

## 物言う株主はコロナ禍に負けない

編集委員 小平龍四郎

2020/5/4 2:00 | 日本経済新聞 電子版

「まあどう見てもバブルですね笑」。株式ストラテジストの大川智宏氏（智剣・Oskarグループ）が、底をうったかに見える株価について投資家メモに感想を記したのは、4月30日早朝。この日の日経平均株価は終値で約2カ月ぶりに2万円台を回復した。経済活動再開への期待感が手がかかりというが、伝わるニュースは企業の大幅減益や緊急事態宣言の延長など暗いものばかり。新型コロナウイルスの感染拡大と反比例するような株式相場の堅調は、世界の政府と中央銀行がこれでもかと投じる資金が作り出す「下がらないバブル」（大川氏）かもしれない。

しかし、株式市場のすべての動きが不合理なのかといえ、必ずしもそうではない。個別銘柄に目をやれば、大川氏も言うように「すごく素直で好感が持てる」動きがあるのは確かだ。

筆者が注目するのは「物言う株主」、いわゆるアクティビストの動向だ。

通信機器やゲームソフトを手がけるサン電子が4月8日に開いた臨時株主総会では、香港のアクティビスト・ファンド、オアシス・マネジメントが出していた4人の取締役の解任提案が可決。さらにオアシスが推薦する5人の取締役の選任も可決されるなど、アクティビスト側のほぼ完全な勝利となった。

サン電子は遊戯機器用制御基板などの本業は低迷しているものの、傘下のイスラエル子会社はデジタルフォレンジック（電子鑑識）技術で世界的に注目されているという。アクティビストにとっては「事業ポートフォリオの組みかえによって隠れた価値が顕在化する企業」と映る。総会時点でサン電子株を1割程度しか保有していなかったオアシスが勝利できたのは、こうした見方への一般株主の賛同が多かったからにほかならない。

実際、サン電子は4月17日にパチンコ・ホール事業の分社化を発表し、構造改革への市場の期待を高めた。「アクティビストと会社の関係が変わっていく大きなきっかけになりそう」（マネックス証券アクティビスト情報発信チーム）との声も聞かれ始めた。

アクティビズムは米国で生まれ育った投資手法だ。今でも、アクティビストから提案を受けた社数ベースで見ると、世界の半分は米国が占める。米国以外ではカナダ、英国という英語圏諸国で活発だが、実は日本も負けず劣らずのアクティビズム大国だ。2020年1～3月期には米国以外では3番目に提案を受けた企業が多かった。企業文化や市場構造が似ているとされるドイツを、はるかに上回っている。

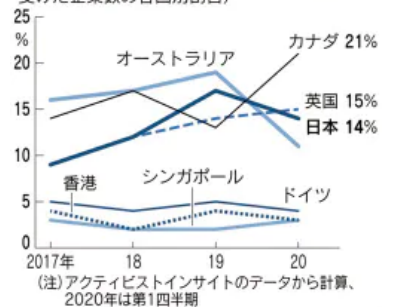
アベノミクス（安倍首相の経済政策）の最大の成功事例の1つは企業統治改革であると、よく言われる。アクティビズムの隆盛をKPI（成果指標）とするならば、その指摘はかなり正しい。そして、コロナ危機で大きく値下がりした日本企業の株価は、安く買った後に経営改善で企業価値を高める手法のアクティビストの動きを、さらに活発にすると見られる。

筆者の見解をオアシスのセス・フィッシャー最高投資責任者にぶつけてみたところ「日本企業の株価は歴史的に見てすごい水準にある（Japanese Equities are at historically great prices）」とのことだった。もちろん、自らに有利な方向に相場を誘導するポジション・トークの懸念もあるのだが、口ぶりからして、次の具体的な投資対象も選定済みのようだった。

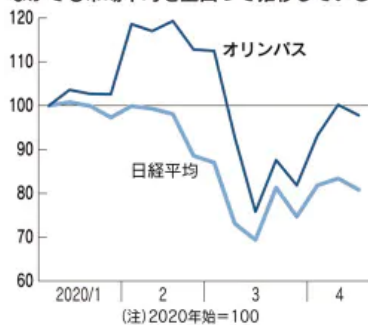
動向を注視したいアクティビストはほかにもいる。合成ゴムや半導体向け材料などの製造を手がけるJSR、そしてゲーム大手の任天堂と立て続けに保有が明らかになった米バリュースト・キャピタルだ。緻密な事業提案を出し、経営陣を説得して社外取締役を受け入れさせる手法を得意としている。日本でも経営者との対話を重視する投資ファンドのなかに「お手本はバリュースト」とする向きも多く、影響力は強い。

米国ではマイクロソフトの事業モデル転換を促したバリューストは、日本ではオリンパスの投資で知られる。昨年6月の株主総会で社外から取締役を送り込んだのをきっかけに株価は上昇。今年に入ってもコロナ・ショックに揺れる相場のなかで、オリンパス株の推移は日経平均株価よりも相対的に良好だ。

日本は米国外としてはアクティビズムが最も活発な国の1つ(米国外で株主提案を受けた企業数の各国別割合)



オリンパスの株価はコロナ・ショックのなかでも市場平均を上回って推移している



JPモルガン証券で企業買収部門を率いる土居浩一郎氏によれば、一般的にアクティビストから企業への働きかけは3つの類型に大別できるという。「類型1は自社株買いなど資本政策。類型2は社外取締役の受け入れなどガバナンス改善。そして、類型3は事業の大幅な見直し」。米国では網羅的要求が一般的で、日本でもサン電子やオリンパスの事例が示すとおり要求が多様になりつつある。

逆に言えば「手元資金が余っているなら増配や自社株買いをせよ」と求めるだけのアクティビズムは、市場の共感を得られなくなるかもしれない。まして今は、企業がコロナ危機を生き延びるための資金繰りに窮し、手元資金を厚めに持つことが事業の持続性の観点から求められる局面だ。負債を使った自社株買いによって資本を減らし、自己資本利益率

(ROE)を極限まで高める経営手法も強い批判にさらされている。

それでもなお、企業との粘り強い対話をベースに事業の競争力を高めていこうとするアクティビズムは生き残る。コロナ後の業績回復まで展望すれば、ビジネスの立て直し策を提案するアクティビストは、企業にとって必要な存在ですらある。コロナ危機による市場の乱高下や、いわゆる「資本主義見直し」の思潮のなかで、日本のアクティビズムは進化していく。

本サービスに関する知的財産権その他一切の権利は、日本経済新聞社またはその情報提供者に帰属します。また、本サービスに掲載の記事・写真等の無断複製・転載を禁じます。

Nikkei Inc. No reproduction without permission.