

株主アクティビズムとコーポレート・ガバナンスの変容 —取締役会に着目した日本企業の事例分析—（要旨）

日本において株主アクティビズムが活発化している。2024年には新規のアクティビスト・キャンペーン件数が前年比で約50%増加し、日本は米国に次ぐ世界第2位のアクティビズム市場となった。こうした中、アクティビストは企業ガバナンスの改善を目的とし、取締役の選任や取締役会の構成に対して変革を迫るケースが増えている。しかしながら、アクティビズムの介入を契機として企業のガバナンスの変化については、先行研究で十分に検討されていない。アクティビスト介入後に財務報告の質が低下したとする分析結果も報告されているが、これはガバナンスの変化を直接的に捉えたものではなく、あくまで間接的な評価にとどまっている。また、既存研究の多くは定量分析に基づき、株価や財務パフォーマンスといった介入の結果に主眼を置いている一方で、企業が介入にどのように対応し、ガバナンスがどのように変化したかという過程に着目した研究は限られている。

本稿では、こうした問題意識に基づき、アクティビストの介入が取締役会を通じて企業のガバナンスに与える影響を明らかにすることを目的とする。従来の定量分析では十分に捉えられてこなかったガバナンスの変化の実態を、事例分析によって補完する点に本研究の意義がある。具体的には、補足的な分析として、日経ビジネスが公表した「2020年以降にアクティビストから大規模投資を受けた企業」40社を対象に、介入前後における社外取締役および女性役員の変化を定量的に検証する。そのうえで、代表的な事例として、バリューアクトによるオリンパスへの介入、SCによるダイドーへの介入、オアシスによる北越への介入の三件を取り上げ、アクティビストによる介入や企業側の対応を整理し、介入がガバナンスに与える影響について定性的に検討する。

定量分析の結果、アクティビストの介入を契機として、社外取締役および女性役員が増加し、取締役会における形式的な多様性や独立性が高まっていることが確認された。定性分析では、いずれの対象企業もガバナンス上の課題を抱えた企業であったにもかかわらず、企業側の対応、特に経営者の変革に対する意思や対話姿勢によって、介入後の結果には大きな差異が生じていたことが明らかとなった。オリンパスでは、アクティビストと協調的な関係が構築され、企業が自発的に進めていた改革構想と整合的にアクティビストの提案が機能し、実質的なガバナンス改革が実現された。他方、ダイドーでは、アクティビストに対する受動的または対抗的な姿勢が見られ、ガバナンス改革の持続性や企業の変革意志には疑問が残る。北越では、アクティビストが実質的に経営への関与の意思を有していないことを企業側が指摘したうえで、公開書簡などを通じて自社の経営方針を明確に説明し、一定の経営成果を提示した点が、株主の信頼を得て株主提案が否決される一因となった。

本稿の分析からは、アクティビストの介入が自動的にガバナンスの向上もたらすものではなく、それを契機に企業が自律的に変革を推進できるか否かが重要であることが示唆された。アクティビストは一定の目的を達成すれば市場からイグジットする存在であるため、最終的なガバナンスの質は企業自身の意思や能力に委ねられる。したがって、企業はアクティビストの存在を一時的な外圧として捉えるのではなく、それを契機に自社の課題を見直し、自律的にガバナンス強化を推進する姿勢が、持続的な企業価値向上にとって重要であると考えられる。