

株主アクティビズムと年金基金

－ 「アクティビストの遊び場」と評される日本における年金基金・ 受託金融機関の議決権行使の課題 －

2022年12月6日

杉田 健

(公財)年金シニアプラン総合研究機構 特任研究員¹

要旨

本稿は日本の株主アクティビズムに対する法制の課題および議決権行使助言会社の動向を踏まえ、長期投資家としての年金基金および受託金融機関による議決権行使のあり方を論じるものである。日本では株主アクティビズムが盛んになっており、すでに2019年時点でフランス議会に提出された報告書には「日本はアクティビストの遊び場」と評されている。また最近では環境アクティビストの活動の活発化も報道されている。アクティビズムについては賛否両論があるが、日本の法制が企業の長期的成長を確保するのに不十分であるとの指摘も少なくない。また議決権行使助言会社については企業実態を十分把握していないとの批判もある。また環境アクティビストについては環境アクティビスト自体の法の尊重姿勢等の課題がある。従ってアクティビストからの株主提案が提起された際に、年金基金が自家運用において自ら議決権行使をする場合も、年金資金の受託金融機関が議決権行使をする際にも、これらの日本のアクティビスト関連法制の不十分さや、議決権行使助言会社への批判、環境アクティビストの課題を認識しつつ、企業の長期的成長を見守る方向で判断すべきである。

1 はじめに

本稿は、日本で活発化しつつある株主アクティビズムに対して、年金基金および、年金基金から資金を受託している金融機関（以下「受託金融機関」と略す）のかかわり方について論ずるものである。本稿で年金基金とは公的年金および私的年金を含み、また私的年金の確定給付企業年金については基金型のみならず規約型も含む。株主アクティビズムとは、「株主の利益のために、企業経営を改善する目的で、積極的な経営提言を行う行為」であり（中井(2011), p. 383）、このような行為を行う個人・企業は、アクティビストまたは「物言う株主」と呼

¹ 本稿のうち意見や評価にかかる部分は著者の個人的見解であり、所属する組織のものと必ずしも一致しない。

ばれている²。日本では近年、株主アクティビズムを実践する、アクティビスト・ファンドが増加しつつあり、またアクティビストによる株主提案も増加しつつある（菊地(2022)）。さらに、東芝の再建をめぐってアクティビストの活発な活動が報道されている（藤原(2022)）。また最近では、環境アクティビストの活動も報道されている（2.3 節に記載）。年金基金および受託金融機関がアクティビストと関わるのは議決権行使の場面が主であると考えられるので、本稿では議決権行使に関して論じる。また議決権行使に関連して議決権行使助言会社の活用についても論じる。

本稿の結論は、第一にアクティビストに関しては欧米に比べて日本の法制度が寛容であるので、年金基金および受託金融機関は、この法制度の課題を認識すべきであることである。第二に議決権行使助言会社の助言については、議決権行使助言会社が必ずしも会社の実態を十分把握していない可能性に留意すべきであることである。第三に環境アクティビストの提案に対しては法を尊重する主体であるか、幅広い観点から評価できるかにも留意すべきであることである。

本稿の構成であるが、次の第 2 節で日本におけるアクティビストの活動の活発化とその背景を述べ、第 3 節で年金基金および受託金融機関のアクティビストとの関係を述べ、第 4 節ではアクティビストへの評価を述べ、第 5 節ではアクティビストに関する欧米の法制を説明する。第 6 節では議決権行使助言会社について論じ、第 7 節では環境アクティビストについて論じ、第 8 節でまとめる。

2 日本におけるアクティビストの活動の活発化とその背景

2.1 日本におけるアクティビストの活動状況

日本においてアクティビストの活動は活発化しつつある。株式会社アイ・アール ジャパン・ホールディングス 2022 年度第 1 四半期決算説明会資料によれば、日本に参入しているアクティビスト・ファンド数は、2014 年には 7 件だったが、2021 年には 50 件に増加し、2022 年 7 月末では 53 件になっている。同資料によると、アクティビストによる株主提案数も 2014 年は 4 件だったが 2021 年では 28 件となり、2022 年 7 月末時点では 56 件になっている。

アクティビストの主張内容は自社株買いや配当増など短期的な株主還元を求めるものが比較的多くなっている。成城大学法学部の山田剛志教授が上場企業 611 社に送付し、回答（複数回答可）を得た 93 社によれば、自社株買いが 13 件、配当増が 10 件、役員報酬削減が 8 件、社長・CEO の選解任が 6 件、遊休資産売却が 6 件、ESG/SDGs 関連が 4 件、親子上場廃止が 1 件、会計監査人の変更が 1 件、その他が 25 件、合計 74 件となっている（武井他(2021)）。

アクティビストの活動の影響の一例として、最近話題になっている東芝を次

² 朝日新聞出版『知恵蔵』中の金谷俊秀による解説（2018 年）。

節で取り上げる。

2.2 東芝におけるアクティビストの活動

東芝は 2015 年に不正会計が発覚し、2017 年に子会社のウエスチングハウス社が倒産、2017 年 3 月期決算は 9,656 億円の最終赤字で債務超過に転落し、東証 1 部から 2 部へ指定替えとなった。12 月に東芝は上場廃止回避のため 6000 億円の第三者割当増資を実施し、アクティビストを含む株主が応じた。この結果 2018 年 5 月で債務超過を解消し、6 月に半導体メモリ子会社を 2 兆円で売却した。2019 年 6 月、運用資産 180 億ドルを誇る米国の大手アクティビストの 1 つのキングストリーの要請を経て社外取締役役に外国籍の 4 人を選任³、2021 年 4 月 CVC キャピタル・パートナーズによる買収提案が表面化し⁴、当時社長の車谷氏が辞任した。6 月定時株主総会で元取締役会議長ら 2 人の再任案が否決された。11 月にはグループ全体を 3 分割する案が公表されたが、翌 2022 年 2 月には 3 分割案を 2 分割案に修正、この案が 3 月に臨時株主総会に提出されたが否決された⁵。4 月には分割案の中断を公表、株式非公開化を含む再編案の公募を公表した⁶。このように意思決定がスムーズに進まないため、「東芝の株主にはアクティビスト（モノ言う株主）が多いため経営陣とたびたび対立し、再建が前に進まなかった」との評価がある（藤原(2022)）。

2.3 環境アクティビスト

環境 NGO がアクティビストとして株主提案を出し、機関投資家に同調を求める動きもある。例えば環境 NGO であるグリーンピースは、トヨタ自動車の株式を取得し、物言う株主として環境対策の強化を迫り、内燃機関の新車の販売停止と EV の導入拡大を働きかけた⁷。また 2021 年時点で、アセットマネジメント One など資産運用 2 社は、環境株主提案にすべて賛成したと報道されている⁸。

³ キングストリーは、財務面で危機に陥っている企業の株式や債券を安値で買い取り、企業の価値が上昇したところで売却する投資手法であるディストレス投資を得意とする。（山下耕太郎「アクティビスト事例」<https://info.monex.co.jp/feature/activistfund/column/king.html>, 2022 年 9 月 16 日閲覧）

⁴ CVC キャピタル・パートナーズは欧州を本拠して主にプライベート・エクイティを扱う投資ファンドである。（<https://www.cvc.com/about/>, 2022 年 9 月 16 日閲覧）

⁵ 会社提案（2 分割案）は日系中心に 39.53% の賛成率、非公開化検討の株主提案はアクティビスト系を含む 44.6% の賛成率でいずれも成立しなかった（週刊東洋経済 2022 年 8 月 27 日号, p. 47）。

⁶ このパラグラフのこの文章までは、特に断らない限り日本経済新聞社「東芝再編へ検討進む、株式非公開化も 経緯を振り返る」2022 年 9 月 2 日および週刊東洋経済 2022 年 8 月 27 日号, pp. 40-41 による。

⁷ FACTA 2022 年 7 月号, pp. 10-11。

⁸ 須賀恭平、大道鏡花「アセマネ One など資産運用 2 社、環境株主提案にすべて賛成」『日本経済新聞』、2021 年 10 月 5 日。

2.4 アクティビスト活発化の背景

現在の日本の株式市場はアクティビストの第3次ブームと言われることがあるが（菊地(2020), p. 39)⁹、この背景としては、第1次安倍政権から始まったコーポレートガバナンス改革、持ち合い解消、および日本の株式会社の中には海外の株主から批判を受けやすい会社が少なくなかった点が挙げられる。

2.4.1 コーポレートガバナンス改革

2012年からの第1次安倍政権は、コーポレートガバナンスを改善し、ROE（株主資本利益率）を向上させるために、2014年にスチュワードシップ・コード、2015年にコーポレートガバナンス・コードを制定し、企業に投資家との対話の積極化を求めた（菊地(2020), pp. 5,119）。この背景にあるのは、バブル崩壊以降の日本経済停滞の理由の主因が企業経営者のリスク回避や保身にあるという認識から、ガバナンス強化によって海外からの資本を呼び込もうとしたことがあると言われている（岩村, 2021, p. 24）。また、アクティビストのダン・ローブによる安倍晋三首相、麻生太郎財務相、黒田東彦日銀総裁への働きかけもあった（ウォーカー(2021), p. 269）。スチュワードシップ・コードおよびガバナンス・コードはいずれも企業と株主との積極的な対話を奨励している¹⁰。スチュワードシップ・コードの原則4には以下のように書かれている。

機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

コーポレートガバナンス・コードの原則の第1の中では以下のように書いてあり、アクティビストが活動しやすくなっている。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

また原則の第5は以下のように書いてあり、企業はアクティビストの面会要求を門前払いしにくくなった。

【株主との対話】

5. 上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、

⁹ 第1次は1980年代の資産バブル期の仕手筋（例：コーリン産業）や事業会社（例：ミネベア、秀和）による敵対的買収ブームであり、第2次は2000年代半ばの村上ファンドやスティーラー・パートナーズの活動である（菊地(2020), pp. 10-13, 30）。

¹⁰ なお、早稲田大学のスズキトモ教授は、企業の算出した付加価値を株主に優先的に配分した結果、富が海外に流出して、これが一因となってアベノミクスが予定していたトリクルダウンが生ぜず、日本の失われた30年をまねいたとして、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの推進に批判的である（スズキ(2022), pp. 6-14）。

その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

2.4.2 持ち合い解消

株式持ち合いは第二次世界大戦後に日本で株式市場が再開してから 1980 年代まではほぼ一貫して拡大したが、最近では低下傾向にある。持ち合いによる安定株主の存在は、高度成長時期には日本企業の強みとされることもあったが、1990 年代以降のバブル崩壊以降は日本経済の長期停滞・国際競争力低下を招いた弱みの要因とされることが多くなった（西山（2021）, p. 122）。1990 年には 50% を超えていた株式持ち合い比率は 2020 年度末には 13% にまで低下しており（西山（2022a））¹¹、結果として安定株主の投資比率が減少し、アクティビストを含む純投資家の比率が増加した。

2.4.3 日本の一部の株式会社の傾向

日本の株式会社の中には海外の株主から批判を受けやすい会社が少なくなかった。配当増などの株主還元の余地があると評価されるほか¹²、例えば日本では親子上場が多い。親子上場は、上場子会社の少数株主の権利が軽視されるとしてコーポレートガバナンス上問題とされている。日本では数こそ減少しつつあるものの¹³、親会社が 50% 以上の株式を持つ上場企業の割合は 2018 年 12 月末で 6.11% ある。米国は 0.52%、英国 0.00%、フランス 2.23%、ドイツ 2.14% となっており¹⁴、日本の比率は高い。

¹¹ この「持ち合い比率」は西山論文の「広義持ち合い比率」であり、上場会社（上場保険会社を除く）が保有する他の上場会社株式（時価ベース）の市場全体の時価総額に対する比率（子会社および関連会社株式を除く）に保険会社の保有比率を加えたもの。従って、相互持ち合いだけでなく、片持ち（A 社は B 社の株式を保有しているが、B 社は A 社の株式を保有していない）も対象となっている。

¹² 配当の日米格差の陰で、見逃されているのは日米の有配率（配当をしている会社の割合）の差との見解がある（スズキ（2022）, p. 86）。米国上場企業の有配率は 35% であるのに対し、日本の東証一部上場企業では 93%、全上場会社でも 80% である。米国は業績が悪化していれば配当を控えるが、日本は安定配当政策を採用しているからである。

¹³ 上場親会社を有する上場子会社の数は 2007 年 3 月末では 417 社あったが（西山（2019））、2019 年 3 月末で 262 社、2022 年 3 月末では 219 社に減少している（西山（2022b））。なお、西山の「上場親会社を有する上場子会社」とは、当該子会社の株主構成において当該子会社以外の上場企業単独の株式保有比率が 50% 超、または 40% 以上 50% 以下で開示資料である「支配株主に関する事項」により親子関係が判明したものである。

¹⁴ 経済産業省, 2019. 「第 3 回公正な M&A の在り方に関する研究会」（資料 3 利益相反構造のある M&A 海外法制調査（中間報告）：ホワイト&ケース法律事務所作成） p.4、https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/fair_ma/pdf/003_03_00.pdf、2022 年 10 月 10 日作成。

3 アクティビストと年金基金および受託金融機関の関係

アクティビストと年金基金の関係は間接的であることが多い。アクティビストは企業に対して様々な要望を提出するが、その1つの手段が株主総会における株主提案である。年金基金または受託金融機関が株主提案に対して賛否の意思表示をすることで、間接的にアクティビストと関わることになる。年金基金は資金の大部分を受託金融機関に委託しており、自家運用（自ら市場で売買して運用すること、インハウス運用ともいう）は少数の基金に限られるので、議決権行使を実施するのは、ほとんどの場合に受託金融機関である。米国では1980年代に州・地方の公的年金基金が、株主総会に株主提案を提出し、経営陣に圧力をかけて経営変革を迫り、マスコミも利用するなどアクティビストとしての活動が見られたが（Bratton and McCahery, eds. (2015), pp. 39-40）、現在は行われていないようである¹⁵。なお、ブラックロックは米国、英国、カナダおよびアイルランドにおいて議決権行使の権利を委託先に委譲する選択肢を設けているが¹⁶、日本でもいずれそのような選択肢が可能になれば、年金基金が直接議決権行使に関わる機会が増えると推測される。

4 アクティビストへの評価

4.1 肯定的評価

株主アクティビズムを肯定的にとらえる理由は、エイジェンシー問題の解決である（Bratton and McCahery, eds. (2015), p. 1）。すなわち、所有と経営の分離によって、経営の結果が必ずしも所有者である株主の意図とは整合的ではなくなってきたが、それを正すのがアクティビストの役割というのである。具体的には経営者の高額報酬がアクティビストの攻撃材料になった（中井(2011), p. 384）。例えば、ヘッジファンドのリレーショナル・インベスターズを率いるラルフ・ホイットワースは2007年に「ホーム・デポ社の株式1.3%の購入から始めて、役員報酬が業績に見合わない」と批判して同社のCEOと4人の役員を辞任に追い込んだ」（ウォーカー(2021), p. 200）。

¹⁵ 中井（2011）によると、1970年代までは、年金基金等の機関投資家が株主アクティビズムの担い手として重要な地位を占めるには至らなかった。しかし、カリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）とカリフォルニア州教職員退職年金基金（CalSTRS）が中心となって、1985年にCII（全米機関投資家評議会）が設立されると、機関投資家が、個人投資家に代わり株主アクティビズムの担い手として大きな影響力を持つようになった。1980年代末期までには、巨大公的年金基金がかなり活発に株主代理提案（Shareholder proxy proposals）を提出するようになったが、1990年代初頭になると、むしろ経営者や取締役と対話することにシフトした。

¹⁶ <https://www.blackrock.com/corporate/newsroom/press-releases/article/corporate-one/press-releases/2022-blackrock-voting-choice>, および <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship/blackrock-voting-choice> いずれも2022年10月9日閲覧。

アクティビストの関与によって、会社の収益が向上し株価も上昇したという研究もある(Brav et al.(2008))。業績改善例としては、マイクロソフト社に対する、アクティビストのバリュー・アクトキャピタルは株価低迷に対して業績改善を強く取締役会に要求し、CEO 交代を実現し、新 CEO サティア・ナデラはクラウド・コンピューティング事業と企業向け製品に全力を注ぐなどの改革を実現し、25,000 人の余剰人員を削減し、株価を上昇させた (ウォーカー(2021), pp. 182-194)。これは、アクティビストによって業績改善が促進されたと評価することができる。

4.2 否定的評価

否定的評価としては、「アクティビストは短期志向で、株主還元ばかり求めて、長期指向の事業会社を食い物にする」という評価がある (菊地(2020), p. 8)。金融財政事情も「アクティビストは投資先企業の価値向上に資する存在だとの声上がる一方、強圧的な行動によって極端な株主還元を要求する『ゆすり屋』との評価もある」と書いている¹⁷。早稲田大学の岩村充名誉教授は、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードに「象徴されるような株主権の一方向的な強化は企業や機関投資家を縛り付けることで、短期的な利益を狙うタイプのアクティビストの行動を容易にした。そうしたアクティビストの中には、長期的な企業価値向上に関心がないばかりか、企業価値の破壊者と呼ぶのにふさわしい者さえいる」と評価し、「短期的な利益獲得に走り、株式を売り抜けようとするショートターミストは企業価値の破壊者」としている (岩村, 2021, pp. 24, 27)。確かに、2.1 節で引用した山田教授のアンケート調査では、アクティビストの企業に対する要求として自社株買いや配当増などの短期的株主還元が多いことが示されている。また、2021 年に金融庁が作成した資料によっても、アクティビストファンドからの具体的な提案について、自社株買いに関する提案および配当増に関する提案が突出していた¹⁸。高い株主還元について、シュローダーのヘッド・オブ・ストラテジック・リサーチのダンカン・ラモントは「投資家にとっては魅力的に映るかもしれないものの、企業にとっては将来に向けた投資余力を減らしている、即ち、企業の長期的な持続可能成長率を削いでいることに他ならない」と指摘し、企業が利益の約 20%を株主還元にあてている場合、長期的な持続可能成長率は 11%程度、長期間に当たり利益のほぼ 100%を株主還元にあてると長期的な持続可能成長率は 0%という数値を公表してい

¹⁷ 週刊金融財政事情 2021.9.28 号、p. 24。

¹⁸ 「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・コードのフォローアップ会議」(第 23 回)(令和 3 年 1 月 26 日)資料 5 第 23 回事務局参考資料(資本効率/経営資源の配分等)(<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20210126/05.pdf>, 2022 年 11 月 10 日閲覧) p. 16 によれば、令和元年度の企業宛アンケート結果によると、アクティビストファンドからの提案の 44%に自社株買いに関する提案、36%に配当増に関する提案があった。

る（ラモント(2018)）。早稲田大学の上村達男名誉教授は東芝に関して「ファン
ドがやりたい放題」として、半導体子会社「東芝メモリ」の売却益 1 兆円のうち
7000 億円を使って自社株買いを実施、株主に報いるために使ってしまった点に
ついて、アクティビストを擁する東芝の取締役会のガバナンスに疑問を呈して
いる（小原(2021)）。

アクティビストの要求の 1 パターンとして、サード・ポイントがソニーに要
求しているような「コングロマリット・ディスカウント」の解消¹⁹、すなわち
株主利益のために多角化経営をやめる提案があるが、これに応じて事業の一部
を海外に売却した場合に、技術が海外に流れ、売却先が独裁国家に関連する企業
であった場合に、軍事技術に転用され、安全保障上の問題になりかねないとの指
摘もある（平井(2022), pp. 64-80）。

アクティビストが関与しても業績が良くならなかった例としては米国のヤフ
ーがあげられ、カール・アイカーン、サード・ポイント社、スターボード・バリ
ュー社とアクティビストが次々と関与し、CEO をはじめとする役員の入替
えを行ったにもかかわらず業績が上向かず、中核事業をベライゾンに売却して消
滅した（ウォーカー(2021), pp. 91-121）。

5 アクティビストに関する欧米の法制

以下に述べるように、欧米では株主の権利について制限が日本に比べて厳し
く、アクティビストが活動しにくくなっている。

5.1 業務執行に関する株主提案の制約

アメリカ（州法）、フランス、ドイツでは株主総会では原則として業務執行に
関する事項について決議できないとされている一方、英国や日本では制約がな
い。アメリカでは法的拘束力のない勧告的提案であれば可能で、実際に提案が行
われているものの、連邦委任状規則で「会社の通常の事業運営」に関する株主提
案を会社が拒絶することができる。フランス、ドイツでは法的拘束力のない勧告
的提案が業務執行に関するものであれば拒絶できる。英国と日本では業務執行
に関する株主提案は可能である（松尾（2016), pp. 131-132）。

5.2 濫用的な提案権行使の対応

アメリカ、英国、ドイツでは、濫用的な株主提案の行使に対処するために明文
の規定が設けられており、フランスでは明文の規定はないが一定の場合には提
案権の行使の濫用に当たり許されないとの解釈が示されている。日本において
も、提案された議案が法定・定款に違反するものである場合には、総会への付議
は不要で、その議案の通知も不要であり、明らかに虚偽の提案理由、または専ら

¹⁹ 日本経済新聞（2020）「米サード・ポイント、ソニーに半導体分離再び要求」1月31日。

人の名誉を侵害し、もしくは侮辱する目的によるものと認められる場合には、当該提案理由を参考書類に記載することを要しないとされている。しかし、議案自体についてはこのような制約は明文では定められていない(松尾 (2016), pp. 132-135)。米国と日本の株主提案権を比較した場合、米国ではかつての株主総会で濫用とされる株主提案が目立ったことから、我が国と比べて提案内容についての具体的な制限事項が多い (外崎(2017), pp. 13-14)。

5.3 その他各国別の特記事項

アメリカについて、武井一浩弁護士は、米国では、多くの州会社法でステークホルダーの利害を考慮することを認める *constituency statute* が制定されていると述べている (武井等(2021))²⁰。また、成城大学の山田剛志教授によれば米国ではユノカル基準で合理的な脅威があるだけで、取締役会限りの買収防衛策をするかの裁量を広く認めて対抗措置がとれるが、日本では、株主総会で株主意思の確認をしないと、買収防衛策が機能しないと述べている (武井等(2021))²¹。なおアクティビスト活動を規制することを狙って *Brokaw* 法案が 2016 年と 2017 年の 2 回にわたって連邦議会に提出され、成立するには至っていないものの(添付資料 2 参照)、今後の動向に注視したい。

英国では、2006 年に会社法が改正され、従業員利益や顧客・サプライヤー等の事業上の関係の発展を促す必要性、地域社会および環境にもたらす影響等を考慮して、取締役は企業の中長期的な成功を最も確実に達成すると誠実に考える方法で行動すべき旨の法的義務が、会社法 172 条で明記されている。そしてこの 172 条の遵守状況の開示強化等を盛り込んだ英国ガバナンス・コード改定が 2018 年に行われている (武井等, 2021)。この改定では取締役会に従業員の声が届くようにする仕組みが検討され、意見公募を経て 3 つの手法が改訂コードの条項 (Provision) 5 に規定された (江木(2018))。以下、筆者による原文²²からの仮訳を示すが、このような条項は日本のコーポレートガバナンス・コードに存在しない：

²⁰ *constituency statute* は構成員規定と訳すことができるが、ステークホルダー法とも呼ばれ、企業の取締役が経営判断をする際に、株主以外の利害を考慮することを認めるものである (Innov8social のウェブサイト (<https://www.innov8social.com/2011/08/what-is-constituency-statute>、2022 年 9 月 7 日閲覧)。

²¹ ユノカル基準(Unocal Test)とは、1985 年に米国デラウェア州で示された判例法理で、買収防衛策の適法性を判断するにあたり、(1) 敵対的買収が会社の政策や効率性に対して脅威であると信じる合理的な根拠があること (Reasonableness, 合理性テスト)(2) 買収防衛策がその脅威との関連で相当であること (Proportionality, 相当性テスト)の 2 つの基準を満たす必要がある (<https://www.marr.jp/yougo/detail/198>、2022 年 9 月 29 日閲覧)。日本では、株主総会で株主意思の確認をしないと、買収防衛策が機能しない上に、コーポレートガバナンス・コードを踏まえて、買収防衛策を辞めることが良いこととされている (武井等(2021))。

²² UK Corporate Governance Code 2018, p. 5 記載の Provision 5.

取締役会は、会社のその他の主要な利害関係者（stakeholders）の意見を理解し、その利害関係者と 2006 年会社法第 172 条に規定される事項が取締役会の議論と意思決定にどのように考慮されたかを年次報告書に記述する必要がある。取締役会は、エンゲージメント²³の仕組みが効果的であり続けるよう、常に見直す必要がある。

従業員とのエンゲージメントについては、以下の方法のいずれか、または両方を用いるべきである。

- 従業員から任命された取締役
- 正式な従業員諮問委員会（workforce advisory panel）。
- 指名された非業務執行取締役

取締役会がこれらの方法の一つ以上を選択していない場合は、どのような代替措置が講じられているか、また、それが効果的であると考えられる理由を説明する必要がある。

フランスの会社法では、株主や株主総会が介入できない事項など権限分配がなされた法規定となっている。また、記名式での 2 年以上の株式保有により議決権が 2 倍となる制度をデフォルトで上場会社に採用する等²⁴、いくつか法制度上の対応を行っている。最近では、「企業の成長・変革のための行動計画法」

（Le Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises, PACTE 法）が 2019 年 5 月に制定され²⁵、企業が社会的および環境的な利益などを考慮することを正面から認める制度的手当てがなされている（武井等（2021））。フランス国民議会の財政委員会の調査報告（2019 年）である Woerth-Dirx 報告書は、「日本は米国に次いでアクティビストの『遊び場』ナンバーワンになった」と評し、日本がアクティビストの活動に寛容であると考えている（詳細は添付資料 1 を参照）。この他アクティビストへの対処に関する報告書を、フランスのシンクタンク「法律家クラブ」（Club des juristes）は 2019 年に、フランスの「私企業協会」（AFEP）は 2019 年に、「金融センターとしてのパリの発展

²³ 日本におけるエンゲージメントより広義で、ステークホルダーへの関与を示す。

²⁴ 2014 年 3 月 29 日の法律改正（通称 Loi Florange「フロランジュ法」）で、従来任意選択とされていた 2 倍議決権を原則とすることとし、ただしオプトアウトすなわち定款に定めれば任意に離脱する事も可能とした（石川（2021），pp. 312-314）。この契機の一つが 2012 年 11 月 5 日の有識者による投資委員会の答申書「フランスの産業競争力に関するマニフェスト（Pacte sur la compétitivité de l'industrie française (Rapport Gallois), 通称「ガロワ報告書」）」であり（上田（2016），p.227）、その中で、「投資するためには、企業は将来の見通しを立てる必要がある。金融市場の往々にして短期的な要請にのみ従うことはできない。まず第一に、企業における株主の比重は、長期的な視点に立つ者を優遇し、企業の他の利害関係者に発言権を与えることによってバランスを保たなければならない」として、2 倍議決権を任意から原則に変更することを提案している（ガロワ報告書、p. 21）。なお米国でも長期保有者に議決権を多く与えることは広く行われているが（アルファベット・フェイスブック・ニューヨークタイムス・フォード等）、投資家からの批判があり、議決権行使助言会社の ISS やグラス・ルイスは採用に反対、S&P500 は主力指数からこのような企業を排除することを決定した（福本（2016））。

²⁵ PACTE 法は知恵蔵 mini による（<https://kotobank.jp/word/PACTE> 法, 2022 年 9 月 16 日閲覧）。

を目指したワーキンググループ」(Paris EUROPLACE)は2020年に、公表している(石川(2021), pp. 316-320)。以上の4つの報告書を受けて監督官庁の金融市場庁(Autorité des marchés financiers, AMFと略称)も報告書を2020年に出し、アクティビスト規制を論じている(石川(2021), pp. 320-324)。運用上もAMFはアクティビストに対して厳しく、例えば米国のヘッジファンドであるエリオットグループ傘下のフランスのアクティビストが、フランスの貨物輸送大手のノルベール・ダントレサングル社に関する株式買い付けに関連した手続きの瑕疵に関して、総額2000万ユーロという巨額の制裁金を2020年4月17日に課すことを決定している(石川(2021), pp. 327-328)。

ドイツ企業において、株主総会は最高機関ではなく、株主総会、ボード、マネジメントの3者は並列関係にあり、相互の勢力均衡を会社法の立法方針とする。マネジメントには、一定範囲で、株主総会やボードに指図されずに業務執行を行う権限が与えられている。その上で、マネジメントの選解任権限を有しているボードの半数を、株主による選解任が及ばない従業員代表としている(武井等(2021))。

5.4 小括および補足

上記のように、日本の株主提案関連法制およびその運用は、欧米と比較してアクティビストの活動がしやすい環境を作り出していると言える。法定決定事項や株主代表訴訟の点で、日本に比べて欧米の仕組みは、株主や株主総会が決める事項の範囲が限定されており、日本でも検討すべきである。また上村は、一貫した企業買収法がない日本において、ファンドの圧力に負けて買収防衛策を破棄している企業が増えていることを憂慮している(小原(2021))、この面の法律の手当ても必要かもしれない。欧米並みに規制が整備されるまでは、年金基金および受託金融機関は、アクティビストの提出する株主提案に対して、長期投資家の立場から慎重に対処する必要がある²⁶。さもないと、主に東芝を念頭に置いた上村教授の次の批判に該当する例が今後も発生する可能性がある：

「ファンドがやりたい放題の状況が何も変わっていないとつくづく感じる。米国なら当然科されるべき制裁がほぼなく、不当に得られた利益が何倍も剥奪されることもなく、業界から永久追放されることもなく、今も成功者のようにふるまう人が非常に多い。法律が機能しない社会は必ずこうなる。」(小原(2021))

アクティビストの要求の結果として生じることのある人員削減についていくつかの論点を補足しておく。日本の場合は、欧米と異なり企業の従業員の役割分担がポストと直接結びついていないため構造的に解雇が難しい(海老原(2021), pp. 52-58)²⁷、アクティビストによる経営改善要求が大量の人員解雇を意味する場合に、日本の企業として実現可能かが一つの論点となる。菊地

²⁶ この立場からは、買収防衛策についても一律反対するのが必ずしも適切でない可能性がある。

²⁷ 従業員の役割分担がポストと直接結びついていないために、何らかの外的要因でそのポストを維持することが不可能になっても、裁判所から見ると「別の仕事をさせればいけないか」ということになって、解雇が難しいのである(海老原(2021), p. 57)。

(2020)は、日本企業の利益率が低い理由の一つとして、「日本企業は、日本的な雇用なので、いらない社員をクビにできないから、なかなか利益率が上がりません」と述べているが、個別企業の人員削減で株主は高配当を得るかもしれないが、日本社会全体としてはこのような企業が多くなれば、消費主体としての個人の数が増減して消費需要が低迷するという「合成の誤謬」に陥る可能性にも留意すべきである。

なお、2019年に外為法が改正され、2020年5月8日に施行され、これがアクティビストへの制約になるか議論になったが、前記2.1節で述べたようにアクティビストの活動の増加傾向が続いているので、あまり影響はなかったと考えられる。この改正の趣旨は「日本経済の健全な発展に寄与する対内直接投資を一層促進するとともに、国の安全等を損なうおそれがある投資に適切に対応していくことを目的とし、事前届出免除制度を導入し、事前届出の対象を見直す等」である²⁸。東芝への適用については議論があるところであり(江淵(2021))、また事前届出の対象になるのは日本標準産業分類1465業種のうち155業種に過ぎない²⁹。

6 議決権行使助言会社

議決権行使に当たっては議決権行使助言会社の活用が広く行われているが、スチュワードシップ・コード(2020年3月24日)5-4によれば、「議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、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、自らの責任と判断のもとで議決権を行使すべきである。」と述べている。また、明田(2018)は、委員会の議論の中で³⁰、運用会社が自ら議決権行使を行うことが予算的に困難なら助言会社の役割は重要ではないかとの指摘に対して、助言会社の助言のままに議決権行使をするだけでは投資家として責任を果たしたことはないかと反論されていることを紹介している。以下、議決権行使助言会社に関して、LIXILの事例および調査不足等が批判された事例を挙げる。

6.1 株式会社LIXIL(リクシル)の株主提案と議決権行使助言会社の提言

2019年6月の株主総会での株主提案は54社で、株主提案が成立したのはLIXILに関してだけだったが(菊地, 2020, p. 141)、この時のLIXILに対する議決権行使助言会社の助言については批判がある。議決権行使助言会社のISS

²⁸ 財務省ウェブサイト「最近の外為法改正」https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/gaitame_kawase/gaitame/recent_revised/index.html、2022年9月14日閲覧。

²⁹ 財務省(2021)「外国為替および外国貿易法の関連政省令・告示改正について」4月24日 https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/gaitame_kawase/press_release/kanrenshiryoku01_20200424.pdf、2022年9月14日閲覧、9頁。

³⁰ 明田(2018)は、スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コード改定のためのフォローアップ会議と有識者会議およびGPIF運用委員会の議論から論点を抽出している。

は株主提案（瀬戸欣也前 CEO の復帰）に反対したが、アクティブ運用の国内機関投資家ではこの株主提案に賛成し、会社提案全てに反対した者が多かった（菊地(2020), pp. 140-145）。もともと瀬戸欣也 CEO 退任について、指名委員会で潮田氏は瀬戸氏が退任を希望していると虚偽の報告をしたことによるものと報じられており（秋場(2022), pp. 20-24）、これが真実なら、ISS がこのような実態を把握していたのか疑問が残る。米国の投資銀行のジェフリーズも「ISS:欠陥のある報告」と題するレポートを提出して ISS の助言を批判していたとのことである（秋場(2022), p. 307）。市場の反応であるが、LIXIL グループの株価推移をみると、2018 年 10 月瀬戸 CEO の解任時に急落した株価は株主総会直前の 2019 年 6 月 24 日には 1475 円をつけたが、株主提案の可決により瀬戸 CEO 復帰後は順調に株価が上昇し、2021 年 9 月には 3365 円をつけている。議決権行使助言会社 ISS の判断にもかかわらず、市場は株主提案の結果を評価していると考えられる。

6.2 議決権行使助言会社への批判と提言

ISS については、調査不足等の批判が報道されている。2022 年の株主総会で、ISS は長瀬産業や日清食品ホールディングスの社長の選任議案に「政策保有株が連結純資産額の 2 割を超えている」として反対を推奨したが、長瀬産業は「政策保有株の比率は年度末で 17.8%」と反論、日清食品ホールディングスも「すでに 17.5%」に圧縮済みと批判している。また、東芝の役員選任について、取締役会の決定に背き株に株主提案に賛成の意思表示をツイッターで表明したレイモンド・セイジ氏の社外取締役就任に ISS が賛意を表明したことについても疑問視され「ISS はアクティビストの味方」という批判があると報道されている³¹。また、取締役選任議案の賛否推奨について「ISS は基準として自己資本利益率（ROE）水準や社外取締役の比率などを定めているが、一つでも引っかかると他が優れていても反対推奨する。」との批判も報道されている³²。尾崎(2018)は、EU および米国における議決権行使助言会社に対する開示規制を踏まえて、日本でも一定の開示義務を課すべきと提言する他、スチュワードシップ・コードの運用において **comply or explain** の **explain** に議決権行使のためコストをかけることが見合わないということが正当であると評価されるべきと述べ、さらに ISS やグライス・ルイスに問題意識を持つ日本の機関投資家が独自の議決権行使助言会社を作ることを提言している。ちなみに、英国では機関投資家の業界団

³¹ 雑誌『選択』2022 年 7 月号、p. 75。なお、議決権行使助言会社が常にアクティビストの味方というわけではない。例えば 2008 年 7 月 24 日に議決権行使助言会社のグライス・ルイスは同社の顧客に対してヤフーについて、アクティビストのカール・アイカーンの役員就任に懸念を表明している。アイカーンが役員を務める企業は、ヤフーを含めて 8 社にのぼるので、手を広げすぎて株主に対する責任を果たせないかもしれないと考えたからである（ウォーカー(2021), p. 99）。

³² 雑誌『選択』2022 年 5 月号、p. 73。

体が議決権行使助言サービスを提供しており、オーストラリアでは地元の議決権行使助言会社が存在していると報じられている³³。

6.3 小括

議決権行使助言会社の助言方針に関しては、西山（2020）は、機関投資家の議決権行使に対する意見や考え方のコンセンサスが議決権行使助言会社の助言方針となっていると述べているが、以上述べてきたように、議決権行使助言会社は必ずしも議案の背景にある会社の状態を十分把握していない可能性があることから、年金基金または受託金融機関が議決権行使助言会社を活用するにしても、上記の課題を念頭に置くべきであろう。ちなみにスチュワードシップ・コード5-4は、もっと踏み込んで、「機関投資家は、・・・議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、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、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。」と述べている。

7 環境アクティビストについて

環境アクティビストについては、活動内容が評価される面もあるが、主張する主体の問題と主張内容の2点で、株主提案については慎重な検討が必要である。

近年、環境問題への関心が高まり、地球環境の持続可能性を推進するために様々な活動が行われ、その一環として企業に対する働きかけも高まっている。例えば、環境活動家団体のグリーンピースはインドネシアのパームオイル生産において森林を破壊してプランテーションを造成していることを環境破壊と問題視し、パームオイルを使用しているウィルマー社のみならず、パーム油を使用しているネスレやユニリーバのような大企業にも再考を訴えてきており、その結果大企業はパームオイルのサプライチェーン全般にわたって環境破壊につながるように監視するようになった³⁴。このような環境活動家団体は株主総会での株主提案も一つの手段としている。

しかし年金基金として株主提案に賛同する場合に、提案主体が法を遵守しているかをみておく必要がある。例えば、グリーンピースは自己の主張を通すために実力行使をいとわないが、これは「法の支配」を否定する点で、問題が多い。例えば最近でも、グリーンピース・UK (Greenpeace UK) は2022年9月2日、「環境破壊をもたらす」産業的漁業を防ぐために、英イングランド南西部沖の海底に大岩18個を沈めたと発表した³⁵。これは漁業権の侵害である。グリーンピ

³³ Ibid.

³⁴ <https://www.greenpeace.org.uk/challenges/palm-oil/>, 2022年9月23日閲覧。

³⁵ AFP 2022年9月3日 <https://www.afpbb.com/articles/-/3422096>, 2022年9月13日閲覧。

ースは、かつては鯨肉の宅配便の窃盗³⁶、ナスカの地上絵への落書き³⁷など実力行使を続けてきたが、この体質が変わらない限り、彼らの株主提案に賛同することは、法の支配を尊重する立場に矛盾すると取られかねない恐れがある。

次に、環境アクティビストの主張そのものの妥当性や視野も幅広い観点から検討が必要である。例えばグリーンピースは電気自動車を推奨するが、2019年の日本の電力の84.8%は化石燃料によるものだから（資源エネルギー庁(2022), p. 1)、ライフサイクルで見ると電気自動車はガソリン車の8割の量のCO₂を排出することになりガソリン車に比べて圧倒的にCO₂を削減する事にはならない³⁸。さらに、自然災害の多い日本において、ガソリン車であればガソリンがなくなった車にガソリンタンクを持って行けば給油できるが、電気自動車が路上に止まってしまった場合は、電源車の出動が必要になる。また、給油時間と充電時間を比較すれば復旧速度に差があるのは明らかである。なお気候変動について疑問を呈し、二酸化炭素犯人説も含めてまだ十分固まっていない議論であると論じている論者がある点にも（クーニン(2022)）、留意が必要である。

8 結論

以上から、アクティビストからの株主提案が提起された際に、年金基金が自家運用において自ら議決権行使をする場合も、年金資金の受託金融機関が議決権行使をする際にも、日本のアクティビスト関連法制の不十分さや、議決権行使助言会社への批判（企業実態の把握が不十分など）、環境アクティビストの課題（「法の支配」を尊重しているかなど）を認識しつつ、企業の長期的成長を見守る方向で判断すべきであると結論づけることができる。

³⁶ 日本経済新聞 2010年9月6日、
https://www.nikkei.com/article/DGXNSSXKB0284_W0A900C1000000/、2022年9月13日閲覧。

³⁷ https://www.gizmodo.jp/2014/12/post_16125.html、2022年9月13日閲覧。

³⁸ この箇所は池田信夫氏のツイート（<https://twitter.com/ikedanob> の9月8日午後3時53分）を参考にしたが、数値は筆者が調べた値である。

添付資料 1 フランスの Woerth-Dirx 報告書 ³⁹

この報告書は Éric Woerth と Benjamin Dirx が中心になり、M'jid El Guerrab, Fabien Roussel および Sabine Rubin の協力によりまとめられた。

1 報告書の概要

この報告書は 2 部構成となっている。第 1 部では、株主アクティビズムの現状が具体例を挙げてまとめられており、その上でアクティビズム行動に対するヒアリング対象者の意見を紹介している。第 2 部では、パリ市場の魅力を損なわない範囲で、アクティビズム行動を必要に応じて規制するための枠組みを考察し、13 項目の提案をしている。

2 報告書の内容

2.1 第 1 部 株主アクティビズムの現状

第 1 部では、欧州においても株主アクティビズムが活発になる動きがあることが記載されている。アクティビズムの確立された法的な定義はないが、「株主（多くは少数株主）が、企業との二者間対話を超えて、経営陣やほかの株主と、時には公けの場でキャンペーンを行い、企業に変化を求めるためにとる行動」としている。

アクティビズムは米国で誕生した。かつては、投資家の意見が経営陣と異なる場合に、株式の売却という手段で意思を表明したが、1980 年代半ばにアクティビスト現象が勢いを増し、その背後には買入れ入札 (takeover bids) に関するアメリカの法律変更に関連していると言われている。過剰なキャッシュを持った企業に株主への高配当を求めたりしていたが、2008 年のリーマンショックでは経済的ショックを吸収するためのキャッシュの役割が再認識され、アクティビストは、企業の財務構造の変化よりも、戦略的・業務的・組織的な改善に焦点を合わせるようになってきている。アクティビストの活動に対して米国の規制当局は、市場の正常な機能の一部であると考えてアクティビストの行動を制限することはほとんどない。米国市場では、アクティビストの活動は成熟化しており、米国以外の市場が注目されている。特に日本は新しいアクティビストを惹きつけており、日本は米国に次いでアクティビストの「遊び場」ナンバーワンになった (le Japon est devenu le premier « terrain de jeu » des activistes après les États-Unis)。欧州ではまだアクティビストは活発ではないが、将来活発になる可能性がある。

伝統的な株主の行動が、アクティビストの活動に寄与している。特に AMF に認可を受けた資産運用会社が、伝統的な株主の中で重要である。例えば、フラン

³⁹ この添付資料作成に当たっては、原文の他、(石川(2021), pp. 316-317, 332-333)を参照した。

スにおいてブラックロックは、役員報酬に反対票を投じたり、アクティビストに賛同したりしている。ブラックロックは、ESG ファンドに焦点を当てたインデックスファンドも創設した。パッシブファンドでさえ、ガバナンスなどについて意見を示すようになることもある。

議決権行使助言会社は、投資家にとって重要なパートナーとなっている。フランスには議決権行使助言会社が数社ある。また、アメリカの議決権行使助言会社の代理店もある。それらの活動は AMF の免許を必要としないが、2014 年 3 月に AMF は行動規範を定めており、また PACTE 法は、透明性義務などを定めている。

アクティビストの行動パターンは 3 分類できるが、その第 1 は特定のイベント(M&A 等)に関連するものである。2018 年 9 月にフランスの再保険会社 SCOR を Covéa 社が買収しようとする際、SCOR の 0.94%の株主であるアクティビスト・ファンドの CIAM (Charity Investment Asset Management) は、SCOR の買収防衛策に反対し、議決権行使助言会社のグライス・ルイスも SCOR を支持したが、SCOR の提案は結局認められなかった。エリオット・マネジメントのアクティビスト・ファンドは、2015 年から XPO ロジスティクスの上場廃止に反対している。2017 年 2 月、サフランとゾディアック・エアロスペースの合併計画当時、サフランの株を 4.1%保有していたチルドレンズ・インベストメント・ファンド (Children's Investment Fund, TCI) は、合併条件に反対し、サフランに有利な条件に変更させた。

アクティビストの行動パターンの第 2 は、割安と思われる企業の価値を明らかにしようとするもので、これは中期投資家的行動である。スウェーデンのファンドであるセビアン (Cevian) は、欧州初のアクティビスト・ファンドである。現在 12 社に出資しており、キャンペーンはあまり行わず、年間 2 件程度の投資を行っている。ボルボ株を 11 年間保有するなど長期保有指向がある上、何らかの困難に直面しているグループにも出資している。投資先企業の取締役会に参加することで企業の成長を促進しようとしている。2015 年にレクセルの株式 5.4%を取得して、ガバナンスの改善を提案した。アンバー・キャピタル・ファンドは 2016 年からラガルデールに出資しているが、経営陣とは対立している。エリオット・マネジメントは、ベルノ・リカーに出資しているが、投資先の業績が潜在能力を適切に反映していないと考えている。

アクティビストの行動パターンの第 3 は、空売りである。株価が過大評価されていると判断される企業が対象になる。ゴッサム・シティー・リサーチ・ファンドは、スペインのレッツ・ゴウ・エックス社の空売りを推奨している。マディー・ウォーターズ・ファンドは、フランスの小売りグループであるカシーノの経営陣を批判し、同社株の空売りを行った。空売りによって企業価値の評価がより適正になる可能性がある一方で、市場の合理性を超えた大きな価格変動を生み出す恐れもある。

調査団はアクティビストおよび企業の双方にヒアリングを行った。第 1 にガバナンスについて、アクティビストに有利な見解としては、企業の戦略の誤りを正すことができる、企業側は防衛のための多くの手段があるというもの等である。一方、企業側に有利な見解としては、アクティビストがキャンペーンを始めた場合に企業が反論しようとしても決算発表前の「沈黙期間」においてはそれができないこと、悪質なキャンペーンは従業員を不安にさせること、同一企業に対するショートポジションを持つ複数のアクティビスト・ファンドのポジションを合算しなければ基準値超過の報告を回避できしまう等である。

第 2 に株価への影響であるが、原則としてアクティビズムによる市場の反応は良好であるが、短期的な上昇につながるだけとの見解もあるし、影響がわからないという見解もある。

第 3 にアクティビストが企業についての議論をあおる点については賛否両論があった。アクティビスト側からすると企業に依然として存在する旧弊を正す可能性が高い、対象となった企業のみならず対象外となった企業に対しても株式がその価値を反映するよう財務戦略やガバナンス戦略を見直すインセンティブになる等の意見がある。一方で、アクティビストのキャンペーンは、すでに脆弱な企業を弱体化させる可能性があり、視野が短期的で、投資家に「不合理な収益率」を約束するという批判もある。

2.2 提言

第 2 部では、パリ市場の魅力を損なうことなく、アクティビストの活動を適切に規制する提案がなされている。この前提として、効率的な市場は、安定的なルールに依存し、透明性の高い情報が必要で、当局の効率的規制が必要で、対応の早い企業によって推進されるという認識に基づく。

提案内容は以下のとおりである：

1. 大量保有報告の閾値は、現状、会社の資本金または議決権の 5%であるが、これを 3%に引き下げること。
2. 大量保有報告の閾値超過の届け出は、閾値を上回る場合と下回る場合のいずれも必要である。
3. 大量保有報告書の閾値超過の場合（証券貸借の場合を含む）の届出義務違反の場合の制裁を、システマティックかつ一層抑止力のあるものにする。
4. 上場会社のすべてが、最終的に自らの株主構成を簡潔・迅速かつ低コストで知ることができるための民間レベルでの改革（市場、技術の両面）を奨励する。
5. 一般向けキャンペーンを展開するアクティビストが株主に通知する重要情報について、一般向けキャンペーンの対象となる会社も情報を受け取ることができるようにする。

6. 一般向けキャンペーン、特にメディアを通じたキャンペーンに会社が柔軟かつ迅速に対応できること。会社の決算発表前の沈黙期間⁴⁰においても情報発信を可能とすること。
7. 過度な空売りに対処するため、金融証券の空売りの規模が一定の基準値を超える場合に市場機能に異常があるとする推定を設ける。
8. 閾値超過の届け出対象となる空売りポジションの計算の中に、上場会社に対する市場参加者のネット・エクスポージャーに含まれるあらゆる性質の金融商品を含めること。
9. 証券貸借取引に関する市場への透明性を高める手段を、金融センターにより設けられることの奨励。
10. 証券貸借取引において、貸借の対象となる証券について、議決権を分離することにより、証券貸借取引で議決権が移転しないようにする。
11. 上場会社が緊急時に規制当局に急速審理手続きを申請し、これにより規制当局が即時に調査し、必要に応じて介入、保全措置をできるようにする。
12. 規制当局（AMF）の人員・財源を増強して、アクティビズム行動に対して、AMFが実効のある規制をできるようにする。
13. 株主との対話に関する行動基準の策定を奨励。

2.3 その他

その他報告書は、株主アクティビズムとフランスの経済主権の問題についても触れている。「アングロサクソン系の外国ファンドがフランスの主要な上場企業の資本に参加することは、基本的には新しい金融機会と新しい利益源を求める結果であるが、これらの発行体が国民経済において重要であることを考えると、主権の問題も提起され得るだろう。」として、外国がフランスの大企業を不安定にするために資金を使う可能性は完全に否定できない。今後アジア大陸からアクティビストが出てくるようになれば、このテーマに注意を払うことが賢明としている。フランス企業防衛のために、フランスの公的金融機関であるBPIfranceが活動している。例えば2019年4月、BPIfranceは、資本金が低く脆弱な状況にある戦略的国営企業であるヴォレオに出資して、アクティビスト・イニシアチブからの防衛を図った。

⁴⁰ 沈黙期間とは、「企業が、決算数値等の漏洩防止の目的から、決算発表前の一定期間を『決算関連情報のIR自粛期間』として社内ルールで定めるもの。具体的な沈黙期間の長」やその間の対応は企業によって差異がある。」

（金融庁（2018）「金融審議会『ディスクロージャーワーキング・グループ』（第6回）事務局資料（提供情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組みについての主な論点）、5月11日、25頁、https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/siryoku/20180511/siryoku1.pdf、2022年8月11日閲覧）

添付資料 2 米国で提案されたブロコウ (Brokaw) 法案の概要

ブロコウ法案は、民主党所属の上院議員であるタミー・ボールドウィンが中心になって提出した、略奪的 (predatory) ヘッジファンドの監視強化を狙った法案で (Baldwin, 2017)、2 度議会に提出されたが、成立はしなかった。最初は 2016 年 5 月 17 日に提出され (第 114 回議会)、共同提案者は民主党のエリザベス・ウォレン、ジェフ・マークレイおよび当時は無党派だったバーニー・サンダースであり、9 月 8 日にロバート・メネンデスも共同提案者に加わった⁴¹。2 回目の提出は 2017 年 8 月 3 日 (第 115 回議会) であり、共同提案者は共和党のデイビッド・パーデューであったので⁴²、超党派の法案であったと言える。

1 法案の背景

ボールドウィン議員の説明によると、ウィスコンシン州ブロコウ市において、州外のアクティビスト・ヘッジファンドのスターボード・バリューがワウソー (Wausaw) 製紙会社を買収し、「経営陣を追い出し、労働者や研究開発、会社の長期的な未来への投資を犠牲にして、自社株買いなどの短期的リターンを要求し」、結果としてウィスコンシン州の工場閉鎖となり、ブロコウ市の財政が破綻した (Baldwin, 2017)。このようなことを再発させないために、アクティビスト規制の必要性から法案が提出されたというのである。

2 法案の内容

法案の説明書によると⁴³、法案の主な内容は 3 点である。第 1 に企業が 5% の株式を取得した場合に、証券取引委員会 (SEC) に報告しなければならないが、報告までの期間を現行の 10 営業日から短縮する事 (第 114 回議会提出法案では 2 営業日、第 115 回議会提出法案では 4 営業日)。第 2 に、ヘッジファンドが協調することによって個々のファンドの株式保有割合が 5% 未満でも合算すれば 5% を超える場合に報告させようとするもの。いわば複数の投資家が「狼の集団」のように企業を食い物にすることを排除しようとするものである。第 3 に、ヘッジファンドにネットの空売りポジションを開示させることである。

3 法案の評価

法案については、様々な意見がある。例えば、2016 年 9 月 8 日の報道によれば、アトランティックシティの労働者は、カール・アイカーンのような投資家

⁴¹ <https://www.govtrack.us/congress/bills/114/s2720/cosponsors>、2022 年 8 月 29 日閲覧。

⁴² <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/senate-bill/1744>、2022 年 8 月 29 日閲覧。

⁴³ <https://www.baldwin.senate.gov/imo/media/doc/3.7.16%20-%20Brokaw%20Act%201.pdf> および <https://www.baldwin.senate.gov/imo/media/doc/Brokaw%20Act%20OnePager.pdf>、閲覧日はいずれも 2022 年 8 月 29 日。

から労働者を保護するためにブロコウ法案の成立を支持している⁴⁴。一方、Brav et al. (2018) は、以下とおり全面的に批判し、法案の成立にはさらなる検討が必要としている。

- ・スターボード社の活動がブロコウ工場の閉鎖に決定的な役割を果たしたという証拠はない。スターボード社がワウソー社の株式取得を開始したのは2011年5月であるが、この時まで既にワウソー社は複数の工場を閉鎖していた。これは、電子化による紙製品産業の長期的な衰退の結果である。2011年9月6日、ワウサウの取締役会はブロコウ工場の永久閉鎖を決定したが、この時にスターボード社は取締役会のメンバーではない。取締役会のメンバーになったのはその後である。

- ・法案の背景にあるのは、ヘッジファンドのアクティビストが10日間の開示猶予期間を利用して、5%を大幅に超えるポジションを蓄積する可能性があるというものだが、このような現象は実証研究によって存在が否定されている。

- ・また、法案は、ヘッジファンドのアクティビストがしばしば開示前の期間に「狼の群れ」を形成して、対象企業に対して集団で行動するというものだが、これも経験則に基づく裏付けはない。

- ・次に、アクティビストは対象企業の株価上昇を期待して株式を購入するのであって、空売りの開示を強化することは、アクティビストの活動に影響を及ぼさない。

⁴⁴ [https://unitehere.org/press-releases/striking-casino-workers-tell-congress-pass-brokaw-act-t\)-protect-workers-from-the-likes-of-carl-icahn/](https://unitehere.org/press-releases/striking-casino-workers-tell-congress-pass-brokaw-act-t)-protect-workers-from-the-likes-of-carl-icahn/)、2022年9月14日閲覧。

参考文献

秋場大輔 (2022)『決戦！株主総会　ードキュメント　LIXIL 死闘の 8 か月』文芸春秋社。

明田雅昭. (2018)「パッシブ運用のエンゲージメントー論点整理と提案ー」『CGSA フォーラム』、16、pp. 13-32。 https://chuo-u.repo.nii.ac.jp/?action=repository_action_common_download&item_id=8919&item_no=1&attribute_id=22&file_no=1、2022 年 10 月 10 日閲覧。

石川真衣 (2021)「フランスにおける株主アクティビズム規制をめぐる議論の現状」 神田秀樹編『企業法制の将来展望　資本市場制度の改革への提言 2022 年度版』財政詳報社、2021 年の第 9 章。

岩村充 (2021)「ショートターミストは企業価値の破壊者だ」『週刊金融財政事情 2021.9.28』金融財政事情研究会、pp. 24-27。

上田廣美(2016)「フロランジュ法と二倍議決権：例外から原則へ」『亜細亜法学』、50(2)、pp. 230-210、 https://asia-u.repo.nii.ac.jp/?action=repository_action_common_download&item_id=17146&item_no=1&attribute_id=22&file_no=1、2022 年 10 月 6 日閲覧。

ウォーカー, オーウェン (2021)『アクティビスト　ー　取締役会の野蛮な侵入者』染田屋茂訳、日経 B P.

江木聡「英国コーポレートガバナンス・コード改訂に見る『従業員重視』」ニッセイ基礎研究所、 <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=59708?site=nli>、2022 年 9 月 18 日閲覧。

海老原嗣生 (2021)『人事の組み立て　ー　脱日本型雇用のトリセツ　ー』日経 BP。

江渕智弘 (2021)「経産省の東芝への対応、外為法上の争点を探る」『日本経済新聞』6 月 25 日。

尾崎悠一 (2018)「議決権行使助言会社の規制をめぐる議論について」『月刊資本市場』4 月 (No.392)、pp. 36-47、 <https://www.camri.or.jp/files/libs/1083/201805071601139943.pdf>、2020 年 10 月 26 日閲覧。

小原擁（2021）「日本が『ファンドの遊び場』に――東芝問題で露呈、法制度の不備」『日経ビジネス 5月17日』p. 17。

菊地正俊（2020）「第6章 コーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コード」神作他編『金融資本市場と公共政策――進化するテクノロジーとガバナンス―』きんざい、pp. 175-205。

菊地正俊（2022）「日本におけるアクティビスト活動と2022年6月株主総会を概観する――株主提案数は過去最高も、盛り上がりには欠ける結果に」『MARR Online, 2022年10月号 336号』、8月29日。

クーニン、スティーブン E（2022）『気候変動の真実――科学は何を語り、何を語っていないか？――』三木俊哉訳、日経BP社。

資源エネルギー庁（2022）『日本のエネルギー――エネルギーの今を知る10の質問』、https://www.enecho.meti.go.jp/about/pamphlet/pdf/energy_in_japan2021.pdf、2022年9月13日閲覧。

スズキトモ（2022）『「新しい資本主義」のアカウンティング――「利益」にとらわれた成熟経済社会のアポリア』中央経済社。

武井一浩、石川真衣、松井秀征、山田剛志（2021）「[座談会] M&A 関連法制と実務の最新動向【2021年版】～サステナブルな資本主義と上場企業法制上の諸論点～」『MARR Online 2021年12月号 326号』11月10日。

外崎静香（2017）『株主提案権の現状と課題――日米の法制と運用の比較――』電力中央研究所、<https://criepi.denken.or.jp/hokokusho/pb/reportDownload?reportNoUkCode=Y17001&tenpuTypeCode=30&seqNo=1&reportId=8780>、2022年10月12日閲覧。

中井誠（2011）「株主アクティビズムとガバナンス構造」『四天王寺大学紀要第51号』pp. 383-393、<https://www.shitennoji.ac.jp/ibu/docs/toshokan/kiyou/51/kiyo51-19.pdf>、2022年10月10日閲覧。

西山賢吾. (2019) 「親子上場数は12年連続で純減」『野村資本市場クォーターリー』夏号、野村資本市場研究所、pp. 1-4、<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2019/2019sum03web.pdf>、2022年

10月10日閲覧。

西山賢吾(2020)「2020年以降の議決権行使助言会社の助言方針改訂」『野村資本市場クォーターリー』冬号、野村資本市場研究所、pp. 145-151、<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2020/2020win12.pdf>、2020年10月10日閲覧。

西山賢吾(2021)「3分の2を超えた日本の純投資家保有比率 — 「緊張感を孕んだ相互信頼関係」の構築が重要に —」『野村サステナビリティクォーターリー』夏号、野村資本市場研究所、pp. 121-131、http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2021_stn/2021sum13.pdf、2020年10月10日閲覧。

西山賢吾(2022a)「我が国上場企業の株式持ち合い状況(2020年度) — 緩やかな持ち合い解消、政策保有株式削減の動きが続く —」『野村サステナビリティクォーターリー』春号、野村資本市場研究所、pp. 98-104、http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2022_stn/2022spr13.pdf、2022年10月10日閲覧。

西山賢吾(2022b)「親子上場の状況(2020年度末) — 4年ぶりに2桁の純減に —」『野村サステナビリティクォーターリー』夏号、野村資本市場研究所、pp. 175-178、http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2022_stn/2022sum19.pdf、2022年10月10日閲覧。

福本葵.(2016)「長期保有株主に対する優遇策」『証券経済研究』(94), pp. 77-92、https://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/94/94_06.pdf、2022年10月10日閲覧。

藤原宏成(2022)「群がるファンドに託す命運 — 非公開化のカウントダウン」『週刊東洋経済 8月27日号 — 東芝の末路』東洋経済新報社。

平井宏治(2022)『経済安全保障のジレンマ — 米中対立で迫られる日本企業の決断 —』育鵬社。

松尾健一(2016)「V. 日本法への示唆」比較法研究センター『株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書』, pp. 129-135。

ラモント, ダンカン(2018)「自社株買いを懸念すべき6つの理由」シュロー

ダー、12月6日、<https://www.schroders.com/ja-jp/jp/asset-management/insights/special-reports/201812062/>、2022年11月10日閲覧。

Baldwin, Tammy (2017) " U.S. Senator Tammy Baldwin Introduces Bipartisan Legislation to Strengthen Oversight of Predatory Hedge Funds" *Website of Tammy Baldwin* ,<https://www.baldwin.senate.gov/news/press-releases/brokaw-act2017>, 2022年8月29日閲覧。

Bratton, William, and Joseph A. McCahery, eds. (2015) *Institutional investor activism: Hedge funds and private equity, economics and regulation*. OUP Oxford.

Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas.(2008) "Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance." *The Journal of Finance* 63, no. 4: 1729-1775, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2008.01373.x>, 2022年8月29日閲覧。

Brav, Alan, J. B. Heaton, and Jonathan Zandberg. "Failed Anti-Activist Legislation: The Curious Case of the Browaw Act." *The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law*, 11, 329, <https://digitalcommons.pepperdine.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1181&context=jbel>, 2022年8月29日閲覧。