

2025年3月4日

株主アクティビズムと 企業成長

第2回 価値創造経営小委員会

提出資料

ブランズウィック・グループ 唐木明子

BRUNSWICK
ブランズウィック

本書では株主アクティビズムから企業成長のヒントを探る サマリー

1. 株主アクティビズムの現状から今後の企業の成長のヒントを得ることができる

- － アクティビスト対応は平時の準備段階から開始し、最終的には企業価値評価の向上を目指す
- － アクティビスト対応のポイントは企業価値の向上に向けて、いずれの仮説がその他の株主の支持を得られるか

2. 「アクティビスト」の活動には一定の傾向がある

- － 提示するテーマは概ねバランスシート型、ガバナンス型、戦略型の3種類の組み合わせ
- － 「アクティビスト」との対話により成長する企業は提示論点に十分に対応しうる（説明を尽くすことができる）
企業

3. 日本の制度・実務上の課題への対応は道途上

- － 「（近年の各種取り組みにより）ようやく日本でも株主がステークホルダーとして認知され始めた」（大手企業社外取締役）
- － 日本では更に取締役会の役割と義務の明確化が必要（米国では取締役会の独立性とスキルセットの整備に取り組んでおりヒントが得られる）
- － 経営による実効的な資源投資のためにはコーポレート機能の強化による戦略の策定、推進機能の抜本的な強化が必要

アクティビスト対応においては、平時からの備えが重要であり、最終的には企業価値評価の向上を目指す

アクティビスト対応の流れ

平時からの 備え

エンゲージメント体制の構築・維持

- 機関投資家との対話等を通じた期待値の把握
- アクティビストの動向把握、等

有事対応プロセスの構築

- 将来的なアクティビスト対応に備えた有事対応プロセスの構築
- 定期的なシミュレーション実施、等

水面下での 交渉支援

対話戦略の構築・実行

- 建設的な対話の実現に向けたエンゲージメント戦略の策定・実行
- エンゲージメント実行に向けた組織内の利害調整、意思決定

公開キャン ペーン対応

対外的な発信計画の策定・実行

- 株主・投資家やメディア、議決権行使助言会社等に「刺さる」ナラティブの構築

戦略的な情報発信

- 様々な情報媒体を活用した戦略的な情報発信、言論空間における主導権奪取、等

「アクティビスト」との対話を
通じた更なる企業価値評価の向上

アクティビスト対応のポイントは企業価値の向上に向けて、 いずれの仮説がその他の株主の支持を得られるか

アクティビスト対応の5つの要諦



アクティビストは相当の事前準備の上、協議を提案していることを理解する



企業側は、自らの事業計画とその実現可能性を冷静に検証し、分かり易いコミュニケーションを心掛ける



アクティビストから企業価値の向上に向けた良案が提案された場合、取り入れる姿勢も重要



水面下の協議が、急遽、公開キャンペーンにシフトする可能性に備え、軸となる対外的な主張を予め用意しておく

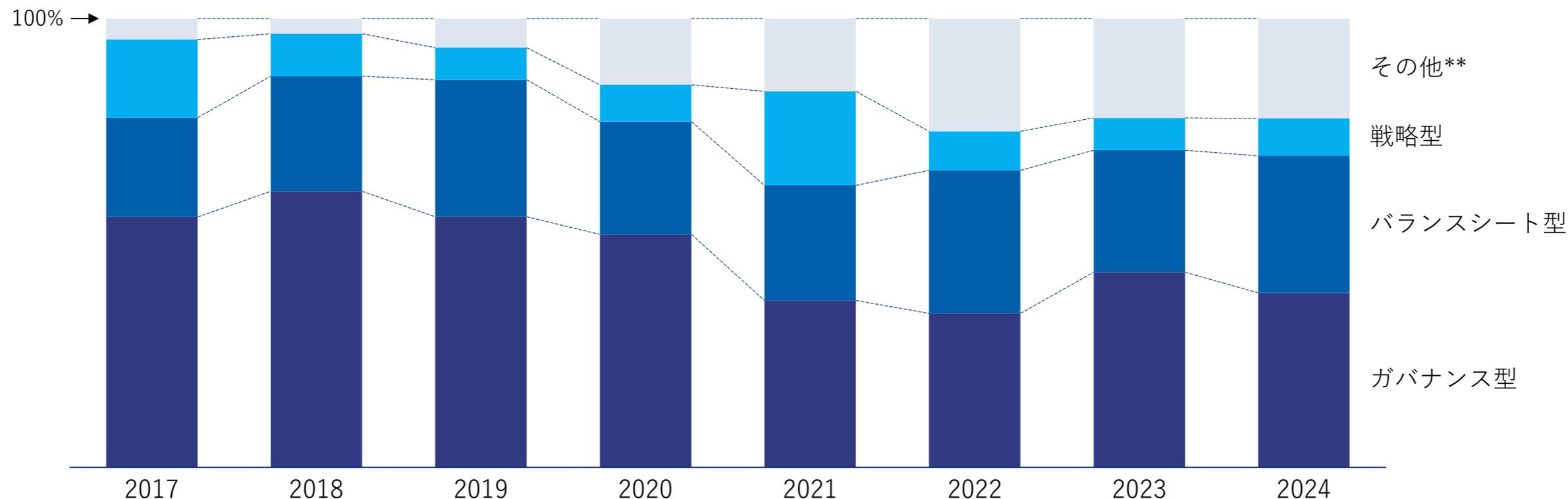


キャンペーンを仕掛けてきたアクティビストの行動は変えられない。ステークホルダー全体を意識し、支持者を広げる

アクティビストによる論点提起は従来のガバナンス中心から、よりバランスの取れた内容へと比重を移している

アクティビストの提示論点のタイプ別の推移

(公開された提示論点件数割合の推移*；日本国内企業対象；2017-2024)



*キャンペーンでは通常複数の論点が提示される； **その他は、情報開示、ESGなどが含まれ、通常はガバナンスその他の提案と同時に行われる
出典：Insightia、ブランズウィック・グループ分析

アクティビストが提示する論点は企業の成長の方向性を示唆する

アクティビストの提示する論点のタイプの概要と対応の方向性

	提案の概要	例	対応の方向性
ガバナンス型	取締役会の機能の強化や、経営陣の報酬の再設計などによる、経営陣に対するガバナンスの強化を提案	<ul style="list-style-type: none">▪ フジテック (OASIS)▪ 東芝 (Effissimo)▪ 小林製薬 (OASIS) 、 など	<ul style="list-style-type: none">▪ 経営に対しアクセルとブレーキの両方の機能を有する取締役会であることの説明を用意▪ 場合によりガバナンス強化
バランスシート型	過剰な現金保有の見直しなどの資本構成、配当政策の見直し、保有株式や不動産などの資産の売却や再評価を提案	<ul style="list-style-type: none">▪ DNP (Elliott)▪ 京成電鉄 (Palliser)▪ 三井不動産 (Elliott) 、 など	<ul style="list-style-type: none">▪ 戦略に照らして適切なバランスシートの在り方を明確化▪ 適切に投資資金を捻出
戦略型	オペレーション高度化、M&A戦略、分社化・スピンオフや事業戦略の方向性についての提案	<ul style="list-style-type: none">▪ SONY (Third Point)▪ 7&i (Value Act)▪ 花王 (OASIS) 、 など	<ul style="list-style-type: none">• 適切な投資による収益拡大を可能にする戦略眼と執行力を明示

ステークホルダー (欧米型の整理)

株主を中心とした会社
との関係性を整理する
と極めて多様なステー
クホルダーが存在する

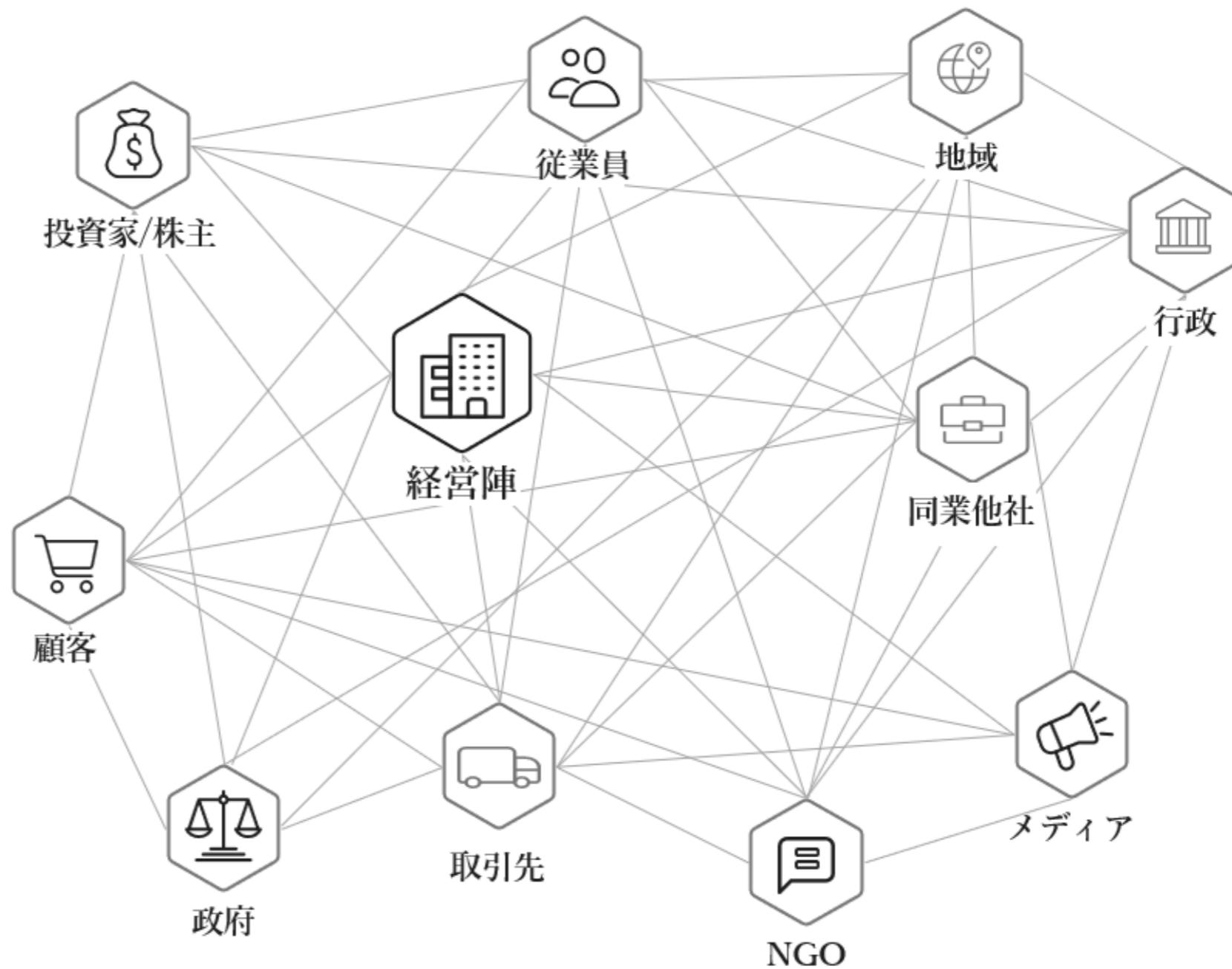


会社を取り巻く ステークホルダー が有機的につ ながっている

ブルンズウィック・グループ
が考える日本的資本主義にお
けるステークホルダーマッピ
ング

「株主は最近意識され始めたステ
ークホルダー」

(大手企業社外取締役)



米国では20年程度の時間をかけて現在のモデルを構築しており、日本でも今後の更なる取り組みが求められる

日米の取締役会の特徴の比較

米国の取締役会

- 独立取締役は株主に対する受託者責任を有し、株主の代理*として経営のモニタリングを実施する役割が明確
- エンロン事件を契機にSOX法（2002年7月）などにより、取締役会の独立性とスキルセットの整備
 - 監査・指名・報酬等委員会メンバーは全員独立取締役
 - 監査委員に財務専門家（Financial Expert）が必須
- 運用の実効性確保にアクティビズムも一定の関与

- CEOの業績・事業執行状況に取締役会が迅速に対処する監督体制が定着

（「**2024年の米国ではアクティビズムに反応した取締役会によるCEOの更迭が増加した**」（Charlie Koons ブランズウィック・グループ アクティビスト対応リード））

- 株主の要求に過度に影響されやすく、短期的な株主還元に偏重した経営判断・意思決定を行うリスクを有す

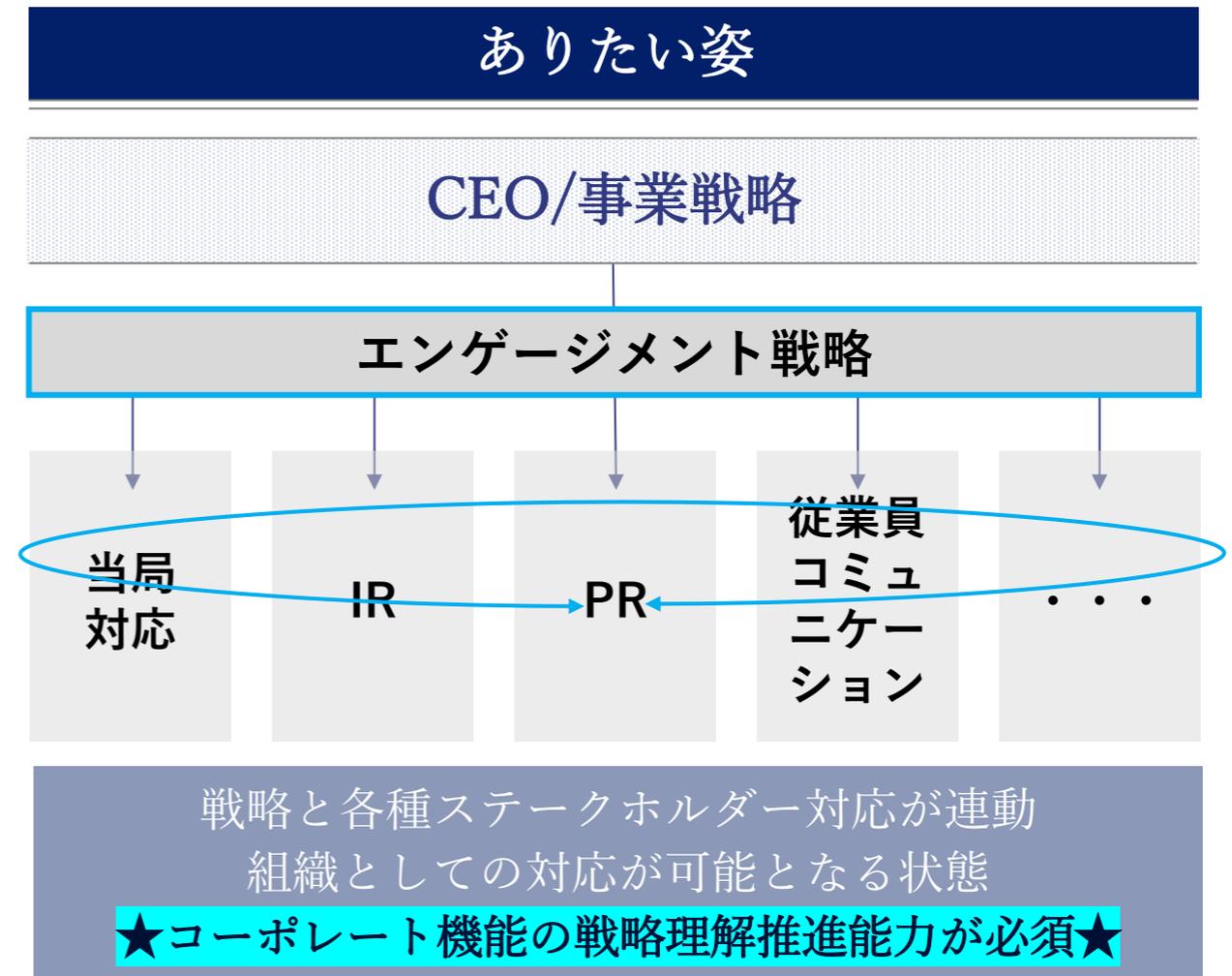
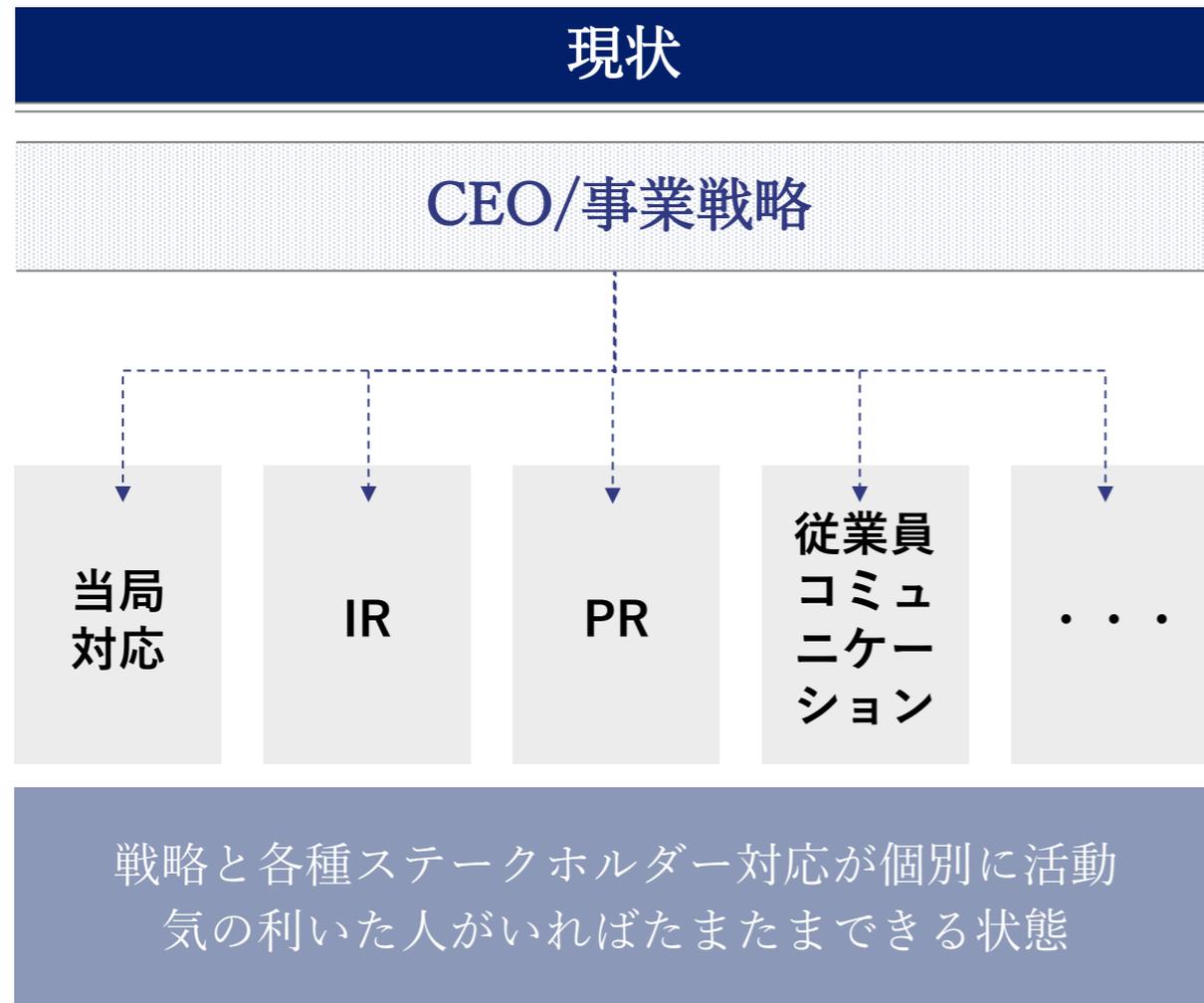
日本の取締役会

- 取締役は会社に対する善管注意義務を負うのみ
- 社外取締役への期待は、当該企業の事業領域における知見等に基づく、経営の監督と助言の提供
- 指名・報酬委員会の設置が奨励される改革と対応が進む
- アクティビストから社外取締役との対話を求めるケースが多く、意識の変革が進みつつある

- 経営陣及び従業員と協力的な関係を築きやすく、執行機能に親身に寄り添った助言・監督機能を果たしやすい
- 独立性、スキルセットが不十分なことが多く、経営に対する十分な監督が難しいケースが多い

コーポレート機能が高度化することで、ステークホルダーの巻き込み力、戦略の推進力が高まる

ステークホルダー・エンゲージメント強化のための組織の現状とありたい姿



Solve Critical Issues, Engage Critical Multi-Stakeholders

ブランスウィック・グループは、クライアント経営陣の最も困難な課題の解決を、ステークホルダー戦略によりご支援します。



グローバル・ONE・ファーム

従業員数：1,450名
在籍パートナー数：240名
約40年前に英国にて創業
拠点数：27か所

(*地図上に黄色で表示しているオフィスには、日本チームメンバーが常駐)

アブダビ
北京
ベルリン
ブリュッセル
シカゴ
ダラス
ドバイ
フランクフルト
香港
ヨハネスブルグ
リスボン
ロンドン
マドリード
ミラノ
ムンバイ
ミュンヘン
ニューヨーク
パリ
リヤド
サンフランシスコ
サンパウロ
上海
シンガポール
ストックホルム
シドニー
東京
ワシントンD.C

