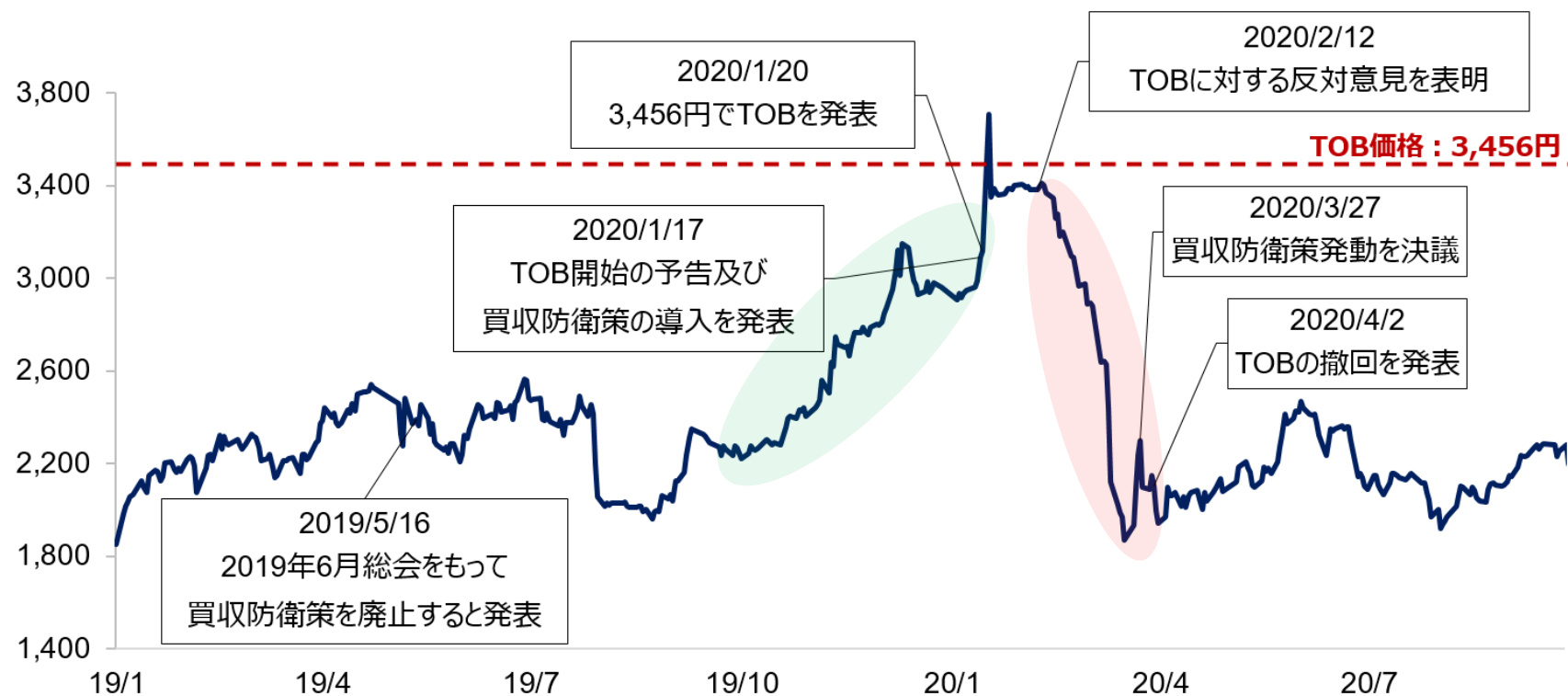
シティインデックスイレブンス▶芝浦機械、2020年

- シティインデックスイレブンスによる芝浦機械へのTOBでは、臨時株主総会で買収防衛策が決議され、TOBが撤回
- 京阪神ビル同様、TOB撤回後の株価はTOBで提示された3,456円を下回って推移

TOBの概要

シティインデックスイレブンスが芝浦機械株式の保有割合を13%から最大43%に高めることを企図したTOB

芝浦機械の株価推移（円）



(出所：QUICK ASTRA MANAGERより弊社作成)

買収防衛策の発動がもたらす株価への影響②

フリージア・マクロス▶日邦産業、2021年

- フリージア・マクロスによる日邦産業へのTOBでは、買収防衛策の発動によりTOBが撤回された
- 京阪神ビルや芝浦機械と同様、TOB撤回後の株価はTOBで提示された930円を下回って推移
- 買収防衛策を導入し、敵対的TOBを抑制することが株主の利益につながるとは考え難い

TOBの概要

フリージア・マクロスが日邦産業株式の保有割合を20%から最大28%に高めることを企図したTOB

日邦産業の株価推移（円）



（出所：QUICK ASTRA MANAGERより弊社作成）

東証OBによる天下り禁止を求める議案（株主提案）

投資ファンド▶平和不動産、2021年（1/2）

賛成率：19.5%

- 提案株主は、長期の賃料推移を根拠に、東証OBによる天下りが利益相反につながっていると指摘
- これに対し、会社側は一度きりの賃料改定を根拠に反論

賃料水準 (長期推移)	株主	東証出身者が社長になってからの15年で、周辺地域の坪賃料が9%上昇したのに対し、東証へのビル賃料は同期間で38%下落している。このような不健全な取引は、天下りに起因する利益相反が原因だ
	平和不動産	19年4月には賃料を増額改定するなど、企業価値・株主利益の最大化に努めている。利益相反は生じていない
賃料水準 (現在)	株主	現在の周辺地域の坪賃料2万3500円に対し、東証へのビル賃料は約1万6650円と、29%も相場を下回る
	平和不動産	1万6650円という金額は、一棟貸しであることを考慮していない賃料単価であることから、周辺地域の賃料と比較することは誤りだ
天下りの有無	株主	現社長を含めて4人連続、東証出身者が平和不動産の代表取締役社長を務め、それ以外にも多数の東証出身者を取締役として受け入れてきた
	平和不動産	役員の選任は、客観性・透明性が確保された指名委員会において、企業価値・株主利益の向上に資するかという観点から検討を行っているため、「天下り」との指摘は該当しない
	MUFJ信託	取締役について特段問題がない

(出所：各社開示資料をもとに弊社作成)

東証OBによる天下り禁止を求める議案（株主提案）

投資ファンド▶平和不動産、2021年（2/2）

賛成率：19.5%

- 事業の根幹をなす「賃料」が不当に低い、という提案株主の主張に機関投資家は言及していない
- 多くの機関投資家は曖昧な根拠で株主提案に反対

その他	MUFJ信託	（取締役の） 選択肢を狭める必要はないため反対
	野村AM	株主価値向上又はガバナンス強化に対する効果が確認されないため反対
	三井住友DS	定款への記載は不適切なため反対
	MUFJ国際	定款に定める必要性が認められないため反対
	みずほ信託	株主価値向上に繋がらないと判断したため反対
	富国生命	「中長期的な企業価値向上の観点からESG課題等も考慮する」基準により反対
	明治安田生命	株主価値毀損に関する基準に抵触するため反対
	第一生命	「事業活動の内容や範囲を制限する恐れのある個別具体的な定款変更や、定款として定めることが適当ではない業務執行に係る定款変更に関する提案」に該当するため反対

（出所：各社開示資料をもとに弊社作成）

議決権行使に係る疑惑について第三者による再調査を求める議案(株主提案)

投資ファンド▶東芝、2021年2月 (1/3)

賛成率 : 57.9%

- 提案株主は独立した第三者による調査を要請している一方、取締役会やりそなAMは監査委員会が調査済みとの立場で、調査者の独立性については言及していない

議決権の 集計問題	株主	三井住友信託銀行による不正な処理が明らかになったほか、議決権行使書面等の閲覧謄写を行ったところによると、これだけでは説明のつかない不自然な点が数多く存在
	東芝	不正な処理は三井住友信託銀行によるもので、当社は関与していない。「不自然な点」については監査委員会が社内で報告を求めたが重要な事実は認められなかった
圧力問題の 有無	株主	議決権行使に際して圧力を受けた株主がいると報道がなされている。また、当社の主だった株主数十社に質問を行い、圧力を受けた株主が存在していることを確認した
	東芝	圧力問題に関する具体的な疑いの内容、その根拠の開示を要請したが、提案株主は、これらを明らかにしていない
会社による 調査の正当性	株主	独立した第三者委員会による調査を要請したが、実現していない
	東芝	監査委員会が外部弁護士事務所を起用して調査を実施した結果、問題は確認されなかった
	LGIM	過去の調査の正当性に疑義があるため、独立した調査が必要
	りそなAM	監査委員会が調査済み。当該調査を際限なく行うことが必ずしも株主価値向上に資するとは認められない

(出所 : 各社開示資料をもとに弊社作成)

議決権行使に係る疑惑について第三者による再調査を求める議案(株主提案)

投資ファンド▶東芝、2021年2月 (2/3)

賛成率 : 57.9%

- 株主提案は東芝の負担が最小限となるよう細心の注意を払ったように見えるが、取締役会や第一生命はその負担について（株主提案に反対するため？）過剰に問題視

会社の負担	株主	調査者は企業価値に悪影響を与えないよう、当社のコスト・リソース配分に配慮する 東芝は、調査者に対して社会通念上合理的な範囲で費用を支給し、東芝が調査者に対して費用の支給を拒否する場合、提案株主が補償する
	東芝	調査を実施することで、日常の業務執行に集中することが難しくなり、経営に影響を及ぼす恐れがある。時間、業務の混乱及びコストの観点からも、調査を行う合理的理由はない
	LGIM	調査は東芝の負担が考慮されており、負担が過剰な場合は提案株主が費用を補償することから当社の費用負担は最小限
	第一生命	再調査の実施は当社に相応の負担を生じさせる可能性があるなど、結果として企業価値向上につながらない恐れがあると判断
ガバナンス	株主	公正な株主総会の運営を担保するための透明性を確保するためには、経営陣から独立した調査者による調査を行うことにより、実態を明らかにする必要がある
	東芝	圧力問題及び議決権集計問題について当社として更なる調査を必要と認めるべき資料、情報は認められない
	LGIM	独立した調査によって透明性を高め、強固なコーポレート・ガバナンス体制を確立すべき
	野村AM	株主価値向上又はガバナンス強化に対する効果が確認されないため反対

(出所：各社開示資料をもとに弊社作成)

議決権行使に係る疑惑について第三者による再調査を求める議案(株主提案)

投資ファンド▶東芝、2021年2月 (3/3)

賛成率 : 57.9%

- 議決権行使という最も重要な株主の権利に関する問題であり、一部の機関投資家は株主提案に賛成
- 一方で生命保険会社を中心に、何ら理由を示さず反対する機関投資家も多数存在。海外では誠実に議決権行使を行っていると思われるBlackRockも、曖昧な理由で株主提案に反対

その他	日本生命	投資先の企業価値向上に資すると必ずしも判断できないこと等
	明治安田AM	株主価値毀損に関する基準
	日興AM	(理由の開示なし)
	BlackRock	株主の利益に繋がらないため
	Russell	株主総会の適正性について調査を求める提案は株主に有益
	大和AM	ガバナンス上問題があると判断
	UBS AM	株主の権利を確保し、保護するためのものであるため賛成
	企業年金連合会	長期的に株主価値の増大に寄与すると判断
	三井住友 トラストAM	株主総会の公正性検証のため賛成

(出所 : 各社開示資料をもとに弊社作成)

取締役選任議案に対する賛否状況

会社提案 ▶ 東芝、2021年6月

- 多くの機関投資家は、再調査を求める2月の株主提案に反対したが、6月の定時株主総会では再調査の結果を踏まえて議決権を行使
- 日本生命やMUFJ国際投信は明確な理由もないまま取締役会意見に追従しているように見える

各機関投資家による議決権行使

臨時株主総会における株主提案(2月)	取締役会 意見	日本 生命	MUFJ 国際	ブラック ロック	AM One	MUFJ 信託	みずほ 信託	第一 生命	明治安 田AM	野村 AM	日興 AM	三井住 友DS	りそな AM	岡三 AM	三井住友 トラストAM	大和 AM		
議決権行使に係る疑惑について 第三者による再調査を求める議案	反対	反対	反対	反対	反対	反対	反対	反対	反対	反対	反対	反対	反対	賛成	賛成	賛成	可決(57%)	
定時株主総会における 取締役選任議案(6月)	所属委員会																	
指名	指名																	
監査	監査																	
報酬	報酬																	
永山 治 取締役会議長	◎	○	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	反対	反対	反対	反対	賛成	反対	反対	否決(43%)
太田 順司	○	◎	株主総会の運営に係る調査結果を受けて選任案取り下げ															
小林 伸行	○	賛成	賛成	賛成	反対	反対	反対	反対	反対	反対	反対	反対	反対	賛成	反対	反対	否決(25%)	
山内 卓	○	○	株主総会の運営に係る調査結果を受けて選任案取り下げ															
ワイズマン廣田 綾子	○	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	反対	反対	反対	賛成	反対	反対	可決(56%)	
ジェリー ブラック	○	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	反対	可決(78%)	

(出所：各社開示資料をもとに弊社作成)

弊社代表丸木の取締役選任を求める議案（株主提案）

弊社 ▶ 極東貿易、2021年

賛成率：28.8%

対話内容： 弊社の提案	弊社	弊社の運用するファンドでは損失を実現することになるが、売買高を増加させプライム市場の上場維持基準を満たすことを目的として、弊社ファンド保有株式の一部放出を3回にわたり提案
	極東貿易	（回答無し）
対話内容： 中期経営計画	弊社	中期経営計画の修正を度々提案
	極東貿易	弊社の提案に応じて中期経営計画の修正を発表

- 取締役会は、「特定の大株主の利益を優先するおそれ」といった会社法上不可能なことや「中期経営計画の実現を妨げる」等、それまでの対話を無視した反論を展開
- 独立役員ではないと明確に提案している候補者に対して、独立性がないことを理由に不適格だと反対

大株主であること の是非	弊社	大株主として当社の株主価値向上とプライム市場の上場維持を切望している。17%の株式を保有することから、独立役員ではない社外取締役としての活動を期待する
	極東貿易	大株主なので独立性がない。特定の大株主の利益を優先して具体的な経営判断に介入するリスクがあり、中期経営計画の実現が困難になる可能性がある
取締役としての 素質	弊社	候補者は資本市場の知見及び投資運用業者としての経営者及び運用担当者としての経験を有しており、株主価値向上に向けた施策を取締役に提案し、議論することができる
	極東貿易	候補者とは株主価値向上に向けた意見交換を今後も行う予定であり、あえて取締役として選任する意義に乏しい
	MUFJ信託	選任の必要性が認められないことから反対
その他	野村AM	株主価値向上又はガバナンス強化に対する効果が確認されないため反対
	BlackRock	株主価値向上に資するとは考えられないため反対

（出所：各社開示資料をもとに弊社作成）

配当性向100%となる配当を求める議案(株主提案)

弊社▶極東貿易、2019年

賛成率：33.0%

- 弊社は極東貿易の財務状況を鑑み、27.5%であった配当性向を100%まで高めるよう株主提案
- 大和AMは、財務状況を理由に配当性向100%に反対し、MUFJ信託は現行の配当方針を支持

財務健全性	弊社	自己資本比率は40%超であり、当社の事業を鑑みれば非常に高い。配当性向を100%にしても、配当総額は当期純利益の範囲内のため財務状態は良好なまま
	極東貿易	事業投資の実施や経済動向の変化、事業リスクに対応するためには財務基盤を維持・強化することが重要だ
	大和AM	財務状況等を勘案して反対
内部留保の水準	弊社	現金類似資産を異常なほど高水準で保有しており、これ以上会社内に資金を留保する必要はない
	極東貿易	—
株主価値	弊社	余剰資金を株主に還元することが、株主価値を高め、ひいては株価の向上につながる
	極東貿易	株主への利益還元に努めながら純資産を活用して事業投資を実施することが企業価値の持続的な向上につながる
	MUFJ信託	同社の配当方針に特段問題がないと考えることから反対

(出所：各社開示資料をもとに弊社作成)

配当性向170%／130%となる配当を求める議案(会社提案)

会社提案▶極東貿易、2020年／2021年

賛成率：98.9／99.2%

- 2019年のの配当性向100%の株主提案に反対した大和AM及びMUFJ信託は、会社提案の配当性向100%超を求める議案に2年連続で賛成
- 同様に現経営陣を追認するような議決権行使を行った国内の機関投資家は多い

財務健全性	弊社	2019年の株主提案と同じ理由で賛成 / 同左
	極東貿易	— / —
	大和AM	— / —
内部留保の水準	弊社	2019年の株主提案と同じ理由で賛成 / 同左
	極東貿易	— / —
	大和AM	— / —
	MUFJ信託	— / —
株主価値	弊社	2019年の株主提案と同じ理由で賛成 / 同左
	極東貿易	— / —
	大和AM	— / —
	MUFJ信託	— / 特段問題なく、賛成

(出所：各社開示資料をもとに弊社作成)

極東貿易の剰余金処分議案に対する賛否状況 (2019年～2021年)

- 多くの国内の機関投資家の議決権行使は、取締役会の意見に追従しているだけに見える

極東貿易の剰余金処分議案に対する議決権行使

提案者	2019年		2020年	2021年
	会社	弊社	会社	会社
配当性向	27%	+ 73%	170%	130%
弊社	賛成	賛成	賛成	賛成
マニライフAM	賛成	賛成	賛成	賛成
極東貿易	賛成	反対	賛成	賛成
AM One	賛成	反対	賛成	賛成
BlackRock	賛成	反対	賛成	賛成
みずほ信託	賛成	反対	賛成	賛成
りそなAM	賛成	反対	賛成	賛成
岡三AM	賛成	反対	賛成	賛成
三井住友トラストAM	賛成	反対	賛成	賛成
MUFJ国際投信	賛成	反対	賛成	賛成
MUFJ信託	賛成	反対	賛成	賛成
大和AM	賛成	反対	賛成	賛成
日興AM	賛成	反対	賛成	賛成
野村AM	賛成	反対	賛成	賛成
三井住友DS AM	反対	反対	賛成	賛成
アムンディ	賛成	反対	反対	
賛成比率	96.3 %	33.0 %	98.9 %	99.2 %

財務基盤は強固であり、これ以上自己資本を積み増すべきではないとする立場

財務状況に対する評価は行わず、取締役会意見に追従

財務基盤は脆弱であり、自己資本を蓄積すべきとする立場

(出所：各社開示資料をもとに弊社作成)

配当性向100%となる配当を求める議案(株主提案)

弊社▶浅沼組、2021年

賛成率：26.1%

- 会社は財務基盤の安定化を理由に増配を拒否
- 機関投資家も、保有する現金類似資産や自己資本比率には言及せず、会社の主張に追随するのみ

財務健全性	弊社	自己資本比率は38%であり、6期連続前期を上回り、過去最高水準である
	浅沼組	—
内部留保の水準	弊社	保有する現金134億円、投資有価証券60億円に対して有利子負債は111億円に過ぎず、類似資産を高水準で保有している（保有現金を少なく見せる操作も疑われる）
	浅沼組	今後3年間で80億円の投資を行う計画であり、このような資金活用は業績の安定的成長と安定的な株主還元のために不可欠
株主価値	弊社	余剰資金を株主に還元することが、株主価値を高め、ひいては株価の向上につながる
	浅沼組	当社の株主還元方針及び資金の活用策に合致せず、継続的な企業価値向上に寄与しない
	MUFJ信託	同社の配当方針に特段問題がないと考えることから反対
	BlackRock	株主提案が一般の株主価値へ貢献しないと考えるため反対
	三井住友DS	株主共同利益の観点から反対
野村AM	株主価値向上又はガバナンス強化に対する効果が確認されないため反対	

(出所：各社開示資料をもとに弊社作成)

浅沼組の株価推移

- 浅沼組の株価は配当性向を70%に引き上げることを発表した翌日にはストップ高となったほか、2019年に配当性向を50%まで引き上げた際にもストップ高となった
- 国内の機関投資家の意見とは異なり、増配は浅沼組の株主価値向上に寄与

浅沼組の株価推移（2016年初来、円）



（出所：QUICK ASTRA MANAGERより弊社作成）



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

日本の資本市場が抱える課題

機関投資家の「Sleepy Stewardship」

(本資料前頁までの通り)

- スチュワードシップ責任を果たしていないにも関わらず、多くの日本の機関投資家は日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明し、実態の伴わない方針を開示しているのではないか

議決権行使の考え方／基準

議決権行使の実態

MUFJ信託

- 議決権行使を行う目的は、受託者責任の観点から専ら受益者のために投資収益の増大を図ることです
- 議決権行使にあたっては、投資収益への影響度合いに応じて判断しますが、企業価値の毀損につながる、あるいは、コーポレートガバナンス上問題があると判断される場合には、原則として反対

- 平和不動産について、経営トップ4人が東証出身者であることについて、「当社の取締役について特段問題がない」として、株主提案に反対

野村AM

- 議決権行使はエンゲージメントの一環と位置付けており、投資先企業の実態を踏まえた判断を行うよう努めています

- 本資料において例示した日本企業に対する株主提案全てに対して、「株主価値向上又はガバナンス強化に対する効果が確認されない」ため反対

BlackRock

- 株主議決権行使は中長期的な株主利益をコーポレート・ガバナンスの在り方に反映させるための手段・方法の1つである
- 当社の考え方の特徴は、1)内部統治に関する内発性尊重アプローチ、2)インセンティブ報酬の重視、3)投資家にとっての透明性の重視、に集約される

- 東芝に対して、株主総会の透明性を高めるべく株主提案された調査役の選任議案に、「株主の利益に繋がらないため」反対

りそなAM

- 議決権行使基準に則って行使を行うことで、企業のコーポレートガバナンス改善を促進し、長期的な株主利益の最大化を目指します
- 自己資本利益率が低く（ROE5%未満）かつネットキャッシュが過大（総資産の25%以上）にもかかわらず、更なる内部留保の蓄積を図る場合、合理的かつ納得性ある説明がなければ剰余金処分案に反対します

- ROEが5期連続5%未満であり、ネットキャッシュ（有価証券・賃貸不動産を含む）と利益剰余金が、それぞれ総資産の約65%と約49%となるワキタに対して増配を求めた弊社の株主提案に、「内部留保等の水準を考慮し」反対

(出所：各社開示資料をもとに弊社作成)

上場企業の「Governance Washing」①

-日本企業の多くはガバナンスの理解が不十分-

- コーポレートガバナンス・コードは、2015年に導入された
- その後、2018年と本年（2021年）に改訂され、定着したように見える
- しかし、コードを遵守している旨開示していても、実態はコードの趣旨を理解していない又は遵守する振りをしているだけの企業も存在する

具体例

- × 委員長が代表取締役で年一回しか開催されない指名委員会
- × 会長、社長、社外取締役等が、大株主との面談を拒否
- × 実際は行われていない取締役のトレーニング
- × 本当は存在しない政策保有株式の議決権行使基準

Green Washing（環境に配慮しているように見せかけ、消費者や投資家を誤解させること）と同様に、**Governance**について遵守していると表明しているが実質は伴っていない？

Governance washing

上場企業の「Governance Washing」②

三菱電機の取締役選任

- 20年以上に渡り三菱電機の社外役員はMUFG等の特定組織の天下り先となっている。しかし、2020年もMUFG出身の小山田氏は70%を超える賛成率を獲得し選任された
- 三菱電機は長期に渡り天下り等を受け入れ、自社のガバナンスが良好であると開示

三菱電機の社外取締役

出身母体	2007	2012	2017	2020
外務省	柳井氏 (04~12)	〃	藪中氏 (13~)	〃
検察庁	村山氏 (04~13)	〃	大林氏 (14~)	〃
三菱UFJFG	若井氏 (04~07)	三木氏 (08~16)	永易氏 (17~19)	小山田氏 (20~)
EY新日本 有限責任 監査法人	重田氏 (07~11)	牧野氏 (12~15)	渡邊氏 (16~)	〃
その他	佐々木氏 (07~16) 三菱商事	〃	小出氏 (17~) 実業家	〃

(出所：開示資料をもとに弊社作成。出身母体はその前身となった企業・団体を含む)

三菱電機のコーポレート・ガバナンス

当社は、指名委員会等設置会社として、経営の機動性、透明性の一層の向上を図るとともに、経営の監督機能を強化し、持続的成長を目指しています。(略)

社外取締役には、その経験に裏付けされた高次の視点から、当社経営の監督を行うことを期待しています。その役割を担うに相応しい人格、識見及び業務・専門職経験を備えているかを総合的に検討して、十分にその能力があり、東京証券取引所の定めに基づく独立役員要件及び当社が定める社外取締役の独立性ガイドラインの要件を満たすなど、一般株主と利益相反が生じるおそれもない、独立性のある者を選任しています。

出所：三菱電機ウェブサイト「[コーポレート・ガバナンス](#)」ページより抜粋

上場企業の「Governance Washing」③

日本証券金融の取締役・執行役選任

- 日本証券金融は、20年以上に渡り日本銀行・東証の天下り先となっている
- 指名委員会設置会社として企業価値の向上に資する人事を行っていると開示
- 当社の指名委員会の実態は、社長が提案する候補者を承認するだけ

日本銀行／東証出身者の役員就任状況

役職	出身	2009	2013	2017	2021		
取締役 ／執行役	日本銀行	橋本氏	■				
		菅野氏	■	■			
		増淵氏	○ ○ ○			顧問	
		小林氏		○ ○ ○ ○ ○ ○ ○ ○		執行役	
		織立氏			■		
		小田氏			■		
		岡田氏				■	執行役
		櫛田氏					○ ○ ○
		樋口氏	財務省			■	■
監査役	東証	飯村氏				■	
		水野氏	■	■			

(出所：開示資料をもとに弊社作成、○は代表取締役社長又は代表執行役社長)

経営幹部の選任に係る方針の開示

会社法上の機関設計として「指名委員会等設置会社」を採用し、監督と執行の分離を明確にし、経営の健全性確保について社外取締役を中心とした監督強化を図りつつ、環境変化に素早く対応する迅速な業務執行を実現する。

当社は、人格、見識、能力および経験等を考慮し、株主に対する受託者責任を踏まえ、当社の持続的な成長と中長期の企業価値の向上に資すると考えられる者を取締役および執行役の候補者に選任します

出所：日本証券金融「コーポレート・ガバナンスに関する報告書（2021年10月1日）」より弊社抜粋

日本証券金融のバリュエーション推移

- 日本証券金融の株価は解散価値未満の水準で長期に渡って推移
- 日本銀行出身の経営トップは中長期的な企業価値の向上に貢献できていない

日本証券金融のPBR推移（過去20年、倍）



(出所：QUICK ASTRA MANAGERより弊社作成)

保身を求める経営者とそれに応えるステークホルダー及びアドバイザー

- 一部のステークホルダーやアドバイザーは取締役個人の保身に協力し、株式会社から取引や報酬を得ようと画策
- いびつな取引関係と一部のFA等の寄生虫のような存在が最適な経営の実践を妨げ、株主価値の最大化という株式会社の目的達成を困難にしているのではないか

株式会社／取締役会と取引関係

		取引先	借入先	FA／弁護士
適切な取引関係	株式会社に提供 <u>する</u> もの	製品・サービス	適切な条件の融資	株主価値向上に資するアドバイス
	株式会社に要求 <u>する</u> もの	製品・サービスに見合った対価	融資の返済 利息の支払い	アドバイスに見合った対価
不適切な取引関係	取締役会に提供 <u>する</u> もの	株式の保有（＝常に取締役に味方する議決権行使） 経営の執行サイドに従順な役員		取締役の保身のため、株主を軽視するアドバイス
	株式会社に要求 <u>する</u> もの	自社株式の保有 取引の維持	借入の継続 倒産しない経営 取締役の指定席	高額な対価

日本において「株主価値の最大化のための経営」が実践されない要因

① 資本コストを無視した経営と「Governance Washing」 (企業経営者)

- × 資本コストに対する無理解
- × 株主の利益の最大化という株式会社の目的を見失った経営陣
- × 実態と乖離した方針を堂々と掲げる上場企業
- × 株主提案に対しては、合理的でない理由を捏造してでも、絶対に反対する

② 不適切な議決権行使と「Sleepy Stewardship」 (日本の機関投資家)

- × 現在の経営陣に追従するだけの議決権行使を行う
- × 株主価値の向上が見込める株主提案に対して、合理的でない理由で反対する
- × 企業の実態を精査しない

③ 最適な経営の実践を妨げる取引先や寄生虫のような利害関係者

- × 取締役の保身に協力して会社から利益を得ようとするステークホルダー／アドバイザー