

## アクティビストの襲来をESG投資により救えるのか

(昨今のアクティビストとESG投資の関係性について)

昨今、上場企業様に対するアクティビストによる株主提案ならびにアクションが非常に目立っています。では、アクティビストとは一体誰の事を言うのでしょうか。アクティビストとは、株式を一定程度取得した上で、その保有株式を裏づけとして、投資先企業の経営陣に積極的に提言を行い、企業価値の向上を目指す投資家のことであります。英語表記はActivist。いわゆる「物言う株主」で、経営陣との対話・交渉のほか、株主提案権の行使、会社提案議案の否決に向けた委任状勧誘等を行うことがあります。

当研究所では2019年5月24日に発行したレポートで、「上場基準見直し」にESG投資は関連するのかをテーマに考え方を述べさせて頂きました。つきましては、今回は現状に起きているアクティビストと上場企業の状況及びアクティビストファンドの種類などについて情報を収集致しましたので、ご報告すると共に、世界を駆け巡るESG投資とアクティビストとの関係性を見て、今後アクティビストに対してESG投資が効力を発揮するのか否かについて考えて行きたいと思えます。

### ◆新たなる「ハゲタカファンド」

以前「ハゲタカ」や「ハゲタカファンド」のレッテルを貼られたアクティビストは、ここ近年改めて日本に到来してきています。本場米国市場で鍛えられた“最強投資家”にとって、ガバナンス後進国ともされる日本の企業社会はあまりにも美味しい格好のターゲットとなってしまっています。

今や地方銀行や元国営企業や親子で上場している企業に対し積極的な株主として書簡を届け、「我々はアクティビスト投資家ではない」と記す一方で、コーポレートガバナンスが不十分であり、配当などの資本政策が適切でない、取締役の一部交代や、普通配当の増配、自社株買いなど株主還元策の充実を請求してくる場合が多いとされています。2000年代初頭に一世を風靡した村上ファンドの記憶を皆様はお持ちであろうかと思いますが、最近のアクティビストはより洗練された具体的な書簡をガンガン送って来ます。

ESG投資では、非財務情報に観点を置いて長期的な株主として企業を応援するというセオリーが一般的ですが、では、国連投資原則に加盟したGPIFを中心とした機関投資家とアクティビストの垣根はどうなっているのでしょうか？

### ◆進出している外資系アクティビストファンドは外圧か

過去5年を振り返ってみても、日本企業に照準を定めたアクティビスト活動の活発化を示唆する指標が幾つもあります。ポイントは株主提案を受けた上場企業数の推移です。2014年には株主提案を受けた企業数は29社でしたが、2019年には65社にまで増加しました。最も端的に表れているのは、日本で活動するアクティビストファンド数の推移であり、2014年に7社だったファンド数は、2019年には31社に増えてます。しかも、圧倒的に増加数が多かったのは

欧米系のアクティビストです。その意味合いは、「海外のアクティビストから見れば、日本はブルーオーシャン(競争相手のいない市場)。まさに黄金の国ジパングだ」であり、こうした認識はもはや金融業界では常識になりつつあります。その理由の一つは、日本企業が保有するキャッシュの多さであります。アクティビストにとって、日本企業には増配や自社株買いを実施し、余剰資金を株主に還元する余地が十分残っているという意味なのです。

彼らが企業をリサーチする際に、最初に利用するのがPBR1倍未満の割安に放置されている企業。そしてROE(自己資本利益率)8%未満の低収益企業です。この二つの指標でふるいにかけての上で、株主還元余力のある企業をターゲットに選定するのが、彼らの定番の手法であると言われています。また、資本市場を取り巻く外部環境の変化も、アクティビストの活動を大きく後押ししています。海外のアクティビストが日本に視線を向ける契機になったのは、政府が2014年と2015年にそれぞれ導入した日本版スチュワードシップ・コード(Sコード)と、コーポレートガバナンス・コードで、これは資産運用会社と上場企業にそれぞれプレッシャーをかけることで、企業価値の向上、すなわち株価の引き上げを企図したものであります。ただ日本の企業、中でも上場しながらマーケットや株主に向き合った経験も向き合うつもりもない古い体質の上場企業にとって“誤算”だったのは、政府の新施策が結果的に海外のアクティビストを呼び込んだことだろう、と言われていますが、これを外圧と呼ぶのでは無いかと我々は考えます。

#### ◆日本でのアクティビストの歴史

2000年代初頭に、旧通商産業省出身の村上世彰氏率いる村上ファンドや、米国に本拠を置くスティール・パートナーズ、ダルトン・インベストメントが日本の市場を席卷。「アクティビスト元年」ともいえる時代に移行したかにも見えた。だが、ニッポン放送株の取得を巡る証券取引法違反(インサイダー取引)により村上氏は逮捕。海外から日本上陸の機会を虎視眈々とうかがっていたアクティビストも2008年のリーマン危機で運用資金が流出し、日本への投資余力を失って「アクティビスト1.0」の時代はあっけなく終焉を迎えました。

しかし、政府の日本版スチュワードシップ・コード(Sコード)と、コーポレートガバナンス・コードの後押しを得て、再上陸を果たしているのは「アクティビスト2.0」と言っても良いでしょう。彼らは過去のアクティビストからどのような変化を遂げたのでしょうか。

一つに経営陣の考えの変化を求める事、その結果として株主価値が上がればファンドのパフォーマンスが上がります。現在のアクティビストは必ずしも株式を大量に保有しないまま株主提案をするケースが多く、それも背景にあるのが日本版スチュワードシップ・コード(Sコード)の存在であります。同コードの導入によって、これまで投資先企業のガバナンスや業績にほとんど何の注文も付けてこなかった生命保険会社や信託銀行、資産運用会社などの保守的な機関投資家は、投資先企業の成長に対する監視責任をいや応なしに負わされることになりました。欧米では当然前の、投資家としての「受託者責任」をようやく負うことになったのであります。そこで、昔では株主提案など歯牙にもかけなかった機関投資家でさえ、企業価値の向上に結び付く提案には賛成票を入れざるを得なくなったという現象が起きております。アクティビストの側から見れば、株主提案さえ出せば、日本版スチュワードシップ・コード(Sコード)の存在で機関投資家を巻き込むことも不可能ではないという、少数の保有比率でも経営を動かせる「レバレッジ戦術」が有効になったのであります。

## ◆直近2年の主なアクティビストファンドと投資先など

アクティビスト名	社名	大量保有 提出日	提出時 の保有%
エフィッシモ・キャピタル・マネジメント	ネットライフ生命保険	2019/5/22	5.19
エフィッシモ・キャピタル・マネジメント	ナイガイ	2019/10/4	5.97
オアシス・マネジメント	サン電子	2019/3/26	9.21
エリオット・マネジメント	ユニゾ HD	2019/8/6	5.51
レノ(旧村上ファンド系)	廣濟堂	2019/2/4	5.83
シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ	奥村組	2019/3/28	5.01
ダルトン・インベストメンツ	平安例サービス	2019/4/19	5.26
シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ	飯田グループ HD	2019/8/20	5
シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ	日本化薬	2019/8/9	5.1
レノ(旧村上ファンド系)	ヨロズ	2019/4/4	5.05
キング・ストリート・キャピタル・マネジメント	東芝	2019/3/12	57.41
ストラテジック・キャピタル	有沢製作所	2019/7/31	5.05
シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ	日本触媒	2019/4/26	5.05
シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ	荏原製作所	2019/10/7	5.08
レノ(旧村上ファンド系)	レオパレス21	2019/5/14	6.24
ダルトン・インベストメンツ	大成温調	2018/12/14	5.04
ファーツリー・パートナーズ	JR 九州	2018/12/19	5.1
エフィッシモ・キャピタル・マネジメント	大平洋金属	2018/12/19	5.09
シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ	住友電気工業	2019/8/1	5.02
エフィッシモ・キャピタル・マネジメント	サンケン電気	2018/12/19	5.06
エフィッシモ・キャピタル・マネジメント	デクセリアルズ	2018/12/19	5.03
エフィッシモ・キャピタル・マネジメント	関東電化工業	2018/12/19	5.05
エフィッシモ・キャピタル・マネジメント	ジャパンディスプレイ	2018/12/19	7.9

## ◆年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)のPRI 署名

思い返してみましよう。PRIとは、Principles for Responsible Investment の略で、2006年、国連環境計画・金融イニシアティブと国連グローバル・コンパクトとの協働により策定された投資原則です。国連が支持する責任投資原則PRIイニシアティブは、投資家が環境、社会、ガバナンス(ESG)問題を理解して投資の意思決定や株主としての行動に組み込み、長期的な投資パフォーマンスを向上させ、受託者責任を更に果たすことを目的としている国際的なネットワークです。PRIは法的拘束力のない任意の原則であり、ESG課題を考慮する事が機関投資家にとって投資リスクマネジメント基準及び社会的責任になるとされています。

当時の記事を見て見ましよう。2015年9月に日本最大の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が PRI に署名したことは、資産運用業界でも注目されました。GPIF は、同月発表した「ESG の取組みに

係る基本方針」で、「運用受託機関が行っている投資先企業へのエンゲージメント活動の中で、これまで以上に ESG を考慮した『企業価値の向上や持続的成長』のための自主的な取組みを促す」こと、「運用受託機関に対して、国連責任投資原則の署名状況について報告を求め、署名しているのであれば活動状況及び活動内容を、署名していないのであればその理由を説明するようそれぞれ求める」ことなどを示しました。このような GPIF の方針発表により、日本の資産運用業界においても ESG への取組みが広がる可能性があります。

以上の様に、2015年9月に日本最大の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が PRI に署名した直前直後に日本版スチュワードシップ・コード(Sコード)と、コーポレートガバナンス・コードができました。

#### ◆今後のアクティビストの投資手法

前述しましたが、最近では、アクティビストの投資手法が変わりつつあります。自ら大株主となって直接影響力を行使するスタイルから、持ち株比率は一定程度にとどめ、外国人投資家や、資産運用会社などの機関投資家といった、自分以外の株主を巻き込むかたちへと変遷しています。つまり、アクティビストにとって、株主提案をしたときに賛同を得られやすいかどうかが重要なポイントになってきています。

そこで、純投資が目的で株価上昇につながる提案を歓迎する外国人投資家や、議決権行使の結果を明確化することが求められるようになった機関投資家の持ち株比率が、それぞれ高い企業はアクティビストのターゲットになり易くなったと言えます。

しかし戦略もより巧妙になり、アクティビストの要求に応じなければならない様に仕向ける方法が出てきています。機関投資家を含めて株主の中には、一向に上がらない株価に嫌気が差し、アクティビストの“魅力的な”提案に賛同する者も現れるかもしれません、なので、企業がアクティビストの提案を拒否した場合、アクティビストやその背後にいる多くの株主を納得させるため、株価上昇の代替案を示さなければならなくなります。それが、まさにアクティビストの新たな巧妙に狙いです。アクティビストの本場である米国では、既に多くの企業がアクティビストに狙われないうちにPBR(株価純資産倍率)を高めるなどの対策を進めています。そもそも史上最高値水準にある米国株に今から投資をしても、アクティビズムを仕掛けて簡単にもうけられるような会社はほとんど残っていません、当然、多額の運用資金を抱える彼らが、次に目を向けるのは、いまだに割安株が多い日本の市場であります。海外の大物アクティビストによるさらなる日本襲来の日は刻々と近づいているのです。

#### ◆アクティビストの襲来をESG投資により救えるのか

まとめに入りますと、要するにアクティビストも機関投資家も表裏一体であり、最も大切な事は企業側と株主側の対話(エンゲージメント)であります。かつてのアクティビストは高リターン狙いだったかも知れませんが、今の世代のアクティビストは全てのステークホルダーと協力し、企業価値を高めることに重きを置いているケースが少なくありません。その意味では、経済的合理性にのっとったエンゲージメント活動が最も重要であり、ESG投資を味方に付けて敵対的なアクティビストを排除し、友好的なアクティビスト?を味方に付ける経営陣の手腕が今後は注目されるであろうと当研究所は考えます。