

アクティビストの活発化に どう対応すべきか

企業価値向上と日本経済の成長につなげるには



日本の株価は年初来、再登板したトランプ米大統領が次々に打ち出す関税引き上げなどの影響を受ける展開が続いている。とはいっても、ここ一二年の株価水準は、ようやく三〇年前の過去最高まで回復してきた。米国の投資家ウォーレン・バフェット氏が日本の商社のビジネスモデルに注目し、長期投資を始めたことも広く知られるようになったが、海外投資家が経済の潮目を迎え、構造改革に取り組む日本企業に注目している。一方、円安を背景にセブン&アイ・ホールディングスに対しカナダ企業が買収提案をするなど、時価総額の大きな企業に対する動きも出てきた。こうした中で、内外のアクティビストが日本の資本市場で動きを活発化させている。二〇二四年の段階で、保有目的に「重要提案行為」と記載した大量保有報告書は一三三件（日経集計）、株主還元や取締役選任などの株主総会への株主提案も増加している。内外のアクティビストの動きが活発になった理由は、二〇一五年に制定されたコーポレートガバナンス・コードが定着して、持ち合い株式や*政策保有株式が減少したこと、二〇二三年に東証が「資本コ

ストと株価を意識した経営」を要請し、日本企業も資本効率を意識した経営に転換しつつあること、また経済産業省から「企業買収による行動指針」が公表されたこと、などが底流にある。アクティビストといっても、投資先企業に対して、短期的に配当引き上げを迫り売り抜けようとする者もあれば、中期的に企業価値を引き上げようとする投資家もいる。今回の「わたしの構想」では、こうしたアクティビストなどの動きの活発化を日本経済の成長の視点からどうとらえるべきか、日本企業はこれにどう対応すべきか、制度面の課題はあるのか、について資本市場に詳しい識者や実務家の方々に伺った。

アクティビスト提案を受けるリスクと向き合い、長期成長につなげる

資本市場から圧力が強まることは、企業経営者が投資家と企業価値について話し合う機会が増えることを意味し、日本企業の長期的成長を促し得る点では、基本的にポジティブに評価すべきであろう。自ら投資家として企業と対話を重ねているマネックスグループ取締役会議長兼代表執行役会長（インタビュー当時）の松本大氏は、外部から厳しい規律を与えることにより、日本企業が長期的に強くなる方向につなげることが重要、と強調している。しかし、米国と比較すると、日本は短期的利益を求める投資家が目立つことは問題、という複数の識者の懸念もある。それでも松本氏の言葉の通り、この動きは不可逆なものであり、大企業ですら「資本効率を考えない経営」と投資家から受け止められれば、アクティビストから様々な提案を受けるリスクと向き合わざるを得ない時代になったといえる。識者のメッセージを企業経営者は受け止めて、企業価値向上に取り組む必要があるだろう。

企業経営者は、企業価値向上に向けた戦略的対応を

それでは、企業はどのように対応すればよいのか。アクティビストから指摘される前の取り組みが重要、と株式市場を長年研究している京都大学の川北英隆名誉教授は述べる。すなわち、社外取締役などの知恵を積極的に活用し、企業価値を高める計画や施策を描き、取締役会でビジネスモデルに踏み込んで議論する、といった戦略的対応が必要という。企業の執行や社外取締役の経験が豊かな岩田喜美枝氏は、企業経営者と社外取締役の意識改革の重要性を指摘する。「株価はCEOの通信簿」という意識が経営者に浸透してきたと指摘するほか、岩田氏自身が投資家との丁寧な対話と情報発信を心掛けているとしている。特に、社外取締役の職責が一段と重くなっていることに注目する必要がある。^{*}TOBや^{*}MBOなどの動きも増え、その提案の是非を独立して判断する^{*}特別委員会を社外取締役が構成することを考えると、社外取締役の選任の在り方、資質向上などに多くの課題があるといえる。経営者や社外取締役の意識改革を、東京証券取引所の立場からここ数年リードしてきた池田直隆氏は、様々な投資家がいる中で、企業経営者が投資家のタイプを把握して、中長期的な企業価値向上の視点で株主共同の利益に資するものかどうかを判断して、企業が是々非々で対応する重要性を説く。

法整備と市場改革で企業価値の向上へ

こうしたアクティビストの活動の活発化をみて、いくつかの課題も指摘されている。まず複数の識者の指摘の通り、^{*}実質株主の透明化はきわめて重要であり、投資家と企業経営者の実効性のある対話を実現するためにも会社法改正

を急ぐ必要がある。加えて、内外の法律に精通し、実務にも詳しい弁護士の太田洋氏は、日本では業務執行に関する事項を提案できるなど、欧米と比較して株主提案権が認められる範囲が幅広いことなどを問題視する。法整備により過度に強い^{*}株主権の限定を検討する必要があるほか、アクティビストのルール違反が増えており、ルール遵守の実効性を確保することも重要と指摘する。二〇二〇年の^{*}アクティビストの株主提案に対する東芝の対応が注目を集めたが、地政学リスクが拡大している状況下、経済安全保障への備えについて留意していく必要がある。一方、株主権を弱めることについては、慎重な判断が必要ではないかという識者の意見もあり、具体的、多角的に諸制度を点検、検討していく必要がある。また、投資家と企業のコミュニケーションを活性化し、企業価値を向上させるための、東証の市場改革の今後の取り組みにも期待したい。活性化し始めた資本市場を、日本企業の中長期的企業価値向上と日本経済の成長に結び付けることの重要性を政府、企業経営に関わる人々、投資家、取引所などの市場関係者がそれぞれ認識するとともに、様々な課題にスピーディーに対応していく必要がある。

鈴 百合（おきな・ゆり）……………NIRA総合研究開発機構理事。日本総合研究所理事長。京都大学博士（経済学）。政府税制調査会会長。財務省財政制度等審議会会長代理、金融庁金融審議会委員ほか、公職多数。

*を付記した用語は、巻末用語集を参照

KEY WORDS

海外投資家からの注目、企業の長期的成長、投資家と企業のコミュニケーション活性化、東証の市場改革