

2023年2月24日 全13頁

アクティビストの道具としての株主提案

上場会社にとって手強い相手となったアクティビスト・ファンド

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 日本の株主提案制度は、諸外国に比べて株主側にとって使いやすいものであり、提案件数が近年急増している。
- 特にファンドからの提案と思われるものの増加が目覚ましく、剰余金配当や取締役選任など、多くの株主の関心を集める内容の提案も珍しくない。これらファンドからの株主提案に大手の資産運用機関も賛成票を投じるようになっており、上場会社側の株主総会運営を難しくしている。
- また、会社側に働きかける手段として、株主提案以外の方法も用いられており、上場会社の経営改革を目的としたファンドによるキャンペーンも珍しいものではなくなっている。
- 近年の日本のコーポレート・ガバナンス改革が投資家と上場会社の対話を促進しようとしていることから考えて、株主提案やキャンペーンの活発化は今後も継続するものと思われる。

活発化するアクティビスト・ファンド

アクティビスト・ファンドは、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る。その戦略は、少数の上場会社に集中的に投資して保有比率を高めたのちに、会社経営者と対話しつつ財務戦略や事業戦略、人事戦略等に狙いを定め、株価重視の経営の実現を迫るといったものだ。

自身の持株数のみでは、会社側に対する圧力が不足している場合は、他の投資家の賛同を得るためにアクティビスト・ファンドは様々な行動を起こす。本稿では、そのための手段として株主提案権やキャンペーンが用いられるようになったことを示すとともに今後の展望を述べる。

アクティビスト・ファンドが会社側と接触する第一の手段は、株式保有を背景とした対話だ。株主としての影響力を相手方に見せながら、交渉に入る。交渉は完全な水面下で行われることもあるが、最近は株主提案権の行使やキャンペーンの形で、広く公開される対話が目に付くよ

うになった。ファンドによる株主提案の件数は激増し、インターネット等を活用したキャンペーンも多数行われるようになった。

使いやすい日本の株主提案権

株主提案の議案が株主総会で可決されるのは、今も昔もまれなことであり、否決されるのが通常だ。創業者グループ等の支配的株主が経営陣と対立した場合であれば、株主提案議案が可決されることはあるが、株式保有量が少ない株主が集結したとしても、可決に持ち込むことはできなかった。これまではアクティビスト・ファンドもわざわざ株主提案権を行使しようとはしてこなかったが、その状況がここ数年で様変わりしている。

株主提案権は、株主総会の議案を株主から提案できる権利で、多くの国々で導入されている(図表1)。この権利が行使されると、株主が株主総会に諮るべきと考える議案を、会社側の費用で株主総会招集通知に記載し株主に周知するとともに、会社側の事務負担によって賛否を集計することとなる。

株主提案権を得るための株式保有の要件や提案できる内容の制限等は各国でかなり違う。法律上規定があったとしても、相当大量の株式を保有する株主でなければ権利を与えられない欧州の国々では、この権利が絵に描いた餅にすぎないこともある。これに対して、米国と日本は、保有株式要件が緩く、比較的自由に株主提案が出される国だ。図表1の中では米国が株主提案を行使できる要件のハードルが最も低い。日本では株式売買の単位数数が原則1,000株であったものが100株に引き下げられ、株主提案権の保有要件を満たすことが容易になった。

図表1：株主提案権を行使できる要件～日本は最も株主提案が容易な国の一つ

日本	議決権総数の1%または300個の議決権を6カ月間継続して保有
米国	2,000ドル相当の保有:3年以上 15,000ドル相当の保有:2年以上 25,000ドル相当の保有:1年以上
英国	株式の5%以上の保有または、株主100人以上で合計10,000ポンド相当以上の保有
ドイツ	株式の5%以上の保有または、500,000ユーロ相当以上の保有
フランス	株式の5%以上の保有

(出所) “ICGN Viewpoint Shareholder Proposals – An Essential Instrument for Ensuring Corporate Accountability” (2021年12月) をもとに大和総研作成

ただし、米国では、提案できる内容が日本に比べてかなり制限されている(図表2)。制限される提案内容には、剰余金の配当の決定が含まれ(Rule 14a-8(i)(13))、日本ではしばしば見られる増配提案は米国では出せない。取締役選任に関する議案を出すことも原則的にはできない(Rule 14a-8(i)(8))。また、米国の株主提案の決議は、勧告的決議(advisory voting)や非拘束

的決議(non-binding voting)と呼ばれるもので、仮に過半数の賛成があったとしても、会社はそれに従う必要はない。拘束力が無い、いわばアンケート調査のような投票を株主総会でわざわざ行う勧告的決議や非拘束的決議は、米国の株主総会の大きな特徴の一つだ。日本では、株主提案議案といえども、可決された以上、会社側は従わなければならないのとは対照的である。それだけに、株主提案に向き合う会社側の姿勢も日米では異なる。米国では、株主提案議案が過半数の賛成を得ることは珍しくないが、日本では否決されるのが普通だ。

図表 2：日本の株主提案権は強力

	株主提案が制限される内容	可決された場合の効果
日本	株主総会で 10%以上の賛成を得られなかった議案と実質的に同一の議案は 3 年間再提案できない	決議に会社に対する拘束力有り
米国	<ul style="list-style-type: none"> • 会社の事業に重要な関係性のない提案 • 会社の通常の事業運営についての提案 • 取締役選任についての提案 • 既に会社が実施している内容についての提案 等は株主提案できない	決議に会社に対する拘束力なし(non-binding、advisory)

(出所) 大和総研作成

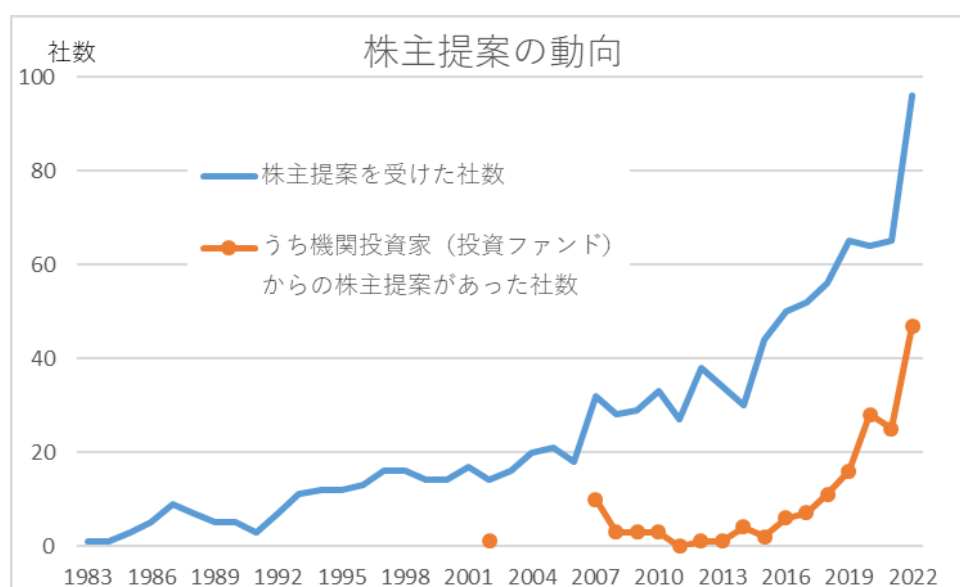
わが国における株主提案権の歴史は、1948年に、証券取引法(当時)に基づく委任状勧誘規制(委任状規則)が制定されたことに遡る。ただし、この株主提案権は現在の制度とは異なるものであり、その後の法改正において株主による濫用の恐れが強いとして早々に廃止されてしまった。現行制度につながる株主提案権の検討は、会社法の全面改正に着手していた当時の法制審議会商法部会の議論を踏まえて1975年に法務省民事局参事官室が各界の意見を照会するために公表した「会社法改正に関する問題点」の中で、この制度の採用の是非が問われたことから始まる。経済団体や証券・金融業界から寄せられた意見では、少数株主権として持株の数量要件を設定したり、行使時期の制限を設けたりすること、また提案できない事項等の明定が必要であるとする声があったようである。加えて、直截に濫用の危険が高いため導入に反対という実務家の意見や、実益がある改正とはいえないという意見も見られた。このように株主提案権の導入自体に反対する意見や、賛成であっても濫用の歯止めをかける条件付という意見があったが、1978年には「株式会社の機関に関する改正試案」が公表され、大枠で現行制度と同様の株主提案権の創設が商法改正の俎上に載ることとなった。それに対しても、株主提案権の使い方によっては株主総会が政治・社会問題の討議の場になってしまうのではないかと、の危険が各方面から引き続き表明されたが、試案よりも持株数要件を引き上げることで法案が策定され、1981年の通常国会において可決・成立へと至った。

濫用に一定の歯止めが設けられた株主提案権は、当初ほとんど利用されることはなかった。株主提案を受けた会社の数を見ると、1983年に1社、1984年1社、1985年3社であった。1993年以降は十数社から徐々に増加して30社前後で落ち着いていた。それがここ数年で急増しており、100社に迫る

上場会社の株主総会で株主提案が議題になるようになった。この間の変化は、件数の増加だけではない。提案者として、いわゆるファンドが名を連ねることが多くなった。

図表 3 で示す通り、株主提案の対象となった会社は 2022 年に急増した。特にファンドが株主提案を行った会社数は、前年からはほぼ倍増だ。以前は、電力会社をはじめ、同じ会社が毎年連続して株主提案を受け、株主総会が政治・社会問題の討議の場になってしまうのではないかと危惧が現実化したかのような時期が長く続いていた。だが、近年は株主提案の対象会社が広がり、提案内容も株主の直接的な損得に関わりそうなものが多くなっている。アクティビスト・ファンドの中には、日本の株主提案権の使い易さを認めながら、従来の使われ方が適切さを欠いていたのではないかと指摘する声もあったほどだ¹。わが国においていわゆるファンドが株主提案権を利用するようになったのは、比較的最近のことであり、上場会社にとって新たに対処が必要な課題となっている。

図表 3 : 近年になってファンドからの株主提案が急増している



(注) 前年 7 月から当年 6 月までの集計。

(出所) 商事法務研究会「株主総会白書」1983 年版～2022 年版をもとに大和総研作成。投資ファンドからの株主提案数は、2018 年までは提案者名称などから大和総研推計、2019 年からは「株主総会白書」

米国の状況との差異

日本と米国は、株主提案の件数が多い点は共通しているが、提案内容だけでなく、提案者にも大きな違いがある。米国で株主提案権を利用しているのは、数人で構成された個人株主グループか、株主の衣をまとったアドボカシー団体か、ESG 投資商品に注力する比較的小規模な運用機関がほとんどだ。年にもよるが、株主提案のうち 3 分の 1 程度は数人の個人株主によるものというのが米国の実状だ²。米国ではアクティビスト・ファンドが株主提案権を利用することはまず

¹ Seth Fischer “[Japan’s shareholder rights and the arms of the revolution](#)” (2015 年 8 月)

² Georgeson “[A look back at the 2022 proxy season](#)” によると、2022 年に米国では 941 件の株主提案があ

ない。既述の通り米国の株主提案権は提案できる内容に制限があり、配当に関する議案は出せないし、取締役選任議案も争えないからだ。また、日本と比べて保有株式の金額が小さくても株主提案ができることから、個人株主の提案が多くなっている。

米国においては、SEC（証券取引委員会）が定める規則 14a-8 に基づく株主提案としてではなく、規則 14a-5 によって取締役候補者を株主が提案・擁立しようとすることはできる。これは株主総会の招集通知に関する規則だ。ごく最近まで、会社側は株主に送付する株主総会招集通知に株主が擁立しようとしている人物を候補者として記載する必要はなく、株主側が独自に招集通知を作成し、賛成投票を募るという方法だった。会社側と株主側の双方が株主宛に取締役候補者を提示して投票を呼び掛け、賛成票の争奪戦となるので、Proxy Fight と呼ばれる。アクティビスト・ファンドがこれを用いて取締役を会社側に送りこむことはあるが、交渉を通じてアクティビスト側が推薦する候補者を会社側の提案する取締役候補者として選任されることも多い。

これに対して日本では、取締役候補者を株主提案で擁立すれば、それは会社側が作成する招集通知に記載される。つまり、株主が取締役の選任を争うのは、米国よりも日本の方が容易なのである。もっともこの点は、2021 年の SEC の規則改正³で、会社側が作成する株主総会招集通知に株主が擁立しようとしている候補者を記載しなければならなくなった。候補者を掲げたことを一定以上の株主に広く通知しなければならないという責務が引き続き株主側にはあるものの、会社側の候補者と同じ土俵で争うことができるようになったため、米国では、2023 年の株主総会シーズンからアクティビスト・ファンド等株主が提案する取締役候補者が増えそうな状況といわれる⁴。

米国でアクティビスト・ファンドが企業側に働きかける主な手段は株主提案権ではなく、水面下での対話が多用されているようである。また、時にはキャンペーンを張り、多くの株主からの賛同を募る行動に出る⁵。キャンペーンによって企業経営に関する改善プランを広く公表することで、他の株主を味方につけ、企業側に譲歩を迫るという方法を用いる。米国の株主提案権はアクティビスト・ファンドにとってはあまり使い勝手のいいものではないので、他の方法としてキャンペーンが使われるということだ。既に記した通り、米国では株主提案を行うハードルが日本以上に低いのが、提案できる内容の制約が大きく、賛成が多数でも会社側を拘束しないからだ。

翻って日本では、株主提案権を得るにはある程度の株式を保有していなければならないが、提案内容の制約は少ない。また、株主提案が可決されれば、日本では会社がそれに拘束される。株主提案権といっても、日米間でその内容はかなり異なっており、米国との対比で日本の株主提

ったが、うち 282 件が Chevedden Group という個人投資家グループと McRitchie という個人投資家が提案者となっている。

³ [“SEC Adopts New Rules for Universal Proxy Cards in Contested Director Elections”](#) (2021 年 11 月 17 日)

⁴ Georgeson [“Universal proxy rules for director elections”](#) (2022 年 10 月 27 日)

⁵ 米国のアクティビスト・ファンドによるキャンペーンの概要は、[“Lazard’s Annual Review of Shareholder Activism - 2021”](#)

案権の使い勝手のよさが理解されるようになれば、日本におけるファンド主体の株主提案は、今後増加すると予想できそうだ。

アクティビスト・ファンドの株主提案

アクティビスト・ファンドが経営者と対話する目的は、株価を引き上げる可能性のある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から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ファンド側が容易に想到するとは考えにくい。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、経営者がある判断をためらっているところに照準を合わせる。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。つまり株主還元を含めた財務戦略や事業戦略におけるバッドガバナンスを買い、これを改善する変化を起こして企業価値を高めようとするわけだが、株価の変化を期待するのであるから割安に見えることが投資先としての最初の選択基準だ。

近年、政策保有株式への関心が高まっていることも、株主還元策との関係で財務戦略におけるバッドガバナンスを狙うものであると理解すべきだ。上場会社株式が政策保有株式になっている場合、それを保有している企業が売却して現金化するのは容易だ。現金になれば、株主還元の原資に充てることができる。つまり、アクティビスト・ファンドが政策保有株式を対話のテーマに選ぶのは、株主還元を求めてのことである。財務戦略と事業戦略にまたがるバッドガバナンスとしては、不稼働資産の売却や、赤字事業の売却などもテーマになる。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つけることもできる。

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。推薦する候補者を会社側が受け入れることは、日本においても稀ではあるがないわけではない。アクティビスト・ファンドの内部者であることもあれば、ファンドの周囲にいる関係者である場合もある。推薦された候補者を会社側が拒絶した場合は、株主提案権を行使することもある。日本では、アクティビスト・ファンドに限らず、会社側に取締役候補者を招集通知に記載させることは、株主提案を用いれば容易であることは既に説明した通りだ。

アクティビストによるキャンペーン

アクティビスト・ファンドが何を要求しようとしているのかは、対話の中で初めて明らかにされることが普通で、株主提案でもない限りは窺い知れない場合が多いのだが、近年、この点でも変化が現れている。すなわち、キャンペーンサイトを作って、株主提案しにくい案件であっても

広報活動を通じ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て、多くの株主に周知しようとするようになっている。

アクティビスト・ファンド側が開設したキャンペーンサイトでは、株主提案の内容が公表されるが、それに対して会社側から反対意見が提示され、アクティビスト・ファンドからの再反論、会社側の再々反論と続く。デジタル技術とデジタル機器が普及したことで動画の配信が容易になったことも、アクティビスト・ファンドのキャンペーンに影響を与えている。提案する財務戦略等の合理性や、取締役候補者の紹介を動画で配信するキャンペーンも行われるようになった。

日本における最近の事例でも、臨時株主総会の招集を請求し、そこで株主提案への賛同を募るキャンペーンによって他の株主を動かそうとすることも行われるようになった。臨時株主総会は、定時株主総会とは異なり会社側の提案が出されることは少ないため、株主提案に焦点が当たり、その内容と会社側の反対意見を争わせることができる。

ソーシャル・アクティビスト

本稿の主たるテーマではないが、社会運動家（ソーシャル・アクティビスト）が、株主となり株主提案権を行使することは、日本でも米国でもよく見かける。日本でアクティビスト・ファンドが株主提案を活用するようになる前は、株主提案の主流は社会運動的なものだった。

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、ソーシャル・アクティビストが投資収益に全く関心がないというわけではない。ソーシャル・アクティビストによ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も、多くの賛成票が投じられることがある。情報開示の充実は一般に投資家にとって好ましいことが多く、そのような提案が出されているなら、それに反対する理由はあまりないためだ。

ソーシャル・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、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、あまり多くの賛同を得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獲得することもできるようになった。原子力発電事業から撤退を求める株主提案は、電力会社の株主総会に数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、かなりの賛同を集める。

いわゆるサステナビリティ情報の開示を求める提案も、中長期的な企業価値に影響があるものと考えれば、賛成する場合が多くなる。

影響力を強めるアクティビスト・ファンド

アクティビスト・ファンド自体の株式保有比率は、さほど高くない場合がある。しかし、信託

銀行、投資信託・投資顧問、損害保険や生命保険のような大手の資産運用機関を巻き込むことで保有株式数以上の影響力を持つようになってきている。かつて大手の資産運用機関は、物言わぬ投資家であったが、近年のコーポレート・ガバナンス改革やスチュワードシップ責任の議論では企業と投資家の対話の促進が意図されており、物言わぬ投資家であり続けることはできなくなった。一連のコーポレート・ガバナンス改革は、アクティビスト・ファンドの影響力の拡大を後押ししていると考えられる。

大手資産運用機関の投資目的は、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、株価指数の中身をそのままコピーし、マーケットの平均的な姿を写し取ることになる。ある上場会社が株価指数の構成銘柄であると、その会社の経営に不満や不信があったとしてもそれを売却することはできない場合がある。売却すると株価指数のコピーではなくなってしまうからだ。ただ、中でも、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行動を起こすべき場合があり、パッシブ運用のファンドであっても実際に投資先への働きかけを行うことがあるが、多額のコストを要するような行動をとることはない。パッシブ運用では、株価指数をコピーすることで、投資先選択に要するコストを小さく抑えられるのが利点であり、会社側への働きかけのために大きなコストを費やすことはできないからだ。そのため、パッシブ運用の資産運用機関は、自分で行動を起こすよりも、アクティビスト・ファンドが動くのであればそれにただ乗り（フリーライド）する方が得策だ。アクティビスト・ファンドの株主提案に賛成票を投じたり、キャンペーンに賛同したりすることとなる。

アクティビスト・ファンドへのフリーライドは、アクティブ運用であっても当てはまる。アクティブ運用の場合、投資先の会社の経営に不満や不信があるならば売却してしまえばよいのだが、状況の改善が期待できそうな場合であれば売却に躊躇することもある。そこで、大手の資産運用機関がアクティブ運用を行っている場合、アクティビスト・ファンドの提案を精査して、内容次第では相乗りすることになる。

一方、アクティビスト・ファンドは、低収益で株価が低迷し割安に見える会社に投資を集中させ、ある程度の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とは既に述べた通りである。こうしたバッドガバナンスの企業を改善するような変化を起こし株価を高めることができるとすれば、大手資産運用機関とアクティビスト・ファンドの関心は一致し、バッドガバナンスの改善を目指すアクティビスト・ファンドの仕掛けに、大手の資産運用機関が賛同するようになる。つまり、議決権行使をはじめとする投資先の会社との対話が、テーマによっては利益の源泉となり得ると期待するようになった大手の資産運用機関が、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

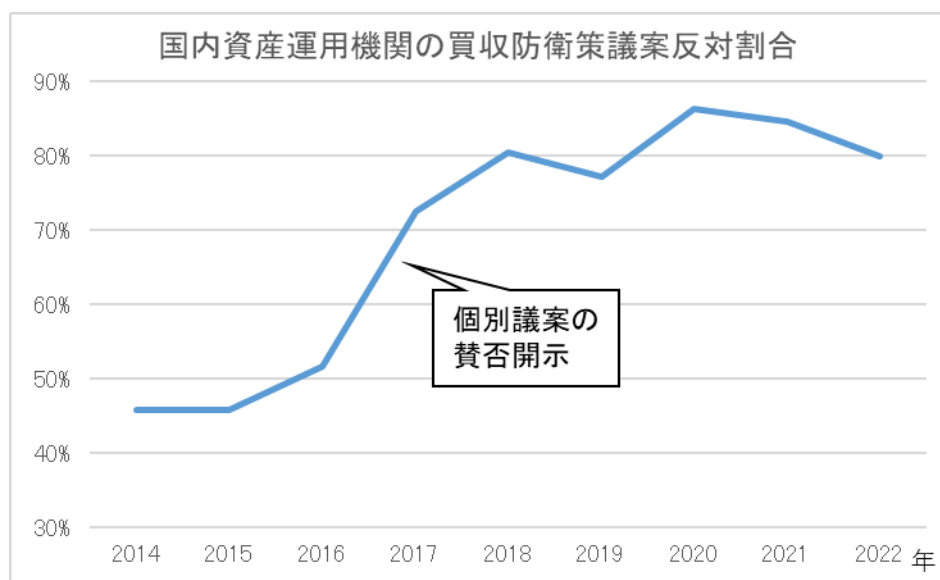
イビスト・ファンドによるキャンペーンサイト立ち上げや投資家向け説明会が近年見られるようになってはいても、大多数は水面下で行われている。そうしたプロセスの中で、大手資産運用機関が、アクティビスト・ファンドと行動を共にする事例が生じている可能性は相当あるように思えるが、外部からその状況をつかむことは難しい。

アクティビスト・ファンドに近づく資産運用機関の行動

しかし、大手資産運用機関とアクティビスト・ファンドの共同が可視化されることもある。ここでは、買収防衛策導入議案を題材として、大手の資産運用機関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にくくなり、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やアイデアを持った投資家（アクティビスト・ファンドの場合もあれば、その会社の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、買収防衛策が存置されていると自らの買収機会を失うことになるし、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。

図表 4：資産運用機関の議決権行使を変えたステewardシップ・コード改訂



(注) ICJ が運営する議決権行使の電子プラットフォーム上で行使された議決権の中での反対率
(出所) 株式会社 ICJ 資料「2022 年総会シーズン 報告」をもとに大和総研作成

一方、大手の資産運用機関は、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反対だ、という立場ではなかったはずだ。ところが最近、資産運用機関による買収防衛策議案への反対率が上昇している。

図表 4 は、買収防衛策関連議案に対する国内資産運用機関の反対率の推移を表している。資産運用機関の議決権行使に関しては、スチュワードシップ・コードの当初策定時（2014 年）は、集計結果の開示をコードによって求められことになったが、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、開示の方法や開示された情報の質や量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に付議されていれば、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かった。これが 2017 年には、スチュワードシップ・コードの改訂により、個別個別議案ごとの賛否の開示が求められることになった。これにより、資産運用機関がどの会社に投資しているかということと、それぞれの会社の株主総会での議案ごとの賛否が開示されるようになった。また、他の多くの資産運用機関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。図表 4 からわかるのは、スチュワードシップ・コード改訂によって議決権行使について求められる開示の情報量が増加したタイミングで、買収防衛策議案への反対率も増加していることだ。買収防衛策は株主の一般的な利益に合致しないという理解が広がる中で賛否を開示するのであるから、説明が容易なのは反対票を投じることである。そのような反対票はアクティビスト・ファンドにとって好ましいものである。

資産運用機関に議決権行使の個別具体的な内容の開示を求めることで開示情報の濃度を上げたことは、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資産運用機関に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（スチュワードシップ・コード原則 6）も、この動向に掉さすことになるだろう。資産運用機関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スチュワードシップ・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ないのだから、資産運用機関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大手の資産運用機関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、大手資産運用機関の行動は、アクティビスト・ファンドに近づいていく。

スチュワードシップ・コードは、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきことを資産運用機関に求めている。アクティビスト・ファンドの株主提案であっても同様だ。株主提案を受けた会社は、会社側にとって不都合な内容であれば、反対票を投じるよう資産運用機関に働きかけることがあるが、そうした働きかけは、説得力がなければ効果を持たない。資産運用機関は、賛否の理由が問われた場合に備えておかなければならないからだ。アクティビスト・ファンドからの提案が、大

手資産運用機関にとって反対しにくいものになれば、賛成率は高まってくる。未だにアクティビスト・ファンドの株主提案が可決するのは厳しい状況だが、大手資産運用機関からの賛成を一定程度得られるようになってきている（図表 5）。ファンド側が説得力の高い提案を出せるのであれば、状況は変わりかねない。

図表 5：ファンドの株主提案に対する資産運用機関の賛否例（2022 年の株主総会）

提案したファンド	ストラテジック・キャピタル	Nippon Active Value Fund	リム・ジャパン	タワー投資顧問	シルチェスター
株主提案を受けた会社名	世紀東急工業	ソーダニッカ	日産車体	フェイス	京都銀行
提案概要	定款変更（相談役の個別報酬開示）	自己株式取得	定款変更（代表取締役の報酬開示）	剰余金処分	剰余金処分
三菱 UFJ 信託	×	○	×	×	○
みずほ信託	×	×	○	×	×
三井住友トラスト AM	○	×	×	×	×
りそな AM	×	×	×	×	×
三菱 UFJ 国際投信	×	×	×	×	×
アセットマネジメント ONE	○	×	○	×	×
三井住友 DSAM	○	×	○	×	○
野村 AM	○	×	○	×	×
大和 AM	×	×	○	○	×
日興 AM	○	×	×	×	×
日本生命	—	—	—	—	×
第一生命	×	—	—	—	×
明治安田生命	—	—	—	—	×
住友生命	×	×	×	—	×
東京海上 AM	—	—	○	×	×
ゴールドマンサックス AM	○	—	○	—	○
ブラックロック	×	×	×	×	×
アムンディ	○	×	○	×	×
フィデリティ	○	○	○	○	○
CalPERS	—	—	—	—	×
ノルウェー政府年金基金	—	—	×	—	×
賛成率(%)	39.48	38.56	36	30.65	25

(注)「○」は賛成、「×」は反対、「—」投資なし。

(出所) 各社の議決権行使結果開示資料及び臨時報告書をもとに大和総研作成

なお、図表 5 は、2022 年の株主総会で見られた各ファンドの株主提案のうち、最も賛成率が高かったものについて記している。ファンドが株主提案をした会社数は Nippon Active Value

Fund が 11 社、ストラテジック・キャピタルが 7 社、リム・ジャパンが 5 社、タワー投資顧問 (TKI Ltd) 3 社、シルチェスター4 社であった。

アクティビスト・ファンドに対する見解の変化

アクティビスト・ファンドが会社の何を変えて高収益に結びつけようとしているか、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であり⁶、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だ⁷。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、大手の資産運用機関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、アクティビスト・ファンドの行動や考えは支持しないだろう。

しかし、アクティビスト・ファンドが他者の利益を害する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 年に発行したレポート⁸の中で、アクティビスト・ファンドは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、それへの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り、企業価値・株式価値を引き上げる効果のある決定を取締役会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、株主提案権の行使や、十分な情報を持たない他の投資家にキャンペーン等を通じて情報を提供することに及ぶことが考えられ、それらは他の投資家の主体的な判断を助けるものである。アクティビスト・ファンドの行動を目にすることが増えれば、かつてのような嫌悪感も薄らいでいく。このような観点から、アクティビスト・ファンドと他の投資家の協調は、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を検討できよう。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ことだ。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くることもあるのも事実だろう。事業再編をすれば従業員の雇用不安を招く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受け入れさせたことになるが、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

⁶ Boyson, M., Gantchev N., & Shivdasani, A. “Activism mergers” *Journal of Financial Economics* (October 2017)

⁷ 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).

⁸ 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)

骨奪胎して、会社独自の戦略として磨きをかける機会とすることは十分ありう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信託銀行、投資信託・投資顧問、損害保険や生命保険などの株主行動に一見敵対的な様子が現れたとしても、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、会社側ではその目的がどこにあるかを見極めた対応が必要だ。