

2020 年 2 月

注目されるアクティビズム

日本におけるアクティビズムの増加

日本でアクティビズムの勢いが増していることに疑問の余地はない。報道によると、2019 年の株主総会シーズンの終了時点において、過去最多となる 54 社の日本企業が同年の株主総会向けに株主提案を受けていた。これは前年比 29% の増加である¹。アクティビズムの動きは、2016 年から毎年増加している。グローバルな視点から見ると、2019 年に日本企業に対して行われたアクティビストからの要求は、アジアに本社を置く企業に対して行われた要求の半分以上を占めており²、様々な報告からも、日本は、米国以外で最もアクティビズムが活発なマーケットであることが示されている。

なぜアクティビズムが増加しているのか。本稿では、その要因を解説し、今後の展望を示唆したいと思う。なお次号では、アクティビズムに対する準備と対処のための戦略について検討する。

日本でアクティビズムが増加した要因 – 初期の米国の状況との共通点

コーポレート・ガバナンス改革

コーポレート・ガバナンス改革の一環として、日本政府は 2014 年に日本版スチュワードシップ・コードを導入し、東京証券取引所は 2015 年にコーポレート・ガバナンス・コードを制定した。両コードは制定後も改訂及び追加されている。同スチュワードシップ・コードは、機関投資家及びファンド・マネージャーを対象とする自主的な行動規範であり、「投資と対話を通じて企業の持続的成長を促す」ことを目的としている。2019 年 12 月末時点で、273 の機関投資家及びインベストメント・マネージャーが同コードの受け入れを表明した³。コーポレート・ガバナンス・コードは、上場企業のコーポレート・ガバナンスの原則を定めるものであり、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を目指すものである。コーポレート・ガバナンス・コードは、殆どの条項が強制ではなく、「遵守か説明か」方式をとるものであるが、それでもなお、それまでの日本のマーケットでは採用されていなかった重要なガバナンスの原則を導入するものである。

上記の取り組みは、多くの関係者からは、日本のコーポレート・ガバナンス改革の第一歩にすぎないと受けとめられているが、一方で、以下を含むいくつかの重要な点において、日本の株主アクティビズムを活性化させる方向へ働くものとなっている。

- **政策保有株式の削減** これまでは、日本企業に定着していた株式の持ち合いによって、外部の投資家が提案に十分な賛同を得ることは難しかった。コーポレート・ガバナンス・コードは、「上場会社が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である」とする。また、取締役会は、株式の持ち合いを、目的が適切か、どのような便益及びリスクがあるか等、企業及び株主の利益を何らかの形で害するかも含め、様々な側面から検討する責任を負う。EJ によると、上場企業が保有する持ち合い株式数は過去 5 年間で約 12% 減少し⁴、時価総額に占める持ち合い株式の割合は、1990 年から約 3 分の 1 に減少した⁵。
- **株主の関心の高まり** 伝統的に、日本企業は、典型的な米国の企業よりも、より広範囲のステークホルダーに注目し、企業は、株主の利益のみのために事業を営むものではなく、より広いコミュニティ、顧客及び従業員等の他の構成員も考慮に入れることができるとの立場をとってきた。しかし、日本版スチュワードシップ・コード及びコーポレート・ガバナンス・コードによって、日本企業は、株主価値の向上により集中することが求められるようになり、その結果、リターン向上を求めるアクティビストの要求をより聞く方向に向かう可能性がある。重要なのは、リターン及び株主利益により注目する傾向は、日本企業に対し広くパフォーマンスの向上を求める投資家によって作られているかもしれないという点だ。
- **投資家の責任及び株主の関与の増加** 伝統的に、日本の機関投資家は、パフォーマンスの悪い企業に対しても、意見を述べることは消極的であった。今は、スチュワードシップ・コードのもと、投資家は、投資先企業のガバナンス、戦略、パフォーマンス、資本構成、ビジネス・リスク及びオポチュニティ（社会問題及び環境問題から生じるリスク及びオポチュニティを含む）をモニターする義務を負う。またコーポレート・ガバナンス・コードは、株主総会以外においても、株主とより「建設的な」対話を行うことを提案する。上記はいずれも、投資家の関与を増やし、アクティビスト投資家にチャンスを与えるものである。
- **ディスクロージャーの強化** コーポレート・ガバナンス・コードは、法令に基づく開示を行うのみならず、「法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組む」べきであるとする。米国の事例からすると、ディスクロージャーの強化は、アクティビズムとの関係では、

企業のパフォーマンス、方針及び手続きに関して株主が持つ情報を増やすとともに、開示義務が定める方針を企業が遵守するインセンティブとなるものであり、これらはいずれも、アクティビストのキャンペーンにとって有利に働く。

米国のコーポレート・ガバナンス改革の動きが 2002 年サーベンス・オクスリー法及び 2010 年ドッド・フランク法の制定に至ったように、日本においても、上記の改革は、株主がより大きな力を持ち関与するようになることを示唆し、その道を開くものであるかもしれない。

ターゲットが豊富な環境

米国のアクティビズム・マーケットは成熟し、アクティビストは海外に新しいチャンスを探めている。北米には世界のどの地域よりも多くのアクティビスト・ファームがあるが、米国企業の多くは、すでにターゲットとなったか、あるいはアクティビストの戦略に対応して（あるいはこれに備えて）実務上の対応を済ませている。

一方で、日本企業は、アクティビストの活動を経験し始めた初期の段階にあり、米国ではもはや効果的でなくなった戦術に対し未だに脆弱である可能性がある。例えば、多くの日本企業は、巨額の現金資産、低利回りの投資、ノンコア資産及び資本構成の可能性等、アクティビストにとって魅力的な特徴を持っている可能性がある。さらに、一部からは、日本企業は、米国企業と比べてヴァリュエーションが低いと、一定の未実現価値を持っている可能性がある⁶と見なされている。最後に、アクティビストはグローバルに活動することを目指しているため、日本企業は、アクティビストのキャンペーンに比較的慣れていないという事実それ自体によって、より魅力的な候補となっている。

アクティビストに対する評価の変化

米国のアクティビズムの初期段階では、アクティビストは、長期的な企業戦略及び他の株主の犠牲のもとに、自らの短期的利益のみを追求するよそ者として、ほぼ一致した批判を受けていた。この批判は今も米国に存在するが、一部のアクティビスト投資家はこのようなイメージを脱却し、いわゆる「コンストラクティブ」⁷として、企業と協力して長期的視点を取り入れた戦略を掲げようとする動きがある。機関投資家は、過去の実績に基づき、これらのアクティビストを支援する傾向にあり、時には公に支援することもある。いくつかのケースでは、キャンペーン終了の合意が成立した際に、ターゲットが、アクティビストへの感謝のコメントを発表した例もある。伝統的にアクティビスト投資家を歓迎してこなかった日本においても、直近の株主総会シーズンでは、会社提案に対する反対が過去最高となっており、投資家が変化を望んでいることが示されていることから、アクティビストの戦略にとってチャンスとなる可能性がある⁷。

今後の展望

日本が米国と同じ展開を迎えるとしたら、今後どのような事態が予想されるだろうか。米国の状況から、今後の展望として以下が挙げられる。

安全な企業は存在しない

エコノミストが 2016 年に述べたように「伝統、ステータス及びシステム上の重要性のいずれも、防御にならない。アクティビストはニューヨーク証券取引所の最古の企業、サザビーズの経営陣を辞任させ...、トゥー・ビッグ・トゥ・フェイル・バンクであるバンク・オブ・ニューヨーク・メロンに取締役を送り込み...、時価総額世界一のアップルを攻撃した。」米国での事例から、アクティビズムは、いかなる企業も攻撃しうる。巨大資本企業、株価が好調な企業及び子会社もターゲットになりうる。安全な企業は存在しないため、全ての取締役会及び経営陣は、アクティビストからのアプローチに備えるべきである。

機関投資家の役割が重要

機関投資家は米国の上場企業の相当な割合を保有しており、その持分は、いくつかの巨大投資家に集中している。最近の統計によると、機関投資家の上位 10 社が、S&P 500 企業の約 31% をコントロールしており、上位 3 社のみで 20% 近くをコントロールしているとのことである。かつては、機関投資家は一般的に、アクティビズムに関して積極的に発言することはしてこなかった。しかし現在では、いくつかの機関投資家は、アクティビスト又は対象となっている企業のいずれかと協力してキャンペーンに参加することに積極的である。機関投資家の協力は、内密に行われることが多いが、いくつかのケースでは、支援が公表された例もある。

日本企業は株式の持ち合いによって引き続き守られるかもしれないが、上記で論じたアクティビズムを活発化させる要因からすると、企業の業績が低迷している場合は特に、機関投資家がより積極的に関与するようになる可能性が示唆される。株主が受動的で経営陣に忠誠であることは、これまではそうだったとしても、もはやあてにできないかもしれない。

さらに、アクティビストがキャンペーンで機関投資家からの支持を得られると、自ら巨額の株式持分を保有することなく、大きな影響力を行使できるようになる。

キャンペーンの多様化及び高度化

アクティビスト・インサイトによると、2019年にアクティビストが日本企業に要求した事項のうち、約31%がバランス・シートに関するものであった。しかし米国では、2019年の要求のうち、バランス・シート関連は8%に過ぎず、事業運営や戦略（M&Aを含む）、経営陣交代等に関するものが多い。米国でのバランス・シートに関する要求は、アクティビストがマーケットで影響力を増していった時期においては高い割合を占めていたが、マーケットが成熟するにつれ、要求が多様化し、バランス・シート関連の戦術は減少した。今後アクティビストは、日本企業を攻撃する戦術を多様化させ、特に上記の「コンストラクティブスト」を標榜するための足掛かりとして、米国市場で普及する他の戦略も用いてくると予想される。

PR攻撃としてのアクティビズム・キャンペーン

米国では、アクティビズム・キャンペーンは、基本的に、マーケティング・キャンペーンとなっている。アクティビストは、株主へのアピールに加え、テーマへの賛同を得るために、アナリストその他市場関係者に接触するための組織的な取り組みを展開する。またアクティビストは、目的を達成するために、華やかな「白書」を広く配布し、専用のウェブサイトを開設し、ビデオを公開する等の戦術をとる。これらの過程で、ソーシャル・メディア等の新しいメディアがますます重要な役目を果たすようになっている。米国企業は、アクティビズム・キャンペーンに対する防御のためには、全体的なIR及びPR戦略が必要であることを学んだ。このため、バンカー及び弁護士に加えて、ポジショニングを理解し、メディア発信と実務に知見を有するPR会社が重要なアドバイザーとなっている。日本企業もこのアプローチを想定し、「全体的な防御」の必要性を理解する必要があるだろう。

取締役の関与がより求められる

米国では、取締役会が定めたCEOの報酬に投資家が懸念を抱く場合等、一定の場合に、取締役と株主との交流が必要であるという考えが受け入れられるようになった。全米取締役協会によると、2017年から2018年にかけて行われた500超の上場企業を対象とする調査において、回答した企業の過半数が、取締役会の代表者が機関投資家と会談する機会を前年に設けていた。株主は、独立取締役が株主の利益を最も適切に代表できると考えており、役員報酬及び企業戦略に関する取締役会の見解等のトピックについて、独立取締役と話し合う機会を設けるよう要求することがよくある。

日経によると、日本の上場企業の取締役会に占める外部取締役の割合が初めて30%を超えたとのことである⁸。日本企業の取締役会は、アクティビスト又はその他の株主が、まずは、外部取締役及び独立取締役の取締役会に占める割合を増やそうとし、次に、これらの外部取締役及び独立取締役に直接働きかけてゆくことを予期されたい。

和解が一般的になる可能性がある

米国のアクティビズムの初期においては、キャンペーンが始まったとなると、取締役会が決まって「対決」姿勢を取ることがあった。しかし、アクティビストが有益な知見を提供することもあると認識されるようになり、また委任状争奪戦のコスト及び労力が多大になる等の様々な理由から、取締役会は、より和解を望むようになってきている。この傾向を反映して、2019年に米国でアクティビストが獲得した取締役の地位は、90%超が、実際の株主投票ではなく、和解に基づくものであった⁹。さらに、委任状争奪戦の件数は、過去20年間に於いて、2009年をピークとして減少している¹⁰。日本も同様の経過をたどるものと考えられ、市場の発達に伴い、和解の増加が見込まれる。

おわりに

アクティビズムは日本でかなりの勢いを得つつある。米国の例を見ると、アクティビストが日本に参入すると、以後日本に定着するものと思われる。そのため、企業は対処のための備えが必要である。次号では、準備と対処のための戦略について論じたい。

¹ “Financial Results – Fiscal Year Ending March 31, 2020,” *IR Japan Holdings*, August 21, 2019.

² *Activist Insight*.

³ “List of institutional investors signing up to ‘Principles for Responsible Institutional Investors’ (Japan’s Stewardship Code),” *Financial Services Agency, The Japanese Government*, December 27, 2019.

⁴ “Corporate Japan sheds more cross-shareholdings,” *Nikkei Asian Review*, September 5, 2019.

⁵ *Id.*, citing statistics from Nomura Institute of Capital Markets Research.

⁶ “30 years since Japan’s stock market peaked, climb back continue,” *Nikkei Asian Review*, December 29, 2019.

⁷ “Once-mum Japan shareholders crank up pressure on management,” *Nikkei Asian Review*, July 6, 2019.

⁸ “Japan’s boards evolve as outside directors occupy 30% of seats,” *Nikkei Asian Review*, October 2, 2019.

⁹ *Activist Insight; FactSet Shark Repellent*.

¹⁰ *FactSet Shark Repellent*.

本メモランダムはリーガル・アドバイスの提供を目的としておりません。本メモランダムに基づいて法律上又はビジネス上の決定をすることはお控えください。本メモランダムの内容に関してご質問等ございましたら以下にご連絡ください。

Scott A. Barshay
+1-212-373-3040
[Email](#)

Ariel J. Deckelbaum
+1-212-373-3546
[Email](#)

Kaye N. Yoshino
+81-3-3597-8101
[Email](#)

Tong Yu
+81-3-3597-6306
[Email](#)

本稿は Frances F. Mi（カウンセラー）及び Junghyun Park（アソシエイト）の協力により執筆されました。

日本におけるポール・ワイス

ポール・ワイスは、米国関連のクロスボーダー案件において米国の法律事務所をリードする法律事務所です。1987年に東京オフィスを開設して以来、当事務所のバイリンガルでバイカルチャーのチームは、日本の企業及び依頼者を、最も重要なクロスボーダーのM&A、ジョイント・ベンチャー、キャピタル・マーケット取引及びインベストメント・ファンドの組成においてアドバイスしてまいりました。また、日本国外の依頼者が日本で活動する際にもアドバイスを提供しています。当事務所の東京のチームは、米国法及びマーケット・プラクティスを深く理解するとともに、日米間の文化、言語及びプラクティスの違いにもきめ細かく対応しています。当事務所は、グローバルなプラットフォームと経験を活用して、様々な一流の取引において、日本の依頼者及び日本に関心を持つ依頼者のために、価値を実現するための機会を見つけ出してまいりました。当事務所はまた、米国の規制及び訴訟が関連する最もセンシティブな場面において、経営陣及び取締役会を含む日本の依頼者のためにアドバイスを提供しています。