

日本製鉄、大阪製鐵、日産自動車、日産車体、ゴールドクレスト、淀川製鋼所、ガンホー・オンライン・エンターテイメント、京阪神ビルディングの株主価値向上に向けて



ストラテジックキャピタルは、ESG課題の解決を通じて企業価値向上を目指すアクティビストファンドです。

ストラテジックキャピタル(「SC」)の株主提案をご検討いただきありがとうございました。
弊社が株主提案を行った会社を含め、投資先各社の課題などを皆様にお伝えしますので、ご一読をお願いいたします。

広告

日本製鉄

大阪製鐵

SCは、25年5月末現在、日本製鉄株式会社(日鉄)の株主であり、日鉄の上場子会社である大阪製鐵株式会社(大阪製鐵)の発行済株式数の約14%を保有する株主です。
日鉄は25年3月末時点で、場子会社を併合してしまいましたが、そのうち4社のPBRは解散価値である1倍を下回っており、子会社の急激な経営悪化が懸念されています。なお、25年4月まで日鉄の上場子会社であった山陽特殊製鋼はPBR0.66倍の株価であり、完全な非公開化のうえに非公開化されました。また、場子会社の取締役の大半は日鉄の出身者であるが、社長は全て日鉄出身者となっており、場子会社を完全支配する状況です。これらは事実上の「日鉄の取り込み」です。

日鉄は子会社の余剰資金を低金利で大量に吸い上げている

日鉄の上場子会社は、預け金・貸付金といった形で大量の余剰資金を日鉄に預けています。日鉄の上場子会社のうち、大阪製鐵は時価総額の大半はこれを上回る規模の資金を長年にわたり日鉄に預けてきました。その金利は長年、僅か0.0%程度に留まってきましたが、これは明らかに市場金利の資本コストに大きく及ぼされ、結果として日鉄の過去10年間のROEは平均で僅か3%と資本効率を低迷し、株価は08年以降、解散価値であるPBR1倍を度を超えていません。親子場においては親会社と子会社の少数株主の利益相反リスクが指摘されていますが、日鉄グループはその典型的な問題が生じており、少数株主の利益が犠牲され続けています。

親会社である日鉄自身の株価も低迷。一方で役員報酬は倍増

上場子会社に加え、親会社である日鉄自身の株価も低迷しており、現在解散価値であるPBR1倍を度を超えておらず、一方で、当社の取締役報酬は倍増傾向にあり、取締役のうちの1名が1億円を超える報酬、橋本会長を含む3名が2億円を超える報酬を受け取っています。

日鉄に対する株主提案

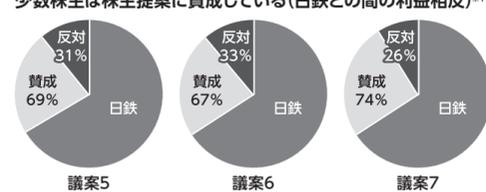
SCは、25年5月末現在、日鉄グループの経営及びの上場子会社運営に規律をもたらすために、25年6月開催の日鉄臨時株主総会において、上場子会社の少数株主志願を行うこと(議案4)、代表取締役に対し株式報酬を付与するに際し、固定報酬・業績連動報酬・株式報酬の割合を変更すること(議案5)、代表取締役に対する報酬のフローバックス条項を追加すること(議案6)を株主提案しました。これに対し日鉄はSCの株主提案に全て反対したほか、株式報酬についてはSCが「現行の報酬の範囲内で株式報酬を導入すること」を提案したことに対し、日鉄は「現行の報酬とは別枠で新たに株式報酬を導入すること」を提案(議案3)しました。結果として、SCの株主提案は全て否決され、日鉄の提案が可決されました。日鉄は株主提案が低減する中で取締役の報酬は上がり続けており、株主の利益と経営陣のインセンティブに大きなギャップが広がっています。SCは今般、日鉄株主提案した報酬議案が可決されたことにより、今後のギャップが更に拡大することを懸念します。

大鐵は上場維持に固執し少数株主の利益を軽視

SCは、大鐵は日鉄により完全な子会社化及び吸収合併、そして非公開化されること、大鐵の少数株主の利益のために重なる懸念があると考えています。しかしながら、日鉄及び大鐵は上場維持に固執しています。大鐵は、25年5月31日に普通株式比率に係る上場維持標準の抵触を避けるため、日鉄が保有する大鐵株式を自株式の公開買い付けにより取得することを発表しました。当該発表を受け、発表当日の大鐵の株価は対日鉄比で13.7%下落し、終値は過去10年以内の最低値となりました。

大鐵に対する株主提案

もし大鐵が上場維持を続けたいのであれば、早期にPBR1倍割れの解消を行うことも、少数株主の利益保護を行うガバナンス体制を確立すべきです。SCは、25年6月開催の大鐵株主総会において、DOWR%を株主還元方針とする(議案1)、株主価値向上・非公開化検討委員会を設立する(議案2)、取締役の過半数を社外取締役とする(議案3)を提案しました。大鐵の議決権の65.8%は親会社である日鉄が保有しているため、SCの株主提案は全て否決されました。日鉄を除く少数株主の賛成率は、全ての議案で過半数を達成するに至りませんでした。このことから、親会社が日鉄である大鐵の間に利益相反リスクが生じていることが明らかです。日鉄及び大鐵の事実を真摯に受け止め、然るべき対応を行うべきであるとSCは考えます。



日産自動車/日産車体

SCは、25年5月末現在、日産自動車株式会社(日産)の株主であり、日産の連結子会社である日産車体株式会社(日産車体)の発行済株式数の約3.5%を保有する株主です。
日産車体は上場企業としての体制を整えています。しかし、実態は事実上、日産の湘南工場と九州工場の一部に過ぎません。日産車体の連結売上高の97%以上が日産向けであるうえ、社長は常に日産出身者、その中でも日産工場長を継いだ人物ばかりが就任しており、まさに工場長です。

日産車体は上場している日産の工場

日産車体は上場していること自体が不思議な会社ですが、工場はたまた、少数株主をないがしろにされている日産車体の少数株主
日産車体は工場として日産が不承認な会社ですが、工場はたまた、少数株主をないがしろにしている日産車体は、過去5年間、売上総利益率は工場全体の自動車関連企業約130社中の最下位から2番目の水準です。株価もPBR1倍を下回り、日産へ多額の資金供給を行ってきただけで、少数株主には到底受け入れられないような問題が山積しています。

日産の経営再建計画は中途半端

日産は本年5月に「日産経営再建計画」を公表し、工場閉鎖やリストラを辞さない、徹底したコスト削減に踏み切る姿勢を示しています。しかし、単なる工場に過ぎない日産車体工場を工場企業として体制を整える「コスト削減」が、少数株主を苦しめています。そして、日産グループとして日産車体も巻き込んだグループ全体の抜本的な構造改革は踏み切れません。日産車体の上場を維持するに、日産車体のみならず、日産の株主のためにもなりません。トヨタ自動車や日産が1ドル70円の苦境に際して「日産車体」を完全子会社化してグループ全体の改革を進めたいように、日産もまた日産車体を完全子会社化し、日産グループ全体の改革を貫徹すべきです。

ゴールドクレスト

SCは、25年5月末現在、首都圏を中心に累計3千万円を供給してきた中野(シンシヨウ)パティオ株式会社(ゴールドクレスト)の発行済株式数の約14%を保有する株主です。
SCは現在の安川秀俊代表取締役社長が1992年に創業した会社であり、2000年には東京証券部への最上級記録(100)を樹立しました。その経営手腕は、失敗の仕方を知る「天才」と評価されることもあり、しかし、安川社長の才覚は止むくなく、経営者としての評価は全廃するものとなります。

上場企業の経営者としては落第点

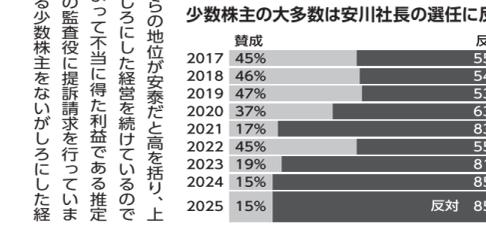
上場企業の経営者はいかに株主価値を高めていくかが評価されます。この点、Gの株価は修正BPSのみならず簿価BPSをも下回っている状態。つまりPBR1倍(解散価値)割れの状態が10年以上継続しています。安川社長がGの経営を続けるべからなければ、解散した方が良いでしょう。市場はこのように評価しているのです。

安川社長以外に安川社長の経営に反対

安川社長を取締役として選任する議案に対しては、安川社長以外の株主は17年6月の株主総会から25年6月の株主総会に至るまで、9年連続で過半数が反対票を投じています。株価の評価は上でなく、議決権行使の結果を見ても、安川社長は上場企業の経営者としては落第点です。

安川社長に欠けた「上場企業社長としての自覚」

しかし、安川社長はGの議決権の58%を保有しているため、自分に賛成票を入れ続けることで社長を続けられているのです。安川社長は自らの地位を安楽な高を誇り、上場企業の経営者でありながら、少数株主をないがしろにした経営を続けているのです。なお、SCは安川社長が会社法違反行為によって不当に得た利益である推定2億7084万円をGに賠償させるため、Gの監査役に提訴請求を行っています。SCはGの少数株主として、安川社長による少数株主をないがしろにした経営を認めかねてきました。



淀川製鋼所

SCは、25年5月末現在、鋼板の製造・販売を行う株式会社淀川製鋼所(三ツ川)の発行済株式数の約7.5%を保有する株主です。
ヨドコウの株価は長期的に低迷し、25年以上にわたりPBR1倍割れが常態化しています。ヨドコウの元の自己資本比率は約33%と非常に高く、このように過剰に積みあがった自己資本がROE、株価の低迷を招いています。

超長期の株価低迷から抜け出せないヨドコウの問題点

また、多くの不採算事業を放置しているほか、賃貸不動産・文化財「ヨドコウ」スゴロコ現場といった本業とは無関係の不要な資産を大量に保有しています。その他、ガバナンス等の問題も山積しており、まさに課題だらけの企業であるといえます。

安定株主に守られる課題だらけの経営方針

こうした背景から、SCは、25年6月開催の臨時株主総会において、株主還元関連で2議案、事業ポートフォリオ関連で1議案、ガバナンス関連で5議案と合計8議案もの株主提案を行いました。SCは投資先企業に対し積極的に株主提案を行います。これほどまでに多くの内容を株主提案しなければならぬ企業は稀です。

ガンホー・オンライン・エンターテイメント

SCは、25年5月末現在、パズル&ドラゴンズ(パズドラ)に代表されるゲームの開発及び運営を行うガンホー・オンライン・エンターテイメント株式会社(ガンホー)の発行済株式数の約7.5%を保有する株主です。
ガンホーはパズドラのリリースから13年にわたってヒットを生み出すことができた。過去10年で利益も株価も約8割下落しています。それもろから、04年からガンホーの代表取締役社長を務める森下社長の報酬は、過去10年で1.2億円から3.3億円へと大幅アップとなっていました。また、1400億円超えという、これから10年ヒット作が出なくても大丈夫な程に多額の現預金をため込み、リストラをいなくとも会社は存続できるといふ経営者にとっては心地良い、株主にとっては非常に残念な環境が整備されました。

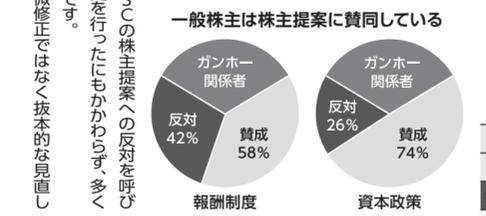
ガンホーの問題

SCは、25年5月末現在、パズル&ドラゴンズ(パズドラ)に代表されるゲームの開発及び運営を行うガンホー・オンライン・エンターテイメント株式会社(ガンホー)の発行済株式数の約7.5%を保有する株主です。
ガンホーはパズドラのリリースから13年にわたってヒットを生み出すことができた。過去10年で利益も株価も約8割下落しています。それもろから、04年からガンホーの代表取締役社長を務める森下社長の報酬は、過去10年で1.2億円から3.3億円へと大幅アップとなっていました。また、1400億円超えという、これから10年ヒット作が出なくても大丈夫な程に多額の現預金をため込み、リストラをいなくとも会社は存続できるといふ経営者にとっては心地良い、株主にとっては非常に残念な環境が整備されました。

一般株主はガンホーに是正を求めた

これに対しSCは、25年3月開催の臨時株主総会において、役員報酬制度の是正を求めて3議案、資本政策の是正を求めて4議案の株主提案を行いました。

その結果、報酬制度は正の第一歩と位置付けられた。報酬に関する情報開示の拡充を求めた議案、資本政策に対する株主の関与を強めるために配当金を株主総会で決定することを求める議案はそれぞれ一般株主の58%、74%の賛成票を得ました。



京阪神ビルディング

SCは、25年5月末現在、データセンターやオフィスビル等の不動産賃貸を行う京阪神ビルディング株式会社(京阪神ビル)の発行済株式数の約6.5%を保有する株主です。
京阪神ビルは本来の価値に対して48%のデバリュエーション評価を受けています。

業績悪化した株主価値

京阪神ビルは本来の価値に対して48%のデバリュエーション評価を受けています。これは、株主が京阪神ビルに不動産を中心とする1418億円(II)の本来の解散価値も資産の運用を託しているにもかかわらず、市場からは「現経営陣が運用するならば割引でしか評価できない」と言われていることを意味します。

PBR1倍に対する都合の良い解釈

しかし、京阪神ビルの若林社長は「株価が修正PBRで1倍(II)の本来の解散価値未満でも、株主価値を棄損しているわけではない」と「PBR1倍(II)割れ」の解散価値を、株主価値を棄損しているわけではないと主張しています。そもそもPBR1倍(II)の目安となるのは、PBR1倍が一般的に解散価値と呼ばれ、PBR1倍を下回ることは、今の経営者に経営を続けてもらうよりも会社を解散した方が価値が高まる、という投資家からの厳しい評価を意味するからです。従って、若林社長のように、本来の解散価値より低い水準を「PBR1倍だから」という理由で目標とすることは何の意味もないのです。

株主は自らが反対したTOB価格をも下回り続ける

20年11月、SCは京阪神ビルに対して1株1900円のTOBを公表しました。これに対して当時の京阪神ビル取締役会は、「現行の7年計画の方が価値を高められる」という理由で反対を表明し、TOBは不成立となりました。しかし、21年1月にTOBが不成立となった以降、株価は一度も1900円を超えなかった。これは、反対した理由である7年計画も大幅未達のまま撤回されてしまった。

経営計画は「絵に描いた餅」となるおそれ

京阪神ビルは株主価値を向上させるため、経営計画を発表しました。しかし、京阪神ビルは「絵に描いた餅」となるおそれがあります。7年計画を撤回した京阪神ビルは、大幅未達となった5年計画を19年に2年で撤回し、同様に7年計画も23年に4年で撤回し、10年計画を公表しました。

安定株主を減らしたくない経営陣

SCは、この原因が安定株主にあると考えています。例えば、きんでんや鹿島建設は政策保有株式の縮減を経営陣に掛け、実際に政策保有株式の縮減を加速させていますが、京阪神ビル株式は売却していません。これを踏まえてSCは若林社長と次のようなやり取りを行っています。SC「京阪神ビル株式を政策保有するきんでんや鹿島建設が株式を売却しやすいように、売却しても取引関係には影響しないと明示してほしい。若林社長「それは分からない。先方の事情にSC「政策保有株式を売却された取引関係に影響を与えるような意図があるか回答してほしい。若林社長「状況が分からないため0か100かみたいな質問をされても回答のしようがない。」「コトバ」ガバナンス・コードでは「取引の縮減を示唆することにより、売却等を妨げるべきではない」と定められ、京阪神ビルはこれに「コンプライアンス」しています。若林社長のこのような発言は、コトバ「ガバナンス・コード」の趣旨に反するものです。

