



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

# コーポレート・ガバナンス再考

2016年12月2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

# 組織の目的とガバナンス

堺屋太一氏「組織の盛衰」(1996.1)によれば、

- 組織の目的と構成員の目的は違う
- 構成員は、組織における権限を欲する(権限こそは組織人の最大の喜び)
- 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

## <組織の目的>

◆ 株式会社:株主の利益の最大化(会社法第6版 江頭憲治郎)

◆ 中央官庁:国民の利益、国益

ex.金融庁/平成28年事務年度「金融行政方針」/Ⅱ.金融当局・金融行政運営の改革/(3)金融庁自体を環境変化に遅れることなく不断に自己改革する組織に変革(金融庁のガバナンス)

「金融庁職員一人ひとりが、「国益への貢献」を追求し、困難な課題にも主体的に取り組む中で、金融庁が組織として高い成果を上げていくための人材育成等の取り組みが不可欠である。  
…省益ではなく真の国益を絶えず追求し…」

◆ 東京都庁:都民の利益(「都民ファースト」)

# コーポレート・ガバナンスとは

江頭先生(株式会社法 第6版)

- ◆ 上場会社である株式会社も営利法人であり、株主の利益の最大化がその経営目標たるべきである。しかし、上場会社の経営を株主から委ねられた経営者は、株主のコントロールを脱して、株主の利益最大化以外の目標(例えば、「会社の存続、規模の最大化」。会社の存続は経営者の報酬・役得の継続を意味し、規模の拡大はその増大を意味することが多い)を追求しているのではないか、というのが「経営者支配」の問題であり、...
- ◆ しかし、1990年代以降の不況のなかで、「コーポレートガバナンス」論として、上場会社の経営者のあり方をめぐる議論が活発化し、効率的な経営の確保及び経営上の違法行為の抑止のための法改正・制度運用の改善が盛んに議論されるに至った。

神田先生(2016.6.15 商事法務)

- ◆ 株式会社という仕組みは、圧倒的に世界中どこでも普及し、勝利した。しかし、実は欠点だらけの仕組みで問題を起こす。それを解決するのがガバナンスである。
- ◆ 不祥事が起きるから守りのガバナンスを議論しなければならなくなった。日本企業が成長せず低迷しているから、攻めのガバナンスが必要となった。

# 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である。

## 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.”

## 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)

# コーポレートガバナンスに関する様々な考え

## ◆ 株主主権について

- ステークホルダーで一番大事なものは社員
- 会社の目的は、人を幸せにすること
- 「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)
- 東芝の不正会計は、株主資本主義の弊害

## ◆ 社外取締役の役割

2016年6/16現在、東証一部上場会社の96.2%が独立社外取締役を選任。複数の独立社外取締役を選任する会社は77.9%

- 法務や税務の専門家又は事業の専門家として、常勤取締役に対しアドバイスを行う  
専門的知識も事業の知見もない素人が取締役になっても、役に立たない
- 大所高所から、第三者の立場で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)

## ◆ 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
- 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
- ROEを向上させるなら借金を増やせば良いだけ、簡単だ(と言うが、実行はしない)

# 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。」

\* 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。

◆ 株式会社・資本主義の原理原則を理解していない(理解しようとしませんか?)日本企業の経営者は少なくない。

◆ 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、社長の考えに反し、東レは、2016年6月29日に、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』にも、「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。)

# 日本企業の経営者が自己の幸福を追求する例

## <楽を求める>

- ◆ 有利子負債削減を優先
- ◆ 配当金は極小化し、現金、有価証券、賃貸用不動産等を取得
- ◆ 投資家とは面談しない。会社説明会を行わず、経営計画も公表しない
- ◆ 社外取締役は選びたくない
- ◆ 低採算又は本業とシナジーの無い事業(子会社)の継続

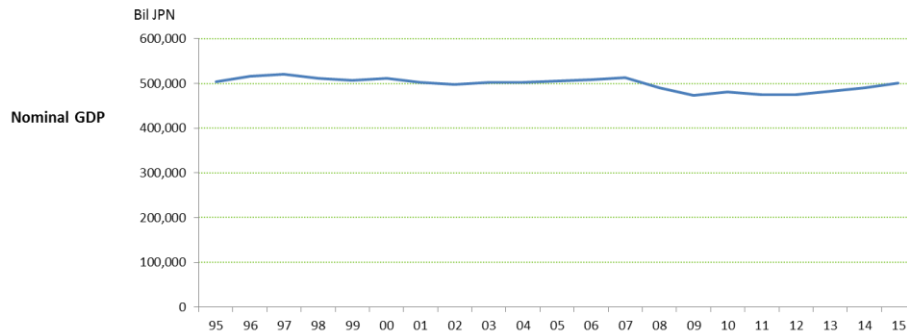
## <心地よさ・贅を求める>

- ◆ 交際費・社用車の私的使用
- ◆ 本社ビルの取得・建設
- ◆ 天下りや役職付与の目的で、子会社や新たな部署を設立
- ◆ 社長退任後も会長、相談役、顧問等の役職名で居座り
- ◆ 社長の近親者への情実融資、報酬支払、近親者関係企業との情実取引等

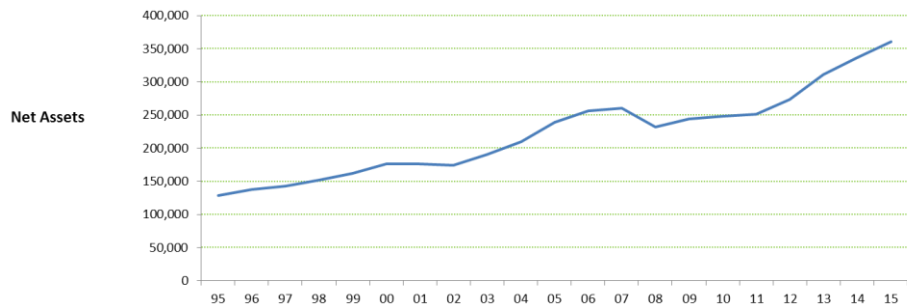
## <権限の維持、身分保障を求める(取締役の保身)>

- ◆ 買収防衛策
- ◆ 株式持ち合い、種類株式の発行(2015.7トヨタ)

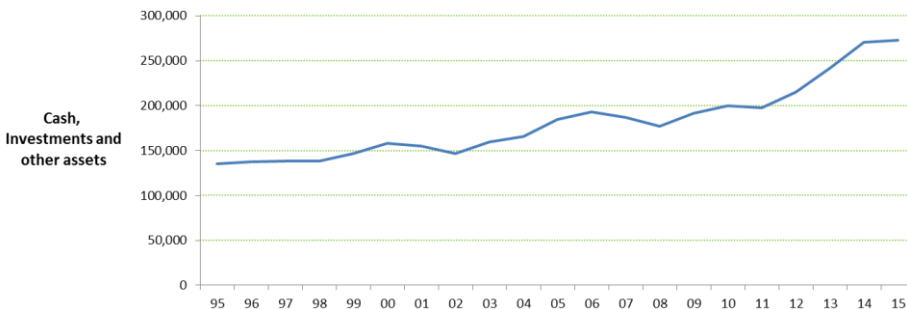
# 日本のGDPと大企業の純資産・保有現金の推移



1990年代半ば以降2015年まで、日本のGDPは、デフレのため横ばい。



同時期の東証一部上場企業の純資産は2.8倍及び保有する現金・有価証券は2倍強と増加した(左の表には無いが、同時期の有利子負債は8%の増加にとどまる)。



⇒日本経済が停滞する一方で、大企業は現金等の保有を増やして純資産を積み上げてきた。



# 株主は何故行動しないのか

- ◆ 本年6月、弊社と弊社の運用するファンドは共同で、投資先企業4社に株主提案を行った。そして、総会直後には、議決権行使書面の閲覧・謄写を行った。
- ◆ 株主提案のうち、増配提案の3件については、その大まかな議決権行使結果は以下の通りであった。

	個人	国内法人	海外投資家	信託口
議決権行使せず	20～60%	1～2%	4～49%	1～14%
株主提案に賛(注1、2)	9～58%	1～5%	77～98%	14～52%

注1: 議決権行使者の内訳

注2: 総会前日までに届いた行使書、株主名及び総会後の臨時報告書から弊社が推計

- ◆ 個人株主は棄権が多い。また、会社提案と株主提案の両方の利益処分案に賛(=無効投票)とする株主も少なくない。
- ◆ 国内法人は、殆ど株主提案に反対。ただし、大手保険会社1社だけは株主提案に賛成した。
- ◆ 海外投資家は株主提案に賛が多いが、議決権行使しない割合も高い。
- ◆ 信託口はまちまちだが、株主提案に賛は多くはない。

# スチュワードシップ・コード受け入れは表明したが

- ◆ 2015年2月、スチュワードシップ・コード(\*)が確定し、その後、多くの日本の機関投資家はこの指針の受け入れを表明している。

*\* 機関投資家には、投資先企業との「目的を持った対話」などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任があり、この責任を果たすための指針*

- ◆ しかし、企業年金の一部は未だにスチュワードシップ・コードを受け入れていない。また、以下のような事例を見ると、指針の受け入れを表明している機関投資家の実際の行動には疑問を感じるケースもある。
  - 大手投資運用会社の社長が、部下に「投資先企業の社長・取締役の仕事の邪魔にならないよう、面談の申し入れは慎重に」と指示
  - トヨタの優先株式発行が2015年6月の同社株主総会で75%の賛成多数で可決（投資顧問業協会のアンケートによると、日本の機関投資家の賛成した理由の多くは「多様な商品が投資家に提供されるのは良いこと」であり、普通株主の立場からのものではない。）
  - 前頁にあるような、株主提案に対する議決権行使行動

# 参考：株式会社ストラテジックキャピタルの投資運用方針

- ◆ 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(8~12社程度)
- ◆ 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
- ◆ 経営陣に株主の意見を聞く姿勢が無い等、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)

# ケーススタディ ; 宝印刷(7921)

時価総額 (円)	取得時期	取得コスト (円)	保有比率 % vs発行済株数	保有期間	売却時期	売却価格 (円)	リターン (概算)	ファンドに占 める割合 %
150億円	2014年11 月～	920	6.4%		2016年4月	-	-	-

## 会社概要:

- 上場企業の開示書類印刷、IR支援
- 投資開始時はPBR0.74倍、PER15倍、時価総額の80%に相当する現金と有価証券を保有

## 当方の行動と提案:

- 2015年4月: 社長と面談し、中期経営計画の策定と公表等IRの改善、大幅増配、持合い株式の売却、新規事業への投資、これらの実行によるROEの増大、買収防衛策の撤廃、等を提案
- 社長面談の継続、3名の社外取締役との個別面談の実施

## 成果:

- 2015年7月1日: 本決算発表時に大幅増配と中期経営計画を発表。
- 2016年4月: Full Exit

# ケーススタディ ; アイネス(9742)

時価総額 (円)	取得時期	取得コスト (円)	保有比率 % vs発行済株数	保有期間	売却時期	売却価格 (円)	リターン (概算)	ファンドに占 める割合 %
250億	2012年12 月～	630	5.1%		2015年5月			

## 会社概要:

- 金融機関、地方自治体等向けのITシステム開発
- 日立ソリューションズが約22%の大株主(投資開始時)
- PBR 0.5倍、売上高や利益は安定的に推移

## 当方の行動、提案等:

- 2013年3月に日立ソリューションズ保有株の大半を自社株買いで引取り、持株比率が大幅に低下した後も、日立グループOBが当社の取締役の過半の席を占める。これらOBの削減及び社外取締役の選任
- 2014年4月:一株当たり配当を16円⇒32円への増配を株主提案
- 自社株買いの実施
- その他、不動産の売却、買収防衛策の撤廃等を提案

## 成果:

- 2014年4月:株主提案に対応し、配当を21円へ増配
- 2015年3月:日立ソリューションズOBの取締役会長及び取締役相談役の退任、新たな社外取締役の選任、旧東京本社ビルの売却を発表
- 2015年4月:買収防衛策の廃止、ROEを高めるために2年間で100億円(発表時の時価総額の30%超)の自社株買いを発表

# ケーススタディ ; 日本デジタル研究所(6935)

時価総額 (円)	取得時期	取得コスト (円)	保有比率 % vs発行済株数	保有期間	売却時期	売却価格 (円)	リターン (概算)	ファンドに占 める割合 %
500億	2012年12 月～	1,170	3.7%			-	-	-

## 会社概要:

- 税理士、中小企業向けの会計ソフト・ハードの開発
- 時価総額の80%に相当する現金と投資有価証券(殆ど債券)を保有
- 2014/3期までは順調にキャッシュフローが拡大、2015/3期以降は消費税増税の反動等で減益
- 社長は創業者であり、約41%を保有
- 定期航空運送の子会社を保有(当初は社長個人が筆頭株主だったが、経営危機となり当社が第三者割当CBを引受け2003年に子会社化。その後、全便ANAとのコードシェアとなり、売上の97%がANAから。)

## 当方の行動と提案:

- 2013年: 会計帳簿閲覧謄写請求(理由:社長の2名の兄への違法の疑いがある報酬支払)
- 当初は、IR担当取締役と面談し、IR改善、増配、自社株買い、MBO等を提案
- 会計帳簿閲覧謄写請求の訴訟提起後、2014年春以降は面談できず
- 2014年4月、2015年4月: 配当性向を100%とする株主提案
- 2015年: 取締役会議事録閲覧謄写の許可申立て
- 2016年2月: 株主代表訴訟を提起
- 2016年4月: 株主提案(定期航空運送業からの撤退、IRの大幅改善、配当性向100%)

## 成果:

- 2013年4月に年20円⇒30円、2014年3月に50円へ増配(減益により2015年は50円から40円へ減配)
- 2016年10月31日、MBOを発表(@2,430円)