



# 賢人の 警告鐘

みさき投資  
代表取締役社長

● 中神康議

日覺昭廣  
三枝匡  
ビル・エモット  
土屋哲雄  
長谷川真理子  
大橋洋治  
村木厚子  
イアン・ブレマー  
柿木厚司  
川本裕子

## PROFILE

アクセンチュアなどで計20年弱にわたり経営コンサルティングに従事。2013年にみさき投資を設立。「働く株主」をコンセプトに株式保有しながら経営にも積極関与する長期エンゲージメント投資に取り組んでいる。日本取締役協会の副会長も務める。

事業再編を含む経営戦略や株主還元について強硬に提案することで株価を高め利益を得ようとするアクティビストが、日本企業に対し存在感を増している。東芝ではアクティビストが社外取締役役に就き、経営陣と対立。セブン&アイ・ホールディングスには事業再編を突き付け、富士ソフトでも多くの不動産保有が批判的にされるなど世を騒がす動きは枚挙にいとまがない。

標的となった企業は対応に大わらわらうが、多くの経営者にとっても対岸の火事ではない。日本の上場企業にはアクティビストが意外なほど多く潜航しているからだ。

三井住友信託銀行の調査によると、上場企業でデータが取れる1839社のうち21% (382社) でアクティビストによる株式取得が確認されている (2022年7～8月時点)。さらに4% (79社) の企業でも株式を握られている可能性が高いという。実に4分の1の上場企業にアクティビストが潜航中なのだ。

さらに見てみよう。これら1839社をPBR (Price Book-value Ratio = 株価純資産倍率) の高低で見ると、PBRが低い企業ほどアクティビストが浸透している。PBRが2倍以上のセグメントでは17%程度の浸透度だが、PBRが1～1.3倍のセグメントでは28%に跳ね上がり、1倍を割っているセグメントでは30%にも達する。

上場企業の約6割でPBRが1.3倍を切っている事実と照らし合わせると、多くの経営者にとってアクティビストは「今そこにある危機」だ。加えて22年は円安が急速に進行した。海外から見れば日本企業はもはやバーゲンセール状態で、アクティビストがこれに目をつけられないわけがない。世間を

騒がせている事例は氷山の一角にすぎず、今後さらに表面化する可能性が高いということだ。

アクティビストがいったん活動を開始すると、経営陣はその対応に相当の時間を奪われる。一意専心して取り組むべき事業経営は後手に回り、企業価値は毀損され、社員の多くが疲弊していくケースを多く見る。

はっきりと言おう。1.3倍以下のPBRを放置している経営者は、会社全体を大きな危機にさらしている。心ある経営者は今こそ自身の経営ぶりを総点検し、経営理論に

よって立つ対策を打つべきだ (PBR1倍以下とは、株価が1株当たり純資産を下回っている状態で株式市場から会社清算を求められているに等しい)。

経営理論は「 $PBR = ROE$  (自己資本利益率)  $\times$   $PER$  (株価収益率)」と明確に教えている。すなわちPBRを上げようと思えば、ROEやPERを上げればよい。

一段掘り下げれば「 $ROE = 売上高当期利益率 \times 総資産回転率 \times 財務レバレッジ$ 」だから、ま

ず経営者は売上高当期利益率の適正化を考えるべきだろう。マージンが高い製品や地域に事業を集中させたり、価格を適正化したりと手段はある。PERの適正化にも同時に取り組もう。PERは一般的には「株式市場の (勝手な) 成長期待」と思われがちだが、収益の安定性とそれを原資とする配当の成長性をコントロールすることで、妥当な水準にもっていくことが十分可能だ。

備えあればうれいなし。低PBR企業の経営者はいまいちど経営理論を深く掘り下げ、平時から能動的な経営改善に取り組むべきだ。結果として、それが最高のアクティビスト予防策になるのだから。

「アクティビストには  
経営理論に従った  
実効的な手を打て」

NB