

アクティビスト投資家と 上場会社の対峙

～相手方の多様性を知って備える～

政策調査部 鈴木 裕

要 約

上場会社と機関投資家の対話が、日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードによって促されている。対話に資する様々な情報が開示され、対話の状況についての情報まで報告されるようになってきている。上場会社と積極的に対話しようとする機関投資家にとっては、強い追い風が吹いている。

対話に積極的な機関投資家をアクティビストというが、アクティビストには様々な種類がある。敵対的買収を行うことのあるアクティビスト・ファンドも、環境問題への対応を求めるソーシャル・アクティビストもアクティビストだが、その狙いは相当異なる。

二つのコードの策定に見るような規制環境の変化により、年金基金、信託銀行、投資顧問・投資信託、保険会社など、かつてはアクティビストから距離を置いていた機関投資家が、気の進まない様子（リラクタント）ながらもアクティビスト的な行動を取るようになってきている。このため、会社に対するアクティビストの影響力は強まり、会社側の対応を難しくしている。

目 次

- 1章 様変わりしたかに見える上場会社と機関投資家の関係
- 2章 アクティビストの多様性
- 3章 アクティビスト間の境界の不明確化
- 4章 アクティビストとの付き合い方

1章 様変わりしたかに見える上場会社と機関投資家の関係

上場会社と投資家（株主）との対話に関する政策は、近年大きく進展している。2014年2月に『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版ステークホルダーシップ・コード》¹（以下、SSコード）が設けられ、同年8月にはいわゆる「伊藤レポート」¹が公表された。SSコードの七つの原則の一つは、「機関投資家は、投資先企業との建設的な『目的を持った対話』を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。」というものだ。

2015年4月には、『日本再興戦略』改訂2014に掲げられた「持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話の促進」という施策を実現するための「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」が経済産業省から公表された。同年5月には、金融庁・東京証券取引所が「コーポレートガバナンス・コード」（以下、CGコード）を制定した。CGコードの基本原則5は、「上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきある。」と記している。CGコードでは、ステークホルダーとの協働の中で「いわゆるESG（環境、社会、統治）問題への積極的・能動的な対応」をすることが推奨されている。上場会社の価値を高め、投資家の利益を拡大するための投資家と上場会社の対話であり、対話を実りあるも

のとするためのESGの考慮だ。

しかし、こうした対話に上場会社や投資家が積極的に、あるいは積極的であるかのようにしたのは、比較的最近のことだ。かつて会社経営者は、投資家との対話などに進んで時間を割こうとはしなかったし、投資家側のアナリストは、環境などのサステナビリティ課題にほぼ無関心だった。

1993年のハーバード・ビジネス・レビューに「良好なガバナンスへの戦い」と題する記事²が掲載されており、その中で、ある米国企業の経営者がこう述べている。「つまり、我々は、経営に関する経験があるかどうか分からないのにフォーチュン500の会社への影響力を強めている人々に対峙している。彼らは、取締役を選び取った経験もなければ、研究開発や市場調査にどの程度の費用を費やすべきか納得できる判断を示したこともない。実際のところ、他人の金の蓄積によって作られた影響力を除けば何の経験もない。」と年金基金などの機関投資家が会社の経営に口を出そうとしていることに苦言を呈している。

一方、機関投資家側のアナリストに環境や社会に関する非財務情報開示について、どのように考えているかを調査したレポート³が2008年に発表されている。この中では、アナリストの認識として、「私たちから見ればCSRや環境レポートはほとんど使い道がない。」という意見や、環境、社会に関する開示情報について、「価値があるようには思えない。そういうところを読むことはない。」との見方を紹介している。開示資料の中で最も重要性が低いのは、「おそらく環境関係の

1) 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告」

2) Charles Wohlstetter “Pension Fund Socialism: Can Bureaucrats Run the Blue Chips?” (Harvard Business Review, January-February 1993)

3) The Association of Chartered Certified Accountants “Social and Environmental Narrative Reporting Analysts’ Perceptions” (November 2008)

開示だろう。」という意見は、この調査レポートの全体的な趣旨をよく言い表しているように思える。

今では、このような言葉を口にしようとする会社経営者やアナリストを探すのは難しいだろう。会社経営者は、機関投資家との対話は長期的視点から建設的に行いたいと言い、アナリストは企業による環境や社会への取り組みは投資判断を下す上で重要性が高いと答える。こうした言葉が真意からのものかは疑わしくもあるが、自分の言葉に反するような行動を取ることに躊躇があるはずだ。上場会社と機関投資家は対話を行うべきだし、その中で環境や社会への会社側の関わり方は優先順位の高いテーマだという認識が一応存在しているとすれば、実際の対話にも影響は生じるだろう。

2章 アクティビストの多様性

投資先の会社に関わっていく投資家として真っ先に思い浮かぶのは、株主の利益を向上させるために自ら積極的に経営陣と対話し、要求を突きつけていく姿だろう。また、気候変動や労働問題に関して上場会社を対話のテーブルにつかせようとする投資家も現れている。投資家として上場会社の経営に関わっていく姿勢は同じでも、株式投資の目的に大きな差異がありそうだ。そこで、本稿では、積極的に経営に関わっていくとする株主をアクティビストと呼び、これをさらにアクティビスト・ファンド、リラクタント・アクティビスト、ソーシャル・アクティビストの三つに分類し、わが国における最近の動向を概観する⁴。3種類のアクティビストが互いに活動領域を

拡大していくことによって、それぞれの境目がおぼろげになっている様子を示したい。

1. アクティビスト・ファンドの行動

投資家自身の金銭的・経済的利益を向上させるために自ら積極的に経営陣と対話し要求を突きつけていくアクティビスト・ファンドの戦略は、少数の会社に集中的に投資して保有比率を高めた後に、経営者と対話しつつ株価重視の経営の実現を迫るというものだ。事業戦略や資本政策に狙いを定め、株価上昇に結び付くような施策を実行させようとする。

対話の目的は、株主に有利な経営判断を経営者から引き出すことにあるが、経営者自身が常日頃株価を意識した経営を続けている中で、経営者には思いつかないような改善点をアクティビスト・ファンドが容易に想到するとは考えにくくもあろう。アクティビスト・ファンドは、複雑で独創的な提案をするのではなく、株価を引き上げる可能性が高いものの、経営者自身がそのような判断をためらっているところに焦点を当てる。よく扱われるのは、内部留保の適正化、すなわち配当増額や自社株取得の要求、低収益部門の整理等の事業再編、買収防衛策の廃止などだ。配当増額や自社株取得といった株主還元策の変更が株価にどのように影響するか、理論的にも実務的にも関心は高く、様々な研究が今も続けられているが、株主還元策の拡大が株価にポジティブに影響するという立場からは当然の要求であり、アクティビスト・ファンドの行動としては合理性があろう。

近年、政策保有株式への関心が高まっている理由の一端も、この株主還元策との関係で理解でき

4) このテーマに関する10年以上前の状況については、鈴木裕「注目集めるアクティビスト」(大和総研『経営戦略研究』2007年秋季号 VOL.14)

る。上場会社株式が政策保有株式になっている場合、売却して現金化するの容易だ。現金になれば、株主還元の原資に充てることもできる。つまり、政策保有株式は、現金と同じで他に使い道がないのなら株主還元を求めるとのことである。

他の対話テーマとしては、不稼働資産の売却や、赤字事業の売却などもある。これは、こうした資産や事業分野を保有し続けるコストを解消することで株価を引き上げ得るし、売却できれば現金となり、株主還元の拡大に結び付けることもできる。

アクティビスト・ファンドが要求する経営判断を経営陣が渋っている場合は、対話によって経営陣に圧力をかけるだろうし、場合によっては、アクティビスト・ファンドに賛同する取締役候補者を推薦してくることもある。

アクティビスト・ファンドの要求は、対話の中で明らかにされることが普通で、外部からは、うかがい知れない場合が多いのだが、近年、この点でも変化が表れている。キャンペーンサイトを作って、他の投資家の注意を引こうとしたり、明確な要求を株主提案の形で出したりするようになっている。図表1は、近年のアクティビスト・ファンドの要求を整理したものである。これ以外に水面下で行われた対話が多数ある可能性もあるため網羅的なものではないが、状況を知るための手掛かりにはなるだろう。アクティビスト・ファンドが配当増額や自社株取得を頻繁に要求し、要求手段として株主提案を利用することも珍しくないことが分かる。

2. リラクタント・アクティビストとは

日本株の運用に占めるパッシブ投資の割合は徐々に上昇している。パッシブ運用とは、日経225やTOPIXなどの株価指数に連動した運用成果を目標とする投資で、インデックス型株式投資信託やインデックス型株式ETFなどのほか、年金積立金の株式投資においてもよく用いられる。パッシブ運用は費用が低廉で透明性も高く、一般にはアクティブ運用と同等以上の投資収益を得られると考えられている⁵。

パッシブ運用の利点は、投資先の選択における調査コスト等を小さく抑えられることや、頻回な売買による手数料負担を避けられることなどにある。一方、株価指数への連動性を確保するためには、株価指数構成銘柄である以上、投資収益が不振な会社の株式でも売却しにくくなるのがデメリットである。売るに売れずに持ち続けている株式の投資収益を改善するために、経営に「物言う」ことがパッシブ投資家の選択肢になる。

このようにやむを得ず (reluctant)、積極的行動を取る者 (activist) であるので、年金基金、信託銀行、投資顧問・投資信託、保険会社などのパッシブ投資家を指して“reluctant activist”と言われることがある⁶。パッシブ運用の利点が低コストなのだから、積極的な行動に出る場合であっても、高いコストを払う行動は避けるだろう。そのため、パッシブ投資家が投資先の会社に関わっていこうとする場合でも、あまりコストのかからない方法が選択される。投資先の会社の株主総会議案に対する議決権行使や、投資先に株主側の期

5) パッシブ投資の現状と評価については、鈴木裕・神尾篤史「資産運用のパッシブ化における株価指数」『大和総研調査季報』2019年秋季号 (Vol.36)

6) 一例として、Robert C. Pozen “Institutional Investors: The Reluctant Activists” Harvard Business Review (JANUARY-FEBRUARY 1994)

図表1 上場会社に対するアクティビストの要求

投資家側名称等	対象企業	主な要求内容
アセット・バリュー・インベスターズ	帝国繊維	株主提案：増配、自社株取得（2020/3）
	フジテック	キャンペーンサイト開設：政策保有株式の売却、機関設計
ファーツリー・パートナーズ	J R九州	株主提案：利益情報の追加開示、取締役選任（2020/6）
RMBキャピタル	三陽商会	株主提案：取締役選任（2020/5）
	創通	バンダイナムコホールディングスからTOB価格に関する交渉
	西川ゴム工業	株主提案：自社株取得（2020/6）
	テレビ朝日ホールディングス	株主提案：自社株取得（2020/6）
アルファレオホールディングス合同会社	乾汽船	株主提案：クローバック条項の採用、監査役の解任、政策保有株式の売却、第三者割当増資の制限（2020/6）
サード・ポイント	ソニー	事業分野の売却等
フランチャイズ・パートナーズ	キリンホールディングス	株主提案：自社株取得、報酬改定、社外役員選任等（2020/3）
いちごアセットマネジメント	富士通	投資家側代表者を会社提案議案で取締役に選任（2020/6）
ホワイトボックス・アドバイザーズ	東京放送ホールディングス	政策保有株の売却
オアシス・マネジメント	セブン&アイ・ホールディングス	事業分野の売却等、増配、人材登用
	サンケン電気	キャンペーンサイト開設：事業の整理、報酬改革
	東京ドーム	キャンペーンサイト開設：非中核資産の整理等
	サン電子	株主提案（臨時総会）：取締役5名選任を可決（2020/4）
	三菱倉庫	キャンペーンサイト開設&株主提案：自己株式取得、取締役選任、相談役等廃止、機関設計（2020/6）
	フジテック	株主提案：自社株取得（2020/6）
	安藤ハザマ	株主提案：自社株取得、安全衛生管理（2020/6）
ダルトン・インベストメンツ	新生銀行	株主提案：自社株取得、取締役選任等（2020/6）
	天馬	投資家側代表者を会社側提案の取締役として可決（2020/6）
ホライゾン・グロース・ファンド（エイチビーエム・インベストメント・マネジメント（ビーブイアイ）エルティディ）	佐藤渡辺	株主提案：資産売却、自社株取得（2020/6）
グレート・フォーチュン・インターナショナル・ディベロップメント・リミテッド	象印マホービン	株主提案：取締役選任（2020/2）
C&Iホールディングス、野村絢氏、村上世彰氏投資会社	エクセル	投資家側代表者を会社提案議案で取締役に選任（2019/6）
レノ等（村上世彰氏）	レオパレス21	株主提案：取締役選任（2020/2）
オフィスサポート等（村上世彰氏）	芝浦機械（旧：東芝機械）	買収防衛策の導入是非をめぐって臨時総会を開催、会社側提案が可決（2020/3）
エフィッシュモ・キャピタル・マネジメント	東芝	株主提案：取締役選任（2020/7）
ストラテジックキャピタル	京阪神ビルディング 極東貿易 世紀東急工業 浅沼組 有沢製作所 蝶理 東レ など	各社に株主提案を実施 主な提案内容は、 自社株取得 増配 資本コスト開示 など

（出所）各種報道から大和総研作成

待を伝えるレターの送付や公開などだ。しかし、こうした方法であっても、コストが生じることは生じる。にもかかわらず、パッシブ投資家が議決権行使等に積極的に取り組んでいるように見えるのは、そのような行動を促す制度的な見直しが続いているからだろう。

議決権行使への取り組みを促す日本における政策は、比較的最近の事例に限っても図表2の通り、強化される方向で進められてきた。SSコードに賛同した機関投資家には、議決権行使結果の集計結果の開示が当初求められていたが、すぐに個別議案ごとの開示が求められるようになり、最近のコード改訂では、議案への賛否理由の開示までが求められるようになっている。

機関投資家に対して投資先会社との対話を政策が求めるのは、日本の上場会社の価値を高めるためだ。株式保有量の大きな機関投資家こそが、投資先の会社の価値が上がれば大きな利益を得るはずだから、上場会社との対話の主役になることが期待されたわけである。SSコードが「スチュ

ワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動（中略）において、議決権の行使は重要な要素ではあるものの、当該活動は単に議決権の行使のみを意味するものと理解すべきではない。」と、まずは議決権行使を機関投資家行動の重要な要素としている以上、パッシブ投資であってもこれに取り組むことになる。2017年のSSコード改訂で「機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。」との指針が追加されたことから分かる通り、資産規模の大きなパッシブ投資家を対話の担い手にしようとする政策意図は明確である。

また、機関投資家と投資先の会社との関係が、議決権行使に限られないことは言うまでもないが、関係を客観的に可視化しやすいのは議決権行使のところだ。機関投資家と上場会社の関わりについて開示しようとするれば、議決権行使に関わる事項に自然と関心が向くことになる。議決権行使方針の文書化や、行使結果の開示が政策的に推し

図表2 機関投資家の議決権行使結果開示に関する政策動向

	説明
2009年6月	【金融審議会】我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告 機関投資家による議決権行使ガイドラインの作成・公表、議決権行使集計結果の公表に係る業界ルール等の整備を求めた。
2010年1、3月	【投資顧問業協会、投資信託協会】受託資産に関する株式の議決権行使結果を集計して開示することを決定。
2010年3月	【開示府令改正】株主総会における議案ごとの決議結果、賛否状況を臨時報告書で開示する。
2014年2月	【金融庁「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」】 機関投資家は、議決権行使について明確な方針を策定・公表するとともに、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきとした。
2017年5月	【金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」】 機関投資家は、少なくとも議決権行使の集計結果を公表することに加え、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきであるとした。賛否の理由の説明も効果的であるとした。
2020年3月	【金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（令和元年度）】 重要議案に関しては賛否理由を開示すべきとした。

(出所) 大和総研作成

進められたのは、このような事情が関係しているものと思われる。

こうしてパッシブ投資家を含む機関投資家は、投資先の会社の株主総会議案に議決権を行使し、その結果を開示することになった。開示する以上は、適正に行使していることが明らかになるような結果を残さなければならない。議案を精査して反対すべきものには反対するのは当然だが、賛否判断の基準が他の機関投資家のそれに比べて緩いものであっては、適正な行使であるか疑われやすくなる。そこで、反対票がある程度出るような議決権行使をせざるを得ない。

先に説明した通り、SSコードは、議決権行使結果の開示について、集計結果開示から個別議案ごとの開示、さらに賛否理由の開示へと改訂を重ねてきた。開示情報の濃度が高まるにつれて、議

決権行使の適正性を疑われることのないように、機関投資家の行動も変化している。

かつてわが国では、大手の機関投資家は、物言わぬ株主と言われ、表立って会社側と対立するような議決権行使をすることはほとんどなかったと言ってよい。それが21世紀に入るあたりから変わり、SSコードの策定と改訂を経て、議決権行使に関しては積極的な外観を見せるようになってきている。

3. 株主としてのソーシャル・アクティビスト

ソーシャル・アクティビストは、社会的・政治的な問題について上場会社に対応を促したり、情報開示を求めたりする。環境団体や労働団体から会社は何らかの働きかけを受けることは珍しくな



い。会社への働きかけの手段として株主の地位を利用することも以前からあった。地球温暖化問題を会社の経営とどのように関係付けているか、また労働者の処遇などの問題に、株主として関心を持っていることを示して質問状を送ったり、面談を要求したりする。通常ソーシャル・アクティビストの保有株式数は少ないため、会社から期待通りの反応を得ることは難しい。しかし、株主総会では、保有株式数に関係なく、質問の機会を持つ。株主総会での質問者は議長が指名するが、あらかじめ誰を指名するかは決まっていない。挙手したものの中から、時間が許す限り質問者をランダムに当てていくので、ソーシャル・アクティビスト団体が多くのメンバーを株主総会に参加させていれば、質問の機会を得やすくなる。ソーシャル・アクティビストと考えを同じくする株主との持ち株を合算して300個以上の議決権になれば、株主提案をすることも可能だ。

株主提案を受ける上場会社は増加傾向にある。15年ほど前までは、年に20社程度で提案権行使があったが、最近では60～70社程度にまで増加している。電力会社は、毎年のように株主提案を受けている。原子力発電の安全性を巡ってのソーシャル・アクティビストからの提案が主だ。また、電力会社以外でも、鉄道運輸会社では、労働組合系の団体からとみられる株主提案が連続して出されることがある。

ソーシャル・アクティビストからの株主提案に対しては、賛成率が数%程度にとどまり、他の株主から理解が得られない内容のものが多かった。しかし、近年はそうした状況に変化が生じており、提案内容によっては20～40%程度の賛成を得る。株主提案権が行使されると、会社側は意見を表明するのが通常で、ごくわずかな例外を除けば、

会社側は株主提案に反対する。従って、株主提案に投じられる賛成票は、会社側の反対理由に納得していないという意味だ。賛成率が相当高い株主提案があるという事実は、会社側の説明に納得しない株主が多くいることをうかがわせる。株主提案を受ける会社は、上場会社全体の2%程度にすぎないが、会社に対して批判的な株主が増えている兆候だとすれば、重く受け止めるべき問題であろう。

ソーシャル・アクティビストが、社会的・政治的な問題にのみ関心を持っているのであれば、機関投資家の行動を変えることはないだろう。しかし、株主提案の内容が、投資収益にも影響を及ぼす可能性があるとなれば、機関投資家からの賛同も得やすくなる。賛成率が高い株主提案があるのは、そのような可能性があるように見えるからだが、近年のS Sコード改訂のように、サステナビリティ課題への関心を喚起しようとする政策動向は、機関投資家の判断を変えることになっているのかもしれない。

3章 アクティビスト間の境界の不明確化

アクティビストと呼ばれる株主は、目的や行動から見て3種類に分けられることを説明してきた。ある種のアクティビストの行動は、好ましく感じる人でも、他のアクティビストには嫌悪感を抱くこともあろう。しかし、近年、それぞれのアクティビストが行動を活発化することによって、境界がおぼろげになっているように見える。資金量の大きなリラクタント・アクティビストを梃子にして、アクティビスト・ファンドとソーシャル・アクティビストが、影響力を強めている様子を次

に示す。一方、米国では、リラクタント・アクティビストである企業年金に対して、議決権行使の沈静化、すなわちアクティビズムの後退を求めるような規則制定動向も表れている。

1. リラクタント・アクティビストとアクティビスト・ファンドの接近

年金基金等に代表されるリラクタント・アクティビストの資産運用の目的は、許容されたリスクの下で達成可能な高収益を実現することにある。パッシブ運用では、マーケットの平均程度の収益を獲得するために、マーケットの平均程度のリスクが許容される。パッシブ運用の株式投資では、マーケットの平均的な姿を写し取るようになるが、その中で、何らかの働きかけによって収益を向上させる機会がある銘柄について、そうした行動を取るべき場合がある。一方、アクティビスト・ファンドは、低収益で株価が振るわない会社に投資を集中させ影響力を確保したのちに、会社経営を変革することで高収益を狙っていく。ここで、リラクタント・アクティビストとアクティビスト・ファンドの関心は一致する。会社側に対してアクティビスト・ファンドの仕掛ける様々な働きかけにリラクタント・アクティビストが、相乗りするようになる。

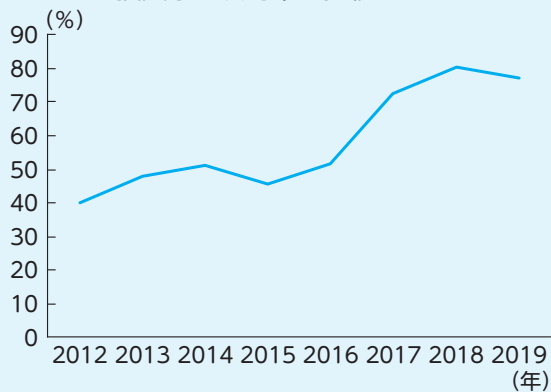
パッシブ運用という投資戦略上の制約とSSコードなどの要請で、やむを得ず行使してきた株主権を投資収益向上のために有効活用することが、リラクタント・アクティビストの選択となり得る。つまり、議決権行使をはじめとする会社との対話がテーマによっては利益の源泉となり得るとリラクタント・アクティビストが期待するようになったために、アクティビスト・ファンドへ接近してきているということである。

アクティビスト・ファンドと会社との対話のテーマとしては、既述の通り内部留保の適正化、すなわち配当増額や自社株取得の要求、低収益部門の整理等の事業再編、買収防衛策の廃止などが多いようだ。しかし、これらの対話の実態が社外に広く公表されることはあまりない。アクティビスト・ファンドによる、キャンペーンサイトの立ち上げや機関投資家向けの説明会が近年見られるようになってはいても、大多数は水面下で行われている。そうしたプロセスの中で、リラクタント・アクティビストが、アクティビスト・ファンドと行動を共にする事例が生じている可能性は相当あるように思えるが、外部からは、その状況をつかむことはできない。

そこで、ここでは、買収防衛策導入・更新議案を題材として、リラクタント・アクティビストの行動の現状と変化を示したい。会社側が買収防衛策を導入していると敵対的買収者が現れ難くなり、会社の経営を弛緩させる恐れが強くなる。新たな経営ビジョンを持った投資家（アクティビスト・ファンドの場合もあれば、同業者のこともある）の出現を阻み、経営の効率性改善を阻害する可能性のある買収防衛策は、株主の利益に合致しないと考える向きは多いだろう。特にアクティビスト・ファンドにとっては、自らの買収機会を失うことになるだろうし、他の買収者へ保有株を転売する可能性も低くしてしまう。アクティビスト・ファンドにとって、買収防衛策は導入されるべきではないし、いったん導入されたとしても廃止を求めているのが、現在の状況であろう。一方、リラクタント・アクティビストは、会社側が必要としているのであれば、明白に欠陥があるという場合でもない限り、買収防衛策に対して原則的に反対だという立場ではなかったはずだ。

図表3は、買収防衛策関連議案に対する国内機関投資家の反対率の推移を表している。機関投資家の議決権行使に関しては、当初策定時（2014年）のSSコードは集計結果の開示を求めるものだったが、それは既に2010年頃から資産運用業者の業界ルールとして行われてきており、開示情報に変化があったわけではなかった。集計結果の開示とは、例えば投資先の会社100社で買収防衛策関連議案が株主総会で付議されていれば、そのうち何社に賛成し、何社に反対したかを開示するもので、具体的な社名の開示はない。これが、2017年には、個別議案ごとの賛否開示に変わった。これにより、機関投資家がどの会社に投資しているかということと、その会社の株主総会議案への議案ごとの賛否が開示されるようになった。他の機関投資家も同様の開示をしているのだから、多くの機関投資家が反対している議案に賛成票を投じた場合などは、顧客から説明を求められるようになった。このグラフから分かるのは、2017年からの個別議案ごとの賛否開示の開始によって、買収防衛策関連議案への反対率が急増したということだ。

図表3 買収防衛策関連議案に対する国内機関投資家の反対率の推移



(出所)ICJ「6月総会概況」から大和総研作成

リラクタント・アクティビストに議決権行使結果の開示を求め、さらに開示情報の濃度を上げたため、アクティビスト・ファンドが期待するような議決権行使を志向させることになった。スチュワードシップ活動に関する報告の要請（SSコード原則6）も、このような動向に掉さすことになるだろう。機関投資家に投資先の会社との対話を求め、その状況を報告すべきとSSコードは定めている。報告するためには実績がなければならぬのだから、機関投資家は対話の実績を重ねようとするはずだ。対話のテーマは様々考えられるが、アクティビスト・ファンドが好んで取り上げているテーマはリラクタント・アクティビストとしても話題にできる。株式に投資している以上、配当政策への関心はあるだろうし、賛成票を投じにくくなっている買収防衛策については、廃止を含めた適切な対応を会社側に求める理由もある。このように、議決権行使の適正化や開示の要請が高まることと、投資家として投資先会社にどのように関わっているか報告を求められることで、リラクタント・アクティビストの行動は、アクティビスト・ファンドに近づいていく。

図表4の通り、買収防衛策関連議案に対しては、多くの機関投資家が厳しい判断をしている。

2. リラクタント・アクティビストとソーシャル・アクティビストの接近

ソーシャル・アクティビストの目的は、環境や社会の問題に対する会社の対応を変えることであろうが、これにより高い投資収益を獲得できるはずという信念も併存していることがある。従って、投資収益に全く無関心というわけではないだろうが、リラクタント・アクティビストの目的が、投資収益の獲得に軸足を置いている点で、両者は投

資によって獲得しようとしている目的を異にしているといえる。しかし、近年はソーシャル・アクティビストの株主行動にリラクタント・アクティビストが賛同を示すようになってきている。環境関連の情報開示やリスク情報の開示を求める株主提案に、多くの賛成票が投じられることがある。既述の通り会社側からは株主提案に反対すべきという意見が通常出されているのだから、賛成票は会社側への批判を意味していると考えられるべきであろう。

ソーシャル・アクティビストの持ち株数自体は、多くの場合微々たるものであるが、他の株主の賛同を得やすいような株主提案を行うことによって、会社への影響力を強めている。かつては、あまり多くの賛成を集めることはできなかったが、

提案の内容を工夫することでかなりの賛成票を得ることもできるようになった。原子力発電事業からの撤退を求める株主提案は、電力会社に多く出されてきたが、賛成率は高くない。しかし、原子力発電事業に関するリスク管理体制の充実や情報開示の充実を求める形の提案は、かなりの賛成を集める。

リラクタント・アクティビストが環境や社会に関心を向けるようになったのは、SSコードに明確に表れているように、投資におけるESG要素の重要性が強調されるようになったことが関係しているのではないだろうか。

図表5は、SSコードでESG要素が時を経るにしたがって強調されるようになってきたことを示している。SSコードが策定された2014年時

図表4 日経500構成銘柄の買収防衛策議案に対する主な機関投資家の賛否

	日本精工	名村造船所	日本空港ビルデング	石油資源開発	日本ゼオン	戸田建設	王子ホールディングス
三菱UFJ信託銀行	○	×	×	×	×	×	×
みずほ信託銀行	○	×	×	×	×	×	×
三井住友トラスト・アセットマネジメント	○	×	×	×	×	×	×
りそなアセットマネジメント	○	×	×	×	×	×	×
野村アセットマネジメント	×	×	×	×	×	×	×
三井住友DSアセットマネジメント	○	×	×	×	×	×	○
日興アセットマネジメント	×	×	×	×	×	×	×
大和アセットマネジメント	×	×	×	×	×	×	×
三菱UFJ国際投信	○	×	×	×	×	○	×
アセットマネジメントOne	○	×	×	×	×	×	×
日本生命	○	—	—	—	○	○	○
第一生命	○	—	○	○	○	○	○
ブラックロック	○	×	×	×	×	×	○
フィデリティ	×	×	×	×	×	×	×
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント	×	—	×	×	×	×	×
CalPERS	×	×	×	×	×	×	×
賛成率（臨時報告書）	74.17%	71.91%	70.14%	61.88%	61.40%	57.74%	53.81%

(注) ○は賛成、×は反対、—は記載なしを表している
(出所) 各機関投資家の開示資料および各上場会社の臨時報告書から大和総研作成

点では、「社会・環境問題」はリスク要因の一つとして例示されているにすぎなかった。これが2017年の改訂では、収益機会でもあるとされた上、ESGという用語を脚注に入れた。

2020年の改訂では、スチュワードシップ責任の内容も変更した。従来は、投資先の企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な対話を通じて、中長期的な投資リターンの拡大を図ることとしていたのだが、改訂により、対話の際に「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮」も求められることになった。用語としてのESGは括弧書きの中とはいえ指針の本文に掲載された。投資にあたって環境や社会に関する事項を考慮すべきという流れが、明確になったと言えるだろう。環境・社会問題を機関投資家は考慮し、投資行動に反映すべしとするSSコードは、ソーシャル・アクティビストにとっては強い援軍となる。環境・社会問題に関する上場会社への働きかけに、多くの機関投資家が賛同するかもしれない。

米国ではソーシャル・アクティビストが多くの株主提案を行っているが、気候変動関連の取り組

みの開示を求めるものは毎年多数議案になっている。2020年、わが国でも同様の株主提案があった。みずほフィナンシャルグループの株主総会で、株主提案として「定款一部変更の件（パリ協定の目標に沿った投資のための経営戦略を記載した計画の開示）」が付議された。環境問題に大して関心を持たないかつての機関投資家であれば、開示は経営の自主的な判断で決定するべきであり、定款規程で経営の判断を拘束することには反対であっただろう。しかし、ESG投資を標榜する以上、このような提案に冷淡な判断を下すのは難しい。図表4で示した機関投資家のうち、みずほ信託銀行、野村アセットマネジメント、アセットマネジメントOne、フィデリティ、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント、CALPERSが賛成票を投じた。反対した機関投資家も、提案内容に対して会社側が説明する取り組みに納得性があるゆえに、あえて定款に記すまでもないと考えたところが多い。経営側は、株主提案への反対を呼び掛けていたのだが、それに反してでも株主提案を支持する機関投資家がこれだけいた。ES

図表5 スチュワードシップ・コードの変遷

2014年版	指針3-3. 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など…
2017年版	指針3-3. 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、 <u>事業におけるリスク・収益機会</u> （社会・環境問題に関連するリスクもの〔原注7〕を含む）及びそうしたリスク・ <u>収益機会への対応</u> など… 〔原注7〕ガバナンスと共にESG要素と呼ばれる。
2020年版	指針1-1. 機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素〔原注5〕を含む中長期的な持続可能性）〔原注省略〕の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」〔原注省略〕（エンゲージメント）などを通じて、… 〔原注5〕ガバナンス及び社会・環境に関する事項を指す。 指針4-2. 機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と総合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

（注）下線や取消線は各改訂前の版からの変更箇所

（出所）金融庁『「責任ある機関投資家」の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（再改訂版）の確定について』（令和2年3月24日）および『「責任ある機関投資家」の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（改訂版）の確定について』（平成29年5月29日）から大和総研作成

G投資の国際的な広がりや、SSコード改訂など国内的な環境変化が、リラクタント・アクティビストの行動に影響を及ぼしていると考えても不合理ではあるまい。

3. リラクタント・アクティビストをめぐる米国における規制変化の兆し

上記した通り、投資先の会社に積極的に関わろうとしなかった主流的な機関投資家が、リラクタントではあるものの、議決権行使や対話の面で前向きに見えるようになってきている。よく分散されたパッシブなポートフォリオを持つリラクタント・アクティビストは、できれば運用に関するコストを増加させたくないと考えたととしても、SSコード等に合わせて、ある程度の対応はせざるを得ない。しかし、議決権行使や投資先の会社との対話に要するコストに見合うだけのリターンが獲得できているか、疑問がないわけではない。

米国労働省は、1980年代から企業年金基金の議決権行使を受託者責任の範疇にあるとして、適切な対応を求めてきたし、投資信託の議決権行使結果の詳細開示は証券取引委員会（SEC）が2003年に規則化している。その米国で、労働省が注目すべき規則案を公表している。企業年金基金等の積立金によって購入された株式の議決権行使に関する新たな規則案だ⁷。この規則案は、これまで年金基金等の議決権行使に関して米国労働省が設けてきた規制が、制定当時とは様変わりした状況の中で、様々な誤解を生むようになってきたことに対応するものだ。年金基金等の議決権に関しては、加入者・受給者の利益を尊重して行使すべきとしてきたが、近年は、様々な内容の株主提

案が議案として株主総会に付議されるようになってきている。これらの中には、環境問題や社会問題に関わりはしても、株価に影響を及ぼし得るか、判断が困難なものが少なくない。今回示された規則案は過剰なコストを費やしてまで、議決権を行使すべきというわけではないことを明確に示している。

規則案では、受託者責任を果たす上で、許容される実務事例（“permitted practices”）が示されている。規則案に準拠するためにはどのような行動を取るべきかを例示するものであり、年金基金による議決権等株主権行使に関する今後の実務を方向付けるものと言える。許容される実務事例は、次の通りである。

- ① 年金基金資産に重要な影響を及ぼさないと受託者が考える場合は、会社側の賛否推奨に従って議決権を行使する。
- ② 年金基金資産に重要な影響を及ぼすと受託者が考える事案に、議決権行使等に関するコスト等を集中させる。このような事案の例としては、M&A、清算（会社の解散）、経営統合、自社株買い、既存株主の保有率低下をもたらす株式発行、対立候補者が存在する場合の取締役選任等がある。
- ③ 年金基金の資産に占める当該株式の比率、投資先の会社の発行済み株式に対する年金基金の保有比率等を踏まえ、受託者が慎重に決定した一定の水準を下回る保有量の株式についての議決権を行使しない。

これは、年金基金資産への影響が軽微である場合には、議案を精査せずに会社側提案に賛成したり、行使自体を取りやめたりすることを許容する

7) U.S. Department of Labor “Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights” (August 31, 2020)

もので、現在の議決権行使実務を大幅に変える可能性がある。また、ESG関連の株主提案が米国では多く出されているが、G（ガバナンス）に関連するものと、ES（環境・社会）に関連するものを明確に区別するための対応であると思われる。これは、最近のSECの委員のスピーチ⁸からもうかがえるように、ESとGはもともと別物であるにもかかわらず、ESGとワンパッケージにして投資における重要な考慮要素とみなされるようになってきていることへの疑問を提示するものと考えられよう。

さらに株主提案そのものを難しくする規則改正をSECは、2020年9月23日に決定している⁹。現在は、2,000ドル相当の株式を一年以上保有していれば株主提案を行うことができるが、これを25,000ドル相当の保有に引き上げる。もっとも、現行の2,000ドル基準も廃止されるわけではなく、3年以上の保有であれば2,000ドル相当の株式保有でも株主提案は可能だ。また、同一の議案を次の株主総会で再提案する場合、一定量の賛成票を得ていることが必要とされるが、この一定量の基準も引き上げられる。

こうした株主提案制度の見直しは、環境や社会問題に関する提案が増加していることが原因となっている。株価への影響を推し量り難いこの種の提案について、影響を精査しようとするれば時間と手間がかかる。このためのコストが、軽視できなくなっていることから、株主提案権の行使のためのハードルを引き上げることになったようだ。

リラクタント・アクティビストは、株主総会議案を精査するためのコストを幾分節約できるようになる。

4章 アクティビストとの付き合い方

アクティビスト・ファンドは、リラクタント・アクティビストの理解を得ることによって自らの影響力を高めて上場会社との対話に臨んでいる。リラクタント・アクティビストの巨大な株式保有を味方に付けている可能性のあるアクティビスト・ファンドと上場会社はどのように向き合うべきであろうか。

アクティビスト・ファンドが会社の何を変えて株式投資による収益を高めようとしているか、その手法に関して、二つの対立する見解がある。一つは、会社経営の効率性を高めるような変化を実現しているという見解¹⁰で、もう一つは他のステークホルダーの犠牲の上での高収益だという批判¹¹だ。アクティビスト・ファンドの狙いが後者であるなら、会社側はステークホルダーの利益を守る責務があるとして、要求に抗する理由になる。また、リラクタント・アクティビストも目的であるはずの会社の中長期的な成長に反する恐れがあるのだから、支持はしないだろう。

しかし、アクティビスト・ファンドがこのような破壊的な投資家であるとする見方は、的外れであるかもしれない。既にOECDは、2007年

8) Elad L. Roisman “Keynote Speech at the Society for Corporate Governance National Conference” (July 7, 2020)

9) SEC “SEC Adopts Amendments to Modernize Shareholder Proposal Rule” (Sept. 23, 2020)

10) Boyson, N., Gantchev N., & Shivdasani, A. “Activism mergers” Journal of Financial Economics (October 2017)

11) Coffee, John C. and Palia, Darius “The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance” Columbia Law and Economics Working Paper No. 521, (September 4, 2015).

に発行したレポート¹²の中で、アクティビスト・ファンドが会社の長期的な展望の欠如を修復しており、ガバナンス改善に有益であると結論している。会社の事業構成、財務構造や人事構成について十分な知識を持ち、会社の価値に対して利害関係を有する者こそが、価値を高める決定をなし得る。保有量の大きな株主には、株価を引き上げる強い動機があるので、企業価値・株式価値を引き上げる効果のある決定が会社経営陣によって下されることを期待している。期待に反してそれが実現しなければ、株主権の行使に及ぶこともあり得るし、十分な情報を持たない他の投資家に情報を提供することは、他の投資家の主体的な判断を助けるものである。リラクタント・アクティビストとアクティビスト・ファンドの協調は、このような観点から、今後も続くだろうと予想できる。

上場会社側においては、アクティビスト・ファ

ンドからの提案を会社の改革に活用することが、検討できよう。社内の様々な事情により、なかなか手を付けられなかった変革に、社外からの圧力を利用するというのだ。事業戦略や財務戦略が硬直化している場合には、アクティビスト・ファンドが変化をもたらす触媒となり得る。しかし、アクティビスト・ファンドがかなり極端な提案をしていくことがあるのも事実だろう。事業再編をすれば雇用不安をあおる場合もあるだろうし、増配や自社株取得を相当大きな規模で求めてきても、会社側としては応じることは難しい。その場合は、ある意味で妥協も視野に入れた対話が行われることがある。アクティビスト・ファンドにとっては、部分的にせよ要求を会社側にのませたことになるが、会社側は独自の判断であることをアピールしてもよい。アクティビスト・ファンドからの提案を換骨奪胎して、会社独自の戦略とし



12) OECD “THE IMPLICATIONS OF ALTERNATIVE INVESTMENT VEHICLES FOR CORPORATE GOVERNANCE: A SYNTHESIS OF RESEARCH ABOUT PRIVATE EQUITY FIRMS AND “ACTIVIST HEDGE FUNDS”” (2007年7月23日)

て磨きをかけることは検討できるのではないだろうか。

ソーシャル・アクティビストからの提案も、時にリラクタント・アクティビストの支持を得ることがある。しかし、3章3節で述べた米国労働省規則案が懸念するように、環境や社会問題に関する提案が株価や業績に大きな影響を及ぼすとは考えられないこともあり得よう。しかし、ここでも投資家側の主張に傾聴すべきところがないとは言えない。株価や業績以外の尺度で会社を評価しようとしているならば、それにあからさまに反発することが得策だとは考えにくい。レピュテーションを下げるリスクを好んで取る必要はない。提案に関連する事項についての会社側の対応の現状と展望を説明することになるのではないだろうか。

アクティビストには、様々な種類があり、それぞれ狙いが異なる。伝統的には会社側を支持してきた年金基金、信託銀行、投資顧問・投資信託、保険会社などの株主行動に一見敵対的な様子が表れたとしても、そうした行動を推進しているエンジンはどのような投資家か、その目的がどこにあるかを見極めた対応が必要だ。

[著者]

鈴木 裕 (すずき ゆたか)



政策調査部
社会システム調査グループ
主任研究員
担当は、企業ガバナンス、
投資家行動