

アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治 ～「所有と経営の分離」の終わりの始まり?～

みずほ証券経営調査部上級研究員
田村 俊夫

Summary

要約

- 米国でアクティビスト・ヘッジファンドが猛威を振るっている。もはやアップル、マイクロソフト、プロクター&ギャンブルといった時価総額最大級の企業でさえ、アクティビスト・ヘッジファンドの射程から逃れられない。その背景には、大手年金をはじめとする機関投資家が、資金、議決権の両面からアクティビスト・ヘッジファンドの活動を本格的にサポートし始めたことがある。
- 上場企業における「所有と経営の分離」は、機関投資家への株式保有の集中にもかかわらず、経営介入のコスト負担問題から、長らく実態として継続していたが、洗練されたアクティビスト・ヘッジファンドの台頭がその構図を変えつつある。機関投資家の資金流入でファンドサイズが巨大化したアクティビスト・ヘッジファンドは、集中投資のバリュー投資家としての特性と相俟ってコスト負担問題を解決し、機関投資家のエンゲージメント活動の「エージェント」として影響力を増している。機関投資家の議決権の影響力をアクティビストが覚醒させたことにより、会社の経営方針をめぐる株主の影響力が増しつつあり、「所有と経営の分離」は修正を迫られつつある。
- 経営者の側も、このような大局観を踏まえただうえで、アクティビスト・ヘッジファンドに対処していく必要がある。アクティビストの洗練度上昇や実証研究の結果により、もはや「企業の長期的利益を害する短期志向」とのレッテル貼りでは投資家の共感を得ることが難しい。アクティビストの提案を受けた場合、取締役会は提案内容自体に即して、それが本源的な株主価値にプラスになるか虚心坦懐に検討する必要がある。さらに平時から、アクティビストの目で自社の弱点を検討する事前対応が重要になる。
- 多くの日本企業にとって、ソニーの事例はあるものの、アクティビスト・ヘッジファンドの台頭は未だ「対岸の火事」と思われるかも知れないが、機関投資家の投資活動は国境を越えており、今後の情勢には注意が必要である。さらに進んで、アクティビストの視点を「鏡」として自社の経営方針を厳しく再検討することは、単なるアクティビスト対策を超えて、自社の経営体質強化と株主価値向上に資するものと思われる。

I. はじめに

スティール・パートナーズとブルドックソース事件

本誌が創刊された 2006 年 10 月、アクティビスト・ヘッジファンドのスティール・パートナーズが、明星食品への TOB を開始した。その後、ホワイトナイトとして登場した日清食品の対抗 TOB に乗じて保有株を売却し、スティールは多額の利益を得た、翌 2007 年の 2 月にはサッポロホールディングスに買収提案を行い、さらに 2007 年 5 月、ブルドックソースに対する TOB を開始した。これに対してブルドックソースは、6 月の株主総会でポイズンピル発動の承認を受け、スティールの持分を強制的にキャッシュアウトする手続きを開始した。

スティールは手続きの仮差し止めを求めて提訴したが、東京地裁、東京高裁、最高裁ともスティールの訴えを棄却した¹。特に東京高裁決定は、スティールを「濫用的買収者」と断定して注目を浴びた²。東京高裁はその根拠として、以下のよう

「・・・対象企業の経営には特に関心を示したり、関与したりすることもなく、当該会社の株式を取得後、経営陣による買収を求める一方で突然株式の公開買付けの手続に出るなど、様々な策を弄して、専ら短中期的に対象会社の株式を対象会社自身や第三者に転売することで売却益を獲得しようとし、最終的には対象会社の資産処分まで視野に入れてひたすら自らの利益を追求しようとする存在といわざるを得ない。」

これが、アクティビスト・ヘッジファンドに対する当時のわが国における一般的な印象であろう。ソース事業についてほとんど知見がないことを自認し、買収後の経営方針もなく、事前の経営陣との対話や経営方針、取締役の選任等に関する具体的な提案もなく、突然ファクシミリで TOB 実施を通告してきたスティールの行動様式が、このような印象形成に寄与したことは想像に難くない。

サード・ポイント

その後、2008 年の世界的な金融経済危機の影響によりスティールが日本での活動を大幅に縮小するなど、アクティビストの存在感は薄らいだが、2013 年 5 月、米有力アクティビスト・ヘッジファンドのサード・ポイントが、ソニー株式を大量に取得し、エンタテインメント事業の分離上場を提案して大きな反響を呼んだ。

米国ではアウトサイダーの気味があったスティールに対し、サード・ポイントは屈指の大手ファンドであり、既に米ヤフーの経営者交代などで実績をあげていた。ローブ CEO から平井社長へのレター³の形でまとめられたソニーへの提案内容は、市場に価値が十分に評価されていないエンタテインメント部門の株式 15-20%を株主割当てで上場し、上場会社としての規律と（ストックオプション等の）インセンティブを与えることでエンタテインメント部門の強化を図るとともに、ソニー本体のエレクトロニクス事業を選択と集中により強化するというものである。

ローブ CEO は平井社長と面談し、提案内容を 15-20 枚のプレゼンテーション資料を使って説明しており、全般に「経営陣に期待する」という友好的かつ建設的なスタンスを維持しているが、仮に提案無視という態度であれば、株主として「代替的な手法」も検討すると示唆した。これに対してソニーは、外部財務アドバイ

¹ ブルドック事件東京地裁決定（平成 19 年 6 月 28 日）、東京高裁決定（平成 19 年 7 月 9 日）、最高裁決定（平成 19 年 8 月 7 日）。

² 最高裁決定では、「濫用的買収者」か否かの判断を回避している。

³ <http://online.wsj.com/public/resources/documents/ThirdPointLettertoSony.pdf>

ザーも起用して取締役会で検討を行い、2013年8月に「シナジー促進のためにもエンタテインメント事業の100%保有継続がソニーの利益になる」と返信する一方、エンタテインメント事業の価値が市場に十分認識されていないとの批判に応じて、2013年度第2四半期より同事業の情報開示を充実させることを公表した。サード・ポイントは当面は静観に転じているが、一部株式の名義書換を行っている。

ソニーの件をブルドックソースと比較すると、アクティビスト・ヘッジファンドの洗練度に明らかな違いが見られる。ソニーへの提案活動は、現在米国を席卷し、世界に広まりつつあるアクティビスト・ヘッジファンドの活動活発化の一端であり、氷山の一角にすぎない。このような洗練度を増したアクティビスト・ヘッジファンドの活動は、機関投資家のエンゲージメント強化を求める世界的な潮流と相乗して、「所有と経営の分離」の前提を突き崩し、資本市場を通じて上場企業の企業統治上の地殻変動をもたらす可能性を秘めている。

本稿は、このヘッジファンド・アクティビズムの新潮流の実態を分析し、経営者と株主の関係の変化という歴史的な脈からその意義を解明することを目的とする。

Ⅱ. アクティビスト・ヘッジファンドの興隆

1. 米国におけるアクティビスト・ヘッジファンドの影響力増大

2013年はアクティビスト・ヘッジファンドの年に

2013年は、米国でアクティビスト・ヘッジファンドが企業統治の主役に躍り出た年だった。プロクター&ギャンブルやサンドリッジ・エナジーでCEOが辞任し、ティムケンやオイル・ステーツは会社分割や事業分離に追い込まれた。デュポンはアクティビストの株式取得後に「自発的」に事業分離を決定し、ペプシコも会社分割要求に直面している。アップルには巨額の保有現金の株主還元を求める圧力が高まっており、すでに同社は自社株買いの大幅増額を表明している。そして最も世間を驚かせたのは、マイクロソフトがわずか0.8%の株式を保有するアクティビスト・ヘッジファンドからの取締役受入れを表明したことである。オフィス・デポ、ヘス、エア・プロダクツなど多くの会社がアクティビスト・ヘッジファンドから取締役を受け入れ、特にヒューレット・パカードでは、アクティビスト代表が取締役会の暫定会長に就任している。

機関投資家アクティビズムとの差異

1990年代からカリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）等の機関投資家を中心に盛んになった株主アクティビズムは、主にガバナンス「体制」の変革に主眼があった。特に近年は、取締役の期差選任制の撤廃や取締役会会長職とCEO職の分離、経営陣の報酬に関する議案が目立つ。これらは株主の利益を擁護するための提案であるが、会社の特定の事業・財務戦略的な経営方針に関わるものではない。これに対して、2000年代半ばから存在感を急速に増しているヘッジファンドによる株主アクティビズムは、企業経営の中身そのものにまで踏み込んで、株主価値向上のための経営方針の変更を求めることが特徴的である。

図表 1. 2013 年の主なアクティビスト活動

ターゲット企業	アクティビスト	要求	結果
Agrium (カナダ、肥料メーカー)	JANA Partners	株主還元強化、会社分割 (リテール事業の分離)	部分的成功 (委任状争奪戦での会社勝利後、配当 50%増額、CEO 交代を決定)
Air Products (米、工業用ガス)	Pershing Square	N.A.	株主側取締役 2 名選任、CEO 交代発表→株主側が新 CEO 選定関与
Apple	Greenlight Capital Carl Icahn	巨額の保有現金の株主への還元	部分的成功→継続中 (自社株買い大幅増額)
Dell	Carl Icahn Southeastern AM	創業 CEO らによるバイアウトへの対抗提案	部分的成功 (買収金額増額)
DuPont	Triam Fund Management	会社の分割	部分的成功 (機能化学品事業のスピンオフ)
Health Management Associates (米、病院経営)	Glenview Capital	取締役全員の交代 (経営方針批判)	成功
Hess (米、石油・天然ガス大手)	Elliott Management	会社の分割	部分的成功 (株主側取締役 3 名選任)
Hewlett-Packard	Relational Investors	N.A.	株主側代表が取締役に就任 (その後、暫定会長に就任)
Microsoft	ValueAct	N.A.	株主側取締役 1 名受入れ、CEO 交代発表、株主還元増額
Office Depot (米、文具・オフィス用品大手)	Starboard Value	経営方針見直しのための自派取締役の選任	成功 (株主側取締役 3 名選任)
Oil States International (米、油田関連サービス大手)	JANA Partners Greenlight Capital	エネルギー関連仮設住宅運営事業の分離	成功 (同事業のスピンオフ)
PepsiCo	Triam Fund Management Relational Investors	飲料事業の分離と菓子大手モンデリーズ買収	継続中
Procter & Gamble	Pershing Square	CEO 交代 (経営方針批判)	成功
SandRidge Energy (米、石油・天然ガス探査会社)	TPG-Axon	CEO 交代 (経営方針および身内取引批判)	成功
Sotheby's (米、オークション大手)	Third Point Triam Fund Management	CEO 交代 (経営方針批判)	継続中
Timken (米、ベアリング・特殊鋼大手)	Relational Investors CalSTRS	ベアリング事業と鉄鋼事業の分離	成功 (両事業の分離決定)
Vivus (米、創薬ベンチャー)	First Manhattan	新薬販売方針を批判し、取締役会刷新を要求	成功 (CEO 交代、取締役過半数掌握)

(出所) 諸種資料をもとにみずほ証券経営調査部作成

図表 2. アクティビスト・ヘッジファンドの主要アジェンダ (2012 年)

テーマ	ターゲット社数
自派取締役の選任	58
会社売却	28
事業売却・スピンオフ	26
CEO・他取締役の解任	23
自社株買い	16
ポイズンビル撤廃・修正	11
事業構造の変革	10
報酬問題	9
テイクオーバー	8

(出所) Activist Insight, Shareholder Activism Review 2012 (January 2013)をもとにみずほ証券経営調査部作成

アクティビストの主要アジェンダ アクティビスト・ヘッジファンドの主要アジェンダで最も多いのが「自派取締役の選任」である（図表 2）。これには、1 名ないし少数の取締役を送り込んで取締役会の議論に影響を与えようという場合から、取締役会の多数を掌握して経営支配権を取得しようとする場合まである⁴。「CEO・他取締役の解任」とともに「人」を通じて経営方針の変更を迫ろうという方策である。具体的な経営施策の提案として多いのが、会社売却、事業売却・スピノフ、事業構造の変革、自社株買い等の株主還元である。これらは、自派取締役の選任や CEO 等の解任とセットで提示されることも多い。

2. なぜアクティビスト・ヘッジファンドの影響力が増しているのか

アクティビストの高い成功率 最近のヘッジファンドによるアクティビスト活動は、高い成功率を誇っている。調査機関 Activist Insight によれば、2010 年から 2013 年第 2 四半期の間のアクティビスト活動のうち、約 7 割が成果（成功、部分的成功、合意成立）を挙げている⁵。個別事例をみても、図表 1 に示されるように、多くの大企業相手にアクティビスト・ヘッジファンドが成果を収めている。

時価総額最大級の企業もターゲットに つい数年前まで、アクティビスト・ヘッジファンドの標的は、時価総額の比較的小さい企業が中心であった。なぜなら、ファンドサイズの制約から、支配権に影響を及ぼすほどの 5-15%の株式を取得できる企業は、時価総額の小さい企業に限られていたからである。しかし、いまやアップルやマイクロソフトをはじめとする時価総額世界最大級の企業ですら、アクティビスト・ヘッジファンドの射程圏内に入るようになった。なぜそのようなことが可能になったのだろうか。その背景には、機関投資家のスタンスの劇的な変化がある。

大手年金等の資金流入 第一に、好調なパフォーマンスに引き寄せられて大手年金等の資金が流入し、アクティビスト・ヘッジファンドのサイズが増大している。たとえば、マイクロソフトに取締役会を送り込む権利を得たバリューアクトは、2000 年の創業だが、2007 年には資金量が 15 億ドルに達し、2013 年第 1 四半期には 110 億ドルまで巨大化している⁶。

機関投資家の支持 第二に、従来アクティビストと共同歩調を取ることに消極的だった機関投資家が、提案内容如何ではアクティビストの主張を積極的に後押しするようになった。バリューアクトは約 20 億ドルを投じてマイクロソフト株式を取得したが、それでも持株比率は 0.8%にすぎない。それにもかかわらずマイクロソフトがバリューアクトを真剣に扱わざるを得ないのは、その主張が多く機関投資家の支持を得る可能性があるからである。

このように、機関投資家は、資金、議決権の両面でアクティビスト・ヘッジファンドをバックアップし、「ダブル・レバレッジ効果」により、アクティビスト・ヘッジファンドの影響力を急速に増幅させている⁷。

⁴ 特に取締役会全員の入れ替えをボードスピル (board spill) という。

⁵ Activist Insight, Activism Monthly (October 2013)

⁶ “Activist Investor Stymies Advanced Medical Offer,” Orange County Business Journal (7/30/2007), Hedge Fund Alert, “Top 200 Hedge Fund Managers” (2013/4/17)

⁷ また、機関投資家の圧力による期差選任制の撤廃は、アクティビスト・ヘッジファンドの究極の武器である委任状争奪戦の威力を増している。期差選任制の撤廃は 2000 年代の株主提案の主要議案のひとつであり、株主総会でも機関投資家の強い支持を集める傾向がある。この結果、S&P500 で期差選任制を維持している企業は、いまや 12%未満にまで減少している。Sullivan & Cromwell, “Adjusting to Shareholder Activism” (2013/8/22)

大企業をターゲットとすることの合理性

ファンドサイズの増大は、大企業をターゲットとする合理性を増している。一流のアクティビストは詳細なファンダメンタル分析に基づいたバリュート投資を基本とし、比較的少数の企業に集中投資する。したがって、ファンドサイズが大きくなるにつれ投資先の平均サイズは大きくならざるを得ない。しかも大企業は株式の流動性が高く、株式の取得・処分も比較的容易である。また、大企業はニュースバリューが高く注目を集めやすいため、書簡の公表などマスメディアを利用して、ローコストで他の株主に主張を伝え取締役会に圧力をかけることが可能である。株主構成上も、洗練された機関投資家の比率が高い傾向があり、持株比率 5% 未満でも機関投資家の支持があれば大きな影響力を持つことができる。

コスト負担問題の解消

ファンドサイズ、ターゲットサイズの増大は、従来株主アクティビズムの制約となっていた「コスト負担問題」も解消する。委任状争奪戦を頂点とするアクティビスト活動には、内部の調査費用を別としても、弁護士、会計士、委任状勧誘、パブリック・リレーション等、多額の費用がかかる。これらをアクティビストはすべて負担するが、株価上昇や高値による会社売却のメリットは全株主が享受する。つまり、他の株主はアクティビスト活動に関してフリーライダーとなっているのである。したがって、持株比率 10% の場合、10% 分の利益を得るために 100% 分のコストを負担することになり、極端に有利な機会でなければなかなかアクティビズムはペイしないと従来は考えられてきた⁸。

しかし、集中投資と規模の増大はコスト負担問題を解決する。ターゲットサイズが大きくなってもアクティビスト活動経費はそれに比例して増加するわけではない。したがって、アクティビスト経費の運用資産に対する比率は小さくなり、フリーライダー問題によるロスも収益機会の大きさに比べて問題にならなくなる。もちろん、アクティビスト活動を成功させるためには詳細なファンダメンタル分析とバリューアップ機会の見定めが必要になるが、それはアクティビスト活動を行わないファンダメンタル系のバリューファンドも通常行っていることである。

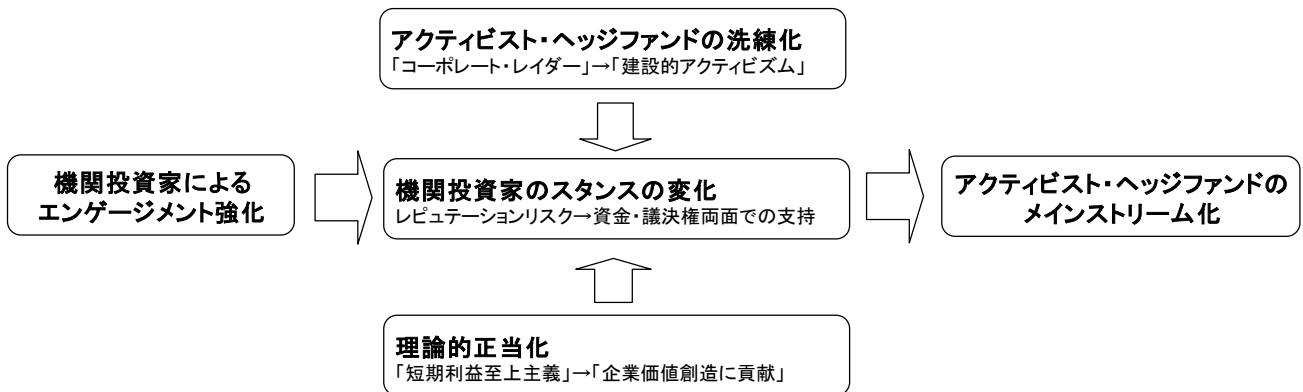
しかも、アクティビスト・ファンドは、全投資先に対してコストをかけるわけではない。水面下の経営陣・取締役との対話（エンゲージメント活動）で目的を達することができれば、コストのかかる公然たるアクティビスト活動までエスカレーションする必要はない。選択的なアクティビスト活動で示威的な成果を収めた実績があれば、多くの投資先はできるだけ水面下の合意の道を探ろうとするだろう。したがって、アクティビスト活動費の運用資産全体に対する比率はさらに低下する。いまやアクティビズムがペイする環境が整ってきたのである。

機関投資家のスタンス変化の理由

それでは、なぜ機関投資家のスタンスが変わってきたのだろうか。そこには、(1) アクティビスト・ヘッジファンドの洗練度の上昇、(2) 機関投資家のエンゲージメント活動強化の流れ、そして(3) アクティビスト・ヘッジファンドの役割の理論的正当化が相乗的に寄与している。本稿では、以下第Ⅲ、Ⅳ章で洗練化するアクティビスト・ヘッジファンドの実態を明らかにし、第Ⅴ章で機関投資家とアクティビスト・ヘッジファンドの関係深化の原因を探り、第Ⅵ章では、アクティビスト・ヘッジファンドの役割をめぐる理論的・実証的論争の動向を紹介する。第Ⅶ章では、企業側として洗練化したアクティビスト・ヘッジファンドに如何に対処すべきかを検討し、最後に第Ⅷ章で本稿の議論を総括する。

⁸ Brandes Institute, “Creating Value Through Activism: Opportunities and Obstacles”

図表 3. アクティビスト・ヘッジファンドのメインストリーム化



(出所) みずほ証券経営調査部作成

Ⅲ. アクティビスト・ヘッジファンドの素顔

1. 洗練化するアクティビスト・ヘッジファンド

アクティビスト・ヘッジファンドの
メインストリーム化

昨年 12 月、ワシントン DC で開かれた企業統治に関するコンフェレンスで、SEC のホワイト委員長は“アクティビスト”という名前が極めて否定的なニュアンスを持っていたのはそれほど昔のことではないが、今では必ずしもそのような見方はされていない」と述べ、株主アクティビズムを肯定的に評価した⁹。2013 年は、アクティビストに対する機関投資家や学者・専門家の肯定的な評価が否定的な評価を凌駕する潮目変化の年となった。株主アクティビズムは信用度を増し、株主が会社の経営方針に影響を与える実効性のある手法として、日陰の存在からメインストリームの存在に成長した¹⁰。そのような変化をもたらしたのは、アクティビスト・ヘッジファンドの洗練度の上昇である。

かつてのイメージ

かつてのアクティビストの典型的なイメージは、短期利益志向で事業内容の理解は浅く、株価に反映されていないターゲットの保有する現金や資産を目当てに株式を取得し、突然、経営陣に巨額の特別配当や自社株買いの要求を突きつけ、あるいはホワイトナイトを引き出して高値で売り抜けるために（部分）公開買付けを仕掛けたりするというものであった。しばしば、会社に（市場価格を上回る）高値で株式を買い取らせるグリーンメール行為を行い、会社や他の株主の犠牲のもとに私益を図る存在とみなされていた。

新世代のイメージ

これに対して新世代の洗練されたアクティビスト・ヘッジファンドは、プロフェッショナルで一流投資銀行と遜色ないレベルの人材をそろえている¹¹。銘柄選択は、グラハム、バフェットの流れをくむ本格的なバリュー投資の分析に基づく。提案

⁹ “SEC Chair White touts benefits of shareholder activism,” *Reuters* (2013/12/3)

¹⁰ Naom Noked, “Activist Shareholders in the US: A Changing Landscape” (2013/6/28), at <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/06/28/activist-shareholders-in-the-us-a-changing-landscape/>; Katz & McIntosh [2013]

¹¹ Martin Lipton, “Dealing with Activist Hedge Fund” (2013/11/21), at <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/11/21/dealing-with-activist-hedge-funds-2/>

内容は豊富な業界知見と事業・財務両面からの深い分析に支えられており、単なる金融技術にとどまらない戦略的かつオペレーショナルな株主価値創造を目指すものとなっている。公然たる対決よりも水面下での説得を好み、経営陣との対話と相互理解を通じた経営方針の転換を目指す。必ずしも単独で影響力のある持分を取得することに固執せず、提案自体の説得力を通じて機関投資家の支持を得ることを重視する。すべての株主のために価値を生み出すことを鉄則とし、企業価値向上による株価上昇を通じて既存株主と利益を分かち合うことを目指す。

以上は典型例である。実際には個別のファンドによりそのスタイルにはバリエーションがあり、過渡的な存在のファンドもある。以下、本章では2013年に活躍した代表的なアクティビスト・ヘッジファンドの素顔を紹介する¹²。過渡的な存在であるアイコンから新世代の典型例にきわめて近いバリューアクトまでスタイルは様々であるものの、全般的に上記新世代の傾向が支配的になりつつあり、そのような傾向のファンドが大手機関投資家の支持を集めている。

図表4. 代表的なアクティビスト・ヘッジファンド

ファンド名	設立	AUM	主要人物	生年	最近の主要ターゲット
Elliott Management	1977	\$32 billion	Paul Singer	1944	Hess, BMC Software
Icahn Associates (Icahn Enterprises LP)	1985	\$17 billion	Carl Icahn	1936	CVR Energy, Dell, Apple
Pershing Square Capital Management	2004	\$13 billion	Bill Ackman	1966	Canadian Pacific, J.C. Penney, Procter & Gamble, Air Products
Third Point	1995	\$12 billion	Daniel Loeb	1961	Yahoo!, Sony, Sotheby's
Greenlight Capital	1996	\$12 billion	David Einhorn	1968	Oil States International, Apple
ValueAct Capital	2000	\$11 billion	Jeffrey Ubben	c.1961	Microsoft
Glenview Capital Management	2000	\$10 billion	Larry Robbins	c.1970	Health Management Associates
Relational Investors	1996	\$6 billion	Ralph Whitworth	1955	Occidental Petroleum, Timken, Hewlett-Packard
JANA Partners	2001	\$5 billion	Barry Rosenstein	c.1960	McGraw-Hill, Oil States International, Agrium
TPG-Axon Capital Management	2005	\$5 billion	Dinakar Singh	c.1969	SandRidge Energy
Triun Fund Management	2005	\$5 billion	Nelson Peltz	1942	Ingersoll-Rand, PepsiCo, Sotheby's, DuPont
Starboard Value	2011	\$1.6 billion	Jeffrey Smith	c.1972	AOL, Office Depot

(出所) 諸種資料をもとにみずほ証券作成

(注) AUM は、Hedge Fund Alert, "Top 200 Hedge Fund Managers" (2013/4/17)の2013年第1四半期 Gross AUM。ただし、Icahn Associates, Relational Investors, JANA Partners, Starboard Value については、諸種報道資料等による。

イベント・ドリブン型のバリュー投資

現代の代表的なアクティビストのほとんどはヘッジファンドの形態を取っている。イベント・ドリブン型のバリュー投資が基本であり、割安にミスプライスされた株を買って利益をあげる。しかし、いつまでもミスプライスが修正されなければ利益を上げられない。そこで市場がその株式の価値を見直しミスプライスが修正される契機、すなわち「カタリスト（触媒）」が重要になる。アクティビスト・

¹² 以下、各ファンドの概要は Hedge Fund Letters (<http://www.hedgefundletters.com/>)、ファンド HP、その他報道記事等の公表資料による。

ファンドは、経営陣との対話や公然たる対決を通じて経営方針の変更を迫ることにより、自らカタリストを作り出すことが特徴である。

現代的アクティビスト・ヘッジファンドの中にも、強引なパブリシティに訴える攻撃的なファンドもあれば、水面下での経営陣との対話を重視するエンゲージメント重視のファンドもある。また、マスメディアへの露出が多いスターファンドマネージャーの率いるハイプロファイル型のファンドもあれば、メディアへの露出が抑制的なロープロファイル型のファンドもある。

ハイプロファイル型

ハイプロファイル型の代表格であるパーシング・スクエア、サード・ポイント、グリーンライトなどは、ロング・ショート、グローバル・マクロなど従来型のヘッジファンド戦略にアクティビズムを加味した、ヘッジファンドらしいヘッジファンドである。パーシング・スクエアは香港ドルの為替投機なども行っているし、サード・ポイントはアベノミクスによる日本円下落に賭けた日本マクロ戦略で大きな利益をあげている。アクティビズムはマルチ・ストラテジーのひとつであるロング・ショート／イベント・ドリブン戦略におけるカタリスト創出のツールという位置づけである。丁寧に水面下の対話を積み重ねるよりも、比較的早期に公開書簡等によるパブリシティに訴える「劇場型」の傾向もみられる。バリュー分析の結果、割高とらんだ株式については、大胆なショート・ポジションを取り、その事実を公表して株価下落を狙うこともある。

ロープロファイル型

それに対して、ロープロファイル型（リレーショナル、バリューアクトなど）は、概してロング・バイアスが基本で、あくまで企業価値向上による株価上昇狙いが本筋である。徹底的なファンダメンタル分析によるバリュー投資を基本とし、投資期間は比較的長い。水面下でのエンゲージメント活動による経営陣との協働を重視し、やむを得ない場合にのみ公然たるアクティビズム活動に移行する¹³。よりPEファンド的なアプローチのアクティビスト・ヘッジファンドである。

2. 従来のアクティビストのイメージに近いプレイヤー

2-1. アイカーン・アソシエイツ (Icahn Associates)

カール・アイカーン

カール・アイカーンは最も有名なアクティビストであるが、同時に最も特異な存在でもある。アクティビストにコーポレート・レイダーのイメージが重ねられる一因は、ピケンズ、カーコリアン、ペレルマンらと並ぶ1980年代の代表的なコーポレート・レイダーの一人であるアイカーンが、2000年代に入ってから「アクティビスト」に装いを改めて、再び活発に活動しているからであろう。

アイカーンがこれまでに手がけた会社は、RJR ナビスコ、テキサコ、フィリップス石油、ガルフ&ウェスタン、ヴァイアコム、USX、タイムワナー、韓国たばこ公社など多岐にわたる。最近では、2012年に、敵対的公開買付けによりCVR エナジーの経営権を取得したりしているが、特に2013年に入って、デルやアップルに対するアクティビスト活動で、「アイカーン健在」を強く印象づけている。

アイカーンは、2013年2月に公表されたデルのMBOに対し、大手資産運用会社でデルの大株主であるサウスイースタン・アセットマネジメントと組んで、手許現金と追加借入を原資に巨額配当を行うレバレッジド・リキャップ（資本構成変

¹³ この分類は類型的なものであり、実際にはロープロファイル型といっても比較的早期に公然たるアクティビズムに移行するファンドもあるし、ファンドの成長や環境変化によりスタイルは変化する。

更)を提案して対抗した。アイカーン提案の実現性については疑問ももたれたが、結局、この提案が大きな契機となって、デルの MBO の買収価格が引き上げられた。また、2013年8月にはアップル株式の大量取得を明らかにし、アップル経営陣に対し保有現金のほぼ総額にあたる1500億ドルの自社株買いを求めている。

アイカーンの手法は、狙いをつけた会社の株式を大量に取得し、公開書簡やマスメディアを通じて巨額の株主還元や会社の身売りを迫り、委任状争奪戦や買収提案、訴訟などさまざまな手段で会社を揺り動かして「イン・プレイ」の状態に追い込み、要求を呑ませたり、ホワイトナイトを引き出すというもので、一般にイメージされているアクティビストの姿に近い。

しかし、現在のアイカーンは、1980年代にTWAの買収などで名を馳せたころのいわゆる「コーポレート・レイダー」のスタイルとは一線を画し、グリーンメール¹⁴など他の株主の犠牲のもとに自分だけが利得を得る方策は採らず、全株主の利益のための株主価値向上を標榜するなど、現代風「アクティビスト」的レトリックを取り入れている。2004年にヘッジファンドを設立したものの、2011年には外部投資家資金のほとんどを返還しており、基本的には自己資産と上場投資会社(Icahn Enterprise LP)による運用である。

このようにアイカーンは「コーポレート・レイダー」から「アクティビスト」への転身を果たしたものの、なおその手法には1980年代の匂いが濃厚に残っている。アイカーンは現在でもマスコミの注目を浴び続けているものの、基本的には前世代の生き残りであり、その注目度と影響力の大きさにもかかわらず、今後の株主アクティビズムの潮流を占ううえでは、例外的な存在と考えられる。

2-2. エリオット・マネジメント (Elliott Management)

エリオット・マネジメント
(ポール・シンガー)

エリオットはポール・シンガーの率いるニューヨークの老舗ヘッジファンドである。創業者のシンガーはハーバード・ロースクール卒業後、投資銀行で弁護士として働き、1977年にエリオットを創業した。エリオットは、TWA、MCI、ワールドコム、エンロンなど経営危機・破綻企業の債権投資で成功し、ハゲタカ・ファンドとして有名になった。300億ドル以上の運用資産を擁するエリオットにとって、アクティビスト投資はサイドビジネスに過ぎないが、その手法は、株式取得後に買収提案等で会社を揺さぶり、ホワイトナイトを引き出して高値で売り抜ける、かつてのアクティビストのイメージに近いものである。

2010年にはソフトウェア会社のノベルに買収提案を行ってPEファンドへの身売りを引き出した。2012年にはBMCソフトウェアの株式を取得して会社売却を迫り、取締役2名を送り込んで身売りに追い込んだ(2013年5月にペイン・キャピタルなどに買収される)。さらに2012年末、コンピュータに買収提案を行い、同社は提案を拒絶したものの、ホワイトナイトへの会社売却を模索している。

¹⁴ 敵対的買収や委任状争奪戦等を回避するために、会社(ないし会社関係者)がコーポレート・レイダーの保有する株式を市場価格を上回る高値で買い取る。会社が自社株を高値で買い取ると、他の株主の利益が害される。現在ではこのような「グリーンメール」はほとんど姿を消したが、市場価格でアクティビスト保有株式を会社が買い取るEXITは依然として存在する。2013年にも、アイカーン(Take-Two Interactive)、パーシング・スクエア(General Growth)、サード・ポイント(Yahoo!)などがこの方法で株式を売却している。アクティビスト側はブロック売却によるディスカウントを避けられ、会社側は株価下落を回避しつつアクティビストに退場してもらおうというメリットがあるが、既存株主には不満が残るEXIT手法である。“Companies, investors eye amicable divorce in share buybacks,” Reuters (2013/12/12)

2013年には、石油大手のヘスに会社分割を迫って委任状争奪戦を開始し、5月の株主総会前に和解が成立して取締役3名を送り込んだ。その後、ヘスは巨額の事業売却を立て続けに行っている。さらに2014年1月、今度は株式9%強を保有するネットワーク機器メーカーのリバーベッド・テクノロジーに総額32億ドルの買収提案を行っている。エリオットは「より高いオファーを排除しない」と明言し、ホワイトナイトによる高値買収を引き出す狙いを隠そうともしていない。

3. 新世代：ヘッジファンド色の濃いアクティビスト・ヘッジファンド

3-1. パーシング・スクエア（Pershing Square Capital Management）

パーシング・スクエア
(ビル・アックマン)

パーシング・スクエアは、ビル・アックマン率いるニューヨークのヘッジファンドである。創業者のアックマンは1992年、ハーバードのMBA取得後すぐに不動産投資のファンドを立ち上げ、2004年にパーシング・スクエアを設立した。最近の活動としては、カナディアン・パシフィック鉄道をめぐる委任状争奪戦や、JCペニー（米大手百貨店）への介入、ハーバライフ（米栄養補助食品メーカー）をめぐるアイコンとの闘争が有名である。

カナディアン・パシフィック鉄道は130年以上の歴史を持つカナダの名門企業である。パーシング・スクエアは同社株14%を取得し、経営陣の交代を求めて委任状争奪戦を仕掛けていたが、2012年5月の株主総会直前に、追い込まれた経営陣側が屈服し、CEOは辞任、新しく選ばれたパーシング・スクエア指名の取締役を中心にライバル鉄道会社の元CEOを招聘した。新CEOのもとでカナディアン・パシフィックの業績は大幅に改善し、株価はパーシング・スクエアが買収を始めた2011年から2013年10月までに約3倍に達している。

対照的に投資に失敗したのがJCペニーである。パーシング・スクエアは、業績不振で株価が低迷するJCペニー株を大量に取得し、ウルマンCEOの失政を攻撃して辞任に追い込んだ。後任には、取締役就任したアックマンが推す、アップル出身のジョンソンが就任したが、新CEOの戦略転換（高級化路線）は失敗、JCペニーは大幅に売上を落とし苦境に陥った。2013年4月、取締役会はジョンソンを更迭しウルマンがCEOに復帰、8月にはアックマンも取締役辞任を余儀なくされ、パーシング・スクエアは5億ドルの損失を出してJCペニー株を処分した。

プロクター&ギャンブルのCEO交代にも絡んでいる模様である。パーシング・スクエアは2012年に同社株を大量に取得、9月にはアックマンがマクドナルドCEOと会談し、詳細な資料を示して、過大なマーケティング費用等、経営方針を批判した。結局2013年5月にマクドナルドはCEOを辞任し、前CEOのラフリーが暫定CEOとして復帰した。同じく2013年には、22億ドルを投じて工業ガス世界大手のエア・プロダクツの株式9.8%を取得し、9月に同社に取締役2名を送り込むとともに、CEOの退任表明を引き出している。

3-2. サード・ポイント（Third Point）

サード・ポイント
(ダニエル・ローブ)

サード・ポイントは、ダニエル・ローブが率いるニューヨークのヘッジファンドである。創業者のローブは、コロンビア大学卒業後、PEファンド名門のウォーバーグ・ピンカスに入社。投資銀行のジェフリーズを経て、シティグループでジャンクボンドのセールスを経験し、バリュウ投資の基本を学んだ。1995年にサード・ポイントを設立。公開書簡等で経営陣を厳しく批判することで有名である。

金融危機後は主にデルファイやライオンデル・バセルなどディストレス投資に集中していたが、バリュー株として買ったヤフーの経営戦略（特に広告戦略の不備）に不満を募らせアクティビスト活動を再開、2012年5月、トンプソンCEOを学歴詐称問題で辞任に追い込み、取締役に就任した。後任にグーグルからスカウトしたマイヤーCEOの評判が高く、今年7月には成功裏に取締役に退任し、持株の2/3を売却している。2013年にはソニーへの投資で日本でも有名になったが、米国ではサザビーズ株を買い増し、経営方針を批判してCEOの交代を求めている。

3-3. グリーンライト・キャピタル (Greenlight Capital)

グリーンライト・キャピタル
(デイビッド・アインホーン)

グリーンライトは、デイビッド・アインホーンが率いるニューヨークのヘッジファンドである。創業者のアインホーンは、コーネル大学卒業後、投資銀行のドナルドソン・ラフキン・ジェンレットに入社、その後バリュー投資のヘッジファンドに転じ、1996年にグリーンライトを設立した。

グリーンライトは2012年、アップル株を取得し、積み上がった現金を株主に還元するために高額配当優先株のアイデアを水面下で打診した。しかし、アップルが優先株発行を困難にする株主総会議案を提示したため差し止め訴訟を起こし、2013年2月に勝訴した。同月、高額配当優先株のアイデアを公表し、アップル取締役会への圧力を強めた。アップルは2013年4月に、自社株買い計画を100億ドルから600億ドルに大幅増額することを発表した。その後、既述のようにアイカーンが大株主に浮上し、1500億ドルへの増額を求めているところである。

このようにグリーンライトは時にアクティビスト活動も行うが、大胆なショート・ポジションを取ることで有名で、リーマンブラザーズの破綻では、空売りにより巨額の利益をあげている。

4. 新世代：PEハイブリッド色の濃いアクティビスト・ヘッジファンド

4-1. バリュアクト・キャピタル (ValueAct Capital)

バリュアクト・キャピタル
(ジェフリー・アッペン)

バリュアクトはジェフリー・アッペンが率いるヘッジファンドで、サンフランシスコとボストンに拠点を置く。父親のティム・アッペンは、資産運用会社リンカーン・キャピタル・マネジメントを創業し、1999年の引退までに預り資産500億ドルまで成長させた、運用業界の巨人である。デューク大学卒業後、ノースウェスタン大学でMBAを取得、1987年にフィデリティに入社して即座に頭角を現し、4年後にはフィデリティ・バリュー・ファンドの運用責任者に就任、1997年の退社までに運用資産を5億ドルから10倍の50億ドルまで増やした。

しかし、ファンダメンタル分析によるバリュー投資の信奉者であるアッペンは、多くの銘柄に分散投資しなければならず個別銘柄について十分な調査の時間が取れないフィデリティでのファンド運用に限界を感じ、1997年、少数の企業を深く分析して大きなポジションを取る運用会社ブラム・キャピタルに転じた。2000年に独立して、バリュアクトを創設する。

バリュアクトは詳細な調査・分析に基づき、市場の動向にかかわらず経営改善により株主価値を創造できる少数の企業に慎重に投資する。当初は少額の投資を行って3-6ヵ月程度じっくりと観察し、会社やその事業、経営者の理解に努める。その後、株式を大幅に買い増して経営陣と強固な関係を築くか、投資を取りやめるかを決定する。年間の投資社数は3-4社程度で、保有期間は一般に3-5年程度

である。通常は大株主となり取締役会に1人代表を送ることを基本方針とする。

経営陣との関係においては、バリュアクトは「今日株を買って明日には騒ぎ立てる」というやり方を忌避する。そのようなやり方では経営陣と信頼関係を築くのが困難だからである。経営陣と建設的なエンゲージメントを行い、企業価値向上のためのコンセンサス形成を重視する。ただし、経営陣が問題から目を背けて真摯な対話を拒否する場合には、公然と戦うことも避けない。

このようなバリュアクトのアプローチの威力を示すのが、マイクロソフトの事例である。2013年4月、バリュアクトは約20億ドルのマイクロソフト株式保有を発表した。投資金額は巨額であるが、持株比率はわずか0.8%である。その後8月にマイクロソフトは突然、バルマーCEOが1年以内の退任を表明、その数日後にマイクロソフトはバリュアクトから取締役1名を受け入れる等の協力契約を締結したことを発表し、衝撃を与えた。バリュアクトは水面下でマイクロソフトと対話を重ねていたようであるが、その詳細は明らかにされていない。

4-2. リレーショナル・インベスターズ (Relational Investors)

リレーショナル・インベスターズ
(ラルフ・ホイットワース)

リレーショナルはラルフ・ホイットワースが率いるサンディエゴに本拠を置くヘッジファンドである。ホイットワースはジョージタウン大学ロースクールを卒業後、米国連邦上院議員の法務スタッフを務めていたが、1985年にTブーン・ピケンズのメサLPに入社し、1986年から1994年までピケンズが創設したUnited Shareholders Associationのプレジデントを務める。その後ピケンズと袂を分かち、1996年にリレーショナルを創設した。

ホイットワースはこれまで、スプリント・ネクステル、ジェンザイムなど多くの上場企業の取締役を務めている。会計スキャンダルで混乱に陥ったウェイト・マネジメントでは暫定会長に就任して事態を収拾、2013年4月にも過去の大型買収の失敗から株主の不満の標的となっていたヒューレット・パッカートのレイン会長の突然の辞任を受けて、同社取締役会の暫定会長に就任している。

ホイットワースは、投資先の取締役就任して、経営陣や他の取締役と建設的な対話を行い、説得によって経営の方向に影響を与えるのを基本方針としている。その結果、ジェンザイムのように会社売却(サノフィ・アベンティスによる買収)を自発的に選択する会社も出てくる。他方で、ホイットワースは必要であれば強硬手段を取ることも厭わない。ホーム・デポのナルデリCEOやスプリント・ネクステルのフォーシーCEOの追放にはホイットワースの関与が報じられている¹⁵、2010年には、オキシデンタル石油・イラニCEOの高額報酬を批判して、カリフォルニア州教職員退職年金基金と組んで委任状争奪戦を示唆し、CEO職辞任に追い込んでいる。ISSの創業者ロバート・モンクスも「建設的な株主アクティビズムの模範を示した」としてホイットワースを高く評価している¹⁶。

4-3. ジャナ・パートナーズ (JANA Partners)

ジャナ・パートナーズ
(バリー・ローゼンスタイン)

ジャナは、バリー・ローゼンスタインが率いるニューヨークのヘッジファンドである。創業者のローゼンスタインは公認会計士の資格を持ち、1984年にウォートンでMBAを取得したあとメリルリンチでM&A業務に携わるが、まもなく当時

¹⁵ “Meet H-P’s New Chairman: Activist Ralph Whitworth,” *Wall Street Journal* (2013/4/4)

¹⁶ “Courtly, Yes, but Against Corporate Excess” *New York Times* (2013/7/7)

コーポレート・レイダーとして有名だったアッシャー・エーデルマンの投資会社に転じ、アクティビストの手法を学んだ。その後、自ら設立した PE ファンドを経て、2001年にジャナを設立した。

ジャナの投資の基本は、ベンジャミン・グラハム流の徹底的なリサーチとファンダメンタル分析によるバリュート投資である。割安株に投資し、株価が修正されるカタリストを待つというイベント・ドリブン型のバリュートファンドであるが、単にカタリストを待つのではなく、積極的に経営陣と対話を行い経営改善策を話し合う。水面下での建設的な対話が基本方針だが、それでも解決しない場合には、公然と対決姿勢を取ることも辞さない。

ジャナを有名にしたのはマグロウヒルの会社分割である。マグロウヒルは教育・出版事業と金融情報事業を兼営していたが、ジャナはオンタリオ州教職員年金基金とともに、水面下で経営陣に両事業の分離を働きかけた。結局、2011年9月にマグロウヒルは、教育・出版事業をスピノフし金融情報事業に集中する方針を公表した¹⁷。2013年4月にはオイル・ステーツ・インターナショナルの株式9%取得を開示したが、その後7月に、同社はエネルギー関連仮設住宅運営事業のスピノフ計画を発表した。

4-4. TPG アクソン (TPG-Axon Capital Management)

TPG アクソン
(ディナカー・シン)

TPG アクソンはディナカー・シンが率いるニューヨークのヘッジファンドである。創業者のシンは1990年、エール大学卒業後、ゴールドマン・サックスに入社。アジア自己勘定投資部門で頭角を現してパートナーに昇格、その後、自己勘定投資戦略部門の共同代表を務め、2005年に独立してTPG アクソンを設立した。

2011年後半、TPG アクソンは石油・天然ガス探査会社のサンドリッジ・エナジーの株式取得を開始した。その後1年ほどは水面下の接触が行われていたものと思われるが、創業者・ワード CEO に不満を募らせたTPG アクソンは、首尾一貫しない戦略と財務規律の欠如、身内との不透明な土地取引を理由に、2012年11月、CEO 解任を求める書簡を公表した。これに対し経営陣は即座にポイズンピルを導入し、TPG アクソンは委任状争奪戦の意図を通告した。

その後、経営側は、さまざまな術策を用いてTPG アクソンの委任状争奪戦を阻止しようとしたが、2013年3月、デラウェア州衡平法裁判所は株主の自由な取締役選任を阻害する行為を厳しくとがめ、会社側敗訴の決定を下した¹⁸。すでに議決権行使助言会社大手のISSとグラス・ルイスもTPG アクソン支持を表明しており、追い込まれた経営陣は、TPG アクソンと和解契約を締結した。その結果、TPG アクソン指名の取締役4名が就任し、6月にはワード CEO が解任された。

4-5. スターボード・バリュー (Starboard Value)

スターボード・バリュー
(ジェフリー・スミス)

スターボード・バリューはジェフリー・スミスの率いるニューヨークのヘッジファンドである。共同創業者のスミスは、ウォートンの学部を卒業後、ソシエテ・ジェネラルのM&A部門に入社した。その後、事業会社の経験を経て、独立系証券会社コーウェン・グループ傘下でオルタナティブ投資を専門とするラミウスに入社した。2011年、ラミウスがアクティビスト・ヘッジファンド部門をスピノフ

¹⁷ 会社はその判断が株主の圧力によるものとの観測を否定している。

¹⁸ [Kallick v. SandRidge Energy, Inc.](#) (デラウェア州衡平法裁判所、2013/3/8)

フしてスターボード・バリューを設立したときにトップに就任している。

スターボードは設立間もない未だ比較的小規模なファンドであるが、すでに投資先企業の経営に大きな影響を及ぼしている。2011年12月、AOLの株式4.5%を取得したスターボードは、同社の成長戦略を批判する書簡を送付、翌2012年4月には委任状争奪戦を開始した。最終的に6月の株主総会ではAOLが勝利を収めたものの、総会直前にAOLは未活用特許資産のマイクロソフトへの売却と代金11億ドル全額の株主への還元、オンラインコンテンツ問題事業の黒字化確約、独立取締役2名追加の表明など、スターボードの要求の趣旨に沿う施策を自主的に実施した。その結果、AOLの株価は大幅に上昇した。

オフィス・デポの事例では、2012年9月、株式取得を公表し、書簡を送り経営改善策を求めた。翌2013年2月、オフィス・デポはオフィス・マックスとの対等合併を公表したが、スターボードは追及の手を緩めず、自派取締役の選任を求めて委任状争奪戦を開始した¹⁹。合併自体は7月の臨時株主総会で承認されたが²⁰、翌8月の定時株主総会の直前、(ISS、グラス・ルイスの株主側支持表明もあり) オフィス・デポとスターボードの間で合意が成立し、スターボード指名の取締役3名が選任された。その後、合併新会社のオフィス・デポ側取締役5名が決定したが、うち3名はスターボード指名取締役が横滑りした。新会社CEOについても、合併した両社CEOのいずれかが就任するものと目されていたが、2013年11月、スターボード指名取締役の関与のもと外部からCEOを迎えることで決着した。

4-6. トライアン・ファンド・マネジメント (Triam Fund Management)

トライアン
(ネルソン・ペルツ)

業界を熟知した大物実業家主導のファンドも活躍している。その代表格がネルソン・ペルツの率いるニューヨークのヘッジファンド、トライアンである。創業者のペルツは1942年の生まれで、ウォートンの学部を中退し父親の経営する食品会社で働き始めた。その後、トライアングル社を買収し、売上40億ドル以上(フォーチュン100社)の世界最大級の製缶企業に育て上げて、1988年に仏大手非鉄企業・ペシネーに売却した。1993年には経営危機に陥ったコングロマリット企業トライアーク社を買収し、優良飲料会社として蘇生させた。1997年にはクエーカー・オーツ社を買収して大失敗したアイスティー会社のスナップルを引き取り、業績を劇的に改善させた²¹。2000年にペルツは、スナップルを含む飲料事業を、英食品大手のキャドバリー・シュウェップスに15億ドルで売却した。

2005年、ペルツは外部投資家の資金も受入れヘッジファンド「トライアン」を創設し、事業家として豊富な経験を有する食品分野を中心に投資活動を開始した。2006年には投資先のハインツに委任状争奪戦を仕掛け、自身を含む2名の取締役を送り込むことに成功した。2007年にはキャドバリー・シュウェップスの株式3%を取得し、その後の同社による米国飲料事業のスピンオフに大きな影響を与えた模様である。2012年には総合機械メーカー、インガソルランドの株式7%を取得し、同社の取締役に就任、警備保障事業のスピンオフに導いた。2013年に入っ

¹⁹ オフィス・デポの業績改善のための詳細な分析と改善策を提示したホワイトペーパー、およびスターボード推薦取締役候補への支持を訴える投資家説明資料は、以下のURLで読むことができる。

http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/800240/000092189513001515/dfan14a06297104_08022013.pdf

http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/800240/000092189513001516/dfan14a206297104_08022013.pdf

²⁰ スターボードも合併自体には反対しておらず、賛成票を投じたものと思われる。

²¹ その経緯はハーバード・ビジネス・スクールのケーススタディ教材となっている。

でも、デュポンの株式を取得して機能化学品事業のスピンオフを後押しし、ペプシコに対しては飲料事業の分離による菓子事業への集中と菓子大手モンテリーズの買収を提言²²するなど、活発にアクティビスト活動を行っている。

ペルツは「オペレーショナル・アクティビズム」を標榜、その提言は主に事業のポテンシャルを引き出す方策を中心としており、経営者の近視眼的経営を批判して長期的な価値創造を重視する。分析内容は業界を熟知した精緻なものであり、ペルツの実業家および投資家としての実績と相俟って、しばしば機関投資家のみならず経営陣をも動かす説得力を持っている。ペルツ自身は実業家であるが、ファンドのスタッフはゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーをはじめとする一流投資銀行出身者で固められている。

4-7. 続々と登場する新規プレイヤーとオケーショナル・アクティビスト

第二世代の台頭

勃興期にあるヘッジファンド・アクティビズムの状況は未だ流動的であり、今後を占ううえで既存プレイヤーの過去の行動を分析するだけでは不十分である。既存プレイヤー自身も変化し続けており、新しいプレイヤーも続々と参入している。なかでも、有力アクティビストの下で修行を積み効果的なアクティビズムのスキルセットを習得した第二世代のファンドマネージャーが、より洗練されたスタイルで自らのファンドを立ち上げる動きが目立っている。

たとえば、アイカーンの右腕として活躍したキース・マイスナーは2011年にコルベックス・マネジメント (Corvex Management) を立ち上げ、2013年央で既に運用資産42億ドルに達している。同じくアイカーンと働いたアレックス・デナーは2013年にサリッサ・キャピタル・マネジメント (Sarissa Capital Management) を立ち上げている。また、パーシング・スクエア出身者では、元ファンドマネージャーのミック・マクガイアが2010年にマルカト・キャピタル・マネジメント (Marcato Capital Management) を立ち上げた。これらの第二世代は概して、戦闘的な第一世代よりも、静かで落ち着いた対話路線を好む傾向がある²³。

オケーショナル・アクティビスト

また、本来アクティビストではない既存のバリュウファンドが、投資先の価値向上のために時にアクティビズムの手法をツールとして使うケース (“Occasional Activism”) も散見されるようになってきた。アクティビズムの手法の洗練と社会的認知度の向上から、メインストリームのファンドや機関投資家も、必要に応じてアクティビズムに訴えることを躊躇しなくなっているのである。その典型例がファースト・マンハッタンによるヴィヴスに対する活動である。

ファースト・マンハッタンは1964年創業で、150億ドル (2013年6月末) を運用する資産運用会社である。ファンダメンタル分析に基づく長期保有のバリュウ投資で知られ、バークシャー・ハザウェイ株式の約2%を保有する大株主である。創業者でCEOのデイヴィッド・ゴッテスマンはウォーレン・バフェットの古くからの友人で、バークシャー・ハザウェイの取締役も務めている。普段は表立ったアクティビズムとは無縁の会社である。

しかし、投資先 (9.9%保有) のヴィヴスが、有望な新薬の上市に際し、大手医薬メーカーとの販売提携を行わずに自力での販売に固執して苦戦していたため、フ

²² トライアンによるペプシコ向けホワイトペーパーは、以下のURLで読むことができる。

<http://trianwhitepapers.com/wp-content/uploads/2013/07/TRIAN-White-Paper-PepsiCo.pdf>

²³ “The sophisticated activist,” [The Deal Pipeline](#) (2012/12/18)

ファースト・マンハッタンは2013年、経営方針転換のための取締役会刷新を求めて、委任状争奪戦を開始した。ファースト・マンハッタンは2008年の株式取得以来、この方針につき会社と議論を重ねてきたが、話し合いが決裂したためラスト・リゾートとして公然たるアクティビズムに訴え、他の株主の同調を求めたのである。

委任状争奪戦は両者の非難合戦にまで発展したが、サリッサ・キャピタルの側面支援やISSの支持も含め、株主の多数がファースト・マンハッタンに同調する情勢となったため、2013年7月、株主総会直前に両者の和解が成立し、CEOの交代と取締役11名中6名をファースト・マンハッタンが指名することが合意された。

このように、通常アクティビストと目されていない長期バリュウ投資型ヘッジファンドの中にも、投資先企業の経営陣に対する不満が高じ対話が機能不全になると、やむを得ず公然たるアクティビズムに及ぶケースが出てきている。アクティビズムは機関投資家の正当な手段として市民権を得つつあり、従来アクティビスト活動を行っていなかったファンドといえども、企業としては安心できない。

IV. アクティビスト・ヘッジファンドの手法

1. アクティビスト・ヘッジファンドの典型的な手法

アクティビスト・ヘッジファンドの手法は多種多様であるが、ここでは投資先企業に経営方針の変更を求める場合の、典型的なパターンを紹介する。

ターゲットの選定

まず、ターゲットの選定を行う。通常バリュウ投資と同様に、緻密なファンダメンタル分析により、株価が本源的価値を大幅に下回っている企業や、経営方針の変更により大幅な価値向上が期待できる企業を洗い出す。選定された企業につき、価値を向上させ株価を上昇させるための方策やカタリストにつき、内容・シナリオを詰める。さらに、機関投資家や株式アナリストと意見交換を行い、仮にアクティビスト活動を行った場合に支持が得られるかどうかも瀬踏みする。

株式の取得と公表

そのようにして選定された企業につき、水面下でまとまった株式を取得する²⁴。ファンドサイズとターゲットの時価総額も勘案して、投資額と取得比率の目標を設定する。5%以上の株式を取得する場合には、まず大量保有報告書を提出し、株式保有を公表してから経営陣と接触するのが基本である。時価総額が極めて大きい企業など、5%未満しか取得しない予定の場合には、経営陣との接触は、株式取得公表前の場合もあれば公表後の場合もある。

経営陣との面談

経営陣との面談に際しては、当初は口頭の議論から入ることもあるが、しばしば書簡や詳細なプレゼン資料（一般に「ホワイトペーパー」と呼ばれる）を示して、経営方針の変更につき議論を行う。経営陣との建設的な対話が行えれば、水面下のエンゲージメント活動を継続する。エンゲージメント重視型のファンドの場合、水面下のプロセスが相当期間継続することも珍しくない。ファンドは、経営陣との対話により経営の方向性をより価値創造的な方向に変えようとする一方、対話を通じてファンド側も認識を変化させることがある。ここまでは通常の機関投資家によるエンゲージメント活動と大きな違いはない。違いは最初から会社経営の方向性に関する具体的なビジョンを念頭に株式を取得している点である。

²⁴ 現金決済型トータル・リターン・スワップなどデリバティブを活用することもある。

公開アクティビスト活動への移行

このような水面下のエンゲージメント活動により経営陣と合意が形成されれば、経営方針の変更やファンドからの取締役受入れなどが公表される。また会社が「自発的」にアクティビストの問題意識に沿った施策の実施を公表することもある。しかし、会社との認識の溝が埋まらず、特に会社が対話を拒否して、ファンドからみて価値破壊的な経営方針を続けようとする、ファンドは対応をエスカレートさせ、公開アクティビスト活動に移行する。

これに対して、外部からの経営陣への圧力を重視する攻撃的なファンドの場合、経営陣に手交した書簡やホワイトペーパーを直ちにウェブサイトやマスメディアを通じて公表し、比較的早期に公開アクティビスト活動に移行することが多い。最初のアプローチは比較的ソフトでも、経営陣が提案を受け入れないと、状況に応じて経営陣を糾弾する公開書簡を公表するなど攻撃性をエスカレートさせ、さらには委任状争奪戦を示唆する。

公開アクティビスト活動の焦点は、機関投資家の支持を得るために如何に経営方針に関する主張内容を周知させるかである。特に、SEC開示が要請される大量保有報告書や変更報告書に便乗して、付属資料として書簡やホワイトペーパーを添付し、公衆の縦覧に供しマスメディアに報道させる手法は、アクティビストの常套手段である。こうやって株主の期待感を高め、経営陣に圧力をかける。

いざ対決モードに移行すれば、エンゲージ型のファンドも攻撃型のファンド同様に徹底的に戦う。経営陣がポイズンピルの導入や総会期日の操作など防衛的な動きを強めると、訴訟を提起して争う。この時点では、全面的な非難合戦に発展していることが多く、マスメディアでも盛んに報道される。

株主総会と委任状争奪戦

対決の天王山は株主総会である。経営方針の変更を目的とする場合でも、経営方針変更を求める株主提案（たとえばティムケンの株主総会で可決された会社2分割提案）の形を取ることは少ない。なぜならば、米国法上²⁵、会社経営方針の決定権は取締役会にあり、株主提案は勧告的決議にとどまるからである。したがって、アクティビスト・ヘッジファンドの活動は、最終的には、経営方針の変更・CEOの交代等を公約に掲げた取締役選任のための委任状争奪戦が本筋となる。

経営陣は総会の票固めのために機関投資家等の大株主を回り支持を訴えるが、同じ大株主にファンド側もアプローチする。特に会社の業績・株価が低迷していたり、ガバナンスに問題があったりすると、ファンドの主張に理解を示す株主が多くなる。そして、株主・機関投資家の理解を得やすい選り抜かれた取締役候補をそろえて、委任状争奪戦を開始する。ISSやグラス・ルイスなどの議決権行使助言会社にもアプローチし、支持表明のとりつけを経営側と争う。また大手年金等の機関投資家を味方につけ、場合によっては支持表明を出してもらう。

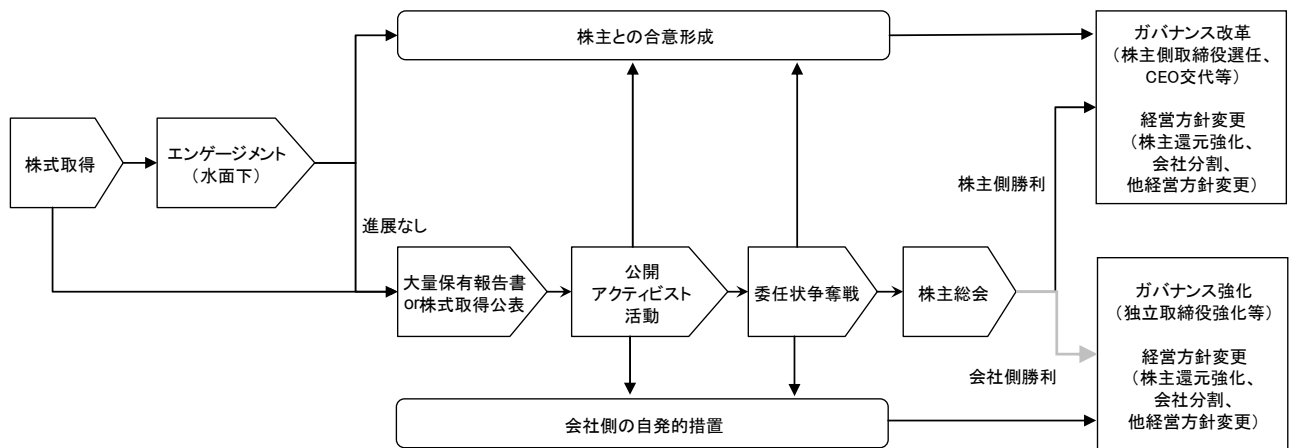
経営陣は株主総会の票読みの行方が混沌としてくると、しばしば「自発的」に大規模な株主還元や事業分離など、ファンドの要求を一部先取りするような施策を公表する。結果として、株主総会で会社側取締役がすべて選任され勝利を収めても、会社の自発的施策を歓迎して株価が上昇すれば、ファンドは大きな利益を得られる。株主総会での会社側形勢が不利な場合には、会社側はファンドとの妥協を模索し、スタンドスティル協定²⁶と引換えに、ファンド側候補を何人か取締役会

²⁵ 以下、「米国法」という場合、会社法について最も影響力の大きいデラウェア州法を中心に考える。

²⁶ 一定期間、株式の一定以上の買い増し、委任状争奪戦等の停止を約束すること。

に迎え入れることがある。ファンド側は取締役会内部の議論で経営改革の主張を展開し、最終的にファンドの目的が達成されることも多い。ただし、ファンドとしては取締役を送り込んでいる間は株式の売却が難しくなるので、投資期間が長くなることは覚悟する必要がある。

図表 5. アクティビスト・キャンペーンの典型的なプロセス



(出所) みずほ証券経営調査部作成

敵対的買収は例外的

なお、新世代のファンドが敵対的買収を行うことは稀であるが、アイカーンやエリオットなど従来型の場合、株式を取得した会社を「イン・プレイ」の状況に置くために公開買付けを仕掛けることもある。この場合、公開買付けの成功はファンドからみて好ましい結果ではない。なぜならホワイトナイトを引き出して高値で売り抜ける「呼び水」戦略が真の狙いであるからである²⁷。もし自分が買収に成功してしまうと、流動性のないポジションにロックインされ、EXIT までに時間がかかり、期間当りのリターンが低下するリスクが大きくなる。

2. ティムケンの事例

ティムケンの概要

ティムケン は、創業者のヘンリー・ティムケンが得たベアリング関係の特許を元に、1899年にベアリングメーカーとしてセントルイスで設立された。1901年に折から勃興しつつあった自動車産業の中心地に近いオハイオ州キャントン市（現本社所在地）に移転し、産業用部品メーカーとして成長した。1917年にはベアリング鋼材の内製化のため鉄鋼（特殊鋼）生産に進出して、垂直統合を果たした。

取締役会会長のワード・ティムケン・ジュニアは創業一族の5代目であり、父親（元会長兼CEO）およびその従兄弟も取締役を務める。社長兼CEOのグリフィスは生え抜きで2002年からCEOを務めている。2012年の業績は、売上50億ドル、当期利益5億ドル、ROEが22%の優良会社である。部門別売上は、ベアリング部門が34億ドル、鉄鋼部門が17億ドル（うち外販16億ドル）である。

²⁷ アイカーンがCVR エナジーに会社売却を求めたとき、会社側が応じなかったため公開買付けを仕掛けた。おそらくホワイトナイトの出現を期待したものと思われるが、結果的に2012年5月、買収に成功してしまった。そこでアイカーンはCVR エナジーをオークションで売却しようとしたが適切な買い手が現れず失敗した。もっともその後、CVR エナジーの株価が大幅に上昇したため、2013年10月現在で多額の含み益ポジションとなっている。

垂直統合と言いながら、現在では鉄鋼部門の内部売上比率は10%程度まで低下しており、外販主体となっている。他方、ベアリング部門も鋼材の他社調達を増やしており、内部依存度は低下している。世界的にベアリング大手で鉄鋼事業を兼営する会社はなく、最大手のSKF（スウェーデン）が2005-2006年に鉄鋼事業を合併化のうえ売却したこともあり、ティムケン社内でも何度かベアリング部門と鉄鋼部門の分離は検討されたが、結局、分離は見送られてきた。

カルスターズとリレーショナル

リレーショナルは、ファンダメンタル分析に基づき、ティムケンの株価はベアリング事業と鉄鋼事業の各々の価値の合計を反映しておらず、鉄鋼事業分離により株価は上昇すると確信して大量の株式を取得し、カリフォルニア州教職員退職年金基金（カルスターズ）と認識を共有した。カルスターズはティムケンの株式を15年以上にわたり保有している超長期投資家である。

事業分離の提案

リレーショナルは、2012年5月以降、ティムケン経営陣と2度にわたり面談して事業分離を提案したが進展がなかったため、11月28日、カルスターズと共同で大量保有報告書を提出し、その付属資料として経営陣に提示したプレゼン資料と事業分離を求める株主提案を公表した²⁸。しかし、会社側の反応は「事業分離は過去に何度か検討したが、両事業のシナジーに鑑みると分離は株主の利益に合わない」との短いプレスリリースを出したのみの冷淡なものだった。

ホワイトペーパーと会社側の反論

そこで株主側は、2013年2月末にかけて徐々に株式を買い増し、その変更報告書に乗じて、両者連名によるホワイトペーパーを開示した。この40頁以上にわたる詳細なプレゼン資料は、その後開設された専用ウェブサイトにも改訂版が掲載されており²⁹、事業分離を求める包括的な論拠となっている。これに対し会社側は、4月1日に株主側ホワイトペーパーに反論するプレゼン資料を公表し、その後立て続けに株主への公開書簡を送付して、5月7日の株主総会で株主提案を否決するように訴えた。最後の公開書簡では、株主に次のように呼びかけている。

「当社の統合ビジネスモデルはうまくいっており、鉄鋼事業とベアリング事業のシナジーは、多大な競争優位をもたらしている。事業分離提案は視野が短期的で間違っている。事業の本質を理解しない一部株主に、現在の成功している戦略を脱線させてはならない。金融技術による幻覚にすぎない短期的な利得のために、長期的な価値創造を放棄してはならない」

一方、株主側も、会社側の反論に再反論するプレゼン資料を公表、株主総会直前には株主向け書簡で最後の呼びかけを行った。

議論の焦点

両陣営の議論の焦点は、ベアリング事業と鉄鋼事業につき、分離した場合と現状維持で統合し続けた場合のどちらが価値が高いかであり、その根底にはコングロマリット・ディスカウントとシナジーのどちらを重視するかという問題がある。

株主側は、事業特性の異なる両事業兼営により投資家が適切にリスクとリターンを調整することができず市場ディスカウントが生じていること、両事業兼営により資本配分や事業運営に歪みが生じる懸念を投資家が抱いていることを強調する。それに対して会社側は、両事業は、原料一貫による品質コントロール、市場、顧

²⁸ 議案内容は、「株主は取締役会および経営陣に対し、鉄鋼部門を独立した上場会社とするスピンオフを実行するため、投資銀行を起用し、税務面に留意しつつ迅速に行動することを要請する」というもの。提案者はカルスターズである。同提案は最終的に、株主総会招集通知に「株主提案6」として記載されている。Timken Proxy Statement, Schedule 14A filed on March 21, 2013

²⁹ <http://unlocktimken.com/library/uploads/2013/03/ShldrPrsntnUpdate.pdf>

客の共通性、サプライチェーンや製造での効率性、ノウハウの共有等で不可欠のシナジーがあると主張するが、株主側は、それらのシナジーは根拠薄弱である³⁰か、独立企業になっても契約関係等により維持可能であると反論している。

ISSとグラス・ルイスの判断

株主総会の直前、主要議決権行使助言機関であるISS（4月24日）とグラス・ルイス（4月25日）が、株主提案を支持する推奨を出した³¹。ISSはその根拠として、概略以下のように述べている。

「株主提案に対する市場の熱狂的な反応は、提案自体に法的拘束力がなく、仮に承認されても事業分離が実施されるかどうかには不確実性が存在することを勘案すると、驚くべきである。これは両提案者（いずれも大変尊敬されている機関投資家である）の信用度の紛れもない証拠であるのみならず、他の投資家が事業分離による価値向上の可能性に説得力を感じていることを示していると思われる」

また、グラス・ルイスは、概略以下のように述べている。

「双方の説明を検討した結果、株主側の分析と主張の方が説得力があるとの結論に達した。会社側の分析は手法に問題があり、事業分離の価値を小さく見せるために事実を歪曲している。会社側は、株主の懸念に対して明らかに問題のある態度を取ってきていると言わざるを得ない」

株主総会で分離提案可決

5月7日、ティムケン株主総会において、事業分離提案は53%の賛成多数で可決された。ティムケンの創業者一族が10%、分離に反対を表明していた従業員退職年金基金が6.4%を保有していたことを勘案すると、機関投資家の相当部分は分離提案に賛成票を投じたものと考えられる。会社側は、「株主の見解を注意深く検討したうえで、45日以内に次のステップを発表する」とのコメントを出した。

独立取締役コミティーの設置と事業分離の決定

その後6月10日、ティムケンは、独立取締役からなる戦略コミティーを設置し、投資銀行をリテインして、事業分離の検討を開始すると発表した。そして9月5日、取締役会は、鉄鋼事業のベアリング部門と鉄鋼部門の分離を全員一致で承認した。株価は分離発表を受けてさらに上昇し、2012年11月にリレーショナルの分離提案が公になって以来、約50%の上昇を記録した。翌9月6日に行われたアナリスト説明会の資料では、会社側は以下のように結論づけている。

「独立取締役から構成される戦略コミティーの徹底的な分析の結果、鉄鋼事業の分離は相当な株主価値を生み出すとの結論に達した。2つの独立した上場会社は、各々のコア市場の成長戦略に注力し、適切な資本構成や株主還元方針を実施することができ、各々の事業特性に適合した投資家層を引き付けることができる」

ティムケンの場合、株主の圧力がかかる以前から、ベアリング事業と鉄鋼事業の分離は何度も社内的な検討の俎上に上っていた。株主の圧力とは無関係に自発的に事業分離を行う会社はしばしば見られるにもかかわらずティムケンが分離に踏み切れなかったのには、やはり100年にわたる歴史と現在も3人の取締役を出す創業家の重みが影響していた可能性が否定できない。

ティムケン会長は、分離決定発表後のインタビューで、取締役会の認識を変えた

³⁰ たとえば品質面では「他のベアリングメーカーにも同等の高品質の鉄鋼を供給」と同社のウェブサイトに表示されていた。

³¹ 以下の引用は、リレーショナル/カルスターズ 5月1日付株主向けレター中の引用より抜粋。

のは、5月の株主総会での敗北後に行った「投資家ツアー」だったと述べている³²。投資家の真の声を聞き、事実に基づく検証を経た結果、「私は創業者一族のメンバーとしてこの結論が正しいと確信するに至った」と会長は言う。

本件は、アクティビスト・ヘッジファンド側の全面勝利に終わったが、株主総会の議決で敗北した後のティムケン取締役会の対処もプロフェッショナルなものであった。法的拘束力のない勧告的決議であったものの株主の意思表示を真剣に受け止め、他方で経営方針の決定権を有する取締役会としての受託者責任を放棄することなく、独立取締役による戦略コミティーを設立し、外部アドバイザーを起用して、分離が真に株主利益に適うかどうかを、これまでのいきがかりを捨てて「フレッシュ・アイ」で判断した。

年金とアクティビスト・ヘッジファンドの協力関係の深まり

本件はまた、年金アクティビズムの進展にとっても象徴的な事例となった。超長期投資家であるカルスターズが共同提案者となったことにより、「短期利益」批判は著しく説得力を欠いた。カルスターズはリレーショナルと他の案件も含め数年にわたり協力し信頼関係を築いてきた。このような大手年金と特定のアクティビストの協力関係は今後さらに広がりを見せるものと思われる。

V. 機関投資家から見たアクティビスト・ヘッジファンド

1. アセットクラスとしてのアクティビスト投資

運用残高の推移

アクティビスト・ヘッジファンドの運用資産は、2000年代半ばから急速に増えていたが、2008年の金融危機時に急減した。アクティビスト・ヘッジファンドは基本的にロング・バイアスの株式投資でありブロック投資のため流動性も劣る。したがって、多くのファンドが2008年の金融危機で大きな打撃を受け、資産価格の下落と資金の流出を招いたのである。

しかし、2008年以降、アクティビスト・ヘッジファンドは、機関投資家が株式投資のベンチマークとして利用するMSCIワールドインデックスをアウトパフォームしている³³。2013年のリターンは約18%とヘッジファンド全体平均の約9%を大きく上回っている³⁴。世界的に株式市場が活況を呈したためMSCIインデックス上昇率21%を若干下回ってはいるが、下げ相場も通じたサイクルで考えれば大変魅力的なリターンである。個別有力ファンドのリターンはさらに印象的である。たとえば、バリューアクトのファンドValueAct Capital Partnersは2000年12月の創設から2012年12月までの12年間で、年率16.45%のリターンを達成している³⁵。ジャナは2001年の創設から2010年の期間に40以上のアクティビスト活動に従事しているが、平均グロスIRRは43%にも達する³⁶。

公的年金等による資金配分

このようなハイリターンに惹かれた機関投資家の資金流入により、2008年をボトムにアクティビスト・ヘッジファンドの運用資産は急増し、金融危機前のピーク

³² “Timken to Be Divided; Canton Company Board Votes to Split Businesses to Appease Shareholders,” *Akron Beacon Journal* (2013/9/6)

³³ Activist Insight, “Shareholder Activism Review 2012” (January 2013)

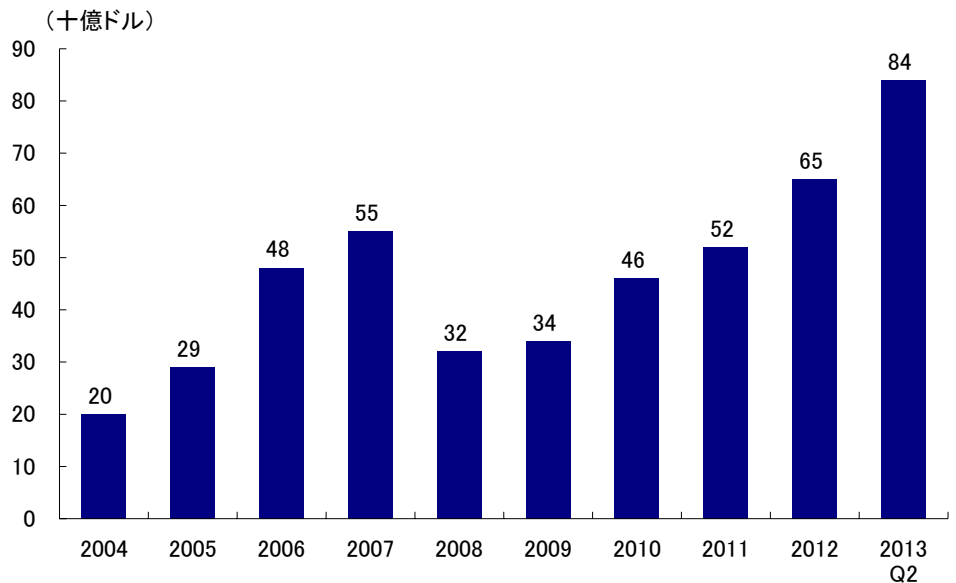
³⁴ “No Barbarians at the Gate; Instead, a Force for Change,” *New York Times DealBook* (2014/1/6)

³⁵ New Jersey Division of Investment, “Proposed Investment in ValueAct Co-Invest International L.P. Fund” (2013/3/15)

³⁶ New Jersey Division of Investment, “Proposed Investment in JANA Strategic Investments Fund” (2013/5/10)

を大きく上回っている。特に注目すべきは、アクティビストのイメージ向上に伴い、公的年金などの主流の投資家がアクティビスト・ヘッジファンドへの資金配分を増やしていることである。たとえば、カリフォルニア州退職年金基金は、2008年後半からアクティビスト・ヘッジファンドへの投資を本格的に開始している³⁷。また、ニュージャージー州の公的年金は、パーシング・スクエア、ジャナ、バリュアクト等に多額の資金を配分しており、さらに進んでジャナやバリュアクトの共同投資ファンドにまで参加している。

図表 6. アクティビスト・ヘッジファンドの運用資産



(出所) Hedge Fund Research データ。諸種資料をもとにみずほ証券経営調査部作成

独自のアセットクラスに

先進的な機関投資家は、アクティビズムを独立したアセットクラスとして捉えるようになってきており³⁸、大型のファンズ・オブ・ファンズはすでにアクティビスト・ファンドへの独立した資金配分枠を設定しはじめている³⁹。機関投資家の多くはいまだ独立した投資枠の設定には至っていないようだが、興味深いことに、ヘッジファンド投資枠ではなく、伝統的なロング・オンリーの株式投資枠でアクティビスト・ファンドへの資金配分を行っている投資家が多いようである⁴⁰。

ベッセマー・トラストのレポート

洗練された機関投資家がアクティビスト・ヘッジファンド投資をどう見ているかの一例として、1907年創立の米国大手資産運用会社ベッセマー・トラスト（2013年9月末運用資産910億ドル）⁴¹の最近のレポート「ヘッジファンドと株主アクティビズム：パブリック・マーケットに対するPE的アプローチ」⁴²を紹介する。

ベッセマーは、アクティビスト・ヘッジファンドの運用スタイルを、「イベント・

³⁷ 前掲注 34 記事参照。

³⁸ “Activist Investors Find Allies in Mutual, Pension Funds,” *HedgeWorld News* (2013/4/9)

³⁹ “Schroders eyes shift to activist approach; Peter Harrison, who succeeded Ken Lambden in March, tells *Financial News* that shareholder activism will itself become ‘an asset class’ over the coming years,” *Financial News* (2013/9/10)

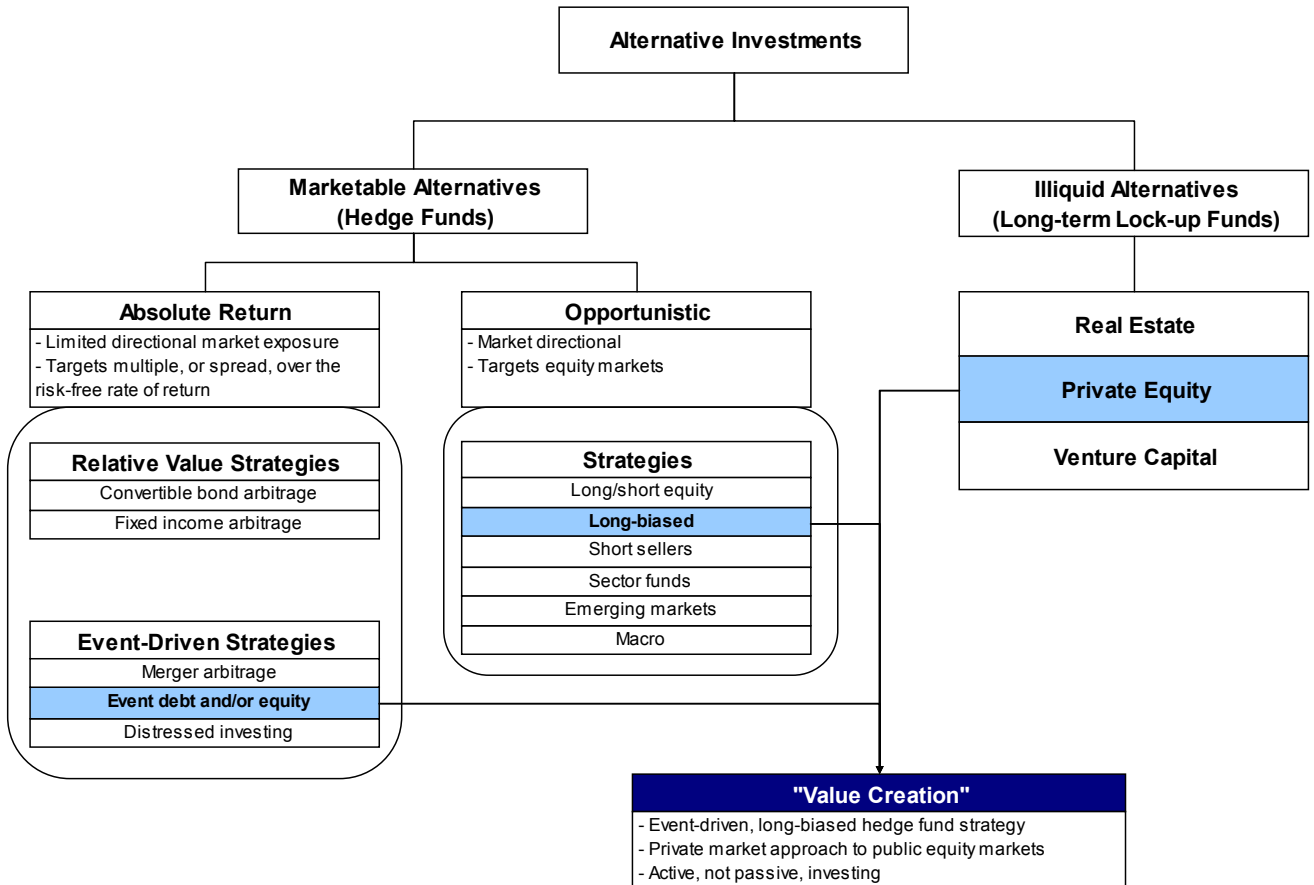
⁴⁰ “Activist hedge funds catch eye of institutional investors,” *Pensions & Investments* (2012/4/30)

⁴¹ ベッセマーは超富裕層（最低委託金額10百万ドル）や基金のみを顧客とする非上場の運用会社で、長期にわたる顧客資産の価値保全・増加を目的としている。

⁴² Bessemer Trust, “Hedge Funds and Shareholder Activism: A Private Equity Approach to the Public Markets” (Fall 2013)

ドリブン、ロング・バイアスのヘッジファンド戦略と、PE ファンド流の深い調査やデューデリジェンスを結合した、「上場株式投資に対するユニークなハイブリッド・アプローチ」として捉えている。

図表 7. オルタナティブ投資戦略のコンバージェンスとしてのアクティビスト投資戦略



(出所) Bessemer Trust, "Hedge Funds and Shareholder Activism - A Private Equity Approach to the Public Markets" (Fall 2013)

PE ファンド的特性

確かに、アクティビスト・ヘッジファンドは、ヘッジファンドでありながら PE ファンド的特性を濃厚に備えている。第一に、ファンダメンタル分析によるバリュート投資志向である。経営陣と対話をしながら経営方針の転換を迫るためには、通常の「バリュート投資家」よりも、PE 的な深い調査と分析が必要になる。ジャナやバリュートアクトの投資哲学は、バリュート投資の元祖と目されるグラハム⁴³や、グラハムの理念を継承するバフェットの流れをくんでいる。

第二にロング・オンリー（ないしロング・バイアス）の長期投資を原則とすることである。経営陣とのエンゲージメントには時間がかかるし、長期投資を前提としないと経営改革の提案に説得力がない。特に取締役を出している場合には、在

⁴³ グラハム自身、アクティビスト投資家であった。“How Benjamin Graham Revolutionized Shareholder Activism,” Bloomberg (2013/5/18)

任中の株式売却は大幅に制約される。このような長期投資性を支えるために、アクティビスト・ファンドへの投資にはしばしば長期のロックアップがついている⁴⁴。

しかも、PE ファンドと同様に、出資者に共同投資ファンドへの参加機会を提供しているファンドもある⁴⁵。バリュアクトの共同投資ファンドを例にとると、通常1.25%のマネジメントフィーがゼロで、パフォーマンスフィー（キャリー）も通常ファンドの20%に対して半分の10%と、投資家に大変有利になっている。他方、通常のヘッジファンド投資と異なり、資金は拠出せずコミットするだけで、キャピタルコールがあった時に初めて拠出する。しかも、一度資金を拠出すると、ファンドが投資をEXITするまで資金は返還されない。まさにPE投資そのものである。バリュアクトはこの共同投資ファンドを活用することにより、一社への投資額の増加や、長期保有のための資金源の安定化を図っている。

第三に、経営陣と協力しての価値創造である。PEは通常、支配株主として、経営陣と協力してバリューアップを図るが、アクティビスト・ファンドは経営陣との対話や大株主の立場（および他の株主の支持）による圧力を駆使して、経営陣と協力してバリューアップを図ろうとする。

図表 8. アクティビスト投資の特色（典型例）

	プライベート・エクイティ	アクティビスト・ヘッジファンド	伝統的ヘッジファンド
持分比率	通常 50%超	5-15%程度 (超大企業では5%未満も)	5%未満
コントロール	支配権を掌握	支配権は掌握しないが、会社経営への影響力を求める	会社経営にはタッチしない
上場	非上場化	上場維持	上場維持
株式取得の方法	会社と合意のうえ、株主総会の議決を経て完全買収	市場での株式取得	市場での株式取得
EXITの方法	ストラテジック/フィナンシャル・バイヤへの売却、IPO	市場での売却 (会社による自社株買い)	市場での売却
投資スタイル	ロング・オンリー (空売りは行わない)	ロング・バイアス (空売りはヘッジ目的など限定的)	ロング・ショート (空売りも自在に活用)
投資期間	長期 (3-5 年)	中期 (1-3 年)	短期

(出所) Bessemer Trust, "Hedge Funds and Shareholder Activism - A Private Equity Approach to the Public Markets" (Fall 2013)等を参考にみずほ証券経営調査部作成

PE ファンドとの違い

他方で、アクティビスト・ヘッジファンドとPEファンドにはいくつかの重要な違いがある。第一に、アクティビスト・ファンドはPEファンドの場合と異なり支配持分を有してはいない。したがって、経営陣と意見が合わない場合、最終的には委任状争奪戦等に訴えざるを得ない。また、創造された価値の多くは、他の一般株主と分け合うことになる。

第二に、上場を維持したままの少数持分投資であるため、PEファンドと比べてEXITがはるかに容易である（ただし、通常のヘッジファンドよりは難しい）。PEファンドのEXITとしては、IPOやM&Aによる売却があるが、アクティビスト・ファンドの場合は、PEファンドに例えれば、IPO後に既にかんりの持分を売却し

⁴⁴ たとえば、JANA Strategic Investment Fundは3年のロックアップがあり、ValueAct Capital Partners IIは2年のロックアップ+1年のソフト・ロックアップが付されている。

⁴⁵ たとえば ValueAct Co-Invest International L.P. Fund。JANAも同様の機会を提供している。

た状態が EXIT の出発点となっている。

このように、アクティビスト・ヘッジファンド投資は、通常のヘッジファンド投資や PE ファンド投資とは異なる特徴を有する独自のアセットクラスとして成長する潜在力を秘めており、株主アクティビズムの手法およびスタイルの洗練性が増すにつれて、ますます多くの機関投資家の投資対象となる可能性がある。

2. エンゲージメント活動の延長としてのアクティビスト活動

機関投資家とアクティビストの関係変化

2000 年代初め頃まではアクティビストのイメージは極めて悪く、機関投資家がアクティビストの主張に同調することは考えにくかった。アクティビスト・ファンドのサイズも小さく、投資先も大手機関投資家のポートフォリオにはほとんど影響のない企業群だった。しかし、2000 年代半ば頃からアクティビスト・ヘッジファンドの活動が活発化・大型化し、大手機関投資家の視界にも登場するようになる。当初は、アクティビストの攻撃的なスタイルに反感を感じていた機関投資家も、その主張内容自体にはしばしば共感できることを発見し、ケースバイケースで委任状争奪戦等で黙ってアクティビストに賛同し始めるようになった。

さらにアクティビスト・ヘッジファンドのスタイルが成熟・洗練化し、好戦的でなく責任のある態度、徹底的なリサーチとデューデリジェンス、真剣に企業価値向上に取り組む姿勢を示すにつれて、機関投資家はアクティビストに公然と賛同したり、共同戦線を張ることに抵抗感がなくなってきた。たとえばカリフォルニア州教職員退職年金基金が、リレーショナルと共同歩調をとってオクシデンタル石油の CEO を退任に追い込んだり、ティムケンの株主総会で会社分割決議にこぎつけたこと、オンタリオ州教職員退職年金基金が、ジャナと組んでマグロウ・ヒルの会社分割を実現したことなどは、画期的な変化である。

年金基金のみならず、投信、しかもインデックス投信にまで変化の波は押し寄せている。従来、インデックス運用を行う投信は究極のパッシブ投資家であったが、2013 年 5 月、オクシデンタル石油の創業会長の取締役再任を阻止した株主総会では、バンガードまでもが再任に反対票を投じた。

エンゲージメント活動とアクティビズム

このような機関投資家によるアクティビズムへの関与を後押ししているのが、アセットオーナーに対する機関投資家の受託者責任の一環としてエンゲージメント活動を重視する、世界的な潮流である。

スチュワードシップ・コード

その代表例として、2010 年に策定（2012 年に改定）された英国「スチュワードシップ・コード」⁴⁶は、機関投資家による積極的な投資先へのエンゲージメントを求めている。同コードは機関投資家の責務として 7 つの原則（図表 9）を定め、各原則につき詳しい解釈指針を示している。そこから浮かび上がるのは、新世代のアクティビスト・ヘッジファンドと驚くほど親近性のある行動規範である。

解釈指針は機関投資家に以下のような行動を求めている。

機関投資家は投資先をモニターし、投資価値に大きな損失をもたらし得るような事象を早期に把握し、懸念があれば取締役会や経営陣に認識してもらうよう努めなければならない（原則 3 指針）。そして、会社の戦略、業績、ガバナンス、報酬、リスク等に懸念がある場合など、どのような場合に積極的に介入（intervene）す

⁴⁶ Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code (September 2012)

るのかを明らかにしておくべきである（原則 4 指針）。

会社との当初の議論は非公開で行われるべきだが、会社が建設的に対応しない場合には、他の機関投資家との協調や、意見公表、株主提案提出、取締役変更提案等も含め、圧力をエスカレートする方法を検討すべきである（原則 4 指針）。そして、会社に重大なストレスが存在する場合や、リスクが発生し重大な投資価値の棄損につながるおそれがある場合には、他の機関投資家と協調しての集团的エンゲージメントを考慮することが望ましい。（原則 5 指針）

図表 9. 英国スチュワードシップ・コードの概要

<p><前文の主なポイント（抜粋）></p> <p>・・・投資家にとっての、「スチュワードシップ」は、単に議決権の行使だけを意味するものではない。その活動の中には、会社に対する、企業戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレート・ガバナンスに関するモニタリングやエンゲージメントが含まれる。エンゲージメントとは、こうした事項や株主総会の議題を巡り、会社との間で目的ある対話を行うことを指す。・・・</p> <p><スチュワードシップ・コードの 7 原則：機関投資家の責務></p> <ol style="list-style-type: none"> 1 受託者責任（stewardship responsibilities）をどのように果たすかについての方針を公表 2 受託に関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定・公表 3 投資先企業のモニタリングを実施 4 受託者としての活動を強化（escalate）するタイミングと方法について、明確なガイドラインを策定 5 必要に応じて他の投資家と協働（act collectively） 6 議決権行使及び議決権行使結果の公表について、明確な方針を策定 7 受託者としての行動及び議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告
--

（出所）The UK Stewardship Code (September 2012)、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・事務局説明資料（2013/10/18）をもとにみずほ証券経営調査部作成

英国スチュワードシップ・コードは“Comply or Explain”アプローチを採用しており強制力はないが、大手機関投資家にはエンゲージメント活動に取り組む圧力が増していくことが予想される。そして上記指針からも明らかなおお、エンゲージメントとアクティビズムは地続きである。エンゲージメントで建設的な結果が得られない場合、公然たるアクティビズムにエスカレートする可能性が常にあり、またそれが投資家の正当な活動として認識されるようになりつつある。

エンゲージメント運動の広がり

機関投資家にエンゲージメントを求める動きは、米国や日本など世界各地に波及している。米国では、SEC のギャラガー委員が、2013 年 7 月の講演で、機関投資家に対し、議決権行使助言会社に過度に依存することなく議決権行使を自ら判断して行使することを求め、その趣旨の SEC ガイダンスの制定検討を示唆した⁴⁷。このような流れの中で、すでにブラックロック等、多くの機関投資家が社内に議決権判断部署を設置しはじめている。日本でも、「日本再興戦略」の一環として、金融庁を事務局に「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」が発足しており、2013 年末には公開草案が提示されている⁴⁸。

機関投資家のアセットオーナーに対する受託者責任に基づくエンゲージメントは真摯な企業価値向上を目指すアクティビスト活動と相性がよく、機関投資家のエ

⁴⁷ Commissioner Daniel M. Gallagher, “Remarks at Society of Corporate Secretaries & Governance Professionals” (2013/7/11)

⁴⁸ 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「「責任ある機関投資家」の諸原則（案）<日本版スチュワードシップ・コード>」（2013/12/26）

ンゲージメント強化は、アクティビスト・ヘッジファンドの影響力を増幅していく可能性がある。これについては次章でさらに考察する。

VI. 株主アクティビズムの是非：理論的・実証的考察

1. 株主アクティビズム批判

株主アクティビズム、特にヘッジファンドによるアクティビズムについては、反対派による激しい批判がなされてきているが、批判の趣旨は大別すると以下の3種類に分かれる⁴⁹。

短期利益志向批判

第一に、短期利益志向批判である。実務界での反アクティビズム運動の旗頭であるリプトン弁護士（ポイズンピルの発明者）が主張するように⁵⁰、アクティビスト・ヘッジファンドは短期的施策を要求して目先の株価をつりあげて売り抜け、長期的な利益を犠牲にしているという批判である⁵¹。これに関連して、保有期間の短い株主による株主権行使に対する批判も、経営者や一部学者の間で存在する。

経営権侵害批判

第二に、取締役会による経営権の侵害に対する批判である。米国法では一般に経営方針の決定は（合併承認等の一部例外を除き）取締役会の権限であり⁵²、株主の経営権限は株主総会における取締役選任にほぼ限定されている⁵³。株主アクティビズムはそのような取締役会の経営権限への不当な干渉だとする批判である。このタイプの批判は、主に取締役会主権論を信奉する学者によってなされている。これに関連して、株主価値重視自体への反発や、部外者のアクティビストに経営の実態が分かるのかといった反感も、経営者を中心に根強く存在する。

株主としての利益のための 議決権行使か

第三に、ヘッジファンド等の株主による議決権行使が、必ずしも「その会社の株主としての」利益のために行使されていない場合があるという批判である。代表的な例は、現物株保有のデリバティブによるヘッジや貸し株により、経済的には株式を保有していないにもかかわらず議決権を行使できる「エンプティ・ボートイング」である⁵⁴。また、経営に影響力を及ぼす株主には、他の株主に対する受託者責任的なものを求めるべきとの意見もある。

以下、第2節では第一の短期利益志向批判について考察し、第3節では第二の取締役会による経営権の侵害批判（「所有と経営の分離」の是非）について考察する。第三の論点もアクティビスト・ヘッジファンドの影響力が高まるにつれますます重要な問題となっているが、紙幅の関係で本稿では割愛する。

2. 短期利益志向批判について

理論的考察

アクティビスト・ヘッジファンドの標的となった経営陣は、しばしば「短期主義」

⁴⁹ Katelouzou [2013]

⁵⁰ Martin Lipton, Steven Rosenblum and Sabastian Niles, “Current Thoughts About Activism” (2013/8/8). Martin Lipton, “Empiricism and Experience: Activism and Short-Termism; the Real World of Business” (2013/10/28). 共に <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/> 所載。

⁵¹ また、アクティビストの脅威に怯えた会社が短期的施策に走る弊害も指摘されている。

⁵² Delaware General Corporation Law, Section 141(a).

⁵³ したがって、株主総会でたとえば「会社分割」の議案が賛成多数で可決されても、それは勧告的決議にとどまり、取締役会にはその決議に従う法的義務はない。

⁵⁴ 逆に、現金決済型トータル・リターン・スワップなどデリバティブを活用して、経済的権益を有するがテクニカルには株式を保有せず持分開示義務を回避できる、「隠れた保有」も問題視されている。

のレッテルを貼ってアクティビストを攻撃する。ここで短期利益志向というのは「企業の長期的価値を犠牲に株主が短期的な利益を得ようとしている」ということである。しかし、どうしたら企業の長期的価値を犠牲にしてアクティビストが短期的利益を上げることができるのだろうか。

アクティビストが短期的利益を上げるためには、アクティビストの提案する施策により、(1) 企業の長期的価値が低下するにもかかわらず市場が誤信して短期的に株価が上昇し、しかもアクティビストが売りに転じた株式を高値で買う投資家が多くいるか、(2) 企業の長期的価値が向上するので株価が上昇し、アクティビストは適正価格としての高値で株式を処分できるかのいずれかである⁵⁵。

もし市場が洗練されていて株価が将来収益の割引現在価値を反映していれば、企業の長期的価値（DCF 価値）の増減の見通しは直ちに現在の株価に反映されるので、(1) で利益を上げるのは難しくなる。そうすると、短期保有者にとっても EXIT の株価を高めるために企業の長期的価値を本当に高める提案をした方が得策になる⁵⁶。現実には、市場株価が企業の長期的価値を常に正しく反映しているとは限らないとすると、アクティビスト・ヘッジファンドの活動が企業の長期的利益を犠牲にしているかどうかは、実証の問題となる。これに関しては、経営陣擁護派の重鎮であるリプトン弁護士と、株主主権主義の旗頭であるハーバードロースクールのベブチャク教授の間で激しい論争が展開されている。

実証的考察

「アクティビスト活動の対象になった企業は短期的には株価が上昇するかもしれないが、長期の業績や株価への影響はどうなっているのか」というリプトンの挑戦⁵⁷に応じて、ベブチャクは、2013年7月、ヘッジファンド・アクティビズムの長期的影響に関する共同論文を発表した⁵⁸。同論文は1994年から2007年におけるアクティビスト・ヘッジファンドによるアクティビスト活動約2000件を統計的に検証したものであるが、その結論は以下の通りである⁵⁹。

- (1) アクティビスト活動が長期的な業績を低下させる統計的証拠はない。むしろ、介入後の5年間で平均的には業績は改善している。
- (2) アクティビスト活動当初の株価上昇が長期的に相殺される傾向は見出せない。当初の株価上昇は長期的な株価パフォーマンスでも維持されている。
- (3) アクティビストの株式売却後、長期的に株価が下落する傾向は見出せない。

最近活発に行われているヘッジファンド・アクティビズムに関する種々の先行研究においても、概してヘッジファンド・アクティビズムは価値創造的であるとの結論が報告されている⁶⁰。

保有期間

さらに皮肉なことに、アクティビスト・ヘッジファンドの平均保有期間は比較的長い。たとえば2008年の論文では調査対象アクティビスト・ヘッジファンドの平

⁵⁵ ここでは会社に高値で引き取らせるグリーンメール行為は除外して考える。

⁵⁶ OECD Steering Group on Corporate Governance [2007].

⁵⁷ Martin Lipton, “Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the Company; Wreck the Economy” (2013/2/22).以下 Lipton と Bebchuk の論戦は <https://blogs.law.harvard.edu/corpgov/> 所載。

⁵⁸ Bebchuk, Brav & Jiang [2013]

⁵⁹ これに対してリプトン弁護士も精力的な反論を試みており、ベブチャク教授との間で論争が継続している。Martin Lipton, et al., “The Bebchuk Syllogism” (2013/8/26); Lucian Bebchuk, “Don’t Run Away from the Evidence: A Reply to Wachtell Lipton” (2013/9/17); Martin Lipton, “Empiricism and Experience: Activism and Short-Termism; the Real World of Business” (2013/10/28).

⁶⁰ 先行研究のレビューについては、Blav, Jiang & Kim [2010] 参照。

均保有期間を 22 ヶ月と推定している⁶¹。これに対して一般の機関投資家の売買行動を分析した最近の論文では、1 ヶ月以内に反対売買が行われた取引が 7%、3 ヶ月以内の反対売買が 23%と短期売買の比重が高い⁶²。なぜ、アクティビスト・ヘッジファンドの平均保有期間は一般の機関投資家よりも長いのだろうか。それはアクティビスト・ヘッジファンドの投資スタイルが関係している。

アクティビスト・ヘッジファンドは基本的にバリュー投資家であり、市場株価が本来の価値よりも割安な株式に投資する。そして市場のミスプライシングが是正されることによって利益を得るが、そのタイミングは必ずしも予測し難い。アクティビスト・ファンドの場合は、時には自らエンゲージメント活動を行い、さらには公開キャンペーンを行って自ら「カタリスト」を作り出すが、会社側の抵抗もあり、その実現には時間がかかる。一時的な株価上昇に乗じて EXIT しようとしても、自らの持分売却が値を崩してしまうし、今後のアクティビスト活動を含めて考えると、機関投資家の信頼を失うレピュテーション・リスクが大きい。このような理由から、アクティビスト・ヘッジファンドの平均投資期間は、一般的なヘッジファンドや機関投資家よりも長めになる傾向があるのである。

3. 「所有と経営の分離」

所有と経営の分離

バーリとミーンズは、1933 年の記念碑的著作⁶³で、上場大企業の株主が広く分散することにより経営者が会社を支配する「所有と経営の分離」が広まっていると警告した。しかしその後、年金や投信の発展により大手機関投資家による株式保有比率が上昇し、「多数の分散した株主」という表現は今や実態を表していない⁶⁴。

コスト問題

議決権の集約化により株主間のコーディネーションや協調行動が容易になったにも関わらず、大手機関投資家による経営者のモニタリングがあまり機能してこなかったのは「コスト問題」によるところが大きい。有効なモニタリングのためには、(1) 企業価値と経営方針を深く理解するためのコスト、(2) アクティビスト活動のためのコスト（弁護士、会計士、委任状勧誘、パブリック・リレーション等の経費）、(3) アクティビスト活動を行う社内チームを組成し維持するためのコストが必要である。(1) については本格的なバリュー投資家であれば投資活動自体の経費として既に負担しているものであるが、広範な分散投資を行うほど個社の分析は簡便化するので、アクティビスト活動に耐える詳細な分析には追加的なコストが発生する。(2) (3) についてはフリーライダーへの価値流出を考慮すると、分散投資を行う投資家にとってコスト回収は難しい⁶⁵。

Wall Street Rule

このように、大手機関投資家が投資先企業をモニタリングするインセンティブと、エンゲージメント活動に実効性を持たせるエスカレーション能力（アクティビスト活動を行うスキル）を欠いていたため、経営者による会社支配に対する有効な牽制を行えず、不満があれば株式を売却する（Wall Street Rule）しかなかった。

年金アクティビズムの特徴

経営に不満でも売却が困難な大手年金やインデックス投信にとって、投資先企業

⁶¹ Brav, Jiang, Partnoy & Thomas [2008]. また、別の論文によると、調査対象アクティビスト・ヘッジファンドによる投資のうち、保有期間 3 年以上の割合は約 4 割（1 年以上で約 7 割）に達している。Katelouzaou [2013].

⁶² Chakrabarty, Moulton and Trzcinka [2013]

⁶³ Adolph Berle & Gardiner Means [1933], The Modern Corporation and Private Property

⁶⁴ 2009 年には機関投資家は米国上場株式の 50.6%を保有し、上位 1000 社ではその比率は 73%に達する。Gilson & Gordon [2013]

⁶⁵ 前掲注 8 レポート参照。

の経営改善を求めるのは本来意味のあることであるが、そこにもモニタリング・コストの問題が立ち上がる。1990年代以降に活発化した大手年金主導のアクティビズムが、買収防衛策の是非や経営陣の報酬問題、取締役会会長職とCEO職の分離など、主にガバナンス「体制」の変革に主眼を置いたのも、論点がカテゴリカルで費用的にもケイパビリティ的にも対処しやすかった面がある。また、基本的に売却ができないインデックス投信に至っては、低額フィーと分散度の高さからコストの負担能力が極端に低く、モニタリングへの関心は薄かった。

アクティビスト・ヘッジファンドの台頭による構図の変化

ところが、アクティビスト・ヘッジファンドの台頭により、その構図が一変しつつある。洗練されたアクティビスト・ファンドが十分なりサーチとデューディリジェンスを行い、株式アナリストや元経営者、同業他社、バンカー等との議論を踏まえて練り上げたプランにつき、検討のうえ是非々々で賛否を決めれば、機関投資家は自らがリサーチやアクティビスト活動のコストをあまり負担することなく、自らの持つ議決権の持つ影響力を発揮して実効性のあるモニタリングを行い、ポートフォリオの価値向上が図れることになる。バフェット流の集中投資とファンドサイズの巨大化でコスト問題を解決したアクティビスト・ファンドが、機関投資家の「エージェント」としてモニタリングとエンゲージメント活動を行い、問題がある場合にはホワイトペーパーにより経営改善策を提示し、経営陣の反論とどちらが説得的かを株主総会の委任状争奪戦を通じて機関投資家に問うというフォーマット（アクティビストが提案し、機関投資家が決定するというモデル）ができたことにより、機関投資家にとって判断しやすい環境が出現したのである⁶⁶。

機関投資家自身のエンゲージメント活動には、コスト問題からインセンティブと内部ケイパビリティに制約がある以上、「スチュワードシップ・コード」により要請される機関投資家によるエンゲージメントの責務遂行を補完するうえで、アクティビスト・ヘッジファンドの役割がさらに高まってくる可能性がある⁶⁷。

学会での議論

米国学会では、主流の株主主権論者（代表者はベブチャック教授）に反対する取締役会主権論者から、「多数の分散した株主が株式を保有する上場企業では、株主価値を最大化するためにも、情報に乏しくモニタリングのインセンティブも乏しい株主よりも、非公表の情報も含めた圧倒的情報優位にあり、経営スキルに優れた専門経営者に意思決定権限を集中した方が優れている」との主張がなされていた。しかし、このようなカテゴリカルな経営者優位論に対しては、株主主権主義の学者からの批判はもちろん、取締役会中心主義の学者からも、「ヘッジファンド・アクティビズムは、上記の経営者優位の前提が妥当しない場合の例外的是正措置として正当性を有する」という批判がなされている⁶⁸。

「所有と経営の分離」の揺らぎ

さらに進んで、アクティビスト・ヘッジファンドの活動が洗練された機関投資家の議決権を覚醒させ、株主による実効性のある企業経営のモニタリングを可能にするメカニズムを提供することを積極的に評価する学者や市場関係者の論調も目立ち始めている⁶⁹。「所有と経営の分離」は、機関投資家への株式集中により潜在的にその土台が揺らぎ、アクティビスト・ヘッジファンドにより顕在的に突き崩されつつあるという時代認識である。そして、かつての敵対的買収の脅威が、現

⁶⁶ Gilson & Gordon [2013]

⁶⁷ 先進的な年金等のなかには、優良なアクティビストを、経営方針やガバナンスに問題がある会社に働きかける「エージェント」として活用する機運が出てきている。Liz Hoffman, “Activism, All Grown Up, Is Real Winner in 2013,” *Law360* (2013/7/3)

⁶⁸ Rose & Sharfman [2013]

⁶⁹ Gilson & Gordon [2013]

実のターゲット以外の広範な企業に経営効率の改善を促したように、機関投資家に支えられたアクティビスト・ヘッジファンドの活動が、時価総額最大級の企業を含む広範な企業の経営に緊張感をもたらす可能性が評価されつつある。

VII. アクティビスト・ヘッジファンドへの対処

1. 従来型の対応は逆効果に

類型的な対応

アクティビスト・ヘッジファンドが大株主として浮上し、経営陣との面談を要請した場合、従来は面談を拒絶することが珍しくなかった。かりに面談に応じて、相手の話を「聞き置く」という対応で、その後は放置することが一般的だった。アクティビスト・ヘッジファンドが経営陣への要求を公表して公開キャンペーンを開始した場合、しばしば「短期主義」「保有期間の短さ」「経営を知らない」といったアクティビストの属性に重きを置いた類型的な非難も目立った。

アクティビスト・ヘッジファンド自体がコーポレート・レイダーとほとんど同一視されていた時代には、そのような対応でも機関投資家をはじめとする株主の支持を期待できたが、近年、機関投資家やその他市場関係者、メディアのセンチメントが急速に変わりつつあり、従来通りの対応では逆効果になりかねない。

「短期主義」「保有期間の短さ」といった批判は、現在でも引き続き盛んに投げかけられているが、前章で説明したような理論的考察や最近の実証的成果を踏まえて、そのような批判の一般的妥当性は急速に揺らぎつつある。いまやアクティビスト・ヘッジファンドをひと括りに論じることには説得力がなく、個別特定のファンドの行動様式を理解したうえで批判の内容を考える必要がある。

何のための批判か

まず出発点は、「そもそも何のための批判か」ということである。アクティビストが少数株主である以上、最終的には委任状争奪戦等を視野に他の株主（特に機関投資家）の支持を争うことになる。したがって重要なのは、どのようなメッセージが機関投資家の共感を得られるかということである。アクティビストの主張内容の適否を十分に吟味することなく、単に特定株主による経営への不当な干渉を批判するだけでは、肝心の機関投資家の支持を失いかねない。

もともと、アクティビスト・ヘッジファンドのターゲットとなるのは、株価や業績、経営方針に投資家がなんらかの不満を覚えている会社である。多くのアクティビストは株式を大量に取得する前に、主要な機関投資家やアナリスト、業界関係者への精力的なヒヤリングを行っている。そのような株主の不満が底流にある状況で、自らを省みずに一方的にアクティビストを批判する行為が、機関投資家の目にどのように映るかは想像に難くない。

経営の実情を知らない

「経営の実情を知らない」という批判についても一般化は危険である。確かに、一般には経営者は株主に対して情報（特に非公表情報）や経営スキルの面で優位にあるが、個別具体的な状況では必ずしもそうとは限らない。経営者は内部情報には強くて⁷⁰、ファンド側は業界環境等を含む外部情報に優位性を持つ場合があ

⁷⁰ アクティビスト・ヘッジファンドは自ら経営することを求めるわけではなく、取締役を送り込み、内部情報に照らして仮説を検証したうえで、最終的に現経営陣ないし外部からスカウトした新経営陣により経営方針を転換させることを基本戦略とする。したがって、「内部情報に通じていない」という批判だけでアクティビストの攻勢をかわしきことは容易ではない。

る。経営手腕についても、ファンドは外部から元大物経営者などの人材をスカウトしてくるので、必ずしも会社側が絶対的に優位とは限らない。しかも、経営戦略の構成要素である事業戦略、全社戦略（ポートフォリオ戦略）、財務戦略のうち、特に後の2つについて、現経営陣が必ずしも絶対的に優位にあるとは限らず、機関投資家や議決権行使助言会社からみてもアクティビスト・ファンド側のホワイトペーパーの方が説得力を有する 경우가しばしばある。

アクティビストの人材の質向上

アクティビストの人材の質は急速に向上している。規模やステータスが急速に向上するにつれて、ちょうどPEファンドの勃興期のように内部・外部の優秀な人材が結集しつつある。たとえば、2012年にアクティビスト・ヘッジファンドの老舗クリントン・グループの社長に就任したグレゴリー・タクシンは、グラス・ルイスの共同創業者で元CEOである。内部には一流投資銀行やファンド、コンサルティング会社、弁護士事務所等の出身者を抱え、外部では一部の投資銀行や弁護士事務所がアクティビスト側につくようになった。コミュニケーション戦略は一流のパブリック・リレーション会社が担当し、取締役候補の選定と説得には一流のエグゼクティブ・サーチ会社が活躍している。業界の元大物経営者も助言者や取締役候補としてアクティビスト・ヘッジファンドに力を貸している⁷¹。

戦場の選択

なによりもファンド側のアドバンテージは、「戦場を選べる」ことである。どの会社をターゲットにするか、何を問題とするか、いつ仕掛けるかについての選択権はファンド側にある。したがって、一般的には経営陣の方が株主よりも優れた経営方針を持っているとしても、ファンドが選択した特定の会社・戦場では必ずしもそうとは限らない。そのような会社が、反射的に「経営の実情を知らない」と非難しても、機関投資家や議決権行使助言会社の反感を買うおそれがある。

もちろん、ファンドの提案する「経営改善策」の中には、実際に経営に対する深い理解を欠いた皮相なものも見受けられる。しかし、ファンドの介入を招くに至った根本原因への反省なしに、ファンドの皮相な分析を批判するだけでは、機関投資家の共感を得ることは難しいだろう。それでは、どうすればいいのだろうか。

2. アクティビスト・ヘッジファンド対応の新しいスタンダード

提案内容に即した検討

アクティビスト・ヘッジファンドの提案を受けた場合の対応の王道は、「提案内容が株主価値の向上に資するかどうかを虚心坦懐に検討する」ということである。経営陣としては、株主になって間もない「外部」の株主から突然、「自分はオーナーだ」と主張して、傲然と（経営陣の目からは）実態にそぐわない提案を突きつけられると、本能的に反発するのが普通であろう。しかし、その本能的な反発を抑えて、提案内容にフォーカスできるかどうかが重要である。

経営への不満の理解

まず、提案内容の背景にある現状の経営への不満をよく理解することである。そしてその不満を踏まえて提案内容を「フレッシュ・アイ」でよく検討する。もし提案内容が株主価値の向上に資するのであれば、誰が言い出したかに頓着せず、取捨選択のうえ経営方針に取り込む。提案内容自体がやや非現実的でも、その源泉にある株主の不満を理解してより優れた対処法を生み出せばよい。

したがって、アクティビストの面談要請に対しては、もはや最初から拒絶するのは得策ではない。面談のうえ、提案内容とその背景にある株主の不満を徹底的に

⁷¹ たとえば、スターボードによるオフィス・デポに対する委任状争奪戦では、GE幹部出身でホーム・デポやクライスラーの元CEOである大物経営者ロバート・ナルデリが株主側取締役候補に名を連ねた。

聞き取る。それによって、提案内容およびアクティビスト自身について、貴重な情報を得ることができる。現在の経営方針について改めて説明するのはかまわないが、その場で提案内容を即座に拒絶したり論争を行ったりすべきではない。

提案内容が株主価値向上につながらない場合

問題は、虚心坦懐に検討した結果、やはり提案内容が株主価値の向上につながないと判断した場合である。そのような場合には、取締役会の責務として、公然たる対決を恐れて株主の価値破壊的な要求に屈するべきではない。アクティビスト・ヘッジファンドの提案は、結果から見て価値創造的だったケースも価値破壊的だったケースもある。たとえばパーシング・スクエアの事例を見ても、カナディアン・パシフィック鉄道の場合と JC ペニーの場合で対照的である。

取締役会の責務

困難な状況で腰砕けにならない首尾一貫した対応をとるためには、基軸をしっかり定める必要がある。そのために、まず取締役会の責務について振り返ってみよう。米国法⁷²では会社の経営方針の決定権は原則として取締役会にあり、「会社にとって何が良いことかを最終的に判断するのは取締役会であって株主ではない」という原則が確立されている。したがって、経営方針の変更を株主総会の議決で決することはできず、そのような決議は法的拘束力のない勧告的決議にすぎない。

しかし、これだけだと取締役会の恣意から株主が守られない。そこで、各取締役には「会社および株主」に対する受託者責任が強く求められるとともに、株主総会に取締役の選任権が与えられている。受託者責任は、各取締役が注意義務と忠実義務を果たし、会社および株主の最善の利益のために行動することを求める⁷³。株主の支持を争う中で最大の焦点になるのは、取締役が受託者責任を果たしているか、かつその任に堪えるだけの能力を持っているかということである。

受託者責任のコアにあるのは、「会社および株主の最善の利益のために行動しているか」どうかだが、少なくとも判例上はそれは市場株価の最大化ではなく、本源的価値 (intrinsic value) の最大化であり、本源的価値とは将来にわたる長期収益の割引現在価値 (DCF 価値) であると解されている⁷⁴。

つまりポイントは、

- (1) 会社経営方針の決定権は取締役会にあり、たとえ多数の株主の意向に反しても、取締役は真に会社および株主の利益に適う判断を下す責務がある⁷⁵
- (2) 会社および株主の利益とは、株価ではなく本源的価値の最大化である
- (3) ただし、株主は多数決により理由の如何を問わず取締役の選任ができる

ということである。したがって、(1) (2) の法的側面だけを考えれば、取締役会はたとえ大株主であっても「オーナー」と称する一株主の要求を呑む必要がない(それどころか、真の株主利益に反する場合には要求を呑んではいけない) し、株価を最大化する義務もない。

しかし、現実には常に取締役会の判断の方が(多額の資金を投じて投資リスクを負った)大株主の判断より正しいとは限らないし、市場株価が本源的価値を反映

⁷² ここでの議論は米国デラウェア州法を前提としているが、日本の状況にも参考となると思われる。ただし、日本法の方が株主総会の権限が強いことに留意する必要がある。

⁷³ ただし、その違反が証明されない限り、取締役は「経営判断の原則」で保護されるので、受託者責任違反訴訟のみで経営改善要求を実現することは困難であり、委任状争奪戦が最終手段となる。

⁷⁴ Wachtel [2003]

⁷⁵ Air Products and Chemicals Inc. v. Airgas, Inc. (デラウェア州衡平法裁判所、2011/2/15)参照。

していないと経営陣が思っている、そのギャップを是正する努力を怠って低株価を放置することは、市場株価でしか資産価値が実現できない株主にとっては由々しき問題である。そのような株主の潜在的な不満への対処を誤ると、(3)の力を背景としたアクティビストの介入を招くことになりかねない。

本源的価値の最大化と株価への反映

結論づけると、アクティビストの提案を受けた場合の検討の基軸は、「本源的価値の最大化とその価値の株価への反映」である。アクティビストの提案が本源的価値向上に資するのであれば、それを（必要ならば適切な修正を加えて）実施すべきであるし、現経営陣の方針の方が本源的価値向上に資するにもかかわらず株価に適切に反映されていないと信じるのであれば、株価が本源的価値を反映するような施策を講じるべきである。

「長期的価値」とは本源的価値のことであるから、市場がそれを正しく評価すれば、即座に現在の株価に反映されるはずである。市場に本源的価値を正しく認識してもらう努力を放棄して「長期的価値」の名の下に安住していれば、そもそも現経営方針が本当に「長期的価値」を生み出しているのか、株主や市場関係者の疑念が高まることは避けがたい。

取締役会として、アクティビストの提案を真摯に検討し十分な対話（エンゲージメント）を行ったうえで、なお見解不一致で公の争いとなった場合、株主（特に機関投資家）の支持をめぐるキャンペーンとなる。そこでは、争いの対象となる経営方針そのものの優劣とコミュニケーション戦略の双方が重要になる。

経営方針そのものの優劣

経営方針については、たとえば、株主還元要求の場合、まずキャッシュフロー分配戦略を明確に持ったうえで、保有現預金やレバレッジの水準をどの程度に置くか、主体的で説得力のある判断を示すことが重要である。単に、同業他社より配当性向が高いといった議論では、アクティビストの攻勢をしのぎきることは難しい。会社分割要求の場合には、コングロマリット・ディスカウント（株価バリュエーション上、経営実体上）とシナジーの議論をきちんと詰めることである。取締役選任の要求の場合には、個々の取締役候補の資質自体も重要であるが、そのような要求が出される根源にある経営パフォーマンスやガバナンスに対する株主の不満への対処方針を明確に打ち出すことである。

機関投資家の共感を得るコミュニケーション戦略

コミュニケーション戦略については、特に洗練された株主である機関投資家の共感を得ることが重要である。そのためには、取締役会が株主を尊重し、株主に対する受託者責任を強く意識していることを示す必要がある。アクティビストの提案に対しては、必要に応じて外部アドバイザーも入れて十分な検討を行い（注意義務の履行）、現経営陣の経営方針が批判されている場合には、独立取締役のみからなる特別委員会を設置し検討を委ねる等のプロセスも検討する必要がある（外形的な忠実義務上の問題の回避）。

図表 10. アクティビスト・ヘッジファンドの要求内容類型（例）と対処策立案のポイント

要求項目	アクティビスト側の論拠	対処策立案のポイント
財務戦略		
株主還元 （自社株買い、配当増額）	「過剰」な保有現預金の株主還元 「適正」レバレッジにより捻出される 現預金の株主還元	保有現預金の有効活用方針 明確なキャッシュフロー配分方針
レバレッジの活用	「適正」なレバレッジの活用→株主還元	適正レバレッジ水準についての明確な指針（目標格付け、 同業他社比較、今後の M&A、大型投資方針等を勘案）
全社（ポートフォリオ）戦略		
全般的な戦略見直し	アンダーパフォーマンス（株価・財務・事業面）の是正のため、戦略を見直し	「アンダーパフォーマンス」か否かの検証、原因の検証 是正策の内容と進捗状況
会社の身売り	独立会社としてよりも売却した方が 価値がある	現段階での売却と独立会社としてマネジメントの戦略を 遂行することと、どちらが株主の長期的利益に合うか
会社の分割、スピノフ	ピュアプレイ化 コングロマリット・ディスカウントの 是正	シナジーの有無
大型買収、合併の見直し	特に友好的会社身売りに対する対価 増額要求	被合併の場合：対価の適正性、プロセスの適正性 大型買収の場合：戦略適合性、対価の適正性
事業戦略		
投資、マーケティング、知財 等の事業方針見直し	現在の戦略はワークしていない	指摘された問題に一理ある場合には、現在既に行っている 施策を示し、更なる改善策を検討する
コスト構造の見直し	コストが高すぎる、削減可能	指摘された問題に一理ある場合には、現在既に行っている 施策を示し、更なる改善策を検討する
ガバナンス		
CEO 交代、経営体制刷新	経営能力批判 高額報酬批判、不透明な取引批判	取締役会として CEO を擁護するか、交代を検討するか ガバナンス上の問題には適切な対処が必要
取締役選任（マジョリティー）	経営方針の全面的な変更	会社支配権をめぐる全面対決（どちらがより優れた経営 陣か）
取締役選任（マイノリティー）	専門性、「フレッシュ・ルック」	既存の取締役会メンバーで既に専門性を満たしている 先んじて専門性を備えた新メンバーを加える

（出所）諸種資料よりみずほ証券経営調査部作成

3. プロアクティブな対応の必要性

事前の対策の重要性

以上、アクティビスト・ヘッジファンドの介入に対する対処について述べたが、事後的な対応は経営の円滑な遂行を攪乱し、有形無形の多大なコストがかかる。もしアクティビストの見解が間違っているのなら、介入の結果としてアクティビストに妥協したり屈服したりすることは株主の真の利益に反するし、アクティビストの見解が正しいのであれば、介入を招く前に自発的に施策を講じた方がはるかに良い。つまり重要なのは、アクティビストの介入を招くような「隙」を作らないことであり、そのためには「事後」ではなく「事前」の対策が肝要である。

株価と「本来の価値」のギャップ

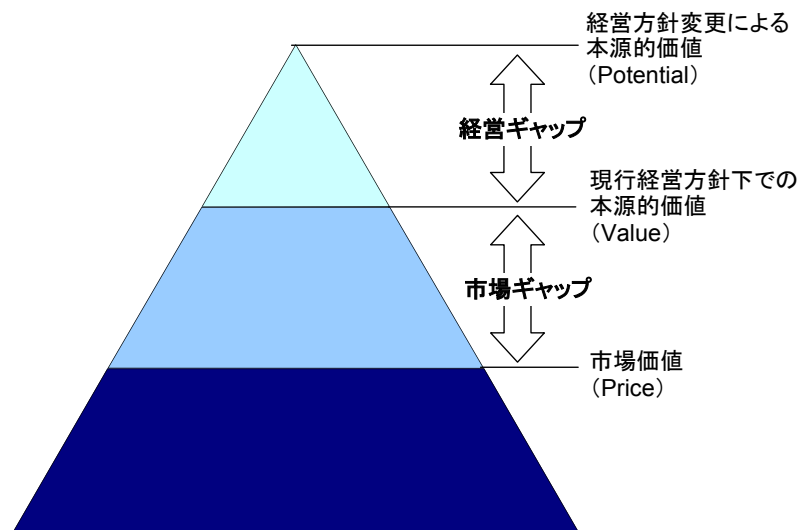
事前の対策で最も本質的なことは、アクティビストの目で自社を見直していただくことである。アクティビスト・ヘッジファンドは基本的にはバリュー投資家であり、市場株価が「本来の価値」を大きく下回っている会社を投資対象とするアービトラージャーである。この場合、「本来の価値」には現在の経営方針のままでの企業価値（本源的価値）と、現在の経営方針を変更した場合の企業価値（本源的価値）の2通りがある。

市場ギャップと経営ギャップ

通常のバリュートレーダーは、典型的には株価と現行の経営方針下での企業価値とのギャップ（市場ギャップ）に着目するのに対し、アクティビスト・ヘッジファンドは、市場ギャップに加えて、経営方針変更による企業価値向上の余地（経営ギャップ）にも着目する（図表 11）。

市場ギャップの原因は市場のミスプライシングであり、カタリストは四半期業績の発表や市場環境の好転など、市場がミスプライシングに気づいて正当な株価に水準訂正するきっかけである。通常のバリュートレーダーは市場の自律的なミスプライス修正を待つが、アクティビストの場合、さらに進んでアクティビスト活動により市場の水準訂正を促すことがある。これに対して経営ギャップについては、現行の経営方針を前提とすれば市場のミスプライシングではない。そのため、経営ギャップの縮小には経営方針の変更という企業側のアクションを引き出すことが必要になる。その手法としてアクティビスト活動が用いられる。

図表 11. 市場ギャップと経営ギャップ



（出所）みずほ証券経営調査部作成

アクティビストの典型的な要求内容について考察すると、ギャップの大部分が市場ギャップによるものであれば、大規模株主還元や会社分割、スピンオフなど、比較的、財務的、ポートフォリオ的な施策となる⁷⁶。それらの施策は経営方針の変更にも関係するが、市場の認識を修正する「カタリスト」としての役割が期待されている。それに対して経営ギャップが主であれば、経営方針の変更要求や、それを目的とした取締役・CEOの選任・解任要求となる。

自社のポテンシャルを最大限発揮しているか

以上から明らかのように、市場株価と経営方針変更も含めた企業価値のポテンシャルに大きなギャップがあることを（しばしば気づかずに）放置することが最大のリスクである。アクティビストの介入を抑止するためには、株価が現行方針下の企業価値を反映するように IR 活動等で機関投資家の理解を求めるだけでは十分ではない。「自社のポテンシャルを最大限発揮しているか」という観点から、経

⁷⁶ 株主還元方針やスピンオフなどが、経営実体的な価値に影響することもあるので、上記の説明は典型的である。

プロアクティブな対応

営方針の見直しも含めて常に企業価値の最大化を図り続けることが必要である⁷⁷。

米国では、アクティビストのターゲットとなる前に自発的に企業価値最大化のためのポートフォリオ入れ替えを積極的に行う事例が目立っている。たとえば2012年、医薬大手のファイザーは、幼児栄養食部門をネスレに119億ドルで売却し、さらにアニマルヘルス部門のスピンオフを発表した。GEは2013年に北米消費者金融部門のスピンオフを発表している。事業環境の変化に応じて事業ポートフォリオや事業戦略を見直していくことは、バリューギャップを作らないというプロアクティブなアクティビスト対策の意味も含めて、米企業の発想にますます定着していく可能性がある。

アクティビストの目

現実にはアクティビストが株式を取得し提案を行ったケースを見ると、アクティビストの批判と要求が意外なものであった場合はほとんどない。逆に言えば、アクティビストの目で自社を見直せば、リスク度は自ずから明らかになってくるはずである。最近、米国の上場企業の中には、投資銀行にアクティビストからみた自社の脆弱度を分析してもらい、模擬訓練を行っているところも増えている⁷⁸。そこまで行わなくてもアクティビストの論理を理解して、普段から株主（機関投資家）の本音をできる限り聞き出そうという努力を行っていれば、株式市場の中での自社の本当の姿が見えてくるはずである⁷⁹。そのような脆弱性が見出せたら、単なるアクティビスト・ヘッジファンド対策にとどまらず、自社の企業価値の向上のための重要な指針が得られることになるだろう。

VIII. 終わりに

「所有と経営の分離」の終わりの始まり？

上場企業における「所有と経営の分離」は、専門経営者に意思決定権限を集中し効率的な経営を可能にした一方、経営方針が株主価値創造から逸脱した場合の株主による効果的なモニタリングを著しく困難にした。年金、投信の発達を背景とした機関投資家への株式保有の集中は、株主間のコーディネーションや協調行動を容易にしたにもかかわらず、分散投資とフリーライダー問題によりアクティビスト活動のコスト負担が重荷となることから、機関投資家に集中した議決権は「眠れる支配権」として経営方針に影響を与えることは少なかった。

洗練された新世代アクティビスト・ヘッジファンドの台頭がその構図を変えつつある。分散投資のメリットを犠牲にしても徹底的なファンダメンタル分析に基づく集中的なバリュー投資を行うアクティビスト・ヘッジファンドは、もともとアクティビスト活動に必要な深い企業分析コストを内部化しているが、機関投資家の資金流入によるファンドサイズの巨大化により、洗練されたアクティビスト活動を行うためのコスト負担問題を解決した。そして、アクティビスト・ヘッジファンドがホワイトペーパーによる詳細な分析を公にし、委任状争奪戦を視野に

⁷⁷ アクティビスト・ヘッジファンドの場合、分散度の低いロング・バイアスの長期投資による市場全体の変動や個別会社の思わぬ業績変動のリスクを勘案すると、「セーフティー・マージン」として相当にディスカウント幅が必要である。したがって、ギャップが縮小すればそれだけターゲットとなる可能性は低下する。

⁷⁸ “Advisers play at activism to pre-empt the next Icahn,” *Financial Times* (2013/12/12) 実際にはアクティビスト・ヘッジファンドを呼んで、自社の弱点を指摘してもらったところもあるそうである。David Gelles, “Boardrooms Rethink Tactics to Defang Activist Investors,” *New York Times DealBook* (2013/11/11)

⁷⁹ 注意すべきは、普段はよほど努力しないと、機関投資家は経営陣に面と向かって忌憚のない本音の意見を述べることはないということである。Nathan [2013]

入れた経営方針変更提案を提示することにより、機関投資家の「眠れる支配権」を覚醒させる道筋を示しつつある。このようなメカニズムにより、アクティビスト・ヘッジファンドは時価総額最大級の企業の経営にも影響を及ぼすことが可能になったのである⁸⁰。

アセットオーナーへの責務としてエンゲージメント活動強化を迫られる機関投資家にとっても、アクティビスト・ヘッジファンド支援は、自らのコスト負担をいわずらに増大させることなく責務を果たすための有力な選択肢であり、機関投資家とアクティビスト・ヘッジファンドの共生関係が一段と進展する可能性がある。

アクティビスト・ヘッジファンドの メインストリーム化

アクティビスト・ヘッジファンドが機関投資家の「エージェンツ」として資本市場における企業統治の重要なファンクションを果たしうることが認識されるにつれ、市場関係者のなかでアクティビストのイメージが変化しつつある。それは、かつての敵対的買収に対するイメージの変化と通じるものがあり、敵対的買収同様に、アクティビスト活動もエージェンシーコスト削減に貢献する社会的に有用なものともみなされ始めている。他方で、株主の影響力の増大に伴い、その濫用を抑止し、影響力に見合う責任ある行動を求める動きも出てきている。

アクティビスト・ヘッジファンドに 如何に対処するか

経営者の側も、このような大局観を踏まえたうえで、アクティビスト・ヘッジファンドに対処していく必要がある。洗練されたアクティビストの提案を受けた場合、ファンドの属性よりも提案内容にフォーカスして本源的な株主価値向上の観点から真摯な検討を行い、その結果をきちんと説明することが重要である。より重要なのは、平時からプロアクティブに自社の株主価値向上のポテンシャルを見極め、必要な施策を実施することである。

株主価値向上の「鏡」としての アクティビズム

多くの日本の上場企業にとっては、ソニーの事例はあるものの未だ新世代のアクティビスト・ヘッジファンドの台頭は対岸の火事的な感覚であろう。株式保有構造や機関投資家の特性、法的・制度的インフラの差異から、敵対的買収同様、米国流のアクティビズム活動が直ちに多くの日本企業を揺さぶる可能性は低いかもしれない。しかし、時価総額的にアクティビスト・ヘッジファンドの射程を逃れる日本企業はもはや存在しないし、機関投資家の投資活動は国境を越える。また、米国で進化した洗練されたアクティビストの手法を日本流にアレンジする動きが出てくる可能性もある。

米国企業はアクティビストの脅威にさらされて自社事業ポートフォリオの見直しに動いている。これはかつて敵対的買収の脅威にさらされたときと同様に、米国企業の経営体質強化につながる可能性がある。日本企業も、自社を客観的に振り返る「鏡」として、仮想的なアクティビスト対策を活用してはどうだろうか。外部の厳しい目を想定して自社の経営方針を再検討することにより、単なるアクティビスト対策を超えて、自社の経営体質強化と株主価値向上に結び付けることができる。そのような個々の日本企業の株主価値向上こそが、日本経済の再興にとって重要な条件であると考えている。

以上

⁸⁰ 米国のヘッジファンド・アクティビズムについては、循環的な盛衰はあるものの、資本市場の企業統治メカニズムとして定着するという見方が多数派のようであるが、株主アクティビズムやヘッジファンドの規制強化の動きもあり、敵対的買収（Unsolicited Offer）のように完全に定着するかどうかはなお断を許さない。新規参入者の増大等により平均リターンは低下も見込まれ、洗練度を含め差別化も進んでいくであろう。

【参考資料・文献】

1. 浦野大介[2013],「海外市場におけるアクティビスト・ファンドの動向」『資本市場リサーチ』（みずほ証券/日本投資環境研究所）2013年春季号
2. Armour, John and Brian Cheffins [2009], “The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds” (September 2009). ECGI Working Paper Series in Law No. 136/2009
3. Bebchuk, Lucien, Alon Brav and Wei Jiang [2013], “The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism” (July 9, 2013). Columbia Business School Research Paper No. 13-66
4. Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy and Randall Thomas [2008], “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance” (August 2008). The Journal of Finance, Vol. LXIII, No. 4
5. Brav, Alon, Wei Jiang and Hyunseob Kim [2010], “Hedge Fund Activism: A Review” (February 12, 2010). Foundations and Trends in Finance, Vol. 4 No. 3 (2009)
6. Chakrabarty, Bidisha, Pamela Moulton and Charles Trzcinka [2013], “Institutional Holding Periods” (August 29, 2013). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2217588>
7. Cheffins, Brian and John Armour [2011], “The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds” (August 31, 2011). Journal of Corporation Law, 2012; University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 38/2011.
8. Gilson, Ronald and Jeffrey Gordon [2013], “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights,” Columbia Law Review (Forthcoming 2013)
9. Katelouzou, Dionysia [2013], “Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence” (April 20, 2013). 7 Virginia Law & Business Review 459 (2013).
10. Katz, David and Laura McIntosh [2013], “The Mainstreaming of Shareholder Activism in 2013,” New York Law Journal, Vol. 250, Issue 62.
11. Nathan, Chuck [2013], “Debunking Myths about Activist Investors” (March 2013). The Conference Board Governance Center Blog. Available at <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/03/15/debunking-myths-about-activist-investors/>
12. OECD Steering Group on Corporate Governance [2007], The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Synthesis of Research about Private Equity Firms and “Activist Hedge Funds”
13. Rose, Paul and Bernard Sharfman [2013], “Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance” (September 11, 2013). Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 225
14. Wachtel, Michael [2003], “Takeover Defense When Financial Markets Are (Only) Relatively Efficient,” University of Pennsylvania Law Review, Vol. 151

留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者への情報提供のみを目的として作成したものであり、投資家への特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は投資家に対し、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見であり、両社の意見ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した市場関係者（以下、受領者）ならびに直接間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはおりません。

本資料の日本での配布は、両社がこれを行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面等でご確認ください。



商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア

経営調査部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台4-6 御茶ノ水ソラシティ

E-Mail: srd_qr@mizuho-sc.com



株式会社日本投資環境研究所
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋1丁目17番10号 新光ビルディング日本橋1号館

URL: <http://www.j-iris.com>