



**I-OWA マンスリー・セミナー講演より**  
**株主アクティビズムと企業のショートターミズム批判**  
**(Zoom による Webinar 開催)**

講演：三和 裕美子氏  
レポーター：赤堀 薫里

三和裕美子(みわゆみこ)氏 プロフィール

明治大学商学部教授。博士(商学)。大阪市立大学大学院経営学研究科後期博士課程単位取得退学後、明治大学商学部助手、同専任講師、同助教授、2005年より同教授、現在に至る。博士(商学)。ミシガン大学客員教授(2006年～2008年)

主著書:『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス』(日本評論社、1996年)、『アメリカ型企業ガバナンスの国際化』(共著、渋谷博史他編、東京大学出版会、2002年)、Corporate Governance in Japan(共著、シュプリングフェアラク東京、2006年)。

明治大学株価指数研究所代表、特定非営利活動法人「みんなのお金のアドバイザー協会～FIWA」アドバイザー・ボード・メンバー

2月2日から、ニューヨークの年金基金へ行き、インタビューをしてきました。ニューヨークの年金基金は、株主としての権利を行使して、企業にもものを言う活動を非常に活発にやっています。その年金基金の声も非常に強くなっていますが、今、ファンド、年金基金両方とも、株主の声、力が非常に大きくなってきています。

新聞報道で大きく出ていた2017年のデュポンとダウケミカルの合併の話は、ヘッジファンドがリードしました。ヘッジファンド、トライアンが、デュポン社に対して株式分割を要求します。デュポン社はそれに反対したところ、トライアンが4人の取締役の兼任を要求した。過剰な本社の費用をカットし、R&Dの見直し、増配、M&Aの検討、コーポレート・ガバナンスの改善などの要求をして、委任状争奪戦を行います。





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

米国は、株主総会招集通知資料の中に、株主の提案をボードのメンバーの提案として含めることができるというプロクシーアクセスが可能です。日本は株主提案としてしかできません。会社側の提案に株主側の提案を載せるということは、株主提案としてではなくて、会社側の提案として載せるので拘束力を持っている。これは株主の力がここまで強いという現れです。4人の取締役の選任を要求し、カルスターというカルフォルニアの年金基金が賛同して委任状奪戦になっていきました。

結局、株主はカルスターに賛同しましたが、会社側が勝ち、株主は負けました。勝った会社側は、その5ヶ月後に経営者が業績の低迷ということで辞任。そのあとに来た会社分析のスペシャリストといわれるエドワード・グリーン氏が就任しています。

一方、ダウケミカルに対してはサードポイント、日本ではソニーが仕掛けています。サードポイントというヘッジファンドがダウに対して石油化学事業と薬品事業を分離してくれと要求します。また、ファンドが推薦する役員候補の容認、ダウ社のCEOの退任要求を株主提案という形で要求しました。ダウ社としてはサードポイントの要求を受けて、役員2名を入れています。その後、グリーン氏がCEOとなったデュポン社との経営統合をしました。今の時代M&Aの主導を握っているのはファンドだと言われる大きな会社の事例です。

こんな株主の声が日本国内外でも高まってきている中で、アメリカで昨年、ビジネスラウンドテーブル(経営者の団体)が株主価値極大化経営の見直しを宣言しました。アクティビストと呼ばれるファンドの圧力に屈して、事業売却や株主還元を行う。極端に社債を発行して自社株買いと配当を増額することによってROEを高める、それを財務エンジニアリングと言います。利益を高めるのではなく、利益が上がらないのでエクイティの方を小さくすることによってROEを高める。

そのような行為で企業が存続していけるのかということですね。過激な株主還元要求等を聞きつけて直にいなくなっていく株主よりも、今後も長くいてくれる株主のために経営したいと思っている経営者が多く、その中でビジネスラウンドテーブルが、会社は株主価値極大化経営ではなくて、長期的にステークホルダーのための経営も考えましようということを宣言しました。ビジネスラウンドテーブルは1970年代から一貫して会社の目的は株主価値極大化だと言い続けてきた団体でしたが、そこが大きく転換したということで、かなり衝撃的なことでした。

講演の冒頭に、2016年に岡本さんからの寄付で始まった、戦前、大正、明治からの株価指数を作るプロジェクトである明治大学株価指数研究所の進捗状況の報告。

また、株主の声が大きくなってきている国内事例や、株主と企業のショートターミズムに対する米国と欧州の動向についての解説。非常に盛んに株主提案やエンゲージメントを行っているニューヨーク市の職員年金基金の説明。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

モノから人中心の時代へ、価値観の転換、新たな資本主義である社会創造型資本主義についての解説。最後に「投資家として企業を見る目、その中に社会価値を共に作っていく視点というものを入れてみるということが重要なことだ」と結ばれました。



### I-OWA マンスリー・セミナー座談会より フリー・ディスカッション

岡本 | ファンドが、企業に対していろいろな働きかけをしていることがわかりますが、ファンドの行動が、本当にファンドを持っている人たちの意向を反映しているのでしょうか。

三和 | アクティビストとして有名なファンドの出資者の多くは、商業銀行、シティーバンク、投資銀行です。

岡本 | 商業銀行や投資銀行がファンドを組成しているということは、商業銀行にも株主がいるわけですよね。そういう株主の意向をちゃんと反映された形で商業銀行や投資銀行が行動しているのかどうかということですよね。要するにエージェントが何重にもなって、一つ層が増えているだけという感じがします。

三和 | 最終的には年金基金や、その受給者の労働者が本人、つまり国民全体ということになってくるのではないかということですかね。

岡本 | ファンドそのものが自分のパフォーマンスを上げて、企業に働きかけることで、自分のビジネスをうまくやりたいという意向がある。そのためには、どちらかといえば、ショートターミズムに走りがちになるということもあるかもしれません。ファンドの行為が最終的なお金を出している人たちの意向にどれくらいちゃんとマッチしているのかなという、そのところがちょっと疑問ですね。

三和 | そこは、おっしゃる通り、社会を反映していると思います。その社会というのは、環境に優しいことに重視する、特に若い世代などはそうです。この間ニューヨークへ行って聞いてきたのは、20代ぐらいまでの若い世代は、非常に環境や、人権の意識に敏感です。多様性もそうです。例えば、ナイキの非常に大きな広告。従来であれば、ナイキのスマートなカッコいい靴を、スマートなモデルに履かせて広告を作っていたのが、中年の太ったおじさんにスマートな靴を履かせてナイキの広告を作った。それはどういうことか。アメリカの社会は太った人はダメ、たばこを吸う人ダメというのが従来ありました。しかし、この広告は多様性を重視し排除をしないということが、若者に受け入れられている。若者は30代、40代になったら将来、主要な消費者層になっていくし、今の若者のトレンドを企業が敏感に反映していま





## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

す。ナイキの例もそうですし、全てのマクドナルドでビーガン用のパテを作る、そんな感じですね。

参加者 | 社会価値創造型の資本主義というところで、インデックス運用としての社会全体への働きかけというお話が出ました。そのつながりがよく理解できませんでしたので、かみ砕いて教えてください。

三和 | インデックスは市場全体を保有するので、社会全体をより良くなるように働きかけるという意味です。岡本さんに質問ですがアメリカのインデックスは、入れ替えが日本よりも激しくしているというお話はどうか。

岡本 | インデックス運用では、指数に組み込まれた銘柄を持ちますよね。つまり指数に銘柄入れ替えがあれば当然銘柄を入れ替える。インデックス運用にもいろいろなレベルがあって、最適化法、層化抽出法、完全法というのが一番一般的です。今は大きいところはほとんど完全法になっています。完全に時価総額加重で全銘柄を保有する。それについては、銘柄の入れ替えはあまりないですね。全部持っていますから。新規の上場があれば、それが入るわけですが。結局全銘柄を持つということは、良い企業も悪い企業もみんな入っているわけですね。そこで御三家、バンガード、ブラックロック、ステートストリートは、ものすごくエンゲージメントに積極的になってきています。やはり、問題のある企業を持たないという選択肢はない以上、そういう企業に働きかけて彼らの行動を修正させるというのがインデックス運用の責任の一つであると、今、大きく変わってきています。従来はインデックス運用では、個別銘柄のアナリストはいらなかった。しかし、バンガードの故ボーグルさんは講演でも、何十人ものアナリストを採用して、それぞれの企業の行動で問題がないかという分析はずっとやっていると言っていました。特にサプライチェーンの関係などには注目しているようです。

三和 | 結局、指数に組み込まれている銘柄は保有しなければ投資目的が達成できないので、これは悪そうだという企業があったら、インデックス運用者といえども株主としてモノをいうことで行動を変えていく。それをみんなで行うことによって、全体の価値を高めていこうということでしょう。社会全体を良くするというのは競争ではありません。共に作る社会。インデックスとはそういう投資の手法だと思います。リターンで勝ちにいくというよりも、リスクを減らして、アクティブ運用が負けることを待っているという手法です。企業が良くなるよう働きかけ、自分もみんなも良くなるというのがインデックス運用の思想でしょう。コンペティティブ(競争)ではなくてコ・クリエイティブ(共創)です。



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

岡本 | 結局それは、単にインデックスだけではなくて、インデックスも含めて、いわゆるユニバーサルオーナーといわれるような、非常に大型の年金基金など全体についても言えることではないかと思います。日本でいえば GPIF のような。

三和 | サプライチェーンの問題に企業も投資家も敏感です。イギリスでは、現代奴隷法があります。ある一定以上の売り上げの企業を、サプライチェーン、一つの国の後発資本主義諸国の企業の従業員、要は地域社会まで、奴隷的な労働をさせていないか確認しなさいということが、イギリスやヨーロッパでも広がっています。サプライチェーンのビジネスと人権の問題は、非常に敏感な問題です。

岡本 | 話題が少し変わりますが、相場が新型コロナ。ウイルス問題で大荒れです。今日、Zoom 開催ですが教室にお見えいただいている大江さん、このご時世どうしましょうという質問があったときはどう答えますか？

大江 | 投資は、無理に投資をするものではない。やはり、投資や投資教育は、本当に自分がその気になって勉強しようと思わないとあまり意味がない。それよりも若い人に是非知ってもらいたいことは、投資のテクニックや技術、考え方ということよりも、社会保険がどうなっているのとか、税金、社会保険を勉強する。その上で投資をしたいと思ったら勝手にやればというのが私の考え方です。

私はファイナンシャル・プランナーではないので、個別に相談を受けるということはありませんし、自分の言いたいことを評論家のように言っているだけなので、人に対するアドバイスではありませんが、どちらか両極端にいつてしまうわけですね。

元本保証か博打か。どちらもそれは違うと思います。運用するなら運用する。運用しなくてもそこは自分で考えていくこと。

岡本 | 問題は、退職後のために積立投資をした人が止めてしまうことが一番大きな問題。やらなくてもよいというのはその通りでやらなくてもいい。やりたくなければやらなければいい。でも始めてしまった人が、志半ばで止めちゃうという、せっかく始めたことの効果も出ないし、ただただ損をして投げて、もう二度と投資などやるものかとなってしまう。

大江 | 投資にはいつも邪魔が入ります。上がっている時は欲が邪魔をするし、下がっている時は恐怖が邪魔をする。「欲や恐怖を克服する」というのは簡単ですけど、簡単に克服できません。私は一喜一憂しろと言っています。どんどん一喜一憂して、違ったことをして失敗すればいいんですよ。人間は失敗しないと学べないから。だから少額で失敗すればいいです。投資なんか株なんかやるのは人間のくずだという人が経験もないのに一度にやりだすから、欲と恐怖に駆られてしまうのです。少額でいいんですよ。



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

岡本 | 面白いのが10年前から積立投資をしている人は、リーマンショックの時に買い増したりしていますよね。別にそんなことを勉強しているわけではないんだけど、安いから買うという発想が自然に身についている。これが結果として上手くいっているケースが多い。まずは第一歩を踏みだしてやりだしたら続けてもらいたいなと思いますね。



ご存知のジョンテンプレートン卿は金言をたくさん残しています。その一つに「他の人が落胆のうちに持ち株を売却しているときに買い、欲に駆られているときに売る。それを行うには最大級の不屈の精神が必要である」と言っています。ジョンテンプレートンさんにしてもそうなんだなと思います。安くなったら買って、高くなったら売るということは、言うのは簡単だけど実際にはそんなに簡単ではない。今日もありがとうございました。