



Governance
for Owners

第8回企業財務研究会資料

日本株長期機関投資家から見た資本政策面の課題

小口俊朗, CFA

代表取締役

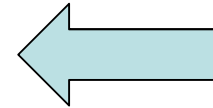
ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン (株)

www.g4owners.com

2012年 5月 29日

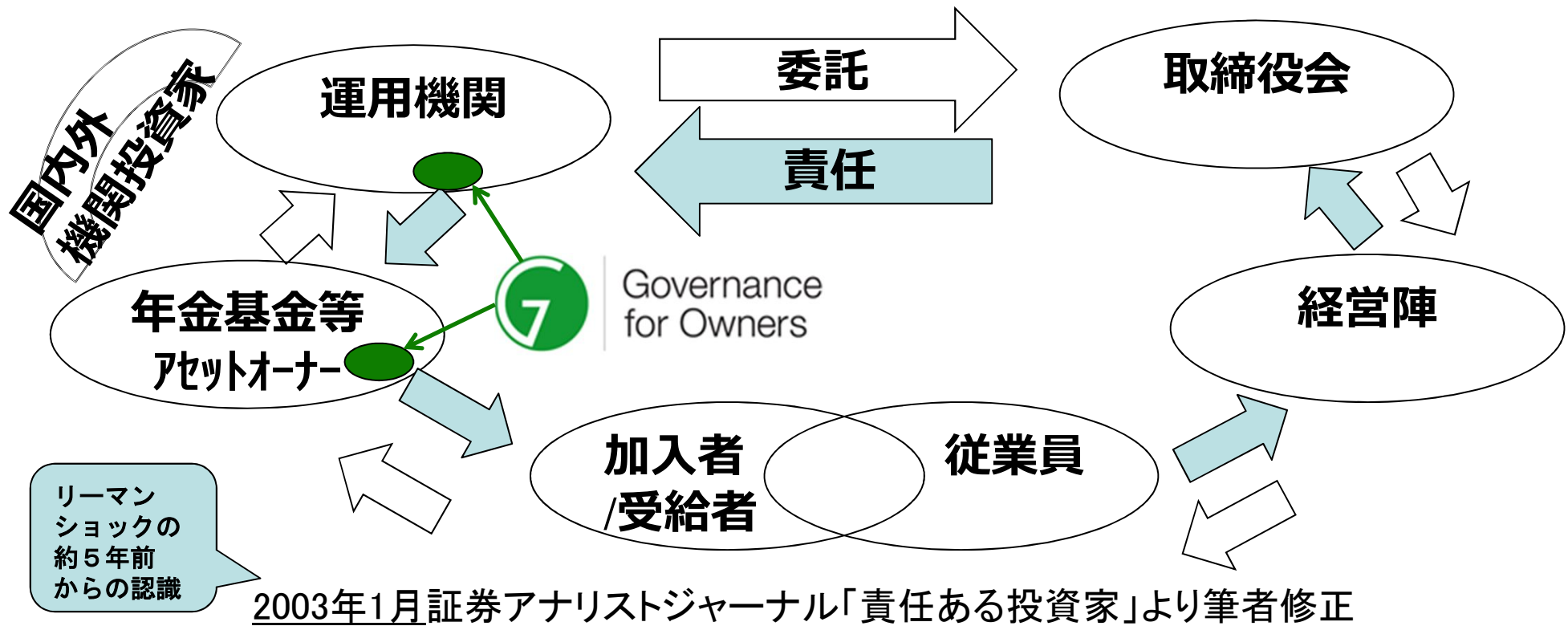


-
1. 長期機関投資家の視点
 2. 資本政策を巡る企業との対話ペーパー
 3. 背景にある問題
 1. 資本コスト意識の不足
 2. 既存株主権の侵害
 3. 投資収益との利益相反
 4. 企業と投資家の対話に向けた環境整備



受託者責任の輪

- ・ 上場企業は年金等を集約する機関投資家を通じて加入者/受給者(=従業員等)に責任を負う



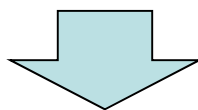
ガバナンス・フォー・オーナーズ(GO)のレーゾンデートル

The independent champion for long-term share owners

- 巨大年金基金、GO経営陣からなるパートナーシップだが、いずれのパートナーからも独立
 - GOグループLLPへの出資上限20%
- 長期株式保有者(long-term share owners)の一部として機能
 - ガバナンス・オーバーレイ(議決権行使+企業との対話)サービス
 - ✓ ジャパン・エンゲージメント・コンソーシアム etc.
 - 投資先企業との対話型ファンド
 - ✓ TMAM-GO ジャパン・エンゲージメント・ファンド etc.
- ガバナンスの障害となる利益相反の排除(+情報開示)
 - 企業とのビジネスを持たないことで「責任ある投資家」の支援者としての立ち位置を徹底

長期株式保有者(long-term share owners)の考え方

- リスクの高い株式をあえて保有する代償として
- 適切なリスク・プレミアムを「投資収益」として要求するが
- その要求期間を長期で設定



- 企業の生み出すファンダメンタル価値に長期的に投資する、
本来の投資家
 - 2012年1月証券アナリストジャーナル井手論文では「インベスター投資家」として、短期の「トレーダー投資家」「投機家」、反対売買で利ざや確保を狙う「裁定投資家」と区別
- 短期間で評価される場合、取り組み困難

長期的株式投資収益が国民の将来を左右するのは万国共通

第2回社会保障審議会年金部会

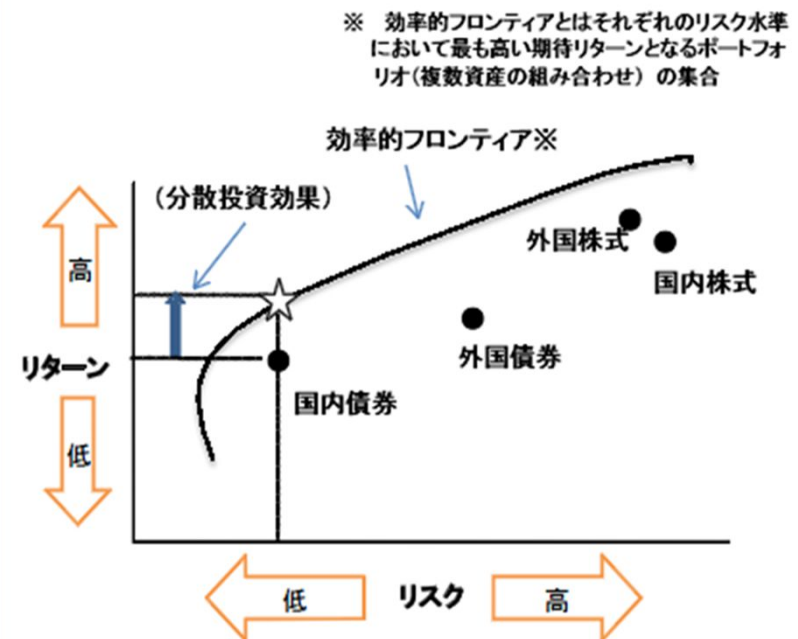
年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会

平成23年11月21日 GPIF資料より抜粋

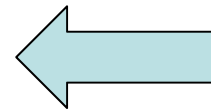
分散投資の考え方

- 債券や株式のように、特性の異なる複数の資産に分散して投資を行うことにより、長期的にリスク（収益率の変動幅）水準を抑制できることが、これまでの国内外の経験則や投資理論で明らかにされている。
- このため、国内債券を中心としつつ、国内外の株式等を一定割合組み入れた分散投資を行うことにより、国内債券で全額運用する場合と同程度のリスク水準で、期待収益率を引き上げることができる。

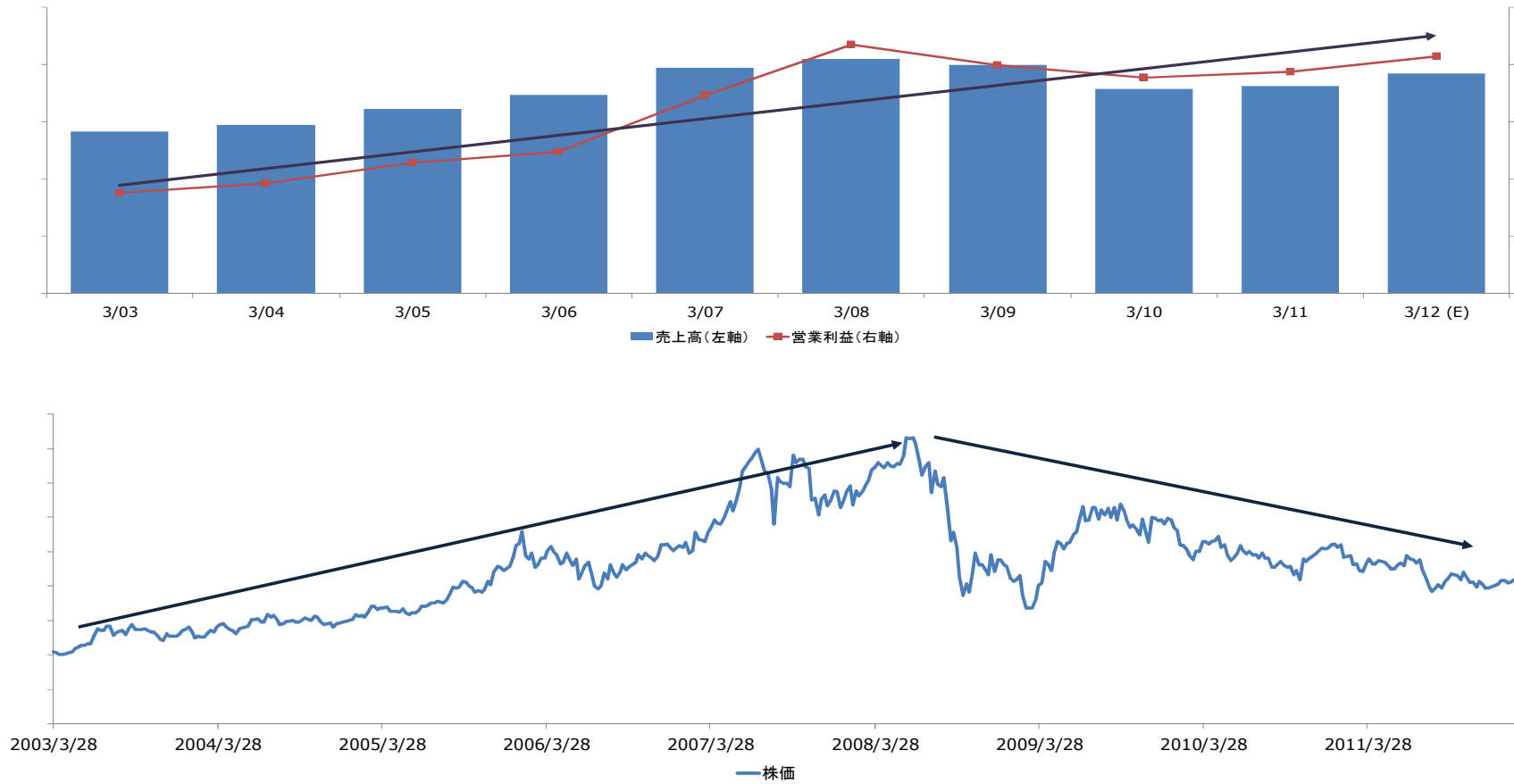
分散投資効果によるリターンの向上



-
1. 長期機関投資家の視点
 2. 資本政策を巡る企業との対話ペーパー ←
 3. 背景にある問題
 1. 資本コスト意識の不足
 2. 既存株主権の侵害
 3. 投資収益との利益相反
 4. 企業と投資家の対話に向けた環境整備

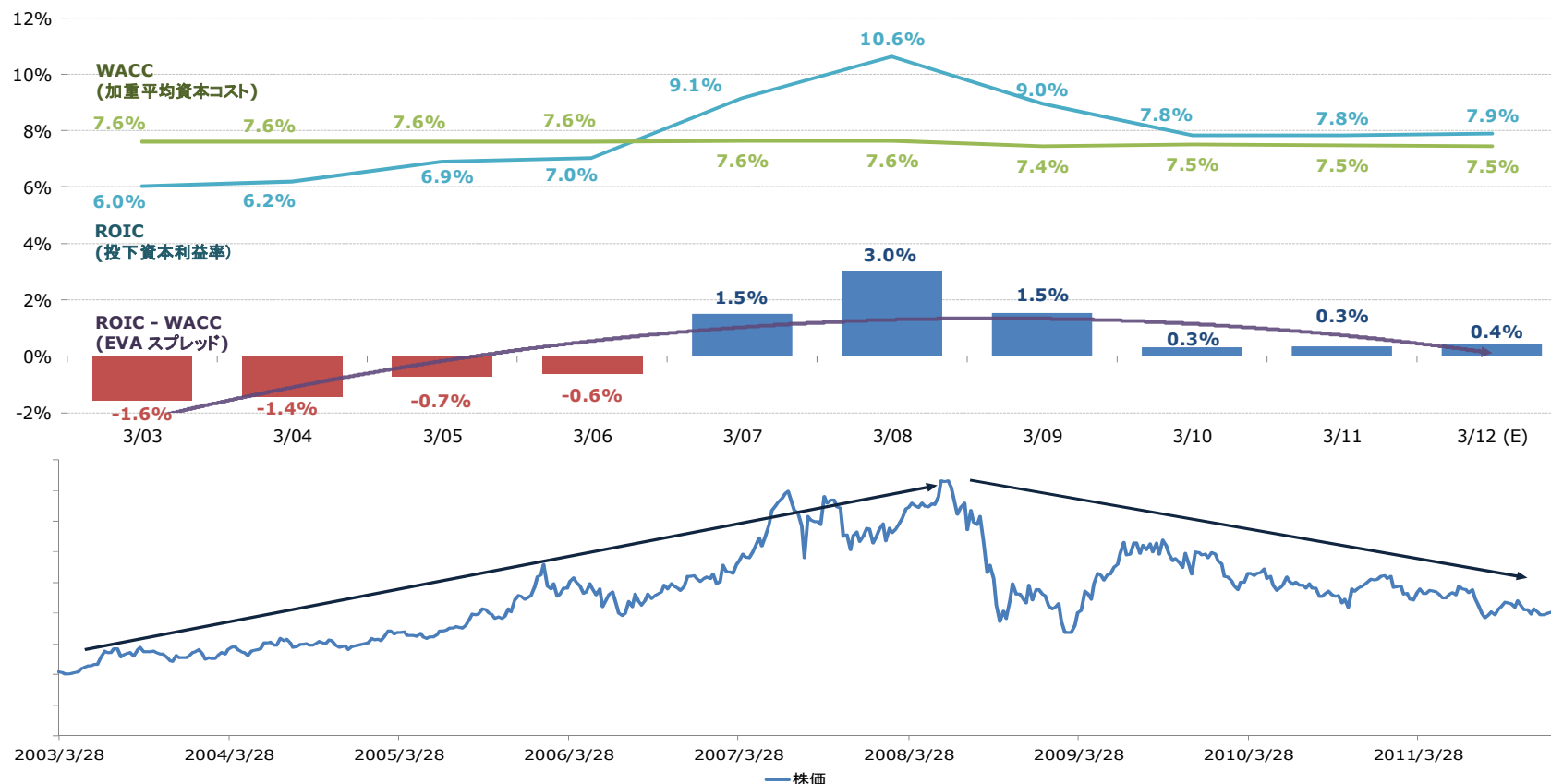


売上・利益成長 ≠ 株主価値創造



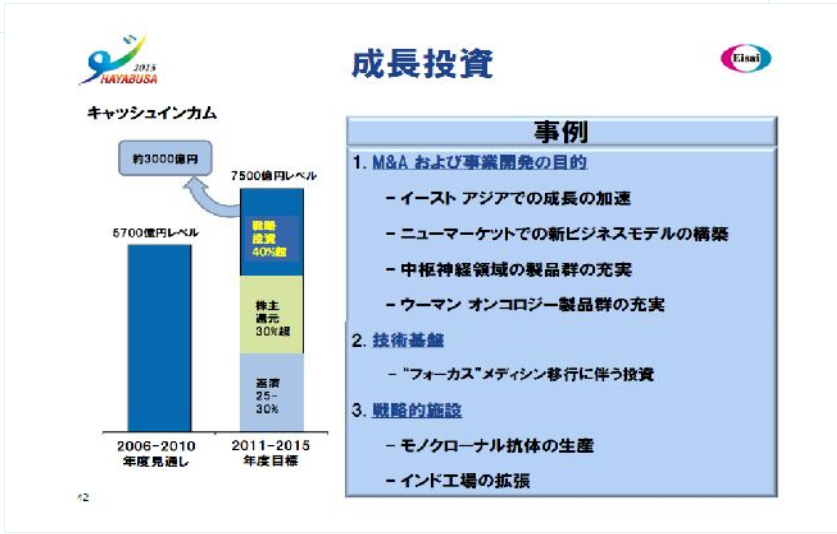
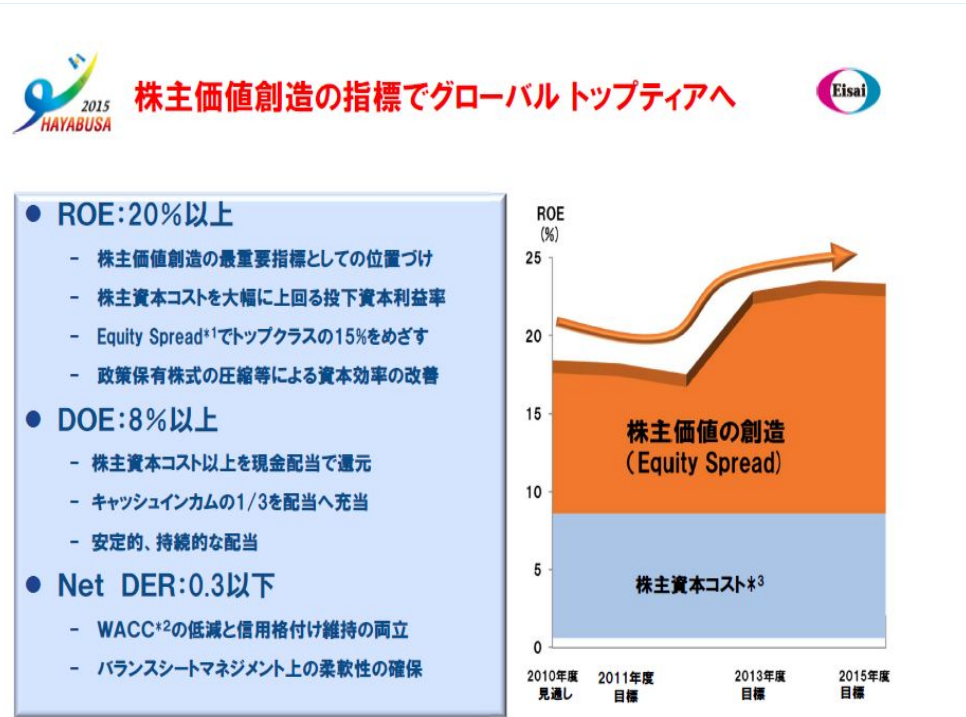
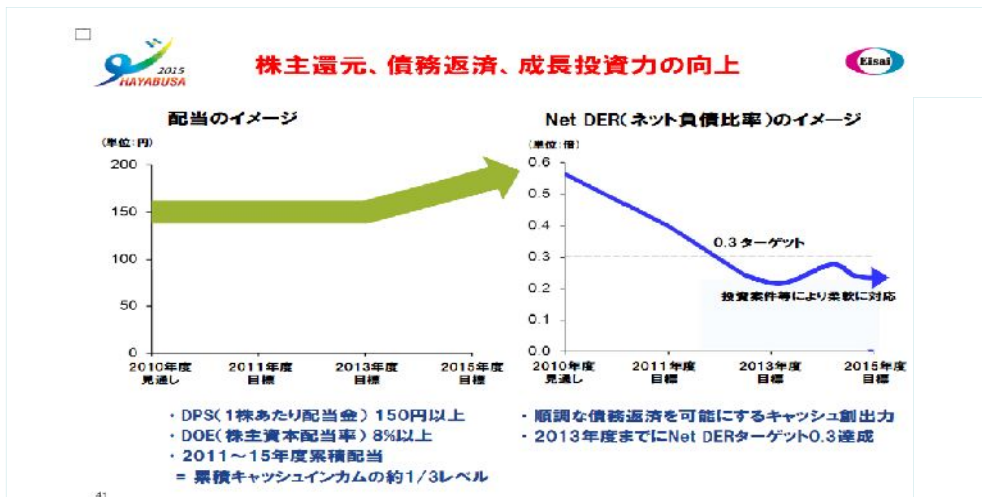
資本コストを意識した経営⇒株主価値創造

- M&Aも含め、ROIC(投下資本利益率)とWACC(加重平均資本コスト)で議論



注: ここでの株主資本コストはリスクフリーレート2%、マーケットリスクプレミアム6%として、推計ベータ0.94を用いて算出

投資家とのコミュニケーションとしての資本政策 ~エーザイの事例~

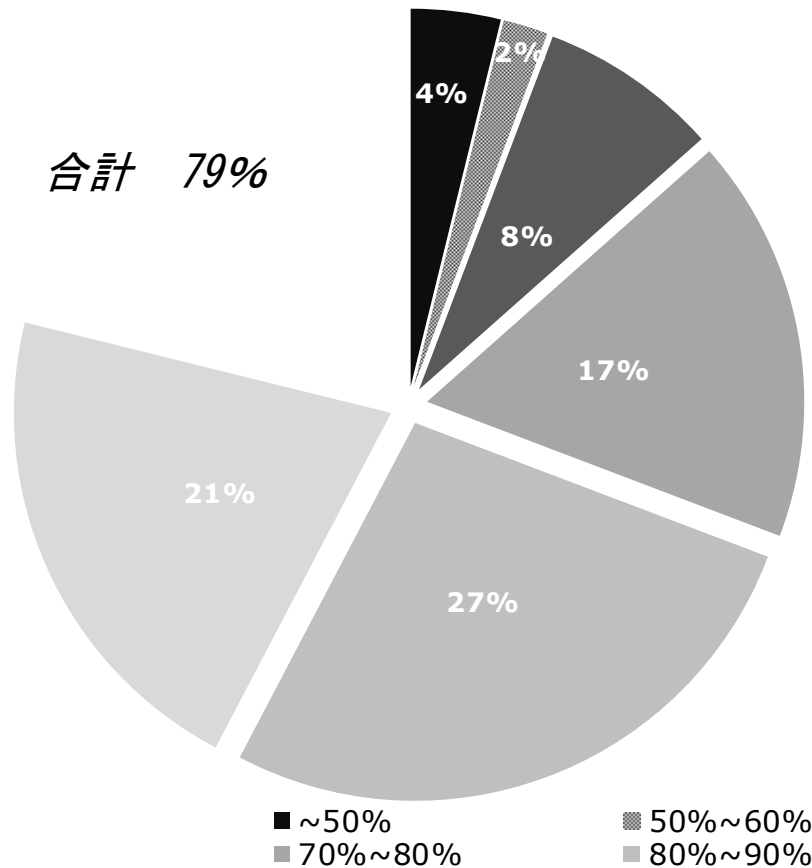


*1 Equity Spread = ROE - 株主資本コスト (%)
 *2 WACC (Weighted Average Cost of Capital): 加重平均資本コスト
 *3 株主資本コストを8%レベルと仮定

出所:
 2011年3月エーザイ記者懇談会資料

増資によるエクイティ・ストーリー？

リーマン・ショック以降のTOPIX500企業
公募増資52件（2012年4月30日時点）



52案件における、
A/Bの比率の分布

A：公募増資発表後365営業日
の平均株価
(発表後365営業日未満の増
資案件については4月30日
までの平均株価)

B：公募増資発表日の前30営
業日の平均株価

(A、B共に終値ベース)

90%未満案件は58%
【参考】
各案件毎にTOPIXで同様の計算
をすると90%未満となるのは12%



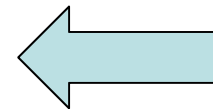
投資先企業が上場株を保有する意味は？

個別銘柄	ティッカー	株式数	株価	一株当たり 配当(円)	配当 利回り	保有価値 (百万円)	配当総額 (百万円)
		253,000	845	18	2.1%	214	5
		106,700	1842	30	1.6%	197	3
		316,000	1285	28	2.2%	406	9
		305,000	298	5	1.7%	91	2
		4,025,000	252	5	2.0%	1,014	20
		189,000	2572	52	2.0%	486	10
		176,900	2446	60	2.5%	433	11
		1,759,064	370	7	1.9%	651	12
		29,200	3190	62	1.9%	93	2
		337,000	788	25	3.2%	266	8
		50,500	4670	100	2.1%	236	5
		110,000	3025	32	1.1%	333	4
		277,000	1216	10	0.8%	337	3
		400,000	342	4	1.2%	137	2
		41,500	3345	45	1.3%	139	2
		636,300	986	25	2.5%	627	16
		2,469,000	445	12	2.7%	1,099	30
		71,100	2727	100	3.7%	194	7
		4,053,350	140	3	2.1%	567	12
		230,700	2387	60	2.5%	551	14
		170,500	2170	60	2.8%	370	10
		842,800	2130	60	2.8%	1,795	51
		200,800	1759	50	2.8%	353	10
		177,700	1871	50	2.7%	332	9
		215,000	1926	60	3.1%	414	13
		2,299,000	410	9	2.2%	943	21
		2,096,000	320	8	2.5%	671	17
合計					2.4%	12,947	305
網掛け部合計					2.5%	9,363	232

事業との関連
想定困難



-
1. 長期機関投資家の視点
 2. 資本政策を巡る企業との対話ペーパー
 3. 背景にある問題
 1. 資本コスト意識の不足
 2. 既存株主権の侵害
 3. 投資収益との利益相反
 4. 企業と投資家の対話に向けた環境整備



ROEと株主資本コスト

r = 株主資本コスト (財務リスク増加により上昇)

g = $ROE \times (1 - \text{配当性向})$ = 内部成長率 = 配当成長率

DCFモデル (永久成長から $r > g$: 下付き数字は各期末を表示) によると

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_1(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{DIV_1(1+g)^2}{(1+r)^3} \dots$$
$$= \frac{DIV_1}{r-g}$$

$ROE = EPS_1 / BPS_0$ から

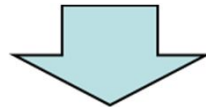
$$P_0 = BPS_0 \times ROE \times \text{配当性向} / (r-g)$$

$$PBR = \frac{ROE \times \text{配当性向}}{r-g} = \frac{\{ROE - ROE \times (1 - \text{配当性向})\}}{r-g}$$
$$= \frac{ROE - g}{r-g}$$

ROEが株主資本コストを上回ることで
株主価値創造 (時価総額 > 株主資本)

資本コストが意識されるためには・・・

- 市場による自浄作用(TOB)があればウォールストリート・ルールによる株価形成が有効だが・・・
- 議決権行使(ROE基準)は有効なメッセージとなり得ても、企業毎・プロジェクト毎に異なる資本コストへの対応に限界があり、一方通行となる恐れ



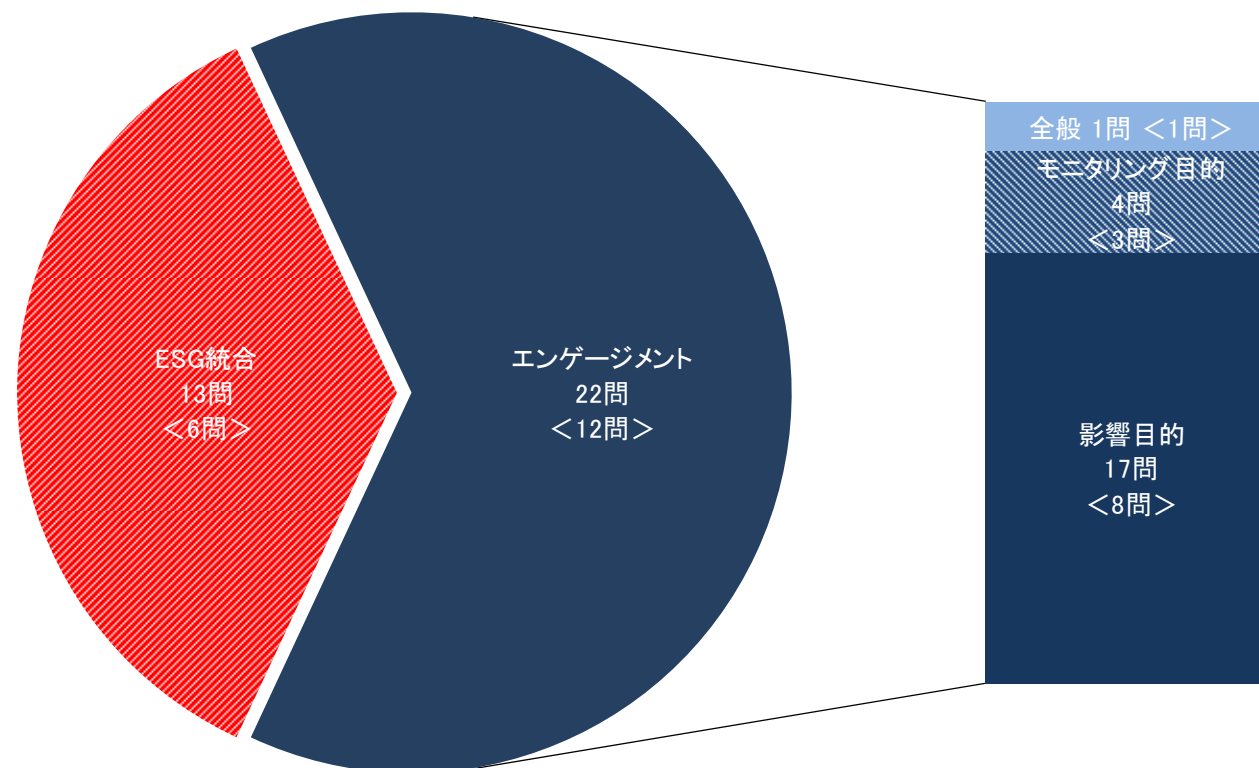
- 「エンゲージメント」(株主総会における議決権の直接対象となる項目のみならず、戦略、業績、リスク、報酬、コーポレート・ガバナンス等に関する目的をもった対話*)が重要

*英国スチュワードシップ・コード(2010年7月公表：2012年10月改定に向けコンサル中)の定義
なお、2012年10月改定案で、スチュワードシップ活動は、モニタリング、エンゲージメント、議決権行使を含む概念と定義

グローバルな潮流

- 国連責任投資原則署名投資家(年金等アセットオーナー250<うち日本5>、アセットマネージャー620<うち日本12>:2012年4月末現在)を対象とした年次レポート改定版は、2013年より一部公表義務化

2012年試験的実施案における
上場株直接投資家向け35問
内訳
<うち公表義務化>



<http://www.unpri.org/files/2012.04.16%20PRI%20Reporting%20Framework%202012%20Listed%20Equity%20supplement.pdf>

報酬制度

- ・ 資生堂・コマツ等、株主と目線を合わせる業績連動報酬導入の良好な先行事例
- ・ 宮島教授・保田准教授論文*では、国内外機関投資家とも、ストック・オプションに対する選好を確認

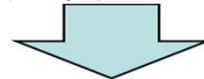
*金融研究センターDP2011-11 <http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2011/11.pdf>

「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか-内外機関投資家の銘柄選択の分析を中心として-」

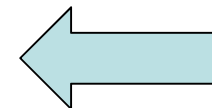
宮島 金融庁金融研究センター特別研究員（早稲田大学商学大学院教授、早稲田大学高等研究所所長）

保田 小樽商科大学大学院准教授

- ・ 一方で、機関投資家の銘柄選択や議決権行使（業績不振企業の過大な報酬支払に対する反対票）が業績連動度の高い報酬制度の普及に十分な影響はもっていない点も、合わせて指摘
 - スtock・オプションの導入は、東証1部企業では、2002年以降、35%程度で現在ほとんど変化なし
- ・ エンゲージメントで検討を働きかける価値大

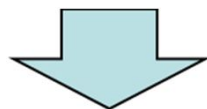


-
1. 長期機関投資家の視点
 2. 資本政策を巡る企業との対話ペーパー
 3. 背景にある問題
 1. 資本コスト意識の不足
 2. 既存株主権の侵害
 3. 投資収益との利益相反
 4. 企業と投資家の対話に向けた環境整備



当局・取引所等の対応

- ・ 第三者割当の規制
 - 金融庁、東証（2009年8月～12月）
- ・ ライツ・オファリング円滑化のための制度整備
 - 金融庁、東証 他（2009年12月～2012年4月）
- ・ 公募増資に関する空売りの規制
 - 金融庁（2011年12月）
- ・ 増資新株配分先の発行会社への開示
 - 日本証券業協会



- ・ 改善と顕在化した課題・・・

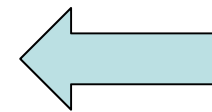
既存株主の基本的権利

- ・ 歴史的には、増資をすることは、会社の組織の基本を変えることであって、定款変更が必要であり、そのための株主総会決議が必要
- ・ 現在でもヨーロッパ諸国は原則として新株発行は株主割当によるとされ、そうでない場合は株主総会決議がないと新株が発行できない制度が原則
- ・ 米国は各州の間で緩和競争が起きてしまったので、ニューヨーク証券取引所等は、20%を超える新株の発行は原則として株主総会の承認がなければならぬと、上場規則により規定
- ・ 日本は、米国州会社法の緩やかなところだけを戦後継承
 - 商事法務No. 1878(2009年10月5日) 岩原紳作東京大学教授

グローバル機関投資家の主張

- 株主割当ではない新株発行授権を、年次株主総会で既存株主に承認させる権利を付与
- 1年間で5% (英国基準) 等の新株発行授権を超える場合には、株主に理由と目的を説明
 - ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス白書」(2008年5月) 提言
- 1年間で10%を超える(既存株主の承認のない)割当には多くのグローバル投資家は異論
- 希釈化については、第三者割当のみならず公募増資についても合理的な水準内に止められるべき
- 日本の証券取引所が、私募、公募共に、過度な希釈化を防止する適切なルールを設定するよう提案
 - 「会社法制の見直しに関する中間試案」に対する意見書 (2012年1月)
http://www.governanceforowners.com/images/upload/press_91.pdf

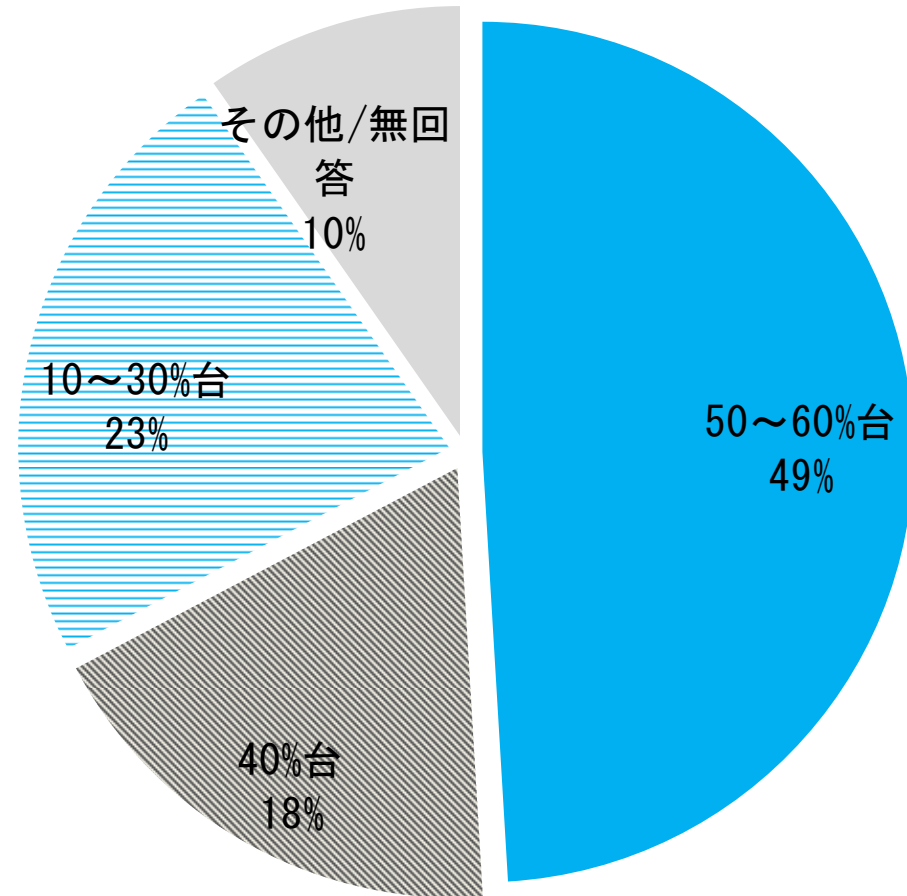
-
1. 長期機関投資家の視点
 2. 資本政策を巡る企業との対話ペーパー
 3. 背景にある問題
 1. 資本コスト意識の不足
 2. 既存株主権の侵害
 3. 投資収益との利益相反
 4. 企業と投資家の対話に向けた環境整備



安定株主比率

(出所)
商事法務「株主総会白書」2011年版より作成
(回答数1,849)

- 株主総会決議で
会社側提案を
支持してくれることが
期待できる株主が
保有する議決権比率を想定

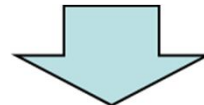


その他には、安定株主比率が10%未満、70%台以上を含む



金融機関の銘柄選択行動

- 宮島教授・保田准教授論文によると、金融機関は1990年以降機関投資家と明確に異なる銘柄選択行動をとっており、その選好はほとんど逆
 - 時価総額（規模）、流動性、海外売上比率にはほとんど感応せず
 - 浮動株比率には負に感応し、有利子負債比率にはむしろ正に感応
 - 研究開発比率が低い企業を選好
 - 2003年4月以降、規模の大きな取締役会を選好
 - 社外取締役に対して計測期間すべてについて有意に負に感応
 - ストックオプションを導入していない企業ほど保有比率が高い




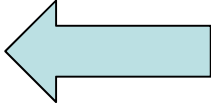
- 非「投資収益」が長期機関投資家と異なる投資を合理化？

グローバルな潮流

- 他の多くの国で見られるように、利害関係のある関係者は重要な関係者間取引に関する議決権行使から除外することも検討されるべき
 - 「会社法制の見直しに関する中間試案」に対する意見書(2012年1月)
http://www.governanceforowners.com/images/upload/press_91.pdf
- 直接、間接の利害関係を有する主要株主等は、取引承認決議で投票してはならない(マレーシア証券取引所上場規則)
 - OECD「アジアにおける濫用的関係者間取引への取り組みガイド」(2009年9月)
- <年金基金、保険会社、信託、集団投資スキーム等のアセットオーナーと、その資産を運用する運用機関等>機関投資家は、
<モニタリング、エンゲージメント、議決権行使等>スチュワードシップに関する利益相反をマネージする、
<顧客、受益者の利益を最優先させるため、あらゆる合理的手段を取ることを企図する、有効な>方針を策定し公表
 - 英国スチュワードシップ・コード第2原則(2010年7月:< >は2012年10月改定案より)

考えられること

- ・ 機関投資家にはスチュワードシップ・コード第2原則
 - 有効な利益相反マネージメントの公表
 - (例) 利益相反がある場合は議決権行使外部委託
 - ・ 上場企業には株式保有のアカウンタビリティー
 - 事業資産ROIと株式資産ROIの比較と差額の説明
 - 議決権行使方針の開示は考えられるか？
- 等
- 
- ・ 受益者、株主への説明責任を求める結果として、長期で「投資収益」を追及する機関投資家をサポート

-
1. 長期機関投資家の視点
 2. 資本政策を巡る企業との対話ペーパー
 3. 背景にある問題
 1. 資本コスト意識の不足
 2. 既存株主権の侵害
 3. 投資収益との利益相反
 4. 企業と投資家の対話に向けた環境整備 

長期機関投資家にとってのコーポレート・ガバナンス

- 目的ではなく、価値創造の手段
 - 株主から長期的企業価値の創造を当然に期待されている取締役は、株主に対して説明責任を負っているとの、国境を超えた普遍的原則
 - 宮島教授・保田准教授論文では、世界的な景気回復からリーマン・ショックまでの期間(2003/4-09/3)、海外投資家による独立性の高い社外取締役を持つ企業に対する選好が強まったとの分析
 - 海外投資家はパフォーマンスの高い企業に投資する傾向が強いとの逆の因果関係を考慮しても、海外機関投資家のシェアの高い企業ほど、ROAの上昇率が大きいことを確認
 - ガバナンス改革がコスト増要因であるにも関わらず、パフォーマンスとのポジティブな関係を確認する研究はあっても、ネガティブな実証結果がないのは、コスト負担を正当化
- 説明責任を果たし価値創造につなげるため、なすべきことは多い

長期機関投資家が日本での議論を望むこと

独立取締役による取締役会への貢献事例

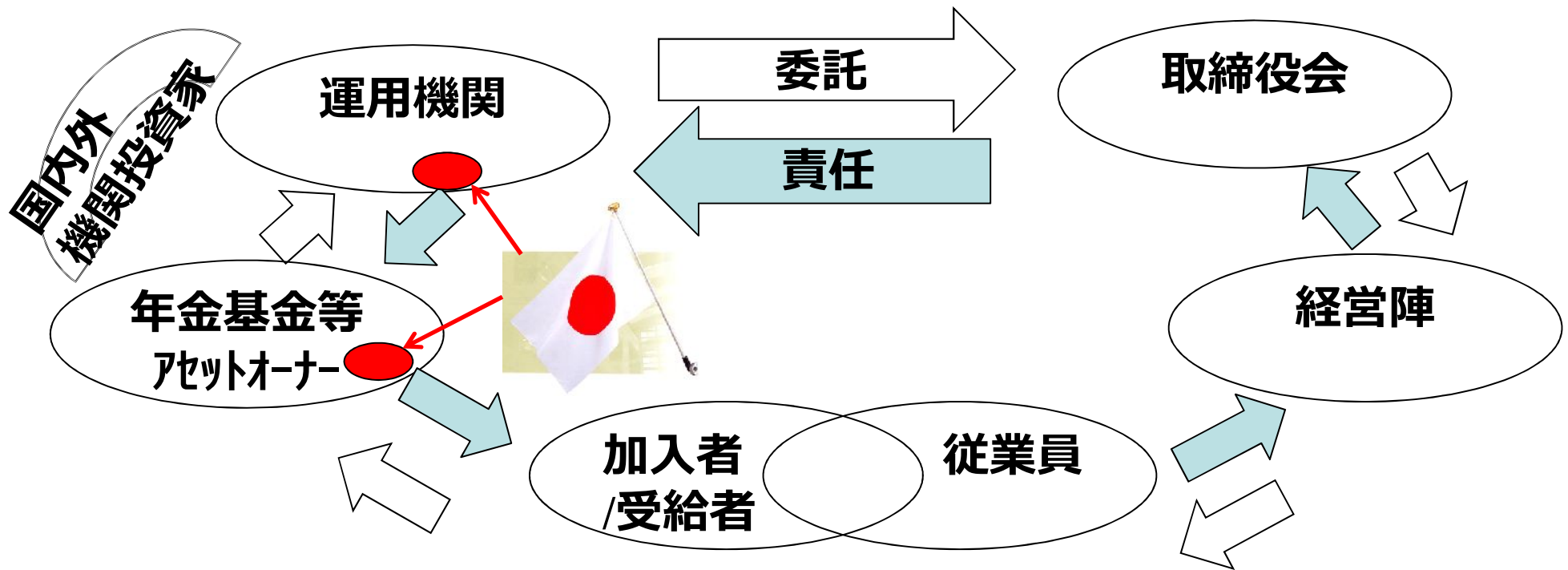
- ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書」（2009年12月）

- 会社に対する投資家の信認向上（長期的には流動性や資本コストにプラスの影響）
- 取締役会での討議に広範な見識をもたらすことで意思決定強化に寄与
- 取締役会における重要な専門知識範囲の拡充
- グローバルな戦略展開やリスク管理を支援し、戦略的な意思決定に独立した判断を提供
- 経営陣の説明責任の向上
- 取締役会が株主を含む全てのステークホルダーの利益を考慮することの証明
- 会社のガバナンス体制が進展し続けていることの証明に寄与-ガバナンスのグローバルスタンダードは立ち止まらず変革を続ける

年金基金が責任を負う人々

- ・ スウェーデン国民年金第4基金(AP4)の基本哲学は、スウェーデン国民年金受給者のため、長期間にわたり可能な限り高いリターンを生み出し、その結果として年金制度の安定性を支えるべく、資産を管理することにあります
 - ・ RPMILレイルペンは、英鉄道年金基金約50万人の年金を管理する責任ある投資家として、企業に関心を持ち関与する株主の存在する企業は、そのような株主が存在しない企業に比べ、長期的に優れた財務パフォーマンスを実現する可能性が高いと確信しています
 - ・ 英国大学退職年金基金(USS)は、英国の大学、その他高等教育調査機関の学者、上級管理スタッフ27万人を超えるメンバーのため、資産を運用しています
- － 「会社法制の見直しに関する中間試案」に対する意見書(2012年1月)添付資料より
http://www.governanceforowners.com/images/upload/press_91.pdf

受託者責任の輪



株主・投資者による経営との対話の充実

- 株主・投資者においては、株式売買や議決権行使を通じた経営監視にとどまらず、これらを背景に、日常から、経営者との対話の中で、経営についての建設的な議論を充実させていくことが重要となる。
- このことは、上場会社等の経営トップが、自らの経営方針等について株主・投資者の言語で的確に説明し、株主・投資者とのコミュニケーションの充実を図っていくという環境の醸成に資するものである。また、このような環境が整備されれば、例えば企業買収等の局面においても、感情的な対応を避け、経営者が自らの経営方針等を株主・投資者に明確に説明していくとの対応が促進されることが期待できる。
- 我が国企業のガバナンスを向上させていくためには、経営に対して建設的にものを言う投資者の厚みをいかに確保していくかが重要であり、このような観点から、関係者の一層の取組みが期待される。

「建設的にものを言う投資者の厚み」確保に向けた課題 — 権利 —

- 実質株主の法的地位
 - 会社法310条等から代理人資格人数を制限する定款
 - 2007年EU指令「代理人の適格性に関する現行制約並びに代理人任命に対する過度の形式要件の廃止」
 - 権利を主張する以上、会社要求による実質株主の開示制度は納得的
 - 2006年英国会社法793条
- 「重要提案行為等」「実質的共同保有者」規定が不要な抑制と
ならないよう制度運営
- 経営との対話のセーフティネット確保
 - 英国コーポレート・ガバナンス・コードA.4.1.「通常の対話ルートが問題解決に至らず、また不適切であると株主が考える場合、上級独立取締役が株主の対応をすべき」

「建設的にものを言う投資者の厚み」確保に向けた課題 — 責任 —

- 機関投資家責任の明確化

- 【参考】英国スチュワードシップ*・コード7原則

- スチュワードシップ活動が、企業の長期的成功を促し、最終受益者、そして経済全体に寄与するとの考えから制定

- (1)機関投資家としてのスチュワードシップ責任遂行方針の公表
- (2)スチュワードシップに関する利益相反の管理方針設定と公表
- (3)投資先企業のモニタリング
- (4)スチュワードシップ活動活発化のガイドライン設定
- (5)必要時の他投資家との協業
- (6)議決権行使方針設定と結果開示
- (7)委託者受益者への定時報告

*モニタリング、エンゲージメント、議決権行使等