

第2世代アクティビストの企業価値創造

米国では長期の企業価値創造に資する提案を行うアクティビストが登場している。第2世代のアクティビストの登場で、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが言うところの「建設的な対話」が促進されると考えられる。優良ファンドへの投資を通じて、企業価値創造の果実を日本の投資家が享受する姿を期待したい。

2015年は、日本でのコーポレートガバナンス元年と言われた。米国ではコーポレートガバナンスに大きな影響を与えているアクティビストの活動が2013年以降大きく変化し、株主と企業の関係が新たなステージに入ったようである。本稿ではみずほ証券の田村俊夫氏の論考¹⁾を紹介しながら、アクティビストによる企業価値創造につながる提案の重要性を考えてみたい。

変貌する米国アクティビストの活動

アクティビストの日本での一般的な印象はあまり良いとは言えないだろう。企業に対して高圧的な態度で企業分割や保有現金の配当支払いを要求したり、要求を背景に株価が上昇した時点で短期で売り抜けるといった、長期の企業価値をあまり考慮しない行動がみられることがその主な理由だと考えられる。米国でも法曹界を中心にアクティビストの活動に懐疑的な見方をする人もまだ多い。アクティビストの経営者への要求という点、増配や自己株式取得のような株主還元策や企業に過剰な負債を負わせてレバレッジを高めるようなハイリスク・ハイリターン型の事業改革を思い浮かべるだろう。

しかしアクティビストの提案が、このような短期の金融手法を駆使したものから、長期の企業価値を考慮した本格的な内容に変化してきたことに伴い、彼らに対するこれまでの見方が大きく変わってきている。あまりメディアには取り上げられないが、長期の企業価値創造に寄与する提案を行う運用会社の代表例としては、米国のTriam Partners (CEO : Nelson Peltz氏) や ValueAct Capital (CEO : Jeffrey Ubben氏) などが挙げられる。Triam PartnersのPeltz氏は、以前、複数

の米国大企業のCEOを長年にわたり務め、その間、企業価値を大きく向上させた経験を有する。経営者が四半期の売上目標達成のために実行する短期施策を批判し、短期的にはコスト増となるような施策（長期では価値向上できると考えている）を取締役に提案するなど、短期の株価上昇を重視する提案とは真逆の方針で取締役会の説得にあたる点が特徴である。

ValueAct CapitalのJeffrey Ubben氏もNelson Peltz氏と同様に長期視点の提案を行っている。例えばアドバイシステムズに対して、短期的には利益が急減するビジネスモデルの変更を経営陣に求めたことが知られている。具体的には、ソフトウェアの売り切りライセンスモデルから月々の定期支払いモデルへ転換することが長期の企業価値を高めると信じ、短期的な会計上の利益を犠牲にして、長期の利益額を増加させると考える案を提案したのである²⁾。

彼らは取締役会に彼らの要求に賛同する取締役を送り込みインサイダーになることも厭わない。インサイダーになることで経営課題をより深く理解し企業価値向上につながる現実的な施策を提言しやすくなると考えている。株式の売買はできなくなるが、時間を掛けて企業価値向上を果たし、取締役を辞任した後で売却するような息の長いアプローチが彼らのやり方である。

Triam PartnersやValueAct Capitalのようなエンゲージメント活動が企業経営者や他の株主から評価され、「良いアクティビスト」と「悪いアクティビスト」の両方が存在することが明らかになってきた。このため、経営者もアクティビストからの提案を闇雲に反対するのではなく、その内容を厳密に評価し判断するようになってきている。

アクティビストによる 提案の実現プロセス

アクティビストから長期の企業価値創造に資する提案を企業が受けた場合、この提案はどのようなプロセスで経営陣、取締役会、株主の間で議論されるのだろうか。

取締役会が企業の経営方針を支持する場合、これまでのアクティビストであればこの段階で表に出て騒ぎ立て圧力を掛けるのが普通である。10%以上の株式を保有し、そのシェアの高さを背景に、経営者や取締役会に自分だけの力で自らの要求を認めさせることが一般的だからである。しかしTrian Partnersらはさらに次のステップに進む。多くの場合、彼らは5%以下といった株式保有比率しか持たず、したがって保有株数の大きさを背景に圧力をかけるのではなく、その提案内容の中身そのもので勝負をする。提案内容が企業に受け入れられなかったとしても、その提案を機関投資家を含む他の株主に示し、その賛同を得るという形で再度その提案の是非について企業と議論する機会を得ようとするのである。

半数以上の株主がアクティビストの案に賛同した場合でも、提案を株式総会で可決し即実行に移すということはない。アクティビストはアウトサイダーであり、経営者とは情報格差がある。従って、前述したように提案を支持する取締役を選任、その取締役が取締役会で提案の実行可能性を検証した上で、最終的に取締役会で提案を実行するかどうかを判断するプロセスを踏む。

良いアクティビストへの投資に期待

日本では、アクティビストというだけで年金ファンド

NOTE

- 1) 本稿は、田村俊夫氏の「アクティビストと企業統治のパラダイムシフト」(資本市場リサーチ2015年秋季号、みずほ証券)と田村氏との議論を元にまとめたものである。
- 2) 一般的にソフトウェアを売り切るモデルの方が当面の売上額は大きくなるが、何年かに1回行われるバージョンアップの際に乗り換えしてもらえないリスクを抱える。それに対して定期支払モデルは月々の売上高は少ないが、長期的に顧客を囲い込むことができ、長い目で見るとより多くのキャッシュフローを生み出すことができる。Jeffrey Ubben氏は考えている。

を含む機関投資家の多くが拒否反応を示す状況であり、米国でアクティビストの活動が新たな段階に入ったという事例は別次元のことに感じられるかもしれない。しかし日本でも、株主から長期の企業価値に関する本質的な提案がなされることの重要性は同じである。このような提案こそが、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが言うところの「建設的な対話」を促進させるからである。

日本の運用会社の中にも、日本企業を対象にこのような事例と似た活動を行うところが現れ始めた。残念なことに、彼らに資金を預ける投資家の多くが、現時点では海外の機関投資家である。海外の機関投資家は既にアクティビストへの投資を長年にわたって行っており、投資実績の短いファンドであったとしても、投資戦略の内容を評価して投資を行うことができるからだと考えられる。

アクティビストへの過去の悪いイメージから、名声リスクなどを考慮し日本の年金ファンドなどの機関投資家が投資を躊躇するケースが多いことは想像に難くない。しかし、日本企業の経営改善に貢献して得られたファンドのリターンが海外に流出するのはもったいない。内容を吟味した上で、日本企業の価値向上に資するファンドに年金資金が預けられ、日本企業の価値向上から日本の投資家も恩恵を被る好循環を期待したいものである。

Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie

金融ITイノベーション研究部
上席研究員
専門は資産運用関連の先端動向調査・研究
focus@nri.co.jp