



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

2017年10月

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
- 投資方針・手法 8
- 投資環境 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

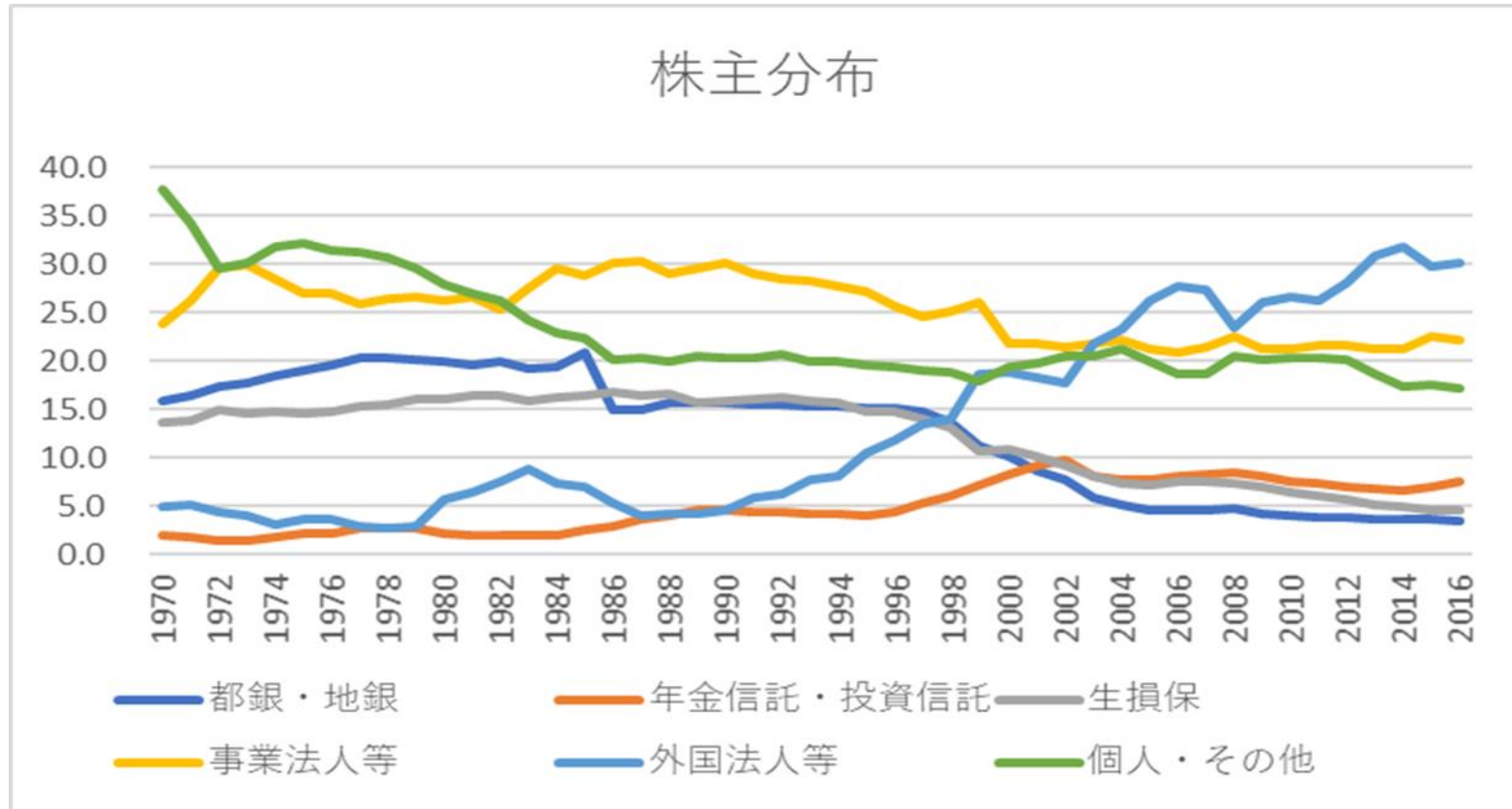


Strategic Capital

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



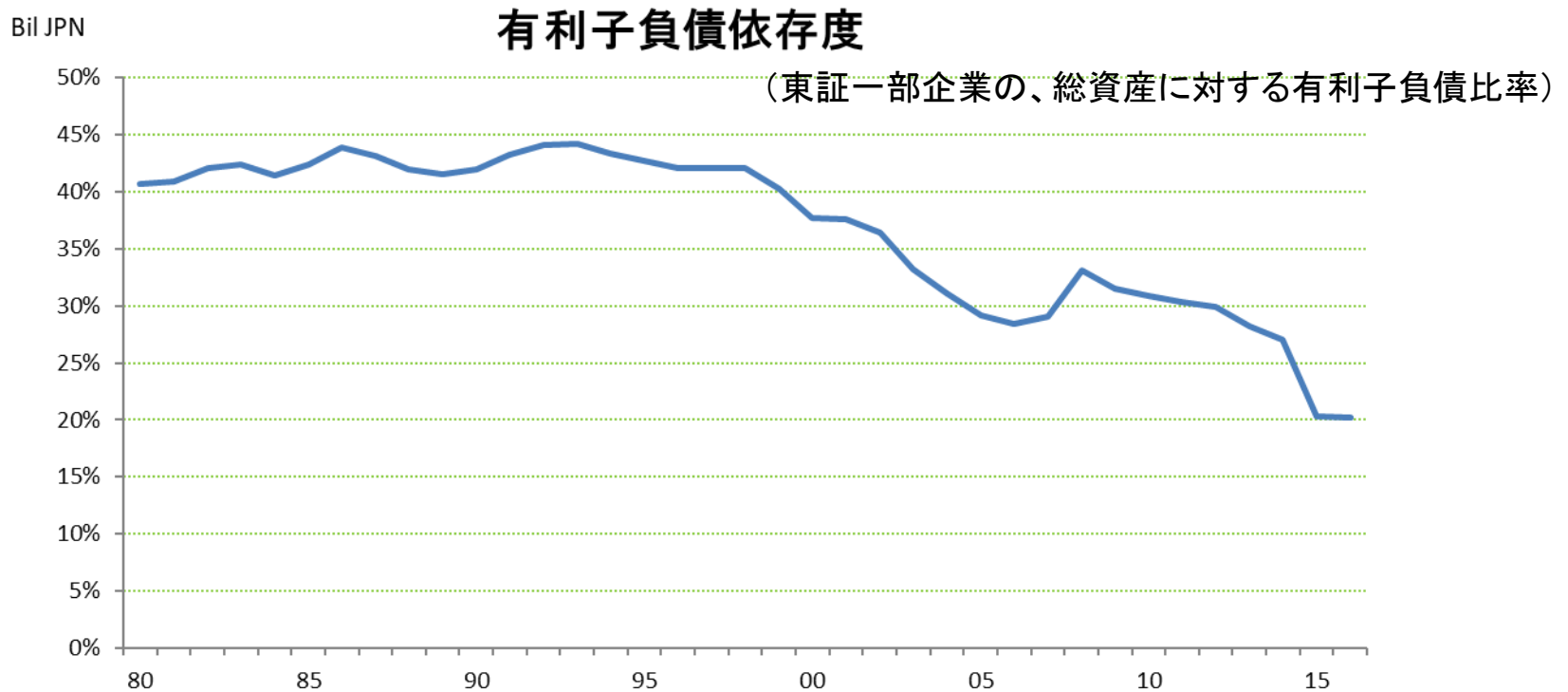
2016年度株式分布調査から弊社作成
一部の株主は除いており、合計は100にならない。

- ◆ 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

アクティビスト登場以前(日本)

◆ 持合い株式

現在は、政策保有株式ともいわれる

株式持ち合いの起源には諸説あるが、1950年代から？

総会屋

仕手筋

乗っ取り屋

グリーンメイラー

日米のアクティビストへの評価

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」

「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月東京地裁判決

「(スティー爾パートナーズは)濫用的買収者」

ブルドックソース事件平成19年(2007年)7月東京高裁

「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「コーポレートガバナンスの目的と手法
(江頭憲治郎)」

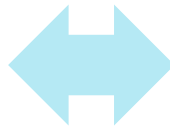
日本にアクティビスト・ファンドが根付かなかった理由

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、株主総会で取締役を選び経営を委託している

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、ステークホルダーに過ぎない

ステークホルダーで一番大事なのは社員

会社の目的は、人(社員)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)



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

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
- 株価・業績に連動した役員報酬
- 買収防衛策等の廃止
- 中期経営計画の公表とコミット
- ROEの目標設定

経営及び貸借対照表の改善等

- 中核事業の成長戦略
- 非効率な資産又は非中核事業の売却
- 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



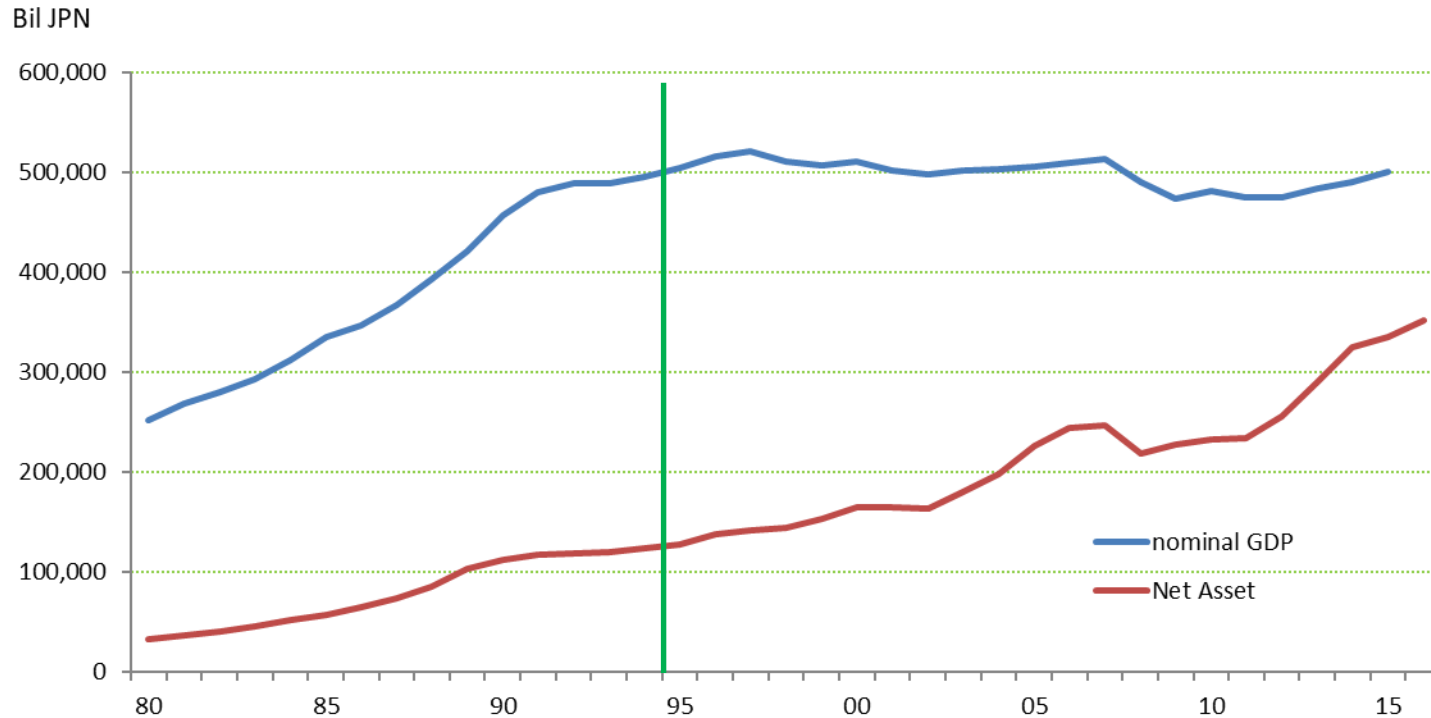
Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



投資環境

日本企業の状況

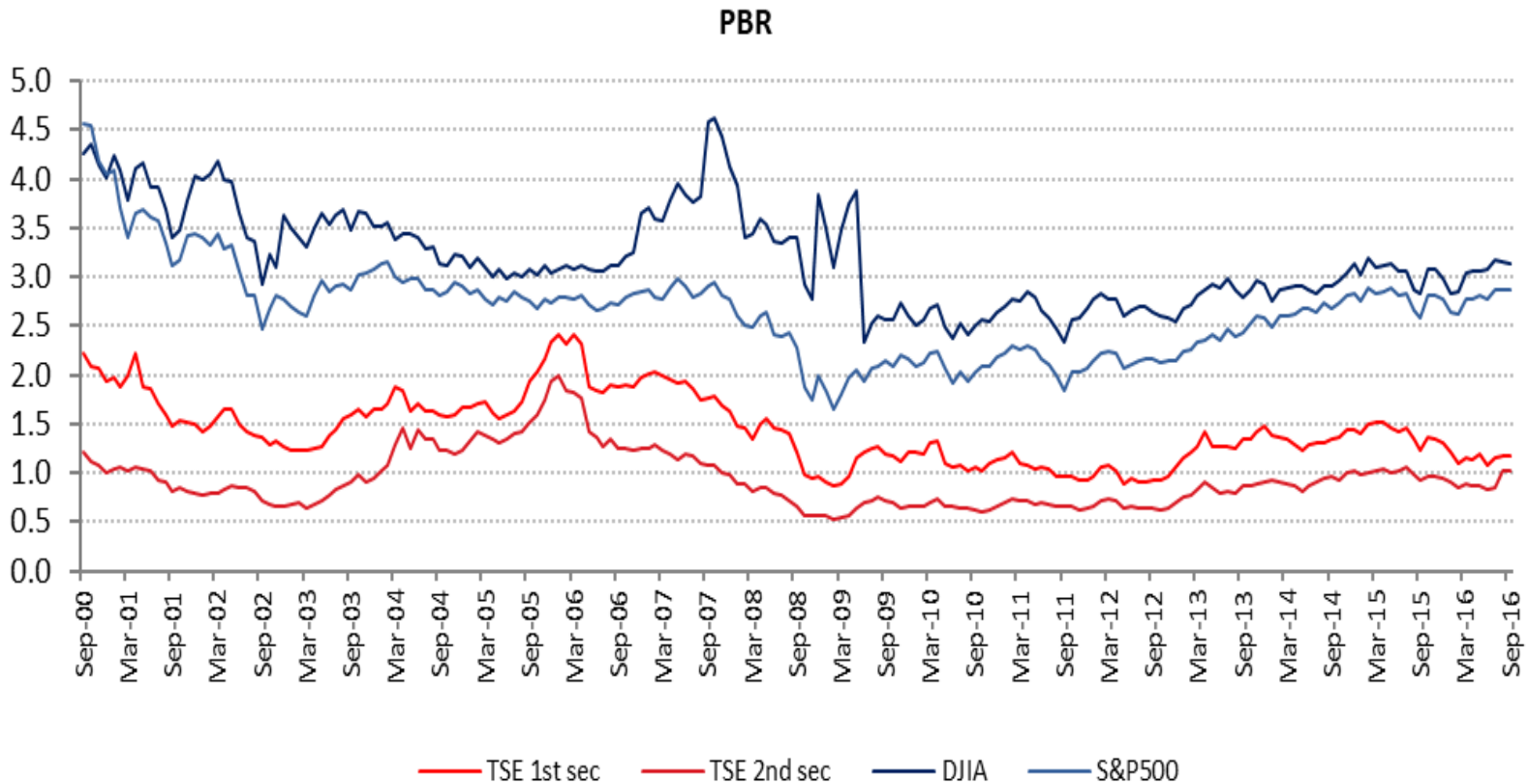


Source : Astraと政府統計より、弊社作成

- 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
- ◆ 2014年1月：東証は、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
- ◆ 2014年6月：社外取締役導入を推進する会社法が改正
- ◆ 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：金融庁は「顧客本位の業務運営に関する原則」（いわゆる、フイデューシャリー・デューティー）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）



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:

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

2015/7:

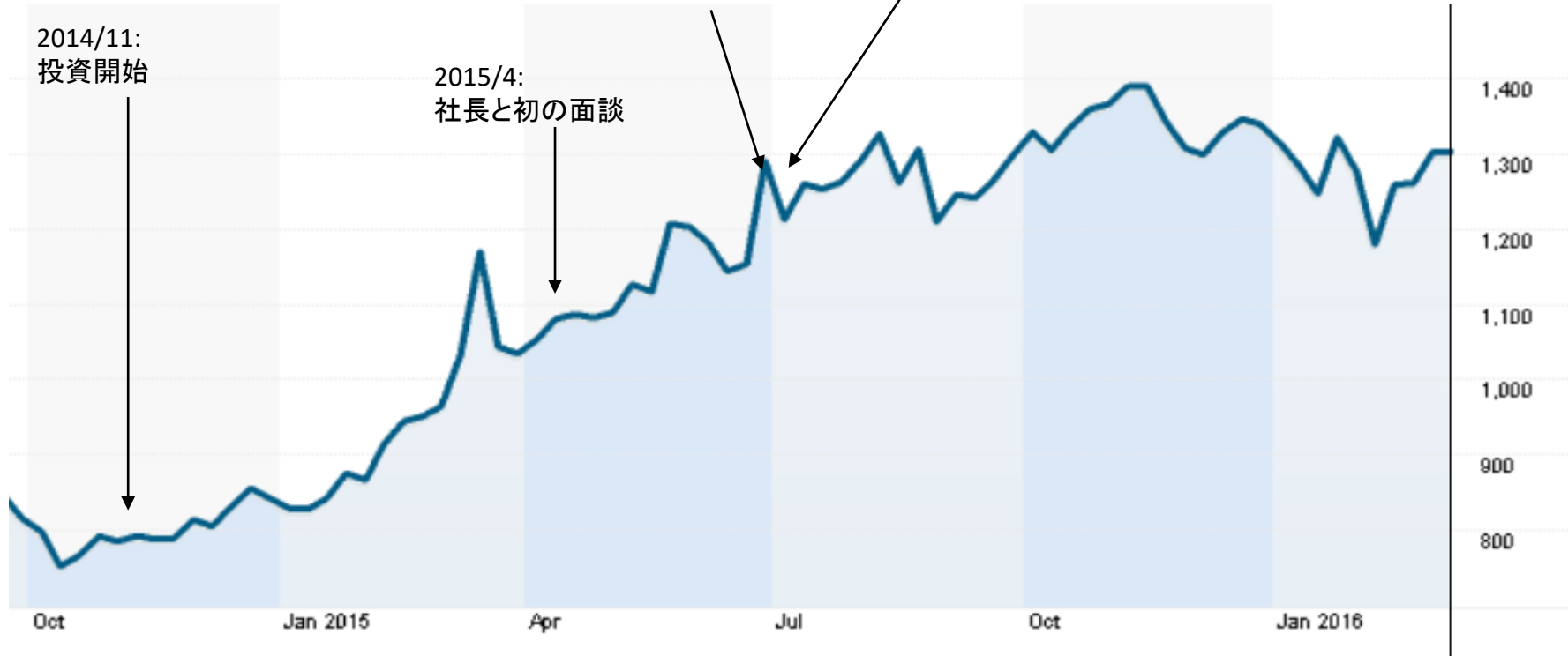
- 中期経営計画を公表
- 大幅増配を公表

2015/7:

3名の社外取締役と個別面談

2014/11:
投資開始

2015/4:
社長と初の面談

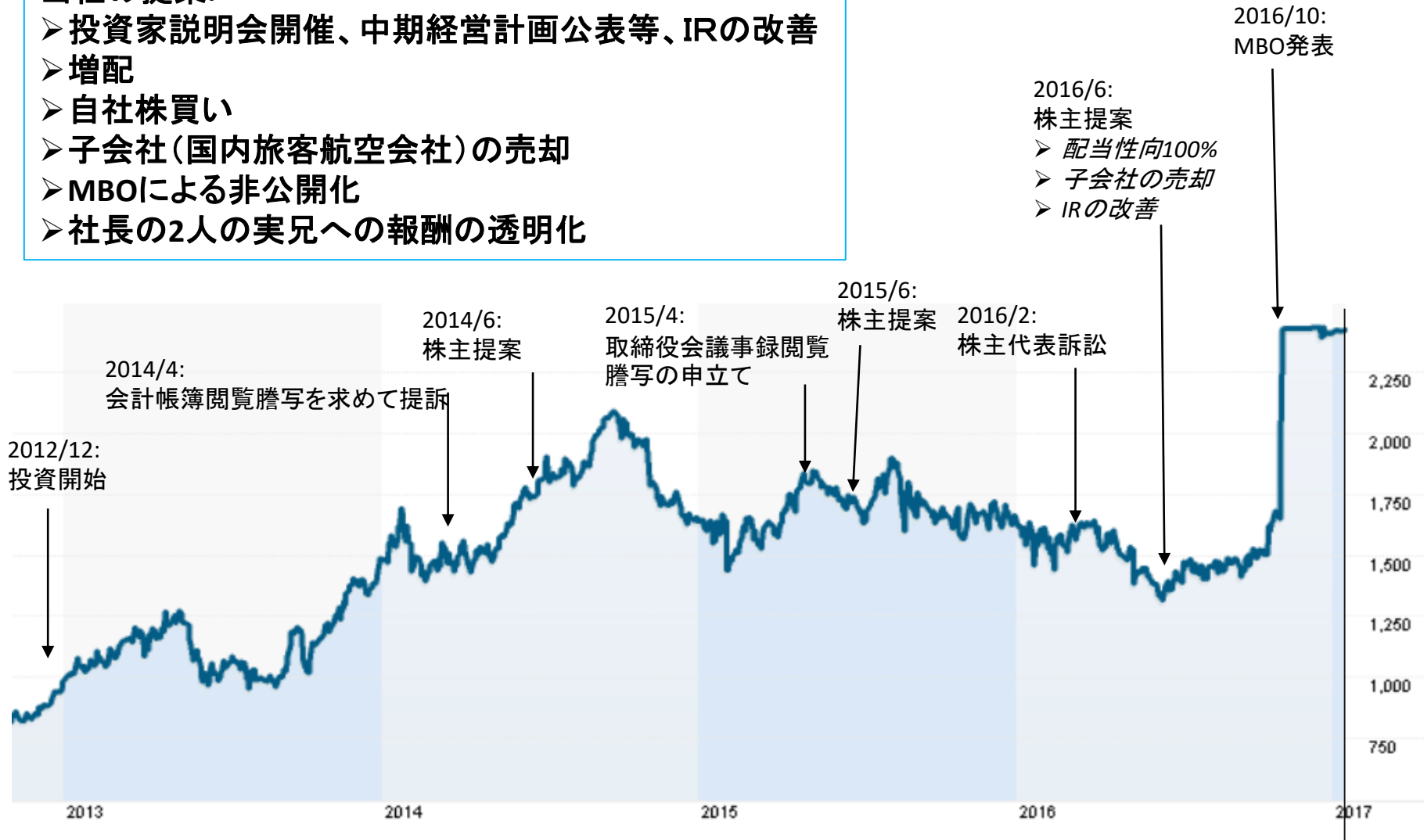


Source: Reuters

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





Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



コーポレート・ガバナンスについて

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 (⇔ 取締役と従業員の幸福・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.”

ESG投資

- ◆ 近年、米国等では、環境問題に関する株主提案及びそれに賛成する投資家も増加している
- ◆ 弊社の投資運用方針は、主として「G」の改善を提案するアクティビスト
⇒現在の日本では、ESよりもGの改善によって株主価値が大きく向上？
- ◆ 弊社が、将来的にESG投資を行うとすれば、ESGの評価が低い企業に投資し、その改善を促すことになろう