

アクティビズムが 事業ポートフォリオ・マネジメントに与える影響： オリンパスをケースとして

手 島 直 樹

概要

オリンパスは、7年間のボランタリー・リストラクチャリングと3年間のアクティビストとの協働によるリストラクチャリングを経て事業リストラクチャリングを完了した。同社は、2つのタイプのリストラクチャリングを経験したという点で両者の相違点を検証するのに有用なケースとなる。アクティビストとの協働によるリストラクチャリングでは、ストレッチされた業績目標が設定され、その実現のために経営戦略が大幅に転換された。その結果として、短期間にリストラクチャリングが完了するとともに、企業価値が増大した。この背景にあるアクティビスト主導によるコーポレート・ガバナンスの変化を考察する。

1. イントロダクション

2022年8月29日、オリンパスは工業用顕微鏡などを手がける科学事業を米ベインキャピタルに4276億円で売却すると発表し、オリンパス事件を機に同社が着手した約10年に及ぶ事業リストラクチャリングが完了することとなった。この結果、同社は映像、科学、そして医療という3つの事業セグメントを保有する複合企業から医療に特化するピュアプレイに変身したのだ。この10年の間には3つの中期経営計画が実行されたが、その間（2012年4月から2022年8月）における同社の年平均TSRは23.6パーセントとなっており、国

内競合他社¹⁾平均の15.9パーセントを大幅にアウトパフォームしている。また、同社の2022年8月末時点の時価総額は3兆8,705億円であり、日本の上場企業として第36位に位置するが、約3,800社の上場企業の中で時価総額が3兆円を超える企業は48社に過ぎない。同社は今や日本の超優良企業の一社となったのだ。

同社の10年間に及ぶリストラクチャリングの特徴は、最初の7年間はボランタリー・リストラクチャリング、そして、その後の3年間はアクティビストとの協働によるリストラクチャリングであることだ。そこで、本稿では二つのタイプのリストラクチャリングが企業価値創造に与える影響を検証する。具体的には、同社の事業ポートフォリオ・マネジメント、キャピタル・マネジメント、そしてコーポレート・ガバナンスの3つの要素にフォーカスを当てながら、3つの中期経営計画を時系列に検証していく。なお、キャピタル・マネジメントとは、事業レベル及び全社レベルで実行されるキャピタル・アロケーションとファイナンスという2つの企業行動を意味する。

II. 時系列分析

1. オリンパス事件

まずは、オリンパス事件について簡単に確認する必要があるだろう。同社は、バブル期の財テクの失敗で抱えた巨額の含み損の隠ぺいを目的として、1990年代から連結対象外の海外ファンドに移し替える「飛ばし」により損失を簿外処理していたが、この一連の粉飾決算が2011年10月に発覚するに至った。これにより、同社は特設注意市場銘柄に指定され、上場廃止寸前に追い詰められることになる。また、財務状況に関しては、決算の修正により生じた多額の最終赤字により2011年度末の株主資本は480億円に減少する一方で、総負債額は6,424億円にのぼり自己資本比率は4.6%にまで低下した。つまり、同社は上場

1) 旭化成、HOYA、テルモの3社

アクティビズムが事業ポートフォリオ・マネジメントに与える影響：オリンパスをケースとして 141

廃止リスクどころかフィナンシャル・ディストレスに陥っていたと言える。ただし、注目すべき点として、こうした状況下においても同社の医療事業は営業利益率がコンスタントに20パーセントを超える優良事業であり、他の赤字事業や低収益事業を十分以上に補い、全社の営業利益を上回る営業利益を生み出していたことである。このような状況から同社の事業リストラクチャリングはスタートした。

2. 2012年度から2015年度：中期ビジョン

(1) 4つの基本戦略

2012年4月20日付で発足した新経営陣は、2012年度を初年度とする5ヵ年の新中期ビジョンを策定し、同年6月に発表した。この中期ビジョンは、①事業ポートフォリオの再構築・経営資源の最適配分、②コスト構造の見直し、③財務の健全化、そして、④ガバナンスの再構築という4つの基本戦略から構成されていた。それぞれについて詳しく確認したい。

1点目の基本戦略である事業ポートフォリオの再構築・経営資源の最適配分に関しては、前経営陣の時代に見られた本業と乖離する分野への過大投資に対する反省が背景にあった。まず、事業ポートフォリオの再構築に関しては、同社の事業ドメインを医療、ライフ・産業（その後、科学に組織改正）、そして映像という3事業と位置づけ、医療事業を中心に戦略的に経営資源を投下する方針とした。この結果として、2012年度に前年度の売上高の4分の1を占めた情報通信事業を売却し、また、子会社・関連会社30社を清算・売却している。次に、経営資源の最適配分に関しては、映像事業への対応が注目に値する。同事業は2010年度には150億円の営業赤字、2011年度も108億円の営業赤字となっていた。そこで、中期ビジョン初年度からの黒字化を目指し、ミラーレス一眼・高価格帯コンパクト市場への経営資源の選択と集中を図ったが、赤字体質からの脱却どころか、2012年度から2014年度までの3年間での累積営業赤字は440億円に達した。そのため、中期ビジョン最終年度の経営方針においては、経営資源を映像事業から成長領域へ再配分する方針が示されたのだ。低迷

する事業から資本を取り上げ、将来性のある事業に再配分するという一見当たり前のことが社内の抵抗により実行が困難なケースが少なくないことを考慮すると、フィナンシャル・ディストレスという同社の特殊な状況が合理的な決定を可能にしたと考えられる²⁾。

2点目の基本戦略であるコスト構造の見直しは、原価低減と販売管理費の大幅削減による収益性の改善を目的としたものであった。具体的には、要員の最適化、製造拠点再編と調達力強化による原価低減、そして、全社的な販売管理費の削減である。実際、臨時雇用者を含む従業員数は、2012年に希望退職者を募集した効果もあり2011年度の39,121人から2012年度には32,937人へと16パーセント減少した。また、売上高対比の売上原価比率は、2011年度の54.8パーセントから2015年度には33.5パーセントに低下している³⁾。一方で、販売管理費率は、42.5パーセントから54.8パーセントに上昇したが、両者の合計比率は減少したため、営業利益率は5.6パーセントから14.2パーセントへ大幅に改善した。当初の計画では、2016年度までに10パーセント以上の実現を目標としていたが、前倒しでの達成となった。

3点目の基本戦略である財務の健全化は、2011年度に4.6パーセントにまで大幅に低下した自己資本比率の改善を目的としたものであった。この実現には、自己資本比率の分子に当たる株主資本を高め、分母に当たる総資産を圧縮するのが正攻法である。分子の株主資本に関しては、同社は2つのアプローチを取っている。まずは、当期純利益の改善である。この点では、2番目の基本戦略であるコスト構造の見直しが当期純利益の改善につながった。2011年度には490億円の最終赤字であったが、2015年には売上高は5.2パーセント減少した

2) Stephen Hall, Dan Lovullo, and Reinier Musters, "How to put your money where your strategy is," *McKinsey Quarterly* (March 2012)

3) オリンパスの会計基準は、2016年度からJGAAPからIFRSに変更されている。時系列での比較を行うために、JGAAPベースの営業利益にはのれん償却費を足し戻し、IFRSでは営業利益ではなくJGAAPの営業利益の概念に類似する事業利益を利用する。よって、同社の開示する財務数値と本稿の財務数値は合致しないケースがある。

ものの、627億円の黒字へ大幅に改善している。次に、株式発行による資金調達である。2012年度にはソニーとの医療分野での提携を通じて500億円、2013年には公募増資と自己株処分により1,127億円を調達した。この結果、株主資本は2011年度の480億円から2015年には3,843億円へ大幅に増加している。一方、分母の総資産の圧縮に関しては、同社はキャッシュを生み出し、負債の返済に配分するアプローチを取っている。キャッシュの創出には2つの源泉があるが、1つ目は営業活動からのキャッシュフロー（CFO）である。この点においても、2点目の基本戦略であるコスト構造の見直しが営業利益率の改善を通じてCFOの拡大に大きく貢献した。なお、同社は棚卸資産の圧縮によるCFOの改善も計画していたが、棚卸資産売上高比率は2011年の12.1パーセントから2015年度には13.9パーセントに悪化している。これらの結果として、CFOは2011年度の309億円から、2015年度には486億円に増加しているが、この金額は訴訟、罰金、制裁金などの一過性の要因による864億円のキャッシュアウトを反映したものであり、この金額を除いた実質的なCFOは1,350億円であった。2つ目のキャッシュの源泉は、資産・事業売却によるキャッシュフローである。この点に関しては、1点目の基本戦略の一つである事業ポートフォリオの再構築が重要な役割を果たした。2012年度から2015年度の間、情報通信事業の526億円での売却を含めて698億円のキャッシュフローが創出されている。こうして2つの源泉から創出されたキャッシュを負債の返済に配分することにより、負債総額は2011年度の6,424億円から2015年には3,211億円へと半減した。この効果により、株主資本の大幅な増加があったものの、総資産の増加は2011年度の9,665億円から2015年には1兆6億円へ3.5パーセント増にとどまっている。これにより、業績評価指標の一つであったROICへのマイナスの影響は最小限に抑えられた。

以上の分子と分母へのアプローチにより、自己資本比率は2011年度の4.6パーセントから2015年度には38.2パーセントに大幅に改善した。当初の計画では、2016年度までに30パーセント以上の実現を目標としていたが、営業利益率と同様に前倒して達成することになった。

4点目の基本戦略であるガバナンスの再構築に関しては、大きく2つのテーマがあった。1つ目は、コーポレート・ガバナンス体制の再整備であり、執行と監督を明確に分離した新経営体制へ移行した。具体的なポイントとしては5つがある。まず、取締役会の構成員の過半数（11名中6名）を独立性の高い社外取締役で構成した。2つ目は、取締役会議長は、社長以外の者であるとしたことである。その結果、会長が議長を務めることとなった。なお、会長は同社のメインバンクである三井住友銀行の出身者であったため、取締役選任に対する賛成率が64.62パーセントと他の取締役と比較し低水準にとどまった経緯がある。3つ目は、指名委員会の設置、4つ目は報酬委員会の設置である。同社は当時、監査役会設置会社であったため、どちらも任意の委員会であった。5つ目は、社長の最長在任期間、役付執行役員を担当部門における最長在任期間及び上限年齢を制定したことである。社長に関しては、原則6年間で最長在任期間とされた。2つ目のテーマは、コンプライアンス体制の強化であり、コンプライアンスに対する意識改革・推進体制強化に向けた取り組みを開始した。具体的なアプローチは、社外取締役を委員長とするコンプライアンス委員会の設置、チーフコンプライアンスオフィサーの任命と推進組織の整備、経営陣によるコンプライアンスコミットメント宣言と各階層におけるコンプライアンス教育の充実、そして、内部通報制度の拡充であった。

(2) 中期ビジョンにおけるキャピタル・マネジメント

事業レベルと全社レベルに分けて中期ビジョン期間中における同社のキャピタル・マネジメント、つまり、キャピタル・アロケーションとファイナンスについて確認したい。ただし、事業レベルのファイナンスに関しては開示対象ではなく情報がないため、分析の対象とはしない。

事業レベルのキャピタル・アロケーションに関しては、前述の通り、中期ビジョン最終年度の経営方針において映像事業から成長領域へ経営資源を再配分する方針が示された。その結果、2012年度から2015年度の全社のオーガニック投資総額（研究開発費と設備投資額）に占める映像事業への投資比率

は2011年度の15パーセントから9パーセントへ低下し、絶対額ベースでは、2011年度の149億円から2015年度には83億円へ44パーセントの減少となった。一方、事業ポートフォリオの中心に位置づけられた医療事業への投資比率は43パーセントから61パーセントへと大幅に上昇し、絶対額ベースでは、425億円から921億円へ2.2倍となった。こうしたキャピタル・リアロケーション方針が功を奏し、2015年度には2011年度比で医療事業は売上高が3,492億円から1.7倍の6,089億円、営業利益は682億円から2.1倍の1,402億円に拡大し、営業利益率は19.5パーセントから23.0パーセントに上昇した。映像事業に関しては、売上高は1,286億円から783億円へと4割減となったが、営業赤字が108億円から21億円に減少したことにより全社の営業利益に与えるマイナスの影響が大幅に低下することとなった。

次に全社レベルでのキャピタル・アロケーションとファイナンスは、前述の4つの基本戦略を反映したものとなっており、2001年度から2011年度の前社長時代とは大きく変化している。まずは、キャピタル・アロケーションに関しては、総額である7,859億円のうち、20パーセントが資本投資、36%が研究開発、43パーセントが負債返済、そして1パーセントが配当（2012年度及び2013年度は無配転落）に配分された。当時の財務状況を考慮すると、オーガニック投資総額を削減し、負債返済を最優先する選択肢もあったはずだが、同社は投資総額を拡大させた。オーガニック投資総額は2011年度の966億円（売上高比率は11.4パーセント）から2015年度には1,378億円（同17.1パーセント）に拡大している。一方、2001年度から2011年度までの前社長時代には、オーガニック投資への63パーセントの配分に加えて、M&Aへ18パーセント、そして有価証券投資へ11パーセントと非オーガニック投資にも積極的に配分していた。この非オーガニック投資が、情報通信事業など本業と乖離する分野への過大投資につながった原因と考えられる。また、負債の返済は3パーセントに過ぎず、多額の負債が新経営陣に引き継がれることとなった。

次にファイナンスに関しては、CFOが5割程度を占めることは前経営者の時代と変わらない。大きな変化は、外部からのファイナンスの水準である。か

つては負債が3割を占めていたが、中期ビジョンではその分が株式発行に入れ替わっている。また、資産・事業売却が16パーセントを占めているのも、事業ポートフォリオの再構築という基本戦略に合致した結果となっている。

(3) 中期ビジョンにおける株価パフォーマンス

中期ビジョンの期間における同社の年平均TSRは34.2パーセントとなっており、国内競合他社平均の19.5パーセントを大幅にアウトパフォームする結果となった。同社の収益性と財務健全性が大幅に改善されたことを考慮すれば当然な結果と言える。しかし、2015年度に限って見れば、TSRは国内競合他社平均であるマイナス4.8パーセントはアウトパフォームしたものの、マイナス1.9パーセントにとどまった。これは、2014年度から2015年度にかけての業績改善のモメンタムの減速によるものと考えられる。営業利益は2011年度から2015年度の間に2.4倍になっているが、そのうちの約9割が2014年度までの増加分によるものであり、2014年度から2015年度では13.9パーセントの増加にとどまっている。株式市場はこのモメンタムの減速を一過性とは判断しなかったと考えられる。実際、2016年度には営業利益が前年度比約3割減となっており、株式市場が2015年時点において同社の業績の低迷を予想し株価に織り込んでいたと言える。

(4) 中期ビジョンの総括

4つの基本戦略は多くの成果を生み出し同社は経営再建を果たしたが、同時に今後の中期経営計画で解決すべき課題も残すことになった。成果としては、非事業ドメインを整理し、ドメインとして位置付けた3事業のうち医療事業を中心に戦略的に経営資源を投下するキャピタル・リアロケーション方針が功を奏し、医療事業の業績が大幅に拡大した。その一方で、映像事業は期間中の累積営業赤字が460億円となり、赤字体質からの脱却という課題を残した。財務指標に関しては、営業利益率、ROIC、そして自己資本比率の目標値を前倒しで達成するなど順調な進捗を見せている。ガバナンスに関しては、取締役会の

改革に加えて、執行取締役と執行役員に対してストックオプション制度を設定するなど大きな進展が見られたが、コンプライアンスに関しては、米子会社などが米国や南米で医療機関や医師に不正な利益供与を行っていたとして制裁金など合計6億4,600万ドル（約743億円）を米国政府に支払い和解するなど課題を残した。

3. 2016年度から2018年度：16CSP

(1) 16CSPの概要

中期ビジョンにおいて経営再建ステージを完了し、2016年度から5カ年の中期経営戦略となる16CSPは、同社が持続的な発展を実現するための足下固めと攻めの事業ポートフォリオ構築と位置付けられた。具体的には、6つの重点戦略が策定されている。1点目は、事業成長に向けた積極的取り組みである。各事業における主力の新製品の投入や成長に向けた製品ラインアップの拡充が計画された。2点目は、必要経営資源の適時確保・最大活用である。伸びしろの小さい事業の縮小と拡大事業領域への経営資源のシフトを促進する。3点目は、持続的成長を可能とする将来に向けた仕込みである。長期的視点に立った事業開発・先行投資、医療事業における新事業創出、そして、新興国向けビジネス拡大に取り組む。4点目は、更なる事業効率の追求である。製品ラインアップの最適化によるコスト削減と効率向上、そして、在庫オペレーションの改善を実現する。5点目は、グローバル・グループ連結経営の深化に向けた体制強化、そして、6点目は、品質・製品法規制対応、内部統制の強化、コンプライアンスの徹底である。

次に事業ポートフォリオ上の各事業の位置付けであるが、医療事業に経営資源を重点投入する方針となり、中期ビジョンよりも医療事業重視のスタンスがより明確となった。一方で、映像事業はデジカメ市場の変化・縮小に対応し、映像事業の技術・リソースの多事業における活用を検討するとしている。また、戦略上必要な領域においては、M&Aも含めて積極的に投資をするという方針も示している。なお、中期ビジョンの期間中にはM&Aは実施されていない。

そして、具体的な経営目標水準として4つの財務指標の目標値が設定された。1点目が事業収益性指標として営業利益率15パーセントの実現である。この水準は、中期ビジョンの10パーセントの目標からストレッチされている。医療事業の収益性向上に加えて、開発効率、間接業務の効率化等により販売管理費を削減することにより目標値を達成する方針である。2点目が事業成長性指標としてEBITDAの二桁の期間平均成長率の実現である。主に医療事業が成長の源泉となる。3点目が健全性指標として自己資本比率50パーセントの達成である。さらなる事業の発展を実現するために、リスク対応力のさらなる強化が必要であるというのが自己資本比率の水準引き上げの理由となっている。そして、4点目が資本効率性指標としてROE15パーセントレベルをコンスタントに実現することであり、前述の3点の財務指標の目標達成の結果としての実現を目指すものである。

(2) 16CSPの結果

16CSPは業績の低迷により3年目に計画達成の先送りが決定された。医療事業は、各国で医療機器申請や登録法の法規制が強まったことが影響し業績が悪化している。2018年度の売上は6,343億円となり、2015年度対比で4.2パーセント増加したが、営業利益は20.2パーセント減少し1,119億円となった。また、営業利益率は2015年度の23.0パーセントから17.6パーセントへ大幅に低下することとなった。医療事業の業績悪化を受け、全社の業績も同様に低迷した。売上高は2015年度から1.3パーセント減少、営業利益は31パーセント減少し、営業利益率は13.0パーセントから9.1パーセントに低下した。結局、4つの財務指標の中では、自己資本比率が47.3パーセントに改善したのが目標達成に最も近かったことになる。

(3) 16CSPにおけるキャピタル・マネジメント

事業レベルでのキャピタル・アロケーションに関しては、医療事業に経営資源を重点投入する方針を反映した結果となっている。16CSP期間の全社の

オーガニック投資総額に占める医療事業への投資比率は中期ビジョン期間の61パーセントから65パーセントに増加し、絶対額ベースでは2015年度の921億円から2018年度には1,091億円へ18.4パーセントの増加となった。しかしながら、このような積極的な投資が同事業の業績の拡大につながらなかったのは前述の通りである。一方、映像事業への投資比率は9パーセントから5パーセントへ低下し、絶対額ベースでは、2015年度の83億円とほぼ同額の82億円となった。なお、営業赤字は2.1億円から183億円へ大幅に悪化している。

次に全社レベルでのキャピタル・アロケーションに関しては、中期ビジョンと比較して2つの特徴が見られる。まずは、負債返済のウェイトが低下したことである。中期ビジョンにおいては43パーセントを占めていたが、16CSPでは22パーセントへとほぼ半減している。これは、16CSPの開始時点で既に財務健全性が確保されており、中期ビジョンと比較して優先順位が低下したためだと考えられる。2点目の特徴は、中期ビジョンの期間と比較してオーガニック投資に対してより積極的な姿勢となっていることだ。ウェイトは中期ビジョンの56パーセントから71パーセントに上昇しており、絶対額では4,477億円と期間が4年であった中期ビジョンの4,437億円とほぼ同水準となっている。

また、全社レベルでのファイナンスに関しても、中期ビジョンと比較して3つの特徴が見られる。まずは、外部からの資金調達がないことである。ファイナンス総額3,352億円の全額が内部からのキャッシュを源泉としている。これは、中期ビジョンでは株式発行が36パーセント、2001年度から2011年度の前社長時代には負債が32パーセントを占めていたのとは大きく異なる。2点目がCFOのウェイトの拡大である。中期ビジョンでは48パーセントであったが、16CSPでは79パーセントに上昇している。16CSPでは、和解金、訴訟、罰金、制裁金などの一過性の要因によるキャッシュアウトが大幅に減少したこともCFOの増加に大きくプラスに働いている。3点目が持ち合い株式の売却である。オリンパスはテルモと2005年に資本提携を結んだが、2017年に解消した。テルモ株の売却により422億円のキャッシュが創出され、その金額はファイナンス総額の16パーセントを占めている。

(4) 16CSPにおける株価パフォーマンス

16CSPの期間における同社の年平均TSRはマイナス8.2パーセント⁴⁾となっており、国内同業他社平均の18.5パーセントを大幅にアンダーパフォームする結果となった。中期ビジョンの最終年度から業績改善のモメンタムが低下し、16CSPでは業績が悪化したことを考えれば当然な結果である。このような株価パフォーマンスの低迷もあり、2018年の株主総会において、笹社長の再任に対する賛成率は80.07パーセントにとどまった。なお、他の取締役の賛成率はすべて98パーセント超であった。

(5) 16CSPの総括

16CSPは3年目で中止となり、中期ビジョンで達成した経営再建から次のステージへは足踏みすることとなったが、その一方で進展も見られた。事業ポートフォリオに関しては、中期ビジョンよりも医療事業重視のスタンスがより明確となり、同事業に対するオーガニック投資へのキャピタル・アロケーション比率が上昇した。この結果、映像事業へのキャピタル・アロケーション比率は減少したものの、営業赤字は拡大しており、課題の解決には至らなかった。また、全社レベルでのキャピタル・アロケーションに関しては、財務健全性が高まったこともあり、負債返済の優先順位を下げ、オーガニック投資に積極的に配分している。つまり、医療事業重視、そして、オーガニック投資重視のキャピタル・リアロケーションが実行されたことになる。

次に、コーポレート・ガバナンスが強化されている。2016年に買防衛策を廃止し、2017年にはテルモと持ち合いを解消し（発行済み株式の1.6%）、メインバンクである三井住友銀行を含む金融機関が同社株式を売却した（発行済み株式の2.9%）。これにより2018年3月には外国人株主比率が過去最高の46.3パーセントに上昇している。この水準は日本の上場企業の外国人株主比率である29.1パーセントを大きく上回っており、株式市場を通じたガバナンスの強化

4) 2019年1月に新たな中期経営計画が策定されることが公表されたため、16CSPは2018年12月末に終了したものとしTSRを算出している。

が期待された。実際、後述するように、アクティビストが同社の大株主となり、その後セトルメントを経て取締役を派遣することになったが、5割近い外国人株主比率が一定の圧力となったと考えられる。

4. 2019年度から2022年度：新経営戦略

(1) バリューストによる大量保有

16CSPの計画達成の先送りが決定された20日後の2018年5月31日、米国の有力アクティビスト、バリュースト・キャピタルがオリンパス株5.0%を保有したとする大量保有報告書を提出した。保有目的は、「純投資及び経営陣への助言又は状況に応じて重要提案行為等を行うこと」であった。この公表を受けて、オリンパスの株価は3日間で10.1パーセント上昇している。

では、なぜオリンパスはアクティビストのターゲットとなったのだろうか。主に3つの要因が考えられる。まずは株価パフォーマンスの低迷である。前述の通り、同社の株価パフォーマンスは2012年度から2014年度にかけては高水準であったが、2015年度以降はモメンタムが消滅し低迷していた。アクティビストにとっては割安株として優良なターゲットに映ったと考えられる。2点目はオリンパスの事業セグメントの特徴である。複数の事業セグメントを抱える企業はコングロマリット・ディスカウント、もしくは低収益事業のリストラを根拠にアクティビストのターゲットとなりやすい⁵⁾。映像事業は赤字体質からの脱却が進展せず、オリンパス全体としての収益性の足かせとなっていたため、映像事業の売却・分離が企業価値創造の機会になるとバリューストは判断したと考えられる。3点目は株主構成である。アクティビストは機関投資家比率の高い企業をターゲットとすることが多く、特に米国のアクティビストは米国を中心に外国人機関投資家比率の高い企業をターゲットする傾向がある⁶⁾。これは、アクティビストの提案が株主の利害に合致する限り、彼らの

5) Alon Brav, Wei Jiang, and Hyunseob Kim, "Hedge Fund Activism: A Review," *Foundations and Trends in Finance* (March 2010), pp. 1-66.

6) Marco Becht, Julian Franks, Jeremy Grant, and Hannes F. Wagner, "Returns to

賛成が期待できるからだ。前述の通り、バリューストックがオリンパスの大株主として大量保有報告書を提出した時点での外国法人等の保有比率は46.3%であり、日本企業としては高水準であった。なお、あえてもう一点追加するとすれば、バリューストックの投資先の4分の1がヘルスケア企業となっており、この業界の経験が豊富であることも要因と考えられる。バリューストックにとってオリンパスが初の日本企業への投資であったこともあり、得意とする業界に属する同社を選択することによりリスクを軽減する意図もあったと想定される。

(2) 企業変革プラン「Transform Olympus」の策定

2019年1月、オリンパスは企業変革プラン「Transform Olympus」を公表した。当プラン策定の目的は、真のグローバル・メドテックカンパニーとして同社グループの持続的な成長を可能とする基盤を整備することである。当プランは6つの方針から構成される。1点目は、グローバル・グループ経営執行体制の構築である。同社グループにおける意思決定体制の迅速化・効率化及びグループ全体でのリスクマネジメントの一元管理を目的として、CEO、COO、CTO、CFO、そしてCAOの5名の経営執行責任者により構成されるグループ経営執行会議を新たに設置し、グローバル・グループ全般を一元的に統括する。2点目は、人事マネジメントのグローバル統一化である。国内外の優秀な人材を適材適所で積極的に確保、登用、配置できる人事制度を構築する。3点目は、医療事業の再編成である。グローバルな医療機器企業に伍する事業運営とスピードと効率の向上及び治療機器市場における持続的成長の実現を図るため、医療事業を5部門（消化器科呼吸器科事業、外科事業、泌尿器科婦人科事業、耳鼻咽喉科事業、医療サービス事業）から、内視鏡事業及び治療機器事業の2事業部門に再編成し、治療機器事業に関しては米国内に統括拠点を配置する。なお、この再編成に合わせて決算資料のセグメント情報においても、医療事業を内視鏡と治療機器のセグメントに分けて開示することとなった。4点目

Hedge Fund Activism: An International Study”, *The Review of Financial Studies* (June 2017), pp. 2933-2971.

は、コスト削減及び資本効率改善への取り組みである。営業利益率と資本効率性をグローバル医療機器市場における同業他社と同水準まで大幅に改善し、株主価値の最大化と世界トップレベルのグローバル・メドテックカンパニーを目指す。5点目は、取締役会のダイバーシティ化である。真のグローバルなメドテックカンパニーとして、同社が持続的に成長するために、グローバルかつ多角的な経験及び専門知識を備えた新取締役を選任し、経営機能の強化を図る。そこで、バリューアクトのロバート・ヘイル氏と他2名の新取締役を候補とした（他2名に関してはこの時点では未定であったが、同年2月に同社のCAOであるシュテファン・カウフマン氏と、バリューアクトへのコンサルタント兼エグゼクティブアドバイザーであり医療機器会社CRバードのグループ・バイスプレジデントであったジム・ピースリー氏が候補となる）。6点目は、指名委員会等設置会社への移行に係る検討である。業務執行の意思決定の迅速化、ガバナンスの強化と透明性の一層の向上、そして、取締役会の監督機能の強化を図る。

また、2012年から代表取締役社長執行役員であった笹宏行氏が代表取締役を退任し、取締役副社長執行役員であった竹内康雄氏が代表取締役に就任予定であることが発表された。笹氏は取締役に留まったが、2020年に取締役も退任している。アクティビストとのセトルメントから一定期間が過ぎた時点で社長が退任するケースが欧米では多く見られる⁷⁾。

「Transform Olympus」発表に対する株式市場の反応は極めてポジティブであり、株価は1月11日の取引時間内での発表を受けて3営業日後の17日には発表前日から24.0パーセント上昇した。

(3) 新経営戦略の策定

2019年11月、オリンパスは「世界をリードするメドテックカンパニーへと成長し、革新的な価値によって患者さんや医療従事者などの顧客、医療機関、

7) Lucian A.Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, and Thomas Keusch, "Dancing with activists," *Journal of Financial Economics* (July 2020), pp. 1-41.

医療経済にベネフィットをもたらし、世界の人々の健康に貢献する」ことを戦略目的とする新経営戦略を公表した。この戦略は、事業の成長・収益性向上のためのコア要素、組織機能を高めるための取り組み、そして、業績指標の3つの要素から構成される。

まず、事業の成長・収益性向上のためのコア要素に関しては、4つの項目から構成される。1点目は、事業ポートフォリオの選択と集中である。同社の事業は、内視鏡事業と治療機器事業の二つの医療事業、科学事業、そして、映像事業から構成されるが、医療事業は市場全体において高い成長性や営業利益率を有するのみならず、同社にとってもこれまで持続的な成長を継続する利益率が高い事業であった。そこで、定期的に全社の事業ポートフォリオの見直しを行いつつ、更なる成長余地が見込まれる医療事業に対して積極的に経営資源を投入する方針とした。これまでの経営戦略においても、医療事業重視のスタンスが強まっていたが、定期的な事業ポートフォリオの見直しについて言及したのはこの新経営戦略が初めてのことである。2点目は、内視鏡事業における圧倒的ポジションの強化である。同社は消化器内視鏡においてグローバルシェアが7割を超えるリーディングカンパニーであるが、リユース内視鏡における競争優位性の堅持、シングルユース内視鏡によるポートフォリオ拡充、そして内視鏡の販売・サービスモデルの強化を通じて、今後3年間で年平均6%の成長を目指す。3点目は、治療機器事業への注力と拡大である。同社が高い競争力を有する消化器科関連処置具、泌尿器、そして、呼吸器関連処置具の3つの領域を中心として、製品の拡充や手技の普及、販売体制の強化によって成長の拡大を図り、今後3年間で年平均8%の成長を目指す。4点目は、次世代低侵襲手術市場のリードである。低侵襲手術の分野を中長期の成長に向けた戦略的の分野と位置づけ、手技の革新、機器の改善、低侵襲なロボティックスの開発を通じて、低侵襲手術の発展そのものに貢献し、低侵襲手術市場を先導するために積極的に取り組む。

新経営戦略の2点目の要素である組織機能を高めるための取り組みに関しては、製品（売上原価・R&D）、コマーシャル（セールス・マーケティング、

保守サービス)、そしてコーポレート(コーポレート機能の間接費)の3つのカテゴリーにおいて効率改善の取り組みを行い、業績及び財務体質の改善を図る。

3点目の要素である業績指標に関しては、営業利益率を2022年度に20パーセント以上まで改善することを目指す。また、財務ガイダンスの参考指標として、フリーキャッシュフロー成長率20パーセント以上、ROIC20パーセント以上、そしてEPS成長率25パーセント以上が2022年度の目標水準となっている。

新経営戦略の策定の発表に対する株式市場の反応は極めてポジティブであり、株価は11月6日の発表を受けて3営業日後の11日には16.4パーセント上昇している。

(4) 2021年度までの新経営戦略の進捗状況

2021年度までの新経営戦略の進捗状況に関しては、第一に事業ポートフォリオの選択と集中が大きく進展している。まず、2020年6月に映像事業を投資ファンドの日本産業パートナーズに売却することを発表した。同事業は営業赤字が続いたが、内視鏡を含む光学技術をけん引する役割が大きいためという理由から事業ポートフォリオに維持されてきた経緯がある。しかし、医療に事業を集中する中、継続的な投資は難しいとの判断により売却に至っている。

次に、2021年6月に科学事業を2022年4月1日付で分社化すると公表し、同年11月に売却の検討を公表した後、2022年8月に米ベインキャピタルへの売却を発表した。同事業に関しては、医療用と技術的な親和性が高くデジタル化でも先行しているため、医療機器の世界大手を目指すうえで貢献するとの判断に基づき事業ポートフォリオに維持してきたが、同社が継続して成長投資できる体力はないとの判断により売却された。

これらの事業の売却により、オリンパスは医療事業のピュアプレイに変身することとなった。また、医療事業では積極的なM&Aが実施されている。2020年8月に、消化器科のアークメディカルデザイン社(イギリス)、同年11月に整形外科のFHオーソ社(フランス)、同年12月には約353億円で呼吸器

科のベラン・メディカル・テクノロジーズ社（アメリカ）、2021年1月には約46億円で外科のクエスト・フォトニック・デバイスズ（オランダ）、同年5月には約272億円で泌尿器科のメディテイト（イスラエル）を買収した。なお、オリンパスは2018年11月にメディテイトに18.46%を出資して筆頭株主となり、株式を100%取得する権利を取得していた。その権利を行使し買収に至っている。また、同年9月には55億円の投資枠を持つコーポレートベンチャーキャピタルを米国に設立した。

進捗状況の2点目としては医療事業が利益を伴う成長を実現していることだ。内視鏡事業と治療機器事業を合計した医療事業としては、売上高は2018年度の6,343億円から2021年度には7,371億円へ16.2パーセント成長、営業利益は1,119億円から1,940億円へ73.3パーセント成長、そして、営業利益率は17.6パーセントから26.3パーセントに大幅に改善している。事業別では、内視鏡事業においては、売上が2018年度の4,188億円から2021年度には4,615億円へ10.2パーセント成長、営業利益は898億円から1,332億円へ48.4パーセント成長、そして、営業利益率は21.4パーセントから28.9パーセントに改善している。一方の治療機器事業に関しては、売上が2018年度の2,155億円から2021年度には2,756億円へ27.9パーセント成長し、営業利益は222億円から608億円へ2.7倍となっており、営業利益率は10.3パーセントから22.1パーセントへと倍増している。

3点目は、効率改善に関してさまざまな取り組みが実施され、コスト削減を実現していることだ。一例として、2020年に通常の退職金に加え特別支援金を支給する社外転進支援制度を日本で実施し、国内従業員の約6%に当たる844人が応募した。このような取り組みにより、売上高に対する販売管理費比率は2018年度の55.1パーセントから2021年度には46.7パーセントに低下している。売上原価比率は35.8パーセントから34.2パーセントへの低下にとどまったが、営業利益率は9.1パーセントから19.1パーセントに倍増している。

(5) 新経営戦略におけるキャピタル・マネジメント

事業レベルでのキャピタル・アロケーションに関しては、新経営戦略の事業ポートフォリオの選択と集中の方針が大きな影響を与えている。まず、2020年に映像事業が売却されたため、2021年度に同事業へのキャピタル・アロケーションが不要となったことである。過去5年間では平均で同事業へのオーガニック投資に77億円が配分されていた。次に科学事業には2019年度から2021年度に518億円がオーガニック投資に配分されているが、2022年に売却されたため2023年度以降はキャピタル・アロケーションが不要となる。そして、医療事業に関しては、2019年度から2021年度に3,669億円がオーガニック投資に配分されているが、この投資額は16CSP期間中の2,881億円から27.4パーセント増加している。こうした積極的な投資が医療事業の利益を伴う成長を可能にしていると考えられる。

次に全社レベルでのキャピタル・アロケーションに関しては、16CSPと比較して3つの特徴が見られる。まずは、負債返済がゼロとなったことである。後述するように、新経営戦略においては積極的に負債が活用されている。2点目は、M&Aの大幅な増加である。16CSPでは149億円であり、キャピタル・アロケーション総額に占める割合は2パーセントに過ぎなかったが、新経営戦略においては680億円となり、10パーセントを占めるようになった。オーガニック投資の比率は71パーセントから66パーセントに低下し、金額ベースでも4,477億円から4,456億円とわずかながら減少したが、M&Aを加えた総投資額では増加しており、積極的な投資スタンスが維持されている。3点目は、1,234億円の自社株買いが実施され、キャピタル・アロケーション総額に占める割合が18パーセントとなったことである。2019年度にはソニーとの資本提携の解消に伴うオリンパス株の売却に際して934億円、そして、2021年度には300億円の自社株買いを実施している。

一方、全社レベルでのファイナンスに関しては、16CSPと比較して2つの特徴が見られる。まずは、負債が積極的に活用されたため、ファイナンス総額に占める負債の割合が24パーセントとなったことである。負債の増加と前述

の自社株買いの影響により、自己資本比率は2018年度の47.5パーセントから2021年度には37.7パーセントに低下している。なお、自己資本比率は新経営戦略においては業績指標とはなっていない。2点目は、CFOの拡大である。ファイナンス総額に占める割合は16CSPの79パーセントから71パーセントに低下しているが、ファイナンス総額が1.8倍と大幅に増加したこともあり、絶対額では2,641億円から4,274億円へ61.8パーセント増加している。これは、好調な医療事業が営業利益を大幅に拡大していることに加えて、これまでCFOのマイナス要因となっていた和解金、訴訟、罰金、制裁金などの一過性の要因によるキャッシュアウトがゼロとなったことも影響している。

(6) 株価パフォーマンス

2019年1月から2022年8月末の期間における同社の年平均TSRは41.8パーセントであり、国内競合他社平均の11.7パーセントを大幅にアウトパフォームしている。Transform Olympus及び新経営戦略の公表、映像事業及び科学事業の売却など、株式市場が極めてポジティブに反応するイベントが多く、また、同社の業績も市場の期待を上回る水準であったことが高パフォーマンスの要因と考えられる。

(7) 新経営戦略の総括

事業ポートフォリオに関しては、映像及び科学事業の売却によりリストラクチャリングは完了し、オリンパスは医療事業のピュアプレイに変身した。これにより映像事業への投資を減らし、医療事業への投資を増やすというような事業間でのキャピタル・リアロケーションは今後不要となる。一方、全社レベルでのキャピタル・アロケーションは、負債返済の優先順位が低下したこともあり、オーガニック投資だけでなくM&Aにも積極的なスタンスとなっている。また、ファイナンスの維持的な源泉となるCFOが大幅に増加していることもあり、積極的なキャピタル・アロケーションが可能である。コーポレート・ガバナンスに関しては、指名委員会等設置会社への移行し、社外取締役の比率は

3分の2となっている。その中には、セトルメントによりアクティビストから派遣された取締役もおり、株主の視点が取締役会の決定に反映されることが期待される。実際、さまざまな株主価値志向の行動が見られるようになった。具体的には、自社株買い、自己株式の消却、業績連動型株式報酬の評価指標としての相対TSRの活用、そして、政策保有株式の大幅な削減などである。

こうして10年前にはフィナンシャル・ディストレスの状況にあった企業が、2022年8月末時点で時価総額が3兆8705億円となり、日本の上場企業トップ50にランクインする超優良企業の一社となったのだ。

Ⅲ. ボランタリー・リストラクチャリングとアクティビストとの協働によるリストラクチャリング

これまで中期ビジョン及び16CSPという7年間のボランタリー・リストラクチャリングと、新経営戦略という3年間のアクティビストとの協働によるリストラクチャリングを時系列に確認してきた。各中期経営計画は「医療会社としてのオリンパス」という理想像を同様に描いていたが、ボランタリー・リストラクチャリングでは、「医療事業は3事業の中心」という考えにとどまっていた。しかし、その後のアクティビストとの協働によるリストラクチャリングでは、科学及び映像事業が売却され、オリンパスは同社が目指す理想像を短期間で実現するに至った。メドテックカンパニーとなるために2つの事業を売却する、という一見当然にも思われる経営行動を取るために、なぜこれだけの時間と、さらにはアクティビストの介入まで必要としたのか。これは、両リストラクチャリングにおける2つのストレッチ水準の差に起因すると考えられる。

まずは、営業利益率ターゲットのストレッチである。中期ビジョンでは10パーセント、そして16CSPでは15パーセントがターゲットとして設定されたが、新経営計画ではさらに20パーセントにまでストレッチされた。たしかに、ボランタリー・リストラクチャリングにおいて設定されたターゲットは、2011年度の実績が5.6パーセントであったことを考えればストレッチされた水準に思われるが、当時から医療事業は20パーセントを超える営業利益率をコンス

タントに達成していたため、科学及び映像事業のコスト削減により十分に実現可能な水準であった。よって、戦略の大幅な転換は不要であり、事業ドメインの絞り込みは情報通信事業の売却による4事業から3事業への減少にとどまったのだ。しかし、新経営計画での20パーセント以上の営業利益率という水準は、これまでの経営の延長線上で足かせとなる両事業を維持しつつコストを削減するだけでは実現は不可能であり、大幅な戦略上の転換が不可欠であった。つまり、営業利益率20パーセント以上というストレッチした目標を設定した時点で、両事業の売却は決定的となったと言える。

そして、20パーセント以上というストレッチした営業利益率をターゲットとして設定できた背景にあるのが、2点目のコーポレート・ガバナンスのストレッチである。オリンパスのコーポレート・ガバナンスは、ボランティア・リストラクチャリング下において、過半数の社外取締役、報酬・指名委員会の設置、買収防衛策の廃止、そして、政策保有株式の減少による外国人株主比率の増加などとストレッチしてきた。しかし、この期間のコーポレート・ガバナンス改革は、結果から判断すればストレッチが形式論にとどまっていた。コンプライアンスは強化されたが、世界をリードするメドテックカンパニーを目指すための真のリストラクチャリングを実現するにはストレッチが不足していたのだ。

では、同社のコーポレート・ガバナンスにはどのようなストレッチが不足しているのか。それは、グローバル・メドテックカンパニーを理解する社外取締役の登用である。たとえ社外取締役が多数存在しようとも、メドテックカンパニーの事業を理解する人材がいなければ、メドテックカンパニーの経営を適切に監督することはできない。例えば、映像及び科学事業が医療事業に技術面で貢献するという執行サイドからの指摘があれば、反論する術はなく納得せざるを得ないだろう。かくして、ボランティア・リストラクチャリング下では、戦略が転換されることはなく、映像及び科学事業は温存され、16CSPでは業績が足踏みすることとなった。

しかし、アクティビストとの協働によるリストラクチャリング下では、指名委員会等設置会社への移行、そして、アクティビストからの取締役の受け入れ

アクティビズムが事業ポートフォリオ・マネジメントに与える影響：オリンパスをケースとして 161

というコーポレート・ガバナンス改革における最大限のストレッチが実現した。2019年にグローバル・メドテックカンパニーでの経験が豊富な取締役がバリュエアクトから派遣されると、オリンパスは定期的に全社の事業ポートフォリオを見直す方針を公表し、そして、営業利益率のターゲットをグローバル・メドテックカンパニーのスタンダードである20パーセントにストレッチしたのだ。こうしてオリンパスの社内の論理からグローバル・メドテックカンパニーの論理が経営の軸に取って代わり、2つの事業は売却された。その結果、2022年度には営業利益率20パーセントを達成する見込みである。

なお、このようなバリュエアクトのアプローチは、現在欧米で議論が活発化しつつあるボード3.0のコンセプトと合致するものである⁸⁾。このコンセプトはPEファンドによる投資先企業へのガバナンスに基づくものであり、取締役会にはPEファンドが投資先に派遣する取締役のように事業を理解し、ハンズオンのアドバイスを与えられる取締役が必要であると考えられている。バリュエアクトはこれまで米マイクロソフトなど40社以上に取締役を送り込んだ実績を持つが、彼らがボード3.0を実践する要因としては、共同創業者であるジェフリー・アッペン⁹⁾の経歴による影響が大きい。彼は、米大手運用会社のフィデリティでバリュエファンドを運用した後、米PEファームのブラム・キャピタルでマネージング・ディレクターを務めた経験がある。つまり、割安株を見出すファンドマネージャーとしての能力と、企業価値をアンロックするPEの能力を併せ持つ。近年、アクティビストとPEファンドのコンバージェンスが注目されているが、バリュエアクトはその典型例と言えるだろう。

Ⅳ. インプリケーション

オリンパスのケースのインプリケーションは、ストレッチの重要性である。同社のケースでは、短期間で経営再建を終えたものの、ボランタリー・リスト

8) Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, "Board 3.0 -- An Introduction," *The Business Lawyer* (May 2019), pp. 351-366.

ラクチャリングではストレッチが不足し、その後業績及び株価が低迷した。そして、低迷するタイミングでアクティビストが大株主、そして取締役となり、同社にストレッチをかけることになった。この結果、事業リストラクチャリングが短期間で完了し、多額の企業価値を創造することとなったのだ。では、企業内に社内の論理が根強く存在する中で、いかにストレッチを実現できるのか。2つのアプローチがある。

1点目は、オリンパスのケースのように、ストレッチを外部、特に株主との協働により実現することである。ポテンシャルの高い企業の株価が割安な水準で低迷すれば、アクティビストが頼まれもせず株主となり介入してくる可能性は高い。彼らはバランスシート、事業ポートフォリオ、ガバナンスなど経営全般に関して相当なストレッチをかけてくれるはずだ。しかし、このパッシブなアプローチはリスクを伴う。オリンパスのケースは成功裏に収まっているが、アクティビストが介入した企業のパフォーマンスに関してはバラツキが大きく、企業価値の向上が保証されているわけではないことが実務家によるリサーチで示されている⁹⁾。また、研究者の間でもアクティビズムには批判的な意見が少なくない¹⁰⁾。また、アクティビストのアプローチの質が企業価値の向上に重要であるのと同様に、企業サイドの変革への意識も不可欠な要素であることを忘れてはならない。オリンパスのケースでは、同社がボランタリー・リストラクチャリング下で改革に向けて動き出しており、バリューアクトの提言や経験を積極的に活用しようとする姿勢があったが、アクティビストのターゲットになる企業は、業績が低迷しようが改革に前向きでないことが一般的である。よって、経営改革どころかアクティビストとの戦いに終始するケースが少なくない。

2点目は、これが理想的であるが、自主的にストレッチをかけることだ。企

9) Credit Suisse Investment Banking and Capital Markets, "Shareholder Activism: an evolving challenge," *Credit Suisse Corporate Insights* (2019 Fourth Quarter).

10) John C. Coffee, Jr. and Darius Palia, "The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance," *Annals of Corporate Governance* (February 2016), pp. 1-94.

業価値創造の論理で戦略を見直し、ストレッチしたターゲットを設定することが求められる。その際に参考にするべき情報源が3つある。まずは、海外企業も含めた同業他社のベンチマークデータである。業界内での自社のポジションを把握した上で、業界上位の水準をターゲットとすればストレッチが高まる。次に、アクティビストの要求水準である。同業他社のアクティビズムに関しては、アクティビストの具体的な要求を把握しておく必要がある。なお、非ターゲット企業がアクティビスト対策を実施することにより、経営が改善されるスピルオーバー効果が広く観察されている¹¹⁾。そして、3つ目の情報源は、社内の論理とは別の論理で行動する社外取締役の視点である。オリンパスでは、同社が目指すグローバル・メドテックカンパニーを熟知する社外取締役がバリューアクトから派遣され主要な役割を果たしてきた。同社のようにボード3.0に求められるような人材を取締役として登用することができれば、アクティビストの介入を待つことなく、自主的にストレッチをかけ企業価値創造の機会を持続的に見出すことができるだろう。

11) Nickolay Gantchev, Oleg R. Gredil, and Chotibhak Jotikasthira, "Governance under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism," *Review of Finance* (November 2018), pp. 1031-1068.

