

アクティビスト・ファンドの狙いは何か



金融研究部門 新田 敬祐

nitta@nli-research.co.jp

1——はじめに

2008年5月29日に開催されたアデランスホールディングスの株主総会で、社長を含めた取締役7名の再任案が否決された。現職の取締役9名のうち、再任されたのは社外取締役の2名のみで、それまでの経営方針が株主から完全に否定されたことになる。この否決を主導したのは、米投資ファンドのスティール・パートナーズであった。同ファンドはアデランスホールディングス株を29%保有していたが、これに大株主である他の海外機関投資家等が同調した結果、会社提案が否決となった模様である。

【図表-1】 アクティビスト・ファンドによる影響力行使事例

総会期	ファンド名	国籍	標的企業	概要
2007	スティール	米	アデランス	買収防衛策廃止の株主提案。当防衛策は、株主総会で可決。
			サッポロ	スティールによるTOB提案に対抗し、サッポロが買収防衛策を導入。
			ブルドック	スティールがTOBを提案、防衛合戦に発展。ブルドックが新株予約権による防衛策を発動。
			江崎グリコ	増配の株主提案（06年10円→07年30円）を行うも、株主総会で否決。
	ダルトン	米	フジテック	経営陣と従業員による企業買収（MEBO）を提案。買収防衛策導入に反対の意見表明。
			日本精化	経営陣と従業員による企業買収（MEBO）を提案。
	ブランデス	米	小野薬品工業	大幅増配の株主提案（06年80円→07年700円）を行うも、株主総会で否決。
	ベリー	米	NECエレクトロニクス	親子上場を問題視。標的企業の親会社NECに対して、持株比率（70%→50%未満）を下げるよう要求。

その後（8月9日）、新たな取締役を選任するための臨時株主総会で、スティール・パートナーズは2名の取締役を経営陣に送り込むことに成功した。同ファンドは、それまで同社に対して、株主としての発言（Voice）という間接的な影響力を行使してきたが、これからは経営執行に直接関わっていくことになる。日本市場でアクティビスト・ファンドの発言が顕著になってきたのは2005年頃からであるが、ついにファンドが企業経営に直接関与する事例が出現するに至ったのである。

このように、日本企業に対するアクティビスト・ファンドの影響力は、飛躍的に増大しつつある。企業経営に対して「物言う株主」は、年金基金や運用会社等を中心に従来から存在していたが、アクティビスト・ファンドは、単独で多くの株式を保有する大株主、すなわち強力な利害関係者として、現経営陣と鋭く対立する可能性を持つ点で、従来の「物言う株主」とは大きく異なる。彼らの要求は、大幅増配や経営者の交代、経営陣等による自社買収（MBO）等、従来の経営路線からみれば大胆なものが多く（図表-1）、現経営陣がこれを拒否すると、大株主としての影響力を様々な形で行使し、最終的に、経営支配権を獲得するための公開買付け（TOB）や、株主総会における委任状争奪戦に発展することも珍しくない。

総会期	ファンド名	国籍	標的企業	概要
2007	セーフ・ハーバー	米	シンニタン	増配の株主提案（06年10円→07年70円）を行うも、株主総会で否決。
	ハービンジャー	米	ドトールコーヒー	ドトールコーヒーと日本レストランシステムの経営統合に反対。
	ザ・チルドレンズ	英	Jパワー	増配の株主提案（06年60円→07年130円）を行うも、株主総会で否決。
			アデランスHD	株主総会で、社長を含む現職の取締役（除く社外取締役）の再任を否決。
2008	スティール	米	江崎グリコ	会社に、コスト構造の改善や独立取締役の導入、株式持ち合いの解消などを要請（株主提案なし）。
			小野薬品工業	2年連続で増配の株主提案を行うも、その後の企業対応を評価し、株主総会前に提案を取り下げ。
	サウスイースタン	米	日本興亜損害保険	社長の再任議案に反対を表明。現職社長は、株主総会で再任。
	ザ・チルドレンズ	英	Jパワー	株式持ち合いの制限や増配などの株主提案を行うも、株主総会で否決。

以下では、アクティビスト・ファンドの活動状況を概観し、標的企業の選択要因、及び標的後の企業行動の変化から、彼らの狙いを探ってみる。

2——アクティビスト・ファンドの活動状況

分析のためには、まず、アクティビスト・ファンドの特定が必要となる。この種のファンドに関する明確な定義は存在しないが、一般に、大株主としての発言力を背景に、企業行動に影響を与えることで運用収益の向上を狙う、法制度の制約から比較的自由な、私的な運用機関と考えられている。このファンドは、いわゆるヘッジファンドの一形態であることから、彼らの活動はヘッジファンド・アクティビズムとも呼ばれている。そこで本稿では、村上ファンド、スティー爾、ザ・チルドレンズ、ペリー、ダルトン、ブランデス等（いずれも略称）、マスコミ報道等を元にこうした特徴を持つとされる15のファンドを特定し、その投資行動を追跡した。

彼らの投資先企業は、発行済株式の5%以上を取得した場合に報告義務が生じる「大量保有報告書」、その後の保有割合が1%以上変動した場合に報告が必要な「変更報告書」、及び、東洋経済新報社が提供する「大株主名簿」から、可能な限り広範囲に、かつ過去に遡って追跡調査した。アクティビスト・ファンドが、日本市場で投資を開始したのは10年程前であるが、この調査によって、そのほぼ全容が把握できたと思われる。

まず、直近の2007年度末時点における上場企業の中で、それまでにアクティビスト・ファンドの標的となったことがある企業が、どの程度存在するかを確認しておこう。図表-2から、上場企業3922社のうち341社（8.69%）が、アクティビスト・ファンドの標的となる経験をしたことがわかる。とくに、東証一部上場企業では標的企業の比率が高く、1721社中244社

（14.18%）もの企業が、彼らの標的となっている。一方、JASDAQやその他の新興市場では標的となった企業が少ない。以上から、アクティビスト・ファンドが、成熟度が高く、規模が比較的大きい企業を、投資先として選択していることがわかる。

次に、投資先企業数の推移を時系列に追ってみよう。図表-3には、各年度中にアクティビスト・ファンドが保有していた企業数を示してある。ここから、アクティビスト・ファンドの投資行動が活発化したのは、2004年以降であることがわかる。この年に、彼らの投資先企業が155社とその前年から倍増し、2007年には214社にまで増加している^(注1)。この事実は、彼らの発言が2005年頃から活発化したことと符合する。

また、同図表には、特定の企業が複数のファンドの標的とされるケースが、どの程度あったかが示されている^(注2)。複数ファンドに標的とさ

〔図表-2〕市場別投資動向（2007年度）

	上場 企業 社	標的 企業 社	比率 %
東証一部	1721	244	14.18
東証二部	474	30	6.33
大証一部	33	3	9.09
大証二部	205	13	6.34
名証一部	8	0	0.00
名証二部	74	2	2.70
その他市場	44	0	0.00
JASDAQ	944	34	3.60
新興市場	419	15	3.58
合計	3922	341	8.69

（注）標的企業は、2007年度末時点の上場企業のうち、過去にアクティビスト・ファンドの標的となったことがある企業を上場市場毎に集計。

〔図表-3〕投資先企業数の推移

年度	上場 企業 社	標的 企業 社	比率 %	単独 社	複数 社
2000	3480	20	0.57	20	0
2001	3588	49	1.37	48	1
2002	3613	64	1.77	62	2
2003	3636	80	2.20	75	5
2004	3737	155	4.15	139	16
2005	3820	194	5.08	181	13
2006	3927	190	4.84	179	11
2007	3922	214	5.46	198	16

（注）標的企業は、各年度中において、アクティビスト・ファンドの保有が確認された場合に集計。表中の「単独」と「複数」は、特定企業への投資が確認できたアクティビスト・ファンド数に基づいて分類。

れた企業は全体の1割弱と少なく、ほとんどの企業では、特定のファンドが単独で投資していたことがわかる。ただし、表掲しないが、複数ファンドによる同時投資がある場合でも、そのほとんどが2ファンドであり、3ファンドのケースは1～2社に過ぎない。以上から、投資先企業の選択基準は、ファンド間でかなり異なると思われる。

では、アクティビスト・ファンドの業種選択には、何らかの傾向があるのだろうか。図表－4は、ファンドの投資行動が活発化した2004年以降、その保有比率が高い主な業種を要約したものである。同図表から、保険業に属する企業の3割弱が標的となっており、分析期間を通じて、その標的比率が高いことが確認されるが、その他の業種については、かなりの変動がみられる。2004年に標的比率が高かった医薬品、繊維製品、食料品では、2007年までに退出（Exit）が相次ぎ、標的比率が市場平均水準にまで低下している。一方、2004年には、標的比率が低かった精密機器、その他製品、倉庫・運輸関連業、その他金融業では、その後、新たに投資対象となる企業が多かったことがわかる。以上から、業種選択は、業界再編等、その時々注目されるテーマに応じて変わって行くものと思われる。

3——分析の視点

では、アクティビスト・ファンドは、どのよ

うな特徴を持つ企業を投資先として選択しているのだろうか。前節で確認したように、投資先企業は、ファンド間でほとんど重複しないことから、ファンドによって異なる銘柄選択方法が採用されていると考えられる。しかし、彼らは、企業経営に対して発言する（Voice）という共通の投資戦略を採用しているので、投資先企業には何らかの共通する特徴がある可能性も高い。

これに関して、胥（2007）が、村上ファンドとスティール・パートナーズの標的となった43社を対象に分析を行っている。そこでは、標的になりやすい企業には、①余剰資金が豊富で、企業価値が割安であり、②負債比率が低く、③企業の利害関係者による株式保有比率が低い、という特徴があることが示されている。すなわち、③の要因は、投資先を選択する時点では、アクティビズムの障害にならないように少ない方がよいことを示しており、他方、余剰資金が豊富で、企業価値が割安という①の要因と、負債比率が低いという②の要因は、アクティビストの投資を誘いやすい財務的な特性であることを意味している。

これに加えて胥（2007）は、標的前後の企業行動の変化についても分析を行っている。その結果、標的企業は、その後の増配や自社株買いによって、株主還元を強化したことが示されている。以上の事実発見に基づき、胥（2007）は、アクティビスト・ファンドが、豊富な余剰資金

[図表－4] 投資先企業の主な業種

	2004年度			2005年度			2006年度			2007年度		
	上場 企業	標的 企業	比率	上場 企業	標的 企業	比率	上場 企業	標的 企業	比率	上場 企業	標的 企業	比率
	社	社	%	社	社	%	社	社	%	社	社	%
保険業	11	3	27.27	11	3	27.27	11	4	36.36	11	3	27.27
医薬品	53	7	13.21	52	5	9.62	52	5	9.62	51	3	5.88
繊維製品	90	10	11.11	87	9	10.34	81	4	4.94	78	3	3.85
食料品	156	14	8.97	155	15	9.68	153	12	7.84	150	10	6.67
化学	214	15	7.01	217	16	7.37	218	14	6.42	220	19	8.64
精密機器	50	3	6.00	51	4	7.84	53	5	9.43	52	6	11.54
その他製品	110	6	5.45	116	8	6.90	118	9	7.63	119	11	9.24
倉庫・運輸関連業	42	2	4.76	44	4	9.09	44	4	9.09	45	5	11.11
その他金融業	52	2	3.85	54	2	3.70	58	5	8.62	53	5	9.43
全業種	3,737	155	4.15	3,820	194	5.08	3,927	190	4.84	3,922	214	5.46

(注) 業種分類は、東証33業種分類。表示している業種は、標的企業が3社以上の業種のうち、2004～2007年度に標的比率が上位5業種に入ったもの。

を抱える企業が直面する典型的なエージェンシー問題、すなわち、具体的な使途がない余剰資金は経営者の裁量で無駄遣いされる可能性があるとする、いわゆるフリーキャッシュフロー問題の解消を基本戦略に据えていると主張する。

以下、本稿では、分析対象の拡大と、データの精緻化を通じて、上述した胥（2007）の示唆を確認して行く。分析対象の拡大については、本稿では、対象を2ファンドから15ファンドにまで拡大し、分析期間についても、1999～2007年度中に新たにファンドの標的となったケースをほぼ網羅した。データの精緻化については、株主構成や収益性の影響について、より詳しく検討する。

ファンドの標的となった企業（標的企業）の特徴は、ならなかった企業（比較企業）と比較することで明らかとなる。そこでまず、財務データの整合性を考慮して、分析対象から金融業に属する企業を除外した340社について、初めてファンドの標的になった年度を特定した^(注3)。他方、比較企業としては、2007年度末までにファンドの標的になったことが確認できない企業から、標的企業が初めてファンドの標的になった年度において、標的企業と同一の業種、及び同一の市場に上場する4社を、重複がないように無作為抽出した。その結果、分析対象は、標的企業の340社に対して、比較企業が1357社となった^(注4)。

4——標的企業の選択要因

それでは、アクティビスト・ファンドの標的になる前の、標的企業と比較企業の違いを確認してみよう。図表－5から、標的企業は比較企業に比べて、①余剰資金が豊富で、②負債比率が低く、③安定株主が少ないという、胥（2007）と同様な傾向が確認できる。この結果は、ファンドが標的企業の選択において、フリーキャッシュフロー問題に着目していたことを示唆する。

しかし、株主構成の特徴についてより詳しくみると、安定保有比率の内訳である持合比率については、比較企業よりも、標的企業の方がむしろ高い。株式持ち合いは、アクティビズムの障害であると同時に、ファンドを惹きつける余剰資金でもあるため、持ち合いがファンドを遠ざけるための有効な手段にはならない可能性も示唆される。また、安定保有比率の裏返しではあるが、標的企業では機関投資家比率がより高い。ファンドは、自らの提案に賛同する可能性が高い、機関投資家が多く保有する企業を選好するものと考えられる。

この他、同図表から、標的企業は、比較企業よりも、ROAが高く、株主還元も多いことがわかる。ここから、ファンドが標的とするのは、成熟度が高く、安定したキャッシュフローが期待できる企業であることがうかがえる。

〔図表－5〕 標的企業の選択要因

変数	概要	標的企業	比較企業	差
余剰資金比率1	現預金/総資産	18.83	14.02	4.82 ***
余剰資金比率2	(現預金＋有価証券)/総資産	22.53	15.42	7.12 ***
余剰資金比率3	(現預金＋有価証券＋投資有価証券)/総資産	32.74	21.85	10.90 ***
時価簿価比率	(株式時価総額＋負債総額)/総資産	1.24	1.30	-0.06
ROA	営業利益/総資産	6.19	4.94	1.25 ***
負債比率	負債総額/総資産	0.39	0.55	-0.16 ***
株主還元比率	(配当＋自社株買い)/株主資本簿価	2.22	1.74	0.48 ***
安定保有比率	法人・役員・持株会等の保有分/発行済株式数	37.56	43.25	-5.69 ***
うち持合比率	上場会社間の相互持合分/発行済株式数	9.61	8.55	1.06 *
機関投資家比率	国内外の機関投資家保有分/発行済株式数	20.47	12.10	8.38 ***
企業数		336	1357	

(注) 各変数の値は、対象企業の平均値を表す。***、**、*は、それぞれ平均の差が1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

では、標的になりやすい企業として指摘されることが多い、企業価値が割安という要因は、どのように影響するのだろうか。これを示す時価簿価比率をみると、標的企業の方が若干割安であるものの、比較企業との差は統計的に有意でない。しかし、この点については、余剰資金の影響を含めて検討する必要がある。企業価値が割安であるということは、企業の将来成長に関して、市場で悲観的な見方が共有されていることを意味する。このような企業は、投資機会が少ないとみられているため、余剰資金の使途について、株主を十分に納得させられないことが多い。そこで、余剰資金の無駄遣いが懸念されるのである。したがって、ファンドの投資行動は、余剰資金の多寡と時価簿価比率の高低という2軸で、検討されるべきである。

この2軸で検討した場合の、ファンドの投資行動を要約した図表－6から、上述したように、アクティビスト・ファンドが、フリーキャッシュフロー問題に焦点をあてて、銘柄選択を行っていることが示唆される。しかも、2つの要因を比較すると、余剰資金の多寡が決定的に重要であることがわかる。全サンプルの標的比率は、分析手法により20%程度にコントロールされているが、余剰資金比率が高く、かつ、時価簿価比率が低いケースでは、標的比率が37.30%と高い。しかし、余剰資金比率が高く、時価簿価比率が高いケース、すなわち、投資機会が豊富で、余剰資金の使途が比較的明確である場合で

〔図表－6〕 余剰資金比率と時価簿価比率

			時価簿価比率		
			高(>=1)	低(<1)	合計
余剰資金比率	高(>=20%)	標的企業	119	141	260
		全サンプル	495	378	873
		比率	24.04%	37.30%	29.78%
	低(<20%)	標的企業	44	32	76
		全サンプル	458	362	820
		比率	9.61%	8.84%	9.27%
	合計	標的企業	163	173	336
		全サンプル	953	740	1693
		比率	17.10%	23.38%	19.85%

(注) 余剰資金の高低は、余剰資金3を用いて評価。

も、標的比率は24.04%とそれほど低下しない。他方、余剰資金比率が低い場合の標的比率は、時価簿価比率の高低にかかわらず、9%前後であり、全サンプル平均よりもかなり低い。

さらに、表掲しないが、これら諸要因のうち、どれが相対的に重要であるかを特定するため、計量分析を行った結果、上述した余剰資金比率と時価簿価比率の関係に加えて、負債比率と機関投資家比率が重要であり、その他の要因の影響は、このいずれかに吸収されてしまうことがわかった。この傾向は、胥(2007)と基本的に一致するが、ファンドが、安定保有という株主構成面での障害よりも、自らの提案に賛同する可能性が高い、機関投資家の保有状況を重視することが、新たに明らかとなった。

5——標的後の企業行動

最後に、アクティビスト・ファンドが、標的企業から、どのような行動を引き出したかを確認してみよう。図表－7には、標的後の3年間における主要変数の平均水準、標的直前からの変化幅の平均、及び、それらの比較企業に対する超過分が要約されている。

同図表から、標的企業が、アクティビスト・ファンドの投資対象になった後に、余剰資金の保有を減らし、株主還元を強化したことがわかる。しかし一方で、企業業績については、統計的に有意でないが、若干の悪化がみられる。したがって、ファンドの活動は、投資先企業のフリーキャッシュフロー問題の緩和には一定の成功を収めたものの、事業活動の生産性を高める効果は十分でなかったということになる。

他方、株主構成面では、持合比率を高めるという防衛行動が確認できる。標的企業の持合比率の平均水準は、標的後に漸増しているが、その変化幅は統計的に有意でない。しかし、比較

企業に対する超過分でみれば、持合比率の増加傾向は統計的に有意となる^(注5)。また、表掲しないが、同様な傾向は、安定保有比率でも確認できる。以上から、アクティビスト・ファンドの標的になると、投資先企業は防衛行動をとる傾向があるが^(注6)、こうした行動が、企業にとって、新たなコストや資源配分の歪みをもたらす可能性を指摘できる。

〔図表－7〕 標的後の変化

		サンプル数	標的企業		超過分 (対比較企業)	
			変数の平均	標的前からの変化幅の平均	変数の平均	標的前からの変化幅の平均
余剰資金比率2	標的前	227	23.18	-	7.85	-
	+1期	227	21.96	-1.22 ***	7.11	-0.74 *
	+2期	227	20.45	-2.74 ***	5.86	-1.98 ***
	+3期	227	19.83	-3.36 ***	5.86	-1.99 **
株主還元比率	標的前	227	1.75	-	0.22	-
	+1期	227	1.90	0.15	0.12	-0.10
	+2期	227	2.29	0.54 ***	0.18	-0.04
	+3期	227	2.74	0.99 ***	0.63	0.41 *
ROA	標的前	227	5.24	-	0.66	-
	+1期	227	5.02	-0.22	0.21	-0.45 *
	+2期	227	5.20	-0.04	0.25	-0.41
	+3期	227	5.40	0.17	0.40	-0.26
持合比率	標的前	227	10.50	-	1.40	-
	+1期	227	10.68	0.17	1.80	0.40
	+2期	227	10.87	0.37	2.21	0.81 **
	+3期	227	10.88	0.38	2.16	0.77 *

(注) ***、**、*は、それぞれ変化幅が1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

6——結論

日本市場で、アクティビスト・ファンドの活動が顕著になったのは、比較的最近のことであるが、彼らが大株主に抱えた経験を持つ企業は、対象を東証一部上場企業に限れば15%弱にも上っており、その脅威は既に現実のものとなっている。

ファンドの投資先企業の選択に関して、本稿の分析から確認されることは、彼らがフリーキャッシュフロー問題に着目しているという点である。使途が明確でない余剰資金は、経営者の裁量で無駄遣いされる可能性があるため、その分だけ、企業価値が割安に（ディスカウント）評価されるが、ファンドは、こうした特徴を持つ企業を中心に投資先を選択し、余剰資金の分

配を促すのである。

このようなファンドの活動は、投資先企業の余剰資金を減少させるという形で、一定の成果を収めている。これは、フリーキャッシュフロー問題が緩和したことを意味するが、これにともなって企業価値の割安評価も、一定程度、改善したと思われる。これに関連して、井上・加藤（2007）は、アクティビスト・ファンドが大きな投資リターンを得たと報告しているが、これはファンドの活動の成果である可能性が高い。

他方で、アクティビスト・ファンドには、企業に持ち合い強化等の防衛行動を促すという副作用もある。しかし、持ち合いという形で保有する株式は、見方を変えれば、余剰資金でもあるため、企業の意図とは逆に、ファンドを惹きつけてしまう可能性がある。企業行動に歪みが生じれば、そこがファンドの新たな利益の源泉になりうるのである。

<参考文献>

- ・ 胥鵬（2007）「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」宮島英昭編著『日本のM&A』東洋経済新報社 pp. 197-221.
- ・ 井上光太郎・加藤英明（2007）「アクティビストファンドの功罪」『経済研究』Vol. 58 pp. 203-216.

- (注1) 村上ファンドは、2007年4月以降、分析対象から除外した。これは、2007年7月の東京地裁判決で、同ファンドの村上世彰代表が、証券取引法違反の実刑判決を受けたため（控訴審中）、同ファンドがアクティビストとしての発言力を完全に失ったと考えられるからである。
- (注2) 複数のファンドが特定の企業を標的にすることは、ウルフ・バックと呼ばれている。ただし、大量保有報告書で共同保有者の存在が確認される場合は、主たる保有者が単独で投資しているものとみなして集計している。
- (注3) 複数ファンドの標的となったケースでは、そのうち最も早期のケースのみが分析対象となり、後続のケースは分析対象から除外している。
- (注4) 比較企業として4社が確保できないケースでは、同一市場の条件を緩和して対象企業を選択したが、それでも十分な企業数を確保できないケースがあった。
- (注5) 検出力がより高いWilcoxonのsigned-rank testでは、標的企業の持合比率の変化幅、及び、その比較企業に対する超過分がともに、統計的に有意に、増加傾向にあることが確認された。
- (注6) 井上・加藤（2007）は、標的企業が買収防衛策を導入するケースが多いことを指摘している。