

Title	株主アクティビズムに関する経済的一考察
Sub Title	Economic considerations regarding shareholder activism
Author	原, 丈人(Hara, George) 猪熊, 浩子(Inokuma, Hiroko)
Publisher	慶應義塾大学日吉紀要刊行委員会
Publication year	2026
Jtitle	慶應義塾大学日吉紀要. 社会科学 (The Keio University Hiyoshi review of social sciences). No.36 (2025.) ,p.59- 78
JaLC DOI	
Abstract	本稿は、株主アクティビズムを、他の株主および利害関係者との連携を通じて株主価値の最大化を企図する行動として位置づけ、その経済的含意を検討する。第一に、Radner (1995) の経済的サバイバル理論 (Economic Survival) を手掛かりとして、不確実性下で企業が長期的存続 (生存確率の確保) を重視する局面においては、短期的株価の最大化に偏した株主行動が、必ずしも企業価値の最大化と整合しないことを理論的に示す。第二に、Strine (2006, 2014, 2021) が指摘する「所有からの所有の分離 (separation of ownership from ownership) 」, すなわち受益所有 (最終投資家の経済的利害) と議決権行使主体 (機関投資家・運用者) の乖離が存在する下では、議決権行使助言会社等の推奨が機関投資家の同調的行動を媒介として企業に非対称的な負担を課し得る点を整理する。 さらに、ROE目標 (8%) を巡る議論については、福井 (2015a) の批判を踏まえ、資本コストおよびマクロ金融環境を所与として数値目標を固定化することが、企業の投資判断や長期戦略に歪みをもたらし得る点を検討する。併せて、日本銀行によるETF買入れ等がリスクプレミアムの圧縮を通じて割引率を低下させ、企業投資を促進し得る政策環境を形成した可能性がある一方で、経済産業省によるコーポレートガバナンス改革の文脈で資本効率目標が強調されることは、企業内部のハードルレート (要求採算性) を相対的に引き上げ、投資抑制的に作用し得るという政策メッセージの不整合を論点として提示する。 最後に、株主提案制度に関し、提案コストの負担設計、賛成比率に応じた提案制限等を含む制度設計の方向性を検討し、一般投資家の利益を保護しつつ、企業の持続的な価値創造を促すための規律付けのあり方を論じる。
Notes	
Genre	Departmental Bulletin Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN10425830-20260331-0059

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

株主アクティビズムに関する経済的一考察

原 丈 人¹

猪 熊 浩 子²

謝辞³

要旨

本稿は、株主アクティビズムを、他の株主および利害関係者との連携を通じて株主価値の最大化を企図する行動として位置づけ、その経済的含意を検討する。第一に、Radner（1995）の経済的サバイバル理論（Economic Survival）を手掛かりとして、不確実性下で企業が長期的存続（生存確率の確保）を重視する局面においては、短期的株価の最大化に偏した株主行動が、必ずしも企業価値の最大化と整合しないことを理論的に示す。第二に、Strine（2006, 2014, 2021）が指摘する「所有からの所有の分離（separation of ownership from ownership）」、すなわち受益所有（最終投資家の経済的利害）と議決権行使主体（機関投資家・運用者）の乖離が存在する下では、議決権行使助言会社等の推奨が機関投資家の同調的行動を媒介として企業に非対称的な負担を課し得る点を整理する。

さらに、ROE 目標（8%）を巡る議論については、福井（2015a）の批判を踏まえ、資本コストおよびマクロ金融環境を所与として数値目標を固定化することが、企業の投資判断や長期戦略に歪みをもたらし得る点を検討する。併せて、日本銀行によるETF 買入れ等がリスクプレミアムの圧縮を通じて割引率を低下させ、企業投資を促進し得る政策環境を形成した可能性がある一方で、経済産業省によるコーポレートガバナンス改革の文脈で資本効率目標が強調されることは、企業内部のハードルレート（要求採算性）を相対的に引き上げ、投資抑制的に作用し得るという政策メッセージの不整合を論点として提示する。

最後に、株主提案制度に関し、提案コストの負担設計、賛成比率に応じた提案制限等を含む制度設計の方向性を検討し、一般投資家の利益を保護しつつ、企業の持続的な価値創造を促すための規律付けのあり方を論じる。

キーワード：株主アクティビズム、機関投資家、代理問題、ROE、資本コスト、PER、ステークホルダー・ガバナンス

1. 問題の所在

株主アクティビズム⁴は、経営者の恣意的な裁量を規律づけ、資本効率の改善や企業価値の向上を促す手段として評価されることが多い。その一方で、特に株主権の行使を盾に企業経営に積極的に関与してくる株主はアクティビストと呼ばれ、近年アクティビズムによる企業ガバナンスの功罪については大きく取り上げられている。本稿で定義するアクティビストによる経営関与については、先行研究における shareholder activism として取り上げられる論稿に依拠する (Ferri, 2012; Gillan & Starks, 2015; Denes et al., 2017; Handani & Hannes, 2019)。一方で、「株主」の類型として、標準的には一般投資家、株主＝家計を担う個人株主という前提を置きがちであるが、これは現代の資本市場におけるガバナンス体制や株主アクティビズムの構造では当てはまらないことが多い⁵。なぜなら、上場株式の保有状況をみると (図1を参照)、個人投資家よりも、機関投資家の比率が高まり年金基金・投資信託・ヘッジファンド・PE等を通じて間接化し、議決権は運用会社や議決権行使助言会社の実務上の影響力を持つ。このとき、企業の経営者と株主の間だけで成り立つ単純な関係性のみならず、投資家側にも多段階・多様で複雑な代理問題が発生する。

Strine (2014, 449-450) は、この構造を「所有からの所有の分離 (separation of ownership from ownership)」と表現し⁶、株主権限の拡大が必ずしも「普通の投資家 (ordinary investors)」に利益をもたらすとは限らず、長期投資家の利益との一致を必ずしも意味しないと指摘する。そこで本稿では株主権限の強化は、企業経営者を監視するという名目で、実際には運用会社・ヘッジファンド・議決権行使助言会社が株主利益の最大化という目的達成に寄り添いながらも長期利益からは乖離があり、かつ自らの短期的インセンティブ (3年～5年程度) に沿って企業行動を左右する余地を拡

株主アクティビズムに関する経済的一考察

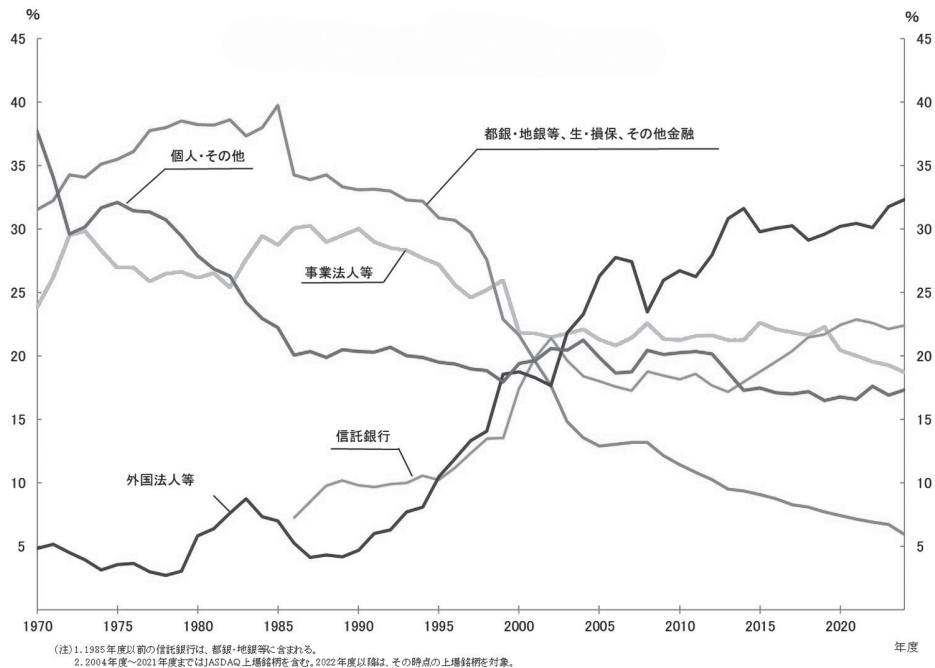


図1 上場株式の保有状況

大し得る点に本稿では着目する。

本稿の目的は、①株主提案や議決権行使をめぐる制度が内包する外部性と費用負担の問題、②資本効率指標（ROE）を中心とする政策・実務議論の限界、③PER（株価収益率）を理論的に規定する要因（成長率と資本コスト）と、日本における低金利環境下での含意、④ステークホルダー・ガバナンスの観点からみたアクティビズムのあり方を統合的に整理することである。

2. 機関投資家の代理問題と「生存」概念

2.1 「所有と経営の分離」から「所有からの所有の分離」へ

まず、伝統的なコーポレート・ガバナンス論では、株主（プリンシパル）と経営者（エージェント）の利害不一致を中心に議論が構成される。しかし、Strine（2014, 449-450）が強調するのは、株主側がすでに一枚岩ではなく、「株主」というカテゴリ

でくられた、様々な属性を持つ主体の集合体であるという点である。上場企業の株主名簿に現れるのは、最終受益者（年金受給者・家計）そのものではなく、運用会社や年金基金等の金融仲介者であり、彼らの利益は必ずしも長期の受益者利益と一致しない。Strine（2014, 449-450）の指す「所有からの所有の分離」である。

この点は、福井（2015c, 123-128）も「機関投資家を監視するのは誰か」という問題として提起している。企業側に「対話（エンゲージメント）」を求める制度が整備されても、運用会社・議決権助言会社の意思決定やインセンティブが不透明であるなら、ガバナンスの構築を企業側だけに着目するのは十分ではなく、機関投資家側を監視するためのガバナンスの仕組みの検討にもより重きをおく必要が生じる。

したがって、株主アクティビズムを評価する際には、(i) 企業内部の代理問題（経営者の自己利益追求が目的化すること）だけでなく、(ii) 投資家側の代理問題（運用会社の手数料・短期成績志向、議決権行使助言会社の画一的・形式的基準、アクティビストの経営関与や議決権行使による経済的利害の発生）を同時に分析対象に含める必要がある。

2.2 生存（倒産回避）と企業行動：Radner（1995）の示唆

Radner（1995, 183-184）は冒頭で、企業の事業における失敗が例外ではなく、米国製造業の退出率が非常に高いことを例示したうえで⁷、標準理論が十分に扱ってこなかった「生存」の目的を明示的に導入する必要性を述べている。

株主還元の強化や資本効率の改善は、しばしば「余剰資金を吐き出させる」「投資を規律づける」といった正当化言説によって推進される。その一方で企業は、単年度の利益最大化ではなく、資金繰り・資本構成・景気変動の下での生存確率を考慮して意思決定している。

Radner（1995, 191-192）は、経済学上の標準的な理論が企業の利潤最大化（あるいは企業価値最大化）を仮定してきた一方で、企業の失敗（退出・倒産）は現実には一般的であり、不確実性と市場の不完備性の下では「生存」を明示的目的として扱うことで、典型的な期待効用最大化モデルとは大きく異なる行動予測が生じ得ると論じる。同論文はまた、期待利潤最大化と生存最大化が一致しないケースを示唆し、生存の観点からは過度なリスクテイクを抑制する行動や、一定の流動性（現預金）確保が合理的となり得ることを示している。

この観点に立つと、企業が一定の現預金を保持することや、景気後退期に備えた保守的な投資・配当政策を採用することは、単純に「資本効率が悪い」とは言い切れないはずである。株主アクティビズムが短期の資本効率改善や過度な株主還元を求める場合、その帰結として企業のリスク耐性（耐久力）や長期投資能力が損なわれる可能性がある。したがって、評価軸には長寿企業・企業存続年数につながる生存確率（Probability of Survival）や長期価値創造の視点を組み込む必要がある。

3. 株主提案・議決権行使の制度設計：外部性と費用負担

株主提案制度は、少数株主に発言機会を与える一方で、提案の作成・審査・開示・総会運営等のコストを企業（ひいては他の株主）が負担するという外部性を伴う。提案が企業価値の改善に資する場合、この外部性は社会的に許容され得るが、提案が特定の政治的・社会的主張の表明に偏る、あるいは提案者の経済的利害（例えば短期の株価反応を狙う）と結びつく場合、その費用を広く株主に転嫁する合理性は弱い。

Strine（2014, 491）は、株主提案（SEC Rule 14a-8）に関し、提案者が合理的な提案料⁸を負担し、かつ一定の持分（例：200万ドル相当）を保有することを求めるなど、費用負担と提案権のバランスを再調整する提案を行っている。また、初年度に20%未満の支持しか得られない提案は翌年以降の再提出を認めず、3年継続して30%未満の支持にとどまる提案も同様に排除することで、企業と投資家の審議能力を圧迫する「提案の氾濫」を抑制しようとする。

この他に実効性のある株主提案に関する規制として、重要案件にかかわる株主提案、すなわち経営方針、企業の事業分割、部門の廃止、M&A等に関する株主提案を出した場合には、この提案が完結されるまでの間はその株式を売ることができないという取り決めなども考えられる。

これらの提案の要点は、株主民主主義を否定するのではなく、提案がもたらす便益と費用をより適切に内部化し、普通の投資家にとって重要な議題に審議資源を集中させる制度設計である。

4. 日本の「資本効率」議論と指標偏重の限界： 伊藤レポート批判の含意

4.1 ROE 目標（8%）と国際比較の難しさ

日本企業の資本効率を巡っては、ROE（自己資本利益率）を中心指標として改善を促す議論が強い。経済産業省の通称「伊藤レポート」（2014, 2）は、投資家との対話の文脈で ROE や EVA（経済的付加価値）等の資本市場が重視する指標に言及している。

一方で福井（2015a, 98）では、伊藤レポートが ROE 目標として「8%」を明示した点を取り上げ、国際比較の難しさや根拠の検討必要性を論じる。ここで福井（2015a, 98-99）は、ROE 水準の国際比較には統計的・会計的な難しさがあること、そして目標値としての「8%」の根拠が必ずしも明確ではないことを指摘する⁹。例えば、分布の歪み（外れ値）や単年データへの依存は、「米国企業の ROE は高い／日本企業の ROE は低い」という単純な結論を導きやすい。

さらに、ROE は名目利益・簿価ベースの自己資本を用いる指標であり、インフレ率や会計処理の差異によって実質的な比較可能性が損なわれ得る。とりわけ長期にわたるデフレ環境では、利益率や資産評価の前提が異なるため、ROE 目標を一律に掲げることは、企業行動を歪めるリスクがある。

ROE の数値だけを追うのも問題がある。例として1970年代初頭の日本の会社の ROE の動向は上場企業全体の中央値で20%台前半と、非常に高い数値を示していた。この時期の ROE が高いのは、Debt ファイナンスの結果も反映しており、この高水準の ROE が優れた企業業績を示しているのかと問われれば、必ずしもそうではないと言えるだろう¹⁰。このことからわかるように ROE の上げ下げは、借入を増やして、自己資本比率を低位に抑えるといった財務テクニックでの操作可能性の余地は指摘されており、企業の成長性、健全性、将来性を図るうえでは課題が大きい指標であると言える¹¹。

4.2 MM 定理と資本コスト：ROE 偏重が誘発する誤ったインセンティブ

続いて、ファイナンス領域における理論からみた、ROE 偏重の問題点を確認しておきたい。福井（2015a, 100）は、伊藤レポートの議論がモディリアーニ＝ミラー（MM）定理の含意を十分に踏まえていない可能性を示唆する。MM 定理の基本的洞察

は、企業の資産（投資案件）の収益性とリスクがまず決まり、資本構成（負債と株主資本の比率）は、税・破綻コスト等がない理想条件下では企業価値を左右しない、という点にある。これはあくまで理想条件下における洞察であり、また資産運用すなわち投資の結果は、本来資金調達と切り離して考えねばならない。むしろ資本に対するリターンである ROE ではなく、資産に対するリターンである ROA のほうが指標としてふさわしいと言える。ここから現実の企業経営において「負債による資金調達コストが低いから負債を増やせばよい」「自己資本は高コストだから圧縮すべきだ」という単純な判断は再考を要することになる。

ROE を“目標”として強く掲げると、(i) 自己資本を圧縮するための過度な自社株買い、(ii) レバレッジを高める財務政策、(iii) 短期利益を押し上げる会計的・投資的操作、などを誘発し得る。時には、高レバレッジは株主資本のリスクを増幅させるため、期待収益率（資本コスト）も上昇し、会計上操作された ROE 上昇が直ちに価値創造を意味するとは限らない（原・猪熊，2025）。

また ROE をはじめとする資本効率指標を利用する際には、金融経済の論理を前提とした財務指標を実体経済の評価や制度設計に直接適用することについて、慎重な検討が必要であると考えられる。もともと ROE、ROIC（投下資本利益率）、IRR（内部収益率）は、いずれも資本効率を測定する財務指標であり、金融市場における資本配分や企業価値評価において有効な尺度となり得る¹²。しかし、これらの指標は資本コストおよび一定期間の収益性を強く反映するという性質上、技術蓄積、雇用の安定、供給能力の維持、社会的外部性など、実体経済が有する多面的価値を十分に捕捉できない場合がある。

資本効率指標を実体経済の主要な評価軸として過度に重視すれば、企業行動が金融的評価への適合を優先する方向へ誘導され、いわゆる実体経済の金融化が進展する懸念が生じる。その結果、長期投資や技能形成を要する製造業などに不利なインセンティブが形成され、産業基盤の縮小や空洞化を招きかねない。

以上を踏まえると、実体経済の持続的発展と社会的貢献を維持するためには、資本コストや資本効率を中核に据えた評価枠組みのみに依拠するのではなく、経済活動の社会的有用性をよりの確に測定・比較可能とする新たな経済指標ないし財務指標の設計・整備が求められよう。

また、「資本効率」の議論は、指標そのものよりも、指標が意思決定に組み込まれる

仕組み（ガバナンスやインセンティブ）によりもたらされる負の効果と併せて検討されるべきである。ここで「資本効率」を優先順位の高い経営判断項目に据えると、見逃されてしまう経営上の便益、例えば製造設備を自前で持つことにより生じる現場起点のイノベーションの誘発効果などを指摘できる。

4.3 インデックス運用・助言会社・運用者の行動規律

伊藤レポートは投資家と企業の「建設的対話」を強調するが、福井（2015b, 75-80；2015c, 123-128）は、インデックス運用の拡大、運用会社の手数料構造、議決権行使助言会社の影響力といった現実を踏まえると、投資家側の行動規律と説明責任を同時に議論しなければならないと示唆する。

とりわけ、インデックス運用は市場平均に連動するという性質上、個別企業の分析・対話のコストをどこまで正当化できるのか、また画一的なガバナンス基準に依拠することが企業価値創造に資するのか、という問題が生じる。福井（2015b）は、アクティブ運用が平均的に市場を上回りにくいという経験則を踏まえつつ、価格形成やガバナンスのために“誰が”分析コストを負担し、“誰に”説明責任を負うのかという設計が不可欠であると示唆する。

また、システム思考を援用して、「企業の社会的責任」をシステムとしてとらえると、また別のバウンダリー設定が可能である。システム思考におけるバウンダリーとは、分析や介入の対象とするシステムの範囲を定める概念的な境界線であるが、このバウンダリーをどう引くかで問題の本質や解決策が変わる。バウンダリーが変われば、誰を当事者として含めるかの利害関係者の範囲や、システムのどこに働きかけるべきかという介入ポイントも変わる。ここでは資本市場に対する企業の責任というバウンダリーから、資本市場にとどまらないより広い利害関係者を含めたバウンダリーへと視野を拡張する視座が必要である。会社の公器性を前提とした場合、インデックス運用機関、議決権行使助言会社、機関投資家等の行動規律の設計を再検討する余地が出てくる。こうした考え方に照らせば、昨今東証が企業に対して資本市場に対するIR体制の強化を求めていることについても、同様に再考の余地があると考ええる。IR活動を簡素化し、そこに投入される経営資源をイノベーションや将来への投資に振り向けることができるという視点もあり得るからである。

5. PERはどのくらいが適切か：成長率と資本コストの統合

5.1 理論的にみた PER：Gordon モデルと成長・資本コスト

続いて、PER（株式収益率）に関する論点を考察したい。PER は、価格と当期利益の比として単純であるが、その単純さゆえに誤用されやすい指標でもある。株価が将来キャッシュフローの割引現在価値で形成される以上、PER は本質的に、将来成長率と資本コスト（割引率）、利益の持続性や配分（内部留保・配当・自社株買い）といった前提に依存する。これらの前提が企業のライフサイクル、産業構造、マクロ金融環境によって変動する以上、「適正 PER」は一点ではなく幅を持つ。ゆえに、PER を固定的な基準値として国際比較や目標設定に用いる場合には、背後にある割引率と成長率の整合性を検証する必要がある。本節では、PER の決定要因を分解し、妥当水準が一意に定まらないことを理論・実務の両面から示す。

PER は、株式投資の実務で最も広く用いられる指標の一つである。しかし『PER が低い＝割安』という機械的判断は誤りやすい。加瀬谷（2024）は、PER が本質的に (i) 資本コスト（要求収益率）、(ii) 利益成長率、(iii) 配当性向（内部留保率）に依存することを整理している。

例えば、配当割引モデル（Gordon 成長モデル）では、株価 P は次期配当 D_1 を用いて

$$P = D_1 / (r - g)$$

と表される（ r ：株主資本コスト、 g ：永久成長率）。利益 E_1 に対する配当性向を $d(= D_1/E_1)$ とすると、

$$PER (= P/E_1) = d / (r - g)$$

となる。さらに、成長率 g が内部留保率 b と ROE の積で表せると仮定すれば（ $g = b \times ROE$ ）、配当性向 d は $1 - g/ROE$ と書けるため、

$$PER = (1 - g/ROE) / (r - g)$$

という形で、ROE・成長率・資本コストの関係が明示化される。

この式が示す通り、PER を押し上げる要因は、単に利益が大きいことではなく、(a) 資本コスト r の低下、(b) 成長率 g の上昇（ただし $r > g$ が必要）、(c) 成長投資の効

率（ROE）と配当性向のバランス，である。したがって，低金利環境やリスクプレミアムの変化は，PER の「妥当水準」を構造的に変え得る。

5.2 期待収益率の現実：McGrattan and Prescott（2003, 392）の示唆

続いて，資本コスト r の設定は，PER や企業価値評価の中核である。しかし実務では，経験則として高い割引率を置いたり，国際比較の便宜から固定的な目標を掲げたりしがちである。

McGrattan and Prescott（2003, 392）は，株式と国債の平均収益率の差（いわゆるエクイティ・プレミアム）に関する「パズル」を再検討し，税・規制・取引コスト等を考慮すると，平時の長期における平均的な実質収益率の差は 1 % 未満であり，実質の債券収益率は約 4 %，株式収益率は 5 % 弱であると示している。

この結果は，企業側の「資本コスト」や投資家側の「要求収益率」を議論する際に，特定の目標値（例えば ROE 8 %）を所与とすることの妥当性を慎重に検討すべきことを示唆する。実際，McGrattan and Prescott（2003, 392）が指摘するように，長期の実質株式リターンと実質債券リターンの差は必ずしも大きくない。企業価値評価における割引率 r が構造的に低下し得る局面では，ROE や PER の国際比較・目標設定は，マクロ金融環境を踏まえて行う必要がある。

資本コストを算定する際には，必ず借入コストとの比較が重要となる。資金提供者の視点から見れば，企業が倒産した場合，出資金は回収できない。有限責任の原則の下，貸付金は出資金よりも優先弁済順位が高く，担保が設定されている場合も多い。したがって，出資リスクが貸付リスクよりも高いのは当然であり，出資に対してリスクプレミアムを付加することは合理的である。

では，このプレミアムの水準はどの程度に設定すべきであろうか。

ROE の適正な資本コストを算出するには，筆頭筆者が関与した上場会社における経営目線では，企業に対する貸付金利，日本においては長期プライムレートないし短期プライムレートなどを起点とする。投資家の保有期間に応じて短期・長期を選択すべきであり，加えて企業の将来性や財務健全性によっても金利水準は変動する。このように決定された金利水準に，リスクプレミアムとしておおよそ 2 % を加えるのが，平時における先進国での適正な ROE 水準と考えて経営に従事していた。

なお，政情不安定な地域や紛争地域においては，さらに 2-5 % 程度高い期待 ROE

値を設定することが考えられよう¹³。

5.3 日本株の PER と政策要因：メカニズム整理（補論的議論）

日本の株式市場では、長期的な低金利環境に加え、株式需給に影響を与える政策要因が存在し得る。例えば中央銀行による ETF 買入れのような政策は、機械的に株式需要を押し上げ、株価を引き上げることで期待収益率（リスクプレミアム）を低下させ、結果として PER を押し上げる方向に作用し得る。

この点は、PER が「企業固有の成長性」だけでなく「市場全体の割引率」に依存することを改めて示している。株主アクティビズムが、(i) 短期的な株価上昇を目的として過度な自社株買い・配当を求める場合、(ii) 市場全体の割引率変動（政策・金利・リスク認識）を十分に識別しないまま企業価値の改善と同一視する場合、企業の長期投資や生存確率を損なう副作用が生じ得る。

したがって、PER や株価を成果指標として用いる場合には、企業固有のキャッシュフロー改善と、割引率の変動による評価（マルチプル）変化を区別することが重要である。福井（2015b）も、株価が割引率の変動に左右され得ることを踏まえ、経営者報酬や評価制度を設計する際の注意点を示唆している。

5.4 PER と株式益利回りの関係性：米日比較

（1）米日の PER と株式益利回りの検討¹⁴

また、日米の PER と株式益利回りの検討での指摘事項に触れておきたい。アメリカの PER は1881年以降1990年頃まで15%近辺で上下していた。ところが、最近30年間では、およそ30%近辺が基点になっている。近年では、PER が30%程度というのが米国金融市場の New ノーマルを確立しつつあるといえる。PER が15%の時の株式益利回りは PER の逆数で $100/15=6.6\%$ 、すなわち株主が要求する利回りである資本コストが約6%になる（図2参照）。そして PER が30%の時の株式益利回りは $100/30=3.3\%$ 、すなわち資本コストは3%ほどに当たる検討である。日本では伊藤レポート公表の後、資本コストの経営で5%から8%の要求利回りが示されており、その間、企業でこの5%から8%の投資ができない状況が生じていてもおかしくない環境が生み出されていた。そうすると、伊藤レポートで示している ROE 8%は非常に望ましくないメッセージとなり、経営者の行動を束縛する要因になったともいえるのではないか。

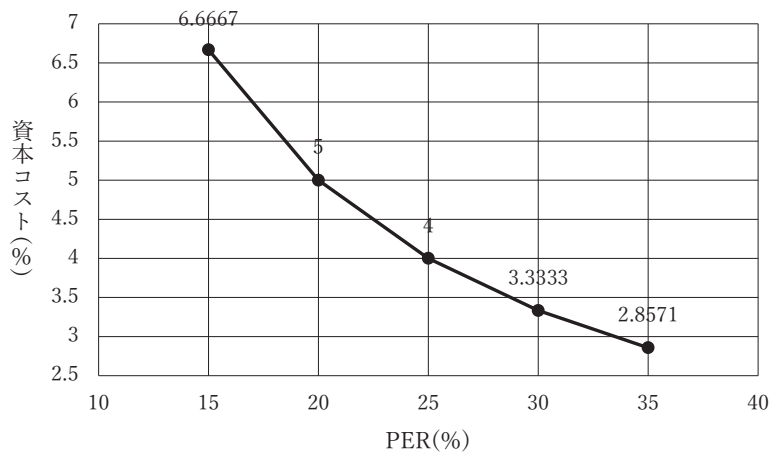


図2 PERと資本コストの関係

(筆者作成)

併せて日本における金融を取り巻く関係主体間の活動方針の不整合についても指摘しておきたい。

(2) 日銀のETF購入のスタンス

日銀は2010年以降、金融緩和政策の一環で上場投資信託（ETF）を大量に市場から購入、特に黒田総裁時代には保有残高が年間約6兆円に相当するペースで増加するように買い入れを続け（日本銀行、2016）、2020年代初めには日経平均やTOPIX構成銘柄の大株主に匹敵する水準に到達している。日銀が大量にETFを購入することで市場における株式の需給のゆがみ、株価が割高に推移することになる。そしてこの株価の上昇はPERの上昇を引き起こす。これは企業収益に対して株価が高く評価されたことを意味している。リスクプレミアム（＝株式益利回り－長期国債利回り）に着目すると、株価が上がると（すなわち株式益利回りが下がる）、同時に国債金利が低水準にとどまるといふ、2つの要件により、相対的に、リスクプレミアムが縮小する。併せて投資家心理に着目しても、「中央銀行の買い支え」という安心感や投資の不確実性の低減により、価格変動リスク（ボラティリティ）が低下することになる。このため、リスクに対する要求リターンが下がり、リスクプレミアムの低下をもたらすことになる。上記の動向を鑑みると、より企業の投資行動を促進させる経済環境を創出していたは

ずであった。

(3) 経済産業省 (METI) のスタンスとその帰結

一方で、同時期の経済産業省の政策の立ち位置は次の通りであった。METI では伊藤レポートに基づいて、資本コスト 8 % を目標値として定めていた。そして、企業の稼ぐ力、端的にはキャッシュフローをより獲得するように促す。

すなわち、日銀では資本コストの低減を行うことで、投資のハードルレートを下げているにも関わらず、METI では投資のハードルレートを上げる施策を打つことになった。このように日銀と METI で取り組む施策が不整合であったこと、この観点では ROE 8 % を掲げるのは積極的な投資を後押しするのには良くないメッセージとして機能することになったと言えよう。結果として日銀と経済産業省の施策は、期待とは真逆に機能することになったと指摘できる。この間低収益という理由でおおよそ 5 % ~ 8 % 近辺の利回りの投資を日本企業が抑制する方向を後押しすることにはなった。この点で投資の水準を低位にとどまるように施策を打っていた METI の責めは大きいと考える。

6. ステークホルダー・ガバナンスとアクティビズム： Strine (2021) の「復元」論

6.1 企業目的論争の再定位：革命ではなく「復元」

近年の企業目的 (corporate purpose) をめぐる議論では、株主価値最大化 (stockholder primacy) に対し、ステークホルダー重視のガバナンスが提唱されている。Strine (2021) は、現代の企業目的論争を、ビジネスエリートの“突然の心変わり”としてではなく、長年にわたり不公平の拡大や社会的影響を問題視してきた研究者・政策提言者の取り組みとして位置づける。そして、望ましい改革は革命 (revolution) ではなく、米国経済が最もうまく機能していた時期に見られたステークホルダー間のバランスを取り戻す「復元 (restoration)」であると主張する。

Strine (2021) が強調するのは、学術・政策・実務が企業価値を「株主の期待価値」に単眼的に還元してきたことへの批判である。企業の価値創造は、従業員の熟練、人材への投資、供給網、地域社会、環境への配慮といった多様な関係者の協働によって

成立する。Radner（1995）の生存論の観点からも、企業が長期的に存続し投資を継続できる制度環境は、株主だけでなく広範な利害関係者にとって重要である。

6.2 機関投資家への規律と、アクティビズム・プライベートエクイティの圧力

Strine（2021）は、ステークホルダー・ガバナンスを実効化するうえで、企業側の努力だけでは不十分であり、機関投資家自身に高いスチュワードシップ基準を課す必要があると論じる。また、上場・非上場の境界（public-private divide）が変容し、巨大な民間企業が増えるなか、EESG（Employee, Environmental, Social, Governance）情報の開示や説明責任を上場企業にだけ課すことの限界も指摘される。

さらに Strine（2021）は、アクティビストやプライベートエクイティが企業統治に与える圧力が、労働者・債権者・地域社会に害を及ぼす可能性に言及し、投資家側の行動規律と外部規制（労働法、生活賃金、消費者保護、気候変動対応など）の強化が公正で持続可能な経済の再建に不可欠であるとする。

この議論は、日本でしばしば見られる「米国型ガバナンス＝先進的」という単純な理解に対しても示唆的である。福井（2015c）が紹介するように、米国コーポレート・ガバナンスの実務を熟知した Strine は、機関投資家や議決権行使助言会社の影響力と説明責任の非対称性を問題視しており、機関投資家を主体とした株主権限強化のみを進歩とみなす見方には批判的である。

Strine が指摘するように、機関投資家に対して高度なスチュワードシップ規律を課すことは重要である。しかし、一般的にスチュワードシップは、最終的な資金提供者に対する受託者責任、すなわち安全かつ可能な限り高い収益率での運用を求めるという前提に立脚しており、この基本姿勢の下では、投資先企業への関与も必然的に株主利益の最大化を志向することになる。

したがって、スチュワードシップを厳格に適用することとは別に、機関投資家の行動様式が株主のみならず、ステークホルダー全体、ひいては社会全体にとって企業が有用な活動を行っているかを判断する視座を持つよう、機関投資家を導き、教育し、実践させる仕組みが必要となる。

こうした目的を ESG ないし EESG によって達成できるとする見解も存在するが、これは株主以外のステークホルダーへの一定の還元が株主利益の最大化にも資するという哲学を底流に持つものであり、洗練された株主資本主義の系譜として捉えることが

妥当な解釈であろう。

7. 日本への含意：制度設計と評価軸の再構築

7.1 株主提案のコスト内部化と、議決権行使の説明責任

第一に、株主提案制度については、Strine（2014）の提案が示すように、提案料・保有要件・再提出基準（支持率閾値）を通じたコスト内部化の検討が有益であろう。この制度設計は、提案権の濫用を抑えるだけでなく、企業・投資家双方の審議資源を、株主にとどまらないより広い範囲のステークホルダーにとっての価値関連性の高い議題に集中させる効果を持つことになる。

第二に、議決権行使の説明責任は、受益者に対して運用会社が負うべきものである。福井（2015c）が提起した「機関投資家を監視するのは誰か」という問題は、エンゲージメント重視の制度が進むほどますます重要となる。運用会社の議決権行使方針が、短期の運用成績や画一的スコアに依存していないか、議決権行使助言会社への依存度はどの程度か、受益者利益（長期）との整合性は担保されているかといった点の透明性・説明責任の強化が必要である。

7.2 指標としての ROE・PER の位置づけ：WACC，成長投資，そして生存

第三に、企業評価指標として ROE や PER を用いる場合、その限界を踏まえた位置づけが必要である。福井（2015a）が指摘するように、ROE 偏重は資本構成操作を誘発し得る。代替指標の検討は容易ではないが、例えば、投下資本全体の収益性（ROA/ROIC）と WACC との差分、すなわち価値創造の源泉を明示化する枠組み（EVA 等）の併用がまず一策であろう。

PER についても、加瀬谷（2024）が整理する通り、成長率と資本コストの関数であり、低金利環境下では高 PER が理論的に正当化され得る一方、成長率の過大評価や割引率の一時的低下（政策要因等）が混入すると、企業価値改善の評価を誤るリスクがある。

加えて、Radner（1995）の生存論が示唆する通り、企業の価値創造は期待値だけでなく破綻確率にも依存する。短期の ROE や株主還元が改善しても、景気後退局面において資金繰りが脆弱化すれば、長期の期待価値は毀損し得る。したがって、アクティ

ビズムの提案を評価する際には、(i) 資本コストと成長投資の整合性、(ii) 財務レバレッジと生存確率、(iii) 人的資本・研究開発等の長期投資への影響を定性的・定量的に点検する枠組みが望ましい。

7.3 防衛策としてのガバナンス設計：スタaggerドボードと「時間」を買う発想

第四に、過激なアクティビズムが短期の株価目標に沿って企業の中長期戦略を損ねるリスクがある場合、取締役会が戦略を遂行するための「時間」を確保する制度設計も論点となる。Strine (2014, 476) は、経営者が本来の仕事（儲かるビジネスプランの発展・実現）を行うために息つく暇（breathing space）を与えることが、普通の株主にとって大きな価値を持ち得ると述べる。

その一例として、取締役改選時期をずらすスタaggerドボード（staggered board）がある。これは敵対的買収や短期的な取締役交代圧力に対して、経営権の安定性を一定期間確保する手段である。ただし、他方で経営者の自己保身自己目的化を助長し得るため、説明責任と裁量の均衡、ならびに自己保身を抑制する仕組みの設計・検討が必要となろう。

8. 結論

本稿は、株主アクティビズムをめぐる議論を、企業経営者の代理問題に還元するのではなく企業経営者をどう規律付けるか、機関投資家・運用会社・議決権行使助言会社を含む多段階の代理問題について検討を行った。

ここでは他者の資金を運用して、代理人として運用する主体間での規律付けの規制の強さの非対称を示した。経営者には規律付けが厳しい一方で、機関投資家等への規律付けはそれほど強く、厳しくない。本来ならば、両者に対してバランスの取れた規律付けの制度設計が構築されてしかるべきである。ここから機関投資家・運用会社・議決権助言会社への規律付けの制度構築の再設計が求められる。

例えば、日本市場にのみ議決権行使助言基準にROE基準を導入するような、特定市場のみに適用される基準の導入など、一貫しない不整合な制度設計の許容についても着目するべきと考える¹⁵。

続いて、株主提案制度が生む外部性、ROE・PERといった指標の理論的基礎と過度に使うことの限界、そして企業の生存・ステークホルダーへの影響という観点から再整理した。

Strine（2006, 2014, 2021）と福井（2015a, 2015b, 2015c）が示すように、株主権限の強化が常に普通の投資家や社会厚生 of 改善につながるわけではない。必要なのは、株主提案・議決権行使の権限を尊重拡大することそれ自体ではなく、提案者と他株主の費用配分、投資家側の説明責任、投資期間との整合性、そして企業の長期投資と生存確率を含む価値創造プロセスを踏まえた制度設計であることを示した。

今後の課題としては、(i) 日本市場における株主提案の内容・支持率・企業コストの実証分析にとどまらないケースの積み上げ、(ii) 運用会社・助言会社の議決権行使が企業政策（投資、配当、雇用）に与えるケースの積みあげ、(iii) ROE 偏重が資本構成・リスクテイク・研究開発投資に与える影響の検証などが挙げられる。

注

- 1 DEFTA Partners, Chairman and CEO, Alliance Forum Foundation（国連経済社会理事会の特別協議資格を持つ米合衆国公益法人）代表理事，一般財団法人アライアンス・フォーラム財団（日本法人）代表理事，香港理工大学工学部荣誉教授。
- 2 慶應義塾大学大学院 教授。
本研究は慶應義塾大学学事振興資金（2024年度, H08JAK2439）の助成を受けた研究成果である。
- 3 本稿の執筆にあたり、福井義高先生（青山学院大学大学院国際マネジメント研究科）から大変有益なコメントと文献紹介を頂いた。また神永晋氏（アライアンス・フォーラム財団）からインタビューを通じて貴重な洞察を賜った。ここに厚く御礼申し上げる次第である。もちろん、ありうべき誤りは筆者の責めに帰すべきものである。
- 4 本稿でいう「株主アクティビズム」は、いわゆるアクティビスト・ファンドによるキャンペーンのみを指さず、機関投資家によるエンゲージメント、議決権行使、株主提案等を含む広い概念として用いる。
- 5 ここでは日本の証券市場における株主の属性ごとの類型を確認しておく。日本取引所（JPX）では主要投資部門別の株主を識別しており、そこでの分類は①個人・その他、②事業法人、③都銀・地銀、生・損保、その他金融、④信託銀行、そして⑤外国法人に大別される。東証 調査レポート「2023年度株式分布状況調査の調査結果について」2024年7月2日
- 6 Strine のいう「所有からの所有の分離（separation of ownership from ownership）」とは、公開会社の直接株主が最終投資家（end-up investors）ではなく、投資信託・年金等の資産運用者であることにより、最終投資家の経済的利害と、株主権（とりわけ議決権）を行使する主体の

利害が必ずしも一致しないという代理問題が生じる状況を指す。

- 7 Radner (1995, 183) では、例えば、1967年から1982年までの15年間に於いて、米国の製造業企業のほぼ半数が毎年その業界から撤退したこと、そして各業界から、業界生産高の1%しか生み出さない最小規模の企業群を除外したとしても、年間撤退率は依然として約37%であったことを紹介している。
- 8 Strine (2014, 491) は例えば経済問題に関する株主提案提出の提案提出諒として、控えめに2,000～5,000ドルを課すことなどを提案している。併せて、Strine はさらに強力な措置の提言が他の著名研究者から提言されていることを述べている。
- 9 ROE を業績評価指標に用いる問題としては、原・猪熊 (2025) を参照のこと。ここでとくに取り上げたい視点は、「投資家の立場に立脚した理論をもとに ROE 目標 8% の妥当性の論証をしていること」(櫻井2020, 15) の指摘である。METI (2014) で目標数値として示された ROE 8% はどのような根拠に基づいているかは、投資家を実施したアンケート結果に基づく期待値が 8% という結果が根拠になっていることであり (山を動かす研究会編, 2014), この「最低限 8%」の目標水準になったこと自体については批判がある (原・猪熊, 2025, 67)。
- 10 白田 (2023) では全上場会社 ROE・ROA・売上高利益率・自己資本比率・留保利益率の推移 (1971年～2020年) の図表を示しており、1971年～1974年のオイルショックまでの日本企業の ROE は上場企業全体の中央値で21%から23%の値を、上場企業トップ 5% の AA 格付企業の ROE 中央値や、34%から38%をつけていたことを確認している。またその後バブル経済の1989年から日本企業の ROE は下降しはじめ、2000年近辺から 8% から10% の間で推移し、現在に至るとデータを用いて解説している。
- 11 また数値水準を検討する際に業種特性の配慮が必須である。例えば農業では、カット野菜の総菜屋のように、業種特性上、利益率が低く、ROE は低いけれども国民にとって必要な業態は少なくない。

また筆頭筆者が関係していた機械工具メーカーでは非常に小さな口径から大きい口径までのドリルをなん十種類も品揃えしているほうが売れ筋の商品に絞り込んだ会社よりも ROE は低い。しかしながら、消費者および社会の立場から見ると、ほとんど使わないようなものまで品ぞろえをしてくれている会社の方が社会全体にとっては有用であるといえる。この観点からも ROE は会社の公器性、社会への有用性という観点で意味をなさない局面があると考えらる。
- 12 米国における投資の最適意思決定の理論は、シカゴ大学の Hirshleifer (1958) などを嚆矢に経済学的考察が積み重ねられてきた。本理論は金融投資全般に適合するよう構築がなされている。もともと金融投資への出資とリターンとの関係を示すために IRR は開発されており、IRR は実体経済の形成、とくにまだ存在しない新しい技術の創出段階に適用するのは適切ではないことを指摘できる。
- 13 また、政策設定により、15% 近辺の高金利を示す事例もある。例えば、カーター政権下のポール・ボルカー FRB 議長就任時には、インフレの根絶を狙い高金利政策を実施。この時は、1979年10月6日、FRB は金融政策運営手続の変更 (新たなオペレーション手続の導入) を公表

した。この政策運営の転換期において、米国のプライムレート（最優遇貸出金利）は、1979年8月16日時点の12.00%から複数回の改定を経て上昇し、同年11月16日には15.75%に達した。さらに、1980年2月22日には16.50%へと引き上げられた（Board of Governors of the Federal Reserve System (US), “Bank Prime Loan Rate Changes: Historical Dates of Changes and Rates [PRIME]”, FRED)。https://fred.stlouisfed.org/data/prime 2026年1月3日閲覧。

- 14 米国のデータについては、米国のノーベル賞経済学者であるロバート・シラー教授らが考案した、株式市場の長期的な割安・割高を判断する指標である CAPE レシオ（景気循環調整後株価収益率）と長期金利の関係を示すグラフに依拠している。US Stock Price, Earnings and Dividends as well as Interest Rates and Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio (CAPE) since 1871.

Is the Increase in Asset-Management Fees Justified by the Value Added to Investors?

https://shillerdata.com/ Accessed on July 12th, 2025.

- 15 日本市場のみに適用されている ROE 規準についての言及は、鈴木裕「ISS 議決権行使助言方針改訂—コロナ禍対応」（大和総研レポート、2020年5月13日）を参照のこと。このような ROE に関する議決権行使推奨基準について、海外で採用されていない指標を日本市場のみに利用するのはダブルスタンダードではないかと筆者は考えている。

参考文献

- Denes, R. Matthew, Jonathan M. Karpoff, and Victoria B. McWilliams (2017). “Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research,” *Journal of Corporate Finance*, Volume 44, pp. 405-424.
- Ferri, F. (2012). “‘Low-Cost’ Shareholder Activism: A Review of the Evidence,” In *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Chapter 11, (eds. Claire A. Hill and Brett H. McDonnell), Edward Elgar Publishing.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2015). “The evolution of shareholder activism in the United States,” pp. 39-71, In *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*, (eds. William W. Bratton, Joseph McCahery) Oxford University Press.
- Hamdani, Assaf, & Hannes, Sharon. (2019). The future of shareholder activism. *Boston University Law Review*, 99(3), 971-1000.
- Hirshleifer, J. (1958). “On the Theory of Optimal Investment Decision,” *Journal of Political Economy*, Aug., 1958, Vol. 66, No. 4 (Aug., 1958), pp. 329-352, The University of Chicago Press.
- McGrattan, Ellen R. and Edward C. Prescott (2003). “Average Debt and Equity Returns: Puzzling?” *American Economic Review* 93(2) (Papers and Proceedings): 392-397.
- Radner, Roy (1995). “Economic Survival.” In Donald P. Jacobs, Ehud Kalai, Morton I. Kamien and Nancy L. Schwartz (eds.), *Frontiers of Research in Economic Theory: The Nancy L. Schwartz Memorial Lectures, 1983-1997*. Cambridge University Press, pp. 183-209. doi:10.1017/

CCOL0521632226.012.

- Strine, Leo E., Jr. (2006). "Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America." *Harvard Law Review* 119: 1759-1784.
- Strine, Leo E., Jr. (2014). "Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law." *Columbia Law Review* 114(2): 449-501.
- Strine, Leo E., Jr. (2021). "Restoration: The Role Stakeholder Governance Must Play in Recreating a Fair and Sustainable American Economy: A Reply to Professor Rock." *The Business Lawyer* 76(2): 397-435.

加瀬谷真一（2024）『結局 PER はいくつが適切なのか【基本編】』（2024年9月13日公開，2024年10月4日更新）。<https://www.buffett-code.com/articles/13550>（参照日：2025年7月14日）。

経済産業省（METI）（2014）「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書」（平成26年8月）。https://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/20140806report_01_1.pdf。

白田佳子（2023）「経営分析における理論と企業実態との乖離に関わる実証研究—会計概念からもたらされる誤謬の検証—」『経営会計研究』第26巻第1号 pp. 1-14。

日本銀行（2016）「金融緩和の強化について」2016年7月29日公表文書。

原丈人・猪熊浩子（2025）「ROE 経営の落とし穴：公益資本主義に基づく考察—ROE を超える経営指標に求められる要件」慶應義塾大学日吉紀要『社会科学』No. 35, pp. 61-90。

福井義高（2015a）「伊藤レポートは MM 定理がお嫌い？」『企業会計』67巻5号，97-102頁。

福井義高（2015b）「伊藤レポートは反ピケティ？」『企業会計』67巻6号，75-80頁。

福井義高（2015c）「伊藤レポートは誰のため？」『企業会計』67巻7号，123-128頁。

山を動かす研究会編，杉浦秀徳他著（2014）『ROE 最貧国日本を変える』日本経済新聞社。