

投資家は企業に何を求めているか ～持続的成長と「資本の効率的活用」～

みずほ証券経営調査部上級研究員
一橋大学大学院商学研究科客員教授
田村 俊夫¹

Summary

要約

- アベノミクスの「第三の矢」である成長戦略にあたる「日本再興戦略」では、冒頭で「民間の力を最大限引き出す」ことを掲げている。そして、攻めの企業経営に向けた経営者の取り組みを促すために、株主の働きかけを期待している。その一環として制定されたのが「日本版スチュワードシップ・コード」である。
- ガバナンスには大別して「ブレーキ」と「アクセル」の2つの役割がある。従来は日本では、企業不祥事の防止やコンプライアンスといった「ブレーキ」の役割に注目が集まりがちであったが、日本再興戦略が投資家と社外取締役、経営陣の背中を押して企業価値向上を促す「アクセル」の役割を期待しているのは、注目すべきことである。
- それでは、企業価値向上の「アクセル」になるような投資家の圧力とはどのようなものだろうか。本稿では、特にアクティビスト・ヘッジファンドを含む海外の本格的なバリュー投資家に焦点を当てて、投資家が企業価値向上のために企業に何を望んでいるかを分析した。それは一言でいえば「資本の効率的活用」である。
- 「資本の効率的活用」とは、株主と社会から負託された資本をフルに活用することであり、「資本利益率」を高めること、価値創造的な投資を行い、価値創造的に使い切れない資本は株主還元を通じて社会にリサイクルすること（「資本配分」、事業ポートフォリオを常に見直して、本当に自分がこの事業にもっとも価値を吹き込んでいるのか、厳しく自問し続けること（「資本再配分」）を意味する。
- 経営姿勢としては、難しい課題に正面から向き合う「知的誠実さ」、外部の声に虚心坦懐に耳を傾ける「オープン」さを保ちつつ、株主の財産を委託されて運用する受託者責任意識を持ち、さらに踏み込んで、自分自身のお金であるかのように真剣に資本を扱う「オーナーシップ」意識を持つことが求められる。
- 日本再興戦略と日本版スチュワードシップ・コードにおけるガバナンス・ドリブンのアプローチは、投資家、社外取締役の圧力で企業価値向上を促す、従来の日本からは画期的なアプローチである。それが日本経済の中長期的課題にどれだけ実効性を持ちうるかは、企業と投資家、社会の「資本」に関する意識と行動の変革にかかっている。

¹ 本稿中、意見にわたる部分は筆者の私見である。

I. はじめに

アベノミクスの「第三の矢」と日本再興戦略

アベノミクスの「第三の矢」である成長戦略にあたる「日本再興戦略」²は 2013 年 6 月 14 日に閣議決定された。その冒頭部分におかれた「成長への道筋」の最初の項目は「民間の力を最大限引き出す」である。この英訳³を見ると“Unleashing the power of the private sector to the fullest extent”となっており、随分ニュアンスが違う。

“Unleash”とは、もともと「(犬の) 革紐をはずして自由にする」ことを意味し、転じて「束縛から解き放つ」ことを意味する。英訳では、民間は事業をやりたくてうずうずしており、規制等の制約要因を取り除けば勇んで飛び出していくイメージだが、日本語本文は、「楽市楽座」にしてもなお商売を始めようとせず引っ込んでいるのをなんとか引き出さなければ、という印象を受ける。

自由にしても飛び出さないのであれば、民間の背中を押す必要がある。そこで日本再興戦略では、「株主等が企業経営者の前向きな取組を積極的に後押しするようコーポレートガバナンスを見直し⁴、3 つのアクションプランの最初にくる「日本産業再興プラン」の中で、ガバナンスの強化を掲げている。

社外取締役の積極活用と、日本版ステュワードシップ・コード

具体的には、「事業再編や事業転換を促進し、・・・特に、「攻め」の企業経営に向けた経営者の思い切った判断をこれまで以上に強力に促すため、株主などのステークホルダーからの経営改善の働きかけを呼び込む仕組みを導入する」として、「攻めの会社経営を後押しすべく、社外取締役の機能を積極活用」とするとともに、「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則について・・・年内に取りまとめる」として、日本版ステュワードシップ・コードの制定による投資家からの圧力強化に期待している⁵。

これを受けて 2014 年 2 月に制定された日本版ステュワードシップ・コード⁶は、副題に「投資と対話を通じて企業の持続的な成長を促すために」と掲げ、本文では「本コードの目的」として、機関投資家にエンゲージメントを通じて「当該企業の企業価値の向上や持続的な成長を促す」ことを求めるとともに、企業側では、取締役会が「経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している」として、機関投資家と取締役会の責務を「車の両輪」として、企業の成長を促すことが期待されている。

ガバナンスの 2 つの顔

ガバナンスには大きく二つあると言われる。一つは、企業不祥事の防止、コンプライアンスの維持といった「ブレーキ」の役割で、もう一つは、経営効率や企業価値を向上させる「アクセル」の役割である⁷。これまで日本ではガバナンスというと「ブレーキ」の役割に注目が集まりがちであった。日本再興戦略の一環として策定された日本版ステュワードシップ・コードが、機関投資家の責務としても、取締役会の責務としても、経営陣の背中を押して企業価値向上を促す「アクセル」

² 「日本再興戦略－JAPAN is BACK」(2013 年 6 月 14 日)

³ “Japan Revitalization Strategy –JAPAN is BACK” (Provisional) (June 14, 2013). Available at http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/en_saikou_jpn_hon.pdf

⁴ 「日本再興戦略」、3 頁。

⁵ 同上、27-28 頁。12 頁も参照。

⁶ 日本版ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会「「責任ある投資家」の諸原則《日本版ステュワードシップ・コード》」(2014 年 2 月 26 日)

⁷ 法と経済学会[2013]、5-6 頁 (オリンパス問題に関する座談会における東京証券取引所・静正樹氏の発言) 参照。

の役割を期待しているのは、非常に注目すべきことである。

海外投資家は、第三の矢に
懐疑的

第一の矢（金融政策）、第二の矢（財政政策）で灯った日本経済の先行きに対する「期待」を持続的な成長につなげていくためには、規制等の制約要因を緩和するとともに、緩和された環境で民間が積極的に企業価値向上を図る推進力が必要である。しかし、未だ（特に海外の）投資家の見方は懐疑的である。

たとえば 2014 年 4 月、米国で最大規模の年金基金である米教職員保険年金連合会・大学退職株式基金（TIAA-CREF）の日本株調査ディレクターは、「安倍晋三政権の登場をきっかけに、内需関連の中にも株主の方を向いて企業価値を高めることを意識する企業は増えてきた。だが経営者が株主価値を本当に理解し、資本を有効活用している企業はまだ多くない」と述べている⁸。

本稿の問題意識

「株主価値を本当に理解し、資本を有効活用」するとはどういうことだろうか。そして、企業価値向上の「アクセラ」になるような投資家のプレッシャーとは、どのようなものだろうか。本稿では、特に海外投資家に焦点を当てて、投資家が企業価値向上のために企業に何を望んでいるかを分析する⁹。ここで投資家としては、アクティビスト・ヘッジファンドを含むファンダメンタル重視の本格的バリュウ投資家を考察の軸とした。なぜならば、そのようなバリュウ投資家は、日々の株価変動に惑わされず、企業の本源的価値を見極めようとしているからである¹⁰。

なお、本稿の内容はすべて公表資料に依っているため、特に個別企業の事案については、アクティビスト作成のホワイトペーパーや投資家向け書簡が主な素材となっている。アクティビストの主張については、ほとんどが多く一般の機関投資家の支持を得たものを取り上げているが、あくまで投資家の求めるものを考察するのが目的であり、アクティビストの分析や主張の当否に触れるものではなく、また事実関係の真実性を保証するものでもないことにご留意いただきたい。

Ⅱ．資本効率と資本利益率

1. 資本利益率

「日本のコーポレート・ガ
バナンス白書」

海外大手機関投資家の日本企業に対する見方を知るうえで参考になるのが、Asian Corporate Governance Association (ACGA)が 2008 年に公表した「日本のコーポレート・ガバナンス白書」¹¹である。これは、ACGA が世界と日本で活動する多数の機関投資家、アナリスト、その他の専門家の見解を参考にして作成したもので、米国のカリフォルニア州職員退職年金基金（カルパス）やカリフォルニア州教職員退職年金基金（カルスターズ）、英国のハーミーズや鉄道年金基金（レイルペン）など、名だたる投資家が共同提唱している。

⁸ 2014 年 4 月 5 日付日本経済新聞「株高持続の条件：海外投資家に聞く(下)－米 TIAA-CREF 日本株調査ディレクター、メリッサ・オット氏」

⁹ もちろん、個々の投資家は、考え方や言い方、企業に求めるものもさまざまであるが、本稿ではそれらに通底する根源的なロジックを明らかにしようと試みている。

¹⁰ ウォーレン・バフェットが引用するベンジャミン・グレアムの格言に、「Price is what you pay; value is what you get.」（「あなたが払うのが市場株価で、あなたが得るのが本源的価値である」）とある。「Letter to Shareholders», Berkshire Hathaway, Inc., 2008 Annual Report, 5 頁。

¹¹ ACGA [2008]

白書の提言のコアは第一部（コーポレート・ガバナンスの主要原則）で、(1)企業所有者としての株主、(2)資本の効率的活用、(3)独立した立場からの経営監督、の3つを重視している。これは企業経営者の「受託者責任」(Fiduciary Duty)に立脚した考え方と言える。

比喩的には、企業経営者は、株主の財産を預かって有利に運用するファンドマネージャーである。その財産は本来株主のものであるから、ファンドマネージャーはその財産をできるだけ有利に運用する（そして有利な運用機会がなければ株主に返還する）責務を負っている。それを怠る可能性があるファンドマネージャーを監督するために、株主の立場から運用を監督する独立した監督者（独立取締役）が存在する。

資本の効率的活用

このように考えると、上記(1)–(3)のうち、株主が経営者に本当に求めているのは(2)資本の効率的活用（財産の有利な運用）であり、(1)はそのための経営者の心構え、(3)はそのような心構えから経営者が逸脱するのを防止するための仕掛けと見ることができよう。

資本の効率的活用について、ACGAの白書は次のように述べている¹²。

経営者は厳格な財務、経営規律を実施して、株主価値の長期的最大化に努めなければならない。これこそがいずれ企業価値を高め、すべてのステークホルダーが企業の成功を共有する最善の方法である。

そして、「資本を一層効率的に活用し、それによって、バランスシートの肥大、不適切な企業買収と多角化を防ぐ」ために、「バランスシートをより効率的に管理し、新規投資に合理的なROE閾値を設定する。ROE/ROAの目標値を明示し、達成のための具体的方策を示す。特に執行取締役報酬との連動性の観点から付加的な測定基準として投資資本利益率の目標設定を考える」ことなどを提言している¹³。

資本利益率の重要性

それではなぜ、株主は「資本の効率的活用」を求めるのだろうか。いま1億円を事業に投資しようとする投資家がいたとする。事業Aは、1億円の投資で年間2000万円の売上げを達成し、マージン（売上高利益率）が40%（従って年間の利益は800万円）である。事業Bは、1億円の投資で年商1億円、マージンは10%である。（従って年間利益は1000万円である。）事業Aの資本利益率は8%（1億円の投資に対し利益800万円）、事業Bの資本利益率は10%であるから、（両事業のリスクも成長性も同程度とすると、）投資家は事業Bに投資した方が有利に運用できる。つまり投資家にとって重要なのは、マージンではなく資本利益率である¹⁴。

資本利益率が重要なのは、本来、企業経営者の側から見ても同じことのはずである。村田製作所の泉谷裕元副社長は、以下のように述べている¹⁵。

経営成績は、売上や利益の増減だけでは評価できない。ヒト、モノ、カネに代表される経営資源は有限のものである。このため、限られた経営資源をどれだけ効果的に投入して成果に結び付けたかが大切である。なかでも企業の活動は、調達した資金を使って製品やサービスを生み出し、利益を獲得する

¹² ACGA [2008]、15 頁。

¹³ 同上、20 頁。

¹⁴ これは金融商品に投資するときも同様で、投資家が気にするのは、投資したお金に対して（リスクを勘案して）年率何パーセントのリターンが期待できるかである。

¹⁵ 泉谷[2001]、160 頁。

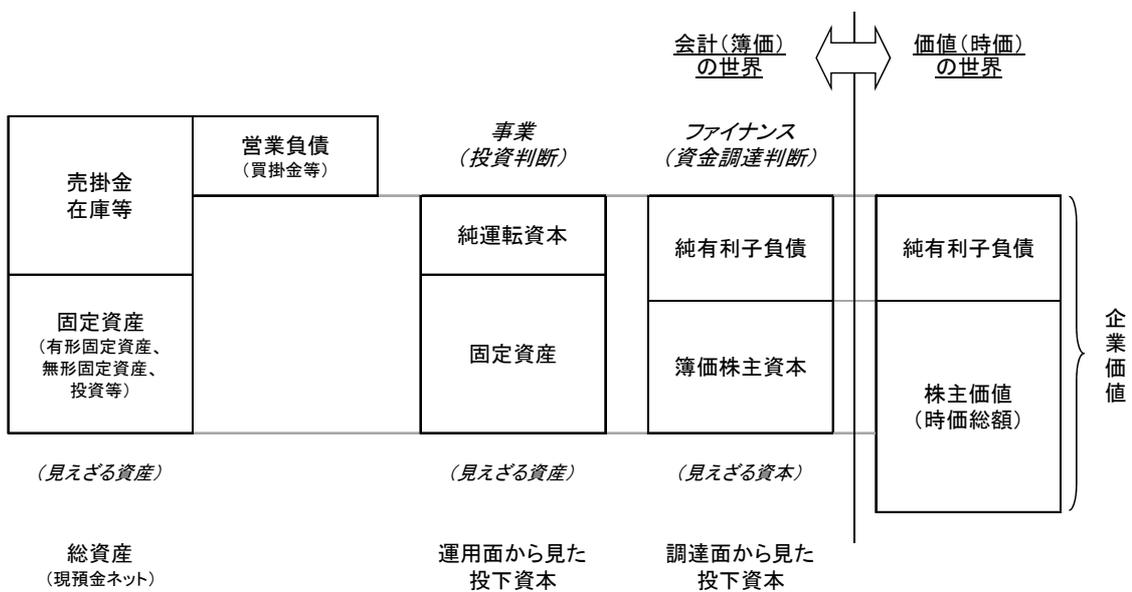
ことが目的であるから、投入した資本と利益の間の効率が問われることになる。そこで、資本に対する利益の大小（資本利益率）が収益性を測る最も重要な指標になる。

それでは「資本利益率」とは具体的に何を指しているのだろうか。資本利益率は、「利益」を「資本」で割ったものであるから、それぞれに何を採用するかによってさまざまな資本利益率が存在する。その代表的なものは、投下資本利益率（ROIC）と株主資本利益率（ROE）の2つである。

「投下資本」とは何か

一般に企業は、株主や銀行・社債権者から資本を調達して、それを事業（固定資産や運転資本など）に投下している。事業に投下された資本は、貸借対照表では主に純運転資本（売掛金、在庫等の流動資産から営業負債を控除したもの）と固定資産（投資等を含む）の合計額として把握できる。これを「運用面からみた投下資本」（Invested Capital）という。この投下資本は、有利子負債（デット）と株主資本（エクイティ）でファイナンスされているので、その合計額を「調達面からみた投下資本」という¹⁶。両者はもちろん同額になる。

図表 1. 投下資本の概念



(出所) 田村俊夫『MBAのためのM&A』(有斐閣、2009年)30頁、図2-4(一部修正)

投下資本利益率

投下資本利益率とは、利益をこの投下資本で割ったものである。投下資本利益率は、事業に投下された資本総額に対するリターンを測るものであるから、利益指標については、資本構成による影響を受けないように金利支払前のものを使用する。理論的には加重平均資本コスト（WACC）との整合性が取れる税引後営業利

¹⁶ 田村[2009]、29-30頁。なおここで（簿価）「株主資本」と呼んでいるのは、純資産から少数株主持分を除いたものである。正確には調達面からみた投下資本には少数株主持分も含まれる。現預金も運用面からみた投下資本に加える場合を「グロス投下資本」と呼び、その場合、調達面からみた投下資本ではデットもグロス（＝有利子負債）で把握する。これに対して、運用面からみた投下資本に現預金を加えない場合を「ネット投下資本」と呼び、対応して調達面からみた投下資本ではデットをネット（＝純有利子負債）で把握する。図表1はネット投下資本ベースで表示してある。

益がもっともすぐれるが¹⁷、実務的には税引前のものなども用いられている。英語では、ROIC (Return on Invested Capital)のほかに、ROCE (Return on Capital Employed：使用資本利益率)という表現もよく用いられる。

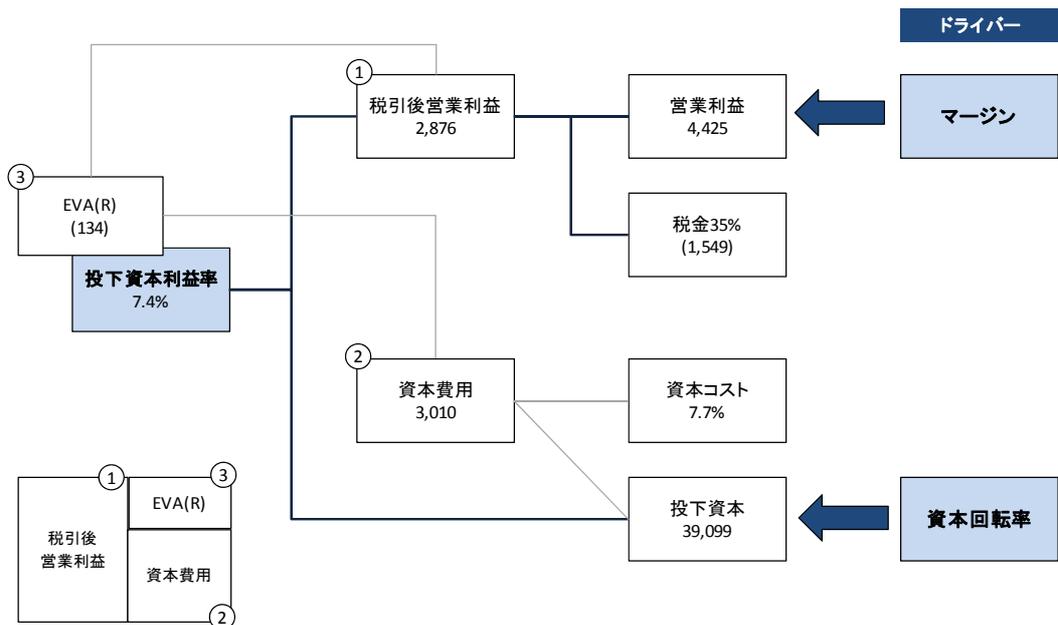
投下資本利益率は、売上高利益率（マージン）と資本回転率に分解される。資本回転率が一定ならば、マージンが高いほど投下資本利益率も高いが、資本回転率の異なる事業では必ずしもそうとは限らない。つまり、投下資本利益率を上げるためには、マージンと資本回転率を上げることがドライバーとなるのである。

図表 2. 投下資本利益率の要素分解



(出所) みずほ証券経営調査部作成

図表 3. フォルクスワーゲン：自動車部門ドライバーツリー（2002年）



(出所) Volkswagen AG, "Value Based Management at Volkswagen" (March 12, 2003)

フォルクスワーゲンでは、2000年代初頭に、「バリュー・ベースト・マネジメント」を導入し、それまでのマージン重視経営から、投下資本利益率を重視する経営に舵を切っているが、その根本はマージンと資本回転率の両ドライバーを引き上げ

¹⁷ 田村[2009]、64-69頁参照。なお、ここで「税引後営業利益」とは、正確にはその他営業外損益、特別損益等の一部も加減した（修正）税引後オペレーティング・プロフィットのことである。同前、32頁参照。

ることにより、投下資本利益率を向上させることである¹⁸。

株主資本利益率

一方、分母の資本に「株主資本」、分子に「当期利益」を取ったものが、株主資本利益率（ROE: Return on Equity）である。ROIC が（ファイナンス如何によらない）資本全体の運用効率性を示すのに対し、ROE は（レバレッジの影響も織り込んだ）株主資本の運用効率性を示す。

一般に、本業の収益性である ROIC が高いと ROE は高くなり、ROIC が低いと ROE も低くなるが、レバレッジを効かせたことで ROE が ROIC より高くなるか低くなるかは、ROIC と金利水準の関係で決まる。通常は、ROIC がよほど低くない限り、レバレッジを適度に上げると ROE は向上するので、経営者としては、企業の財務安定性（格付け等）を考慮しながら、どこまでレバレッジをかけるのが妥当なのかを判断する必要がある。

以下、資本利益率向上のドライバーとなるマージンと資本効率について、さらに考察する。

2. マージン（売上高利益率）

マージン向上策と投資家

マージン（売上高利益率）とは利益を売上高で割ったものであり、利益とは売上から費用を引いたものであるから、マージンを上げるには売上高を増やすか費用を減らせばよい。つまりマーケティングを強化し、コストを削減するといった方策である。それをどうやるかはまさに経営の領域そのものであるが、アクティビストの中には具体的に説得力のあるマージン向上策を提示するものも存在する。

たとえば、自身も食品関連業界の名経営者であったネルソン・ペルツがハインツに關与したケースである。ペルツ側はハインツのスーパーマーケット顧客に広範なインタビューを行った結果、ハインツは効果的な広告キャンペーンを行うことよりも値引きに精力を注ぎすぎていると結論づけた。そこでペルツは、リポートを削減してそれを原資にマーケティング費用を大幅に増額するよう提案した¹⁹。ペルツは自らのスタイルを「オペレーショナル・アクティビズム」と称している。

一方、オフィスデポの場合、アクティビスト・ヘッジファンドのスターボード・バリューは、自ら文具業界の専門知見があったわけではないが、顧問（のちに株主側取締役候補）として、より業績の優れた同業のステーブル社の元副会長を迎え、その助言と市場調査や業界関係者との意見交換を含む詳細なデューデリジェンスによって、迫力のある緻密な経営改善策を策定した²⁰。

このような事例はあるものは、やはりマージン向上は一般には投資家よりも経営者の領分であり、投資家が自らマージン向上の具体策を提言することは難しい。そこで投資家は、株価や業績が低迷している企業について同業他社の優良企業とベンチマーキングを行い、たとえば販売管理費率が高い場合には、それがなぜなのか、なぜ優良企業並みの比率を実現できないのか、マージン向上の具体策をどう考えているのかの説明を求める。

これは本来、株主に要求される前に取締役会が行っているべきことである。株主

¹⁸ 実際にはフォルクスワーゲンは、投下資本利益率と密接に関連する EVA®（EVA®は Stern Stewart 社の登録商標である）を経営指標の中心に据えた。

¹⁹ Shawn Tully, “The reinvention of Nelson Peltz,” *Fortune* (March 16, 2007)

²⁰ Starboard Value [2013a], [2013b]参照。

は取締役会に対し、経営陣が株主に対するアカウンタビリティをきちんと果たすよう監督することを求めている。

「アカウンタビリティ」の意味

「アカウンタビリティ」は日本語では「説明責任」と訳されることが多いが、単に説明をすればよいという意味ではなく、結果を報告してその責任を取ることである²¹。業績が悪い場合、株主の代表者としての取締役会が経営陣の説明を聞いて、納得できればもう少しやらせる（それでも駄目なら取り替える）し、納得できなければ交代させるということである。

垂直統合の罨

取締役会がそのような機能をきちんと果たしていない場合には、アクティビストは自ら、ないし自らの推薦する外部者を取締役会に入れ、新たな視点（フレッシュ・アイ）で検討を行うよう求めることもある。会社側の対応が真摯でないとみなした場合には、事態の重大性によっては委任状争奪戦を行い、現職取締役の一部もしくは全部の入れ替えを求めることもある。

ただし、マージンを上げれば常に企業価値が上がるというものではない。たとえば垂直統合を行うと（設備投資でも M&A でも）一般にマージンは上昇する。なぜならば、川上事業の売上は連結消去されるのに、利益は基本的に両事業分が加算されるからである。しかし、本当に重要な投下資本利益率が向上するかどうかはなんとも言えない。特に自社事業よりも資本効率の悪い事業を垂直統合する場合には注意が必要である。

図表 4. 垂直統合の罨：川下企業による「高マージン」川上事業への進出

	川下事業	川上事業*	垂直統合
売上高	2,000	1,000	2,000
コスト	1,800	700	1,500
(内川上事業への支払い)	1,000		
(その他)	800		
利益	200	300	500
マージン	10%	30%	25%
投下資本	2,000	4,000	6,000
投下資本回転率	1.00	0.25	0.33
投下資本利益率	10.0%	7.5%	8.3%

*川上事業は売上の100%が川下事業向けとする

(出所) みずほ証券経営調査部作成

つまり、マージンだけでは経営の良しあしは判断できず、資本効率と合わせて見る必要がある。同じ利益をあげるためにどれだけ資本を節約できるか（言い換えれば同じ資本でどれだけ多くの利益をあげられるか）が重要なのである。

3. 資本効率（回転率、回転期間）

回転率と回転期間

投下資本の効率性を図る代表的な指標が、売上と資本の関係を表す回転率、回転

²¹ Black's Law Dictionary (ウェブ版) では、“Accountability”を“When one party must report its activities and take responsibility for them.”と説明している。

期間である。売上を資本で割ったのが回転率であり、資本を売上で割ったのが回転期間である。回転率は資本が1年間で何回転しているかを示し、回転期間は資本の有り高がどれだけの期間の売上に対応するかを示す。(通常日本では、回転期間は月商の何倍かで表示される。)両者は逆数の関係にあり、回転率が高いほど、回転期間が短いほど、資本効率は良い。

図表 5. 資本効率性—回転率と回転期間 (例示)

貸借対照表

売上高: 1,200億円 (月商100億円)
 総資産回転率: 1.0回 (総資産回転率=売上高/総資産)
 総資産回転期間: 12.0ヵ月 (総資産回転期間=総資産/月商)

	(億円)	(回転期間)		(億円)	(回転期間)
流動資産	600	6.0	流動負債	500	5.0
現預金	100	1.0	短期有利子負債	300	3.0
売上債権	250	2.5	買入債務	150	1.5
棚卸資産	200	2.0	その他流動負債	50	0.5
その他流動資産	50	0.5			
			固定負債	400	4.0
固定資産	600	6.0	長期有利子負債	300	3.0
有形固定資産	400	4.0	その他固定負債	100	1.0
無形固定資産	50	0.5			
投資等	150	1.5	純資産	300	3.0
総資産	1,200	12.0	負債・純資産計	1,200	12.0

投下資本

売上高: 1,200億円 (月商100億円)
 投下資本回転率: 1.5回 (投下資本回転率=売上高/総資産)
 投下資本回転期間: 8.0ヵ月 (投下資本回転期間=総資産/月商)

	(億円)	(回転期間)		(億円)	(回転期間)
純運転資本	300	3.0	純有利子負債	500	5.0
売上債権	250	2.5	短期有利子負債	300	3.0
棚卸資産	200	2.0	長期有利子負債	300	3.0
買入債務	(150)	(1.5)	有利子負債計	600	6.0
他流動資産・負債(Net)	0	0.0	現預金	(100)	(1.0)
固定資産等	500	5.0	純資産	300	3.0
有形固定資産	400	4.0			
無形固定資産	50	0.5			
投資等	150	1.5			
その他固定負債	(100)	(1.0)	調達投下資本計	800	8.0
運用投下資本計	800	8.0			

(出所) みずほ証券経営調査部作成

資本回転率の重要性

江戸時代の成功した商人の話を読むと、最初の商売の元手を貯めるのに大変に苦勞をした事例が多い²²。商人は、そうやって苦勞して貯めた元手(資本)で商品を仕入れ、それを販売してマージンを得た。商品を仕入れると元手は商品に固定さ

²² たとえば、江戸初期の豪商で東廻り航路、西廻り航路を開拓した河村瑞賢は、海岸に打ち上げられた精霊流しのお供えのキュウリやナスを拾い集めて漬物にして売りさばくなどして、材木屋を開く資本を作ったという。立石[2003]、53-54頁。

れる。その商品を早く販売して代金を回収すると、回収した代金（資本）でまた商品を仕入れ、販売益（マージン）を得ることができる。これを1年間で何回繰り返せるか（資本回転率）により、マージンを何回分得ることができるかが決まる。つまり「利益＝マージン×資本の回転数」である²³。このように資本回転率は、商人（事業家）にとって切実な経営問題である。

回転期間の利便性

事業を行うのにどれだけの元手（資金）が必要かを把握するには、回転期間の方が使い勝手がよい。たとえば、月商10億円を達成するために、売掛金（売上債権）が月商の2.5カ月分、在庫（棚卸資産）が2カ月分必要で、仕入債務（買入債務）が月商の1.5カ月分とすると、ざっと計算して運転資本で月商の3カ月分（2.5+2.0-1.5）、すなわち30億円の資金を用意する必要がある。この「純運転資本回転期間」を圧縮して2カ月分にすることができれば、必要資金は20億円になり、10億円の資金が解放される。商売の資金が30億円必要なのか20億円でいいのかは大変な問題である。

中小企業のオーナー経営者であれば、回転期間など財務分析的に計算しなくても、実感としてわかるはずである。売掛金の回収が伸びたり、在庫が積みあがったりすると、直ちに資金繰りがひっ迫し、運転資金の借入のために大変な苦勞をする。

ホンダと回転期間分析

しかし、大企業になり運転資金の借入枠にも余裕が出てくると、これまで実感的行っていた資本管理を経営管理的に意識して行う必要が出てくる。ホンダ創業期の名経営者である藤沢武夫氏も、ホンダが大企業に飛躍する時期に、この回転期間分析を入念に行って経営の指針を定めている²⁴。

昭和30年になってから、私は銀座の越後屋ビルに部屋を借りて、そこに一人で引き籠りました。そこで、日本のいろいろな企業の経営分析をやってみました。…その時分に好調だった東洋レーヨンとか、トヨタ、日産という同業会社、そして、日立、松下電産などの有価証券報告書を基礎にして勉強しました。売上がいくらのときに、売掛金はどうか、在庫はどうか、借入金や現金はいくらあるかというようなことを、すべて分母を売上高にして計算してみたんです。

非効率資産の有効活用

資本を効率的に働かせるためには、同じ売上を達成するための売掛金や在庫、設備投資を絞るということのほか、効率的に活用されていない資産の有効活用も重要である。遊休不動産や無駄な投資有価証券等の資金化は見やすいが、バランスシートにのっていない知的財産権などの有効活用も重要である。たとえば、後述（第Ⅲ章第3節）のAOLの事例では、アクティビスト・ヘッジファンドの要求に押される形で、AOLは未活用の特許資産等を約11億ドルの対価でマイクロソフトに売却し、最終的にはその全額を株主に還元した。

4. 資本効率（レバレッジ）

レバレッジと最適資本構成

以上は投下資本（エクイティ＋デット）の効率活用だが、株主の観点からみると、自らが拠出しているエクイティの効率活用こそが最も重要である。換言すれば、同じ投下資本の総額に対してエクイティをどれだけ節約できるか、すなわちどこ

²³ 江戸の呉服商・三井高利の越後屋は、得意先に訪問販売し盆暮に支払いを受ける掛売り方式を改め、店頭での現金売りを始めた。掛売りでないため資本の回転が速く、その分価格を大幅に下げたため、一般客も含め大繁盛した。立石[2003]、110-113頁。

²⁴ 藤沢[1998]、78頁。

までレバレッジをかけられるかが問題である。

これは基本的には、事業のキャッシュフローの特性に応じて、事業の安定的な継続と成長の妨げにならない範囲でどこまでデットを増やせるかという最適資本構成 (Optimal Capital Structure) の問題となる。一般には、成熟事業でキャッシュフローの安定性が高く、成長投資があまり必要なく、資産ベースの安定している事業ほど、レバレッジを高めることができる。実務的にはどこまでレバレッジをかけるかは目標格付けの設定を通じて判断される。

5. なぜ資本利益率が重視されてこなかったのか

ピンとこない資本利益率

このように資本利益率は最重要の利益指標であるにもかかわらず、企業の現場では必ずしも重視されているとは言い難い。それはなぜであろうか。ひとことで言えば、「ピンとこない」からであろう。

往々にして企業経営者は売上高、利益、売上高利益率を重視しがちである。とりわけ低金利環境下だと、どれだけ資金をつぎこんでも金利費用が少ないので、「売上高も利益も伸びるではないか」ということで低い運用利回りの投資にも手を出しがちになる。特に事業部門のマネジメントは、予算や投資案件が承認されれば、資金の方は本社部門から降って湧いてきて、実績評価でも売上と利益ばかりが問題にされると、平気で低い資本利益率の事業に投資しようとする。

日本企業の経営者は「資本コストを意識していない」?

このような事態は、株主（そして債権者も含めた投資家全体）から見れば、お金の無駄遣い＝価値破壊の投資である。株主としては、そのような低いリターンへの投資をするくらいなら、他でもっと有利な運用先を見つけるのでお金を返してほしいと考える。経営者が資本利益率を重視しているか、もしくは（同じことだが）株主資本のコストまで含めて損益を把握していれば（いわゆる EVA®である）、このような無駄な投資に歯止めがかかる。よく海外投資家が日本企業の経営者は「資本コストを意識していない」とこぼすのは、こういう意味合いである。

部門別連結バランスシート

また日本企業では、大企業でも部門別のグローバル連結バランスシートを作成していないところがある。部門別連結バランスシートがないと、資本効率を含めた事業の収益性を正しく判断することができない。生産子会社の仕掛在庫や海外販社の売掛金を把握しなければ、そもそもその事業にどれだけの資本を投下しているかが見えないし、投資判断においてIRR法やNPV法を用いることが困難になる。

企業内経営指標としての資本利益率の使いにくさ

それでも不自由を感じないとすれば、それは企業がキャピタルをあまり意識していないからかもしれない。たしかに資本利益率は（企業内）経営指標として使いにくいところがある。部門別では経営会計が整備されていないと投下資本の把握は難しいし、減損等の理由で、ヒストリカルな投下資本の簿価には信頼性が薄いこともある。また、買収等で生じたのれんをどう考えるかも難しい問題である²⁵。

資本の重み

しかし、事業の裏側には厳然として調達した資本が存在し、その「重み」は会計上の金利費用だけでは計り知れないことも事実である。特に低金利下では、バランスシート上では明確な資本の重みが、PL上では非常に軽く見えてしまう。

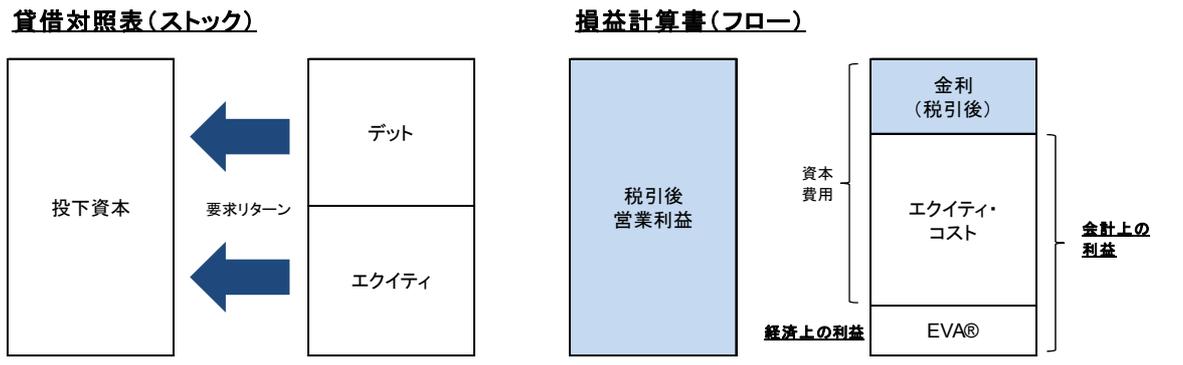
「資本の重み」を感じるということは、資本生産性を高めるということである。

²⁵ パフェットは、事業のパフォーマンス測定にはのれん控除後の投下資本 (Unleveraged Net Tangible Assets) を使い、投資評価のためにはのれんを含めた投下資本を使っているようである。“Letter to Shareholders”, Berkshire Hathaway, Inc., 2012 Annual Report, 13 頁参照。

ウェルチは、1993 年度株主への手紙で、それを以下のように表現している²⁶。

GE の経営はシンプルな理念に基づいています。すなわち、熾烈なグローバル競争のなかで事業を展開し、勝利を得る唯一の方法は、GE の 12 事業部門のすべてにおいて、より少ないインプットでより多くのアウトプットを生み出し、それによって、世界で最も低コストで高品質の製品・サービスの提供者になることである、という理念です。

図表 6. 資本の重み



(出所) みずほ証券経営調査部作成

多角化経営に資本利益率は必須

同一事業だけ営んでいると、資本回転率はだいたい同じようなものなので、マージンだけで業績を判断して、運転資本削減などは資金圧縮等の目的で別途考えるというやり方でも結果的になんとかなるかも知れないが、資本要求度の異なる複数の事業を営む場合、資本利益率で統一的に業績を判断しないと経営判断が歪む。

多角化経営の進んだ GE では、ジャック・ウェルチ時代の早い段階から、経営指標として、(1)売上の伸び、(2)営業利益率、(3)運転資本回転率を重視してきた。運転資本回転率は、効率性および工程の速度を示す指標と位置付けられている²⁷。

資本回転率を高める要諦は、「スピード」である。ウェルチの 1993 年度「株主への手紙」では、GE の経営原則の 3 本柱のひとつとして、「スピード」が掲げられている。スピードは変化の激しい時代に売上成長やマージン向上にも寄与するが、投下資本の削減にも大きく貢献する。

当時 GE では、注文から決済まで（受注から代金受領まで）のサイクル短縮に努力した結果、在庫回転率が 2 年間で 27%改善され、20 億ドル近い現金を創出した。在庫回転率が 1 回転改善されるたびに 10 億ドルの現金が生まれ、将来に向けた再投資に充てることができる。また、スピードには設備をはじめとする固定資産への投資を削減する機能もある。GE では過去 3 年間でスピード化により約 5 億ドル近い設備費用削減に相当する成果をあげたと言う²⁸。つまり、すべての事業においてサイクルを短縮すること、すなわちスピード経営の結果は、資本回転率の向上

²⁶ GE コーポレート・エグゼクティブ・オフィス[2001]、149 頁（強調筆者）。

²⁷ GE コーポレート・エグゼクティブ・オフィス[2001]、106-107 頁（1990 年度「株主への手紙」）、同 191-192 頁（1996 年度「株主への手紙」）参照。

²⁸ GE コーポレート・エグゼクティブ・オフィス[2001]、156-157 頁参照（1993 年度「株主への手紙」）。

フリーキャッシュフローと
資本効率

として測定され、それがキャッシュフローの強化につながるのである²⁹。

フリーキャッシュフロー（FCF）は、税引後営業利益から投下資本の増分を引いたものである。すなわち、

$$FCF = \text{税引後営業利益} - \text{投下資本の増分} \cdots (1)$$

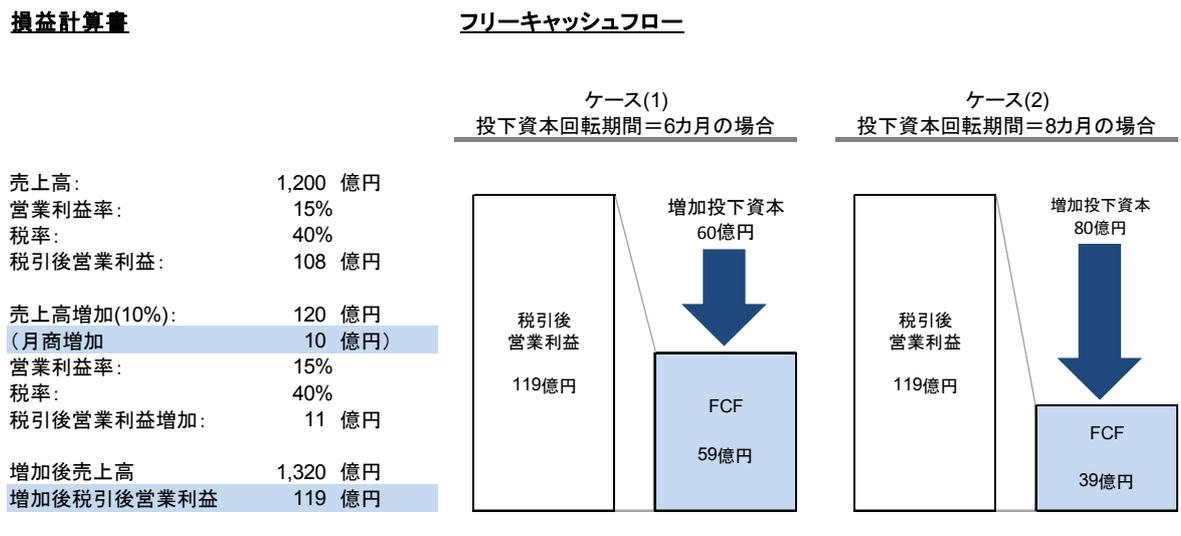
通常、コーポレートファイナンスの教科書では、

$$FCF = \text{税引後営業利益} + \text{減価償却費} - \text{設備投資} - \text{増加運転資本} \cdots (2)$$

と教えることが多いが、「設備投資－減価償却費」は有形固定資産の増分であるから、結局、(2)は、投下資本中の有形固定資産と運転資本の増分だけを引いた簡便式であり、(1)が本来の算式である。

この(1)式と図表7を見ればわかる通り、資本効率が高いほど、成長企業のフリーキャッシュフロー創出力は大きくなる。資本効率は、キャッシュフローと直結しているのである。これも本来の事業家であれば、皮膚感覚でわかることである。つまり、資本利益率や資本効率がピンとこないのは、大企業病の症状なのである。

図表7. 資本効率とキャッシュフロー



(出所) みずほ証券経営調査部作成

資本利益率への執着心

それでは、資本利益率の重視は、経営には具体的にどのように表れてくるのだろうか。ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（GSAM）のチーフ・インベストメント・オフィサー（当時）前田正吾氏は、投資家が重視することとして「資本利益率への執着心」をあげて、以下のように述べている³⁰。

経営陣が資本利益率の向上に強いコミットメントを持っていれば設備投資が効率的に行われ、余剰資金も有効に使われ、事業の多角化にも慎重に取り組む確率が高くなる。結果的には自社が最も競争力を有すると思われる事業に資源を集中することになる。ROEの目標値を設定していること自体はそれほど意味があるとはいえない。目標を達成するための施策があるかどうか、執

²⁹ GE コーポレート・エグゼクティブ・オフィス[2001]、167-168 頁参照（1994 年度「株主への手紙」）。

³⁰ 前田[2004]、167 頁。

行できるかどうかが重要である。

このように、資本利益率への執着心は、設備投資や余剰資金の使途といった資本配分や、多角化の見直しといった資本再配分の経営判断に密接に関係している。以下、第Ⅲ章で資本配分、第Ⅳ章で資本再配分について分析する。

Ⅲ. 資本配分 (Capital Allocation)

1. 概説

ウォーレン・バフェットの 最重要任務

ウォーレン・バフェットは自らの任務を「キャピタルのアロケーション」、「企業リスクのコントロール」、「経営者の選任と報酬の決定」の3つだと述べている³¹。バフェットが率いるバークシャー・ハザウェイは、コカコーラやアメリカンエキスプレスなどの株式を大量に保有するバリュー投資家としての機能と、保険会社のガイコや鉄道会社のBNSFなど子会社群を保有する持ち株会社の機能をかねており、バフェットの役割もファンドマネージャー兼取締役会会長というハイブリッドな性格を帯びている。バフェットが規定する自らの任務は、取締役会の役割であるとともに投資家が取締役会に求める役割でもある。その最初にくるのが「資本配分」であることの意味は重い。

このキャピタル・アロケーションこそが、投資家が経営者（そして経営者を監督する取締役会）に求める最重要事項であり、ここに問題のある企業が最もアクティビストの標的になりやすい。あるアクティビストは、「ほとんどの場合、経営陣がひどいか、資本配分に問題があるかである。これらが最も直しやすい問題である」と述べている³²。

資本配分と資本再配分

企業の資本配分には、事業活動等で生み出されたフリーキャッシュフローを何に使うかという「増分の」(Incrementalな)資本配分の側面と、すでにさまざまな事業に使用されている投下資本をどのように入れ替えるか（たとえばどの事業を売却してどのような事業を買収するか）という事業ポートフォリオ入れ替え、すなわち資本再配分の側面がある。

投資家であるファンドマネージャーからみれば、この2つの問題はいずれもキャピタル・アロケーションとして統一的に把握される問題であるが、企業経営の場合、事業ポートフォリオ入れ替えの流動性が低いことから、新たに生み出されたキャッシュを配分する資本配分の問題と、事業ポートフォリオを入れ替える資本再配分の問題を分けて論じることにする。投資家が「キャピタル・アロケーション」と言う場合、両者を総称して言っていることも多いので注意が必要である。

裁量的フリーキャッシュ フロー

「フリーキャッシュフロー」という言葉は、さまざまな局面でさまざまな意味で使われているが、資本配分の問題でいうフリーキャッシュフローとは、現在の事業を維持更新するための投資を行った後に残るキャッシュフローを指している。そのようなキャッシュフローをどのように配分するかは経営者の裁量にかかっているため、資本配分の問題は株主が経営者を見極める試金石となる。

裁量的キャッシュフローの配分先としては、大きく4つに分けられる。第一に成長事業等への再投資である。これには設備投資だけではなく、R&DやM&Aなど

³¹ “Letter to Shareholders”, Berkshire Hathaway, Inc., 2009 Annual Report, 5頁。

³² Heins & Tilson [2013], 252頁 (Highfields CapitalのJon Jacobson氏コメント、筆者訳)。

も含まれる。第二に負債削減である。これはデットプロバイダーへの資本の返還を意味する。第三に株主還元（配当、自社株買い）である。これはエクイティプロバイダーへの資本の返還を意味する。最後に手元現預金（運用資産を含む）の積み上げである。これは、資本配分の意思決定の先送りを意味する。

望ましい資本配分

図式的には、望ましい資本配分は、以下のようなものである。

第一に、有利な（NPV が正の）投資機会があれば、できる限り投資する。

第二に、最適資本構成よりも負債過多であれば、負債を返済する。（ただし、負債過多の度合いがはなはだしければ、投資よりも負債削減が優先される。逆に負債過小であれば、借入金を原資に株主還元を行うことも検討する。）

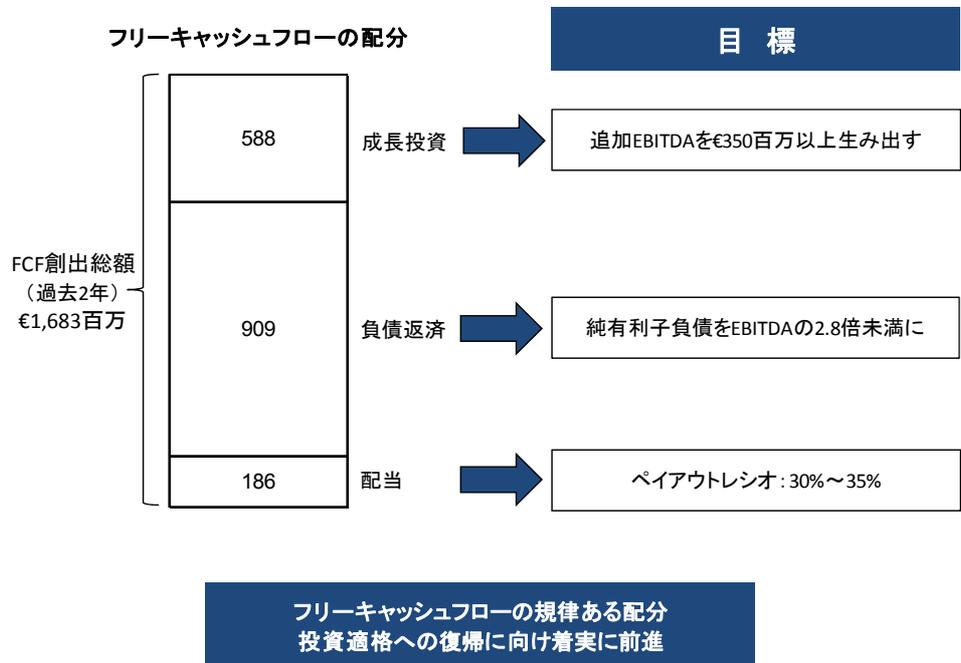
第三に、それでも余剰のキャッシュがあれば、適正な手元キャッシュを確保したうえで残りは株主に還元する。（ただし、ある程度の安定配当は、投資や負債返済よりも優先されることがある。）

明確なフリーキャッシュフローの配分方針

投資家が企業に求めるのは、企業が明確なフリーキャッシュフローの配分方針を持ち、それが理にかなっていることである。たとえば、積極的な買収戦略で拡大を図ったハイデルベルクセメントは、2008年の金融財政危機で借入過多により投資不適格に格下げされたが、その後数年間は借入削減による投資適格への復帰を優先した資本配分方針を取っており、その方針を明確に説明している（図表8）。

図表8. ハイデルベルクセメントのフリーキャッシュフロー配分方針

■戦略: 負債削減と成長
ターゲット: 投資適格への復帰



(出所) HeidelbergCement, Aggregates Day 2012 Investor Presentation - Dr. Bernd Scheifele (June 28, 2012)

余剰資金の使途

GSAM（当時）の前田氏は、「資本利益率への執着心」と並ぶ投資家が重視するポ

イントとして、「余剰資金の使途」をあげて、以下のように述べている³³。

余剰資金の使途が会社の将来の業績に大きな影響を及ぼす。アナリストはキャッシュフローから事業継続に必要な設備投資や運転資金を引いたフリー・キャッシュフローという指標を重視する。事業の拡大に十分な資金需要があるのが理想的であるが、そのような事業機会がない場合は、配当を増やすか自社株の購入をするなどして余剰資金を株主の利益に沿うように使うべきである。

バリュー・コンパウンダー

本当に有利な成長機会が豊富なのであれば、投資家は株主還元よりも成長投資を求める。なぜならば、手元に資金が返ってきてもそれほど有利に運用できないからである。かつて急成長期のマイクロソフトは株主還元を行っていなかったが、投資家からの不満は聞かれなかった。投資家にとって理想的な状況は、経営者が高い利回りの複利でどんどん投下資本を増やしてくれることであり、そのような経営者のことを「バリュー・コンパウンダー」(Value Compounder)と呼ぶ³⁴。

あるバリュー投資家は以下のように述べている³⁵。

長期投資家である私にとって理想的な結果とは、私が生きているかぎり、企業が株主資本に対する高いリターンを稼ぎ続けることである。そうすれば私は株式を持ち続けて、利益が複利で増え続けるのを楽しむことができる。

バフェットの名言「内部留保に回った1ドルは、少なくとも1ドル以上の市場価値を生み出さなければならない」も、この文脈でみればよく理解できるだろう。

2. 株主還元

2-1. 資本配分の観点から見た株主還元

ネットキャッシュ企業

フリーキャッシュフローを使い切る有利な投資機会がなく、レバレッジも過小で、手元現預金が積みあがっているような状況では、投資家からの株主還元要求が強まる。特にネットキャッシュポジションの企業の場合はそうである。

株主は経営者に事業のプロであることを期待しており、株主の資本を事業で運用して高いリターンを上げて欲しいと思っている。決して経営者にプロのファンドマネージャーとしての力量を期待しているわけではない。

銀行預金と余剰現預金の違い

ところが、キャッシュリッチ企業の場合、株主資本の一部が余剰現預金等による運用に回っている。株主から見ると、これは非常に不安な状況である。もし100億円の銀行預金があれば、それは100億円の価値を持つ。ところが、投資先の企業が積み上げた100億円の余剰現預金は、一般株主から見ると必ずしも100億円の価値がない。銀行預金であれば、自らの判断で引き出すことができるし、預金の運用は厳格な監督に服する。ところが、企業の余剰現預金は、経営者が株主還

³³ 前田[2004]、166-167頁。なお、引用部分でいう「フリー・キャッシュフロー」は、設備投資につき事業継続に必要なものを控除しており、DCF法でいうFCFとは定義が異なる。

³⁴ サードポイントがソフトバンクに投資したとき、ロープは2013年第4四半期投資家向け書簡(2014年1月21日付)の中で、ソフトバンクのことを“*Impressive free cash flow generation in the domestic wireless business continues to fund high ROI investments in strategic growth assets like Brightstar and SuperCell*”と評し、孫社長を“*one of the world's premier creators and compounders of value*”と称賛している。Third Point [2014]、8頁。

³⁵ Heins & Tilson [2013]、256頁 (Markel CorpのThomas Gayner氏コメント、筆者訳)。

元を行うと決定しない限り引き出すことができないし、価値破壊的な投資に流用されるリスクもある。

もちろん、経営者が余剰現預金をその後、有利な投資に活用することができれば、結果的には銀行預金よりも有利な運用となるかもしれない。バフェットの率いるパークシャーハザウエーも、2011年に初めて自社株買いを実施するまで長らく株主還元を行っていなかった。同社は巨額のキャッシュを積み上げているが、投資家からの株主還元要求はほとんど聞かれない³⁶。なぜなら、投資家が資金を返還されても、バフェット以上の運用パフォーマンスを上げるのは困難だからである。

図表 9. キャッシュリッチ企業の資本構成

通常の企業		キャッシュリッチ企業	
企業価値		余剰現預金等 (含む運用資産)	(株主資本中、 余剰現預金等に 対応する部分)
	有利子負債	企業価値	株主資本
	株主資本		

(出所) 田村俊夫[2008], 「《考察ノート》なぜ投資家はROEを重視するのか」『資本市場リサーチ』(みずほ証券/日本投資環境研究所) 2008年春季号(一部修正)

資源配分の効率性

キャッシュはほとんどリターンを生まないの、多額のキャッシュの保有は運用パフォーマンスのハンディになる。バフェットほどの長年の卓越した運用実績があれば、キャッシュが積みあがっても、いずれ有利な投資機会を見つけてくれるという投資家の信頼感がある。しかし、そのようなトラックレコードのない経営者が、余剰現預金を積み上げて将来の投資機会に備えるといっても、投資家は「具体案がないのであれば、自分でもっと有利に運用するから資金を返してくれ。もし将来本当に良い投資案件が見つかったら、その時にまた資金の拠出を考えよう」と考えるであろう。社会的にも、資金運用のプロでない企業経営者のもとに多額の運用資産が積みあがることは、資源配分の効率性を阻害すると考えられる³⁷。

2-2. アップルの事例

アップルは業績好調により 2012 年末で 1370 億ドルのキャッシュが積み上がっており、今後も更に事業による多額のキャッシュ創出が予測されていた。資本構成

³⁶ 2014年5月の株主総会に向けて、1個人株主から配当の検討を要求する議案が出されているが、議案が通過する見込みはゼロに近いと他の株主は明言している。Steven Russolillo, "Berkshire Shareholders: Don't Hold Your Breath for That Dividend," *Wall Street Journal Online* (March 14, 2014)

³⁷ 株主還元には、主に配当と自社株買いという2つの手段がある。配当は比較的安定的に支払い、残りのダイナミックな資本配分としての株主還元は自社株買いで行うという企業が多いようであるが、他方で株価が高いときに自社株買いを行うのは残留株主の利益にならないので、株価が低いときにしか自社株買いを行わないという(パークシャーハザウエーのような)ポリシーもある。この2つを両立させるのはなかなか難しい問題である。

としては、オールエクイティ（無借金）であった。

グリーンライトによる株主還元強化策

アクティビスト・ヘッジファンドのグリーンライト・キャピタルは、2012年5月、水面下でアップルに株主還元強化策³⁸を打診したが、経営陣はむしろそれを阻止するような動きをとったため、代表のアインホーンは2013年2月21日、公開コンフェレンスで、プレゼンテーション資料³⁹を用いて高額配当優先株による株主還元のアイディアを説明した。以下、グリーンライトの主張を紹介する。

備蓄資金と成長機会

グリーンライトはまず多くのテクノロジーカンパニーが、キャッシュを積み上げている状況を説明する。その理由のひとつは、テクノロジーカンパニーは業績が急速に悪化することがあり、そのような時期を乗り切るための備蓄資金（Rainy Day Fund）として多額のキャッシュを保有しようとするからである。また、配当を行うと成長機会が乏しくなったと思われるのではないかという懸念もある⁴⁰。

余剰現預金と在庫の類似性

グリーンライトは、バランスシートにキャッシュが積み上がることの問題点は、在庫の積み上がりと似ていると指摘する。積み上がったキャッシュはほとんど収益を生まず、それをファンディングする資本コストを遥かに下回る。しかも、オールエクイティの会社の資本コストはとりわけ高い。アップルの資本コストを仮に10%とすると、1370億ドルのキャッシュ（非生産的な「在庫」）の機会費用は137億ドル（1株当たり14ドル）にも達する。

なぜ余剰現預金はディスカウントされるか

市場は保守的すぎる資本構成の会社のバリュエーションをディスカウントする。なぜなら、現在バランスシートに積み上がっているキャッシュがほとんど収益を生まないのみならず、将来の利益もおそらく手元キャッシュなどの収益性の低い資産に再投資されるだろうと、投資家が予測するからである。したがって、市場は単に手元キャッシュの価値をディスカウントするのみならず、将来のフリーキャッシュフローの非効率（Suboptimal）な再投資を予想してPERも引き下げる。

他方、IBMやテキサスインスツルメンツは、ある程度の有利子負債を抱えており、フリーキャッシュフローのほとんどを配当や自社株買いにより株主に還元している。そのような会社のPERは高めになっている。たとえばIBMは、事業が成熟して低成長にも関わらず、アップルよりもPERが高い。

株主還元と成長性

また、「キャッシュを株主に還元すると成長性が乏しいと思われるのではないか」という懸念に対しては、グリーンライトは、むしろ何年も使わない多額のキャッシュをバランスシートに積み上げておく方が、有利な投資機会を見つけられないことを示しているのではないかと反論する。

史上最大の自社株買いプログラム

アップルは高額配当優先株のアイディアには抵抗し続けたが、2013年4月に配当の15%増額（年間110億ドルに）と自社株買いプログラム枠の6倍増（2015年末までの枠：100億ドル→600億ドル）を公表した⁴¹。この600億ドルの自社株買い枠は1度の承認枠としては史上最大である。グリーンライトもアップルの決断を賞賛する声明を出した⁴²。結局、アップルは、2014年2月までの12ヵ月間で400

³⁸ iPrefと名付けた高額優先配当株による株主還元スキームである。

³⁹ Greenlight Capital [2013]

⁴⁰ また、多くの会社は税率の低い国（アイルランド等）で稼いだ金をそのまま海外に置いているが、これを配当原資として米国に還流させると課税されるので、海外資金は株主還元には使いづらい。

⁴¹ Apple, Press Release, “Apple More than Doubles Capital Return Program” (April 23, 2013)

⁴² その後、アイカーンがアップルの株式を取得し、自社株買い計画枠の大幅増額を求め、アップルの株主総会に更に500億ドルの追加自社株買いを求める（法的拘束力のない）株主提案議案を提出しようとしたが、必ずしも投資家の共感が得られず、2014年2月、ISSの反対表明を受けて断念した。Jennifer

億ドルもの自社株買いを実施した⁴³。

3. 価値破壊的投資

3-1. 成長投資と価値破壊的投資

「利益を伴う成長」

資本配分の誤りとして、株主還元と並んで投資家の標的となりやすいのが価値破壊的投資、すなわち資本コストを下回る利益しか上げられない投資である。投資家にとって最も望ましいのは、投下資本（運用資産）を増大させながらなおかつ資本コストを上回るリターンを上げ続ける経営者である。このような高い利益を上げながらの成長が「利益を伴う成長」（Profitable Growth）である。

「価値破壊的成長」

逆に投資家が嫌うのは、低リターンの投資を続けて投下資本が膨張することである。経営者からみると、資本コストを下回る投資を行っても、会計上認識されるのは金利コストだけであるから、価値破壊的投資を行っても、売上も会計上の利益も伸ばすことが可能なことがある。しかし、投資家からみれば、そのような投資を行うよりも、その分の資金を投資家に返還してくれれば、もっと有利な投資先を見つけることができると考える。なぜならば、資本コストとはオポチュニティ・コストだからである。

「持続的成長」

日本版スチュワードシップ・コードは副題として「投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」とあるが、この「持続的成長」とは資本コストを上回るリターンを挙げる投資による成長と解釈すべきであろう⁴⁴。企業の資金を投資に振り向けるといっても、それが資本コストを下回る投資であれば、たとえ売上や利益は伸びても企業価値ひいては国富が破壊される。経営者は、資本コストを上回る投資機会の創出に全力をあげる責務があり、また自社でそのような機会が十分になれば、余剰資金を株主に返還して、より優れた投資アイデアを持った人に資本を振り向ける社会的責務がある。

スターボード・バリュー代表のジェフリー・スミスは、「典型的な状況では、われわれは経営陣と対話を行い、上手くいっていない成長投資をやめさせ、コア事業に集中してもらい、ROICの規律を高めてもらおうとする」と述べている⁴⁵。次にスターボードがAOLに価値破壊的投資の中止を求めた事例を見てみよう。

3-2. AOLの事例

広告収入依存のビジネスモデルへの転換

AOLは2009年12月にタイムワナーからスピンオフされ、独立インターネット事業者として再スタートした。AOLはもともとネットへの有料接続サービスの会社としてスタートしたが、有料接続サービスのビジネスモデルは時代遅れとなってきた。そこでCEOのアームストロングは、分離上場以来、広告収入に依存する

Ablan, "Icahn gives up Apple buyback plan after ISS urges 'no' vote," [Reuters](#) (February 10, 2014). ISSは反対の理由として、アップルがすでに米国内のキャッシュの大部分を株主に還元し、株主の利益に真摯に向き合ってきたことをあげている。"ISS recommends 'no' vote on Icahn's plan for Apple," [Reuters](#) (February 9, 2014).

⁴³ その原資の一部としてアップルは多額の借入を行っているが、これは課税される海外所在キャッシュの還流を避けるためと思われる。

⁴⁴ 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会のメンバーである田中亘東大准教授に、コードにおける「投資先企業の持続的成長」の意味合いについての興味深い論考がある。田中[2014], 38-39頁参照。

⁴⁵ Heins & Tilson [2013], 253頁（筆者抄訳）。

デジタルメディア・サービス企業への転換を図ってきた。

2011年の売上は、有料接続サービス事業が8億ドルに対して、広告事業が13億ドルである。広告部門はさらに検索連動型広告事業とディスプレイ広告事業に分かれるが、広告効果の高い検索連動型事業の方が収益性が高い。

分離上場後のAOLの収益源は有料接続サービス事業と検索連動型広告事業であったが、両事業の売上・利益は年々縮小していたため、AOLはハフィントンポストなど様々なコンテンツを買収して自社コンテンツを強化し、ディスプレイ広告事業の売上を伸ばすことに注力してきた。さらにアームストロングCEOが共同創業者である地域密着型ニュース提供企業の「パッチ」を2009年に買収している。

ディスプレイ広告事業の巨額赤字

しかし、ディスプレイ広告事業は収益化が遅れ、大きな赤字を継続している。特にパッチ事業はほとんど売上に寄与することなく巨額の赤字を計上している。

図表 10. AOL 部門別損益 (2011年)

(単位:百万ドル)

	売上高	修正EBITDA	マージン
有料接続サービス事業 (Access)	803	643	80%
広告事業	1,314	(263)	-20%
検索連動型広告事業 (Search)	357	261	73%
ディスプレイ広告事業	957	(524)	-55%
自社コンテンツ	573	(545)	-95%
無料プレミアムコンテンツ	560	(398)	-71%
パッチ事業	13	(147)	-1131%
他社コンテンツ	384	21	5%
その他	85	8	9%
合計	2,202	388	18%
合計 (除く自社コンテンツディスプレイ広告事業)	1,629	933	57%

(出所) Starboard Value, "Investor Presentation: AOL, Inc." (May 23, 2012) よりみずほ証券経営調査部作成

スターボードによる価値破壊的投資批判

このような状況下、2011年12月、スターボードはAOLにディスプレイ事業のための自社コンテンツ獲得への過大投資を批判する書簡を送付し、経営陣との対話を求めた。その後、数次にわたるAOL経営陣との対話は平行線をたどり、2012年2月、スターボードはAOLに再度書簡を送付し、経営方針変更のため取締役候補を推薦する意向を示すとともに、AOLの未活用特許資産の有効活用(ライセンス)を提言した。

特許資産の売却と株主還元

AOLは反論声明を公表しスターボードの性急な姿勢を批判したが、2012年3月、財務アドバイザーを起用して特許資産売却プロセスを開始し、翌4月に約800の特許資産をマイクロソフトに売却ないしライセンスすることで合意し、対価の11億ドルについては半分以上を株主に還元することを表明した。しかし、スターボードは満足せず、正式に委任状争奪戦を開始し、3名の取締役候補を立てた。

スターボードの要求先取り

これに対してAOLは、6月の株主総会をにらんで、スターボードの要求の多くを自発的に先取りし、2013年に独立取締役を2名追加すること、特許資産売却対価の全額を株主に還元すること、パッチ事業を2013年末までに黒字化することをコミットした。しかし、スターボードは、これまでのミスマネジメントに関与してきた現在の取締役会メンバーだけでは真の改革は実行できないとして、委任状争

奪戦を継続し、5月23日に、約100ページに及ぶホワイトペーパー⁴⁶を公表した。

コンテンツ買収戦略批判

スターボードの主張の要旨は、AOL経営陣の成長戦略としてのディスプレイ事業強化とそのためコンテンツ買収戦略が、株主価値を破壊しているというものである。AOLの戦略は、コンテンツ買収によるディスプレイ広告事業の成長によって、従来の主力事業である有料サブスクリプション事業／検索連動型広告事業の落ち込みをカバーするというものだが、実際には両事業の縮小をカバーするどころか、ディスプレイ広告事業は巨額の赤字を垂れ流している。

ディスプレイ広告事業不振の最大の原因は、集中と選択の欠如と高コスト体質である。同事業は50以上ものコンテンツのブランドを有し、個々のブランドの多くは小さすぎて採算規模に達していない。特にパッチ事業は固定費負担が重いうえにスケールメリットを得られない事業であり、そもそもビジネスモデルとして成立していないと指摘する。そして、委任状争奪戦に勝利すれば、特にパッチ事業について、売却や閉鎖も含めて正面から対処するよう経営陣に迫ると公約した。

株主総会ではAOLが勝利

2012年6月14日の株主総会を前に、ISSはAOL推薦取締役候補3名中2名に支持表明を出したが、株主総会では会社側の現職取締役8名全員が再任された。しかし、株主総会勝利に至る過程で、AOLは未活用特許資産のマイクロソフトへの売却と代金11億ドル全額の株主への還元、パッチ事業の2013年末までの黒字化コミット、2013年に独立取締役2名を追加することの表明など、スターボードの要求の趣旨に沿う施策を自主的に実施した⁴⁷。

スターボードの歓迎声明

その結果、AOLの株価は大幅に上昇した。スターボードは株主総会後の声明で、AOLの努力を認め、*「われわれの成功の尺度は、全ての株主のために価値を増加させ、われわれの投資家にリターンを生み出したかどうかだ。AOLはわれわれの提案の多くを実施し、株価は過去最低水準近辺から過去最高水準近辺まで上昇した」*と述べた⁴⁸。

パッチ事業の売却

その後、アームストロングCEOは、2013年にパッチ事業の大幅なリストラを実施するなど収益改善を模索したが、結局、2014年1月、同事業を投資ファンドに売却して撤退した。

IV. 資本再配分 (Capital Redeployment)

1. 概説

資本再配分とは何か

資本再配分とは、すでにある事業に投下した資本を引き上げ、別の事業に投下したり株主に還元したりすることである。典型的には、事業ポートフォリオの見直しに該当する。たとえば、GEのイメルトCEOは2013年の年次報告書の中で、*「われわれは、保険やメディアといったGEのノンコア事業から、石油・ガスやライフサイエンスのような当社の強みを生かせる事業に、資本を再配分した」*

⁴⁶ Starboard Value [2012]

⁴⁷ "AOL Outlines Peace Offering – To Blunt Attack from Activist Investor, Internet Company Unveils Five-Point Plan," *Wall Street Journal* (2013/5/10)

⁴⁸ William Launder & Jon Kamp, "AOL Wins Proxy Fight, Easing Pressure on CEO," *Wall Street Journal* (June 14, 2012)

と述べている⁴⁹。

ドラッカーの問い

企業の事業ポートフォリオはその時々々の事業環境に即して経営者が行ってきた経営判断の歴史的集積であるが、ある時点で最適と思われた事業ポートフォリオも、環境変化や予測と現実の食い違いなどにより、現時点では必ずしも最適であるとは限らない⁵⁰。ジャック・ウェルチがドラッカーから学んだ重要な教えとして、「もしわが社がこの事業をやっていなかったとしたら、今この事業に新規参入するだろうか」という厳しい問いがある。もしその答えがノーであったら、次の質問は「それではその事業をどうするつもりか」である⁵¹。

事業にとって誰が経営するのが一番良いのか

資本再配分のもうひとつの基準は、「事業にとって誰が経営するのが一番良いのか」である。デュポンは、2010年に、売上高40億ドル、従業員1万1千人で収益事業だった塗料事業を、プライベートエクイティファンドのカーライルに売却した。その時のプレスリリースでは、「塗料事業の成長ポテンシャルは、デュポンの外に出た方が最大限に実現できるとの結論に達した」と売却の理由を述べている⁵²。

社会の公器

株主利益の観点からだけではなく、事業が社会の公器であるとする観点からも、それを社会から預かる経営者として、「自分が一番事業の価値を発揮させられるか、事業のポテンシャルを引き出せるか」を虚心坦懐に問う必要があるだろう⁵³。専門家は、アクティビストに狙われやすい代表的な例として、過剰な現預金と並んで、事業のポテンシャルを発揮させられない企業をあげ、次のように警告する⁵⁴。

もし売却したりスピノフした方が価値のある事業があれば、会社は株主になぜその事業を持ち続けることが望ましいのかをきちんと説明できなければならない。

2. 多角化とコングロマリット

多角化と資本配分、資本再配分

資本市場の発達した先進国の企業による多角化には、投資家は概して懐疑的である。これから多角化の買収を行うかどうかは、資本配分の問題（価値破壊的な投資か否か）である⁵⁵。これに対して、すでに多角化している事業を分離するかどうかは資本再配分の問題である。

ビーム社

たとえば、2014年1月にサントリーが買収を発表した米国の蒸留酒企業、ビーム社は、もともとコングロマリットのフォーチュン・ブランズ社の一部であった。同社は、ゴルフボール事業や蛇口メーカーなど雑多な事業を抱えていたが、2010年に同社に投資したアクティビストのパーシング・スクエアの圧力により、それらの事業を売却したりスピノフしたりして、蒸留酒専業会社に生まれ変わり、社名を「ビーム」に変更した。

⁴⁹ “Letter to Shareowners,” GE, 2013 Annual Report. (筆者訳)

⁵⁰ 田村[2009]、3-4頁参照。

⁵¹ Welch [2001]、108頁。

⁵² DuPont, Press Release, “The Carlyle Group to Buy DuPont Performance Coatings Business for \$4.9 Billion” (August 30, 2012).

⁵³ プロクター&ギャンブルの名経営者ラフリーの下でCFOとして買収戦略を指揮したダレイは、買収の基準は、「結局のところ、買う側として、買収してより大きな価値を生み出せるのかどうか」だとして、次のようにコメントする。「買収が成功するのは、それまでより良い所有者になるか、あるいは独立させておくよりも良い会社にできる場合だけです」ラフリー[2013]、132頁。

⁵⁴ Mariella Segarra, “How to Prevent a Shareholder Blowup,” CFO.com (June 4, 2013). (筆者訳)

⁵⁵ かつて、フィデリティの伝説的ファンドマネージャーであるピーター・リンチは、著書 One Up on Wall Street (1988) の中で、価値破壊的な多角化のことを、“Diversification”ではなく“Diworsification”であると呼んだ。

ウェルチ、バフェットと ングロマリット

一般には、異なった事業特性を持つ事業をひとりの経営トップが十全に経営することは難しい。なぜなら、各々の事業分野で競合他社と全力で競争しなければならないからである。確かに GE のウェルチやパークシャーハザウエーのバフェットは、さまざまな事業を傘下に収めて経営しているが、誰にでもまねのできることはない。

ウェルチは、1989 年度年次報告書の「株主への手紙」のなかで、GE はングロマリットではなく、「統合された多角的企業」と述べている⁵⁶。当時、GE には 13 もの事業部門があり、事業内容はテレビ局、金融、プラスチック、航空機エンジンなど多岐にわたっていた。しかし、それらの事業を結び付け、統合された多角化を生み出す「共通の経営実務」があった。その共通の経営実務を浸透させるためには、経営の多層構造と官僚主義の打破が必須であり、それはウェルチのような卓越した経営力をもってはじめて可能になるものであった⁵⁷。

多角化と市場経済の発展 段階の関係

多角化の是非と市場経済の発展段階の間には密接な関連がある。筆者は 2007 年の資本市場リサーチ論文「ディベスティチャー（事業分離）」の中で、以下のように説明している⁵⁸。

歴史的・地理的にみると、概して市場経済が未発達な時代ほど、また発展途上国ほど、本業と関連の薄い分野への多角化であるングロマリットがよくみられる。たとえば、米国では 1960-70 年代にはングロマリット経営が盛んであったが、その後 1980-90 年代にはングロマリットの解体が進み、選択と集中が重視されるようになった。また現在でも、発展途上国の有力企業ではングロマリット形態が一般的である。その理由には、いくつかの点が考えられる。しばしば説明に使われるのは、内部資本市場理論である。同理論によれば、最適な多角化の度合いは外部資本市場の発達状態に依存し、一般に外部資本市場が未発達で非効率であるほど、内部資本市場により資源配分を行う多角化が有利になる。他方、外部資本市場が発達し効率的であるほど、資源配分を外部資本市場に委ねて選択と集中をした方が有利になるとする⁵⁹。それに加えて、事業機会や人材・その他経営資源の問題もある。一般に、成長機会の豊富な途上国ほど、様々な業種で事業機会が存在する一方、資本や人材・その他経営資源の制約が強く、優秀な起業家・経営者が様々な事業領域に内部で資本ないし信用を融通しあいながら進出していくことが合理的でありうる。また、途上国では市場インフラや法制度も概して未発達で、政治的安定性や「官」との様々な関係も大きなファクターである。そういった広義の「市場の失敗」から事業を守るためにも、コネクションと影響力をもったングロマリット形態の事業展開が有利となりうる⁶⁰。

以上の考察を踏まえると、外部資本市場が発達し法的・制度的インフラが整備された国で事業展開する企業ほど、一般には選択と集中の方が有利になるケースが多く、多角化を行う場合には、経営者にはそのメリットの説明責任

⁵⁶ GE コーポレート・エグゼクティブ・オフィス[2001]、94-98 頁。

⁵⁷ しかし、ウェルチやバフェットの能力をもってしても、事業特性のまったく異なる投資銀行事業への投資（GE によるキダービーボディ買収、パークシャーハザウエーによるソロモンブラザーズへの投資）では苦戦ないし失敗している。

⁵⁸ 田村[2007]、130-131 頁。

⁵⁹ たとえば、Ogden [2003]、437 頁参照。

⁶⁰ D'Amato [1998]参照。なお、途上国のングロマリットは、ひとつの親会社の傘下で多角化する形態よりも、資本的に絡み合ったビジネスグループ（財閥等）を形成する形態の方が一般的のようである。同前。

と、強力な自律ないしガバナンス体制が求められることになる。

この多角化事業の分離の手法としてしばしば用いられるのが、次に説明するスピノフである。

3. スピノフ

3-1. スピノフの意義

事業分離の手法としてのスピノフ

事業ポートフォリオの見直しのうち、事業分離の手法としては、スピノフやカーブアウト（子会社上場）、売却などが含まれるが、カーブアウトは米国ではスピノフや売却への一里塚として行われることが多い⁶¹。ここでは、しばしばアクティビストの要求項目になるが日本では馴染みの薄いスピノフを取り上げる。

ティムケンのスピノフ

前号の資本市場リサーチ論文「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治」で紹介したベアリング大手ティムケンの事例⁶²では、アクティビストのリレーショナルがカリフォルニア州教職員退職年金基金と組んで、シナジーの薄れた鉄鋼事業のスピノフを求めた。その理由としてあげられたのが、異なった事業を兼営することにより資本配分が歪むおそれがあること、投資家からみて事業評価の透明性に欠けることである⁶³。

株主総会での株主による分離提案可決を受けて、会社側は独立取締役特別委員会による検討を経て、2013年9月に正式に事業分離を決定したが、その投資家向けプレゼンテーション資料⁶⁴では、分離の理由として、各々のコア市場にフォーカスできること、各々に適した資本構成と資本配分方針を取れること、各々の事業に適した投資家層を引き付けることができることをあげ、株主側のロジックを受け入れた形になっている。

バクスターのスピノフの論理

事業分離は必ずしも株主の圧力を受けて行うものではなく、米国企業は戦略的理由から自発的にスピノフを行うことも多い。たとえば、2014年3月、米医療機器大手のバクスター・インターナショナルは、バイオ製薬事業をスピノフし、医療機器事業（腎臓透析機、麻酔薬等）に特化することを発表した。本件事業分離のロジックの説明は、以下のように典型的なものである⁶⁵。

製薬事業はリスクが高く巨額の R&D 費用を必要とするが、成功すれば高成長を目指せる。他方、医療機器事業は成長性は高くないが着実な事業であり、創出する多額のキャッシュフローを株主に還元することができる。

このような2つの事業を別個独立の上場会社にするにより、各々の企業に適した「成長重視の投資家」("Growth" Investors)と「株主還元重視の投資家」("Yield" Investors)を引き付けることができる。両事業は非常に事業特性が異なるので、どんな経営者にとっても両事業を効率的に経営することは難しいだろう。両事業の分離により、経営のフォーカスが高まり、キャピタル・

⁶¹ 田村[2007]、137頁参照。

⁶² 田村[2014]、162-165頁。

⁶³ Relational & CalSTRS [2013]

⁶⁴ Timken [2013].

⁶⁵ Baxter, Investor Presentation, "Creating Two Separate Leading Global Healthcare Companies" (March 27, 2014); Robert Cyran, "Conscious Uncoupling for Drug Makers," *New York Times DealBook* (March 27, 2014). 参照。

アロケーションが改善され、中長期的な収益性の向上が期待される。

FMC のスピノフ

同様に米農薬企業の FMC も、2014 年 3 月、事業特性の異なるミネラル事業のスピノフを発表している。FMC は投資家向けプレゼンテーション資料⁶⁶の結論として、各々の事業のポテンシャルが発揮されることにより、事業自体に対して、そして事業の所在する地域社会やすべてのステークホルダーに対してプラスになると説明している。

カタリストとしてのスピノフ

スピノフはまた、株価が本源的価値に収斂するカタリストの役割も果たす。それも投資家が多角化事業のスピノフを歓迎する大きな理由である。

日本では税制上の要因でスピノフが事実上不可能

このように企業価値戦略上重要な機能を果たすスピノフであるが、日本では、会社法上可能であるにもかかわらず、税制上の要因で事実上ブロックされている。米国ではスピノフは適格要件を満たせば無税（課税繰延べ）であり、IRS のタックスルーリングを取得して実施されているが、日本では組織再編税制上の適格要件を満たすことができず、スピノフは有税となる⁶⁷。

株主の観点からみれば、スピノフにより、子会社の価値込みの親会社株が、子会社抜きの親会社株と分離された子会社株に分割されるだけであり、理論上保有株式の価値は変わらないはずだが、そこに課税が発生すると、スピノフは経済的には事実上実施不可能となる。

日本経済活性化に対する潜在的阻害要因

成熟経済では特に、経済環境、事業環境の変化に伴って企業が大胆に事業ポートフォリオを組み替えていく必要があるが、日本では事業ポートフォリオを結合する方（合併、株式交換等）は課税繰延べを受けられるのに、株主レベルで完全に分離するスピノフは、税務上極めて困難になっている⁶⁸。「結合」はよいが「分離」は駄目という一方通行である。これは、事業のダイナミックな再編・組換の障害となり、経営資源の円滑な移動を妨げ、成熟した日本経済の活性化に対する潜在的に大きな阻害要因になるものと思われる。

次に株主の圧力によるスピノフの事例と、企業による自発的なスピノフの事例をより詳しく見てみよう。

3-2. ダーデン・レストランズの事例

ダーデンの事業ポートフォリオ

ダーデン・レストランズは、全米およびカナダで 2000 店舗以上のレストランチェーンを運営する企業である。2013 年 5 月期の売上高は 86 億ドルに達する。1970 年代にジェネラルミルズの傘下に入り急成長したが、1995 年にスピノフされ独立上場企業となった。なかでも、レッドロブスターとオリーブガーデンが売上の 7 割を占めるが、両チェーンは成熟しており、ロングホーンステーキハウスや、キャピタルグリルなどのスペシャリティ・レストラン群が成長している。これら成

⁶⁶ FMC, Investor Presentation, “Creation of Two Independent Public Companies” (March 10, 2014)

⁶⁷ 田村[2007]、137-138 頁参照。2002 年、中外製薬がスイスの医薬品大手ロシュの傘下入りをした際に、ロシュ事業との独禁法上の問題から、米国上場子会社のジェン・プローブ社をスピノフしたが、みなし譲渡益として中外製薬に課税が発生し、更にみなし配当として中外製薬の株主にも課税が発生した。これらの税金（総額約 350 億円）は、株主課税分も含め中外製薬が負担することになった。本件の事情については、中外製薬副社長だった須澤氏のインタビュー記事に詳しい。2003 年 7 月 27 日付日本経済新聞記事「真説異説・会社分割税負担で採算合わず」。なお、ジェン・プローブ社のスピノフは、法的には「有償減資」のスキームを採っている。現在では「現物配当」スキームが可能であるが、税務問題は依然残っている。

⁶⁸ 事実上実施不可能なので、「課税」といっても税収は上がっていないものと考えられる。

長事業群の多くは、近年買収したものである。

ダーデンの同業他社と比較したひとつの特徴は、土地や建物の自社保有比率が高いことである。1000店舗以上で土地・建物を自社保有し、さらに800店舗以上で建物を保有している。

図表 11. ダーデンの保有するレストランチェーン

(店、億ドル、百万ドル/店)			
	店舗数	売上高	1店舗当たり売上*
「成熟」事業	1,533	63.0	
Red Lobster (シーフード)	705	26.2	3.7
Olive Garden (イタリアン)	828	36.8	4.6
「成長」事業	599	22.2	
LongHorn Steakhouse (ステーキ)	430	12.3	3.0
Specialty Restaurants	169	9.9	6.7
The Capital Grille (アメリカン)	49	3.3	7.0
Yard House (アメリカン)	44	2.6	N/A
Bahama Breeze (カリビアン)	33	1.7	5.5
Seasons 52 (ヘルシー)	31	1.6	6.2
Eddie V's (シーフード)	12	0.7	5.8
合計(含むその他)	2,132	85.5	

*期中出店、買収等を調整

(出所) Darden FY2013 Annual Report, Barington Capital Group, "DARDEN: Perspectives on Value Creation" (December 17, 2013)よりみずほ証券経営調査部作成

バーリントンによる事業分離提案

2013年9月、それまで数ヵ月間、経営陣と水面下で意見交換を続けていたアクティビスト・ヘッジファンドのバーリントンキャピタル(約2.8%保有)は、経営陣への書簡で、会社が巨大になりすぎ多くのブランドを効率的に運営できていないので、成熟チェーン群(レッドロブスターおよびオリーブガーデン)と成長チェーン群(その他のブランド)に会社を分割すべきと提案した⁶⁹。しかし、会社との議論が平行線をたどったため、翌10月に、バーリントンは経営者宛書簡を公開し、12月にはホワイトペーパー⁷⁰を公表した。以下、バーリントンの主張である。

バーリントンは、ダーデンの株価パフォーマンスの低迷と資本利益率およびEBITDAR⁷¹マージンの低下を問題にし、同業他社と比べてもEBITDARマージンが低いことを指摘する。しかも、積極的な新規出店やブランド(レストランチェーン)買収による売上高の急増にもかかわらず、販売管理費率は横ばいで、スケールメリットが出ていないと指摘する。

ダーデンは、全米にいきわたったオリーブガーデンとレッドロブスターの成長性低下に対処するため、2008年以降で4つのブランドを買収したが、それら多くのブランドの経営を中央集権化しすぎたため、事業運営の複雑性が増し、個別のブランドへの注力度(フォーカス)が低下して、競争力を弱体化させている。

特に成熟したオリーブガーデン、レッドロブスターの両チェーンと成長余力の大きい他のチェーンが単一の経営下にあることが、双方の事業群のためにならないと論じる。そこで、バーリントンが提案するのが、成熟事業群と成長事業群の分離上場である。さらに、自社保有不動産の価値が十分に株価に反映されていない

⁶⁹ "An Activist Investor Is Urging Darden to Break Itself Up," *New York Times DealBook* (October 16, 2013)

⁷⁰ Barington Capital [2013]

⁷¹ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent. レストランチェーンの業績を比較する場合、EBITDAではなくEBITDARベースで見ることにより、不動産が自社保有か賃借かによるEBITDAの差異を取り除くことができる。

ことから、保有不動産を REIT として分離上場することを提案する。

分離上場後、成熟事業群は店舗レベルの効率向上と顧客サービスに注力し、本社経費を抑制、新規出店は当面停止して、キャッシュフローは配当維持に回す。これに対して成長事業群は、新規出店やブランドへの投資を継続し、キャッシュフローは成長投資に回す。保有不動産の REIT 化と合わせて、当時（2013 年 10 月 8 日現在）46 ドル台だった株価が大幅に上昇するポテンシャルがあるとバーリントンは試算する（図表 12）。

図表 12. バーリントンによる事業 3 分割後の株価試算

Pro Forma Valuation

	Comparable Company Trading Multiples		Estimated Company Performance (\$ in millions)	Estimated Enterprise Value (\$ in millions, except per share)	
	Median	Mean		Based on Median Multiples	Based on Mean Multiples
Mature Brands Company					
EV/LTM EBITDA	10.3x	10.1x	LTM EBITDA = \$542.9	\$5,591.6	\$5,483.1
Higher Growth Brands Company					
EV/LTM EBITDA	11.4x	13.7x	LTM EBITDA = 209.4	2,387.6	2,869.3
Real Estate Holdings					
Direct Capitalization Approach - Net of Estimated Tax Leakage				3,420.0	3,960.0
Sale Transactions - Net of Estimated Tax Leakage				3,330.0	3,690.0
Triple Net REIT Trading Comps				3,855.4	4,069.5
Average				3,535.1	3,906.5
Total Estimated Enterprise Value				11,514.4	12,258.9
+ Cash				108.9	108.9
- Debt				(2,757.1)	(2,757.1)
Estimated Equity Value				8,866.2	9,610.7
Estimated Equity Value per Share (pre adjustments)				\$67.90	\$73.61
Estimated Leakage Cost per Share				(\$3.00)	(\$1.50)
Value from Operating Expense Reduction per Share (1)				\$6.00	\$8.00
Net Estimated Equity Value per Share				\$70.90	\$80.11
Premium to October 8, 2013 Price				53%	73%

Together, we believe our proposed recommendations can achieve an estimated value of \$71 - \$80 per share

Source: SEC Filings; Capital IQ; Barington analysis

(1) 7.5x multiple applied to \$100 - \$150 million cost savings. Based on NPV of projected flat tax adjusted savings

(出所) Barington Capital Group, "DARDEN: Perspectives on Value Creation" (December 17, 2013)

ダーデンによるレッドロブスター事業スピンオフ発表

その後、スターボード・バリューも 5.6%の株式を取得し経営改善圧力が強まる中、2013 年 12 月 19 日、ダーデンは、レッドロブスター事業のスピンオフを中核とする株主価値向上策を発表した⁷²。同プランはさらに、同じく成熟事業であるオリブガーデンの新規出店停止や、コスト削減、株主還元強化等を打ち出しており、バーリントンの要求に半ば歩み寄った内容になっている。

⁷² Darden Restaurants, News Release, "Darden Announces Comprehensive Plan to Enhance Shareholder Value" (December 19, 2013); Darden Restaurants, Investor Presentation, "Comprehensive Plan to Enhance Shareholder Value" (December 19, 2013)

しかし、バーリントンやスターボードは、会社側の施策は中途半端だとしてさらに踏み込んだ経営改善策を求めている⁷³。特にスターボードは、2014年2月、レッドロブスターのみをスピノフする中途半端な計画を阻止するために、臨時株主総会の開催を求める意向を明らかにしている⁷⁴。

3-3. ダウケミカルとデュポンの事例

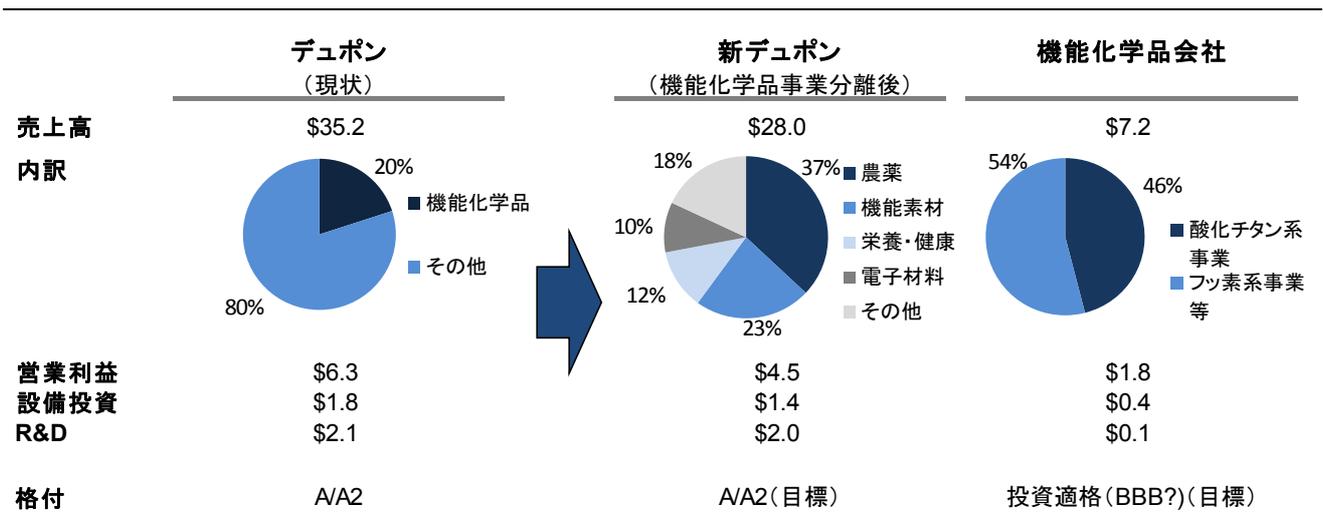
ダウケミカルの事業戦略

ダウケミカルは世界最大級の石油化学メーカー⁷⁵であるが、市況変動の影響を大きく受ける石油化学コモディティ事業への依存度を下げるため、川下の高度な石化誘導品や農薬、電子・機能材料等のスペシャルティ事業の強化を進めてきた。特に2009年のスペシャルティ化学メーカー、ローム&ハースの買収により、電子・機能材料や塗料・インフラ関連材料が大きく強化された。しかし、ダウケミカルの事業の6-7割は（同社がスペシャルティに分類する樹脂・化成品事業を含め）なお原料一貫の石油化学関連事業である。

デュポンによる自発的スピノフ

他方、いち早く脱石化路線を進んだ同業のデュポンは、ダウを上回る勢いでスペシャルティ特化を進め、2012年には塗料事業を売却し、2013年10月には、アクティビスト・ヘッジファンドのトライアン（ペルツ）の圧力がささやかれる中、売上上の2割を占める機能性化学品事業のスピノフを発表した。

図表 13. デュポン事業分離後の2社の概要（2012年実績値ベース）



(出所) DuPont, "Separation of Performance Chemicals" (October 24, 2013)によりみずほ証券経営調査部作成

デュポンの投資家説明資料⁷⁶によれば、同社が機能化学品事業の分離を決断した理由は、事業特性が異なり、したがって戦略的なフォーカスが異なるからである。機能化学品事業は、キャッシュフローの創出力は強いがシクリカルな事業であり、「技術力」よりも「コスト競争力」、「成長」よりも「キャッシュ創出」が鍵となる。各々の事業に適したリソースと資本構成、戦略的フォーカスを与えることに

⁷³ 他方で、機関投資家やアナリストのなかには、特に保有不動産の分離上場に疑義を呈するものも存在する。

⁷⁴ Rachel Abrams, "Investor Pushes to Block Red Lobster Spinoff," *New York Times DealBook* (February 24, 2014)

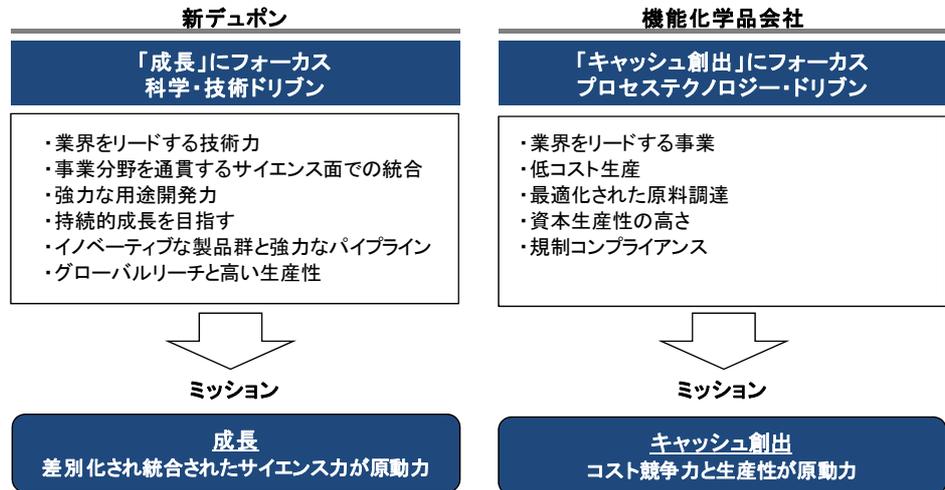
⁷⁵ ダウケミカルの石油化学事業は原料として石油よりも天然ガスに大きく依存するが、ここでは天然ガス原料事業も含め「石油化学」事業と呼ぶ。

⁷⁶ DuPont, Investor Presentation, "Separation of Performance Chemicals" (October 24, 2013)

より、どちらの事業もよりポテンシャルを発揮することができる。投資家にも、「成長」重視の新デュポンと、「株主還元」重視の機能化学品事業という明確な選択肢を与える。

図表 14. デュポン事業分離の目的

明確に異なった価値創造戦略を持つ2つの競争力のある企業



(出所) DuPont, "Separation of Performance Chemicals" (October 24, 2013)よりみずほ証券経営調査部作成

ダウによる塩素系事業の自発的分離

次はダウにもアクティビスト・ヘッジファンドの圧力が高まるのではないかと観測が市場で高まる中、ダウは2013年12月2日に、100年以上の歴史を持つ祖業のひとつである塩素系事業のカーブアウトを発表した⁷⁷。対象となるのは、電気分解で塩素と苛性ソーダを製造するクロル・アルカリ事業、その塩素を原料とする塩化ビニル事業、塩素系有機物事業、エポキシ樹脂事業であり、売上高合計は40-50億ドル（総売上の1割弱）である。ダウはカーブアウトの理由を、これらの事業は競争力・収益力を有しているが、シクリカルなコモディティ事業であり、技術による差別化と成長性を重視するダウの戦略に適合しないと説明している。

サードポイントによる石化事業分離提案

2014年1月21日、サードポイントは投資家向け書簡⁷⁸のなかで、ダウ株式のポジションを大量にとったことを明らかにするとともに、塩素系事業のカーブアウトよりもはるかに大胆な、石油化学事業全体の分離を提案した。以下、サードポイントの投資家向け書簡に記載された主張の概要を紹介する。

サードポイントはまず過去10年間のダウの株価パフォーマンスが市場平均を大きく下回っていることを指摘したうえで、ダウの最大事業である石油化学事業が最近のシェールガス革命の恩恵を大きく受けることを考慮すると、なおさら驚くべきパフォーマンスの悪さであると指摘する。そして、ダウに対し、外部アドバイザーをリテインして石油化学事業の分離を検討するように勧告する。

具体的には、石油化学の川上部門である「原料・エネルギー事業」と川下事業で

⁷⁷ Dow Chemical, Investor Presentation, "Separation of Commodity Chemicals Businesses" (December 2, 2013). カーブアウトの手法としては、売却ないしスピンオフが想定されており、投資銀行をリテインして検討を進めるとしている。

⁷⁸ Third Point [2014]、2-7頁（強調筆者）。

ある「機能性プラスチック事業」「機能性化学品事業」を「ダウ石油化学会社」(Dow Petchem)としてスピノフし、残りの石油化学と比較的関連の薄い「電子・機能材料事業」「塗料・インフラ関連材料事業」「農薬・種子事業」を束ねる「ダウ・スペシャルティ会社」(Dow Specialty)とともに、2社の独立上場会社にするという案である。石油化学事業は長らくダウの中核事業であり、現在でも売上の約7割を占めている。つまり、売上の7割を占める主力事業をスピノフするという大胆な提案である。その論拠はどのようなものであろうか。

図表 15. “Dow Petchem”と“Dow Specialty”の財務状況

	2012		
	売上	EBITDA	総資産
(百万ドル)			
"Dow Petchem"			
原料・エネルギー	10,695	718	5,276
機能性プラスチック	14,479	3,018	11,193
機能性化学品	13,608	1,036	11,073
小計	38,782	4,772	27,542
"Dow Specialty"			
農薬・種子	6,382	977	6,367
塗料・インフラ関連材料	6,898	823	11,630
電子・機能材料	4,481	958	11,448
小計	17,761	2,758	29,445
本社等	243	(1,939)	12,618
合計	56,786	5,591	69,605

(出所) Dow Chemical, “2012 Annual Report”よりみずほ証券経営調査部作成

ダウの石化戦略と業界環境のミスマッチ

サードポイントの分析によれば、ダウの石化戦略は、川下事業のウェイトを高めることにより顧客に密着したスペシャルティ化を進め、高い利益率を達成することである。しかし過去5年の業界環境は、北米シェールガス革命の進展により川上事業の原料コストが劇的に低下する一方、中国や他の新興国で積極的な川下事業の設備増強が行われている。この結果、ダウが最大の(川上)エチレン生産者である北米で川上事業の収益性が向上し、「スペシャルティ」のはずの川下事業はコモディティ化が進んで利益率が圧迫されている。このような状況に鑑みると、ダウの石化戦略は業界環境の変化とミスマッチを起こしているように思われる。

キャピタル・アロケーションの問題

したがって、ダウの川下重視戦略は、むしろ裏目に出て収益性の重荷になっている可能性がある。ダウの石化事業の収益性を専業石化メーカーと比較すると、ダウにはコスト削減や生産効率化により数十億ドルのEBITDA改善余地がある。ダウの川下重視戦略は、川上事業の生産効率を犠牲にしたり誤ったキャピタル・アロケーションを行ったりすることにより、川上事業が川下事業に補助金を出す状況に陥っている可能性がある。

不透明な情報開示と内部仕切価格

しかし、ダウの不十分なセグメント情報開示と不透明で一貫性のない川上から川下への内部仕切価格のせいで、株主は(そしておそらくはダウの取締役会も)どの事業が実際にはもうかっていないのかを判断することが難しい。少なくとも、石化事業が全体としてあるべき収益性を達成していない以上、(できれば外部アドバイザーを起用しての)徹底的な戦略的検証が必要である。

ダウは最近発表された塩素系事業分離のロジックを石化事業全体に適用して、独

立した石化会社を設立すべきである。それにより、残った会社は真のスペシャルティ会社になり、分離された石化会社は、川下展開／一貫生産重視の路線から離れて、全体最適な収益最大化戦略を再構築することができる。

原料一貫メリットの問題

ダウの経営陣はスピノフによる原料一貫メリットの喪失を危惧しているのかもしれないが、垂直統合が重要なのは石化会社の川上・川下事業間であり、スペシャルティ会社（とりわけローム&ハース由来の諸事業と農薬・種子事業）については、原料一貫はさほど問題にならない。石化会社とスペシャルティ会社への分割により、石化会社は世界で最も優れた低コストのコモディティ石化事業を築くことに専念することができる。他方、スペシャルティ会社は、成長性の高いスペシャルティ戦略に専念することができる。そのような成長性と（石化事業との分離による）財務情報の透明性向上により、現在のダウよりも高いマルチプルを享受することも可能になるであろう。

ダウの反論と資産売却計画の積み増し

以上のようなサードポイントの主張に対し、ダウは（名指しは避けながらも）否定的な反応を示していた。そして2014年2月11日、ダウは、1月29日の決算説明会プレゼンテーション資料を新たなスライドを1枚加える形で再度SECにファイリング⁷⁹した。追加されたスライドには概要以下の記述がある。

ダウの取締役会および経営陣は、外部アドバイザーと共に、以前にもまた最近にも当社の戦略的選択肢について徹底的な検討を行ったが、その結果、当社を石油化学事業とスペシャルティ事業に分割することは、生産性や資本配分上なんらメリットを生まないのみならず、サイエンスを基盤に垂直統合された複数のバリューチェーンにまたがる事業群の、スケールメリットやインテグレーションによるコストメリット、テクノロジーメリットを阻害すると結論に達した。

これは名指しこそ避けているが、サードポイントの主張を真っ向から否定するものである。これに対してサードポイントもダウの透明性の欠如を非難するなど、両者の対決がエスカレートする兆しが出ている。他方、ダウは2014年3月に、独自の資産売却計画の大幅積み増し（46-60億ドルの売却額へ）を発表し、サードポイントと株主の支持を争っている。

V. ガバナンス（Corporate Governance）

1. 規律

米国の社外取締役の劇的な役割変化

プロクター&ギャンブルの元会長兼CEOでありGMの会長も務めたジョン・スメールの回想によると、1970-80年代頃までは、米国では社外取締役は名誉職的なものと思われており、CEOの意見になんら異議を唱えない傾向が強かった。なぜなら、当時の取締役は自らの役割をCEOへの助言者だと認識しており、自分たちの仕える相手は株主ではなく経営者だと考えていたからである⁸⁰。

しかし、現在では、その関係は様変わりしている。スメールはこう述べる⁸¹。

⁷⁹ Dow Chemical, Form 8K, filed on February 11, 2014, Exhibit 99.1

⁸⁰ ケアリー&フォン・ヴァイクス [2004]、131-132頁。

⁸¹ 同上、135頁。

CEO と取締役会の関係を正しく理解するには、まず単純な事実から始めなければならない。取締役会は CEO のボスであるということだ。取締役会は CEO を雇うこともできれば、解任することもできる。事実、CEO の選任——ある場合には解任——は、取締役会の最も重要な責務である。

取締役会はボスである。なぜなら取締役会が会社の真の所有者——つまり株主——を代表する存在だからである。そして、取締役会が株主への義務をはたしうる唯一の道は、事業の発展に責任を負うことだ。

「ボス」としての株主、取締役会

「ボス」とは首を切れる人のことであるとすると、会社法的にも確かに経営者のボスは取締役会であり、取締役のボスは株主である⁸²。投資家は取締役会に、この経営者のボスとして、経営者の選解任、規律付け、報酬の設定を通じて経営者の利益と株主利益のベクトルを一致させること（アラインメント：Alignment）、などを求めている。

「規律」とは何か

ここで「規律」（Discipline）とは、企業価値向上のために必死で全力を尽くすようプレッシャーをかけることを意味する。欧州の有力アクティビストであるセヴィアン・キャピタル⁸³の共同創業者クライスター・ガーデルは、「ドイツ企業は[大株主の多い]北欧企業ほど株主の規律にさらされていないので、フルポテンシャルに達していない」と述べている⁸⁴が、このフルポテンシャル実現に向けての必死の努力を強力に促すことが規律である。

ネルソン・ペルツの率いるアクティビスト・ヘッジファンド、トライアンは、2005年、ウェンディーズに関するホワイトペーパーを公表し、経営改善の圧力をかけた。ウェンディーズは結局、ペルツ推薦の取締役 3 人を受け入れ、経営改革に乗出した。同社のピケット会長は後にこう語っている⁸⁵。

ペルツのホワイトペーパーは核心をついていた。アクティビストのおかげで、取締役会は従来よりも経営陣に重要な問題に直面するよう強く迫るようになった。

「自律」と「他律」

この「重要な問題に直面するよう強く迫る」ことが規律である。規律とはある意味では「他律」であり、経営者の「自律」（自己規律）こそが重要だとの意見も聞かれる。出処進退を含む経営者の自律はたしかに大変重要であるが、投資家は経営者の自律のみに頼ることはシステムとして機能しないと考える。なぜならば、自律できる優れた経営者はやめて、自律できない経営者ばかりが残ることになりかねないからである。

さらに、大変な業績を上げた立派な経営者であっても、その後、裸の王様になったり判断力が鈍ったりした場合に、取締役会がきちんと経営者を交代させる力を持っていることが重要だと考える。米紳士服チェーンのジョス A バンク・クロージャーズは、前 CEO のウィルドリック会長が成長させた会社であるが、価値破壊

⁸² 信越化学工業の金川社長（現会長）は、著書で以下のように述べている。「会社経営の目的は株主に報いることにあります。したがって、経営者である私のボスは株主だけです。」「社長は取締役会で選任されます。ですから、取締役の支持を失った場合、改革の目標がどんなによくても仕事はできませんし、逆に、取締役会の支持があればかなり自由に改革できます。」金川[2002]、23 頁、87 頁。

⁸³ Cevian Capital. 英/スウェーデン系のアクティビスト・ヘッジファンド。ティッセンクルップなど欧州の大企業に投資している。

⁸⁴ “Cevian Raises ThyssenKrupp Stake; Swedish Investment Fund Now Owns 5.2% of the German Conglomerate,” Wall Street Journal Online (September 26, 2013), []内筆者補足。

⁸⁵ Shawn Tully, “The reinvention of Nelson Peltz,” *Fortune* (March 16, 2007)（筆者訳）

委員会設置会社

的な買収戦略に傾斜する経営方針を批判するヘッジファンド、ビーコンライトは、2013年8月の公開書簡で、「ウィルドリック会長の過去の成功は、彼が会社を自分の封建領土のように経営することの正当な理由とはならない」と述べている⁸⁶。

日本でも最近では委員会設置会社が増加しつつあるが、重要なことは規律がきちんと働く取締役会の構成になっているかどうかである。HOYAの鈴木洋 CEO は、委員会設置会社になった利点について、次のように説明している⁸⁷。

説明責任をきちんと果たすようになった。事業計画などは論理立てて作成し、社外取締役を説得して初めて実行できる。その後は報告義務や結果責任を負う。社内の誰かに根回しすれば事が運ぶというのとは違い、経営に筋が通る。

同社では、指名、報酬、監査の3委員会は原則として社外取締役だけで構成されているが、それについて鈴木 CEO は以下のように説明する。

執行役の業績を評価する報酬委員会などは、社内の人間がいたら議論しづらい。委員会に続いて取締役会が開かれることが多く、私は委員会が終わるまで待機しているが、あまり気持ちのいいものではない。指名委員会で私の解任決議が決まったら「もう取締役会に出なくていい」と言われて終わりだからだ。後継 CEO について私は社内の人材を候補に挙げているが、指名委員会では社内、社外で意見が拮抗しているようだ。

なお HOYA の社外取締役は、茂木友三郎氏（キックマン取締役会議長）、児玉幸治氏（元通産事務次官、元商工中金理事長）、小枝至氏（日産自動車相談役名誉会長）、麻生泰氏（麻生会長）、内永ゆか子氏（前ベルリッツコーポレーション CEO）、浦野光人氏（ニチレイ相談役）の6名であり、全員が経営トップの経験者である。

東芝相談役の岡村正氏（元社長）は、改正商法が施行された2003年に先陣を切る形で委員会等設置会社に移行したことにつき、以下のように説明する⁸⁸。

社長の報酬はだれが決めるのか。投資家向け説明会ではそんな指摘を何度か受けたが、うまく説明できなかった。最後は社長である自分で決めていたからだ。では、後継者はだれが決めるか。それも社長にほぼ権限があった。それではこの時代、いかにも透明性を欠いた。

委員会等設置会社への移行に合わせ、社長の報酬は「報酬委員会」で決めることにした。後継者候補も「指名委員会」で選定することにした。後継者選びで言えば、社長の私に残ったのは推薦権だけになった。

会社は社長の持ち物ではない。社長に権限が集中しすぎると透明性を欠き、組織が硬直的になる大企業病がはびこる。そこにメスを入れようとしたのがガバナンス（企業統治）改革だ。

⁸⁶ “Jos. A. Bank’s shareholders rise up: Threatened revolt at clothiers reflects increased activism by angry investors,” *The Baltimore Sun* (August 18, 2013)（筆者訳）。なお、ジョス A バンクは、翌9月、同業で自社よりも大きいメンズ・ウェアハウス社に買収提案を行ったが同社から逆買収提案（いわゆる「バックマン・ディフェンス」）を受け、さまざまな抵抗策を講じたものの結局買収された。” *Men’s Warehouse stitches up deal to buy Jos. A. Bank*,” *Reuters* (March 11, 2014).

⁸⁷ 2014年3月24日付日本経済新聞「転換期の企業統治：HOYA 鈴木 CEO に聞く」なお、HOYA は2003年に委員会等設置会社となり、現在では鈴木 CEO 以外はすべて社外取締役である。

⁸⁸ 2014年3月20日付日本経済新聞「私の履歴書・岡村正：企業統治」

2. 姿勢

2-1. オーナーシップ、知的誠実さ、オープンな姿勢

「オーナー」としての株主

ACGAの「日本のコーポレート・ガバナンス白書」(2008年)では、「上場企業の所有者は株主であり、経営者ではない」とした上で、「株主を会社の所有者としての正当、かつ、法的な場に復帰させ、同時に他のステークホルダーの利益をも守るため」に、「所有者としての株主」という包括的な原則を明確に認める企業方針を進展、開示、実施し、すべてのステークホルダーとの利益均衡を図る」ことなどを提言している⁸⁹。

企業の「オーナー」は株主であり、経営者は株主の財産を委託されて運用する受託者(Fiduciary)であるというモデルは、投資家の間で、さらには欧米を中心に企業経営者の間でも広まっている。日本では「オーナー」という言葉に反発する人も多いようであるが、法的には出資者である株主には取締役、ひいては間接的にマネジメントの選解任権があり、取締役は株主に対して受託者責任を負っていることは確かである⁹⁰。

確かに株式所有が分散していると、個々の株主は単独では取締役の選解任権を行使できないが、株主全体としてはその権能を有している。それを「オーナー」と呼ぶかどうかは法的問題というよりも意識の問題である。

何を言っているかよりも、何をやっているか

経営者の意識は確かに重要であるが、本格的なバリュー投資家は、経営者が何を言っているかよりも、何をやっているかを重視する。なぜなら、米国では株主利益の大義名分が広く浸透しているため、アクティビストに攻撃される経営陣も常に「株主利益」を旗印に反論するからである。

サンドリッジ・エナジーの事例

たとえば、CEOの不明朗な身内との土地取引等によりアクティビスト・ヘッジファンドのTPGアクソンに攻撃されたサンドリッジ・エナジーは、さまざまな策を弄して株主側の妨害を図り、デラウェア州衡平法裁判所の決定⁹¹で痛烈に批判されたが(その後、CEOは解任された)、保身のために急遽ポイズンピルを採択したプレスリリースで、「本件措置はすべての株主の利益のためであり、当社は引き続き株主価値の向上にコミットしている」と述べている⁹²。

このような経営陣が「企業のオーナーは株主」と言っても、投資家からみると意味はない。逆に、「株主利益第一」と言わなくても、実際の行動が企業価値、ひいては株主価値の向上に直結している場合、投資家は文句を言わない。

ジョンソン・エンド・ジョンソンのクレド

カルビーの松本晃会長兼CEOは、ジョンソン・エンド・ジョンソンの日本法人社長を長く務めたが、同社からカルビーに持ち込んだ経営哲学について以下のよう

⁸⁹ ACGA[2008]、13頁。

⁹⁰ 信越化学工業の金川社長(現会長)は、著書で「株主から資金を預かり、経営者はそれを使って儲けを出す。これが株式会社の原則です。経営者は、株主から経営の委託を受けているわけですから、ベストを尽くして株主に報いなければなりません」と述べている。金川[2002]、194頁。古くは洪沢栄一も、以下のように述べている。「現代における事業界の傾向を見るに、ままた悪徳重役なる者が出て、多数株主より依託された資産を、あたかも自己専有のもののごとく心得、これを自儘に運用して私利を営まんとする者がある」洪沢[1985]、184頁。

⁹¹ Kallick v. SandRidge Energy, Inc. C.A. 8182-CS (Del. Ch. Mar. 8, 2013)

⁹² SandRidge Energy, Press Release, "SandRidge Energy, Inc. Adopts Shareholder Rights Plan and Amend Bylaws" (November 19, 2012)

に述べている⁹³。

前に日本法人の社長を務めたジョンソン・エンド・ジョンソンからは「これさえやれば必ずうまくいく」と信じる経営哲学を持ち込んだ。それは「クレド（信条）」と呼ばれる同社の社是だった。これを縮めたのがカルビー社員に示した「ビジョン」だ。企業が大事にすべきステークホルダー（利害関係者）の序列を①顧客と取引先②従業員とその家族③地球環境も含めた広い意味でのコミュニティー④株主と定めたのだ。

たしかにジョンソン・エンド・ジョンソンのクレドにはこう書いてある⁹⁴。

我々の第一の責任は、我々の製品およびサービスを使用してくれる医師、看護師、患者、そして母親、父親をはじめとする、すべての顧客に対するものであると確信する。・・・

我々の第二の責任は全社員——世界中で共に働く男性も女性も——に対するものである。・・・

我々の第三の責任は、我々が生活し、働いている地域社会、更には全世界の共同社会に対するものである。・・・

我々の第四の、そして最後の責任は、会社の株主に対するものである。・・・これらすべての原則が実行されてはじめて、株主は正当な報酬を享受することができるものと確信する。

サム・ウォルトンの優先順位

本源的価値を高めるまっとうな事業経営を追求していけば、株主も報われるはずだという信条である。この優先順位は、ウォルマートの創業者、サム・ウォルトンとも共通している。ウォルトンも、顧客を第一とし従業員を大切にコミュニケーションを大事にすれば、株主の利益は自ずからついて来るという信条を持っていた。そして株主利益はアナリストの予想に振り回されるのではなく、事業をしっかり伸ばしていくことによって増進すると確信していた⁹⁵。ウォルトンの信条はウォルマートの発展の基盤となり、株主は大いに報われた。

「オーナーのように考え行動する」

むしろ、本格的なバリュー投資家が重視するのは、経営者自らが「オーナー」のように考えて行動するかということである。バフェットは、「株主の皆様を代表する当社の取締役はみな、オーナーのように考え行動します」と述べている⁹⁶。

Sense of Urgency

他人のお金だから大事にしようというのと、自分のお金だと思って一生懸命増やそうとするのでは、自ずから切迫感が違う。バリューアクトのジェフリー・アッベンは、以下のように述べている⁹⁷。

われわれの投資戦略が価値を生み出す基本的な理由は、取締役がプリンシパルではなく典型的なエージェントだからである。取締役の多くは業績や新戦略について CEO に疑問を呈するための事業に関する根本的な知識を十分に持っていない。またほとんどの場合、取締役はその会社の株式をあまり保有しておらず、われわれがオーナーとして感じている切迫感（Sense of Urgency）

⁹³ 2012年9月14日付日本経済新聞「松本晃カルビー会長兼 CEO・経営塾：業績回復に挑む」

⁹⁴ ジョンソン・エンド・ジョンソン HP at <https://www.jnj.co.jp/group/credo/index.html?nv=foot>

⁹⁵ Walton [1993]、138頁等。

⁹⁶ “Letter from Chairman,” Berkshire Hathaway Inc., 2010 Annual Report、8頁（筆者訳）。

⁹⁷ Heins & Tilson [2013]、250頁（筆者訳、強調筆者）。

を持っていない。したがって、なんら有効な行動を取ろうとしないのである。

オーナー意識と資本配分の関係

別のアクティビストは、オーナー意識とキャピタル・アロケーションの関係について、以下のように述べている⁹⁸。

アクティビズム活動の目的の大半は、資本配分の誤り（Misallocation of Capital）を正してリスクを抑制することである。もし経営陣が自分のお金であるかのように資本を使っていれば、資本配分の誤りは起こりにくい。

ジャック・ウェルチと「オーナーシップ」

投資家は経営者に高いオーナーシップ意識を求める⁹⁹。これは会社側のすべてのビジネスリーダーにとっても重要な意識である。ジャック・ウェルチは GE の CEO 就任から 8 年後の 1989 年のインタビューの中で、「オーナーシップ」の重要性について、以下のように述べている¹⁰⁰。

現在、GE には事業のそれぞれに、いわば「オーナーとなっている」リーダーがいる。8 年前には、こうした「事業の所有」という考え方を売り込まなければならなかった。いまでは、こうしたオーナー感覚・・・を組織の下層にまで浸透させることが大きな課題となっている。

Intellectual Honesty

オーナーシップと並んで投資家が重視する経営陣の重要な資質は、「知的誠実さ」（Intellectual Honesty）である。これはインテグリティとも通じる資質である。バリュアクトのアップスは、次のように言う¹⁰¹。

われわれは経営者に何を求めるか。おそらく第一にくるのは「知的誠実さ」である。私は、「部屋の中の象」¹⁰²に正面から向き合う人物を求めている。リアルな問題があるのに、あたかも問題がないかのように振る舞う経営者を見ると怒りを覚える。

Candor

これに呼応するかのように、先ほどのインタビューの中でウェルチは、優れたビジネスリーダーの条件として、オープンであることを上げ、当時の GE 社内にまだ率直さ（キャンダー：Candor）が不足していると指摘する。ウェルチの定義では、「キャンダー」とは、虚心坦懐に現実と向き合うこと、つまり、自分に都合よく世界をとらえるのではなく、あるがままに見るということである¹⁰³。

オープンな姿勢

「知的誠実さ」「キャンダー」とオーバーラップするのが、外部からの指摘に対する「オープン」な姿勢である。あるアクティビストは皮肉を込めて、「われわれは真理を独占しているわけではないので、経営陣の言うことにも真剣に耳を傾ける」と述べているが、経営陣も真理を独占しているわけではない。経営陣はしばしば日々の経営と大量の情報に埋もれがちであるし、「岡目八目」ということもある。しかも、一流のバリュー投資家は、業界関係者や他の投資家、アナリストなどの意見を集約している。

⁹⁸ 同上、251 頁（Shamrock Capital Advisors の Michael McConnell 氏の発言、筆者訳、強調筆者）。

⁹⁹ 旭化成の中興の祖・宮崎輝元社長や、信越化学工業の金川会長（元社長）などは、オーナーシップ意識の高い経営者として知られている。旭化成の山口信夫元会長は、宮崎氏のことをこう回想する。「宮崎さんが社長に就任されたのは 61 年 7 月でしたが、常務、専務のころからオーナー経営的な行動をされていました。サラリーマン経営者とオーナー経営者の違いは、仕事を第一に、いや仕事のことだけを考えるかどうかだと思います。オーナーは、仕事がうまくいくかどうか、その一点に全精力を注ぎ込みます」大野[2001]、376-377 頁。

¹⁰⁰ GE コーポレート・エグゼクティブ・オフィス[2001]、291-292 頁。

¹⁰¹ Heis & Tilson [2013]、150 頁（筆者訳）。

¹⁰² “Elephant in the room” 誰もが問題があるとわかっているのに気付かないふりをする事。

¹⁰³ GE コーポレート・エグゼクティブ・オフィス[2001]、280-281 頁。

エンタrenchメント

この外部に対する「オープン」さと対極をなすのが、「エンタrenchメント」(Entrenchment)である。「エンタrench」とはもともと塹壕で囲んで堅固に守ることを意味し、転じて経営陣が株主の影響から超然として経営を行う経営姿勢ないし体制を指す。業績不振や敵対的買収等にかかわらず、株主の意向に反してでも地位を保持できるようにすることは、代表的な「エンタrenchメント」である。

2-2. コモンウェルス REIT の事例

コモンウェルス REIT の概要

コモンウェルス REIT は、全米 30 以上の州と豪州にオフィスビル等を保有する商業リートで、保有不動産の簿価は 66 億ドル (2013 年末現在)。ニューヨーク証券取引所に上場し、時価総額は 2014 年 3 月末現在で約 31 億ドルである。経営を担うのは、創業者で 1986 年からマネージング・トラスティを務めるバリー・ポートノイと、その息子で同じくマネージング・トラスティ (CEO) のアダム・ポートノイである。なお、ポートノイ親子を含むトラスティ (株式会社の取締役役に相当。以下、本稿では便宜的にトラスティを「取締役」と呼び、ボード・オブ・トラスティを「取締役会」と呼ぶ。) はコモンウェルス株をほとんど保有していない。

米国の REIT は、1960 年代頃は投資法人と異なる資産運用会社が運営する外部運用型が主流だったが、運用会社との利益相反問題から、現在ではほとんどの REIT が自ら従業員を雇用して運営する内部運用型となっている¹⁰⁴。コモンウェルス REIT はその数少ない外部運用型の 1 社で、従業員はおらず、ポートノイ親子が支配する外部運用会社の RMR (REIT Management & Research) 社に運営を委託している。しかし、リーマンショック後、コモンウェルス REIT の株価が低迷し、同業他社比でも株価パフォーマンスが劣後する中で、RMR に支払われるフィーはむしろ上昇し、株主の間に不満がたまっていた。

創業家に有利なフィー体系

RMR のフィーが高止まりした原因は、そのフィー体系がコモンウェルス REIT の収益や株価ではなく資産規模に連動していたことにある¹⁰⁵。RMR のオーナーであるポートノイ親子は、コモンウェルス REIT の株式をわずか 0.26%しか保有していないが、実質的にコントロールしている。そこで、ポートノイ家にとっては、コモンウェルス REIT から安定的に RMR にフィーを流すことが利益になる。資産規模に連動するフィー体系はこの目的に合致する。しかも、コモンウェルス REIT は 2007 年から 2013 年 9 月末までに 29 億ドルもの不動産取得を行っている¹⁰⁶。この間、株価は低迷し 1 株当たり純資産は成長しなかったが、資産規模の増大に伴い RMR へのフィー支払は増加した。さらに、RMR にはコモンウェルス REIT の資産売却に関して一定の先取特権が与えられていた。

アクティビストの登場

このような状況下、アクティビスト・ヘッジファンドのホルベックス・マネジメント¹⁰⁷と非上場不動産大手のリレーテッド・マネジメントは、2013 年 1 月に共同でコモンウェルス株を 9.8%¹⁰⁸まで買収する協定を締結し、株式を買い進めた。と

¹⁰⁴ 上場 REIT (除くモーゲージ債投資 REIT) 162 社のうち、外部運用型はわずか 17 社である。なお、外部運用型 17 社のうち 5 社はポートノイ家がコントロールする REIT である。Robbie Whelan & Liz Hoffman, "Proxy Fight Tests Impenetrability of REITs: Commonwealth Is Under Siege From Dissident Shareholders," *WSJ.com* (February 25, 2014)

¹⁰⁵ 以下の分析は、主に Corvex Management & Related Fund Management [2014b]による。

¹⁰⁶ Corvex Management & Related Fund Management [2014b]

¹⁰⁷ Carl Icahn の右腕であった Keith Meister が 2011 年に設立。2013 年には既に運用資産が 40 億ドルを超えていると言われる。Michelle Celarier, "Hedge funds run by Icahn, Ackman proteges soar," *New York Post web* (September 4, 2013)

¹⁰⁸ 一般に税務問題や定款の規定により米国 REIT の株式を 10%以上取得することは難しい。コモンウェルス REIT の場合も定款で 9.8%超の株式取得を禁じている。

ころが、2月25日、コモンウェルスは突如、発行済株数の約4割に相当する大量の新株発行を発表した。当時の株価は同社の1株当たり修正純資産(NAV: Net Asset Value)を大きく下回っており、かつ資金使途が社債の買入消却であったことから、コルベックスとリレーテッドは直ちに株主価値を破壊する大型増資の取りやめを求める公開書簡を出した。さらに両株主は、増資取りやめを条件に、公募価格の19ドルを大きく上回る1株25ドルでコモンウェルス REIT 株式の100%を取得する買収提案を行ったが、会社側は増資を強行した。

コンセント・ソリシテーション

ここに至って両株主側は4月、全取締役の解任を求めるコンセント・ソリシテーション(Consent Solicitation)の手続きを開始した。コンセント・ソリシテーションとは米国会社法上の制度で、株主からの一定比率以上の書面による賛成票を集めることにより、株主総会を開催することなく取締役の罷免等を行える制度のことである。ただし、成立のためのハードルは高く、コモンウェルス REIT の場合、全議決権の2/3以上の賛成が必要であった。それでも株主側は6月までに70%以上の賛成票を集めたが、テクニカルな理由でやり直しとなり、再度コンセント・ソリシテーションのプロセスが開始された。

ホワイトペーパー

コンセント・ソリシテーションに際して、株主側は専用ウェブサイト¹⁰⁹を開設し、2014年2月から3月にかけて立て続けに6つの詳細なホワイトペーパーを公表した。その中で株主側が特に問題にしているのは、(1)コモンウェルス REIT の株主パフォーマンスの悪さ、(2)ポートノイ家による会社経営の壟断、(3)それを正そうとしないどころか助長している取締役会の姿勢、である。そして(3)のガバナンス機能不全が、(2)の経営陣による会社経営の壟断、ひいては(1)株価低迷を招いているとして、全取締役の刷新を求めている。

ガバナンスの問題

コモンウェルス REIT のガバナンスのどこが問題なのだろうか。まず何よりもポートノイ家による会社経営の壟断を許容してきたことである。そして、独立取締役は株主利益を守るためにそれを問題視するどころか、経営陣が株主によるチェックを排除して責任(アカウンタビリティ)を問われない経営を行うためのさまざまなエンタレンチメント行為に加担してきた。

デッドハンド型ポイズンピル

まず、コモンウェルス REIT は、買収防衛策として最強の、ポイズンピルと取締役の期差選任制の組み合わせを採用している。しかも同社のポイズンピルは、委任状争奪戦で選ばれた新たな取締役によっては消却できないいわゆる「デッドハンド」(Dead Hand)型である¹¹⁰。

極端な防衛行動

コルベックスとリレーテッドが公然活動に踏み切った2月下旬以降、会社側はさらに極端な防衛行動に走った。同社は3月1日に取締役会限りで改定できる付属定款(By-Laws)を改定し、株主がコンセント・ソリシテーションを開始することができる要件を、「2000ドル以上の株式の1年間継続保有」から「3%以上の株式の3年間継続保有」に改めた。(この付属定款改定は後に無効化された。)さらに、メリーランド州議会に働きかけ、取締役の期中解任を著しく困難にする立法を行わせようとしたが、議会は動かなかつた。しかも、5月の株主総会で過半数を大幅に下回る票しか得られなかった取締役を、いったん辞任させたうえで直ちに再任

¹⁰⁹ “Restoring Wealth to CommonWealth” at <http://www.shareholdersforcommonwealth.com/>

¹¹⁰ デッドハンド型ポイズンピルはデラウェア州判例では違法であるが、コモンウェルス REIT が設立準拠州とするメリーランド州では許容されている。

した¹¹¹。これは株主の圧倒的多数の意思を公然と無視する行動である。

最悪のガバナンスの象徴：
「レッドテープ条項」

そして、株主側が「ワーストクラスのコーポレートガバナンス」の象徴として取り上げたのが、同社付属定款の「レッドテープ条項」(Red Tape By-Laws)である¹¹²。「レッドテープ」とは、英国で公文書を縛るのに用いた赤いテープから出た言葉で、官僚的形式主義、お役所風の面倒な手続きを意味する。転じて「レッドテープ条項」とは、株主提案等を行おうとする株主に対して煩瑣な情報提供義務を課すような付属定款条項を指す。株主側が条項に従って 700 ページ以上の情報を提供した後も、会社側は「送付を書留で行ったか」などの形式的要件について争い、手続きを遅延させようと図ったと株主側は非難している。

取締役会の構成

ポートノイ親子主導のこのような行動を容認する取締役会はどのような構成になっていたのだろうか。コモンウェルス REIT の取締役会はもともと 5 人構成で、うち 2 人は RMR から出すこととされており、ポートノイ親子が選任されている。残り 3 人の独立取締役はいずれもポートノイ家が支配する他の REIT の取締役を務めるなど、ビジネス上のつながりがあった。

全取締役の解任

2013 年 11 月、仕切り直しのコンセント・ソリシテーション手続きが開始されると、会社側は 12 月下旬に、取締役の期差選任制の撤廃や、ポイズンピルのデッドハンド条項の削除など、若干のガバナンス改善策を打ち出した。さらに 2014 年 1 月上旬、取締役会の定数を増員し、独立取締役に従来よりは独立性の高い 2 人を追加選任するとともに、コルベックス代表のマイスターに取締役就任を要請したが、マイスターは拒否した。株主側は 1 月下旬に最終のコンセント・ソリシテーション書面を SEC にファイリングし¹¹³、現取締役全員解任後の新取締役候補として 5 人を推薦、さらに 2 月に入って、不動産業界の大物であるサミュエル・ゼルとその右腕を経営兼務の取締役候補として加えた¹¹⁴。

議決権行使助言会社の ISS、グラスルイスも全取締役解任への賛成を表明する中、3 月 18 日、株主側は全議決権の 81% の賛成票を獲得したと発表した。3 月 25 日、会社側もその結果を確認し、これにより全取締役の解任が確定した。会社側は新取締役選任のための臨時株主総会を 5 月 23 日を目的に開催すると発表しているが、株主側はより早期の株主総会開催を求めている。

3. 能力 (Capabilities)

3-1. 取締役の構成

取締役会の能力・構成の重要性

もちろん、投資家が経営陣に求めるのは姿勢だけではなく、能力がなによりも重要である。マネジメントの能力は、最終的には実績で判断され、取締役会には株

¹¹¹ メリーランド州会社法では、米国の他の多くの州と同じく、取締役の選任は Majority Voting (過半数で決定) ではなく Plurality Voting (比較多数で決定) で決まるので、取締役候補者が定数以下の場合、1 票でも獲得すれば法的には選任される。ただし、最近では株主の圧力により付属定款で「過半数の票を得られない取締役候補は辞任する」と規定する会社が増加しており、コモンウェルス REIT の付属定款にもそのような条項があったため、当該取締役の Morea は辞任した。しかし、メリーランド州を含む多くの米国会社法では、取締役に欠員が生じた場合、次の株主総会までは取締役会が欠員を補充する取締役を選任する権限を有している。コモンウェルス REIT は、Morea の辞任によって生じた欠員の補充に Morea を選任したのである。

¹¹² Corvex Management & Related Fund Management [2014a]

¹¹³ Commonwealth REIT, Schedule 14A, filed by Corvex & Related on January 28, 2014

¹¹⁴ Corvex & Related, Press Release, "Sam Zell and David Helfand Join Corvex and Related Board Slate of Highly Qualified Nominees for Commonwealth REIT" (February 11, 2014)

主の代表として、マネジメントの実績評価と適切な選解任の判断を行うことが求められる。株主が直接、マネジメントの適格非適格を問うこともしばしばあるが、法的構成からいっても内部情報へのアクセスからいっても、マネジメントの監督に最も適した主体は取締役会である。したがって株主からみると、取締役会の能力・構成は重大な問題である。

バリュート投資家が取締役会に求めるのは、形式よりも実質である。独立性にしても、形式上の独立要件を満たしているかよりも、真に CEO から独立しているかが問われる。さらに取締役会の構成にしても、真にその会社の事業や直面する状況にふさわしいスキルセットを備えているかどうか問われる。

「チェックリスト式」よりも実質重視のガバナンス

リレーショナル・インベスターズのホイットワースは「チェックリスト式のガバナンスではなく、取締役会が実際にどのように決定を下しているかの方がはるかに重要である」と述べている¹¹⁵。

オフィスデポの事例

オフィスデポに対するスターボード・バリューの委任状争奪戦では、ファンド側は、業績の低迷するオフィスデポ事業の立て直しを監督するには、取締役会メンバーはあまりにリテール事業の経験に乏しすぎるとして、元大手会計事務所副会長や元米国赤十字 CEO など 4 名の差し替えを求めた¹¹⁶。ファンド側候補者には、同業で業績の優るステープルスの元副会長など、リテール事業や経営経験の豊かな人物をそろえた。最終的に、2013 年 8 月の株主総会直前に和解が成立し、ファンド側推薦候補者 3 名がオフィスデポの取締役会に加わった。

3-2. ヘルス・マネジメント・アソシエーツの事例

HMA の概要

ヘルス・マネジメント・アソシエーツ (HMA) は、フロリダを本拠に米国南部を中心に 70 以上の病院を運営する全米 3 位の巨大営利病院チェーンである。2012 年営業収入は 59 億ドルに達する。米国では医療保険改革法 (オバマケア) が成立した 2010 年以降、業界再編による集約化の動きが活発化しており、大手チェーン間の統合観測も浮上していた。

グレンビューによるエンゲージメント

グレンビューキャピタル¹¹⁷は 2000 年創業のヘッジファンドで、2013 年前半で AUM は 60 億ドルを超えていたが、うち 20 億ドルを大手 5 社の病院チェーン¹¹⁸に投資しており、病院チェーン業界を熟知していた。グレンビューはいわゆる「アクティビスト」ではなく、水面下で投資先の企業との建設的な対話を行うのが基本スタイルで、公然たるアクティビスト活動を行ったのは本件が初めてである。

グレンビューの HMA に対する不満は、株価が長期にわたって低迷しているにもかかわらず、取締役会がなんら行動を取ろうとせず、かつ株主の不満に耳を傾けようとしないうる態度を取ったことである。HMA 株式の 2012 年末までの 10 年間の株式リターン¹¹⁹は、わずか 0.5% であり、大手他社平均 (39%) を大幅に下回っている。グレンビューは 2011 年頃から水面下で経営陣との対話を始めていたが、経営

¹¹⁵ Heins & Tilson [2013]、253-254 頁 (筆者訳)。

¹¹⁶ Starboard Value [2013a]

¹¹⁷ 創業者で代表の Larry Robbins は、ゴールドマン・サックスのアセットマネジメント部門トップを務めた Leon Cooperman が創業したヘッジファンド Omega Advisors で Cooperman の右腕であった。

¹¹⁸ Hospital Corporation of America, Community Health Systems, Health Management Associates, LifePoint Hospitals, Tenet Healthcare.

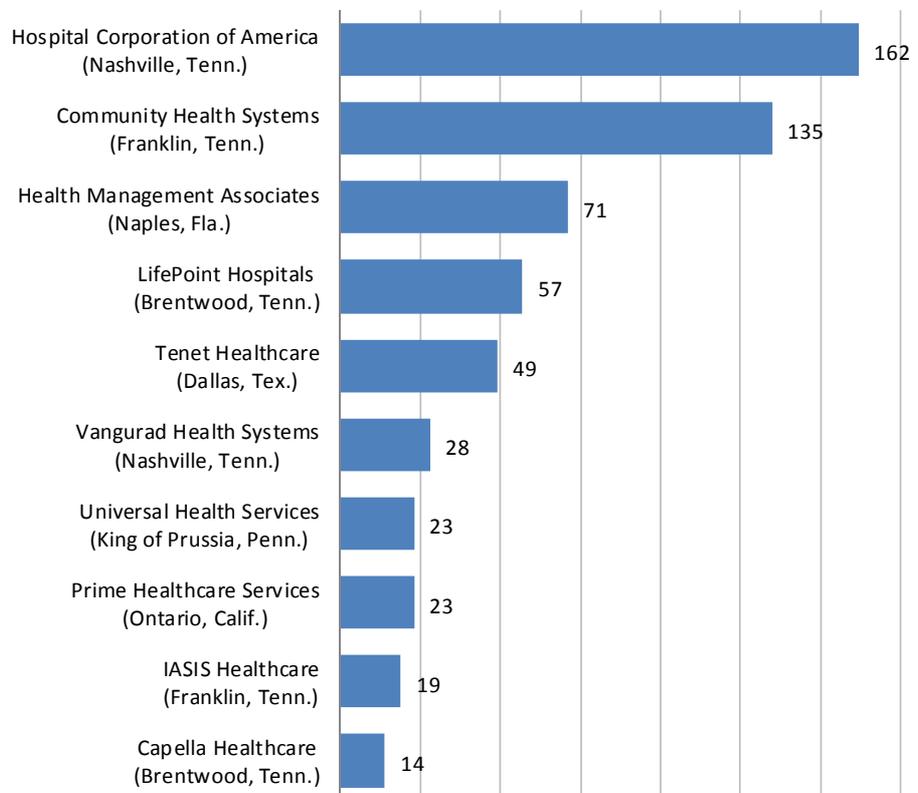
¹¹⁹ Total Shareholder Return、株価上昇と株主還元を両方を考慮したリターン。

グレンビューによるコンセ
ント・ソリシテーション

陣と取締役会が真摯な対話に応じなかったことから、ついに初めての公然たるアクティビスト活動に踏み切った。

2013年5月6日、グレンビューは大量保有報告書(13D)を提出し、持株比率が14.6%に達したことを開示するとともに、今後、会社経営に影響を及ぼす意図を表明した。これに対し会社側は5月24日、15%を上限とするポイズンピルを導入して対抗した¹²⁰。グレンビューはHMAにポイズンピルの撤廃ないし上限引き上げを求めたが会社側が応じなかったため、6月25日にコンセント・ソリシテーション開始のための予備的書面をSECにファイリングし、全取締役の入れ替えを求める意向を明らかにした。同日、グレンビューはHMAの経営刷新を求める詳細なホワイトペーパー¹²¹と、その分析を踏まえた株主宛て書簡¹²²を公表した。以下、主に株主宛て書簡により、特にガバナンス関係の主張の一部を紹介する。

図表 16. 米国大手営利病院チェーン上位 10 社 (病院数ベース、2013 年 6 月現在)



(出所) Becker's Hospital Review, "13 Largest For-Profit Hospital Operators" (July 16, 2013)よりみずほ証券経営調査部作成

双方向の建設的対話

グレンビューは長期投資家であり、長期的な価値創造を重視している。グレンビューにとって最も望ましい投資先は、業界や事業が魅力的で強力な経営陣と効果的な取締役会を有する会社であるが、業界や事業が魅力的でも、経営陣や戦略の方向性、長期のキャピタル・アロケーションに問題のある投資先もある。その場

¹²⁰ その前日の5月23日に、CEOのGary Newsomeが、「キリスト教団体の活動に専念するために」7月31日に退任することを発表した。その後、NewsomeはCEO時代の水増し請求問題に関して司法府の調査対象となっている。Julie Creswell & Reed Abelsonjan, "Hospital Chain Said to Scheme to Inflate Bills," *New York Times* (January 23, 2014)

¹²¹ Glenview Capital [2013b]

¹²² Glenview Capital [2013a]

合、グレンビューは経営陣と双方向の建設的な対話を求める。

「双方向」であるから、グレンビューは、業界環境や長期的なリスクと機会についての経営陣の考え方に耳を傾ける一方、投資家側に専門的知見のある領域については自らの見解も述べる。投資家側に専門的知見のある代表的な領域とグレンビューが考えるのは、キャピタル・アロケーション、長期資金調達、株主コミュニケーションや（M&Aを含む）戦略的選択肢等である。

オープンさの欠如

外部の声に真剣に耳を傾ける「オープン」な会社の場合は、経営陣や取締役会は建設的な提案を真摯に検討し、良い点は積極的に取り入れる。しかし経営に問題があり業績低迷や低い株主リターン等の問題があるにもかかわらず、取締役会が是正措置を取ろうとせず、外部の声にも耳を傾けようとしない場合、株主は難しい判断を迫られる。HMA の状況はまさにそのようなものである。

具体的には、

- 過去 10 年間の株式リターンが 1%未満である
- 利益計画を達成できずキャピタル・アロケーションにも問題があり、投資家の信頼を失っている。
- 病院経営で最も大事な「患者のケアのクオリティ」と「患者に対する誠実さ」の両面に問題があり、司法省等当局の調査を招いている。
- 経営陣の報酬インセンティブが歪んでおり、自社株買いをすべき状況でも視野の短期的な買収に走っている、また有能で安定的な経営陣を築くことにも失敗しており、過去 13 年間で 5 人の CEO が入れ替わっている。
- 取締役会は外部の声に耳を傾けず、継続的な業績改善・成長策を自ら促進しようとしめない。

知的誠実さの欠如

グレンビューは過去 1 年半にわたって経営陣と戦略や事業運営、キャピタル・アロケーションについて対話を行っているが、経営陣には建設的な対話を行う意思がなく、「知的誠実さ」(Intellectual Honesty) を持って事実に向き合おうとする姿勢も全く見られない。そのため、グレンビューとしては公然たるキャンペーンに踏み切らざるを得なくなったと結論づける。

取締役会のスキルセット

グレンビューが求めるのは、取締役会全員の入れ替えである。グレンビューが考える現状の HMA に必要な取締役会は、以下のスキルセットを備えたものである。

- ヘルスケア業界における豊富な経験
- 規制に関する専門知見
- 患者、サプライヤー、保険支払機関との信頼関係を万全にする法およびコンプライアンスの専門知見
- 洗練された財務報告の経験と優れたキャピタル・アロケーションの実績
- 豊富な投資経験に支えられた株主の利益に関する深い理解
- 会社の目的を推進するために同僚と協力して働く能力
- HR マネジメント、チームビルディングおよび移行期・変革マネジメントの実績

以上の論点を踏まえて、グレンビューは新任取締役候補 8 人を提示する。グレンビューは、候補者 8 人は、総体として HMA の変革に必要なスキルセットを備えていると主張する。具体的には以下のスキルである（取締役候補の個々人はいずれも 2 つ以上のスキルを備えている。）

- 8人ともヘルスケア業界の経験を有している。
- 過半数の候補者は、一定規模以上の企業のCEO、CFOないしCOOの経験がある。
- 候補者の半分は、豊富なコーポレートファイナンス分野の経験がある。
- 候補者のうち2人は法律・規制分野の専門的経験があり、他の2人はターンアラウンド状況での実績がある。
- 候補者の3人は、HRとマネージドケア領域のスキルと経験がある。
- 候補者には事業を長期的に運営し発展させてきた人たちもいれば、事業の売却や統合の経験を有するものもいる。
- フレッシュな視点で判断する独立性の高い取締役会を構築するために、グレンビューの従業員は取締役候補に入っていない。

7月16日、グレンビューは最終版のコンセント・ソリシテーション書面をSECにファイリングし、正式に株主からの同意書面取得手続きを開始した。これに対して会社側は、7月19日にコンセント破棄手続きのための書類をファイリングした。

CHSによる買収合意

ところが7月29日深夜、HMAは業界2位のコミュニティ・ヘルス・システムズ（CHS）に買収される合併契約書を調印し、翌30日に公表した¹²³。実はHMAは、グレンビューによる大量の株式取得が加速していた2012年第4四半期の終りごろからCHSとの合併協議を開始していたのであり、CHSは見方によっては「ホワイトナイト」といえる。皮肉なことに、CHSの筆頭株主もグレンビューであった。

全取締役の入れ替え

グレンビューは、合併に対する賛否は新取締役会の検討を待つとして留保したうえで、コンセント・ソリシテーション手続きを続行した。8月上旬、ISSがグレンビュー側を支持する推奨を出した後、形勢不利を悟った会社側はグレンビューに和解を持ちかけ、現取締役2、3人を残すことを条件に、グレンビュー推薦の8人全員を取締役に加え、かつ会長職も譲ると大幅な譲歩をしたが、グレンビューは拒否した。そして8月12日、株主の賛成多数を得て、現取締役全員の解任とグレンビュー推薦取締役候補8人全員の選任が決定された。

CHSとの合併を承認

新取締役会は、新たな複数の投資銀行を加えて慎重に検討を行った結果、11月13日、全員一致でCHSとの合併に対する賛成決議を行った。グレンビューも直ちに、合併に賛成票を投じる旨の声明を出した。合併承認のための臨時株主総会は2014年1月8日に開催され、合併は承認された。その後、1月27日、独禁当局の承認を経て合併は完了し、HMA取締役会メンバーは全員辞任した。

VI. 終わりに

これまでの分析を踏まえて、投資家が経営者に期待することをまとめてみよう。

資本利益率の向上

第一に、投資家は経営者に、「資本コスト（資本の重み）を意識して、資本利益率の向上に強いコミットメントを持って欲しい」と考えている。具体的には、付加価値向上、コスト削減等によるマージン向上へのたゆみなき取り組みと、資本効率の向上へのたゆみなき取り組みである。

資本配分

第二に、投資家は経営者に、「フリーキャッシュフローの配分に明確なポリシーと

¹²³ これに先立つ6月24日には、業界5位のTenet Healthcareによる業界6位のVanguard Health Systemsの買収が公表されている。

規律を持って欲しい」と考えている。具体的には、(1)資本コストを上回る有利な投資機会があれば積極的に投資して欲しい、(2)そうでなければ自分で別の運用先を探すので、価値破壊的な投資に資金を投じたり過剰な余剰資金を手元に積み上げることなく、株主に還元して欲しい、(3)長期的な成功のためには堅固な財務基盤が重要であり、負債水準を適切に保って欲しい、ということである。

資本再配分

第三に、投資家は経営者に、「現状の事業ポートフォリオが今でも最適なのかを再検討して、買収や事業分離により事業ポートフォリオを組み換えて欲しい」と考えている。具体的には、「もしわが社がこの事業をやっていなかったとしたら、今この事業に新規参入するだろうか」「事業のフルポテンシャルを發揮するには誰が経営するのが一番良いのか」と自問し、その答えに真摯に向き合っただけでアクションをとることである。

規律とアカウンタビリティ

第四に、投資家は経営者に、「株主の資本を預かって運用する受託者としての責任（アカウンタビリティ）を意識して、規律ある経営を行ってほしい」と考えている。そして、単なる形式的な受託者としてではなく、オーナーシップ意識を持って行動すること、重要な問題に直面する知的誠実さをもつこと、株主の声に対するオープンな姿勢を持つことを求めている。

資本の効率的活用

以上をまとめると、「株主から預かった資本を、アカウンタビリティを持って長期にわたって最も有効に活用し、価値を生み出してほしい」ということである。投資家が求める「資本の有効活用」や「資本の効率的活用」という言葉の裏には、このような意味が要約して込められているとみることができよう。

キャピタル・アロケーションとエージェンシー問題

上記のなかで、第一の資本利益率については（資本効率について若干の意識の問題はあるものの）投資家と経営者のベクトルは自ずから一致する方向にある。しかし、第二の資本配分の問題、第三の資本再配分の問題（両者を総称して広義の「キャピタル・アロケーション」の問題と呼ぶ）については、企業規模を拡大したい（縮小したくない）、あるいは現預金を手元にできるだけおきたい経営者と、株主価値向上を目指す株主との間でエージェンシー問題が発生する可能性が高い。

これがアクティビスト・ヘッジファンドや他の機関投資家にとって、「キャピタル・アロケーション」が最大の論点になりやすい理由である。そして、キャピタル・アロケーションの問題は、第四の株主に対する姿勢、受託者責任意識の問題と直結していると考えられる理由でもある。

資本の効率的活用の問題は、単なる企業と株主の関係にとどまらず、国民経済に大きな影響を及ぼす。資本が効率的に活用されず経済のポテンシャルが十分に發揮されないと、経済成長が鈍るとともに企業価値も増加せず、経済社会の低迷を招く。特に少子高齢化や財政・年金問題を抱える日本にとって、社会全体で見た資本活用の巧拙の長期的影響は甚大である。そして、資本活用の問題をもっとも抱える可能性が高いのが、日本を含む先進国の大企業なのである。

先進国企業と資本の効率的活用

発展途上の高成長経済では、一般に資本に対して事業機会が豊富なので、豊富な資本をどう配分するかよりも資本をいかに確保するかの方が難題である。しかし、資本市場が発達し経済が成熟した先進国では、豊富な資本が稀少な事業機会を追い求める。ここでは資本コストを上回るリターンの見込める事業機会を見出すことの方が難題となる。

ここで資本欠乏時代の感覚のままに企業が資本にしがみつくと、価値破壊的な投

資に手を出すか、有利な投資機会を見いだせずに余剰資金を積み上げることになる。そのような状況では、弛みがちな資本を目いっぱい働かせることに、意識的に全力を傾注しなければならない。すなわち資本の効率的活用は、とりわけ先進国の企業に強く求められる。

大企業と資本の効率的活用

自分で元手を調達して事業を営んでいれば、資本利益率や資本効率、資本配分といった問題は、皮膚感覚で理解できる。それが大企業に成長するにつれて、事業の現場と資本（キャピタル）の距離が遠くなり、現場からは資本は普段は意識されない抽象的な存在となり、次第に扱いが実体感のない形式的なものになっていく。すなわち、資本の効率的活用は、とりわけ大企業に強く求められる。

大企業の強みと弱み

ジャック・ウェルチは、1995年 GE 年次報告書の「会長からの手紙」で、「大企業の強みを備え、そのすべてを駆使する一方で、小企業に特有のスピードとハングリ精神と熱意をもって活動する新しい企業体を創造する」ことを強調した¹²⁴。ウェルチは就任以来、「伝統的な大企業の強みを維持しつつ、伝統的な大企業の弱みを打破した世界的企業となること」を目標に掲げてきた。

「資本と企業の距離を縮める」

大企業の強みとは、幅広い活動範囲と豊富な経営資源であり、大企業の弱みとは官僚主義・形式主義である。ウェルチの経営は一貫して官僚主義との戦いが主要なテーマであったが、企業活動と資本の距離が開くことはまさに官僚主義のひとつの現れである。アクティビスト活動の主要目的が「資本と企業の距離を縮めようとすること」("shrink the distance between the capital and the enterprise")¹²⁵であるのは、このためである。

「身体感覚」を取り戻す

官僚化・形式化した大企業の事業に、もう一度、事業家の「身体感覚」を取り戻させる、設備投資や R&D、M&A などに際して、自分自身のお金であるかのように「資本の重み」を感じる、そして株主と社会から負託された資本をより効率的に働かせる。これが民間の活力を最大限引き出し、持続的な成長を促すための鍵であろう。

日本再興戦略と日本版スチュワードシップ・コード

日本再興戦略と日本版スチュワードシップ・コードにおけるガバナンス・ドリブンのアプローチは、投資家、社外取締役の圧力で企業価値向上を促すという意味で、枠組みとしては従来の日本にない画期的なものである。アベノミクス・第三の矢の他の多くの施策が規制緩和、環境・インフラ整備的な Enabling なものであるのに対し、その Enabling な環境の中で、主役である民間企業を成長に邁進させるための駆動力となる使命を担っているからである。それが日本経済の中長期的課題に対してどれだけ実効性を持ちうるかは、今後の企業と投資家およびそれを取り巻く社会の「資本」に関する意識と行動の変革にかかっている。そしてそこに海外投資家からみた第三の矢の評価もかかっていると思われる。

解き放たれた企業群が日本経済の持続的成長をリード

さらに言えば、経営者が資本をフルに働かせる執念で投資家を上回り、「自律」が「規律」を追い越せば、投資家の圧力を感じることはなくなるであろう。そのような「解き放たれた」(Unleashed) 企業群が貪欲に日本経済の成長をリードすることを期待したい。

以上

¹²⁴ GE コーポレート・エグゼクティブ・オフィス[2001]、173 頁以下（1995 年度「株主への手紙」）

¹²⁵ Heins & Tilson [2013]、251 頁（Shamrock Capital Advisors の Michael McConnell 氏コメント）

【参考資料・文献】

1. 泉谷裕編著[2001], 『「利益」が見えれば会社が見えるームラタ流「情報化マトリックス経営」のすべて』 日本経済新聞社
2. Asian Corporate Governance Association [2008], 「日本のコーポレート・ガバナンス白書」(2008年5月) Available at [http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_\(Japanese2\).pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_(Japanese2).pdf)
3. 大野誠治[2001], 「旭化成・宮崎輝氏」日本工業新聞社編『決断カーそのとき、昭和の経営者たちはく中>』 日本工業新聞社
4. 金川千尋[2002], 『社長が戦わなければ会社は変わらない』 東洋経済新報社
5. ケアリー&フォン・ヴァイクス[2004], 『CEO アカデミー』 日本経済新聞社
6. GE コーポレート・エグゼクティブ・オフィス[2001], 『GE とともにーウェルチ経営の21年: アニュアル・リポート 1980-2000【完全版】』 ダイヤモンド社
7. 渋沢栄一[1985], 『論語と算盤』 国書刊行会
8. 立石優[2003], 『金儲けの真髄 范蠡 16条』 祥伝社黄金文庫
9. 田中亘[2014], 「コーポレート・ガバナンスの観点から見た日本版スチュワードシップ・コード——英国コードとの差異に着目して」 信託フォーラム vol.1 (2014年3月)
10. 田村俊夫[2007], 「M&A 講座 (第1回): ディベスティチャー (事業分離)」 みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』 2007年夏季号
11. 田村俊夫[2008], 「《考察ノート》なぜ投資家はROEを重視するのか」 みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』 2008年春季号
12. 田村俊夫[2009], 『MBAのためのM&A』 有斐閣
13. 田村俊夫[2014], 「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治ー「所有と経営の分離」の終わりの始まり?」 みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』 2014年春季号
14. 藤沢武夫[1998], 『経営に終わりはない』 文春文庫
15. 法と経済学会[2013], 「オリンパス問題と日本のコーポレートガバナンス (第10回全国大会講演報告・パネルディスカッション)」 法と経済学機関誌 8巻1号(2013年4月)
16. 前田正吾[2004], 「ポートフォリオ・マネジャーとアナリストに対するIR活動」 遠藤彰郎、岡田依里、北川哲雄、田中襄一編著『企業価値向上のためのIR経営戦略』 東洋経済新報社
17. 牧野洋[2005], 『最強の投資家バフェット』 日経ビジネス人文庫
18. ラフリー、マーティン著、酒井泰介訳[2013] 『P&G式「勝つために戦う」戦略』 朝日新聞出版
19. Barington Capital Group, L.P. [2013], “DARDEN: Perspectives on Value Creation” (December 17, 2013). Available at <http://nebula.wsimg.com/254cfafed69fe35e0346f0734e11c406?AccessKeyId=AA915E33CC4D6C3F7A74&disposition=0&alloworigin=1>
20. Corvex Management & Related Fund Management [2014a], “A Case Study In ‘Worst-In-Class’ Corporate Governance: The Portnoy’s Red Tape Bylaws” (February 6, 2014). Available at <http://www.shareholdersforcommonwealth.com/>
21. Corvex Management & Related Fund Management [2014b], “The Case for Change

- Now at CWH: Updated Presentation to CWH Shareholders” (February 13, 2014). Available at <http://www.shareholdersforcommonwealth.com/>
22. Corvex Management & Related Fund Management [2014c], “A New Beginning: Presentation to CWH Shareholders” (March 12, 2014). Available at <http://www.shareholdersforcommonwealth.com/>
 23. D’Amato, Erik [1998], “Giant Steps – Can Broader Be Better?” International Finance Corporation , Impact (Summer 1998)
 24. Glenview Capital [2013a], “Letter to HMA Shareholders” dated June 25, 2013. Available at <http://www.revitalizehma.com/materials-for-shareholders/>
Also at <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/792985/000119312513269859/d559951ddfann14a.htm>
 25. Glenview Capital [2013b], “Revitalize HMA – The Case for Change: Presentation to HMA Shareholders” (July 2013). Available at <http://www.revitalizehma.com/materials-for-shareholders/>
Also at <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/792985/000119312513269856/d559939ddfann14a.htm>
 26. Greenlight Capital [2013], “iPrefs: Unlocking Value” (February 21, 2013). Available at <https://www.greenlightcapital.com/905284.pdf>
 27. Heins, John and Whitney Tilson [2013], The Art of Value Investing, Wiley
 28. Ogden, Joseph P., Jen & O’Connor [2003], Advanced Corporate Finance, PrenticeHall
 29. Relational Investors & CalSTRS [2013], “The Timken Company” (March 2013)
 30. Starboard Value [2012], “Investor Presentation: AOL, Inc.” (May 23, 2012). Available at http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1468516/000092189512001124/dfan14a06297101_05222012.pdf
 31. Starboard Value [2013a], “Investor Presentation: Office Depot, Inc.” (August 2, 2013). Available at http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/800240/000092189513001516/dfan14a206297104_08022013.pdf
 32. Starboard Value [2013b], “Transforming Office Depot: A Plan for Renewal and Reinvigoration” (August 2, 2013). Available at http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/800240/000092189513001515/dfan14a06297104_08022013.pdf
 33. Timken [2013], “Timken to Create Two Independent Market-Leading Public Companies” (September 6, 2013)
 34. Third Point [2014], “Fourth Quarter 2013 Investor Letter” (January 21, 2014). Available at <http://ftalphaville.ft.com/files/2014/01/Third-Point-Q4-2013-Investor-Letter-TPOI.pdf>
 35. Walton, Sam [1993], Made in America, Bantam
 36. Welch, Jr., John F. [2001], jack – Straight from the Gut, Warner Books

留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者および両社の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、両社の意見等ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合があります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはなりません。

本資料の日本での配布は、両社が行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。



商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 94 号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1 丁目 5 番 1 号 大手町ファーストスクエア

市場情報戦略部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台 4-6 御茶ノ水ソラシティ

E-Mail: srd_qr@mizuho-sc.com



株式会社日本投資環境研究所
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋 1 丁目 17 番 10 号 新光ビルディング日本橋 1 号館

URL: <http://www.j-iris.com>