

2015年12月22日 全12頁

《実践》コーポレートガバナンス

# 買収防衛策の導入は、経営改革やコーポレート・ガバナンスの強化に繋がるか

～カプコン小田副社長に訊く（前編）～

経営コンサルティング部  
主任コンサルタント  
遠藤 昌秀

## [要約]

- カプコンは成長戦略を実行していくうえで買収防衛策が必要不可欠なものであることを明確にしたことに加えて、昨年以上に株主との建設的な対話を積み重ねてきたことが大きな要因となり、2015年の定時株主総会において買収防衛策を再導入するに至った。
- 株主とカプコン経営陣との間で経営方針や開発方針について議論するための時間が必要であり、その時間を確保することが買収防衛策を必要とする最大の目的である。
- ひとつのコンテンツからパチスロやハリウッドでの映画化、ライセンス供与、マーチャンダイジングなどによって収益を最大化していく「ワンコンテンツ・マルチユース戦略」がカプコンにとって、今後とも重要な経営戦略として位置付けていく。
- カプコンの経営陣に課せられた役割はこれまで以上に重責であるが、経営改革を通じて成長戦略を軌道に乗せることに成功すれば、同社の経営ステージのステップアップに繋がるものである。
- コーポレート・ガバナンスに対する取り組みは不断のものである。企業はステークホルダーにとって短期的にはマイナスな印象を与えがちな施策であっても将来のあるべき姿を真剣に議論し続けることでコーポレート・ガバナンスの質的向上に繋げていく必要がある。

## 1. はじめに

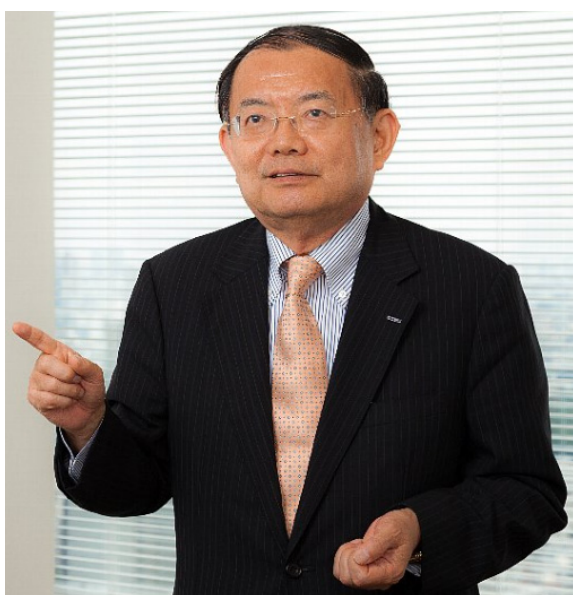
3月期決算企業の定時株主総会（以下、「6月株主総会」という）は、2015年6月よりコーポレートガバナンス・コード（以下、「CGコード」という）が適用されたことで例年以上に注目を浴びていた。その中でも、ゲーム大手のカプコンは、前年の株主総会で買収防衛策の継続議案が否決されたものの、6月株主総会で買収防衛策の再導入を目指し、議案を上程しており、個別議案の中でも注目度が高いものであった。

カプコンは成長戦略を実行していくうえで買収防衛策が必要不可欠なものであることを明確にしたことに加えて、昨年以上に株主との建設的な対話を積み重ねてきたことが大きな要因となり、6月株主総会において買収防衛策を再導入するに至った<sup>1</sup>。

筆者は、同社のコーポレート・ガバナンスの強化に向けた一連の取り組みは買収防衛策の再導入を目的とし、必要に迫られたものであったが、結果的には、CGコードを先んじて実践してきたと考えている。

そこで、カプコン副社長の小田民雄氏に、同社が買収防衛策の導入に向けて取り組んできたこと、上場企業から見た日本版スチュワードシップ・コード（以下、「SSコード」という）やCGコードへの対応にあたって考慮すべき点の他に、小田氏がユニ・チャームなど同社以外のオーナー企業で取締役を歴任されてきたことから、オーナー企業におけるコーポレート・ガバナンスのあり方についても併せてインタビューを実施した<sup>2</sup>。

本稿の目的は、小田氏へのインタビューをベースに、今後本格化するあるべきコーポレート・ガバナンスについて考えていくものである。



おだ たみお  
小田 民雄氏

株式会社カプコン取締役副社長執行役員  
最高財務責任者（CFO）

### 【主な略歴】

1969年4月三和銀行（現三菱東京UFJ銀行）に入行

1991年6月ユニ・チャーム常務取締役等を経て、  
2001年6月カプコン取締役に就任

2011年4月より現職

<sup>1</sup> 約75%の賛成率によって可決

<sup>2</sup> 本インタビューは2015年8月11日に実施したものである

---

## 2. 小田副社長へのインタビュー（前編）

### （1）カプコンが買収防衛策を必要とした理由について

遠藤：貴社が持続的な成長と中長期的な株主価値の向上を果たす戦略において、買収防衛策を必要とされた理由についてお聞かせください。

小田：まず、カプコン（インタビュー中においては以下、「当社」という）のビジネスにおける成長戦略とは、いいゲームを開発することに尽きる。ゲーム会社各社はそれぞれ個性を持っているが、当社の開発方針はシナリオからキャラクター、音楽に至るまでオリジナルで開発することであり、そのカプコンらしさを信じて（本社のある）大阪に世界中から開発者が集まるところに当社の特長がある。その結果、当社は1983年の創業であるが、バイオハザード、モンスターハンター、ストリートファイターなど多くのビッグタイトルを有しており、これまでのミリオンセラーのタイトルは68本<sup>3</sup>に上っている。

小田：当社が買収防衛策を必要とする理由は次の点だ。例えば、株式の保有比率が5%を超えた場合には大量保有報告書が提出され、保有比率が1%超変動するたびに変更報告書が提出されるので、こうした事態を放置することは会社側にも責任がある。

当社が特に問題視しているのは、当社の株式を20%超保有する株主が突如、現れることであり、これは予め想定できるものではない。そのような株主は開発方針を含めて当社の経営に少なからず影響を与えるものであり、当社の経営に対してどのような方針で臨もうとしているのか、対話をしないとわからないことである。

そのため、株主と当社経営陣との間で経営方針や開発方針について議論するための時間が必要であり、その時間を確保することが買収防衛策を必要とする最大の目的である。

仮に、株主側から買収という提案がある場合、オフバランス化されているコンテンツの評価も含めて算定されるべき価値であり、当社は必ずしも時価総額イコール企業価値であるとは考えていない。その理由はオンバランス化されているコンテンツを保有する企業をM&Aすれば、コンテンツの価値をのれんという形でオンバランス化できるが、当社は自前でコンテンツを開発しており、そもそもコンテンツがオフバランス化されているためである。

当社の考える価値より低い価値での買収提案になれば、当社は自社の価値がより高い価値であることを主張すべきであり、そのことはその他の株主に対して

---

<sup>3</sup> 2015年9月30日現在

---

も有意義なことであると考えられる。こうした大量に株式を保有する株主と当社経営陣との間で議論する時間を確保したいことが買収防衛策を導入する狙いのひとつである。

もうひとつの狙いは、当社は今まさに成長戦略を推進しているが、当社の最大の資産であるコンテンツを創出するのは連結社員 2,600 名のうち、約 2,000 名にのぼる開発者である。開発方針を一方的に変更すると、開発者は容易に退職してしまい、事業特性上、5 年程度先まで影響が出て企業価値を毀損する恐れがあるので、予防的に備えておくことにある。

## (2) 株主が昨年の株主総会で買収防衛策を支持しなかった理由について

遠藤：昨年の株主総会で株主が議案を支持しなかった理由をどのように分析されたのでしょうか。

小田：2013 年半ばから、2014 年の 6 月株主総会における買収防衛策の継続導入は難しくなるという認識を持ち始めた。アベノミクスによって海外の機関投資家による当社株式の保有比率が上昇したことと、自社株式の保有比率が前回 (2012 年) の導入時より上昇したことによって買収防衛策の議案が否決される可能性が高まり、2014 年初めには、能動的な行動を始めた。

外国人投資家が当社の株式を 45%保有<sup>4</sup>しており、そのうちの約 8 割が米国東海岸に拠点を構える機関投資家であることから、私自身が投資家を訪問した。2013 年の時点から、IR<sup>5</sup>と SR<sup>6</sup>の活動を一緒にすべきと考え始めていたが、地域によって IR と SR の活動を切り離すことにし、私自身が、国内は SR の視点で、海外 (米国東海岸) は IR 兼 SR の視点で説明することにした。

遠藤：国内と海外の投資家では説明のスタンスを変えたということですが、国内と海外では反応の違いを感じられたのでしょうか。

小田：海外はファンドマネージャーが自ら責任を持ち、立場を明確にしている。当社は買収防衛策を成長のために必要としており、成長戦略を説明する IR 活動を SR 活動と同時に行うことが望ましいと考えていることから、その点では米国東海岸の投資家の考え方と一致した。日本でも IR と SR が同時に行えるようになることが望ましいと考えている。

---

<sup>4</sup> 議決権ベース

<sup>5</sup> Investor Relations : 投資家向け広報

<sup>6</sup> Shareholder Relations : 株主向け広報

---

遠藤：外国人投資家の株式保有比率が上昇したこと以外の理由で買収防衛策が支持されなかった要因はありましたか。

小田：2014年の6月株主総会では、議決権行使助言会社のポリシーによる形式基準が問題となった。買収防衛策の形式基準が満たされず、議決権行使助言会社は反対に回るようになった。

### (3) 買収防衛策の再導入に向けた取り組みについて

遠藤：買収防衛策の議案を再び上程するに至った理由と貴社内でどのような議論が行われ、決定に至ったのでしょうか。また、2014年の6月株主総会で買収防衛策が否決されたことで、2015年の6月株主総会において買収防衛策の仕組みの変更やSR活動を昨年以上に積極的に取り組むというある意味、正攻法で買収防衛策の再提案に臨まれたと思うのですが、貴社経営陣はどのような考えを持たれていたのでしょうか。

小田：当社の成長戦略を実現するうえで買収防衛策の導入は必要な施策であり、社外の取締役や監査役との間でも議論を尽くした結果、全員賛成であった。米国東海岸の株主は当社が買収防衛策の必要性を語るうえで当社の成長戦略に興味を示し、理解してくれたと思われる。この理解によって仮に今年も買収防衛策が否決されたとしても、当社の経営を総会に問うべきだという取締役会の意見につながったと思う。しかし、2年連続で議案が否決されることは経営陣に対する不信任として取られかねないという意見も最後まで残った。

遠藤：株主が貴社の成長戦略について理解を示す一方で、足元の業績が伴わなければ買収防衛策の導入に賛成できなかったことも考えられました。経営陣は再提案を行うことについて終始、一貫していたのでしょうか。

小田：足元の業績に関しては2014年の年央時点で15年3月期は前期並の利益を確保できる公算が高いと考えていた。そのため、当社の現状と成長戦略が理解されやすい状況下にあったことも正攻法で臨もうとした背景にある。

しかし、昨年、議案に対して反対に回った米国東海岸の株主、国内の機関投資家等に理解してもらえるかどうか大きなテーマであった。内外機関投資家との議論を通じて買収防衛策の内容を、より透明性の高いものへと昨年から変更(図表1参照)してきており、その過程で当社の買収防衛策への理解が進みつつあるという手応えを感じ始めていた。

15年3月期の業績が期初の業績予想から下振れて着地していれば議案を付議すること自体が難しかったと思われる。



(図表 1) 買収防衛策の変更点

項目	旧施策	本施策
成長目標	明記なし	資本効率性の指標として3期移動平均ROE「8～10%」を明記
対抗措置発動の要件	①東京高裁4類型および強圧的二段階買付 ②買付の条件が、著しく不十分・不適當	①東京高裁4類型および強圧的二段階買付(注) ②開発体制の脆弱化に伴う企業価値の低下
対抗措置発動の決定機関	独立委員会の勧告により、取締役会で決議	独立委員会の勧告により、株主意思確認株主総会に上程ただし、明らかに東京高裁4類型および強圧的二段階買付の場合は取締役会決議
独立委員会の構成	社外取締役2名および社外有識者1名	社外取締役2名および社外監査役1名
大規模買付者に求める情報提供の期間	規定なし(無期限)	最長30日
大規模買付者に求める情報提供のリスト	13項目	6項目
本施策の廃止手続	取締役会決議により廃止	①株主総会決議を受けて廃止 ②取締役会決議により廃止

(注) 東京高裁4類型とは、本施策28頁に記載のⅢ3.(2)②ア.からエ.まで、また強圧的二段階買付は同オ.をいいます。

出所：カプコン第36期(2015年3月期)定時株主総会招集通知

遠藤：株価の動向次第で株主も買収防衛策への賛否を判断するように思えたのですが、経営陣はその点をどのように捉えられていたのでしょうか。

小田：内外機関投資家も、議決権行使助言会社も株価のパフォーマンスを重視しており、当社も株価の動向を気にしていたものの、当然ながらそれ以上ではない。当社にとって成長戦略上、買収防衛策の導入は不可欠であるという思いは強く、何としても議案を通したいという気持ちであった。しかし、先程もお話ししたとおり、当社の主張が株主に受け入れられず、買収防衛策の議案が今年も否決されることになっても、それは総会での株主の判断であり仕方ないという気持ちはあった。

遠藤：今年の買収防衛策では株主総会の決議によって買収防衛策を廃止することも可能にする変更を加えていました。外国人投資家の保有比率が高い状況が続いていることもあり、株主との対話もこれまでと同様のスタンスで臨まれることを意味しているのでしょうか。

小田：2013年以降、IRとSRの活動は一体で行う必要性が生まれてきた。IRだけでは駄目で、株主に自社の議案への十分な理解をしてもらえるまで会社側が努力する必要性が求められている。

株主提案によって株主総会の決議で買収防衛策を廃止することも可能にする形に買収防衛策を変更したことは、国内の機関投資家2社からの意見によるもので、本総会の買収防衛策議案の修正過程での最後に変更を加えた点である。

---

投資家の立場では、業績がよく、株価も上昇している局面であれば取締役の選任には賛成するが、買収防衛策の廃止を求めることは別の次元の議論としてあり得ることで、株主提案が行える余地を残してほしいという意見に当社が応えたものである。

#### (4) 買収防衛策の導入を起点とした経営改革の実現に向けて

遠藤：昨年来、多数のヒット作を持つカプコンのブランド価値が時価総額（株式価値）に反映されていないという話をされていました。また、貴社が考える企業価値と時価総額にはギャップが存在し、それを埋めるために成長戦略を実行するとしたものの、目標の達成には時間を必要とするとのことでした。そこで、貴社は買収防衛策を必要としたわけですが、買収防衛策の導入のために厳しい状況を踏まえると経営改革を推進していく必要があったのではないかと外部からは見えました。経営陣はどのようなお考えだったのでしょうか。

小田：ゲームソフトの開発環境は激変している。向こう 5 年のコンテンツ創出はコンソール(ゲーム専用機)向けで立ち上げていくことになると思う。現状のゲームソフトの開発にはコンソールが一番適しており、コンテンツが一番立ち上がりやすい。しかし、コンソールにおけるゲームソフトの開発費は高騰しており、パッケージソフトの販売だけで開発費を回収することは業界として困難な状況になってきている。

コンソールの市場はG7+スペインの8か国にほぼ限られているが、これらの国々では経済的に成熟しており、今後の人口成長による市場の拡大は見込みづらい状況にある。

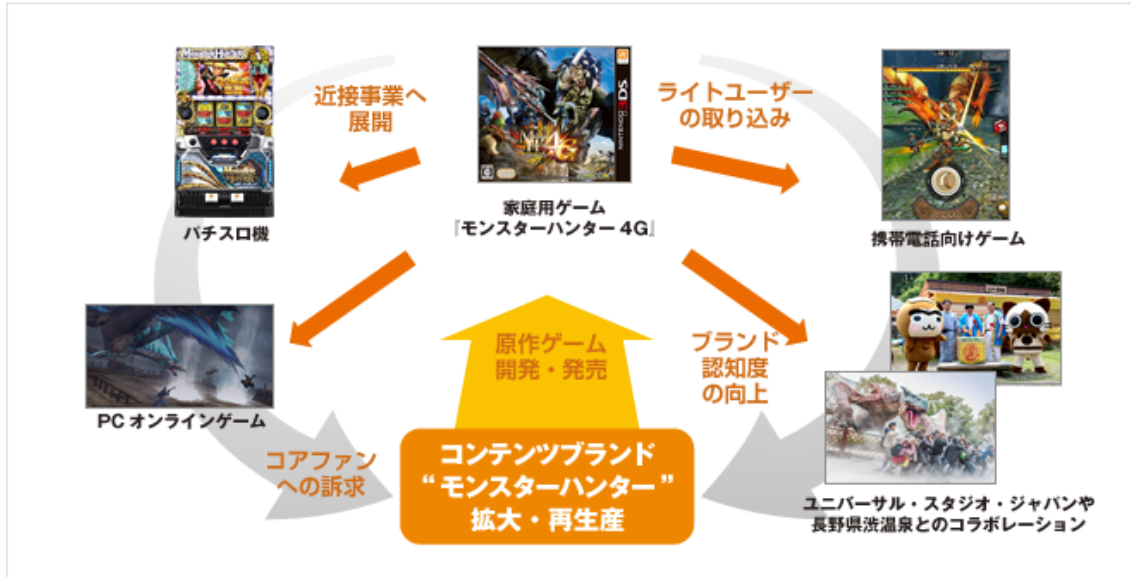
当社にとってそれを解決する基本的な考え方がワンコンテンツ・マルチユース（図表2参照）である。つまり、ひとつのコンテンツからパチスロやハリウッドでの映画化、ライセンス供与、マーチャンダイジングなどによって収益を最大化していくことであり、今後とも重要な経営戦略として位置付けていく。

PC オンラインゲームの市場は大きく成長したが、その後横ばいになりつつある。日米欧ではPC オンラインの占める比率が低いものの、アジア諸国ではその比率が断然に高い。また、モバイル、ソーシャルゲームの市場も急速に成長しており、アジアのどの地域でも有望な市場に成長している。

日本以外のアジアは当社にとってこれまで重点的でない市場であったが、コンソール以外に目を向けると魅力的な成長市場に変貌してきた。

(図表 2) ワンコンテンツ・マルチユース戦略

ワンコンテンツ・マルチユース戦略



出所：カプコン資料

コンテンツの立ち上げにはコンソールによる開発が必要であるが、日本でコンテンツを開発している現状では、アジア市場へはライセンス供与による事業展開を中心に考えている。そして、ライセンス供与する条件としては海外でビジネスを行っており、出来れば上場している企業が対象になる。

また、当社のゲームはこれまで日・米・欧の国々を主として対象市場としており、その他諸国への市場対応は遅れてきた。当該市場に対してはライセンスを供与し、ライセンス供与先がローカライズしていく形で事業展開を行うことが、現在の主たる手法の一つである。

当社は将来的にアジアの成長を取り込んでいく必要があるが、それは主としてPC オンラインやモバイルの市場である。

遠藤：6月株主総会で取締役の人員を3名削減<sup>7</sup>されましたが、取締役会の役割は形式的な面だけではなく、運営面でも変化をもたらしたのでしょうか。

小田：取締役の人員を減員したことは買収防衛策の導入に向けた取り組みだけでなく、業務を兼務することでその職責を果たすべき時間が取られることを避け、業務執行を強化するという狙いがあった。

米国、欧州子会社のCEOは当社の執行役員としての肩書も外し、海外子会社のCEOとしての職務に専念させることにした。

<sup>7</sup> 社内取締役を7名から4名に変更



---

取締役会における社外取締役の比率が上昇<sup>8</sup>する結果となり、それが海外の機関投資家等から評価されることになったが、取締役会の機能や役割はこれまでとは何ら変わっていない。

遠藤：貴社は買収防衛策の中で成長目標に ROE を採用し、15 年 3 月期以降の 3 期の移動平均で 8～10%の目標を掲げました。これまで貴社が社内外に向けた KPI<sup>9</sup>は営業利益<sup>10</sup>でしたが、ROE という資本効率性を図る指標を事業部門ではどのように落とし込んでいくのでしょうか。また、事業部門は KPI として採用されることをどのように受け止めているのでしょうか。

小田：社内における業績評価を行う上では、営業利益を KPI として利用し続けることに問題はない。但し、営業利益だけで評価することには難点がある。世の中が大きく変動するときや必要な改革を実行するときには特別損失というものは日本の会計システム上、有意義に使えるものである。

特別損失を計上することは、経営サイドが予測できない変動に対して果敢に対応する際に必要になるが、特別損失の計上を前提とした行動は厳に慎むべきものである。特別損失の計上が常態化すれば、投資家の視点で見れば、当社に安心して投資できないものと考えている。

当社の営業利益率の現状からすると、目標として掲げた ROE を達成する確度は高いと考えている。社内に向けてメッセージを発したとすれば、経営サイドは安易な特別損失の計上を認めないということになる。

15 年 3 月期は取締役会や執行役員会議等様々な機会を通じて特別損失の計上を認めないと言い続けてきた結果、ほとんど特別損失を計上することはなかった。ROE は社内での管理指標として持ち込むと混乱を招く可能性もあり、(分母となる)自己資本についてはコーポレート部門がコントロールすればいい。事業部門は、特別損失は簡単には認められないということを理解してくれればいい。

遠藤：貴社は 13 年 3 月期、14 年 3 月期の 2 期連続で構造改革費用として特別損失を累計約 120 億円計上したこともあり、営業利益を KPI として掲げていることについて疑問を感じていました。

買収防衛策の中で成長目標に ROE を採用したことよりむしろ、経営陣が事業部門に対して特別損失の計上を認めないことに大きな意義があるものと考えています。

---

<sup>8</sup> 30% (3/10) →約 43% (3/7) : (社外取締役の人数/取締役の総人数)

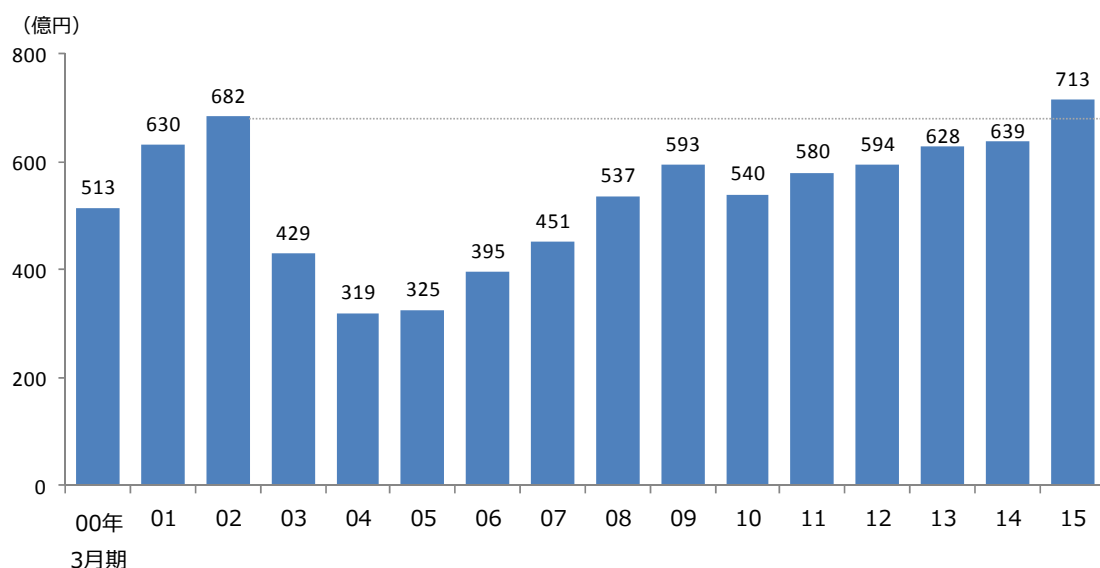
<sup>9</sup> Key Performance Indicator : 重要業績評価指標

<sup>10</sup> 14 年 3 月期から 18 年 3 月期までの 5 期累計の営業利益 700 億円、18 年 3 月期の営業利益率 20%

遠藤：15年3月期末の純資産額（713億円<sup>11</sup>）は02年3月期末（682億円）を超える過去最高の水準になりました。小田副社長がカプコンの取締役役に就任して間もない、03年3月期、04年3月期の2期累計で300億円近い損失を計上しており、その後、10数年かけて過去最高を更新したことになります（図表3参照）。今回の買収防衛策の導入と経営改革を進めてきたことで、貴社は新しいステージに突入する節目になったのでしょうか。

小田：当社が新しいステージに突入したといえる。自己資本比率が高まり、財務基盤が強くなってきたことで、今後は適切に投資を増やしていくことも検討しなければならないと考えている。

（図表3）カプコンの純資産額の推移



出所：決算短信等より大和総研作成

<sup>11</sup> 自己株式約180億円控除後

---

### 3. 経営戦略におけるコーポレート・ガバナンス強化の重要性について

ゲーム業界ではコンソール向けゲームソフトにおいて巨額の開発費を投じ、先進諸国（G7+スペイン）においてソフトを販売することで投下資金を回収し、利益を上げていくこと（大作主義）、もしくは急速に成長するPCオンライン、ソーシャル（モバイル）のゲーム市場を取り込んでいくことが今後の競争優位を確保する鍵である。そのため、コンソール向けゲームソフトの開発を主力事業としてきた日本の大手ゲーム企業を取り巻く事業環境は現在、変革期にあるといえる。

カプコンも変革期にある事業環境に対応すべく経営の舵を切っている途上にある。そのひとつが、ゲーム企業の中でも複数の有力なIP<sup>12</sup>を活かす「ワンコンテンツ・マルチユース戦略」を核に収益機会の最大化の推進であり、もうひとつが、中国を始めとするアジアでのPCオンラインやソーシャル（モバイル）のゲーム市場への積極的な対応である。

カプコンはここ数年、試行錯誤を続けているものの、後者については十分な成果を享受するまでには至っておらず、同社が買収防衛策の導入において掲げた経営方針、開発方針を達成するには今しばらくの時間を必要としている。

カプコンが初めて買収防衛策を導入した2008年と現在を比較した場合、同社における買収防衛策の位置付けは持続的な成長に向けた経営方針を維持するために、より必要不可欠なものになっている。しかし、同社の株主構成の変化（海外投資家による保有比率の上昇、自己株式の増加など）やSSコード、CGコードが相次いで導入されたことによる株主の行動の変化がそれを容易ならざるものにしてきた。

買収防衛策の再導入がカプコンにとって経営上の最優先事項であれば、自己株式を活用した資本政策を実行することも考えられたはずである。しかし、同社はそのような選択を行わず、成長戦略を推し進めていくには現時点において買収防衛策が必要であることを株主との対話を通じて訴求し続けると同時に、コーポレート・ガバナンス体制の強化を図る経営改革に踏み切ることで買収防衛策の再導入にこぎつけた。

筆者は同社の一連の取り組みを小田氏へのインタビューで「正攻法」という表現（P.5参照）を用いているが、小田氏の回答からも同社の考えの一端を垣間見ることができる。

買収防衛策は一見、経営者の保身や株主の権利を阻害するものと考えられがちであるが、カプコンは買収防衛策の導入を検討する機会を契機に同社の将来のあるべき姿を改めて議論し、経営改革の一環としてコーポレート・ガバナンスの強化に繋げてきた印象がある。

株主側の視点に立てば、現在の経営陣が、自社が考える企業価値と時価総額（株式価値）

---

<sup>12</sup> Intellectual Property：知的財産

ここでは、モンスターハンター、バイオハザード、ストリートファイターなどのゲームタイトルを指す

---

との間のギャップを埋められないのであれば、それを実現する買収者の登場を歓迎し、また、株主が新しい経営陣を指名し、経営を委任することが好ましいという考え方も存在する。今回の買収防衛策の再導入は現行の経営体制を継続することがカプコンの持続的成長に好ましいものであることを株主に証明する意味合いが強い。

そのため、カプコンの経営陣に課せられた役割はこれまで以上に重責であると考えられるが、経営改革を通じて成長戦略を軌道に乗せることに成功すれば、同社の経営ステージのステップアップに繋がるものである。

3月期決算企業のCGコードに準拠したコーポレート・ガバナンス報告書の提出は2015年12月末に期限を迎えるが、コーポレート・ガバナンスに対する取り組みは不断のものである。カプコンの例を見るまでもなく、企業はステークホルダーにとって短期的にはマイナスの印象を与えがちな施策でありながらも将来のあるべき姿を真剣に議論し続けることでコーポレート・ガバナンスの質的向上に繋げていく必要がある。

次稿では、SSコードやCGコードへの対応にあたって何が考慮されるべきか、また、昨今のオーナー企業を巡る様々な動向が伝えられる状況を鑑みて、オーナー企業を通じたコーポレート・ガバナンスのあり方について考えていくことにする。

－ 以上 －