

第1回 価値創造経営小委員会

発言補足資料

2025年2月4日

三瓶裕喜

アストナリング・アドバイザー合同会社 代表



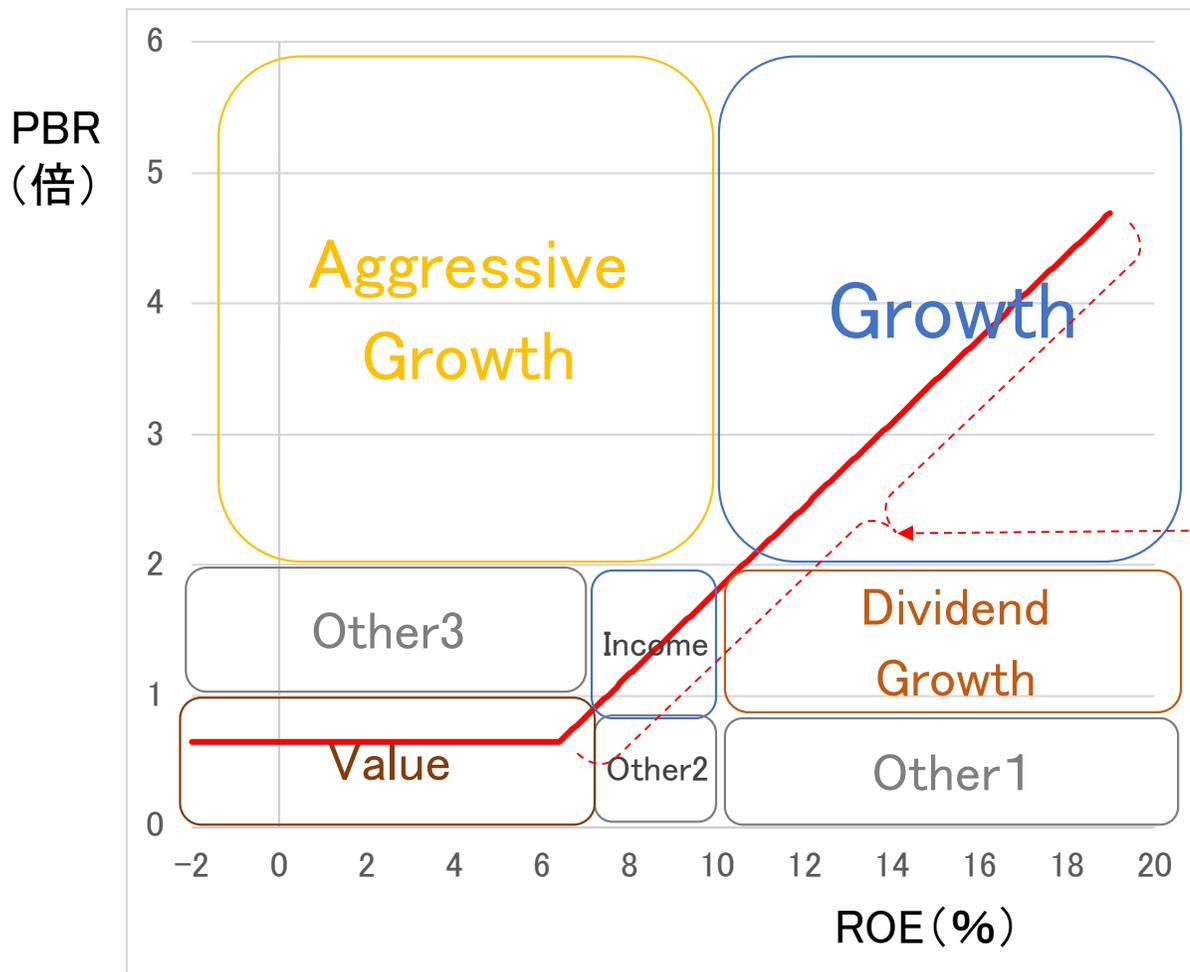
(1) ②問題意識：コーポレートガバナンスの現状と課題

- 1990年代以降、特にメインバンク制縮小に伴い、ガバナンス主体として外部株主の重要性が高まる中、2010年代以降、政府は、コーポレートガバナンス改革を推進し、**企業の持続的成長に向けた企業と株主・投資家の価値協創関係の構築を目指してきた。**
- その結果、**政策保有株の減少、社外取締役の増加、統合報告書等の開示の充実**といった日本企業のガバナンス改革は着実に進捗し、一部の企業は、投資家との価値協創関係の構築に成功し、持続的な成長と企業価値の向上を実現した。
- しかし、企業は、社外取締役の数合わせや開示にかかるペーパーワーク等の**形式面の対応に労力を割かざるを得ず**、^{【1】}**長期目線の投資家の後押しがない**まま、^{【2】}**短期志向のアクティビスト投資家等の影響力が強まる状況に直面し**、こうした状況下で、**企業の収益等は株主還元に向かい**、**必ずしも成長戦略の実行に**^{【4】}**は繋がっていないとの批判**^{【3】}も生まれている。
- ~~こうした「ガバナンス移行期の歪み」~~を解消し、企業と株主・投資家との対話が、企業の成長戦略の実行を支えるという本来の目的の達成に繋がっていくことが重要ではないか。



機関投資家は一様ではなく投資哲学の下、得意な「投資スタイル」を持つ

ROE、PBRの座標軸で可視化した各投資スタイルの対象領域※



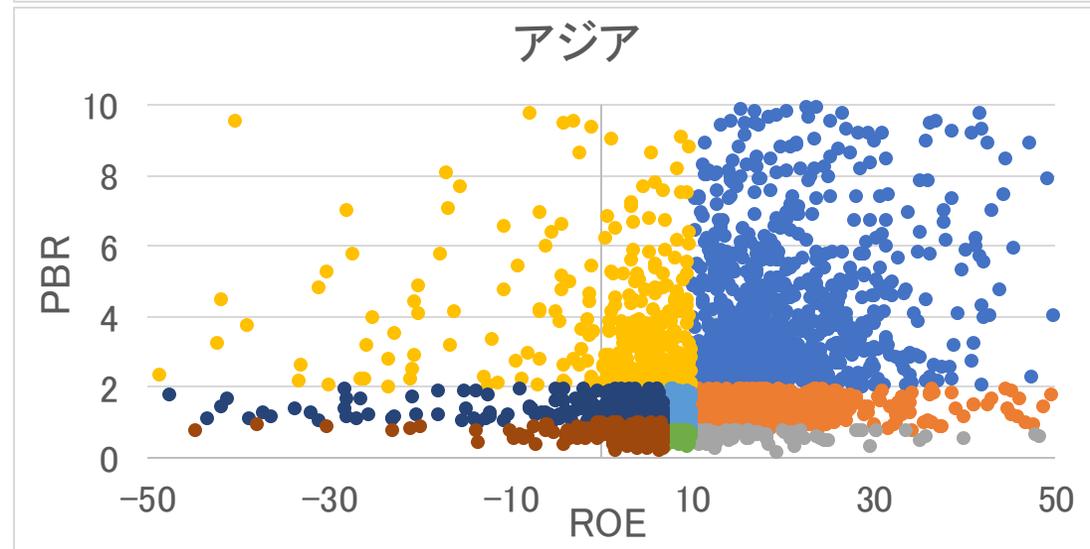
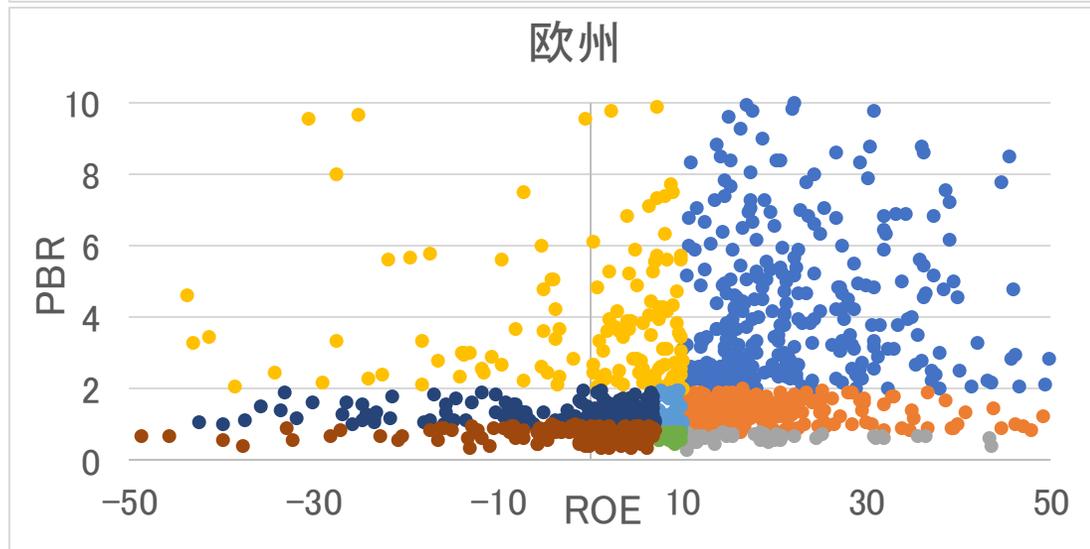
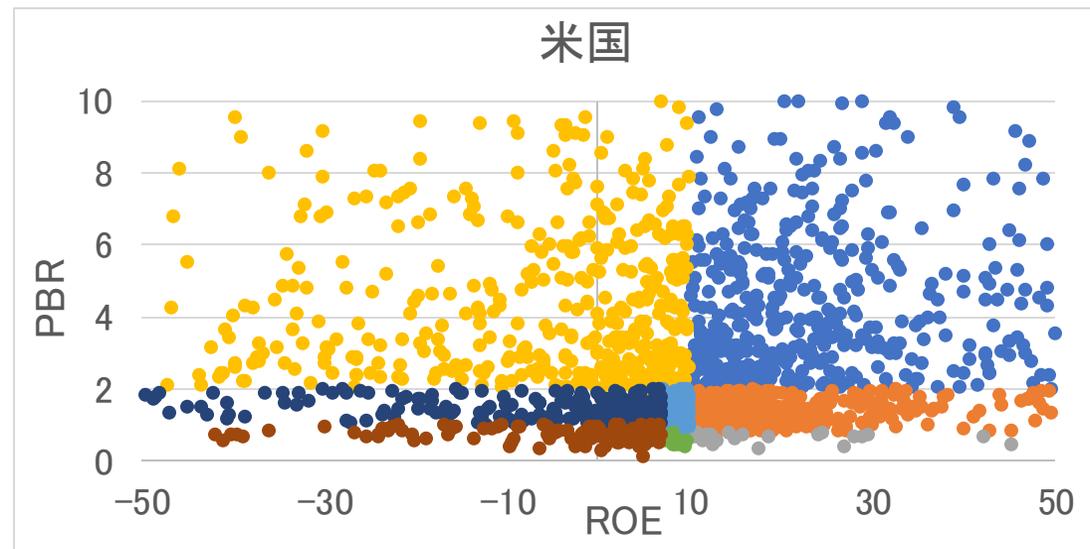
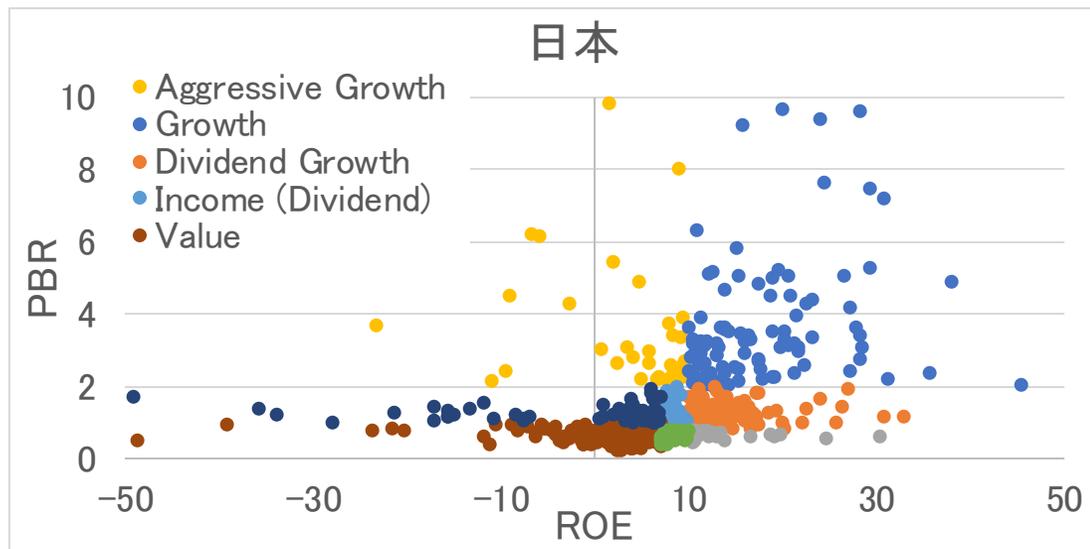
ROEとPBRの合理的関係 (GARP*) を示す線
 *: Growth At Reasonable Price

※各境界は、筆者の30年以上の内外投資経験に基づく
 実務では投資スタイルによって注目する指標 (PERやEV/EBITDA、ROICや成長率、配当利回り他) が異なるが、ここでは、相対的な位置付けを示す目的からROEとPBRの2軸とした。

出所: 筆者作成。一般社団法人 日本取締役協会発行「Corporate Governance」Vol.10 2022 August号に寄稿、詳細説明掲載



【1】「長期目線の投資家の後押しがない」のは本当か？⇒海外には存在

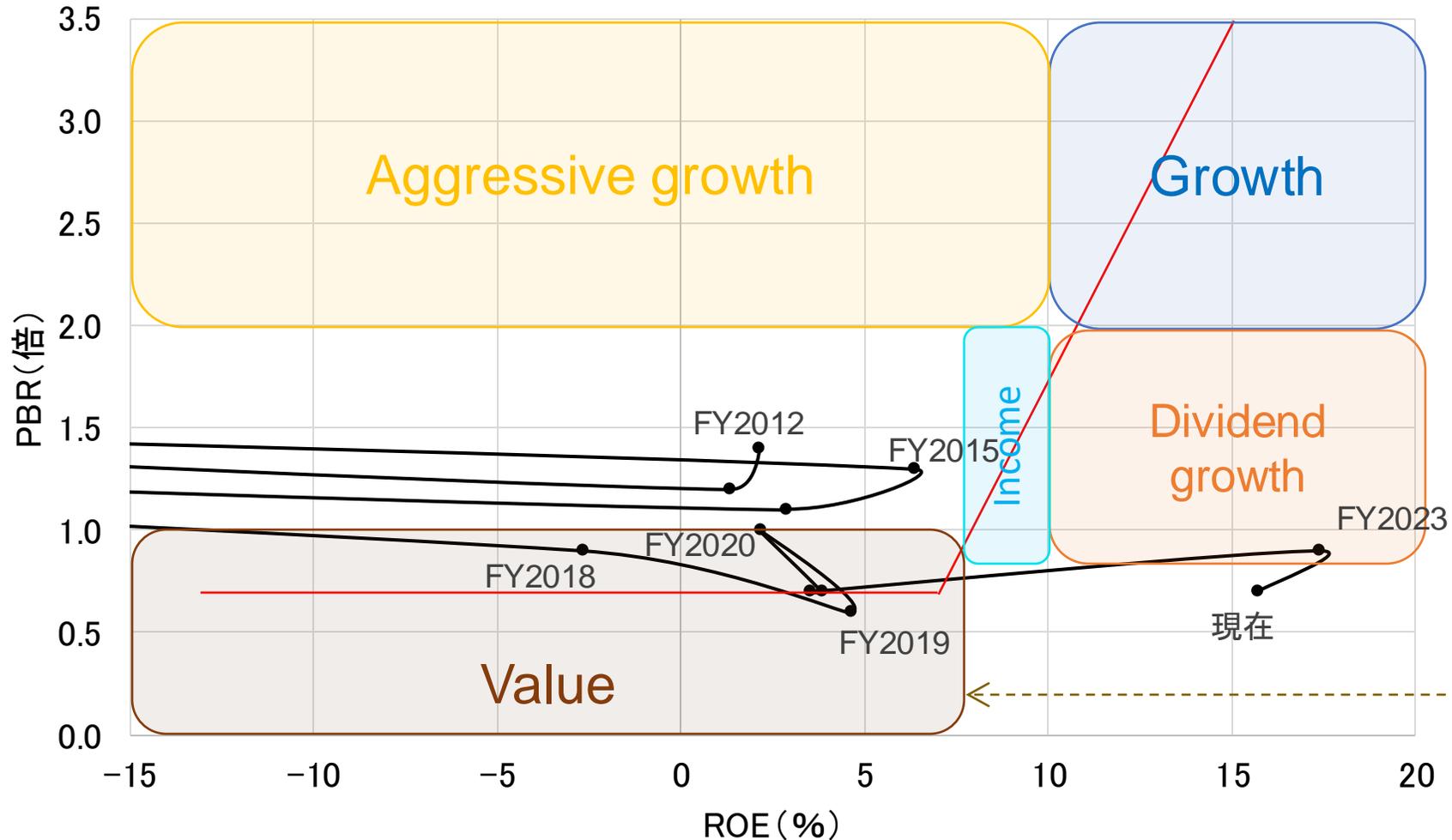


出所: Credit Suisse HOLT Lensデータより、筆者作成。2022年4月8日終値ベース。一般社団法人 日本取締役協会発行「Corporate Governance」Vol.10 2022 August号に詳細掲載



例) 投資スタイル区分上の企業Aの軌跡 (時価総額300億円、プライム上場企業)

ROE、PBRの座標軸で可視化した各投資スタイルの対象領域

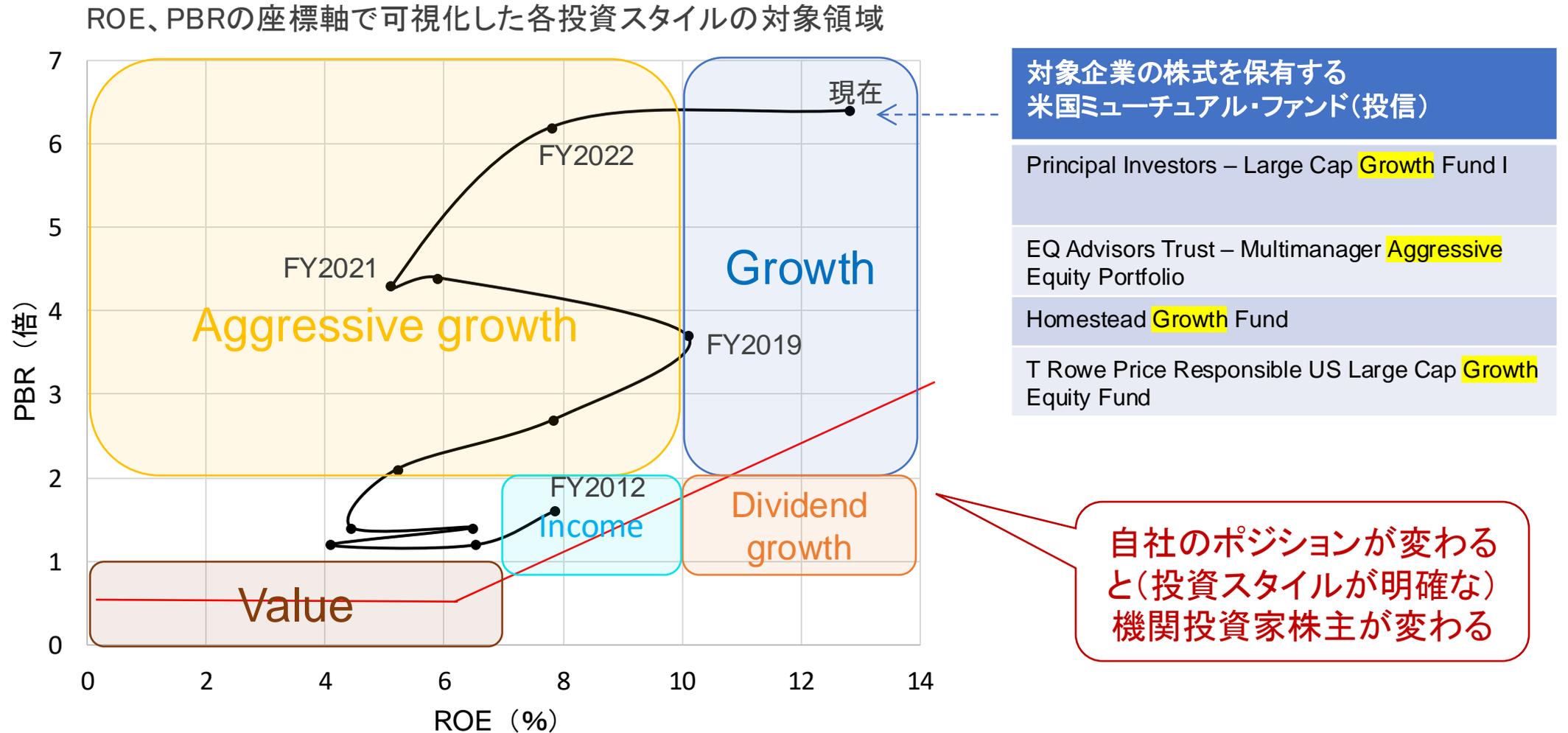


- 対象企業の株式を保有する
米国ミューチュアル・ファンド(投信)
- Old Westbury Small & Mid Cap Strategies Fund
- DFA Int'l Small Cap Value Portfolio
- Avantis Int'l Small Cap Value Fund

出所: アストナリング・アドバイザー作成

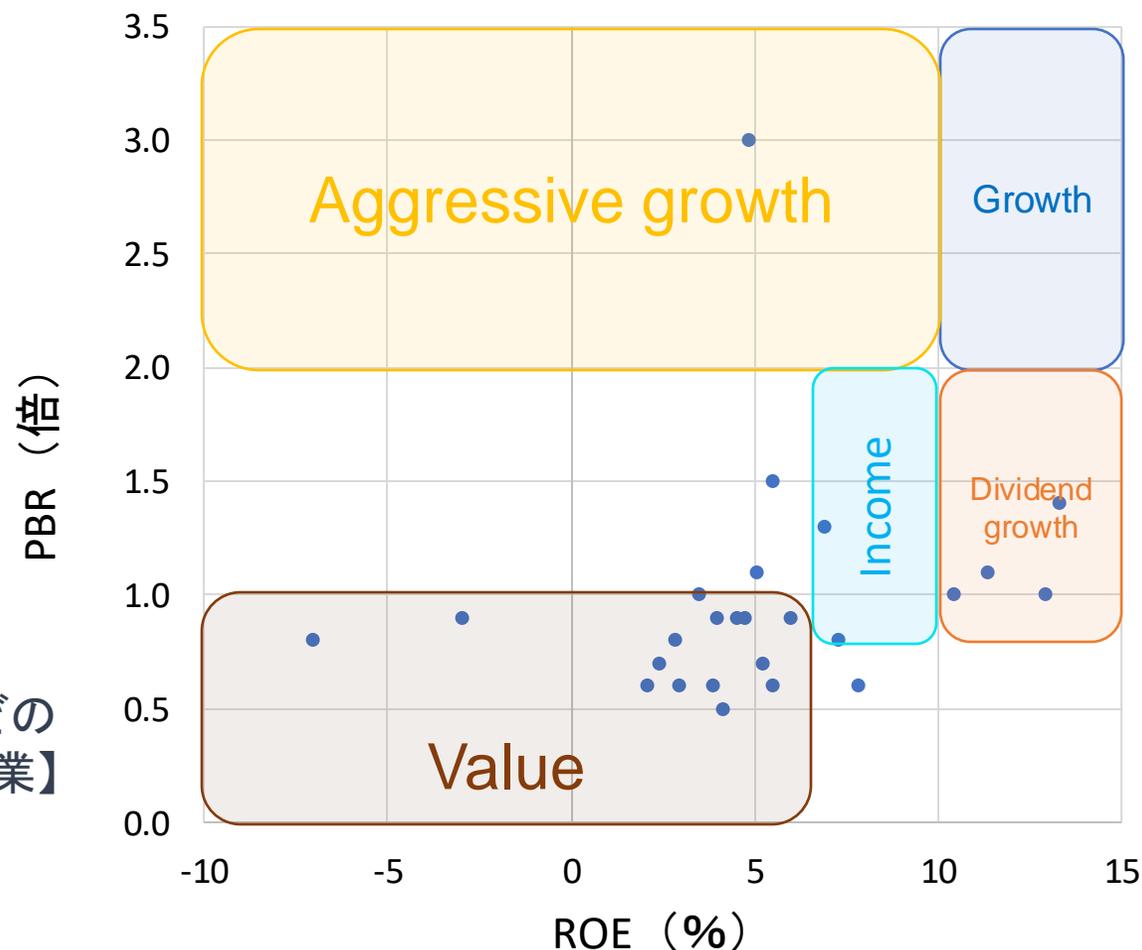


例) 投資スタイル区分上の企業Bの軌跡 (時価総額8兆円、プライム上場企業)



【2】「短期志向のアクティビスト投資家等の影響力」は全企業へ及んでいるのか？ ⇨ No!

アクティビスト投資家の投資対象



Value:

【事業撤退・資産売却などの
構造改革が求められる企業】

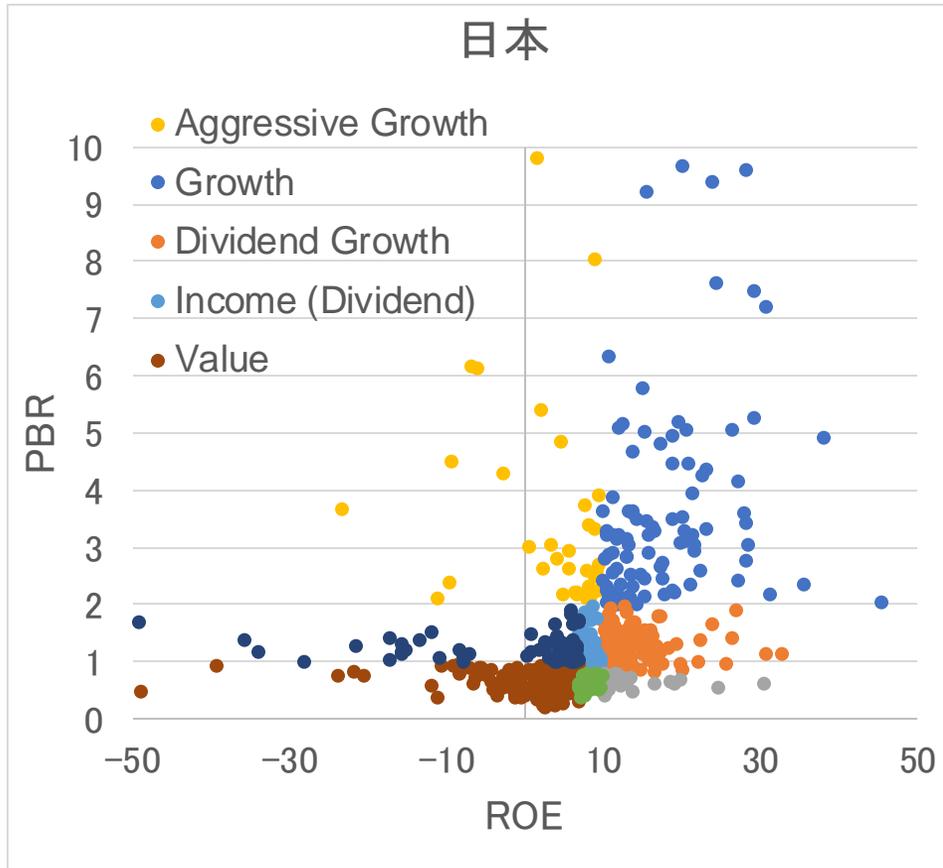
Income,
Dividend growth:
【株主還元が重視される企業】



【3】「企業の収益等は株主還元に向かい」

【4】「成長戦略の実行には繋がっていない」

- ⇒ 自社のポジションを理解しているか？
- 株主の投資スタイルを正しく把握しているか？（Growth企業が過大な株主還元をしていないかなど）



Aggressive growth, Growth:
【成長が期待される企業】

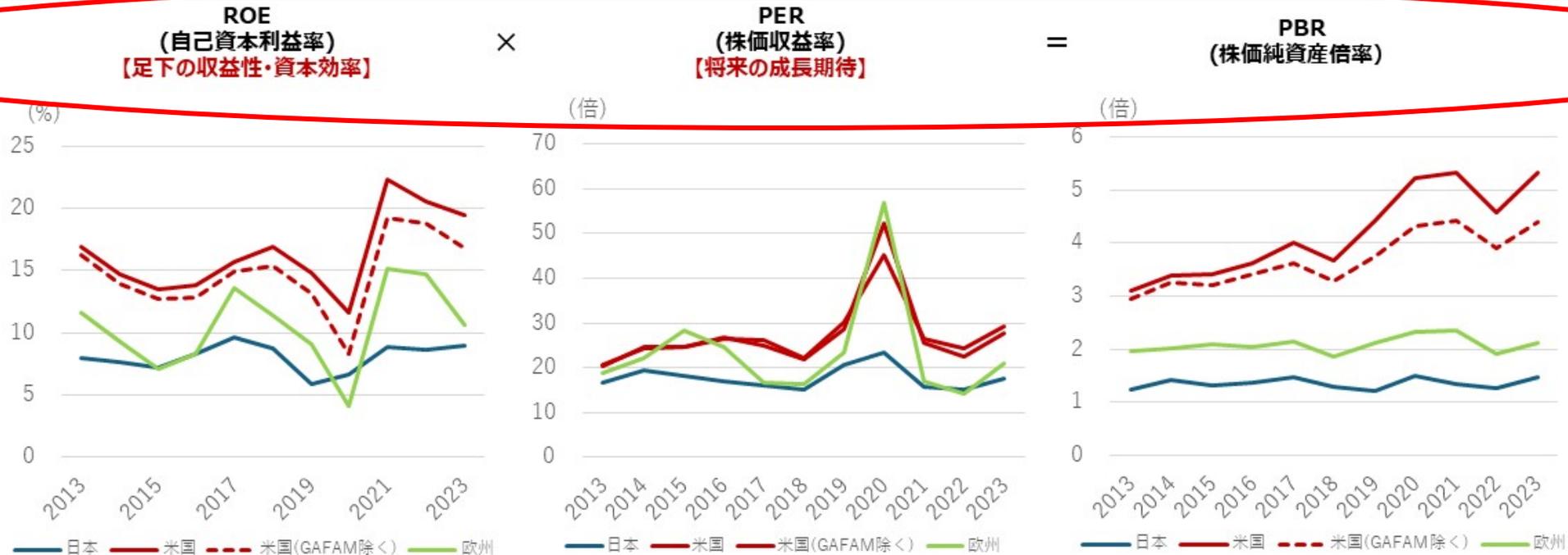
Income, Dividend growth:
【株主還元が重視される企業】

Value:
【事業撤退・資産売却などの構造改革が求められる企業】



ROE・PER・PBRの推移の日米欧比較

- 日本企業のROE（収益性・資本効率）はやや増加傾向だが、依然として米国企業との差は大きい。
- PERは低迷し、将来の成長期待を資本市場から集められていない可能性。
- 結果として、PBRに大きく差がつき、その差は近年拡大傾向。



※ROE=親会社株主に帰属する当期純利益/純資産額(期首期末平均)、PER=時価総額/親会社株主に帰属する当期純利益、PBR=時価総額/純資産額(いずれも分母の値を用いて加重平均をとったもの。)
 (2013~2023年の間で継続してデータを取得できない企業及び金融機関を※調査対象：日本は東証プライム・スタンダード・グロース、米国はNYSE・ナスダック、欧州は欧州に所在する取引市場にそれぞれ上場している企業。)
 除く。金融機関は、日本は東証業種分類において「金融・保険業」の大分類に属する企業、米国・欧州はSPEEDA業界分類において「金融」の大分類に属する企業。)
 (日本2748社、米国1493社、米国(GAFAM除く)1488社、欧州2044社)
 ※横軸は企業の事業年度を指す(例：2024年3月期決算の数値は「2023」に反映。)

出所 SPEEDAのデータに基づき経済産業省作成



【3】「企業の収益等は株主還元に向かい」

【4】「成長戦略の実行には繋がっていない」



Pay for return と pay for growth

(1) Pay for return

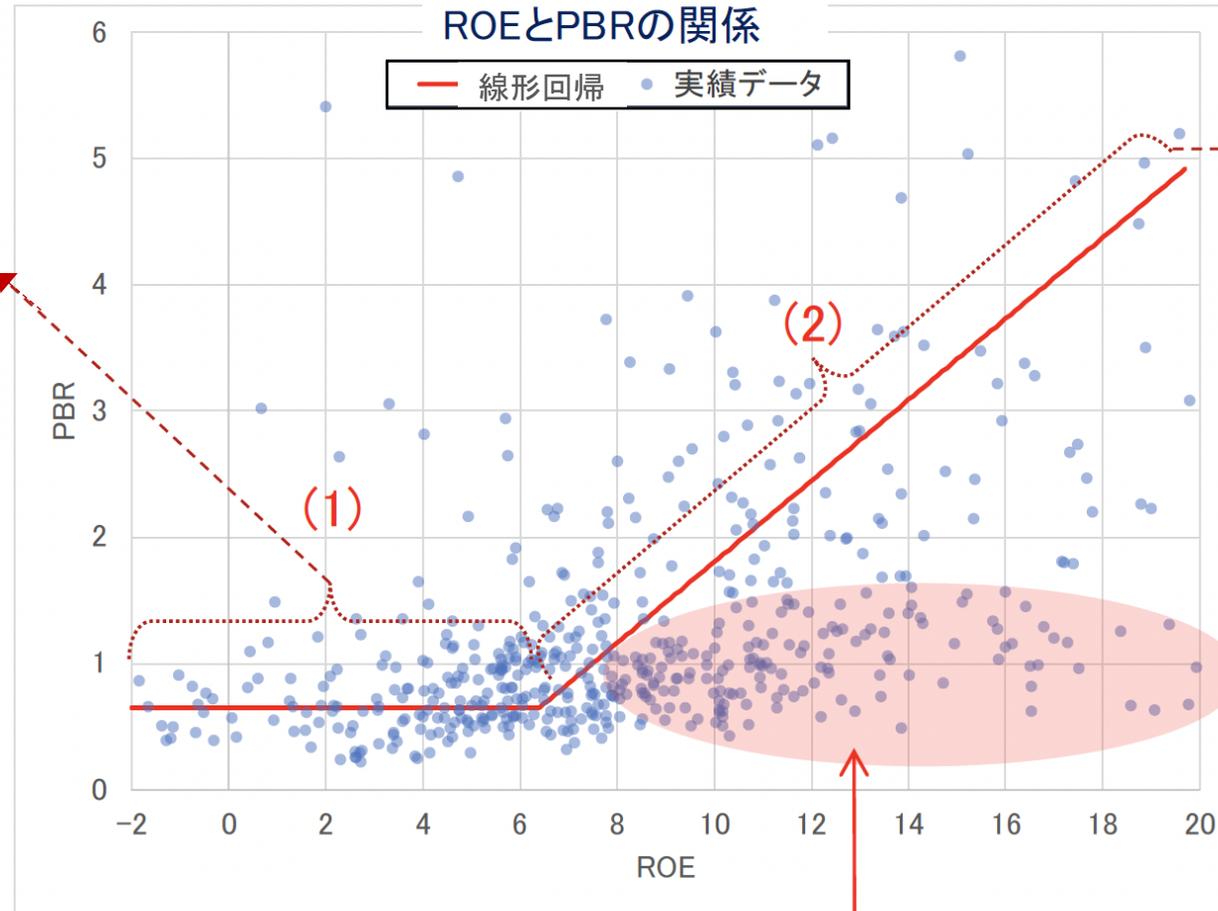
$$PBR = \frac{ROE}{\text{Earnings yield}}$$

Earnings yield (益利回り)

$$= \frac{EPS}{\text{株価}}$$

Earnings Yieldは当該企業に対する要求リターン(株価が示唆する株主資本コスト)。ROEが株主資本の簿価に対するリターンであるのに対し、Earnings Yieldは株主資本の時価に対するリターンを表す。PERの逆数であり、要求リターンを得られる水準に株価を調整していると言える。

- ROEが株主資本コストを下回る状況では、(1)の評価と解散価値(PBR1倍)の間で評価される



(2) Pay for growth

$$PBR = ROE \times PER$$

$$PER = \frac{\text{株価}}{EPS}$$

- ROEが株主資本コストを超えるにつれ成長に回す投資資金が潤沢になる
- 成長余地がある場合には成長率を押し上げることが期待され、(2)PER評価に視点に移る

ROE改善を果たしているが、成長へのコミットメントは不十分な可能性がある



「本小委員会における主な論点」について

論点②

「障害及び解決方法」

□ 「症状」毎に的確な「処方」が必要

「社会システムの構築」

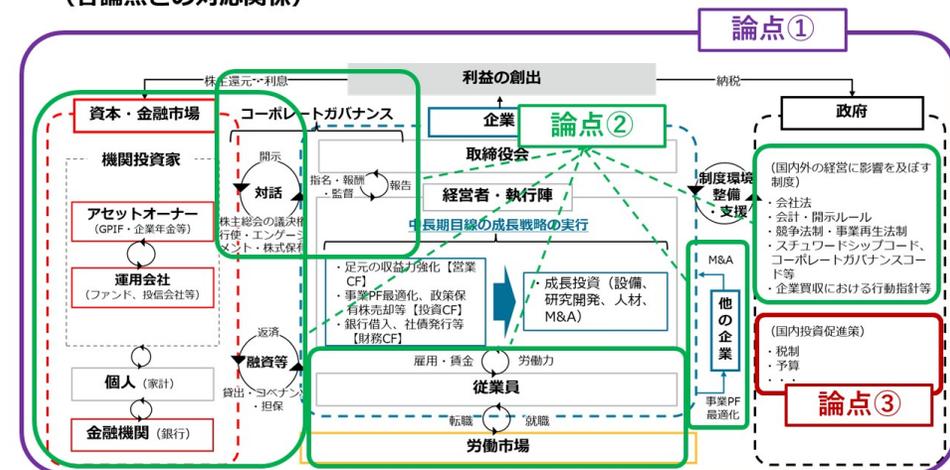
□ アドバンテージ・ルール* (私案) (*:ラグビーのルールをイメージ)

- ベストオーナーへの事業譲渡=ノンコアをコア事業に変える場合の税制優遇
- 競合バリューチェーンとの集約の場合の競争法適用緩和、など

論点③「国内に成長投資を惹きつける」

□ 企業の変革の後押しなど「変化」を強調し対外発信し、Aggressive growth, Growth スタイルの海外投資家を呼び込む

企業の成長戦略を中心とする社会システム・政策体系の全体像 (各論点との対応関係)



54



参考データ

会社名	証券コード	時価総額	ROE	PBR	大量保有報告書提出者(保有目的に重要提案行為等を行う可能性を記載)	所在地	大量保有報告	
		(億円)	年度実績	(1/31/2025)			保有比率	報告義務発生日
東北新社	2329	861	5.1	1.1	3Dインベストメント・パートナーズ	シンガポール	17.36	11/07/2024
石原産業	4028	614	7.9	0.6	MI2/村上貴輝	日・シンガポール	5.06	3/26/2024
アツギ	3529	166	4.1	0.5	アセット・バリュー・インベスターズ	英	13.25	16/01/2025
関東電化工業	4047	550	-7.0	0.8	エフィッシモ・キャピタル・マネジメント	シンガポール	19.12	11/25/2024
帝人	3401	2,552	2.4	0.7	エフィッシモ・キャピタル・マネジメント	シンガポール	10.03	01/06/2025
東京ガス	9531	16,800	10.4	1.0	エリオット・マネジメント	米	5.03	11/12/2024
熊谷組	1861	1,650	4.8	0.9	オアシス・マネジメント	ケイマン諸島	10.21	3/14/2024
トプコン	7732	3,078	4.9	3.0	オアシス・マネジメント	ケイマン諸島	10.58	1/22/2025
住友重機械工業	6302	3,855	5.5	0.6	シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ	英	13.59	9/24/2024
京都フィナンシャルグループ	5844	6,849	3.0	0.6	シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ	英	7.63	1/17/2025
有沢製作所	5208	483	3.5	1.0	ストラテジック・キャピタル	日	4.96	8/29/2024
ゴールドクレスト	8871	1,029	2.9	0.8	ストラテジック・キャピタル	日	13.10	12/12/2024
大阪製鐵	5449	915	2.1	0.6	ストラテジック・キャピタル	日	9.49	10/09/2024
ガンホー・オンライン・エンターテイメント	3765	1,822	13.3	1.4	ストラテジック・キャピタル	日	5.47	10/08/2024
天馬	7958	570	3.9	0.6	ダルトン・インベストメンツ	米	16.52	6/24/2024
ニッタ	5186	998	7.3	0.8	ダルトン・インベストメンツ	米	5.63	02/01/2024
あすか製薬HD	4886	558	13.0	1.0	ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド/ダルトン・インベストメンツ	英・米	16.92	1/23/2025
栄研化学	4549	731	5.5	1.5	ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド/ダルトン・インベストメンツ	英・米	23.66	01/02/2025
文化シャッター	5930	1,334	11.4	1.1	ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド/ダルトン・インベストメンツ	英・米	16.62	01/02/2025
積水樹脂	4212	612	4.5	0.9	ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド/ダルトン・インベストメンツ	英・米	6.04	01/02/2025
帝国繊維	3302	624	4.0	0.9	ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド/ダルトン・インベストメンツ	英・米	8.07	01/02/2025
帝国通信工業	6763	223	5.3	0.7	ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド/ダルトン・インベストメンツ	英・米	8.66	01/02/2025
大豊建設	1822	605	-3.0	0.9	南青山不動産/野村絢/シティインデックスイレブンス	日	17.78	12/12/2024
三井住友建設	1821	654	6.0	0.9	南青山不動産/野村絢/レノ/シティインデックスイレブンス	日	25.94	12/24/2024
平和不動産	8803	1,511	6.9	1.3	野村絢/レノ/シティインデックスイレブンス	日	9.32	11/19/2024

出所: 大量保有報告書、有価証券報告書、Koyfinデータよりアストナリング・アドバイザー作成



重要事項

- ❖ 当資料は、アストナリング・アドバイザーが作成しておりますが、掲載情報の正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- ❖ 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、状況によって予告なく変更することがあります。
- ❖ 当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断り致します。

