

## 米国アクティビスト・ファンドの実態と 資本市場における役割

岩谷 賢伸

### ■ 要 約 ■

1. 米国では、1990年代後半からアクティビスト・ファンドの活動が盛んになり始め、近年急速に活発になっている。その背景には、ヘッジファンドにより代替戦略として採用されるケースが増えたこと、エンロン・ワールドコム事件以降、会社経営者及び取締役が株主の意見により耳を傾けるようになったことなどがある。
2. アクティビスト・ファンドは、一定以上の持分を取得し、投資先に要求・提案を行い実施させることによって、隠れている企業価値を顕在化させようとする。ヘッジファンドの範疇に含められることが多いが、投資アプローチはむしろバイアウト・ファンドに近い。
3. アクティビスト・ファンドのターゲット企業には、キャッシュ・リッチ、株価が低迷、コーポレート・ガバナンスの水準が低い、経営陣の質が低い、優良資産を多く持つ、などの特徴がある。それらのターゲット企業に対して、彼らは、レバレッジの拡大や株主還元の強化、支配権・取締役会の議席獲得、コーポレート・ガバナンスの改善、第三者への資産・事業・会社の売却などを要求する。
4. アクティビスト・ファンドは、基本的には友好的なアプローチを採ることが多いが、要求が通らない場合は、委任状争奪戦、テイクオーバー、法廷闘争などの敵対的手法も用いる。
5. 実証研究によれば、アクティビスト・ファンドによる介入を、株式市場はポジティブに評価する。また、欧米の機関投資家も、企業価値向上のための働きかけを代わりに行ってくれる存在として、アクティビスト・ファンドを概ね好意的に評価している。
6. アクティビスト・ファンドには、短期利益追求主義の悪弊を助長するという批判もある一方で、新たなコーポレート・ガバナンスの担い手や、企業価値向上につながる会社の意思決定の媒介役としての役割も期待される。

## I はじめに

近年わが国でも、いわゆるアクティビスト・ファンドによる投資活動が活発になってきている。2007年の株主総会では、複数のアクティビスト・ファンドが、投資先に対して大幅増配を中心とする株主提案を行った。また、米国のアクティビスト・ファンドであるスティール・パートナーズは、東証第2部上場のブルドックソースに敵対的 TOB をかけた。同案件は、ブルドックソースによる買収防衛策の発動とスティール・パートナーズによるその差し止め申し立てにより、最高裁判決にまで至り、社会的にも大きな注目を集めた<sup>1</sup>。ファンドによるアグレッシブな要求が目立ったことなどから、現状わが国では、「アクティビスト・ファンドは株主権を濫用し短期利益を狙う輩である」といった良くないイメージが企業経営者の間などでは根強い。また、その活動が、国内機関投資家の間で多くの支持を集めているとはいえない。

だが一方で、アクティビスト・ファンドが、本家の米国でどのような投資活動をし、どのように評価されているかは意外と知られていない。そもそもわが国では、あらゆるファンドが「投資ファンド」と十把一絡げにされることが多く、各ファンドの違いに関する理解に混乱が見られることがある。そこで、本稿では、米国のアクティビスト・ファンドの実態を詳しく紹介するとともに、彼らが資本市場で果たしている役割について評価を試みる。

## II アクティビスト・ファンドのプロフィール

### 1. 沿革

アクティビスト・ファンドとは、保有株式を裏付けに、投資先公開企業に様々な要求や提案を行い、それを実施させることで企業価値の向上、すなわちパフォーマンスの向上を目指す投資ビークルである。米国では、「アクティビスト・ヘッジファンド」と、イベント・ドリブン戦略<sup>2</sup>を採るヘッジファンドの範疇に入れられることも多い。

米国における投資家のアクティビズム自体は、1980年代終わり頃に、投資ファンドではなくカルパスに代表される公的年金によって始められた。当時、株式市場における機関投資家のプレゼンスの高まりとパッシブ運用の増加によって、パフォーマンスの悪い銘柄は売り抜けるという、いわゆるウォール・ストリート・ルールに則って行動できないケースが増加していた。加えて、1988年に出されたエイボン・レターによって、年金の受託者責任に議決権の行使が含まれることが労働省の公式見解とされた。そのため、一部

<sup>1</sup> ブルドックソースとスティール・パートナーズの件について詳しくは、大崎貞和「ブルドックソースによる買収防衛策の発動」『資本市場クォーターリー』2007年夏号参照。

<sup>2</sup> スピンオフ、M&A、企業再生、再資本化、自社株買いといったコーポレート・イベントより創り出された投資機会に投資する戦略。

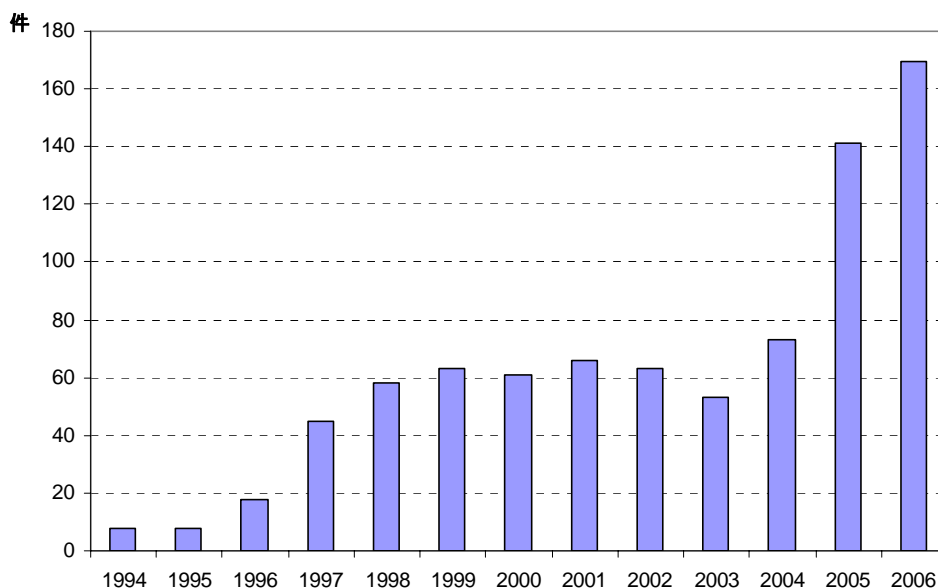
の機関投資家は、投資先のコーポレート・ガバナンスの向上によって企業価値を高めようと、投資先に様々な意見をするようになった。本稿では、彼らを機関投資家アクティビストと呼ぶことにする。

一方、投資ファンドによるアクティビスト的な活動が盛んになり始めたのは 1990 年代後半からで、特に過去数年急速に活発になっている（図表 1）。アクティビスト・ファンドの数や案件数について明確な統計はないが、Greenwood & Schor (2007)によれば、1993 年から 2006 年までにヘッジファンドによって行われたアクティビスト的行動 784 件は、139 のアクティビスト・ファンドによって実施された。また、JP モルガンの推計によれば、ヘッジファンドの運用資産全体の約 5%程度に当たる 500 億ドルがアクティビスト・ファンドによって運用されているという<sup>3</sup>。現在、ヘッジファンドの数は 1 万弱、運用資産は 1.4 兆ドルを超えると推定されており、アクティビスト・ファンドはヘッジファンド業界の中ではまだマイナーな存在であるといえる。

## 2. 近年活発になった理由

アクティビスト・ファンドの活動が近年活発になったのには、いくつかの理由がある。第一に、ロング・ショート戦略など、ヘッジファンドのメジャーな戦略の代替戦略として採用されるケースが増えたことが挙げられる。近年のヘッジファンドへの大量の資金流入

図表 1 投資ファンドによるアクティビスト・イベントの件数



(注) 件数は、アクティビスト・ヘッジファンドによる大量保有報告書の提出数である。2006年の数値は第3四半期までの件数（127件）を年率換算したものである。

(出所) Greenwood & Schor (2007)より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> Kahan & Rock (2006)

によって、似通った戦略を採るファンドが増加し、メジャーな戦略のリターンが低下して、超過リターンを上げるのが従来よりも難しくなってきたことが背景にある。加えて、一部のアクティビスト・ファンドが年率 20%を超える高いリターンを上げていることも、アクティビスト戦略にヘッジファンドを惹きつける要因になっているだろう。

第二に、アクティビズム戦略の中で戦術の一つとして用いられる委任状争奪戦（proxy fight）が制度上容易に行えるようになり、かつコストも下がったことが挙げられる。1999年に導入された米国証券取引委員会（SEC）規則 14a-12 によって、委任状説明書（proxy statement）の配布前に、書面や口頭で委任状の勧誘を行うことが可能となった。また、勧誘のための書類は電子的に配布したり、ウェブサイト公表したりすることが出来るため、全て紙で行っていた場合に比べてコストが大幅に低下した。

第三に、会社経営者及び取締役のコーポレート・ガバナンスに対する意識の変化が挙げられる。2000年代初頭のエンロン・ワールドコム事件の勃発と、それらの事件を受けて導入されたサーベンス・オクスレー法（SOX 法）によって、公開企業のコーポレート・ガバナンスが強化され、取締役会や経営陣が従来よりもアクティビスト・ファンドを含む株主の意見に耳を傾けるようになった。

### 3. 特徴

では、アクティビスト・ファンドとは、どのような特徴を持った投資主体なのか。第一に、多くのアクティビスト・ファンドはバリュー投資家である。ただし、投資して株価の上昇を待つ他のバリュー機関投資家と異なり、要求や提案を通じて投資先に積極的に働きかけることで、隠れている企業価値を顕在化させようとする。機関投資家アクティビストとの違いは、仮に要求が受け入れられなかった場合でも、彼らが委任状争奪戦、テイクオーバー、法廷闘争などの敵対的行動に移ることは極めて稀だが、アクティビスト・ファンドは当初から、あるいは、要求を拒絶された後、しばしば敵対的行動に移る点である。

第二に、アクティビスト・ファンドは、投資先を絞り、一定以上の持分を取得する。そのため、投資先は通常 10~30 社程度と少ない。彼らは、各社について徹底したリサーチを行い、発行済株式数の 5%といった比較的大きな持分を取得した上で、投資先を監視する。深い投資先企業への理解と一定の持分が、会社に対する提案の裏付けとなる。一方で、一般的な機関投資家は、200 銘柄など、より多くの銘柄に分散投資しているため、一つ一つの銘柄について徹底したリサーチや監視を行う余裕がない。その結果、個別銘柄に関する知識は十分でないこともある。また、持分もそれほど大きくないことが多いため、コスト・ベネフィットを勘案すると、アクティビスト的な行動を採るインセンティブは弱い。パッシブ投資の機関投資家は、アクティビスト・ファンドの対極に位置付けられる。

第三に、アクティビスト・ファンドは、規制の緩い投資ビークルとして組成していることが多い。この点が、「アクティビスト・ヘッジファンド」とも呼ばれる所以である。通常、投資家 100 名以下で証券の公募を行っていないため、1940 年投資会社法上の投資会

社としての SEC 登録を免れる。登録投資会社（ミューチャル・ファンドなど）の場合、分散投資規定<sup>4</sup>に服する必要がある上、空売りや証拠金取引、オプション取引などの取引が出来ないといった制約がある。アクティビスト・ファンドは、自らの規制上のポジションを生かして、デリバティブや空売りなど様々な取引仕法を用いたり、特定の企業の大きな持分を取得したり、情報開示を避けて外からはどのような投資行動を採っているのかわからないようにしたりするなど、柔軟な投資活動を行うことが可能である。

第四に、アクティビスト・ファンドのパフォーマンスは通常絶対リターンで計られ、報酬は運用報酬に加えて、パフォーマンス連動の成功報酬がある。そのため、投資先に対して積極的に働きかけ、より高い絶対リターンを狙うインセンティブが強い。この点は、その他のヘッジファンドや企業買収を専門に手がけるバイアウト・ファンドと同様である。

第五に、アクティビスト・ファンドの投資期間は、それほど短期ではない。一般的にヘッジファンドの投資期間は短期とのイメージがあるが、アクティビスト・ファンドは、少数の銘柄に時間をかけて働きかけ、絶対リターンを追求するため、半年から1年程度になることが多い<sup>5</sup>。

第六に、アクティビスト・ファンドは、投資先企業に対してしがらみがなく、利益相反を気にせずにターゲット企業にプレッシャーをかけることができる。これに対して、他の機関投資家にはしばしば利益相反が生じる。例えば、投信会社は、保険会社や証券会社などの系列であることが多く、保険契約、投資銀行業務、401(k)業務等の顧客である企業及びその従業員に対して、アクティビスト的な行動を取ることは難しい<sup>6</sup>。

以上のようなアクティビスト・ファンドの特徴をまとめて、他の投資家と比較したのが図表2である。「アクティビスト・ヘッジファンド」とは言われるものの、投資スタイルは、株式ロング・ショート戦略を採る典型的なヘッジファンドよりも、むしろバイアウト・ファンドに近い。両ファンドとも、徹底したリサーチを元に、市場での評価が低い特定企業にターゲットを絞り、持分を取得、その上で投資先に働きかけ、企業価値の向上に努めるという点で共通する。著名なアクティビストであるトライアン・パートナーズのネルソン・ペルツ氏は、「我々は、バイアウト・ファンドの手法を（未公開企業ではなく）公開企業に当てはめている」と述べている。一方で、アクティビスト・ファンドは、①ターゲット企業を100%買収するバイアウト・ファンドほど大きなリスクを取らずに済む、

<sup>4</sup> ①単一の発行者の証券が資産の5%を超えない、②単一の発行者の発行済株式の10%以上を保有出来ない、といった規定。

<sup>5</sup> Brav et al. (2006)によれば、投資期間（大量保有報告書提出から持分を5%以下に引き下げるまでの期間）は、アグレッシブ・イベント（株主提案、委任状争奪戦、法廷闘争、テイクオーバー、公開キャンペーン）については319日、ノン・アグレッシブ・イベント（企業価値向上のための経営陣との対話、取締役派遣の提案）については299日であった。Brav et al. (2006)はこの長さについて、「投資期間はヘッジファンド・アクティビズムを批判する人々が思っているほど短くない」と評価している。一方、Greenwood & Schor(2007)によれば、投資期間は平均で2.33四半期であった。

<sup>6</sup> だが、最近、投資先のM&Aに反対するなど、アクティビスト的な行動を取る投信会社が出てきた。例えば、オープンハイマー・ファンズがテイクツー・インタラクティブ・ソフトウェアの経営陣に退任を要求したケース、モルガンスタンレーのポートフォリオ・マネージャーが、ニューヨーク・タイムスに二重の株式構造解消を要求したケース、Tロウプライスがローリエ・エドゥケーションのLBOに反対したケースなどがある。

図表2 アクティビスト・ファンドと他の投資家の比較

	アクティビスト ファンド	ヘッジファンド (株式ロング・ショ ート型)	バイアウト ファンド	年金基金	投資信託
投資対象株式	公開株式	公開株式	未公開株式 (公開企業の場合、買 収後、非公開化)	公開株式	公開株式
投資分類	バリュート投資	バリュート投資 (ロング/ ショート両方)	バリュート投資	バリュート/グロース 両方	バリュート/グロース 両方
規制	緩い	緩い	緩い	厳しい	厳しい
投資期間	中期	短期が多い	長期	長期	短期～長期
保有持分	数%～20%程度	大きくない	通常100%取得	大きくない	規制あり
投資銘柄数	少ない	多い	少ない	多い	多い
パフォーマンス の評価	絶対リターン	絶対リターン	絶対リターン	対インデックス・ リターン	対インデックス・ リターン
成功報酬	あり	あり	あり	なし	なし
経営参画	積極的にする場合 もある	行わない	積極的に行うこと が多い	通常行わない	通常行わない
投資先への アプローチ	様々な要求や提案。友 好的・敵対的の両方の アプローチがある。	投資先に対する働きか けは通常行わない。	支配権を取得し、改革 を自ら実施。ほとん どの場合、友好的アプ ローチが採られる。	ほとんどの場合、投資 先に対する働きかけは しないが、友好的にガ バナンス等の問題に関 して意見を述べるケー スがある。	ほとんどの場合、投資 先に対する働きかけは しない。例外的に、友 好的又は敵対的に投資 先へ提案・要求する ことがある。

(出所) 野村資本市場研究所作成

②買収による多額のプレミアムを払わずに済む、③投資期間は通常バイアウト・ファンドよりも短い、④公開株式投資なのでバイアウトよりもエグジットが容易である、⑤ハンズオン（経営参画）をバイアウト・ファンドほど行わないので、想定したような影響力を持っていないことがある、といった点でバイアウト・ファンドと異なる。

### III アクティビスト・ファンドの要求事項

アクティビスト・ファンドの要求事項は、以下の5つの範疇に大まかに分類することができる。実際には、要求が一つということは稀で、複数の要求を組み合わせることが多い。

一つ目は、支配権・影響力の奪取を目的とした要求である。この範疇に含まれるのは、取締役会の議席獲得の要求や、ターゲット企業自体の買収である<sup>7</sup>。アクティビスト・ファンドが、自らの要望を通すための足がかりとして、取締役の派遣を希望するケースは多い。取締役会に議席を得ることは、ターゲット企業に対する情報の非対称性を埋める意義もある。

二つ目は、ガバナンス関連の要求である。この範疇に含まれるのは、外部取締役の数を増やして独立性を向上させるなどの取締役会改革、最高経営責任者（CEO）や取締役会会長の解任要求、幹部報酬の見直し、ポイズン・ピル等の買収防衛策の撤回、取締役選任における過半数投票方式の導入など、コーポレート・ガバナンスの向上によって企業価値を

<sup>7</sup> アクティビスト・ファンドが不招請の TOB をかけた最近の例には、ジャナ・パートナーズによるヒューストン・エクスプロレーション（エネルギー）への買収提案、スティール・パートナーズによるゲンコープ（防衛）への買収提案、アイカーン・パートナーズによるリア（自動車部品）への買収提案などがある。

高める方策である。これらの要求の一部は、機関投資家アクティビストが定時株主総会に株主提案として提出することも多い。企業価値向上の観点からは、最も長期的な視野に立った要求であると言える。

三つ目は、資本構成変更の要求である。大幅な自社株買い及び増配の要求、デット・ファイナンスの促進、エクイティ・ファイナンスへの反対などがこの範疇に含まれる。余剰資金を自社株買いや配当に回すことによって負債比率を上げ、企業価値を向上させる。

四つ目は、第三者への資産・事業・会社売却の要求である。不動産等、会社が保有している資産の売却、ノンコア事業のスピンオフ、更には会社自体の第三者への身売りなどがこの範疇に含まれる。例えば、簿価で評価され含み益を抱えている保有不動産の売却によって、隠れていた企業価値を顕在化させることが可能である。

五つ目は、M&A 関連の要求である。ターゲット企業が仕掛けている（仕掛けられている）M&A の中止を求める、もしくは高い買収価格／低い被買収価格に異を唱えるものである<sup>8</sup>。これらの要求は、リスク（M&A）・アービトラージの戦略<sup>9</sup>を採るヘッジファンドが、自ら M&A の結果に影響を及ぼそうとして行う場合もある。

以上から、機関投資家アクティビストの要求がコーポレート・ガバナンス関連の要求にほぼ限定されているのとは異なり、アクティビスト・ファンドの要求は会社の財務や事業戦略にまで踏み込んだより根本的なもので、要求内容も広範であることがわかる。

では、アクティビスト・ファンドの要求はどの程度受容されているのか。Brav et al. (2006)によれば、CEO 及び会長の解任要求に関しては 60%と高い実現率になっている。その他の事項についても、概ね実現率が 25%以上となっているケースが多い（図表 3）。この数字を見る限り、比較的高い確率で要求は実現していると言えよう。

図表 3 アクティビスト・ファンドの要求事項と実現率

要求事項	要求割合	実現率
1 会社もしくは主要資産の第三者への売却	23.1%	26.1%
2 レバレッジの拡大、株主還元（配当/自社株買い）の増加	21.2%	28.6%
3 独立性向上などの取締役会改革	17.3%	27.3%
4 支配権の獲得・非公開化	16.7%	35.7%
5 M&A（ターゲットになっている場合）における買収価格引き上げ	16.0%	43.3%
6 買収防衛策の撤回	14.7%	22.2%
7 株式発行、負債のリストラクチャリング	13.5%	30.4%
8 CEO、会長の解任	12.8%	60.0%
9 事業ポートフォリオの見直し（スピンオフなど）	12.2%	28.6%
10 幹部報酬の見直し	11.5%	19.1%

(注) Brav et al. (2006)は、2004 年から 2006 年までの 2 年間にアクティビスト・ファンドが積極的に（敵対的に）企業に要求実施を迫った 156 ケース（経営陣との話し合いや友好的な取締役派遣の提案などは含まれない）について、要求事項を要求された割合の高かった順に並べ、かつその要求の実現率を計測している。

(出所) Brav et al. (2006)より野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> マイロン・ラボラトリーズ（医薬品）によるキング・ファーマシューティカルを買収にアイカーン・パートナーズが反対した事例、ノバルティス（医薬品）によるカイロン買収にバリューアクト・キャピタルが反対した事例など、多くの事例がある。

<sup>9</sup> イベント・ドリブン型の投資戦略の一つで、M&A 等における買収提示価格と買収後に市場で取引される価格の鞘取りを狙う。一般的には、被買収企業の株式をロングし、買収企業の株式をショートする。

## IV ターゲット企業の特徴

アクティビスト・ファンドの投資において、まず行われるのがターゲット企業の選定であるが、一般的にはどのような企業がターゲットになりやすいのか。

第一に、規模に関しては、これまで中型株以下の上場企業が多かった。Bratton(2007)によれば、サンプルに採った114のアクティビスト・ファンドのターゲット企業の内（サンプル期間は2002年～2006年6月末）、61%が小型株（時価総額10億ドル未満）で、26%が中型株（時価総額10億ドル以上50億ドル以下）であった（図表4）。運用資産額の制約から、一定以上の持分を保有できるのはその規模の会社に限られたことなどが背景にある。だが、最近では運用資産額が増加していること、複数のファンドが共同戦線を張るケースがあること、複雑な大企業の方が精査すると非効率な部分が見つかりやすいことなどから、ターゲット企業の規模は拡大傾向にある（図表5）。近年のターゲットには、タイム・ワーナー、ホーム・デポ、マクドナルドといった著名大企業も含まれるターゲット企業の規模が大きいと、通常流動性が高いため、流動性の低い銘柄が多い小型株よりも投資回収しやすいというメリットがある。

第二に、資本構成に関しては、キャッシュ・リッチで負債比率の低い会社が多い。このような会社には、余剰キャッシュを有効活用し、同時にレバレッジを高める施策の一環として、自社株買いや配当増の提案がなされる。

第三に、パフォーマンスに関しては、競合他社に比べて株価のパフォーマンスが芳しくない会社が多い。このような会社には、オペレーションや保有資産ポートフォリオ、資本構成等の観点から改善すべき点が多いからである。一方で、株価パフォーマンスの好調な会社が必ずしもターゲットにならないわけではない。

図表4 規模別ターゲット企業

	会社数	割合	平均	中央値
大型株（50億ドル超）	15	13%	159億ドル	112億ドル
中型株（10～50億ドル）	30	26%	25億ドル	24億ドル
小型株（10億ドル未満）	69	61%	2.8億ドル	1.7億ドル

（出所）Bratton (2007)より野村資本市場研究所作成

図表5 ターゲット企業の時価総額（時系列）

	(億ドル)				
	2002	2003	2004	2005	2006
会社数	18	4	17	49	25
時価総額（平均）	6.99	4.96	7.02	41.86	51.38
時価総額（中央値）	0.58	4.73	2.01	10.74	8.41

（注）2003年の計数は、時価総額が非常に大きいシアーズの案件を除いて計算した数値である。2006年は6月末までの計数である。

（出所）Bratton (2007)より野村資本市場研究所作成



第四に、コーポレート・ガバナンスに関しては、その水準が低く、また、経営陣の質も低い会社が多い。このような会社には、中長期的に企業価値を高めるためのガバナンス向上策が提案される。

第五に、保有資産に関しては、株価に反映されていない潜在的価値の高い資産（主に不動産）を多く持つ会社が多い。アクティビスト・ファンドは、そのような会社に資産の売却をさせ、隠れていた価値を解き放つ。

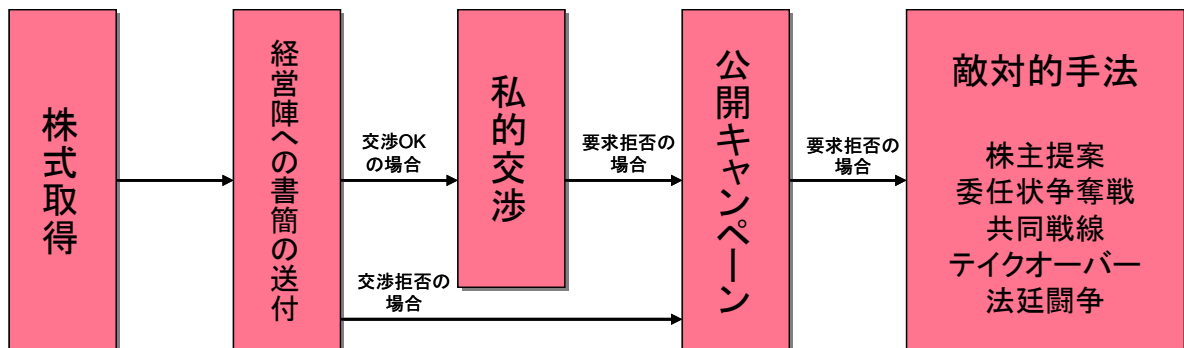
第六に、M&A に関連した要求をする場合は、高いプレミアムを付けて買収を提案、又は低いプレミアムで買収を提案されている企業がターゲットになる。

機関投資家アクティビストのターゲットとは、株価のパフォーマンスが冴えない点については共通しているが、業績や財務の状況については異なる。機関投資家アクティビストのターゲットには、業績不振で財務的にも問題がある会社が多い。なぜなら、機関投資家アクティビストは、不振に陥った投資先企業に何らかの梃子入れをしようとするからである。一方、アクティビスト・ファンドは、業績や財務の状況は悪くないが割安に放置されている会社を最初から狙って投資する。

## V アクティビスト・ファンドの戦術

アクティビスト・ファンドは、自らの要求を通すために様々な戦術を活用する。そのアプローチは、友好的か敵対的に大別出来るが、当初は友好的だが自らの要求が拒否あるいは無視されると、最終手段として敵対的アプローチに移行するというケースも少なくない。一方、ターゲット企業の CEO を指弾し解任を求める場合などは当初から敵対的だが、その CEO が退任するなどアクティビスト・ファンドの要求が一部通ると、その後は友好的になるケースもある。図表 6 は、典型的なアクティビスト・ファンドの戦術をチャートにしたもので、要求が受け入れられないと手法が急進的になっていく様子を描いている。

図表 6 アクティビスト・ファンドの戦術チャート



(出所) 野村資本市場研究所作成

ただし、これはあくまで概念図であり、ファンドによっては当初からテイクオーバーを試みるなど、ファンドごと、案件ごとに戦略は多種多様である。

## 1. 株式の取得

アクティビスト・ファンドが戦術上まず行うのは、ターゲット企業の株式の取得である。彼らは、影響力のある議決権を確保すること、及び、ターゲット企業やその投資家、メディア等に提案活動の真剣さを伝えることを目的に 5~20%の持分を取得することが多い。取得持分割合には、保有開示規制やテイクオーバー規制の制約も受ける。例えば、米国の大量保有報告制度（1934年証券取引所法 13条(d)項）では、アクティブな投資家が 5%以上の持分を保有した場合、取得日から 10 日以内に SEC、取引所、当該証券の発行者に対して大量保有報告書（スケジュール 13D）を提出しなければならない。そのため、ターゲット企業と私的な交渉から始める場合などは、当初の取得持分を 5%以内に止め、保有開示規制に該当しないようにするケースもある<sup>10</sup>。

## 2. 経営陣への書簡の送付

取得した持分を裏付けに次に行うのが、経営陣への書簡の送付である。書簡にはファンドの要求や提案事項が記載される。ヘッジファンドや PE ファンドといった投資ファンドは、一般的には自らの投資行動を他人に知られるのを嫌う傾向があり、それはアクティビスト・ファンドも同様である。したがって、当初書簡は私的に送付されることが多い。書簡は、友好的な雰囲気のものから敵対的な雰囲気のものまで様々である。例えば、サード・ポイント・パートナーズのダニエル・ロエブ氏の書簡は、CEO を徹底的に批判する攻撃的なものであることで有名である。

## 3. 私的交渉と公開キャンペーン

書簡を受け取ったターゲット企業の経営陣がアクティビスト・ファンドとの会談に応じた場合、両社の交渉は表沙汰にならない。だが、彼らが会談や提案の受け入れを拒否したり、書簡を無視したりした場合などは、書簡が公にされメディアによって提案内容が報道されることがある。一方で、アクティビスト・ファンドが、当初から積極的に送付した書簡などの情報を公開し、メディアを巻き込んで公開キャンペーンを張ることもある。時には、投資銀行に要求事項のフェアネス・オピニオンを書いてもらうこともある。アクティビスト・ファンドが公開キャンペーンを行う理由は、自らの要求の正当性を主張し、他の投資家や世論の支持を獲得して、ターゲット企業に圧力をかけるためである。例えば、著

<sup>10</sup> 5%以上の保有をしていなくても、1億ドル以上の米国株式を保有する全ての機関投資家（ヘッジファンド含む）は、保有株式を四半期に一度 SEC に開示しなければならない（フォーム 13F）。

名なアクティビストであるカール・アイカーン氏は、2005年のタイム・ワーナーへの攻撃を巡って積極的なキャンペーンを繰り広げた。投資銀行のラザードをアドバイザーに迎え、分厚い提案書を説明する公開ミーティングを大々的に開催するなどし、メディアにも大きく取り上げられた。

## 4. 敵対的手法

公開キャンペーンに至ってもターゲット企業の経営陣が譲歩の姿勢を見せない場合、アクティビスト・ファンドは次の段階として、敵対的な手法をちらつかせたり、実行に移すことがある。

### 1) 委任状争奪戦

委任状争奪戦によって取締役会に議席を獲得しようとするのは、敵対的な手法の中でも最もポピュラーな戦術である。委任状争奪戦が容易になったこともあり、近年アクティビスト・ファンドが多用するようになってきている。委任状勧誘サービスを手がけるアルトマン・グループによれば、2003年には12件に過ぎなかったアクティビスト・ファンドによる委任状争奪戦が、2006年には59件にまで増加した<sup>11</sup>。委任状争奪戦においては、インスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ（ISS）などの議決権行使助言会社が投資家の投票行動に大きな影響力を持つため、彼らが経営陣とアクティビスト・ファンドのどちらへの投票を推奨するかが勝負の分かれ目となる場合もある。

### 2) 共同戦線とフリーライド

委任状争奪戦やM&Aの承認投票などでは、自らの保有する議決権だけでは勝てないので、他のアクティビスト・ファンドに呼びかけて共同戦線を張るケースがある（Wolf Pack（狼の群れ）と呼ばれる）。また、敢えて共同戦線を張るまでもなく、他の投資家が、アクティビスト・ファンドがアクションを起こした会社に便乗して投資し、彼らの支援に回るケースも多い。このような投資家はいわゆるフリーライダーであるが、アクティビスト・ファンドにとっては、自らの要求を実現するために必要な支持者となる。

### 3) テイクオーバー

ターゲット企業の経営陣が要求に応じない場合、又は最初から、アクティビスト・ファンドがターゲット企業に敵対的買収を仕掛けることがある。この手法は、1980年代の敵対的買収ブームの際に、アイカーン氏を始めとするいわゆる企業乗っ取り屋

---

<sup>11</sup> 2006年10月23日に開かれたヘッジファンド・アクティビズム・カンファレンスにおけるアルトマン・グループのポール・シュールマン氏の発言より。

が採った手法と大きな差はない。現在この戦術は、他の投資家にあまり支持されていない。Bratton (2007)によれば、近年アクティビスト・ファンドによって実施された18の敵対的買収のうち、成立した案件は1件もなかった。

#### 4) 法廷闘争

ターゲット企業がアクティビスト・ファンドの介入を拒み、妨害するようなケースでは、アクティビスト・ファンドが裁判に訴えることもある。例えば、2005年7月、アクティビスト・ファンドのジャナ・パートナーズ（以下ジャナ）は、発行済株式の13.2%を保有するソースコープ（ビジネス・プロセス・アウトソーシング・ソリューション）が、株主に対して事前の告示もなく、ジャナが予定している委任状争奪戦を妨害するような定款変更を行ったのに対し、その無効を求めて裁判を起こした。定款変更の内容は、ポイズン・ピルの導入、大株主による臨時株主総会召集権の剥奪、委任状勧誘の制限であった。翌月、ソースコープがジャナの指名したワイズマン氏を取締役会のメンバーに加えたことをきっかけに、ジャナは訴えを取り下げた。

## VI ケーススタディ

以下では、案件規模の拡大という近年のトレンドを体現する2つのアクティビスト・イベントを紹介する。一つはターゲット企業へのハンズオンを積極的に行った点で、今後のファンド・アクティビズムのモデルの一つになりそうな H.J. ハインツの事例、もう一つは、少ない持分を元に米國小売業界第二位の企業に立ち向かい、事業戦略を転換させた点で注目されたホーム・デポの事例である。

### 1. H.J. ハインツの事例 ～オペレーショナル・アクティビズム

2006年3月、著名なアクティビストのネルソン・ペルツ氏が率いるトライアン・ファンド（以下トライアン）は、ケチャップ・メーカーH.J.ハインツの5.4%の持分を保有した上で、自らを含む5人の取締役候補者を指名し（全12議席）、委任状勧誘を行う意志があることを会社に伝えた。続いて5月に提出した大量保有報告書では、高いブランド力を持っているにも関わらず、現経営陣が就任した1998年4月以降のハインツ社の株価のパフォーマンスがマーケットや同業他社に比べて低いことや、事業改革・資本配分に悉く失敗し、業績も悪化していることを指摘した。その上で、コストカット、ノンコア・ブランドの売却によるコア事業への集中、マーケティング・広告手法の変更、株主還元の強化などを含む詳細なアクション・プランを提示した。

これに対し、会社側はアクション・プランの受け入れを非現実的であるとして拒否し、ペルツ氏を攻撃する反対キャンペーンを張った。だが、6月に発表された企業価値向上計

画（Superior Value and Growth Plan for Fiscal Years 2007 and 2008）の内容は、トライアンの要求内容に類似したものであった。委任状争奪戦に発展したこの戦いは、メディアにより活発に報道され、社会的にも注目を浴びた。9月に行われた株主総会では、結局トライアンが擁立した5人の候補者のうち、ペルツ氏を含む2人が取締役役に選出された。加えて、ハインツ社は、2人の独立取締役を新たに取締役会に加えることを発表した。現経営陣の下で低調だった株価は、トライアンの介入が噂された2006年2月から急上昇し、9月にペルツ氏が取締役に選ばれてから更に上昇した（図表7）。

ペルツ氏は、1980年代に企業の乗っ取り屋として名を馳せ、その後も公開会社のトライアークを通じて、アービーズ（ファーストフード・レストラン：1993年）やスナップル（飲料品：1997年）などの買収を成功させた。だが、2005年11月に新たに立ち上げたヘッジファンドでは、買収による非公開化はせず、一定持分を保有した上で投資先のオペレーションの改善に関して助言し、企業価値の向上を目指すというスタイルに転換した。彼ら自身これを「オペレーショナル・アクティビズム」と呼んでいる。主にブランド力のある公開会社に投資し、そのブランドの更なる強化を図るのが特徴である。ハインツ社のケースは彼らのモデル・ケースであると言えよう。

図表7 H.J.ハインツの株価推移



(出所) Yahoo! Finance より野村資本市場研究所作成

## 2. ホーム・デポの事例 ～1.2%保有の株主が巨大企業の事業戦略を転換

2006年12月、サンディエゴを拠点とするリレーショナル・インベスターズ（以下リレーショナル）が、米國小売第2位のホーム・デポの1.2%の持分を取得し、事業戦略

(ホールセール・サプライ部門の拡大)、オペレーション、資本配分、コーポレートガバナンス(巨額の幹部報酬と独立性の低い取締役会)に欠陥があることが2000年以降の株価低迷の理由だと批判した。そして、①取締役会の中に戦略の方向性を再検討する特別委員会を設置すること、②取締役会の議席獲得、③CEOとの会談を要求した。

当初、ホーム・デポがリレーショナルの要求を拒否したため、激しい攻防になるかと思われたが、2007年1月、ホールセール・サプライ部門の急拡大を推進してきたロバート・ナルデリ CEO(現クライスラーCEO)が辞任し、その数週間後、フランク・ブレイク新CEO及び取締役2名とリレーショナルの会談が設定された。同社は、攻防にかかる費用と委任状争奪戦を起こされることを恐れて、早期にリレーショナルの要求に応じたと言われている。会談の場でリレーショナルは、同社に関する徹底的なリサーチに基づいて、事業戦略の転換を説いた。その結果、2月に、同社はリレーショナルに対して取締役会の1議席を与えるとともに、ホールセール・サプライ部門売却を検討すると発表した<sup>12</sup>。

この一件は、少ない持分しか持たない外部の投資家でも、正当な意見を主張して説得すれば、巨大企業の戦略さえ変えうることを示した。リレーショナルの共同創業者であるラルフ・ホイットワース氏は、1980年代に企業の乗っ取り屋のブーン・ピケンズ氏の下で働いていた経験もあり、アクティビストとしては20年以上のキャリアを持つ(リレーショナルを創業したのは1996年)。また、コーポレート・ガバナンスに関するオピニオン・リーダーとしても有名で、ファンドはカルパースからの出資も受けている。同案件の成功で、ホイットワース氏のアクティビストとしての評判はさらに高まった。

## VII アクティビスト・ファンドの評価

### 1. 株式市場の評価

株式市場はアクティビスト・ヘッジファンドをどのように評価しているのか。最近、ヘッジファンドによるアクティビズムの株価への影響に関するいくつかの実証研究が発表されている。それぞれ結果は微妙に異なるが、総合すると、株式市場は公的年金等の機関投資家アクティビズムよりもファンド・アクティビズムの方により企業価値の向上を期待すると言える。また、ファンドの要求内容によって株式市場の反応は異なる。

Klein & Zur (2006)では、アクティビスト・ファンドによる大量保有報告書提出の30営業日前から5(30)営業日後までの累積アブノーマル・リターンをアクティビスト・ファンドのターゲット企業(2003~2005年の136サンプル)、ターゲット企業の類似企業(136サンプル)、機関投資家アクティビストのターゲット企業(144サンプル)について算出している。それによれば、ファンド・アクティビズムの累積アブノーマル・リター

<sup>12</sup> その後、2007年8月末に、ホールセール・サプライ部門は、バイアウト・ファンド連合(ペイン・キャピタル、カーライル、クレイトン・デュビリエ・アンド・ライス)に売却された。

ン [-30, +30 days] は平均で 10.3%と類似会社 (2.9%) や機関投資家アクティビズム (5.2%) のリターンに比べて高くなっている (図表 8)。

Brav et al. (2006)では、ファンド・アクティビズムの累積アブノーマル・リターン [-25, +25 days] が平均で 6.5%と、Klein & Zur (2006)よりも低めの結果が出た (2004、2005 年の 110 のヘッジファンドによる 374 のサンプルが対象)。同論文はさらに、アクティビスト・ファンドの要求・提案のカテゴリー別に平均累積アブノーマル・リターンを算出している。それによれば、ファイナンス供与の提案 (成長ファイナンス、再生ファイナンスの両方) と (アクティビスト・ファンド又は第三者への) 企業売却の提案のリターンはそれぞれ 16.8%、10.4%と高かった。一方で、資本構成に関する提案 (レバレッジの拡大、配当・自社株買いの増加など) とコーポレート・ガバナンスに関する提案 (買収防衛策の撤回、CEO の解任、幹部報酬の見直し、取締役会の構成変更など) のリターンはほぼゼロであった。株式市場からは、よりドラスティックな要求の方が企業価値を向上させるという評価を受ける傾向が読み取れる。

Greenwood (2007)では、ファンド・アクティビズムの累積アブノーマル・リターン [-10, +5 days] が平均で 3.5%とさらに低い数値が出た (1993 年から 2006 年までの 980 サンプルが対象)。980 サンプルの中に 139 のアクティビスト・ファンドによる 784 サンプルに加えて、38 の機関投資家アクティビストによる 196 サンプルも含まれていることが低いリターンの一つの理由であろう。また、同論文では、Brav et al. (2006)と同様、要求・提案のカテゴリー別の分析も行われているが、平均累積アブノーマル・リターンは、資産売却の提案、M&A への反対においては高く、資本構成の変更やコーポレート・ガバナンス改善の提案などにおいては低かった。更に興味深いのは、ターゲット企業が高いリターンを上げたのは、その後 1 年以内にターゲット企業が第三者に買収された場合に限られ、買収されなかった場合のリターンはゼロに近いという発見をしていることである<sup>13</sup>。相当の持分を保有するアクティビスト・ファンドにとっては、最終的にはターゲット企業が第三者に買収されるよう誘導し、買収プレミアムを獲得してエグジットするのが、リターンの最大化の観点からは望ましいということであろう。

図表 8 ファンド・アクティビズムの株式市場の評価

	ファンド アクティビズム	類似企業	機関投資家 アクティビズム
累積アブノーマル・リターン [-30, +5 days]	平均 7.3% 中央値 5.0%	平均 -0.3% 中央値 -0.0%	平均 4.3% 中央値 3.5%
累積アブノーマル・リターン [-30, +30 days]	平均 10.3% 中央値 8.9%	平均 2.9% 中央値 2.0%	平均 5.2% 中央値 6.8%

(出所) Klein & Zur (2006)より野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> 大量保有報告書 (スケジュール 13D) のファイリングから 1 年以内に買収された (又は買収の発表がされた) 233 のケースでは、1 年半後の累積アブノーマル・リターンが平均で 25%以上に達したのに対し、買収されなかった 578 のケースでは同 2.6%にとどまった。

## 2. 機関投資家等の定性的評価

多くの銘柄を保有する欧米の機関投資家は、コストがかかり過ぎるため行うのが難しい投資先への働きかけを代わりに行ってくれる存在として、アクティビスト・ファンドを概ね好意的に評価している。ファンドの投資家が公的年金等の機関投資家である場合も多い。ただし、委任状争奪戦などで株主の判断が求められる場合、実際に機関投資家の支持を得られるのは、アクティビスト・ファンドの要求が、投資先の企業価値向上にプラスの効果をもたらすと考えられる場合に限られる。その点、他の機関投資家は、アクティビスト・ファンドの提案の質を慎重に見極めると言える。例えば、アイカーン氏は、ブロックバスター（レンタル・ビデオ）のケースでは、委任状争奪戦の末、取締役会に3議席を獲得したが、モトローラ（携帯電話メーカー）やリア（自動車部品）のケースでは他の投資家からの支持をそれほど得られず、前者では取締役会の議席獲得に失敗し、後者では買収に失敗した。それから、長い間経営陣が株主を軽視していると見られている場合は、アクティビスト・ファンドの要求が支持される確率が高い。

## VIII 資本市場におけるアクティビスト・ファンドの役割と課題

以上、米国のアクティビスト・ファンドの実態について述べてきたが、彼らの活動が今後資本市場でどのような役割を果たすのか、また、課題はあるかについて述べて結びとしたい。

### 1. 新たなコーポレート・ガバナンスの担い手

米国では、公的年金等の機関投資家が株主としてコーポレート・ガバナンスの向上に重要な役割を果たしてきた。だが、機関投資家アクティビストの手法は、主に株主提案と経営陣との私的交渉であり、経営陣が要求を受け入れない場合、状況は改善されない。一方で、アクティビスト・ファンドの場合は、敵対的手法も場合によっては用いるため、経営陣や取締役会に与えるプレッシャーはより大きいと考えられる。件数の点ではまだそれほど多くないため、アクティビスト・ファンドが直接企業へ与える影響は限定的だが、企業がアクティビスト・ファンドのターゲットにならないように、ガバナンスの向上を心がけるといった間接的な効果は大きいと思われる。その点で、アクティビスト・ファンドは新たなコーポレート・ガバナンスの担い手として、一定の役割を果たすだろう。

### 2. 企業価値向上につながる意思決定の媒介役

企業の大事な意思決定の際には、その決定が企業価値を向上させる可能性が高いことを



経営陣が理解していても、様々なしがらみなどから、意思決定が抜本的であればあるほど、なかなか実際には決断できないことが多い。特に、会社が大きくなって成熟段階にある場合にこの傾向は顕著である。アクティビスト・ファンドはそのようなケースにおいて、経営陣の背中を押し、企業にとって必要な戦略決定の媒介役となることができる。

### 3. 敵対的な株主権の濫用者か、友好的な経営の指南役か

これまで見てきたように、アクティビスト・ファンドと一言で言っても、そのアプローチや戦術は様々である。だが、最近の傾向として言えるのは、敵対的アプローチが減少し、友好的アプローチが主流になってきていることである。これは、経営陣が以前よりもアクティビストの声に耳を傾けるようになったという事情に加えて、「敵対的なファンド」というレッテルを貼られることは、その後の投資活動の妨げになりうるからである。それよりも、友好的な経営の指南役としての評判を高めれば、ターゲット企業側からの反発が少なくなり、投資活動がしやすくなる。

### 4. ショートターミニズムの悪弊を助長するか

アクティビスト・ファンドの行動は、ショートターミニズム（短期利益追求主義）の悪弊を助長するという批判がある。公開株式市場では、一部の機関投資家などから常に短期利益追求のプレッシャーが強く、企業経営者が長期的な企業価値向上に資する戦略を取りにくいことがしばしば米国では問題として指摘されるが、アクティビスト・ファンドの脅威は経営者をさらに近視眼的にさせ、それは長期的な企業価値の減損につながるという批判である。具体的には、アクティビスト・ファンドが、ターゲット企業に対して巨額の特別配当を要求するなどして、短期的にリターンを得ようとするケースなどがある。だが、彼らの要求が短期利益の追求に過ぎないのか、長期的な株主価値向上のための助けとなるのかを要求の時点で判断するのは難しい場合がしばしばある。結局は、ターゲット企業の取締役会、及び株主が、アクティビスト・ファンドの提案を精査し、最善の選択をしていくことが重要である。その際に、彼らの判断をサポートする議決権行使助言サービス会社や投資銀行等の役割は、今後さらに重要性を増すだろう。

<参考文献>

- ❖ フランク・パートノイ／ランドール・トーマス「ヘッジファンドと金融イノベーション」  
(淵田康之／ロバート・ライタン編『新しい資本市場：商品と組織のイノベーション』東洋経済新報社、2007年、第2章)
- ❖ 光定洋介「海外のアクティビズムと日本への示唆」『証券アナリストジャーナル』2006年12月号
- ❖ Bratton, William W. (2006), “Hedge Funds and Governance Targets”, *Georgetown Law and Economics Research Paper*, No. 928689
- ❖ Brav, Alon, et al. (2006), “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, *ECGI Finance Working Paper*, No. 136
- ❖ Briggs, Thomas W. (2007), “Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 32, No. 4
- ❖ Clifford, Christopher (2007), “Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists”, *Working Paper Series*
- ❖ Gillan, Stuart L. & Starks, Laura T. (2007), “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, No. 1
- ❖ Greenwood, Robin & Schor, Michael (2007), “Hedge Fund Investor Activism and Takeovers”, *Working Paper Series*
- ❖ Haarmeyer, David (2007), “The Revolution in Active Investing: Creating Wealth and Better Governance”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, No. 1
- ❖ Kahan, Marcel & Rock, Edward B. (2006), “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper*, No. 06-16
- ❖ Klein, April & Zur, Emanuel (2006), “Hedge Fund Activism”, *ECGI Finance Working Paper*, No. 140
- ❖ OECD (2007), “The Implication of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Synthesis of Research about Private Equity firms and “Activist Hedge Funds””