

注目集めるアクティビスト ～様々な目的・多様な行動～



鈴木 裕

2005年以降株主総会で会社側が提案した議案が否決される例が続いており、わが国においても「物言う投資家」の声が強まっている。

株主権の積極的な行使を志向する「物言う投資家」をアクティビストと言う。アクティビストは動機や目的を異にするいくつかの類型に分けることができる。

総会議案を否決に導いているのは、株主権の中でも議決権の行使に注力している投資信託や年金基金であり、その動機は生じ得る損失の回避という受動的なものである。これに対して、株価上昇を目的として積極的に投資先会社に変革を要求し、その一手段として株主提案や委任状勧誘を活用する能動的アクティビストも存在する。

上場・公開会社にとって、アクティビストが株主となることは当然あり得ることと考えなければならない状況である。

目次

- 1 はじめに
- 2 アクティビストの種類
 - (ア) 能動型アクティビスト
 - (イ) 受動型アクティビスト
 - (ウ) 社会運動型アクティビスト
- 3 株主総会での行動
 - (ア) 受動型アクティビスト—会社側提案の否決事例
 - (イ) 能動型アクティビスト—株主提案・プロクシーファイト
 - (ウ) 社会運動型アクティビスト—CSR関連の株主提案
- 4 重なり合う行動
 - (ア) 受動型アクティビストとしての学習経験
 - (イ) 社会運動型アクティビズムとインデックス投資家の接近
 - (ウ) 受動型アクティビストに見る変化の兆し
- 5 むすび

1 はじめに

ここ数年の株主総会を振り返ってみると、株主の行動が活発化していることを認めないわけにはいかない。株主総会では、様々な議案が否決されたり、可決の目途が立たないなどの理由で、会社側が決議前に議案を撤回したりする例も珍しいものではなく、株主提案権の件数も目立って増加しており、本格的な委任状争奪が少なからぬ会社で見られるようになった。また、会社の社会的な活動、例えば環境保護への積極的取り組みを投資判断の一要素とする投資手法を採用する投資信託も数多く設定され、投資家が購入するところとなっている。

株主としての権利を行使して、会社に影響力を及ぼし、会社を変えていこうとする投資家を総称してアクティビスト(activist shareholder)というが、その目的や手法は様々である。アクティビストとくくりにされているが、何故会社を変革させようとしているかという目的からして様々であり、到底同様に論じることはできないほどである。新聞や雑誌が報じるあるアクティビストの行動には、共感を覚えるが、他のアクティビストには嫌悪を感じることもある。ある種類のアクティビストが他のアクティビスト手法を活用することもあるので、アクティビストの分類は流動的であり、明確な線引きができるわけではない。

本稿では、まず、アクティビストがいくつかのタイプに類型化できることを示した後、そのような様々なアクティビスト達が、特に株主総会に関係してどのような行動を採っているかを概観する。そして株主の権利行使の場面である株主総会で、それぞれのアクティビストたちが、相互に影響を及ぼしあっている事実を指摘する。アクティビストの行動は、株主総会時に限定されるわけでは全くないばかりか、むしろ日常的な経営陣との接触の方を重視すべきとも考えられるが、総会は、アクティビストの行動が目に見える形で顕在化する機会であるので、状

況を概観するには、良い材料であると考えられる。

2 アクティビストの種類

本稿ではアクティビストを能動型アクティビスト、受動型アクティビスト、社会運動型アクティビストの3類型に分類する¹。それぞれの概略は次の通りである。

(ア) 能動型アクティビスト

アクティビストといった場合に、最も思い浮かびやすいのは、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投資家の姿だろう。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、株価重視の経営政策の実現を迫っていく。このような投資家は、多くの場合私募のファンドである。委託者の資金運用の手段として、株式をポートフォリオに組み込み、ポートフォリオの価値を引き上げるために株主権の行使を志向する。このようなファンドは、「Activist Hedge Fund」と呼ばれ、その行動を「Hedge Fund Activism」と言う。株主権行使に積極的な投資手法と、ヘッジ・ファンドという用語の整合性に少なからぬ違和感を覚えるかもしれないが、もともとヘッジ・ファンドとは、投資信託のように法的な規制下にあるファンドとは異なり、かなり自由にファンドの組成・運営ができる私的なファンドの総称である。1949年にジョーンズ(Alfred Winslow Jones)が立ち上げたファンドがヘッジ・ファンド第1号であると言われており、株式市場に関する見通しを反映して、株式の買いと売りの比率を調整しながら運用を行っていったことから、ヘッジ・ファンドという名称が付けられたものと考えられる。その後、グローバル・マクロ型とかりスク裁定型とか、様々なタイプの「ヘッジ・ファンド」が登

¹ WEB上の百科事典WIKIPEDIAでは、「activist shareholder」は、経済的目的追求や非経済的目的追求など幅広く様々なタイプがあると記しているが、特に分類はしていない。

場するようになり、ヘッジ・ファンドという名称は、運用実態を必ずしも適切に表しているとは限らない状況になっている。中には、ロング・オンリー運用と分類される買いポジションのみを用いるヘッジ・ファンドも存在し、私的ファンドというファンド組成上の特徴を考えなければ、通常の株式投資信託等と運用内容は大きく異なるというケースも少なくない。つまり、ヘッジ・ファンドの最大の特徴は、運用方針をかなり自由に設定することができ、契約上特に要求されなければ、投資家に対して運用内容の詳細を報告する義務すら負わないケースがあるということである²。

Activist Hedge Fundは、そのような多様なヘッジ・ファンドの一種に位置づけられるが、その公式リストがあるというわけでもなく、「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、株価重視の経営政策の実現を迫っていく」手法を取るファンドを「Activist Hedge Fund」と呼んでいるということである。米国では、既に131を超えるActivist Hedge Fundが存在しているといわれ³、「Activist Hedge Fund」の行動は、株式市場で注目されるようになっている。「Activist Hedge Fund」を本稿では、能動型アクティビストと呼ぶ。

能動型アクティビストは、投資先会社の経営陣と対話し、会社に変革を促し株価上昇を実現する経営を実行させようとする。その手段として株主提案権を使ったり、委任状争奪を実施したりする場合もある。この点で、株主総会に提出された議案に対してのみ賛否を表示する受動型アクティビストは異なる。また、株式価値の増大がほとんど唯一の目的である点で、環境保護などへの波及効果を重視する社会運動型アクティビストとは、一線を画する。能動型アクティビストは、何らかの視点から見て割安に放置されている会社の株式を購入するので、基本的には割安株投資家である。しかし、他の割安株投資家が、市場の評価が変わることを待つのに対して、

能動型アクティビストは市場の評価を変えさせるために行動するところが大きな違いである。MBOファンドとは、似通ったところもあるが、能動型アクティビストは、投資先会社の上場・公開を維持したままで、収益の増大を目指す点で異なる。

(イ) 受動型アクティビスト

年金基金が「物言う株主」となっているのは、世界的な傾向である。年金基金等の機関投資家が積極的に株主権を行使する動きは、1980年代の米国でいち早く始まった。背景には、当時活発に行われたM&Aとそれに対する防御策を巡る機関投資家と経営者の戦いがある。年金基金は、年金制度加入者に確実に年金を給付しなければならず、積立金運用もその目的を達成するために行われる。株式の投資収益を引き上げるには、買収防御策の存在は一般に有害な場合があると考えられている。買収防御策を導入した会社に対しては、企業買収が困難になることは当然である。会社経営を効率化し、株価を引き上げる有効なプランを持っている投資家がいいたとしても、現在の経営陣が反対していれば、経営権の異動が行われないとすれば、そのようなプランは実現しないことになる。買収防御策の導入は、株主が手にするはずの企業の潜在的な成長の機会を、経営者の身分保証のために喪失していると考えられたのである。経営者を経営資源の一種と考えれば、価値ある資源の調達、つまり、能力のある経営者の参入を阻み、経営者市場の障壁となる買収防御策の導入は、株主に損失をもたらす恐れのあるものと理解される。そこで、米国の年金基金等の株主は、経営者市場の活性化を目指し、買収防御策への攻撃を強める株主権行使を志向して行った。ところで、投資先企業の経営に不満を抱いているならば、通常は株式の売却という方法をとるだろうが、年金基金の場合には、日米ともに、売却するのではなく、企業経営への関与という方法をとっている。売却を選

2 日本銀行が2005年7月に公表した報告書「ヘッジ・ファンドを巡る最近の動向」では、ヘッジ・ファンドの特徴として、「通常の投資信託と比較し、①投資戦略の自由度が高いこと、②絶対リターン追求型の投資手法をとること、③投資マネージャーの報酬体系が業績連動型であること」の3点を挙げている。

3 <http://www.upenn.edu/pennnews/researchatpenn/article.php?1248&bus>

択しない理由としては、年金制度の規模が拡大するにつれ、年金資金の所有している株式も巨額なものとなり、売却に大きなコストが付随するため、売却処分を躊躇することが指摘される。また、投資スタイルとしてインデックス連動型の銘柄選択を採用している場合には、インデックス構成銘柄を売却することは、自ら採用した投資スタイル逸脱することになってしまうので、売却できなくなっているとも考えられる。

投資収益が不振な会社の株式でも売却できないから、経営に「物言う」ことによって、収益向上を図ることが、年金基金の選択になる。能動的なアクティビストは投資先会社に「物言う」ことを株式保有の最初の動機としているのに対して、年金基金は保有株式の収益が上がらない場合であっても売却と言う選択もできないので、やむを得ず「物言う」ことになるという点で大きな違いがある。このようにやむを得ず (reluctant)、積極的行動をとる者 (activist) であるので、年金基金は時にreluctant activistといわれることがある。

年金基金だけでなく、海外、特に米国の投資信託も日本においては、reluctantなactivistであると考えられる。かつては株主権行使への関心が希薄だった米国の投資信託であるが、米国SEC (Securities Exchange Commission = 証券取引所委員会) によって、受託者としての地位に照らして議決権行使の適正化が推進され、2003年1月に投資信託が保有する株式に関する議決権行使について新ルールを制定し、同年の4月から施行した。この規制は、投信会社に投資信託組入株式に関する議決権行使の方針や状況を投資信託の購入者に向けて開示することを義務付けるものである。米国の投資信託は、このような制度改正によって、議決権行使への取り組みを求められるようになっており、日本株に投資している場合にも、投資信託の購入者の利益、つまり投資収益の向上を目的とした議決権行使が義務的になった。日本の投資信託には、行使

結果の開示こそ義務付けられてはいないが、議決権行使の基本方針の策定や、行使実績の記録などは、義務的なものとなっており、金融庁による検査においてもチェック事項の一つとして掲げられている。

このような、年金基金や投資信託を本稿では受動的アクティビストという。自らの投資スタイルによって売却が制約されるがために議決権に取り組みざるを得なくなったり、制度的変更によっていわば外部から強制されて議決権行使を行わざるを得ない点で、受動的なアクティビストであるといっているのではないだろうか。

(ウ) 社会運動型アクティビスト

会社の社会的な責任の遂行程度を投資判断の主たる基準の一つとして採用する社会的責任投資 (Socially Responsible Investment=SRI) は、日本においてもその影響力を拡大しつつある。会社の社会的責任 (Corporate Social Responsibility = CSR) が強調されるようになるにしたがって、会社の財務面だけでなくその社会的責任などにも注目して企業価値を判断して投資を行うSRIに対する関心も高まってきている。その背景には、会社の活動のグローバル化とともに、社会や環境などに与える影響が深刻な事態を引き起こすほど巨大化してきたことがある。また、わが国や欧米で連続的に起きた会社の不祥事についても、会社の行動がその外部に与える影響についての経営者の認識の甘さを浮き彫りにし、消費者や地域住民、さらに投資家の見方を厳しくさせることになった。このような現実には、会社の価値に関して社会、環境、倫理といった社会的側面からの評価を問う契機となり、会社の社会的責任を果たすことが一層厳しく要請されるようになってきた。CSRの考え方と投資家の権利行使が結びつくことによって、実践的な投資家行動としてのSRIが広がりを見せているのである。

社会的責任投資にはその投資目的を実現させる

手法として、次の三つに分類される。①コミュニティ投資 (Community Development Investment)、②社会的スクリーン投資 (Social Screen)、③株主行動 (Shareholder Activism) の3つである。「コミュニティ投資」はコミュニティ開発金融機関 (Community Development Financial Institution) と呼ばれる開発金融機関に投融資して、地域の活性化・社会貢献につなげようとする投資行動である。「社会的スクリーン投資」は、投資に際して会社を評価する際に財務面での評価に加えて、倫理面、社会面、環境面での評価(「社会的スクリーン」)を加味する投資手法のことであり、スクリーニングとも呼ばれる。三番目の株主行動は、SRIをアクティビストたらしめる手法であるが、これは株主の立場から投資した企業に社会的問題への対処や環境対応などを、様々な手段を用いて経営陣に働きかけることを指す。この株主行動の分類には、目的・方法・内容によって様々な方法がある。投資先の会社に関わる社会問題や会社のガバナンスの問題について、経営者と対話を求め、場合によっては経営者と対立しつつ株主から具体的な提案を行うこともある。

SRIアクティビストは、能動型アクティビストと手法の面では、類似するが、目的が直接的な投資収益の獲得ではない点で大きな違いがある。

3 株主総会での行動

以上のように、アクティビストの源流は3つに分かれると考えられるが、それぞれの行動が株主総会でどのように典型的に現れるかを今年の実例を中心に見てみる。株主総会では、会社(取締役会)が議案を提出し、株主はそれに対して賛否を投じる。会社側の議案に反対であれば、端的に反対票を投じるのみであるか、または対案を株主提案と言う形で提出することもある。今年、会社側提案への反

対だけでなく、株主提案権の積極的行使が多くあった点で、アクティビストの様々な行動が目に見える形で現れた。

受動型のアクティビストは、株主総会に上程された議案に株主の利益を損なう可能性が認められれば、これに反対していく。株主総会議案が否決されることがあれば、受動型アクティビストの行動がその背景にあるものと考えられる。

能動型アクティビストは、株式の価値向上を実現する経営政策の採用を経営陣に要求するが、このような要求は通常公開されることはなく、アクティビストと経営陣の二当事者間の交渉に委ねられる。しかし、要求が受け入れられなければ、より積極的な行動を採ることもある。株主としての要求を公開し、他の株主に協調行動を呼びかけたり、さらには、具体的な経営施策の実現を求めて、株主提案権を行使したりすることもある。

社会運動型アクティビストは、その主たる目的が、会社の社会的責任の実現にある。投資先の会社が、その社会的責任を十分に遂行していない場合には、それを達成するように求めていく。遂行を求める責任の内容は多様であり、環境問題やコーポレート・ガバナンス問題であることが多いようである。

(ア) 受動型アクティビスト —会社側提案の否決事例

2005年以来、会社側が株主総会に付議した議案が、可決できなかった事例は、毎年数件生じているが、2007年もそのような事例が見られた。会社側提案が可決できないとは、否決された場合、採決以前に議案を撤回した場合、提出議案に修正を受けた場合に大別できる。2007年の総会では、それぞれの類型で実例が生じているが、否決例のみを取り上げる。

富士フィルムホールディングスの株主総会で、定款変更議案が否決された。同社の定款変更議案は、発行可能株式数を8億株から12億株に増加させるこ

とを内容としていた。太陽誘電でも否決事例が生じた。同社は、通常は一括で付議する定款変更を、内容によって2つに分割して議案としたが、そのうちの買収防衛策を株主総会で導入できることを定款に新設する議案が否決された。時期的にはこれらに先行して2月に行われた、東京鋼鐵(5448)の臨時株主総会で、株式交換に関する議案が否決されている⁴。

富士フイルムHDや太陽誘電では、受動型のアクティビストが会社側の提案を否決に導くのに大きな役割を果たしたと考えられる。ニッポン放送を巡って紛糾が生じた2005年以来、発行可能株式数の拡大を内容とする定款変更議案は、買収防衛策と理解されることから、年金基金や投資信託などの機関投資家は強く警戒するようになってきている。また、既存株主の持分を潜在的に希薄化することから、持分的利益の維持に関心を抱く株主は、この議案に反対することが多い。太陽誘電では、定款変更議案とは別に、事前警告型の買収防衛策を普通決議をもって導入する議案も付議しており、これについては可決されたが、関連する定款変更の特別決議が否決されたという例である。買収防衛策に反対する機関投資家は、多かったが、普通決議を覆すほどの反対には至らず、特別決議の成立を阻むに留まったということである。

受動型アクティビストは、自らが所有する株式にかかる権利処理の指針として「ガイドライン」を策定する場合がある。特に資金量が巨大な投資家は、多くの場合これを策定している。このようなガイドラインを設け行動の基準を文書化する意義としては、まず、行動・判断の合理化があげられる。事前にどのような場合に、どのような行動を取るべきかを検討し、関係者に周知することで、意思決定に要する時間・費用を節約できるメリットがあるということである。特定の会社への積極的働きかけを目的としてないので、ポートフォリオには数百から千を超える銘柄が含まれることも珍しくはなく、限られ

た時間とリソースでそれらの議案を個別に検討するのは極めて困難である。そこで、事前に判断基準を設け、機械的に対応することが必要になる。個別議案のうち、特に慎重な検討を要するもの以外は、自動的に賛否を決することによって、判断に費やす時間を節約できる。議決権行使基準のガイドライン化は、このような集中的に発生する事務に対応する上で不可欠であるといえるだろう。ガイドラインのもう一つの効果は、投資先会社とのコミュニケーションの契機とすることである。投資家が望ましい会社の組織構造として具体性な像をガイドラインの中に記すことで、その投資を受ける会社に投資家の考え方を伝達する効果も期待できる。この点では、機関投資家が報酬体系の適正化と言う見地から役員退職慰労金に反対してきたことも要因のひとつとなって、慰労金制度の廃止に踏みきる会社が多く現れており、会社の経営を現実に変革する原動力となっている。

授権資本枠の拡大については、既存株主の持分を希薄化させる恐れが生じるので、投資家はこれを警戒し、具体的な理由が説明されない場合や、許容できる水準以上に拡大する場合には、これに反対するという方針を議決権行使ガイドラインに記す。また、買収防衛策についても、株主の利益を損なわないと考えられる類型であるか、いくつかのチェック項目をガイドラインに提示して、賛否を検討している。株主総会で株主に賛否を問われる議案についてのみ判断するという点でも、受動的だといえよう。受動型のアクティビストは、自ら争点を形成して、会社の変革を主導しようとはしない点で、次節に述べる株主提案権の行使には消極的である。

東京鋼鐵の事例は、会社側提案が否決された点で富士フイルムHDや太陽誘電と共通している。しかし、筆頭株主が否決に導くような運動を強力に展開していたことは大きな違いである。会社側が提案した経営統合を目的とした株式交換の承認議案について、交換比率が不適切であるとして、反対を表

4 この他にも、パトライト、日本精密、東京衝機製造所、TRNコーポレーションでも否決事例があったが、いずれも、支配的な株主と経営陣の対立という構図であり、アクティビストの行動と同視することはできないと思われる。日本精密の事例は、外資系ファンドによる敵対的買収の成功事例であり、買収防衛の失敗事例とも言え、興味深いのが本稿の対象であるアクティビストと分類することは難しい。

明しただけでなく、他の株主へも反対を積極的に働きかけ、結果的には否決に導いた。これは、受動型アクティビストと言うよりは、次に述べる能動型アクティビストの行動例と言えよう。

(イ) 能動型アクティビスト —株主提案・プロクシーファイト

わが国の株主提案権は1981年(昭和56年)の商法改正によって設けられたものであり、現在の会社法に受け継がれている。6か月以上前から株主であって、発行総数の100分の1以上、または300個以上の議決権を有する株主に株主提案権は与えられる。

この権利は、複数の株主の持ち株数を合計することでも行使できるため、小規模な株主が合同して提案を出す事例も多い。機関投資家の中にはこの権利を有する者も少なくないと思われるのだが、一般にイメージされる機関投資家が行使する例はなかった。機関投資家によるコーポレート・ガバナンスは、前節で述べたように会社側から提案される議案に賛否の票を投じる受動的なものであったが、アクティビスト・ヘッジ・ファンドと目される投資家が提案権行使に積極的な姿勢を見せるようになっていくことは2007年の注目すべき変化である。

以前のわが国における株主提案は、環境保護団体を中心とする市民団体が、電力会社に対して原子力発電の是非を問うことを内実とするものが多かったが、いわゆる村上ファンドの登場後、投資収益の向上を目指した提案が見られるようになった。そして、2007年には、能動型アクティビストによる株主提案が、多く出されるようになった。会社側が提出する議案に賛否を投じる受動的な株主行動だけでなく、自ら主体的に会社の経営を変える提案をなす投資家が少なからずわが国にも現れていることを明示する大きな変化が生じつつあると考えなければならぬ。

2007年の株主総会における株主提案の事例は、

図表1に掲げた通りである。能動型アクティビストの提案権行使の事例は未だ少なく、争点がどこに置かれているかを判断するには時期尚早であるかも知れないが、買収防衛策と剰余金配当への関心の高さは伺える。もともと買収防衛策は、投資ファンドだけでなく、年金基金から強く警戒されることは既に記した通りである。年金基金自体が敵対的買収者となって、買収防衛策によって反撃を受けることは考えにくい。買収防衛策の撤回を求める株主提案の提案者に年金基金等が名を連ねることは、米国においては珍しいことではない。買収防衛策自体が株主の利益にならないという判断なのであろう。まして主体的に企業買収を実施する可能性を捨てていない投資家にとって買収防衛策は大きな障害となる。能動型アクティビストは、敵対的買収を実施する可能性を示すことで、経営陣から譲歩を引き出すこともありうる。買収防衛策の導入・維持に反対するのは当然である。

剰余金処分については、かつて村上ファンドも東京スタイル等に増配を提案した。投資家の中には、投資先企業の内部留保が過剰になることを嫌う者もいる。過剰な内部留保は、経営者の不適切な裁量を誘発する恐れがあるからである。会社の内部留保が適正な水準を超過していると判断されれば、自社株取得や増配を期待することとなる。日本と米国の配当性向を比較すると、日本の方が平均的に劣ると言わざるを得ず、海外の投資家から見れば配当余力が大きく映るのであろう。

能動型アクティビストは、投資先の会社いきなり株主提案を突きつけるわけではない。もともと、能動型アクティビストが会社に要求する変革が、株主提案の内容として常に適正であるとも限らない。アクティビストが、投資先の会社にとって他社との提携が有利な戦略と考えて、経営陣にこの戦略の採用を強制することを内容とする株主提案を出すことは難しい。提携は相手のあることであり、一方的に実現できるわけではないからである。株主提案の

図表1：2007年の株主提案事例（総会議案となったもの）

会社名	コード番号	提案者	提案内容			備考
			定款変更	増配	取締役解任	
TTK	1935	スティーール・パートナーズ		○		
サンテック	1960		○	○		
江崎グリコ	2206	スティーール・パートナーズ		○		
サッポロホールディングス	2501	スティーール・パートナーズ	○			定款変更は買収防衛策に関するもの
小野薬品工業	4528	ブランデス・インベストメント・パートナーズ		○		
ノーリツ	5943	フルサ・オルタナティブ		○	○	
シンニッタン	6319	セーフ・ハーバー・マスター・ファンド		○	○	
ブラザー工業	6448	スティーール・パートナーズ		○		
電気興業	6706	スティーール・パートナーズ		○		
ソニー	6758	株主オンブズマン	○			定款変更は取締役報酬個別開示に関するもの
フクダ電子	6960	スティーール・パートナーズ		○		
モリテックス	7714	IDEC株式会社及び個人			○	
東京衡機製造所	7719				○	取締役解任(可決)
有楽土地	8828			○		
東武鉄道	9001		○			
JR東日本	9020		⑧			
東京放送	9401	楽天メディア・インベストメント株式会社	○		○	定款変更は買収防衛策に関するもの
東京電力	9501		④	○		
中部電力	9502	ザ チルドレンズ インベストメント マスターファンド	⑦	○		
関西電力	9503		⑥ ⑧	○	○	
中国電力	9504		③	○	○	
東北電力	9506		④		○	
九州電力	9508		⑥			
電源開発(J-POWER)	9513	ザ チルドレンズ インベストメント マスターファンド		○		
因幡電機産業	9934	スティーール・パートナーズ		○		

注：提案者欄には、招集通知上は単に「株主」とのみなっているもの、新聞等の報道により、一応提案者が明らかになっているものを含む。また空白になっているものは、招集通知や報道等から特定できない提案者である。定款変更の中の○中の数字は、変更事項の数を表している。○のみの場合は変更事項は一つである。備考欄には、一部の定款変更議案の内容と可決した議案の内容を記した。

内容として不適切と考えられる場合には、提案権行使と言う直接的な手段ではなく、経営陣との対話によって、経営施策の実現を働きかける。剰余金配当など、株主提案の内容として相応しいものであっても、通常は、事前に経営陣との対話を経る。対話を行う中で、経営陣との歩み寄りができれば株主提案権は行使されない。

アクティビストが経営陣に要求する事項は様々である。剰余金配当や自社株償却など株主還元策に関わるものもあれば、資本調達に関するものもある。事業の再編や他社との提携も視野に入ろう。また、役員選任や買収防衛策の採否についてもアクティビストの関心は高い。しかし、具体的な提案を行わず、抽象的に株価重視の経営を求めるという意思を表明するに留まることも少なくないようである。どのようにして株価上昇を実現するかは経営の裁量で判断せよということである。アクティビストの要求が具体的で、株主提案に適する場合であれば、提案権が行使され、株主の判断を問うこととなる場合もあろう。

提案権を行使したアクティビストは、他の株主の賛同を得るために、自己に議決権行使の権限を委任するように積極的な働きかけを行う場合がある。これに対して、会社側は、提案を承認すべきではないと判断すれば、アクティビストの行動を阻止するように動くことになる。議決権行使の委任状(Proxy)を巡る争い(Fight)であり、プロクシーファイト、あるいは委任状争奪戦などと呼ばれる。会社側提案の否決を目指した委任状勧誘と株主提案の可決を目指した委任状勧誘の2007年の事例を図表2及び図表3に示した。

能動型アクティビストが標的とする会社は、業績不振で経営能力に劣ると考えられるかもしれない。確かにそのようなケースもあるだろうが、目的が市場における過小評価の是正であるから、業績不振であったとしても、市場における評価が適正であれば、ターゲットにはなり難い。能動型アクティビストが

要求しているのは、業績の改善と言うよりは、市場評価の適正化を実現することである。経営陣との対話や株主提案も、そのような適正評価を実現するための方策として位置づけられるだろう。したがって、株主提案を受けたり、委任状勧誘が行われたりしたとしても、その会社の業績が不振であったり、経営陣の能力に疑いがあるなどと言うことには成らない。経営陣への働きかけによって株価が変動するだろうと思われる会社へ投資しているのであって、具体的な働きかけの内容は、剰余金の払い出しを求める増配提案や、経営人事であったりということである。そのような市場評価の是正を実現する一つの方策として、M&Aの可能性を高めることがある。会社の経営権を含めた価値を顕在化させることによって、より高い株価が実現する。わが国では、表面に出てくる能動型アクティビストの提案は、増配や買収防衛策撤廃などであるが、米国では資産売却やM&Aを要求する場合があり、能動型アクティビストに大きな収益をもたらしているといわれる⁵。

(ウ) 社会運動型アクティビスト —CSR関連の株主提案

社会運動型アクティビストが、社会的政治的に共感できる会社に投資するのであれば、経営陣と対立的な地位に立つことはない。わが国のSRI投資信託の主流は、環境問題や労務問題等への対応が優れている会社に投資を行う。つまり、ある価値基準に照らして好ましい会社に投資するので、投資先会社の経営陣と対立的にはならない。しかし、環境問題や労務問題等への対応が遅れている会社に投資を行い、株主権を手段として経営陣に改善を求める行動も考え得る。このようなSRI投資信託は、欧米にはいくつか存在しており、株主提案を会社側に提起し、温暖化問題への積極的な対応等を求めたり、発展途上国での操業における労働問題の解決を求めたりしている。今後、わが国でも社会的政治的に問

5 <http://hbswk.hbs.edu/item/5743.html>

図表2：株主提案の可決を目指した委任状勧誘

会社名	委任状勧誘者	勧誘者が賛成を募った株主提案の内容
シンニッタン	セーフ・ハーバー・マスター・ファンド	① 増配 ② 取締役2名選任
モリテックス	IDEC株式会社及び個人	① 取締役8名選任 ② 監査役3名選任
東京放送	楽天株式会社 及び 楽天メディア・インベストメント株式会社	① 社外取締役2名選任 ② 買収防衛策導入を株主総会特別決議事項とすること

図表3：会社側提案の否決を目指した委任状勧誘

会社名	委任状勧誘者	勧誘者が反対を募った会社側提案の内容
サッポロホールディングス	スティール・パートナーズ	買収防衛策導入
アデランス	スティール・パートナーズ	買収防衛策導入
東京鋼鉄	いちごアセットマネジメント	大阪製鐵との株式交換による統合(否決)
ドトールコーヒー	ハービンジャー・キャピタル・パートナーズ・マスター・ファンド	日本レストランシステムと経営統合
フジテック	ダルトン・インベストメンツ	買収防衛策導入

題があると認められる会社にあえて投資して、株主権を手段として是正を働きかける手法を採用する投資信託が登場することも考えられる。

現在、わが国の株主総会で積極的に活動していると思われる市民運動・労働運動的な株主としては、環境問題や安全性確保などを求める電力会社株主や、特定の会社の労働問題を株主総会で問題化する株主、企業の社会的責任を追及する株主団体などを数えることができる。

電力会社株主の一部は、毎年のように原子力発電所の安全性確保に関係する定款変更等を求める株主提案を提起している。このような株主提案が可

決されたことはないが、リスク管理の充実であるから、一般株主の多くの賛同を得ることもある。

労働問題に焦点を当てた活動を展開する株主もいる。これは、その会社の現従業員や元従業員が、処遇の改善や過去の処遇の適否を、株主権を利用することによって争おうというものである。

社会運動型アクティビストが過去に提案した定款変更議案としては、会社内の平等(男女共同参画社会)を定款に記載する、政治献金の禁止を定款に記載する、役員報酬の個別開示を定款に記載するなどがある。これらの提案は、投資収益の向上に直接結びつくわけではないが、こうした分野への取り

組みを見せる会社にはその社会的責任の遂行を求める立場から高く評価することもできよう。

4 重なり合う行動

アクティビストには、動機や目的を異にする様々な類型があり、本稿では3つに分類してみたが、それぞれが明確に識別できるわけではないし、一つの投資家がアクティビストとして複数の顔を持つこともある。また、制度的な変更によって、投資における考慮事項が変わればアクティビストとしての行動も変わりうる。

(ア) 受動型アクティビストとしての学習経験

年金基金が従来採用してきた、議決権行使を中心とするコーポレート・ガバナンス行動は、投資戦略のインデックス化(パッシブ化)により、止むを得ず又は止むにやまれず採用してきた動きであると考えられることは既に記したとおりである。しかし、そのような行動を通じて、会社にコーポレート・ガバナンスの改善を求めていくことが、投資収益を向上させる一つの機会になり得ることを年金基金は学習していった。そこで、投資先の会社を選定するにあたり当初から、会社それぞれのコーポレート・ガバナンスの状況を重要なファクターの一つとして選定基準に採用する戦略が検討されるようになった。これまでは、投資戦略の制約からやむを得ずに行ってきた株主権を、投資収益向上のために有効活用することを主眼とする投資戦略を採用する年金基金が現れてきたのである。つまり、受動型アクティビストが、会社との対話が利益の源泉となりうることを学習することによって、能動型アクティビストへ接近してきているということである。

カリフォルニア州公務員退職制度(CalPERS:

California Public Employees' Retirement System)は、受動型・能動型の両側面を持つ投資家の代表例である。巨大な資金量を持ち、コーポレート・ガバナンスにも深い関心を示してきたCalPERSは、国際分散投資の一環として日本の会社にも投資をしており、当然その議決権も行使してきた。既に物言う株主として一部の会社からは煙たがられることもあったが、2003年からはさらに、当初から株主として投資先の会社に働きかけることを目的として資金の一部を割いてコーポレート・ガバナンス・プログラムを始動した。2007年6月には、このプログラムへの投資を現在の51億ドルからほぼ倍増させると発表した⁶。CalPERSの総運用資産は2450億ドルであるから、能動型アクティビスト的な運用資産は、全体の2%強から約5%に増加する。投資先の会社への積極的関与が利益を産むということを経験から知り、それを拡大している。コーポレート・ガバナンス・プログラムでは、ごく少数の会社(数社から十数社)に集中的に投資し、それぞれの企業の主要な株主として名を連ね、経営者に直接働きかけることによって、企業経営の方向を株主重視にシフトさせることで収益を獲得するという戦略である。上場企業に満遍なく分散投資するのではなく、株主からの働きかけが効果をもつであろうと予想される企業に投資を集中することで、利益を得る目的である。従って株主権行使のあり方も、議決権行使のように経営側から提出される議案への返答という受動的なものだけでなく、企業経営の分析を通じて得られた株価上昇を実現するための株主としての要求を明示的・黙示的に企業へ訴える能動的なものとなる。

利益を産む投資戦略があればそれを採用することは、年金基金制度の管理者の責務である。今後こうした投資戦略が大きな広がりを見せるか結論を出せる状況ではないが、効果的な投資方法の一つとして、年金基金が関心の目を向けていることは間違いない。

⁶ <http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/about/press/pr-2007/june/allocations-corp-gov-hedge-funds.xml>

(イ) 社会運動型アクティビズムと インデックス投資家の接近

社会運動型アクティビストの直接の目的は、投資収益向上ではなく、会社の社会的責任を追及するところにある。これに対して、受動型アクティビストの目的は、投資収益の向上に尽きるので、両者は根本的にその目的を異にしている。しかし、社会運動型の株主提案であっても、受動型アクティビストを含む他の株主が賛同し、多くの賛成票（経営陣にとっては批判票）が投じられることがある。そのような例としては、役員報酬の個別開示を求める株主提案がある。役員報酬個別開示が会社の社会的責任に直結するわけではないが、経営の透明性を求める趣旨で、社会運動型アクティビストが好んで取り上げる提案となっている。

ソニーでは、2002年の株主総会から毎年続けて取締役報酬の個別開示を求める株主提案が議案となっている。現在は取締役報酬の総額だけが開示されているが、金額の多い順に5人の取締役の個別報酬額も開示するよう定款に規定を求める提案である。同趣旨の株主提案に対する賛成は、02年に27%であったが徐々に増加して今年07年は44%に達した。定款変更なので特別決議事項であり、可決に必要な3分の2の賛成には届かず、否決されたものの、個別開示を求める株主の声は、軽視できないように見える。

東京電力も毎年のように株主提案を受けているが、本年は5件の提案の内の一つに、取締役報酬の開示を定款に規定することが要求された。関西電力やJR東日本などでも、同様の提案が見られた。

わが国の企業のうち、取締役報酬の個別開示を実施しているのは、片手で数えられそうなほどしかない。普通の株主は、主体的に自ら提案してまで、報酬個別開示を求めようとはしないが、他の株主が開示を求める提案を出した場合には、それに賛同する。米国では、報酬は経営者に対する動機付けであ

り、適正な報酬が与えられていることは、投資判断の材料として有用であると考えられており、関連する情報の開示が行われている。そこで、米国の投資家は、日本の会社にこのような株主提案が出れば反対する理由は何もないし、日本の投資家にとっても、それは同様。そこで、役員報酬開示に関する提案は、他の株主提案に比較して多くの賛成票を集めことになるようである。

社会運動型アクティビストの持株数自体は、多くの場合微々たるものであるが、受動型アクティビストをはじめとする他の株主の賛同を得やすいような株主提案を提起することによって、会社への影響力を強めている。受動型アクティビストは、株主提案に対しては、提案内容によってケース・バイ・ケースで対応する方針を持っており、株主提案の内容によっては賛成している。役員報酬個別開示だけでなく、リスク管理の強化に関わる提案では、賛成と判断する投資家も少なくない。

(ウ) 受動型アクティビストに見る 変化の兆し

年金基金や投資信託は、近年のCalPERSのように能動型アクティビストの行動を採る場合もあるが、基本的には受動型であり、自ら投資先の会社に改革を迫ることはない。株主総会の議案に対して、株価への影響という視点から賛否を判断するに留まるのが日本におけるこれらの投資家の現状である。このような受動的態度を取らせている制度的要因として、受託者責任を指摘することができる。年金制度の管理者には、民法や厚生年金保険法・確定給付企業年金法等の法令によって善管注意義務や忠実義務等が課されている。そしてこれら現行の法的枠組みを前提として、年金制度管理者が果たすべき役割を基金の資産運用に即して明確化、具体化した「受託者責任ガイドライン」が制定されている⁷。

⁷ 1997年4月には、厚生省(当時)により「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン(受託者責任ガイドライン)」が定められ、受託者としての厚生年金基金が遵守すべき事項が明確化された。2004年3月厚生労働省により「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」が定められた。

この受託者責任に照らすと、年金制度管理者は、管理運用業務を執行するにあたり、第一義的に加入員等の利益を考慮しなければならないと考えられる。年金積立金の運用に当たっては、年金制度加入者の利益になるかどうかを考えるべきであり、環境問題や労務問題については、重点を置くべきべきではないと考えられている。つまり、社会運動型アクティビストのように、特定の社会問題や政治問題を解決・緩和するために株主権を活用することは、受託者責任に反するのではないかと疑われる。そのため、年金基金や投資信託は、一般に投資先会社の社会的責任追及に強い関心を示さない。

受動型アクティビストの株主行動が、議決権行使に留まっていることも、受託者責任の観点から説明可能である。株主提案を行使するには、対象会社どのような改革が必要かを調査し、提案内容を定立しなければならないが、それにはコストが掛かる。そのコストに見合うだけのベネフィット（株価上昇による利益）が、実現するか必ずしも明確ではない。受託者責任は、年金制度加入者の利益にならない行動を規制するので、効果不明な株主提案権行使に年金制度管理者が消極的になるのも無理はない。それに対して、議決権行使にとどまる受動的行動のコストは小さく、受託者責任との摩擦は生じにくい。

このような理由からわが国の年金基金等機関投資家の株主行動は、受動的なものに留まっているが、より強力な行動を示唆する変化もある。国連が2006年に策定した環境・社会・企業統治の問題（ESG問題）に配慮して投資先を判断するガイドライン「責任投資原則⁸」に署名し、社会的責任の遂行に取り組むことを表明する投資家が現れているのである。責任投資原則には、「長期的視点に立ったESGに配慮した株主決議案を提起する。」「ESG問題について企業と話し合い働きかけ（エンゲージメント）を持つ。」「ESG開示を促進する株主イニシアティブおよび決議案を支持する。」といった行動の例が示されている。

かつては、米国においても、年金制度管理者の受託者責任と社会的責任投資は矛盾抵触するのではないかと考えられていたが、米国労働省は、社会的な要素を考慮して投資手段を選定した場合に、投資リスクが考慮しなかった場合に比して大きくならない限り、社会的な要素を考慮しても、受託者責任に違反することにならないとの意見⁹を出している。また、2000年の英国年金法に改正によって、年金制度管理者は、投資方針（Statement of Investment Principles）において、①投資銘柄の選択・保有・売却において社会的・環境面に対する考慮を行っているか、②投資に付随する権利（議決権等）行使について規定があればその内容、の2点の開示を要求されるようになった。

受動的な株主権行使に留まっていた年金基金に対して、投資に当たって社会的責任へ配慮することが受託者責任に反するものではなく、さらにそれを促進するような動向が国際的には顕在化しているし、責任投資原則へ署名しそのような行動に取り組むことを表明する機関投資家が登場している事実は、今後のアクティビズムの変貌を予想させる。

5 むすび

海外の投資信託や日本の年金資金によって、株主総会議案に多くの反対票が投じられるようになり、2005年から否決事例が珍しいものではなくなっている。株主総会の議案の中に、株式の価値を毀損する恐れがあれば、投資家が反対するのは当然だが、会社側が株式価値の毀損を目的として議案を作るわけではない。これまで反対票が多く出ている発行可能株式数（授權資本）の増加や買収防衛策、社外役員選定でも会社側の意図が株式の価値を毀損することにあるわけではないが、年金基金等の投資家の一部は、持分の希薄化や経営陣の保身目的、社外役員候補者の実質的社外性欠如を問題として、株

8 <http://www.unpri.org/principles/japanese.html>

9 <http://www.dol.gov/ebsa/programs/ori/advisory98/98-04a.htm>

式の価値毀損を恐れて反対票を投じている。受動型アクティビストでは、そのような反対投票の判断基準を策定していることは本稿で記したとおりである。受動型アクティビストの判断基準が、客観的に適正であるか、つまりそのような判断基準に従った場合に株式の価値が毀損されることを免れるか、証明されたことはないし、今後も証明はできないだろう。しかし、会社側としては、投資家の中にそのような危惧感を抱く者がいると言う事実を踏まえた対応をしなければならない。

受動型アクティビストは、分散投資によって多くの会社の株式を保有しており、上場・公開している以上、株主の一角に入って来ざるをえず、会社側にとってIR対策の対象として考慮することは当然である。受動型アクティビストの株主権行使の考え方をよく理解することが、その第一歩となるだろう。

能動型アクティビストについても、株式を上場・公開している以上は、関わりが生じる可能性をゼロにはできない。このタイプのアクティビストは、割安で中小規模の会社をターゲットにすることが多いので、会社自身が割安評価の是正に取り組むことが有効な対策となる。また、通常は単独で支配権を取得するまでの株式保有は行わないので、他の株主の支持を得られなければ、会社の変革を主導することはできない。したがって、アクティビストの経営関与を阻むにはアクティビストの要求が不適切であることを説得力を持って他の株主にアピールし、経営陣への支持を取り付けることが現実的な防衛策となるだろう。

社会運動型アクティビストは、経済的利益を追求することに主眼を置いているわけではないので、例えば株主提案をしたとしても収益重視の他の投資家から冷淡な反応を受けることが多かった。しかし、近年は、情報開示の充実やリスク管理の強化といった面から会社のガバナンス改善を求める提案を行っており、他の投資家の賛同を受けるようになってきている。持株数の少ない社会運動型アクティビストは、

他の投資家が賛同できるような内容の提案を行うことによって、会社に対して影響力を及ぼす場合がある。

株主提案が提出された場合には、通常、会社側はその提案が不適切であり反対すべきであるという意見を議決権行使の参考書類に記載するが、提案者との妥協を図ることも考慮に値する。増配を求める提案が出された場合、提案通りには増配できないが、ある程度の増配が可能であれば、それを提示して株主提案を取り下げさせるという妥協は十分可能だろう。社会運動型アクティビストとの協調が実現した事例が見られるようになったことは、留意すべきである。コーポレート・ガバナンスの改善を求める株主提案などは、これまで否決され続けていたが2007年に大林組では、株主提案で要求された事項を会社側の提案として付議して可決している¹⁰。

株式を上場・公開しているならば、株主構成が常に変化することは避けられず、誰が株主となるかは会社側のコントロールが及ぶものではない。アクティビストが株主となる可能性はどのような会社にもあると考えなければならない。会社に対して何らかのアプローチがあった場合には、そのアクティビストがどのような意図であるのかを十分に考慮しながら対話を進め、妥協を含めた柔軟な対応が今後ますます必要になるだろう。

■ 執筆者

鈴木 裕 (すずき ゆたか)

経営戦略研究所 経営戦略研究部 主任研究員

専門：企業年金の資産運用

運用機関の管理

¹⁰ http://www.obayashi.co.jp/ir/pdf/103_shoushutuchi.pdf