

日本の企業コミュニティにおけるアクティビストへの正統性形成プロセス に関する考察 —全国紙記事のテキスト分析を通して—

古橋 正成
(慶應義塾大学大学院)

要旨：近年、日本の企業コミュニティにおいてアクティビストファンド（「アクティビスト」）の位置づけが大きく変化しつつある。本研究では、日本の企業コミュニティにおけるアクティビストへの正統性形成プロセスに関する考察を行った。全国紙等の記事を対象としたテキスト分析の結果、アクティビストに対する認識が大きく変化していること、その要因には 2013 年以降に行われた第 2 次安倍政権時代に行われたコーポレート・ガバナンス改革により、アクティビストの行動変化ならびに日本企業の望ましいガバナンスのあり方に関する価値観が変化したことが大きく影響していることを示した。最後に、これら正統性を有したアクティビストと企業のあるべき関係性の考察を行っている。

キーワード：アクティビスト、日本的経営、正統化理論、テキスト分析、対話理論

1. はじめに

近年、日本でもアクティビストファンド（「アクティビスト」）の活動が活発化していると言われている。日本に参入するアクティビストは 2015 年比で約 5.9 倍に増加し、アクティビストによる株主提案数も 2015 年比で 28 倍に増加している（アイ・アールジャパンホールディングス, 2022）。小中規模企業のみならず大規模企業、たとえばソニーや東芝など日本を代表する企業の多くもアクティビストのターゲットとなっている。そもそも日本でアクティビストという存在が広く知れ渡ったのは、M&A コンサルティングを核とするいわゆる村上ファンドやスティー爾パートナーズ等の 2000 年以降の活発な活動が契機となっているが、その後、さまざまな事案が積み重なり現在に至っている。その過程でマスメディアにも多く取り上げられ、アクティビストの様々な活動に関する理解も深まり、日本の企業コミュニティ（「企業コミュニティ」）の中でアクティビストに対する認知が高まっていった。

国内の大手経済紙である日本経済新聞記事におけるアクティビストの記述内容を見ても、時間の経過とともに変化が見られる¹。その変化とは、アクティビストに関する説明が多様化したという点にある。これは、初期の村上ファンドやスティー爾パートナーズ等の活動に起因して形成されたステレオタイプのなアクティビストへの定義が、その後さまざまな案件が積み重なったことで、2021 年にはより実態に即した形に多様化したものと考えられる。日本を代表する経済紙である日本経済新聞のアクティビストに関する記述の変化は企業コミュニティにおけるアクティビストに対する認識の変化を表しているともいえるが、アクティビストのターゲット企業にとっては、この認識の変化は非常に重要な論点になり得る。

一般的に、アクティビストのアプローチはターゲット企業の経営陣とは対立構図になる可能性が高く、仮にアクティビストが委任状争奪戦を伴う株主提案や敵対的公開買い付け（TOB）等（「アクティビス

¹ 2006 年記事と 2021 年記事の比較。記事内容は次の通り。

- ・「村上ファンドのように多額の現預金を抱えるなど経営が非効率な企業を狙って株式を取得し、配当増額などを要求する手法は「アクティビスト（活動家）ファンド」と呼ばれる。」（日本経済新聞 2006 年 6 月 3 日朝刊掲載記事）
- ・「企業に対し、事業再編などの経営戦略や配当など株主還元について提案することで株価を高めて、利益を得ようとする投資家の総称。日本では「物言う株主」とも呼ばれる。企業が開く投資家向け広報（IR）での対話を重視する穏健派から、株主総会での委任状争奪戦も辞さない強硬派まで様々な方針を持つ。」（日本経済新聞 2021 年 4 月 8 日朝刊掲載記事）

ト・キャンペーン」)を仕掛けてきた場合には、その対立構図が公となり、企業は対外的なコミュニケーションを行う必要に迫られる。このとき、アクティビストが企業コミュニティの中で正統な存在として認められているか、もしくは異端の存在として認められているかという認識のされ方の違いは、アクティビストに対峙するターゲット企業のコミュニケーション戦略に大きな影響を与える。なぜならば、対峙するアクティビストの正統性²の程度がターゲット企業のステークホルダーの態度に影響を及ぼすと考えられるからである。アクティビストが仮に社会的に正統な存在として認められた場合、アクティビストの発信内容はステークホルダーに受け入れられやすくなり、アクティビスト・キャンペーンの結果にポジティブな影響を及ぼす可能性が高い (Ahn & Wiersema, 2021)。

この正統性の確立に大きな影響を及ぼす要素の一つがマスメディアの報道である。メディアは「情報を発信し、問題をフレーム化する」ことによって、ある事象に対するステークホルダーの認識に影響を与える (Zavalyova, Pfarrer, Reger, & Shapiro, 2012)。アクティビスト・キャンペーンの際に、アクティビストとターゲット企業の双方がマスメディアに情報提供を行い、それぞれの見解の認知度と正統性を高めることは珍しいことではない (Ahn & Wiersema, 2021)。つまり、マスメディアに対してどのような情報発信を行うのかを検討・実践する広報活動が高い重要性を有しているということになる。国内でもアクティビスト・キャンペーン時に、PR会社が外部アドバイザーに起用されることが多いが、これは広報活動の重要性が実務的にも認識されていることを示している。

本稿では、企業コミュニティの中でアクティビストに対する認識の変化が生じているということを仮説とし、その仮説検証とその変化要因の抽出、ならびに今後さらに活動が活発化するであろうアクティビストと日本企業間の関係を広報研究の対話理論を用いて考察することで、両者間のあるべき関係性に一定の示唆を与えることを目的とする。

2. 研究の方法

本稿では、次の3点に関する考察を進めていく。

- (1) 企業コミュニティにおけるアクティビストに対する認識変化の検証
- (2) その認識変化の要因
- (3) 日本企業とアクティビスト間の関係性に関する考察

(1) の企業コミュニティにおけるアクティビストに対する認識変化の検証は、マスメディアの報道記事を分析対象としたテキスト分析を通して行う。マスメディアの報道記事は、ある対象に対する認識変化の過程を記録したテキストとして捉えることができる。なぜならば、メディア各社は、その時々購読者の潜在的な情報ニーズ(社会的感情やムード)を汲み取って、報道テーマとフレーム(解釈の枠組み)を決定しているからである。そして、そのテーマへの情報ニーズに応じて記事数も増減し、記事数が多くなれば、そのフレームは広く社会に普及し、一般化することになる。メディアは人々が何を考えるかというアジェンダを設定するだけでなく、問題のフレームを作る役割を果たし、最終的に人々が重要なトピックについてどう考えるかに影響を与えることが明らかになっている (Golan & Wanta, 2001; McCombs, Llamas, Lopez-Escobar, & Rey, 1997; Tedesco, 2001)。

山口 (2007) は、「マスメディアは社会的価値観、信条、イデオロギーなどを間接的に社会に伝達し、その社会においてそのイシューをどのように解釈するのがノーマルであるかを暗示する」と指摘している

²ここでの「正統性」は *legitimacy* の訳として用いている。これを「正当性」と訳す場合もあるが、「正当」は自己の権利などを主張する際に用いられるのが一般的である(例: 正当防衛、*justify* の訳等) ことも指摘されている(曾澤, 2020) ことから、本稿では「正統性」と表す。

が、その時点の最もノーマルな意見を読者に暗示することで、企業コミュニティにおいて「このイシューはこう評価すべき」という「一般的解釈」が形成される。ゆえに、マスメディアの報道記事を分析することでその時々の社会的意識の推論を行うことができる。これらを鑑みると、マスメディアの記事論調の変化は、企業コミュニティの中の実際の認識変化を表していると解釈することに一定の妥当性があるといえよう。ここでは、主に全国紙で報道された記事の中でアクティビストという言葉を用いた記事を抽出し、計量テキスト分析のためのソフトウェアである KH Coder (<https://kncoder.net/>) を用いてテキスト分析を行い、アクティビストに対する認識の変化を分析する。

続いて (2) の認識変化の要因に関する考察を行う。この考察において重要な論点が「正統性」獲得の程度である。正統性研究で最も多く引用される Suchman (1995) の正統性の定義によれば、正統性とは「ある主体の行為がある社会的に構成された規範・価値・信念・定義のシステムにおいて、望ましい (desirable)・真っ当である (proper)・適切である (appropriate) とされる一般的認識または想定」とされている。正統性は、規制・規範・認知の側面から生じる社会的受容であり (Deephouse & Carter, 2005)、正統性の有無は社会的・経済的交流に明確な影響を及ぼす (Deephouse, Bundy, Tost, & Suchman, 2017)。つまり、ある主体が社会システム³に遵守した行動を取ることで正統性の認識が形成され、その社会において円滑な取引が実現することになる。一方で、正統性とは普遍的なものではなく、集団や社会それぞれで構成された判断基準に基づき認識される (Lamin & Zaheer, 2012)⁴のものであり、時間の経過とともに変化する (Bitektine & Haack, 2015; Suddaby, Bitektine, & Haack, 2017)。これは、日本の社会システムにおける正統化の判断基準自体が変化し得るということであり、その基準変化の結果としてアクティビストの行動が正統化されるという可能性もある。つまり、アクティビストに対する正統性の認識が形成される要因は、「アクティビストの行動変化」(企業コミュニティに形成された社会システムへの遵守) と「企業コミュニティにおける社会システム自体の変化」という 2 点が挙げられ、これらを踏まえた考察が重要となる。

最後の (3) については、(1) ならびに (2) を踏まえて日本企業とアクティビスト間の関係性を広報研究の対話理論に基づいて考察する。アクティビストの行動変化、社会システム自体の変化を踏まえた両者のあるべき関係性の成立要件を検討していく。

3. テキスト分析 ～日本の企業コミュニティにおけるアクティビストに対する認識変化の検証

本稿のテキスト分析は、朝日新聞、毎日新聞、読売新聞、産経新聞、日本経済新聞（本紙に加えて日経

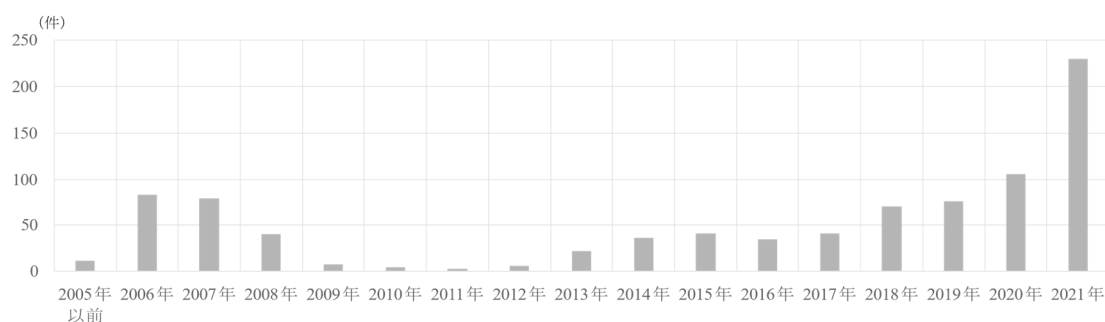


図1 「アクティビスト」という言葉が含まれる記事件数の推移

(出所) 筆者作成

³ この「社会システム」とは、前述の Suchman (1995) の定義の中の「社会的に構成された規範・価値・信念・定義のシステム」の意味で使用している。以下、この意味で「社会システム」という言葉を用いる。

⁴ Lamin & Zaheer は、不祥事を起こした企業のその後の対応について、投資家 (“Wall Street”) と一般社会 (“Main Street”) とでは道徳観が異なる (投資家は利益志向、一般社会は公正観念) とし、それぞれの道徳観に基づき正統性の認識が形成されることを示している (Lamin & Zaheer, 2012)。

産業新聞、日経 MJ（流通新聞）、日経金融新聞をも含む）の媒体に掲載された記事（「全国紙等記事」）を分析対象とし、インターネット上の各紙データベースから「アクティビスト」をキーワードとして記事検索を行った（検索された総記事数 898 件）。記事数の時系列推移（図 1）を見ると、「アクティビスト」という言葉は 2005 年より徐々に増加していったが、2008 年 9 月のリーマン・ショックから 2012 年まで大きく減少した。その後、2013 年より増加傾向に転じている。

アクティビストを取り上げる記事の論調がどのように推移しているのかを明確にするために KH Coder を用いて対応分析を行った（図 2）。対応分析とは、テキストデータ（ここでは全国紙等記事）における頻出語と外部変数（ここでは各年⁶）

との関係性をマップの中に布置したものである。マップ上では関連性の強さに相関して単語ごとの距離は近くなるので、年次ごとに高い相関を有する言葉を抽出することで、それぞれの時期で何が主要テーマとなっていたかが相対的に明確になる。図 2 において布置されている各語句を見ると、横軸（軸 1）については、左側は「運用」「資金」「経営者」「投資」「ファンド」等の投資ファンドとしての投資活動を表す語句が布置されており、右側は「環境」「取締役会」「株主提案」「総会」「取締役」等といった上場企業としての意思決定を表す語句が布置されている。アクティビストはいわゆる投資ファンドとしての姿もあれば、株式を取得した企業の株主という姿もあるので、横軸（軸 1）は、アクティビストのどの姿を記事に取り上げているかという「視点の違い」を表しているといえる。横軸（軸 1）の左側であればアクティビストの投資ファンドとしての姿に視点を置いた内容、右側であればアクティビストの株主としての姿に視点を置いた内容を表しているものと考えられる。

続いて縦軸（軸 2）を見ると、上側には「報告」「投資ファンド」「調査」「経営陣」「株主」等といった具体的なアクションを表す語句が布置されており、下側には「物言う株主」「自社株」「要求」「改革」「発表」等の語句が布置されている。下側に付置されている語句群はさまざまな解釈が可能となるが、個別の記事を見ていくと、海外を含めた過去のアクティビストの投資事例などを引用する形でアクティビストの行動や日本企業の経営の是非や課題提起を取り上げる内容が多い。ゆえに、縦軸（軸 2）は、各記事で取り上げられる主要な「題材の違い」（上側であれば実際の案件を題材とした記事であり、下側であればアクティビストや日本企業経営の是非を題材とした解説的文章）として捉えることができる。

軸 1 軸 2 それぞれをこのように捉えたとうえで、各年の推移を見ると、2005 年以前から 2012 年まではアク

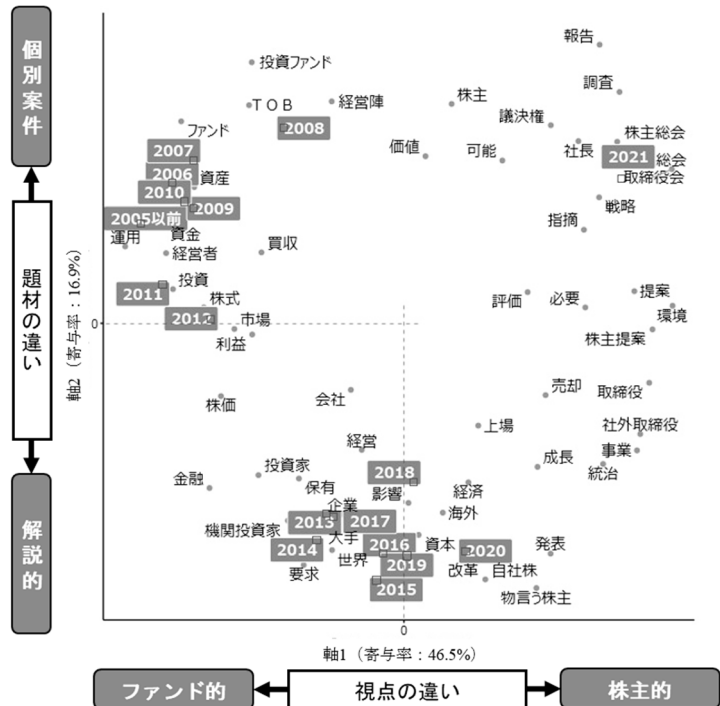


図 2 各年の対応分析

（出所）筆者作成

⁵ 投資家としてのアクティビストの記事が最初に確認された 1994 年から 2021 年までを分析対象期間としている。なお、全体の検索結果から、投資家としてのアクティビストとは異なる意味（市民「活動家」としてのアクティビスト等）でアクティビストが用いられている記事、また海外の動向のみが記載された記事は分析対象から除外している。

⁶ 記事数の関係で 2005 年より前に報道された記事は「2005 以前」と一括りとしている。

ティビストの投資ファンド的姿がクローズアップされており、また、2005年以前から2010年においては実際の案件を題材とする報道が中心であったということがわかる。その後、2013年以降に記事論調が大きく変化し、アクティビストの投資ファンド的姿のみならず株主的姿に視点を置いた記事やアクティビストや日本企業の経営の是非を題材とする記事が増えていった。2021年においてはより株主的姿がさらに強くなり、かつ実際の案件を題材とした報道が中心となっていったという経緯を辿っている。

各年推移を見ると、2013年と2021年に記事論調が大きくシフトしたことになるが、その違いをより明確にするために、「2005年以前から2012年」と「2013年から2020年」、「2021年」と3つの期間区分を設定し、アクティビストとの共起性が高い語句群を取り出し、中心性の分析を行った（表1）。中心性は各ノード（ここでは語句）がネットワーク内でどの程度中心的な役割を果たしているかを表す指標（上野山・松尾, 2013）である。次数中心性、距離中心性、媒介中心性が一般的に用いられるが、本稿では媒介中心性を採用する。媒介中心性とは、ネットワーク上にある点が他の二点間の最短経路上に位置する程度を表し、あるテキストにおいて媒介中心性の高い概念が存在すれば、様々な話題がある一貫した視点により統合されていると考えることができる（鈴木, 2006）。媒介中心性の比較により、期間区分ごとの報道における主要な視点が明確化されることになり、期間区分ごとの記事の論調をより正確に把握することができる。

表1の媒介中心性⁷を見ると、期間区分ごとの報道の視点が変化していることがわかる。企業や株主といった言葉は共通して一貫して高い媒介中心性を有するが、2005年以前～2012年ではファンド、投資家、株価、2013年～2020年では投資、統治、提案、2021年では株主総会、取締役、統治という語句群の媒介中心性が高い結果となった。これを見るとアクティビストの報道において、ファンド的姿から株主的姿に視点が変化していることがわかる。これは図2の横軸（軸1）の変遷と類似する傾向である。

図2ならびに表1を見ると、アクティビストに関する報道の論調は大きく変化していたことを確認できた。アクティビストの投資ファンド的姿から株主的姿に記事の視点が変化しているということは、アクティビストに対する認識が「日本企業に対して買収や投資を行うというファンドとしての姿」から「日本企業の経営上の意思決定に関与する株主としての姿」に変化していることを示唆する結果である。この変化がどのような経緯で起こったのかについて、特に2013年以降の変化を中心に次節以降検討を進める。

表1 期間区分ごとの媒介中心性

順位	2005年以前～2012年			2013年～2020年			2021年		
	語句	媒介中心性		語句	媒介中心性		語句	媒介中心性	
		媒介数	(標準化)		媒介数	(標準化)		媒介数	(標準化)
1	ファンド	7,385	.439	企業	7,376	.438	企業	23,175	.678
2	投資家	3,486	.207	株主	4,398	.261	株主総会	16,261	.476
3	株価	3,342	.199	投資	2,933	.174	株主	16,234	.475
4	株主	2,557	.152	統治	2,834	.168	取締役	9,481	.277
5	企業	2,394	.142	提案	2,735	.162	統治	8,648	.253

（出所）筆者作成

⁷各期間区分の媒介中心性は、「アクティビスト」との共起性が比較的強い（Jaccard係数0.1以上）語群を対象に共起ネットワーク分析にて抽出した。KH Coderは中心性数値の出力ができないのでR言語を介して出力している。

4. アクティビストに対する認識変化の要因分析

4-1. 先行研究の整理

企業コミュニティにおいてアクティビストがどのような存在であるかを中心的テーマとしている先行研究は多くはないが、実際の当事者（アクティビストや日本企業等）へのインタビュー調査を行っている研究はいくつか存在する。複数のアクティビストや機関投資家、日本企業経営者へのインタビューを行った Buchanan, Chai, & Deakin (2014) によれば、米国では株主価値の追求は、投資家と企業の取締役会双方に受け入れられているが、日本企業の経営者はそうではなく、企業を長期的に維持向上させる責任は認識しつつも、自らを株主の代理人として行動すべきとは認識していないこと、また、この経営者の視点を国内の機関投資家も共有しているとした。また、Buchanan et al. (2014) は、日本企業のガバナンス環境について、日本企業は内部昇進であり経営構造が内部関係者の連合体であるという点、社外取締役が特定領域の助言者にとどまっているという点、日本企業の株主の多くが投資先企業との取引関係の維持を主な目的とし、財務的リターンは二次的検討事項と捉えているという点の3点から、日本企業のガバナンスの重要な特徴として「内的志向性」(internal orientation) を挙げた (Buchanan et al., 2014)。この「内的志向性」という日本企業の特徴は、「日本的経営」に関する多くの先行研究と類似している。たとえば、伊丹 (1987) は、「人本主義」を掲げ、日本企業は従業員重視の経営システムであると位置づけた。また、加護野 (2014) は、日本の統治制度は短期的な関係しか持たない株主の影響力が支配的にならないようにする制度であり、長期的な連帯関係を持っているかどうかが主権者としての正当性の源泉であるとしている。

研究者の客観的な分析のみならず、企業側の主観的意識にも類似した認識が形成されていた。蟻川・菊田・有馬・小田・岸野・茨木 (2006) は上場企業に対するアンケート調査を行い、その調査データに主成分分析を行った結果、説明力の高い上位7つの主成分の多くが、いわゆる日本的経営（メインバンク重視、借入による調達重視、高い正社員比率、年功型賃金、従業員重視等）に関わるような項目と関連が深いことを明らかにした。これら先行研究も踏まえて考えると、「内的志向性」という特徴を持つ日本企業は、株主主権に基づいて行動するアクティビストとは「経営のあり方」という根本的な価値観レベルで認識を異にしていたということがわかる。

また、過去の「総会屋に支配された株主総会」(井上, 2021) の時代の影響により、日本企業は、自社と長期的関係を築いていない外部株主（「アウトサイダー株主」）からの経営関与への警戒心をそもそも強く有していたという点も考慮する必要がある。先行研究においても、株主が経営に関与すること、もしくは株式を取得し経営に圧力をかけるという手法について、日本では、社会的に好ましくはない行動（「総会屋」的）とみなされていた（田村, 2014）点や、アクティビストと日本の伝統的な仕手筋の活動との区別がつかなかった（江頭, 2016）点が指摘されている。これらアウトサイダー株主からの経営関与自体が一般的な経済人が行う適切な経済活動とはみなされていなかったという点もアクティビストに対する当時の認識の根底にあったものと考えられる。そもそも日本は米国に比べて株主総会が絶対的な権限を持ち、株主総会決議が取締役会の決定に優先する株主優位モデルであり、株主総会における株主権が強い（藤田, 2017）。法的にはアクティビストのような株主が経営に関与することを許容する制度設計となっている。藤田 (2017) は、このような制度ゆえに、日本では総会屋、株式持ち合い、株主総会集中日等の独特の慣行が出来上がったと指摘した。また、伊丹 (2000) は日本の企業のコーポレート・ガバナンスは、建前上（法律上）は株主主権をとってきたが、実際には本音のところ従業員主権を実現するような工夫や慣行を作り出してきたため、本音と建前間で矛盾が生じてくるとしている。

実際の東京証券取引所の上場企業の株主構成を見ると、1968年から1999年にかけて、対象企業と長期的関係を有するインサイダー株主（都銀・地銀等、生損保、その他金融機関、事業法人の保有比率合計）の

比率が、経済的投資を主な目的とするアウトサイダー株主（外国人、個人、投資信託、年金信託の保有比率合計）の比率を一貫して上回っており、インサイダー株主が長らく過半数を占めていた（宮島・新田, 2011）。外国人株主の増加により 2000 年からアウトサイダー株主の比率がインサイダー株主よりも高くなったが、その局面でも株主総会で反対票を投じる株主は少なかった⁸。また、Buchanan, Chai, & Deakin（2020）は、日本で活動するアクティビストが、日本の一般的な慣習を無視し、自らの株主主権的な議論のみに頼っていたことが結果的に彼らに障害をもたらしたと指摘しているが、一部のアクティビストの高圧的なアプローチや言動⁹が企業コミュニティのなかに感情的嫌悪感・抵抗感を形成した可能性はある。

これら先行研究を踏まえると、当時の日本企業のガバナンスが「内的志向性」を有していたこと、そして、歴史的にアウトサイダー株主からの経営関与が適切な経済活動と捉えられていなかったことから、企業コミュニティの社会システムが「アウトサイダー株主が経営の意思決定に関与すること」自体を否定的に捉える価値観を有していたといえる。当時のアクティビストの行動原理が企業コミュニティの社会システムとは合致せず、加えて、かかる社会システムを遵守しない活動をアクティビストが重ねて行ったため、企業コミュニティ全体にアクティビストに対する拒否感が形成され、アクティビストは正統性を全く有していない状態であったといえよう。

4.2. アクティビストに対する認識変化の背景

企業コミュニティにおけるアクティビストに対する認識が変化する分水嶺になったのは、2013 年より本格化した第 2 次安倍政権が推進した一連のガバナンス改革（「一連のガバナンス改革」）と捉えることができる。この改革によりアクティビスト側の手法が変化したこと、そして、アウトサイダー株主からの経営関与が制度化されたことで企業コミュニティの社会システムが変わり、結果として、アクティビストに対する認識が変化した。ここでは、まず一連のガバナンス改革の概要を整理したうえで、アクティビストの行動変化、そして、企業コミュニティの社会システム自体の変化について考察を行う。

4-2-1. 日本におけるコーポレート・ガバナンス改革

日本におけるコーポレート・ガバナンス改革の取り組みは、もともと企業の不祥事再発を防止する目的で実行されてきた。しかし、第 2 次安倍政権発足後においては、その目的がアベノミクスの成長戦略の一環として持続的な成長と中長期的な企業価値向上に置かれるようになった。そもそもガバナンスの機能には「ブレーキ」と「アクセル」があり、日本では、従来、企業不祥事の防止やコンプライアンスといった「ブレーキ」の役割に注目が集まりがちであったが、アベノミクスにおける一連のガバナンス改革は、「攻めのガバナンス」として「アクセル」機能を推進した。この一連のガバナンス改革の根底には、日本企業において従業員の利害がいまだ強すぎるという認識に基づき、当時のシステムがリスク回避的な経営、経営の保守主義をもたらしているという問題意識があり（宮島・齋藤, 2019）、ゆえに、経営の規律性を高め、日本企業の企業価値向上に向けた投資活動を積極化させるという政策的意図が込められていた。

アベノミクスの成長戦略として、2013 年 6 月に「日本再興戦略」が公表されたが、このアクションプランの緊急構造改革プログラム（産業の新陳代謝の促進）における「事業再編・事業組換の促進」の項目に「コーポレート・ガバナンスの強化」が具体的に掲げられている。2014 年よりその内容が具体化され、

⁸ 2000 年度の株主総会白書（商事法務 No.1579）によると、「全部または一部の議案に対して「否」の指示のある議決権行使書面又は委任状の返送率」は「1%以下」が 88.7%を占め、反対票を投じる割合は非常に低位であった。

⁹ 2007 年 6 月に行われたスティールパートナーズ代表の記者会見における「日本企業を啓蒙したい」（日経金融新聞、2007 年 6 月 13 日記事）という発言等はそのわかりやすい例である。

2014年6月の『日本再興戦略』改訂2014でコーポレートガバナンス・コードの策定が具体的に提案され、2014年2月の「日本版スチュワードシップ・コード」の公表、2014年8月の「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—」プロジェクトの最終報告書（「伊藤レポート」）の公表、2015年3月の「コーポレートガバナンス・コード原案」の公表、同年6月の東京証券取引所の上場規程へのコーポレートガバナンス・コードの取り込み等を中心とした一連のガバナンス改革が行われた。

このガバナンス改革の主要論点の一つが「投資家との建設的な対話」である。それを推進する仕組みとしてスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードという2つのコードが設定され、「伊藤レポート」等が「対話」による価値向上の必要性を理論的に裏付けた。「伊藤レポート」においては「持続的成長の障害となる慣習やレガシーとの決別を」という内容が基本メッセージの核として掲げられており、これまでの日本企業のガバナンスのあり方に修正が必要であるという点が強調されている。

4-2-2. アクティビストの行動変化

Miyachi & Takeda (2021) は、日本におけるアクティビズム活動を第1波と第2波に区分し、第2波は第1波と比較するとアクティビスト自身が中長期的に株主価値を高めるための提案を行う傾向にあったとし、また、第2波ではアクティビストの提案に事業構造の変更が含まれることがあるという点を指摘している。これらの変化について、Miyachi & Takeda (2021) は2つのコードによりアクティビストを優遇する可能性が上がったことを示唆している。日本では長らく「所有と経営の分離」が常態化していたため、株主が経営に直接モノを言うことは、社会的に好ましくない行動とみなされていた（田村, 2014）。この状況を変えたのは、一連のガバナンス改革、特にスチュワードシップ・コードの導入により株主からの経営改善のための各種提案行為が「建設的対話」という名目で制度化されたことが要因として挙げられる。このスチュワードシップ・コードが、株主である機関投資家が経営と直接対話することは単に社会的に許容されるのみならず、積極的に推奨されるべき責務であると位置づけたことになる（田村, 2014）。

スチュワードシップ・コードは「スチュワードシップ責任」を果たすことを中核に設計されている。このスチュワードシップ責任とは、「建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）等を通じて、投資企業の企業価値の向上・持続的成長を促すことで、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」と定義されている。そのうえで、明確な議決権方針の設定、利益相反に対する対処、議決権行使方針と行使結果の公表等の7つの原則を示している。このスチュワードシップ・コードの公表後まもなく年金積立金管理運用独立行政法人（「GPIF」）がその採用を決定した。日本で非常に大きな影響力を有するアセットオーナー（資産保有者としての機関投資家）である GPIF がコードを採用したことにより、GPIF が委託する運用機関へのモニタリング体制が整うことになった。

スチュワードシップ・コードは、機関投資家に企業との建設的対話を奨励し、独自判断による議決権行使、さらにはその行使結果の公表も求めている。これは、従来は、原則として経営者側に賛同する議決権行使を行い、日本企業のサイレントパートナーであった国内機関投資家に対して、積極的な株主行動を行う「もの言う長期株主」（宮島・齋藤, 2019）になることを求めているということが言える。実際に、国内の株主総会において会社提案議案に20%以上の反対行使があった上場会社数は増加傾向にあり（金融庁, 2020）、国内機関投資家の行動は変化しつつあるといえよう。これは、アクティビストからの株主提案についても、それまでは「内容にかかわらず、反対票を投じる傾向が強かったようだった」（鈴木, 2019）機関投資家が、提案内容を吟味し是々非々で判断し、場合によっては賛成票を入れる可能性も出てきたということになる。

一連のガバナンス改革により、アクティビストは自身の提案に国内機関投資家の賛同が得られる可能性

を見込めるようになり、アクティビスト活動が活発化していくこととなった。アクティビストとしては、機関投資家の賛同が得られるかが成功の大きなカギとなるので、機関投資家が賛同しにくい状況（企業経営陣に対する高圧的・強硬的行動による社会的批判の高まり等）を回避し、株主総会を主戦場とする正攻法のアプローチを採用することが合理的となる。一連のガバナンス改革以降のアクティビストのアプローチの違いはこの点が大きいといえよう。江口（2017）は、「アクティビストが成功するための鍵は、どれだけ多くの個数の議決権を自らの陣営の支持に取り込むことができるかである。パッシブ運用の拡大を背景に、大きなパッシブ運用残高をもちパッシブハウスと呼ばれる運用会社がどちらの側を支持するかがアクティビストによるプロキシ・ファイトの帰趨を制する大きな要因となっている」と指摘している。

4-2-3. 日本の企業コミュニティにおける社会システム自体の変化

コーポレートガバナンス・コードは、形式的には法的強制力がない「コード」であり、いわゆるソフトローに分類されるが、東京証券取引所の上場規則に反映されており、実質的には強いエンフォースメントを持った（藤川, 2015）ルールである。コーポレートガバナンス・コードの基本原則には、株主の権利を確保し、その権利行使を適切に行える環境の整備、ならびに株主総会以外の場でも株主との建設的対話の実行が求められている。これは、株主からの様々な提案、そして株主権の行使を受け入れることを上場会社に推奨しており、実質的に株主総会の決議を通じて、アウトサイダー株主からの経営関与を許容するルールが公に整備された。

このコードは、日本企業と株主との関係性にも大きな影響を及ぼした。その影響とは、上場企業は株主・投資家との「建設的対話」を拒否することが形式的には困難になったということである。GPIFが2021年に実施した上場企業向け調査ではアクティビストやエンゲージメントファンドからの対話要請があったら97.9%の企業が「原則、要請があれば対話を行う」又は「要請があれば検討する」と回答し、また、実際に対話要請があった企業のうち94.4%が対話を実施したとしている。これらから、日本企業は、株主・投資家に（表面的であったとしても）常に対話の門戸を開くようになった。このことは、政府が音頭を取って「建設的対話」を是とする認識が制度化されたことで、企業としては「対話」を拒否しても、その株主から拒否されたことを公にされた場合、コードのルールに抵触することになり、社会的な批判にさらされる可能性が高くなったことになる。つまり、「対話」拒否に伴うレピュテーションリスクが非常に高くなったということがいえよう。これら一連のガバナンス改革により、株主の経営関与ならびに建設的対話が企業価値向上のための正しい方策であると位置づけられ制度化されたことで、それまで日本企業が有していた「内的志向性」を望ましいとする社会システムに変更を求められるようになったものと考えられる。これら一連のガバナンス改革は、企業コミュニティにアウトサイダー株主からの経営関与を受け入れる仕組み（コーポレートガバナンス・コード）を導入するとともに、機関投資家側に独立した議決権行使行動（経営関与）を促す仕組み（スチュワードシップ・コード）も導入し、企業と投資家・株主の関係性において「企業価値向上に資する建設的対話」を中心に位置づけることで、「アウトサイダー株主が経営の意思決定に関与すること」に否定的であった当時の社会システムに大きな転換を促す契機となったといえる。

4-3. 日本の企業コミュニティにおける価値観の変化

一連のガバナンス改革により企業と株主・投資家の関係性において「企業価値向上に資する建設的対話」を促す仕組みが構築された。その過程において次の2点の変化があったことを確認することができた。

- ① 国内機関投資家との連帯が可能となり、その連帯に基づき株主の権利を行使するという形でアクティビストのアプローチ手法が変化したこと（「アクティビストの行動変化」）。

② 日本企業の内的志向性の強い経営が望ましい、つまり、アウトサイダー株主からの経営関与を否定する価値観が変化し、これら関与を受容するようになったこと（「企業コミュニティにおける社会システム自体の変化」）。

2000年代までの構図としては、内的志向性の強い「日本的経営」を望ましいとする社会システムを有していた企業コミュニティは、外部からの経営関与を強引に画策するアクティビストを価値観レベルで受け入れることができず、一方でアクティビスト側も、このような社会システムの中で成果を上げるために強引なアプローチをとる必要に迫られていた、と整理することができる。その状況が、2013年以降の一連のガバナンス改革により変化し、アウトサイダー株主との対話の機会が制度化されたことで、日本企業がアウトサイダー株主の経営関与を受容するようになった。アクティビスト側もその対話の機会を享受するとともに、国内機関投資家の変化も相まって強引なアプローチをとる必然性がなくなり株主総会を中心とした企業の経営改善の一役を担う存在になったということが一連のガバナンス改革以降の構図となる。この構図の変化は、テキスト分析によって示唆されたアクティビストの位置づけの変化（「日本企業に対して買収や投資を行うというファンドとしての存在」から「日本企業の経営上の意思決定に関与する株主としての存在」への変化）と整合する。これらを踏まえると、一連のガバナンス改革以降においては企業コミュニティの社会システムにおいてアクティビストの存在が受容され、かつ、一定の正統性を有するようになったということがいえる。

これら変化は一連のガバナンス改革が大きな契機とはなっているが、内的志向性の強い「日本的経営」が日本企業の望ましいガバナンスのあり方であるとする価値観が企業コミュニティの中ですでに薄れていたという状況が、その変化の背景にあった。Bitekine & Haack (2015) は、正統性の構成要素の一つとして社会・集団レベルの「法的・公的な妥当性 (validity)」（「妥当性」）の概念を挙げ、メディア・政府・司法当局等の「妥当性判断機関」(judgement validation institutions) が「妥当性」形成の重要な手がかりを提供するとともにその形成に大きな影響を与えること、また、既存の「妥当性」が弱まると、新たな「妥当性」が形成され得ることを指摘している。

1990年代以降、日本企業全体として成長状態にはなく¹⁰、マスメディアの報道でも「日本的経営」（「日本型経営」含む）という語を用いた全国紙等の記事数はこの30年間で大きく減少している¹¹（図3）。この過程で内的志向性の強い「日本的経営」の妥当性が徐々に弱まり、この「日本的経営」が日本企業の望ましいガバナンスのあり方であるという認識が薄れていった。そのような状況下でアウトサイダー株主からの経営関与を前提とする「企業価値向上に資する建設的対話」が、政府主導の下で新たな妥当性を形成し、日本企業の望ましいガバナンスのあり方として企業コミュニティに認識されていったものと考えられる。つまり、アクティビストの正統性は、企業コミュニティにおける望ましいガバナンスのあり方に関する価値観が変わり（内的志向性の強い「日本的経営」→

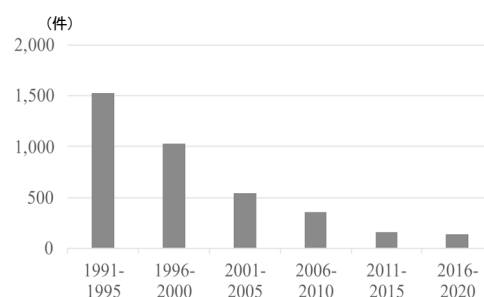


図3 「日本的経営」という言葉が含まれる記事数の推移

(出所) 筆者作成

¹⁰ 財務省総合政策研究所が毎年実施している法人企業統計調査に基づき算出すると、1991年度～1995年度の日本企業（金融・保険業除く）全体の売上高の平均値（約1,461兆円）を100とした場合、2016年度～2020年度の売上高の平均値（約1,476兆円）は101.1となり、この30年の間、日本企業の売上高成長は非常に低位にとどまっていた。

¹¹ 「日本的経営」「日本型経営」をキーワードとして全国紙各紙の記事検索データベースにて検索した結果である。

「企業価値向上に資する建設的対話」、アクティビストの行動がその新たな価値観と合致したことで形成されていったものと捉えることができる。

これまで2013年以降のアクティビストの報道上の論調変化の要因を説明してきたが、2021年の論調変化についてはこの「企業価値向上に資する建設的対話」を遂行する実際の案件（東芝とアクティビストとの一連の出来事¹²）が起こったことがその変化の要因として挙げられる。東芝の案件の過程で、日本の社会システムにおいて「株主としてのアクティビスト」の位置づけがより浸透していったものと考えられる。

5. 企業とアクティビストとの関係性に関する考察

Fairfax (2019) は、米国においても過去、企業統治について株主は合理的に無関心な姿勢であったものが、現在は、株主アクティビズムが企業統治の新しい規範となっていることを示し、米国企業における規範が変化しつつあることを指摘した。日本においても、企業コミュニティの社会システムが変化し、アクティビストの活動自体も変化することによって、アクティビストの活動が企業コミュニティで一定の正統性を有している状況にあるといえる。

このように正統性を有したアクティビストに企業はどのように対峙すればよいのであろうか。そもそも企業とアクティビストはその利害が完全に一致することはなく、アクティビストの要求を企業側が受諾するか否かという状況に陥り、対立関係となりやすい。しかしながら、正統性を有するようになったアクティビストと何から何まで対立してしまうと、「企業価値向上に資する建設的対話」を是とする価値観に反することになり、他の株主からの支持が得られなくなる可能性がある。「建設的対話」をアクティビストと行うことで良質な関係を構築し、アクティビスト関係者を取締役として受け入れ、経営のかじ取りを共に行うようになった事例も存在する¹³ことから、日本企業とアクティビストの間で企業価値向上に資する関係性（「企業価値向上に資する関係性」）を構築することは可能であるといえる。ゆえに、アクティビストに対して常に対立関係となるのは、企業の意思決定として適切ではない。本章では、企業価値向上に資する関係性の成立要件について、広報研究の対話（Dialogue）理論を切り口として考察する。

対話理論は長年にわたり広報研究分野の主要な研究領域である。先行研究において「対話」という単語は、さまざまな定義（「会話」・「情報交換」・「交流」・「議論」等の意味）で使われている。規範的対話理論の研究者は、「対話」が多義的になっていることに警笛を鳴らし、定義を明確化する必要性を主張した。たとえば、Kent & Lane (2021) は、先行研究を踏まえ、規範的な真の対話は「倫理的、誠実的、共感的、包括的、信頼的な高いレベルのコミュニケーション」であると定義した。Lane (2020) は、対話とは、参加者間の理解を深めるための包括的、尊重的、共創的アプローチを特徴とし、参加者が表面的なレベルを超えて互いに敬意をもってオープンに対話したいという願望を持ち、対話が相互に有益で受容可能な結果をもたらすという信念があるときに発生すると指摘している。規範的対話理論においては、広報は、マネジメント機能の一つ（何らかの目的を実現する手段）としてではなく、パブリックとの関係構築のためのプロセスとして捉えられている。その中で規範的対話は、お互いの利害を超えた相互利益を生み出すプロセスとして位置付けられており、Botan (1997) が示唆するように、特定の方法・テクニック・形式という

¹² 東芝株主のアクティビストが招集した臨時株主総会における議案可決、外部ファンドの東芝買収報道に伴うアクティビストの対応、東芝社長 CEO 交代、定時株主総会における東芝取締役会議長の選任否決、東芝経営陣による東芝グループ再編計画の提示等、2021年において東芝とアクティビストに関する記事掲載が相次いだ。

¹³ 例えば、オリンパスは不正会計発覚後、事業の成長回復に努めていたが、2019年に株主の ValueAct Capital から Jim C. Beasley 氏を社外取締役に選任した。その後、Beasley 氏は「理想的なボードメンバー」（オリンパス竹内社長兼 CEO）としてオリンパスの事業成長をサポートしている（ロイター、2021年4月21日記事）。

よりもコミュニケーションにおけるスタンス・方向性・姿勢を示すものとして対話が位置付けられている。

対話の本質的特徴は予測不可能性にあり、最終的な結果や成果が予測できないため、参加者が望む変化が自分たちに有利にならない可能性がある (Theunissen & Wan Noordin, 2012)。ゆえに、対話にはリスクが伴い、非現実的 (Theunissen & Wan Noordin, 2012)、ユートピア的 (Wang & Zhang, 2022) といった実務的観点からの批判も多い。このような批判もある中で規範的対話を明確にすることの意義は、対話のあるべき姿を指し示すという指針の提供にあると捉えることができるのではないだろうか。たとえば、お互いの利害を超えた共通利益を生み出すにあたり、Kent & Lane (2021) の真の対話の定義 (「倫理的、誠實的、共感的、包括的、信頼的な高いレベルのコミュニケーション」) を、企業とアクティビスト間の対話のあるべき姿として位置づけることができる。

企業とアクティビストは利害が完全に一致することはなく、お互いを説得しようとする目的志向的なコミュニケーションを行うと対立関係に陥る可能性が高い。ゆえに、「企業価値向上に資する関係性」にはまさに規範的対話の定義のようなコミュニケーションを行い、お互いの利害を超えた共通利益を生み出すプロセスの実現が必要になる。Ferrao & Beunza (2018) は、この点を実際の事例で明らかにした。

Ferrao & Beunza (2018) は、Habermas(1984)のコミュニケーション的行為理論に基づいて、気候変動課題の解決に注力するアクティビスト株主とフォード/GM それぞれの企業経営陣との 1997 年から 2009 年までのコミュニケーション過程を分析し、企業とアクティビストとの関係性が戦略的行為からコミュニケーション的行為に変化するために必要なことは両者間で最小限の共通認識を構築することにあることを明らかにした。戦略的行為とは、「自己の利益のために相手の行動に影響を与えることを目的とした行為」であり、コミュニケーション的行為とは、「自己の個人的成功に主眼を置かず、共通の状況定義に基づき行動計画の調和を可能とする条件の下で個人的な目標を追求する行為」のことである (Habermas, 1984)。

戦略的行為からコミュニケーション的行為への変化は、フォードがアクティビスト株主との対話を通じて気候変動課題を自社のビジネスリスクとして捉え直し、自動車会社が解決に関与すべき課題であるという共通認識をアクティビスト株主との間で共有したことで生じた (一方で当時の GM は気候変動課題をあくまでも自社とは直接関係のない公共問題として捉えた)。お互いの利害の対立は存在するものの、最小限の共通認識の構築により、アクティビスト株主とフォードとの間でその後の建設的な施策 (新車の排出額 30%超の削減やハイブリッドエンジンの導入等) の検討・実行が可能となった (Ferrao & Beunza, 2018)。

この共通認識とは、自己が真実であると信じ相手も真実であると信じる前提の集合 (Cornelissen & Werner, 2014) と定義される。共通認識は、当事者間の完全な合意を意味するものではなく、双方にとって受け入れ可能な最小限の認識の枠組みであり、当事者間の信頼が深まる対話が確立することで構築される (Ferrao & Beunza, 2018)。この共通認識の考え方は、「企業価値向上に資する関係性」の構築に重要な示唆を与える。たとえば、アクティビストが企業に増配を求める時には、「自社事業に投資をしても株主が求めるリターンが実現されない可能性が高いので、手元にあるキャッシュを株主に分配 (増配) せよ」、という論理が背景にあることが多い。ゆえに、当該企業の本質的課題は自社事業の収益率が低いという点にある。この場合の最小限の共通認識は、「自社事業の収益率が低い。その改善のために経営施策を講じる必要がある」という認識となる。これを企業とアクティビストとの間の共通認識として構築できるかが分岐点となる。

共通認識が構築されれば、収益率改善のアクションや株主還元に対する建設的施策の合理的検討が可能となるが、逆に、企業経営陣が自社事業の収益率が低いことを課題として認識していない (または具体的な改善アクションを起こす意図・能力がない) 場合、またはアクティビストが増配のみを求める場合には、企業とアクティビストの間に共通認識が構築されることはない。そうすると、アクティビスト・キャンペ

ーンが行われ、株主総会においてどちらの言い分が適切かの判断を、株主全員に仰ぐことになる。

本章の議論から、規範的対話ならびに共通認識の概念は、企業価値向上に資する関係性の成立要件として捉えることができよう。コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードにおいて「対話」の具体的定義は記載されていない。企業とアクティビストの関係性は、どうしても対立構造で捉えられることが多く、現状では両者の対話や関係性に関する議論が十分に行われている状態にはない。しかし、その議論に当たっては、規範的対話や共通認識の概念は多くの示唆を与えるものと考えられる。

6. おわりに

本稿では、アクティビストの行動変化ならびに企業コミュニティにおける社会システムの変化によりアクティビストは社会的に正統な存在になっていることを示し、それを踏まえた日本企業とアクティビストの関係性のあり方を対話理論を切り口として考察した。そもそも内的志向性の強い「日本的経営」が主要な価値観であった時代には企業とアクティビストの間で規範的対話や共通認識を実現することは相当困難であったものと思われる。企業価値向上に資する建設的対話という価値観が形成されることによって、その実現可能性が高まっているのではないだろうか。

一口にアクティビストといっても個別にはさまざまな目的や手法を有している。すべてのアクティビストに規範的対話を行おうとすることは現実的ではない。規範的対話の実現、共通認識の構築といった企業価値向上に資する関係性の成立要件が満たされない場合には、企業防衛を目的としたコミュニケーション（自社の正統性主張ならびに相手方主張への批判）を行うことが合理的判断となる。これは裏を返せば、規範的対話ならびに共通認識の構築が可能かという点でアクティビストを選別することになる。

アクティビストにどのように対峙するとしても、基本的に重要なことは、その対峙機会を通じて、企業の経営・ガバナンスをさらに進化する方向にドライブさせていこうとする経営陣の主体的な意思を示していくことになるであろう。

参考文献

- Ahn, A. M., & Wiersema, M. F. (2021). Activist Hedge Funds: Beware the New Titans. *Academy of Management Perspectives*, 35(1), 96-122.
- 曾澤 綾子 (2020). 正統性の追求が諸刃の刃になるとき — 経営学論講 Ashforth and Gibbs (1990) — 赤門マネジメント・レビュー, 19(6), 193-204.
- 蟻川 靖浩・菊田 逸平・有馬 基之・小田 晋一郎・岸野 崇・茨木 秀行 (2006). アンケート調査からみた日本の経営の特徴 内閣府政策統括官室（経済担当分析担当） 経済財政分析ディスカッション・ペーパー DP/06-3
- Biteltine, A., & Haack, P. (2015). The Macro and the micro of legitimacy: toward a multilevel theory of the legitimacy process. *Academy of Management Review*, 40(1), 49-75.
- Botan, C. (1997). Ethics in Strategic Communication Campaigns: The Case for a New Approach to Public Relations. *The Journal of Business Communication*, 34(2), 188-202.
- Buchanan, J., Chai, D., & Deakin, S. (2014). Agency Theory in Practice: a Qualitative Study of Hedge Fund Activism in Japan. *Corporate Governance: an International Review*, 22(4), 296-311.
- Buchanan, J., Chai, D., & Deakin, S. (2020). Unexpected corporate outcomes from hedge fund activism in Japan. *Socio-economic Review*, 18(1), 31-52.
- Cornelissen, J. P., & Werner, M. D. (2014). Putting framing in perspective: A review of framing and frame analysis across the management and organizational literature. *The Academy of Management Annals*, 8(1), 181-235.
- Deephouse, D. L., Budny, J., Tost, L. P., & Suchman, M. C. (2017). Organizational legitimacy: Six key questions. *The SAGE Handbook of*

- Organizational Institutionalism*, 27-52.
- Deephouse, D. L., & Carter, S. M. (2005). An Examination of Differences Between Organizational Legitimacy and Organizational Reputation. *Journal of Management Studies*, 42 (2), 329-360.
- 江頭 憲治郎 (2016). コーポレート・ガバナンスの目的と手法 早稲田法学, 92(1), 95-117.
- 江口 高顯 (2017). 多様な投資家、多様なガバナンス効果 月刊資本市場, 381, 44-52.
- Fairfax, L. M. (2019). From apathy to activism: The emergence, impact, and future of shareholder activism as the new corporate governance norm. *Boston University Law Review*, 99(3), 1301-1345.
- Ferraro, F., & Beunza, D. (2018). Creating Common Ground: A Communicative Action Model of Dialogue in Shareholder Engagement. *Organization Science (Providence, R.I.)*, 29(6), 1187-1207.
- 藤川 信夫 (2015). Senior Manager's Regime と Certification Regime : 英国金融規制にみる国際私法的規律ならびに新たなガバナンス 立命館法學, 5-6, 684-714.
- 藤田 勉 (2017). 形式重視のガバナンス改革は失敗する 資本市場, 381, 56-63.
- Golan, G., & Wanta, W. (2001). Second-Level Agenda Setting in the New Hampshire Primary: A Comparison of Coverage in Three Newspapers and Public Perceptions of Candidates. *Journalism & Mass Communication Quarterly*, 78(2), 247-259.
- Habermas, J. (1984). *The Theory of Communicative Action -Reason and the Rationalization of Society (Vol 1)*. Boston, Beacon Press
- 井上 卓 (2021). コーポレート・ガバナンスの観点から見た株主総会の在り方について : 日本の株主総会の歴史と実態を踏まえて 組織科学, 55(2), 48-60.
- アイ・アールジャパンホールディングス (2022). 決算説明会資料 2023 年 3 月期第 1 四半期 <https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS02854/aedd58c9/48c4/4a7b/884d/2eb471b223d9/20220729151527947s.pdf> (2023 年 1 月 31 日アクセス)
- 伊丹 敬之 (1987). 人本主義企業 筑摩書房
- 伊丹 敬之 (2000). 日本型コーポレートガバナンス—従業員主権企業の論理と改革— 日本経済新聞社
- 加護野 忠男 (2014). 経営はだれのものか—協働する株主による企業統治再生— 日本経済新聞出版社
- Kent, M. L., & Lane, A. (2021). Two-way communication, symmetry, negative spaces, and dialogue. *Public Relations Review*, 47(2), 102014.
- 金融庁 (2020). 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」第 22 回事務局資料 <https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20201208/03.pdf> (2023 年 1 月 31 日アクセス)
- 経済産業省 (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 https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/pdf/ito_report.pdf (2023 年 1 月 31 日アクセス)
- 経済産業省 (2017). 伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会報告書 https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/itoreport2.0.pdf (2023 年 1 月 31 日アクセス)
- Lamin, A., & Zaheer, S. (2012). Wall Street vs. Main Street: Firm Strategies for Defending Legitimacy and Their Impact on Different Stakeholders. *Organizational Science*, 23(1), 47-66.
- Lane, A. B. (2020). The Dialogic Ladder: Toward a Framework of Dialogue. *Public Relations Review*, 46(1), 101870.
- McCombs, M., Llamas, J. P., Lopez-Escobar, E., & Rey, F. (1997). Candidate Images in Spanish Elections: Second-Level Agenda-Setting Effects. *Journalism & Mass Communication Quarterly*, 74(4), 703-717.
- Miyachi, H., & Takeda, F. (2021). Hedge Fund Activism in Japan under the Stewardship and Corporate Governance Codes. *International Advances in Economic Research*, 27(2), 119-130.
- 宮島 英昭・齋藤 卓爾 (2019). アベノミクス下の企業統治改革 : 二つのコードは何をもたらしたのか RIETI Policy Discussion Paper Series, 19-P-026
- 宮島 英昭・新田 敬祐 (2011). 株式所有構造の多様化とその帰結 : 株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割

RIETI Discussion Paper Series, 11-J-011

- 内閣府 (2013). 日本再興戦略 ―Japan is BACK― https://www.kantei.go.jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf (2023年1月31日アクセス)
- 内閣府 (2014). 「日本再興戦略」改訂 2014 ―未来への挑戦― <https://www.kantei.go.jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbunJP.pdf> (2023年1月31日アクセス)
- 年金積立金管理運用独立行政法人 (2021). 第6回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業 向けアンケート集計結果 https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship_questionnaire_06.pdf (2023年1月31日アクセス)
- 商事法務研究会 (2000). 株主総会白書 (2000年版) ―総会運営のソフト化は経営に何をもちたらすのか― 旬刊商事法務, 1579, 3-125.
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, 20(3), 571-610.
- Suddaby, R., Bitelkine, A., & Haack, P. (2017). Legitimacy. *Academy of Management Annals*, 11(1), 451-478.
- 鈴木 努 (2006). 二〇〇五年衆議院選挙における三大紙の社説比較 ―概念ネットワーク分析の適用― マス・コミュニケーション研究, 69, 2-21.
- 鈴木 裕 (2019). 機関投資家と上場企業の間を変えた「平成」時代 大和総研調査季報, 34, 20-33.
- 田村 俊夫 (2014). スチュワードシップは成長を促進するか―エージェンシー・キャピタリズムの新展開― 資本主義リサーチ, 32, 140-185.
- Tedesco, J. C. (2001). Issue and strategy agenda-setting in the 2000 presidential primaries. *The American Behavioral Scientist (Beverly Hills)*, 44(12), 2048-2067.
- Theunissen, P., & Wan Noord, W. (2012). Revisiting the concept “dialogue” in public relations. *Public Relations Review*, 38(1), 5-13.
- 山口 富子 (2007). 科学技術社会論と社会問題社会学 国際基督教大学社会科学研究所モノグラフシリーズ, 12, 2-27.
- 上野山 勝也・松尾 豊 (2013). Web を用いた企業認知状況の把握と企業 PR への応用 情報処理学会論文誌, 54(11), 2392-2401.
- Wang, X., & Zhang, M. M. (2022). Sharing the same bed with different dreams: Topic modeling the research-practice gap in public relations 2011-2020. *Journal of Marketing Communications, ahead-of-print*, 1-25.
- 財務省総合研究所 法人企業統計調査 <https://www.mof.go.jp/pni/reference/ssc/index.htm>. (2023年1月31日アクセス)
- Zavvalova, A., Pfarrer, M. D., Reger, R. K., & Shapiro, D. L. (2012). Managing the Message: The Effects of Firm Actions and Industry Spillovers on Media Coverage Following Wrongdoing. *Academy of Management Journal*, 55(5), 1079-1101.

【論文履歴】 初稿受理日：2022年10月15日 掲載確定日：2023年2月9日

【著者連絡先】 古橋正成：macoudufuru@gmail.com

A Study on the Legitimacy Formation Process of Activist Shareholders in Japan through Text Analysis of Articles in National Newspapers

Masanari FURUHASHI
(Keio University Graduate School)

Abstract

This study examines the legitimacy formation process of activist shareholders in the Japanese business community. Text analysis of articles in national newspapers showed that the perceptions of activists has changed, and that the corporate governance reforms implemented during the second Abe administration after 2013 were a factor in this change. Activist shareholders have gained legitimacy in Japanese business community due to changes in activist behavior and changes in the social system of Japanese business community (legitimization of management involvement by outsider shareholders). Finally, this study provides some important points in the ideal relationship between activist shareholders and companies.

Key words: Activist shareholders, Japanese management, Legitimacy theory, Text analysis, Dialogue theory