

三菱UFJモルガン・スタンレー証券



## 株主アクティビズムの新たな潮流

2018年12月11日

## Table of Contents

Section 1	株主アクティビズムとは？	3
Section 2	直近の株主アクティビズムの状況	11
Section 3	ケーススタディ	19
Tab A	General Electric	20
Tab B	P&G	23
Tab C	Value Act	28
Tab D	サントリー/Beam - もう1つの真実	33
Appendix A	最適資本構成と企業価値の最大化	37
Appendix B	「ピュアプレーの時代」（日本経済新聞記事）	48
Appendix C	コーポレートガバナンス改革の深化に向けた6つの論点	50
Appendix D	2018年6月株主総会における主な潮流に関する考察	52

SECTION 1

---

# 株主アクティビズムとは？

# はじめに

## 本邦を取り巻くコーポレートガバナンス及び資本市場の環境変化

- 日本企業を取り巻くコーポレートガバナンス及び資本市場の環境変化を受け、**企業と株主の間の積極的な対話を促進する動きが活性化**
- また、投資家・株主は、これまで以上に、**対象企業の企業価値最大化を意識した議決権行使を行う傾向**
- 日本では、戦後長らく企業が資本市場や株主よりもレンダーである銀行を強く意識して経営を行う「バンクガバナンスの時代」が続いてきましたが、近年のコーポレートガバナンスの強化及び資本市場の環境変化を背景に、**より株主を意識し企業価値の最大化を最も重要なゴールとする経営に大きく舵が切れ、「エクイティガバナンスの時代」へと急速にシフト**

- 1 スチュワードシップ・コードの改訂(平成29年5月29日改訂)**
  - 複数の投資家による集团的エンゲージメント
  - 機関投資家による議決権行使の個別開示
- 2 議決権行使の厳格化**
  - 議決権行使助言会社のISSは、ROE平均が5%を下回る企業のトップの再任に反対推奨
  - 議決権行使の個別開示の影響を受けて、取締役選任や買収防衛策の賛成率が低下
- 3 持ち合い解消に向けた更なる動き**
  - コーポレートガバナンス・コードを受けた持ち合い解消の加速
  - 株式売却益課税の非課税化又は減税の提案
    - 2002~2008年の間、ドイツでは株式の売却益を非課税化
- 4 物言う株主(所謂アクティビスト投資家)の動きの活発化**
  - 資本効率性の追求、積極的な株主還元(増配・自社株買い)の提案
  - 事業ポートフォリオの絞り込み
  - 投資家が推薦する社外取締役の就任要請
  - 上場子会社の位置付け

より資本市場・株主を意識した企業経営が求められる

## 「物言う株主とは」

### 「物言う株主」とは

- 株式を一定程度取得した上で、対象企業経営陣と議論を重ね、積極的に提言・提案を行う株式投資家
- 経営効率の改善、事業ポートフォリオの見直し、資本構成の最適化、株主還元強化、ガバナンス改善等の提案を通じて、株主価値の向上を目指す

### アクティビストのみならず ロング・オンリー等も 「物言う株主」に

アクティビスト

ロング・オンリー・ファンド

公的年金ファンド

その他ヘッジファンド等

### 洗練化するアプローチ方法

- 最近では、市場・メディアでの評判や受け止められ方を入念に分析した上で、慎重に 対象企業にアプローチ
  - より高度且つ洗練された提案手法（事業内容に関する深い分析含む）
  - 議決権行使助言機関・優良機関投資家からの賛同を目指す

**最も狙われやすいのは、資本市場・投資家の声に耳を傾けず、自らの問題点に積極的に対処せず、結果、収益性・株価が低迷する企業や、本源的企業価値と株価に大きなディスカウントがある  
コングロマリット企業**

## アクティビストに狙われやすい企業群

アクティビストから株主提案をされる前に自発的なアクションを取ることが肝要



アクティビストがターゲットにする企業は、その企業の本源的企業価値 (Intrinsic Value) に対して、現在の株価・企業価値が大きなディスカウントとなっているケースが多い

要因例	具体的なアクション例
<p>コングロマリット企業 (所謂、コングロマリット ディスカウント)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>収益性の低い事業を抱えており、事業間のシナジーもなく、資本効率性が低い為、PERやEBITDAマルチプルを押し下げている</li> <li>→事業ポートフォリオの思い切った見直しを行い、収益性及び資本効率性が低いビジネスを売却、資本を回収し、コアの成長分野への買収含む資本投下</li> </ul>
<p>資本構成・株主還元 に課題</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>最適資本構成 (Optimal Capital Structure) を目指し、自社株買い・増配を実施。今後の事業戦略、投資戦略に基づいた資本活用戦略 (所謂Capital Management Strategy) を決算発表時やIRで発表し、投資家からの理解を得る努力</li> </ul>
<p>上場子会社の存在 (少数株主との 利益相反)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>今後のグループの事業戦略・資本戦略に照らし合わせて、戦略的に重要であれば完全子会社化 (基本は現金での公開買付け)。ノンコアであれば同業他社またはPEファンド等への売却</li> </ul>
<p>官僚的な企業文化、 複雑な組織形態 意思決定プロセス</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>GBUに権限集中など行い、変化に対してスピード感ある対応力強化</li> <li>デジタル戦略分野等において、外部人材の積極的活用</li> <li>社外取締役等に企業経営実績のある優秀な人材登用</li> </ul>

## コングロマリット VS. ピュアプレー

- ① 時価総額増減に差？
- ② 収益性(ROE)に差？
- ③ 成長期待(PER)に差？

コングロマリットとピュアプレーを比較



VS.



# コングロマリット VS. ピュアプレー (続き)

強い本業や成長分野への資本・経営資源の効率的な配分が、財務上のパフォーマンスと資本市場における評価に如実に反映

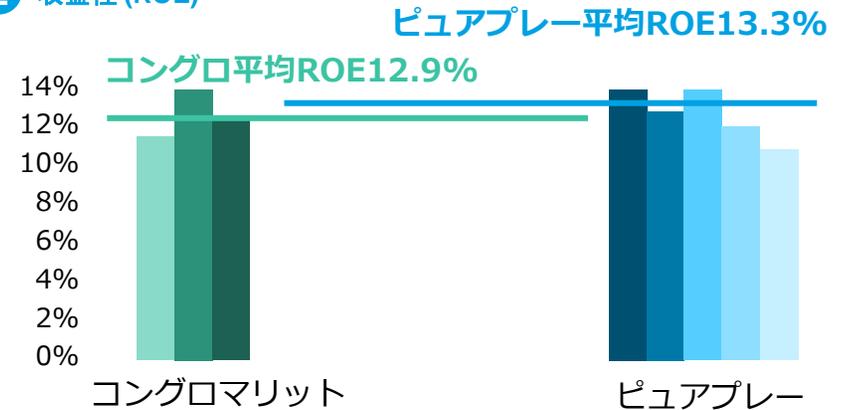
## 1 時価総額推移 (過去5年) (1)



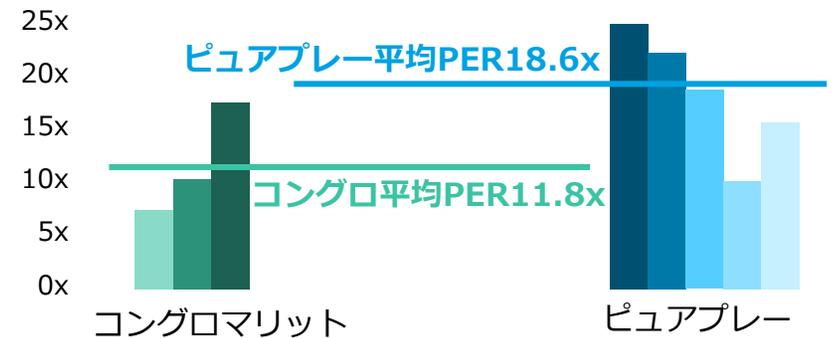
### 時価総額増加率 (過去5年)

- ・ **コングロマリット平均増加率 : 40.6%**
- ・ **ピュアプレー平均増加率 : 181%**

## 2 収益性 (ROE) (2)



## 3 成長期待 (PER) (3)



出社: Capital IQ

注:

1. 2013年~2018年10月31日
2. 2018年3月期
3. 2018年3月末時点時価総額及び決算期末時点の翌期純利益アナリスト予想値に基づく

## ケーススタディ： ユナイテッド・テクノロジーズ（“UTC”）の会社分割

2018年11月、航空・防衛事業における大型買収の完了と併せて、それぞれ独立する3社への会社分割を公表

### 会社概要

- ✓ 米国コネチカット州に本社を置くコングロマリット企業
- ✓ 航空・防衛産業向け、及び、ビル向け機器・設備・システムの製造・販売
- ✓ 売上：598億ドル（2017年実績）、時価総額：983億ドル（2018年11月29日時点）

### 本件分割の狙い

各事業への集中を通じた成果・業績の向上

強固な財務体質の確保

資本構成及び資本配分の柔軟性の確保

M&A機会の拡大

事業毎の業績に応じた経営層向けインセンティブ設計

投資家層の拡大

### 分割計画の概要

想定ストラクチャー

- CarrierとOtisのタックスフリー・スピノフ

完了時期及び条件

- 取締役会の承認他必要な手続きを経て、今後18-24ヶ月で分割完了予定

財務方針

- 3社すべてについて、投資適格を維持する見通し
- 各社ニーズに応じて、資本構成及び配分を設計予定
- 3社合計の配当金は、足元のUTCの配当金を下回らない

分割コスト

- 会社分割に伴う一時費用として25-30億ドルを想定
- 毎年3.5億ドル～4億ドルのコーポレートコストの追加発生を見込む

# 会社分割後の各社概要、資本構成、投資プロファイル



会社概要	民間航空機及び防衛産業向け、航空機エンジン及び各種システムのグローバルリーダー	空調、冷凍、ビルディングオートメーション、防災、セキュリティ等ビル向け機器・設備のグローバル大手	エレベーター、エスカレーター、動く歩道の製造・販売・サービスのグローバル大手
2017年度売上高	390億ドル	180億ドル	120億ドル
売上高内訳			
顧客数	100s	販売代理店等: 1,000s エンドユーザー: 1,000,000s	100,000s
必要投資資金	大	中	中／小
投資ホライゾン (投資サイクル)	超長期	短期	長期
アフターサービス市場 におけるプレゼンス	高	中	高
市場成長率	GDP++	GDP+	GDP
長期EBITマージン ポテンシャル	10%台半ば～後半	10%台半ば～後半	10%台半ば～後半

出所: 会社開示資料

SECTION 2

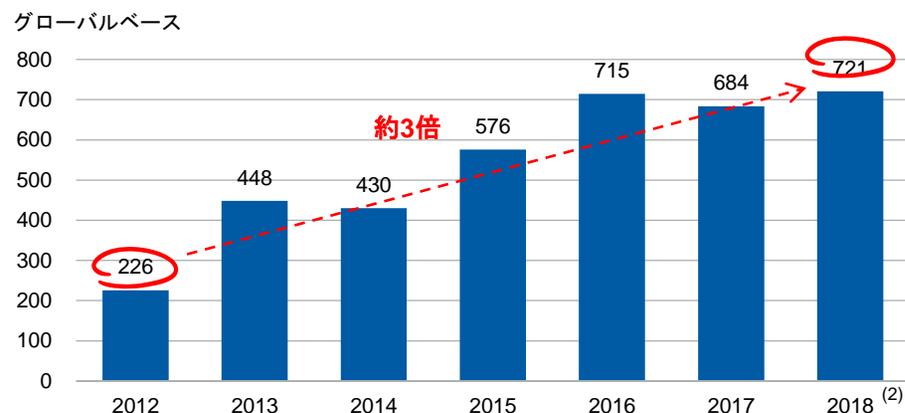
---

## 直近の株主アクティビズムの状況

# 全世界でアクティビズムが増加傾向

- 全世界でアクティビスト投資家の活動件数は飛躍的に増加しており、会社規模・業界・株価動向を問わず、全ての企業がアクティビズムの対象に
  - GE、P&Gに留まらず、Apple、ダウケミカル等もその対象に
- 本邦においてもアクティビズムが浸透。直近は、非公開な状況での株主提案も増加

アクティビストによる経営関与を目的とした投資事例数



出所: Activist Insight and FactSet

今や上場企業であればいかなる企業でもアクティビズムのターゲットになり得る状況

世界的な大手・優良企業

日本企業

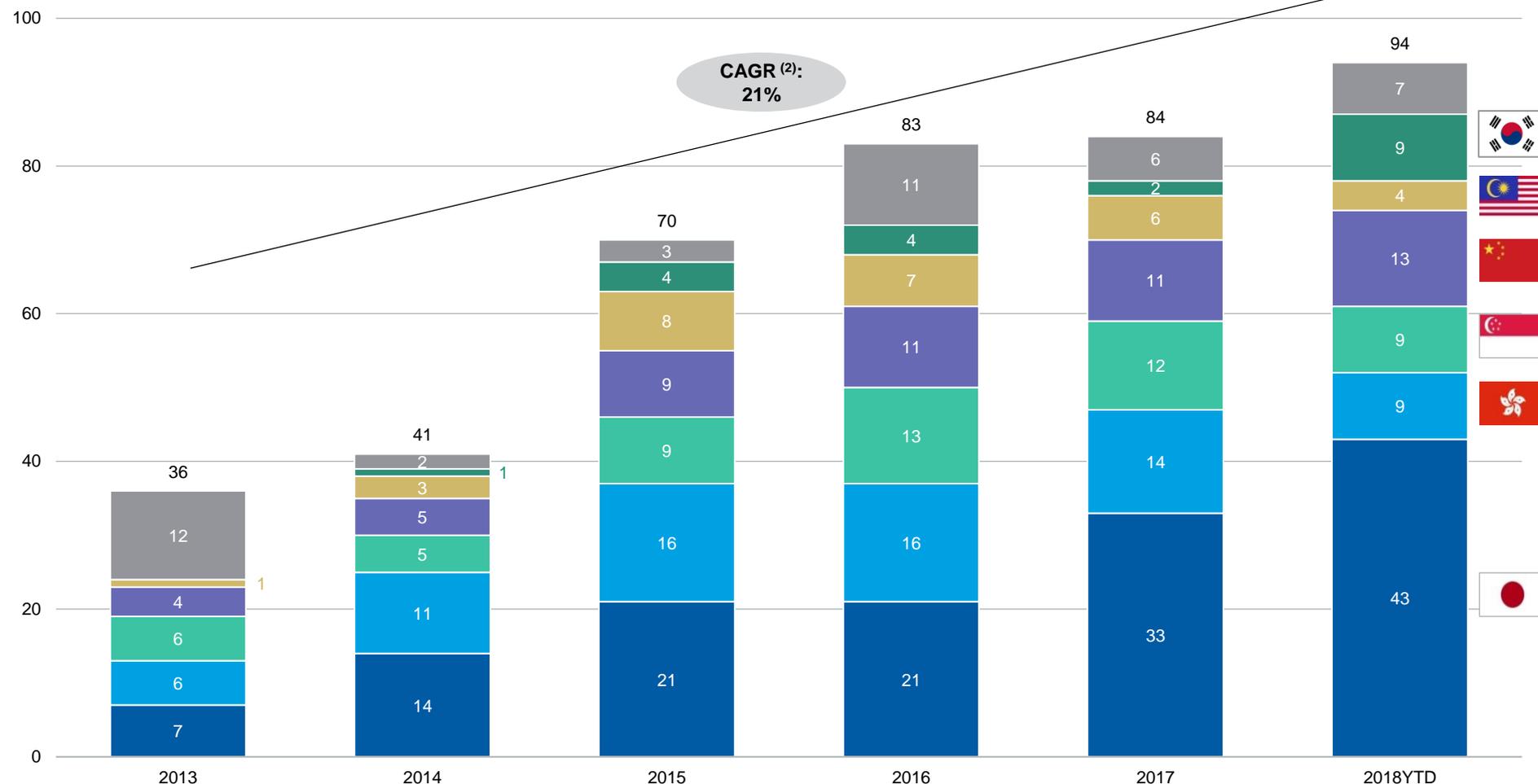
注:  
 1. 2018年9月30日時点で時価総額\$500MM超の企業を調査対象。但し、13Dを提出しているもアクティビズムを公開していない事例については除く  
 2. 2018年9月30日時点

# アジアにおける株主アクティビズムは増加傾向

日本における株主アクティビズムは、2013年の7件から43件（2018年現在）へと増加

アジア地域におけるアクティビズム・キャンペーン数の推移 2013-2018 YTD (1)

アクティビストの標的となった企業数



■ 日本 ■ 香港 ■ シンガポール ■ 中国 ■ マレーシア ■ 韓国 ■ その他アジア

出所: Activist Insight

注:  
 1. 1/1/2013 - 10/31/2018にアクティビストキャンペーン対象となった企業  
 2. 2013年 - 2018年 YTD CAGR データ:

## 近年アクティビストが大量保有報告書（5%以上保有）を提出した主な事例

初回の大量  
保有報告提出  
日

初回の大量 保有報告提出 日	アクティビスト	企業名	時価総額 (億円) (1)	出資比率 (参考数値) (2)	直近保有目的	主なアクティビストの公開要求
2018/10/24	南青山不動産 (村上ファンド)	マクセル ホールディングス 	834	1.79%	投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと	• N/A
2018/8/13	エリオット 	アルプス電気 	5,995	10.88%	投資。なお、状況等に応じ、発行会社及び／又はその関係会社との間で議論を行い、又はこれらに対して重要提案行為等を行うこと	• N/A
2018/7/13	エリオット 	アルパイン 	1,715	7.52%	投資。なお、状況等に応じ、発行会社及び／又はその関係会社との間で議論を行い、又はこれらに対して重要提案行為等を行うこと	• N/A
2018/6/27	オアシス 	パソナグループ 	658	5.02%	ポートフォリオ投資および重要提案行為	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 重要提案行為                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– 適切な経営資源の配分</li> <li>– 厳格なコスト管理体制の構築・徹底</li> <li>– ガバナンス体制の刷新</li> </ul> </li> </ul>
2018/5/31	バリューアクト 	オリンパス 	13,178	5.04%	純投資及び経営陣への助言又は状況に応じて重要提案行為等を行うこと	• N/A
2018/1/19	オアシス 	GMO インターネット 	2,304	4.95%	ポートフォリオ投資および重要提案行為	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 買収防衛策の廃止</li> <li>• 買収防衛策を廃止するとしても、買収防衛策の導入継続については株主総会の決議を条件とするスキームに変更する定款の一部変更</li> </ul>

Sources: EDINET, Capital IQ

注:

1. 初回の大量保有報告書提出時点
2. 直近大量保有報告に基づく。アクティビストが段階的に持分を売却している場合、持分が5%を下回る最初の取引においてのみ変更報告書を提出

## 近年アクティビストが大量保有報告書（5%以上保有）を提出した主な事例

初回の大量保有報告提出日	アクティビスト	企業名	時価総額 (億円) <sup>(1)</sup>	出資比率 (参考数値) <sup>(2)</sup>	直近保有目的	主なアクティビストの公開要求
2017/10/31	オフィスサポート (村上ファンド)	日本郵船 	4,627	5.85%	投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと	• N/A
2017/10/30	オアシス 	アルパイン 	1,622	9.18%	ポートフォリオ投資および重要提案行為	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 40.9%株主であるアルプス電気との間で締結された株式交換契約における株式交換比率が不公正であると主張し、大幅増配による株主還元</li> <li>• 2名の新取締役（社外）選任議案を提案<sup>(3)</sup></li> </ul>
2017/9/11	エリオット 	日立国際電気 	3,286	0.00%	投資。なお、状況等に応じ、重要提案行為等に関する協議を行うこと	• N/A
2017/4/6	エリオット 	ケネディクス 	1,051	3.37%	投資。なお、状況等に応じ、建設的な対話（エンゲージメント）や助言、重要提案行為等を行う可能性もある	• N/A
2017/3/23	エフィッシモ キャピタル 	東芝 	8,777	11.30%	純投資	• N/A
2017/2/1	オアシス 	パナホーム 	2,008	3.40%	ポートフォリオ投資および重要提案行為	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 親会社による完全子会社化に反対 <ul style="list-style-type: none"> <li>– 株式交換比率の不公</li> <li>– 対応TOBの検討・提案</li> </ul> </li> </ul>

Sources: EDINET, Capital IQ

注:

1. 初回の大量保有報告書提出時点
2. 直近大量保有報告に基づく。アクティビストが段階的に持分を売却している場合、持分が5%を下回る最初の取引においてのみ変更報告書を提出
3. オアシス及びアルパインの双方から独立した社外取締役の選任議案を提案

## 近年アクティビストが大量保有報告書（5%以上保有）を提出した主な事例

初回の大量  
保有報告提出  
日

アクティビスト

企業名

時価総額  
(億円) (1)

出資比率  
(参考数値) (2)

直近保有目的

主なアクティビストの公開要求

2016/7/4	エフィッシモ キャピタル 	ジャパン ディスプレイ 	986	4.85%	純投資	• N/A
2016/1/21	エフィッシモ キャピタル 	第一生命 ホールディングス 	28,772	9.02%	投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと	• N/A
2015/11/12	ストラテジック キャピタル 	図書印刷 	471	7.34%	純投資及び状況に応じて重要提案行為等を行うこと	• 株主還元の要求 – 政策保有株式の売却
2015/9/4	エフィッシモ キャピタル 	リコー 	8,217	15.60%	純投資	• N/A
2014/12/22	C&I (村上ファン ド)	黒田電気 	1,022	0.00%	投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと	• 取締役選任要求 – 社外取締役1名（可決） (その後、黒田電気はMBKによる非上場化)
2014/10/21	エフィッシモ キャピタル 	ヤマダ電機 	2,510	13.26%	純投資	• N/A

Sources: EDINET, Capital IQ

注:

1. 初回の大量保有報告書提出時点
2. 直近大量保有報告に基づく。アクティビストが段階的に持分を売却している場合、持分が5%を下回る最初の取引においてのみ変更報告書を提出

## 近年アクティビストが提案を公開した事例

2018YTD

時期 <sup>(1)</sup>	関係者		保有割合 <sup>(2)</sup> (保有時期)	アクティビズムの内容		提案の手法		
	会社(時価総額)	アクティビスト株主		直近のアクティビズム	経緯等	株主総会提案行為	ホワイトペーパー	特設ウェブサイト
2018/11	 アルパイン (925億円)	 Oasis Management (香港)	9.7% (2018/11) 9.2% (2017/10)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 配当要求               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Oasisは、40.4%株主であるアルプス電気との間で締結された株式交換契約における株式交換比率が不公正であると主張し、アルパインに一株当たり300円の配当支払いを要求</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018年6月総会においてはOasisの株主提案は否決</li> <li>• 2018年11月7日に東京で投資家説明会を開催</li> <li>• 2018年12月に株式交換契約の承認にかかるアルパインの臨時株主総会を予定(出席株主の2/3以上の賛成が必要)               <ul style="list-style-type: none"> <li>- アルパインは、可決を条件に一株当たり100円の特別配当を予定</li> </ul> </li> </ul>	✓	✓	✓
2018/10	 東芝 (2.5兆円)	 King Street(米)	6.5% (2018/10) 5.8% (2017/8)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 自己株買いの要求               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 6月に東芝が公表した自社株買い7000億円の枠→1.1兆円への増額</li> <li>- 迅速な自社株買いの実施を要求<sup>(3)</sup></li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• King Streetは、2018年10月に提案内容を公開することによりアクティビズムを活発化</li> <li>• 東芝は、2018年6月に7,000億円の自社株買いを発表               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 11月15日までに総額1,360億円の自社株買いを実施</li> </ul> </li> </ul>		✓	✓
2018/10	 パソナ (545億円)	 Oasis Management (香港)	5.0% (2008/6) 4.8% (2017/11)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Oasisによるパソナ経営陣に対する重要提案行為について、進捗確認の報告書を公開               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 適切な経営資源の配分</li> <li>- 厳格なコスト管理体制の構築・徹底</li> <li>- ガバナンス体制の刷新</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018年6月パソナ定時株主総会においてはOasisからの株主提案行為なし</li> <li>• 2018年10月にOasisは、進捗確認の報告書を公開して、従前からの提案行為に対して進展がないことを危惧</li> </ul>		✓	✓

注:

1. 直近の株式取得日又は重要な提案行為を行った日

2. 株式保有割合については少数点第1位まで表示

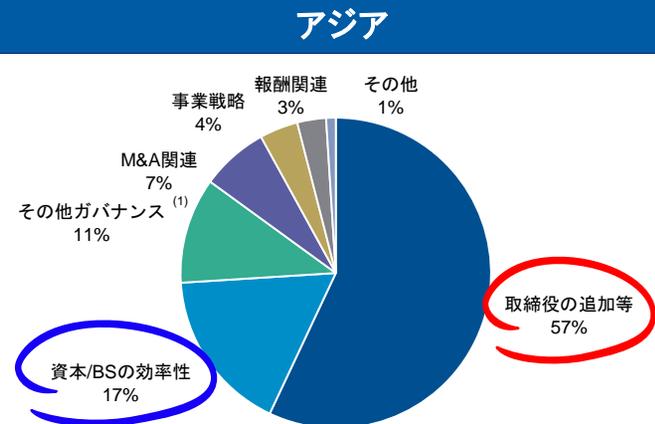
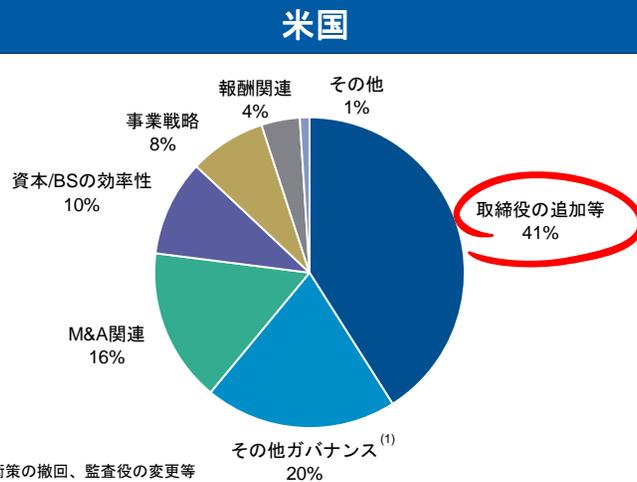
3. King Streetは、加速型自社株買いプログラム(ASR)による手法が最適であると主張

# アクティビスト投資家の提案内容は多岐に亘る

## アクティビスト投資家の提案内容の例

- |   |   |   |   |
|---|---|---|---|
| <p><b>1</b> <b>ガバナンス強化</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>経営陣の刷新</li> <li><u>取締役議席の要求・社外取締役の増員</u></li> </ul> | <p><b>2</b> <b>事業ポートフォリオの見直し</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><u>収益性及び資本効率性が低い事業の売却</u></li> <li><u>上場子会社の完全子会社化又は完全売却</u></li> </ul> | <p><b>3</b> <b>資本戦略</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><u>財務レバレッジを活用した最適資本構成の構築</u></li> <li><u>株主還元強化(配当・自社株買い)</u></li> </ul> | <p><b>4</b> <b>情報開示の充実</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>主要ビジネスのより詳細な業績開示</li> <li>事業別の投資計画を含む資金配分(キャピタルアロケーション)方針の開示</li> </ul> |
|---|---|---|---|

## 米国及びアジアにおけるテーマ別アクティビスト・キャンペーン分類 (2013年1月1日 - 2018年10月31日)



- 米国では、ガバナンス強化を謳い、自身が指名する社外取締役の追加を通じて、直接的に経営に関与する要求が増加
- アジアでは、資本・バランスシート(BS)の効率性の改善を要求するアクティビズムも引き続き多い点の特徴

SECTION 3

---

# ケーススタディ

# General Electric

---



# 2015年、Trianが約\$2.5BnのGE株式を取得

## White PaperにおけるTrianの主張（2015年10月）

**Despite Having Great Assets, GE Has Not Been a Great Stock**

What Makes a Great Industrial Asset?		What Makes a Great Industrial Stock?		Trend
Strong Competitive Positioning	✓	Organic Growth	✓	Strong
Aftermarket Service & Content	✓	Consistent Execution	Mixed	Improving
Runway for Organic Growth	✓	Capital Allocation	Mixed	Returning +\$85bn to shareholders
Platform for Growth by Acquisitions	✓	Margin Improvement	Mixed	+250 bps since 2012

- ✓ インダストリアル企業として素晴らしい事業資産を有する
- ✓ 一方、株式パフォーマンスは低調
- ✓ 魅力的なインダストリアル銘柄（株式）となる、ポテンシャルがある

**Trian's Path to ~\$40-\$45 of Implied Value per Share by the End of 2017**

- 1. Expand Operating Margins to at least 16.0% by 2018 and Target Further Expansion Thereafter<sup>(2)</sup>**
  - Continue progress on cost reductions to grow operating margins ~50bps per year through 2018 and maintain similar cadence thereafter
  - Target margins *net* of corporate expense, not excluding it
- 2. Efficient Capital Structure**
  - Commit to ~\$20 billion of incremental net leverage (~1x EBITDA) at GE Industrial by 2018...return cash to shareholders through buybacks
  - Moderate leverage can alleviate pressure on the income statement and allow management to reinvest in the business
  - Consider alternative structures (e.g. JVs, IPOs) to continue to reduce the size of GE Capital's balance sheet over time
- 3. Disciplined Capital Allocation**
  - Trian recommends that management explore share repurchases beyond GE's initial guidance; we believe there is an opportunity to return over 40% of the current market cap to shareholders by the end of 2018
  - Set parameters around M&A (IRR, accretion, leverages GE "Store")

- ✓ 適切な施策の実施により、GEの株価を約1.6倍に上昇させることが可能
  - コスト削減の実施
  - 事業ポートフォリオ再編
  - 適切なレバレッジ水準の実現による株主還元の拡大等適切なキャピタルアロケーション
  - 株主還元の充実、M&Aに係る評価指標の設定



# GEの株価は、2017年初以来約75%下落...

- TrianによるWhite Paperを受けて改革・再編に取り組むも、オイル・ガス市況の低迷継続、火力発電機器市場の市況悪化などを受けた不調な決算の継続、度重なる巨額損失の計上等を受け、2017年初来の株価の下落基調は止まらず
- 2017/10のImmelt氏の退任に続き、2018/9にはFlannery氏も退任を余儀なくされ、外部からCEOを招聘

株価推移<sup>(1)</sup>

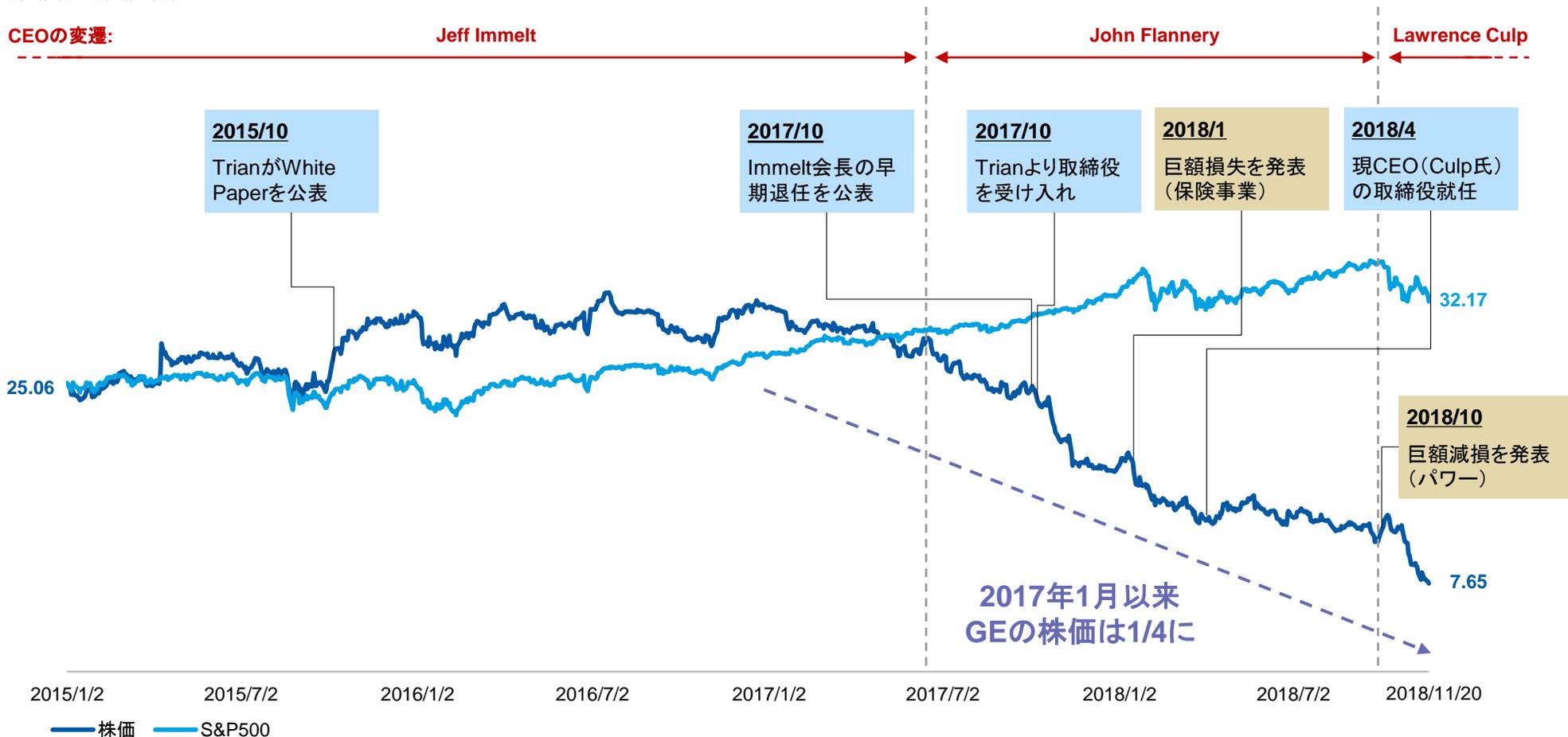
2015/1/2 – 2018/11/20

CEOの変遷:

Jeff Immelt

John Flannery

Lawrence Culp



出所: 会社開示資料、Capital IQ

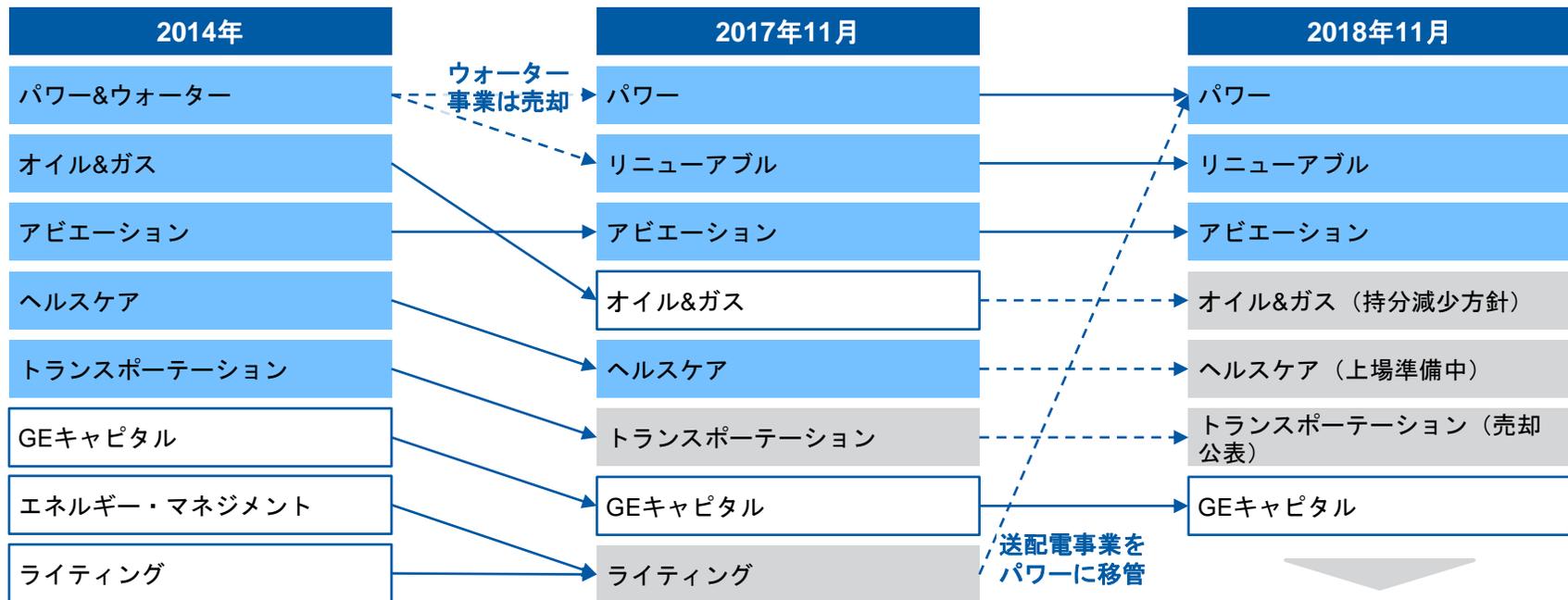
注:

1. S&P500の値は、GEの2015年1月2日時点の株価を基準として指数化



# ...かかる環境下、事業ポートフォリオの再編、分社化が再加速

## GEの事業ポートフォリオの変遷



更なる再編・分社の可能性？

- : 各時点におけるコア事業
- : ノンコア事業／イグジット方針

**P&G**

---

## 総括 – P&G革新の歴史とアクティビストとの抗争

### 今回の委任状争奪戦に至る経緯

- P&Gは、1837年に創業し180年の歴史を有する消費財分野での代表企業。イノベーションとグローバル展開で事業を拡大し、時価総額 \$220Bn (約25兆円)を誇る
- しかし、近年では、米国等の主要市場での成長の減速、消費者トレンドの変化等も背景に、オーガニック成長が減速、株価パフォーマンスも低迷、2012年にはアクティビストファンドPershing Squareによる変革を迫られる
- 2013年に再度CEO職に戻ったAG Lafley、2015年にCEOに就いたDavid Taylorにより、成長の回復に向けて、事業ポートフォリオの整理、グローバル組織設計の再編が進められるものの、これら変革の動きが遅いと訴えるTriam PartnersのNelson Peltzが2017年2月に1.5%相当(凡そ\$3.5Bn)のP&G株式を取得、強硬なアクティビストキャンペーンを展開
- その後の数か月で、**P&G経営陣及び取締役会は、Nelson Peltzと16回にも及ぶ対話を持つが、7月に入り、同氏は自らのP&G取締役としての選任を要請、9月6日には自らの経営改革案を90ページを超える白書として公開**
- **Triam Partners の提案は、議決権行使助言会社の賛同も得て、10月10日のP&G株主総会に向けて史上最大規模の委任状争奪戦となる**
  - 12月15日、P&Gは第三者機関による最終的な集計結果として、P&Gが提案した取締役11人が全員当選したと発表するとともに、**Nelson Peltzが多くの株主からの信任を得た事に鑑み同氏を2018年3月1日付で取締役として受け入れる旨を発表**
- 「**Why Not?**」というアクティビストの新たな提案切り口は、今後も増えてくるものと思われ、また何より市場の成熟が進む中、成長が鈍化する大手企業にとって一層難しい事業・財務戦略のかじ取りが求められるものと考えられる

# Trian PartnersによるP&Gへのアクティビズムの経緯



- 2017年2月にアクティビスト投資家のTrian PartnersによるP&G株式の大量保有が明らかとなり、以降TrianはCEOのPeltz氏のP&G取締役選任を要求し、委任状争奪戦を繰り広げてきました

**2017/2/14**



**TrianがP&G株式約0.3%(\$539.5MM相当)を取得**したことが、米SECに提出された四半期の保有有価証券報告書によって判明。12月末時点で642万株保有

**2017/5/14**



**TrianがP&Gの保有株式を2017年1-3月にかけて大きく積み増し**したことが、米SECに提出された四半期の保有有価証券報告書によって判明。3月末時点で3,671万株保有(1.5%相当)

**2017/7/17**



P&Gに対し、TrianのCEOである**Nelson Peltz氏の取締役選任を要求**



即日、**Trianの要求を拒否**する声明を発表

**2017/8/3**



株主総会の招集通知で**Peltz氏に投票しないよう呼びかけ**

**2017/9/6**



Trianによる**White Paperの開示**

**2017/9/12**



White Paperの開示を受け、**改めてPeltz氏の取締役選任を拒否**

**2017/9/14**



11番目の株主である**Yackman AMが、Trianを支持**する旨の文書をP&G取締役会に提出。(報道によれば、3大株主のうちVanguard GroupはP&Gを支持したが、State Street AdvisorsとBlackrockはPeltz氏を支持)

**2017/9/22-29**



**大手議決権行使助言機関が相次いでTrianを支持**(9/22: グラス・ルイス、9/29: ISS、10/2: イーガン・ジョーンズ)

**2017/10/10**



株主総会にて株主投票の結果、大株主のPeltz氏の取締役就任の提案が退けられ、**P&Gが勝利宣言**

**2017/11/15**



Trianが第三者機関IVS Associatesによる再集計の暫定結果を公表、P&G提案の取締役のうち最低得票率の候補者をNelson Peltzが約4万3000票(約0.0016%相当)上回り、**当初結果が覆ったと発表**

**2017/12/15**



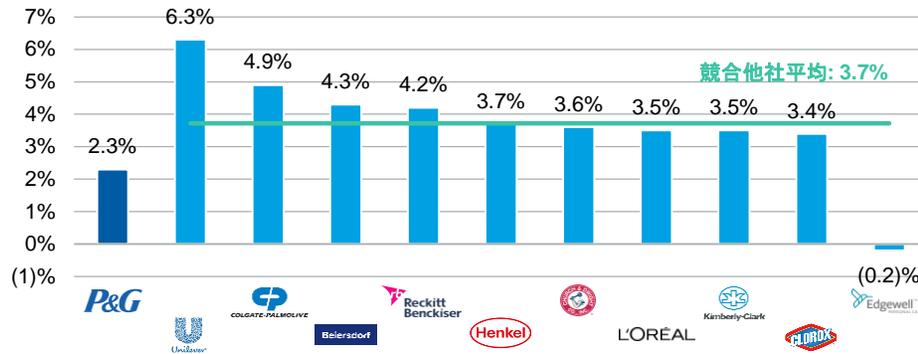
P&GがIVSによる集計の最終結果を公表。**P&G提案の取締役の全員の当選**及び、**2018年3月からのNelson Peltz氏の取締役就任**を発表(同時にNovartisのCEOであるJoseph Jimenez氏も取締役として招聘)

# P&Gの成長鈍化 - アクティビズムの背景となったP&Gの状況

Trian partners白書 (2017/9/6) より抜粋

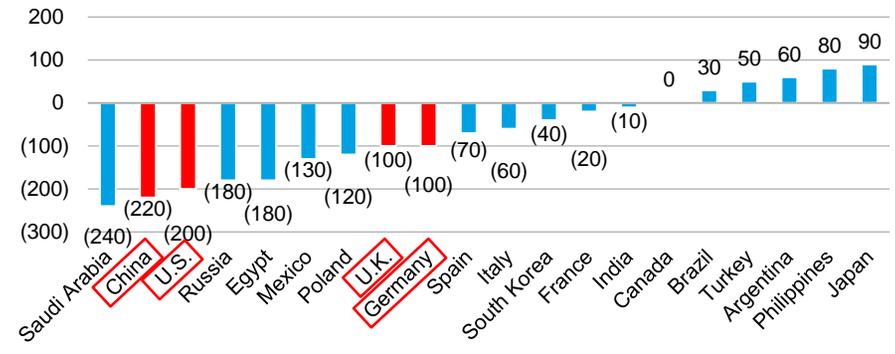
## 既存事業の成長(2011-2017 CAGR)

競合他社と比較して低い成長率



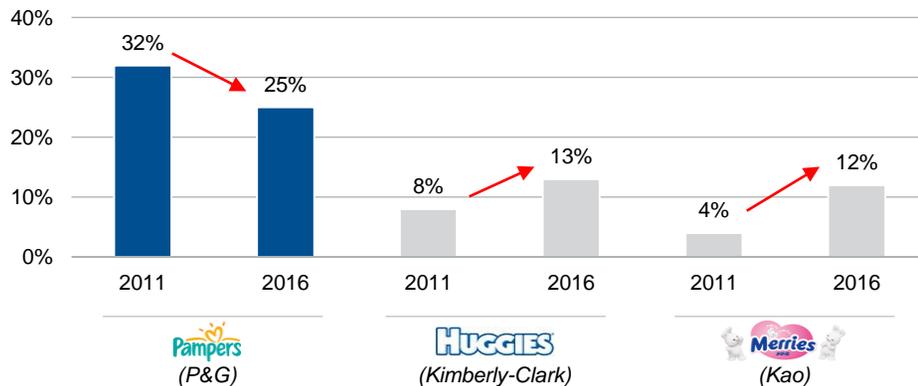
## 各国におけるP&Gの市場シェアの変化(2011-2016)

中国、U.S.、U.K.、ドイツ等主要マーケットにおいてシェア減少(bps)



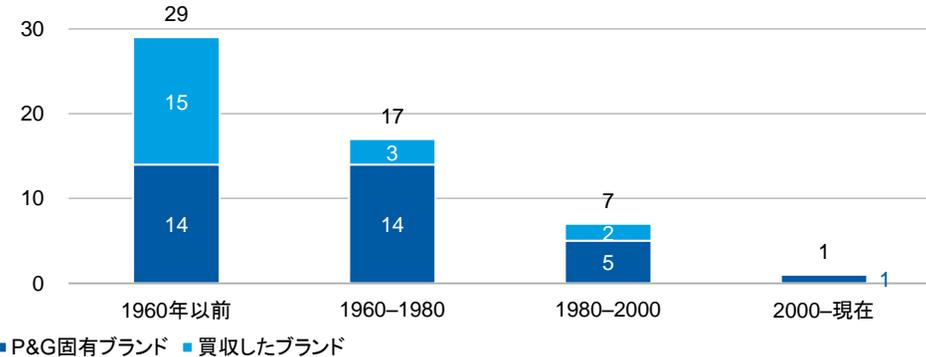
## 中国市場でのマーケットシェア(代表のおむつブランド)

Pampersが苦戦する一方で、競合ブランドはシェアを伸ばしている(%)



## 各年代に生まれた主要ブランド数

過去20年で新ブランド開発は激減(#)



出所: Trian Partners "Revitalize P&G Together - Vote the White Proxy Card"

# P&Gが進めた変革 – 過去5年で大きく進歩

## P&G資料 (2017/9/12) より抜粋

### 商品ポートフォリオの整理

16カテゴリー170ブランドから10カテゴリー65ブランドへ



- ✓ 機能性の高い日用品を強化
- ✓ 消費トレンドの理解、強いブランド力、商品・パッケージのイノベーション等、自社の強みを活かせるカテゴリーに注力
- ✓ 成長スピードが速く、高マージンな事業を優先
- ✓ P&Gがマーケット・リーダーであるカテゴリーを選択

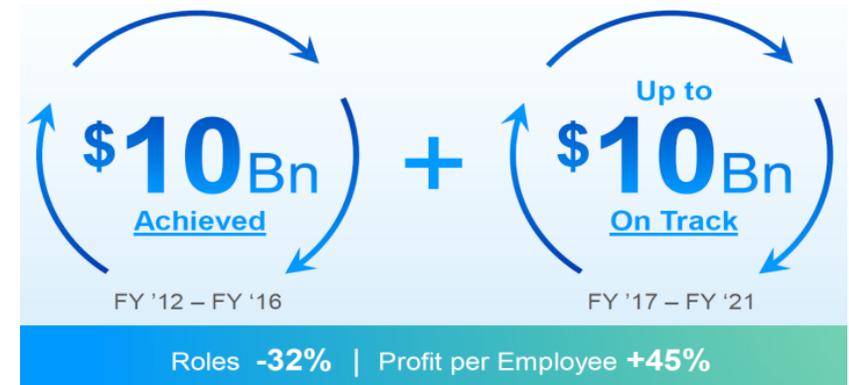
### サプライチェーンの効率化



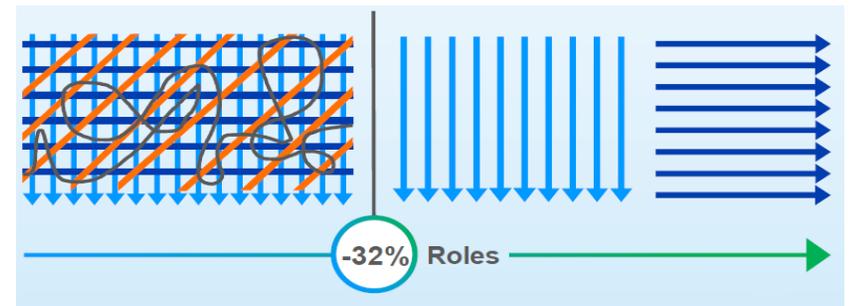
- ✓ アメリカでは8割の商品を24時間以内に配送可能に
- ✓ 戦略的に重要な拠点において複数カテゴリーの商品の生産が可能な工場を建設
- ✓ 北米での効率化に続き欧州、南米等他地域でも同様の施策を実行

### 生産性向上によるコスト削減

FY12-16の\$10Bnに上るコスト削減に加えFY12-17に同額を上積み



### 組織再編



- ✓ 全体の7割の市場においては10のプロダクト・カテゴリーの責任者が損益を含む全ての経営責任を負う
- ✓ 残り3割の小さな市場の地域では地域単位で経営

出所: P&G "P&G is Executing a Strategy that is Working" (September 17)

## アクティビズムに関する本件からの示唆の整理

### “Why Not?”アプローチ

今回のTriamの戦略の最も重要なポイント

- Triamはキャンペーンの開始当初より自身の提案に起因するP&Gの経営の混乱が最小限になるように配慮をすることで、他の株主から「Triamの要求に反対する理由が特にない」と考えさせることに成功
  - ISSやグラスルイスといった議決権行使助言会社に加え、Black RockやState Streetといった主要機関投資家からも賛同を得る
- 具体的には、取締役の席を一つ追加してPeltz氏を就任させることを要求するのみで、逆にアクティビストの要求としては一般的な以下の項目は**要求しない事**を予め明言
  - 会社の分割
  - CEOの交代
  - 取締役の交代
  - 財務レバレッジの増加
  - 年金債務の削減
  - 研究開発費、販促費、設備投資の削減
  - 品質の低下につながるようなコスト削減
  - 本社の移転

### 上記以外の本件の主要論点

#### トラックレコードによる訴求

- Nelson Peltzは、自らが取締役会に入ったHeinzやWendy's、Mondelez等13の企業での取り組みや実績を示し(S&P500平均対比で、EPS成長率は7.8%プラス、TSRは8.8%プラス)、株主価値の向上につながることを説明
- また、P&Gに対して、これら企業の取締役会長、CEOへのヒアリングも提案

#### 複数回のアクティビズム

- P&Gには2012年にPershing Squareがアクティビストとして投資をした結果、CEOの交代につながった経緯有り
- 1つのアクティビストとの対峙を経たからと言って必ずしもそれ以降アクティビズム・キャンペーンの対象にならない訳ではない、という証左

#### 規模は必ずしも有効な防衛とはならない

- 今回のアクティビズムはターゲットの時価総額が約\$230Bn(約25兆円)と過去最大
- 直近でもGE(時価総額約\$193Bn)対TriamやNestlé(同\$260Bn)対Third Point、GM(同\$66Bn)対Greenlight Capital、Bristol-Myers Squibb(同\$105Bn)対JANA Partners等、大企業に対するアクティビズム・キャンペーンは活発で、企業の規模が大きいこと自体は必ずしもアクティビストに対する防御策にはならない状況

# Value Act

---

# なぜValue Actによる日本企業投資が注目されるのか

## 物言う株主 進化

- 6月の株主総会シーズンを前に「物言う株主」、アクティビストの動きが活発だ。カネ余りの世界にあって、企業統治改革が同時進行する日本は恰好の標的。アクティビストが保有する日本株は1兆6000億円弱と過去最高水準にある。かつての株を大量に買い占める力業から一変、ルールを味方に仲間を呼び込む頭脳プレーに比重が移っている。
- 「例のメーカーの株を買い集めているらしい」「ガバナンスに一段の改善余地ありとみているようだ」……。今、関係者の注目がある米国ファンドに集まっている。
- バリュアクト・キャピタル。欧米中心に150億ドル（約1兆6500億円）の資産を持つ、アクティビスト業界でも二目置かれる大物だ。**かつて米マイクロソフトに狙いを定め、スティーブ・バルマー前最高経営責任者（CEO）の退任に影響を与えたこともある。今年、日本に初上陸。保有株が5%に達し、財務局に大量保有報告書を提出する「浮上」の時はいつか。関係者は固唾をのんで見守る。

(中略)

- 前回の波は、米スティール・パートナーズが猛威を振った2007年。サッポロホールディングス、ブルドックソース、アデランス……。狙った会社の株を大量に買い、「乗っ取り」の恐怖で揺さぶりをかける。スティールの保有株は計4000億円弱に達した。

(中略)

- それから約10年。今台頭するアクティビズムは様相が異なる。最大の違いが、政府の企業統治改革の掛け声の下、導入された2つの指針（コード）の存在にある。コーポレートガバナンス・コードが会社に対し、投資家と真摯に向き合い企業価値を高めることを求め、ステewardシップ・コードは機関投資家が企業に働きかけ、運用資産を最大化することと促す。

### まっとうな主張

- 「まっとうな主張である以上、当然、賛成した」。国内証券系資産運用会社のある幹部は断言する。舞台は12月期決算のGMOインターネットが3月21日に開いた株主総会。香港系アクティビスト、オアシス・マネジメント・カンパニーによる買収防衛策廃止の株主提案が可決す前までいった。

(中略)

- 「ガバナンス・コードにもとる行為で、我々の提案可決に自信を持っている」。オアシスのセス・フィッシャー代表が今、対決姿勢を強めているのが、自動車部品アルパインだ。親会社アルプス電気による完全子会社化に反対し、増配や自らが選ぶ社外取締役の選任を求めている。
- 結果的な援軍、といえるのが世界で増殖する上場投資信託（ETF）など指数連動型運用の「考えないマネー」だ。米国では昨年、トライアン・ファンド・マネジメントが時価総額20兆円超のブロックター・アンド；ギャンブル（P&G）に仕掛けた委任状争奪戦を制した。自らの保有株はわずか%。だが、公的年金などを味方に付け、他の株主の自動的な賛同に向けて流れをつくった。
- 結果はいかに？舞台が総会になった場合、キャスティングボートを握るのは、株主上位名簿に名を連ねるバンガードやブラックロック、ステート・ストリートなどの機関投資家だ。

2018年5月27日付日本経済新聞より抜粋

## 「物言う株主」米バリュアクト

- 米国の有力アクティビスト、バリュアクト・キャピタルが31日、オリンパス株を5.0%保有したとする大量保有報告書を提出した。同ファンドは米国のマイクロソフトやシティグループへの投資実績がある世界有数の物言う株主だ。オリンパスが日本投資の第1号になる。企業統治の改善に動く日本企業の変化を評価し、活発な対日投資をする構えだ。
- バリュアクトは2000年にジェフリー・アッペン最高経営責任者（CEO）が設立した。米西海岸サンフランシスコに本拠を構える。
- アッペン氏は米大手運用会社フィデリティでバリュアクト投資を手がけた実績がある。欧米中心に150億ドル（約1兆6500億円）の運用資産を持つ。物言う株主としては、ソニーに投資実績のあるサード・ポイントなどと並び世界有数の規模を誇る。
- アクティビスト（物言う株主）は投資先の企業に経営の改善を要求する。バリュアクトは米国では比較的穏健派として知られている。株主還元や事業売却などを強硬に求める従来のアクティビストとは一線を画す存在だ。**
- オリンパス株を取得した理由について、バリュアクトのロブ・ヘル氏は31日に公表した声明で「グローバルな医療機器業界で優れたビジネスモデルを持ち、高い市場シェアを誇っている」と評価する。
- そのうえで「オリンパスは日本の最初の投資先として理想的な会社だ」と強調した。バリュアクトが企業価値の向上策を巡り、オリンパスに何を求めていくかは明らかになっていない。
- 「穏健派」として知られるバリュアクトだが、経営者にとっては生易しい相手ではない。**マイクロソフトへの投資では取締役派遣。クラウドビジネスの分野で出遅れていた同社の経営陣のテコ入れを求め、スティーブ・バルマー前CEOの交代劇を後押しした。
- 日本では政府の主導で企業統治を改善する機運が高まっている。外部の社外取締役を積極的に登用し、株主を重視する経営が求められている。
- こうした中で、アクティビストとして日本での投資機会は大きいと判断したようだ。米国の責任者を務めていた大和証券の田代桂子専務は「バリュアクトの進出は日本市場に潜在的な価値があることを示している」と指摘する。
- 「独禁法の理由で内視鏡分野で再編をしかけるのは難しい。現金比率も目立って高くない」。バリュアクトの保有をみた投資銀行関係者からはこうした声も漏れる。バリュアクトはオリンパスにどんな改革を求めていくのか。今後の動向から目が離せない。

バリュアクトの主な投資先

	社名（業種）	保有比率（%）
米州	KKR（投資顧問）	10.21
	21世紀フォックス（映画・娯楽）	6.68
	バリアント・ファーマシューティカals（医薬）	5.16
	モルガン・スタンレー（金融）	1.01
欧州	シティグループ（金融）	0.64
	ロールス・ロイス・ホールディングス（重工業）	10.89
	シーゲイト・テクノロジー（IT）	7.53
日本	マーリン・エンターテインメント（娯楽）	5.34
	オリンパス（精密・医療）	5.04

(注) 海外企業は直近の資料からQUICK・ファクトセット調べ

2018年6月1日付日本経済新聞より抜粋

# ValueAct Capital Management概要



## 建設的な対話を通じて投資先の企業価値向上を実現することを趣向

### ファンド概要及びアクティビズムのスタイル

- ValueAct Capital Management（「ValueAct」）は、2000年にJeff Ubben、Peter Kamin、George Hamelの各氏により設立された、サンフランシスコに本拠を有するヘッジファンド
  - 11名のパートナーが持分の過半数を保有
  - 投資期間は3~5年程度と、伝統的アクティビストと比較して長い
- ValueActは、PEファンドに類似したアプローチ手法を用いており、投資先企業との建設的な対話を通じた企業価値の向上を好む
  - 公然と経営陣と対立することは回避し、取締役の派遣により内部からの事業再建・経営改革を目指すことが通例
  - 他方で、投資先企業が自身の主張に対して真摯に向き合わない場合は、パブリックキャンペーンを通じて要求を実現した実績も有り
  - また、その他の主要な投資家と協働し、会社への要求を実現するケースも散見
    - ValueActの持分はわずか0.9%に過ぎないにもかかわらず、Mason Morfit氏がMicrosoftの取締役役に就任したことはその好例
- 所謂バリュウ投資家として、会社の戦略及び経営陣への支持をパブリックに表明する事案も有り
  - Morgan Stanely、KKRへの投資事例

### 主要データ (1)(2)

設立年	2000
運用資産総額(10億ドル)	17.6
株式資産(10億ドル)	14.5
出資先企業数	19
アクティビズム実施数	17
平均資産回転率 <sup>(3)</sup>	32.1%
設立以来の13D提出回数	99
設立以来のアクティビズム件数	51

### 主要担当者の略歴



Jeffrey Ubben

タイトル	ValueAct Capital Management創設者兼CEO
学歴	Duke University(学士号) JL Kellogg School of Management(経営学修士号)
備考	Fidelity Management and Researchにて8年勤務、最終的にはFidelity Value Fundを含む10数億ドル規模の投資信託2本の運用に従事



D. Robert Hale

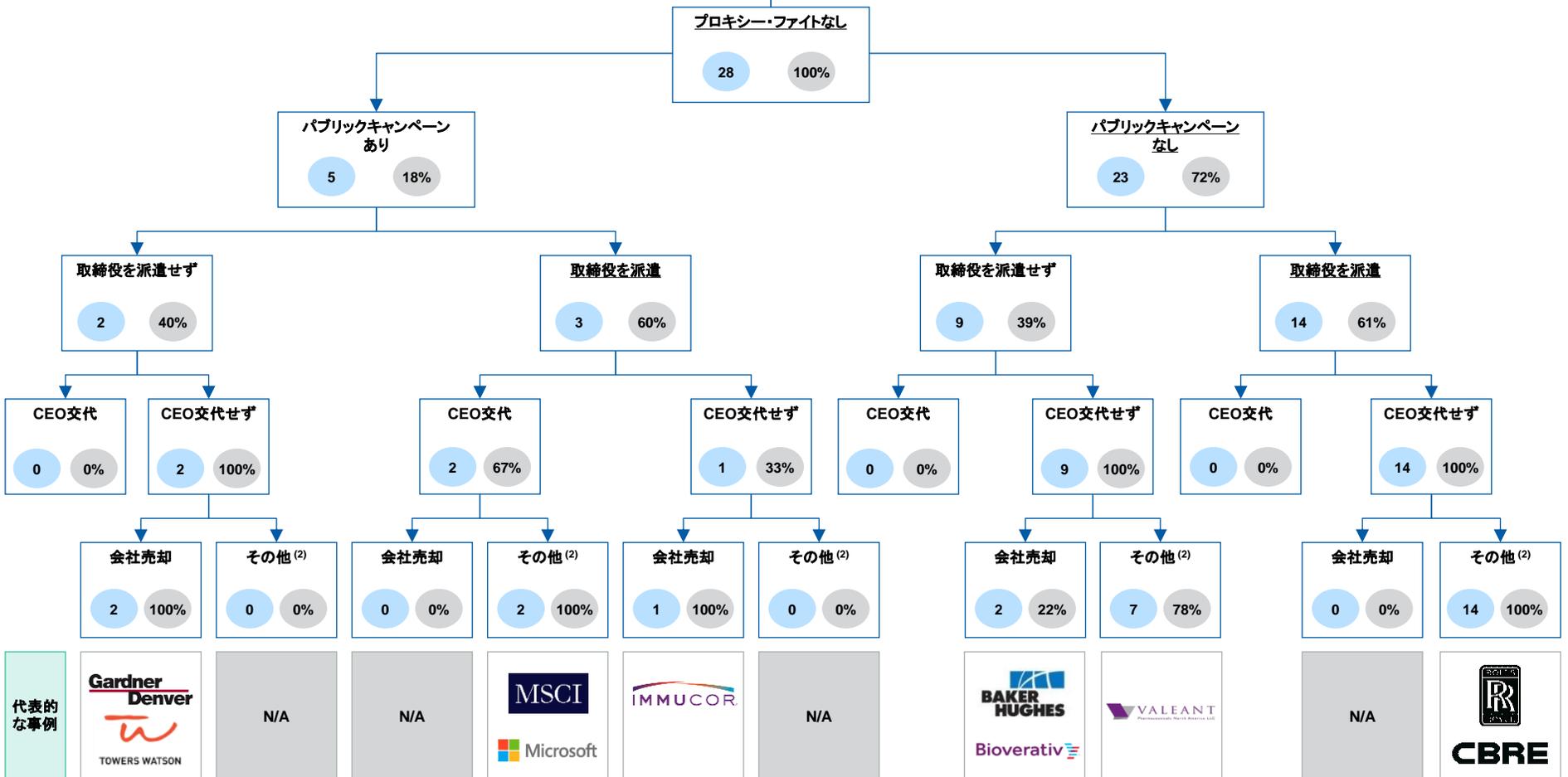
タイトル	ValueAct Capital Managementパートナー
学歴	Dartmouth College(学士号)
主要キャリア	The Parthenon Groupのプリンシパルとして同社のボストン及びムンパイのオフィスにおいて戦略コンサルティング業務に、またParthenonの上場株ロング・ショート投資ビークルであるStrategic Value Capitalにて投資業務に従事

注:  
 1. 最新の法定開示書類に基づく株式保有状況  
 2. キャンペーン、市場価値に関するデータは2018年6月11日現在  
 3. 当四半期の売買状況を、前四半期に対する当四半期の資産の割合で示した数値

# ValueActのアクティビズムサマリー

2010年以降、業種に拘らず投資先28社においてアクティビズムを展開  
パブリックキャンペーンを行わないケースが大半。プロキシーファイトに発展した事例はなし

## VAC ValueAct Capital



出所: FactSet, Public filings

注:  
1. 2018年6月11日時点。時価総額\$500MM以上の企業における2010年以降の公表済キャンペーン  
2. CEOが直接的にValueActに批判されたケースや、キャンペーンの帰結としてCEOが即時交代になったケースを含める

● # of Campaigns ● % of Category

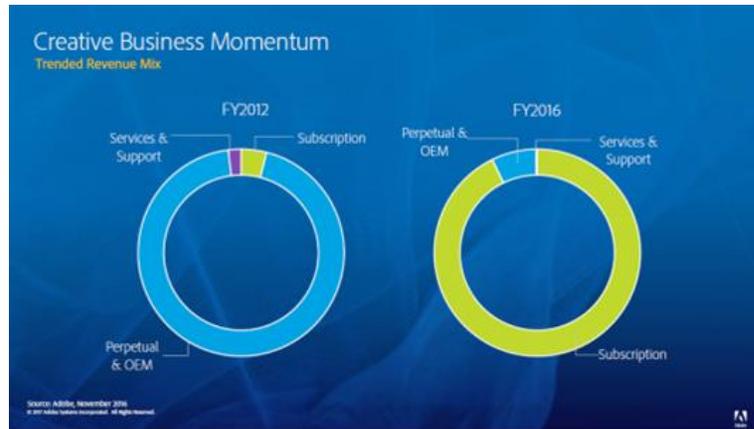
# ケーススタディ：ValueActによるAdobe Inc.へのアクティビズム



2011年頃からSubscriptionモデルへの移行を掲げ、タイムラインに沿って着実にビジネスモデルを移行

FY2012→FY2016にかけて売上高に占めるSubscriptionモデルの割合（緑色）は大きく拡大

Cloud Service（CS）事業の大半を4年以内にSubscriptionモデルに切り替えることを標榜



出所：会社情報（2011/11/9付、投資家向けプレゼンテーション）

## Beyond FY2012 Financial Projections November 9, 2011

- Double digit revenue growth
- Digital Media revenue growth of greater than 10%
  - 15% to 20% seat growth from new Creative Cloud offering
  - Majority of CS business via subscription model within 4 years
- Digital Marketing revenue growth of greater than 20%
  - Core offering of Omniture + Day creates ~\$1 billion Digital Marketing SaaS business with annual bookings growth of greater than 25%
  - Legacy Enterprise solutions revenue declines
- Non-GAAP operating margin range maintained
- Recurring revenue increases to more than ~50% in four years

出所：会社情報（2011/11/9付、投資家向けプレゼンテーション）

## 本件における報道機関の見方

- バリューアクトは2011年にアドビ株を初めて取得し、2012年に取締役の席を確保した。以降、フォトショッパやアクロバットといったソフトウェアの最新版を販売するというビジネスモデルから、クラウドベースでさまざまなソフトウェアを利用できるサブスクリプション制への転換を進めた。ユーザーにとっては頻繁なアップデートと複数の機器での利用が可能になり、アドビや投資家にとっては販売コストの削減と、製品サイクルに左右されない安定的な売り上げをもたらした

(2015/7/27 時事通信)

- ValueAct recently helped Adobe make drastic changes to its business model, shifting Photoshop customers to a cloud subscription service instead of a one-time software purchase. Despite the initial hit to upfront revenue, cloud customers will have to continue paying Adobe for years, creating a more consistent revenue stream, assuming customers don't flee. While ValueAct was not the sole reason Adobe shifted its business to the cloud – the company began that transition before ValueAct was shareholder – both Adobe executives and ValueAct have stated they worked closely together on the transition

(2013/7/12 Puget Sound Business Journal Online)

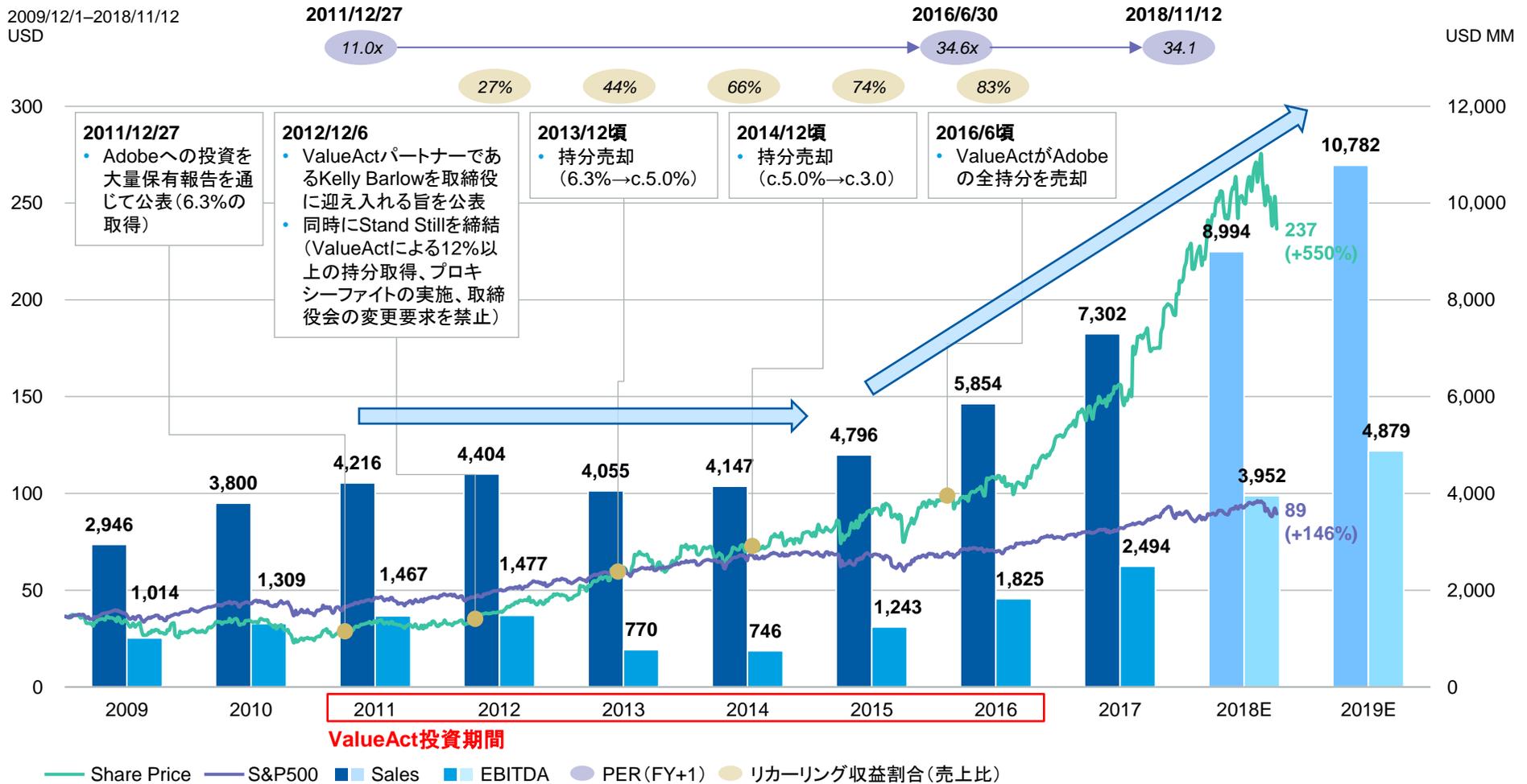
# ケーススタディ：ValueActによるAdobe Inc.へのアクティビズム



Subscriptionモデルへの移行を促し、持続的な企業価値の向上を実現

## Adobe株価及び財務推移<sup>(1)</sup>

2009/12/1-2018/11/12  
USD



出所: Capital IQ、各種報道

注:  
1. 2009/12/1時点のS&P500を同日のAdobe株価に相対化。予想値は2018/11/12時点のアナリストコンセンサスに基づく  
2. マルチプルはFY+1ベース

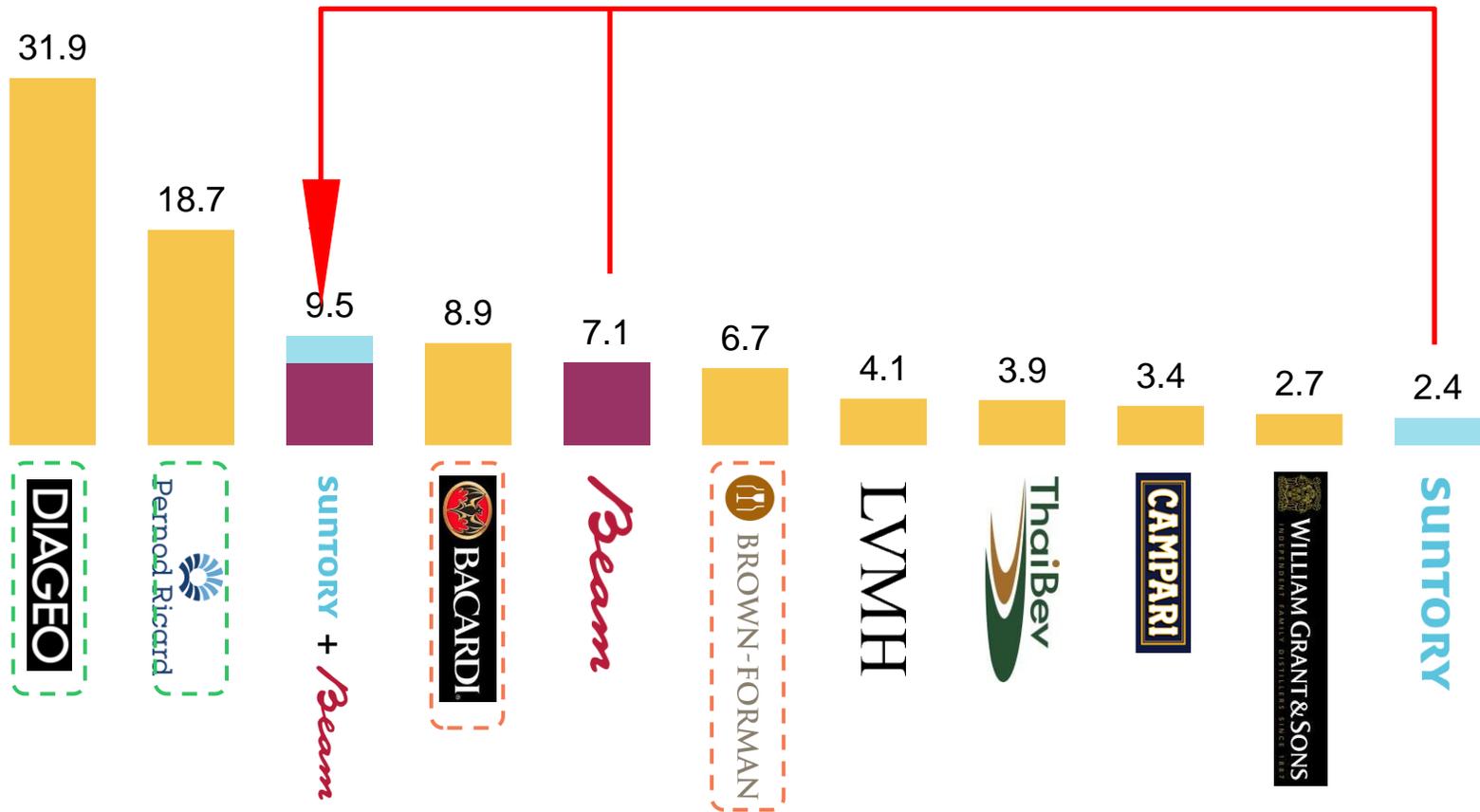
# サントリー/Beam - もう一つの真実

---

# 酒類業界で進む大手への集約化

スピリッツ業界の小売売上高ランキング：Beam社の“希少性”

2012年  
US\$ Bn



出所: IWSR (IWSRの定義によりスピリッツにはローカル・スピリッツ等は含まない)

- Diageo時価総額一約481億英ポンド (約8兆8,500億円)<sup>(1)</sup>
- Pernod Ricard時価総額一約287億ユーロ (約3兆7,500億円)<sup>(1)</sup>
- 非上場・同族経営

(1) 2015年12月1日終値ベース

# Beamの遠隔とPershing Squareとの関係

- Beamは2011年5月にゴルフ用具事業を売却、10月に住設事業をスピノフすることで、スピリッツ専業の会社になりました
- 現在も筆頭株主として存在するアクティビストBill Ackmanによるプレッシャー

## Beamの遠隔

2010年以降

- Beamは、Fortune Brandsという旧社名のもと、スピリッツ事業に加え、住設事業、ゴルフ用具事業を営むコングロマリット
- 2010年10月、著名なアクティビストのBill Ackman氏が率いるPershing SquareがFortune Brandsの議決権11%を握る筆頭株主に
  - これを契機に、市場ではAckman氏が関連性の低い3事業の分割を迫るのでは、との報道あり
  - その後Pershing Squareの持分は約13%程度まで増加
  - 但し、公開情報では、BeamとAckman氏間の議論は把握できず
- Beamは、2011年5月にゴルフ用具事業をFila韓国とプライベート・エクイティのMirae Capitalを中心としたコンソーシアムに売却し、2011年10月に住設事業をスピノフ<sup>(1)</sup>する事でスピリッツ専業の会社に（社名もBeamに変更）
- 住設事業のスピノフ完了後、純粋なスピリッツ会社となった為、同業大手企業による買収観測あり

2011年5月以前



2011年10月以降



((1) 新株の既存株主への配布による分割型分割

# 案件発表までのBeamの株価推移

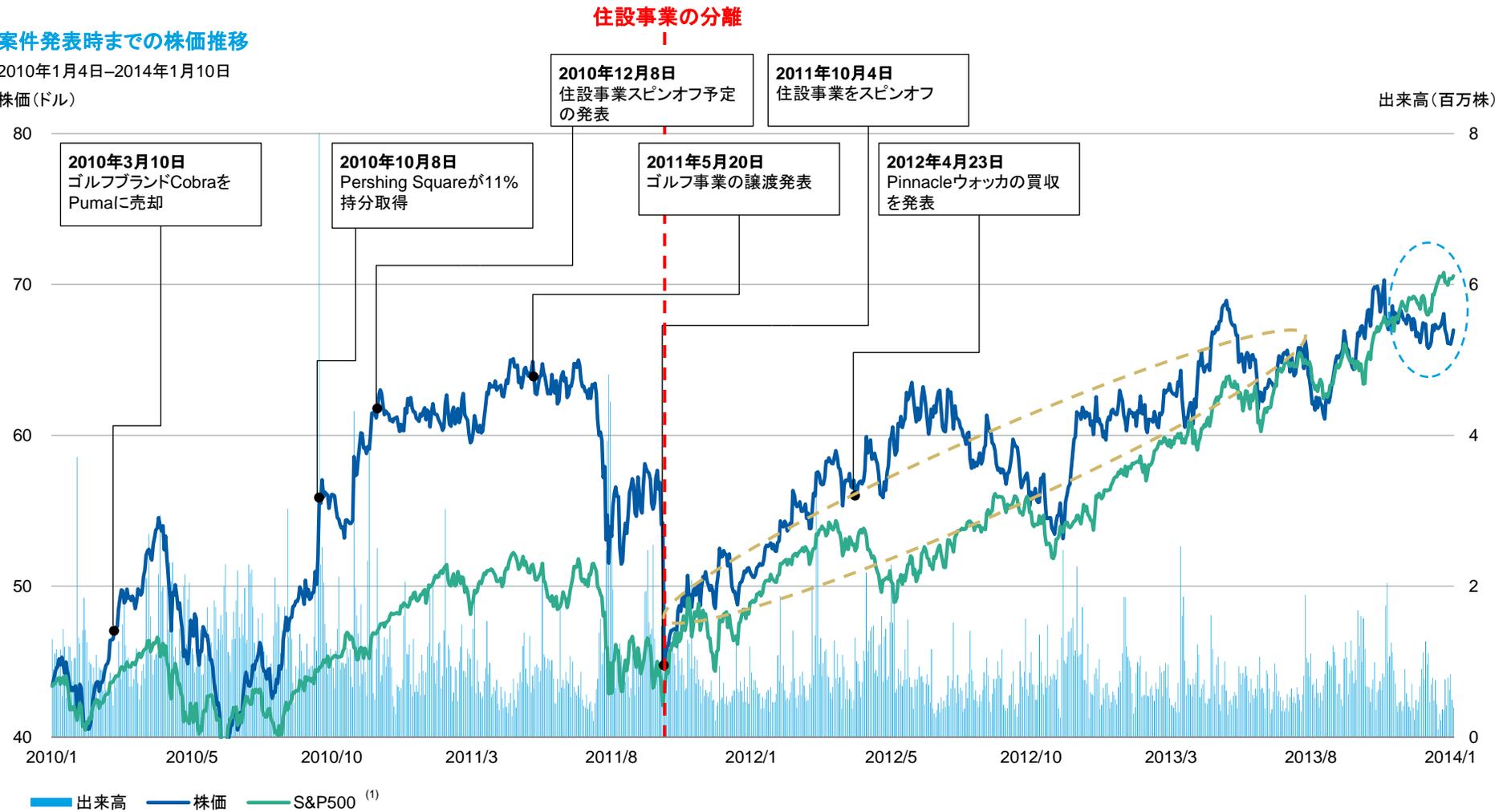
## “タイミング”の重要性

### 案件発表時までの株価推移

2010年1月4日-2014年1月10日

株価(ドル)

出来高(百万株)



出所: Capital IQ、会社発表

注:  
1. S&P500は2010年1月4日基準でBeam株価に指数化

## まとめ：最も有効な防衛策とは

株主総会に向けて、アクティビストによる動きが活発化し、株主提案及びパブリック・キャンペーンが急増すると予想。企業は、この大きな環境変化を認識し、自らスピード感を持って

- ✓ 事業ポートフォリオの思い切った見直し
- ✓ キャピタル・ストラクチャーの最適化
- ✓ 成長分野への投資
- ✓ ガバナンス強化
- ✓ 株主還元強化、等

を行い、収益性を高め企業価値を向上させる事が最も有効な防衛策と考えるべき

# 最適資本構成と企業価値の最大化

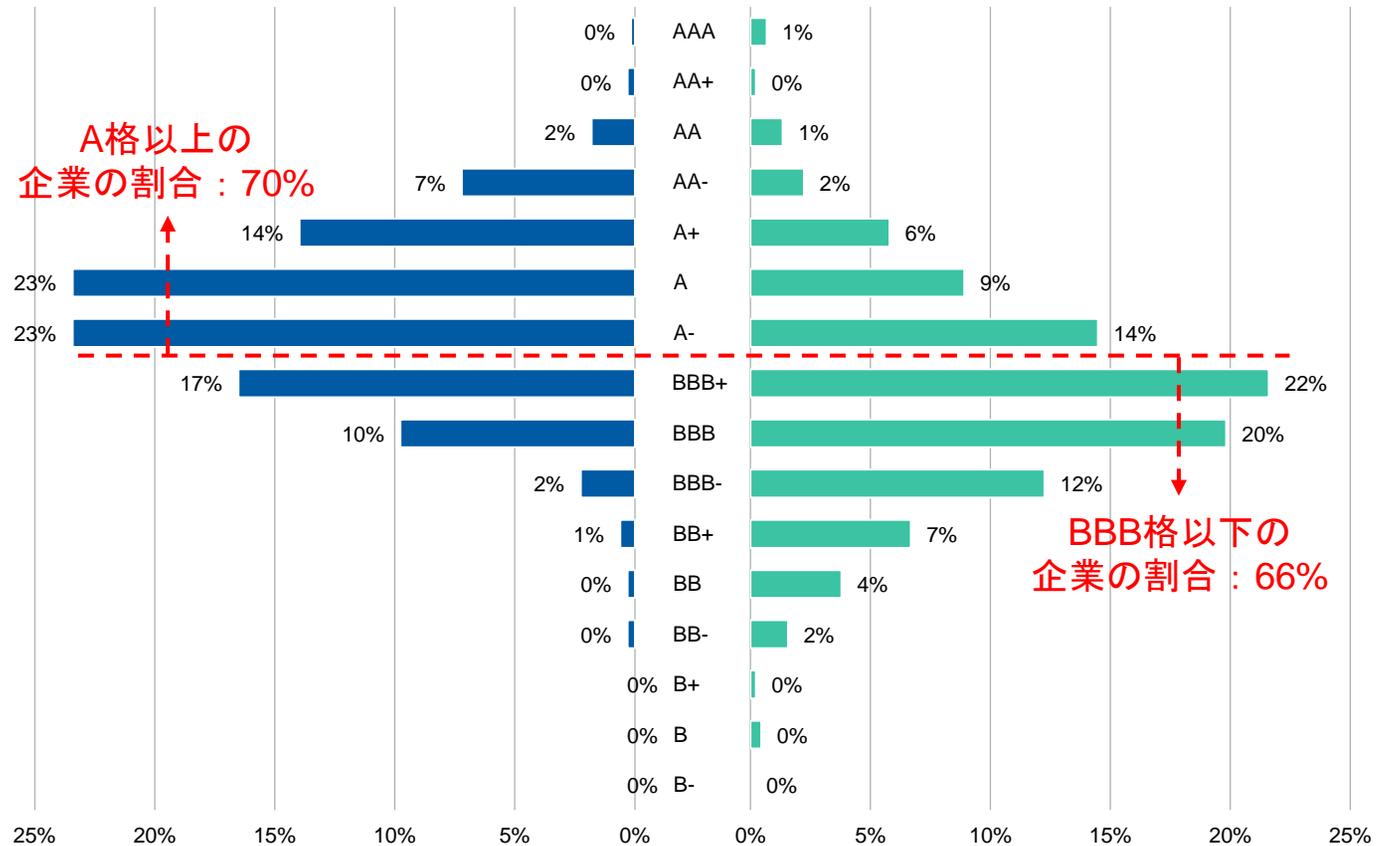
# 日本企業は高格付の企業の割合が多い一方、米国企業はBBB格以下の企業が多い

- 日本企業は相対的に高格付を維持する事を志向する傾向にあり、A-以上の企業が全体の7割を占めています
- 一方、米国においてはBBB+格以下の企業が2/3程度を占めています

日米企業の格付分布<sup>(1)</sup>

日本企業（TOPIX構成銘柄に占める割合）

米国企業（S&P500構成銘柄に占める割合）



出所: Dealogic

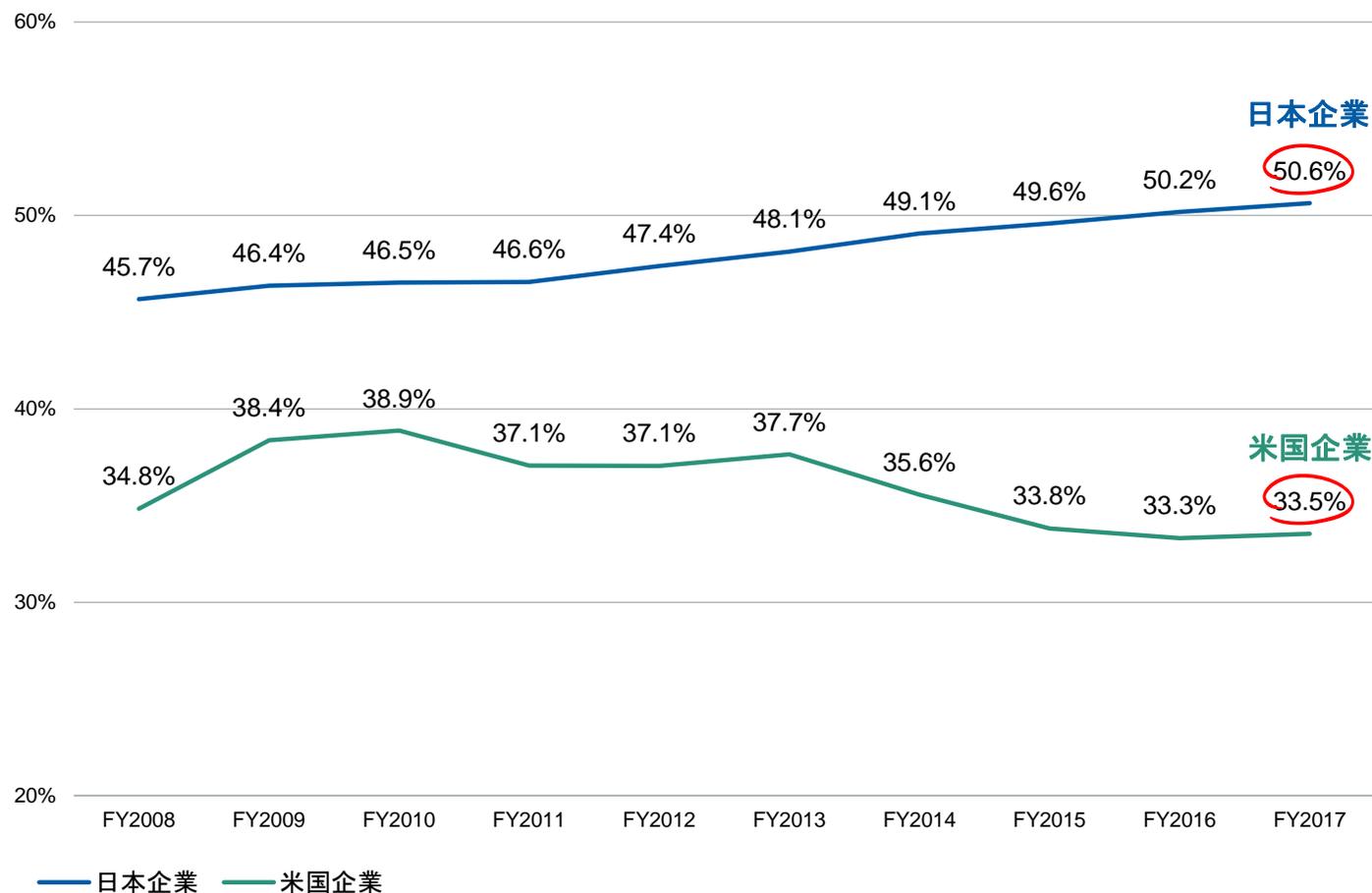
注:  
1. 格付はMoody's>S&P>Fitch>R&I>JCRの順に採用

## 日本企業は資本が厚すぎる状態 (Over Capital)

- 過去10年間、日本企業の自己資本比率は45%程度から50%程度に上昇しており、直近35%程度となっている米国企業を15%程度上回っている状況にあります

### 自己資本比率の日米比較

自己資本比率 (%)



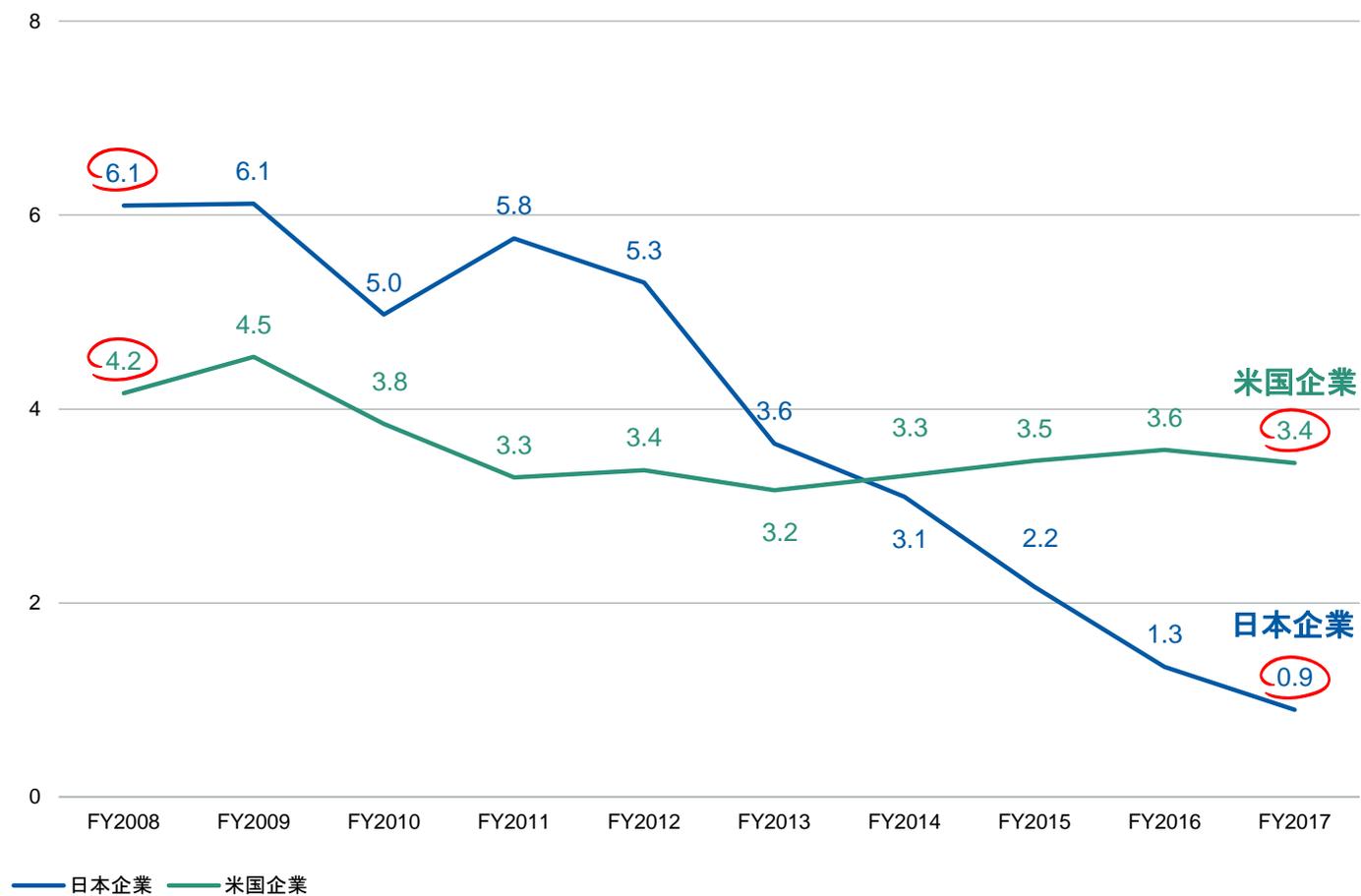
出所: Capital IQ

## 日本企業のNet Debt/EBITDAは大きく低下

- 日本企業の財務レバレッジ (Net Debt/EBITDA) はこの10年で6倍から1倍に大きく低下する一方、米国企業は3~4倍のレンジで安定しています

### Net Debt/EBITDAの日米比較

Net Debt/EBITDA: x



出所: Capital IQ

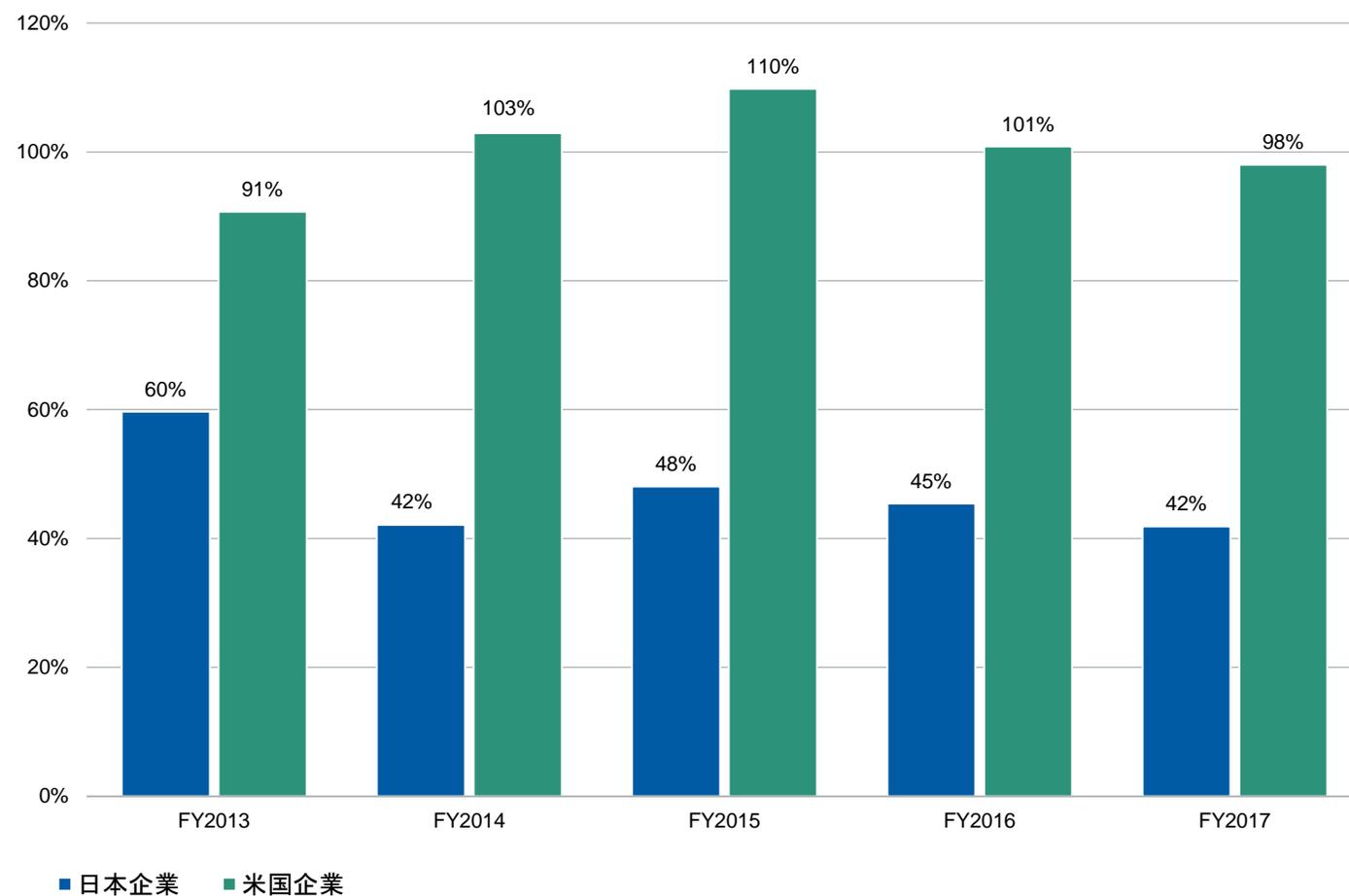
## 米国企業の総還元性向約100%に対して日本企業は約40%

- 米国企業は、過剰資本状態にならないように、キャピタルアロケーションの観点からも株主還元積極的に姿勢を取っています

— 総還元性向 = (配当 + 自己株買い) ÷ 純利益

### 総還元性向の日米比較

FY2013-2017



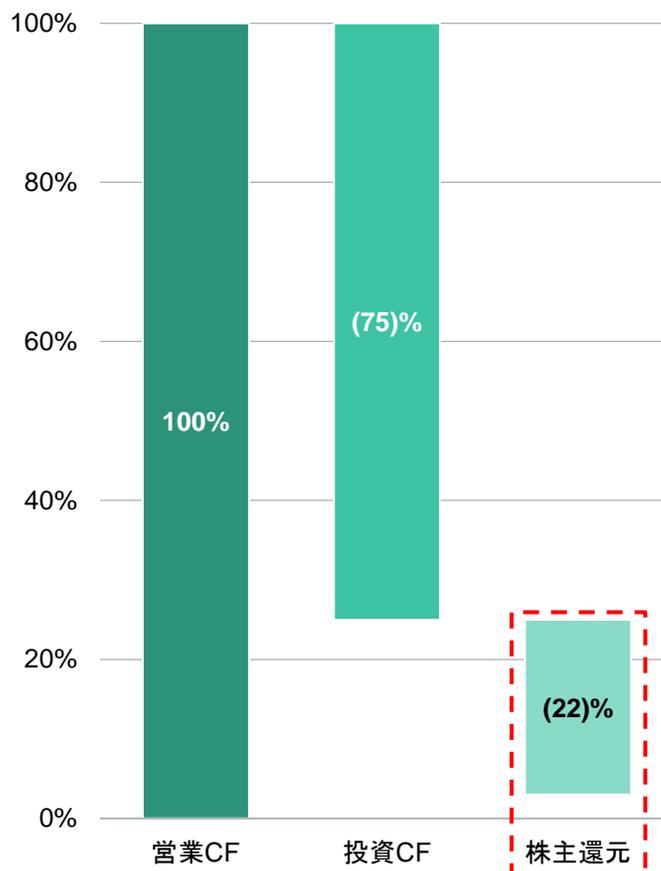
出所: Capital IQ

# キャッシュフローの配分としても米国企業は株主還元の比率が高い

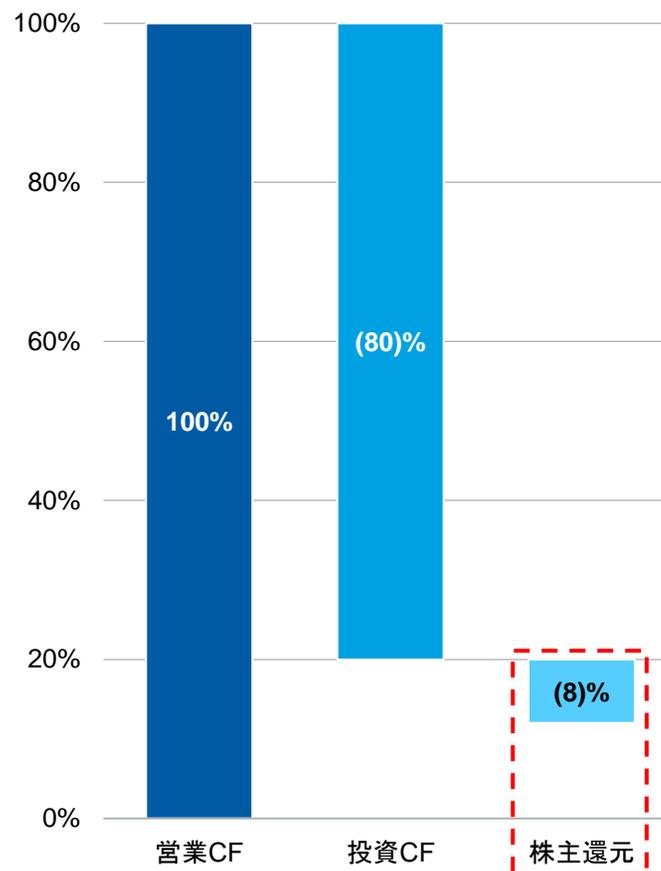
- キャッシュ・フロー配分の観点からも、米国企業の方が営業キャッシュ・フローのうち、株主還元に充当する割合が高くなっています

## キャッシュ・フロー配分の日米比較

米国企業 (FY2008-2017)



日本企業 (FY2008-2017)

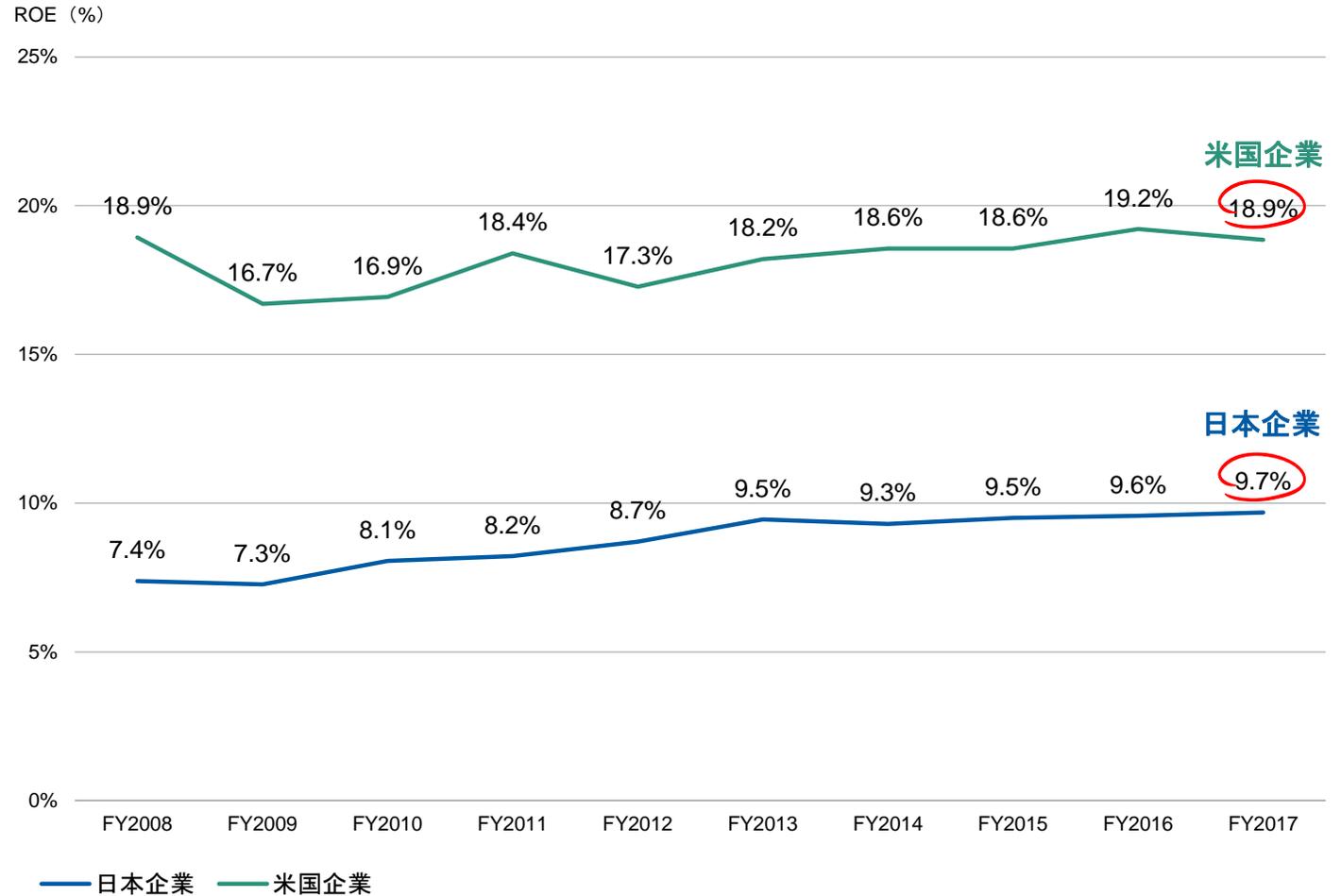


出所: Capital IQ

## 日本企業のROEは改善しているものの、米国企業のROEを大きく下回る

- 過去10年間、日本企業のROEは緩やかに上昇し足許10%前後で推移していますが、米国企業は一貫して18%前後で推移しています

ROEの日米比較<sup>(1)</sup>



出所: Capital IQ

注:  
1. ROEが0%未満、100%を超えるような企業は除外

## WACCを最適化し企業価値を最大化する為に過剰資本の解消が必要（負債比率を増やす）

- 日本企業は、過剰資本になっている結果、資本コスト（Weighted Average Cost of Capital=WACC）が高くなっていると考えられます
- この状態は企業価値最大化の観点ではマイナスであり、その是正が求められています

### WACCの定義

株主資本コストにはCAPMメソッドを使用

Ke = 株主資本コスト

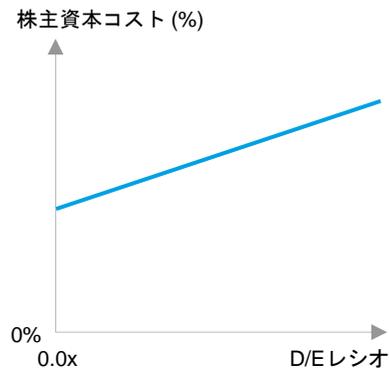
Kd = 負債コスト（税引後）

$$\text{WACC} = \text{Ke} \times \frac{E}{D+E} + \text{Kd} \times \frac{D}{D+E}$$

$$\text{Ke} = \text{RFR}^{(1)} + \text{Beta} \times \text{MRP}^{(2)}$$

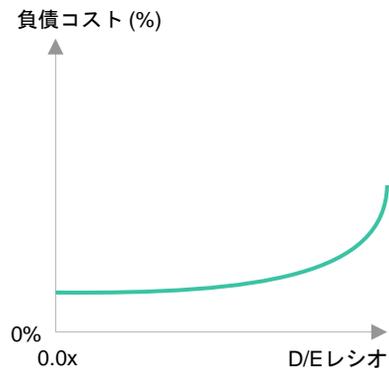
$$\text{Kd} = \text{負債コスト} \times (1 - \text{税率})$$

### 株主資本コストの理論値

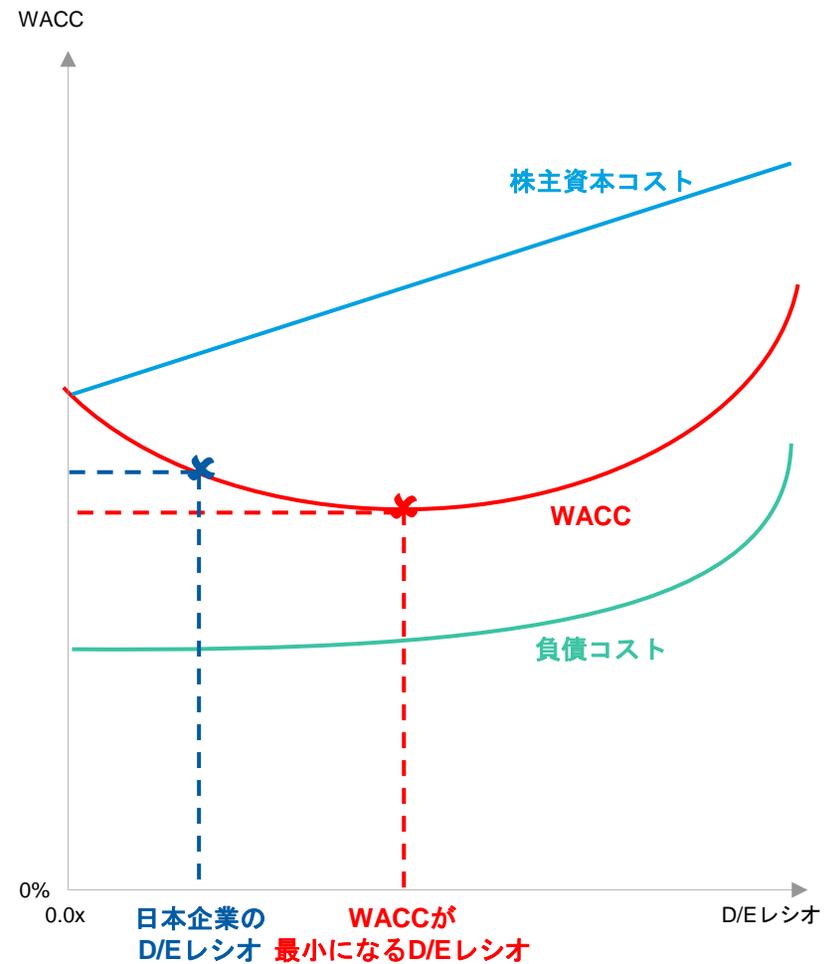


+

### 負債コストの理論値



### WACCの理論値



注:  
1. リスク・フリー・レート  
2. マーケット・リスク・プレミアム

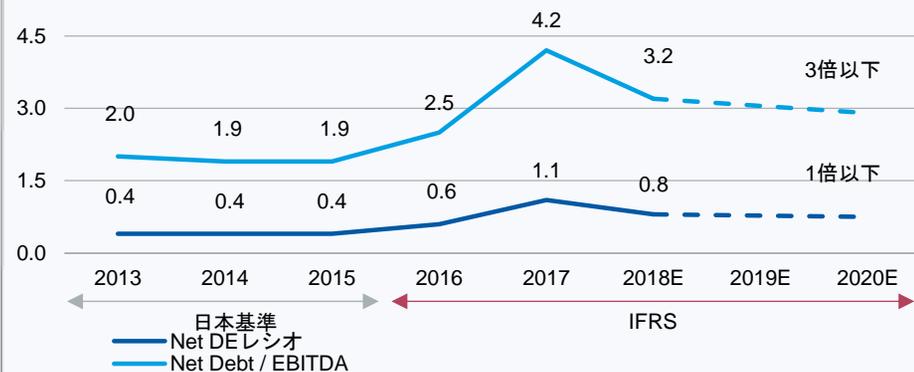
## 多くの日本企業は中期経営計画に債務削減（自己資本比率向上）を掲げる

**A社**  
財務・キャッシュフロー方針のローリング

2018年以降のガイドライン（3年程度を想定）

キャッシュフロー	FCF：年平均1,400億円以上 資産整理効果：1,000億円程度（2018年見込み）
債務削減	Net Debt / EBITDA：2019年末までに3倍程度 Net DEレシオ：2018年末までに1倍以下
成長投資	財務体質強化を優先しつつ、成長基盤拡大に向けたM&Aを検討
株主還元	連結配当性向30% <sup>(1)</sup> を目処とした安定的な増配

Net DEレシオ・Net Debt / EBITDA推移



### B社

#### 最終年度経営目標

- 営業利益：1,000億円
- 経常利益：1,100億円
- ROA（総資産経常利益率）：6%
- ネットD/Eレシオ：1.0倍以下

#### 全社成長戦略

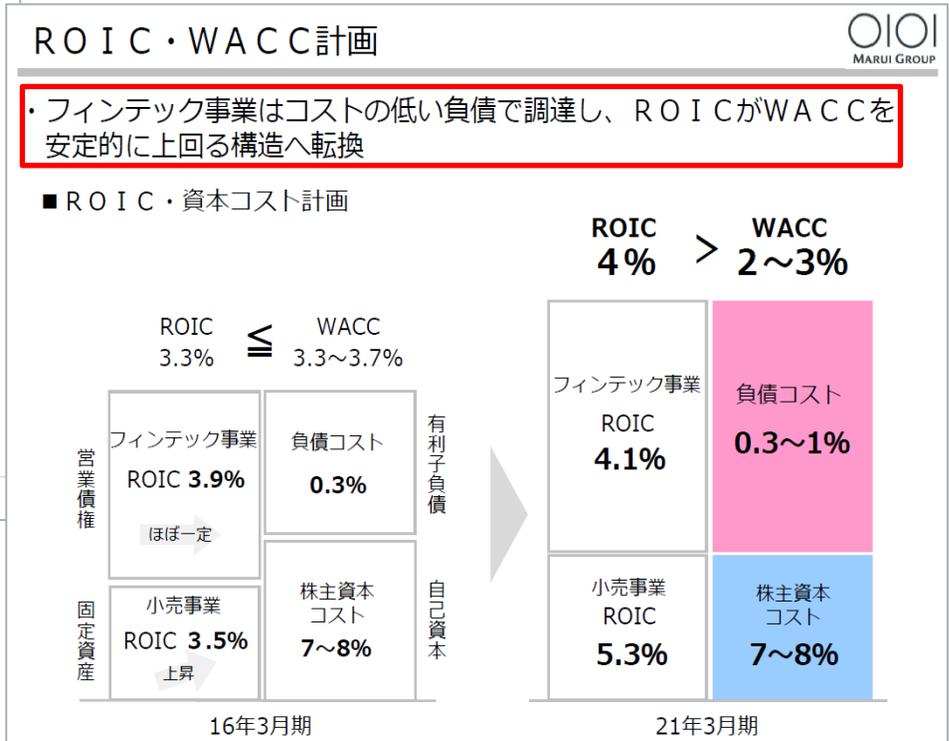
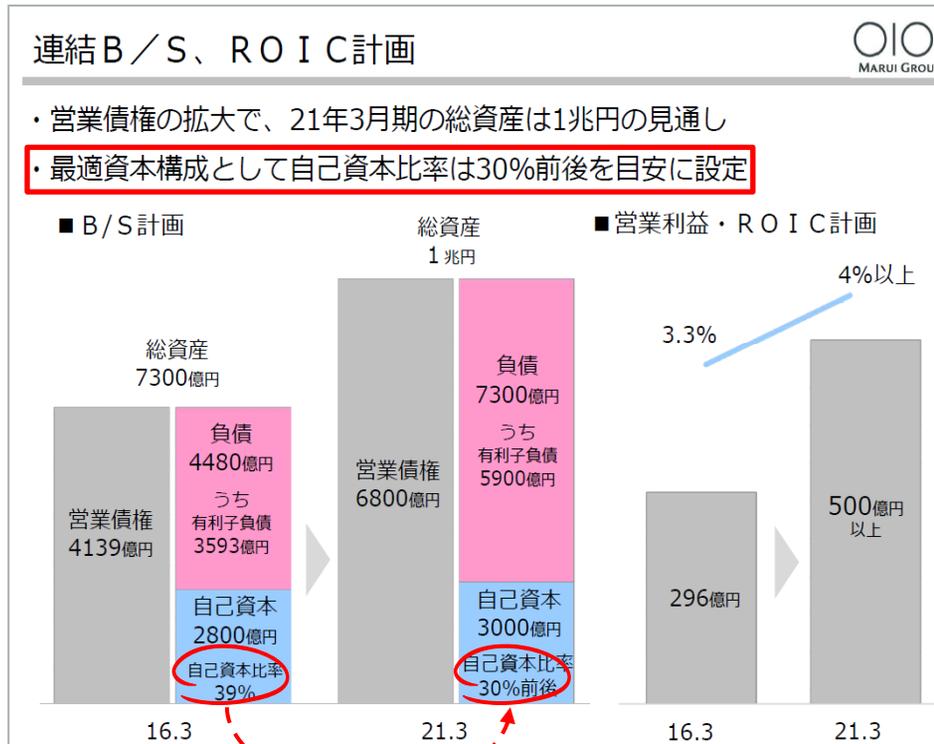
- 成長基盤の強化
- グローバル競争力の強化
- 循環型ビジネスモデルの追求

将来に向けた成長の種まきを実施

# 一方、資本構成／WACCの最適化を目指す動きも

丸井グループの事例ー自己資本比率を下げ負債を増やす事でWACCを下げると同時に本業のROICを向上させ、ROICが安定的にWACCを上回る事を目指して企業価値の最大化を図る

現中期経営計画（2016~2020年度）



出所: 中期経営計画

## 総括

### 企業価値の最大化に向けて

- 未だ多くの日本企業にとっては、負債を減らし自己資本比率を高めようとする財務戦略が主流
  - 背景としては長らく続いた銀行を中心とした「バンク・ガバナンス」の影響により、企業価値／時価総額の向上より格付の維持／向上を優先する意識が強い
- 日本企業は現在の過剰資本（over capital）状態を解消し、WACCの最適化を図る事で企業価値最大化を目指すべき
  - 積極的な設備投資／R&D、M&A戦略を推し進めると同時に、株主還元を更に強化
  - また、その資金調達に負債を活用する事でWACCの最適化を図るべき

APPENDIX B

---

**「ピュアプレーの時代」 （日本経済新聞記事）**

## 「ピュアプレーの時代」(一部抜粋)

日本経済新聞記事 2017年9月25日

...9月1日、米ダウ・ケミカルと米デュポンが統合し、世界最大の総合化学グループ「ダウ・デュポン」が生まれた。巨大化が目的ではない。農業・素材・特殊素材に分割し、それぞれが**独立企業として上場を目指すことが最大の狙いだ**。

「官僚主義がはびこる持ち株会社を打破し、グローバルな事業部門が権限を握るべきだ」。トライアンは統合交渉で主張し続けた。大胆な3分割は株主の意向を反映したものである。

**「コングロマリット(複合企業)の時代は終わった**」。スウェーデンの投資会社セビアン・キャピタルの創業者は最近、英フィナンシャル・タイムズ紙にこう語った。今後5~7年の間にM&A(合併・買収)市場で起きるのは**「脱・合併だ」とする**。

相乗効果の薄い事業を抱えていては経営資源が分散され、企業価値が高まらない。株主に突き動かされ、**欧米企業は単一事業で勝負する「ピュアプレー」にカジを切ろうとしている**。

欧州ではデンマークの海運複合企業A・P・モラー・マースクが石油部門を仏トタルに売却すると8月に発表した。コンテナなど船舶事業に集中する。医療や産業機械に力を入れてきた独シーメンスですら**「最後に明かりを消す複合企業にはならない」**(ジョー・ケーザー社長)と、さらなる変革への意志を示す。

なぜ今、選択と集中のうねりが起きているのか。

外資系投資銀行の首脳は**「機関投資家が上場投資信託(ETF)という手段を得たのが大きい**」と解説する。かつては米ゼネラル・エレクトリック(GE)のような複合企業への投資を通じて、分散投資の効果を得ることが多かった。

だが、各国の株式や債券を自在に組み入れるETFがあれば、分散投資は容易になる。一方で企業には強みのある単一事業への特化を求め、市場平均を上回る超過収益の源泉にするようになった。

日本では、東芝が半導体メモリー事業の売却先に日米韓連合を選んだばかり。苦肉の策としての事業切り出しが、アップルなど有力な米IT(情報技術)企業の資金拠出を促した。

**4月には、事業の切り出しを後押しする「スピンオフ税制」が国内で導入された。海外の物言う株主たちが日本企業への関心を高めているとの声も聞かれる**。ピュアプレーの時代が日本でも来るのか。

2018年6月1日付日本経済新聞より抜粋

APPENDIX C

---

# コーポレートガバナンス改革の深化に向けた6つの 論点

# コーポレートガバナンス改革の深化に向けた6つの論点

平成29年11月15日 – SC及びCGCのフォローアップ会議（第12回）より

- 平成27年2月に策定・公表されたスチュワードシップ・コード（SC）及び同年6月に適用が開始されたコーポレートガバナンス・コード（CGC）が車の両輪となって、投資家側と会社側双方から企業の持続的な成長が促されるよう、積極的にその普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業全体のコーポレートガバナンスの更なる充実に向けて、必要な施策を議論・提言することを目的として、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」が設置されています
- 会議は、企業経営者、内外投資家、研究者等の外部有識者で構成されています
- 平成27年9月以降、これまで13回開催

## コーポレートガバナンス改革の深化に向けた論点 – 6つの問題意識

- コーポレートガバナンス改革の「形式」から「実質」への深化に向け、「SC及びCGCのフォローアップ会議」において、機関投資家と企業の対話を通じ、中長期的な企業価値の増大に向けた経営が進むよう、対話において重点的に議論することが期待される事項等について下記のような指摘を踏まえたガイダンスが策定されることになりました
- また2017年12月8日に閣議決定された「新しい経済政策パッケージ」でも、「2018年6月の株主総会シーズンまでに、投資家と企業の対話の深化を通じ、企業による以下の取組を促す」として、以下を含む点がハイライトされています

- ① 経営者の資本コストに対する意識が不十分であることから、経営環境の変化に応じた事業選択などの果敢な経営判断が行われていない
- ② 現預金が積極的な設備・研究開発・人材投資などに有効に活用されておらず、現預金が内部留保とともに増加している企業も多い
- ③ 経営環境の変化に対応した先見性のある経営判断を行える CEO の育成・選任に向けた取組みが不十分であり、社外取締役が実効的に機能していない企業も多い
- ④ 事業会社間等において政策保有株式の縮減が進んでおらず、その原因として「保有させている側」の問題がある
- ⑤ 運用機関による企業との対話の内容が依然として形式的であり、企業に「気づき」をもたらす例は限られている
- ⑥ 多くのアセットオーナー、特に企業年金等において、運用や運用機関に対するモニタリングの担当者が質的・量的に不足しており、企業年金によるスチュワードシップ・コードの受入れも少ない

出所： 内閣府、金融庁HP

APPENDIX D

---

# 2018年6月株主総会における主な潮流に関する考察

# 2018年6月株主総会における主な潮流に関する考察

- 2018年6月株主総会シーズンにおいて、弊社が認識している主な潮流は以下の通りとなります
- 1 議決権行使は昨年から引き続き厳格化の傾向
- 2 株主提案の活発化／内容の洗練化
- 3 アクティビスト株主による株主提案について議決権行使助言会社が賛成推奨するケースも昨年に引き続き散見
- このような潮流の背景の一つには、改訂されたコーポレートガバナンス・コード（CGC）及びスチュワードシップ・コード（SSC）の浸透があるものと推察致します
  - SSCの改訂により、機関投資家に対して株主総会における議決権行使結果の個別開示が要求されており、ほぼ全ての国内大手機関投資家において個別開示対応済み
  - 2018年6月のCGC改訂により、今後は政策保有株／持合い株式の縮小に着目した対話・関連提案が増加するものと推測

項目	概要
1 議決権行使は昨年から引き続き厳格化の傾向	<ul style="list-style-type: none"> <li>日経平均採用225銘柄では、平均賛成率について<b>前年比でほぼ横ばい</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>平均賛成率に大きな変化はないものの、<b>賛成率80%未満の議案は昨年から増加傾向</b>にあり、株主による議決権行使の厳格化の傾向が引き続きみられる</li> <li>議案別にみると、<b>買収防衛策更新議案</b>については、例年通り多くの反対票が投じられ前年比で平均賛成率が低下（平均賛成率約61％／前年比マイナス約2％）</li> </ul> </li> <li>ROEが低い企業の経営トップの選任議案に対して厳しい議決権行使がなされる傾向で、<b>ROE水準と経営トップの選任議案の賛成率に相関関係</b>がみられる                     <ul style="list-style-type: none"> <li>ISSのROE基準に抵触する会社の場合には、経営トップに対する賛成率が80%以下まで低下</li> <li>実際に経営トップが解任（再任否決）された事例が<b>3件</b>（JPHD、21LADY、アドバネクス）</li> <li>なお、議決権行使助言会社であるISSは、本邦では(i)過去5年の平均ROEが5%未満の場合<sup>(1)</sup>又は、(ii)社外取締役が2名未満の場合、経営トップの選任に対して反対推奨するポリシーを公表済み</li> </ul> </li> </ul>
2 株主提案を受けた会社数の活発化／株主提案内容の洗練化	<ul style="list-style-type: none"> <li>6月総会における株主提案を受けた会社数は、<b>過去最多の42社</b>を記録（前年比2社増。議案数としては161議案で前年比51議案の減）                     <ul style="list-style-type: none"> <li>議案数については昨年20議案以上提案のあった2社に対する提案数が減少したこと等に起因</li> </ul> </li> <li>機関投資家による議決権行使基準の公表／議決権行使結果の個別開示及び議決権行使助言会社の影響力の拡大等により、株主提案の内容自体が<b>機関投資家が反対できないように検討された株主提案</b>が増加してきていると思料                     <ul style="list-style-type: none"> <li>株主提案のうち可決されたものは、<b>4議案（役員選任議案、2社）</b></li> <li>なお、昨年の黒田電気の事例のように、いわゆる<b>アクティビスト株主からの提案が可決された事例なし</b></li> </ul> </li> </ul>
3 議決権行使助言会社が賛成推奨するアクティビスト株主提案	<ul style="list-style-type: none"> <li>6月総会シーズンにおける<b>主なアクティビストによる株主提案事例4件でISSが株主提案に賛成を推奨</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>オアシスは、アルパインに対して、大株主であるアルプス電気との間で締結された株式交換契約における株式交換比率が不公正であると主張して、アルパインの株主に対する大幅増配や社外取締役選任議案を提案                     <ul style="list-style-type: none"> <li>いずれの議案も否決されたが、賛成比率は20%台後半となっており、<b>一定の株主が賛同に回った模様</b></li> <li>ISSは、オアシスの提案する株主還元／社外取締役選任案に賛成を推奨</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>

注：1. ISSは、過去5年平均のROEが5%を下回る場合でも、改善傾向にある場合（直近の会計年度のROEが5%以上）にはこの限りではないとする

# 1 株主総会議案の承認状況 (1/2)

日経平均採用225銘柄の会社提案議案／株主による議決権行使は昨年引き続き厳格化傾向

- A** 2015年7月～2018年6月の定時株主総会における会社提案に対する議案別の賛成率は右記の通りとなっております
- 平均賛成率については前年比でほぼ横ばい
  - 買収防衛策更新は、引き続き賛成率は60%台で低位<sup>(1)</sup>
  - 取締役・社外取締役の選任議案で最低賛成率が前年比で低下
  - 会社提案の議案が否決されたのは4社（下表参照）

- B** 平均賛成率は前年比で大きな変化はないものの、賛成率80%未満の反対票が多く投じられた議案は昨年から増加しています
- 特に取締役選任議案について議決権行使の厳格化の傾向が顕著

## 会社提案議案が否決された事案

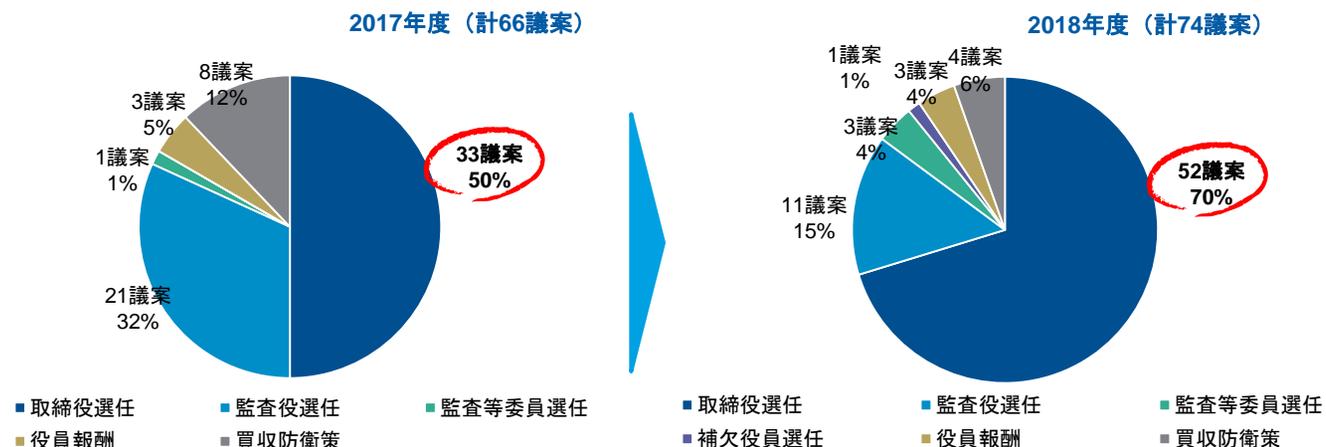
No.	議案の概要	賛成率 <sup>(2)</sup> (否決人数)
1	取締役8名選任	36.06 - 49.15% (6名)
	監査役3名選任	41.07 - 41.09% (3名)
2	取締役4名選任	43.5% (1名)
3	取締役7名選任	48.9 - 49.2% (4名)
4	取締役に対する退職慰労金制度廃止に伴う支給打ち切り	39.6%

## A 日経平均採用225銘柄の会社提案に対する賛成率

議案内容	2015/7～2016/6		2016/7～2017/6				2017/7～2018/6			
	平均賛成率	最低平均率	平均賛成率	前年比	最低賛成率	前年比	平均賛成率	前年比	最低賛成率	前年比
取締役選任	95.4%	56.9%	94.8%	(0.6)%	65.2%	+8.3%	94.9%	+0.1%	62.4%	(2.8)%
社外取締役選任	95.0%	63.3%	94.8%	(0.2)%	63.2%	(0.1)%	95.0%	+0.2%	57.8%	(5.7)%
監査役選任	95.2%	84.0%	95.1%	(0.1)%	84.4%	+0.4%	95.2%	+0.1%	86.5%	+2.1%
社外監査役選任	91.1%	59.3%	92.2%	+1.1%	56.8%	(2.5)%	93.6%	+1.4%	62.0%	+5.2%
補欠社外監査役選任	95.1%	69.8%	95.7%	+0.6%	80.6%	+10.8%	96.3%	+0.6%	78.8%	(1.8)%
剰余金処分	97.4%	81.7%	97.5%	+0.1%	86.6%	+4.9%	98.0%	+0.5%	87.4%	+0.8%
役員賞与	95.7%	85.6%	94.2%	(1.5)%	51.9%	(33.7)%	93.7%	(0.5)%	61.3%	+9.4%
買収防衛策更新	68.7%	54.8%	63.4%	(5.3)%	50.8%	(4.0)%	61.1%	(2.3)%	54.8%	+5.9%

Source:

## B 賛成率80%未満の議案



注:  
 1. ISSIは、そのガイドラインにおいて、買収防衛策導入について厳格な形式及び個別審査基準を設けており、形式審査の条件を全て充足する場合を除き、原則として反対を推奨すると定める  
 2. 複数候補者の選任議案の場合には否決された議案の賛成率のうち最高及び最低賛成率をレンジで記載

# 1 株主総会議案の承認状況 (2/2)

日経平均採用225銘柄の会社提案議案／株主による議決権行使は昨年引き続き厳格化傾向

**C** 2016年7月～2018年6月の定時株主総会における経営トップに対する賛成率の前年からの変化は右記の通りです

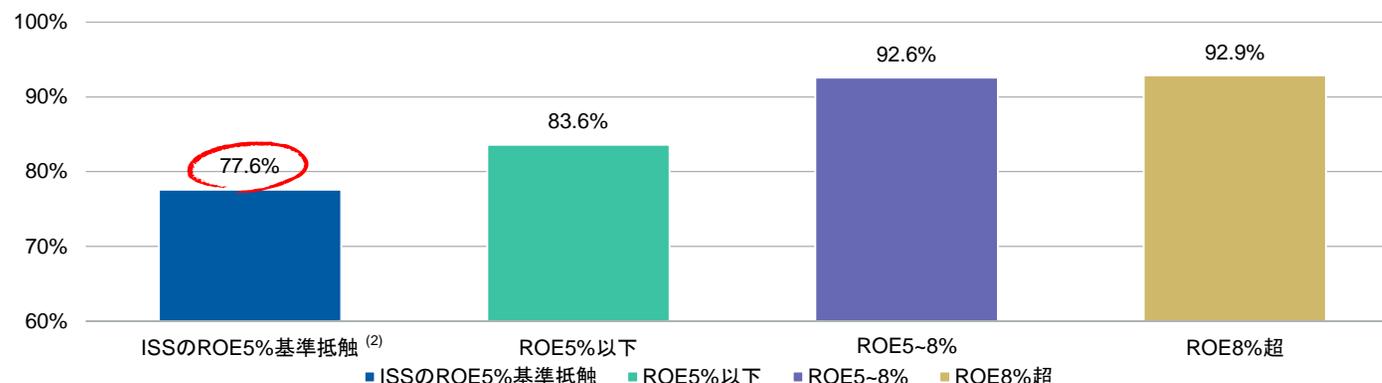
- 会社のROEと当該会社の経営トップの選任議案の賛成率に相関関係が認められる (ROE水準が低いと賛成率は低下)
- ISSのROE基準に抵触する場合には経営トップに対する賛成率が80%以下まで低下

**D** 経営トップについて選任議案の賛成率が低かった主な会社は右記の通りです

- 解任（再任議案が否決）された事例が6月総会シーズンで3件<sup>(1)</sup>
- 賛成率が低い会社の中にはROE5%基準に抵触する会社も散見

**C** 経営トップの取締役選任議案賛成率とROEの関係

2017年7月～2018年6月定時株主総会における経営トップに対する賛成率



出所：MUMSS調査

**D** 経営トップの解任（再任議案否決）事例

6月株主総会を開催した3月期決算企業／トップ再任案への賛成率が低かった主な会社<sup>(3)</sup>

No	再任	社名	業種	氏名	役職	賛成率	5期平均ROE	備考
1	否決	JP Holdings	保育園運営	荻田和宏	社長	36.0%	15.1%	・ 創業者との対立構造の中、第三者委員会から社長のセクハラが認定
2	否決	21LADY	洋菓子	広野道子	社長	43.5%	▲ 493.3%	・ 連続赤字により債務超過寸前 ・ 第2位株主サイアムライジングインベストメント(16.8%)により経営モニタリング強化を目的に3人の社外取締役選任議案が株主提案され可決(賛成率55.6%)
3	否決	アドバネクス	精密ばね製造	加藤雄一	会長	49.2%	7.0%	・ 創業者出身の加藤雄一会長ら2名の再任が否決
4	可決	シュッピン	中古カメラ売買	小野尚彦	社長	52.2%	25.4%	・ 社外取締役1名のみ
5	可決	コムシード	モバイルゲーム	羽成正巳	社長	52.9%	▲ 4.4%	・ ROE5%基準に抵触
6	可決	東洋製缶グループHD	包装容器	中井隆夫	会長	62.3%	0.5%	・ ROE5%基準に抵触
7	可決	東芝	総合電機	車谷暢昭	会長	63.0%	-	・ 棄権票が10%超(エフィシモが棄権にまわった模様)

出所：東洋経済

注:

1. JP Holdingsは、会社側と投資会社株主側の双方が指示する取締役が新社長に就任。21LADYは、投資ファンド株主側が指名する取締役が取締役会の過半数を占める結果となり、株主が指名する取締役が新社長に就任。アドバネクスは、新会長は再任されていない
2. ISSは、過去5年平均ROEが5%未満である場合（但し、直近の会計年度のROEが5%以上で改善傾向にある場合にはこの限りではない）には、経営トップ選任議案に反対意見を推奨
3. No.1～3の議案については前頁「会社提案議案が否決された事案」のNo.1～3に対応

## 2 株主提案の状況

### 株主提案数が過去最高を記録

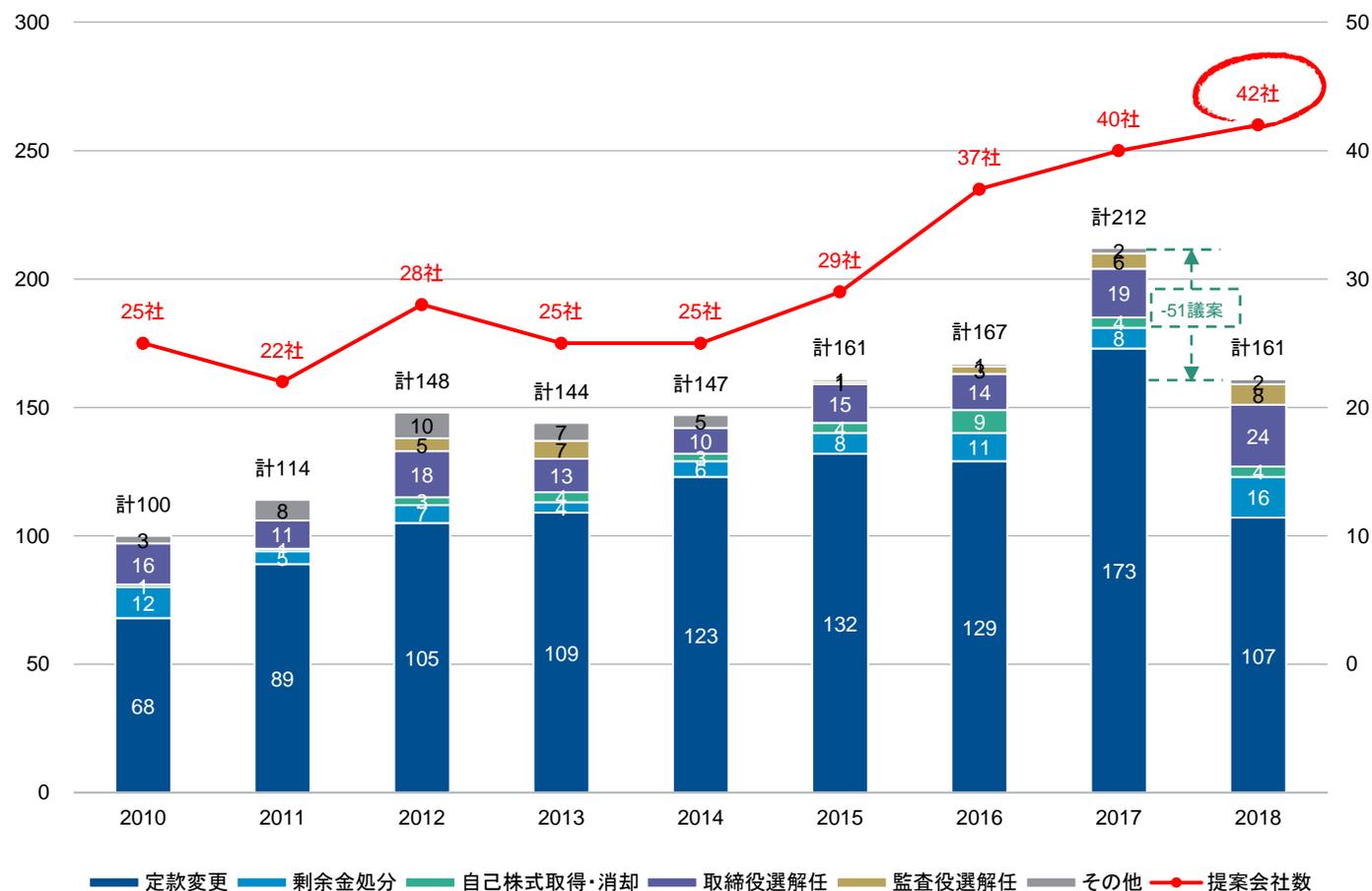
- 6月株主総会で株主提案議案を付議している会社は、過去最高の42社（前年比+2社）
- 株主提案にかかる総議案数は161議案（前年比▲51議案）
  - 昨年20以上の株主提案議案があった2社に対する議案数が減少したこと等起因
- 機関投資家からの提案議案は、26議案中4議案で可決（下表参照）
  - 昨年の黒田電気の事例のように、いわゆるアクティビストからの株主提案で可決されたものはない

#### 機関投資家からの提案議案が可決された事案

会社	提案株主	提案議案	賛成率
21LADY	投資ファンド	社外取締役3名選任	55.6%
		社外監査役2名選任	55.6%
JP Holdings	投資会社	取締役2名選任	63.6%
	投資会社	定款変更	73.4%

#### 株主提案数の推移

議案数／提案会社数



出所:証券代行情報No.133 (三菱UFJ信託銀行)

### 3 議決権行使助言会社が支持するアクティビスト株主提案

#### 株主提案数が過去最高を記録

2017年7月～2018年6月に株主提案を受けた54社のうち、機関投資家によるアクティビズム型の株主提案があった会社は18社あり、その中で議決権行使助言会社最大手ISSが株主提案に賛成を推奨した主な事例は右記の通りです

- 議決権行使助言会社が株主提案に賛成を推奨する事例が昨年から引き続き散見
- 但し、いずれの事案においても株主提案は否決

#### 議決権行使助言会社がアクティビスト株主提案に賛成を推奨した主な議案の帰趨

2018年6月株主総会シーズン

	株主	保有割合	対象会社	時価総額 (億円) <sup>(1)</sup>	主な株主提案	ISSの 賛成推奨	開催日	帰趨
1	Oasis Management (香港)	9.9%	GMO Internet	2,270	<ul style="list-style-type: none"> <li>買収防衛策の廃止</li> <li>買収防衛策を廃止するとしても、買収防衛策の導入継続については株主総会の決議を条件とするスキームに変更する案の一部変更</li> </ul>	✓ <sup>(2)</sup>	3/21	<ul style="list-style-type: none"> <li>買収防衛策廃止: 否決</li> <li>- 賛成率44.8%</li> <li>定款変更: 否決</li> <li>- 賛成率44.3%</li> </ul>
								
2	Oasis Management (香港)	9.2%	アルパイン <sup>(3)</sup>	1,700	<ul style="list-style-type: none"> <li>40.9%株主であるアルプス電気との間で締結された株式交換契約における株式交換比率が不公正であると主張し、大幅増配による株主還元</li> <li>2名の新取締役(社外)選任議案を提案<sup>(4)</sup></li> </ul>	✓	6/21	<ul style="list-style-type: none"> <li>増配: 否決</li> <li>- 賛成率28.6%</li> <li>取締役選任: 否決</li> <li>- 賛成率25.4% ~ 29.7%</li> </ul>
								
3	Asset Value Investors (英)	N/A	東京放送HD	4,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>TBSが保有する半導体製造装置大手、東京エレクトロンの株式4割を株主に現物配当するよう要求(持合株解消)</li> <li>- TBSの総資産のうち東京エレクトロン株の占める割合は19%</li> </ul>	✓	6/28	<ul style="list-style-type: none"> <li>否決</li> <li>- 賛成率11.3%</li> </ul>
								
4	RMB Japan Opportunity's Fund(米)	11.0%	フェイス	187	<ul style="list-style-type: none"> <li>RMBからの社外取締役1名の派遣提案</li> </ul>	✓	6/28	<ul style="list-style-type: none"> <li>否決</li> <li>- 賛成率19.3%</li> </ul>
								

出所: 証券代行情報No.135(三菱UFJ信託銀行)、各社臨時報告書、MUMSS調査

注:

1. 株主提案時における時価総額の概算
2. 報道によれば、Glass Lewisもオアシス提案に賛成を推奨したとのこと
3. 2018年7月13日付の大量保有報告書によれば、オアシスのみではなく米投資会社エリオット・マネジメントもアルパインの株式を約5.12%保有しているとのことであり、また、状況に応じて重要提案行為を行う旨公表している
4. オアシス及びアルパインの双方から独立した社外取締役の選任議案を提案

## (ご参考) 株主総会における株主の発言内容 (1/2)

### 発言内容の一部紹介

#### 1. 経営戦略・方針

- 中長期経営計画におけるROE目標10%について、目標値を決めた経緯を聞きたい
- 株価低迷。中長期の経営戦略を教えてほしい
- カジノ法案可決による経営への影響
- 積極的にM&Aに努めるとのことだが、現状はどうか
- ○○の買収によるシナジー効果や課題を聞きたい
- 経営統合で管理部門は余剰人員となるがどうするのか？
- 働き方改革の今後の進め方について
- 東京オリンピック後の取り組み、特に海外事業戦略等について
- AI、IoTで当社はどのように変わっていくか

#### 2. バランスシート

- ROEが低いですが、伊藤レポートでは8%を目指すこととされており、どのようにして達成していくのか
- ROEをどのように上げていくつもりか
- 資本効率 (ROA、ROE、トータルレバレッジ) について
- 内部留保が増加。必要な内部留保金額の目安
- 総資産に占める投資有価証券の額が大きすぎるのではないか

#### 3. 株価・IR

- 株価が低迷しており、自社株買いも効果がない。消却等検討しないのか。同業他社と比べて株価が低い
- 買収防衛策は来年継続しないでほしい。株価をあげるべき
- 個人株主の比率が数%しかないのは低すぎる。個人株主の増加を考えていくべきと思うが考えを聞きたい



## (ご参考) 株主総会における株主の発言内容 (2/2)

### 発言内容の一部紹介

#### 4. 株主還元 (配当・自己株式取得)

- 配当性向〇%は満足だが、今後の見通しはどうか
- 配当性向〇%の目標は事業投資を行わないという消極的姿勢に思える
- 内部留保があるのになぜ配当しないのか
- 無配が何年も続いている。無配脱却はどのようにするのか、今後の計画を社長自ら説明して欲しい

#### 5. 役員関係

- 取締役が〇名と多い。また、会長や副会長はどんな職務を担っているのか
- 2017年度開催の取締役会を2回欠席している社外取締役がいる。様々な兼務を行っており、当社のためには、取締役会は皆勤でなければ、重要な意思決定ができないのではないか
- 女性役員は増やさないのか。1名は少ない
- 顧問・相談役制度についてどのように考えているか
- 取締役相談役に就任することだが、新設の職位と思われる。相談役はCG報告書でも開示が求められ、あまり好ましくなく縮小の方向にあると認識している。職務内容等説明願いたい
- 常勤監査役と社外監査役の平均報酬額に差があるが、役割や業務内容が異なるものか
- 役員報酬の業績連動部分を増やしたいという話があったが、従業員も含めた全体のコンセプトを聞きたい

#### 6. スチュワードシップ・コード (エンゲージメント、対話)

- 経営陣と株主との対話につき、年に1度の総会だけでなく、もっと機会を増やすべきではないか



## Legal Disclaimer

本書に記載されている情報は、情報提供のみを目的として作成されたものです。本書に記載された情報の正確性または完全性に関する表明は行われません。本書に記載される情報は一定の仮定に基づき、一般に公表された情報並びに受領者及び第三者から三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下、「MUMSS」といいます）に対して提供された情報に依拠して作成されています。MUMSS及びその関係会社（以下「当社」と総称します）は、本書に記載されている情報について一切保証を行わず、また、本書に記載されている情報に関する責任（本書に明記された又は記載されない事項に関する明示または黙示の表明または保証を含むが、それらに限られない）を一切負わないことを明記します。本書は、当社によるフィナンシャル・アドバイスその他の推奨を意図するものではなく、本書の受領者は本書に依拠すべきではなく、本書を何らかの決定や行為を行う際の根拠とすることはできません。本書に記載される見解や取引条件は暫定的なものであり、本書が作成された時点での財務、経済、市場及びその他の状況に基づくものであり、今後変更される可能性があります。本書及び本書に記載されている情報は、有価証券の引受け、またはそれに関連する取扱いの申込みを構成するものではなく、また本書の受領者に対する法務、規制、財務または税務アドバイスを構成するものではありません。本書の受領者は、本書の内容及び本書に記載されている取引に関して、独立した第三者から法務、会計、税務及び財務アドバイスを受けることをお勧めいたします。本書の受領者は、本書を受領することにより、本書に記載されているかまたは本書に関連するデータ、分析、結果その他の情報（本書に関連して当社より口頭で提供される情報を含む）について無期限に秘密を保持し、第三者に対して配布または開示せず、公開もしないことに同意したものとみなされます。