

# 日本、気づけば「ファンド天国」 官が強めた企業への圧力 – 資本騒乱 膨張アクティビスト②

2024/12/03 02:00 日本経済新聞電子版 1242文字

10月初旬、ニューヨーク大学スターン経営大学院。米ダルトン・インベストメントの最高投資責任者（CIO）ジェームズ・ローゼンワルドは教壇から生徒に語りかけた。「あなたがダルトンの代表なら日本企業に何を訴えるか」。投資先である手術用品のホギメディカルを実例に、日本市場の投資機会を伝えた。

ダルトンは2000年代前半に帝国臓器製薬（現・あすか製薬）などにMBO（経営陣が参加する買収）を提案したが失敗。アクティビストを忌避する日本の風土に阻まれ、ファンドの規模縮小も経験した。

転機は19年。経済産業省が株主利益の保護を狙った「公正なM&Aの在り方に関する指針」を策定した。ローゼンワルドは金融庁や経産省、東京証券取引所と会合を持ち「日本の当局はアクティビストに友好的だ」と変化を確信した。

官の変化はアベノミクスとともに始まった。コーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）の策定を主導した東証元社長の齊藤惇は当時、取引所が「単に企業を並べるだけの場になっていいのか」という危機感を覚えていた。

欧米では企業がM&Aで集約されて強くなり、上場社数は減った一方、東証は足元で約3800社と30年間で2倍超に増えた。小粒な企業が相次ぎ上場し、PBR（株価純資産倍率）1倍割れが多発した。

齊藤が始めた東証の改革は進展し、足元では「数より質」を重視との姿勢を鮮明にする。23年3月には「資本コストや株価を意識した経営」を要請し、負担の高まりを背景に上場廃止する企業も増えている。



東証の改革は進み、足元では「数より質」重視の姿勢を鮮明にする

## 日本は株主の権利が強い (株主提案の要件)

日本	米国
<b>株式保有期間</b>	
6カ月間	1～3年以上
<b>提案内容</b>	
制限がほぼない	配当額や事業運営に関する提案禁止
<b>提案数</b>	
株主1人あたり10個	株主1人あたり1個
<b>法的拘束力</b>	
あり	なし

東証や経産省の指針はアクティビストの格好の口実になり、ダルトンは戸田建設への株主提案で、東証のPBRに関する公表文を引用した。官が主導して、21年に義務化された社外取締役にも期待を寄せる。オアシス・マネジメントのセス・フィッシャーは「社外取締役ともしっかり対話したい」と、社外取を通じて企業に改革を迫る構えだ。

統治改革は企業の稼ぐ力の向上や日本経済の強化を狙った。圧力一辺倒だったこの10年の結果、株主に認められた法的な権利が強すぎるというバランスの悪さも指摘される。

日本の株主提案の要件は緩い。総議決権の1%か300個以上の議決権を6カ月間継続保有すればよい。欧州では5%以上が多い。独ドイツテレコムに株主提案するには約8000万円の投資が必要だが、NTTは約460万円ですむ。配当金額や政策保有株の売却の提案は米国ではできない。大阪大学教授の松尾健一は「欧米では会社の業務執行は経営陣に任せる考えが強い」と指摘する。

臨時株主総会の招集請求もハードルが低い。日本では議決権の3%以上を6カ月間継続保有すれば可能だが、英国では10%以上が要件だ。米国のデラウェア州では会社側があらかじめ定款で臨時総会の招集請求権を制限することができる。

大和総研の鈴木裕は、株主に対して甘い日本の法制度が「アクティビストを呼び寄せる一因になっている」と話す。安易な株主提案が乱発され、企業が振り回されるリスクにも目配りが欠かせない。（敬称略）

#### 【関連記事】

- ・「東証改革」REITに波及 NISAにらみ投資口分割も
- ・東証プライム、進む選別 市場再編から2年で社数2割減
- ・日本株、アクティビスト1%時代 25年へ企業変革促す

---

許諾番号30101795 日本経済新聞社が記事利用を許諾しています。

本サービスで提供される記事、写真、図表、見出しその他の情報(以下「情報」)の著作権その他の知的財産権は、その情報提供者に帰属します。

本サービスで提供される情報の無断転載を禁止します。

本サービスは、方法の如何、有償無償を問わず、契約者以外の第三者に利用させることはできません。

Copyrights © 日本経済新聞社 Nikkei Inc. All Rights Reserved.