

# 日本における 株主アクティビズム

アクティビストの戦略から学ぶ  
株主価値向上と防衛策



## はじめに

近年導入されたガバナンスやステュワードシップの変革により、株主アクティビズムが徐々に高まりつつあります。最近注目を浴びたアクティビストの成功事例は、国内外双方からのアクティビズムのより大きな第二波をもたらす可能性があります。一方、日本企業の経営陣は、リターン増大と価値創造への対応を迫られる中で、活発化するアクティビストへの対応が十分ではないと感じています。

アクティビストファンドは上場企業の持分を取得し、株主としての立場を利用し、企業の戦略、オペレーション、ガバナンスまたは財務構造に大きな変革を迫ります。アクティビストによるターゲット企業についての分析手法はさまざまですが、全体的な株価パフォーマンスの足かせとなりうる不採算資産を探す手法が多くみられます。アクティビストは、株主価値を引き出し、より高成長が見込める事業分野へ資源配分する、あるいは株主還元のためのキャッシュ創出手法として、複数の事業部門の売却または分割を主張するケースも多くみられます。

(1)コングロマリット的な構造、(2)多額のキャッシュ保有、(3)低採算の投資や非中核資産に拘束された多額の資本、(4)非効率な資本構成などを持つ上場企業が日本には多いことから、アクティビズムはさらに活発化するものとみられます。

本資料において、当社は以下の調査を実施しています。

- 日本企業をターゲットとしたアクティビストの活動機会の拡大
- 日本企業に対してアクティビストが採用した戦略の事例
- アクティビスト戦略からの示唆 - 企業がアクティビストから学び対応できることは何か
- 企業はアクティビスト活動にいかに対処してすべきか





# 株主アクティビズムは活発化しており、米国企業にとどまらず欧州や日本の企業も自国内外のアクティビストファンドのターゲットとなりつつある

近年、アクティビストの資産運用残高は急激に増加しており、1,000億米ドルを優に超える水準に成長しています。

この資金の大半は米国での活動に使用されていますが、世界のその他地域、とりわけ欧州と日本に注目が集まりつつあります。

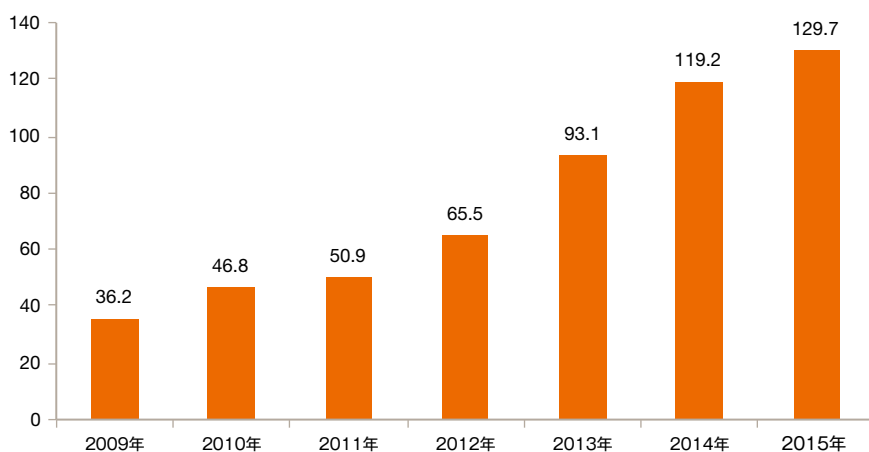
株主アクティビズム活発化の要因は何でしょうか。恐らく、最大の理由は、近年

多くのアクティビスト(特に米国において)が投資家に対して非常に高いリターンを達成し、市場を上回るパフォーマンスを上げてきたからです。

結果として、こうしたファンドに巨額の資金が流れ込んでおり、ターゲット企業の株主に好ましい変革をもたらすアクティビストの能力に対する信頼が高まっています。

また、米国ではアクティビストに対する株主のセンチメントが根本的に変わりつつあり、彼らはもはや悪人や企業乗っ取り屋とは見られなくなっています。むしろ、株主価値を広く高めることを目指す合法的な投資家として認識されるようになりつつあります。

### アクティビストヘッジファンドの資産運用残高(10億米ドル)



注:資産運用残高に関するデータは、単一戦略の米国に拠点を置くアクティビストマネジャーについてのみのものです。米国以外に拠点を置くファンド、マルチ戦略ファンド、サブ戦略としてアクティビズムに従事する資産運用会社は除外しています。

出典:JPモルガン(原典はHFR業界レポート)

# 日本ではアクティビストに対して依然として懐疑的な見方がある一方、新しい穏健的なアクティビストが成功を収めつつある

現在、日本のセンチメントがアクティビストに有利であると結論づけるのは時期尚早ですが、最近の活動でアクティビスト投資家は穏健的なアプローチを採用しており（「エンゲージメントファンド」と言われることが多い）、過去アクティビストが採用していた攻撃的アプローチよりも広く受け入れられています。

バリューウォークによると、2013年以降日本では23社に対してアクティビストが公に要求を行っています。しかしながら、これは最近のアクティビスト活動の水準を過小評価している可能性があります。なぜならば、多くのアクティビスト

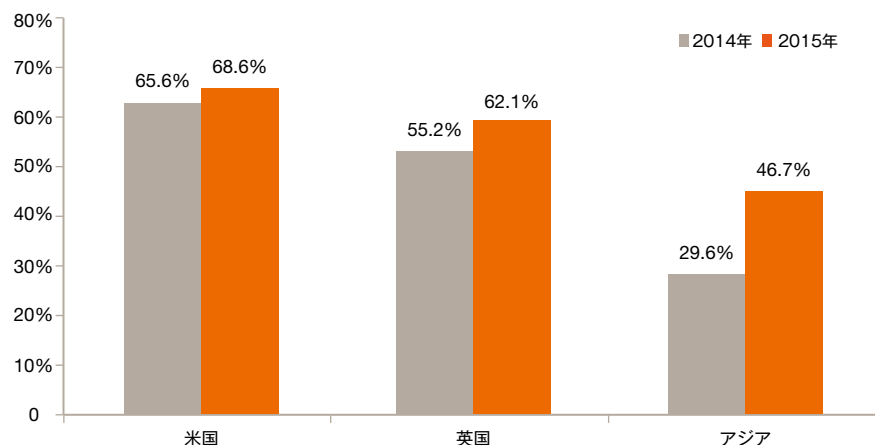
が採用している穏健的なアプローチでは、少なくとも活動の初期段階では要求内容が公にされないことが多いからです。

日本に関するデータは限定的ですが、アクティビストインサイトの2016年年度レビューによると、アジア全体でアクティビストの成功率は大幅に上昇しています。米国や英国での水準を大きく下回りますが、こうしたデータがより多くのファンドに対してアジア企業を対象とするよう促す可能性があり、日本はこの地域のアクティビストファンドにとって最も注目されている投資先の一つとなっています。

投資先企業の経営陣と対話するのは、伝統的なヘッジファンドではありません。2016年3月24日現在、206の機関投資家がスチュワードシップ・コードを採択する意向と、それによる株主としての義務を表明しています。

機関投資家の戦術はアクティビストファンドとは異なるかもしれませんが、投資先企業との関係を構築しようという、これら投資家の意思は、ますます日本企業への監視を強化する方向にあります。

## 地域別に見たアクティビストの要求の成功率



注:少なくとも部分的に成功したアクティビストによる解決済みの要求割合

出典:アクティビストインサイト2016年年度レビュー

**「仮に、1,868億米ドルの資金を預かるカリフォルニア州教職員年金基金と預かり資産1兆3,000億円の日本の年金積立金管理運用独立行政法人の投資役員トップにより非公式な合意がなされれば[2016年5月初旬]、コーポレート・ガバナンス改善のための日本企業に対する機関投資家の監視が強化されると思われます」**

出典:会社役員育成機構(原典:年金情報)



# 日本で最近導入されたガバナンスやスチュワードシップの変革の結果として株主アクティビズム実行上の障壁は徐々に解消されている

## 株式持ち合い

日本企業で一般に行われている株式持ち合い構造は、アクティビスト投資家の提案に必要な支持を、その他株主から獲得することを困難にしています。株式持ち合いは、配当やキャピタルゲインのためではなく事業関係の向上や維持を目的として構築されたものであるため、持ち合い株主は通常経営陣や現状を支持します。

上場企業は、コーポレートガバナンス・コードに基づき、株式持ち合いを含む投資方針の開示とその正当性を示すことが求められています。コードが制定されたため、例えば日本のメガバンクは株式持ち合いを減らすことを公約しました。

## ステークホルダー vs 株主の焦点

伝統的に、多くの企業はさまざまなステークホルダーの利益のために運営されていますが、多くの場合従業員、顧客および貸手が株主よりも重要であると見なされてきました。従って、アクティビストの提案が、特にその他ステークホルダーの利益にならないと思われれば(例えば、自社株買い)、アクティビストは株主のリターン向上に注力した提案に抵抗を受けてきました。

ガバナンスやスチュワードシップの変化は、十分な資本利益率の創出や企業価値を向上させる意思決定の必要性への注力を高めています。ステークホルダーと株主の間のトレードオフは残りますが、現在ではアクティビストの提案が価値向上につながると見なされる場合、以前より支持を得られる可能性があります。

## 「攻撃的」アクティビストの過去の失敗

日本の初期のアクティビズムの公開事例では、アクティビストは通常ターゲット企業の経営陣との交流において対立的なアプローチを採りました。時には一定の成功を収めることもありましたが、2000年代半ばの著名な事例では、そうした要求が必ずしもアクティビストの直接的な経済利益を求めるものでなかったにもかかわらず、その他株主が経営陣側につき、アクティビストは経営陣によって阻止されました。

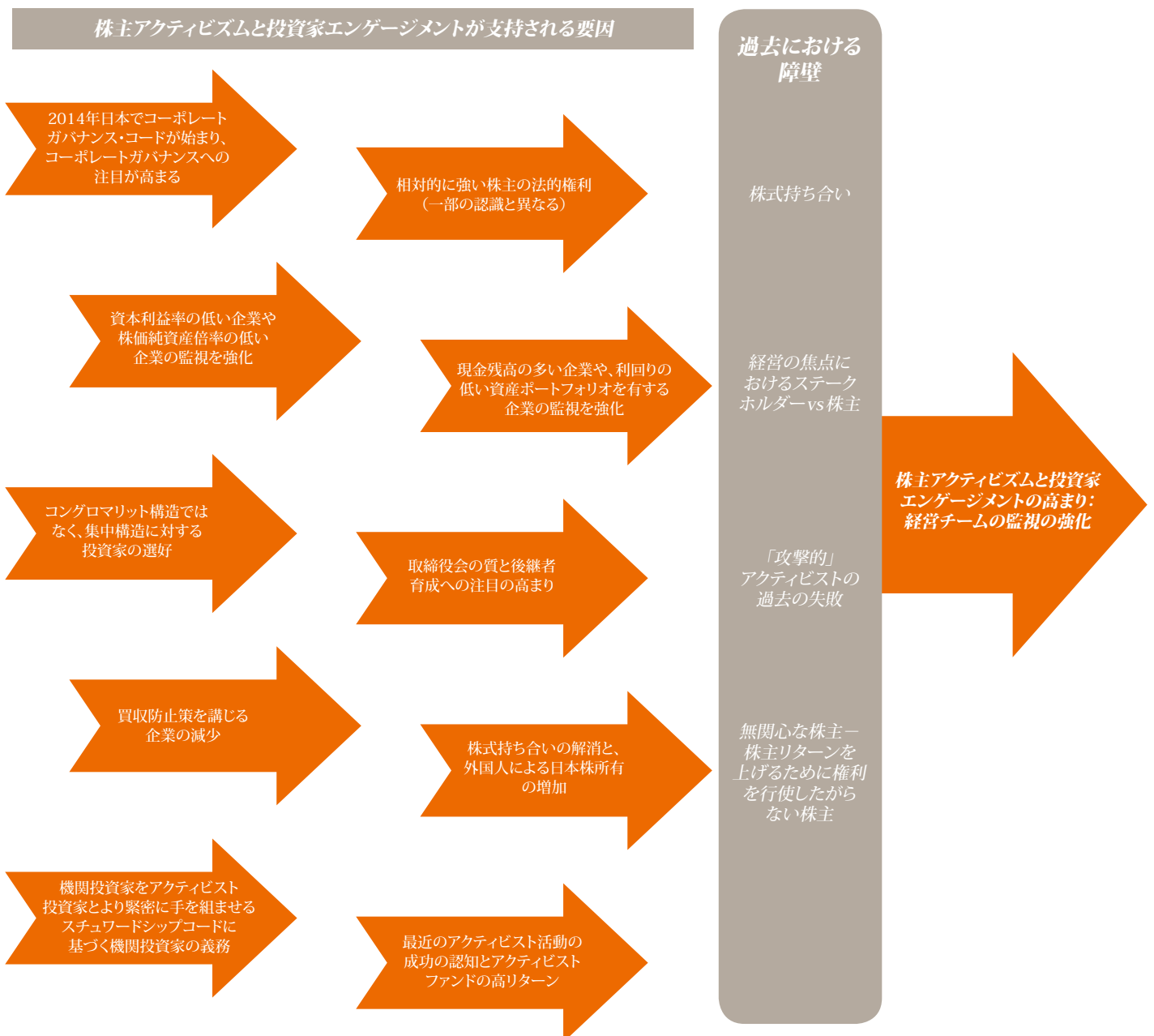
以前よりも穏健なアプローチを採用するアクティビストの成功が最近注目を浴びており、国内外双方からのアクティビズムのより大きな第二波をもたらす可能性があります。

## 無関心な株主

一部の認識とは異なりますが、日本の株主の権利は実は極めて強固です。しかしながら、日本企業の株主は一般的に低迷している企業の経営陣に株主のリターン改善に必要な改革を迫るよう権利を行使せず、しばしば沈黙を守り、明らかに現状を支持しているようです。

現在200以上の機関投資家が署名している2014年のスチュワードシップコードの開始は、もはやこうした投資家には低迷する被投資企業について何もしないという選択肢がないということを示しています。海外投資家による上場企業の株式所有の増加も、投資家エンゲージメント水準の一層の向上や、アクティビスト戦略に対する支持拡大につながる可能性があります。

# 各企業において事業および価値のパフォーマンスが一層重視され、ガバナンスやスチュワードシップの変革とともにアクティビストの活動を促進している



# アクティビストのターゲットになりやすい企業の特徴として、低迷した業績、資本市場での低評価、脆弱なガバナンス、内部の「統制された」株主が少ない株主構造などがあげられる

リスク緩和アプローチの可能性を検討する前に、アクティビストが潜在的な機会を識別しターゲットに据えて調査を行うプロセスを含め、アクティビストが何に魅力を感じるのかを理解することが重要です。

典型的なターゲット企業の特徴などはないことを認識することが重要です。ターゲット企業は、大、中、小、いずれの規模でもあり得ますが、多くの日本のアクティビストが比較的中小企業を対象とする一方、グローバルなアクティビストはより規模の大きな企業に向かう傾向にあります。また、アクティビストは業界を問いません。幅広いアプローチを採用しており、近年多くのさまざまな業界がアクティビズムの対象となっています。

アクティビストが捜しているのは、投資家やアナリストなど市場参加者にとって明らかな問題点に経営陣が対処していかない、または対処できない企業です。

## アクティビストのターゲットとなる企業の共通特性

### 業績、価値および資本市場におけるパフォーマンス

同業他社と比べ資本市場のパフォーマンスが低迷

資本コストを下回る資本利益率

不採算事業セグメント:一貫した戦略の欠如

非中核事業分野における低利回り資産

高い現金残高/最適ではない資本構成

新商品の欠如、革新の履歴に乏しい

### ガバナンス特性

「新鮮味に欠ける」取締役会、「ゾンビ」取締役

透明性とコミュニケーションの欠如

投資家エンゲージメントプログラムの欠如

### 投資家基盤

機関投資家の持分が高い、部内者や支配持分が少ない



「米国の巨大年金基金の一つであるカリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)は、すでに日本のコーポレートガバナンス活動の一段の解放を最大限活用する計画です。2015年9月のプレゼンテーションの中で、取締役会の独立性、株式持ち合い、取締役の採用など日本の「制度的な」ガバナンス問題に本格的に取り組むためにいくつかの主要企業と対話すると述べています。こうした計画を「社内」アクティビズムを採用する機関の一例として挙げる専門家もいます」

出典:アクティビストインサイト2016年年次レビュー



アクティビストがターゲットを識別するために使用するプロセスは異なりますが、広く共通点があり、通常は以下の特徴に注目しています。

- 株価純資産倍率が低いか、資本コストを下回る資本利益率の企業
- 複数の事業部門またはセグメント(業務または地域)が市場のパフォーマンスを大幅に下回る
- 一貫した戦略に欠ける企業や、企業が選択した市場で生き残るためにどのように能力を活用するかを経営陣が説明できない
- 企業の手元資金が過去の基準値と同業他社の水準をともに上回っており、時価総額と比べて高い。企業が巨額の手元資金を置く理由に、市場が納得しない
- 本業がまったく成長していないか、極めて成長率が低く、製品のパイプラインが少なく革新の履歴に乏しい
- 企業の取締役会メンバーが、現在の「ベストプラクティス」の期待を満たせない。例えば、アクティビストは取締役会が「新鮮味に欠ける」、すなわち、過去3年から5年の間、取締役会に新しい取締役を迎えておらず、既存の取締役の大半が長期間在任しており非効率である場合、アクティビストはその他投資家がアクティビストによる取り組みを支持する可能性があることを知っている
- また、ヘッジファンド以外のアクティビストファンドに繰り返しターゲットにされている企業は、株主の不満による影響が蓄積しているのを見逃さない一部ヘッジファンドアクティビストにとって魅力的に映る
- 機関投資家が、発行済み議決権株式の大部分を所有している

# パフォーマンス指標の分析結果は、多くの大手日本企業がアクティビストからの攻撃に脆弱である可能性を示しており、取締役会および株主の構成状況によっては脆弱性がさらに高まる

JPX日経400構成銘柄の中で、2015年度の資本利益率が資本コストを下回る割合

JPX日経400構成銘柄の中で、2015年度末の株価が1株当たり純資産を下回る割合

JPX日経400構成銘柄の中で、2015年度のROEが8%を下回る割合

## 22%

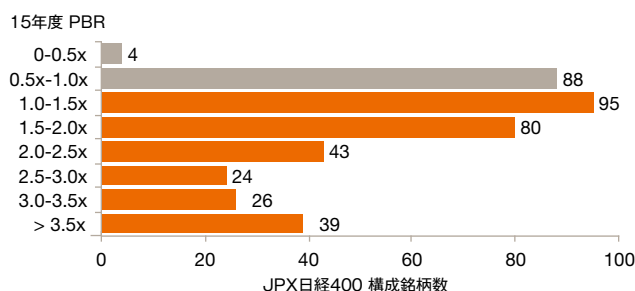
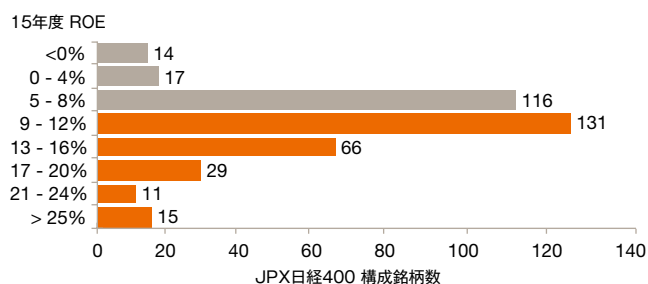
## 23%

## 37%

近年の業績改善(円安効果を含む)や安価な資本調達にもかかわらず、JPX日経400構成銘柄の22%は2015年度、資本コストを上回る資本利益率を上げることができなかった。こうした企業が持続可能な価値を創造するためには、売上の増加のみならず営業利益率や資本効率の改善に力を入れる必要がある。

他の先進国と比較して日本企業の株式の市場価値は相対的に低く、JPX日経400構成銘柄の株価は1株当たり純資産の約1.3倍と、S&P500指数の半分以下の水準となっている。他の調査結果と同じく、これは多くの企業が十分な資本利益率をあげることができず、資本コストを上回る利益を上げられないどころか、多くの場合資本コスト以下の水準しか達成できていないことが原因と考えられる。

2015年度のJPX日経400構成銘柄の平均ROEは9%だが、37%の銘柄は、伊東レポートで最低ラインに設定されている8%を下回る結果となっている。伊東レポートでは、「価値を創造する企業は資本コストを上回るROEを達成」しており、企業は継続的に「8%以上のROE達成」を目指すべきだと述べている。



アクティビスト活動は、企業との個別のコミュニケーションから訴訟に至るまでさまざまな形態で行われている：

日本における最近のアクティビスト活動の多くはターゲット企業の取締役会との公開または非公開のコミュニケーションを通じたものとなっている

アクティビスト投資にはさまざまな段階があります。アクティビストはまず、企業の株式価値が本来の価値よりも低いと思われる状況やそうした価値を変化させる手段を採ることができる状況を模索します。次に、株式を買い始めます。持分が5%を超えると、金融商品取引法に基づき5営業日以内に報告しなければなりません。実際、多くのアクティビストはこの水準まで保有しないで活動を開始しています。

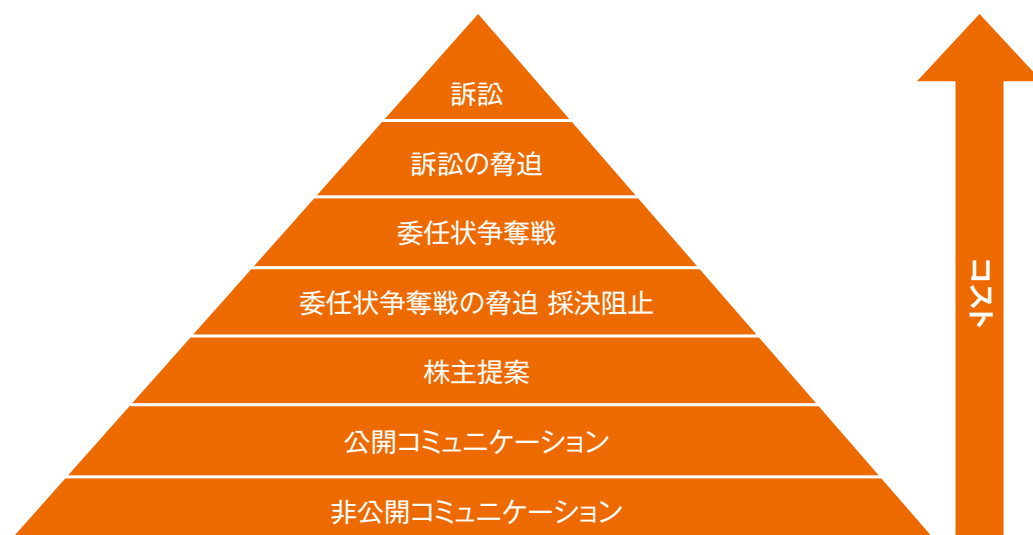
持分を増やすと、アクティビストは目的を達成するためにさまざまな方法をとります。各手法は、必要なコストやターゲット企業の経営陣／取締役会に対する敵対的／友好的な行動の程度との点で異なる可能性があります。

典型的な初期段階は、アクティビストがターゲット企業に求める対策を伝えます。これは、経営陣や取締役会との非公開の対話あるいは書面によるコミュニケーションを通じて実行されることができません。これが機能しない場合、メディアを通じた公開コミュニケーションを活用して企業に圧力をかける場合もあります。

非公開か公開かに関わらず、コミュニケーションにより意図した効果が得られない場合、アクティビストは株主提案によるもの、経営陣の提案の採決阻止、代理投票または訴訟の活用など、株主としての権利行使を決定することができます。

議決権を有する全ての株主は、取締役の指名案を含め、いつでも株主提案を提出することができます。少なくとも6カ月間1%以上の株式、または300以上の議決権を保有する株主は、株主総会の招集通知にこうした株主提案を含めるよう企業に要請することができます。また、少なくとも6カ月間において全議決権の3%以上を保有する株主は、臨時株主総会の開催を要求することができます。

日本における最近のアクティビズムは本質的に概ね非敵対的なもので、主要ツールとして非公開および公開コミュニケーションを活用しています。



# アクティビストがターゲット企業の株式を保有しリターンを得るための戦略は価値創造と価値抽出に大別される

企業とアクティビストの闘争における議論の焦点は、アクティビストが求める活動が長期的に企業に利益となるのか、それともその他ステークホルダーを犠牲にしてアクティビストにのみ短期的な利益をもたらすのか、それがどの程度であるかにあります。

この点について、戦略は二つのカテゴリ、すなわち価値創造戦略と価値抽出戦略に大別されます。

価値創造戦略は一般的に、企業による本質的な変化を求める長期的戦略として捉えられるものであり、企業価値向上という目的に沿っています。従って、常にはないものの、戦略のリターンを全て実現するために、アクティビストには長期的な関与が必要となることが通常です。

価値抽出戦略には、即座に実施可能な施策が含まれ、価値創造の影響が直接的であるものです。

短期的な株主リターンと長期的な企業価値は相反することもあるため、価値抽出戦略が企業のその他ステークホルダーにとって有害であると見なされることも当然にあり、一方で、価値創造戦略が長期的に広くステークホルダーグループに利益をもたらすこともあります。

アクティビストの価値創造戦略に含まれるもの：	<ul style="list-style-type: none"><li>セグメントや非中核資産の売却</li><li>資本構成や資本コストの最適化</li><li>新規市場への参入、新製品やサービスの開発</li><li>買収戦略</li><li>リストラクチャリング策</li><li>取締役会や経営陣の変更</li></ul>
アクティビストの価値抽出戦略に含まれるもの：	<ul style="list-style-type: none"><li>配当引き上げや自社株買いのための余剰現金や負債の活用</li></ul>

# アクティビストは主に以下4つの活動テーマの1つまたは複数に注力する：

(1) 資本構成、(2) 買収または売却、(3) オペレーション、(4) ガバナンス

テーマ	潜在的な状況	アクティビストの戦略	価値創造または価値抽出？
資本	ターゲット企業の時価総額が簿価に対して低いものの、収益性は高く、一般的に認知度の高いブランドや健全な営業キャッシュフロー、総資産利益率を有する または、企業の余剰現金が過去の基準値と同業他社の数値をともに上回る。これは、企業が巨額の手元資金を置く理由に市場が納得しない場合、特にリスクとなる	資本コスト引き下げのためにレバレッジを高める  余剰現金を活用して、配当を引き上げるか自社株買いを行う	価値創造—資本コストの最適化(ただし、配当引き上げや自社株買いを伴わないもの。その場合は価値抽出になる)  価値抽出—株主リターンを高める
	ターゲット企業は、事業部門や非中核資産を売却に出すか、または入札の対象となり高いプレミアムを求めるべきである	企業またはその一部をより「ナチュラルオーナー」に売却する。「中核」事業にさらに注力する。取引を一層有利に交渉する	価値創造—「使用価値」を超える売却価値。特に一部売却のみの場合、残り事業に対するリターンを高める
買収または売却	あるいは、ターゲット企業は合併案または買収案を断念すべきである	アクティビストが価値破壊であると考える取引を断念する	価値創造(よりふさわしい用語は、価値保護)—「悪い取引」を避けることで価値を維持する
オペレーション	ターゲット企業の業績が、さまざまな期間にわたり同業他社を下回る。また、複数の事業を傘下に持つ企業では、アクティビストは各市場で著しく業績が低迷している複数の事業部門やセクターを警戒する	業績を高める一貫性のある戦略を策定する—新規市場への参入や、新商品やサービスの開発を含む場合がある  業務または財務リストラクチャリング。取締役会や経営陣の変更を含む可能性がある  不採算セグメントや非中核資産の売却	価値創造—中核事業のリターン改善
	取締役会の実績が優れていないと認識されているか、ターゲット企業が退職予定の有力人物によって運営されている。ターゲット企業がどのようにして将来価値を創造するのかという一貫性のある戦略がなく、また開示が不十分なため重要な事業上の意思決定がどのように行われているのかをアウトサイダーが十分に理解できない。	会社の取締役会または首脳陣のメンバー変更  IR機能の向上—GAAPに基づかない指標の開示や投資家とのコミュニケーションの改善	価値創造—中核事業のリターン向上のためのCEO/取締役会/経営陣の変更  価値創造—企業と市場価値の「ギャップ」を埋める
ガバナンス			



国内ファンドのアクティビストは、通常国外のファンドよりも小規模企業をターゲットとする：  
これは代表的な大手企業をターゲットとしてアクティビスト活動を成功させることは難しいという認識を反映しているのかもしれない...

日本のターゲット／アクティビストの自国セクター	期間	ターゲット企業の規模	活動の要約* * 公開情報源から抽出
エレクトロニクス／米国	2013年半ばから2014年後半	大型株	アクティビストがターゲット企業の社長およびCEOに公開書簡を送り、ターゲット企業の相当持分を取得済みであることを示唆した。アクティビストは、同社のエンターテインメント事業の一部スピンオフと業界首位の事業により注力することを推奨。ターゲット企業は、その後の取締役会の全会一致でアクティビストの要求を拒否し、アクティビストに書簡を送付。これにもかかわらず、アクティビストは約15カ月後に持分の売却を報告し、約20%の投資リターンを上げたこと示唆した。(出典: ターゲット企業のウェブサイト、アクティビストのウェブサイト)
エンターテインメント／香港	2013年半ばから	大型株	アクティビストが3通の公開書簡をターゲット企業の社長宛てに送付し、ターゲット企業に対して新規事業分野に参入することでIPをより効果的に活用し、株主に資本を還元することを求めた。ターゲットはその後新規事業分野での提携を発表し、株価は提携による最初の製品発表日に約8%上昇した。2016年、ターゲット企業はIPのさらなる活用計画を発表した。(出典: アクティビストのウェブサイト、フィナンシャルタイムズ紙)
ネットワークソリューションズ／日本	2014年半ばから	小型株	アクティビストがターゲット企業の持分を3~4%保有していることを公表。ターゲット企業に対する公開書簡の中で、アクティビストは、次期株主総会前に株主提案(より高い配当分配の要求)の権利行使を試みた。これはターゲット企業の取締役会により公に否決され、株主総会においても十分な投票は得られなかった。(出典: ターゲット企業のウェブサイト、アクティビストのウェブサイト)
産業機械／米国	2014年初めから2015年後半	中型株	アクティビストは投資家にターゲット企業の持分取得を報告し、ターゲット株の本質的価値が現在の価格を60%以上上回ると確信していると述べ、ターゲット企業の不動産のスピンオフなど価値を引き出す方を提案した。ターゲット企業はアクティビストに対して公式に返答せず、その後2015年後半に株式を売却した。(出典: アクティビストのウェブサイト、日経)
楽器／米国	2014年半ばから	小型株	2008年に「友好的なアクティビスト」がターゲット企業の5%を超える持分を取得済みであることを初めて発表した。2014年、ターゲット企業のCEOがアクティビストに接触しMBO案について協議。9.8%の持分を保有する創業者の反対にもかかわらず、2014年10月にMBOが実施された。(出典: 共同通信社、日経)
インテリアデザイン／日本	2014年後半から	中型株	ターゲット企業のCEOが、事業の改善と株主への一層の現金還元方法を協議するためにアクティビストと会談したことを報告。アクティビストは、ターゲット企業の分析を作成し、ターゲット企業はその後自社株買いの計画を発表した。2014年11月にその計画が発表された日から株価は19%上昇した。またアクティビストが2014年10月に投資をした日から2015年8月まで株価は58%上昇した。(出典: 日経、ブルームバーグ、ウォールストリートジャーナル紙)



...また、国内のアクティビストがファンドの資金調達を行う場合に、機関投資家がターゲット企業との関係悪化を懸念することを考慮せざるを得ない状況を反映しているのかもしれない

日本のターゲット／アクティビストの自国セクター	期間	ターゲット企業の規模	活動の要約* * 公開情報源から抽出
ロボット工学／日本	2014年後半から	大型株	アクティビストが投資家に対して、ターゲットの持分を取得したことを報告。その後アクティビストは経営陣と会談して、ターゲット企業に対して85億円の余剰現金の有効活用とインベスター・リレーションの改善を要求した。ターゲット企業は後に投資家との対話を改善するために、インベスター・リレーション部の設立と配当性向を30%から60%に引き上げることを発表した。(出典:アクティビストのウェブサイト、ターゲット企業のウェブサイト、フィナンシャルタイムズ紙)
エレクトロニクスおよびエネルギー／香港	2015年初めから	大型株	アクティビストはターゲット企業の持分約1%を取得したことを報告し、ターゲット企業の太陽光事業の再編と、航空機ならびに通信企業に対する持分削減に将来性があることを示唆。アクティビストは、ターゲット企業がこの通信企業に対する1兆円の持分を売却すれば、その売却収入の約半分を株主に還元できると主張した。2016年4月、ターゲット企業は配当性向の見直しを発表し、2017年から40%にすることを目指すと述べた(30%から引き上げ)。(出典:フィナンシャルタイムズ紙、ブルームバーグ)
エレクトロニクス／日本	2015年半ばから	小型株	アクティビストとその関連ファンドが、併せてターゲット企業の持分の15.8%を保有し、新たに4名の社外取締役を任命する株主提案を提出した。この提案は委任状アドバイザーの支持を受けたが、同社株の約60%を所有する株主が提案を拒否した。投票後、ターゲット企業の株価は8.3%下落した。(出典:アクティビストのウェブサイト、フィナンシャルタイムズ紙、ブルームバーグ)
小売／米国	2015年半ばから	大型株	アクティビストはターゲット企業に書簡を書き、低迷する総合小売業のスピンオフと残る事業の再編ならびに店舗閉鎖により中核事業に注力すべきであることを公式に要請した。アクティビストは公然と経営陣を批判し、在任期間の長いCEOの後継者候補について公認を得る活動を続けた。CEOはアクティビストが自身の後継者として推奨した候補を免職できず辞職した。(出典:アクティビストのウェブサイト、ブルームバーグ)
出版社／日本	2016年半ばから	小型株	アクティビストは投資一任契約を結ぶファンドがターゲット企業の持分の4.46%を所有したことを開示し、次期株主総会に先立ち株主提案権を行使するという書簡をターゲット企業に送るとともにウェブ上で開示した。この株主提案は、同社に「純投資以外の目的で保有する」株式持ち合いの即時処分を要求した。(出典:アクティビストのウェブサイト)

# 企業は配当や自己株式取得を増やしたり、クロスボーダー案件への重点投資することなどにより変化する環境への対応を進めている

資本利益率と価値創造が重視されるようになり、企業は配当と自社株買いの増加(過去3年間で、それぞれ58%、248%増加)による株主リターンの大幅な上昇により、株主の要求に応えてきました。また、海外市場に高成長と高収益の機会を求め、クロスボーダー案件への取り組みを積極的に行っています。

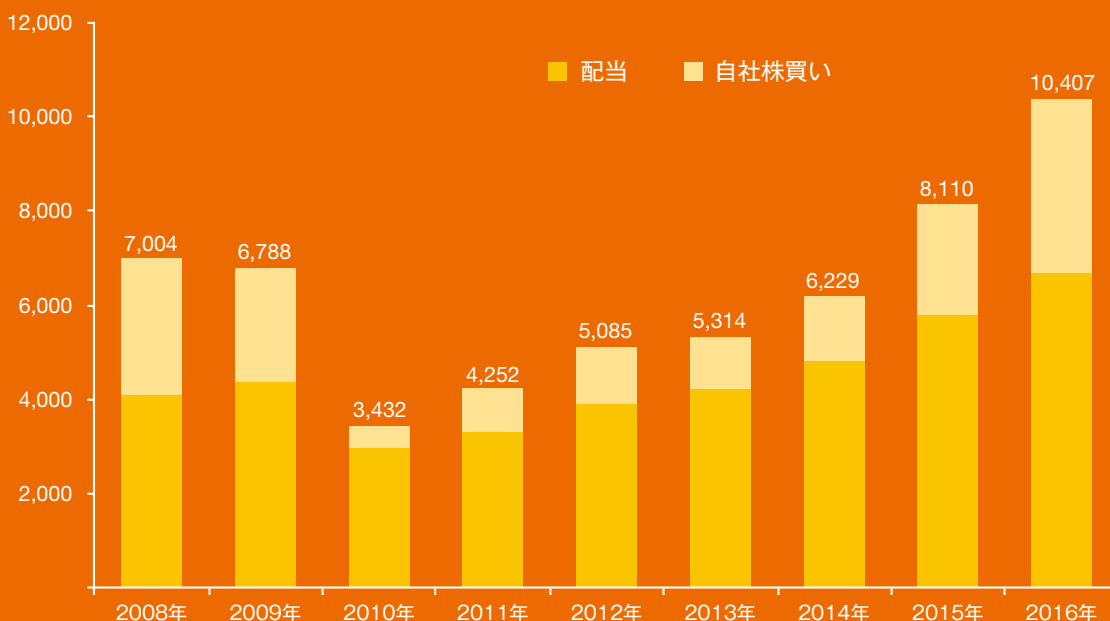
2012年後半のアベノミクス発動以降、こうしたトレンドが波及していますが、過去2年間でこの動きが加速しています。

しかし、多くの企業は、より困難な課題に直面しており、特にこれらが関係するものとして

- 不採算事業：どのようにポートフォリオの中から売却対象を特定し、社内の抵抗を克服して処分を実行するか
- 非中核資産：どのように中核資産（企業の目的や能力と整合する）と非中核資産を峻別し、中核資産の強化と非中核資産の処分を実行するか

不採算事業および非中核資産に関する戦略について明確にできない企業は、アクティビストやスチュワードシップ責務を果たそうとする投資家のターゲットとなっているかもしれません。

## JPX400構成企業(金融を除く) 配当および自社株買い (10億円、年度末:3月31日)



出典:S&P Capital IQ

# アクティビストの価値創造戦略から学ぶ – アクティビストの視点から事業の状況を再検討する… そして対処を進める

日本においても株主アクティビズムが増加する地合いが整ったと考えられます。しかしながら、(1)国内機関投資家からの資金調達、(2)アクティビストの提案に対する十分な支持の確保、という2点においてアクティビストが直面する課題、また日本が関係性を重んじコンセンサス重視のビジネス文化であることから、アクティビストが大々的に成功を取めるかについては懐疑的な見方もあります。

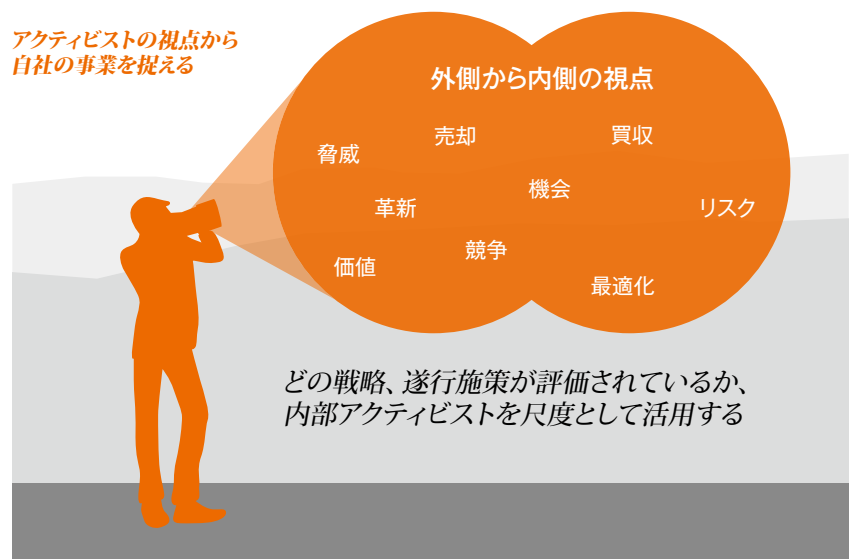
こうした懐疑論者であるか否かは別として、アクティビストが日本およびその他地域で主張する価値創造戦略からは、多くの学びを得ることが可能であり、アクティビストの視点から自社の事業を捉えることで定期的にアクティビストのように行動することは有益です。

しかし、企業の役員は事業や顧客に対する深い知識という価値創造に必要なより強力なツールを手にしているため、アクティビストよりも一段と踏み込んだ対策を講じることができます。

企業が規制当局への報告書の中で行う膨大な開示、投資家向けプレゼンテーション、プレスリリースなどがあるにもかかわらず、外部アクティビストは企業内で

## アクティビストのように考える

アクティビストの視点から  
自社の事業を捉える



起こっていることの断面しか捉えることができません。対照的に、経営陣は企業の業務、顧客、市場、競合他社に関して深く、また詳細な情報を入手できます。

価値がどこに、またなぜ集中しているのかを理解すれば、経営陣は最も成長性の高い分野への投資を優先し、利益率の改善が必要な領域を特定できます。

経営陣はこうした情報を活用して、アクティビスト投資家によってアプローチされるよりも前に、アウトサイダーが策定する計画よりも効果的なものを策定する必要があります。

# アクティビスト活動のインパクト

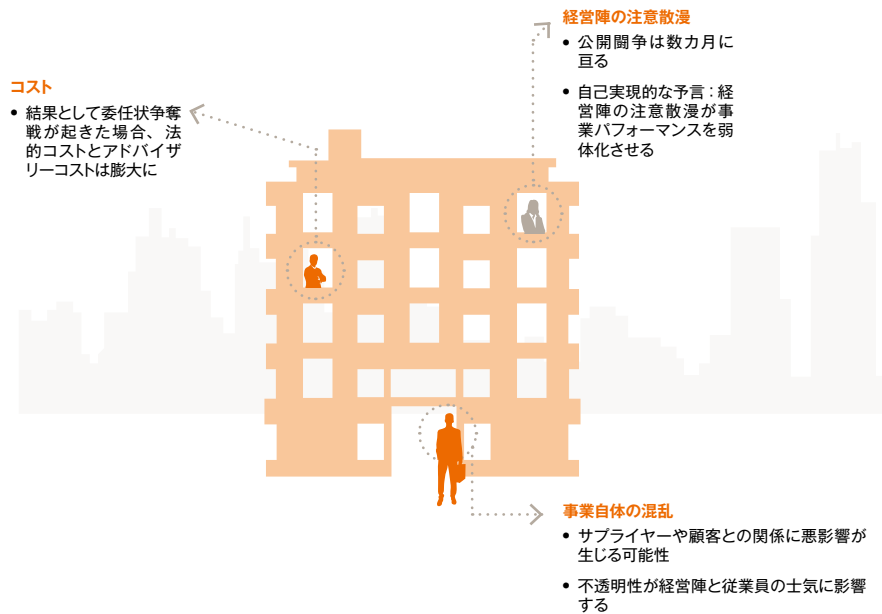
ある会社に対するアクティビストの関心が明らかになると、時に著しい影響が生じます。ターゲット企業は主に三つの点で影響を受ける可能性があります。

一つ目は、経営陣における動揺です。これらは通常公開闘争となり、初期段階でさえも業界紙の一面を賑わしがちであり、広報活動が打撃を受ける可能性があります。アクティビストが、経営陣のパフォーマンスが不十分である主張すると、経営陣はアクティビストへの対応に追われ、通常の事業運営が阻害されるため、これが自己充足的予言となってしまう可能性があります。

二つ目の影響は、財務面です。委任状争奪戦の法的コストとアドバイザーコストが膨大になることがあり、社内の資源やアドバイザーとのやりとりに費やす時間を考慮する前でさえコストが倍増する可能性があります。

三つ目は、事業自体の混乱です。サプライヤーや顧客との関係に悪影響が生じる可能性があります。従業員の士気が低下し、優秀な人材が転職活動を始めるかもしれません。また、先行きが不透明な状況では優秀な人材をつなぎとめることが困難になります。

## アクティビストがターゲット企業に与える影響



アクティビストの活動が終了し、通常の状態に戻るには、何年とはいわないまでも、数カ月を要する可能性があります。こうしたことが長引く間に関連コストや潜在的な損害が発生する可能性を考えると、アクティビストから注目されるリスクを軽減し、エクスポージャーの査定、戦略的代替案の評価、事前の対策考案などにより、その可能性に備えるべく経営陣が一貫性ある取り組みを行うことが極めて重要となります。



# アクティビスト活動に備えておくために必要なことは何か？

アクティビストの視点に立つ企業こそが、アクティビストの活動を最も予想し、備え、対応できると考えられます。企業および取締役会がアクティビストから接触される前に考慮すべきことは四つの重要な段階に分けることができます。

## 全ての事業分野と市場地域を厳密に評価する

「ターゲット企業の取締役会での議席獲得に成功したときに最初に気づくことは、取締役会が報告を受けていた情報が、重要な事業分野の業績、市場、商品または顧客を適切に評価するのに不十分であるということだ」と報告しているアクティビストもいます。したがって、事業のどの部分が価値を創造しており、どの分野が不採算資産なのかを判断することが困難です。

取締役会は、どのデータを検討するべきか、特に重要な業務および価値指標がどのレベルで提出されているのかを再評価したいと考えるでしょう。例えば、各事業部門の収益および費用が明確に報告されており（「部門」は、業務的または地域的セグメント、または製品ラインや顧客グループを表す一般的な用語）、それにより各事業部門の利益や損失を厳密に評価することができるのでしょうか？ 貸借対照表やキャッシュフロー情報は重要な要素でしょうか？

## 株式保有者の状況をモニターしアクティビストを理解する

企業は自社の株主基盤に大きな変動がないか日常的にモニターしますが、(あらゆる種類の)アクティビストが現在株主かどうかを確実に知りたいと思うでしょう。

こうした株主が何を求めているのかを理解することは(すなわち、彼らの「戦略」を理解する)、ターゲットとされるリスクを評価するのに役立つでしょう。

## 「リスクファクター」を評価する

アクティビストが企業をどのように批判するか前もって分かれば、企業やその取締役会は複数のリスクファクターに積極的に対処すべきかどうか検討することができます。そのため、ひいては企業の株主基盤全体との信頼性強化につながります。複数のリスクファクターが存在する場合、企業は上位1～2のリスクファクターに対処することでリスクを低減することができます。

企業がこうした評価に基づいて何も変えないと判断した場合でさえも、検討過程を経ることで、企業の役員や取締役会は、現状維持が企業ならびにその投資家の最善の長期的利益に沿うと考えた理由を明確にすることができます。

## 企業の株主や、企業が直面する問題点にあわせたエンゲージメントプランを作成する

企業がアクティビストが注目する分野を特定し、こうしたトピックについてその他株主と対話を行う計画を策定すれば、アクティビスト活動への備えとなり得るし、場合によってはそうした活動を回避できる場合もあります。これは、企業が改革へ転じないという判断を下した場合でさえ当てはまります。

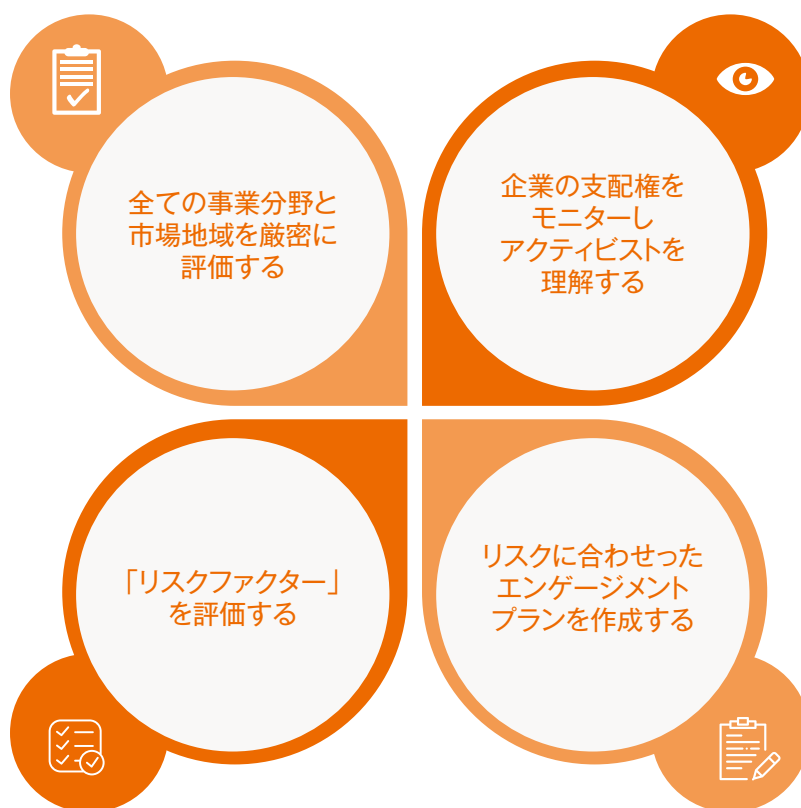
アクティビストは通常、経営陣のメンバー、取締役会の双方と対話すると予想されます。従って、どちらの状況にも対応しうるエンゲージメントプランを用意すべきです。

企業が改革を実行する、またはしないというどちらの判断を下しても、企業の最も重要な株主に対してそうした判断を下した理由を説明すれば、投資家の最善の長期的利益のために取締役が活動しているという信頼を強化しつつ、取締役がどのように監督責任を果たしているかを株主が理解できるのです。



# アクティビスト活動に備えておくために必要なことは何か？

株主と継続的に対話している企業の場合、こうしたコミュニケーションが最も効果を発揮することが少なくありません。企業の株主特性によっては、将来イベントが発生するまで、このプランの実行を延期する場合があります(例:アクティビストが実際に企業に接触するか、または株主提案を提出して取締役会で複数の議席を要求する意図を実際に発表している)。しかしながら、このプランを作成することで、企業は必要となった際に迅速に対応することができます。





# アクティビスト活動にいかに対応すべきか

アクティビストからのアプローチに対処する際、企業は大手機関投資家のアドバイスを考慮したり、幅広く優れたアイデアを検討すべきです。アクティビストの活動に防衛的な対応が求められる場合もあるかもしれませんが、総じて最も効果的な対応プランには三つの要素があります。

## アクティビストのアイデアを客観的に検討する

アクティビストが初めて企業に接触する時までに、アクティビストは通常(1)少なくとも短期的に企業の価値を引き出す具体的な提案を策定済みであり、(2)これらのアイデアを企業の主要株主と協議しています(協議の結果、修正する場合もあります)。アクティビストが最初に企業に接触する時までにこうした議論が行われていない場合であっても、その後、間もなく行われる可能性があります。企業の機関投資家は通常、膨大な時間を費やしてアクティビストの提案を客観的に評価しており、大半の投資家は企業の執行役員や取締役会も同様に柔軟かつ慎重に検討することを期待しています。

## コンセンサスを確立すべき分野を模索する

2013年、アクティビストが米国で獲得した取締役会の議席90のうち72は、株主投票ではなく、企業との自主協定に基づき得たものでした(出典:ファクトセット・インサイト)。このことは、米国でターゲットにされた企業の大半が、少なくともアクティビストと協調する方法を見出し、委任状争奪戦に伴う潜在的な高コストを回避することができたことを示唆しています。

また可能であれば、アクティビストは合意にこぎつけようという意欲があります。選択肢が与えられれば、大半のアク

アクティビストのアイデアを客観的に検討する



コンセンサスを確立すべき分野を模索する

企業のストーリーを語るために、主要株主と積極的に対話する

ティビストは投資先企業の価値を向上させると確信する変革の達成に、できる限り時間を使わないようにしたいと望みます。アクティビストは相当期間、企業の株式を保有し続けるかもしれませんが、これは次なる目標に注目とエネルギーを注ぐことができれば投資家に対するリターンを押し上げることができるからです。

## 企業のストーリーを語るために、主要株主と積極的に対話する

アクティビストは他の投資家と連携している可能性もあり、主要株主が企業の経営陣や、時に取締役会から意見を聞くことは重要です。企業がこれら株主と一定の信頼関係をすでに確立しており、それに立脚して新たなコミュニケーションを行うことができる関係があれば最善です。アクティビストの変更案が長期的に企業や株主の最善の利益にならないと企業が考える場合、投資家はその理由、何より企業がこうした結論に至ったプロセスを理解したいと思うでしょう。アクティ

ビストと企業が合意できる場合、投資家は役員や取締役がこうした変化を企業に効果的なものとして受け入れたものと解釈するでしょう。こうした変化を単に無理に押し付けられたのではなく、前向きな変化の一部であることを投資家に実証できる企業のリーダーは、自らの受託責任において投資家の信頼を高めることができるのです。



## 終わりに – アクティビズム後の経営

アクティビズムが実行された時、すなわち年次株主総会が終わり、変更が実施されたか、またはヘッジファンドの注目が別のターゲットに移った場合でも、さらなるアクティビズムのリスクは払拭されません。アクティビズムへの企業の対応方法、変革の重要性、取締役会の独立性や柔軟性に関する認識によって、企業は再びターゲット企業にされる可能性があります。企業活動のプロセスの一環として、アクティビストの視点から事業を見つめ直し、リスクファクターについて定期的に自己査定を行い、自社の状況に応じた的確な株主エンゲージメントプログラムに取り組むことにより、企業としての耐久性を高め、投資家との長期的な関係を強化することができるのです。

### 文末脚注

以下に挙げるPwC出版物を参照しております。

株主アクティビズムーだれが、何を、いつ、どのように？（2015年3月）

株主アクティビズムーリスク低減と効果的な対応戦略

アクティビストマネジャーの秘密(2015年12月16日)

# PwCの役割 – 独立した客観的視点をもつ貴社の「友好的な」アクティビストとして、長期的な価値創造戦略を導き出すために協働し...

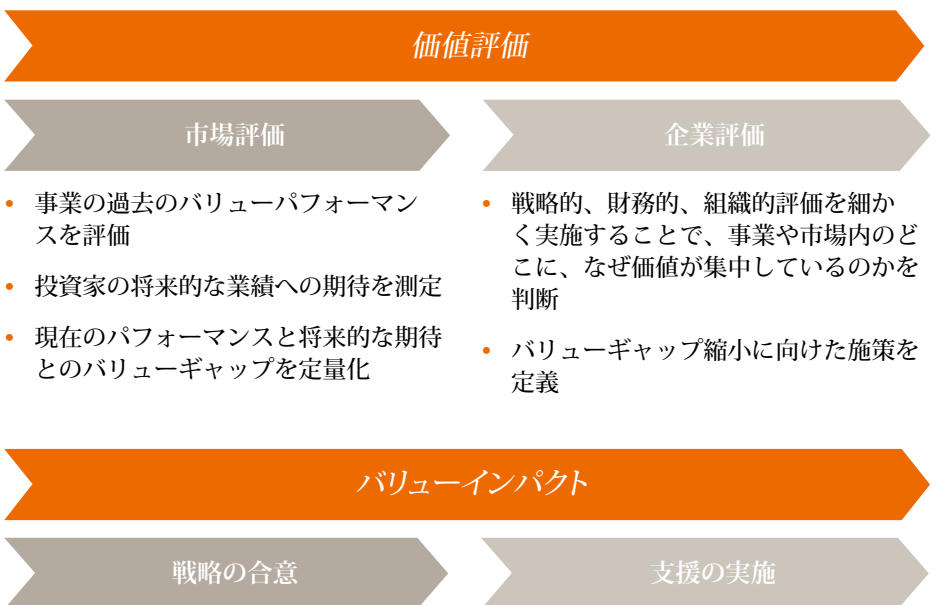
## 友好的なアクティビスト

アクティビストのようなアウトサイダーにとって自明なことが、時にインサイダーに明確ではないことがあります。例えば、長期的に価値を増加させるとみられる戦略や、幅広いステークホルダーグループの利益のための戦略が、既存の組織体制、意思決定プロセス、社内ポリティクスから実行が「困難すぎる」ものとして回避される場合もあります。

PwCは、企業のパフォーマンスをまず「外側から内側」、すなわち資本市場の視点から独立して客観的に評価し(アクティビストが企業を分析する手法)、次に「内側から外側」、すなわち経営陣の視点(事業や顧客に対する経営陣の深い知識を活用)から評価します。

価値評価の主な目的は、バリューギャップの存在とその大きさ、すなわち企業の市場価値と経営陣による社内の知見や計画に基づくサム・オブ・ザ・パーツ評価との差を把握し、そうしたギャップが生じる理由を特定することです。次のステップは、(1)そうしたギャップを埋める戦略を検討し、(2)経営陣によるプランが実際に最も高い価値を実現しうるかどうかを再評価することです。

## 友好的なアクティビストになるアプローチ



## ...アクティビスト活動への効果的対応を支援 します

### アクティビスト活動への対応

PwCは以下を実施することにより、アクティビストのターゲットになった企業を支援します。

- 企業の経営陣と協力して、アクティビストの提案を客観的に評価し、経営陣の独自プランと比べてアクティビストのアイデアが経営陣のプランと相反するか、またはそれを補完するものかを評価します。例えば、アクティビストが自社株買いによる価値抽出を迫る場合、経営陣のプラン

の方が長期的に企業価値を創造する上で余剰現金を適切に活用するものかどうかを評価します。または、アクティビストが業績が低迷する事業セグメントの売却により価値創造を目指す場合、そうしたセグメントに対する経営陣のプランが上手く実行できれば(結局アクティビストが知りえない情報に基づく)より高い価値を創造できるものかどうかを評価します。

- 企業の業績、戦略ならびにガバナンスおよび企業が開示した情報に関する資本市場の見方を知るために、厳選されたアナリストや投資家にインタビューを行うことで投資家調査を実施します。
- (1)全ての株主(およびステークホルダー)とのコミュニケーション戦略と、(2)アクティビストに対する対応の策定において企業を支援します。





# PwCについて

## PwCについて

PwCは、企業および個人が求める価値の創造を支援しています。157か国、208,000名以上のスタッフからなるネットワークにより、監査、税務およびアドバイザリーの各分野で高品質なサービスの提供に努めています。

## ストラテジック・バリュー・コンサルティング業務について

リターンやガバナンスへの注目が高まる中、あらゆる企業の経営層において、自社の事業ポートフォリオ内の各セグメントの価値パフォーマンスを理解し、価値創造戦略を明らかにし、重要な事業上の意思決定がどのように行われているかに

ついて説明できなければなりません。残念ながら、大半の経営者は自社ポートフォリオのどの部分が価値を生み出し、どの部分がそうでないかを即座に把握できる情報を有しておらず、いかなる戦略的オプションが自社にとって最も高い価値を創造するかを評価できていません。

PwCのストラテジック・バリュー・コンサルティング・チームは、経営陣が企業や資本市場に関する選択を行うための価値に関する洞察を提供します。従来のバリュエーションアプローチとは異なり、PwCでは最新のモデル手法と洗練されたデータやバリュー分析を組み合わせ、経営陣が企業価値を高める戦略的判断を下すことができる洞察を導きます。

PwCネットワークのStrategy&の戦略コンサルタントや各分野・業界の専門家と密接に協働し、ポートフォリオのどこで価値が創造・破壊されているのか、重要な意思決定が価値に与える影響がいかなるものかについて、独立した視点での洞察を提供します。

## お客様に対する支援内容

1

過去どこで価値が創出されており、将来どこで価値を創造できるかを特定するための事業モデルの構築

4

ポートフォリオ構成を評価し、ポートフォリオのどこに競争優位性があるか査定

7

貴社のオペレーション、価値および資本市場のパフォーマンスを、国内ならびに海外同業他社と比較したベンチマーク化

2

貴社のM&Aならびに設備投資評価プロセスの改良

5

ある投資機会(または既存事業)固有のハードルレートを設定

8

社会的、環境的、財政的および経済的な視点から御社の影響全体を評価

3

事業ポートフォリオ内の売却候補の識別、売却プロセスの実行支援

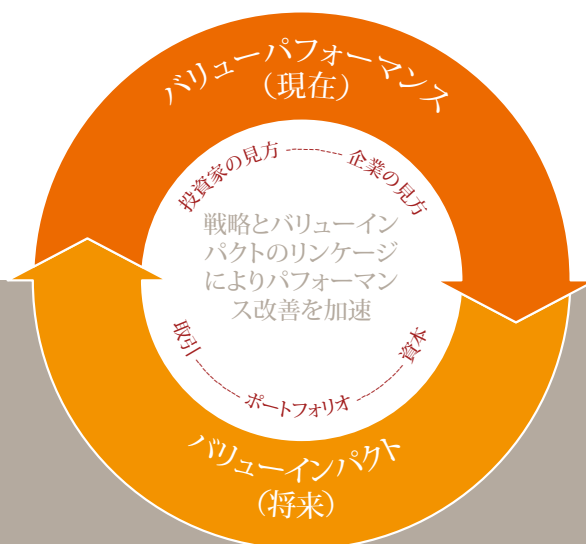
6

主要バリュー指標について、取締役会ならびに経営陣に報告するためのシステム、ツールおよびプロセスの開発

9

ステークホルダーとのコミュニケーション内容と方法の改善点の推奨

# お問い合わせ先



PwCのストラテジック・バリュー・コンサルティングについて詳しくは以下にお問い合わせください。



**Steve Sloman**

パートナー  
080 1185 4081  
steve.p.sloman@jp.pwc.com  
www.linkedin.com/pub/steve-sloman/88/998/14



**織田 耕二**

パートナー  
090 9007 0014  
koji.oda@jp.pwc.com

プロジェクトチーム：

**和田 浩隆**

マネージャー

**Richard Broadley**

シニアアソシエイト

**Johann Marion**

シニアアソシエイト

**田中 悠大**

シニアアソシエイト

詳しくは、当社ウェブサイトをご覧ください。

<http://www.pwc.com/jp/strategic-valuation-advice>



## 留意事項

この資料は、諸事項に関する一般的なガイダンスとしてのみ作成されたものであり、専門的なアドバイスではありません。具体的な専門的アドバイスなく、本資料に記載された資料に基づいて活動すべきではありません。本資料に記載された情報の正確性または網羅性に関して何ら保証または表明(明示的または暗示的)するものではなく、法律で認められる範囲において、PwC、そのメンバー、従業員ならびに代理人は、お客様またはその他何人が本資料に記載された情報に依拠することで行った行為または行わなかった行為の結果やそれに基づく判断に対して、いかなる義務、責任または注意義務を承認または引き受けるものではありません。



[www.pwc.com/jp](http://www.pwc.com/jp)

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社 (PwCあらた有限責任監査法人、京都監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む) の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

PwCは、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することをPurpose (存在意義) としています。私たちは、世界157カ国に及ぶグローバルネットワークに208,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細は[www.pwc.com](http://www.pwc.com)をご覧ください。

本報告書は、PwCメンバーファームが2016年7月に発行した「Shareholder activism in Japan」を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

電子版はこちらからダウンロードできます。 [www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/thoughtleadership.html](http://www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/thoughtleadership.html)

オリジナル (英語版) ははこちらからダウンロードできます。 [www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/thoughtleadership.html](http://www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/thoughtleadership.html)

日本語版発行月: 2016年7月      管理番号: I201607-2

©2016 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.