

オリエントコーポレーション、大阪製鐵、日本製鉄、京阪神ビルディング、イエローハット、ゴールドクレスト、ヨドコウの株主価値向上に向けて

広告

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。

オリエントコーポレーション

SCは、26年5月末現在、オリエントコーポレーション(「オリコ」)の発行済株式数の約13%を保有する株主です。

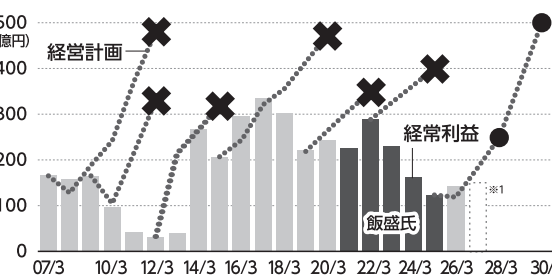
経営計画を6回連続未達 その経営責任の所在はどこに

オリコは20年間一度も経営計画を達成していません。6回連続の未達です。計画と実績の乖離が常態化しているにもかかわらず、責任の所在は曖昧なままです。現取締役会長(前代表取締役社長である飯盛徹夫氏が社長であった時代も、海外事業の失敗も重なり中計は大幅未達に終わり、PBR1倍割れの状態も解消されませんでした。

しかしながら、25年4月に飯盛氏は社長を退任して会長に就任したうえで、オリコは25年6月株主総会にて取締役会長が取締役会議長を務めることを可能にしました。つまり、過去の業績と株価の低迷に責任を負うべき飯盛氏が、取締役会長兼取締役会議長として議事を主導できる体制に移行しています。

26年6月株主総会では同氏再任に約20%が反対しました。またSCは、取締役会議長を社外取締役から選定する議案変更を株主提案し、約25%の賛成が実現しました。

オリコにとって経営計画は未達が当たり前になっている



みずほFG出身者に偏る経営トップ

1983年以降、オリコの社長の名は元みずほ銀行/FG出身者がみずほフィナンシャルグループ(「みずほFG」)出身者です。しかし、みずほFGはオリコの独立性を尊重しオリコの指名・報酬委員会の判断を踏まえ役員選任の議決権行使をしている旨、オリコは意思決定後にみずほFGに報告する形になっている旨、それぞれ両社のコーポレート・ガバナンス報告書に記載されています。

オリコの指名・報酬委員会を構成しているのは、飯盛氏に加えて、社外取締役である一橋大学副学長の西野和美氏、富国生命顧問の櫻井祐記氏及び福岡高等検察庁検事などを歴任した松井麻氏の4名です。

オリコでは指名・報酬委員会の4分の3を社外取締役が占めているにもかかわらず、このような社長人事が継続しているのは、

経営陣のインセンティブは誰に向いているのか

梅宮社長は、23年3月末時点で保有を開示していたみずほFG株式を売却していないと面談で回答していることから、オリコ株式より多額のみずほFG株式を保有しています。飯盛会長にいたころは、みずほFG株式保有の有無で回答を指している状態です。

オリコ経営陣がオリコの企業価値向上に責任を負い、自信があるならば、オリコ株式を保有すべきです。なぜ大株主であるみずほFGの株式を保有し続けているのか、理解に苦しみます。

取締役によるみずほFG株式保有状況の開示を求めたSCの株主提案には約20%の賛成が集まりました。オリコの取締役である以上、みずほFG株式ではなくオリコ株式をできる限り保有し、株主と同じ目線で経営に邁進するべきです。

みずほFGとの歪な関係性はいまだ正されず

26年5月、オリコ・みずほ銀行・三菱パナール・インス(「三菱パナール」)の3社間で業務提携契約を締結したこと、併せてみずほ銀行が保有するオリコ株式約15%を三菱パナールに譲渡した譲渡後の保有割合はみずほ銀行約33%、三菱パナール約15%となることが発表されました。

しかしながら、オリコはいゆる従属上場会社であり、少数株主保護の問題は継続しているのです。少数株主保護の問題が是正されないまま、業務提携契約が具体性欠缺していたこともあり、発表翌営業日に株価は約14%下落しました。業務提携であるにもかかわらず、具体的な業務提携の内容を公表すると共に、いつ収益に寄与し、どのKPIで検証するのか等を早急に示すべきです。

全株主のための経営へ

オリコは、独立した会社として取締役会が筆頭株主におおなることなく、社外取締役は監督機能を発揮し、取締役はオリコ株式をできる限り保有し、株主共同の利益の最大化に邁進していただくよう要望いたします。

みずほFG出身者の社長/会長は未だにみずほFG株式を保有し続けている

オリコ株式 437万円	梅宮 真 代表取締役社長 元みずほFG 副社長	みずほFG株式 1億1175万円 みずほFG株式の保有は認めている みずほFG株式の売却は可能であると認めている みずほFG株式の売却は拒否
オリコ株式 2897万円	飯盛 徹夫 取締役会長兼議長 元みずほFG 常務	みずほFG株式の 保有について 回答を拒否

大阪製鐵／日本製鉄

SCは、26年5月末現在、大阪製鐵(「大鐵」)の発行済株式数の約13%を保有しており、その親会社である日本製鉄(「日鉄」)の株主でもあります。

日鉄の上場子会社対応は一貫性がない

日鉄・大鐵は共に上場企業であり親子上場となっています。日鉄は、25年以降に上場会社であった山陽特殊製鐵及び黒崎播磨を完全子会社化した方、大鐵の保有株式は、部売却する等、少数株主の存在する上場子会社の対応には、一貫性がありません。残された日鉄の上場子会社の中には、大鐵をはじめPBR1倍割れが常態化している企業があるほか、上場子会社の常務取締役は引続き日鉄出身者が多数を占め、社長は全日鉄出身者である等、実質的に日鉄の下り先になっています。

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

上場子会社である上場子会社は、親会社である日鉄以外の少数株主の利益拡大に取り組みが当然求められます。日鉄は、その資本効率、株価の低迷を放置するに任せています。上場子会社の株主価値を毀損している対応を行っています。その典型的な事例として、預け金・貸付金が挙げられます。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グループに預けています。大鐵は時価総額の大半、時にそれを超過する規模の資金を長年にわたって日鉄に預けてきました。この金利は、現行の資本コストには遠く及びませず、結果として、大鐵の過去10年間のROEは平均で僅か0.4%(赤の26年3月期を除いても2.1%と資本効率低下し、株価は08年以降、解散価値であるPBR1倍を度々超えています。親子上場においては親会社と子会社の少数株主と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、少数株主の利益が毀損されています。

日鉄に対する株主提案

SCは、日鉄の上場子会社連立の規律をもたすために、日鉄の26年6月株主総会において、上場子会社取締役選任委員会を設置することを株主提案しました。株主提案は否決されましたが、日鉄の取締役会では、上場子会社の保有方針自体について議論がなされた形跡もなく、今後も上場子会社の少数株主利益を軽視した運営が継続することが懸念されます。

日鉄と大鐵は親子上場の維持に固執

SCは、日鉄が大鐵を完全子会社化すること、大鐵の少数株主として懸念があると考え、両社に対し真摯な検討を促すよう訴えかけました。しかしながら、両社は親子上場を維持することを固執しています。また、このほかに親子上場が問題視されているほか、大鐵は取締役会と親子上場を維持するに固執しているにもかかわらず、大鐵が日鉄に対して有益な子会社である、山陽特殊製鐵や黒崎播磨と同様に完全子会社化することが合理的ですが、大鐵に対しては上場基準の維持等を目的に株式の一部を売却するという真逆の対応を行っており、大鐵は日鉄に対して量産性の低い子会社であることが推察されます。そのため、大鐵は日鉄に支配されながら、株主価値を毀損し続ける現状を改めべきです。

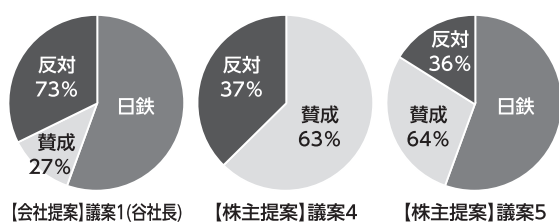
大鐵に対する株主提案

SCは、大鐵の26年6月株主総会において、日鉄が保有する株式を大鐵が買い取る議案(「ROE0.8%の配当を行う」と「議案4」を株主提案しました。議案4は、前述の通り日鉄による完全子会社化が期待できないのであれば、日鉄から独立した企業として株主価値向上を目指すこと、議案5は親子上場を維持したいままでも株主価値向上を図ることを認むるもので、しかしながら、大鐵は両議案に対し反対意見を表明しました。上場企業でありながら、少数株主の利益を毀損したまま、従来通り日鉄のみに属しているという意向がうかがえます。大鐵の常務取締役は全員が日鉄出身者であり、日鉄を慮った議決を継続することが懸念されます。

大鐵の少数株主は現状に不満を抱いている

大鐵の株主総会では否決案は全て可決、株主提案は全て否決となりましたが、大鐵の議決権の約56%は親会社である日鉄が所有しているため、少数株主の意思は必ずしも反映されていません。具体的には、否決案である取締役選任議案(議案1)では、7名中6名の候補者の少数株主の反対が過半数となったほか、株主提案(議案4、議案5)においては、いずれの議案も少数株主の賛成が過半数となりました。日鉄が議決権行使できない議決権4は、可決要件である2/3以上の賛成には達し、及びまた、議案1が約63%の賛成率となりました。このことから、親会社である日鉄と大鐵の少数株主の間に利益相反が生じていることは明らかです。東証は26年12月1日、会社提案の取締役選任議案に対し、少数株主の5%超の賛成が得られなかった場合は、株主総会後6カ月以内に、株主との対話状況、追加的な施策、その実施状況を開示することを義務化する予定です。つまり、大鐵は、7名中6名の取締役がこの基準に抵触することになります。大鐵は現在の方針ではPBR1倍割れの解消が見込めないことは明らかです。今後は、形式的な開示が済ませるのではなく、新たな株主価値向上策を真摯に検討すべきです。

少数株主は会社提案に反対、株主提案に賛成している



京阪神ビルディング

SCは、26年5月末現在、不動産賃貸業を営む京阪神ビルディング(「京阪神ビル」)の発行済株式数の約15%を保有する株主です。

株主価値の大幅なディスカウント

京阪神ビルの株主は、賃貸業、不動産の含み益と課税を考慮した修正自己資本ベースでみて、本来の株主価値から35%ものディスカウント評価を受けています。このようなディスカウントが解消されない原因には、政策保有株主の存在があります。有価証券報告書によれば、20年3月期から26年3月期まで、ダイキン工業を除く大口の政策保有株主は京阪神ビル株式を全く売却していません。持ち合いの解消が進まないことが、長期にわたる株価の低迷を許す環境になっていると考えます。

政策保有株主の庇護を受ける経営陣

SCは、26年6月株主総会において、政策保有株主が保有する京阪神ビル株式を自株式として取得することを株主提案しました。銀票、三井住友銀行、きんぽ、鹿島建設、三十三銀行、百十四銀行、三精テック、ロジスなどの政策保有株主に守られた経営では、資本効率の改善や資産回転型の事業モデルへの転換なく、本質的な株主価値向上策の検討が十分にされず、株主価値の毀損が続くことになってからです。一般株主に望ましいのは、経営陣を庇護する同様の株主構成ではなく、株主価値向上を促す健全なガバナンスです。

場当たりの株主価値向上策ではなく、本質的な株主価値向上を

京阪神ビルは、26年5月株主優待制度を新設し、保有する株式数に応じて、お肉お米に交換可能なポイントを進呈すると公表しました。しかし、21年1月に「UOカード」による株主優待制度の廃止を発表した際、全ての株主への公平な株主還元策の観点から、配当による利益還元を優先すると整理していました。過去に同社が述べている通り、これは自ら過去に示した株主還元方針と整合しない、場当たりの株主価値向上策にほかなりません。SCは、一部の株主にのみ利益をもたらす株主優待による株主価値向上策を固執するのではなく、資産保有・賃貸収入型の事業モデルから資産回転型の事業モデルへ早急に転換することこそが、京阪神ビルの価値が果たすべき役割であると考えます。

イエローハット

中計は前進したもの、株主評価は未だ不十分

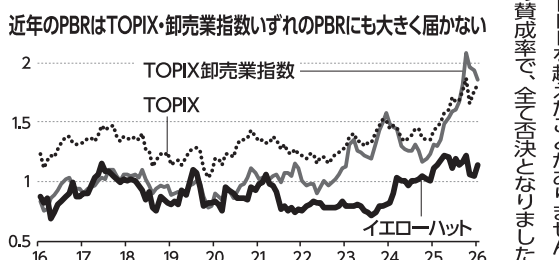
イエローハットは、25年5月に中期経営計画(「中計」)を改訂し、総還元性向100%以上、ROE10%以上、賃貸等不動産、政策保有株式の売却、自己資本比率50%程度の縮減等を発表しました。SCは、これらの方針は株主価値向上に向けた大きな前進であり、SCが行ってきた提議内容とも幅広く一致するものとして評価しています。しかし、中計改訂後もイエローハットの株主は十分に改善していません。SCは、この要因が、中計に掲げられた株主還元方針が、SCが提案している「配当性向100%」ではなく、「配当性向45%+自己資本比率55%」となっている点にあると考えています。

自社株買い中心の還元方針に対する市場の懐疑

中計に掲げられた「自己資本比率の圧縮目標を達成するためには、中計期間中だけではなく、その後も現行水準の株主還元を継続する必要があります。しかし、自社株買いは一度性の還元と見られやすく、またイエローハットにおいては株式流動性を低下させる可能性が高いことから、中計期間後の継続性について市場が懐疑的に受け止めていることが、株価上昇が不十分である一因であると考えられます。したがって、SCは26年6月株主総会において、株主還元方針を総還元性向100%から配当性向100%に変更すること、及びPBRに連動した株式報酬制度を導入することを株主提案しました。

還元方針の変更はPBR改善に向けた第一歩

イエローハットのPBRは、過去10年一度もPBRのPBRを越えたとありません。26年6月株主総会において、SCの株主提案は約25.32%の賛成率で可決されました。大株主はイエローハットのPBRに「少し」高く上げていく強い覚悟を持っていると述べたうえで、イエローハットが属する卸売業のPBR水準を踏襲していることも説明しました。そのうえで、今後少なくともROE10%卸売業のPBR水準は目指すべきです。SCは、本来の大幅な成長を前提としない、配当性向100%を明確に掲げること、イエローハットのPBRはこの水準に近づけるべきだと考えます。配当性向100%への変更は、総還元性向100%という現在の株主還元方針から追加の資金を必要とするものではなく、自社株買いによる株主還元を配当に変更するのにはなりません。全て配当による還元として資本政策の継続性に対する市場の信頼を高めることが、PBR改善に向けた第一歩になると考えます。



ゴールドクレスト

SCは、26年5月末現在、中堅マンションデベロッパーであるゴールドクレスト(「GC」)の発行済株式数の約15%を保有する株主です。

上場企業の経営者としては落第点

GCは現在の安川秀俊代表取締役社長が1992年創業した会社であり、2000年には東証一部への最短期間記録(当時)を樹立しました。安川社長の業界内評判の才覚もあり、GCは同業他社に比べて高い利益率を少ない人数で達成しているという点は評価できる点です。しかし、安川社長のその才覚は、不動産開発・売買における評価であって、上場企業の経営者としての評価は全般的に低いです。上場企業の経営者はいかに株主価値を高めているかで評価されます。この点、GCの株主は修正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GCの経営を続ける以上ならば、解散した方がよい。市場はよくに評価しているのならば、また、23年3月の東証には、資本コストや株価を意図した経営の実現に向けた要請についていまだに明確な対応はなく、日ごろのPBRも不十分であるなど、少数株主に対する配慮が見られませぬ。

安川社長以外に安川社長の経営に反対

安川社長を取締役に選任する議案に対しては、安川社長以外の株主は7年6月株主総会から26年6月株主総会に至るまで、10年連続で過半数が反対を投じています。株価の低下だけでなく、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。

安川社長は現実を客観視すべき

しかし、安川社長はGCの議決権50%を保有しているため、自ら賛成票を入れ続けることで社長を続けているのです。安川社長は自分以外の90%が反対している現実を直視し、何をどう改善すべきかを考える必要があります。

ヨドコウ

SCは、26年5月末現在、鋼板の製造・販売等を行うヨドコウの発行済株式数の約15%を保有する株主です。

株主提案を見送ることを決断

SCがヨドコウに投資してから約3年が経過し、その間、ヨドコウの株主と株主価値向上策を継続的に議論してきました。24年、25年の株主総会では株主提案も行いましたが、26年は株主提案を見送っています。それはヨドコウが26年3月に公表した中期経営計画(「中計」)に期待していたからです。しかしながら、新たな中計の内容は全く評価できるものではありませんでした。

期待外れの中期経営計画

ROE目標の現実的な引き上げ
ヨドコウの田中社長は就任以来、次期中計では、政策保有株式の売却益等を除いた本業ベースのROEを目標として公表してきました。しかしながら、新たな中計の目標は「売却益を含めてROE8%」に引き上げられています。ヨドコウは時価総額2000億円超の政策保有株式を保有し、縮減が急務であるにもかかわらず、数年は政策保有株式の売却益が税引前当期利益の20%程度を占めており、これは大きな間違いです。実質的に下方修正しているにもかかわらず、その理由を十分に説明していません。

覚悟が感じられない自己資本比率の圧縮目標

ヨドコウの自己資本比率は76%と高すぎる水準にあり、これがROEを低迷させています。しかしながら、今回公表された自己資本比率の圧縮目標は「2035年に60%と現状追従的な目標に留まっています。10年後には取締役の大半は退任している」と想定され、自分たちの在任期間で改革を行う覚悟が感じられませぬ。ヨドコウはM&A等により一時的に60%未満となる可能性もあると説明しますが、ヨドコウのPBRは1倍未満であるうえ、ほぼ無償かつ時価総額の約半分の規模の現金・有価証券保有している状況です。高価で他社を買収するくらいであれば、割安な水準に位置されている自社株式の取得に資金を活用した方が高いリターンが得られるのではないのでしょうか。

保有不動産の縮減計画が皆無

ヨドコウの過剰な保有資産は現金・有価証券に留まらず、オフィスビル・文化財・ゴルフコース・ゴルフ練習場といった本業とは無関係の不動産も大量に保有しており、資本効率を悪化させている「因た」です。ヨドコウは、保有不動産の整理を進めるSCに説明してきましたが、このうち具体的な進展がありません。

早期に中期経営計画の見直しを

このように、新たな中計では株主価値の向上は見込めず、早急に自問自答すべきです。また、今後、他社の買収を検討するのあれば、まずは自社の株価バリュエーションを改善すべきです。SCは株主還元方針、資本政策、政策保有株式の縮減等に係る複数の株主価値向上策を提案していますが、ヨドコウの財務内容であれば、既に実現可能な内容です。

