

アクティビスト 日本市場どう見る

投資先企業に企業価値の向上や株主還元強化を求めるアクティビスト（物言う株主）の活動が活発だ。昨年は要求を突きつけられた企業数が世界で758件と過去最多だった。パナソニック（6752）によるパナホーム（1924）

の完全子会社化に異議を唱えるオアシス・マネジメント（香港）のセス・フィッシャー氏と、ストラテジックキャピタルの丸木強氏が最近の活動や日本市場への見方を聞いた。（聞き手は中野貴司、松崎雄典、宮本岳則）

パナホーム完全子会社化 企業統治指針に違反

セス・フィッシャー

オアシス・マネジメント最高投資責任者

—パナソニックによるパナホーム完全子会社化に異議を唱えています。

「パナホームは700億円超の現金をパナソニックに吸い上げられ、現金が有効活用されておらず、株価低迷の要因となっていた。今回の株式交換はこの低評価をもとに若干のプレミアムをのせて比率を決めている。これは少数株主の持つ価値がパナソニックによって奪い取られたようなものだ。交換比率を決める際に比較する同業も適切でないなど問題が多い」

「コーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）は少数株主や外国人株主の実質的な平等性を確保するよう十分な配慮を求めている。今回の株式

交換は公正なプロセスではなく、企業統治指針に違反している」

—パナホームは独立した委員からなる特別委員会の答申を受けるなどプロセスは公正だと説明しています。

「特別委員会にはパナホームが今回の株式交換で助言を受けた法律事務所や過去に所属していた弁護士が入っていたり、企業財務に精通しているとは思えない社外役員が入っている。これは問題だ。独立性の判断では形式より実態を重んじるべきだが、今回のケースは逆だ。現在、特別委員会の委員に面会を求めており、特別委員会には公正さの中身を説明してほしい」

—株式交換の条件に関して、どの



Seth Fischer 米ヘッジファンドで7年間、アジア株を担当した後、2002年にオアシス設立。任天堂など投資先に経営や企業統治の改善を働きかけている。

ような見直しを求めていますか。

「仮に株式交換比率を変えないのなら、1株あたり670円の特別配当を求める（2016年3月期の配当は20円）。特別配当にもし応じないなら、株主総会で全取締役の選任議案に反対票を投じるつもりだ。司法に訴えることも検討したい」

—裁判でも勝ち目は薄いのでは。

「過去の判例が我々のような主張にあまり好意的でないのは分かっている。しかし株主総会で少数株主の半数

以上が反対票を投げれば裁判所も公平な取引ではないと理解するだろう。私たちのメッセージを今後も訴え、できるだけ多くの反対票を集めたい」

—昨年12月の株式交換の発表前にオアシスのパナホーム株保有比率は1%程度。発表後の短期間で保有比率を5%超に引き上げた理由は。

「自分から戦いを挑んだわけではないが、誰かが私の手元にあるものを盗もうとする時、私は戦う。彼らは私たち少数株主を殴り、財布を盗んだようなものだ。全ての少数株主が立ち上がることを期待している。期末の3月末まで、株を買いつけるつもりだ」

—企業統治の問題はパナホーム固有の課題だと思いますか。

「取締役が親会社や大株主によって事実上任命されている会社は同様の問題を抱えている。これらの取締役は優秀だから選ばれたわけではなく、親会社や大株主に忠誠心を持っている。企業統治の観点から問題が多い」

—28日にパナホームは改めて「手続きは妥当だった」と表明しました。

「少数株主の保護は不十分だ。パナホームと特別委は親会社のパナソニックだけでなく、より高い価格を提示する他の買収者も募るべきだった」

統治や還元の改善 長期で株価上昇要因

丸木 強

ストラテジックキャピタル代表取締役

もあります。

「当社の提案が受け入れられたり、提案を契機に企業が変わったケースでは株価は長期に上昇している。当社が売却した後の方がむしろ株価が上昇しているくらいだ。例えば宝印刷（7921）は2015年5月期から配当水準を大幅に引き上げ、株価は現在も右肩上がりだ。コーポレートガバナンス（企業統治）や株主還元が改善するプラスの影響は長期に続いていく」

—どんな企業を投資対象にしていますか。

「事業に関しては素人なので、事業をどうこうしろとは言わない。企業統治や還元の改善で株価が上がる可能性

のある割安な銘柄に投資する。経営陣が株主の声にあまり耳を傾けない企業に、なるべく多く会って説得を試みる。面と向かって相手の嫌がることを言うわけだから、ストレスは大きい。幸い2016年は8%のリターンと好調だった。国内の富裕層や海外投資家が資金の出し手だ。今年は新たに米国に投資家の資金を預かる予定だ」

—日特建設（1929）でも大株主に浮上しました。

「35%出資する筆頭株主は麻生グループだ。麻生太郎副総理は企業統治改革を訴えている。改革の流れを率先して、ガバナンスを改善するのはと期待している」



まるき・つよし 82年東大法卒、野村証券入社。99年「旧村上ファンド」として知られるM&Aコンサルティング取締役副社長、12年ストラテジックキャピタル設立。57歳。

—企業統治改革はアクティビズムの追い風になっていますか。

「昨年、株主提案をした総会の直後に社長から電話があり『賛成票の多さにびっくりした。取締役と協議したい』といわれた。我々の増配提案に賛成する大手保険会社があったのも驚きだった。議決権行使の個別開示が始まれば、強い護衛攻撃になる。M&Aコンサルティングの時代に比べ、一般株主に受け入れられやすい株主提案をするよう心がけている」

—図書印刷（7913）の中期経営計画に対し、投資内容の説明や株主還元の拡大を求めています。

「2年ほど前から投資し、発行済み株式の5%を保有している。昨年の総会では政策保有株の売却を提案し、否決された。だが、その後図書印刷は保有するリクルートホールディングス（6098）株の半分を売り、昨年末時点で323億円の現金や短期有価証券を保有している。リクルート株など投資有価証券もなお249億円ある」

「この資金を使って構造改革するのは正しい方向だが、2月27日に発表した3カ年の中計では300億円の投資を掲げた。時価総額400億円の図書印刷にとって大きすぎる。少量多品種の印刷に対応するとの説明だが、抽象的だ。投資がリターンに結びつくかは疑問で、収益予想を説明してほしい」

—還元強化も求めています。

「中計では自己資本利益率（ROE）の目標も1.7%と低い。純資産が厚すぎるため、大規模な還元が必要だ。このままでは3年後もP/B（株価純資産倍率）は1倍割れのままになりかねない。経営陣に再考を促したい」

—短期に手元資金をはき出すより、中長期の成長を模索すべきとの声

物言う株主 新手の「口撃」

M&Aに照準 買われる側から価格上げ迫る

多くの株式を取得し、経営陣に要求を突きつけるアクティビスト（物言う株主）が勢力を拡大している。似たようなヘッジファンドが数多く組成され、リターンが低下するなか、アクティビストは独自性を発揮しやすく、米国を中心に年金基金など大手機関投資家の支持を集めた。そんな物言うヘッジファンドが新たな収益機会を求めて動き出した。

1月中旬。約320億ドル（約3.6兆円）を運用する米ヘッジファンド・エリオットが突如、日立製作所（6501）を「口撃」するウェブサイトを立て上げた。サイトを訪れれば、エリオットが日立の中西宏明会長に送りつけた手紙や、裁判の過程で入手した日立の内部資料などが誰でも閲覧できる。両者が2015年から水面下で繰り広げてきた攻

防の過程を、エリオット側が一方向的に公開した格好だ。

エリオットが目をつけたのは、日立によるイタリア鉄道信号大手アンサルDSTSの買収だ。エリオットは日立の提示した株式買い付け価格が安すぎるとみて、市場でSTS株を買い増した。同社の大株主となったエリオットは日立に買い付け価格の引き上げを迫ったのだ。ファンドマネジャーのジョルジオ・フルラーニ氏は「中西会長にレターを送ったが返事がないので、対話を公開した。すべてのSTS株主のために行動する」と強調する。

エリオットのとった手法は、M&A（合併・買収）を材料とした一種のさや取りで、「バンブトラージ」と呼ばれる。「バンブ（上昇させる）」と「アービトラージ（裁定取引）」を組み合

2017年のアクティビストの主な動き ファンド

	動き	
米国	マントル・リッジ	鉄道大手CSXに役員送り込み狙う
	トライアン・パートナーズ	P&Gの大株主に浮上
欧州	TCI	仏サフランによるゾディアック買収に反対
	エリオット	日立イタリア子会社をめくり意思表明
日本	エフィツシモ	ユーシンの役員報酬巡り株主提案
	オアシス	パナホーム完全子会社化に不満表明

わせた造語で、最近をよく見かけるようになった。

ヘッジファンドは買われる側の大株主となり、買収側の企業に買い付け価格の引き上げを迫る。引き上げに成功すれば、その分がファンドのリターンになる成功事例もある。例えば、昨年夏に起きた南アフリカ系小売りシュタインホフによる英ディスカウントストアチェーン、パウンドランド買収。買い手側が買い付け価格を引き上げた。エリオットは同社の株主だった。

16年は生き残りをかけた大型再編な

どM&Aが多く見られた。民間調査会社アクティビストインサイトのジョシュ・ブラック編集長は「17年もM&Aは活発になりそう。アクティビストにとっては投資機会が多くなる。企業に再編を促したり、価格の安すぎる買収提案に反対したりするファンドは増えそうだ」と話す。今年に入り香港のオアシス・マネジメントがパナソニックによるパナホーム（1924）の完全子会社化に不満を表明。株主交換比率の再考などを求めており、これも一種のバンブトラージといえるだろう。

松崎雄典、宮本岳則が担当した。