

進化する株主アクティビズム

上場会社に対して「PBR1倍割れ」問題を指摘し、資本コストを意識した経営を求める東証の動きが、株主アクティビズムの「第三の波」をもたらした。働きかけの対象となる企業や提案する内容を多様化・高度化させているアクティビストとの対話は、対象会社の企業価値向上に資するのではないだろうか。

存在感を増す アクティビスト・ファンド

近年、日本の株式市場で株主アクティビズム、すなわち「物言う株主」とも呼ばれるアクティビスト株主の活動が活発化し、存在感を高めている。

アクティビストは、上場会社の株式を5%超といったまとまった規模で保有し、企業価値の向上につながると自らが信じる施策を実行するよう経営陣に働きかける。多くのアクティビストは、投資手法を明示して年金基金などの投資家から資金を募るヘッジファンドである。

各国市場での株主アクティビズムの動向をウォッチする欧州投資銀行によれば、公表ベースでの上場会社へのアクティビストによる働きかけの件数は、米国市場が最も多く、日本市場がそれに次ぐ。公表されない水面下での働きかけも多数あるものと推測される。

アクティビストによる働きかけの手法は、経営陣とのエンゲージメント（建設的対話）が中心だが、株主総会への議案提出（株主提案）も行う。場合によっては、経営陣の交代を実現するために株式公開買付け（TOB）も辞さないというファンドもある。

昨年2024年の株主総会シーズンでは、過去最高ともいわれる数の株主提案がなされたが、その多くはアクティビスト・ファンドによるものだった。今年も、香港のオアシス・マネジメントが花王に対して社外取締役の刷新などを求める株主提案を行った。有名タレントの不祥事への対応が問題視され、ガバナンスのあり方を問われているフジ・メディア・ホールディングスをめぐっても米国のダルトン・インベストメンツによる株主提案へ向けた動きが注目を集めている。

「第一の波」から「第二の波」へ

日本市場での株主アクティビズムは、いわゆる村上ファンドが昭栄に対する敵対的TOBを実施した2000年以降本格化した。TOBは、昭栄の大株主だったキャノンや富士銀行といった大手企業の反対で不成立に終わったが、村上ファンドは株価上昇で利益を確保した。同ファンドは、その後も多くの上場会社に対して様々な働きかけを行った。

これ以前にも株式の大量取得をちらつかせながら日本企業の経営に介入する動きはみられたが、その主体は、多くの場合、「乗っ取り屋」と呼ばれるような投機家だった。これに対して近時のアクティビスト・ファンドは、ファンド出資者に投資パフォーマンスを提供する受託者責任を負う機関投資家である。村上ファンドの活動は、投資手法としてのアクティビズムが日本市場でも一定の成果を上げることを実証し、欧米のアクティビスト・ファンド進出のきっかけとなった。

この日本における株主アクティビズムの「第一の波」は、米国のスティール・パートナーズに対する買収防衛策発動を容認した2007年の最高裁決定や英国TCIのJパワー株式買い増しに対する2008年の政府による中止勧告、それに続く世界金融危機の勃発で消え去った。

しかし、2013年以降、政府がスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードを「車の両輪」とするガバナンス改革を始動したことで、アクティビズムの「第二の波」が押し寄せた。上場会社とのエンゲージメントを求めるアクティビストが、いわば政府のお墨付きを得た形となったからである。



「第三の波」と望まれる対応

現在の株主アクティビズムの活発な展開は、「第二の波」の延長線上ではあるが、「第三の波」と呼ぶべきものだ。2023年3月の東京証券取引所（東証）によるプライム市場及びスタンダード市場上場会社に対する「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請が、新たな大波を引き起こしたからである。

この要請は、多数の上場会社の株価が「解散価値」を下回る「PBR（株価純資産倍率）1倍割れ」となった状況への東証の危機感の表れだった。実はPBRが低迷する会社に資産の有効活用を働きかけて株価上昇を図るのは、多くのアクティビストの常套手段であり、アクティビストと東証の観点が一致したとも言える。事実、有力アクティビスト、ダルトン・インベストメンツは、「東証は日本最強のアクティビストであり称賛する」とニュースレターで述べている。

もっとも、上場会社の経営陣の間では、アクティビストは自社株買いや大幅増配、保有不動産や有価証券の売却といった施策を高圧的かつ強硬に求め、短期的な株価上昇を図る投資家という印象が強いのではないかと。敵対的TOBを仕掛けたり、水面下で複数のファンドが気脈を通じるウルフパック（群狼）戦術を用いたりすることへの警戒感もぬぐえないだろう。

こうしたアクティビスト観が間違っているとは言えない。自らの主張を受け入れた会社の株式を短期間で売却するといった短期主義的な行動も実際にある。しかし、アクティビストも変わりつつある。いたずらに経営陣への対決姿勢を示したり、法の抜け穴を探るような手法を

用いたのでは共感を得にくいことは分かるはずだ。むしろ幅広く機関投資家や世論を味方につけて企業側への圧力を強める方向へ舵を切りつつあるのではないかと。

変化の背景には、年金資金や投資信託の運用会社、生命保険会社といった伝統的機関投資家が、スチュワードシップ責任の観点から、アクティビストの主張に対しても、経営陣に反対しているだけで一蹴するのではなく、是々非々で耳を傾けるようになってきたという事情がある。ISSやグラスルイスといった議決権行使助言会社の助言も重みを増しているが、助言会社がアクティビストの主張に賛同することは稀ではない。アクティビストの主張への支持は、かつてよりも高まっている。

アクティビストによる働きかけの対象は、株価が低迷する中小型企業だけでなく大企業も含む幅広い上場会社に拡大している。働きかけの内容もバランスシートの見直し一辺倒ではなく、精緻な事業分析、経営環境分析を踏まえた個別性の高い提案を行うファンドも現れている。

見方によっては、上場会社の経営陣にとってアクティビスト株主は、無料の経営コンサルタントや人材サーチ会社にもなり得る。上場会社としても、アクティビストによる働きかけを頭から否定して対決姿勢を見せるのではなく、対話を通じて共感できる点を学び取るのが有益だろう。株主アクティビズムの隆盛を逆手にとって企業価値を高めるしたたかさが求められているのである。

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
主席研究員
専門は資本市場法
focus@nri.co.jp