



Governance  
for Owners

## Hitotsubashi Financial Leadership Program C

# 投資家からみた企業価値創造

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)

<http://goinvestmentpartners.com/gojapan/>

神戸大学非常勤講師

2017年 7月 15日





Governance  
for Owners

## 会社紹介

- ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社 (GOジャパン) は、ロンドン所在のGO Investment Partners (GO) が60%、東京海上アセットマネジメント株式会社 (TMAM) が40%保有するジョイントベンチャー
- 2007年以降、志を同じくする責任あるグローバル投資家グループに対し、「日本に適した」ステewardシップ・サービスを提供 (GO Stewardship Services®)
- ジャパン・エンゲージメント・コンソーシアム (JEC) は、日本の主要企業に深い関心を持ち、前向きな株式保有者としてコミットメントする機関投資家に、「投資家フォーラム」としての機能を提供する、GOジャパンのエンゲージメント商品

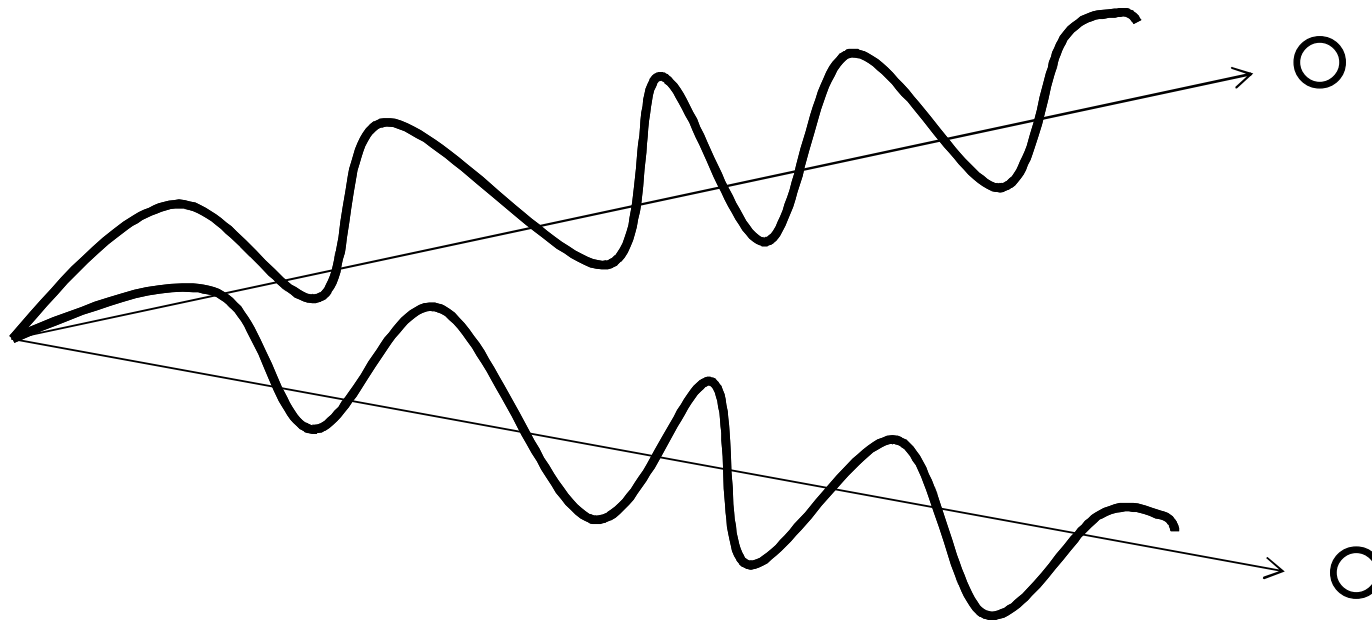
現在のJECメンバー



- GOジャパンはまた、投資助言登録業者として、中小型企业を対象としたTMAM-GO ジャパン・エンゲージメント・ファンド (JEF: 2012年3月設定来5年間のグロスパフォーマンス225.8% vs. 同期間ベンチマーク95.5%) に、エンゲージメント並びに投資助言を提供
- 中大型株はJEC, 中小型株はJEFがカバーし、“Adding value through constructive engagement”を追及

# なぜ株に「投機」するのか？

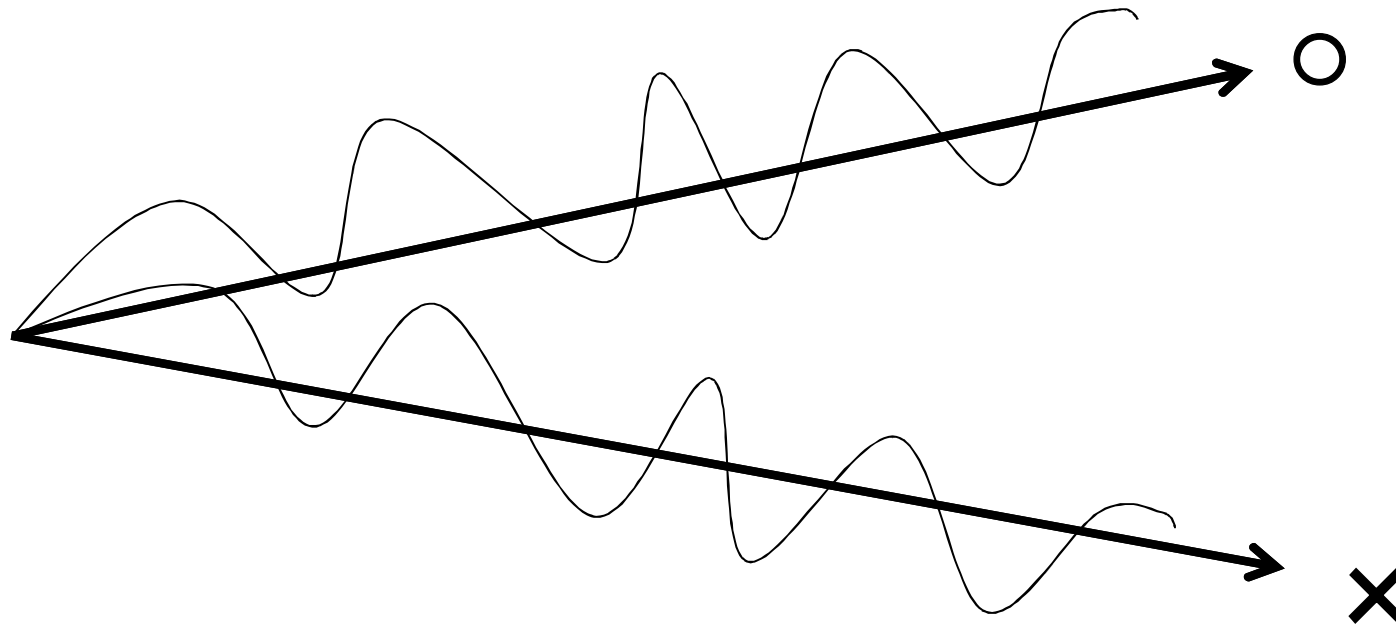
- 株価の変動がリターンの源泉
- (基本は) 安値で買って高値で売る利ざや稼ぎ
- 企業価値創造は付加価値ではない



# なぜ株に「投資」するのか？

- 株価の変動はリスク
- リスクに見合うリターンを要求

## ➤ 企業価値創造が付加価値

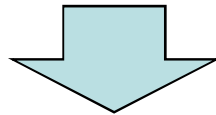


## リスクに見合うリターンとは？

- リスクフリーの国債を持ち切れば利回り保証
- その選択を諦める代わりに要求する期待リターンが期待リスクプレミアム
- CAPM (株主資本コストを推計する方法の一つ)
  - ✓ 期待リスクプレミアム = 市場感応度 (ベータ) × 市場のリスクプレミアム
  - ✓ 株式の期待リターン = リスクフリーレート + 期待リスクプレミアム (ビジネスリスク + 財務リスク) = 株主資本コスト
- リスクに応じて期待リターン = 株主資本コストは異なる

## 長期的投資家とは？

- 株式の期待リターン(株主資本コスト)の実現を長期で待てる(忍耐できる)投資家



- 企業の創造する価値に長期的に投資する本来の投資家≠投機家(トレーダー)

### ➤ 言うは易し行うは難し

- ✓ 短期間で評価される場合、取り組み困難
  - ・ (例) 企業会計に影響を与える企業年金
- ✓ 忍耐可能な富裕層の自己資金に実は適性!?

## 成長と株主価値(企業価値の中核)は？

- 理論株価(無借金ケース) = 1株当たり配当可能額① / 株主資本コスト② + 成長機会の純現在価値
- 成長機会の純現在価値 = 内部留保③ × (ROE④ / (② - 1) / (② - 持続的成長率⑤))

企業	A		B		C	
④	11%		5%		8%	
②	8%					
⑥配当性向 = 1 - ③ / 配当可能額	100%	30%	100%	30%	100%	30%
⑤ = 内部留保率 × ④ = (1 - ⑥) × ④	0.0%	< 7.7%	0.0%	< 3.5%	0.0%	< 5.6%
理論株価(資本100の場合)	138	1,100	63	33	100	100
PER = 理論株価 / ① (= ④ × 100)	13	< 100	13	> 7	13	= 13

# 投資家から見た企業価値創造とは？

- 事業投資リターン  $>$  資本コスト  $\Rightarrow$  事業投資  
✓ 企業 A
  - 事業投資リターン  $<$  資本コスト  $\Rightarrow$  株主還元  
✓ 企業 B
  - 事業投資リターン  $=$  資本コスト  $\Rightarrow$  事業投資 or 株主還元  
✓ 企業 C
- 事業投資リターン  $\geq$  資本コスト  $\Rightarrow$  持続的成長のための事業投資が認められる条件



## 理論株価が示唆することは？

企業	A		B		C	
④	11%		5%		8%	
②	8%					
⑥配当性向=1-③/配当可能額	100%	30%	100%	30%	100%	30%
⑤=内部留保率×④=(1-⑥)×④	0.0%	< 7.7%	0.0%	< 3.5%	0.0%	< 5.6%
理論株価(資本100の場合)	138	1,100	63	33	100	100
PER=理論株価/①(=④×100)	13	< 100	13	> 7	13	= 13
配当額	11	3.3	5	1.5	8	2.4
配当利回り(対理論株価)	8.0%	0.3%	8.0%	4.5%	8.0%	2.4%
次年度理論株価	138	1,185	63	35	100	106
株価上昇率	0.0%	7.7%	0.0%	3.5%	0.0%	5.6%
株主総利回り(TSR)	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%

- 理論株価で持ち続けると株主資本コストと同じTSR
- しかし、企業BのPBRは現実的？
  - ✓ 利益全額毎年配当という非現実的前提でもPBR1倍割れ
  - ✓ 経営が強気になる度に切り下がり
- 企業Bに長期投資すれば、TSRが株主資本コストを下回る可能性大
- 企業Bの支配権を奪う等で、配当率を上げるだけで株価上昇

## 長期的投資に相応しい企業とは？

- 理論株価で持ち続けると株主資本コストと同じ T S R
- しかし、企業 A の P B R は現実的？
  - ✓ 利益全額毎年配当という非現実的前提でも P B R 1 倍超
  - ✓ 経営が強気になる度に切り上がり
- 企業 A に長期投資すれば、株主資本コストを上回る T S R を享受できる可能性大
  - ✓ 経営への信頼とパートナーシップ（長期投資）
  - ✓ オーバーシュートで一旦離れても押し目買い

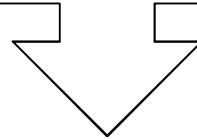
## ヘッジファンド・アクティビストの狙いは？

- “The Wolf at the Door” 米コロンビア大ロースクール Coffee教授他(2015)より抜粋
  - ✓ 短期主義とは伝統的機関投資家より高い割引率で将来収益を割引く傾向を意味する
  - ✓ ヘッジファンド・アクティビズムの収益の源泉は
    - (1) ノイズによる株式売買がもたらすプレミアム
    - (2) 流動性イベント
  - ✓ ウォートン大Bushee教授の研究(2001)によると、株主構成における短期的投資家の占率の高さは、短期収益要因の重視及び長期収益要因の軽視と関係

# コーポレートガバナンス・コードと企業(株主)価値の関係は？

取締役会の役割と責務(コーポレートガバナンス・コードより)

- 企業戦略などの大きな方向性を示す
- 経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備を行う
- 独立した客観的な立場で経営陣や取締役を実効性を伴って監督



1株当たりキャッシュフロー	÷	株主資本コスト	+	成長機会の純現在価値
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本業の<u>収益力維持</u>向上</li> <li>● <u>資本効率</u>の改善                             <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 現金</li> <li>2. <u>政策保有株式</u></li> </ol> </li> </ul> <p>注：レバレッジによる向上は、財務リスクを反映する資本コスト上昇で打消し(除く節税効果)</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>● エージェンシーコストの軽減                             <ol style="list-style-type: none"> <li>3. <u>情報開示</u></li> <li>4. <u>報酬</u></li> <li>5. <u>持続可能性</u></li> <li>6. <u>買収防衛策</u></li> </ol> </li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>● <u>企業価値</u>の創造                             <ol style="list-style-type: none"> <li>7. ハードルレート</li> </ol> </li> <li>● <u>企業価値</u>の破壊回避                             <ol style="list-style-type: none"> <li>8. 株主還元政策</li> </ol> </li> </ul>

下線キーワードを含むコーポレートガバナンス・コードの73原則が「目的を持った対話」(エンゲージメント)の対象

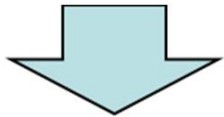
- ✓ スチュワードシップ・コードは、機関投資家が投資先企業の経営の細部まで介入することを意図するものではない(序文より)

# 資本効率の改善

## 1.現金？

---

- 運転資金は必要
- 現金は資本コスト割れ



- 必要以上の現金が評価されるには
  - ✓ 事業投資リターン > 資本コストの事業投資
  - ✓ 事業投資がなければ自社株買い等株主還元で、資本効率改善
- 株価に評価を織り込むのは、企業ではなく投資家

# 資本効率の改善

## 2.政策保有株式？

CGコード原則 1 - 4	長期的投資家の視点
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 方針を開示すべき</li> <li>● 取締役会で、リターン／リスクを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証すべき</li> <li>● 保有の狙い、合理性について具体的な説明を行うべき</li> <li>● 議決権行使についての基準を策定・開示すべき</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <u>事業の価値創造に投資しているの</u>であって、<u>企業の株式投資のために投資しているのではない</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 上場株であれば、自らのリスク／リターン選好に沿って自由に投資できる</li> </ul> </li> <li>● 自らではなく投資先企業が投資することで、企業価値が創造されることが条件           <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 創造されないなら、本業投資に回してほしい</li> <li>✓ あるいは、株主還元してほしい</li> </ul> </li> <li>● 株主還元されれば、その資金で株式投資できるし、議決権も行使できる</li> </ul>

# エージェンシーコストの軽減

## 3.情報開示？

CGコード基本原則3考え方	長期的投資家の視点
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 法令に基づく開示であれそれ以外の場合であれ、適切な情報の開示・提供は、             <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 上場会社の外側にいて情報の非対称性の下におかれている株主等のステークホルダーと認識を共有し、その理解を得るための有力な手段</li> <li>✓ スチュワードシップ・コードを踏まえた建設的な対話にも資するもの</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● アウトサイダーであるが故に株式の売買が可能</li> <li>● 情報の非対称はエージェンシーコストを高める＝リスクプレミアムの上昇</li> <li>➤ <u>アウトサイダーに対し、どこまでエージェンシーコストを下げる情報開示ができるかの問題</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 対話によってコスト引き下げ</li> <li>✓ 取締役会の独立性等の透明性・公平性確保はエージェンシーコスト引き下げに寄与</li> </ul> </li> </ul>

# エージェンシーコストの軽減

## 4.報酬？

CGコード補充原則4-2①	長期的投資家の視点
<ul style="list-style-type: none"><li>● 経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべき</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● 報酬制度はエージェンシーコストに影響</li><li>● 長期的投資家にとっては、短期ではなく中長期的な業績（株価）が重要</li><li>➤ <u>経営陣の中長期的ミッションが投資家利益と連動していることが見える報酬制度を策定・開示してほしい</u><ul style="list-style-type: none"><li>✓ 企業毎に、置かれた環境や考え方が異なるのは当然</li><li>✓ その中で、中長期の業績目標との連動がわかりやすいパフォーマンス・シェア</li><li>✓ 報酬額はあくまで結果</li></ul></li></ul>



# エージェンシーコストの軽減

## 5.持続可能性？

CGコード補充原則 2-3 ①	長期的投資家の視点
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 取締役会は、サステナビリティ（持続可能性）を巡る課題への対応は重要なリスク管理の一部であると認識し、適確に対処するとともに、</li> <li>● 近時、こうした課題に対する要請・関心が大きく高まりつつあることを勘案し、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討すべき</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 改訂SSコード指針 3-3           <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、<u>事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するもの*を含む）</u>及びそうしたリスク・収益機会への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項</li> <li>✓ *はガバナンスと共にESG要素（注釈7）</li> </ul> </li> <li>➤ 経済産業省「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資-（価値協創ガイダンス）</li> </ul>

# エージェンシーコストの軽減

## 6.買収防衛策？

CGコード原則 1-5	長期的投資家の視点
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない</li> <li>● 補充原則 1-5 ①：上場会社は、自社の株式が公開買付けに付された場合には、取締役会としての考え方（対抗提案があればその内容を含む）を明確に説明すべきであり、また、株主が公開買付けに応じて株式を手放す権利を不当に妨げる措置を講じるべきではない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 機関投資家にとって、買収防衛策が受益者のためになるとの理解は困難             <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ P9 企業Bの場合、支配権を奪って配当性向を上げるだけで株価上昇</li> </ul> </li> <li>● 導入や継続そのものが、エージェンシーコストを引き上げ             <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <u>受益者への説明責任を負うのは機関投資家</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <u>経営者の保身が、買収提案における株主利益の評価を歪めることはないとする、強力な理由付けが経営者によって提示可能か？</u></li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>

# 企業価値の創造

## 7.ハードルレート？

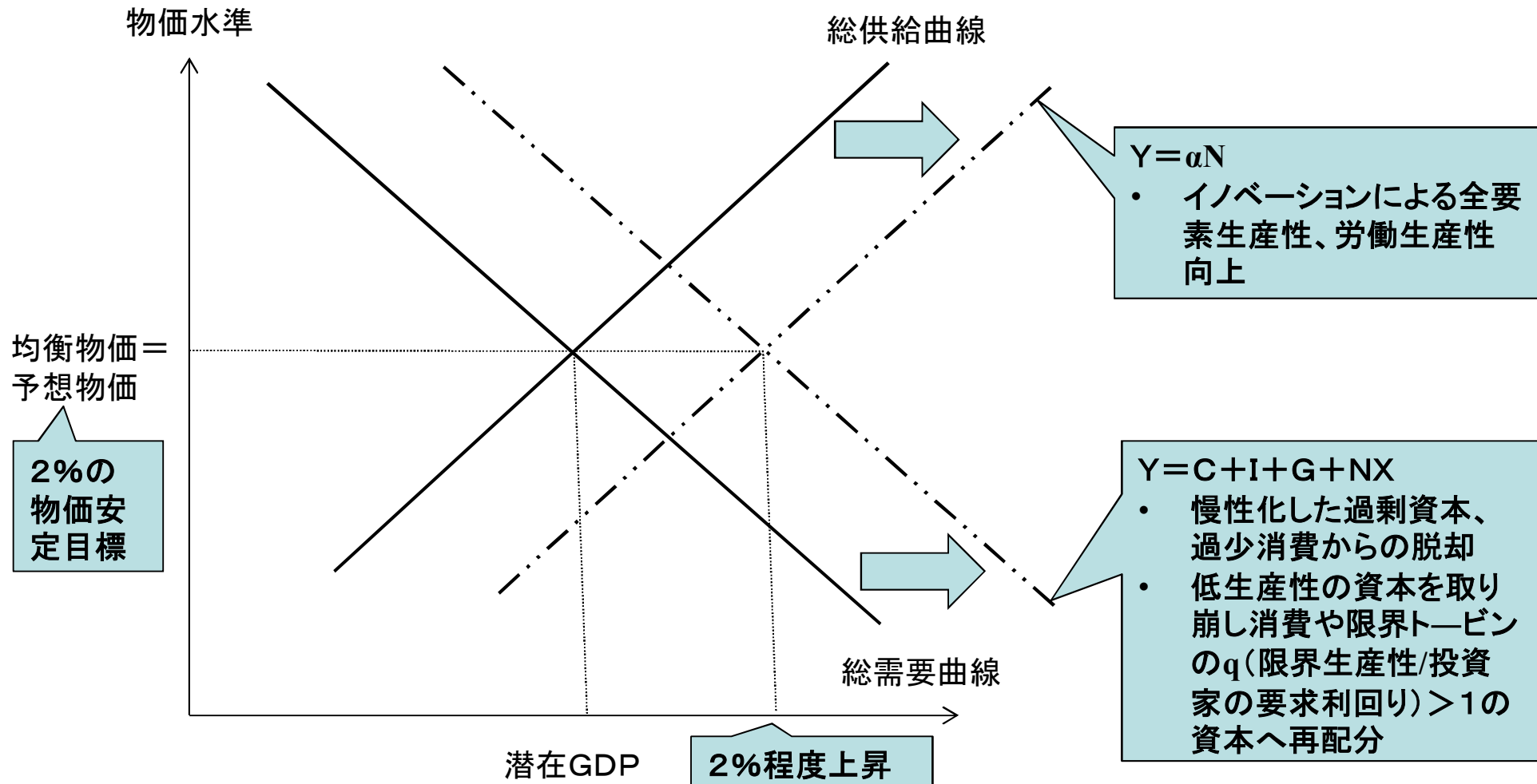
- 企業価値 =  $\Sigma$  (各事業価値) - コンングロマリット・ディスカウント
- 実際の事業は内部留保のみで資金調達するのではなく、資金調達を反映したWACC（加重平均資本コスト）がハードルレート
  - ✓  $WACC = \text{株式比率} \times \text{株主資本コスト} + \text{有利子負債比率} \times \text{負債コスト (税引後)}$
- みなし税引後CFをWACCで割り戻した純現在価値(NPV)がプラスなら企業価値創造
  - ✓ 投下資本利益率(ROIC =  $\text{みなし税引後営業利益} / \text{投下資本}$ ) > WACCも考え方は同様で、M&Aにも適用

# 企業価値の創造

## 8.株主還元政策？

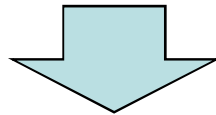
- みなし税引後CFをWACCで割り戻した純現在価値(NPV)がプラスなら企業価値創造
  - ✓ 株主還元せずに事業に投資することが「理論的」
- みなし税引後CFをWACCで割り戻した純現在価値(NPV)がマイナスなら企業価値破壊
  - ✓ 事業投資に回さずに株主還元することが「理論的」
- 各社毎、時期毎に、キャッシュフロー、事業投資リターン、資本コストが異なるにも関わらず硬直的な株主還元政策は、納得的ではない
  - ✓ バランスシートまで踏み込んでマネジメント

# 「ひいては経済全体の発展にも寄与」?



## 長期的投資家の見分け方は？

- 株式の期待リターン(株主資本コスト)の実現を長期で待てる(忍耐できる)投資家



- 企業の創造する価値に長期的に投資する本来の投資家≠投機家(トレーダー)

- パートナーとなるために必要な情報開示は厭わない
  - ✓ 企業も投資家に説明責任を求めてはどうか？

---

# Appendix



## 8年間のエンゲージメント効果の自己分析

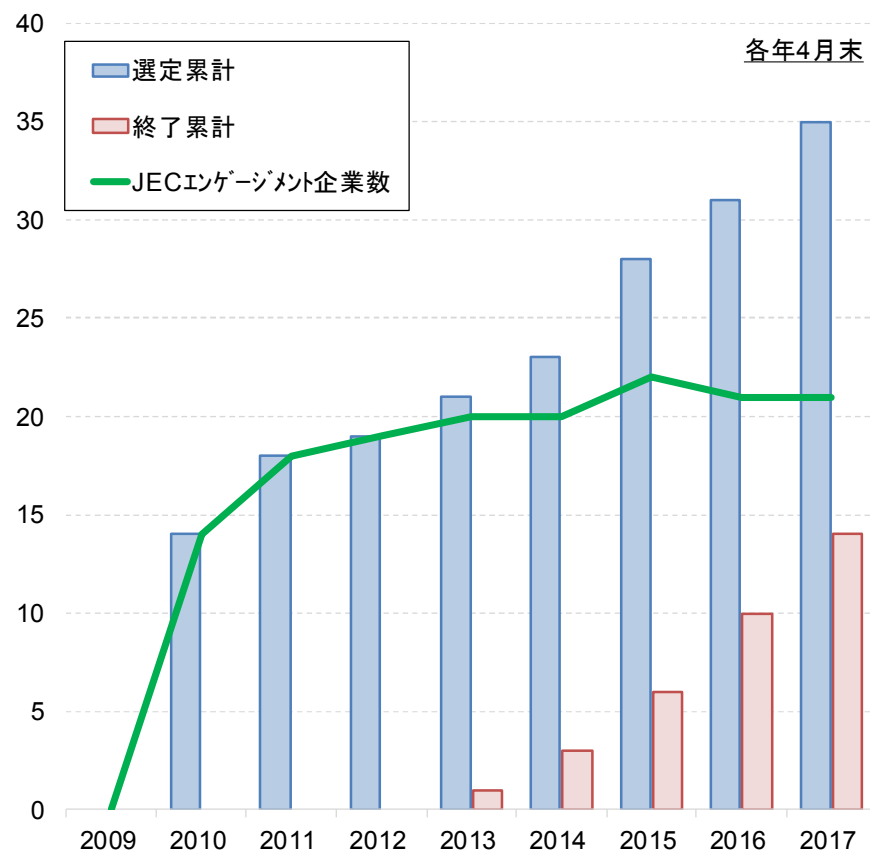
ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン(株)





## JEC エンゲージメント対象企業数推移

- JECエンゲージメント先の選定と終了はGOジャパン取締役会が機関決定
- 2009年5月からJECメンバーの投資先2社とのエンゲージメントを開始。初のエンゲージメント終了は2013年3月。初終了以降の5年間の年回転率は12.4%



2017年4月 末現在	JEC	JEC 以外
	21	20
合計	41	

## JEC “仮想” ポートフォリオ

---

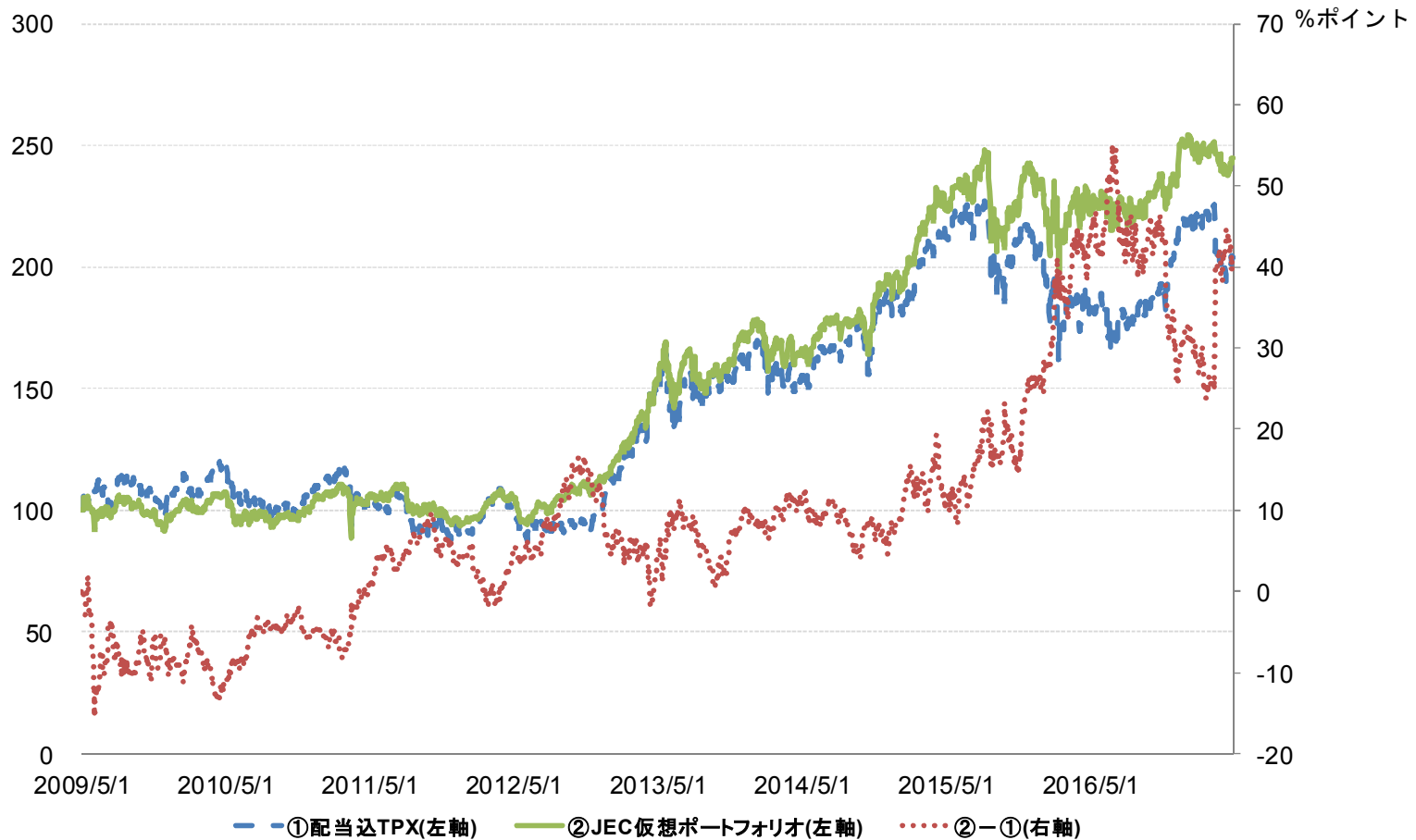
- JEC“仮想”ポートフォリオの評価と配当込TOPIXの長期比較は次ページ
- 仮想ポートフォリオへの追加と除外はGOジャパン取締役会によるエンゲージメントの開始と終了の決議当日に発生
- 仮想ポートフォリオにおいて各銘柄は均等額購入と想定

### (留意点)

- JECメンバーの投資先銘柄がユニバースで、品質維持の観点から20銘柄を上限目標とする制約から、意図せざるファクターベットの可能性
- JECメンバーの保有額等と建設的対話の可能性から選定しており、仮想ポートフォリオのリターン極大化のため選定や終了の決定を行っていない
- 超過リターンの水準そのものより超過リターンの形状が重要と考える

# JEC “仮想” ポートフォリオ – チャート

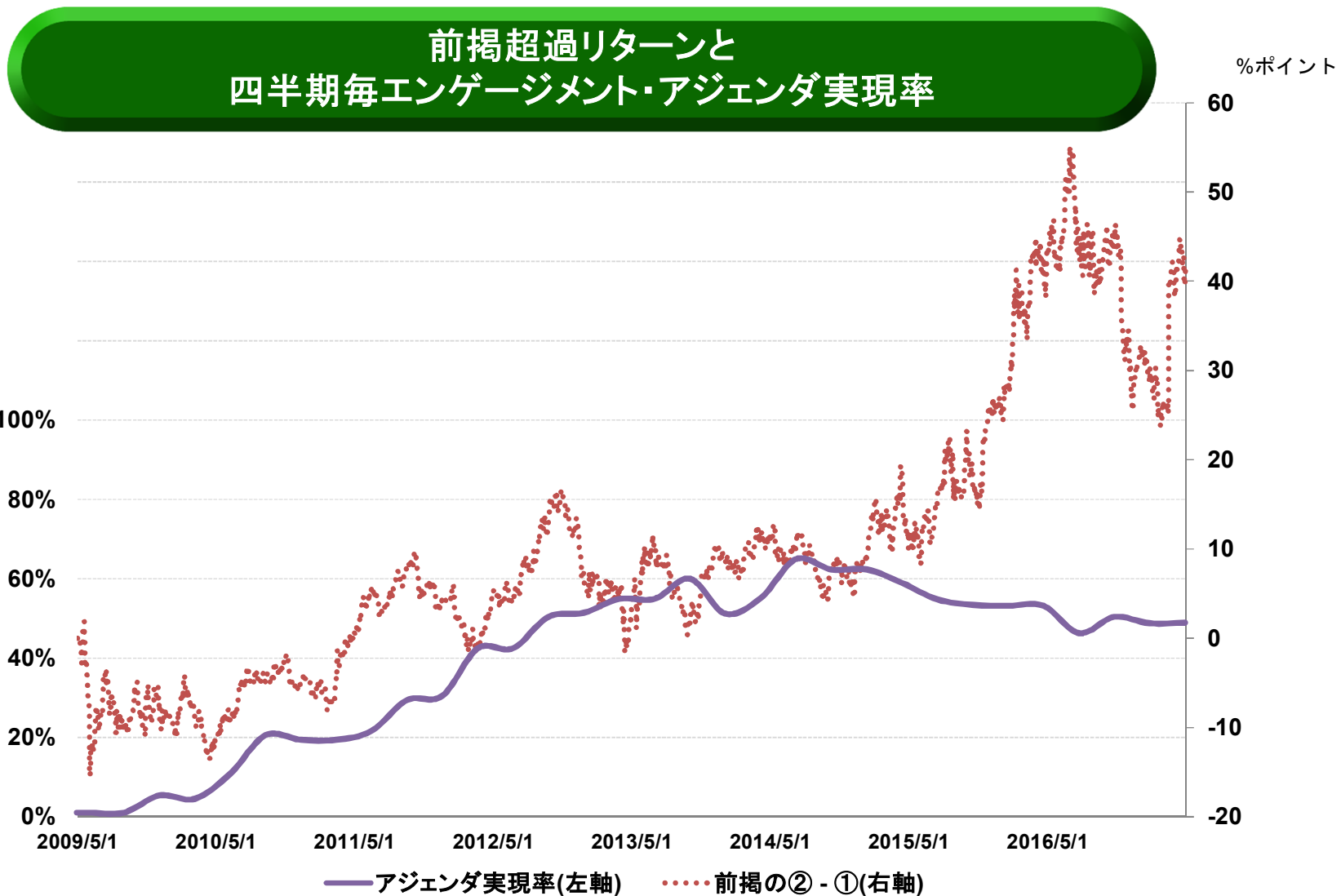
## JEC仮想ポートフォリオと配当込TOPIX (スタートから直近まで8年間)



## エンゲージメント効果の分析

- JECメンバーに四半期毎に報告しているエンゲージメント・アジェンダ実現状況(最終ページ参照) から実現率を算出し、次ページにて超過リターンと重ねて表示
  - ✓ アジェンダ数を分母、うち具体的変化が客観的に確認された場合を分子として実現率算出(新規選定の継続により上限理論値<100%)
  - ✓ 評価基準が不明だが、英国の同種サービスに関する実証研究での実現率10%前後
  - ✓ これまでの各社平均アジェンダ数5弱(企業戦略と業績30%、資本構造30%、ESG40%)
- 対象企業の課題への取り組みが実現化し株主価値に反映するJカーブが示された後、先行選定企業のJカーブ後半部分が、新規選定企業のJカーブ前半部分で相殺される、ビンテージイヤーの分散効果が生じている可能性
  - ✓ JEC開始2009年2Qから、上限目標20銘柄と実現率50%を達成し定常状態に入った2012年3Qまでの14四半期において、実現率をX軸、超過リターン(幾何法)をY軸として回帰分析を実施したところ、回帰係数はプラスで、**正相関の信頼係数は90%超**

# エンゲージメント結果の分析 - チャート



# 参考: JEC対象企業(選定順)とエンゲージメントアジェンダ

コード	会社名	エンゲージメント・アジェンダ	
C		・事業セグメントごとの目標ROIC、ROEの設定	△
		・不採算事業の整理・撤退	✓
		・政策保有株の売却・保有目的の明確化	✓
		・独立取締役の複数選任	✓
B		・買収防衛策の廃止	✓
		・ROICの観点をもち中期経営計画の策定	✓
		・IR活動の積極化	△
		・取締役会の独立性、多様性の向上	△
C		・中長期の配当性向を4%に拡大	✓
		・具体的な資本政策、成長戦略の公表	✓
		・個別事業の中長期的な利益目標の開示	✓
		・資本参加に関する説明責任	△
B		・独立取締役の複数選任	✓
		・各事業/会社毎のROIC等明確な投資基準	△
		・グローバル企業並みのより積極的な売上、営業利益率目標	△
		・事業セグメント、会社毎の明確なディスクロージャー	△
B		・英語資料の充実等のIR活動の積極化	✓
		・買収防衛策の廃止/独立取締役の複数選任	✓
		・増配・自社株買いもしくは海外事業投資による最適資本配分	✓
		・海外事業拡大へのより高い目標	✓
B		・ROE目標10～15%の設定	△
		・負債コストも加えた最適な資本コストの設定	△
		・独立取締役採用による少数株主保護	✓
		・談合防止に向けた取組みの開示	✓
B		・株主還元方針の策定	✓
		・事業投資ビジネスに関する投資判断基準の明確化	✓
		・事業投資ビジネスの投資リターンに関する情報開示	△
		・効率的な資本配分を促すROE目標の設定	△
B		・独立取締役採用による少数株主保護	✓
		・贈賄防止に向けた取組みの開示	✓
		・外部人材の採用、収益性重視に舵を切った経営改革をサポート	✓
		・事業毎のROIC、営業利益率等の経営目標の明確化	△
B		・不採算事業の撤退のより積極的な実行	△
		・低収益事業の構造改革の進捗のモニタリング	△
		・海外市場でのより積極的な成長戦略	✓
		・多様性に富んだ経営体制の構築	✓
B		・化学物質管理に関する取組みの情報開示の充実	△
		・経営資源配分についての説明責任	✓
		・海外事業への資源配分の強化	✓
		・株主還元についての説明責任	△
B		・取締役会の構成・スキルセット	△
		・ES:農場での児童就労、リスク軽減商品開発への取組み等	✓
		・選択と集中による収益力の向上	△
		・投資有価証券(総資産の11%)および自己株式(発行済株式の7%)の保有に関しての説明責任	△
B		・買収防衛策の廃止/取締役会の独立性向上	✓
		・役員報酬体系の充実	△

A マネジメントメンバーとの対話が進行中。エンゲージメント・アジェンダの多くを実現した。  
 B マネジメントメンバーとの対話が進行中。エンゲージメント・アジェンダは未実現または一部を実現した。  
 C 会社側との対話が進行中。エンゲージメント・アジェンダの一部を実現した。  
 D 会社側との対話が進行中だが、いずれのエンゲージメント・アジェンダも未実現。

✓	23	✓	22
△	22	△	12
計	45	計	34
check	45	check	34

数 85  
率 53%

コード	会社名	エンゲージメント・アジェンダ	
B		・構造改革のサポートと持続的成長のモニタリング(OPM10%)	✓
		・取締役会の独立性向上による少数株主保護	✓
		・役員報酬体系の充実	△
C		・資本効率目標の設定	△
		・B/S管理: 総資産の42%に相当する現金等	△
		・取締役会の独立性向上	△
C		・役員報酬体系の充実	△
		・海外事業拡大戦略のサポート	△
		・資本効率目標を伴う中期経営計画の公表	△
C		・B/S管理: 総資産の6%に相当する保有株式	△
		・事業構造改革による収益性の改善	△
		・B/S管理: 総資産の18%に相当する投資有価証券	△
B		・取締役会の独立性向上	△
		・装置事業の収益力向上	△
		・B/S管理: 総資産の現金等23%/投資有価証券21%	△
D		・役員報酬体系の充実	△
		・業界再編・子会社再編を通じた成長及び収益性改善	△
		・キャピタルマネジメントの改善(総資産のうち現金等14%/自己株21%)	△
B		・取締役会の独立性: 2名の独立取締役も独立性は1/3以下	△
		・キャピタルマネジメントの改善(総資産の22%の現金)	△
		・非中核事業の収益性改善	△
B		・取締役会の構成: 独立取締役のスキルセット	△
		・事業選択と集中: 数多くの企業買収の説明責任	△
		・海外事業拡大の戦略	△
B		・取締役会の独立性向上/会長、CEOの後継者プラン	△
		・役員報酬体系の充実	△
		・海外事業戦略(特にアジア)	△
B		・買収先企業のPMI、収益性向上	△
		・取締役会の独立性・多様性の向上、後継者プラン	△
		・役員報酬体系の充実	△
B		・買収防衛策の廃止	△
		・取締役会の独立性・多様性の向上、後継者プラン	△
		・収益性の向上	△
B		・周辺事業拡大の説明責任	△
		・資本効率のモニタリング	△
		・取締役会の多様性の向上、後継者プラン	△
D		・グローバルでの競合他社水準の収益性の実現	△
		・よりバランスの取れたキャピタルアロケーション	△
		・環境技術を含む先進技術開発に向けた取組みの継続	△

✓ 当該エンゲージメント・アジェンダを実現した。  
 △ 当該エンゲージメント・アジェンダの一部を実現した。

✓	1
△	10
計	11
check	11

