

Title	アクティビストファンドに対して日本の経営者はどう向き合うべきか
Author(s)	井上, 宏生
Citation	年次学術大会講演要旨集, 38: 171-174
Issue Date	2023-10-28
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10119/19209">http://hdl.handle.net/10119/19209</a>
Rights	本著作物は研究・イノベーション学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Research Policy and Innovation Management.
Description	一般講演要旨

## 1C04

### アクティビストファンドに対して日本の経営者はどう向き合うべきか

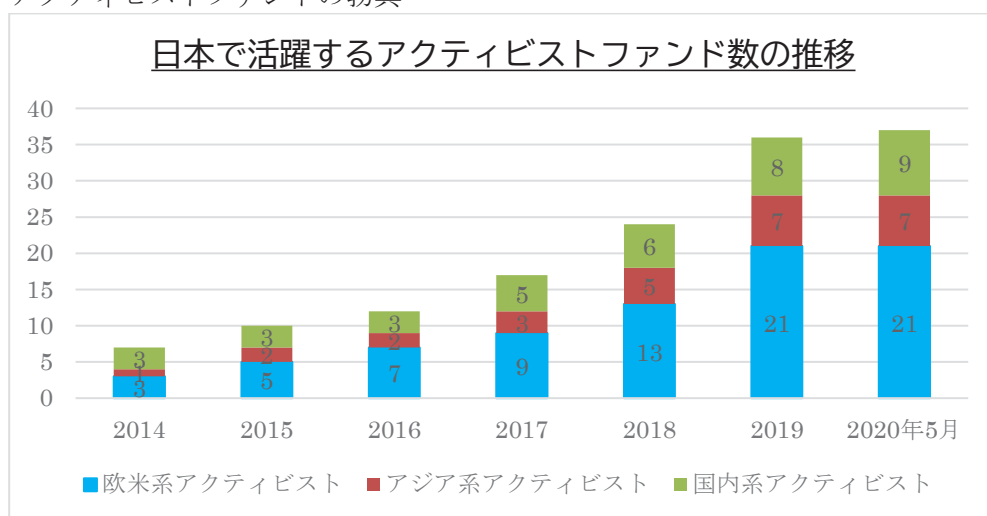
○井上宏生（東京理科大学）  
8822204@ed.tus.ac.jp

#### 1. はじめに

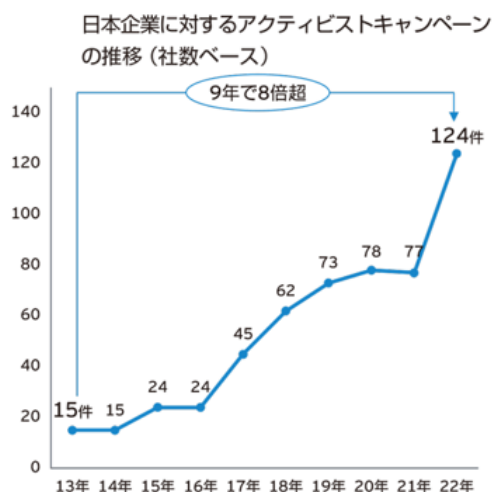
現在、日本の企業に対し、株主価値の向上を求めるアクティビストファンドの活動が活発になっている。このような状況において、日本企業の経営者は、アクティビストに対してどのように向き合うべきかを、ギルソン&ゴードンらのボード3.0の研究とコーポレートガバナンスの先行研究を基に考察する。

#### 2. 研究の背景

アクティビストファンドの勃興



出所：アイ・アール ジャパン「日本におけるアクティビストの活動状況」より筆者作成



出所：EY「近時におけるアクティビストの潮流」

近年、国内におけるアクティビストの活動が活発になっている。日本で活動するアクティビストファンドの数は、2014年には合計7社だったが、2020年5月は合計37社と5倍以上に増加している。内訳は欧米系のアクティビストが最も多く、国内のアクティビストの数も9社と2014年と比較し3倍になっている。また、日本企業に対するアクティビストのキャンペーン数も2013年の15件から2022年

の124件と、9年で8倍超に上昇している。最近でも、欧米系アクティビストのバリューストによるセブンアンドアイへの株主提案や、香港系アクティビストのオアシスによるツルハへの株主提案が話題になっている。日本の経営者らはもの言う株主である彼らに対し、どのように向き合うべきなのかを考えていく。

#### 投資家からの社外取締役の受け入れ事例

会社名	取締役が所属・関係している投資家	就任日	選任理由
ピジョン	みさき投資	2015.4	経営コンサルティング会社及び投資運用会社における豊富な経験で培った企業経営に関する高い知見しており、当社の経営戦略に対する助言と意思決定の客観性およびコーポレート・ガバナンスの向上に活かせるものと判断
オリンパス	Value Act	2019.6	グローバルな資本市場やヘルスケア業界における知見をもってグローバル企業の変革を支援した実績を有し、株主の声を経営に反映することで、企業価値向上に貢献すると判断
東芝	Farallon Capital Management	2019.6	投資ファンドにおける経験から事業ポートフォリオ、事業再構築、M&A、資本市場や資本配分の専門性を取締役会にもたらすことができ、基本戦略の審議に有益な貢献と経営に対する適切な監督が期待される
川崎汽船	Effissimo	2019.6	企業価値向上の取り組みに関する豊富な経験と高い見識を有しており、株主の視点から経営及び業務遂行に対する適切な助言・監督を行うことにより、中長期的に企業価値を向上させ、一般株主を含めた全てのステークホルダーの期待に応えることができるものと判断
富士通	いちごアセット マネジメント	2020.6	機関投資家として投資先企業との対話を行ってきた経験を持ち、株主・投資家の立場からの監督と助言が期待できる
JSR	Value Act	2021.6	グローバルに経営管理、事業変革、拡大等に携わってきた豊富な経験、国際的な視野、社外の視点を、取締役会での重要な意思決定および職務執行の監督ならびにコーポレート・ガバナンスの強化に活かし、経営判断の合理性、経営の透明性、健全性の確保を通じて企業価値の継続的向上に貢献することを期待

出所：経済産業省「CGS研究会（第3期）第1回事務局説明資料」より筆者作成

上表は近年、投資家から社外取締役を受け入れた事例をまとめたものである。みさき投資は、日本の上場企業に投資し、長期に亘って支える株主となり、経営陣と共に「働く」ことで企業進化を応援する「エンゲージメント投資ファンド」として知られている。同社は受動的な株式運用とも、また敵対的なアクティビストファンドとも異なる社会的意義を見据え、投資先企業の価値向上を通じて、投資家に高いリターンを実現することを目指している。

バリューストはアメリカのアクティビストで、運用資産は150億ドル（約1兆6,000億円）とアクティビストのなかでも有数の規模を誇っている。そして、他のアクティビストに比べて、バリューストは穏健派と見られている。同社は投資先企業の発行済株式数の5～10%を握り、経営陣の合意を得た上で取締役を派遣し、内部から財務体質の改善や事業の立て直しを行ないながら企業価値向上を目指している。同社の過去の投資先企業は、マイクロソフトやロールス・ロイスなど40社以上に及ぶ。

エフィッシモは、旧村上ファンドの幹部であった高坂氏らが、2006年にシンガポールで立ち上げた投資ファンドである。日本株の推定運用額は1兆円を超え、「国内最強アクティビスト」と言われている。そして、投資先企業に対する積極的な提案活動を行っていることで有名だ。

いずれの会社も、投資家目線の経営の知見と助言機能、ならびにコーポレートガバナンスの向上と企業価値の向上に資するとして、投資家から社外取締役を受け入れている。

### 3. 先行研究

#### エンゲージメント理論

ジェンセンらは、株主が所有権の一部を経営者に委託すると想定し、経営者が株主の意向に沿った形で所有権を取り扱う条件を考察した。

情報の非対称性を前提としたうえで、契約関係をプリンシパル（委託者、株主ないし投資家本人）とエージェント（代理人、経営者）の関係としてとらえ、エージェントの行動がプリンシパルの利害と一致しないときに発生する問題の構造を明らかにし、その問題に対処する方法を考察する理論がエージェンシー理論だ。プリンシパルは自己利益の最大化を志向するが、一般にプリンシパルとエージェントとの間には情報の非対称性ないし格差があるため、両者の間には利害対立、すなわちエージェンシー・コストが発生する。エージェンシー・コストを削減する方法としては、エージェントを監視するためのモニタリング・システム、エージェントがプリンシパルの利益と合致するような行動をとり企業価値を高めるよう動機づけるインセンティブ・システム、そしてエージェントが自己規律を働かせ、プリンシパルからの信頼を獲得しようとするボンディング・システムなどがある。

### コーポレートガバナンスにかかる先行研究

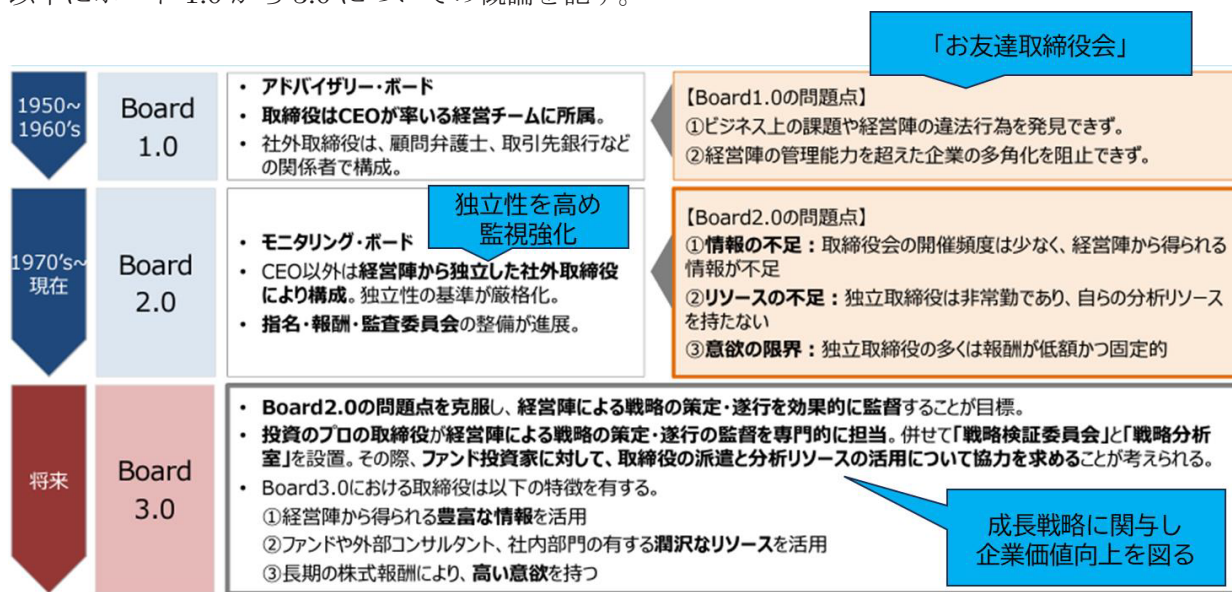
コーポレートガバナンスの定義につきましても、コーポレートガバナンスの議論が盛んになった今日でも、この言葉の定義は必ずしも確立していないと言われている。一般的には「企業経営者を規律付ける仕組み」を指すが、代表的な定義を以下に記す。

シェルファーらはコーポレートガバナンスの定義を、「株式会社に資金を提供した投資家がいかにして投資収益を確保するか」としている。

コーポレートガバナンスコードでは、「株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」としている。

### Board 3.0

以下にボード 1.0 から 3.0 についての概論を記す。



出所：経済産業省「CGS研究会（第3期）第1回事務局説明資料」

Board1.0は、1950年代から60年代までにアメリカにおいて確立した取締役会のモデルである。この取締役会はアドバイザーボードとも呼ばれ、取締役は経営者のチームの一員であり、他の企業の役員、経営者の信頼できる腹心、そして企業の顧問法律事務所、銀行、投資銀行など、経営者と関係のある取締役で構成されていた。しかし、ボード1.0には問題点があった。

Board1.0の取締役会の問題点として、企業の経営課題に対する無知さとコングロマリットの拡大を背景に、より大きな帝国を求める経営者の欲望を抑制できないこと、違法な選挙運動の献金や海外での賄賂などの防止ができないことなどが指摘され、ビジネス上の課題や経営陣の違法行為を発見できず、経営陣の管理能力を超えた企業の多角化を阻止することができなかった。

ボード1.0の失敗から新しく発展したのがボード2.0である。モニタリングボードともいわれるBoard2.0は、独立取締役で構成される監査委員会を活用するモデルで、1970年代から2000年代にかけてアメリカで台頭した。また、独立取締役が過半数を占める取締役会から、CEOを除いてほぼ独立取締役のみで構成され、経済的な「独立性」基準がますます厳格になった。



しかし、ボード 2.0 にも問題があった。それは、①情報の不足（取締役会の開催頻度が少なく、経営陣から得られる情報が不足している）②リソースの不足（独立社外取締役は非常勤であることが多く、自らの分析リソースを持たない）③意欲の限界（独立取締役の多くは報酬が低額かつ固定的である）が挙げられる。

この問題点を踏まえて、ギルソンとゴードンらによって提唱されたのがボード 3.0 である。ボード 3.0 では、ボード 2.0 の問題点を克服し、経営陣による戦略の策定と遂行を効果的に監督することが目標である。投資のプロの取締役が経営陣による戦略の策定・遂行の監督を専門的に担当、併せて「戦略検証委員会」と「戦略分析室」を設置し、その際、ファンド投資家に対して、取締役の派遣と分析リソースの活用について協力を求めることが考えられる。

Board3.0 における取締役は以下の特徴を有する。①経営陣から得られる豊富な情報を活用 ②ファンドや外部コンサルタント、社内部門の有する潤沢なリソースを活用 ③長期の株式報酬により、高い意欲を持つ。以上をもって企業の成長戦略に関与し、企業価値向上を図るのがボード 3.0 である。

#### 事例研究

次に、アメリカのアクティビストファンド、バリュアクトによる投資事例を紹介する。バリュアクトは 2013 年 4 月にマイクロソフトの投資を開始。投資金額は約 20 億ドルで、全体の 1% にも満たない金額であった。そのうえでバリュアクトはクラウド・コンピューティング事業の拡大、消費者向けソフトウェアと機器偏重からの脱却、取締役の派遣を株主提案し、プロキシファイトの上、合意がなされた。その結果として、投資から 5 年の間に株価パフォーマンスは+119.9%、ナスダックと S & P を大きくアウトパフォームした。

同様に、バリュアクトは日本の光学機器メーカーであるオリンパスにも投資と株主提案を行った。投資時期は 2018 年 5 月末で、682.8 億円を投資し、取締役の派遣を提案。その結果、2019 年 1 月にバリュアクトのロバートヘイル氏が社外取締役に選任され、カメラ事業と科学事業を売却するなどの経営改革に参画した。株価は投資から 5 年で+133.2%、日経平均と TOPIX など市場平均をアウトパフォームするに至った。

#### 4. 議論

アクティビストファンドの介入によって企業価値がどのように変化したかについては下記の式を基に一般化し算定する。

$$\text{NOPAT} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{投下資本}$$

アクティビストの提案が上式の内、ROIC を上昇させるように作用したか、また資本コスト WACC を下げるように作用したかを検証し、パターン分析及び計量分析を行う。

#### 参考文献

- [1] IR ジャパン、日本におけるアクティビストファンドの活動状況、ANNUAL REPORT, 2020, p.5
- [2] EY, 近時におけるアクティビストの潮流, EY HP, 2023-2-28,  
[https://www.ey.com/ja\\_jp/strategy-transactions/info-sensor-2023-03-07-trend-watcher](https://www.ey.com/ja_jp/strategy-transactions/info-sensor-2023-03-07-trend-watcher), (参照 2023-8-1)
- [3] 経済産業省産業組織科, CGS 研究会 (第 3 期) 第 1 回事務局説明資料, 経済産業省, 2021-11-16,  
[https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs\\_kenkyukai/pdf/3\\_001\\_04\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs_kenkyukai/pdf/3_001_04_00.pdf), (参照 2023-8-1)
- [4] 江川雅子, 現代コーポレートガバナンス 戦略・制度・市場, 日本経済新聞出版社, 2018