



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

日本企業の株主価値向上に向けて

2015年12月15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 コーポレートガバナンスとは スチュワードシップとは2
◆ スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コード制定後の変化8
◆ 低収益又はシナジーの無い事業を 保有し続ける企業の実例14
■ 日本デジタル研究所15
マックハウス17
■ ソニー18
■ IHI21
■ セブン&アイ・ホールディングス23



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



株式会社とは
コーポレートガバナンスとは
スチュワードシップとは

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

結局のところ、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・コード

- ◆ コーポレート・ガバナンスとは？
- ◆ 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)

改訂「日本再興戦略」(2014.6)



日本版コーポレートガバナンス・コード(2015.6)

スチュワードシップ・コード

- ◆ スチュワードシップ責任とは？
- ◆ イギリスの機関投資家の代表者により構成されるISCは、2002年に「機関株主および代理人の責任：原則ステートメント」を公表
2009年、これをコード化して「機関投資家責任コード」を策定
- ◆ FRC(財務報告評議会)により、2010年、スチュワードシップコード策定
- ◆ 米国では、1974年制定のエリサ法により、年金基金及び受託機関の責任を明記
(議決権行使もエリサ法上の受託者責任の一部であるとの有権解釈)

日本再興戦略(2013.6)



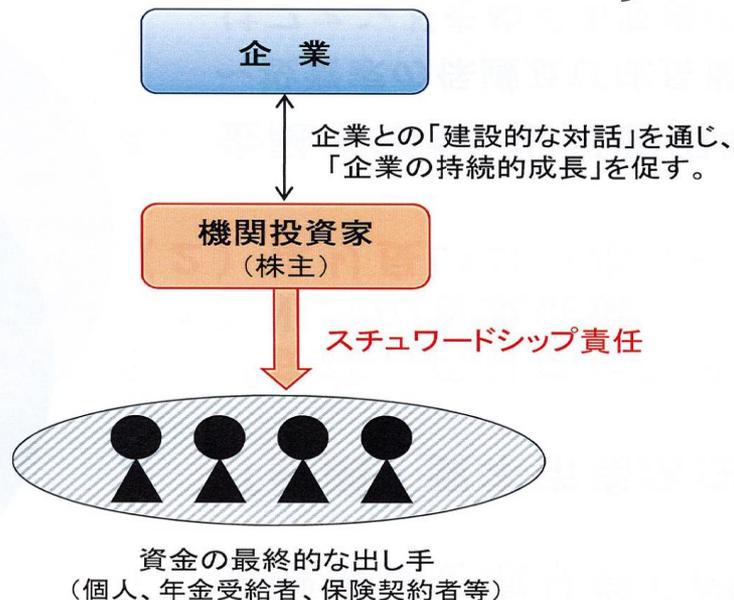
日本版スチュワードシップ・コード(2014.2)

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード

スチュワードシップ・コード／コーポレートガバナンス・コードの概要

スチュワードシップ・コード

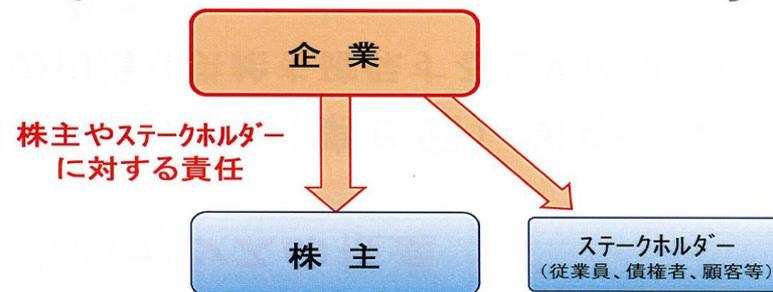
- ◆ 機関投資家の行動原則
- ◆ 資金の最終的な出し手(委託者)に対する責任



「日本再興戦略」(平成25年6月閣議決定)で策定を決定。

コーポレートガバナンス・コード

- ◆ 企業の行動原則
- ◆ 株主やステークホルダーに対する責任



改訂「日本再興戦略」(平成26年6月閣議決定)で策定を決定。

35

出所: 2015.1.27 投資顧問業協会での金融庁長官講演資料より

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
- ◆ 議決権行使も重要視
- ◆ 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
- ◆ 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ことがある
 - 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

スチュワードシップ・コード及び コーポレートガバナンス・コード 制定後の変化

日本の機関投資家は変化しているか

◆ スチュワードシップ・コード受入れを表明した機関投資家(2015年9月11日現在)

■ 信託銀行	:7
■ 投信投資顧問会社等	:139
■ 生命保険会社	:17
■ 損害保険会社	:4
■ 年金基金	:23
■ その他(議決権行使助言会社他)	:7
合計	:197

◆ 例えば、投資信託協会の正会員数は133社であり、投資顧問業協会の投資運用会員258社と投資助言・代理会員477社を加えれば、868社存在する。日本株投資に関わらない会社があるとしても、少ないのではないか。

◆ コード受入れを表明した機関投資家であっても、新たに人員を増加したわけではなく、実際の対応に苦慮しているところもあると思われる。

日本の機関投資家は変化しているか

◆ 例1: トヨタ自動車の種類株式発行

本年6月の株主総会で、約25%の株主が反対したが2/3以上の承認を得て、7月に発行。

・非上場、5年間譲渡制限。5年後に普通株式への転換(条件決定日の株価の20%以上アップ)又は発行価格での取得請求が可能。トヨタからの全部取得請求が可能

・議決権あり

・配当: 初年度0.5%、以降毎年0.5%ずつ増加し、5年目以降2.5%

実際の発行は、総額4,992億円、転換価格10,598円(29.98%アップ)で決定

問題点: 経営者保身のための実質的な買収防衛策(=安定株主作り)である。そのために、引受証券会社には、約225億円の手数料が支払われた。これに賛成する普通株主。

◆ 例2: 黒田電気の株主提案

10%超の大株主から、臨時株主総会の招集請求があった。

・社外取締役4名の提案

・その目的は、不道理な資本政策をただすこと、十分な株主還元をすること、業界再編に向けた行動を起こすこと、とされた。

・配当性向が100%となれば、臨時株主総会時点で2,400~2,500円の株価は、配当利回りから4,000円超えもあり得ると考えられた。

本年8月21日の臨時株主総会では、60%の反対(40%の賛成)で、株主提案が否決された。

問題点: 明らかに株価上昇が期待できるのに、その提案に反対する株主が多く存在。

日本企業機関投資家は変化しているか

◆ 投資顧問業協会の会員向けアンケート(本年10月実施)の質問例

「6-⑥

今般の株式会社東芝における不適切な会計処理に関し、当社の企業文化(カルチャー)に根差すものであるとの指摘があります。

こうした投資先企業の不祥事を防ぐための株主としての役割、企業との対話において、企業文化(カルチャー)を議題とすることの有用性についてのお考えをご記入ください。」

- この質問は、どのような回答を期待しているのか?(=どのような意図でこの質問をしているのか?)
- 当社の回答:「カルチャー」という用語で誤魔化すのではなく、遵法精神が欠如している企業と評価すべきである。粉飾決算という犯罪行為を行っている企業であり、コーポレートガバナンス以前の問題である。

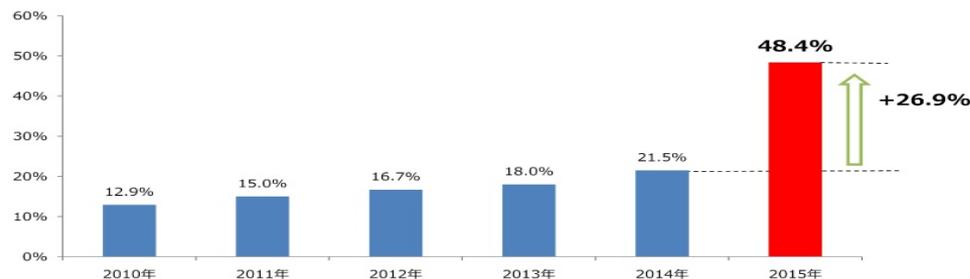
日本企業は変化しているか

◆ 社外取締役は増加

独立社外取締役選任の上場

会社の比率推移(市場第一部)

出所: 2015.7.14東京証券取引所



◆ 無知による誤解、コーポレートガバナンスに対する抵抗からの曲解などは多い

- 社外取締役について
 - 第三者の立場から経営をチェックする
 - 違法行為を食い止める(不祥事の未然防止)
 - 法務や税務の専門的なアドバイス又は事業の専門家としてアドバイスを行う
- ROE重視について
 - 行き過ぎた自社株買いにより、人件費削減等の短期利益重視の弊害が生まれる
 - 借金が増える
 - 設備投資等に使うべき資金が株主還元に使われ、企業の長期的成長を妨げる。
- 株主主権について
 - 株主やお客様といったさまざまなステークホルダーがいるが、最終的に一番大事なのは社員
 - 東芝の不正会計は、株主資本主義の弊害だ

日本企業は変化しているか

- ◆ 上場企業は、本年中にコーポレートガバナンスのに関する報告書を東京証券取引所に提出する
- ◆ この報告書において、コーポレートガバナンス・コードのそれぞれの項目について、comply又はexplainを表明しなければならない
- ◆ Complyと表明しても、実際はコードに従っていない企業が多い
 - 例えば、「原則1-4.いわゆる政策保有株式」では、上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである旨定められている。しかし、多くの上場企業がcomplyしているものの、「基準は策定していない」と説明している。

<参考> 弊社が「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」に提出している意見

<http://www.stracap.jp/iken20151005.pdf>



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

低収益又はシナジーの無い事業を 保有し続ける企業の実例

日本デジタル研究所(JDL)

<2015/3 連結貸借対照表>

現預金	33,078	有利子負債	13,678
		他負債	13,383
有価証券	17,499	純資産	80,761
他流動資産	8,233		
投資有価証券	9,681		
他固定資産	39,332		

<2015/3 単体貸借対照表>

現預金	32,553	負債	10,837
有価証券	17,499	純資産	79,178
投資有価証券	9,034		
他資産	30,928		

JDLは、会計事務所・税理士事務所向け財務専用ソフト、ハードの開発・販売を行う。

子会社のアイベックス・エアラインズ株式会社について

- 地方空港間を中心に定期航空運送事業を営む
- 親会社JDLの持株比率47.9%、さらにJDL社長個人が18.8%か？
- 元々は、前澤社長が個人で1999年(?)に株式会社フェアリンク(2004年にアイベックスエアラインズに商号変更)に出資。経営不振となり、JDLが第三者割当増資を引受け、2003年に子会社化。
- 子会社に対し、親会社(JDL)の前澤社長が個人で出資している利益相反状態。
- 現在は、全便が全日空とのコードシェア便で、殆ど全ての搭乗券を全日空が販売。
- 親会社(JDL)は無借金だが、子会社の金融機関からの借り入れ及びリース債務について債務保証。

日本デジタル研究所 (JDL)

全日空への依存

	2015/3期	2014/3期	2013/3期	
アイベックス・エアラインズ売上高	12,424	12,436	11,229	
全日空に対する売上高	12,090	12,056	10,888	単位:百万円

低い利益率

売上高経常利益率			
	2015/3期	2014/3期	2013/3期
コンピュータシステム事業	25.84%	33.83%	27.83%
定期航空運送事業	3.64%	2.29%	4.52%

<株主総会での質疑応答等>

・元々社長個人で投資して会社で救済した経緯がある、利益相反状態である
⇒個人の持分は売却すべき
又は、JDL保有分を社長個人で買取るべき
・親会社とシナジー無い、全日空頼りで親会社の経営能力では企業価値を向上できない、利益率低い
⇒子会社を売却すべき

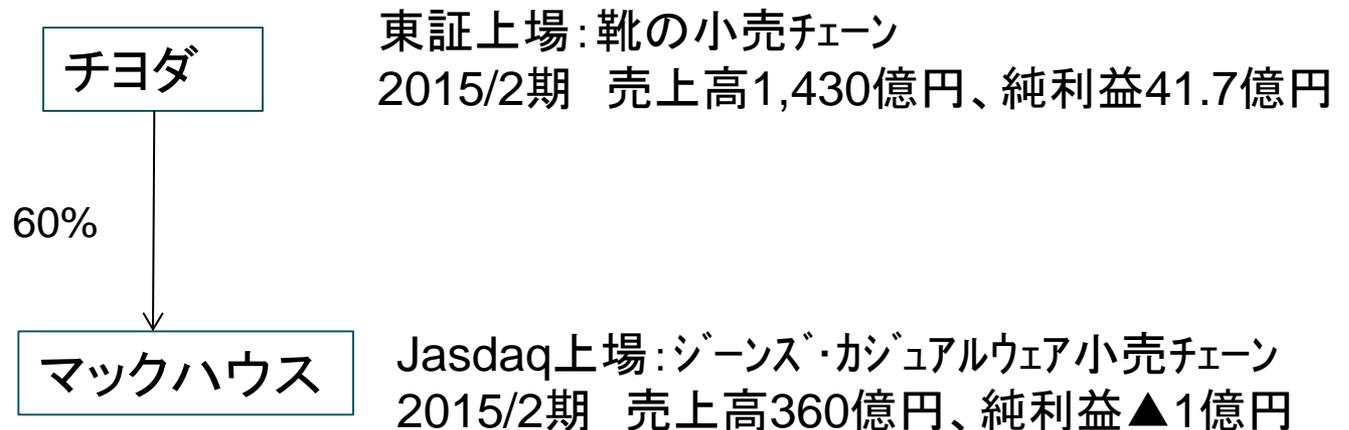
質問
意見

社長の回答

私は航空業界に詳しい。個人の持分を売却する予定はない。

社会的意義がある事業。JDLに収益力があるから支援できる。

マックハウス



親子会社間での取引関係は無い。

2014年から、3店において、共同出店を行っているのみ。共同出店によるシナジー(顧客の増加等)もない。

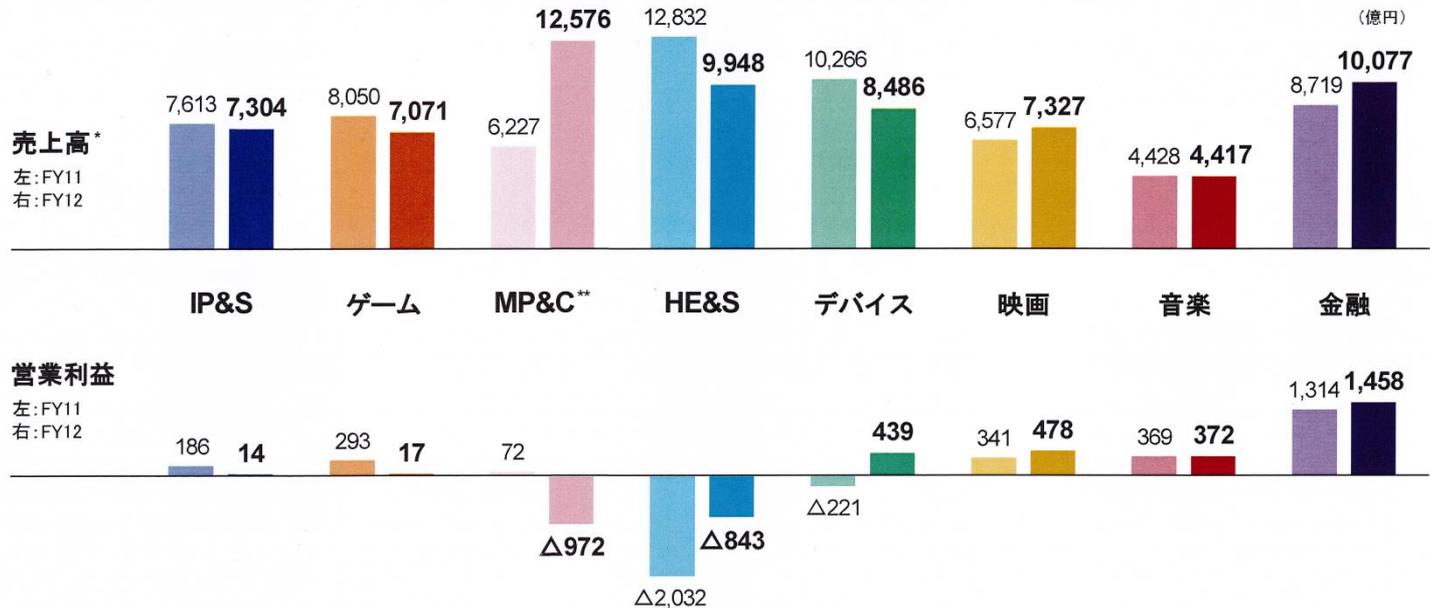
チヨダは、マックハウスを子会社として保有している必要があるか？

ソニーに対するサード・ポイントの提案

2013年5月14日:サードポイント(注)から、平井社長あてに書簡
 「我々は、約64百万株(発行済株式の約5.1%)を保有するソニーの最大株主」

注:ダニエル・ロブ率いる米国のヘッジファンド。主たる投資戦略はアクティビスト戦略。

FY12 セグメント別売上高・営業利益



*営業収入及びセグメント間取引を含む。金融は金融ビジネス収入
 **MP&Cの前年度の業績には、2012年2月15日までの期間のソニー・エリクソンの持分法による投資損益、2012年2月16日から3月31日までの期間のソニーモバイルの売上高及び営業損益、ならびに同社の支配権取得にもなう評価差益1,023億円が含まれる
 なお、ソニーモバイルが前年度通期で100%連結されていたと仮定した場合、分野全体の売上高は前年度比で約18%の増加、前年度の分野全体の営業損失は約1,020億円となる
 この営業損失には、前述の評価差益は含まれない

Sony Corporation Investor Relations 6

2013年3月期(HE&S部門の赤字を不動産売却などの1,337億円の特別利益で補てん)。
 出所: 2013年5月9日ソニー決算説明資料

ソニーに対するサード・ポイントの提案

◆ ソニー・エンタテインメントを株式公開して、15～20%を売却すべき

- 我々の試算では、ソニーの企業価値の40%を占める
- 上場すれば経営陣に規律が働く。同業他社並みの利益率となれば、EBITDAは50%増加して時価総額は6,250億円、株価は540円増大する。
- ソニー株主は、ソニー・エンタテインメント株式の直接保有について優先権が与えられるべきである。

◆ ソニー・エレクトロニクスは成長分野に注力すべき

- 現在、ソニーエレクトロニクスの価値は8,000億円程度だが、今後の収益改善等により、一株当たり525円から725円程度は増大できる。

◆ 我々の案は、ソニーの債務を減らす。適切に実行できれば、株価は60%上昇する

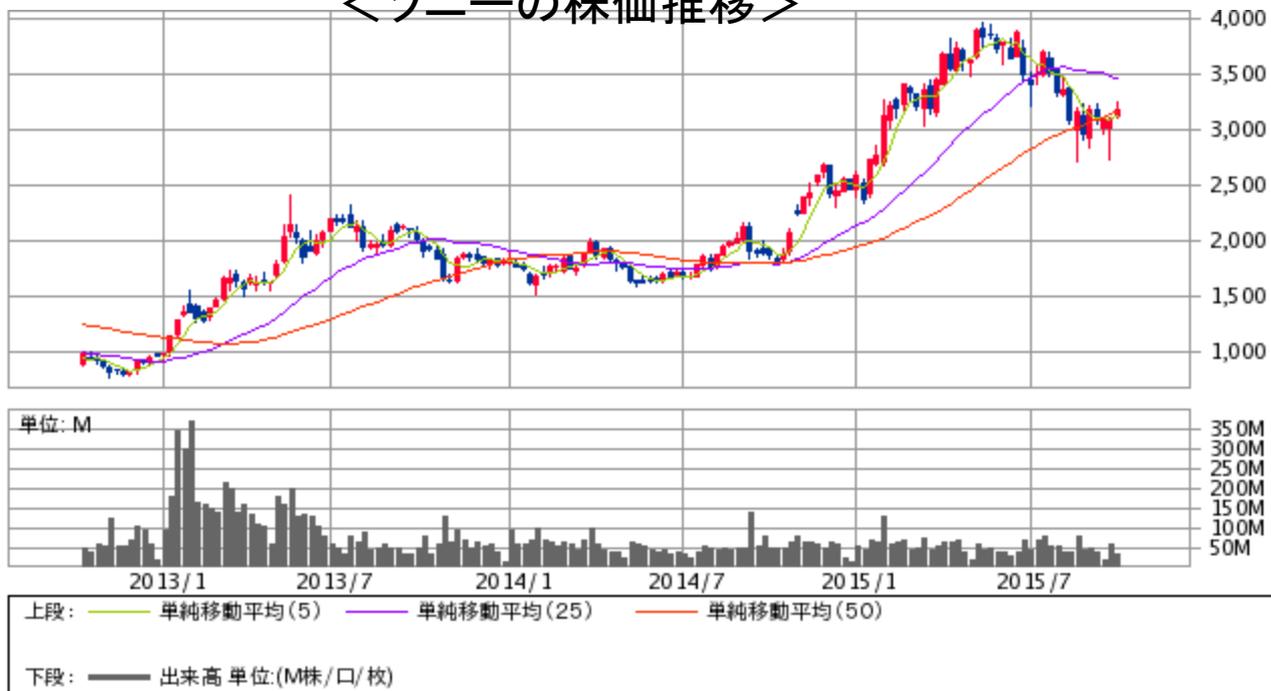
- ソニーファイナンス、オリンパス等の過小評価されている事業、特許権などの知的財産権、及びソニーというブランドにも価値がある。
- ソニーの社外取締役になっても良い。

注:「ソニーエンタテインメント」とは、正確に何を指すのかは不明。ソニーには、Pictures Entertainment, Music Entertainment, Computer Entertainmentと3つのエンタテインメント部門がある。報道では、ゲーム部門には言及されず映画と音楽とされていた。

ソニーに対するサード・ポイントの提案

- 2013.6.18: サード・ポイントは、ソニー株式を買い増して約70百万株(6.9%)となったと公表。
- 2013.8.6: ソニー取締役会は、サード・ポイントに対し「エンテインメント事業を100%所有し続けることがソニーの今後の成功に向けて大変重要」と書面で回答
- 2013.11: ソニーは、日米でエンテインメント事業についての投資家説明会を開催
- 2014.1.21: サード・ポイントの投資家宛て書簡「ソニーはパソコンとテレビ事業に再編に向けた真剣な取組、エンテインメント事業の価値実現の努力が必要」
- 2014.2.6: ソニーは、パソコン事業売却、テレビ事業分社化を発表

＜ソニーの株価推移＞



(c)Quants Research Inc.

その他のサードポイント銘柄 IHI

◆ IHI: 総合重機大手。航空エンジン、大型ボイラー、LNG貯蔵タンク...

2014.5.2: WSJがサードポイントによるIHI株式取得を報道。株式取得の理由は、

- ・ジェットエンジンからターボチャージャーに亘るIHIの主力事業の成長性
- ・IHIが豊洲に保有する不動産価値が3,500億円で、時価総額の半分以上
- ・潜在価値は1株当たり1,000円以上

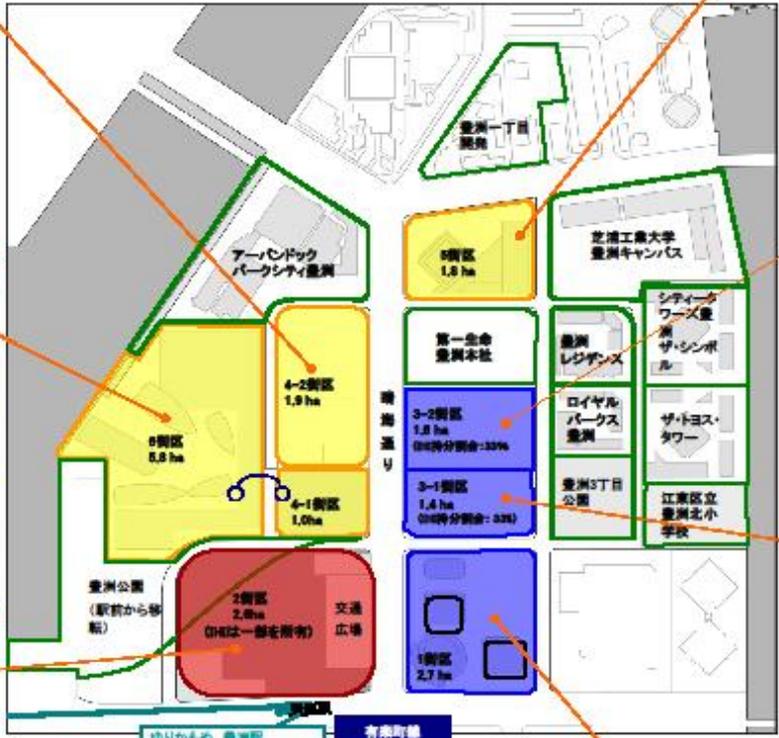
とされる。IHIが不動産事業を分離する決断を下せば、膨大な株主価値を創出できる可能性があると主張した模様

IHIは、2014/5/8の決算説明会では、不動産に関する情報は非開示。2014/11/5の決算説明会から、不動産開発に関する資料を開示。財務諸表では、未だに非開示。2014/3期売上高13,040億円、当期純利益は331億円で、豊洲地区賃貸収入は91億円(利益は不明)

2015/10/28日経: サードポイントは既に売却と報道

その他のサードポイント銘柄 IHI

豊洲1~3丁目地区 開発マップ



IHI所有地	約14ha
--------	-------

- 建物賃貸
 - 土地賃貸
 - 第一種市街地再開発事業 ※1
 - 売却・寄付・交換済
- ※1 都市再開発法で定める手法の一つ

豊洲セントラルビル
地上25F, 高さ: 約125m, 延床面積: 97,617㎡
2006年2月竣工



豊洲ウォレリア
(IHI、三井不動産 (SPC))
地上10F, 高さ: 約75m, 延床面積: 101,503㎡
2014年7月竣工



豊洲フロント
(IHI、三井不動産 (SPC)、三井UFJ信託銀行)
地上15F, 高さ: 約75m, 延床面積: 104,961㎡
2010年8月竣工



豊洲センタービル
地上37F, 高さ: 約165m, 延床面積: 100,069㎡
1992年10月竣工

豊洲センタービルアネックス
地上33F, 高さ: 約150m, 延床面積: 105,448㎡
2006年8月竣工

Copyright © 2014 IHI Corporation All Rights Reserved.

その他のサードポイント銘柄 セブン&アイ・ホールディングス

◆ セブン&アイ・ホールディングス

2015.10.27:ロイターがサードポイントによる株式取得を報道。ロイター及びその他のメディアによれば、その主張は、

- ・業績悪化から抜け出せない傘下のイトーヨーカ堂をグループから切り離すべき
- ・年間配当を2倍にする(77円⇒154円)
- ・コンビニストア専門会社とすれば、投資家に有意義な利益が生まれる(オムニチャネル戦略の否定?)

注:イトーヨーカ堂だけを切り離しても、下記の通り多くの事業があり、真意は不明

