

2019 年 9 月 26 日  
みずほ銀行 産業調査部

# Mizuho Industry Focus Vol. 219

## 加速する株主アクティビズムと日本企業がとるべき対応

三山 祥平

### 〈要 旨〉

- 日本において初めて株主アクティビズムが注目を集めたのは 2000 年代初頭であり、その契機となったのは、村上ファンドが行った、昭栄への日本初の敵対的 TOB である。同時期に、海外ヘッジファンドも日本市場に参入し、敵対的 TOB や MBO 提案等を活用しながら積極的な株主アクティビズムを行った。しかし、強圧的な投資手法は経済界や世論から受け入れられず、世界的な金融危機（リーマンショック）とその後の景気後退による資金力の低下もあり、企業に対する影響力を失った株主アクティビズムは、その後、沈静化することとなった。
- 一方、2010 年代半ば頃から、米国を中心とした株主アクティビズムは新たな潮流となって再びその勢いを取り戻しつつある。2000 年代とは異なり、強圧的な手法ではなく、中長期的な企業価値向上に資する提案を行うようになったアクティビストは、機関投資家の賛同を募り、自身の保有する議決権をレバレッジすることで企業への影響力を高めるようになった。このようなアクティビストの変容により、大企業でさえも株主アクティビズムの対象になることとなった。
- こうした株主アクティビズムの新潮流は、今後日本においても加速する可能性がある。コーポレートガバナンス改革における一連の施策により、これまで安定株主として位置付けられてきた企業間の株式の政策保有には強い縮減圧力がかかる一方で、物言わぬ株主とされてきた機関投資家は議決権行使を厳格化させつつある。「議決権レバレッジ」が行いやすくなる日本の環境変化を受けて、変容したアクティビストが日本においてその活動を活発化させる可能性はますます高まってきている。
- 株主アクティビズムは、多くの日本企業にとって、既に対岸の火事ではなくなっており、自らの問題として捉え直し、正面から向き合うことが求められるステージに入りつつあると考えられる。日本企業には未だ企業価値向上の余地が多く残されており、株主アクティビズムの有無に関わらず、自己評価に満足することなく、株主の視点から自らを律する必要性があり、中長期的な企業価値向上を目指し、真摯に、包括的に施策を定め、実行することが求められている。

## 目 次

### 加速する株主アクティビズムと日本企業がとるべき対応

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| I. はじめに .....                               | 2  |
| II. 日本における株主アクティビズム .....                   | 3  |
| 1. 株主アクティビズムとは .....                        | 3  |
| 2. 2000 年代の株主アクティビズムの隆盛 .....               | 4  |
| 3. 2000 年代の株主アクティビズムの沈静化 .....              | 5  |
| III. 株主アクティビズムの新潮流 .....                    | 6  |
| 1. 株主アクティビズムの再興 .....                       | 7  |
| 2. 株主アクティビズムの変容 .....                       | 9  |
| 3. Trian Partners の P&G に対する株主アクティビズム ..... | 13 |
| IV. 株主アクティビズムの加速を後押しする日本の制度環境 .....         | 14 |
| 1. 株主権が強い日本の会社法 .....                       | 15 |
| 2. 株式持ち合い解消による安定株主の減少 .....                 | 16 |
| 3. 機関投資家による議決権行使の厳格化 .....                  | 17 |
| 4. 加速する株主アクティビズム .....                      | 21 |
| V. 加速する株主アクティビズムと日本企業に求められる対応 .....         | 22 |
| 1. アクティビストが投資対象を選定する際の観点 .....              | 22 |
| 2. 企業価値向上に向けて .....                         | 25 |
| 3. 日本企業の現状 .....                            | 30 |
| VI. 最後に .....                               | 31 |

## I. はじめに

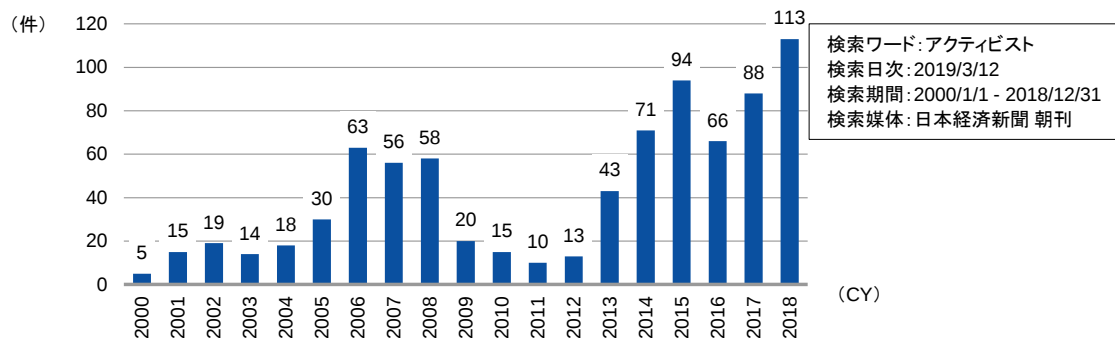
2000 年代に隆盛を  
迎えた日本の  
株主アクティビ  
ズムはリーマンシ  
ョック以降沈静化

日本において初めて株主アクティビズム、つまり株主がその権利を行使することで企業経営に物を言う行為が注目を集めたのは 2000 年代初頭であり、その契機となったのは、旧通商産業省を退官した村上世彰氏率いるファンド（所謂「村上ファンド」）が行った、昭栄への敵対的 TOB である。同時期に、スティール・パートナーズやダルトン・インベストメンツといった海外ヘッジファンドも日本に参入し、敵対的 TOB や MBO 提案等を活用しながら積極的な株主アクティビズムを行った。しかし、強圧的な投資手法は経済界や世論から受け入れられず、世界的な金融危機（リーマンショック）とその後の景気後退によるファンドの資金力の低下もあり、企業に対する影響力を失った株主アクティビズムは、その後、沈静化することとなった。

近年、株主アク  
ティビズムが再興  
しつつあり、活動範  
囲もグローバル  
化、大企業も投  
資対象に

一方、2010 年代半ば頃から、株主アクティビズムは再興しつつあり、米国中心から、欧州や APAC<sup>1</sup>にもその活動範囲を広げつつある。2013 年にはダニエル・ローブ氏率いる米系ヘッジファンド Third Point がソニーに対してエンターテインメント事業の分離上場等を提案し、以降セブンアンドアイホールディングス、ファナック等に対して株主アクティビズムを展開した。また、近年では国内のヘッジファンド各社、香港系ヘッジファンドであるオアシスや複数の米英系ヘッジファンドが日本でキャンペーン活動を行っている。2019 年には、オリンパスが米系ヘッジファンドの ValueAct より取締役を受け入れ、Third Point はソニーに対する株主アクティビズムを再開した。株主アクティビズムの投資対象となる企業が増加すると共に、投資対象企業の大型化も進み、社会的な注目度も高まってきている（【図表 1】）。

【図表 1】「アクティビスト」記事掲載件数推移



（出所）日経テレコン記事検索結果より、みずほ銀行産業調査部作成

CG 改革は株主  
アクティビズムを  
加速させるもので  
あり、日本企業も  
対応が必要に

2013 年 6 月に公表された「日本再興戦略」以降、日本企業の「稼ぐ力の向上」の実現に向け、日本版スチュワードシップコード（以下、日本版 SSC）、コーポレートガバナンス・コード（以下、CG コード）及び両コードの改訂版が制定されてきた。これら一連のコーポレートガバナンス改革（以下、CG 改革）が起こしつつある変化と、日本における株主権の強さを踏まえると、日本でも株主アクティビズムが加速する土壌が整いつつあると考えておくべきである。

つまり、株主アクティビズムは、多くの日本企業にとって、既に対岸の火事で

<sup>1</sup> Asia-Pacific、東アジア、南アジア、東南アジア、オセアニア等の西太平洋周辺地域

はなくなっており、自らの問題として捉え直し、正面から向き合うことが求められるステージに入りつつあると考えられる。

本稿では、加速する株主アクティビズムに対し、日本企業がどのように向き合うべきかを考察

本稿では、まず第Ⅱ章において 2000 年代の日本における株主アクティビズムを振り返り、その傾向や特徴を整理する。続いて、第Ⅲ章では近年の株主アクティビズムの傾向や特徴を整理し、株主アクティビズムの新潮流について概説する。第Ⅳ章では株主アクティビズムと CG 改革の関係を示すと共に、今後の日本における株主アクティビズム加速の可能性について議論する。最後に、第Ⅴ章では、加速する株主アクティビズムに対して日本企業がどのように向き合うべきかを考察する。

## Ⅱ. 日本における株主アクティビズム

本章では、株主アクティビズムの概要、及び 2000 年代に活性化した日本における株主アクティビズムの傾向や特徴を整理する。

### 1. 株主アクティビズムとは

株主アクティビズムと言っても、その意味するところは様々である。そこで、本稿では、「株主アクティビズム」は「上場企業の株式を取得し、株主としての権利を行使することで経営陣の経営方針に影響を及ぼす行為」を、「アクティビスト」は「株主アクティビズムを行おうとするヘッジファンド等の機関投資家」を指すものとする<sup>2</sup>。

アクティビストは市場ギャップ、財務ギャップ、事業ギャップに注目し、投資判断する

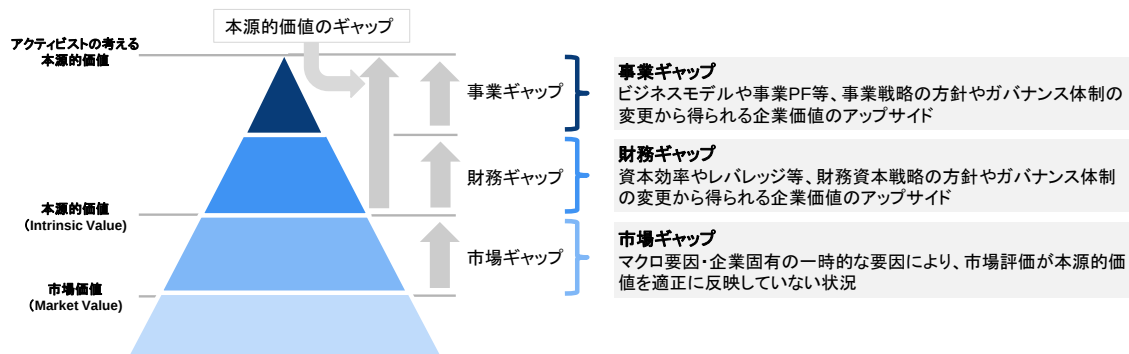
アクティビストの目的は、投資対象企業の株価上昇や株主還元を通じた利益の獲得である。アクティビストは株価が「割安」な企業の株式を取得し、株主アクティビズムを通じて対象企業の潜在的価値を顕在化させることで、利益を確保する。株価が「割安」かどうかを判断するに際し、アクティビストは 2 つの価値の乖離に着目する。1 つ目は、市場価値と本源的価値の乖離から生じる「市場ギャップ」である。マクロ的な要因、或いは企業固有の一時的な要因により、市場評価が本源的な価値に対して下方に乖離している場合、「割安」と判断される。2 つ目は、現在の経営方針を維持した場合の本源的価値と、経営方針の変更によりもたらされる本源的価値との乖離である。事業戦略、財務資本戦略、或いは事業ポートフォリオ（以下、事業 PF）戦略やガバナンス等の経営戦略を変更することで本源的価値の向上が見込める場合、株価は「割安」と評価されることになる（【図表 2】）。この 2 つ目の価値の乖離は「財務ギャップ」と「事業ギャップ」に分類される。財務ギャップは、資本効率やレバレッジ等、財務資本戦略の方針やガバナンス体制の変更から得られる企業価値のアップサイドを示しており、財務面の定量分析等で比較的容易に課題が抽出できるため、株主アクティビズムの対象となりやすい。一方、事業ギャップはビジネスモデルや事業 PF 等、事業戦略の方針やガバナンス体制の変更から得られる企業価値のアップサイドを示しており、その課題の抽出にはビジネスモデルやガバナンス等のより精緻な分析が必要となるため、財務ギャップに比べて課題抽出の難易度が高い。

<sup>2</sup> 本稿では、M&A 等の価格の妥当性に対する意見表明といった、コーポレートアクションに起因するアクティビズムは議論の対象外とする。

どんなアクティビストでも、価値の乖離に着目する点は共通

アクティビストによって株主アクティビズムの対象となる企業の業種や規模、及び投資手法は様々であるが、アクティビストもあくまでファンドであり、資金運用を通じてリターンを得ることが最大の目的である。従って、投資対象企業の選定に際してこの2つの価値の乖離、そしてこれらの乖離を構成する、市場ギャップ、財務ギャップ、及び事業ギャップに着目する点は共通する。

【図表 2】アクティビストの着眼点



(出所) 各種資料より、みずほ銀行産業調査部作成

## 2. 2000 年代の株主アクティビズムの隆盛

村上ファンドが日本の株主アクティビズム興隆の契機に

日本において初めて株主アクティビズムが注目を集めたのは 2000 年代初頭であり、その契機となったのは、村上ファンドが 2000 年に行った、昭栄への敵対的 TOB である。以降、村上ファンドは、東京スタイル、ニッポン放送、タカラ、阪神電気鉄道や TBS 等の株式を取得すると共に、敵対的 TOB や株主提案を駆使し、「物言う株主」として経営陣と対立した。

海外ヘッジファンドも積極的に活動

また、同時期に、米国を主戦場としていたスティー爾・パートナーズやダルトン・インベストメンツといった海外ヘッジファンドも、日本で積極的に活動していた。スティー爾・パートナーズは、ブルドック・ソース、サッポロ HD やアデランスに対し、買収提案や経営陣の変更等の株主提案を実施したほか、ダルトン・インベストメンツは、サンテレホン等の投資先企業に対して MBO を迫った。

2000 年代の株主アクティビズムを分析すると、2 つの共通するポイントが浮かび上がってくる。

2000 年代のアクティビストは、事業ギャップを軽視し、財務ギャップのみに注目した株主還元強化提案が中心であった

1 つ目のポイントは、対象企業の選定方法である。この時期のアクティビストの着眼点は財務ギャップが中心であり、主に企業の資本効率改善を通じた企業価値向上を訴え、手元流動性水準の適正化、及び遊休資産や保有株式の売却等による株主還元強化を提案し、増配によるインカムゲインの増加や株価上昇によるキャピタルゲインの獲得を目指した。逆に言えば、この時代の株主アクティビズムでは、事業に対する理解は劣後しており、事業ギャップはほとんど注目されていなかった。一例として、スティー爾・パートナーズがブルドックソースに対して TOB を仕掛けたケースにおいて、スティー爾・パートナーズは当社の本業であるソースの製造方法についての知見は持ち合わせていなかったと報じられている。

強圧的な態度による企業への揺さぶり

2 つ目のポイントは、投資手法である。この時期のアクティビストは、持分比率を高める中で敵対的 TOB 等を活用し、企業を追い込み、要求を飲ませるといった、強圧的な手法を採用することが多かった。また、保有する株式を投資対象企業自身や第三者のホワイトナイト<sup>3</sup>に高値で買い取らせることを目的とする、所謂グリーンメーラー<sup>4</sup>のような行為に及ぶアクティビストも存在していた。

大企業は株主アクティビズムの対象となりにくかった

企業への影響力を高めるため、アクティビストは、投資対象企業の株式の保有比率を 10% 超から多いケースでは過半程度まで高めることが一般的であった。従って、投資対象は相応の持分を取得できる先となるため、時価総額が大きい大企業が株主アクティビズムの対象となることは少なかった。

この時期の株主アクティビズムは企業の意識改革には寄与したものの、その強引な投資手法は経済界や世論に受け入れられなかった

この時期のアクティビストが掲げていた財務ギャップの是正提案は、企業価値向上への着意が薄かった日本企業に意識改革を迫ることとなったため、プラスの側面もあったと言える。しかしながら、表面上企業価値向上を訴えながらも、その実目的は自己の利益の最大化であったケースが多く、議決権を盾に取り、強引に成長投資の原資さえも奪いかねない水準の配当や自己株式取得を要求する行為、一方的に市場からの退場を迫る MBO の提案、事業理解が浅いにも拘らず敵対的 TOB を仕掛け経営権を得ようとする行為、或いは株価が上昇すれば直ちに売り抜けるといった短期的利益を追求する姿勢がアクティビストのイメージを悪化させることとなり、経済界や世論に好意的に受け入れられるものとはならなかった。

### 3. 2000 年代の株主アクティビズムの沈静化

リーマンショックを機にアクティビストは企業への影響力を失った

2000 年代に隆盛を迎えた株主アクティビズムも後半には沈静化に向かう。その主な要因は、2008 年に発生したリーマンショックを起因とする世界的な景気後退による株価の大幅な下落である。株価の下落が続く中で運用パフォーマンスが低迷したことで、ファンドの解約が相次いだアクティビストは、保有株式を売却し、ファンド規模を縮小せざるを得ず、資金力を失い、企業への影響力も低下させることとなった。

景気後退局面では株主還元強化提案の訴求力も大幅に低下

また、従来の投資手法を採用することが難しくなったことも、株主アクティビズムの沈静化の一因であると考えられる。リーマンショック以前にアクティビストの提案の主軸となっていた株主還元強化の要求は、企業の現預金の流出、或いは有利子負債の増加や株主資本の減少に繋がることになる。このような施策は財務健全性の低下を引き起こすため、リーマンショックに端を発する歴史的景気後退局面を経て企業の財務体質が悪化した結果、その正当性を広く社会に訴求することが困難となった。

敵対的 TOB を活用する投資手法も事実上困難に

また、この時期の株主アクティビズムでは、前述のように、企業へ圧力をかける手法として敵対的 TOB が用いられることが多かったが、日本では、2007 年の買収防衛策を巡る 2 つの判決がこの傾向に大きな影響を与えることとなった。ニッポン放送とライブドアを巡る係争において、東京高裁は濫用目的をもって株式を取得した敵対的買収者は株主として保護するに値しないと、対抗手

<sup>3</sup> 企業が敵対的買収を受けた際に、敵対的買収者に対抗し、対象企業を友好的に買収または合併する第三者。

<sup>4</sup> 真に会社経営に参加する意思がないにも拘らず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式を買い集める者。

段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権の維持・確保のために新株予約権を発行することは正当であるとの判断を示した（【図表 3】）。また、本判決後に行われたブルドックソースとスティール・パートナーズとの間の買収防衛策の是非を問う係争においては、東京高裁は判決の中でスティール・パートナーズを「濫用的買収者」と認定している<sup>5</sup>。濫用的買収者と認定されると、レピュテーション等の問題から、資金調達が困難となり、他の株主の賛同を集めることも難しくなるため、ファンド運営も厳しい状況となる。これらの判決により、敵対的 TOB を活用した株主アクティビズムは事実上困難になったと考えられる。

【図表 3】 濫用目的の具体例

|   |                                                                                                                                                          |
|---|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ① | 真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる<br>目的で株式の買収を行っている場合（いわゆるグリーンメイラーである場合）                                                              |
| ② | 会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合                                               |
| ③ | 会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合                                                                                    |
| ④ | 会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合など、当該会社を食い物にしようとしている場合 |

（出所）新株予約権発行差止仮処分決定認可決定に対する保全抗告（平成 17（ラ）429）より、  
みずほ銀行産業調査部作成

こうして、株主アクティビズムの正当性が訴求できず、資金力を失い、また敵対的 TOB という大きな武器を失ったアクティビストは、その活動を沈静化させることとなった。

### Ⅲ. 株主アクティビズムの新潮流

リーマンショックで一時沈静化した株主アクティビズムは、2010 年代に入り米国を中心に再びその勢いを取り戻し、日本においても再興の兆しを見せている。本章では、米国からグローバルに波及しつつある株主アクティビズムの新たな潮流を整理する。

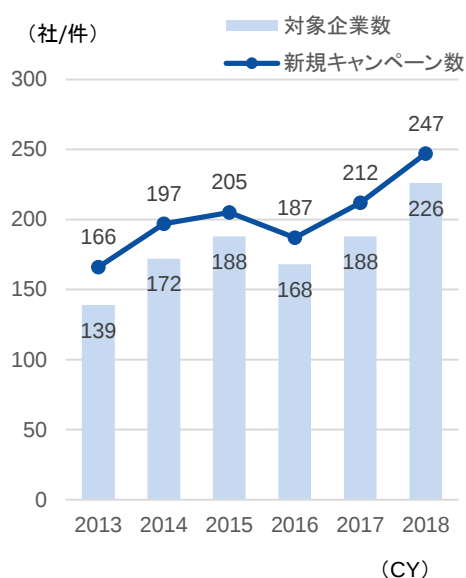
<sup>5</sup> 但し、続く最高裁判決においては、「濫用的買収者に当たるといえるか否かにかかわらず」高裁判決を支持するとして、スティール・パートナーズが濫用的買収者に該当するか否かの明確な判断はなされていない。

## 1. 株主アクティビズムの再興

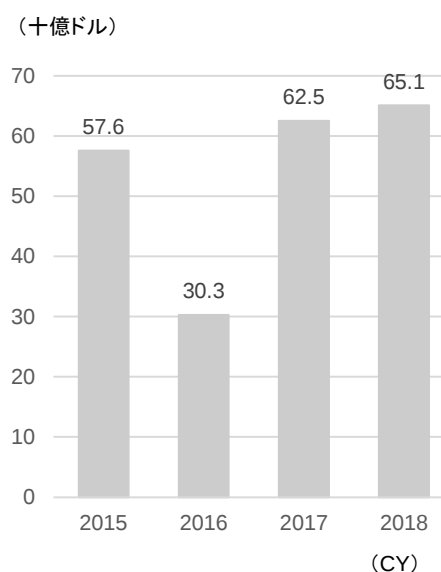
世界的な「カネ余り」が、アクティビストの資金力を増強、再び存在感を高めることに

株主アクティビズムが再びその存在感を高めている背景には、グローバルな「カネ余り」があると考えられる。リーマンショック以降、日米欧の中央銀行は、金利を引き下げ、量的緩和策を採用し、市場に大量の資金を供給した。供給された膨大な資金が低金利下における代替投資先としてヘッジファンドにも流入したことにより、その一部であるアクティビストも再びその資金力を増すこととなった。実際、グローバルに金融サービスを展開する Lazard 社の調査によるアクティビストの新規キャンペーン<sup>6</sup>数、並びに新規投下資本額を見てみると、その件数、金額とも増加傾向で推移しており、2018 年には時価総額 5 億ドル以上の企業に対する新規キャンペーン数が 247 件、投資対象となった企業数は 226 社、新規投下資本額は 650 億ドルまで拡大していることが確認できる（【図表 4、5】）。なお、2019 年初頭よりハト派<sup>7</sup>的なコメントが続く欧米中央銀行の動向を踏まえると、金利上昇、或いは中央銀行の資産規模縮小が大きく進むとは考え難いことから、アクティビストへの資金供給も当面維持される可能性が高いと考えておいた方が良さだろう。

【図表 4】アクティビストの投資対象企業数、  
新規キャンペーン数推移



【図表 5】アクティビストの新規投下資本推移



(注) 時価総額 5 億ドル以上の企業に対する株主アクティビズムをグローバルで集計

(出所) 【図表 4、5】とも、LAZARD, 2018 Review of Shareholder Activism より、みずほ銀行産業調査部作成

株主アクティビズムはグローバルに拡大

株主アクティビズムは地理的にも拡大しつつある。リーマンショック以降、株主アクティビズムは米国中心であったが、近年、アクティビストは欧州や APAC にその活動範囲を広げつつある（【図表 6、7】）。米国では既に多くの企業が株主アクティビズムの対象となっていることから、米国を主戦場としていた米系アクティビストが、新たな投資対象企業を求めてグローバルに投資対象地域を拡大していることが一因であると考えられる。Third Point は、2017 年、欧州を

<sup>6</sup> アクティビストが対象企業の株式保有を明らかにすることを皮切りに、自身の提案内容を公にした上で企業に対して株主アクティビズムを展開すること。

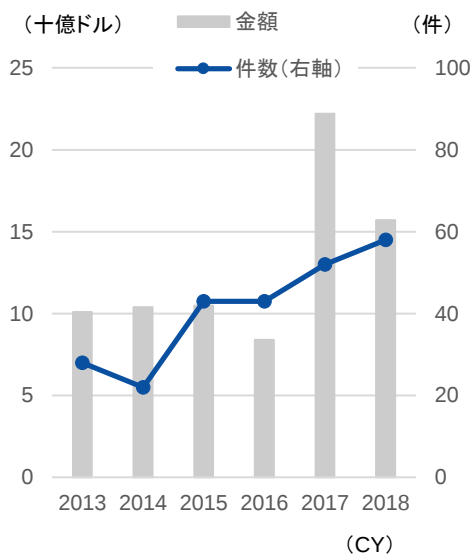
<sup>7</sup> 穏健派。景気に対して慎重であり、金融緩和的なスタンスを志向。

代表する大企業 Nestlé の株式を取得した上で、経営改善を提案する書簡を公表している。また、同じく米系アクティビストの Elliott は、2017 年に組織構造改革を英豪 BHP Billiton に提案し、アジアでも韓国において、2015 年から 2016 年にかけてサムスン電子に、2018 年には現代自動車に対して株主アクティビズムを展開している。

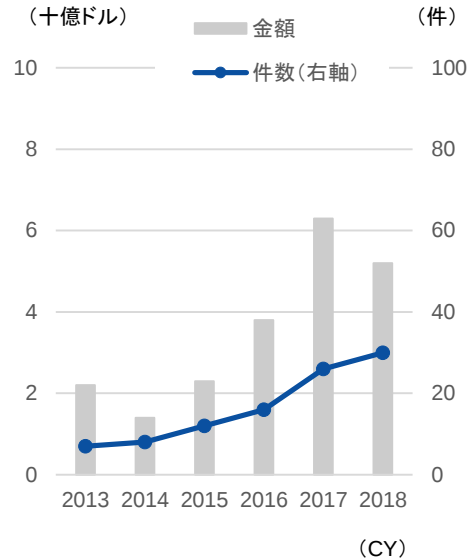
日本においても、  
株主アクティビズムが  
活発化しつつある状況

第 I 章で触れたように、日本でも、Third Point は、2013 年のソニーに対するレター送付を皮切りに、セブンアンドアイホールディングスやファナック等に対して株主アクティビズムを展開した。以降 Third Point は日本において目立った活動はなかったが、2019 年に再びソニーに対する株主アクティビズムを開始している。また、Elliott も同様に、2017 年に KKR による日立国際電気への TOB に関与し、2018 年にもアルプス電気とアルパインの経営統合に際して両社の株式を取得する等、近年日本で活発な動きを見せている。また、ValueAct も 2018 年にオリンパスの株式取得を公表し、その動向が注視されていたが、オリンパスは 2019 年に ValueAct より取締役役を受け入れることとなった。

【図表 6】欧州の株主アクティビズム推移



【図表 7】APAC の株主アクティビズム推移



(注) 時価総額 5 億ドル以上の企業に対する株主アクティビズムを集計

(出所) 【図表 6、7】とも、LAZARD, 2018 Review of Shareholder Activism より、みずほ銀行産業調査部作成

現地のアクティビ  
ストも勃興しつつ  
ある状況

こうした米系アクティビストの地理的な拡大に触発され、各国で現地のアクティビストによる株主アクティビズムも勃興しつつある。韓国では、KCGI(コリア・コーポレート・ガバナンス・インブループメント)が韓進グループの株式を取得し、経営改善の要求を行っている。また、マレーシアでは、政府設立の個人投資家の協会である少数株主監視グループ(Minority Shareholders Watch Group)が投資先企業の役員報酬制度に反対する株主アクティビズムを展開している。日本でも、近年勢いを取り戻しつつある村上世彰氏に関連するファンド(レノ、オフィスサポート等)、ストラテジックキャピタルや 2018 年より株主提案を再開したスパークス等が株主アクティビズムを行っている。

## 2. 株主アクティビズムの変容

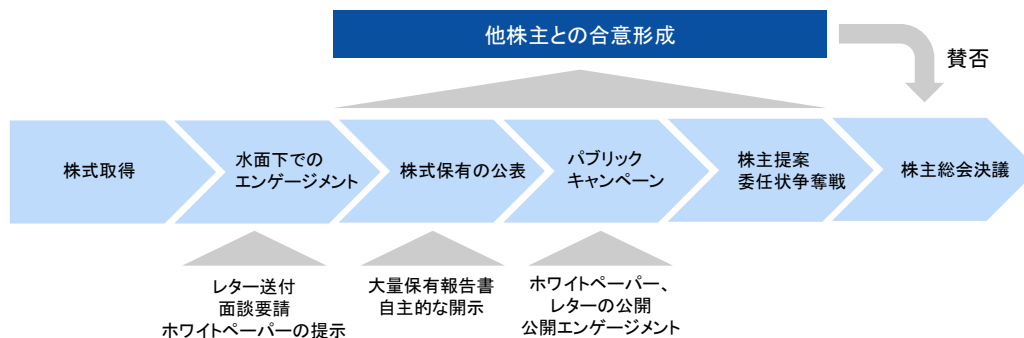
2010年代に入り、米国を中心に再度活性化した株主アクティビズムであるが、その投資手法や投資対象の選定方法は以前とは大きく異なっている。

### (1) 投資手法の変化

近年のアクティビストは、他の機関投資家を巻き込む「議決権レバレッジ」を活用

特に注目すべきは投資手法の変化であり、以前のように強圧的な姿勢で企業に要求受託を迫るケースは大幅に減少している。近年の株主アクティビズムでは、アクティビストが単独で多くの持分を取得するケースは少なくなっており、数%程度の株式を取得した上で、一株主として企業とのエンゲージメント(対話)を開始し、企業がエンゲージメントに応じない、或いはエンゲージメントを通して合意が得られない場合、アクティビストは自身の主張を広く展開するパブリック・キャンペーンを開始する(【図表 8】)。アクティビストは「中長期的な企業価値向上」という他の投資家やステークホルダーと共通する目標を掲げ、その目標の達成に資する提案を行うことで彼らの賛同を募り、自身の影響力を強める、所謂、自身の提案を根拠とした「議決権レバレッジ」を行うのである。

【図表 8】株主アクティビズムの典型的なプロセス

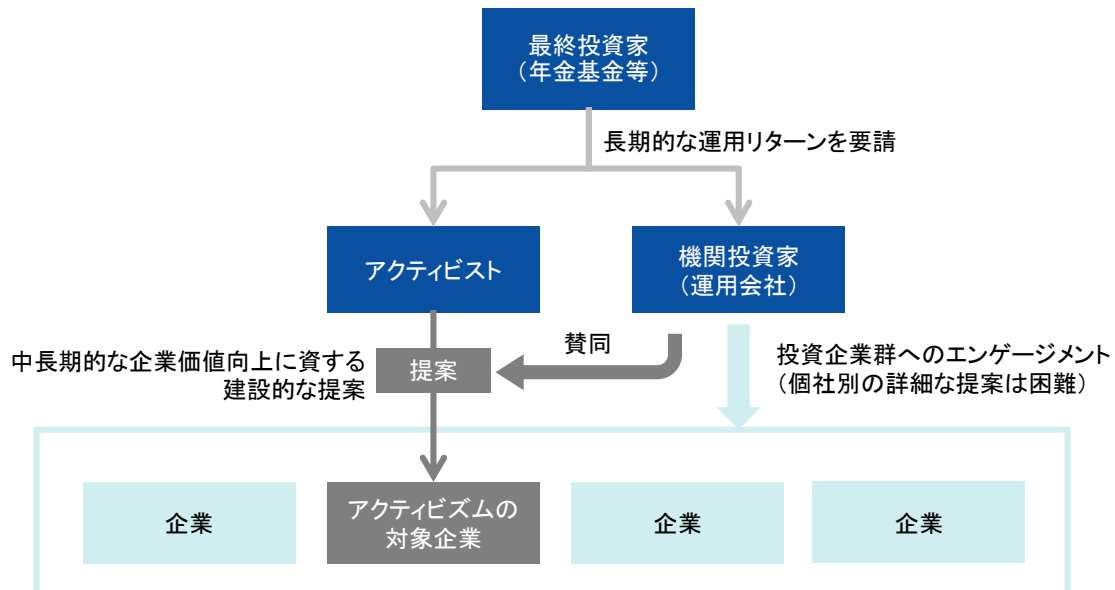


(出所) みずほ銀行産業調査部作成

最終投資家の意向反映、機関投資家の賛同獲得を狙い、アクティビストは中長期志向へと変化

このようなアクティビストの投資手法変化の要因として、次の2点を指摘することができる。1点目は、アクティビストに対する資金の出し手の変化である。グローバルなカネ余りの中で、長期運用を旨とする年金基金等の最終投資家からの資金流入が増加したことで、アクティビストは、投資家の意向に沿った中長期的な企業価値向上に資する株主提案を行うようになった。2点目は、機関投資家の変化である。近年、アクティブ運用よりもパッシブ運用のリターンの方がパフォーマンスが優れているとの分析結果が多く報告されていることもあり、パッシブ運用が隆盛を迎えている。パッシブ運用は、一定の基準に即して自動的に株式を売買することになるが、受託者責任の観点から、パッシブ運用であっても株主エンゲージメントの強化が求められる状況となりつつある。しかし、パッシブ運用の投資先数は膨大であることが多く、その全ての企業を詳細に分析することの実務上の負担は極めて大きいため、機関投資家も外部の専門家の株主提案や推奨意見に耳を傾けるようになってきている。このような状況を踏まえ、アクティビストは、パッシブ運用等を行う機関投資家からの賛同を得やすい、中長期的な企業価値向上に資するような提案にシフトしてきたものと考えられる(【図表 9】)。

【図表 9】アクティビストへの機関投資家の後押し



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

IT 技術の進展等により、アクティビストは、提案の質を高め、広く全世界に対して自身の主張を低コストかつタイムリーに発信することが可能となった

上記に加え、IT 技術の進展も、株主アクティビズムの変容に、大きな影響を与えてきたと考えられる。アクティビストが議決権レバレッジを高めるためには、自身の主張を広く周知し、可能な限り多くの株主の賛同を得る必要がある。従来は、株主向けの説明会開催、レターの送付、或いは報道メディアを通じたパブリック・キャンペーンが行われていたが、株主向けの説明会は参加者が限られ、レターの送付には相応の時間とコストを要する。また、報道メディアに取り上げられるためには一定の話題性が必要であったことから、2000 年代の株主アクティビズムは経営陣と対立する「劇場型」と呼ばれるようなケースが必然的に多くなってしまっていたと考えられる。一方、昨今のアクティビストのパブリック・キャンペーンでは、インターネットが活用されるケースが多い(【図表 10】)。インターネットを通じたパブリック・キャンペーンでは、アクティビストは、自身のウェブサイト内、もしくはキャンペーン用に設立した専用のウェブサイトにおいて、ホワイトペーパー、株主へのレターや対象企業とのやり取り等を公開することで、広く全世界に対して自身の主張を低コストかつタイムリーに発信することが可能となった。また、ウェブ広告や株主総会招集通知に自身のキャンペーンサイトの URL を記載することにより、ステークホルダーに対する周知も簡単に行えるようになり、ステークホルダーにとっても、アクティビストが発信する情報へのアクセスが飛躍的に容易になり、その情報の質も量も大幅に向上することとなった。

【図表 10】ウェブサイトを通じたパブリック・キャンペーンの一例

| アクティビスト               | 対象企業         | サイト名                |
|-----------------------|--------------|---------------------|
| Third Point           | Nestlé       | #NestléNow          |
| Elliott               | BHP Billiton | Fixing BHP          |
|                       | Hyundai      | Accelerate Hyundai  |
| Triam Partners        | PPG          | 自社サイト               |
| Asset Value Investors | 東京放送 HD      | Improving TBS       |
| Oasis                 | アルパイン        | Protect Alpine      |
|                       | パナホーム        | Protecting Panahome |
| ストラテジックキャピタル          | 図書印刷         | 図書印刷の株主価値向上に向けて     |

(注) 2019 年 3 月 1 日時点でアクセス可能なウェブサイト、キャンペーン終了後のものも含む

(出所) 各社ウェブサイトより、みずほ銀行産業調査部作成

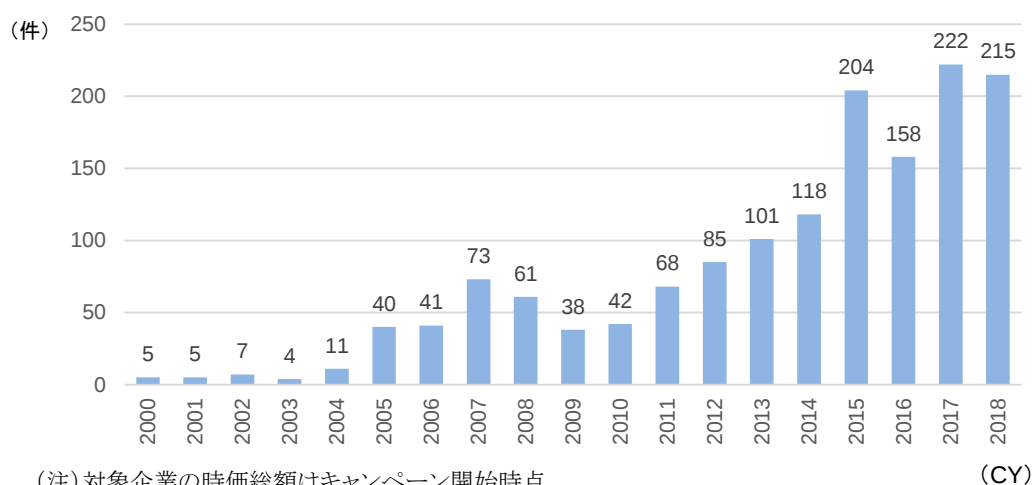
## (2) 投資対象の大型化

近年における株主アクティビズム変容のもう一つの大きな特徴が、投資対象の大型化である。

議決権レバレッジ  
の活用により、大  
企業への株主ア  
クティビズムが可  
能に

2000 年代のように単独で投資先企業に対する影響力を確保する手法を大企業に適用すると莫大な資金が必要となるが、前述のような、議決権レバレッジを効かせる投資手法であればアクティビスト自身の持分比率は数%で十分であり、資金負担は少なくて済むため、大企業を投資対象とすることが可能となる。実際、時価総額 50 億ドル以上の企業へのキャンペーン数はリーマンショック以降大幅に増加しており、米国では、Microsoft、Apple、GE 及び P&G といった、時価総額 1,000 億ドルを上回るような超大企業に対しても株主アクティビズムが行われるようになってきた（【図表 11】）。

【図表 11】（グローバル）時価総額 50 億ドル以上の企業へのキャンペーン数推移



議決権レバレッジの活用は、投資期間の長期化を伴うため、株主アクティビズムの対象企業の大型化を促進

大企業への株主アクティビズムでは、事業ギャップも提案対象に

大企業への株主アクティビズムは、アクティビストにとってメリットが多い

投資手法の変化もアクティビストが大企業を標的とするようになった要因の一つである。前述のように、近年の株主アクティビズムでは、議決権レバレッジを効かせるため企業を詳細に分析し、株主エンゲージメントからパブリック・キャンペーンを経て委任状争奪戦まで至り、勝利したとしてもそこから企業価値向上に向けて経営改善に取り組むことが必要になる。従って、長いケースでは投資期間は数年単位に及ぶこととなるが、このような投資を数十件も同時に取り組むことは非現実的である。そのため、必然的に1件当たりの投資額が大きい大企業を対象とするようになってきたと考えられる。

投資対象として大企業を視野に入れるようになってきたアクティビストは、価値の乖離に対する着眼点も変化させることとなった。ValueAct が、2012 年に Adobe に対して行った提案は、収益の安定化が中長期的な企業価値向上に資するとして、それまでのソフト売り切り型から継続課金型へとビジネスモデルの転換を促すという、事業ギャップの解消を主軸としたものであった。このような財務ギャップのみならず事業ギャップまでを対象とする分析的な株主提案を可能とするため、近年のアクティビストは、投資銀行出身者、コンサルティングファーム出身者等の各種専門家や業界経験者を引き入れ、調査・分析力を大幅に強化させつつある(【図表 12】)。

大企業に対する株主アクティビズムはアクティビストにとってメリットが大きい。大企業を投資対象とすると、社会の注目度も高くなるため、ステークホルダーへの周知も容易となり、アクティビスト自身の知名度向上にも効果がある。また、大企業は情報開示が充実しており、多くの市場関係者が既にリサーチを重ねていることが多く、指摘すべき課題も見つけやすい。実際、アクティビストのホワイトペーパーを分析すると、株式アナリストのコメントを市場の声として自身の提案に織り込むケースが散見されることが分かる。加えて、大企業は市場インデックスに組み入れられているケースが多く、パッシブ運用を行う機関投資家が多く株主として存在するため、議決権レバレッジを活用しやすい。更に、大企業の株式は出来高が大きいことが多いため、売却時の流動性リスクも低い。

【図表 12】株主アクティビズムの新潮流

| - 2000年代 - |           |                                | - 2010年代 - |  |                                                                |
|------------|-----------|--------------------------------|------------|--|----------------------------------------------------------------|
| 利益志向       |           | 短期利益志向／自己の利益の最大化               |            |  | 中長期的価値創造志向／株主全体の利益の最大化                                         |
| 投資手法       | 保有比率      | 10%から過半程度まで株式を取得               |            |  | 自身は数%に留め、議決権をレバレッジ                                             |
|            | 企業へのアプローチ | 敵対的TOBでの揺さぶり「劇場型」のパブリック・キャンペーン |            |  | エンゲージメント「理詰め」のパブリック・キャンペーン                                     |
| キャンペーン手法   |           | TV、新聞等の既存メディアを活用               |            |  | インターネット環境を積極的に活用                                               |
| 投資対象の選定    |           | 財務ギャップ中心                       |            |  | 財務ギャップ＋事業ギャップ                                                  |
| 事業内容への理解   |           | 関心が低い                          |            |  | 徹底したリサーチ・デューデリジェンスや豊富な業界知見に基づく深い理解(投資銀行・コンサル・業界経験者等から一流の人材が流入) |
| 提案内容       |           | 財務ギャップの解消に向けた特別配当・自社株買い、MBO    |            |  | 財務ギャップのみならず、事業ギャップまで踏み込んだ提案                                    |

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

### 3. Trian Partners の P&G に対する株主アクティビズム

アクティビストの変容を象徴する事例の一つが、P&G に対する米系アクティビスト Trian Partners (以下、Trian) の株主アクティビズムである。

Trian は僅か 1.5% の株式保有比率で P&G に対する株主アクティビズムを開始

2016 年 11 月に P&G への投資を開始した Trian は、保有比率は僅か 1.5% であったにも拘らず、2017 年 7 月、P&G に対して Trian を率いるネルソン・ペルツ氏の取締役就任を要請し、パブリック・キャンペーンを通じた委任状争奪戦を開始した。そして、2017 年 9 月には 90 ページ超からなるホワイトペーパーをウェブサイトで公表し、他の株主に対して Trian への支持を訴えた。

Trian は短期的な企業価値向上提案は行わないことを宣言

P&G は、2017 年 6 月期時点で 61 期もの連続増配を達成しており、自己株式の取得にも積極的であった。総還元性向は 100% 相当の水準を継続しており、株主還元強化余地はほとんどなく、2000 年代の株主アクティビズムであれば投資対象となることのない状況にあった。Trian は、このような状況を十分に踏まえており、提示したホワイトペーパー内でレバレッジの活用等の短期的な企業価値向上を企図する提案は行わないことを明確に宣言した(【図表 13】)。

【図表 13】 Trian のコミットメント

Trian の目的は、P&G で持続可能な長期的価値を創造することです。  
Trian は:

- ・会社の分割を主張していない
- ・CEO の交代を提案していない
- ・どの役員の交代も検討していない
- ・過度のレバレッジをとることを主張していない
- ・年金給付の削減を求めている
- ・研究開発費用、マーケティング費用、資本的支出の削減を提案していない
- ・製品の品質に影響を与える可能性のあるコスト削減を求めている
- ・会社がシンシナティから離れることを提案していない

(出所) Trian Partners, *REVITALIZE P&G TOGETHER* より、みずほ銀行産業調査部作成

Trian は、事業ギャップの解消を主眼とし、ペルツ氏の取締役選任を提案し、委任状争奪戦に勝利

Trian はホワイトペーパーの中で、同業他社対比で低調な P&G の TSR<sup>8</sup>、及び高過ぎる株主還元を背景とした EPS 成長の停滞を指摘し、その要因として、事業戦略、M&A 戦略、ガバナンス及び企業風土といった、事業ギャップを生み出していると考えられる課題を示した(【図表 14】)。そして、それらの課題を解決し、P&G の業績及び株価を改善させるためには、豊富な業界経験を有するペルツ氏<sup>9</sup>の取締役就任が必要として、取締役選任に際して同氏に投票するよう P&G の他の株主に広く呼びかけた。この Trian の提案に対し、資産運用会社や年金基金等の機関投資家及び議決権行使助言会社がペルツ氏

<sup>8</sup> Total Shareholder Return の略式表記であり、株価上昇率と配当受領を合わせて計算される株主総利回りを表す。

<sup>9</sup> ネルソン・ペルツ氏は Trian による投資を通じて、CPG (Consumer Packaged Goods) 企業であるモンデリーズインターナショナルやハインツでの役員経験の他、ペプシコ、ダノンやクラフトフーズに対して株主としてのエンゲージメントの経験を有している。

の取締役選任を支持し、結果として、2017年12月、同氏のP&G取締役就任が決定した。

【図表 14】Trian の提案(一部抜粋)

|                 |                                                                                                                                                                                                                     |
|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ①説明責任の明確化       | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 複雑なマトリックス構造が意思決定を遅らせ、説明責任を曖昧に               <ul style="list-style-type: none"> <li>— 各グローバルビジネスユニットを3つに整理し、PL責任の明確化と意思決定を迅速化</li> </ul> </li> </ul>                        |
| ②コスト削減          | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 営業利益は横ばいで、マーケットシェアは縮小の一途であり、コスト削減プログラムの成果が不明               <ul style="list-style-type: none"> <li>— コスト削減余地があるのであれば、削減したコストを適切に再投資することで成長基調へ回帰</li> </ul> </li> </ul>      |
| ③イノベーション企業への回帰  | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ P&amp;Gは過去20年間有力なブランドを生み出せていない               <ul style="list-style-type: none"> <li>— イノベーション企業への回帰</li> </ul> </li> </ul>                                                 |
| ④中小規模／ローカルブランド  | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ P&amp;Gの巨大な世界的ブランド商品のシェアは大きく低下               <ul style="list-style-type: none"> <li>— 足下市場成長性が高い中小規模／ローカルブランドへと適応できるストラクチャーとカルチャーが必要</li> </ul> </li> </ul>                |
| ⑤M&A            | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 過去のP&amp;GはM&amp;Aに失敗しており、その要因はP&amp;Gのストラクチャーとカルチャー               <ul style="list-style-type: none"> <li>— M&amp;Aをコアコンピタンスとして、中小規模／ローカルブランドの開発へ</li> </ul> </li> </ul>   |
| ⑥デジタル領域の強化      | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 中小規模／ローカルブランドはデジタル戦略を有効に活用               <ul style="list-style-type: none"> <li>— ソーシャルメディア、デジタル広告、オンラインチャネル、ビッグデータを活用したデジタル領域の強化</li> </ul> </li> </ul>                   |
| ⑦閉鎖的な企業文化       | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 閉鎖的な企業文化が企業の停滞の要因               <ul style="list-style-type: none"> <li>— 次期CEO候補として外部人材を登用するなど、積極的な外部人材の活用へ</li> </ul> </li> </ul>                                         |
| ⑧コーポレートガバナンスの改善 | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 現経営陣は株主へ価値を提供していない(独立取締役10人中9人の任期中にTSRは競合対比アンダーパフォーム、CEOは内部人材を登用)               <ul style="list-style-type: none"> <li>— 業界経験豊富なネルソン・ペルツ氏によるガバナンス改善</li> </ul> </li> </ul> |

(出所) Trian Partners, REVITALIZE P&G TOGETHER より、みずほ銀行産業調査部作成

Trian の P&G に対する株主アクティビズムは、その新たな潮流を示す象徴的な事例

以上のように、Trian の P&G に対する株主アクティビズムの事例は、財務ギャップだけでなく事業ギャップにまで目を向け、対象企業を徹底的にリサーチした上で、中長期的な企業価値の向上に資する提案を実施したアクティビストが、少ない議決権保有比率であっても投資家の賛同を集め、自身の要求を押し通すことに成功した、株主アクティビズムの新たな潮流を示す象徴的な事例であると言える。

#### IV. 株主アクティビズムの加速を後押しする日本の制度環境

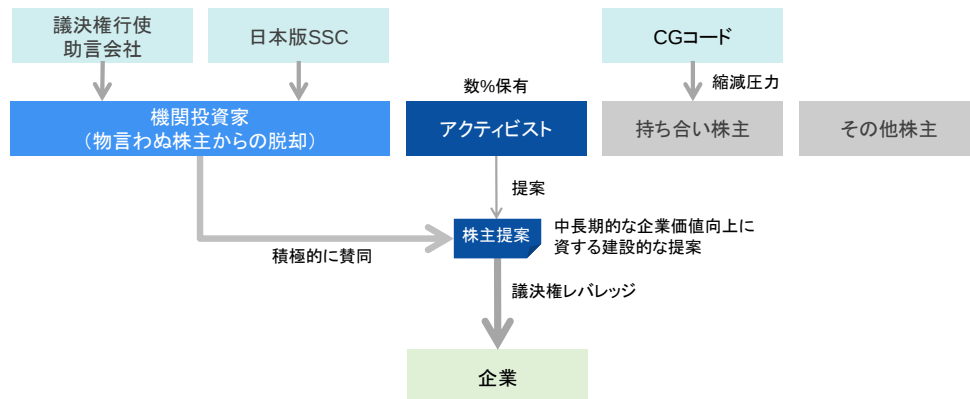
所謂安定株主の動向が、株主アクティビズムの動向を左右

新たな潮流を迎えた株主アクティビズムのキーポイントは、アクティビストが機関投資家を中心とする他の投資家の賛同を募る議決権レバレッジにある。よって、この流れが日本でも大きな潮流となるか否かは、企業間の政策保有や物言わぬ株主の存在といった所謂安定株主の動向によるところが大きい。安定株主が引き続き影響力を保ち、アクティビストの提案に対して無条件に反対するようであれば、日本における株主アクティビズムの広まりは限定的なものとなるだろう。

日本においては、CG 改革の進展が株主アクティビズムを加速

しかし、日本でも株主ガバナンスを強化する CG 改革が進んでおり、その内容は結果として株主アクティビズムを後押ししうる制度変更を含んだものとなっている。日本版 SSC、CG コードの策定及び両コードの改訂を含む一連の施策により、これまで安定株主として位置付けられてきた企業間の株式の政策保有には強い縮減圧力がかかる一方で、物言わぬ株主とされてきた機関投資家は議決権行使を厳格化させつつある。このような変化は、元来の日本の強い株主権と相俟って、株主アクティビズムを加速させる要因となる可能性がある(【図表 15】)。

【図表 15】議決権レバレッジと日本版 SSC 及び CG コードの関係



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

## 1. 株主権が強い日本の会社法

日本は従来より  
株主アクティビズム  
を行いやすい  
制度環境

2014 年の経済産業省「株主総会のあり方検討分科会」で指摘<sup>10</sup>されているように、日本の株主権は、欧州や米国といった他の先進国と比較して、強いとされており、会社法の面では、日本は従来から株主アクティビズムを行いやすい環境であった可能性がある。

米国では、株主  
の権利は限定的

米国では、会社の事業上の意思決定について一次的な権限を有しているのは取締役会であり、原則として取締役会を拘束するような株主提案は無効とされる。そのため、多くの株主提案は、勧告・提案的な内容が中心となり、仮に可決されたとしても、取締役会にはそれらを遵守する義務はなく、あくまで株主の意見表明として扱われる。配当や自己株式取得といった株主還元についても、米国では、取締役会が決定するものであり、株主側にそれを決める権利はないとされている。米国の株主が事業上の意思決定に対して有する権利は、取締役選任提案等であるが、それですら簡単ではない。取締役選任の株主提案を行う場合、株主側の費用負担で委任状勧誘を行わなければならないため、金銭的な負担も大きい。なお、株主提案権については、米国では 1% 以上の議決権、もしくは時価 2,000 ドル相当の株式を 1 年以上保有しなければならないと、議案も 1 つに限られる。

日本の株主権は  
強く、株主提案権  
の取得も比較的  
容易

一方、日本では、取締役会の有する権限は株主総会より委譲されたもののとの考え方であり、事業上の意思決定についても、株主が取締役会を拘束することが可能である。例えば、電力会社では、一部事業からの撤退を定款に記載する旨の株主提案が提出されることが多いが、このような株主提案も可決されれば企業は従わなければならない<sup>11</sup>。株主還元についても同様であり、株主還元強化を要請する株主提案が可決されれば企業は従わなければならない。加えて、株主提案は全て会社が招集通知に記載して株主へ配布するため、株主側の金銭的な負担も少ない。また、日本では株主提案権も取得しやすく、1%以上の議決権、もしくは 300 個の議決権を 6 カ月以上継続保有すれば株主提案権を得ることができ、株主提案の議案数に関する制限もない<sup>12</sup>。

<sup>10</sup> 2014 年 10 月 15 日開催の経済産業省「株主総会のあり方検討分科会（第一回）」において、参加者から「日本の株主総会の権限が大きい」、「日本の株主提案制度の射程が広すぎる」、「株主提案権については、すべて会社費用で他の株主に対して周知することとなっているが、欧米ではそこまでやっていない」といった点が指摘されている。

<sup>11</sup> 取締役は定款に対して忠実義務を負うため、定款に従わなければならない。

<sup>12</sup> 2019 年 6 月時点では、検討中の会社法改正において、提案議案数への制限の導入が検討されている。

## 2. 株式持ち合い解消による安定株主の減少

安定株主対策としての政策保有株式への批判は根強い

日本企業は、株式の買い占めや買収防衛などを目的に、株式の持ち合いとも言われる株式の政策保有を広く展開させてきたとされている。企業間の株式の政策保有は、事業提携の証左ともされるが、政策保有株主は原則的に企業側の意に沿わない議決権行使は行わないため、安定株主対策の一環として位置付けられることも多く、投資家の批判は根強い。これまで、資本効率の悪化、資本の空洞化、或いは物言わぬ株主の存在による株主ガバナンスへの悪影響等が指摘されてきた。

2018 年の改訂版 CG コードでは、政策保有株式の「縮減」を企業に要請

このような中で、2015 年に制定された CG コードでは、上場企業に対し「政策保有に関する方針を開示すべきである」として、その保有の是非を問いつけている。更に、2018 年に公表された CG コード改訂版においては、株主ガバナンスの機能回復に向けて「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方等、政策保有に関する方針を開示すべきである」として、明確に縮減の方向性を打ち出しており、政策保有株式の保有に対する圧力は大幅に強化された（【図表 16】）。

【図表 16】CG コード 原則 1-4.政策保有株式

|                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第1章<br>株主の権利・平等性の確保 | 原則1-4. 政策保有株式                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|                     | <p>上場会社が <u>政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべき</u>である。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。</p> <p>上場会社は政策保有株式に係る議決権行使の結果について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。</p> <p>補充原則</p> <p>1-4 ① 上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。</p> <p>1-4 ② 上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。</p> |

（注）赤色、下線はみずほ銀行産業調査部

（出所）東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」より、みずほ銀行産業調査部作成

有価証券報告書でも政策保有株式の開示が強化されることに

また、有価証券報告書においても政策保有株式の開示規制が強化されることとなる。2019 年 1 月、金融庁は「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正を公表し、2019 年 3 月末以降終了する事業年度の有価証券報告書において、政策保有株式保有の合理性の検証方法等について開示を求めると共に、個別開示の対象となる銘柄数は 30 銘柄から 60 銘柄へと拡大されることとなった（【図表 17】）。CG コードは法的強制力を伴わないソフトロー（Comply or Explain）であるが、有価証券報告書は内閣府令に定められているハードローに基づく記載事項である。本改正内容を確認すると、政策保有株式の保有について相応に具体的な記載を要請していることが分かる（【図表 18】）。

政策保有株式削減による安定株主の減少は、日本の株主アクティビズムを加速

上記のような各施策を受け、既に、一部の企業は政策保有株式に関する開示強化、及び売却を進めており、今後も安定株主対策としての政策保有株式はその比率を落として行く可能性が高い。株式持ち合いの解消を通じた安定株主の減少は、日本の株主権の強さと相俟って、日本における株主アクティビズムを加速させることになる可能性もある。

【図表 17】「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正概要

|                        |                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ①「財務情報及び記述情報の充実」       | <ul style="list-style-type: none"> <li>・経営方針・経営戦略等について、市場の状況、競争優位性、主要製品・サービス、顧客基盤等に関する経営者の認識の説明を含めた記載を求める</li> <li>・事業等のリスクについて、顕在化する可能性の程度や時期、リスクの事業へ与える影響の内容、リスクへの対応策の説明を求める</li> <li>・会計上の見積りや見積りに用いた仮定について、不確実性の内容やその変動により経営成績に生じる影響等に関する経営者の認識の記載を求める</li> </ul> |
| ②「建設的な対話の促進に向けた情報の提供」  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・役員の報酬について、報酬プログラムの説明（業績連動報酬に関する情報や役職ごとの方針等）、プログラムに基づく報酬実績等の記載を求める</li> <li>・<u>政策保有株式について、保有の合理性の検証方法等について開示を求めるとともに、個別開示の対象となる銘柄数を現状の30銘柄から60銘柄に拡大</u></li> </ul>                                                            |
| ③「情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組」 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・監査役会等の活動状況、監査法人による継続監査期間、ネットワークファームに対する監査報酬等の開示を求める</li> </ul>                                                                                                                                                                |

(注) 赤色、下線はみずほ銀行産業調査部

(出所) 金融庁 HP より、みずほ銀行産業調査部作成

【図表 18】有価証券報告書上の政策保有株式に関する開示事項（一部抜粋）

|                    |                                                                                                                                                                                                             |
|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第二号様式<br>(58) b    | <p>保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式（法第2条第16項に規定する金融商品取引所に上場されている株券に係る株式に限ることができる。以下bにおいて同じ。）について、<u>提出会社の保有方針及び保有の合理性を検証する方法を記載</u>すること。また、保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式について、<u>個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等における検証の内容を記載</u>すること。</p> |
| 第二号様式<br>(58) d(e) | <p>提出会社の経営方針・経営戦略等、事業の内容及びセグメント情報と関連付けた<u>定量的な保有効果</u><br/>（定量的な保有効果の記載が困難な場合には、その旨及び保有の合理性を検証した方法）</p>                                                                                                     |

(注) 赤色、下線はみずほ銀行産業調査部

(出所) 金融庁公表資料より、みずほ銀行産業調査部作成

### 3. 機関投資家による議決権行使の厳格化

#### (1) 日本版 SSC の影響

機関投資家は、投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果を開示することが必要に

事業会社による政策保有株式と同様に、「物言わぬ株主」として株主ガバナンスの面から問題として指摘されることが多かったのが、機関投資家の存在である。この問題の解消も狙いの一つとして、2014年に日本版SSCが制定されたが、その原則5において、機関投資家は適切に議決権を行使するよう要請されている（【図表 19】）。指針 5-2.において、議決権行使方針の策定及び開示が求められると共に、2017年の日本版SSC改訂の指針 5-3.により、個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の公表が求められることとなった。

【図表 19】「責任ある機関投資家」の諸原則 原則 5

|        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 原則5    | 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 原則5 指針 | <p>5-2. 機関投資家は、<u>議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべき</u>である。当該方針は、できる限り明確なものとするべきであるが、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。</p> <p>5-3. <u>機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべき</u>である。</p> <p>また、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、<u>機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべき</u>である。それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである。</p> <p>議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。</p> |

(注) 赤色、下線はみずほ銀行産業調査部

(出所) 金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則より、みずほ銀行産業調査部作成

議決権行使結果の透明化が進んだことにより、機関投資家はより厳格に議決権を行使するようになってきた

日本版 SSC の制定及び改訂を受け、多くの機関投資家が、議決権の行使基準を策定、公表すると共に、2017 年以降は、個別の企業及び議案ごとの議決権行使結果についても開示するようになってきた。これまで「物言わぬ株主」と称されてきた機関投資家であるが、上記のように議決権行使状況が白日の下にさらされるようになったこともあり、アセットオーナーに対する説明責任を意識し、これまで以上に厳格に議決権を行使するようになってきている。実際、主要機関投資家の議決権行使状況を分析すると、株主提案の議案内容や件数に影響される面もあるが、2015 年以降賛成率は少しずつ高まる傾向を見せており、2018 年の株主総会では、半数以上の主要機関投資家の株主提案議案に対する賛成率が 10%を超えてきている（【図表 20】）。アクティビストが中長期的な企業価値向上に資する株主提案を行えば、機関投資家側の賛同が得られる環境が徐々に整いつつあると推察される。

【図表 20】主要機関投資家 12 社の株主提案賛成率の推移

|                     | 2015 | 2016  | 2017  | 2018  |
|---------------------|------|-------|-------|-------|
| 三菱 UFJ 国際投信         | -    | 1.4%  | 0.5%  | 2.1%  |
| 大和証券投資信託委託          | 5.1% | 9.1%  | 4.6%  | 5.6%  |
| 三菱 UFJ 信託銀行         | 1.3% | 4.0%  | 1.8%  | 7.0%  |
| 三井住友トラスト・アセットマネジメント | 0.6% | 7.0%  | 1.5%  | 8.6%  |
| 三井住友信託銀行            | 0.0% | 1.9%  | 2.5%  | 9.1%  |
| 野村アセットマネジメント        | -    | -     | 0.0%  | 13.2% |
| 三井住友アセットマネジメント      | -    | -     | 8.3%  | 14.2% |
| ニッセイアセットマネジメント      | 1.4% | 1.7%  | 7.8%  | 14.7% |
| 日興アセットマネジメント        | 4.7% | 12.4% | 7.7%  | 15.2% |
| みずほ信託銀行             | 1.3% | 0.7%  | 8.3%  | 15.9% |
| アセットマネジメント One      | -    | -     | 8.3%  | 15.9% |
| 大和住銀投信投資顧問          | 3.0% | 14.6% | 11.6% | 23.2% |
| 平均賛成率               | 2.2% | 5.9%  | 5.3%  | 12.1% |

(注 1) 2019 年 3 月 1 日時点で開示されている情報を基準に作成

(注 2) 2018 年は 2017 年 7 月から 2018 年 6 月までの間に開催された株主総会の議案を対象とし、それ以外の各年については、各社間で集計期間が異なるため、いずれも当年 6 月を含む集計期間の開示情報を反映

(注 3) 三井住友アセットマネジメント、大和住銀投信投資顧問は経営統合前の公表情報より集計(出所)各社開示資料より、みずほ銀行産業調査部作成

2018 年の株主総会では、主要機関投資家の賛成率が 50%を超えるアクティビストの提案も存在

2018 年 3 月、及び 2018 年 6 月に開催された株主総会における主要な株主提案<sup>13</sup>は全て否決されることとなったが、主要機関投資家 12 社の賛成率を確認すると、一部の議案では賛成率が 50%を超える株主提案もあることが分かる(【図表 21】)。これらの結果は、アクティビストからの株主提案であっても、中長期的な企業価値向上に資する株主提案であれば、機関投資家もそれを合理的と評価し、賛成票を投じる可能性が高くなってきていることを示していると捉えるべきである。

<sup>13</sup> 2018 年の株主総会において、株主アクティビズムを行う機関投資家により提出されたものと推察される株主提案。

【図表 21】2018 年株主総会における主要な株主提案と賛成率

| 企業業種      | 株主提案の内容                   | 株主賛成率 (%) | 主要機関投資家賛成率 (%) |
|-----------|---------------------------|-----------|----------------|
| 繊維製品 A 社  | 社長の解任                     | 17.2      | 58.3           |
|           | 定款変更(取締役数 2 名増)           | 18.7      | 33.3           |
|           | 社外取締役の選任                  | 17.3      | 58.3           |
|           | 社外取締役の選任                  | 17.3      | 58.3           |
|           | 1 株当たり配当 127 円(会社提案 12 円) | 14.0      | 16.7           |
|           | 定款変更(低 ROE 事業からの撤退等)      | 14.3      | 16.7           |
| 情報通信 B 社  | 買収防衛策の廃止                  | 44.8      | 100.0          |
|           | 定款変更(買収防衛策の導入を株主総会決議事項へ)  | 44.3      | 91.7           |
|           | 定款変更(指名委員会等設置会社への移行)      | 15.8      | 33.3           |
|           | 定款変更(取締役社長と取締役会議長の兼任禁止)   | 22.2      | 50.0           |
|           | 定款変更(累積投票による取締役の選任)       | 20.4      | 58.3           |
|           | 取締役の報酬額(少数株主利益連動)         | 6.4       | 0.0            |
| 繊維製品 C 社  | 1 株当たり配当 90 円(会社提案 40 円)  | 20.3      | 75.0           |
|           | 定款変更(取締役の任期 1 年以内に変更)     | 28.4      | 91.7           |
| 卸売業 D 社   | 定款変更(取締役賞与の ROE 目標連動)     | 6.5       | 0.0            |
|           | 定款変更(政策保有株式の売却)           | 11.2      | 8.3            |
|           | 定款変更(剰余金処分を総会決議へ)         | 27.4      | 58.3           |
|           | 1 株当たり配当(EPS-23 円)        | -         | 16.7           |
| 銀行 E 社    | 譲渡制限付株式報酬の導入              | 25.0      | 25.0           |
| 電気機器 F 社  | 1 株当たり配当 325 円(会社提案 15 円) | 28.6      | 25.0           |
|           | 社外取締役の選任                  | 29.7      | 16.7           |
|           | 社外取締役(監査等委員)の選任           | 25.4      | 25.0           |
| 海運 G 社    | 自己株式の取得(総額 30 億円)         | 36.5      | 8.3            |
| その他製品 H 社 | 1 株当たり配当 280 円(会社提案 20 円) | 16.0      | 50.0           |
|           | 定款変更(指名・報酬委員会の設置)         | 15.7      | 58.3           |
|           | 定款変更(政策保有株式の売却)           | 16.1      | 33.3           |
| 情報通信 I 社  | 政策保有株式の現物配当(金銭も可)         | 11.3      | 25.0           |

(注 1) 株主賛成率は、当該議案の賛成率

(注 2) 主要機関投資家賛成率は、【図表 20】の主要機関投資家 12 社のうち賛成を公表した社数の割合  
(出所) 各社臨時報告書、各機関投資家開示資料より、みずほ銀行産業調査部作成

## (2) 議決権行使助言会社の影響力

機関投資家が、議決権行使の判断材料として議決権行使助言会社の推奨方針を参考にするケースも

議決権行使助言会社の影響も無視できないものとなりつつある。前述の通り、機関投資家が議決権行使を厳格化する中で、その判断材料の一つとして、議決権行使助言会社の推奨方針を参考にするケースが増加しつつある。また、一部機関投資家は、取引関係が存在する等の利益相反懸念がある投資対象企業への議決権行使の際には、議決権行使助言会社の推奨方針を活用すると明示しており、それに従って議決権を行使した議案を具体的に開示しているケースも見受けられる。

議決権行使助言会社はアクティビストの株主提案であっても賛成を推奨する可能性も

議決権行使助言会社は、独自のポリシーに基づき議案の賛成、或いは反対を推奨するため、アクティビストによる株主提案であっても、合理的であると判断すれば賛成を推奨する。実際、2018年にアクティビストが日本企業に対して行った株主提案において、議決権行使助言会社であるグラスルイス社は反対を推奨する一方で、同じく議決権行使助言会社である Institutional Shareholder Services 社は賛成を推奨したと報道されている。

今後は、アクティビストが中長期的な企業価値向上に資する提案を行った場合、議決権行使助言会社が株主提案に対して賛成を推奨し、多くの機関投資家が追随する可能性があることを念頭に置くべきであろう。

#### 4. 加速する株主アクティビズム

ほとんどの日本企業が株主アクティビズムの対象となる可能性

前述のように、Microsoft、Apple、P&G や Nestlé 等の超大企業が株主アクティビズムの対象となっている昨今の状況を踏まえると、少なくとも規模の面では、ほとんどの日本企業が株主アクティビズムの対象となる可能性があると考えておくべきだろう。

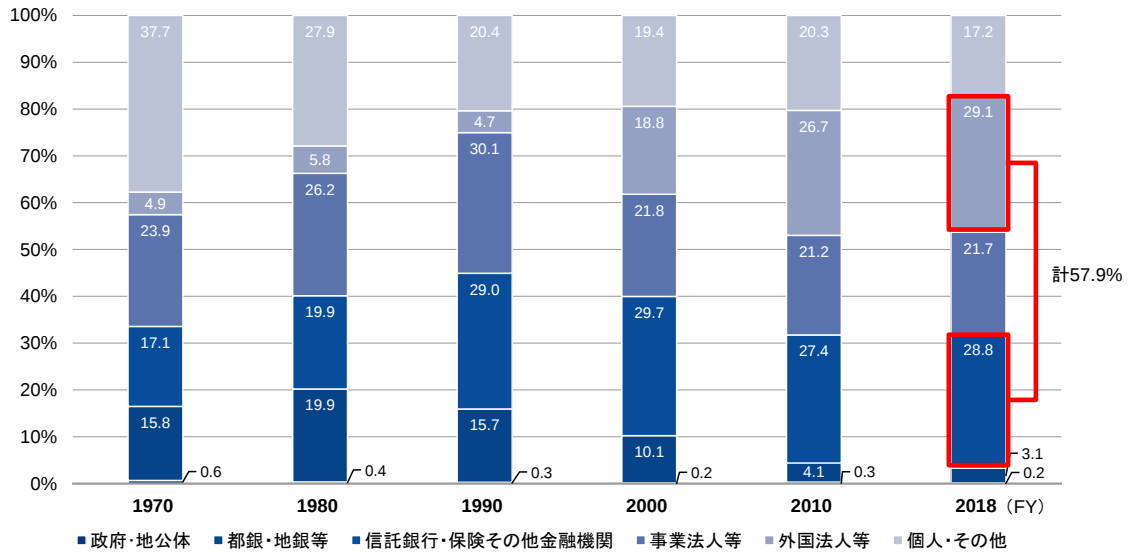
内外機関投資家保有比率が過半となり、アクティビストの株主提案可決も現実味を帯びつつある

加えて、前述のように、これまで日本企業を資本市場の荒波から遠ざけていた安定株主を多数としていた株主構成についても、銀行や事業会社が保有する株式が減少する一方で、海外機関投資家比率が大きく高まってきており、大きな転換点を迎えつつある。既に、国内機関投資家と海外機関投資家の保有比率を合計すれば、上場企業の 57.9%の株式を保有することとなり、平均的には株主総会を可決できるウエイトを有する水準となっている（【図表 22】）。先に示したように、国内機関投資家も提案内容によっては株主アクティビズムに賛同する可能性が高まっていることを踏まえれば、日本の株主総会における、アクティビストによる株主提案の可決も現実味を帯びつつあると言えるだろう。

取締役会と株主のパワーバランスについて、改めて検討することも必要ではないか

一方で、取締役会と株主のパワーバランスにおいて株主が非常に強い状態となっている。取締役選任、事業執行から株主還元まで、企業経営に関する多くの事項を株主総会で決議可能な上に、それらを企業に提案する株主提案権も比較的容易に取得・行使することが可能となっている。このような中で、株主提案権を最大限に活用しようとする株主アクティビズムに対して、日本企業はシナジーの薄い政策保有株式で身を固める、或いは過度に株主に迎合し、近視眼的な経営を行う等、中長期的な企業価値向上に資さない施策を行うおそれもある。政策保有株式の縮減と併せて、取締役会と株主のパワーバランスについて、改めて検討することも必要ではないだろうか。

【図表 22】全上場企業の株主構成推移



(注) 信託銀行・保険その他金融機関は信託銀行、生命保険会社、損害保険会社、その他の金融機関及び証券会社の合算値

(出所) 東京証券取引所「株式分布状況調査」より、みずほ銀行産業調査部作成

## V. 加速する株主アクティビズムと日本企業に求められる対応

これまでの各章において、近年の株主アクティビズムの新潮流、及び制度環境の変化が、今後、日本の株主アクティビズムを更に押し進める可能性が高いことを示してきた。本章では、この加速する株主アクティビズムに対し、日本企業が如何に対応して行くべきかを整理する。

### 1. アクティビストが投資対象を選定する際の観点

企業に求められるのは、価値の乖離を小さく保つこと

第Ⅱ章、第Ⅲ章で述べた通り、アクティビストは企業の価値の乖離に着目する。足下の企業価値とアクティビストが想定する企業価値の乖離が大きいほどアクティビストにとって魅力的な投資対象企業となる。逆に言えば、価値の乖離が十分に小さければアクティビストの投資対象とはならない。従って、企業に求められる対応は、日頃から企業価値の向上に努め、価値の乖離を可能な限り小さく保つことであると言える。

TSR と株価のバリュエーションが、アクティビストの投資対象選定の主な観点

アクティビストの公開書簡やホワイトペーパーを分析すると、価値の乖離を評価するに際し、アクティビストは次の2つの観点を重視していると考えられる。1つ目は株価等の相対評価であり、主に、同業他社株式や市場インデックスと比較した TSR の高低に着目する。2つ目は株価等の絶対評価であり、主に、株価のバリュエーション<sup>14</sup>に着目する。アクティビストはこの2つの着眼点から、株価向上余地の有無を判断する。

<sup>14</sup> 本来の企業価値と現在の株価を比較する指標。PER、PBR、EV/EBITDA 倍率等が一般的な指標となる。

TSR は有価証券報告書上の開示事項となり、日本でも、今後、重要な経営指標の一つに

TSR は、株主のキャピタルゲインとインカムゲインの総和を評価期間初の株価で割った指標であり、株主の経済的リターンを直接表す。そのため、欧米企業では、経営指標や役員報酬等の参照指標として用いられることが多く、重視されている。2019 年 1 月 31 日に改正された「企業内容等の開示に関する内閣府令」において、2019 年 3 月期以降提出される有価証券報告書から TSR が記載事項となっており、今後、日本でも重要な経営指標の一つになって行くものと考えられる。一方、投資家側でも、これまで積極的な株主アクティビズムを行ってきたエフィッシモが、2019 年 6 月開催の株主総会より、取締役選任議案の判断基準を ROE から TSR に変更するとしており(【図表 23】)、TSR を重視する動きが他の機関投資家にも広がって行くことは想像に難くない。

【図表 23】エフィッシモの取締役選任に関する議決権行使基準(一部抜粋)

|                                                                  |                                                                                                                                           |
|------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 下記①～③のいずれかに該当する場合、取締役の選任議案には、賛成しない。                              |                                                                                                                                           |
| ①経営陣が株主総利回り(Total Shareholder Return、以下 TSR)の重要性を認識していると認められない場合 |                                                                                                                                           |
| ②取締役の指名・報酬等にかかる評価基準に TSR を採用していない場合                              |                                                                                                                                           |
| ③TSR が同業他社と比べて低迷しており、経営陣がこれに対する説明責任を果たしていないと認められる場合              |                                                                                                                                           |
| 【取締役選任議案の判断基準に TSR を採用した主な理由】                                    |                                                                                                                                           |
| ✓                                                                | TSR は、以下の点から、取締役選任議案の判断基準として優れていると認められる                                                                                                   |
| ●                                                                | TSR は、中長期的な企業価値および資本政策を主要な要因とした指標であり、また、株主の最終的な利益と厳密に整合した指標である                                                                            |
| ●                                                                | TSR の構成要素である株価は、予測される将来の企業価値に基づき市場で形成されるため、実績 ROE 等過去の経営指標と比べ、将来を見据えたものとなり、また、目標 ROE 等経営陣による経営指標の目標値と比べ客観性の高いものとなる                        |
| ✓                                                                | なお、TSR に対しては、経営陣の職務執行を通じた成果とは関係のない、企業価値や資本政策以外の要因に影響されるなどの問題点も指摘されるが、評価にあたり観測期間や比較する同業他社等を適切に設定し、これらに関する経営陣の説明を考慮することで、こうした問題点を克服することができる |
| ✓                                                                | また、経営陣が TSR の構成要素である株価の変動やその原因に関心を持つことで、迅速な経営課題の発見に繋がる効果も期待できる                                                                            |
| 【適用開始時期】                                                         |                                                                                                                                           |
| ✓                                                                | 2019 年 3 月以降の決算に関する定時株主総会および 2019 年 6 月以降に開催される臨時株主総会から適用する                                                                               |

(出所) Effissimo Capital Management Pte Ltd「日本版スチュワードシップ・コードの各原則に基づく公表項目」より、みずほ銀行産業調査部作成

TSR は事業ギャップの有無を検証する有力な材料の一つ

上述のように TSR は、配当の増減及び株価動向に大きく左右される指標であることから、経済環境等のようなマクロ的な要因に加え、個社の戦略の巧拙が反映されることになる。よって、TSR を同業他社と比較すると、マクロ的な共通要因はおおよそ相殺され、分析対象企業の事業戦略や事業 PF 戦略等の違いを定量的に浮かび上がらせることになる。そのため、アクティビストは、事業ギャップの有無を検証するための材料として TSR に注目しているものと考えられる<sup>15</sup>。前述の P&G の事例で示したように、Trian は、中長期にわたって同業他社株式及び S&P 500 対比低調にとどまる P&G の TSR に着目し、その低迷要因を指摘し、改善策を提案した。Trian に限らず、Third Point や Elliott 等、多くのアクティビストが、ホワイトペーパーの中で、投資対象企業の低調な TSR を起点として株主アクティビズムを展開している。

<sup>15</sup> 厳密には、TSR 評価期間中の財務ギャップの変化も TSR に反映されることとなる。

バリュエーションは、財務ギャップの有無を判断する材料の一つに

TSR が、同業他社や市場インデックスに対し良好なパフォーマンスを示しているとしても、株価のバリュエーションが低い場合、アクティビストから株価向上の余地があると見做される可能性がある。特に、過剰な非事業用資産を抱えている企業は、本来の企業価値から大きくディスカウントして評価され、バリュエーションの指標が低位にとどまることが多い。例えば、近年、多くの日本企業が手厚い手元流動性を確保している状況であるが、エーザイの柳 CFO は、日本企業の現預金及び有価証券が投資家から 50% もディスカウント評価されている可能性があることを指摘<sup>16)</sup>している。簡単に言えば、日本企業の保有する現預金 100 円は、投資家の企業価値評価上では 50 円の価値しかないと思われているのである。過剰な現預金を含む非事業用資産の有無は有価証券報告書を見ればある程度把握可能であり、精緻な分析も要さないことから、アクティビストの指摘の対象とされやすい。

アクティビストは過剰な手元流動性、株式や遊休不動産等の保有の是非を課題視

例えば、2015 年に開始された Third Point によるファナックへの株主アクティビズムでは、ファナックの TSR は、長期的に TOPIX を大幅に上回っており、5 年以下の期間でも TOPIX に対し遜色ないパフォーマンスを示していた（【図表 24】）。しかし、Third Point は当社のバリュエーションは未だ低位にとどまっていると指摘し、ディスカウントの要因となっている当社の約 9,000 億円もの手元流動性の有効活用を求めた。アクティビストのバリュエーションに係る指摘では、過剰な手元流動性の他、シナジーを見出し難い株式保有や遊休不動産の保有の是非等を課題視するケースが散見される。

【図表 24】ファナックの TSR

| 計算期間       | 2015 年 1 月末時点での TSR |        |        |        |        |        |        |
|------------|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 2004/3              | 2009/3 | 2010/3 | 2011/3 | 2012/3 | 2013/3 | 2014/3 |
| ファナック      | 228.6%              | 214.4% | 109.5% | 63.6%  | 38.9%  | 39.4%  | 10.1%  |
| 配当込み TOPIX | 44.5%               | 104.7% | 59.3%  | 75.6%  | 74.5%  | 40.9%  | 18.9%  |

(注) TSR は(2015 年 1 月末株価＋計算期間開始時点以降の配当金合計額)／計算期間の各月末株価で計算  
(出所) SPEEDA、FactSet より、みずほ銀行産業調査部作成

TSR やバリュエーションには財務資本戦略、IR の巧拙も反映される

TSR やバリュエーション指標の構成要素である株価は、株主に帰属する将来の期待キャッシュフロー（以下、CF）を債権者コストと株主資本コストを加重平均して得られる加重平均資本コスト（以下、WACC<sup>17)</sup>）を用いて現在価値評価したものと考えることができる。WACC には、事業リスク、財務リスク及びそれらに対する市場の評価が色濃く織り込まれることになる。従って、TSR やバリュエーション指標には財務資本戦略、及び IR 戦略の巧拙も反映されており、これらも株主アクティビズムの対象となる。

株主アクティビズムの中で、IR 戦略への言及も

実際、前述のファナックの例では、Third Point は当社のバリュエーションが低く抑えられている要因の一つとして、消極的な IR 姿勢を指摘した。また、Third Point は、産業機器メーカーの米 Dover への株主アクティビズムの中で、同業他社が資本配賦のフレームワークを明示することで将来の CF 創出への信頼性を高めているとして、当社に対し、戦略的なビジョン、それに基づいた事業 PF 及び M&A 基準の設定等の経営資源配分に関する IR の強化を求めた。

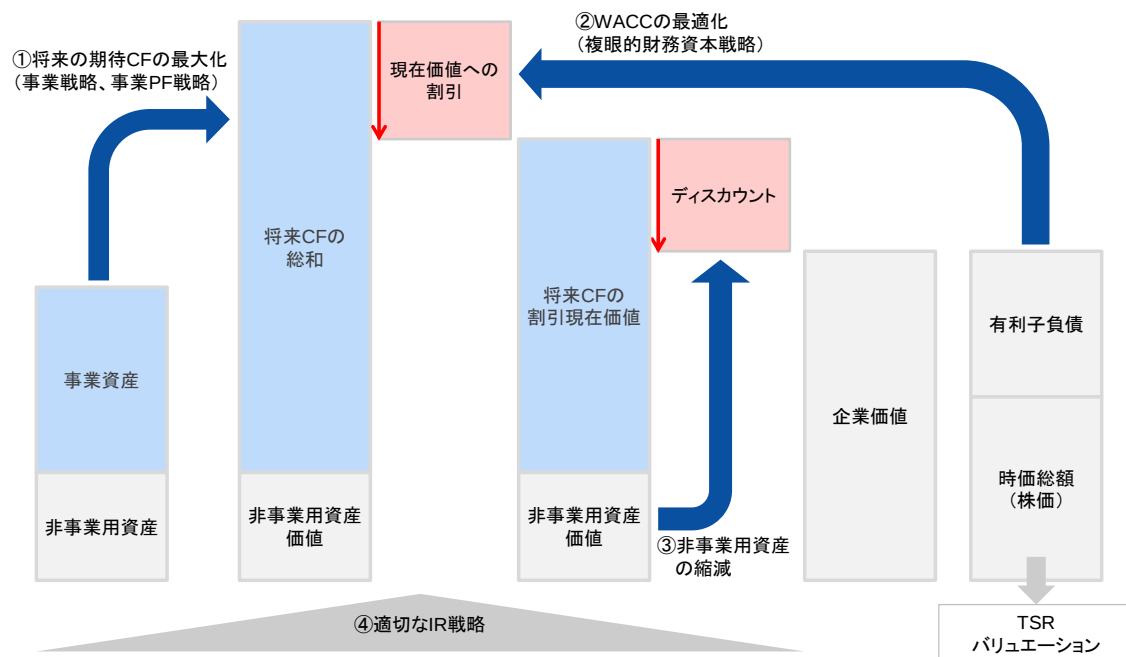
<sup>16)</sup> 東京証券取引所「企業価値向上経営セミナー「資本コスト」認識の経営戦略上の意義 講義録」

<sup>17)</sup> 加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital)

日本企業がとるべき対応を、4つのポイントで整理

アクティビストの2つの視点から指摘されるポイントをまとめると、企業の事業戦略、財務資本戦略、IR戦略をカバーする包括的かつ複合的な見方となっており、それらはいずれも企業価値評価に関係していることが分かる。以降では、関係する4つのポイントとして、企業が創出する①将来の期待CFの最大化、将来CFを現在価値へ割り引く②WACCの最適化、③非事業用資産の縮減、加えて、④適切なIR戦略と捉え直し、それぞれについて、日本企業がどのように取り組んで行くべきかを考察する(【図表25】)。

【図表25】アクティビストの視点と企業価値評価の関係



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

## 2. 企業価値向上に向けて

### (1) 将来の期待CFの最大化

中長期的なCF創出力を高めることが重要に

将来の期待CFは、CFの創出力と成長性が主な構成要素となる。CFの創出力や成長性を高めるためには、ベースとなる事業成長に資する事業戦略の実行に加え、コスト削減等を通じた利益創出と共に、維持更新投資や運転資本の効率化等によるCFの最大化に向けた取り組みも重要となる。海外企業では、FCF Conversion<sup>18</sup>を経営指標に設定し、効率的なCF創出に向け事業をドライブするケースがよく見られるが、今後、日本企業でも、このようなCFに関連する経営指標を設定し、CF創出力向上に対する着意を高めることが必要になってくるものと考えられる。

戦略的なCF配分も重要

CF創出力の強化と共に、創出したCFを効果的に配分することも、企業の持続的成長に必要不可欠である。CFの用途としては、大きく分けると、手元流

<sup>18</sup> FCF(フリーキャッシュフロー)と当期利益の比率で定義される指標であり、PL以外の部分でのCF創出力を測る指標。

動性として留保、成長投資、維持更新投資、債務返済及び株主還元が選択肢となるが、事業環境を踏まえた CF 配分方針の策定、及び規律ある CF 配分を実現するための仕組み作りについても求められるようになってきている。

事業リスク等を踏  
まえた投資判断  
や業績評価が必要

一方で、短期的な利益を重視し、過度にリスクを取る経営は株主アクティビズムの対象となることがある。前述の ValueAct の Adobe に対する収益安定化提案は、目先の EPS の減少に繋がるため、当初経営陣は強く反対したとされるが、結果的には将来 CF の予見可能性が高まり、株価は大きく改善した<sup>19</sup>。CF の安定化はより長期の将来 CF を株価に反映することが可能となる一方で、事業リスクの低減を通じた WACC の低下も株価の改善に寄与したものと推察される。同様に、Trian は P&G との委任状争奪戦の中で、目先の EPS 成長よりも、事業基盤となる市場シェアの拡大を重視すべきと述べている。また、成長性を追求するあまり過大な投資を断行し、事業リスクを負い過ぎた結果として、事業環境の変化に伴い、企業の存続が危ぶまれる状況まで追い込まれるケースも後を絶たない。成長性の過度な追求は、事業をハイリスク・ハイリターンへと傾倒させかねないため、可能な限り客観的かつ定量的に、事業リスク及び財務リスクを反映した投資判断や業績評価が可能となる仕組みを構築しておくことが必要である。

ありたき姿の実  
現に向けた事業  
PF 運営及び管理  
の仕組みが必要

また、近年、製品及び事業のライフサイクルは短期化しており、持続的成長を続けていくためには、CF を創出する事業、成長をけん引する事業、そして、将来を支える事業等を事業 PF 内にバランス良く保有しておくことが重要である。メガトレンドや外部環境変化を見据え、中長期的なビジョンを掲げ、ありたき姿を定め、その実現に向けて、各事業への経営資源の適切な傾斜配分や事業の売買を含めた事業 PF の運営・管理を着実に進めていくことが求められる。

## (2) WACC の最適化(複眼的財務資本戦略)

株主と債権者の  
相反する目線を  
踏まえた財務規  
律の設定

財務資本戦略を考える上では、株主と債権者の両ステークホルダーの目線を踏まえておくことが重要である。株主の目線に立てば、できる限り株主資本収益率を高め、再投資による成長及びキャピタルゲインの実現を第一としつつも、成長余地が乏しい状況であれば株主還元を強化すべきということになる。逆に、債権者の目線に立てば、事業リスクをカバーするため十分な株主資本を持っておくべきであるということになる。つまり、この両ステークホルダーの相反する目線を、可能な限り踏まえた財務規律を定め、遵守して行くことが必要である。

最適資本構成は  
参考値として、実  
務に合わせた柔  
軟性のある財務  
規律を設けること  
が肝要

よく知られているように、CAPM<sup>20</sup>を理論的背景として用いることで、WACC を最小とする資本負債構成を定量的に導出することができる。しかし、導出結果は一定の前提条件下かつ一時点の推計値に過ぎない。現実の企業活動においては、前提条件を超える事業環境の悪化、想定より積極的なリスクテイクが必要な局面や将来の大規模投資に備え財務基盤強化を優先すべき局面等もあることから、資本負債構成についても動的に考えておく必要がある。理論的な推計結果に拘り過ぎず、その値を目安とし、一定のレンジ、もしくは、平

<sup>19</sup> 神作裕之、小野傑、今泉宣親編「コーポレートガバナンスと企業・産業の持続的成長」、一橋大学大学院商学研究科 田村俊夫教授の調査によるもの。

<sup>20</sup> 資本資産価格モデル (Capital Asset Pricing Model)

時及び有事等の複数の財務規律を設定し、財務資本戦略運営に柔軟性を確保しておくべきだろう。

### (3) 非事業用資産の縮減

非事業用資産の  
リストアップと、保  
有意義の検証

既述の様に、CG 改革以降、本業とのシナジーの薄い政策保有株式に注目が集まり、その保有の是非が問われるようになってきているが、他の非事業用資産についても同様の視点を持つておくべきだろう。事業規模や事業特性を踏まえた適切な現預金水準を定め、過剰な手元流動性を削減すると共に、その他の非事業用資産もリストアップし、その保有意義を定性及び定量の両面から検証しておくことが求められる。戦略的な保有意義がない、或いは経済的なリターンが資本コストに満たないのであれば、当該資産を売却し、得られた CF を本業に有効活用し、企業価値向上に努めることが求められるようになってきている。

### (4) 適切な IR 戦略

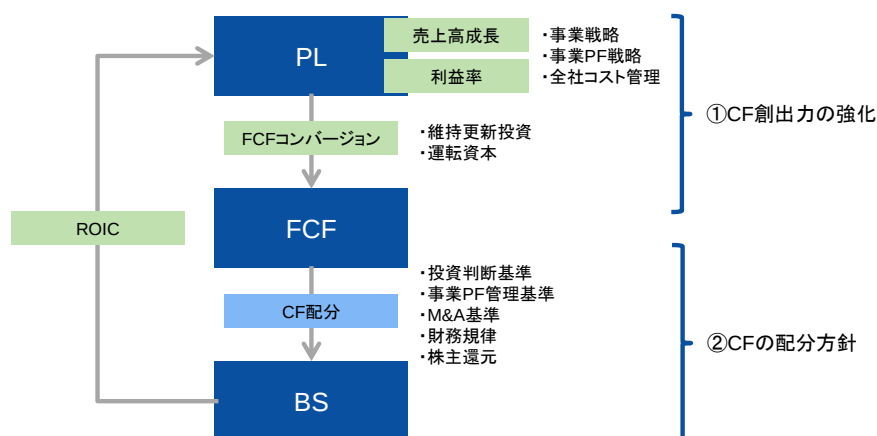
投資家の理解を  
深める IR 戦略が  
必要不可欠

IR の巧拙は、企業価値の増減に直結する。株価や企業価値は投資家による評価が反映されるものであり、投資家は不透明性や不確実性をディスカウント評価することから、企業価値の最大化に向けては事業活動に対する投資家の理解を高める取り組みが重要になってくる。つまり、ここまでに整理してきた日本企業が取り組むべき施策を、策定及び実行するだけでなく、それらを投資家に分かりやすく伝える適切な IR 戦略も必要不可欠である。

日本企業は、財  
務資本戦略の説  
明を、より重視  
することが求めら  
れる

日本企業の中期経営計画を分析すると、充実した事業戦略とは対照的に財務資本戦略に関する説明のウエイトが極端に低いことが多い。CF 創出力向上策や CF 配分に関する記述は乏しく、各種施策が企業価値向上に繋がるプロセスを提示しているケースは少ないと言わざるを得ない状況である。一方、欧米のエクセレントカンパニーの IR を調査すると、多くの企業が、事業戦略に加えて、財務資本戦略についても 1 つのセッションとして十分な時間を割き、企業価値向上というコンテキストで①CF 創出力の強化に向けた取り組み、及び創出した②CF の配分方針を説明し、その実現に向けた信頼性を高めるため、関連する経営指標も設定している。このようなアプローチは、多くの日本企業にとって、参考になるはずである(【図表 26】)。

【図表 26】企業価値向上に向けた IR



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

CF 創出力向上に  
向けた取り組み  
の表明

例えば、①CF 創出力の強化については、欧米企業では PL の利益と FCF を繋ぐ FCF Conversion 等を経営指標に採用し、その達成に向けて運転資本や維持更新投資の管理方針を示している企業が多い(【図表 27】)。利益だけではなく、戦略的に CF 創出力や成長性の向上に取り組んでいることを示す指標として、今後、日本企業でも IR 上重視される指標になるものと考えられる。

【図表 27】FCF Conversion を経営指標に掲げる企業の一例

| 企業名      | 経営指標                         | 目標水準             |
|----------|------------------------------|------------------|
| P&G      | Adjusted FCF Productivity    | 90%+             |
| Unilever | Cash Conversion Ratio        | 100%             |
| 3M       | Free cash flow conversion    | 100%             |
| ABB      | FCF conversion to net income | ~100%            |
| Siemens  | Cash conversion rate         | 1 - growth rate  |
| IBM      | Free cash flow realization   | 90 to 100% range |

(注) Cash Conversion Rate、FCF Productivity、FCF Realization 等は、FCF Conversion と同義

(出所) 各社開示資料より、みずほ銀行産業調査部作成

CF 配分方針の  
表明

また、欧米のエクセレントカンパニーの多くは、戦略的に経営資源配分を実施していることを投資家に示すための方法の一つとして、CF 配分の方針を IR で開示している。近年、日本企業にも同様の取り組みが増えてきているが、具体的には、既存事業への成長投資、M&A、株主還元及び債務削減の各項目に対するプライオリティを示すケースが多い(【図表 28】)。加えて、各項目に関する運用基準、具体的には、投資判断基準、事業 PF 管理及び M&A 基準、配当と自己株式取得の考え方、及び財務規律を説明することも、投資家からの評価を高める効果があると考えられる。

【図表 28】CF 配分方針を掲げる企業の一例

| 企業名               | 優先順位① | 優先順位② | 優先順位③    | 優先順位④ | 財務規律                |
|-------------------|-------|-------|----------|-------|---------------------|
| Novartis          | 成長投資  | 配当    | M&A      | 自己株取得 | 格付                  |
| Royal Dutch Shell | 債務削減  | 配当    | 自己株取得／投資 |       | ギアリング               |
| Coca-Cola         | 成長投資  | 配当    | M&A      | 自己株取得 | Net D/EBITDA        |
| 資生堂               | 成長投資  | 配当    | 債務削減     | -     | D/E レシオ<br>D/EBITDA |
| 国際石油開発帝石          | 負債削減  | 株主還元  | 成長投資     | -     | 自己資本比率              |
| 西日本旅客鉄道           | 成長投資  | 株主還元  | (債務削減)   | -     | 格付                  |

(注 1) ギアリングは、純有利子負債を純有利子負債と自己資本の和で除した指標

(注 2) 西日本旅客鉄道は、原則として債務削減は行わず、格付維持の範囲で有利子負債を活用する方針と説明

(出所) 各社開示資料より、みずほ銀行産業調査部作成

## (5) まとめ

ここまで、加速する株主アクティビズムに対し、日本企業がとるべき対応を整理してきたが、これらを改めてチェックリスト形式でまとめると【図表 29】のようになる。これらの施策は一時的な対応ではなく、持続的に推進していくことが求められ、そのためのガバナンス体制構築が重要であることは言うまでもない。

【図表 29】企業価値向上に向けてのチェックリスト

|                          |                                          |   |
|--------------------------|------------------------------------------|---|
| 将来の<br>期待 CF の最大化        | 中長期的な事業成長に資する事業戦略の立案と実施                  | ✓ |
|                          | コスト削減による利益創出                             | ✓ |
|                          | FCF Conversion の設定等による CF 創出力向上に向けた取り組み  | ✓ |
|                          | CF 配分方針の設定と運用                            | ✓ |
|                          | 事業リスクや財務リスクを反映した投資判断基準、M&A 基準や業績評価指標の設定  | ✓ |
|                          | 事業 PF 管理フレームワークの導入                       | ✓ |
| WACC の適正化<br>(複眼的財務資本戦略) | 資本コストや最適資本構成の把握                          | ✓ |
|                          | 最適資本構成を踏まえた財務規律の設定                       | ✓ |
|                          | 株主及び債権者の目線を踏まえた株主還元方針の策定                 | ✓ |
| 非事業用資産の縮減                | 適切な手元流動性水準の設定                            | ✓ |
|                          | 非事業用資産のリスタップと、保有意義の検証                    | ✓ |
| IR 戦略                    | 中長期的な CF 創出力や成長性の向上に繋がる事業戦略説明            | ✓ |
|                          | CF 創出力の向上に向けた財務戦略説明(経営指標による定量目標設定等)      | ✓ |
|                          | CF 配分方針の表明                               | ✓ |
|                          | 投資判断基準、事業 PF 管理及び M&A 基準、株主還元方針、財務規律等の表明 | ✓ |
| ガバナンス                    | 企業価値向上に向けたガバナンス体制の整備                     | ✓ |

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

### 3. 日本企業の現状

#### 4 つの基準から 価値の乖離を簡 易的に分析

本稿で取り上げた対応方針は、当たり前のような内容が多いと感じている読者も多いかもしれないが、実際には、未だに、多くの日本企業が十分に実施できていない可能性がある。この現状を確認するため、金融業を除く全上場企業及び日経 225 銘柄を対象として、基準 A.PBR1 倍未満、基準 B.自己資本比率 50%超、基準 C.ネットキャッシュポジション、及び、基準 D.手元流動性の売上高回転期間 3 カ月超という 4 つの基準を設定し、簡易分析を行った（【図表 30】）。

#### 株主価値を毀損 している日本企 業は多い

基準 A.に該当する企業は、時価総額が自己資本を割り込んでいる状況であり、企業価値の最大化どころか、株主価値を毀損している状態と言える。従って、市場ギャップ、事業ギャップ、或いは財務ギャップが残されている可能性がある企業と見做すことができる。分析結果を見ると、全上場企業で概ね 3 社に 1 社、日経 225 銘柄であっても 4 社に 1 社と、多くの上場企業がこの基準に抵触してしまっていることが確認できる。

#### 財務ギャップが 残されている可 能性がある企業 は全体の過半を 占める

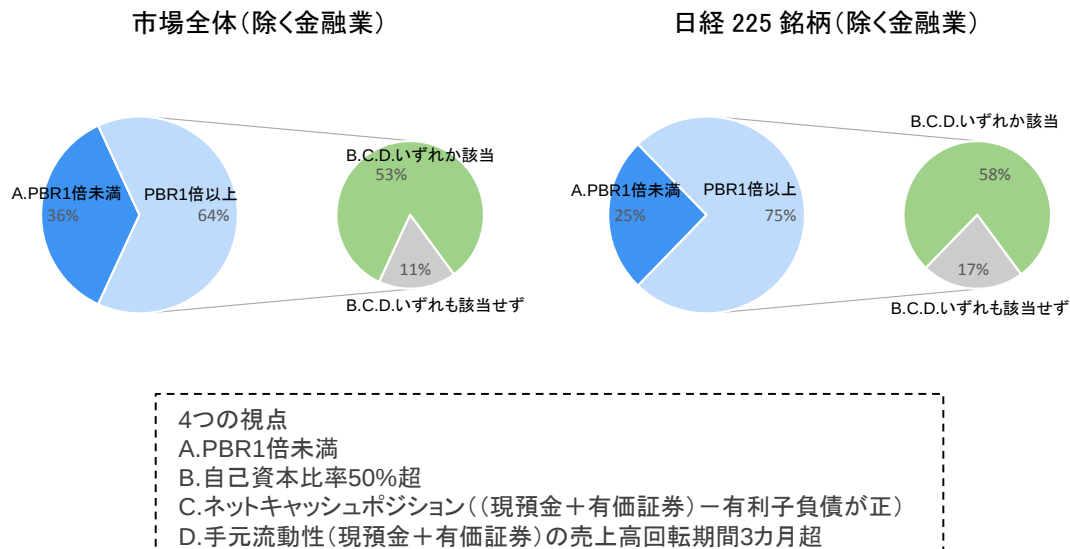
次に、PBR が 1 倍以上の企業群を、基準 B、基準 C 及び基準 D のいずれかに該当する企業群と、全て該当しない企業群に分割した。3 つの基準のいずれかに該当する企業は、財務資本戦略に改善の余地がある、もしくは、手元流動性を含む非事業用資産の縮減余地がある可能性があると推察される。この 3 つの基準のいずれかに該当する企業は、全体の 53%、日経 225 銘柄では全体の 58%を占めており、これらの企業において財務ギャップが残されている可能性がある。

#### 上場企業の約 9 割が株主アクティ ビズムの対象と なる可能性も

総合すれば、日本の上場企業の約 9 割（36%+53%=89%）、日経 225 銘柄の 8 割強（83%）がいずれかの基準に該当することになる。換言すれば、簡便的な分析結果ではあるが、非常に多くの日本企業が、株主アクティビズムの対象となる可能性があることが分かる<sup>21</sup>。

<sup>21</sup> 適切な自己資本や有利子負債の水準は各社異なるため、今次簡易分析の 4 つの視点に該当する全ての企業が必ずしも株主アクティビズムの対象になるとは限らない。

【図表 30】日本企業の現状



(注) 分析対象は金融業除く全上場企業の 2017 年度決算、PBR は決算期末時点での時価総額を用いて算出、日経 225 銘柄は 2018 年 12 月 31 日時点  
 (出所) Pacific Data より、みずほ銀行産業調査部作成

## VI. 最後に

株主アクティビズムは特別なものではなく、当たり前のもに

第 III 章で説明したように、変容したアクティビストは機関投資家の代弁者としての様相を呈してきており、今後、株主アクティビズムと機関投資家のエンゲージメントとの境界は益々曖昧になって行くものと考えられる。株主アクティビズムは、特定のアクティビストのみが行う特別なアクションではなく、一般的な機関投資家やその他の投資家も積極的に企業への提案を行うようになるということを想定しておくべきであろう。

アクティビストと同じ方針であれば、受け入れることも選択肢

また、変容したアクティビストは企業に対し、中長期的な企業価値向上に資するような建設的な提案を実施する。この際、企業の目指す方向性とアクティビストの提案内容が同じベクトルなのであれば、アクティビストの提案やアクティビストが有する一流の人材を受け入れることも選択肢となるだろう。

アクティビストと合意に至らない場合、パブリックキャンペーンへの対応が必要に

他方で、アクティビストが提案する資本市場の論理に則った建設的な提案と、企業の目指す長期的なビジョンは必ずしも一致しないケースもあるだろう。アクティビストと合意に至らなかった場合、アクティビストによるパブリック・キャンペーンが展開されることとなるが、その際に対応する企業側の負担は大きい。前述の P&G の事例では、P&G は委任状争奪戦に 3,500 万ドルもの資金を投じると表明した。アクティビストはパブリック・キャンペーンの中で現経営陣を厳しく批判することもあり、企業側は経済的な負担のみならずレピュテーションリスクを負う可能性もある。また、アクティビストのキャンペーン期間は数年に及ぶケースもあり、その間毎年株主提案が提出されるといった事例も見られる。

アクティビストの投資対象とならないことが肝要

一度株主アクティビズムの対象となると、企業の時間的、経済的、或いは人的な負担は大きい。企業が経営基盤を安定化し、着実に成長戦略を遂行していくためには、アクティビストの投資対象とならないような経営を平時から実践していくことが求められよう。

企業は包括的な  
企業価値向上に  
取り組むことが必  
要に

ところが、前章で確認したように、日本企業には未だ改善の余地が多く残されており、株主アクティビズムの対象となりうる状況である。日本企業は自己評価に満足することなく、アクティビストから指摘される前に、株主の視点で財務ギャップ及び事業ギャップを捉え直し、企業価値向上に向けて真摯に、包括的に必要な施策を立案・遂行することが求められている。日本企業が中長期的な企業価値向上への自助努力をより一層促進することができれば、日本の株式市場、及び日本産業の更なる競争力強化に繋がるはずである。

みずほ銀行産業調査部  
事業金融開発チーム 三山 祥平  
shouhei.miyama@mizuho-bk.co.jp

【主要参考文献等】

1. 新聞・雑誌

- 企業会計 第七十巻第五号(中央経済社)
- 資本市場リサーチ 18 年秋季 第 49 号(みずほ証券市場情報戦略部、日本投資環境研究所)
- 東洋経済オンライン(東洋経済新聞社)
- 日経金融新聞(日本経済新聞社)
- 日本経済新聞(日本経済新聞社)
- ブルームバーグ(Bloomberg L.P.)

2. 書籍・資料等

- 藤田勉「日本企業のためのコーポレートガバナンス講座」(2015) 東洋経済新報社
- 神作裕之、小野傑、今泉宣親編「コーポレートガバナンスと企業・産業の持続的成長」(2018) 商事法務

3. ホームページ、リリース資料等

- EDGAR
- アクティビスト各社設立のパブリック・キャンペーン用 HP
- アクティビスト各社 HP
- EDINET
- 上場企業各社 HP
- 金融庁(<https://www.fsa.go.jp/>)
- 経済産業省(<https://www.meti.go.jp/>)
- 日本取引所グループ(<https://www.jpx.co.jp/>)

©2019 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

