5

平成30年度　証券ゼミナール大会

第5テーマ「機関投資家の投資行動と証券市場」

10

札幌学院大学　玉山ゼミ
寺岡・木下・平松・室班

目次

○はじめに○ 3

第一章　モノ言う株主 4

1.モノ言う株主の変遷 4

2.モノ言う株主のヒナ 5

第二章　あるべき姿 9

1.企業と機関投資家のあるべき姿 9

第三章　中長期的な企業価値の向上 11

1.企業価値の向上 11

2.「中長期的な」 14

3.中長期的な企業価値の向上 16

第四章　モノ言う株主の増加 17

1.必要なモノ言う株主 17

おわりに　機関投資家と証券市場 20

参考文献 21

○はじめに○

「証券市場の活性化とは、モノ言う株主が増加し、それらの活動によって中長期的な企業価値の向上がされること」

これは平成３０年度証券ゼミナール大会用主旨文に記載された本テーマでの証券市場の活性化についての解釈である。私たちはこれに基づき、モノ言う株主とは何か？　中長期的な企業価値とは何か？　さらにモノ言う株主が関わることでできる企業価値の向上とは何かを考えた。私たちは、モノ言う株主とは「完全に対等に企業と建設的な対話を行うことができる状態の機関投資家」であり、現在完璧なモノ言う株主はまだ存在しないと考える。そして、中長期的な企業価値の向上とは、長期的に見て継続した株価の上昇が起こる状態のことであると考えた。

論文作成の過程において、ＴＯＰＩＸコア３０のＲＯＥ分析やその中でも業種別でＲＯＥの高かった銘柄の株価の推移について検証した。さらに、私たちが抽出した業種別にＲＯＥが高い銘柄８社はどれもＴＯＰＩＸに勝るパフォーマンスを記録しており、ＲＯＥの高い銘柄は証券市場を活性化させることを教えてくれた。私たちは証券市場の活性化には企業のＲＯＥ上昇が不可欠であることを主張し、そのためにモノ言う株主（機関投資家）は何ができるのかを検討する。

第一章　モノ言う株主

１.モノ言う株主の変遷

モノ言う株主。そう聞いてどのような印象を受けるだろうか。私たちは、企業の経営に対して文句を言う株主であり、企業から煙たがられている存在、経営を混乱させる存在、などどちらかといえばマイナスなイメージを持った。このイメージは、約１０年前に猛威を振るい、私たちの記憶に刷り込まれたアメリカの「モノ言う株主」スティール・パートナーズの敵対的買収が関係していると考えられる。

一般に、モノ言う株主とは、アクティビストとも呼ばれる企業の経営に対して積極的に関わる株主のことである。そのやり方は主に、株主総会で独自の議案を提出したり、役員などを指名し経営革新を迫るなど、株主の権利を大いにふるったものである。

２０１８年5月２７日日本経済新聞日曜版「物言う株主の進化」のなかで、モノ言う株主の変遷について次のように述べられていた。２００７年のアメリカ、スティール・パートナーズは、サッポロホールディングスやブルドックソースなど狙った企業の株を大量に購入し、強引な乗っ取りによる恐怖で企業を揺さぶった。このとき乗っ取りのターゲットにされたブルドックソースは、買収防衛策を発動しスティール・パートナーズと裁判で争い、この裁判でスティール・パートナーズは「短期利益追求の濫用的買収者」と烙印を押された。さらに続々とターゲットの日本企業が防衛策を導入し強く反発したため、スティール・パートナーズは撤退せざるを得なくなった。さて、それから１０年と少しが経過した現在、「モノ言う株主」の様相は随分と変化している。そのモデルとして２０１７年の７月からアメリカで繰り広げられていたアメリカのアクティビスト、ネルソン・ペルツ氏と日用品大手のプロクター・アンド・ギャンブル（Ｐ＆Ｇ）の委任状争奪戦がある。後ほど詳しく紹介するが、これはＰ＆Ｇの経営に不満を示したペルツ氏率いるトライアン・ファンド・マネジメントが、まさに「モノ言う株主」の行動である株主提案権の行使によって要求した事例である。しかし、Ｐ＆Ｇ取締役会はこの提案に対して反対し提案を退ける

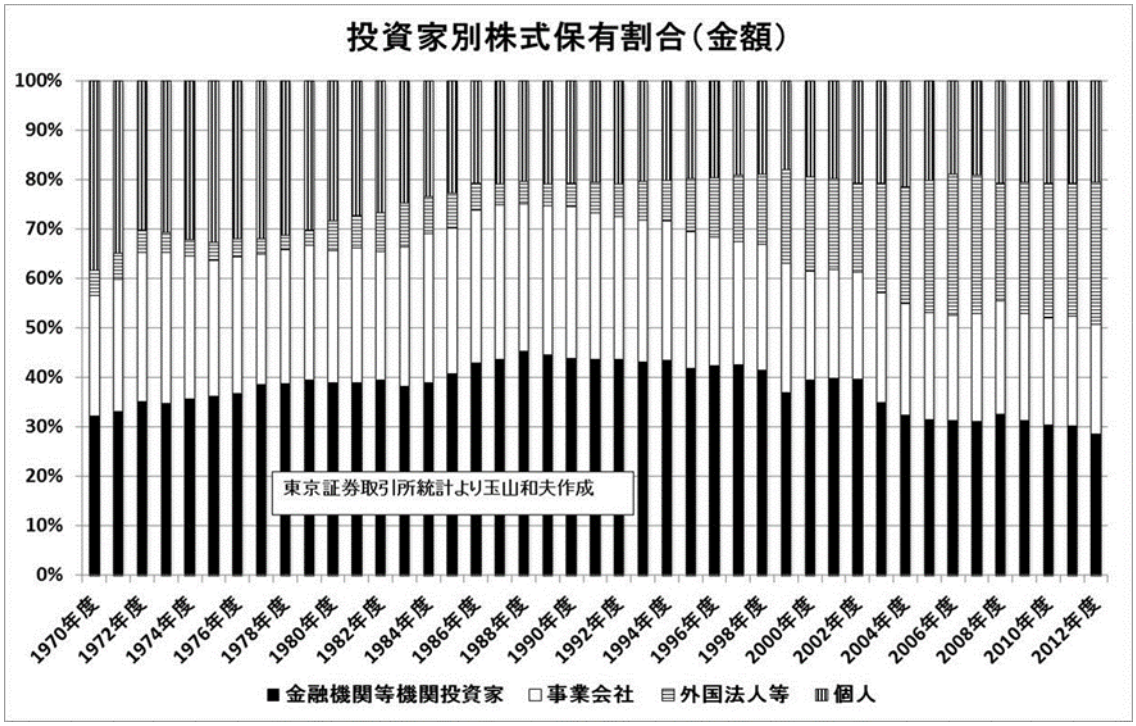
ために、株主総会でほかの株主からの委任状を獲得して提案を否決しようと委任状争奪戦に挑んだ。

このように「モノ言う株主」の行動は、「株式の買収による強引な乗っ取り」から「わかりやすい経営改善要求」へと変化し、洗練されたモノ言う株主になろうとしているのである。しかし、ここまで上げてきた二組のモノ言う株主はどちらもアメリカのモノ言う株主である。日本の機関投資家もこれに習いもっと積極的に企業にかかわろうとする姿勢を持つことが必要である。

２.モノ言う株主のヒナ

モノ言う株主になりえるのはその企業の株主である。そして、その株主は声をあげてほかの株主からの賛同を得ることが必要なので、ある程度影響力を持っていることが重要である。以下の図表１は金額から見た投資家別の日本の株式保有割合をグラフにしたものである。

図表 1



出典：玉山和夫2016

２０１２年時点で日本の株式の約６０％を保有しているのは外国法人等を含めた機関投資家であることがわかる。このことから、個人投資家よりも機関投資家のほうが証券市場に与えられる影響は大きいといえる。そこで私たちは、日本の株主でこれを満たすのは主に機関投資家であると考えた。そしてこれらは今、タマゴではなくヒナの状態であるとも考える。

モノ言う株主のタマゴとは、個人投資家のことである。タマゴとは、まだ全くモノ言えぬ状態を指す。経営改善策を提案して賛同を得られるほどの影響力を持つ個人投資家はほとんどいないであろうと考えるからだ。しかし将来的には個人投資家も企業の成長のためにどんどん発言していくようになることもあるかもしれないのでタマゴとしておくことにした。日本の機関投資家は、機関投資家という組織であるという時点でタマゴよりは強い影響力を持つが、いまだ、モノ言う株主としての存在感を発揮できていない。そのためにヒナの状態であると考える。

個人投資家

日本の機関投資家

タマゴは成長し、最終的にはニワトリになる。このニワトリは「完全に対等に企業と建設的な対話を行うことができる状態のモノ言う株主」である。しかし、現在このような完全なニワトリの状態にある機関投資家はいない。なぜなら、現在のモノ言う株主の主張はいまだに企業側から反発され互いに建設的な対話ができていないからである。しかし、最もニワトリに近いヒナの例として前述したアメリカのトライアン・ファンド・マネジメントを挙げる。そしてトライアンのモノ言う株主としての行動のうち具体的なものとして、２０１７年７月から始まったアメリカのモノ言う株主であるトライアン・ファンド・マネ

ジメントと世界最大手の一般消費財メーカーであるプロクター・アンド・ギャンブル（Ｐ＆Ｇ）の委任状争奪戦を紹介する。

２０１７年7月１８日日本経済新聞日曜版「ウォール街ラウンドアップ　物言う株主の苦境」によれば、事の発端は、Ｐ＆Ｇの発行済み株式総数のうち約１．４％相当を保有するトライアン・ファンド・マネジメントが、１０月頃に開催される予定のＰ＆Ｇの株主総会に向けてトライアンを率いるネルソン・ペルツ氏の取締役選任を提案する計画を米証券取引委員会に届け出たことである。２０１７年7月１８日の日経速報ニュースアーカイブでは、ペルツ氏は、「Ｐ＆Ｇの過去１０年の株価上昇率が低く、競合他社と比べて売上高の伸びが見劣りする」と指摘し「経営改善を支援したい」と主張したと報じられている。また、２０１７年7月２０日の日経産業新聞では、トライアンは、Ｐ＆Ｇが２０１２年に１０年間で総額100億ドル（約１兆1200億円）のリストラ計画を導入したにも関わらず株価に反映できていないことを指摘し、ペルツ氏が役員会に議席を獲得することで投資家利益の向上に向けて主導権を取りたいと表明したと報じている。しかし、Ｐ＆Ｇがこれに対し、「過去２年間で創業以来最も重大なブランド変革を行い、非常に効率性の高い企業に生まれ変わった」、「当社取締役会は常に、利益拡大をけん引し、株主価値を高める新しいアイデアを積極的に検討している。ただトライアンからは何も新しいアイデアや実行可能な計画が示されていないと認識している」と反発したため、Ｐ＆Ｇ株主総会でのトライアン側の株主提案の決議についての委任状争奪戦へと発展した。両者は委任状獲得のために高額な費用を投入し、熾烈なキャンペーン（大規模な宣伝活動）を繰り広げた（２０１７年１０月１１日日本経済新聞夕刊によると、ペルツ氏がキャンペーンに費やした費用はなんと２５００万ドルである）。しかし結果として、株主総会でペルツ氏の役員就任の提案は僅差で否決された。２０１７年１２月１６日日本経済新聞ではその後について次のように報道している。総会後の第三者委員会による再集計で、総会により再任された１１人の取締役のうち最も得票の少なかった取締役の票数をペルツ氏がＰ＆Ｇ発行済み株式総数の約０．００１６％と僅差で上回っていることが分かった。この結果を受け、Ｐ＆Ｇはペルツ氏と議論を重ね、最終的にはペルツ氏の取締役就任を決定した。

ペルツ氏が取締役に就任したのは今年（２０１８年）の３月のことであるため、実際にペルツ氏による影響はまだわからない。今後の株主総会に注目し、ペルツ氏の目的である投資家利益の向上がなされたのか判断していきたいと思う。

さて、このトライアン・ファンド・マネジメントの行動がなぜ最もニワトリに近いのか解説する。

私たちの言うニワトリとは「完全に対等に企業と建設的な対話を行うことができる状態のモノ言う株主」のことである。建設的な対話とは、個人と組織が一体となり、双方の成長に貢献しあうための対話のことだ。この場合の個人とは機関投資家つまりモノ言う株主（この例ではトライアン）であり、組織とは企業（この例ではP&G）のことである。また、双方の成長とは、企業であれば企業価値の成長を、モノ言う株主（機関投資家）では利益の成長を指す。当時の経営陣の経営策は株価に反映されない＝企業価値が向上していないとして、企業価値向上のための経営改善提案をしたトライアンは、Ｐ＆Ｇに対してまさに建設的な対話を求めたのだと私たちは感じた。しかし、この提案をＰ＆Ｇは受け入れず反発した。少なくとも、Ｐ＆Ｇがトライアンを尊重していなかったと考えられる。この点がニワトリに最も近い、と表現する部分である。もし、トライアンがＰ＆Ｇと対等に話会える立場だったなら両者は委任状獲得のために多額の資金を投入する必要もなく、対話によって最善の策を講じることができたはずだ。

第二章　あるべき姿

１.企業と機関投資家のあるべき姿

企業と機関投資家は対等でなければならない。なぜなら、機関投資家には、「投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより顧客・受益者（最終受益者を含む。以下同じ）の中長期的な投資リターンの拡大を図る」責任があるからである。これは機関投資家の行動指針である「日本版スチュワードシップ・コード」で定められた機関投資家のスチュワードシップ責任である。この責任を果たすためには企業との建設的な対話が不可欠であるのだ。しかし、いくら機関投資家が建設的な対話を求めても、Ｐ＆Ｇのように企業がそれに応じなければ対話は行われず、スチュワードシップ責任は果たされない。企業はもっと機関投資家のことを信用し、積極的に意見を聞こうとする姿勢をとる必要がある。ペルツ氏の計画書では、「Ｐ＆Ｇは事業部門の再編や小さくても高成長のブランドへの投資、デジタル戦略の優先が必要だ」などのわかりやすい経営改善要求を主張した。世界で増殖する指数連動型運用のいわゆる「考えないマネー」である公的年金などに考えさせることに成功し、ほかの株主の自発的な行動に向けての流れを作った。このようなわかりやすい経営改善要求は経営陣に対する一般株主の不満を代弁していると考えることができる。実際に、ペルツ氏の計画書での主張にはほかの株主の賛同が集まり、ペルツ氏自らの保有株の割合はわずか１．４％であったにも関わらず、この委任状争奪戦はペルツ氏の勝利となった。トライアンとＰ＆Ｇの委任状争奪戦におけるトライアンの要求は、まさにスチュワードシップ責任を果たすための建設的な対話の一歩だったのである。しかし、モノ言う株主が短期的な利益を過度に求めた要求をすることも否定できないので、その意見に賛同するかどうか一般株主はしっかりと見極めて判断する必要がある。

企業はもっとモノ言う株主の言葉に耳を傾けることで、企業価値向上ために必要なものをどんどん吸収し企業を成長させる。このとき、どんな意見でも取り入れたり、反発し退けるのではなく、一度取り込んで研究し取捨選択を行う

ことが重要である。機関投資家はモノ言う株主として「長期的な」利益を追求し、そのために企業と積極的に関わっていく。有効な手段を提案することができれば企業とモノ言う株主の間には信頼関係が構築され、モノ言う株主がニワトリへと成長することができるはずだ。

5　互いに信頼しあい同じ方向に向かって切磋琢磨することこそが、企業と機関投資家のあるべき姿なのである。

第三章　中長期的な企業価値の向上

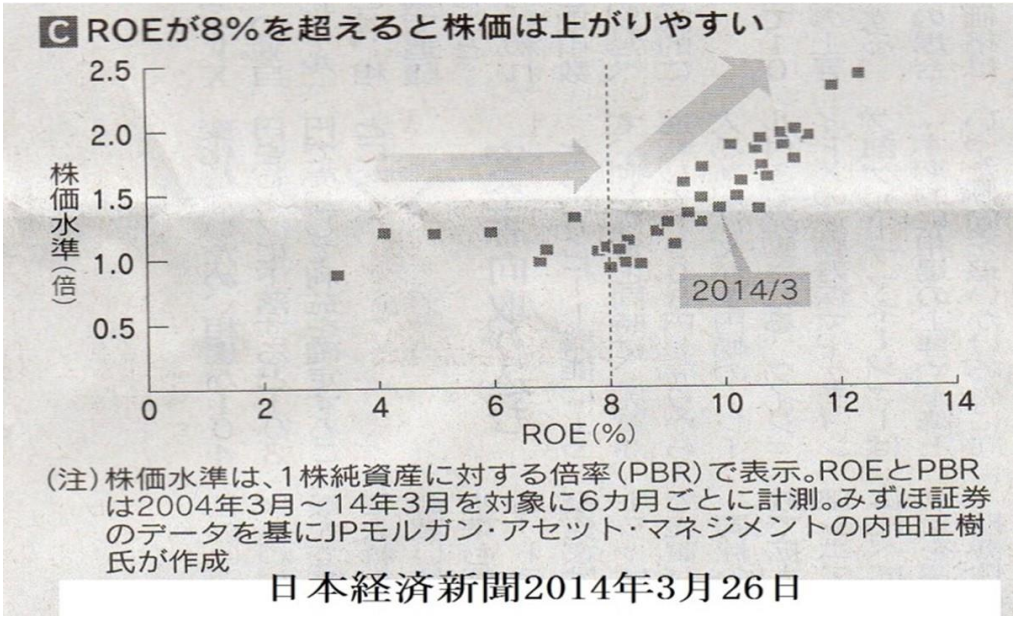
１.企業価値の向上

大会用主旨文では証券市場の活性化について次のように定義している。「証券市場の活性化とは、モノ言う株主が増加し、それらの活動によって中長期的な企業価値の向上がすること」。

これを分解して考えると、証券市場の活性化には、「モノ言う株主が増加すること」と「中長期的な企業価値の向上がすること」が必要であると言える。

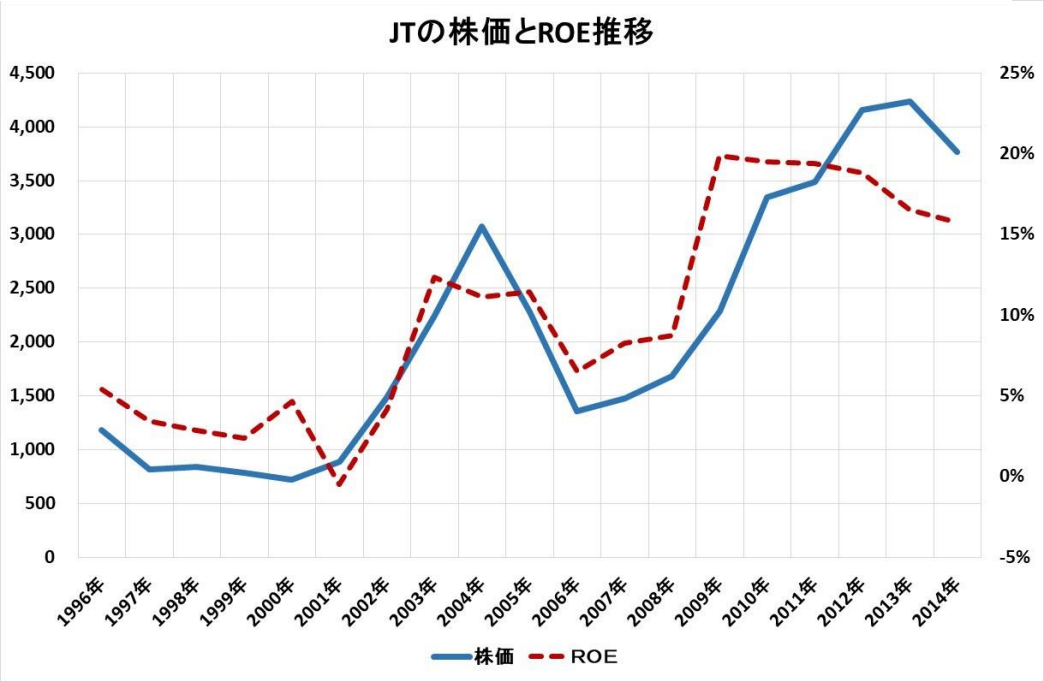
では、中長期的な企業価値の向上とはどういうことだろうか。まず考えることは「企業価値」についてである。私たちは企業価値の評価は株価から行うことができると考えた。企業価値評価が行われるのは主にＭ＆Ａや投資の時であるからだ。つまり、企業価値の向上とは株価の上昇のことになる。では、株価を上昇させるにはどうすればよいのか。図表２は２０１４年３月２６日の日本経済新聞に掲載されたものである。このグラフからはＲＯＥ（株価純資産倍率）が８％を超えている企業の株価水準（ＰＢＲ）は上昇傾向にあることがわかる。つまり、株価を上げるためにはＲＯＥを８％以上にするのが当面の目標といえる。私たちが計算したＴＯＰＩＸコア３０のＲＯＥの平均（２００７～２

図表 2



０１７）は、８．２８％であった。８％を超えているので株価は上昇傾向にあると考えることができる。下記の図表は私たちが計算した中でもっとも動きが連動していたＪＴの株価とＲＯＥの推移のグラフである。

図表 3



筆者作成

これはもっとも極端な例ではあるが、ＲＯＥの後を追うようにして株価が推移していることがわかる。また、後の図表５、６で見るように業種別で相対的に高いＲＯＥの銘柄の対ＴＯＰＩＸ相対株価は長期的に上昇傾向にあり、市場全体に勝っている。しかし、８％という数字は世界的に見れば低いものである。米国では１６％、欧州では１５．４％なのだ。なぜ日本企業のＲＯＥは低いのかを検証するためにＲＯＥを分解して比較してみる。下記の図表４は日本と米国・欧州のＲＯＥをデュポン・フォーミュラによって分解し、比較したものである（中添・上田2014）。デュポン・フォーミュラによってＲＯＥを分解することでＲＯＥに関係する３つの要素のうち何が原因で値が低くなっているのかを知ることができる。

図表 4

デュポン・フォーミュラによるROE分解

	ROE(%)	売上高純利益率(%)	総資産回転率(回)	財務レバレッジ(倍)=1/自己資本比率
日本	6.8	3.3	0.91	2.02
米国	16.0	8.3	0.77	2.29
欧州	15.4	7.2	0.79	2.58

日本はTOPIX500，米国はS&P500、欧州はストック・ヨーロッパ600の平均
2004年から2014年平均　金融不動産除く

中神康議・上田亮子「日本版スチワードシップ・コードを真に実効的にするために」月刊資本市場2014年7月より玉山和夫作成

この図表４から、日本は米国や欧州に比べて財務レバレッジや総資産回転率の面ではほとんど差がない（むしろ総資本回転率では米国・欧州のどちらよりも回転数が高い）にも関わらず、売上高純利益率が著しく低いため欧州・米国と比べてＲＯＥの数値が２分の１以下になっていることがわかる。日本の株価を上げるためには企業の売上高純利益率を上げる必要があるのだ。売上高純利益率（当期純利益÷売上高）を上げるためには２つの方法がある。１つ目は単純に当期純利益を上昇させることである。一番効率的なのは、消費者に「より高いもの」を買ってもらうことだ。しかし、既存の商品の値段を上げることは消費者から嫌われる行為であるため、なかなか企業は実行しづらい。とはいえ、値上げの説明を消費者が納得した場合にはこれは受け入れられた（例えば、ヤマト運輸）。企業の消費者に対する真摯な姿勢が問われている。２つ目は人件費の削減や生産の効率化などのコストの削減を行うことである。しかし、日本人の給料は世界的に見て高いとは言えず、日本の総資産回転率は欧州や米国と比べて高いので効率が悪いというわけでもない。少なくとも、短期的に売上高純利益率を向上させることは難しい。そこで、改めて、ＲＯＥそのものを直接向上させる方法として、自社株買いなどの株主還元を通じた資本のスリム化という手段がある。この方法は企業が主導して行動を起こせばすぐに実行することができるので最も簡単な方法であると考えられる。モノ言う株主の要求とし

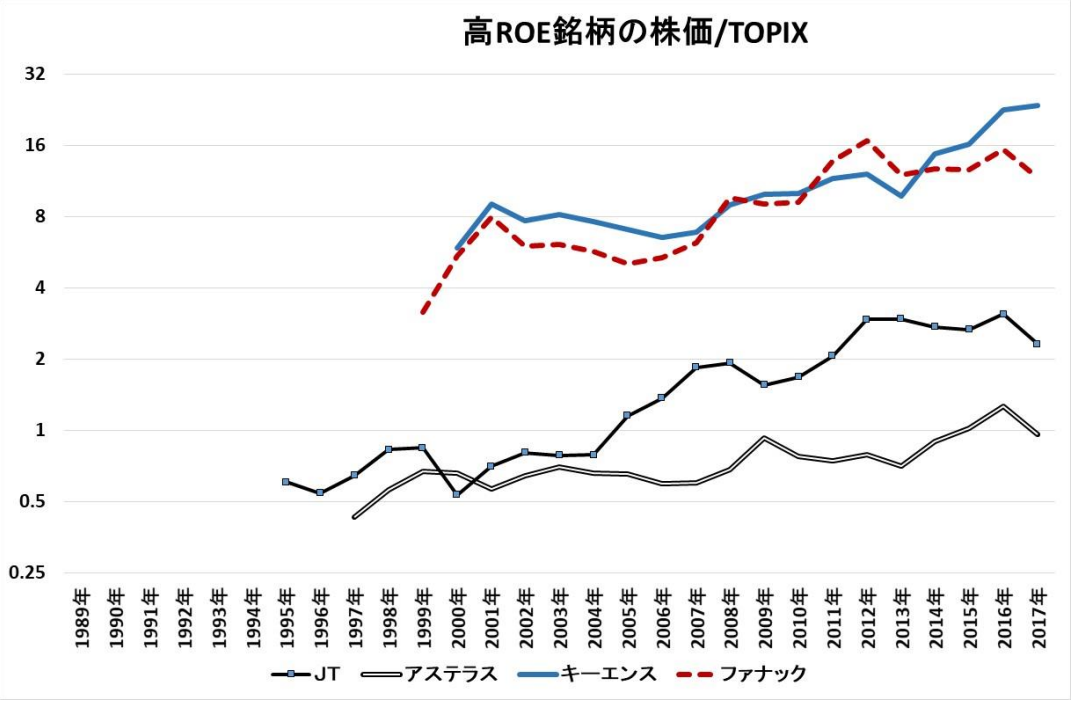
ても資本のスリム化による株主還元の増大を求めるものが多い印象を受ける。しかし、株主の要求のままに資本のスリム化を繰り返し続けてしまえば、企業が成長するための余力がなくなってしまうので加減が必要である。

２．「中長期的な」

次の項では、中長期的な企業価値の向上について考えるうえで重要な「中長期的」とはいったいどれくらいの期間を指しているのか、という疑問を解決する。

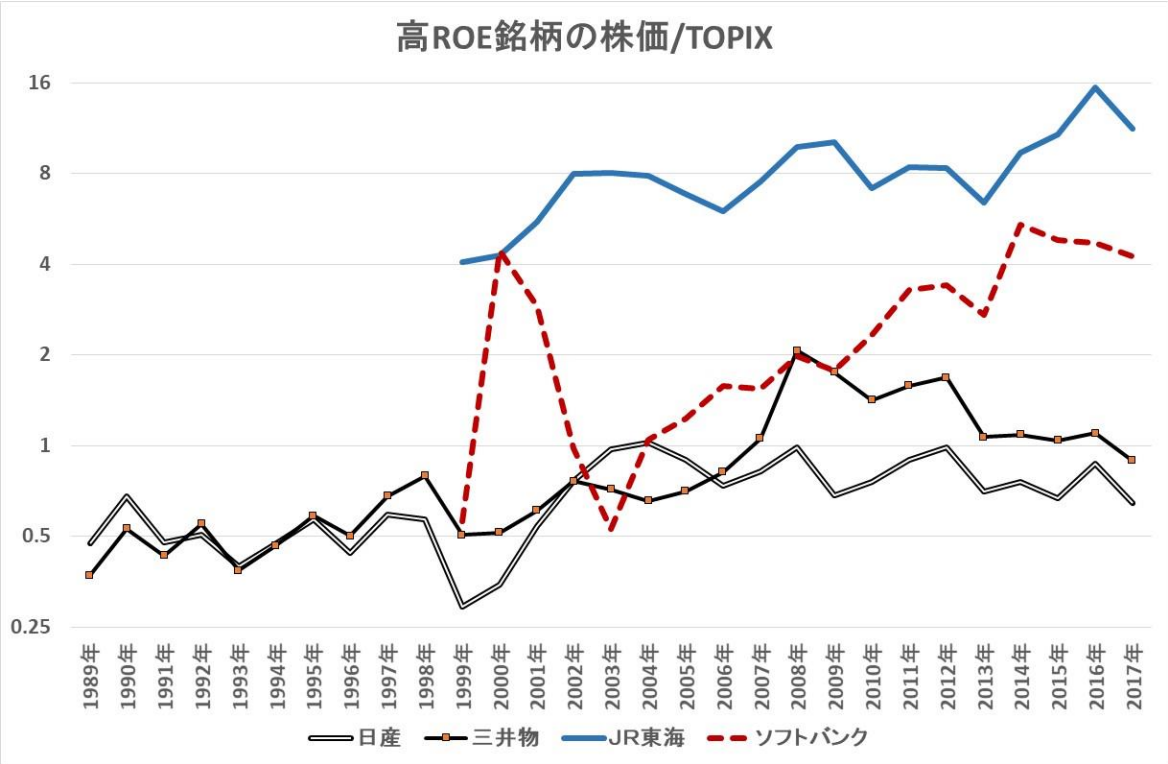
「中長期的」は「中期」と「長期」に分けて考える必要がある。そこで私たちは景気のサイクルに注目した。下記の図表５、６はＴＯＰＩＸコア３０のうち業種（金融を除く）ごとにＲＯＥの高い企業８社の３０年間の対ＴＯＰＩＸ相対株価の推移である。

図表 5



筆者作成

図表 6



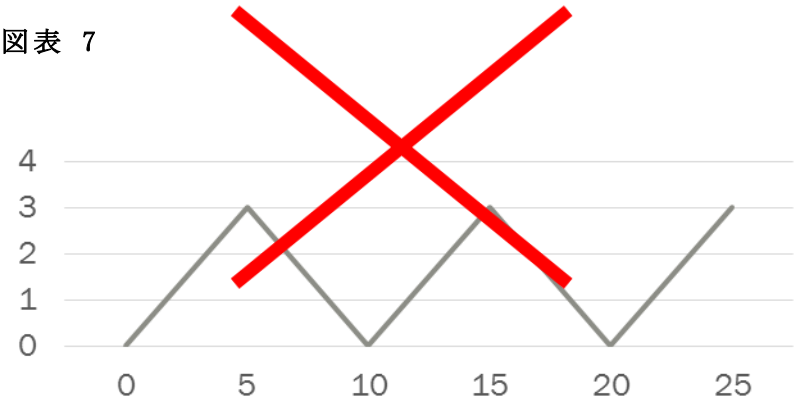
筆者作成

５　８社はそれぞれまったく別の業種に属する企業であるにも関わらず、株価の上下に一定の波があることがわかる。およそ５年の間に株価は上昇し下落する、また５年の間で下落し上昇する。私たちはこの一連の流れを景気のサイクルであると考え、ここに中期と長期を見つけた。「中期」とは株価が上下する１連の景気サイクルの期間であるおよそ５年間のこと示している。また、株価の１０　波は１度では終わらないので、中期を２周以上繰り返す２０年～２５年間を「長期」と定めることとした。

３.中長期的な企業価値の向上

前述のことから、「中長期的な企業価値の向上」とは、「およそ５年間で回る景気サイクルを繰り返しても継続して株価が上昇する状態」と言い換えることができる。しかし、図表７のようにサイクルを繰り返しても平均を見れば横ばいの一線になっているような状態は企業価値の向上をしているとは言えない。

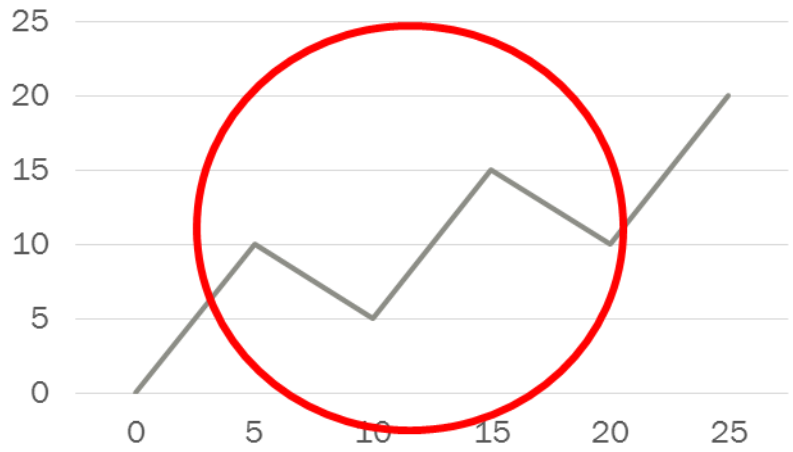
図表 7



筆者作成

図表８のように平均を見て徐々にでも上向きになっている状態こそが企業価値の上昇を表すと私たちは考える。そして、そうした長期的な企業価値の向上は高ＲＯＥ銘柄にみられることを前出図表５、６が示していた。

図表 8



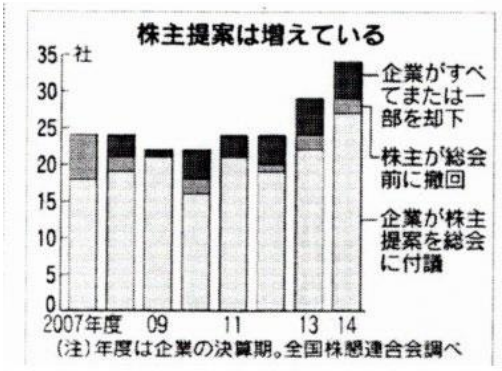
筆者作成

第四章　モノ言う株主の増加

１.必要なモノ言う株主

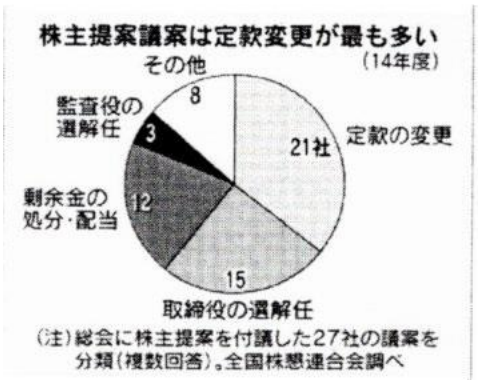
これまで何度も述べてきたが、本テーマの本筋として、証券市場の活性化にはモノ言う株主の増加が不可欠であることを忘れてはいけない。しかし、自称・モノ言う株主が増えたところで、証券市場の活性化にはつながらない。証券市場の活性化につながるモノ言う株主とは、存在感を発揮できる機関投資家のことである。

図表 9



日本経済新聞2016年3月21日

図表 10

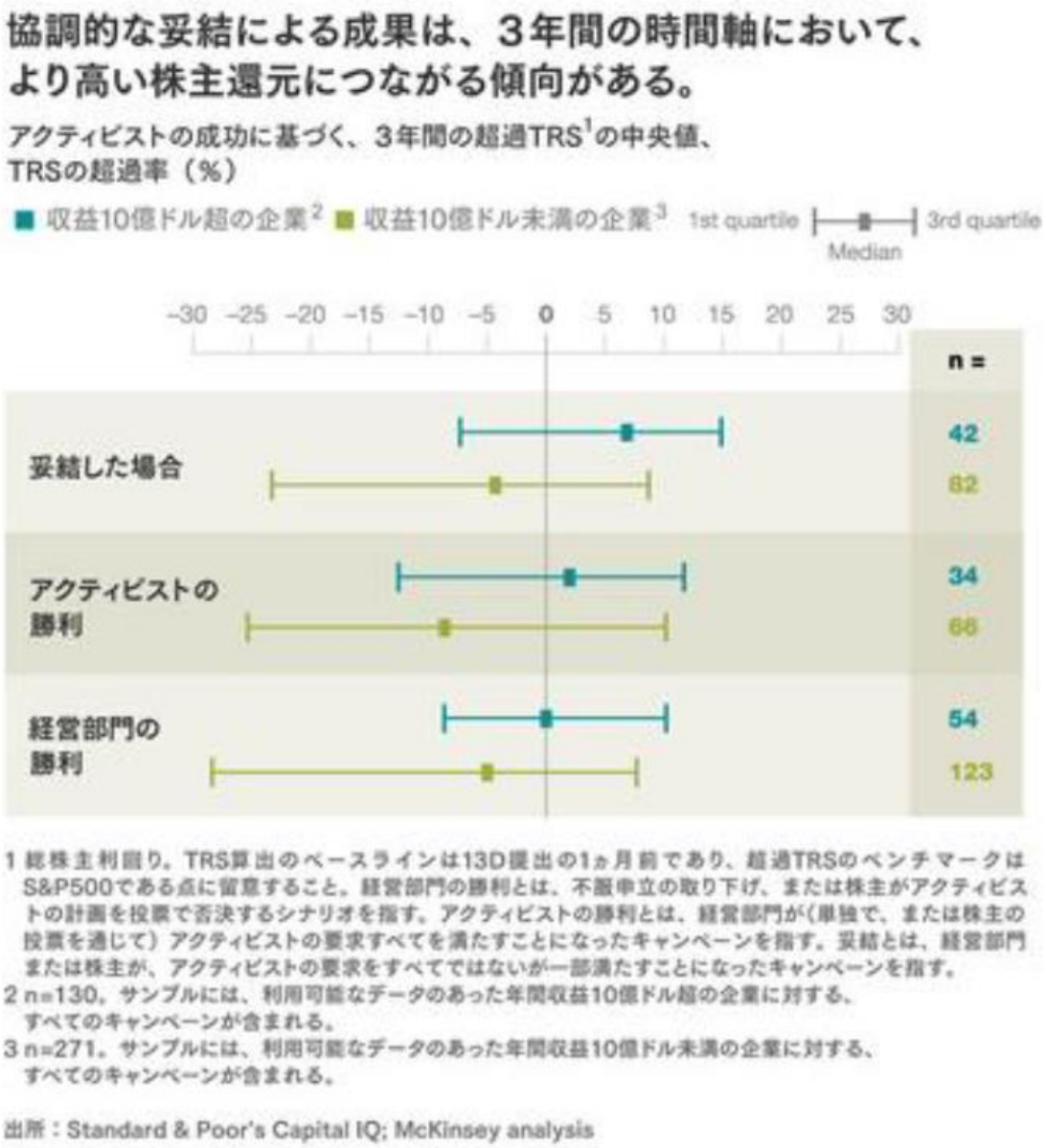


日本経済新聞2016年3月21日

日本の機関投資家にはモノ言う株主としての存在感が薄い。けれど、その数はゼロではない。図表９、１０は２０１６年３月２１日の日本経済新聞に掲載されたものであり、モノ言う株主の意思表示の手段である株主総会での株主提案の件数が増えていることを表したものである。モノ言う株主が増えつつあることがわかる。しかし、この提案のうち可決されたものはおそらく圧倒的に少ないと考えられる。なぜなら、提案したモノ言う株主自身の株式保有数が圧倒的に少ないからである。株主提案権は、発行済み株式総数の１％以上または議決権３００個以上を保有する株主に与えられた権利であり、大量保有の優力株主以外でも株主総会で発言することができるというものだ。有力株主になるほどその企業の株式を保有できる株主は、株主提案などしなくても経営陣と対話をすることができるはずなので、株主提案権を行使しなければ発言できないのは少数株主なのである。そんな少数株主が株主総会で議案を可決させるにはほか

の株主の賛同を得なければならず、多額の費用を費やして提案を広報しなければならない。費用の負担と手間を考えれば、わざわざ株主提案権を行使してまで企業の経営改善に乗り出すより、手持ちの株式を売却してしまったほうが簡単である。このような背景がモノ言う株主が存在感を発揮できない原因に関わっていると考えれる。

図表 11



出典：Harvard business review

「経営者はアクティビストとどう向き合うべきか」

２０１８年６月２２日

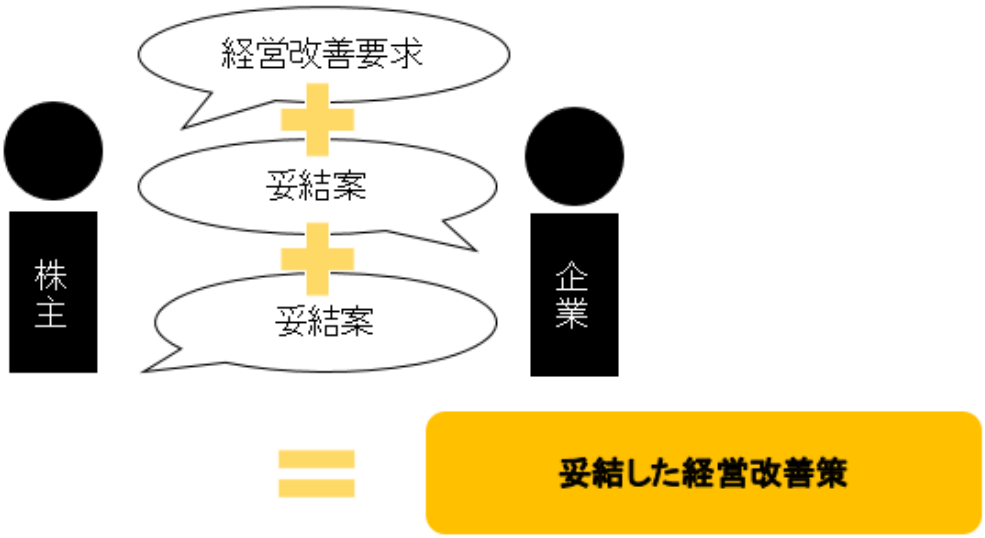
わざわざ多額の費用を費やしても可決されないのであれば株主提案を行おうとする気持ちは消極的にならざるを得ない。しかし、たとえ可決されなくても、賛成票を多数集めることができれば経営陣に対して少数株主の意見を提示することはできる。図表１１は、アクティビスト（モノ言う株主）の成功に基づく３年間の超過ＴＲＳ（総株主利回り）の中央値とＴＲＳの超過率から建設的な対話による成果と株主還元の向上のつながりを表したものである。経営部門の勝利とは、不服申し立ての取り下げ、または株主がモノ言う株主の計画を投票で否決したものを指しており、モノ言う株主の勝利とは、経営部門が単独または株主の投票を通じてモノ言う株主の要求を全て満たすことになった場合を指す。また、妥結とは、経営部門または株主が、モノ言う株主の要求をすべてではないが一部満たすことになった場合を指していて、これはまさに建設的な対話の成果のことであると考えられる。グラフからは、モノ言う株主・経営部門のどちらかが勝利した場合よりも、妥結した場合のほうが株主還元の向上に繋がることがわかる。つまり、モノ言う株主は、株主総会での勝敗ではなく、建設的な対話を通した協調的な妥結を達成することを目標にすべきなのだ。株主提案をきっかけに、経営陣に少数株主の考えを知ってもらい、その合理性・正当性・必要性を理解してもらうことができれば、建設的な対話による協調的な妥結が達成されることになる。

モノ言う株主の目標を、可決から妥結に変えていくことで、株主提案の成功率は上がるはずだ。成功例が積まれることで、後に続く機関投資家は増え、結果としてモノ言う株主は増加することになる。

おわりに　機関投資家と証券市場

大会用主旨文では、モノ言う株主の活動が中長期的な企業価値の向上（証券市場の活性化）につながると述べられている。私たちは、モノ言う株主と企業の建設的な対話の結果、妥結して策定された経営改善策が企業価値を中長期的に向上させていくと考える。

図表 12



筆者作成

ただし、前記図表１０のデータだけでは建設的な対話の成果と企業の収益の向上につながりがあるのか判断することはできない。また、株主還元についても詳細がわからないのでどのようなものを株主還元と定めているかはっきりしない。しかし、株主還元が高い企業の株価は上がると考えることができるので、企業価値の向上と建設的な対話の成果にはつながりがあるといえる。とはいえ、この企業価値の向上が短期的なものである可能性があるところには注意が必要であるので、その株主提案がモノ言う株主の中長期的な利益の追求に基づいたものであるかどうかを見極めていくことが必要である。

参考文献

・日本経済新聞「物言う言う株主　進化」2018年5月27日付日曜版(不明)

・日本経済新聞「Ｐ＆Ｇ大株主　物言う株主支持」2017年9月15日付夕刊（3）

・日本経済新聞社「個人投資家「物言う株主」に」2016年3月21日付朝刊（17）

・日本経済新聞「P&Gと委任状争奪へ」2017年7月20日掲載

・日本経済新聞「P&Gに株主が求めたのは　短期利益より『稼ぐ力』」2017年11月6日掲載

・日本経済新聞「ウォール街ラウンドアップ」2017年7月18日付夕刊,(4).

・日本経済新聞「ウォール街ラウンドアップ」2017年10月10日付夕刊,(4).

・日本経済新聞「ウォール街ラウンドアップ」2017年10月11日付夕刊,(4).

・日本経済新聞「ウォール街ラウンドアップ」2017年10月13日付夕刊,(4).

・日本経済新聞「物言う株主が再び攻勢　日本株取得、9年ぶり高水準」2018年1月20日、電子版＜https://www.nikkei.com/article/DGXMZO25953310Q8A120C1EA2000/＞、閲覧日2018年5月9日.

・日本経済新聞『米P&G、「物言う株主」の取締役主任を発表　再集計で逆転』2017年12月16日、電子版＜https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL16H3J_W7A211C1000000/＞、閲覧日2018年8月1日.

・日本経済新聞「米国の物言う株主、巨大企業相次ぎ標的にP&G、GE…カネ余りで存在感」、2017年7月18日、(日経テレコン　閲覧日：2018年5月30日)

・日本経済新聞『P＆G、「物言う株主」を取締役に正式指名』2017年12月16日、(日経テレコン　閲覧日：2018年5月30日)

・宇土至心（2018）「企業価値の評価方法」（2018年前期コーポレートファイナンス第26回講義配布資料）2018年7月3日

・宇土至心（2018）「企業価値評価の基礎」（2018年前期コーポレートファイナンス第27回講義配布資料」2018年7月11日

・PwC「日本における株主アクティビズム　アクティビストの戦略から学ぶ株主価値向上と防衛策」＜https://www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/archive/assets/pdf/shareholder-activism-in-Japan1607.pdf＞　2018年10月17日

・ダイヤモンド社「経営者はアクティビストとどう向き合ううべきか」
＜http://www.dhbr.net/articles/-/5363＞　2018年10月10日
・Kabutan「TOPIXコア30関連が株式テーマの銘柄一覧」
＜https://kabutan.jp/themes/?theme=TOPIX%E3%82%B3%E3%82%A230＞　2018年6月13日
・玉山和夫(2016)「新・金融経済と証券投資　入門から使える標準理論まで」中西出版
・金融庁　「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～ 平成29年5月29日改訂＜https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf＞
・酒井太郎（2016）「日本の株主提案権制度の現状と諸問題」一橋大学機関リポジトリ
・東京証券取引所　「コーポレートガバナンス・コード　～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」2015年6月1日＜https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/code.pdf＞
・山下友信・宇賀克也・中里実(2018)「六法全書　平成30年版」,有斐閣.