

全 14 頁

2019 年 12 月 20 日

# アクティビスト投資家対応の実務と示唆

## 活発化するアクティビスト投資家のエンゲージメント対応実務

経営コンサルティング部

主任コンサルタント

吉川 英徳

### [要約]

- ここ数年、日本の株式市場でアクティビスト投資家の活動が活発化している。近時動向の特徴としては、(1) アクティビスト戦略を取る投資家の増加、(2) それらアクティビスト投資家の対話手法の高度化、(3) 国内機関投資家の議決権行使等に対する姿勢の変化、が挙げられる。
- 一方で、アクティビスト投資家の活動が活発化する中で、上場企業側の対応プロセスも定型化しつつある。本稿ではアクティビスト投資家対応における上場企業側の対応を、(1) アクティビスト投資家による株式の取得の察知、(2) 書簡・面談対応、(3) キャンペーン等への対応、(4) 株主提案への対応、(5) 株主総会当日の対応、(6) アクティビスト投資家からの指摘事項に対する対応策の公表タイミング、の各プロセスを分解し、各プロセスにおける上場企業の対応について主な論点を整理している。
- アクティビスト投資家の活性化による今後の日本企業への示唆としては、(1) 株主価値最大化経営に向けたプレッシャーの更なる増大、(2) エンゲージメント等の内容が環境・社会問題に拡大、(3) アクティビスト投資家の M&A への介入の一般化、(4) 事業会社による敵対的買収とアクティビスト投資家の相互作用の強化、が考えられる。
- 日本企業の多くは長年に亘って、安定株主を形成し、物言わない株主に長年慣れており、近年の資本市場からのプレッシャーに対し事業部門等を含め社内意識の対応が進んでいない企業も多い。アクティビスト投資家等のみならず事業会社等による敵対的買収に備えて、「平時」から資本市場からの目線と社内における意識のギャップ差を埋めていくことが求められている。

---

## 1. アクティビスト投資家の近時動向

ここ数年、日本の株式市場でアクティビスト投資家の活動が活発化している。近時動向の特徴としては、(1) アクティビスト戦略を取る投資家の増加、(2) それらアクティビスト投資家のエンゲージメント手法の高度化、(3) 国内機関投資家の議決権行使等に対する姿勢の変化、が挙げられる。

### (1) アクティビスト投資家の活動の活発化

日本の株式市場で活動しているアクティビスト戦略を取る投資家<sup>1</sup>は 30 近くあると推察している。数兆円規模の資産運用残高を有するグローバルファンドから数十億円規模と見られる資産会社まで顔ぶれは多士済々である。リーマンショック以前から活動していたアクティビスト投資家に加え、近年では、一般の機関投資家がアクティビスト戦略を採用するファンドを新たに立ち上げたり、グローバルに活動するアクティビストファンドが日本市場に進出したりしている。

背景としては、日本市場の株価パフォーマンスが第二次安倍政権によるアベノミクス以降好調であることに加え、政府主導によるスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの策定・改訂により、従来、コーポレートガバナンスや株主還元に対して前向きとは言えなかった日本企業が変化しつつある点がある。これら変化に対し海外投資家の期待は高く、「なぜ貴社はアクティビスト戦略のファンドを日本で立ち上げないのかと米国の年金基金に言われた（国内機関投資家）」との話や「なぜ株主提案等の強硬的な手法を活用しないのかと本国から言われた（外資系機関投資家）」との話がある。

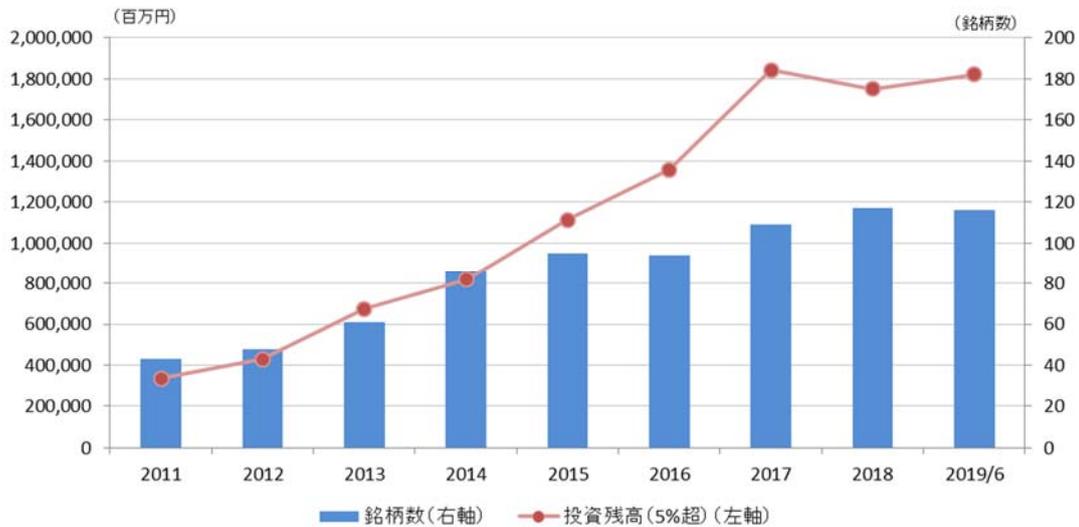
図表 1 は日本企業に積極的に投資している主要アクティビスト投資家 11 社<sup>2</sup>の 5% 超の保有銘柄数及び投資金額累計の推移である。2012 年以降、保有銘柄数・投資金額共に増加傾向にある事が分かる。主要 11 グループのうち、あるアクティビスト投資家の場合は、海外の年金基金から資金調達を行い、近年は資産運用残高が 1 兆円規模まで拡大している事例もある。また、中小型株の運用に特色を持つ米国系アクティビスト投資家も資産運用残高が 19 億ドル（2013 年）から 32 億ドル（2019 年）程度まで拡大しており、日本拠点のリサーチ人員を増やしている。豊富な資金量の拡大を背景に、日本企業に対する投資を拡大している。

---

<sup>1</sup> 大量保有報告書等で「重要提案行為あり」にしている投資家を中心に集計。5%以下の保有であっても、株主提案やキャンペーンを実施する投資家、水面下で株主提案の実施を示唆して、投資先と対話している投資家等も含めている。

<sup>2</sup> 日本企業に対し重要提案行為ありの大量保有報告書（5%超）を提出し、株主提案やキャンペーンの実施もしくは示唆を行っている有力アクティビスト投資家 11 グループの動向を調査した。

(図表 1) 主要アクティビスト投資家の大量保有銘柄 (5%超) の推移



- (注1) アクティビスト戦略を取る国内外の主要 11 投資家グループを集計  
 (注2) 各年 12 月末時点の集計、2019 年は 6 月末時点を集計  
 (注3) 銘柄数及び投資残高は集計対象投資家グループが 5%超保有している銘柄に限り集計  
 (出所) 各社大量保有報告書・変更報告書より大和総研作成

## (2) エンゲージメント活動の高度化

近年のアクティビスト投資家の活動の特徴としては、エンゲージメント（対話）活動の高度化が挙げられる。リーマンショック以前のアクティビスト投資家の要望事項は株主還元等（増配や自己株式の取得）が中心であったが、近年のアクティビスト投資家はコーポレートガバナンスや事業戦略、財務資本戦略の在り方など多岐に亘る論点で投資先企業と対話を実施する。エンゲージメント活動の高度化を支えている背景には、豊富な資金量を背景に、「投資銀行部門の出身者や弁護士など専門知識を有する多様な専門人材のアクティビスト投資家への参画」「大手弁護士事務所や大手会計事務所、メディアコンサル等との連携」「業界分析の際には業界専門家等を活用」「他の機関投資家との情報交換」等があると考えられる。機関投資家が考える課題等を多様な専門家の知見を踏まえ分析・深掘りし、投資先とのエンゲージメントに活用している。

エンゲージメント活動を「プロセス」及び「要望事項」に整理すると、まず「プロセス」については図表 2 に示すような流れが大枠となる。アクティビスト投資家のエンゲージメント活動における目標は、投資先企業の株主価値の最大化であり、それを実現する為に、潜在的な株主価値が毀損されている現状の経営戦略を変更させることである。まず書簡を送付し取締役会での共有を求め、また、経営陣や社外取締役との面談を通じて、当該ファンドの考える課題意識を共有することにある。加えて、キャンペーンや株主提案の実施等を示唆することで会社側の経営姿勢が変化することを期待している。会社側がアクティビスト投資家の問題意識に対し一定の対応を進めた場合、それら対応を評価し、キャンペー

ンや株主提案に至らずに済むケースもある。一方で、会社側の対応が不十分もしくは全くなかった場合は、アクティビスト投資家側の行動もエスカレートし、キャンペーンや株主提案の実施、場合によっては株主代表訴訟等のリーガルアクションを行うケースもある。アクティビスト投資家の中においても、積極的にキャンペーンの実施や株主提案権を行使するか否かは投資家毎に温度差があり、一部の投資家は積極的に保有比率を高めることで、投資先企業に対し圧力をかけ変革を求める場合も見られる。

(図表2) アクティビスト投資家の主なエンゲージメントプロセス



(出所) 大和総研作成

次に要望事項については図表3に整理した内容となる。株価パフォーマンスや財務実績、コーポレートガバナンス、事業戦略/事業ポートフォリオ、財務資本戦略等と多岐に亘る。企業によってはグループガバナンスの有り方（親子上場問題）やそもそも上場している異議（非上場化等）が論点として挙げられることもある。基本は「企業としての潜在的な実力があるにも関わらず株式市場で顕在化されていない。株主還元政策を含む経営戦略の見直し、それを監督するコーポレートガバナンス（特に取締役会）の見直しが必要」という課題意識から深掘りされるケースが多い。株主還元政策や社外取締役の増員のように比較的着手しやすい課題もあれば、本業の低収益性の改善等、効果の発現まで時間のかかる論点もある。具体的な上場企業側の対応策については後述するが、中期経営計画の見直し等に合わせて対応する必要があると考える。

(図表3) アクティvist投資家の主な投資先への指摘ポイント

大枠の論点	アクティvist投資家の指摘ポイント
株価動向等	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 株価パフォーマンス (TSR : Total Shareholder Return) の低迷</li> <li>✓ 市場価値と潜在価値の乖離               <ul style="list-style-type: none"> <li>• PBRやEV/EBITDA倍率、NAV (Net Asset Value) が低水準</li> <li>• SOTP (Sum of the parts) 法等の理論株価と比較して足元の株価が低水準</li> </ul> </li> </ul>
財務実績	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 低ROE (特にROE5%未満の場合)               <ul style="list-style-type: none"> <li>• 低収益性</li> <li>• 過剰な資本 (過剰な保有現金等)</li> </ul> </li> </ul>
コーポレートガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 取締役会の構成 (独立社外取締役の比率、取締役会の人数) が不十分</li> <li>✓ 経営戦略上重要なスキルの取締役もしくは経営陣の不在 (CFOやCIO、海外戦略担当、ESG担当等)</li> <li>✓ 独立社外取締役の独立性が不十分</li> <li>✓ 役員報酬体系が株主利益と一致しない (インセンティブ報酬/株式報酬の導入)</li> <li>✓ 指名報酬プロセスの透明性の確保 (指名報酬委員会の設置)</li> <li>✓ 創業者や大株主との関係性 (関係当事者間取引の必要性・妥当性・透明性)</li> <li>✓ 資本コストを意識した経営</li> <li>✓ ESG経営 (特に環境・社会への対応)</li> </ul>
事業戦略/事業ポートフォリオ	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 低採算 (低ROE) 事業のROE改善に向けた取組みの実施</li> <li>✓ 成長戦略が不透明 (中期経営計画の策定)</li> <li>✓ 事業ポートフォリオの見直し (一部事業の売却、スピノフ等)</li> </ul>
財務資本戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 株主政策の見直し (増配や自己株式取得の実施)</li> <li>✓ 資本効率の改善を目指した適正な自己資本の実現に向けた取組みの実施</li> <li>✓ 政策保有株式の売却</li> <li>✓ 非事業用の不動産資産の売却</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ IR機能の充実</li> <li>✓ 業界再編</li> <li>✓ MBOによる非上場化</li> <li>✓ 身売りの検討</li> <li>✓ 上場子会社の整理 (グループ再編の実施)</li> </ul>

(出所) 大和総研作成

### (3) 国内機関投資家の議決権行使等に対する姿勢の変化

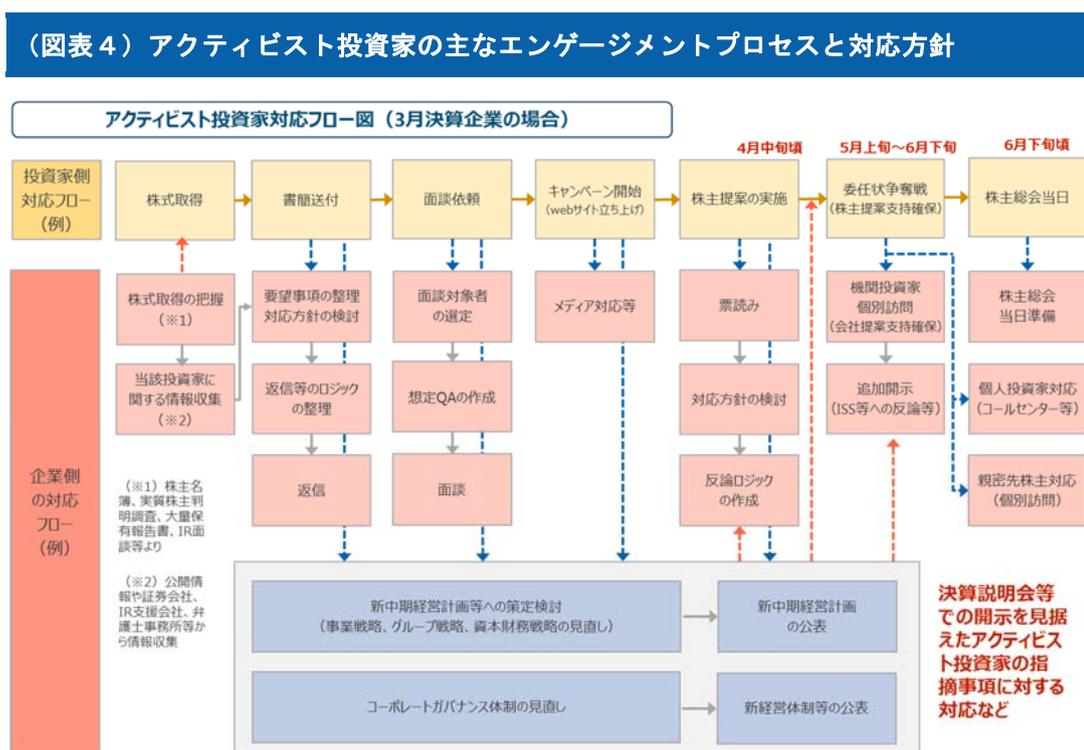
2014年のスチュワードシップ・コード策定以降、国内の機関投資家は議決権行使基準を厳格化している。例えば、多くの機関投資家は取締役選任議案にROE基準を導入し、一定水準未満の投資先企業の取締役選任議案には反対している。また、剰余金処分案についても一般企業で総還元性向30%以上、キャッシュリッチ企業については、総還元性向50%以上が一つの投資家目線として確立されつつある。加えて、買収防衛策についても基準を厳格化し、独立社外取締役が取締役会の過半数以上を占めていることを賛成条件にするなど、多くの企業において、株主利益に資さないとの理由で買収防衛策の継続議案について反対されるケースも増えつつある。一方で、株主提案についても、個々の議案について株主価値向上の観点から是々非々で判断している。2019年6月株主総会においても大手企業に対する株主提案で大手機関投資家が軒並み株主提案に賛成票を投じたのは記憶に新しい。こうした国内機関投資家の議決権行使等に対する姿勢の変化は、企業に変革を求めるアクティvist投資家の動きに対しフォローの風となっている。前述したように、買収防衛策の継続議案や低ROE企業の取締役選任議案、株主還元が不十分な企業の剰余金処分案に対しては国内機関投資家も反対姿勢を強めている。近年のアクティvist投資家の要望事項は他の機関投資家の問題意識と重複する点が多く、逆に近年のアクティvist投資家の中には、(2)で前述したように、一般機関投資家の同企業に対する課題意識のヒアリングや議決権行使基準等を踏まえたうえで、投資先企業に対しエンゲージメントを行うケースも見られる。一般機関投資家が自ら積極的に株主提案を実施するのはレピュテーション等の観

---

点から難しい場合が多い。そうした中、アクティビスト投資家が一般機関投資家の課題意識等をくみ取って、投資先企業に対し株主提案を行うのは、アクティビスト投資家が「投資先企業に対し問題意識を投げかけ」、一般機関投資家が「上場会社側の対応を踏まえ、株主提案を判断する」という役割分担が進む可能性がある。

## 2. 上場企業のアクティビスト投資家対応の実務

アクティビスト投資家の活動が活発化する中で、上場企業側の対応プロセスも定型化しつつある。図表4は典型的なアクティビスト投資家のエンゲージメントプロセスと上場企業側の対応プロセスを整理した図表となる。詳細は専門家等に相談しつつ進めていく必要があるが、プロセス別に主な対応の留意点を整理する。



(注) ISS : Institutional Shareholder Services Inc. (大手議決権行使助言会社)

(出所) 大和総研作成

### (1) アクティビスト投資家による株式取得の事実の把握

まず、多くの上場企業が気にしている点としては、自社がアクティビスト投資家に保有されているか否かという点である。一般的には、①期末時点等の株主名簿、②実質株主判明調査、③アクティビスト投資家の提出する大量保有報告書等に基づいて知る場合があるが、④アクティビスト投資家からの IR 取材依頼や書簡送付で初めて自社の株主である事を知るケースも多い。また、⑤メディア報道等<sup>3</sup>を通じて知るケースもある。

アクティビスト投資家の存在を察知した時点で、多くの企業は、取引関係のある外部アドバイザー（証券会社、信託銀行、IR 支援会社、弁護士事務所等）に相談し、当該アクティビスト投資家の属性（株主提案やキャンペーンを積極的に行うか、資金量は豊富か）や

<sup>3</sup> 当該アクティビスト投資家がスポンサー向けの書簡の中で投資先企業に言及したり、投資家の集まるイベント等で注目企業として投資先企業に言及したりするケースがある。

---

過去の行動パターン等の情報収集を行うケースが多い。一部の企業は、アクティビスト投資家からエンゲージメントされていない時点で、自社の株主還元政策を見直す等の対応を行った事例もあり、そのケースでは当該アクティビスト投資家が特段エンゲージメント行動を起こさないまま終わっている。

## (2) 書簡・面談対応

書簡送付が先か面談対応が先かはアクティビスト投資家の属性によるが、あるアクティビスト投資家の事例では「IR面談の実施」→「書簡送付（経営課題等の指摘）」→「書簡を踏まえた経営陣（や社外取締役）との面談の実施」とのプロセスを踏んでいる。この際に企業サイドにとって問題になるのが、「フェアディスクロージャー（及びインサイダー規制）との兼ね合い」や「特定の投資家に対してのみ経営陣幹部（例えば CEO 等）の面談を実施して良いのか」という論点である。アクティビスト投資家の中には、インサイダー情報を受領することを避ける為に、書簡に対する返答等は適時開示等の公表ベースでの対応を求める投資家もいる。そうした点を踏まえると、アクティビスト投資家の書簡や面談対応としては、指摘事項に対する考え方等はしっかりと説明すべき一方で、今後の具体的な対応方針等については、決算説明会等の機会を活用して、公表・開示するのが望ましいと考える。また、特定の投資家に対してのみ経営陣幹部の面談を実施して良いのかという論点も悩ましい課題である。当該投資家の保有比率等を踏まえ、他の投資家との対応の平仄等を鑑みて対応するのが基本路線になると考える。また、他の投資家も関心の高い事項については、別途、説明会等（例えば、海外戦略や財務資本戦略、M&A について等）を開催するのも一案と考える。

## (3) キャンペーン等への対応

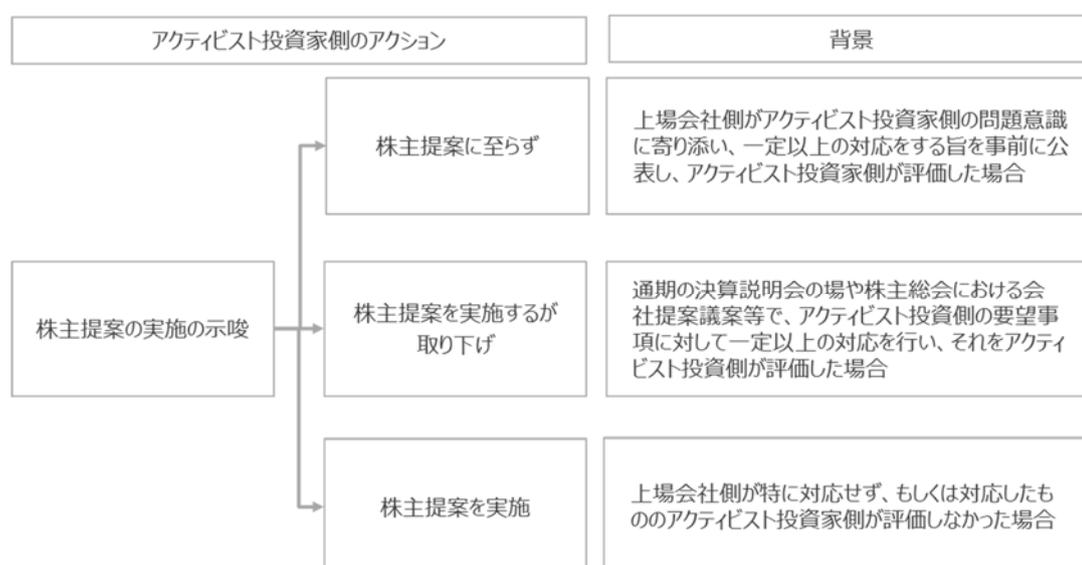
最近のアクティビスト投資家の一部は積極的にキャンペーンを実施するケースが増えてきている。キャンペーンとは、Web サイトやメディア等を活用して、投資先企業の課題等を広く世に訴える動きで、投資先企業の経営陣に対し外堀を埋めていく戦法である。一般的には投資先企業に特化したキャンペーンサイトを立ち上げ、その企業の抱える課題や過去の面談記録等を掲載するケースが多い。アクティビスト投資家によっては、ホワイトペーパーと言われる数十ページから 100 ページ近い投資先企業の課題等を整理したレポートを掲載する場合もある。また投資家の中には新聞広告で一面を借り切って投資先企業の問題点を指摘するケースも見られる。

こうしたキャンペーン等への対応については、メディア等への対応と言う形で上場企業側の対応が必要となるケースがある。ある企業はステークホルダーへの CEO レターという形で、アクティビストの主張に対し周囲のステークホルダーの理解を求める書簡を適時開示で公表している。但し、全体感としては、キャンペーン等に対して適時反論等をする事例は多くはないという印象である。

#### (4) 株主提案への対応

アクティビスト投資家が上場会社に変革を求める際に活用する武器の1つが株主提案権である。多くのアクティビスト投資家は定時株主総会の8週間前に突如として株主提案を実施するのではなく、その前段階のエンゲージメントにおいて株主提案の実施を示唆し、会社側に事前の対応を求めるケースが多い。取締役会の構成の見直し（特に社外取締役の新規選任）や中期経営計画の策定や配当政策の見直し、株式報酬の導入等で、アクティビスト投資家の問題意識を踏まえた改善策等を提示した場合は、株主提案に至らないケースも見られる。また、株主提案に至った場合においても、決算説明会や会社側の総会議案等で会社側が対応した場合は、株主提案を取り下げるケースもある(図表5)。

(図表5) 株主提案を示唆された場合の流れ



(出所) 大和総研作成

アクティビスト投資家側が株主提案を取り下げない場合は、上場会社としては株主提案に対する取締役会意見を招集通知で公表することとなる。仮に株主提案に対し「反対」の意見を表明する場合、上場会社の対応としては、「株主提案が可決されないように、できる限り株主提案の反対票を集め、仮に競合する会社提案がある場合は、その賛成票を集めること」となる。会社の考えに対し支持を得るためには、機関投資家や議決権行使助言会社への個別訪問等を通じ、より会社提案への理解を深めてもらうことが必要となる。アクティビスト投資家の中には、株主提案の支持を得るために、機関投資家への個別訪問や、株主名簿閲覧請求権で得た株主名簿を基に委任状勧誘等を行うケースもある。一般機関投資家としては両者の意見を踏まえた上で、どちらがより長期的な株主利益に適うかを判断することとなる。上場会社としても機関投資家や議決権行使助言会社に対し説得材料（例え

---

ば、中期経営計画の見直し等)を予め用意しておく必要がある。

また、近年では、会社法上の総会目的事項以外の内容の株主提案を実施しようとするアクティビスト投資家も散見される。例えば、「自己株式の消却」や「買収防衛策の廃止」が主な例となる。詳細は弁護士に相談した上での対応となり、株主総会で勧告的決議を取るという考え方もあるが、株主総会に上程しないのが一般的である。会社によっては、その旨を招集通知に「参考情報」として記載している事例<sup>4</sup>が出ている。法的には上程が必要ないとしても、アクティビスト投資家の問題意識を汲み取った対応事例と言える。

#### (5) 株主総会当日の対応

株主総会当日の留意点としては、まず、株主総会を円滑に進める為にも、当日の流れにおいて事前にアクティビスト投資家側との実務的な打ち合わせが必要となる。株主総会実務においては、株主提案の際に、提案株主からの提案理由の補足説明の機会を設けるケースが一般的である。外国人投資家の場合は通訳の有無（会社側で通訳を用意するか否かを含む）が論点となるケースもある。

また、株主提案まで至らなくとも、当日の質疑応答等で会社側の課題等を質問するケースも想定される。予めアクティビスト投資家の指摘事項等に対する想定問答等を用意する事が必要であろう。

なお、株主提案が可決される可能性（もしくは会社提案が否決される可能性）が高い場合は、株主総会当日の出席者に対し投票用紙を配布し、集計する必要が出てくる。そうした株主総会当日の実務対応については、信託銀行の証券代行や弁護士等と連携しつつ対応するケースが多い。

#### (6) アクティビスト投資家からの指摘事項に対する対応策の公表タイミング

上記の(1)～(5)のプロセス別の論点と一部重複する部分もあるが、アクティビスト投資家対応の重要な視点として特筆すべきは、「アクティビスト投資家からの指摘事項に対する対応策の公表タイミング」である。主な論点については図表6で整理したが、典型的な論点としては「(アクティビスト投資家の理解を得てもらうために)株主提案行使期限前に公表するのか、通期の決算発表等のタイミングにあわせるか」というのがある。早め早めの対応及び公表が望ましいが、社内における検討のタイミング等もあり、アクティビスト投資家の属性や、現時点における持分比率、エンゲージメント段階における「要求姿勢の強弱」、対応策の種類等に応じて公表タイミングを検討すべき事項となる。

---

<sup>4</sup> (株)鶴見製作所は2019年6月定時株主総会の招集通知に、「株主提案書の受領の事実」「株主総会に上程しない理由」「当社取締役会の自己株式消却に対する考え方」を参考情報として記載している。

(図表6) アクティビスト投資家の指摘事項に対する対応策等の公表スケジュール

対応施策の公表の主なタイミング (3月期決算企業)	対応策・公表する内容の概要	備考(実務上の留意点)
~3月末	<ul style="list-style-type: none"> <li>中期経営計画の策定・修正</li> <li>2020年3月期の配当計画の修正</li> <li>取締役候補者(社外取締役候補者含む)(案)</li> <li>買収防衛策の廃止・非継続</li> <li>任意の指名報酬委員会の設置</li> <li>機関設計の変更等</li> </ul>	このタイミングでアクティビストの指摘事項に一定の対応等を公表し、アクティビスト投資家側が評価した場合は、株主提案に至らずに済むことが想定される。
株主提案受領 (株主総会の8週間前)	<ul style="list-style-type: none"> <li>株主提案の受領の事実の公表</li> </ul>	一部企業は株主提案の書面を受領した時点でその旨を適時開示する場合がある。
4Q決算発表 決算説明会	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020年3月期の配当計画の修正</li> <li>2021年3月期の業績・配当予想</li> <li>株主提案に対する取締役会意見の公表</li> <li>中期経営計画の策定・修正</li> <li>決算説明会における2021年3月期の取組み等</li> <li>事業戦略や財務資本戦略の考え方及び施策</li> </ul>	株主提案権の行使期限(株主総会の8週間前)を過ぎており、株主提案は実施されているが、会社側の対応策次第ではアクティビスト投資家と株主提案の取り下げの交渉余地がある。但し、2020年3月期の配当計画については既に期末時点で株主の権利が確定している為、大幅な増配等での対応は難しく、自己株式の取得の公表か、権利確定日を後ろ倒し(例えば、6月30日等)にした特別配当の実施等が考えられる。
定時株主総会 の上程議案の決議	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役候補者(社外取締役候補者含む)</li> <li>買収防衛策の廃止・非継続</li> <li>機関設計の変更</li> <li>定款一部変更等</li> </ul>	
招集通知公表後 ~株主総会当日 (6月定時株主総会)	<ul style="list-style-type: none"> <li>株主提案議案に対する取締役会の「反対」意見</li> <li>会社提案議案に対する適時補足説明</li> <li>ISS等の議決権行使助言会社に対する反論意見等見解の公表</li> </ul>	招集通知公表後から株主総会当日に至る過程においても、会社提案議案に対する機関投資家等の支持を得る為に、補足説明の公表や自己株式の取得等の公表が考えられる。ISS等の議決権行使助言会社への反論リリースの公表等が一般的である。

(出所) 大和総研作成

### 3. 今後の日本企業に対する示唆

アクティビスト投資家の活動が一般化しつつあり、時価総額1兆円以上の大企業から時価総額数十億円の中堅中小企業まで多くの企業がアクティビスト投資家の投資対象となっており、大量保有報告書の提出（5%超の保有）や書簡送付、キャンペーンの実施等が行われている。加えて、日本を代表する企業等に対する象徴的なキャンペーンが相次いでいることもあり、大企業から中堅中小企業まで多くの企業がアクティビスト投資家の動向について気にしており、小職への相談もここ数年で急速に増加している。

今後の動向としては、(1) 株主価値最大化経営に向けたプレッシャーの更なる増大、(2) エンゲージメント等の内容が環境・社会問題に拡大、(3) M&A への介入の一般化、(4) 事業会社による敵対的買収との相互作用の強化、が考えられる。

#### (1) 企業価値最大化経営に向けたプレッシャーの更なる増大

アクティビスト投資家の洗練化が進み、例えば、機関投資家比率が高い、バリュー系投資家比率が高い等の株主構成等も考慮した上で、投資先企業を選定し、エンゲージメントを進めていくことが想定される。安定株主比率の低い企業の場合は、アクティビスト投資家等から株主提案が行われた場合に、可決される可能性が残り、一定の譲歩を迫られることとなる。

安定株主比率（親会社株主や政策保有株主）の高い企業においては、短期的には株主提案の可決リスクを低減できる状況にあるが、足元の資本市場全体のガバナンス強化の動き（例えば、政策保有株式の保有や親子上場に対する資本市場の見方が厳しくなっている点）を踏まえると、長期的には安定株主の存在も鉄壁とはいえず、企業価値最大化に向けた経営へのプレッシャーが高まる事が想定される。

企業価値最大化に向けて、財務資本戦略の明確化（配当性向の引上げを含む）やコーポレートガバナンス体制の見直し等（取締役会全体のスキルマトリックスを踏まえた適切な資質を有する取締役の選任、独立社外取締役の一定割合（例：1/3以上等）の確保）を適時実施していくこととなろう。

#### (2) エンゲージメント等の内容が環境・社会問題に拡大

国内機関投資家のみならず、海外機関投資家もESG（環境・社会・ガバナンス）に対する関心を高めている。欧米では既に一部の大手機関投資家が共同で石油会社等に環境開示に関する株主提案を実施し、可決される事例も出始めている。なお、日本の株式市場においては既に脱原発の視点で長年に亘って電力会社向けに株主提案が実施されていたが、機関投資家の理解・支持を集めているとは言い難い状況である。一方で、欧州ではこのような環境問題の専門家と機関投資家が密接な関係を構築しており、「気候変動問題」としてグローバルの資本市場の大きな潮流となっている。今後、機関投資家の支持を集めやすい視点

---

(例えば、気候変動対応への開示や環境・社会の専門家を取締役に含める等)の株主提案の増加が考えられる。

### (3) M&A への介入の一般化

近年、資本市場で話題になるのが、アクティビスト投資家の M&A への介入である。特に MBO (経営陣主導による非上場化) や親会社による子会社の完全子会社化の際に、対象企業の潜在価値よりも TOB 価格や株式交換比率が明らかに低い場合 (プレミアムが不十分な場合) に、アクティビスト投資家が TOB 価格引き上げを狙って大量保有やキャンペーン、対抗 TOB の実施等を行うケースがある。

こうしたアクティビスト投資家の介入により、TOB の場合は、市場価格が TOB 価格を上回り、買付者側に十分な株数が集まらなかったり、株式交換においては株主総会の特別決議が否決されたりすることが想定される。アクティビスト投資家側においても、非上場化に伴う少数株主へのプレミアムの有り方という論点が明白であり、かつ多くの場合、2/3 以上の株式の取得を防止するという観点や、買収者を含む対象者側との交渉と言う観点では、「攻めやすく」「話題になりやすく」「利益が期待しやすい」案件とも言える。

こうした動きが広がる中において、M&A を実施する際に、アクティビスト投資家の介入を未然に防ぐためにはどうすればいいのかと言うのが一つの論点となっており、買付条件等が市場目線となる動きが広がっていくと想定される。

### (4) 事業会社による敵対的買収との相互作用の強化

また、(2) と重複する部分もあるが、事業会社による敵対的買収の事例が最近散見される中で、アクティビスト投資家との相互作用が強化される可能性がある。事業会社による敵対的買収を契機に、買収候補先企業の潜在的価値が顕在化し、アクティビスト投資家がそれを狙って投資する事例が有名であるが、他にも買収候補先企業の大株主がアクティビスト投資家である、または当該企業の大株主が上場企業でありその大株主がアクティビスト投資家である場合は、条件次第では当該企業の大株主が株式を手放し、敵対的買収の成立の可能性があがる場合がある。

日本の株式市場全体で、政策保有株式の縮減や親子上場に対する規制の有り方の見直し等が進む中で、上場企業においては安定株主の有り方について見直しが求められる局面となりつつある。安定株主が減少するタイミングで、企業価値が潜在価値よりも大幅にディスカウントされた状況においては、アクティビスト投資家のターゲットのみならず、事業会社による敵対的買収のターゲットとされる可能性が高まると考えられる。アクティビスト投資家や事業会社の敵対的買収のターゲットとなる「有事」の前段階である「平時」から株式市場を意識した経営を実践し、潜在価値と資本市場で評価されている企業価値とのギャップを少なくする継続的な努力が不可欠となる。一方で、安定株主を形成し、物言わ

---

ない株主に長年慣れてきた日本企業においては、近年の資本市場からのプレッシャーに対し事業部門等を含め社内意識の対応が進んでいない企業も多い。資本市場からの目線と社内における意識のギャップ差を埋めていくことが、今後の日本企業に求められる対応となると考える。

－以上－