

資本コストを意識した経営への対応状況と アクティビスト動向

菊地正俊

ただいま御紹介いただきましたみずほ証券の菊地です。今日は発表の機会をいただきましたありがとうございます。

本日は、今年六月の株主総会の総括と東証の要請への対応状況、アクティビストの全般的な状況、最後に各地域のアクティビストの戦略や特徴などについてお話しします。

日本におけるアクティビストの活動状況は、ヒストリカルに見ると確かに増えています。ただ、日本の株式市場における影響力はまだ限定的であるというのが私の印象です。

アクティビストには不幸な歴史があります。アベノミクスの開始とともにガバナンス改革が始まり、現在のアクティビスト活動は第三次ブームです。二〇〇〇年代半ばの第二次ブームのとき、アメリカの有名アクティビストのステイール・パートナーズがブルドックソースにTOBを仕掛け、それを手掛けた岩倉弁護士（現・TMI総合法律事務所）が作られた買収防衛策が発動されました。

そのとき、今は有名になったホリエモン（堀江貴文氏）もアクティビストをされていて、テレビ

局を買収しようとして金融商品取引法違反で逮捕されました。村上（世彰）氏も有罪になったものの、刑務所に収監されることはありませんでした。そのときにつけられてしまったアクティビストの悪いイメージがいまだに尾を引いているように思います。

ただ、以前に比べればアクティビストの提案はより洗練されてきました。後に述べますように、コンサルタントが書いたと思えるような立派な提案書を書くようになり、イメージは大分改善されてきた印象です。アメリカでは、アクティビストは投資銀行や有名コンサルティングファーム並みにレスペクトされています。それに比べると、日本における評価、評判は依然として低い状況です。

今後、大量保有報告制度が変わり、共同保有の定義が緩和される見込みです。今でも最大手のア

クティビストのエリオットには、日本の運用会社と協調行動をしたいという希望があります。有名な牛島弁護士（牛島総合法律事務所）も以前から、日本の資本市場がよくなるためには、アクティビストと日本の機関投資家の、牛島弁護士は「同棲」という言葉をあえて使っていますが、協力関係が必要だと言っています。一方で、弁護士でもある成城大学の山田教授は、日本の株式市場でもアクティビストのウルフパックが行われているという批判をされています。このように賛否両論がありますが、私は、日本においても大量保有報告制度の見直し以降、アクティビストと日本の機関投資家の協調行動が増えれば、日本の市場がよくなるだろうと思っています。

一、二〇二四年株主総会の総括と 東証の要請への対応状況

今年六月の株主総会での提案に関して、提案数は増えているものの、成立したのはストラテジックキャピタルのダイドリーミテッドに対する一部の提案だけでした。本当に成立すると思っ提案するアクティビストは少数で、成立しないと思っ提案することも多いのです。ただ、毎年同じような提案を辛抱強く続けると、いずれ会社が折れるという期待もあります。また、アクティビストの提案を一旦否決しても、一年後、二年後に、アクティビストが言っていたような戦略を実施することがあります。これは日本とアメリカ共通で見られます。その有名な事例がセブン&アイ・ホールディングスです。二〇二三年にバリエューアク

ト・キャピタルから不採算のスーパーマーケット事業の縮小の提案を受けて拒否したのですが、それを今、セブン&アイ・ホールディングスは実施しています。

これは私の持論ですが、あるアクティビストの提案が否決されても、会社の体質が変わらなければ、経営に問題がある企業は数年後、ひいては一〇年後に似たような提案をされる、一度投資対象になった企業は、二度、三度とアクティビストにターゲットされる可能性があるという経験則があります。例えばサッポロホールディングスは、第二次アクティビストブームのときにステイール・パートナーズからTOBを受けました。競合他社に比べてビール事業が不採算で、不動産事業への依存度が高い状況が続いています。そういった経営体制、収益性の低さが問題視されて、今も3Dインベストメント・パートナーズから提案を受け

ています。

六月の株主総会で、アクティビストの提案に対して賛成率が高かったのは、日本グローバル・グロース・パートナーズの東洋水産に対する「資本コストや株価を意識した経営の開示」に向けた定款変更の提案で、四八%の賛成を集めました。ただ、定款変更には三分の二の合意が必要ですから、否決されました。日本グローバル・グロース・パートナーズはもともとプライベートエクイティ・ファンドですから論旨明快な提案をするのですが、正式に株主提案をしたのは今回が初めてです。私は直接会っていませんが、このファンドは東洋水産の株を持っている運用会社をいろいろ訪問して集票活動をしたようです。今度行われる自民党の総裁選と一緒に、最近のアクティビストは選挙活動をします。そういった機関投資家対策も奏功して、高い賛成率を集めたということだ

す。

コーポレートガバナンス・コードにも、なぜ会社提案の反対比率が高かったのか、なぜ株主提案の賛成率が高かったのかを企業はしっかりレビューするよという文言があります。来年も日本グローバル・グロース・パートナーズが東洋水産に提案するかどうか分かりませんが、少し危機感を覚えられたのではないかと推測します。

今、セブン&アイ・ホールディングスがカナダのクシュタールから買収の提案を受けているのも、クシュタールがアメリカのコンビニ事業を買い取たいからでしょう。東洋水産もアメリカで製麺事業が大成功しているので、セブン&アイ・ホールディングスのように、アクティビストでなくとも、ほかの事業会社に目をつけられる可能性があるでしょう。

最近、プロキシファイトが増えています。以

図表1 ダイドーリミテッドの株主総会の取締役選任議案の決議結果

会社側の提案				
氏名	旧役職	新役職	賛否	賛成率 (%)
山田 政弘	経営コンサルタント	会長兼 CEO	可決	51.25
成瀬 功一郎	他社代表取締役	社長兼 COO	可決	51.34
白子田 圭一	取締役執行役員	取締役執行役員	可決	51.73
今井 和俊	中国・アジア事業推進室長	取締役執行役員	可決	51.66
久保木 大世	他社代表社員	社外取締役	可決	50.68
藤原 英理	他社社外取締役		否決	50.59
ストラテジックキャピタルの提案				
氏名	旧役職	新役職	賛否	賛成率 (%)
中山 俊彦	経営コンサルタント	取締役執行役員	可決	50.70
大澤 道雄	協議会会長	社外取締役	可決	51.15
村田 正樹	他社代表取締役	社外取締役	可決	51.73
篠崎 真吾	公認会計士		否決	49.96
島村 隆志	他社執行役員		否決	48.96
池照 佳代	他社代表取締役		否決	49.90

(注) 株主総会は6月27日開催、賛成率は7月1日発表。敬称略。取締役数の定員は8名

〔出所〕 会社発表よりみずほ証券エクイティ調査部作成

前は、アクティビストの取締役候補になりたくないという元経営者、専門家が多かったのですが、最近では、アクティビスト側の候補者になる有識者、元経営者も増えてきている印象があります。プロキシファイトを受けると、機関投資家は、この方は取締役としてどれぐらい適任なのか、どういうバックグラウンドを持っているのか、是非々で判断する必要があります。そのため、アクティビスト側が説明会を開いて取締役候補に話してもらい、こんなに立派な方ですと機関投資家に示すこともあります。

私がダイドーリミテッドの結果を見て不思議に思ったのは、会社が提案した取締役候補の藤原氏は、賛成率が五〇・五九%なのに否決されたことです(図表1)。これは、取締役の定員は八人で、賛成率が高い順に選ばれるため、藤原氏是否決されたということが後に分かりました。ダイ

ドーリミテッドは業績の低迷が続く中、今まで株主から経営者の責任が問われることはありませんでした。ですので、ストラテジックキャピタルの提案には一定の合理性があったと考えられます。

結果として、ストラテジックキャピタルが提案した取締役候補のうち、三名が可決されました。

その後、ダイドーリミテッドは一株当たり配当を二〇倍に増配したことで株価が急騰します。その際、ストラテジックキャピタルと後から提灯をつけたとみられる村上ファンドが保有株を売却したことで、アクティビストの評判を落とすことになったとみられます。ストラテジックキャピタルの代表取締役である丸木氏は、自社のアセットオーナーへのリターンを考慮すれば、株価急騰場面で利食うのは合理的な行動だと言われました。それはアセットマネジャーとしては確かに合理的な判断だったと思いますが、先ほど申し上げたよ

うに、日本ではアクティビストの評判がいまだによくありません。村上氏は後から提灯をつけたとみられる数カ月しか保有していませんので、短期投資家と受け止められることも考えられます。

一方、丸木氏はダイドーリミテッドを二年ほど保有していたものの、今回は取締役を送り込むことになったのですから、すぐに売却せずもう少し我慢したほうが、アクティビストの今後の評判のためにはよかったですとの見方もあります。しかも、取締役として送り込んだ中山氏がすぐ辞めてしまったので、しっかりとコミュニケーションがとれていたかを疑問視する声もありました。

六月の株主総会が終わると、多くの運用会社は八月中に議決権行使の個別結果を発表します。金融庁の指導によってエクセルで発表する会社が増えたのでソートしやすくなりましたが、PDFで発表する会社もあります。PDFですとスクリー

ニングができないので、私は一橋大学大学院の円谷教授の集計データを使っています。円谷教授は、全提案の個別結果をエクセルにまとめてホームページで公開しています。これによれば、ストラテジックキャピタルの提案は五％で成立したのですが、賛成した大手の運用会社は極めて少なかったことが分かりました。

その他に注目された提案に関する運用会社別の賛否についてご紹介します。マネックス系のカタリスト投資顧問は今回初めて株主提案をしました。私が一番注目したのは、大日本印刷に対して一橋ビジネススクールの楠木特任教授を社外取締役として提案したことです。楠木特任教授は有名な経営学者で、『ストーリーとしての競争戦略』というベストセラーもあり、機関投資家の間でも評判が高いので、もしかしたら成立するのではないかと思っただけですが、賛成率は株主全体で二

七・七％にとどまりました。反対した運用会社が予想以上に多かったのです。

リム・アドバイザーズは、後で述べますが、日経新聞に「香港のリム・アドバイザーズ」とよく書かれます。これはアメリカ在住の元日経新聞記者である松浦氏が所属しているファンドです。今回、八十二銀行に対して行った株主提案のうち、私は「国内基準行への転換」が興味深く思いました。例えば、石川県の北國フィナンシャルホールディングスは国内基準行になりました。地銀がグローバル展開すれば資本の制約が厳しくなり、から、海外展開するよりは、国内行になって、余った自己資金を株主に還元したほうがよいという発想だったとみられます。これは定款変更の提案です。まさしく今、自民党の総裁選でも憲法改正が論点になっていますが、定款は会社の憲法であるから、むやみに変えるべきではないという考

えの運用会社は多く、基本的に賛成率は低くなります。実際に「国内基準行への転換」の提案について、運用会社一八社のうち賛成したのはウエリントン・マネージメント一社でした。私としては、予想よりも低い結果でした。また、八十二銀行は、持ち合い株が多いこともありROEが低くなっています。昨年、社長選任議案の賛成率が約六〇%と低かったのですが、取締役の任期は二年であるため、今年は選任議案が上程されませんでした。株主提案で賛成率がいつも高いのは、「取締役報酬の個別開示」などの情報開示関連の提案です。

先ほど申し上げた日本グローバル・グロース・パートナーズの東洋水産への提案への賛成率は思いのほか高く、「資本コストや株価を意識した経営の開示」は、投票結果を開示した運用会社の中で、賛成七社、反対八社でした。

日本では株主提案はほとんど否決されますが、オアシス・マネジメントはトラックレコードがよく、成立した案件が幾つかありました。今回は北越コーポレーションの岸本代表取締役社長の解任や社外取締役選任の提案をしましたが、全て否決されました(図表2)。株式保有率は、オアシス・マネジメントが一八%、創業家一族の大王海運が八・六%、共同保有者の美須賀海運が一〇%と、三社を合わせて三六・六%でした。しかし、第五号議案(岸本代表取締役社長の解任)、第六号議案(社外取締役四名の解任)を見ると、投資家全体の賛成率は三八%で、三社との差は約一四%ですから、ほかの投資家はほとんど賛成しなかったということになります。普通、賛成する外国人投資家が一定数いるので、これだけ差が小さいのは珍しいと言えます。

北越コーポレーションのホームページには、オ

図表 2 北越コーポレーションのオアシスの株主提案の賛成率

議案番号	提案内容	賛否	投資家全体の賛成率 (%)	運用会社の反対数	運用会社の賛成数
第5号議案	岸本哲夫代表取締役の解任	否決	38.17	20	2
第6号議案	社外取締役4名解任	否決			
	岩田 満泰	否決	38.15	21	1
	中瀬 一夫	否決	38.15	21	1
	倉本 博光	否決	38.04	22	0
	二瓶 ひろ子	否決	38.02	22	0
第7号議案	社外取締役5名選任	否決			
	Wendy Shiba	否決	42.69	18	4
	Kenneth Nyssen	否決	41.98	18	4
	中島 勇一郎	否決	41.96	19	3
	Michael Baisley	否決	41.87	20	2
	渡辺 治	否決	38.03	22	0
第10号議案	取締役5名選任	否決			
	田中 一行	否決	41.82	17	4
	松岡 真宏	否決	41.82	17	4
	上田 昌孝	否決	41.28	19	2
	陶浪 隆生	否決	41.28	19	2
	菅野 みずき	否決	41.30	19	2

(注) 敬称略。株主総会は6月27日開催、決議結果は7月4日発表。運用会社の反対数・賛成数は2024年5-6月の株主総会を対象とした円谷昭一教授の集計データに基づく

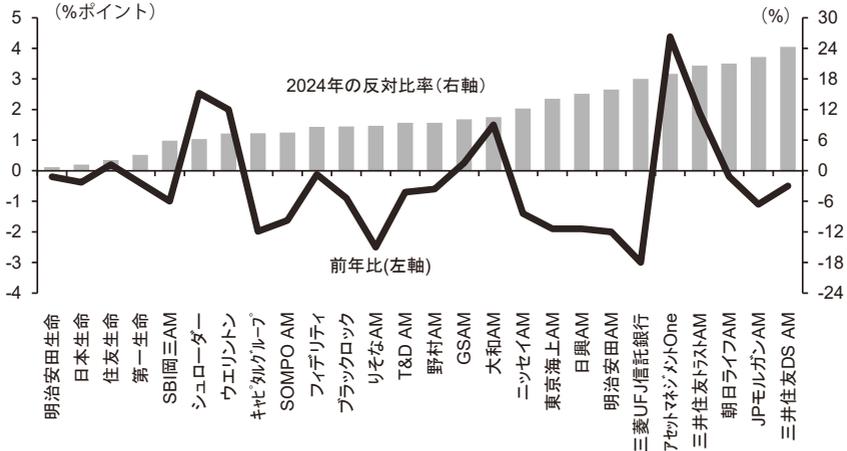
〔出所〕 会社発表、一橋大学大学院経営管理研究科 円谷昭一教授データよりみずき証券エクイティ調査部作成

アシス・マネジメントは大量保有報告書をきちんと提出していなかったのではないか、それをオアシス・マネジメントに聞いたが返事がなかったと掲載されています。金融庁の大量保有報告制度の見直しでも、期限までに大量保有報告書をきちんと提出しないアクティビストがいるのは金融庁のペナルティが緩過ぎるのではないかと、今も問題になっています。その後の日経新聞の報道によると、オアシス・マネジメントは「それは証券会社の事務ミスだ」と主張しているようです。

私は、運用会社の議決権行使結果を集計して、その特徴や変化を分析しています（図表3）。会社提案に対する反対比率がいつも高いのは三井住友D Sアセットマネジメントです。

反対比率が高い理由は、まずROEに関する基準が高いことがあります。具体的には、東証プライム企業のROEの中央値を三年連続下回ると反

図表3 2024年の株主総会での会社提案議案への運用会社別の反対比率



(注) 対象の株主総会の開催期間は運用会社によって異なる

〔出所〕 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成

対するという基準があります。多くの運用会社は、いまだに5%のROEで反対していますが、今、ROEの中央値は8%を超えていますので、8%以下だと反対するということです。また、同社は、会社で何か悪いことがあると、場合によっては三年以上在任の取締役に反対するので、反対する取締役の数が多く、その結果、会社提案に対する反対比率が常々高くなっています。

逆に、大手生保は会社側につくケースが多いです。その理由としては、保険契約は長期の三十年契約であり企業経営も三十年単位で見ている。短期的な業績が悪いからといって、むやみに反対しないというものです。

一方、株主提案に対する賛成率を見ると、J・P・モルガン・アセット・マネジメント、シュローダー・インベストメント・マネジメント、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント

ト、フィデリティなど、外資系運用会社がいつも高くなっています。逆に、保険会社系は株主提案にほとんど賛成していません。

ここには掲載していませんが、事業会社もIRやSRは株をたくさん持っているところに行かないと効果が限られます。運用資産が一〇〇億円しかなければ、彼らの議決権行使の影響力が小さいからです。日本の保険会社で株を一番保有しているのは日本生命で、一般勘定だけで日本株を約一二兆円持っています。二番目に多いのが明治安田生命で約六兆円です。ですからアクティビストも賛成を集めようと思えば生保を説得する必要性があります。生保は基本的に株主提案にほとんど賛成しません。

前年比で見ると、日興アセットマネジメントの株主提案に対する賛成率が上がっています。これは、東証の資本コストと株価を意識した経営を受

けて、株主提案に対する賛成を増やすようにしたとみられます。逆に、SBI岡三アセットマネジメントは、三年前には外資を抜いて、株主提案に対する賛成率が一番高かったのですがこの二年間で大きく下がっています。

東証は二〇二三年三月末に「資本コストや株価を意識した経営の実現」要請を発表し、毎月一五日に前月末の対応状況をカウントしています。八月末時点でプライム企業は七九%が開示していますが、スタンダード企業は三割にとどまっています。東証は一生懸命集計していて、企業の意識を変えようと努力しています。ただ、残念ながら、この問題に対する株式市場の関心は低下してきたように思います。今、東証は、形式的な対応は終わり、次は実質的な対応を求めると言っています。東証の資料にも書いてありますが、東証の要請に答えていない会社、表面的に答えている会

社、本気で取り組んでいる会社の三つに分けていて、一番多いのは表面的に応えている会社だと言います。

私が以前出した本やレポートの中でも指摘していますが、例えば中計を見ても、ROEだけではなくROICの目標が増えている、配当性向を三〇%から上げる、DOEの目標水準を設定する、累進配当を導入するといったことのほか、自社株買いも明らかに増えている、よい変化は見えています。ただ、東証も、自社株買いで短期のROEの引き上げを求めているのではない、中長期的な成長戦略でPERが上がるような対策が望ましいと言っています。

プライム企業では約八割の会社がこれを実施していますので、ニュースフローとしてはナッシュング・ニューです。ですから投資家も、実現可能性がどれほどあるのか、発表してから約一年半でど

の程度実施しているのか、それが業績に反映されているのか、そういうことを確認する段階に来ているでしょう。

東証プライム企業（金融機関、日本郵政を除く）は今まで約五〇%だった総還元性向が平均で約六割まで上がってきており、配当性向も三割から四割、五割と上げる会社が増えています。また、自社株買いが過去最大のペースで増えています。昨日もトヨタが一兆円から一・二兆円に増えました。中間決算でも、もう一段の増加が期待される状況にあります。

しかし、それらは外国人投資家にあまり評価されていません。私が驚いたのは、今年九月第二週の主体別売買統計です。データによれば、外国人の現物の売りが一・五兆円でした。当社のデータは一九八二年からしかありませんが、一週間で一・五兆円の売りは過去最大の売り越しです。九

月の第一週には、みずほ証券とBofA証券が外国人向けのセミナーとパーティーを開催しました。普通なら、その翌週にはサンキュー・オーダーが出てもおかしくないと思っていたら、巨額の売りが出たのです。ニューヨークダウとS&P500とドイツのDAXは昨日も史上高値でしたが、日経平均は、高値の四万二〇〇〇円から約四〇〇〇円も下にあります。外国人が日本株を売ったのは、コーポレートガバナンスに対する失望というわけではないと考えています。八月以降、日本株が急落してボラティリティが高まったものの、見返り（リターン）が少ない状況です。リスク・リターンのプロファイルが悪い、円高の脆弱性に対する懸念、日銀の政策に対する不信といったマクロ要因が外国人売りの背景だったと思いますが、九月第二週の売りは大きくて驚きました。

また、日本企業の自社株買いの規模は今、一〇

兆円で過去最高ですが、アメリカの投資家からは「それは一社の金額か」と聞かれます。アップルは一社で約一三兆円の自社株買いをやります。アメリカ企業は時価総額も自社株買いも巨大なので、アメリカの投資家に一〇兆円と言ってもなかなか響きません。

プライム企業のROEは上がっていますが、上がり方が遅いと見られています。プライム企業は、期初の業績予想が上方修正されても、ROEは下方修正されることが多くあります。その理由は、株主資本がコントロールできていないからです。さらに、持ち合い株は時価評価で、アベノミクス以降、基本的に株は上がっているため、二〇二四年三学期がそうでしたが、持ち合い株を思い切り売らないと持ち合い株の時価が増えてしまつて、株主資本が増えROEが下がることになりま

す。アナリストもPLの予想はしっかり行います

が、持ち合い株も入れたBSの予想をしている人はほとんど聞いたことがありません。

これまで基本的に円安基調でしたから、為替換算の利益は分母に反映されやすく、ROEの期初予想は下方修正されています。今のボトムアップのROE予想でも来年度は一〇%になりますが、私は先週出したレポートで、ROEが一〇%になるのは二〇二八年度だろうと指摘しました。先ほど東証企業の総還元性向は六〇%だと申し上げましたが、それを一〇%にしないと、来年度のROEは一〇%に届かないと思います。有名な話として、アメリカの企業はほとんど還元していて、S&P500の総還元性向は一〇%近い状況です。経営者は、自己資本は積み上げないと考えています。ですから、欧米の投資家からは、日本企業は成長性が低いのになぜそんなに自己資本を積み上げるのか、総還元性向はなぜ低いのかという

批判が多いのです。

以上、東証の要請に対する対応について述べさせていただきます。日本企業のガバナンス改革は良い方向に來ているのですが、対応は少し遅く、不十分だと思われています。

二、アクティビスト総論

続いて、アクティビストに関してご説明します。まず、一九八〇年代後半のバブルのところに第一次ブームがあつて、ブーン・ピケンズ氏という有名なアクティビストがいました。しかし、その後の第二次ブームのときのアクティビストのビヘービアがあまりに悪過ぎて評判を落として、いまだにそれを引きずっています。

アクティビストの本拠地はアメリカで、世界のアクティビスト活動の約半分はアメリカで行われ

ています。アメリカには、スターボード・バリューやジャナ・パートナーズなどの有名なアクティビストがたくさんいます。ほとんどのアクティビストはヘッジファンドですから、公表情報は少ないのです。エリオットのように、ホームページに自社の運用資産を開示しているアクティビストがたまにいますが、運用資産やリターン額はほとんど分かりません。日本にきていない有名なアメリカのアクティビストも多数います。また、アジアにおけるアクティビスト活動は増えていますが、まだアメリカの何分の一という状況です。

事業会社にアクティビストへの見方についてアンケートを取ったことがあります。一番多かった回答は、良いアクティビストと悪いアクティビストがあるので選別して対話したい、次いで、中長期的な成長戦略よりも、依然として短期志向の

アクティビストが多い、三番目は、アクティビストにはできるだけ関わりたくない、四番目は、建設的な提案が増えてきている印象がある、といった結果でした。

他方、QUICK社の月次調査によれば、アクティビスト活動は企業価値を高めると思っている市場関係者が約六割にのほりました。アクティビストの提案がかなり建設的になってきたのは、提案書からも見て取れます。これはコンサルタントが書いたのではないかというぐらい、立派な情報を使って優れたプレゼン資料を作っています。例えば、オアシス・マネジメントの最近の株主提案はかなり立派な内容になってきています。また、ホワイトペーパーにメールの連絡先を載せて、「何か情報があれば送ってください」と書いてあるアクティビストもあります。アクティビストから提案を受ける会社は何らかの問題や社内対立を

抱えているケースが多いですから、今の経営陣をよく思っていない社員から、経営者に不利な情報がメールで届くことがあるようです。

先ほど、運用会社でもアクティビストの提案に賛成している会社は少ないという話をしましたが、アクティビストが嫌がる理由は、日本では持ち合い株が多いことです。アメリカの有名なアクティビストのサード・ポイントは、ソニーやファナックに提案したことがありますが、最近では日本に来ていないとみられます。最近では運用会社が持ち合いの基準を厳しくして取締役選任に反対するようになったので、持ち合い解消が徐々に進んでいます。

商事法務では年に一回、安定株主比率のアンケートを実施しています。その結果によれば、四割から六割の安定株主がいると回答した会社は、アベノミクスが始まった二〇一二年には六八%で

したが、二〇一三年には五五%と、一〇ポイント以上低下しました。しかし、安定株主が五割いれば株主提案はほとんど成立しません。これは全上場企業のデータです。大企業は外国人持株比率が高いので、安定株主比率は低くなっています。

また、東証の株主分布状況調査からは、事業法人、生保・損保、都銀・地銀の保有比率は過去最低水準まで低下していることが分かります。安定株主は先ほど見たような状況で、そこには個人株主も入っていますから、事業会社は個人株主と与党株主だと見ているということです。

エンゲージメント・ファンドとアクティビスト活動は紙一重の違いしかないというのが私の持論です。日本ではアクティビストと呼ばれることにネガティブで、自分からアクティビストと称しているのは、ストラテジックキャピタルとカタリスト投資顧問ぐらいではないでしょうか。同じよう

な提案行為をしていても、我々はエンゲージメント・ファンダだとやっている人もいます。

アクティビスト・ファンダはほとんどがヘッジファンドの形態をとっていますが、カタリスト投資顧問は公募投信です。公募投信でもエンゲージメント・ファンダが増えています。公募投信は、いつでも売り買いでき資金流出を心配する必要があることも関係して、中長期的な観点からエンゲージメントをしながら資金管理をするのが難しい側面があります。ほとんどのアクティビストは三年ロックアップなど、解約するときの条件をとっても厳しく設定しています。私は、幾つかの公募投信の運用者をよく知っていますが、いろいろな制約条件のもとでエンゲージメントを巧くやっているなど感じます。

MBOやTOBも東証の要請やアクティビスト活動の結果、増えています。直近では、3Dイン

ベストメント・パートナーズが手がけた富士ソフトがMBOを発表して、今、KKRとベインキャピタルの取り合いになっています。去年の中間決算では、大正製薬やベネッセがMBOを発表しました。株価の関数であるMBOは、株が下がったほうが実施しやすくなります。アクティビストは基本的にバリュー投資家ですので、株がどんどん上がると投資を控えます。ですから、株が下がるとロングオナーの普通の投資家は困りますが、MBOが増えたり、アクティビストが新規参入しやすい環境ができるということです。

三、アクティビストの個別紹介

最後に、個別のアクティビストについて簡単に述べさせていただきます。

まず、村上ファンドの村上氏です。私は、村上

氏は天才的な投資家だと思います。目のつけどころが人とは全然違って、最初の定量的なスクリーニングでは誰でも同じ結果が出ますが、そこから、社長のリーダーシップが弱い、社内に問題を抱えている、株を集めやすいなど、定性判断で銘柄を選ぶノウハウが上手です。また、元経産官僚の村上氏はプレゼンがとても説得的なので、会社側もつい要求を聞いてしまうでしょう。村上氏は二〇二三年七月の「週刊ダイヤモンド」のインタビューに答えています。それによれば、インフレが始まって日本株は大復活する、今後は円安になりかねないと話しています。実際に、その後日経平均株価は四万円をつけ、円安にもなりまして。上手な投資家は動物的な勘が働いているのだと感じます。

西村あさひ法律事務所の太田弁護士との『敵対的買収とアクティビスト』はベストセラーになりました。

した。太田弁護士は企業部門からの評価が一位の弁護士ですから、防衛側には、太田弁護士がつくことが多くなっています。村上氏がコスモエネルギー株の取得を進めていたとき、村上氏は悪事だとは思っていなかったでしょうし、法律はきちんと守っていますが、今まで村上氏が投資先企業にどのようなことをしてきたかを、太田弁護士は株主総会招集通知の資料にまとめています。

また、私は、ストラテジックキャピタルの丸木氏の近著『モノ言う株主』の株式市場原論の内容が立派だと思いました。不動産を持っている事業会社が3Dインベストメント・パートナーズのターゲットになっていますが、丸木氏は、上場企業は不動産賃貸業を行ってはいけないと論じているほか、あり得ない話ですが、PBR一倍割れの社長の年俸は五〇〇万円でよいとも指摘しています。丸木氏は、三年、四年連続で同じ提案をし

ます。そうすると、株主提案が成立しなくても、会社が音を上げて、表面的に要求は拒否しますが、実質的に受け入れたとみられることが結構あります。浅沼組や有沢製作所がその事例と言えるでしょう。

カタリスト投資顧問のマネックス・アクティビスト・ファンドは、個人投資家からお金を集めているので、YouTubeなどで個人投資家向けの説明会を時々開催しています。マネックスの松本会長は、自らエンゲージメントされていると言っています。

ユニテッド・マネージャーズ・ジャパンは、ファンドのプラットフォームですから、株主提案を一切行いません。同社の小柴社長は、様々な慈善活動をしています。プラットフォーム傘下のファンド、例えばヴァレックスが株主提案をする、表面的には同社が株主提案しているように開

示されてしまうという関係性があります。

アクティビストはヘッジファンド形態だと繰り返し申し上げていますが、大手のヘッジファンドに比べると、アクティビストの運用資産は小さいです。

ところで、以前、日経新聞に「個人もアクティビストをやる時代が来るのか」との記事がありました。株主提案をするためには1%以上の議決権を半年保有すれば良いのですが、それにはお金も手間もかかります。一部の金融機関では個人からの株主提案がありました。今の経営陣に不満を持っているOBが提案することが多く、賛成は限られます。

アジアのアクティビストをご紹介します。オアシス・マネジメントはセス・フィッシャー氏が創業者兼CIOです。日本では株主提案はほとんど

成立していませんが、オアシス・マネジメントは結構成功させています。有名なのはサン電子、フジテックです。東京ドーム株は三井不動産、ツルハ株はイオンに売却したので、投資の成功確率が高いと言えます。

アクティビストは、それぞれ得意技が違います。オアシス・マネジメントはM&Aアービトラージを行うことが多く、アルプスアルパインの経営統合の際にも、統合比率を問題視して、今、最高裁で係争中です。

エフィッシモキャピタルは大手のアクティビストで、運用額は約一兆円です。超長期で保有していて、含み益は川崎汽船と第一生命、それに売却した資金で西松屋チェーンという中小型株にしか投資していないので、次の大型案件を探していると 생각합니다。

3Dインベストメント・パートナーズは元ゴールドマン・サックスの長谷川氏によって設立されたファンドで、パフォーマンスが良いようです。富士ソフト、サッポロなど、土地持ちの会社に着目しています。最近では東邦とワコールの保有比率を上げているのも同じ着眼点のようです。

ひびきパースはシンガポールの小型ファンドで、これも元ゴールドマン・サックスの清水氏が手がけています。同ファンドの特徴は、中小型株に投資して、投資先企業の良さをホームページでアピールすることです。すなわち、ほかの投資家に注目させるなど、中小型バリュートラップのバリエーションの低さ（いわゆるバリュートラップ状態）を打破するために、変化点や改善点をいろいろと発信しています。

次はヨーロッパです。イギリスのニッポン・アクティブ・バリュートラップは上場しているの

で、様々な情報が開示されています。同社はダルトン・インベストメントズの創業者であるジェームズ・ローゼンワルド氏が創業したファンドで、二〇二〇年にローンチしました。パフォーマンスも良く、MBOの提案を得意にしています。ローゼンワルド氏は大変アグレッシブな方です。

対して、同じイギリスのA.V.I. (Asset Value Investors) はジェントルマンのファンドです。ほとんどは水面下でエンゲージメントをするのですが、どうしても意見対立が解消しない会社に提案するということです。

同じくイギリスのシルチェスター・インターナショナル・インベスターズは、私は一回も訪れたことが無く実情は知りません。ただ、集中投資するアクティビストが多い中で、ここは分散投資していて、上がったら売るといったトレーダー的な側面があると思います。

続いて米国です。エリオットは世界最大のアクティビストです。エリオット自体は様々な投資戦略を持つ、アグレッシブなファンドですが、そのやり方ではうまくいかないということで、日本の運用会社とも共同歩調をとりながら、日本株に投資したいのだと思われます。

ダルトン・インベストメントズはジェームズ・ローゼンワルド氏が創業したファンドです。同社は東証の提案を受けてからスタンスを変えて、「東証の要請を受けて株主提案をしました」という発表が最近は多くなっているので、東証の要請が明らかに同社の株主提案を増やしたと思われるです。

ファラロン・キャピタルは、エリオットに次ぐ大きなファンドです。ここはロープファイルなので、あまり表に出ません。

タイヨウ・ファンドは、フレンドリーアクティ

ビストだと自称しています。アメリカのアクティビストは大型バリュウに投資するファンドが多いのですが、タイヨウ・ファンズは中小型グロースにも投資するので、最近はパフォーマンスが低下していると思われます。

最後にサード・ポイントです。最初に申し上げたように、昔はファンタックやソニーに提案していましたが、最近は音沙汰がありません。正式な公表ではありませんが、ネットに四半期ごとの投資家向けの報告書が掲載されているので、それを見ると投資先がわかります。

以上で私の話を終わらせていただきたいと思います。御清聴ありがとうございます。(拍手)

○森本理事長 菊地様、アクティビストに関する大変リアルなお話を伺わせていただいて、ありがとうございます。

それでは、皆様から御質問、御意見をいただきましたと思います。

○質問者 今日、具体的に情報に富んだお話を聞かせていただいてどうもありがとうございます。

外国や日本のアクティビストの背景には投資家がいると思いますが、どういう投資家が日本のアクティビストを支えているのでしょうか。また、日本人のアクティビストと外国人のアクティビストに本質的な違いがあるのでしょうか。

○菊地 まず第一に、アクティビストのスポンサーはほとんど海外のアセットオーナーです。エングダウメント(大学基金)はハーバード大学やイエール大学が有名ですが、とてもとがった運用をします。それ以外にも、アメリカの年金や、ファンド・オブ・ファンズがスポンサーになっています。

また、日本人と外国人は違うか。それは全く御指摘のとおりです。日本の経営者は、日本人、特に若い人に経営の問題点を指摘されると抵抗感を持つことがあります。外国人に英語で同じことを言われると納得するくらいがあるので、アクティビストとしては外国人のほうが有利かなという気がします。

○森本理事長 アクティビストの活動と証券会社はどういう関係があるのでしょうか。買い集めるときにはもちろん証券会社に注文を出すのですが、ただ受動的な関係だけなのか。アクティビストの活動によりサービスを提供している証券会社が、外資系かもしれませんが、アクティビストを助けているとか、そういう関係があるのかどうか。差し支えない範囲で教えていただければと思います。

○菊地 それは明確で、利益を得ている証券会社

はPB（プライム・ブローカレッジ）を手掛けている会社です。政策保有株式をブロックトレードで売ってほしいというアクティビストもいます。アクティビストは売買回転率がとても低く、売買回転率が高いヘッジファンドのロング・ショートのような売り買いでの収益獲得は限られます。そのため、アクティビストに積極的に営業しない日系証券も少なくありません。結論としては、日系と米系証券ではスタンスも儲け方も全然違います。

○森本理事長 それでは、時間になりましたので、本日の「資本市場を考える会」を終わりたいと思います。菊地様、ありがとうございました。（拍手）

（きくち まさとし・みずほ証券エクイティ調査部・チーフ株式ストラテジスト）

（本稿は、令和六年九月二五日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

菊地正俊氏

御 略 歴

1986年東京大学農学部卒業後、大和証券入社、大和総研、2000年にメリルリンチ日本証券を経て、2012年より現職。

1991年米国コーネル大学よりMBA。日本証券アナリスト協会検定会員、CFA協会認定証券アナリスト。

日経ヴェリタス・ストラテジストランキング2017～2020年1位、2023～2024年2位。インスティテューショナル・インベスター誌ストラテジストランキング2023年1位。

主な著書

『低PBR株の逆襲』

『日本株を動かす外国人投資家の思考法と投資戦略』

『米国株投資の儲け方と発想法』（日本実業出版社）

『アクティビストの衝撃』（中央経済社）

『相場を大きく動かす「株価指数」の読み方・儲け方』

『日本株を動かす外国人投資家の儲け方と発想法』（日本実業出版社）

『良い株主 悪い株主』（日本経済新聞出版社）

『なぜ、いま日本株長期投資なのか』（きんざい）

『株式投資 低成長時代のニューノーマル』

『外国人投資家が日本株を買う条件』（日経）

『日本企業を強くするM&A戦略』

『外国人投資家の視点』（PHP）

『お金の流れはここまで変わった』

『外国人投資家』（洋泉社）

『外国人投資家が買う会社・売る会社』

『TOB・会社分割によるM&A戦略』

『企業価値評価革命』（東洋経済）

訳書

『資本主義のコスト』（洋泉社）

『資本コストを活かす経営』（東洋経済）