

(証券市場)：アクティビスト・ファンドの投資行動

近年、その動向が注目されているアクティビスト・ファンドの活動状況を分析した結果、標的企業が保有する「使途が明確でない余剰資金の分配促進」が、彼らの基本戦略であることが明らかとなった。

投資ファンドのスティール・パートナーズが、アデランスホールディングスの株主総会で社長を含む取締役7名の再任案に反対し、その後の臨時株主総会でスティール推薦の社外取締役2名を含む案が賛成多数で決まるなど、企業経営に対して発言（Voice）するアクティビスト・ファンドの影響力が拡大している。

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。

そこで、彼らの活動の狙いが何で、企業経営にどのような影響を与えるのかを分析した、弊所発行のニッセイ基礎研 REPORT、2008年11月号所収の「アクティビスト・ファンドの狙いは何か」から得られた結果とその示唆を簡潔に紹介する。ここでの分析対象は、マスコミ報道などにしばしば登場する15ファンドである。

彼らの投資行動を過去に遡って追跡調査した結果、2008年3月時点の上場企業3922社のうち341社（8.69%）が、こうしたファンドを株主に抱えた経験を持つことがわかった（図表1）。特に、対象企業を東証一部上場企業に限れば、14.18%もの企業（1721社中244社）が、これまでに彼らの標的になり、脅威が既に現実のものとなっている。

図表1：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2：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。

投資先企業数の推移を時系列に追ってみると、彼らの投資行動は2004年以降に活発化し、その後も増加傾向にあることがわかる（図表2）。また、複数ファンドが同一の投資先企業を選択するケースが少ないことから、ファンド間で銘柄選択基準がかなり異なると考えられる。

しかし、彼らは、企業経営に対して発言するという共通の投資戦略を採用しているため、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。そこで、ファンドの標的となった企業（標的企業）を、ならなかった企業（比較企業）と比較することで、その特徴を明らかにしてみよう。比較企業は、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ものである。

紙幅の制約から表掲しないが、分析の結果、ファンドの投資対象企業には、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機関投資家持株比率が高い、という特徴があることが明らかとなった。これは、アクティビスト・ファンドが、豊富な余剰資金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、具体的な用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ことを示唆する。

さらに、標的後の企業行動を確認したところ、標的企業がアクティビスト・ファンドの投資対象となった後に、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った（図表3）。しかし一方で、ROAが低迷するなど事業活動の生産性を高める効果を持たないことも示されている。アクティビスト・ファンドは、フリーキャッシュフロー問題を抱える企業を中心に投資先を選択して、余剰資金の分配を促すのである。

（新田 敬祐）

図表3： 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	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。