

アクティビストと企業統治のパラダイムシフト ～機関投資家、取締役会との共進化～

みずほ証券経営調査部 上級研究員
一橋大学大学院商学研究科客員教授
田村 俊夫¹

Summary

要約

- 筆者は、2014 年 1 月発刊の資本市場リサーチ論文「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治」において、2013 年末までの米国におけるアクティビスト・ヘッジファンドの状況を分析した。当時は、アクティビストが企業統治にもたらした変化が一時的なものか不可逆的なものか、なお議論があったが、2014 年以降の状況を経て、アクティビストは米国企業統治の重要な構成要素として定着したという幅広いコンセンサスが生じている。本稿では、この「分水嶺」となった 2014 年以降の期間におけるアクティビズムの進展を分析し、米国における企業統治体制の根本的变化について考察する。
- 本稿ではまず、最近のアクティビスト・ファンドの状況をマクロ的に概観し、主要な米国アクティビストの活動を個別案件に立ち入って分析する。さらに進んで、新しい企業統治体制における主要プレイヤーであるアクティビスト、機関投資家、取締役会の変容について分析するとともに、アクティビストへの対処の新しいスタンダードについても紹介する。最後に、アクティビストの興隆が引き起こしつつある企業統治のパラダイムシフトについて考察する
- アクティビストが質的に飛躍を遂げた契機は、「株主が取締役を選び、取締役が経営者を選ぶ」という会社法のルールを「再発見」し、自らの持株比率に頼ることなく、機関投資家の議決権を動員する道を選んだことである。年金基金やインデックス等の長期性資金を運用する機関投資家の支持を得る必要性は、アクティビスト自身の長期的価値志向をもたらし、アクティビストによって否応なしに最終決定権者の立場に押し上げられた機関投資家は、経営方針の是非を判断する洗練度を増している。他方で取締役会については、アクティビストと対峙する中で、より独立・客観の方向へ役割認識が変化している。
- このアクティビスト、機関投資家、取締役会の共進化により、経営陣の現行方針を批判するアクティビストの経営提案につき、取締役会（第一審）および機関投資家を中心とする株主（第二審）が独立・客観的な行司役として判断を下す、新しい企業統治のパラダイムが米国を中心に出現しつつある。それは（モニタリングモデルで修正を受けた）会社法本来の姿と重なり合うものである。

¹ 本稿中、意見にわたる部分は筆者の私見である。

I. はじめに

米国会社法のルール

米国会社法では、株主が株主総会を通じて取締役を選び、取締役が取締役会を通じて経営者を選ぶ。会社の経営方針は法的には取締役会に決定権があるが、それは株主による直接民主制ではなく代議制を採用したということであり、取締役の人事権を株主が有する以上、実質的な最終決定権は会社法上の「有権者」である株主にある。すなわち、株主と経営者の間で会社の経営方針について意見の相違がある場合、株主は取締役を交代させ、取締役が経営者を交代させることが法的に可能であり、現実にも支配株主の存在する会社ではそうになっている。

「所有と経営の分離」と経営者支配

しかし上場企業における株主の分散は株主によるモニタリングを困難にし、経営者が取締役候補の事実上の指名権を通じて取締役会、ひいては経営方針の決定権を実質的に掌握し、「所有と経営の分離」と呼ばれる経営者支配の時代をもたらした。株主総会における取締役選任という法的形式は守られているが、取締役候補は全員が経営者の指名によるという選挙で、株主総会が空洞化したのである。かかる状況が長期にわたって常態化する中で、株主が株主総会における投票以外の方法で経営方針に関する意見を表明することはアノマリーと見做され、また株主総会で「会社側」指名候補以外の取締役候補を立てる委任状争奪戦は、きわめて敵対的な行為とみなされるようになった。

モニタリングモデルと「賢人政治」

このような専制的な経営者支配体制が相次ぐ不祥事を生み出した反省から、株主の分散した上場会社における株主によるガバナンスの空洞化に対して、独立取締役主導の取締役会が経営者を監督するモニタリングモデルが1970年代に提唱され、その後広まっていった。モニタリングモデルでは、株主に対する受託者責任を負う取締役が株主の利益を擁護するが、それは経営の実態に疎い株主（「愚民」）の現実の声に耳を傾けるのではなく、識見豊かで内部情報に通じる取締役が何が株主の利益にかなうかを判断するという「賢人政治」の傾向が強かった。したがって、取締役と株主の直接の意見交換は極めて例外的なものとされてきた²。

機関投資家アクティビズムの限界

他方で、上場会社の株主については年金性資金の増大を背景に機関化が進み、比較的少数の大手機関投資家に株式が集中するようになった。これを背景に1990年代以降、公的年金を中心にガバナンス体制強化の運動が高まったが、コスト負担問題等によるインセンティブの欠如から、経営方針にまで踏み込む本格的なエンゲージメントは極めて例外的な状況にとどまっていた。特に、巨額の資金を運用するパッシブ運用の投資信託等は、主体的に行動することはほとんどなかった³。

取締役会によるモニタリングの限界

このように株主によるエンゲージメントが限定的な中で、経営方針に関して株主の利益を守る役割は取締役会に期待されたが、現実には独立した取締役会であっても経営者の経営方針への批判は謙抑的であり、極度の業績不振等の場合を除いて基本的には経営者を支持する傾向が強かった。特に、株主による「外部」の声に対しては、取締役会は経営者と一体となって抵抗することが多かった。すなわち、経営方針に関しては、株主利益の観点から経営者の判断の良否をチェックする機能は引き続き弱かったのである。

アクティビストによる会社法ルールの再発見

そのような状況を一変させる契機は意外なところから出現した。それまで株式市場の片隅で、小規模な企業を対象に、時にはグリーンメールまがいの行為を行い、企業経営者のみならず伝統的機関投資家からも顰蹙を買っていたアクティビス

² 米国取締役会の歴史の変遷については、田村[2014d]参照。

³ 機関投資家エンゲージメントの歴史の変遷については、田村[2014c]参照。

ト・ヘッジファンドの変貌と表舞台への登場である。一部の洗練されたアクティビストは、「株主が取締役を選び、取締役が経営者を選ぶ」という会社法のルールを「再発見」し、自らの持株比率に頼ることなく、機関投資家の議決権を動員することにより、企業の経営方針に大きな影響を与えられることを悟った。世間的には無名だったアクティビスト・ヘッジファンドのバリューアクトが、わずか0.8%の持株比率でマイクロソフトに取締役を送り込んだ2013年は、アクティビズムが本格的に表舞台に躍り出た年であった。

2014年は株主アクティビズムにとって分水嶺の年

筆者は、2014年1月発刊の資本市場リサーチ論文「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治」⁴において、2013年末までの状況をレビューした。その時点では、2013年にアクティビストが表舞台に躍り出たことを認めつつも、そのような変化が定着するかどうかについては疑念を呈する向きもあった。しかし、2014年以降の状況を経て、もはや変化は不可逆的であり、アクティビストは米国資本市場とガバナンスメカニズムの重要な構成要素として定着したという幅広いコンセンサスが生じているように思われる。たとえば、大手委任状勧誘会社であるイニスフリーM&Aの会長は、以下のように述べている⁵。

[2014]年は、株主アクティビズムにとって分水嶺の年であった。多方面での進展が合流して米国の企業経営に重要な変化をもたらしている。このプロセスは2015年にはさらに加速するであろう。機関投資家の企業を見る眼が厳しくなり、コーポレートガバナンスのパラダイムシフトがエンゲージメントのルールを変えつつある中で、あらゆる規模の企業が従来にも増してアクティビズムにさらされることになるだろう。

本稿の目的と構成

本稿では、この「分水嶺」となった2014年以降の期間におけるアクティビスト・ファンドの活動状況を分析し、米国における企業統治体制の根本的变化について考察する。アクティビストによる会社法ルールの「再発見」は、年金基金やインデックス等の長期性資金を運用する機関投資家の支持を得る必要性から、アクティビスト自身の長期的価値志向をもたらしている。アクティビストによって否応なしに最終決定権者の立場に押し上げられた機関投資家は、経営方針の是非を判断する洗練度を増している。他方で取締役会については、アクティビストと対峙する中で、より独立・客観の方向へ役割認識が変化している。このアクティビスト、機関投資家、取締役会の共進化により、経営陣の現行方針を批判するアクティビストの経営提案につき、取締役会（第一審）および機関投資家を中心とする株主（第二審）が独立・客観的な行司役として判断を下す、新しい企業統治のパラダイムが米国を中心に出現しつつあるのである。

以下、第Ⅱ章では、最近のアクティビスト・ファンドの状況をマクロ的に概観し、第Ⅲ章では、主要な米国アクティビスト・ファンドの活動を個別案件に立ち入って分析する。続いて第Ⅳ～Ⅵ章では、新しい企業統治体制における主要プレイヤーであるアクティビスト、機関投資家、取締役会の変容について分析する。第Ⅶ章では、アクティビストへの対処の新しいスタンダードについて紹介する。最後に第Ⅷ章では、アクティビストの興隆が引き起こしつつある企業統治のパラダイムシフトについて考察する。

⁴ 田村[2014a]

⁵ Arthur Crosier (Chairman, Innisfree M&A), “A watershed year,” Activist Insight [2015]. 経営者報酬コンサルタント企業である Global Governance Advisors の Brendan Sheehan も、「2013年と2014年が、米国と世界におけるアクティビスト投資家にとって、分水嶺となる年であったことには疑いがない。実際、投資家と企業の経営陣・取締役会の全体的な関係は変容しつつある」と述べている。Sheehan [2014]

図表 1：2014 年以降の主なアクティビスト活動（米国）

ターゲット企業	アクティビスト	要求	結果
Allergan(医薬)	Pershing Square	事業会社Valeant(カナダ、医薬)と組んで、敵対的買収を開始	部分的成功 (AllerganはホワイトナイトのActavisに買収されたが、Pershing Squareは持分売却で巨額利益)
Bank of New York Mellon(金融)	Triam Fund Management	非公表	部分的成功 (Triam側取締役1人を受け入れ)
Bob Evans Farm (レストランチェーン)	Sandell Asset Management	不動産の有効活用(セール&リースバック)等の経営改革	成功 (株主総会で株主側取締役4人選任、会長とCEOの分離)
CommonWealth REIT(リート)	Corvex Management	全取締役の交代	成功 (Consent Solicitationで全取締役交代)
CompuLink Sciences(ITインフラ)	JANA Partners	戦略的選択肢の検討	成功 (会社を民間部門と公的セクター部門に2分割決定)
ConAgra Foods(米、食品)	JANA Partners	経営改善、取締役受入れ	成功 (事業売却等経営改善策公表、取締役1人受入れ)
Darden Restaurants (レストランチェーン)	Starboard Value	全取締役の交代	成功 (株主総会で全取締役交代)
Dow Chemical(化学)	Third Point	石油化学事業のスピンオフ	部分的成功 (Third Point推薦取締役2人追加)
DuPont(化学)	Triam Fund Management	化学事業全体のスピンオフ	部分的成功 (独立取締役の追加、経営改善策強化・株主還元強化の表明等により、委任状争奪戦で会社側が勝利)
eBay(インターネット競売)	Carl Icahn	ペイパル(電子決済サービス事業)のスピンオフ	実質的成功 (Icahnの要求をいったん退けるが、その後、会社独自にスピンオフ決定)
EMC(電子ストレージ等)	Elliott Management	Vmware(仮想化ソフトウェア)のスピンオフ	部分的成功 (独立取締役を2人追加し一時休戦)
Hertz Global Holdings (レンタカー)	Carl Icahn	経営刷新	成功 (CEO退陣、Icahn側取締役3人受入れ)
Informatica(データ統合サービス)	Elliott Management	会社売却	成功 (PEファンド/カナダ年金に会社売却)
Manitowoc(クレーン等)	Carl Icahn	食品事業のスピンオフ	成功 (食品事業のスピンオフ発表、Icahnを取締役に受け入れ)
Mondelez(菓子)	Triam Fund Management	非公表	部分的成功 (Triam側取締役1人を受け入れ)
MSCI(株式指標プロバイダー)	ValueAct	経営改善	実質的成功 (ValueAct側1人含む3人の独立取締役選任)
PepsiCo(食品・飲料)	Triam Fund Management Relational Investors	飲料事業の分離と菓子大手モンデリーズ買収	部分的成功 (和解によりTriam側取締役1人受入れ)
QualComm (モバイルテクノロジー)	JANA Partners	経営改善、チップセット事業のスピンオフまたは売却	成功 (和解→構造改善策、チップセット事業の分離検討表明)
Riverbed Technology (ネットワーク関連)	Elliott Management	買収提案	実質的成功 (PEファンド/カナダ年金基金に会社売却)
Safeway(スーパーマーケット)	JANA Partners	会社売却等の戦略オプション検討	成功 (会社売却)
Sotheby's(オークション)	Third Point	CEOの解任	実質的に成功 (株主総会直前の和解でThird Point側取締役3人受入れ)
Staples(文具)	Starboard Value	Office Depotの買収	成功 (Office Depotの買収で合意)
Yahoo!(インターネット)	Starboard Value	Alibaba持分の株主還元	成功 (Alibaba持分のスピンオフを発表)
Zoetis(動物薬)	Pershing Square	非公表	部分的成功 (Pershing Square側取締役1人を受け入れ)

出所：諸種資料よりみずほ証券経営調査部作成

Ⅱ．アクティビスト・ヘッジファンドの概況

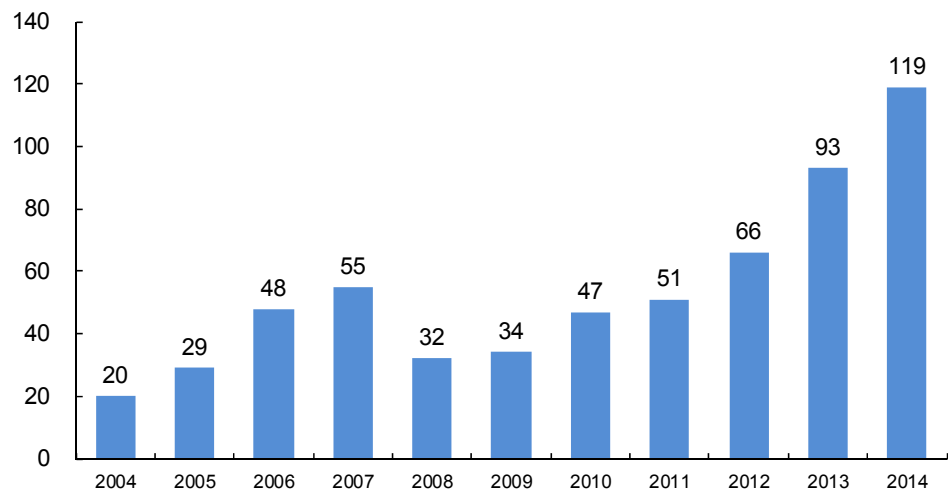
1. パフォーマンス

運用資産は 1200 億ドルに

アクティビスト・ヘッジファンドへの資金流入は引き続き継続している。2014 年末の運用資産は前年比約 30%増加し、約 1,200 億ドルに達した（図表 2）。新規資金の受入れを停止する一流ファンドも多い中、一流ファンドから独立した新規参

入ファンドにも資金が集まりやすい状況になっている⁶。

図表 2：アクティビストの運用資産（単位：10 億ドル）



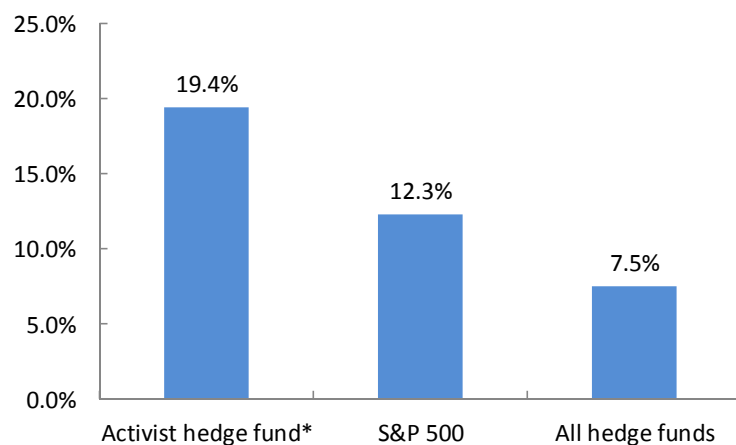
出所：報道された Hedge Fund Research データによりみずほ証券経営調査部作成

リターンは引き続き高い

アクティビスト・ヘッジファンドのリターンは、金融危機以降の期間で、株価インデックスや他のヘッジファンドをアウトパフォームしている（図表 3）。

図表 3：アクティビスト・ヘッジファンドの年率リターン（2009-2013）

CAGR, Net of Management Fees (2009-2013)



Source: Citi (Khorana et al, 2014)

* Citi aggregate returns data on 17 activist funds from three industry data providers and the funds themselves

出所：AIMA/Simmons & Simmons [2015]よりみずほ証券経営調査部作成

2014 年は米国株価インデックスの力強い上昇には及ばなかったものの、他のヘッジファンド平均をアウトパフォームし、2015 年前半も引き続きアウトパフォーマ

⁶ たとえば、2012 年に Ackman の元配下で創業した Sachem Head Capital は、すでに AUM が 30 億ドルに達している模様である“*One of Bill Ackman’s Proteges Is Off to a Big Start in 2015*,” BloombergBusiness (April 8, 2015)

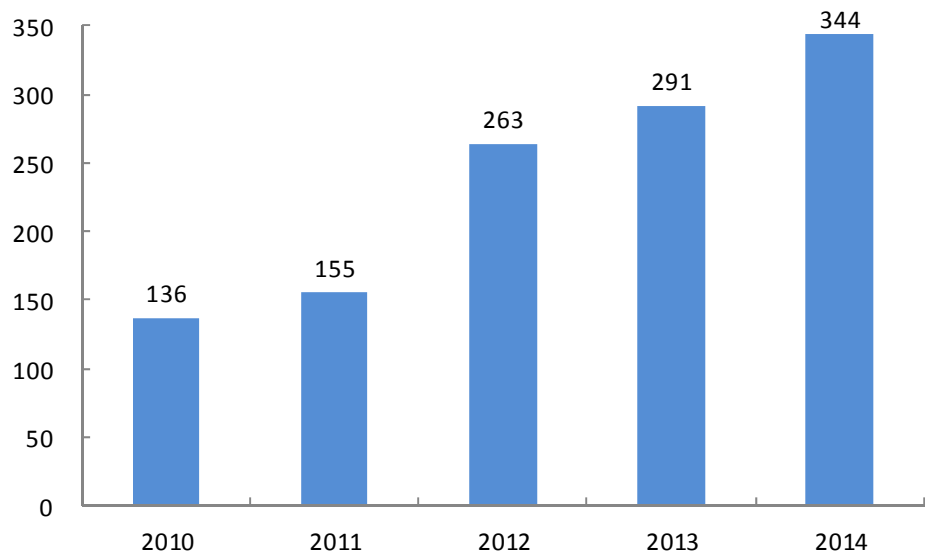
ンスを継続している⁷。

2. アクティビスト活動の状況

アクティビスト活動件数は
引き続き増加

2014 年以降もアクティビスト活動は活発さを増している。アクティビストの公開要求を受けた社数は数年前に比べて大幅に増加している（図表 4）。2014 年には、S&P500 社のほぼ 5 社に 1 社が公開アクティビスト活動の対象となっているが、水面下でのエンゲージメントを含めると、その比率は倍以上になるものと思われる⁸。

図表 4：アクティビストの公開要求を受けた社数（世界）



出所：Activist Insight, "Activist Investing" (2015)

米国外への広がり

アクティビスト活動は未だ米国中心の現象であるが、徐々に世界的に広まりつつある。特にコモンウェルス諸国（英国、カナダ、オーストラリア等）が先行しているが、大陸欧州やアジアにも浸透の兆しが見え始めている。

図表 5：アクティビストの公開要求を受けた社数（地域別、2014 年）

米州	287	アジア・オセアニア	17
米国	257	オーストラリア	7
カナダ	26	日本	3
その他	4	中国	3
欧州・中東・アフリカ	40	その他	4
イギリス	17	全世界計	344
イタリア	5		
ドイツ	4		
その他	14		

出所：Activist Insight, "Activist Investing" (2015)

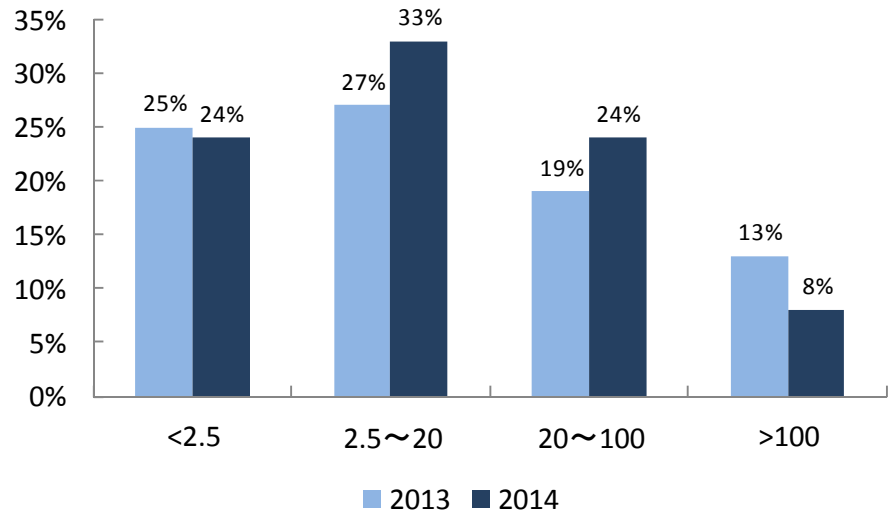
⁷ “Activist hedge funds continue to outperform in 2015,” *Hedgeweek* (June 23, 2015). 但し、アクティビスト・ヘッジファンドは通常のヘッジファンドと比べて集中投資を行い、投資の流動性も低いため、ボラティリティは大きく、ほとんど株価インデックス並みである。AIMA/Simmons & Simmons [2015]

⁸ Sheehan [2014]参照。

ターゲットの時価総額

ターゲットの時価総額は、最大手企業から中堅・中小企業まで万遍なく分布しているが、大手企業ほど金額的なインパクトは大きい。いずれにせよ、アップルやマイクロソフトまでもがターゲットとなり、もはや一流アクティビストにとって手の届かない規模の企業は存在しない。

図表 6：ターゲットの時価総額（億ドル）

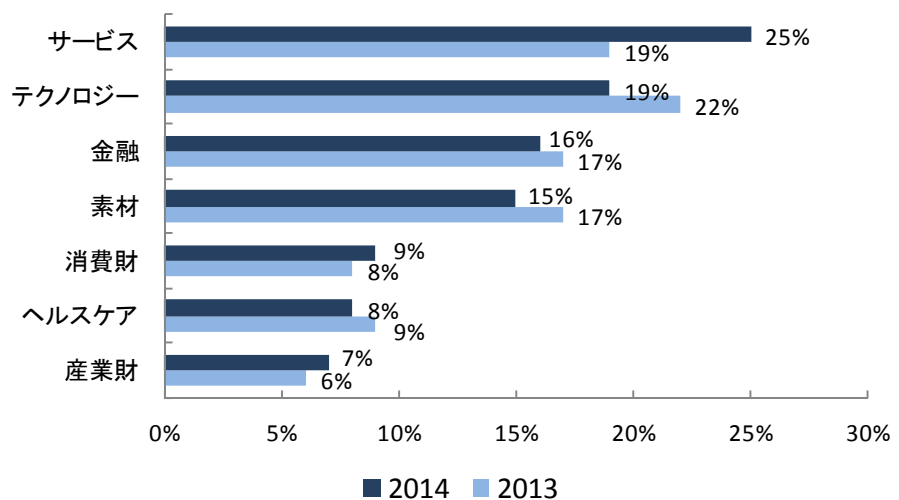


出所：Activist Insight, "Activist Investing" (2015)

ターゲットの業種

業種的には、サービス、テクノロジー、金融、素材等が特に目立っている。アクティビスト・ヘッジファンドの中には、得意業種を中心に投資を行うファンドも存在するが、業種に関係なく投資を行うファンドも多く、安全な業種というものとは存在しないと考えた方が適切であろう。

図表 7：ターゲットの業種



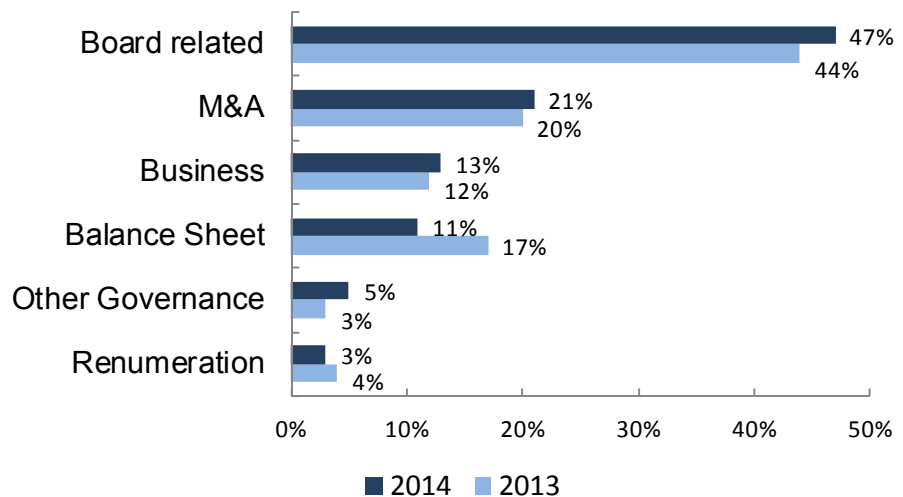
出所：Activist Insight, "Activist Investing" (2015)

3. アクティビストの要求事項

要求事項は株主還元から経営改善にシフト

アクティビストの要求事項というと株主還元（図表 8 では“Balance Sheet”に含まれる）を思い浮かべる人が多いだろうが、2014 年以降、一流アクティビストによる要求の焦点は、株主還元から経営改善、スピンオフ、M&A 促進（会社売却を含む）にシフトしてきており、それに関連して取締役選任を求める事案も増加している。

図表 8：アクティビストの要求事項（2014 年）

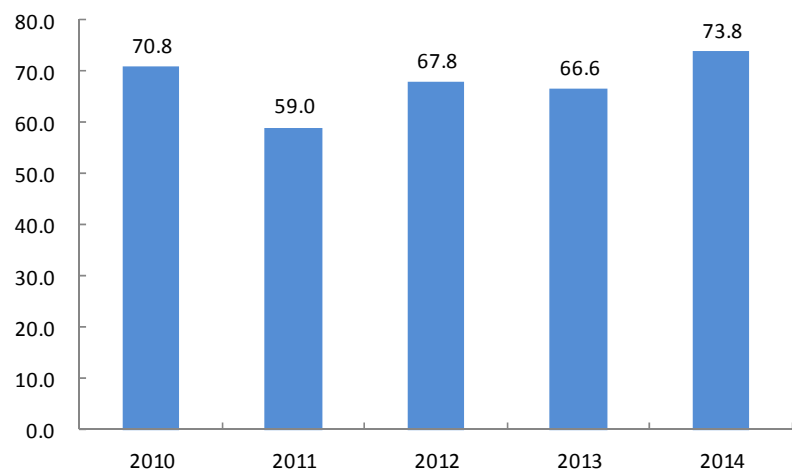


出所：Activist Insight, “Activism Investing” (2015)

成功率は引き続き高い

公開アクティビスト活動の成功率は引き続き高く、約 7 割のケースでアクティビスト側は「成功」、ないし要求の一部が取り入れられた「部分的成功」をおさめている。水面下でアクティビストと妥協するケースも増加していると見られる。

図表 9：公開アクティビスト活動の成功率（部分的成功を含む）



出所：Activist Insight, “Activism Investing” (2015)

Ⅲ. 主要アクティビスト・ファンドの動向

1. 概説

ステレオタイプな批判と、
アクティビスト活動の実態

2013 年 12 月、SEC のホワイト委員長は「“アクティビスト”という名前が極めて否定的なニュアンスを持っていたのはそれほど昔のことではないが、今では必ずしもそのような見方はされていない」と述べ、株主アクティビズムを肯定的に評価した⁹。このホワイト発言に象徴されるように、アクティビスト・ヘッジファンドに対する識者の認識は大きく変化しつつあるが、なお、「短期的投資視野を持つアクティビスト投資家は、長期的価値創造の犠牲のもとに短期的に株価を上昇させる施策を求め、しばしば会社に圧力をかけてそのような行動を取らせることに成功する」¹⁰といったステレオタイプの見方は、一般メディアを含め広範に見られる。

今年のデュポンに対するトライアンパートナーズによる委任状争奪戦に際しても、「トライアンの創設者であるペルツは、1980 年代の会社解体乗っ取り屋の生き残りであり、現在ではヘッジファンド・アクティビズムの代表者として振る舞っているが、本質は変わっていない」¹¹、「(ペルツらアクティビスト・ヘッジファンドは) 短期的会計利益を引き上げ、株価を上昇させて売り抜ける投機家であって、投資家ではない」¹²等の事実誤認的な批判が展開された。

このような類型的な批判を行う論者の多くは、現実の個々のアクティビスト活動の実態をよく把握していない（もしくは意図的に目を背けている）ように思われる。現実のアクティビストやアクティビスト活動は千差万別である。以下、代表的なアクティビストについて、特に最近（2014 年以降）の活動に重点を置いて見ていくこととしたい。

2. トライアンパートナーズ (Triam Partners)

実業家としてのペルツ

トライアンパートナーズの創業者ネルソン・ペルツ¹³は 1942 年生まれで、ウォートンの学部を中退し父親の経営する食品会社で働き始めた。その後、1983 年に買収したトライアングルを基盤に、ナショナルキャン、アメリカンキャンを次々に買収¹⁴、売上 40 億ドル以上（フォーチュン 100 社）の世界最大級の製缶企業に育て上げて、1988 年に仏大手非鉄企業・ペシネーに売却した。1993 年には経営危機に陥ったコングロマリット企業トライアークを買収し、優良飲料会社として蘇生させた。1997 年にはクエーカーオーツが買収して大失敗したアイスティー会社のスナップルを 3 億ドルで引き取り、官僚的な大企業クエーカーオーツの下で悪化していた流通業者との関係を再構築し、また従業員の創意工夫を引き出すことにより、業績を劇的に改善させた¹⁵。2000 年にペルツは、スナップルを含む飲料事

⁹ “SEC Chair White touts benefits of shareholder activism,” Reuters (December 3, 2013)

¹⁰ Bebchuk [2013]（米国株主権限拡張運動の重鎮、Harvard Law School の Bebchuk 教授による反アクティビスト陣営の典型的な見方の要約。Bebchuk は、そのようなショートターミズム批判には理論的根拠も実証的根拠もないと論証する。）

¹¹ John Coffee (Professor of Law at Columbia Law School), “The DuPont Proxy Battle: New Myths, Old Realities – and Even Newer Data About Hedge Fund Activism,” The CLS Blue Sky Blog (April 20, 2015)

¹² Bill George (Professor of Management Practice at Harvard Business School), “Peltz’s Attacks on DuPont Threaten America’s Research Edge,” New York Times (April 9, 2015)

¹³ Peltz の経歴については以下に詳しい：Jonathan Laing, “How Nelson Peltz Gets Results,” Barron’s Asia (July 4, 2015); Shawn Tully, “The reinvention of Nelson Peltz,” Fortune (May 16, 2007)

¹⁴ 買収資金の調達にはドレクセルによるジャンクボンドを活用したが、当時の「会社乗っ取り屋」とは異なり、グリーンメール行為などは行っていない。Laing, 前掲注 13

¹⁵ その経緯は以下に詳しく紹介されており、またハーバードビジネススクールのケーススタディ教材にもなっている。John Deighton, “How Snapple Got Its Juice Back,” Harvard Business Review (January 2002)

トライアンの創設とハインツへの関与

業を、英食品大手のキャドバリーシュウェップスに15億ドルで売却した。

2005年、ペルツは外部投資家の資金も受入れ¹⁶ヘッジファンド「トライアン」を創設し、事業家として豊富な経験を有する食品分野を中心に投資活動を開始した。2006年には投資先のハインツに委任状争奪戦を仕掛け、自身を含む2名の取締役を送り込むことに成功した。当時ハインツはしばしば売上目標達成のために四半期末毎の安売りを行っていたが、ペルツはそれをブランド価値を毀損する短期的経営と批判し、安売りをやめてそれを原資にブランド価値を高めるためのマーケティング費用を増額することを主張した。取締役就任後のペルツは当初は非常に警戒されたが、社内情報を徹底的に研究して十分に準備して取締役会に臨み、建設的な議論を行い、納得すれば自説を変更するという態度で同僚取締役の信頼を得るに至った¹⁷。またペルツは、「経営者は時にはウォール街の好まない決断も下さなければならない。私はジョンソンCEOがそのような決断を下すための盾になる」と発言するなど、長期的価値創造の姿勢と豊富な事業経験で、ジョンソンCEOの尊敬を勝ち得た。ペルツはトライアンのEXIT後もハインツの取締役として残り、ハインツのバフェットグループへの売却に貢献している。

オペレーショナル・アクティビズム

ペルツは自らのスタイルを「オペレーショナル・アクティビズム」と呼び、プライベートエクイティのように過剰な債務を負わせることなく、上場会社のままで経営者と協力してプライベートエクイティのような規律をもたらすことを目指す。ペルツは、特に成熟した大企業への投資に大きな収益改善の機会を見出すが、これについて、以下のように説明している¹⁸。

成熟した大企業は、毎年の着実なキャッシュフローに安住して、いつの間にか企業化精神が鈍り、業界最高の利益率と売上成長を目指そうという気概がなくなる。経営階層が肥大化し、官僚組織が何層にも積み重なって、自己の存在を正当化するために余計な仕事を作り出す。研究開発、設備投資、マーケティング、広告宣伝などの重要な支出に関する意思決定権限が事業部門から本社に移行して、アカンウタビリティが弱体化した無責任体制になる。社内に派閥や利益グループが跋扈して、全ての支出が収益性と成長の観点から正当化されなければならないという「ゼロベース予算」を困難にする。

トライアンはウェンディーズ、キャドバリーシュウェップス、クラフト等のエンゲージメントで実績を積み重ねてきたが、最近も、特に取締役の送り込みで非常に目立った実績を重ねている。トライアンが取締役への就任を重視するのは、それにより内部情報へのアクセスが可能になり、「経営者の情報優位が消失する」一方、「取締役会の議題に影響を与えて、取締役すべてを真の問題に集中させ、正直な議論を促進することができる」¹⁹からである。取締役の就任は基本的に水面下のエンゲージメントによるものである。実際、トライアンが委任状争奪戦を行ったのは、2006年のハインツと2015年のデュポンの2件のみである。

ペプシコとモンデレーズ

トライアンはかねてよりペプシコに対して、北米飲料事業をスピノフし、菓子事業同業のモンデレーズと経営統合することを提案していた。2014年1月、モン

¹⁶ Trian への出資の多くには5年以上のロックアップがついており、市況に左右されない長期投資を可能にしている。Laing, 前掲注13

¹⁷ 当事の筆頭独立取締役 Thomas Usher (US Steel 前 CEO) らの証言。ペルツは当初、積極的な海外展開に反対していたが、同僚取締役との議論の中で、新興国市場の重要性に納得したという。David Benoit, “Trian’s Nelson Peltz: What Happens When Activist Comes on Board,” Wall Street Journal (May 7, 2015)

¹⁸ Laing, 前掲注13

¹⁹ Ed Gardner (Trian co-founder and Chief Investment Officer) の発言。Benoit, 前掲注17

デレーズはペルツを取締役に迎え入れることを発表した。翌2月、ペプシコ側は、北米飲料事業のスピンオフを行わないと発表した。しかし、株主の間では、事業経験豊富で取締役として価値創造の実績を持つペルツによるペプシコへの（社外取締役としての）経営関与を期待する声が根強く、2014年6月には、カルスターズ（カリフォルニア州教職員年金基金）がペプシコに書簡を送付して、ペルツを取締役に迎えることを要請した²⁰。その後もペプシコとペルツ側の間では膠着状態が続いたが、2015年1月、両者の和解により、ペプシコはペルツ側から取締役を1人迎え入れることを決定した²¹。選ばれたのは、ハインツの前CEOジョンソンである。ジョンソンはペルツが取締役に就任した後の同社への貢献を多とし、CEO退任後もペルツのアドバイザーとなっていた²²。

マディソンスクエアガーデン

金融業界でも、バンクオブニューヨークメロンが2014年12月、トライアンからの取締役1人受入を発表して話題を呼んだが²³、とりわけ興味深いのがマディソンスクエアガーデンの事例である。同社は、アクティビストのJATキャピタルによる経営改善要求に直面していたが、2014年10月、スポーツ・メディア事業をスピンオフしてエンタテインメント事業に集中する方針を公表するとともに、ペルツを取締役に指名した²⁴。トライアンは同社の株式を保有しておらず、JATキャピタルに対抗して極めて信用度の高い大物アクティビストであるペルツを同社が招聘した模様である。

デュポンへの委任状争奪戦

トライアンの最近の活動で最も注目を集めたのが、デュポンに対する委任状争奪戦である。デュポンは2009年に就任した生え抜きCEOエレン・クルマンのリーダーシップの下、経営改革やポートフォリオの入れ替えを推進しており、2013年には、塗料事業のカーライルへの売却（50億ドル）や機能化学品事業のスピンオフを公表した。ペルツはかねてからデュポンの大企業体質のスリム化が必要と訴えており、機能化学品事業のみならず、化学関係の成熟事業を全てまとめてスピンオフする会社2分割提案を水面下で行っていた模様である²⁵。しかし、トライアンの提案はデュポンの受け入れるところとならず、トライアンは遂に、2014年9月、公開書簡とホワイトペーパーの要約を公表し、デュポン取締役会に圧力をかけた²⁶。両者の議論が平行線をたどる中、2015年1月、トライアンはペルツ自身を含む取締役候補4人を立てて、委任状争奪戦を開始した²⁷。これに対しデュポンは2月に、エドワード・ブリー（前タイコCEO）とペルツが打診した取締役候補であるジェームズ・ギャログリー（前ラインデルバセルCEO）の2人を独立取締役に追加し、さらなる経営改善策や株主還元強化を発表するなど強力な反撃を行った。トライアンは詳細なホワイトペーパーを公表してデュポンの改革を訴え²⁸、デュポンも株主への手紙や詳細なプレゼンテーションでこれに応酬した²⁹。

²⁰ “Nelson Peltz’s Efforts to Shake Up Pepsi Get Backing of Calstrs,” New York Times DealBook (July 23, 2014)

²¹ “PepsiCo Reaches Truce With Nelson Peltz After 2 Years of Locking Horns,” New York Times DealBook (January 16, 2015)

²² Laing, 前掲注13

²³ “Bank of New York Mellon Gives Board Seat to Nelson Peltz’s Trian Fund,” New York Times DealBook (December 2, 2014)

²⁴ “Madison Square Garden Company to Explore Split,” New York Times DealBook (October 27, 2014)

²⁵ 水面下の交渉経緯は以下に詳しい：Stephen Gandel, “How DuPont went to war with activist investor Nelson Peltz,” Fortune (May 11, 2015)

²⁶ “Nelson Peltz’s Hedge Fund Urges DuPont to Break Itself Up,” New York Times DealBook (September 17, 2014)

²⁷ “DuPont Finds Itself a Target of Activist Nelson Peltz,” New York Times DealBook (January 8, 2015)

²⁸ Trian Partners, “A Referendum on Performance and Accountability” (February 17, 2015)

²⁹ DuPont Investor Presentation, “Shareholder Update” (October 2014); DuPont Press Release, “DuPont Issues Letter to Shareholders” (February 17, 2015)等参照。

デュポンの根源的問題

トライアンの主張の根底にあるのは、デュポンの事業ポートフォリオは巨大かつ複雑になりすぎてはや単一経営陣では経営困難であり、そのため本社コスト等の間接費が肥大化し、経営効率、資本配分に歪みが生じているということである。間接費肥大の象徴が、2013年に売却した塗料事業である。塗料事業は2015年に「アクサルタ」として上場したが、そのディスクロージャー書類によりデュポン傘下の時代の本社コストが肥大化していたことが明らかになった。会社2分割提案は、このような根源的問題に対処するための手段にすぎず、トライアン側候補が取締役に選任された場合には、他の取締役と共同して内部情報と照らして会社分割がよいのか、現状の事業ポートフォリオが良いのか改めて検討すると表明している³⁰。

機関投資家のペルツへの期待

デュポンの取締役会はペルツ自身も認める通り一流で独立したメンバーを擁しており、CEOのクルマン以外は全員が大企業の現職・元職CEOを中心とした独立取締役である。クルマンは就任以来、経営改革を強力に推進しており、株主還元も強化している。株価、業績パフォーマンスも同業他社に見劣りするものではない³¹。しかし、それでも株主側にはペルツの取締役就任を期待する声が強かった。ペルツらが取締役に就任しても取締役会では少数派であり、会社分割提案が採択されるわけではないが、社外取締役として誰よりも精力的に会社を研究し準備して取締役会に臨むことで有名なペルツが取締役会に入り、会社の内部情報も踏まえて経営者をモニターすることにより、デュポンの企業体質がさらに強化されるのではないかという期待感があつたのである。しかし、デュポン側は、何度か生じた和解の機会にもペルツ自身を取締役に迎えることだけは頑なに拒んだ³²。

ISS、グラスルイスのペルツ支持

2015年5月の株主総会を間近に、ISSとグラスルイスはペルツらの取締役選任を推奨する意見を出した³³。ISSは分析の中で、デュポンは経営不全の会社ではないが、トライアンの批判には重要なポイントが含まれているという説得的な証拠があり、経営効率はあるべき水準に達していないと指摘する。会社分割提案については、「われわれには分割すべきかどうか分からないし、デュポン外部の人間には誰も確定的なことは分からない」が、ペルツを取締役に選任する際にその結論を出す必要はないと述べる³⁴。

委任状争奪戦は僅差で会社勝利

このような議決権行使助言会社の推奨に対し機関投資家の対応は割れ、たとえば年金基金では、カルパース（カリフォルニア州職員退職年金基金）は会社側を支持し、カルスターズはペルツ側を支持した³⁵。最終的には、株主総会でペルツは僅差で退けられた³⁶。フィデリティ、キャピタルリサーチなどアクティブ運用会社の多くはペルツを支持した一方、ヴァンガード、ブラックロックなどのパッシブ運用会社の多くや個人株主は会社側を支持した模様である³⁷。

³⁰ Triant Partners, 前掲注 28

³¹ “DuPont’s Main Defense Against Nelson Peltz: Performance,” New York Times DealBook (January 9, 2015)

³² カルスターズやフィデリティは両者の話し合いや和解を促していた。Gandel, 前掲注 25

³³ “DuPont Shareholders Can Afford to Give Nelson Peltz a Board Seat,” New York Times DealBook (April 28, 2015); “Glass Lewis Backs Triant’s Nelson Peltz for DuPont Board,” Wall Street Journal (April 30, 2015). トライアン側候補 4 人のうち、ISS はペルツ他 1 名を推奨し、グラスルイスはペルツを推奨した。

³⁴ Antoine Gara, “Proxy Advisor Sides With Triant Management’s Peltz in DuPont Fight,” Forbes.com (April 27, 2015)

³⁵ “CalSTRS votes for Triant nominees in DuPont proxy war,” delawareonline (May 11, 2015)

³⁶ “DuPont Defeats Peltz, Triant in Board Fight,” Wall Street Journal (May 13, 2015); “Nelson Peltz’s Slate Fails to Win DuPont Board Seats,” New York Times DealBook (May 13, 2015)

³⁷ Jacob Bunge & David Benoit, “DuPont Repels Push by Peltz to Join Its Board,” Wall Street Journal (May 13, 2015). 会社側に投票した大手パッシブ投資家 Vanguard, State Street, BlackRock の 1 社でもトライアン側に投票していたら、Peltz は取締役に選任されていた。Laing, 前掲注 13. なお、米国の大手上場企業には珍しく、DuPont の個人株主比率は約 3 割に達する。

「デュポンの委任状争奪戦の結果はアクティビスト・ヘッジファンドの勢いを食い止める分水嶺になった」という論調も米国メディアや識者のコメントでは一部見られたが、むしろ、ガバナンスに非の打ちどころのない超一流の取締役会を持ち、業績も順調で、改革に取り組む優れた CEO がいると衆目の一致するデュポンでさえ、株主総会の帰趨が直前まで不透明なほどの接戦に持ち込まれたということが、本件の最も注目すべきインプリケーションであろうと思われる。すなわち、一流アクティビストの中には、ペルツのように機関投資家の深い信頼を得る者が出現しているという事実である。

デュポン CEO の辞任

そして委任状争奪戦に勝利したわずか 5 か月後の 2015 年 10 月、クルマン CEO は突如、辞任を表明した。同日、デュポンは今期収益見通しを（トライアンが委任状争奪戦時に予見した通り）大幅に引き下げることを発表しており、事実上取締役会に引導を渡されたものと報じられている。委任状争奪戦後もトライアンは株式を買い増しており、業績如何では次の株主総会で再度、委任状争奪戦を開始するのではないかと観測されていた。クルマンの後任には、2 月に取締役に就任したばかりでトライアン側からの信頼も厚いグリーン（前タイコ CEO）が暫定 CEO に就任し、コスト構造と資本配分の徹底的な見直しを表明している³⁸。

GE への投資

同じく 2015 年 10 月に、トライアンは GE への約 25 億ドル (1%) の投資を開示し、GE の株価は大幅に上昇した。投資目的は GE のイメルト CEO が推進する金融を縮小し事業会社に専念する改革を後押しするためと見られ、イメルト CEO も同日、「トライアンは長期的な株主価値創造のために会社と協力して働く強固な実績を有している」と歓迎声明を出している³⁹。同日公表された 80 頁に及ぶホワイトペーパーによれば、トライアンが GE の株式を取得したのは 2015 年になってからだが、2013 年以降、GE 経営陣と対話を重ねてきており、2013 年 8 月にはイメルトの招きに応じて 100 名弱の GE 上級経営陣・取締役に対して講演を行っている⁴⁰。

3. バリュースト (ValueAct)

アッペンの経歴

ペルツと並んで現在最も尊敬されているアクティビストが、バリューストのジェフリー・アッペンである。1990 年代にフィデリティのバリューファンド運用責任者として頭角を現したアッペンは、多くの銘柄に分散投資しなければならず個別銘柄について十分な調査の時間が取れないフィデリティでのファンド運用に限界を感じ、1997 年、少数の企業を深く分析して大きなポジションを取る運用会社ブラム・キャピタルに転じた。2000 年に独立して、バリューストを創設する。

バリューストは詳細な調査・分析に基づき、市場の動向にかかわらず経営改善により株主価値を創造できる少数の企業に慎重に投資する。アッペンは特に投資先経営者の「知的誠実さ」(Intellectual Honesty) を重視する⁴¹。

われわれは経営者に何を求めるか。おそらく第一にくるのは「知的誠実さ」

³⁸ Jacob Bunge, “DuPont CEO Ellen Kullman Steps Down,” Wall Street Journal (October 5, 2015); “DuPont CEO Kullman steps down, veteran named interim CEO,” Reuters (October 5, 2015) なお、クルマンの CEO 辞任発表は利益見通しの大幅下方修正と同時であったにもかかわらず、デュポンの株価は大きく上昇した。ちなみに、ISS がトライアン支持を表明した時に株価は上昇したが、委任状争奪戦でトライアンが敗北した直後に株価は大幅に下落し、クルマンの辞任表明までには約 30% 下落していた。

³⁹ Lewis Krauskopf, “Nelson Peltz’s Trian takes \$2.5 billion stake in General Electric,” Reuters (October 5, 2015)

⁴⁰ Trian Partners, “Transformation Underway ... But Nobody Cares” (October 5, 2015)

⁴¹ Heins & Tilson [2013], 150 頁。なお、「部屋の中の象」(Elephant in the room) とは、誰もが問題があるとわかっているのに気付かないふりをすることを意味する。

である。私は、「部屋の中の象」（目を背けたくなる困難な問題）に正面から向き合う人物を求めている。リアルな問題があるのに、あたかも問題がないかのように振る舞う経営者を見ると怒りを覚える。

マイクロソフト

基本的に水面下でのエンゲージメントに徹するため世間的には無名であったが、2013年のマイクロソフトとのエンゲージメントで一躍有名になった。バリューアクトの持株比率はわずか0.8%（投資額約20億ドル）ながら、8月にマイクロソフトがバリューアクトからの取締役受入れを表明し、しかもその数日前に突然、バルマーCEOが退任を表明していたことで衝撃を与えた。

MSCI

このようにバリューアクトは水面下でのエンゲージメントでほとんど目的を達していると思われるが、あまり表立った動きは報じられていないが、株式指標プロバイダーのMSCIはその例外となった。バリューアクトはMSCIに2012年に投資し、その後粘り強く同社に経営改善を求めてきたが、経営陣は聞く耳をもたなかった。そこで2015年1月5日、バリューアクトは同ファンドとしては極めて異例の公開書簡を出して経営陣を批判した。委任状争奪戦を恐れた経営陣は、取締役候補提出期限の1月30日にバリューアクトと和解し、同社のパートナーを含む3人の新任取締役候補指名で合意した⁴²。また、2015年7月には英国のロールスロイスへの投資、8月にはアメリカンエクスプレスへの投資が表面化している⁴³。

アドビシステムズ

なお、バリューアクトは現在、アドビシステムズに対する投資からEXIT中であるが、アドビには2012年12月に取締役を派遣し、売り切りのライセンスモデルから、月々支払いのサブスクリプションモデルへの転換を推進した⁴⁴。移行期には当然ながら利益は急減し、2012年から2014年にかけてEPSは大幅に低下したが、株価は2倍以上に上昇した。本件は、洗練されたアクティビストが、企業価値向上のために経営者の嫌うEPS（短期の会計的利益）の劇的な低下を推し進め、それを市場が直ちに評価して株価に反映された事例である。

4. カール・アイカーン (Carl Icahn)

アイカーン・エンタプライズ

1980年代に「会社乗っ取り屋」として一世を風靡したカール・アイカーンは、一般的には最も有名なアクティビストであるが、同時に最も異色のアクティビストでもある。そもそもアイカーンのオペレーションは「アクティビスト・ヘッジファンド」ではない⁴⁵。現在、アイカーンの投資活動は自己資金を運用するアイカーン・アソシエートが約90%を出資する上場投資会社「アイカーン・エンタプライズ」を軸に行われている。同社は総資産約310億ドル（2015年6月末）で、傘下に自動車部品会社や石油会社、鉄道車両リース会社等を擁するコングロマリットであり、うち投資部門の資産額は約100億ドルである⁴⁶。プラットフォームとしてはバフェットのパークシャーハザウエーと類似しており、返す必要のない資金で投資を行っているため、長期にわたるエンゲージメントが可能である。

イーベイ

最近も引き続き精力的な活動を続けているが、最も興味深いのはイーベイによるペイパルのスピンオフである。アイカーンはイーベイに対しペイパルのスピンオ

⁴² David Benoit & Chelsey Dulaney, "MSCI Names 3 New Directors, Conceding to ValueAct," Wall Street Journal (January 30, 2015)

⁴³ Graham Ruddick, "Rolls-Royce may face break-up after activist hedge fund reveals stake," Guardian (July 31, 2015); Michael de la Merced, "Activist Hedge Fund Takes Significant Stake in American Express," New York Times (August 7, 2015)

⁴⁴ Activist Insight, Activism Monthly Premium, Vol. 3, Issue 7 (July 2014)

⁴⁵ 2004年にヘッジファンドを設立したものの、2011年には外部投資家資金のほとんどを返還している。

⁴⁶ Icahn Enterprises L.P., "Investor Presentation" (August 2015)

フを強く働きかけていたが、高成長の収益事業であるペイパルの分離に対してイーベイ取締役会・経営陣は徹底抗戦し、株主の支持が広がらなかったため、2014年4月にスピノフ要求を撤回した⁴⁷。ところが、2014年9月、イーベイは突如、ペイパルのスピノフを発表し、市場（とアイカーン）を驚かせた⁴⁸。アイカーン撃退後に改めて取締役会・経営陣がじっくりと事業環境を分析した結果、「カールと同じ結論に達した」（イーベイのドナホー CEO）のである。その後、2015年1月、イーベイはアイカーンと協定を結び、アイカーン側取締役1人を受入れること（将来、分離後のペイパル取締役への横滑り含み）、ペイパルが分離上場される際の定款を「親株主的」（shareholder-friendly）なものにすることを合意した⁴⁹。

「親株主的」定款

定款を「親株主的」なものにするというのは、取締役の期差選任制などの買収防衛策を導入しないという意味である。一般に、米国でスピノフ等により分離上場企業が誕生する場合、当初の経営安定のために、さまざまな買収防衛策を定款に盛り込むことが多い。この定款は、スピノフ前に分離元企業により作成されるものであり、株主総会の承認を得る必要がないため、通常の上場企業では株主の理解を得ることが困難な条項も盛り込むことができる。そうすると、分離上場企業は買収対象となりにくいため、分離上場企業の株主にとっては、シナジーのある買い手からのプレミアム受け取り（買収実現）が困難になる。このような事情から、最近、アクティビストは、スピノフ等による分離上場企業の定款を親株主的にする（＝買収防衛策を導入しない）働きかけを、しばしば行っている。これは、事業分離後の業界再編を促進する方向に働く。

ガネット

メディア企業のガネットも、アイカーンの先手を打って2014年8月に出版部門のスピノフを公表した後、分離上場される出版部門の定款に強力な買収防衛策を盛り込もうとした。これに対しアイカーンは2015年1月、ガネットに取締役2人を送り込む意図を表明した⁵⁰。目的は分離企業に対する買収防衛策の導入阻止である。ガネットはこのような事態を受けて、2015年3月、買収防衛策の導入を自主的に撤回したため、アイカーンもガネットに対する委任状争奪戦を中止した⁵¹。

5. パーシングスクエア（Pershing Square）

劇場型アクティビスト

パーシングスクエアのビル・アックマンと、サードポイントのダニエル・ローブは、（アイカーンを除けば）おそらく一般の知名度が最も高いアクティビストであろう。いずれも（PE的色彩の濃い）トライアンやバリュアクトと違って、よりヘッジファンドらしいアクティビストであり、水面下のエンゲージメントも行うが、比較的早く表に出る傾向がある「劇場型」アクティビストである。しかし、スタイルの違いに関わらず、バリュア投資家としての力量が非常に高いことはすべての一流アクティビストに共通している。

アラガンへの敵対的買収

パーシングスクエアは、2014年以降も、資金の運用面と調達面の両方でアクティビスト・ヘッジファンドのフロンティアを拡大した。運用（アクティビスト活動）面では、カナダの医薬企業ヴァリアントと共同で、しわ取り薬メーカーのアラガ

⁴⁷ “Ending Vitriol, Icahn and eBay Reach a Deal,” New York Times DealBook (April 10, 2014)

⁴⁸ “EBay Does About-Face in Spinoff of PayPal Backed by Icahn,” New York Times DealBook (September 30, 2014)

⁴⁹ “Carl Icahn On eBay Agreement: “A Great Step Forward For eBay, For PayPal And For Corporate Governance Generally.”” PRNewswire (January 21, 2015)

⁵⁰ “Icahn to Seek 2 Seats on Gannett’s Board,” New York Times DealBook (January 22, 2015)

⁵¹ “Gannett Says Carl Icahn Has Withdrawn Nominees to Its Board,” New York Times DealBook (March 2, 2015)

ンに敵対的買収を仕掛けた⁵²。事業会社とアクティビスト・ファンドによる大型の共同買収提案としてはおそらく初の事例である。これに対しアラガンは徹底抗戦するとともに、証券法違反でヴァリエントとパーシングスクエアに対する訴訟を提起した⁵³。結局、2014年11月、アラガンはホワイトナイトのアクタヴィスに高値で買収された⁵⁴。すでにアラガンの大株主となっていたパーシングスクエアは巨額の利益をあげたが、買収合戦で敗れたヴァリエントにとっては、(パーシングスクエアの利益の一部を受け取ったものの) 不満の残る結果となった⁵⁵。事業会社とアクティビストの利害が最終局面では必ずしも一致しないことが明らかになった上に、証券法上の問題も不透明であり、今後このような事業会社とアクティビストの共同買収提案が繰り返されるかどうかについては、懐疑的な見方も強い。

IPO と債券発行

資金調達面では、2014年10月、オランダでクローズドエンドファンドを上場し、30億ドルを集めた⁵⁶。これは通常のヘッジファンド資金と異なり返済する必要のない恒久的な資金であり、パークシャーハザウエーのような長期保有を可能にする試みである。さらに2015年6月、パーシングスクエアは10億ドルの投資適格債を発行した⁵⁷。オランダのIPOのグローバルコーディネーターはUBSとドイツ銀行であり、債券発行のブックランナーもドイツ銀行とUBSが務めている。資金調達サイドとは言え、(欧州系ではあるが) 一流投資銀行がアクティビスト・ヘッジファンドを手助けするようになってきたことは注目に値する。

6. サードポイント (Third Point)

「ポイズンペン」から紳士的なマナーへ

サードポイントのダニエル・ローブは、かつては経営者を批判する辛辣な公開書簡が特徴で、「ポイズンペン」と恐れられていた。2012年にヤフーのスコット・トンプソン CEO を学歴詐称問題で辞任に追い込んだ公開書簡は、特に有名である。しかし、エスタブリッシュメント化することにより、徐々に洗練された紳士的なマナーに移行している⁵⁸。一般に、ファンドサイズが小さく時価総額の小さい企業を手掛けるアクティビストや、業歴が浅くトラックレコードの乏しいアクティビストほど会社や世間の注目を引くために「騒ぎ立てる」傾向があるが、大手機関投資家の支持を得て時価総額の大きい企業を手掛けるようになると、そのような粗野な態度は逆効果になりかねない。

投資家向け報告書簡

ローブが執筆する四半期毎の投資家向け報告書簡は高品質のものであり、新規投資先を中心とする大型ポジションについて、サードポイントがなぜその株式を買ったのか、経営改善を含む株価向上ポテンシャルをどこに見出しているかを明確に記載している。報告書簡で経営改善のポイントを指摘したとしても、必ずしもその会社に対してアクティビスト活動を行うとは限らない。特に、委任状争奪戦を含む公開アクティビスト活動はリソースを消費するため、選別的に行っている。

サザビーズ、ダウケミカル

2014年以降でそのような公開アクティビスト活動を行った代表例はサザビーズで

⁵² “Allergan Bid Charts New Territory in Takeovers,” New York Times DealBook (April 22, 2014)

⁵³ “Botox Maker Allergan’s Takeover Defense Speed Bump,” New York Times DealBook (August 1, 2014)

⁵⁴ “Allergan Escapes Valeant’s Pursuit, Agreeing to Be Bought by Actavis,” New York Times DealBook (November 17, 2014)

⁵⁵ “No Allergan Deal, but a \$2.6 Billion Profit for Ackman,” New York Times DealBook (November 17, 2014)

⁵⁶ “Ackman Fund Raises More Than \$3 Billion in Amsterdam I.P.O.,” New York Times DealBook (October 1, 2014)

⁵⁷ “Ackman Raises \$1 Billion in Bond Offering,” New York Times DealBook (June 23, 2015) 7年債でクーポンは5.5%、格付けはBBB+ (Fitch)である。

⁵⁸ Stephen Foley, Kana Inagaki, Arash Massoudi & Miles Johnson, “Activist investors learn to mind their manners,” Financial Times (August 7, 2015)

ある。サードポイントは、サザビーズの CEO とその経営方針に対して苛烈な攻撃を加えていたが、2014 年 5 月、株主総会直前に、形勢不利を悟った会社側と和解が成立し、ダニエル・ローブを含む 3 人の取締役を受け入れた⁵⁹。その後、2014 年 11 月に CEO のルプレクトは解任された⁶⁰。ダウケミカルに対しては、石油化学事業の分離検討を提案していたが、2014 年 11 月に和解が成立し、独立取締役 4 人（うち 2 人はローブ推薦）を追加することになった⁶¹。

7. スターボードバリュー (Starboard Value)

2014 年に最も活躍したアクティビスト

2014 年に最も活躍が目立ったファンドは、スターボードバリューであろう。スターボードは 2011 年設立の若いファンドであるが、AOL の委任状争奪戦で、敗れはしたものの、会社側に要求のほとんどを自発的に呑ませて名を挙げた⁶²。2013 年のオフィスデボ相手の委任状争奪戦では、総会直前の和解で取締役 3 人を送り込み、オフィスマックスとの統合会社に大きな影響力を持つことになった⁶³。

スターボードの創業者ジェフリー・スミスは 2012 年のインタビュー記事⁶⁴で同社の投資プロセスやエンゲージメントの方針について語っている。洗練された一流アクティビスト・ヘッジファンドの実際の姿の一例として以下に紹介したい。

代替的戦略案との比較

まず、スターボードの銘柄選択と投資プロセスにつき、以下のように説明する。

伝統的なバリュー投資家と異なり、バリュエーションは当社の投資プロセスの 1 部品にすぎない。当社が割安とみなす企業は、他のバリュー投資家には割高に思えるかもしれない。多くのバリュー投資家は、既存事業に基づいて企業を分析し、経営陣の既存の事業計画に基づいて収支予測を行おうとする。

当社は企業の既存の事業計画を分析し、当社の考えるより優れた代替戦略と比較する。もし、代替戦略が相当程度により高い期待リターン（リスク調整後現在価値）をもたらすという分析結果が出れば、潜在的な投資機会となる。

建設的な対話を基本に、対決姿勢も辞さない

経営陣とのエンゲージメントについては、建設的な対話を基本方針としながらも、経営陣が聞く耳をもたない場合には対決も辞さないというスタンスである。

経営陣との対話は当社の投資プロセスの早期に開始され、投資から EXIT するまで継続する。経営陣と話をし、事業についての考えを聞くことは、当社の初期デューディリジェンスの一部である。当社は一般に経営陣の見解に敬意を払っており、各企業とそのビジネスモデルを理解しようと努める。

当社の投資プロセスで重要なのは、単に代替的戦略を見つけるだけでなく、それが既存の事業計画よりも相当程度に優れていることを確認することである。当社は代替戦略の策定に際して、経営陣に「なぜ既存の事業計画の方が代替戦略よりも優れていると思うのか」と質問する。しばしば、これは健全で建設的な対話に発展し、対決的状況に陥ることなく事業改善が可能になる。実際に、当社の投資の大部分は公開の場での対決に至ることはない。

⁵⁹ “Sotheby’s Yields to Hedge Fund Mogul and Allies,” New York Times DealBook (May 5, 2014)

⁶⁰ “Sotheby’s Chief to Step Down; Drew Fire From Loeb,” New York Times DealBook (November 20, 2014)

⁶¹ “Dow and Loeb Strike a Deal, Averting a Board Fight,” New York Times DealBook (November 21, 2014)

⁶² 田村[2014b]参照。

⁶³ 田村[2014a]参照。

⁶⁴ 13 D Monitor [2012]

当社は当初の時点では、経営陣のスタンスを知らない。当社は経営陣と協調することを強く望むが、時にはそうならない場合もある。したがって、どの投資においても、もし必要になれば代替戦略を掲げて委任状争奪戦を行い、株主に当社の代替戦略を支持するか否かを聞く用意はしている。経営陣が建設的にエンゲージメントに応じてくれればそのような必要はなくなるが、経営陣が聞く耳を持たない時に、企業に影響を与えることができないまま投資がスタックしてしまう「バリュートラップ」の状況は避けなければならない。

「成功」とはリターンであり、委任状争奪戦の勝利ではない

委任状争奪戦等の公開アクティビスト活動については、それ自体の勝利が目的ではなく、企業価値向上という結果を勝ち取ることの方が重要である。

当社は「成功」をリターンで定義する。当社の目的は、各々の投資において、会社が価値創造のための必要な措置を取り、それが株価に反映されて、当社を含むすべての株主が報われることである。この「成功」の定義の中には、何回、委任状争奪戦に勝ったかとか、何社に取締役を送り込んだかといったファクターは出てこない。もちろん、必要とあれば、委任状争奪戦も辞さないし、取締役も送り込むが、これらは手段であって目的ではない。目的は、投資先企業のパフォーマンス改善を促進して、価値を引き出すことである。

もし経営陣が自発的に適切な経営改善策を講じるのであれば、それは当社にとっても素晴らしいことである。もし、株価が上昇して、当社が薦める経営改善策を実施してもさらなる大幅な株価上昇が見込めないようになれば、それも素晴らしいことである。

委任状争奪戦を開始した場合、当社が勝つかどうかは、株主総会前に会社側がどのようなアクションを取るかにも影響される。当社の目的は、「戦争」（高いリターン）に勝つことであって、「戦闘」（委任状争奪戦）に勝つことではない。多くの場合、委任状争奪戦の存在そのものが、会社側にアクションを促す。会社側は委任状争奪戦に負けたくない一心で、株主価値創造的な施策を打ち出す。したがって、委任状争奪戦の結果に関わらず、一般的には株主は「勝つ」ことになる。

AOL のケースでも（委任状争奪戦には負けたが）、会社は「自発的」に、未活用知財を 10 億ドルでマイクロソフトに売却し対価の全額を株主に還元し、事業ユニットの透明性を高め、不振事業の再建に期限を切った。その結果、株価は大幅に上昇した。もしそれが「負け」であるならば、当社はもっと負けたいものである。

ダーデン・レストランツ

2014 年の活動で特筆すべきは、ダーデン・レストランツである⁶⁵。ダーデンには、2013 年秋から別のアクティビスト・ヘッジファンドが、成熟チェーンであるオリーブガーデン（イタリアン）とレッドロブスター（シーフード）をまとめてスピノフするよう提案していたが、2013 年末に、より影響力の大きいスターボードも株式保有を公表し、経営陣に圧力を強めた。

これに対しダーデンの経営陣は直後の 2013 年 12 月 19 日に、レッドロブスターのみを分離する計画を公表し、臨時株主総会の開催を求める株主の意向を無視して、最終的に 2014 年 7 月にレッドロブスターの売却を強行した。株主側の不満が高まる中、ダーデンの CEO は退任を表明し、同社はスターボードからの 3~4 人の取

⁶⁵ 田村[2014b]参照。

締役受入れを表明したが、スターボードはこれを拒否し、取締役全員の交代を求めて委任状争奪戦を開始した。ISS とグラスルイスに加え、長期株主のカルスターズもスターボード支持を公言するに至り、2014 年 10 月、株主総会で株主側候補 12 人全員が選出された⁶⁶。スターボードの完全勝利である。本件では、レッドロブスター売却の経営判断の是非よりも、株主の声に耳を傾けようとしない姿勢がキャピタルリサーチやヴァンガードなど大株主の怒りを買った。スミスはその後、フォーチュン 500 企業であるダーデンの取締役会長に就任している⁶⁷。

ステーブルズ

スターボードはオフィスデポに加え、文具同業大手のステーブルズの株主でもあったが、2015 年 1 月、ステーブルズにオフィスデポ買収を求める公開書簡を送り、翌 2015 年 2 月、ステーブルズはオフィスデポとの買収合意を公表した⁶⁸。文具業界はアマゾンやウォルマートの攻勢にさらされており、業界再編の必要性が指摘されていたが、最近では本件のようにアクティビストが業界再編の圧力をかけるケースが増加している。なお、アクティビスト・ヘッジファンドによる M&A 促進は、会社売却を求める売り手側への圧力が一般的であるが、本件は買い手側に圧力をかけた事例である。

ヤフー

また、スターボードを含む株主はヤフーにアリババ持分を処分し、それを魅力的な投資機会の見当たらないヤフーが使うのではなく、全額を株主に還元するように求めていた。特に、株主にアリババ持分を直接渡す効果を持つスピンオフが有力視されていた。これに対しヤフーは、「キャッシュリッチ・スプリットオフ」と呼ばれる事業 M&A と組み合わせたスキームを模索していたが、2015 年 1 月、スターボードは公開書簡で事業価値評価が絡んで株主にとっての価値が不透明になる同スキームへの反対を表明し、同月、ヤフーもアリババ株式の単純なスピンオフを検討することを表明した⁶⁹。

8. エリオットマネジメント (Elliott Management)

米国テクノロジーチームと 欧州アービトラージチーム

ポール・シンガーが率いるエリオットマネジメント（1977 年創業）は、運用資産 270 億ドルのマルチストラテジー・ヘッジファンドである。アクティビズムに関してはジェシー・コーン中心の米国テクノロジーチームと、欧州を中心とした M&A アービトラージチームが目立っており、特に前者は近年目覚ましい成果を上げ、テクノロジー業界の業界再編を引き起こしている。

コンピュータ等

たとえばソフトウェア会社のコンピュータに対しては、2012 年 12 月に 1 株 11 ドルの買収提案を行った⁷⁰。これに対して会社側は、経営陣や取締役を数人交代させ、配当開始、事業部門の売却や IPO 等を実施して抵抗したが、結局、2014 年 9 月に、PE ファンドのトーマ・ブラヴォーに 1 株 10.92 ドルで会社を売却することに合意した⁷¹。2015 年 1 月には、データ統合サービス会社のインフォーマティカの株式 8%取得を公表したが、同社は 4 月には PE ファンドのペルミラと CPPIB(カ

⁶⁶ “Activist Hedge Fund Starboard Succeeds in Replacing Darden Board,” New York Times DealBook (October 10, 2014)

⁶⁷ William Cohan, “Starboard Value’s Jeff Smith: The investor CEOs fear most,” Fortune (December 3, 2014)

⁶⁸ “Activist Investor to Step Up Push for a Merger of Staples and Office Depot,” New York Times DealBook (January 20, 2015); “Staples and Office Depot Say a Merger Will Keep Them Competitive,” New York Times DealBook (February 4, 2015). 但し、独禁当局の承認を得られるかどうかは未だ微妙である。Drew FitzGerald & Brent Kendall, “FTC Intensifies Antitrust Review of Staples-Office Depot Merger,” Wall Street Journal (September 8, 2015)

⁶⁹ “Starboard Delivers Letter to CEO and Board of Directors of Yahoo! Inc.,” PRNewswire (January 8, 2015);

“How Yahoo’s Spinoff of Its Alibaba Stake Will Work,” New York Times DealBook (January 27, 2015)

⁷⁰ “Elliott Bids \$2.3 Billion for Compuware,” New York Times DealBook (December 17, 2012)

⁷¹ “Compuware Agrees to \$2.5 Billion Buyout,” New York Times DealBook (September 2, 2014)

ナダ公的年金基金投資委員会)への会社売却を公表した⁷²。ネットワーク関連企業のリバーベッド・テクノロジーに対しても、2014年1月、エリオットは自ら買収提案を行い、会社側は拒絶して抵抗したものの、最終的には2014年12月に、トーマ・ブラヴォーとオンタリオ・ティーチャーズ(オンタリオ州教職員年金基金)への会社売却に合意した⁷³。

EMC

事業分離要求もしばしば行っている。たとえば、データストレージ大手のEMCに対しては、2014年10月に公開書簡を出し、コンピューターの仮想化用ソフト事業を展開する上場子会社(81%保有)VMウェアのスピノフを要求した⁷⁴。2015年1月にEMCはエリオットと和解し、独立取締役2人を追加する代わりに2015年9月までの一時休戦に持ち込んだが⁷⁵、休戦期間が切れた直後の2015年10月、デルへの会社売却を発表した⁷⁶。売却対価は現金とEMCが保有するVMウェア持分に対応するトラッキングストックで支払われ、経済的にはVMウェア持分の大部分はスピノフされるに等しい。エリオットは売却発表と同日付で歓迎声明を出しており⁷⁷、水面下で事前の交渉があったことが推察される。

ジュニパー、ポリコム

エリオットはネットワークOSや通信キャリア向けルーターなどの事業を展開するジュニパー・ネットワークスに対しても経営改善要求を行っていたが、同社は2014年中に自社株買い、コスト削減、取締役一部入れ替えを実施、さらに2015年2月にはエリオットと和解し、エリオットと合意のうえで取締役2人を追加選任した⁷⁸。また、2015年10月、エリオットは米国テレビ会議機器メーカーのポリコムとカナダの通信事業者であるミテル・ネットワークスの両社の株式取得を公表し、ポリコムの取締役会に書簡を送って両社の経営統合の検討を促した⁷⁹。

会社の株式を取得して会社売却や(最近見られるようになった)会社買収・経営統合を迫ることは、かつては濫用的アクティビズムとして輿論を買った行為であるが、アクティビストの洗練度向上とも相俟って、現在では、自発的であれ外部からの圧力によってであれ、シナジーの十分に見込まれるM&Aや経営統合が起こることは、株主利益の観点からも社会全体の利益の観点からもポジティブなことであるという感覚が広まっているようである。確かに敵対的買収によるM&Aも外部からの圧力によるものである点では変わりなく、敵対的買収が市民権を得た現在、アクティビストの圧力も同様に市民権を得つつあるように思われる。

サムスン物産

合意されたM&Aに対する買収価格引上げ要求も行っている。とりわけ注目を集めたのがサムスン財閥の事業継承にからむ第一毛織によるサムスン物産の吸収合併に関するアクティビスト活動である。2015年6月、エリオットはサムスン物産の株式7.1%の取得を公表し、第一毛織による買収条件の引き上げを要求した⁸⁰。合併実現には株主総会における3分の2以上の賛成が必要であり、議決権行使助言会社のISSとグラスルイスが合併反対を推奨したこと、また、サムスン物産の筆頭株主である韓国国民年金(11.2%保有)に対し韓国の議決権行使助言会社が反

⁷² “Canadian Pension Plan and Permira to Buy Informatica in \$5.3 Billion Deal,” New York Times DealBook (April 7, 2015)

⁷³ “Riverbed Technology Agrees to \$3.6 Billion Sale,” New York Times DealBook (December 15, 2014)

⁷⁴ “Paul Singer’s Hedge Fund Pushes Technology Giant EMC to Break Up,” New York Times DealBook (October 8, 2014)

⁷⁵ “EMC to Add 2 Directors in Temporary Truce With Elliott Management,” New York Times DealBook (January 12, 2015)

⁷⁶ Robert Cyran, “Dell Throws a Lifeline to EMC Investors,” New York Times DealBook (October 12, 2015)

⁷⁷ Elliott Press Release, “Elliott Management Comments on EMC / Dell Transaction” (October 12, 2015)

⁷⁸ “Juniper Networks adds two directors in agreement with Elliott,” Reuters (February 24, 2015)

⁷⁹ Abhirup Roy, “Elliott urges Polycom-Mitel merger after disclosing stakes,” Reuters (October 8, 2015)

⁸⁰ “An Activist Investor Takes Aim at Bid for Samsung,” New York Times DealBook (June 3, 2015)

対推奨を行った⁸¹ことから、合併の行方は一時混沌としたかに見えた。しかし、サムスン物産は、友好勢力である韓国の化学メーカーKCCに自社株5.76%分を売却（事実上の第三者割当増資。これに対しエリオットは差止訴訟を起こしたが、裁判所は増資を認めた⁸²）、国民年金も合併に賛成したことから、2015年7月17日の臨時株主総会で、合併は69.53%の賛成票により可決された⁸³。このような買収価格引上げ行為は、友好的に合意された価格が被買収者の価値を正当に反映していない場合には社会的にも妥当な行動であるが、最近では少数株主のスクイズアウトを阻止するブロックを取得して大きな影響力を確保する手法も散見され、物議を醸している⁸⁴。

IV. アクティビストの変容

1. 長期的価値創造志向

ステレオタイプの短期利益主義批判は信用を失う

アクティビストについては、会社を脅して人為的に株価を吊り上げるような短期的施策を引き出し、R&D等の長期的な成長戦略を阻害し、自らの短期的利益のために会社や従業員を犠牲にする存在としばしば描写されてきた⁸⁵。現在でも、なお政治家や実務家、メディア等ではそのようなステレオタイプの主張をする者も多い。しかし、最近ではさすがに一律のレッテル貼りは信用を失っており、反アクティビズム陣営の総帥であるリプトン弁護士ですら、「確かに、アクティビストの中には、真に中長期的価値の創造を目的として、建設的に会社とエンゲージメントを行う者も存在する」と述べざるを得なくなっている⁸⁶。また、リプトンは、一流アクティビストの洗練度の向上について以下のように述べている⁸⁷。

主要なアクティビスト・ヘッジファンドは非常に経験豊富で洗練されており、一流投資銀行に匹敵するアナリスト、トレーダー、バンカー、シニアパートナーを擁している。・・・アクティビストはしばしば、要求事項の根拠を示す、会社の事業に関する詳細かつ高品質の分析（「ホワイトペーパー」）を作成し、提示する。

価値創造の源泉は経営方針の改善

このようなアクティビストの全般的な洗練度の向上に伴い、アクティビストの要

⁸¹ “South Korea advisory firm recommends NPS vote against Samsung deal,” Reuters (July 4, 2015)

⁸² 「サムスン物産合併問題 米ファンドの抗告棄却＝韓国高裁」朝鮮日報 Online (2015/7/16)

⁸³ 「サムスン物産・第一毛織、統合新会社9月1日誕生」東洋経済日報 Online (2015/7/24)

⁸⁴ Elliottは、2015年1月、DMG森精機が公開買付けを行っていたDMG Mori Seiki（ドイツ）の株式を5%以上取得、また2015年3月には、キャノンが公開買付けを行っていたAxis（スウェーデン）の株式10.1%の保有も明らかになったが、Elliottは表立った動きは見せず、いずれも公開買付けは成立した。但し、Elliottはいずれも公開買付けには応募しておらず、公開買付け成立後も大量の株式を保有している。DMG Mori Seikiについては、公開買付け期間中に15%まで買い増しているが、今のところ経営陣の戦略を支持している模様である。他方、Axisに対しては、経営陣が全株主の最善の利益に配慮しているかどうかをチェックする特別調査員の任命を求めていることが6月に明らかになった。特別調査員の任命は10%以上を保有する株主にスウェーデン法上認められている権利である。また、Elliottが10.1%を保有し続けているため、キャノンは完全子会社化のためのフリーズアウト（90%以上の保有が必要）ができない状況である。“Elliott Builds Holding in German Toolmaker DMG Mori Seiki,” BloombergBusiness (January 29, 2015); “Elliott Management ups Axis stake, complicating Canon bid,” Reuters (March 31, 2015); “Hedge fund Elliott not seeking board seat at DMG Mori Seiki,” Reuters (April 29, 2015); “Hedge fund Elliott to bring in special examiner at Canon’s Axis,” Reuters (June 16, 2015)

⁸⁵ Third Point, Second Quarter 2015 Investor Letter (July 31, 2015)参照。

⁸⁶ Lipton et al. [2014]（もっとも、Liptonは続けて、「しかし、“焦土戦術”的なアクティビズムの方がはるかに一般的である」と主張している。）

⁸⁷ Lipton [2015a]

求事項も、2013 年までに目立った株主還元要求から、最近では、第Ⅲ章で見てきたように、M&A、スピンオフ関連や経営改善要求など、より深い企業の理解が必要となるエンゲージメント活動が目立ってきている。洗練されたバリュート投資家としてのアクティビストは、経営陣による現行経営方針より優れた代替案を見出し、水面下のエンゲージメントないし公開アクティビスト活動によりその実行を促すことによって、長期的価値（DCF 価値）の向上を図る。そして、市場が長期的価値向上を認識すれば、それは即座に現在の株価に反映される。

第Ⅲ章で紹介したバリュートによるアドビシステムズに対する（EPS が短期的に大幅に減少するような）ビジネスモデルの転換要求は、その劇的な実例である。サードポイントのローブも、2015 年第 1 四半期の投資家向け報告書簡で、日本企業への投資を総括して以下のように述べている⁸⁸。

日本企業の中には、(株主還元強化などの)短期的な施策を打ち出しておけば、そのうち改革熱も冷めて以前のやり方に戻れるだろうと思っていそうな会社は何社もある。重要なのは日本経済の長期的競争力を高めるために必要な抜本的な事業の再編を行うことであるが、経営陣が単に配当や自社株買いを増やせばよいと勘違いしているのではないかと懸念される。

特に、洗練された機関投資家を主要株主とする大企業へのエンゲージメントが増加するにつれて、長期的価値を損なう短期的施策はかえって株価下落を招くリスクが高くなるため、アクティビストにとって真の長期的価値向上策を追求することが自らの利益にもかなう状況が強化されてきている。

なぜアクティビストの要求が一方に偏るのか

しかし全般的には、従来のアクティビストの要求は、株主還元の強化、事業部門のスピンオフ・売却、会社売却など会社規模縮小方向に偏る傾向があったのも事実である。なかには保守的すぎる経営方針を取ることによって、価値を十分に実現できていない企業もあるはずである。それではなぜ、「もっと配当を削減して投資をすべき」といった要求がほとんど見られないのだろうか。

経営者のバイアス問題とアクティビストの専門能力の問題

一つの要因は、経営者自身のバイアスである⁸⁹。経営者は一般に自らがコントロールする経営資源の拡大を好み、縮小を好まない。株主還元強化よりも内部留保を好み、事業部門の売却やスピンオフよりも、設備投資や M&A による規模拡大を好み、会社を売却するよりも他社を買収することを好む。したがって、アクティビストの要求は、反対側に傾斜することになる。もう一つの要因として、アクティビストの専門能力の問題がある。アクティビストは（ペルツのような実業界出身者もいるが）多くは金融業界の出身者であり、企業にとっての投資機会を見つける能力には必ずしも優れていないと指摘されている⁹⁰。

洗練されたアクティビストは逆方向の提案も

しかし、洗練されたアクティビストは、価値創造の機会があれば、逆方向の提案も行っている。たとえば、第Ⅲ章で紹介したスターボードによるステープルズに対するオフィスデポ買収要請などはその一例である。また、アクティビストが配当をゼロにすることを求めた珍しい例が、カナダの石油・天然ガス開発企業ザーゴン・オイルアンドガスの事例である。ザーゴンは既存油田の産油量増大技術を

⁸⁸ Third Point, “First Quarter 2015 Investor Letter” (May 1, 2015), available at

<http://www.thirdpointpublic.com/wp-content/uploads/2015/05/Third-Point-Q1-2015-Investor-Letter-TPOI.pdf>

⁸⁹ Dennis Berman, “The Game: A Radical Idea for Activist Investors,” The Wall Street Journal (January 28, 2015)

⁹⁰ Ralph Walking, “One Sided Activism? A Note on the Symmetry of Market Problems and the Asymmetries of Activists,” MergerProf (January 29, 2015), available at

<http://www.mergerprof.com/2015/01/one-sided-activism-note-on-symmetry-of.html>

事業機会や経営資源を有効活用していない場合は、取締役選任要求が主流

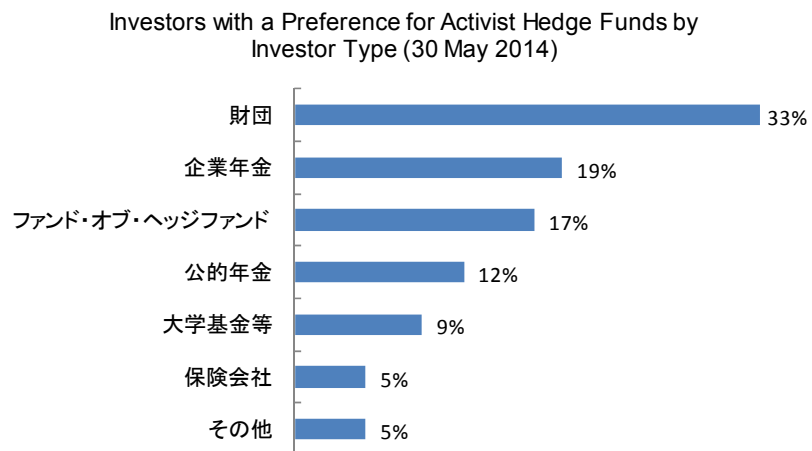
一流アクティビストの長期的価値志向と投資家層

持った掘削企業であり、長らく安定高率配当モデルで会社を運営してきたが、エネルギー価格の低迷に加え、期待の新規大型油田の操業が安定しないことから、株価が低迷していた。これに対し、エネルギー分野を得意とする米国ファンド、リバモア・パートナーズが、「ザーゴンは長期的には価値のある会社だが、現在は配当を停止してキャッシュを節約し、生産性改善とコスト削減に注力すべきである」と要求した。会社側は抵抗したが、2015年6月、リバモアの要求を受け入れ、配当を3分の1に削減することを発表した⁹¹。

但し、「もっと投資をしろ」という要求がストレートに出て来ることはあまりない。事業機会や経営資源を有効に活用していない企業に対する要求は、通常、経営改善や戦略的選択肢の検討を促すための取締役選任要求という形で出て来ることが多い。なぜなら、投資戦略の策定には内部情報による検証が必須だからである。また、経営陣が事業機会や経営資源を有効に活用する能力に欠けるとみなす場合には、経営陣交代要求や、会社、事業の売却ないしスピンオフ等の要求に発展することが多い。

一流アクティビストの長期的価値志向は、スポンサーのほとんどが長期性資金であることに裏打ちされている。アクティビスト・ヘッジファンドの主な投資家層は、公的・私的年金基金や財団、大学基金等の長期性資金保有者であり、投資家層の約8割を占めている⁹²。

図表 10：アクティビスト・ヘッジファンドの投資家層



Source: Preqin (2014c)

出所：AIMA/Simmons & Simmons [2015]よりみずほ証券経営調査部作成

しかも、アクティビストが公開アクティビスト活動を行う場合には、これらの長期投資家の議決権の支持が重要になる。そして長期投資家の支持は水面下のエンゲージメントでも、アクティビストの主張に重みを加えることになる。したがって、短期的利益を追求し、自らがEXITした後で企業価値が低下するような施策を推進することは、自らの資金基盤かつ影響力の基盤を損なうことになるのである。

⁹¹ “Activist fund Livermore calls for change at Canada's Zargon Oil,” Reuters (June 19, 2015); “Zargon Oil slashes dividend, reduces credit facility,” Globe and Mail (June 22, 2015); “Zargon Oil and Gas Ltd bows to hedge fund pressure and chops dividend,” Financial Post (June 22, 2015)

⁹² AIMA/Simmons & Simmons [2015]（これに対して、ヘッジファンド全体ではこれらの投資家が占める比率は約6割である。なお、アクティビスト・ヘッジファンドへの投資家層は、地域的には北米が約9割を占めている。）

長期的エンゲージメントと ヘッジファンド資金調達ス キームのミスマッチ

一流アクティビストは、長期にわたるエンゲージメントを行うことが多く、自ら取締役を送り込んで、経営陣と共に中長期的な価値創造策を策定するケースもしばしばみられる。有望な投資先であっても、経営陣が（自発的ないし公開アクティビスト活動を経て）建設的な対話に応じるまでの期間や、それから価値創造策を策定・実行してそれが株価に反映されるまでの期間は、数年にわたることもある。ところが、典型的なヘッジファンドの資金調達スキームは、投資家が（一定期間後に）いつでも資金返還を要求できるものであり、中長期エンゲージメントの資金源としては安定性に欠ける。

資金調達の安定化・長期化 の工夫

アクティビスト・ヘッジファンドは、これに対して3年といった長めのロックアップ期間の設定等で対処してきたが、さらに進んで、メインファンドとは別口の「サイドポケット」や「コ・インベストメント」といった、特定投資先からEXITするまで償還されないプライベートエクイティ・ファンド的な資金調達手段を取り入れてきている⁹³。また、第Ⅲ章で紹介したように、パーシングスクエアがIPOと債券発行（7年債）により計40億ドルを集めるなど、資金調達手段の長期化、多様化が試みられている。

プライベートエクイティと のコンバージェンスの可能 性

資金調達手段に限らず、一流アクティビスト・ヘッジファンドとプライベートエクイティのコンバージェンスの可能性は今後注目すべきポイントである。もともと、一流アクティビスト・ヘッジファンドとプライベートエクイティは、経営改善によるバリュアップを目指す点で共通している⁹⁴。両者はともに徹底的なバリュ分析に基づく投資スタイルであり、経営陣と協力して（あるいは経営陣を入れ替えて）価値創造を促進する。一流アクティビスト・ヘッジファンドは「プライベートエクイティの価値創造アプローチを上場企業に持ち込む」存在と言える⁹⁵。逆に、プライベートエクイティ・ファンドが上場企業に投資を行うケース（“PIPE”⁹⁶）も見られ、投資スタイルはオーバーラップしている。両者のコアスキルには共通部分が多く、非上場化してバリュアップするか上場したままでバリュアップするかの選択肢が得られることに鑑みれば、今後さらに両者のクロスオーバー化、さらには兼業化の動きが出て来る可能性もあるかも知れない。

2. アクティビストに対する認識の変化

二元論的・類型的なアクテ ィビスト批判の不毛

従来のアクティビスト批判派は、（標的である経営者層自身はもちろんとして）リプトン弁護士を筆頭とする法曹家・法学者や経営コンサル系の実務家・学者、コラムニスト、政治家等が中心で、実証的なコーポレートファイナンス学者の影は薄い。批判の根拠も、二元論的に「アクティビスト＝悪」と断じ、「短期利益主義」「経営者の方が企業価値が分かっている」「ステークホルダーの搾取」といったレッテル貼りのようなレトリックを駆使したものが多かった。しかし、第Ⅲ章でみてきたような現実の一流アクティビストの実態が明らかになってきたこと、アクティビスト批判の中心である短期利益主義の議論⁹⁷が、論理的にも実証的にも突き崩されてきたことから⁹⁸、アクティビストに対する企業・市場関係者やメディアの認識

⁹³ AIMA/Simmons & Simmons [2015]

⁹⁴ Houlihan Lokey の Geoff Sorbello は、両者とも“value-dislocation type investors”であり、両者のターゲットはしばしば共通していると述べている。Michelle Jones, “Activism Vs PE Strategies: Opposing Or Similar Forces?” ValueWalk (August 25, 2015)

⁹⁵ Bessemer Trust [2013]

⁹⁶ “Private Investment in Public Equity” 但し、PIPE は通常、第三者割当増資（ないし自社株割当）で行われるのに対し、アクティビスト・ヘッジファンドは市場で株式を取得する点は異なる。

⁹⁷ ショートターミズムに関する議論全般については、田村[2014c]参照。

⁹⁸ 特に「短期利益主義」批判に乗じて株主の影響力から経営陣を遮断しようとする議論に対しては、

アクティビズムは価値創造的との見解が主流に	も変化してきている。 アクティビスト・ヘッジファンドに関する学術論文は、近年急速に積み上がってきている。最も重要な論点である「ヘッジファンド・アクティビズムは価値創造的であるか価値破壊的であるか」という論争については、2013年のベブチャク教授（ハーバードロースクール）、ブラヴ教授（デューク大ビジネススクール）らの共著論文⁹⁹以降、全般的には（中長期的にも）価値創造的であるという結論が支配的のようである¹⁰⁰。
イノベーションや生産性にもプラス	アクティビストに関する実証研究を精力的に続けるブラヴ教授らのグループは、最近の一連の論文で、アクティビストによる介入がイノベーションや生産性に与える影響を分析している。その結果によると、アクティビストの介入後、R&D支出額は減少するが、特許の質・量で計測したイノベーション・アウトプットは高まる。これはイノベーション効率の向上を意味する。しかも、売却された特許についても活用度が高まる。人的資源についても、企業にとどまった者も転職した者も生産性の向上が見られる¹⁰¹。また、工場レベルの生産性についても、アクティビスト介入後に向上が見られ、売却された工場でも生産性の向上が見られる¹⁰²。
製品市場での競争力にもプラス	アスラン准教授（ジョージア州立大学）とクマール教授（ヒューストン大学）は、アクティビスト介入が製品市場での競争に与える影響を分析し、介入後3年で、市場シェアもマージンも改善していると報告している¹⁰³。
一流大型ファンドの方が価値創造効果が高い	これらはアクティビスト全般の影響に関する調査であるが、アクティビストの規模や洗練度、介入の態様はさまざまであり、価値創造効果にも違いがあるものと考えられる。これに関して、クリシュナン教授（ケースウェスタンリザーブ大学）、パートノイ教授（サンディエゴ大学）、トーマス教授（バンダービルト大学）のグループは、介入頻度の高いアクティビストよりも、介入頻度は低くても1回あたりの投資額の大きい一流大型ファンドの方がリターンが高く、かつ介入後の業績改善効果も高いとの研究結果を報告している¹⁰⁴。
ケースバイケースで考える必要性	全般に実証研究の結果は、アクティビストが平均的には価値創造的であることを示唆するものが多いが、サンプル数の制約や調査期間の問題、方法論の問題等もあり、その結果は必ずしも決定的ではない¹⁰⁵。しかしここで重要なのは、アクティビストが平均的に価値破壊的であるという主張がほぼ明確に否定されていることである。その意味するところは、アクティビストによる経営への影響を一律に

論理的に破綻しているとの厳しい批判がなされている。Roe [2013]; Bebchuk [2014]; Strand [2015]

⁹⁹ Bebchuk et al. [2013]（同論文は1994年から2007年におけるアクティビスト・ヘッジファンドによるアクティビスト活動約2000件を統計的に検証したものであるが、その結論は以下の通りである。（1）アクティビスト活動が長期的な業績を低下させる統計的証拠はない。むしろ、介入後の5年間で平均的には業績は改善している。（2）アクティビスト活動当初の株価上昇が長期的に相殺される傾向は見出せない。当初の株価上昇は長期的な株価パフォーマンスでも維持されている。（3）アクティビストの株式売却後、長期的に株価が下落する傾向は見出せない。）

¹⁰⁰ もっとも、アクティビストに批判的な立場のCoffee教授らは、アクティビストによる価値創造効果に関する諸論文をサーベイし、短期的株価パフォーマンスはともかく、長期的株価・業績パフォーマンスに関する価値創造効果は、十分に実証されていないと論じる。Coffee & Palia [2014]

¹⁰¹ Brav, Jian, Ma & Tian [2014]

¹⁰² Brav, Jiang & Kim [2015]

¹⁰³ Aslan & Kumar [2014]

¹⁰⁴ Krishnan et al. [2015]

¹⁰⁵ 最近までの論文のサーベイについてはBrav et al. [2009]; Goodwin [2015]参照。なおGoodwin論文では、1984年から2014年に至る5728件のアクティビスト案件に関する独自のデータに基づき、アクティビストが取締役を送り込んだ場合にターゲット会社の業績は中期的に有意に改善するとの実証結果を報告している。

遮断する主張には根拠がなく、アクティビストの関与が価値創造的であるか価値破壊的であるかはケースバイケースで検討しなければならないということである。

エコノミスト誌の特集記事

メディアの論調も変わりつつある。米国メディアではすでに 2013 年頃からアクティビスト・ヘッジファンドに対する好意的な見方も散見されるようになっていたが、象徴的なのは、英国のエコノミスト誌が 2015 年 2 月にアクティビスト・ヘッジファンドの特集記事を組み、アクティビストの資本主義に対する影響について、きわめて肯定的な評価を下したことである¹⁰⁶。エコノミスト誌は、「アクティビストは、好戦的で機会主義的だとして上場企業の経営者からしばしば嫌悪される」が、それは「経営者が間違っている」と述べる。アクティビストは実際には、上場企業の「意外な救世主」であり、欠点や過剰なところもあるが、社会に良い作用を及ぼしていると主張する。

SEC ホワイト委員長の講演

このようなアクティビストの変化は、規制当局や伝統的な大手機関投資家にも認識されてきている。たとえば、SEC のホワイト委員長は、2015 年 3 月の講演で、以下のように述べている¹⁰⁷。

すべてのアクティビズムを一律に否定的に捉えるのは、あまりに大雑把で非生産的な見方である。アクティビズムという言葉は、投資家が企業の経営陣や意思決定に影響を及ぼそうとするさまざまな試みを含んでおり、その中には建設的なものもある。

アクティビズムは、取締役選任やノンコア事業のスピンオフ、自社株買いなどさまざまな目的を達成するために用いられる。会社との交渉は水面下で行われることもあれば、要求が公表されることもある。これらのアプローチは、適切な状況で用いられれば、私が企業と株主の間で形成されて欲しいと願う種類のエンゲージメントと適合的である。企業は最近ますますアクティビストを含む株主と対話を行うようになってきているが、それは一般的には大変望ましいことである¹⁰⁸。

同じく SEC のギャラガー委員は、「アクティビストは善か悪かという二元論的な世界観は便利かもしれないが、あまりに単純すぎる」と述べている¹⁰⁹。ヴァンガードのマクナブも以下のように述べる¹¹⁰。

アクティビスト投資の性質は 1980 年代とは大きく変わっている。現在、われわれは、破壊的なアクティビストから建設的なアクティビストへの大きな潮流を目撃している。アクティビストは本質的に善とか悪とかいうものではない。彼らはしばしば真つ当な疑問を投げかける。

¹⁰⁶ “Capitalism’s unlikely heroes: Why activist investors are good for the public company,” The Economist (February 7, 2015); “An investor calls,” The Economist (February 7, 2015)

¹⁰⁷ Mary Jo White, “A Few Observations on Shareholders in 2015: Remarks at Tulane University Law School 27th Annual Corporate Law Institute” (March 19, 2015), available at <http://www.sec.gov/news/speech/observations-on-shareholders-2015.html>

¹⁰⁸ このような認識の下に、規制当局はアクティビスト活動を抑制するような規制強化には慎重な姿勢を取っている。Michael de la Merced, “S.E.C. Chief Sees Virtue in Activist Investors,” New York Times (March 19, 2015). 但し、行き過ぎた行為については一定の調査を開始している。Liz Hoffman, Aruna Viswanatha & David Benoit, “SEC Probes Activist Funds Over Whether They Secretly Acted in Concert,” The Wall Street Journal (June 4, 2015).

¹⁰⁹ Gallagher, Daniel, “Activism, Short-Termism, and the SEC: Remarks at the 21st Annual Stanford Directors’ College” (June 23, 2015), available at <http://www.sec.gov/news/speech/activism-short-termism-and-the-sec.html>

¹¹⁰ McNabb [2015]

3. 企業経営者層との関係

経営者層のアクティビズムへの接近

アクティビストの洗練度と社会的認知度の高まりに伴い、現職・元職の企業経営者層が、委任状争奪戦におけるアクティビスト側候補に立ったり、顧問に就任したりする動きが加速している。

オペレーショナル・アクティビズムの進展と企業経営者の協力

企業経営者がアクティビストと協力することに躊躇しなくなったことにより、一流アクティビストの経営改善要求は洗練度を増しており、それがまたアクティビストの信用度を高めている。事業内容にまで踏み込んだ経営改善要求を行うアクティビスト活動のことを「オペレーショナル・アクティビズム」と言うが、特にトライアンやスターボードは事業戦略にまで踏み込んだエンゲージメントや、高品質かつ大部のホワイトペーパーで有名である。

トライアンのペルツは自身がかつて大企業の経営者であったが、スターボードのスミスは主に運用業界のキャリアである。それにも関わらず高品質のオペレーショナル・アクティビズムが行える一つの大きな理由は、企業経営者の協力である。たとえば、文具大手のオフィスデポに対するエンゲージメントでは、同業大手ステープルズの元副会長であるジョゼフ・ヴァサルツォを顧問に迎えて、詳細なデューデリジェンスに基づく戦略を立案している。

経営者層のネットワークへの取り込み

元 IBM の CEO で名経営者と謳われたルイス・ガースナーがカーライルの会長を務めたことに象徴されるように、プライベートエクイティ・ファンドは多くの優れた経営者層をネットワークの中に取り込んでいる。アクティビスト・ヘッジファンドがどれだけ有能な現職・元職の経営者を自らのネットワークに取り込めるかは、今後アクティビスト・ヘッジファンドがプライベートエクイティ的な社会的受容性を確立できるかに、大きく影響するであろう。

アクティビスト側の取締役候補

一流アクティビストの取締役候補には、大企業の経営経験者が多く名を連ねている¹¹¹。これはアクティビスト側に立つことに対する社会的忌避感が急速に弱まっている表れである。たとえば、スターボードがオフィスデポに対して起こした委任状争奪戦では、スターボード側候補として前述のステープルズ元副会長やホームデポ元 CEO が含まれていたし、トライアンがデュポンに対して起こした委任状争奪戦でも、トライアン側候補として、GE アセットマネジメントの元 CEO やロックウッド・ホールディングスの元 CFO が含まれていた。サードポイントがダウケミカルに送り込んだ取締役は元 AIG 会長と元フォスターウィーラー CEO である。

キンパリオパートナーズ

経営経験者自らがアクティビスト・ファンドを設立したり、設立に関わるケースも現れてきている。たとえば、キンパリオパートナーズは、大手化学メーカー・ソリューシアの経営陣が、2012 年に会社をイーストマンケミカルに売却した後に設立した、主に化学メーカーを投資対象とするファンドである¹¹²。

ハドソン・エグゼクティブ・キャピタル

さらに世間を驚かせたのは、JP モルガンチェースの現職副会長が転身して 2015 年 1 月に設立を発表した、ハドソン・エグゼクティブ・キャピタルである¹¹³。2 人の共同創業者のうち、ダグラス・ブラウNSTAIN は、JP モルガンチェースの CFO を経て副会長に就任していた。もう一人のジェイムズ・ウーレリーは、弁護

¹¹¹ Liz Hoffman & David Benoit, "Activist Investors Ramp Up, and Boardroom Rifts Ensur," Wall Street Journal (April 16, 2015)参照。

¹¹² "What is Quinn's Quinpario Partners up to?" St. Louis Business Journal (May 17, 2013)参照。

¹¹³ "2 Wall Street Deal Makers Form an Activist Fund With a Twist," New York Times DealBook (January 20, 2015)

士出身で、JP モルガンチェースの北米 M&A 共同代表を務めた後、大手弁護士事務所副会長として法曹界に戻り、次期トップに選任されていた人物である。両者とも M&A のベテランであり「建設的エンゲージメント」を標榜しているが、建設的なエンゲージメントが功を奏さない時に、ペルツやアッペンのように、場合によっては表に出て圧力を強めるか否かは、現時点では明らかでない¹¹⁴。ハドソンは創業時に 2 億 5000 万ドルの資金を集め、これから本格的にファンドレイジングを行うものと思われるが、創業資金を拠出しアドバイザーリーボード委員に就任したのは、現職・元職の 14 人の CEO である。その中には、JP モルガンチェースの前職 CEO であるウィリアム・ハリソンや、ベライゾン・コミュニケーションズの前職 CEO、サーモフィッシャー・サイエンティフィックの現職 CEO、ユナイテッドヘルスグループの現職 CEO らが含まれている¹¹⁵。2015 年 6 月にはさらに、前 SEC 委員長のメアリー・シャピロとウェルズファーゴの前職 CEO がアドバイザーリーボードに加わった¹¹⁶。

V. 機関投資家の変容

1. アクティビストとの関係の深化

FTI コンサルティングの機関投資家アンケート

伝統的な大手機関投資家は、アクティビスト・ヘッジファンドへの出資・資金供与（主に年金基金、財団、大学基金等）と委任状争奪戦等でのアクティビストへの同調（年金基金、投信等）という二重の支援によりアクティビストの影響力を飛躍的に増大させている。アクティビストとの関わりが深まる中で、一流アクティビストへの機関投資家の信頼感も大幅に高まっている。FTI コンサルティングが最近行った 100 以上の大手機関投資家のアンケート調査結果¹¹⁷によると、大手機関投資家の 76%は近年のアクティビズムの興隆を肯定的に見ており（否定的 10%、中立的 13%）、84%がアクティビズムは価値創造的であると考えている（価値破壊的 7%、影響なし 9%）。アクティビストによる価値創造の源泉として機関投資家が重視するのは、「変化の触媒となること」、「取締役・経営陣と株主の利益のアライメントを強化すること」、「戦略フォーカスを強化させること」等である。また、機関投資家の 77%は株主指名取締役の存在は会社にとって良いことだと考えており、76%は北米スタイルの株主アクティビズムが欧州やアジアに広まることを期待している。

機関投資家との関係はさらに密接化

一流アクティビストは将来の公開キャンペーンに備えて大手機関投資家との信頼関係構築を進めており、実際の公開キャンペーンでの自らの振る舞いが将来の信頼関係に大きく影響することを心得て行動するようになっている¹¹⁸。機関投資家の信頼を得るために、一流アクティビストのマナーも洗練されてきており、過去に見られたような粗野な言動は影をひそめ、丁寧なエンゲージメントを心掛けるようになっている¹¹⁹。

機関投資家とアクティビストのコミュニケーションは、以前と比べて非常に密接になってきている。その目的のために、メンバー限定の私的なウェブサイトがい

¹¹⁴ “A Kinder, Gentler Investor Activism,” New York Times DealBook (January 21, 2015)

¹¹⁵ “New Activist Hedge Fund Has CEO Backing,” Wall Street Journal (January 20, 2015)

¹¹⁶ “Mary Schapiro, Richard Kovacevich Join New Activist Hedge Fund,” Wall Street Journal (June 3, 2015)

¹¹⁷ FTI Consulting [2015]

¹¹⁸ APB Financial Group, “Collaborative activism,” Activist Insight [2015]

¹¹⁹ Foley et al., 前掲注 58

くつか存在するほどである¹²⁰。また、大量保有報告書上の「グループ」を形成することなくアクティビストと機関投資家間のスムーズなコミュニケーションを促進するサービスを提供する専門業者も存在する¹²¹。反アクティビストの旗印を鮮明に掲げ、企業側に立ってアクティビスト対策を指南するワクテル・リプトン法律事務所の弁護士は、以下のように述べている¹²²。

多くのアクティブ運用投信のポートフォリオマネージャーがアクティビスト・ヘッジファンドと密接に接触していると報じられている。彼らはレピュテーションや費用等の問題から自らアクティビスト活動を行うことには限界があるが、もしアクティビスト活動を行うならばサポートする用意があるとアクティビストに示唆する。アクティビストの影響力の大部分は、このようにアクティビストが機関投資家の保有株式の力を動員することができる能力によるのである。

先進的な年金基金によるアクティビスト支援・育成

一流の機関投資家の中には、水面下でアクティビストと協働するのみならず、表だってアクティビストと組むところもある。カルスターズが、リレーショナルと組んでティムケン株主総会で会社2分割を求める勧告的決議を成立させたこと、オンタリオ・ティーチャーズがカナディアン・パシフィック鉄道の委任状争奪戦でパーシングスクエアを支援したことなどは有名な事例である。

カルスターズは優良アクティビストのインキュベーター機能まで果たしている。2012年には、元カルパースのファンドマネージャーであったテッド・ホワイトらが創業したリージョンパートナーズ・アセットマネジメントに立ち上げ資金を提供した¹²³。2014年に開始されたファッションブランド企業、ペリーエリス・インターナショナルに対するエンゲージメントでは、同社の長期株主であるカルスターズがリージョンパートナーズと二人三脚で共闘し、2015年5月には共同で委任状争奪戦を開始して圧力を加えた結果、翌月、会社側が自発的に適切な独立取締役選任や期差選任廃止等の施策を打ち出すに至った（委任状争奪戦は中止）。ペリーエリスが要求の多くを受入れざるを得なくなったのは、長期株主としてのカルスターズの重みによるところが大きい¹²⁴。

Request for Activism

機関投資家がアクティビスト・ファンドに投資したり議決権の支援を行うだけでなく、さらに進んでアクティビストに投資アイデアを提供する動きも加速している¹²⁵。伝統的な長期機関投資家は、これまで投資先企業の経営に不満があっても自ら経営への働きかけを行うことには躊躇していたが、投資アイデアを提供することにより、アクティビストによるエンゲージメントを期待することができる。高度な調査能力を有するアクティビストにしても、スクリーニングの手間が大幅に省けるうえに、投資をしてエンゲージメントを行う場合の機関投資家の支持があらかじめ期待できる。機関投資家によるアクティビストに対するエンゲージメントの依頼はかなり一般化しているため、そのような依頼を意味する“RFA”（Request for Activism）という業界用語まで存在するようである¹²⁶。このように、機関投資家とアクティビスト・ヘッジファンドは共生的関係を深めている。

¹²⁰ Sheehan [2014]

¹²¹ APB Financial Group, 前掲注 118

¹²² Karp [2015]

¹²³ Kelly Bit, “CalSTRS Backs Hedge Fund Activist Legion With First Seed Money,” Bloomberg (May 21, 2014)

¹²⁴ Ronald Orol, “For its Perry Ellis campaign, Legion Partners had friends in high places,” The Deal.com (June 2, 2015)

¹²⁵ Crosier, 前掲注 5

¹²⁶ Laxton [2015]

機関投資家主導のアクティビズム：GM、IBM の事例

投資先の経営に不満を抱いた機関投資家が、アクティビストを担いだり信用度の高い一流のアクティビストに助力を求めたりする傾向も加速している。2015 年 2 月、オバマ政権による 2009 年の GM 救済を担った自動車産業タスクフォースの元委員ハリー・ウィルソンは、GM 株主である 4 つのヘッジファンド（持分計 2.1%）を代表し、GM の 250 億ドルの保有現預金のうち 80 億ドルを株主に還元することを求めて委任状争奪戦を開始する意向を表明した。4 ファンドはいずれもアクティビスト・ファンドではないが、GM の経営方針に不満を持ち、個人株主として GM に株主還元強化を求めていたウィルソンと接触し、支援を決めたものである¹²⁷。GM は株主との対決を回避して、50 億ドルの自社株買いを行う方針を表明した¹²⁸。

また、報道によれば、IBM の業績に不満を持つ大手機関投資家数社が、複数の一流ファンドに対し、株式を取得してエンゲージメント活動を行うように要請し、不安を感じた IBM は複数の投資銀行を起用して防衛策を練っていたようである。しかし、要請を受けたパーシングスクエアやバリューアクトは、関与を辞退した。なぜなら、IBM の問題は同社を取り巻く困難な状況そのものにあり、その中で 2012 年に就任したロメッティ CEO は良くやっており、アクティビストの関与により経営改善できる余地は少ないと判断したからである¹²⁹。

2. 機関投資家自身の変化

機関投資家によるエンゲージメントの限界

機関投資家、特に巨大機関投資家による持株比率の上昇は、協調行動のコストの低減により歴史的な「所有と経営の分離」の問題を解決し、株主によるガバナンスを強化するものと期待されていたが、実際には近年に至るまで機関投資家の企業経営に対する影響力は限定的であった。その主因は、分散投資を行いベンチマークや競合との相対パフォーマンスで評価されるファンドマネージャーには、コストを負担して他社にフリーライドを許すようなエンゲージメント活動を行うインセンティブに乏しかったからである¹³⁰。したがって、機関投資家は、経営方針の変更まで含む深いエンゲージメントを行うためのインハウスの能力も発達させてこなかった。

ケイ・レビューによる処方箋の実効性

英国のケイ・レビュー¹³¹は、深いバリュー分析に基づく集中投資の奨励、投資フォーラムの設立による機関投資家間の協調行動促進等により、機関投資家の実効的エンゲージメントを促進することを提唱しているが、これは伝統的機関投資家にビジネスモデルの変更を迫るものであり、その成果は疑問視される¹³²。ケイ・レビューはまた、インデックスファンド等のパッシブ運用の投資家にも投資先企業のパフォーマンス向上の責務を意識させることを強調する。最終投資家と運用会社の利益相反を問題視する立場からは、長期運用のインデックスは理想的なエンゲージメントの担い手にも思える。米国会社法をリードするデラウェア州最高裁長官の要職にある論客、ストライン判事も、インデックスファンドに（議決権行使助言会社に頼らず）独自の考えにより議決権行使をするよう促すことを提言している¹³³。たしかに最終投資家との利益相反がない点ではインデックスファン

¹²⁷ Nathan Vardi, “The Hedge Fund Agent In The Boardroom,” *Forbes* (February 12, 2015) 機関投資家 4 社は、Appaloosa Management, Hayman Capital, Taconic Capital, HG Vora Capital。

¹²⁸ “G.M. to Buy Back \$5 Billion of Its Stock,” *New York Times DealBook* (March 9, 2015)

¹²⁹ “IBM hire advisers to deal with investors – sources,” *Reuters* (April 3, 2015); “Call for Activism at IBM Is Likely to Go Unheard,” *New York Times* (April 6, 2015)

¹³⁰ 田村[2014a]; 田村[2014c]。機関投資家の他の事業との利益相反問題等も寄与していた。Rock [2015]

¹³¹ Kay [2012]

¹³² 田村[2014c]参照。

¹³³ Strine [2014]

ドは優れているが、ローコスト運営のインデックスファンドには、自らコストをかけて深いエンゲージメントを行うインセンティブもコスト負担力も乏しい点については、ケイ・レビューもストライクも解決策を示していない。

むしろ、ケイ・レビューの期待する集中投資・協調行動という行動パターンは、米国のアクティビスト・ヘッジファンドによって具現化されつつある。しかも、アクティビスト・ヘッジファンドは、伝統的機関投資家の多くが抱える他事業との利益相反がなく¹³⁴、投資先の株主価値を向上させるインセンティブの強い報酬体系を採用している。

アクティビストが伝統的機関投資家を変容させる

極めて注目すべき点は、このようなアクティビスト・ヘッジファンドが、伝統的機関投資家を否応なく変容させつつあることである。エコノミスト誌の特集記事がアクティビストを高く評価した最大の理由は、アクティビストが現代の上場企業を蝕む「ガバナンスの空隙」を埋める存在であると考えからである¹³⁵。

「怠惰な投資家」を覚醒させる役割

現代の上場企業株式のほとんどは、「怠惰な投資家」(lazy money)によって保有されている。インデックスファンドやETFは、企業がどう経営されているかにほとんど関心をもたないし、アクティブ投信や年金基金も、ポートフォリオが分散されているため、特定の企業に深く関わることを忌避する。しかし、アクティビストが提案を行うと、そのアイディアが駄目なものであれ優れたものであれ、「怠惰な投資家」も判断を迫られることになる。機関投資家はこの判断から逃れることはできない。

また、アクティビストは「怠惰な投資家」にとって、問題がある会社の経営を是正する方策を考えるという面倒な仕事をアウトソースする道を提供する。すなわち、伝統的機関投資家は、自ら現経営陣の経営方針に対する対案を策定するだけの労力を投じるインセンティブを有せず、したがってそのような対案を策定するインハウスの能力も発達させてこなかったが、アクティビストが作成した対案と現経営陣の経営方針の優劣を判断する能力は十分に備えているか、もしくは若干の追加投資により備えることが可能である。

キャスティング・ボート

アックマンは「アクティビズムとは観測気球を上げることだ」と述べ、「もしアイディアが良ければ（機関投資家の支持を得て）それは実現し、良くなければ支持が得られない（ので実現しない）」と説明する¹³⁶。コーポレートガバナンスの大家アイラ・ミルスタイン弁護士も、「もし投資家がアクティビストが間違っていると考えれば、支持しなければよいだけの話だ」と述べる¹³⁷。このように伝統的機関投資家が現経営陣とアクティビストのどちらに軍配を上げるかのキャスティング・ボートを与えられたことによって、思いがけない形で伝統的機関投資家の企業に対する影響力が高まっている。

パッシブ運用投資家の変容

このような状況の進展は、従来「最も株主ガバナンスの担い手として理想的だが、最もエンゲージメントを行うインセンティブが乏しい」と見られていたパッシブ運用の投資家を、年金基金やアクティブ運用投資家と並んで、会社側とアクティビスト側の裁定者の位置に押し上げている¹³⁸。巨額の株式を長期保有するヴァン

¹³⁴ M&A 当事者双方の株式を保有している場合など、別種の利益相反は存在する。

¹³⁵ “Capitalism’s unlikely heroes: Why activist investors are good for the public company,” The Economist (February 7, 2015)

¹³⁶ “An investor calls,” The Economist (February 7, 2015)

¹³⁷ Laxton [2015]

¹³⁸ パッシブ運用の投資家は、従来から独立取締役の比率増大や買収防衛策の削減、1株1議決権の原

ガードやブラックロックなどのパッシブ投資家は、投資先企業の経営に対して従来よりも積極的に発言するようになりつつある¹³⁹。ヴァンガードは2015年2月にマクナブ CEO 名で、大口投資先企業の独立取締役代表者に対して、ヴァンガードのエンゲージメントに関する考え方を説明した書簡を送付したが、その中で、以下のように述べている¹⁴⁰。

過去には、われわれの投資スタイルが主にパッシブ投資であることから、われわれのコーポレートガバナンスに対する態度も受動的だろうと誤って思い込む会社もあった。これほど真実から遠い思い込みはない。

ブラックロックのフィンク CEO も、2015年4月に投資先企業大手500社のCEOに書簡を送り、長期的利益の重要性を強調するとともに、多くの企業がアクティビストの介入を恐れるあまり巨額の配当・自社株買いに走る風潮に警鐘を鳴らした。フィンクは「よく考えられた形で株主還元を行うこと自体にはなにも問題はないし、アクティビストの要求が必ずしも他の株主の利益と相反するわけでもない」と述べつつ、問題はそれが極端になった場合であるとした¹⁴¹。これも機関投資家が経営陣とアクティビストの主張を是々非々で判断する傾向を示している。

議決権行使助言会社の役割

さらに大手の機関投資家は、議決権行使助言会社のアドバイスも是々非々で選別している。機関投資家の多くはISSやグラスルイスのサービスを利用しているが、多くの機関投資家が社内に独自のコーポレートガバナンスチーム¹⁴²や議決権行使委員会を設置して独自の調査を行い、最終的な判断を行うようになってきている¹⁴³。たとえばブラックロックの場合、毎年1万5000社もの議決権行使を行うため、議決権行使助言会社を主にデータ収集・整理等の補助的な役割で用いているが、議決権行使助言会社による推奨は一切顧慮せず、独自の判断で議決権を行使している¹⁴⁴。デュポンの委任状争奪戦で、ISSとグラスルイスの推奨に反してブラックロック、ヴァンガード等の大手パッシブ投資家が会社側候補に投票したのは、独自判断が働いていることの明確な証拠である¹⁴⁵。

則徹底などにプラスの影響を与えていたとの実証研究が最近発表されている。Appel et al. [2015] このようなガバナンス一般に対する影響はアクティビストのキャンペーンを容易にする効果があったと思われるが、アクティビストの提案を介してパッシブ投資家が具体的経営方針に関する影響力を持ち始めたのは最近のことである。

¹³⁹ Kirsten Grind & Joann Lublin, “Vanguard and BlackRock Plan to Get More Assertive With Their Investments,” Wall Street Journal (March 4, 2015)

¹⁴⁰ “Letter sent by F. William McNabb III, Vanguard’s Chairman and CEO, to the independent leaders of the boards of directors of the Vanguard funds’ largest portfolio holdings” (February 27, 2015), available at https://about.vanguard.com/vanguard-proxy-voting/CEO_Letter_03_02_ext.pdf

¹⁴¹ Andrew Ross Sorkin, “BlackRock’s Chief, Laurence Fink, Urges Other C.E.O.s to Stop Being So Nice to Investors,” New York Times DealBook (April 13, 2015)

¹⁴² BlackRockには世界6拠点に配置された約20人のプロフェッショナルからなるCorporate Governance and Responsible Investment (CGRI)チームが存在し、議決権行使ガイドラインの制定と議決権行使の責任を有している。VanguardではProxy Voting Teamに議決権行使が委任されており、Proxy Oversight Committeeが監督している。一般にM&A等の重要議案についてはポートフォリオオマネージャーも相談に与るが、それ以外のケースではポートフォリオオマネージャーはあまり関与しない。Rock [2015]

¹⁴³ FTI Consulting [2015]

¹⁴⁴ BlackRock, Letter to European Securities and Markets Authority dated 27 July 2015, regarding “ESMA call for evidence on the Impact of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis (ESMA/2015/920)”

¹⁴⁵ このように専門社内組織を備えた大手の機関投資家では議決権行使助言会社は主に情報収集・整理目的でしか使われていないが、より小規模の機関投資家の中にはISSやグラスルイスの推奨に従うところも多いようである。Rock [2015]

VI. 取締役会の変容

1. 取締役会の変化

取締役会の役割についての
根本的な認識の変化

アクティビストの勃興は、取締役会の役割についての根本的な認識の変化をもたらしつつある。パークシャーハザウエーやコストコ、インテルの社外取締役を務めるスー・デッカー（元ヤフー社長）は以下のように述べる¹⁴⁶。

多くの株主がアクティビストに共感するようになったのは、従来の取締役会によるモニタリングシステムに利益相反の問題があると確信しているからである。取締役は株主に対する受託者責任を遂行することよりも、報酬を受け取り取締役の地位を維持することに関心を持っており、それがおごりなモニタリングや、然るべきときにも CEO に反対しないといった行動を招いていると、多くの株主は感じている。

独立取締役による経営監視
と適切な取締役会の構成

実際に機関投資家は、CEO から真に独立した取締役会が株主の代理人としてモニタリング機能を発揮することを強く求めるようになってきている。たとえば、ヴァンガードのマクナブは、同社のガバナンスに関する原則の第一として「独立取締役による経営監視と適切な取締役会の構成」を挙げ、次のように説明する¹⁴⁷。

独立取締役による経営監視と適切な取締役会の構成は、良いガバナンスのための最重要の要素である。企業統治はいわば「代表制民主主義」のようなものである。われわれは株主の利益を守るために、一群の人々（取締役）に、CEO を選任・解任し、戦略やリスク管理、報酬等に影響を与える権限を与える。われわれ株主は会社の内部にいないため、われわれの代表者（取締役）が株主の目となり耳となる。誰が取締役となり、どのように行動し、どのようなスキルを有しているかは、長期的価値創造の観点から極めて重要である。

そしてマクナブは、実際に多くの会社で、取締役会の役割が伝統的な「経営陣の提案をレビューし同意を与える」というものから、より戦略形成に深く関与する方向に動いていると述べる。この意味するところは、CEO はもはや企業の唯一のリーダーではなく、独立取締役もまた企業の前面に押し出されるようになったということである¹⁴⁸。

2. 株主とのエンゲージメント

独立取締役と株主の直接接
触に対する警戒感

米国では伝統的に、株主・投資家との接触は経営陣の責務とされ、独立取締役が直接に株主・投資家と接触することは稀であった¹⁴⁹。近年、株主・投資家からの要請もあり独立取締役による直接エンゲージメントの必要性が認識されるに至っても、なお経営サイドは警戒的・制約的なスタンスを取る傾向がある。

たとえば、2014 年に大企業をバックとするコンフェレンス・ボードがまとめた投資家とのエンゲージメントに関する勧告書およびガイドラインでは、「取締役と機関投資家の直接エンゲージメントは、特別な状況では有益であり得るが、ほとんどの米国企業および投資家にとっては、通常のエンゲージメントの方法であるべ

¹⁴⁶ Decker [2015]

¹⁴⁷ McNabb [2015]

¹⁴⁸ Charan et al. [2015]

¹⁴⁹ Katz & McIntosh [2015]

きではない」と述べている¹⁵⁰。

独立取締役と機関投資家が直接エンゲージメントを促進するために設立した SDX (Shareholder-Director Exchange) が 2014 年に公表したプロトコルにおいても、「一般的に、株主と取締役の直接エンゲージメントにおいて、一般的な事業運営や現在および将来の財務状況、戦略遂行、その他経営陣が直接責任を負うべき事業上・業績上の問題について議論することは、適切でない」と述べられている¹⁵¹。

個別企業のガバナンス方針においても、たとえば、ボーイングでは、株主を含むステークホルダーとのコミュニケーションの責務は CEO および他の経営幹部にあり、取締役会の方針として、会社を代表して外部と話すのは経営陣だと規定する。個別の取締役が時折、ステークホルダーと接触することは許容されているが、取締役は原則として事前に経営陣と相談のうえそのような接触を行うものとされている¹⁵²。

取締役こそ株主エンゲージメントの中心であるとする認識の広がり

しかし、機関投資家、とりわけアクティビストは、独立取締役と直接エンゲージメントを行うことに制約を課されることを好まない。むしろ株主の代理人として経営をモニタリングする独立取締役こそ、株主エンゲージメントの主体として適切であるという考え方が強まっている。ブラックロック、ステートストリート、ヴァンガード等の機関投資家は、独立取締役への直接のアクセスを期待すると明確に表明しており¹⁵³、SEC のホワイト委員長も、「取締役会は、株主エンゲージメントの中心プレイヤーであるべきである」と述べている¹⁵⁴。

実務の世界でも、アクティビスト対策の中心人物であるリプトン弁護士ですら、「会社は、委任状争奪戦に巻き込まれてからではなく、平時から主要な機関投資家株主を独立取締役と会わせるべきである」と助言している¹⁵⁵。実際にトライアンとの委任状争奪戦に巻き込まれたデュポンは、渦中の 2014 年 12 月に同社のガバナンス・ガイドラインを改訂し、「株主とのコミュニケーション」と題した条項を新設して、「株主等で、取締役会、取締役会会長、筆頭独立取締役ないし他の独立取締役と直接コミュニケーションを取りたい場合は、コーポレート・セクレタリー宛に書面で申込みを行うこと」と規定している¹⁵⁶。

株主・取締役直接エンゲージメントに対する懸念事項

株主と取締役の直接エンゲージメントには、さまざまな懸念事項が指摘されているが、それらの多くは解決可能である。ヴァンガードのマクナブは、典型的な懸念事項とそれに対するヴァンガードの考え方を以下のように説明する¹⁵⁷。

- (1) 「取締役の直接エンゲージメントは経営陣を疎外する」：大株主はそのようなことは望んでいない。取締役はしばしば事業上の問題等を話す時などに経営陣を同席させる。他方で、CEO の報酬問題など純粋に取締役会マターの論点においては、経営陣を同席させないのが適切である。
- (2) 「選別的開示のリスクがある」：大株主はインサイド情報を求めている。求めているのは、独立取締役に対し長期投資家の観点を提供することである。

¹⁵⁰ Conference Board [2014a]; Conference Board [2014b]

¹⁵¹ SDX [2014]

¹⁵² Boeing, “Corporate Governance Principles” (February 23, 2015)

¹⁵³ Lipton [2015b]

¹⁵⁴ Mary Jo White, “Remarks at the 10th Annual Transatlantic Corporate Governance Dialogue” (December 3, 2013), available at <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370540434901>

¹⁵⁵ Lipton [2015a]

¹⁵⁶ DuPont, “DuPont Board of Directors Corporate Governance Guidelines” (December 2014)

¹⁵⁷ McNabb [2015]

会社は選別的開示リスクをどう管理するか決定すべきだが、それは株主エンゲージメントを行わない理由にはならない。取締役を教育したり、弁護士を同席させたり、議論の範囲に明確な境界を設けるなど色々な方法がある。

- (3) 「時間がない」：取締役会はどれだけの時間をエンゲージメントに割くか、議論すべきであるが、投資家は取締役会が代表する重要な有権者であり、少なくとも重要な株主とのエンゲージメントの時間は確保されるべきである。
- (4) 「実施するのが難しい」：先進的な企業はすでに充実したエンゲージメント・プログラムを実施している。SDX のプロトコルも参考になる。

直接エンゲージメントはアクティビスト対策上も重要

アクティビストに機関投資家が味方した多くの事例では、取締役会が経営陣に対して適切な疑問を投げかけず、会社がどのように経営されていて投資家にどのように見られているかについての現実が見えなくなっていた。そのような事態を防ぐためにも、取締役会が直接、株主の声を聞くことが重要である。マクナブは、SDX プロトコルに加えて、取締役会の常設委員会として「株主関係委員会」を設けることを提唱している¹⁵⁸。

3. アクティビストのように考える

取締役はアクティビストのように考えるべき

取締役会が真に独立したモニタリング機能を発揮するためにはどうすべきか。多くの識者・実務家は、「アクティビストのように考える」ことを推奨する。テキサスコやユナイテッド航空の元 CEO であるグレン・ティルトン（現アボット、アッヴィ、フィリップス 66 取締役）は、「取締役会のリーダーこそがアクティビストの役を務めなければならない」と言い、ローム&ハースの元 CEO であるラジ・グプタ（現デルファイ、HP、タイコ、ヴァンガード取締役）も取締役会はアクティビストのように考え、内からではなく外からの視線で会社を見て、アクティビストが問いかけるような質問をすべきだと主張する¹⁵⁹。投資銀行のセルサイドの中でも、「アクティビストは資本配分についての合格点のバーを引き上げ、株主に利益をもたらした」と評価する声があるが¹⁶⁰、取締役会自身が経営者の合格点のバーを上げていくことが求められている。

経営陣から独立した情報の入手

ヴァンガードのマクナブも「健全で活発な取締役会は、最も良い意味でのアクティビストのように考える」と述べるが、その際に経営陣から独立した情報を得ることの重要性を強調する¹⁶¹。

取締役会はどのように情報を得るか。取締役はさまざまな問題について経営陣の見解を次々と提供される。そして多くの場合、もしそれ以上何もしなければ、それが得られる情報の全てだ。経営陣が経営方針についてプレゼンテーションを行い、その戦略の妥当性を説明する。それが得られる情報のすべてだとしたら、取締役として失格だ。

経営陣の提案のみでなく代替策も検討する

バークシャー・ハザウェイやインテルの現役取締役であるデッカーも以下のように述べる¹⁶²。

¹⁵⁸ McNabb [2015]

¹⁵⁹ Charan et al. [2015]

¹⁶⁰ Dan Skelly, “Activists at the Gates,” Morgan Stanley, Wealth Management (January 23, 2015), available at <http://www.morganstanley.com/ideas/activists-at-the-gates/>

¹⁶¹ McNabb [2015]

¹⁶² Decker [2015]

取締役は、アクティビストであればそうするように、CEO が推奨する戦略だけではなく、代替策も含めた選択肢を分析するように、経営陣に対して強く要求すべきである。従来は、CEO がさまざまな選択肢を考慮した後で、選んだ一案だけを取締役に提示していた。しかし、CEO が選択しなかった代替策こそがアクティビストが主張するものである。したがって、取締役会はそのような代替策も含めて事前に検討しておく必要がある。そのためには、不採算事業からの撤退やスピンオフなどがどのような影響を及ぼすかを理解し、余剰キャッシュの使途に関して経営陣が推奨する以外の選択肢も評価する必要がある。もしそれらの選択肢が十分に議論されていなければ、アクティビストの提案に対して会社の現行方針を擁護するには準備不十分である。

内在価値の向上が使命

但し、取締役会の使命はあくまで株主の長期的利益、すなわち内在価値（DCF 価値）を高めることにあるので、事業売却等の分析の結果としての価値が現在の「株価」を上回るというだけの理由で、事業売却等を行わなければならないわけではない。取締役会は、会社が選んだ戦略的選択肢とそれを選んだ理由を徹底的に理解して、内在価値向上に努めなければならない¹⁶³。

株主推薦取締役も受託者責任に服する

取締役は、株主の推薦により委任状争奪戦や和解を通じて選ばれた者であっても、受託者責任に基づき株主共同の利益の観点から判断を下す責務がある。特にインサイダーとなり企業内部の情報へのアクセスが可能になることにより、外から見ていた場合と判断が変わることもあり得る。アクティビストのケースではないが、エアプロダクツによるエアガスに対する敵対的買収において、エアガスはポイズンピルで徹底的に抵抗したため、エアプロダクツは委任状争奪戦によりエアガスに 3 人の取締役を送り込んだ。ところが、その 3 人の取締役も、内部で調査のうえ、エアプロダクツの提示価格を不十分としてポイズンピルの維持に賛成した¹⁶⁴。アクティビスト推薦により選任された取締役も同様に独立・客観的な立場から判断を下す責務があるのである。

VII. アクティビストへの対処

1. 概観：ケースバイケース・アプローチ

従来型の対応

金融危機以前くらいまでは、米国企業はアクティビストに対して、直接対話を拒否したり、ポイズンピルを導入したりするなど、敵対的買収に対する場合と同様の対応を取っていた。また、持株比率 5%未満のアクティビストはまともに取り合わないなどの対応も一般的であった¹⁶⁵。

アクティビストの変化

しかし、過去数年間でそのような状況は大きく変貌した。かつては、アクティビストは会社の長期的利益の犠牲のもとに短期的利益を追求し、株主還元や会社売却を迫るというイメージが強かったが、現在では、事業の実態面にまでふみこんで長期的価値創造を追求するアクティビストが主流になりつつある¹⁶⁶。一流アクティビストは洗練度を増しており、詳細な企業分析を行い、熟練した投資銀行や弁護士事務所、プロクシーアドバイザーを雇い、優れた取締役候補を擁立し、非

¹⁶³ Decker [2015]

¹⁶⁴ Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc., C.A. Nos. 5249, 5256 (Del. Ch. Feb. 15, 2011).

¹⁶⁵ J.P.Morgan [2015]

¹⁶⁶ Wolosky [2015]

アクティビストは一樣ではない	常に早い段階から他の株主に接触するなど周到な準備を行っている¹⁶⁷。 アクティビストは一樣ではない。取締役会や経営陣との協力を望む者から、株主全体の利益を顧慮しない「ヘッドライン・ハンター」のような者までいる¹⁶⁸。特にブームに乗った新規参入者の中には、財務やオペレーション、ガバナンスについての知識が乏しく、攻撃的な手紙を送り、大仰に騒ぎ立てて、無差別に会社の即時身売りを要求するようなタイプも存在する¹⁶⁹。したがって、アクティビストと対峙する場合の取締役の最初の責務は、当該アクティビストがどの類型に属するかを見極めることである¹⁷⁰。実際の米国企業も、アクティビストは一樣ではないことを考慮して、ケースバイケースの対応策を取り始めているようである¹⁷¹。
アクティビスト自体の評価	アクティビストを査定するに際しては、アクティビスト自体の評価とアクティビストの提言内容の評価を分けて考える必要がある。アクティビスト自体の評価を行うには、建設的か攻撃的かといったスタイル、見識・力量、資金量や資金源、過去の実績や振る舞い等のトラックレコードなどを検討する必要がある。特に機関投資家からみたアクティビストの信用度が重要である。なお、大手の公的年金基金の出資を受けているファンドについては（公的年金が出資に際してデューデリジェンスを行っているため）信用度が高まる傾向がある。
アクティビストの提言内容の評価	信用度の高いアクティビストが妥当な提案を行う場合には、会社側としても、アクティビストとの建設的な共同関係構築を考慮すべきである。一流アクティビストは、企業の長期的価値（DCF 価値）を上げる施策を提案し、それが市場に認識されることによって短期的にも株価が上昇することを狙っている。企業の長期的価値向上を目指すという点で、取締役会と一流アクティビストの目的は一致している。アクティビストは、企業に多額の投資をしてくれる上に、無料で戦略的アドバイスをしてくれるという意味で、実は取締役会にとって有り難い存在にもなり得る。 しかし、アクティビスト自体の信用度が高い場合でも、必ずしもアクティビストの提言内容が妥当であるとは限らない。新興の一流アクティビストであるスターボードは AOL に委任状争奪戦を仕掛けて敗れたが、AOL の独立取締役を務めるフレッド・レイノルズ（CBS の元 CFO）は、スターボードのように尊敬すべきアクティビストであっても、同意できない見解の相違は存在し得ると指摘する¹⁷²。このように、戦略や手法に関する正当な見解の相違が存在する場合には、しばしば株主の判断を仰ぐ公開キャンペーンに移行することになる。 アクティビスト自体の信用度が低く提案内容に妥当性がない場合には、取締役会がアクティビストと戦うべきであるが、問題は信用度の低いアクティビストの提案内容が実は妥当であった場合である。その場合には、色眼鏡を外して是々非々で良い意見は取り入れるべきであるが、これは現在の米国企業にとっても非常に難しい行動であり、取締役会の独立性・客観性がとりわけ試されることになる。
一流アクティビストのターゲット	ちなみに大手の一流アクティビストは、ファンドサイズが大きいと 1 投資当たりの金額が大きく、また、自らの議決権ではなく他の機関投資家の賛同を得るこ

¹⁶⁷ Alexander [2014]

¹⁶⁸ Dysart & Wood [2014]

¹⁶⁹ McRitchie [2015]

¹⁷⁰ Dysart & Wood [2014]

¹⁷¹ Steven Davidoff Solomon, “The Boardroom Strikes Back,” New York Times Deal Professor (April 21, 2015)

¹⁷² Dysart & Wood [2014]

とによって企業の経営方針の変化をもたらそうとする。したがって、そのようなアクティビストのターゲットは、比較的株式の流動性が高く、機関投資家持株比率およびアナリスト・カバレッジが高い傾向がある。そのような会社は大手の一流アクティビストにとって、価格インパクトなくかなりの投資ポジションを組むことができ、しかも（提案内容がまともであれば）洗練された他の株主の支持を得やすいからである¹⁷³。

アクティビストに狙われやすい会社の特徴として、株価・業績パフォーマンスの悪さ、資本配分の非効率性、コーポレートガバナンス上の問題等があげられるが、デュポンのように株価・業績パフォーマンスが良かった会社でもターゲットとなり得ることに留意する必要がある。FTI コンサルティングによる大手機関投資家アンケートでは、53%の投資家が、株価が市場をアウトパフォームしている会社でもアクティビストの関与により利益を得ることがあり得ると回答している¹⁷⁴。

2. 水面下のエンゲージメント

リプトン弁護士の助言

アクティビスト株主から水面下の面談要請があった場合、以前は面談を拒否するのが一般的であり、仮に面談に応じた場合にも即座にアクティビストの提案を却下するのが通常であった。しかし現在では、反アクティビストの総帥かつ急先鋒であるリプトン弁護士ですら、以下のように助言している¹⁷⁵。

アクティビスト株主と議論したり交渉したりする義務はないが、一般的にはアクティビストと面会して、アクティビストの批判や提案につき議論することを推奨する。基本的にアクティビストの提案を即座に拒絶すべきではなく、アクティビストの主張をよく聞いてできるだけ多くの情報を引き出すべきである。将来のある時点でアクティビストと交渉した方が望ましい状況になる可能性もあるし、水面下のコミュニケーションの枠組みを確立することで公開キャンペーン等へのエスカレーションを避けることができるかもしれない。・・・アクティビストのアプローチに対応する義務はないが、対応しないことが後になってマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

形式的なエンゲージメントと真摯なエンゲージメント

アクティビストと真剣にエンゲージする会社は、よりアクティビストのポジションを理解でき、より良く会社を守ることができる¹⁷⁶。しかし、多くの取締役会は、形の上でだけアクティビストと「エンゲージ」し、アクティビストの主張の当否を顧慮することなく弁護士やPR会社、プロクシーソリシターなどをかき集め、その後はアクティビストを無視する。これに対して、（現時点では少数派であるが）洗練された取締役会は、アクティビストの主張を非常に注意深く傾聴し、それを経営陣やアドバイザーと徹底的に議論し、よく考え抜かれた結論に達する。その結論は、アクティビストの主張と整合的であることもないこともあり得る¹⁷⁷。

経営陣からの情報のみに依存する危険性

問題は、取締役会が経営陣からの情報のみに依存すると、アクティビストの主張を適切に評価することが困難になることである。一流アクティビストは、インハウスのアナリストなど企業を分析するための相当な自前のリソースを有しているが、取締役会には経営陣から独立した自前のリソースがない¹⁷⁸。対象会社に対す

¹⁷³ Brav et al. [2009]

¹⁷⁴ FTI Consulting [2015]

¹⁷⁵ Lipton [2015a]

¹⁷⁶ Posner [2014]

¹⁷⁷ McRitchie [2015]

¹⁷⁸ Dysart & Wood [2014]

る一流アクティビストのデューディリジェンスは、対象会社の取締役自身が会社について有する情報をしばしば凌駕するに至っている¹⁷⁹。

客観的な判断者としての取締役会の責務

しかし、このような情報面でのハンディキャップに関わらず、経営陣の立場と相反するアクティビストの主張の当否を判断するうえでは、やはり取締役会が最適者である。取締役会は、客観性を保ち、アクティビストと直接対話を行い、他の主要株主の意見を聞き、外部アドバイザーを適切に活用することによって、アクティビストの主張を適切に判断できる可能性を高めることができる¹⁸⁰。但し、外部アドバイザーのアクティビストに関する知識は往々にして推測レベルに止まることには留意すべきである¹⁸¹。

3. 公開キャンペーン

即座にアクティビストの主張を否定しない

アクティビストがその主張や要求内容を公にすると公開キャンペーンの局面に突入する。取締役会は即座にアクティビストの主張を否定してはならない。なぜならば、取締役会は受託者責任を負っており、主張の当否を検討する期間が必要なはずだからである。リプトン弁護士も、当初は「取締役会は株主からの提言を歓迎し、検討する」以外の反応をすべきではないと助言する¹⁸²。

公開キャンペーン＝選挙活動

アクティビストによる公開キャンペーンは、政治における選挙活動と同様に、自らの主張に対する他の株主（有権者）の支持を得るのが目的である¹⁸³。インターネットやソーシャルメディアにおける攻防も重要度を増している¹⁸⁴。最近の一流アクティビストはこのようなパブリックリレーション合戦に熟達している¹⁸⁵。

「それは票を得ることにつながるか」

これに対して会社側は、すべてのアクションを「それは票を得ることにつながるか、失うことにつながるか」というレンズを通して見る必要がある¹⁸⁶。反射的に株主による主張を感情的に非難することは、他の株主を不必要に敵に回すことにつながりかねない。アクティビストの視点から自社を分析すること、取締役会の構成について批判的に再検討すること、アクティビストや他の機関投資家の目から見た自社の弱点を見つけ、それに対処すること、自社の株主をよりよく知ること、アクティビストを感情的にあげつらうよりも、自社の強みを強調すること、などはいずれも公開キャンペーン上、非常に重要なポイントである¹⁸⁷。

機関投資家の本音を探る

自社の株主を知ることについて、取締役会・経営陣が陥りがちな落とし穴がある。機関投資家は、一般に、会社側との面談で必ずしも批判的なことを言わないか、オブラートに包む傾向があるので、会社側はより積極的に機関投資家が本当に感じていることを聞きださなければならない。FTI コンサルティングによる大手機関投資家アンケートでは、半分以上の投資家が「現在の投資先企業の 15%以上がアクティビズムにより利益を受けられる可能性がある」と回答している¹⁸⁸。これは米国外企業も含めての話である。株主構成のグローバル化が進展した結果、米国外企業においてもアクティビストに共感する株主の比率が高まっている¹⁸⁹。した

¹⁷⁹ Wolosky [2015]

¹⁸⁰ Dysart & Wood [2014]

¹⁸¹ McRitchie [2015]

¹⁸² Lipton [2015a]

¹⁸³ Lipton [2015a]

¹⁸⁴ Posner [2014]

¹⁸⁵ Lipton [2015a]

¹⁸⁶ Alexander [2014]

¹⁸⁷ Alexander [2014]

¹⁸⁸ FTI Consulting [2015]

¹⁸⁹ Foley et al., 前掲注 58

がって、取締役は機関投資家の会社に対する本当の見方を理解し、長期的な関係を築くとともに、ガバナンスや事業ポートフォリオ、経営戦略を議論するための面談要請に応じていく必要がある¹⁹⁰。

ダーデン・レストランツ、 ティムケンの失敗

機関投資家の本音を探る難しさを示すのが、ダーデン・レストランツとティムケンの事例である。ダーデンは、株主の強い思いを無視してレッドロブスターの売却を強行したことにより全取締役交代の事態に至った。ダーデンの取締役会は、レッドロブスター売却に際して主要株主と話し、彼らの支持を得たと思っていたようだが、株主の「真の声」は聞こえていなかった¹⁹¹。同じく株主総会で敗北（株主側の会社2分割の勧告的決議が通過）したティムケンも、株主総会后に主要株主を再度回って、初めて投資家の真の声が聞けたという¹⁹²。

ライツプランは効力が薄く、 逆効果になるリスク

ライツプランなどの買収防衛策は、敵対的買収の場合と違って、一流アクティビストに対しては効力が薄い。なぜなら、一流アクティビストは自らの議決権ではなく、他の株主（特に機関投資家）の議決権を動員することを主眼にしているからである¹⁹³。資金量の多い一流アクティビストは、主に時価総額の大きい企業をターゲットにするため、巨額の集中投資を行っても持株比率はさほど高くないが、ライツプランの閾値よりはるかに低い持株比率でもしばしば勝利を収めている¹⁹⁴。このようにライツプランは効果が薄いのみならず、株主がライツプランの導入を「反株主的」と捉えられると、逆効果になるおそれもある¹⁹⁵。

但し、ライツプランが効力 を有する場合も

これに対し、時価総額の小さい企業では、アクティビストが10-15%の株式を蓄積するのを防ぐ上で、ライツプランは効力があることもある。特に、他の株主・機関投資家の支持を得られないような信用度の低いアクティビストを相手にするときには有効であろう¹⁹⁶。しかし、信用度の高い相手に対しては、逆効果にもなり得る。サードポイントが比較的時価総額の小さいサザビーズの株式10%弱を取得したとき、サザビーズはアクティビストに対しては10%、他の株主については20%を閾値とする差別的ポイズンピルを導入してサードポイントの買い増しを押さえたが、結局、他の機関投資家がサードポイントを支持したため、敗北必至の株主総会前にサードポイントとの和解に追い込まれた。

広がる建設的な和解の余地

取締役会は、従来のような防衛一辺倒の姿勢でなく、アクティビストとの建設的な関係を探ることも必要である¹⁹⁷。公開キャンペーンのさなかに、会社側は常に変動する情勢に目を凝らし、委任状争奪戦を回避するために、取締役の受入れや経営方針の一部変更等による和解の可能性も探る必要がある¹⁹⁸。一流アクティビストの洗練度の向上により、このような建設的な和解の余地が広がっている。実際に、アクティビスト推薦による取締役が、（取締役会に十分に準備をして臨み、他の取締役と意見をすり合わせる努力を惜しまず、取締役会の議論の焦点を株主価値向上に導くという点で）最も優れた取締役である場合も多いようである。ケースバイケースだが、アクティビストと公然たる非難合戦を繰り返すよりも、ア

¹⁹⁰ Lipton et al. [2014]

¹⁹¹ Wolosky [2015]

¹⁹² “Timken to Be Divided; Canton Company Board Votes to Split Businesses to Appease Shareholders,” Akron Beacon Journal (September 6, 2013)

¹⁹³ J.P.Morgan [2015]

¹⁹⁴ Klingsberg [2015]

¹⁹⁵ J.P.Morgan [2015]

¹⁹⁶ Klingsberg [2015]

¹⁹⁷ Klingsberg [2015]

¹⁹⁸ Lipton [2015a]

クティビストを内部に取り込んだ方が建設的な場合もある¹⁹⁹。

早期和解の傾向の是非

特に最近では、早期の和解が目立つ傾向にある。多くのケースでは、経営陣やアクティビストの主張が一方向的に正しいというよりも、その中間に合理的なポイントがある。このような場合には和解は適切である²⁰⁰。しかし、会社が公開キャンペーンを恐れるが故に経営方針の変更や和解に走ることは、適切ではない²⁰¹。機関投資家の多くがアクティビスト支持であるように見えても、機関投資家は必ずしもアクティビストの特定の主張を支持しているとは限らず、(特に少数取締役選任議案の場合には)単に「変革」を求めている場合もあることを理解すべきである²⁰²。

取締役送り込みの2つのパターン

なお、アクティビストが取締役を送り込むパターンには、①アクティビスト(ないしその側近)自身が取締役に就任する場合と、②アクティビストから独立した第三者を推薦する場合の2つがある。前者の場合には自ら経営のモニタリングに参画することができるが、インサイダーとなるため在任中の株式の売買は極めて制約され、投資期間は長期化する傾向がある。トライアンやバリューアクトの場合はこのパターンが多い。それに対して最近増えているのは②のケースである。この場合は、委任状争奪戦で機関投資家の支持を得るためには真に独立した尊敬すべき取締役候補を立てる必要があり、かつ選任された後もアクティビストのコントロールは効かない。しかし、アクティビストが自らの分析に自信を持ち真に株主価値の向上を目指すのであれば、しがらみのない尊敬すべき第三者の「フレッシュ・アイ」で取締役会の議論を再検討してもらうことにより、(アクティビストの提案そのものが採用されるか否かは別に)価値創造的な方向への施策実施が期待されることで十分であろう。

4. プロアクティブ

「悪魔の代弁人」としての取締役

最良の防衛策は、そもそも会社がアクティビストに狙われるような弱点を持たないようにすることである。そのためには、取締役は平時から、アクティビストが突きつけるような厳しい問いを経営陣に問いかけ、現在の経営方針を代替案と比較してストレステストを行い、経営陣に対して巧みに「悪魔の代弁人」の役割を果たすことが重要である。これはその業界の専門家でない取締役にとっても可能である。鋭い戦略的な質問を専門家の取締役に浴びせ、全ての取締役が問いと答えの意味を完全に理解するまでプッシュし続ければよいのである²⁰³。

平時からの株主コミュニケーション

取締役会と経営陣は、アクティビストが出現してからではなく、平時から継続的に主要な長期株主とコミュニケーションを図るべきである²⁰⁴。多くのCEOは、アクティビストが出現して初めて、主要株主やISS、グラスルイスを訪問するが、その時にはすでにアクティビストが先行している²⁰⁵。また、多くの会社がIRの全精力を市場の利益期待のマネジメントに注ぎ込んでいるが、アクティビストが争点とするような会社の経営戦略等についての機関投資家の支持を平時から固めておくことも重要である²⁰⁶。

¹⁹⁹ Klingsberg [2015]

²⁰⁰ Judd [2015]

²⁰¹ Steven Davidoff Solomon, "As Activist Investors Gain Strength, Boards Surrender to Demands," New York Times (October 14, 2014)

²⁰² FTI Consulting [2015]

²⁰³ Dysart & Wood [2014]

²⁰⁴ Dysart & Wood [2014]

²⁰⁵ "An investor calls," The Economist (February 7, 2015)

²⁰⁶ Klingsberg [2015]

業績と株価パフォーマンス

アクティビストに対する最大の防衛策は業績と株価パフォーマンスが良いことである。もちろん（トライアンのデュポンに対する委任状争奪戦のように）「もっと良くなれるはずだ」という主張も可能であるが、アクティビストが他の株主の支持を得ることはより難しくなる²⁰⁷。これに対して、業績や株価パフォーマンスが悪いと、現経営陣の立場を弱め、アクティビストの主張への共感を増す²⁰⁸。

ガバナンスの不備はアクティビストへの同調者を増やす

アクティビストはあくまでバリュー投資家であり、コーポレートガバナンスはそれ自体では目的とはなりにくい。ガバナンスの不備はアクティビストへの同調者を増やすため、アクティビストは経済的要求と合わせてガバナンスの弱点を突くのが通例である。狙上に上るのは、取締役会の構成（独立性、多様性、専門性等）や経営陣の報酬の決定方法、買収防衛策などであるが、特に取締役の構成は重要である。アクティビストの究極の戦術が委任状争奪戦である以上、アクティビストは取締役の真の独立性を問うことに加えて、取締役のスキルセットがその会社の直面する環境や課題に適したものであるかを鋭く追及してくる。

また、コーポレートガバナンスの問題が著しいと、ISS やグラスルイスの投票推奨にも大きな影響を与える²⁰⁹。会社は平時からこのようなガバナンス上の弱点を解消しておく必要がある。

「最も容易なターゲット」とならない

アクティビストは最も容易なターゲットを追求する傾向がある²¹⁰。したがって、業績、株価パフォーマンスを向上させ、一流のコーポレートガバナンスを実現し、機関投資家とのコミュニケーションの質を向上させておけば、アクティビストによるアプローチを受ける可能性は低くなる。

アクティビスト対策を積極的に会社の変革に活用

このように、アクティビストの脅威に対してプロアクティブな対応策を練ることにより、結果的に会社の弱点を見出し是正措置を取ることができる。アクティビスト活動の結果、企業は事業運営のあらゆる側面により注意を払うようになり、取締役はより情報を得て、株主はより真剣に扱ってもらえるようになり、事業戦略は徹底的に検討され、レバレッジは注意深くモニターされ、意味のある取締役評価が行われ、IR 活動は効果的に実施されるようになる²¹¹。

多くの場合、アクティビストに狙われる会社には、狙われるだけの財務上ないしガバナンス上の問題がある。取締役はアクティビストのリスクアセスメントで見出した問題点を、単に防衛目的だけでなく、より積極的に会社の変革に活用することが重要である²¹²。

VIII. 企業統治のパラダイムシフト

1. 行司役としての独立取締役会

経営陣とアクティビストの主張を裁く行司役としての独立取締役会

以上見てきたような、アクティビストへの対応の変化と取締役会の役割の変化を踏まえて、会社法学会の中でも「経営陣とアクティビストの主張を公平な立場から

²⁰⁷ “An investor calls,” The Economist (February 7, 2015)

²⁰⁸ J.P.Morgan [2015]

²⁰⁹ Wolosky [2015]

²¹⁰ Sheehan [2014]

²¹¹ “The Corporate World Reacts to Hedge Fund Activism,” Hedge Fund Marketing Alliance (August 6, 2015), available at <http://www.hedgefundmarketing.org/the-corporate-world-reacts-to-hedge-fund-activism/>

²¹² Sheehan [2014]

「裁く行司役としての独立取締役会」というコンセプトが浮かび上がってきている。米国実務では取締役会の権限が非常に強く、株主の権限は取締役選任以外は非常に制約されている。他方で、従来の米国会社法学会は、ハーバードロースクールのベブチャック教授に代表される株主権限拡張派（多数派）と、UCLA ロースクールのベインブリッジ教授に代表される取締役会優位派（少数派）が論争を繰り広げてきたが、株主権限拡張派はアクティビストに理解を示し、取締役会優位派はアクティビストに批判的な傾向があった。

しかし、最近、取締役会優位派の中からもアクティビストの役割を認める論調が出現してきている²¹³。特に 2015 年に入ってジョージメイソン大学のシャーフマン兼任教授が、取締役会優位の前提の下で、経営陣とアクティビストの主張に対等の立場を認める会社法の解釈を打ち出しているのが注目される²¹⁴。

シャーフマン教授の議論

シャーフマンは、会社機構の中で、最終意思決定権限を有する取締役会と、取締役会から意思決定権限を委任された経営陣を区別する²¹⁵。通常時は経営陣が推奨する経営方針を取締役会が評価し承認するというプロセスをたどるが、アクティビストが対案を提示した場合には、取締役会は、経営陣の方針を批判的に再検討した上で、経営陣の推奨する方策か、アクティビストの推奨する方策か、あるいは両者の組合せか、どの方策が株主価値を向上させるかを選択しなければならない。ここで決定的に重要なのは、取締役会が独立した公平な仲裁者として機能することができるかどうかである。

現実には、取締役会が経営陣の提案とアクティビストの提案を比較して、長期的価値創造の観点から最善の方策を選び出す公平な仲裁者として機能するには、難しい問題がある。経営陣は、アクティビストの提案がどれだけ妥当なものであっても、レピュテーション上の懸念から抵抗するかもしれない。他方で、アクティビストは、取締役会が真に公平な立場から経営陣の提案を支持した場合でも、委任状争奪戦に訴えようとするかもしれない。

しかも、取締役会が形式的にも実質的にも独立性の要件を満たしていても、なお経営陣に肩入れする傾向はぬぐいきれないため、真に独立した立場に立つのが難しくなる。取締役会は、社会的な礼儀から経営陣の決定に疑問を呈するのに躊躇したり、経営陣と社交的なつながりがあったり、内部情報を経営陣にコントロールされていたりして、経営陣の提示する内部情報をひいきするバイアスがかかりがちである。

これらの欠陥にもかかわらず、株主に対する受託者責任を負い、内部情報にもアクセス可能な独立した取締役会は、経営陣とアクティビストのいずれの見解を採るべきかを裁定する最良の機関であるというのが、シャーフマンの結論である。

独立性に加えてスキルセットが重要

なお、取締役会がそのような行司役を果たすためには、独立性だけでは不十分で、両者の主張の適否を判断できる取締役会としてのスキルセットが求められる。これが、ヴァンガードのマクナブが指摘するように、取締役会の独立性と並んで取締役会の構成が良いガバナンスのための最重要の要素となる理由である²¹⁶。

²¹³ Rose & Sharfman [2013]参照。

²¹⁴ Sharfman [2015a]; Sharfman [2015b]

²¹⁵ 以下、Sharfman [2015b]による。

²¹⁶ McNabb [2015]

2. 行司役としての株主・機関投資家

取締役会の経営陣寄りバイアスの是正メカニズムとしての機関投資家による裁定

シャーフマンの議論は、取締役会が経営陣とアクティビストの主張の可否を判断する最善の機関であるとしつつも、取締役会が経営陣寄りになるバイアスがあることは認めている。そのようなバイアスを是正するメカニズムとして、株主・機関投資家による行司役としての機能が存在する。すなわち、アクティビストが経営陣の方針に対案を提示する場合、第一審として取締役会が独立・客観の立場から裁定を下すが、アクティビストがその裁定に不満の場合、第二審かつ最終審として株主・機関投資家の裁定を仰ぐことができる。

具体的には、水面下のエンゲージメントが不調に終わった場合、公開キャンペーンによりアクティビストの主張とそれに反論する経営陣・取締役会連合の主張を株主に周知徹底させ、最終的には委任状争奪戦を通じて、株主が株主総会で両者の主張の可否を決定する。これは、会社との水面下の協議が不調に終わった場合、他の機関投資家との協調や、意見公表、株主提案提出、取締役変更提案等も含め、圧力をエスカレートする方法を検討すべき（原則 4 指針）とする英国スチュワードシップ・コードの考え方も整合的である²¹⁷。

ここで注目すべきは、従来は株主や議決権行使助言会社は取締役会の決定をよほどのことがない限り尊重していたが、アクティビスト運動の結果として、経営戦略のような従来取締役会の専権事項と考えられていたような領域においてさえ、取締役会の見解とアクティビストの見解を対置して、株主が主体的な判断を下す傾向が強まっていることである²¹⁸。

このようなメカニズムの存在により、第一審である取締役会は、第二審である株主・機関投資家の裁定結果を想定しつつ第一審の審理に臨まざるを得なくなり、公開キャンペーン（第二審）に至る前の水面下での和解が促進される。

機関投資家の考えるガバナンス観

この取締役会と機関投資家による 2 層モニタリングシステムは、機関投資家の考えるガバナンス観と整合性がある。ヴァンガードのマクナブは、大口投資先企業の独立取締役代表者に対して送付した書簡の中で以下のように述べている²¹⁹。

われわれ株主は、あなた方独立取締役がわれわれの投資の究極のスチュワード（執事）として務めてくれることに依存している。われわれは、ガバナンス、報酬、後継者計画、戦略とリスクの監視といった面で独立取締役代表者のリーダーシップを頼りにしている。投資家の代理人として、このような極めて重要で大変な責務を引き受けてくれていることに感謝する。

さらに、ヴァンガードは「投資先企業を経営することには興味がない」が、「取締役会に対して監督とインプットを提供するし、取締役会には経営陣の監督を期待している」と述べている²²⁰。

会社法本来の姿への回帰

ここに示されている考え方は、株主が自らの代表者として取締役を選任してそのパフォーマンスをモニターし、取締役会が経営者を選任して業務執行を委ね、そのパフォーマンスをモニターするという（モニタリングモデルで修正を受けた）会社法本来の姿である。そして、実態面でも、アクティビストの勃興により、取

²¹⁷ Financial Reporting Council, “The UK Stewardship Code” (September 2012)

²¹⁸ Crosier, 前掲注 5

²¹⁹ Letter sent by McNabb, 前掲注 140

²²⁰ McNabb [2015]

締役会と機関投資家がその権限に覚醒し、長らく続いた経営者支配モデルから本来の会社法の建付けへのパラダイムシフトが、米国発で世界的に広がりつつあるように思われる²²¹。

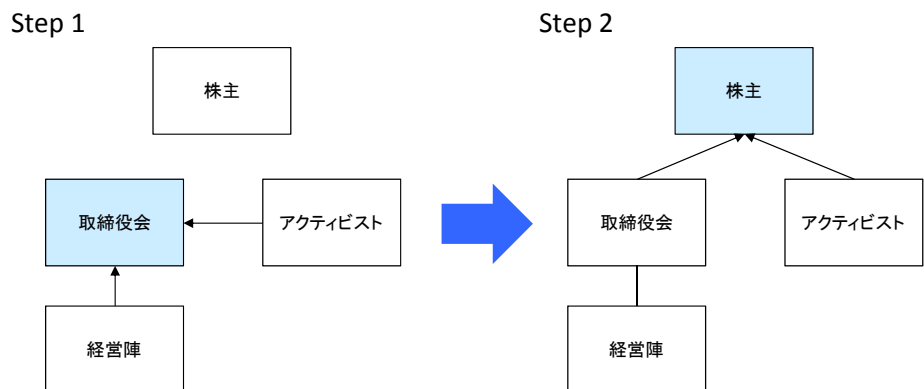
取締役会と機関投資家の役割の重要性

このようなコーポレートガバナンスのパラダイムシフトはアクティビスト・ファンドの興隆によりもたらされたものであるが、そこで浮かび上がってきたのは取締役会と機関投資家の役割の重要性である。アクティビストがカバーできる領域は、(敵対的買収よりは広いものの) 限定的である。最終投資家の長期的利益を最大限向上させるためには、アクティビストの目を持った独立・客観の立場に立つ取締役会が経営者をモニタリングし、主要な機関投資家が経営陣・取締役とエンゲージメントを行い、株主の目を取締役に反映させ、取締役会をモニタリングすることが重要である。日本でも制定されたコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの真の眼目はここにあると思われる。

価値創造のための建設的な共同作業

経営者、取締役会、機関投資家がいずれも最終投資家の長期的利益という目的を共有していれば、このモニタリング関係は疑心暗鬼的な監督関係ではなく、価値創造のための建設的な共同作業となるであろう。そして、アクティビストは建設的な共同作業が機能不全を起こした場合の是正メカニズムとして、企業統治のスパイス的な役割を担うことになる。

図表 11：新企業統治秩序のモデル



出所：みずほ証券経営調査部作成

以 上

²²¹ Smoothwater [2015]参照。

【参考資料・文献】

1. 13D Monitor [2012], “10 Questions with Jeff Smith,” The Activist Report, Volume 2, Issue 10 (October 2012)
2. Activist Insight [2015], “Activist Investing: An annual review of trends in shareholder activism”
3. AIMA/Simmons & Simmons [2015], “Unlocking value: the role of activist alternative investment managers”
4. Alexander, Jason [2014], “Insights on Shareholder Activism” (September 8, 2014), available at http://www.niriswrc.org/2014_Documents/3a-InsightsOnShareholderActivism.pdf
5. Appel, Ian, Todd Gormley and Donald Keim [2015], “Passive Investors, Not Passive Owners” (August 12, 2015), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2475150
6. Aslan, Hadiye and Praveen Kumar [2014], “The Product Market Effects of Hedge Fund Activism” (January 2014)
7. Bebchuk, Lucian [2013], “The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value,” Columbia Law Journal, Vol.113:1637
8. Bebchuk, Lucien, Alon Brav and Wei Jiang [2013], “The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, Columbia Business School Research Paper No. 13-66 (July 9, 2013)
9. Bessemer Trust [2013], “Hedge Funds and Shareholder Activism: A Private Equity Approach to the Public Markets” (Fall 2013)
10. Brav, Alon, Wei Jiang and Hyunseob Kim [2009], “Hedge Fund Activism: A Review,” Foundations and Trends in Finance, Vol. 4 No. 3
11. Brav, Alon, Wei Jiang and Hyunseob Kim [2015], “The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes” (Version: January 2015)
12. Brav, Alon, Wei Jiang, Song Ma and Xuan Tian [2014], “Shareholder Power and Corporate Innovation: Evidence from Hedge Fund Activism” (Version: December 2014)
13. Charan, Ram, Michael Useem and Dennis Carey [2015], “Your Board Should Think Like Activists,” Harvard Business Review (February 9, 2015)
14. Coffee, John and Darius Palia [2014], “The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications,” Columbia University School of Law, Working Paper No. 489 (September 15, 2014)
15. Conference Board [2014a], “Recommendations of the Task Force on Corporate/Investor Engagement”
16. Conference Board [2014b], “Guidelines for Investor Engagement”
17. Decker, Sue [2015], “Shout Out to Directors: Go Long,” deckposts (February 2, 2015), available at <http://www.deckposts.net/blog/2015/2/2/boards-use-your-power-to-be-better-than-the-activists>
18. Dysart, Theodore and John Wood [2014], “Assessing the merits of an activist investor’s point of view,” Heidrick & Struggles Governance Letter (Fourth Quarter

- 2014)
19. FTI Consulting [2015], “2015 Shareholder Activist Landscape: An Institutional Investor Perspective,” available at <http://www.fticonsulting.com/~media/Files/us-files/insights/reports/shareholder-activism-2015.pdf>
20. Goodwin, Shane [2015], “Corporate Governance and Hedge Fund Activism” (August 2015), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2646293
21. Heins, John and Whitney Tilson [2013], *The Art of Value Investing*, Wiley
22. Judd, Elizabeth [2015], “Let’s make a deal: a look at recent activist settlements,” *Corporate Secretary* (January 16, 2015)
23. Karp, David [2015], “Dealing with the Rise of Activism and its Consequences,” *UCLA School of Law, 2015 Private Fund Report: The Role of Activist Funds*
24. Katz, David and Laura McIntosh [2015], “Corporate Governance Update: Engagement and Activism in the 2015 Proxy Season,” *New York Law Journal* (January 29, 2015)
25. Kay, John [2012], “The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report” (July 2012)
26. Klingsberg, Ethan [2015], “Risks And Opportunities Of Hedge Fund Activism,” *The Corporate Board* (May/June 2015)
27. Krishnan, C.N.V., Frank Partnoy and Randall Thomas [2015], “Top Hedge Funds and Shareholder Activism,” *Vanderbilt University Law School, Law & Economics, Working Paper Number 15-9* (April 2015)
28. J.P.Morgan [2015], “The activist revolution: Understanding and navigating a new world of heightened investor scrutiny” (January 2015)
29. Kay, John [2012], “The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report” (July 2012)
30. Laxton, Steven [2015], “Marty Lipton’s War on Hedge Fund Activists,” *The American Lawyer* (March 30, 2015)
31. Lipton, Martin, Steven Rosenblum and Karessa Cain [2014], “Some Thoughts for Boards of Directors in 2015,” *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (December 2, 2014)
32. Lipton, Martin [2015a], “Dealing with Activist Hedge Funds,” *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (June 2, 2015)
33. Lipton, Martin [2015b], “Responding to Institutional Investor Request for Access to Independent Directors,” *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (July 15, 2015)
34. McNabb III, F. William [2015], “Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement,” *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (June 24, 2015)
35. McRitchie, James [2015], “Shareholder Activism Redux: The Good, Bad and Ugly,” *CorpGov.net* (April 30, 2015), available at <http://www.corpgov.net/2015/04/shareholder-activism-redux-the-good-bad-and-ugly/>
36. Posner, Rachel [2014], “Anatomy Of A Proxy Fight,” *The Corporate Board*

(July/August 2014)

37. Rock, Edward [2015], “Institutional Investors in Corporate Governance” (July 21, 2015). In Oxford Handbook on Corporate Law and Governance, 2015, Forthcoming; U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 14-37., available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2512303
38. Roe, Mark [2013], “Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom,” The Business Lawyer, Vol. 68 (August 2013)
39. Rose, Paul and Bernard Sharfman [2013], “Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance,” Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 225 (September 11, 2013)
40. SDX [2014], “The Shareholder-Director Exchange: Introduction and Protocol” (February 2014)
41. Sharfman, Bernard [2015a], “A Theory of Shareholder Activism and its Place in Corporate Law” Forthcoming, Tennessee Law Review, Volume 82, No. 4 (Draft 06.11.15), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2549757
42. Sharfman, Bernard [2015b], “Activist Hedge Funds in a World of Board Independence: Creators or Destroyers of Long-Term Value?” Forthcoming, Columbia Business Law Review (Draft 08.13.15), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2576408
43. Sheehan, Brendan [2014], “Trends in shareholder activism,” Governance Directions (October 2014)
44. Smoothwater Capital Corporation [2015], “Shareholders at the Door – Board Engagement” (May 26, 2015), available at <http://www.smoothwatercapital.com/Documents/Smoothwater%20Presentation%20-%20CBC.pdf>
45. Strand, Therese [2015], “Re-Thinking Short-Termism and the Role of Patient Capital in Europe: Perspectives on the New Shareholder Rights Directive” (March 8, 2015), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2516844
46. Strine, Jr., Leo [2014], “Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law,” Columbia Law Review, Vol.114:449
47. Wolosky, Steve [2015], “Lessons Learned from Darden,” UCLA School of Law, 2015 Private Fund Report: The Role of Activist Funds
48. 田村俊夫[2014a],「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2014年冬季号
49. 田村俊夫[2014b],「投資家は企業に何を求めているか」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2014年春季号
50. 田村俊夫[2014c],「スチュワードシップは成長を促進するか」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2014年夏季号
51. 田村俊夫[2014d],「変貌する米国取締役会」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2014年秋季号

留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者への情報提供のみを目的として作成したものであり、投資家への特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は投資家に対し、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見であり、両社の意見ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した市場関係者（以下、受領者）ならびに直接間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはおりません。

本資料の日本での配布は、両社がこれを行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面等でご確認ください。

MIZUHO

みずほ証券

商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 94 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1 丁目 5 番 1 号 大手町ファーストスクエア

経営調査部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台 4-6 御茶ノ水ソラシティ

E-Mail: srd_qr@mizuho-sc.com



株式会社日本投資環境研究所
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋 1 丁目 17 番 10 号 新光ビルディング日本橋 1 号館

URL: <http://www.j-iris.com>