

2014年6月10日 全9頁

《実践》コーポレートガバナンス

米国アクティビスト動向と日本企業への示唆

「特殊」なアクティビストが「一般化」する時代にどう備えるか

コンサルティング・ソリューション第一部
コンサルタント
吉川英徳

[要約]

- 米国株式市場においては近年、アクティビスト（物言う投資家）の活動が活発化している。昨年1年間でアクティビストのターゲットとなった米国企業は169社にのぼり、米国では既にアクティビストは株式市場における主役として認知されている。
- そうした中で、日本市場においても、一部のアクティビストが活発に活動していることに加え、スチュワードシップ・コードの導入や GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の運用改革といった政策的な流れの中で、アクティビストの活動が「一般化」する素地が整いつつある。
- 本稿においては、日米のアクティビストによる最近の活動事例を紹介した上で、「特殊」なアクティビストが「一般化」する時代に会社側がどのように備えるべきかについて整理した。

1. アクティビストとは何か

資本市場におけるアクティビストとは、いわゆる「物言う投資家」と同義とされる。一定の株式保有を背景として、投資先企業に経営改善を要求し、投資収益を目指す。主な要求項目として、「取締役の派遣」、「企業の身売り」、「事業分離・売却」、「CEO・他取締役の交代」、「現金配当・自社株買い」、「買収防衛策の撤回」、「事業再編」等の幅広い項目が挙げられる。議決権行使において積極的に反対票を投じる点でバリュー投資家や企業との対話（エンゲージメント）を求める投資家と厳密に区分をすることが難しい。なお、本稿においてはやや広義ではあるが、株主権や書簡送付等を通して投資先企業に対し経営改善等を能動的に働きかける機関投資家をアクティビストとして整理しており、友好的な働きかけを行う機関投資も含めている点に注意されたい。

2. 米国におけるアクティビストの動向

既に米国においては、大規模な金融緩和により株式市場が活況なこともあり、アクティビストが活発化、ウォール街における主要なプレイヤーとして存在感を増している。図表1に示すように、米国のアクティビストは事業分割や事業戦略の変更・取締役派遣、自社株買い等の経営改善の要求を積極的に行っている。Activist Insight¹によれば、2013年にアクティビストのターゲットとなった米国企業数は169社に達しているが、これは全世界ベース(237社)の7割を占めている。

図表1：最近の主な米国のアクティビストの動向

主な時期	アクティビスト名	対象会社	概要 (主な要求事項等)	結果
2012年11月 ～2013年9月	リレーショナル・インベスターズ、カリフォルニア州教職員退職年金基金(CalSTRS)	ティムケン	2ファンドで7.3%保有鉄鋼事業の分離独立を要求	2013年5月に実施された株主投票において株主の過半数(53%)が賛成したことを受けて、会社側は事業分割を発表
2013年4月 ～2014年3月	バリューアクト・キャピタル・マネジメント	マイクロソフト	20億ドル(0.8%)取得、同社に対して事業戦略の変更・取締役の派遣等を求める	バリューアクトとマイクロソフトは協力契約を締結。バリューアクトのメイソン・モーフィット社長が取締役として就任
2013年8月 ～2014年2月	カール・アイカーン	アップル	約40億ドルの株式を保有し、株主提案で500億ドルの自社株買い等の株主還元を要求	決算発表後に140億ドルの自社株買いを実施。アイカーン氏は取締役会の行動を評価し、株主提案を撤回。その後、アップルは2015年までに1300億ドルの資本還元プログラム(自社株購入は600億ドルから900億ドルに拡充)を発表している
2013年8月 ～2014年5月	サード・ポイント	サザビーズ	経営方針を批判してCEOの退任を求め、9.6%まで買い増し	委任状争奪戦を通して、ダニエル・ローブ氏を含む3名の取締役派遣に成功

(出所) 公表資料・各種報道等より大和総研作成

米国でアクティビストが活発化している要因として、主に2点が挙げられる。1点目は、好調な株式市場を背景とした良好な運用環境により、投資資金がアクティビストに集まりやすくなったことである。アクティビスト戦略を取る主要ヘッジファンドは100以上あり、運用残高は1,000億ドル²近くに達すると見られる。Hedge Fund Researchによると、アクティビスト戦略を取るヘッジファンドの投資収益率(2013年)は19.2%と、ヘッジファン

¹ The Activist Insight (<http://www.activistinsight.com/>)

² Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (Dealing With Activist Hedge Funds)

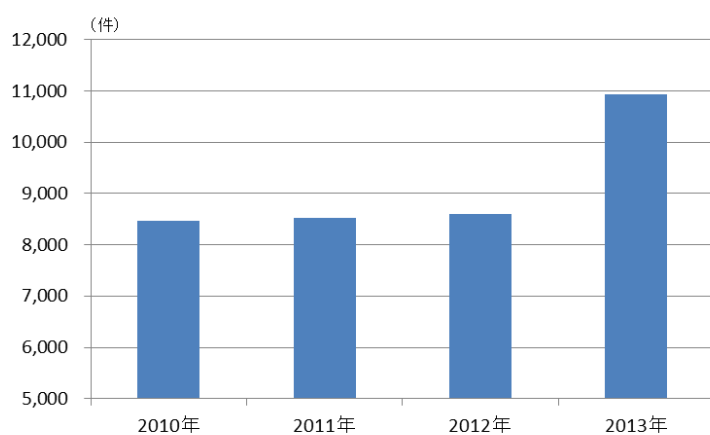
ド全体の 6.7%を大きく上回る結果となった。

2点目は、既存の機関投資家がアクティビストと共同歩調を取るようになり、投資先に対するアクティビズムが成功するケースが目立つようになったことである。図表 1 に示してあるティムケン²の事例においても、リレーショナルと CalSTRS による株式保有は 7.3%に過ぎなかったが、他の機関投資家の支持も得ることで、株主投票に勝利して事業分割を実現させた。このようにアクティビストの持分は少数（場合によっては 1%未満）であるにもかかわらず、経営陣に対して企業価値向上における問題意識を積極的に提起、その問題意識について他の機関投資家から賛同を得ることで、目的が実現する可能性を従来よりも飛躍的に高めている。2013 年のアクティビストによる提案活動の成功確率は、部分的な成功（会社側による妥協案の提示など）も含めると、約 8 割³にまで達しているという。

3. 日本におけるアクティビストの動向

わが国では 2007 年のブルドックソース事件における買収防衛策の発動、2008 年のリーマン・ショックによる信用収縮から、米スティー爾・パートナーズはじめ海外のアクティビスト・ファンドの多くは撤退した。しかし 2013 年以降、アベノミクスに対する期待から、外国人投資家が日本株の積極的な買いに転じている。ファンド等を中心とした大量保有報告書等の提出状況は、2010 年～2012 年は 8500 件前後で推移していたが、2013 年は 1 万件超と急増、ここ数年で最高水準となった（図表 2）。なお 2014 年 1 月～3 月も 2366 件と高水準を維持しており、依然、活発な状況が続いている。無論、アクティビスト・ファンドも例外ではなく、最近になって投資が活発化してきている。

図表 2：大量保有報告書等の提出件数

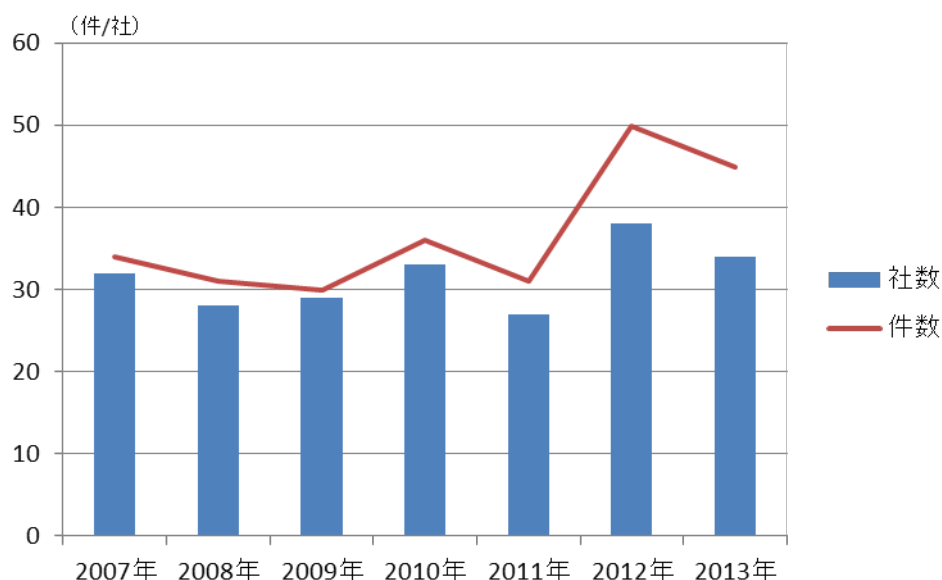


(出所) EDINET 等より大和総研作成

³ The Activist Insight Activist Investing Annual Review 2014

アクティビストの投資活動が活発化する一方で、取締役選任等を巡る株主提案や委任状争奪戦といった、株主総会を舞台とした直接的な攻防は減少傾向にある。2013年シーズン（2012年7月～2013年6月）に株主提案を受けた企業数は34社で、うちアクティビストによるものは英ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンドなど、ごく少数に止まった。（図表3）アクティビストとしては、株主提案に訴えても経営陣の反発を煽るだけで、期待する効果（経営改善による株価上昇）は得られないと懸念したのではないかと。実際、JTに増配の株主提案を行った英ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンドの事例では、賛成率は14%弱に留まった（会社提案の剰余金処分案は同81%）。なお2012年シーズン（2011年7月～2012年6月）は38社と過去最高だったが、これは電力会社に対する反原発関連の議案が急増したことによる寄与が大きい。

図表3：各年の株主総会（7月-6月期）における株主提案社数・件数の推移



（出所）商事法務研究会 株主総会白書（2007～2013）より大和総研作成

その一方で、近年になって増えているのが、アクティビストによる非公式の接触である。典型的なのが経営改革を求めるレターの送付で、ROEの改善や株主還元の充実、コーポレート・ガバナンスの強化などに関する考え方を提示するケースが多いようだ。図表1で言及したサード・ポイントがソニー株式の約7%を保有していると表明し、同時にエンターテインメント事業の分離上場を提案したケースが象徴的であろう。他の事例としては、香港に拠点を持つヘッジファンドのオアシス・マネジメントが任天堂に対して「モバイル端末に対してソフト供給を求める」書簡を送付している。足元ではサード・ポイントが投資家向け書簡の中で「IHIが保有し、多額の含み益を有している豊洲の土地の有効活用を求めている」ことが明らかになったと報じられている。

こうした新しい動きに加えて、リーマン・ショック前に活発だった旧来の海外アクティビストも、再び日本市場に戻ってきている。例えば、2000年代半ばに MBO 提案を立て続けに実施した米ダルトン・インベストメンツ、積極的に株主提案を行ったブランデス・インベストメント・パートナーズやザ・エスエフピー・バリュー・リアライゼーション・マスター・ファンド、上場 REIT の買収を進めたプロスペクト・アセット・マネージメント等が挙げられる。図表 4 に示すように、これらのアクティビスト・ファンドは軒並み、2012 年から 2013 年にかけて投資先銘柄数を増やしている。特にダルトン・インベストメンツはリーマン・ショック後の 2010 年に 5% 超保有する銘柄数が一旦ゼロまで落ちたが、2013 年末には 12 銘柄と急激に増加している。また、友好的アクティビストとして有名なタイヨウ・パシフィック・パートナーズ⁴は 2014 年 4 月の GPIF の運用委託先変更で新規運用委託先として採用されており、今後も投資が活発化すると見られる。

図表 4：主要海外アクティビスト・ファンドによる大量保有報告書等の提出状況

		2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
ダルトン・インベストメンツ・エルエルシー	増加件数	2	3	2	0	7	6	21
	減少件数	0	4	3	2	2	3	1
	大量保有状況(社)	2	4	2	0	2	6	12
ブランデス・インベストメント・パートナーズ	増加件数	20	4	1	0	1	0	6
	減少件数	2	12	17	7	2	0	0
	大量保有状況(社)	9	10	7	3	2	2	5
エスエフピー	増加件数	16	7	13	6	11	11	6
	減少件数	1	10	11	16	2	1	3
	大量保有状況(社)	23	14	9	7	6	5	7
シルチェスター	増加件数	7	61	20	51	11	6	10
	減少件数	2	9	23	12	20	13	14
	大量保有状況(社)	29	33	28	33	32	29	30
タイヨウ・ファンド・マネージメント	増加件数	12	22	9	14	4	7	8
	減少件数	8	0	19	13	6	3	5
	大量保有状況(社)	14	18	17	19	18	21	22
プロスペクト・アセット・マネージメント	増加件数	102	22	10	32	15	17	19
	減少件数	36	47	34	14	11	16	22
	大量保有状況(社)	20	14	11	11	10	6	8

(注) 大量保有報告書・変更報告書より対前月比で持分比率が変動した件数(増加件数、減少件数)をカウント
大量保有状況は 5% 以上保有している社数(5% 未満はカウントしない)

(出所) EDINET 等より大和総研作成

国内組アクティビストも、旧村上ファンド⁵出身者のファンド・投資会社を中心に活発に活動している。上場子会社や大株主のいる企業に対して、場合によっては裁判も辞さない強硬姿勢をとることで知られるエフィッシモ・キャピタル・マネージメントが代表的な事例であろう。また、大手ゴルフ場運営会社の株式を同業大手が敵対的 TOB を行った際に大量取得をした事例で有名になったレノ等がある。

本稿では、同じく旧村上ファンド出身者がファンド代表を務めつつも、従来の日本における国内組のアクティビストと違う行動をするファンドとしてストラテジックキャピタル

⁴ 傘下にタイヨウ・ファンド・マネージメント等を有する

⁵ M&A コンサルティング、MAC アセットマネージメント等の企業群並びに傘下ファンド総称

を紹介したい。ストラテジックキャピタルはM&A コンサルティングの元代表者が2012年10月に設立した、比較的新しいファンド運営会社である。従来型のアクティビスト・ファンドの場合、株式を大量保有（例えば20%や場合によっては議決権の1/3以上）するケースが多いが、同ファンドの場合は、数%の保有に留まっている。

2013年6月の株主総会シーズンから活動が目立っており、2014年1月には投資先企業に増配を求める株主提案を行っている。既に2014年6月総会に向けて株式保有企業のうち2社に対して株主提案を行った旨を公表している。同ファンドの活動（株主総会の事前質問、総会当日の質疑応答、株主提案の内容など）は、ウェブサイトを通じて発信されている。このように自らの主張や問題意識をネットなどで公表することは、広く機関投資家の支持を受けようとする米国のアクティビストが好む手法であり、わが国でも根付くものか大いに注目される。

4. 我が国におけるアクティビストの今後の動向

我が国におけるアクティビストの今後の動向を見通すうえで、象徴的なトピックが2つある。1つ目は2014年2月に金融庁が発表した「責任ある機関投資家」の諸原則、いわゆる「日本版スチュワードシップ・コード」である。これは安倍政権が2013年6月に発表した「日本再興戦略」において、「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすため」導入することを求めたものである。

日本版スチュワードシップ・コードは図表5の通り、7つの柱で構成されている。基本的には2010年に成立した英国スチュワードシップ・コードに範を取ったものである。特に原則4において、投資先企業と建設的な「目的を持った対話」を持つこと、これを通じて問題の改善に努めることを、投資家に求めている。この「目的を持った対話」は「エンゲージメント」と呼ばれ、企業価値の向上および持続的な成長を促すことにより、中長期的な投資リターンの拡大が期待されている。

図表 5 : 「責任ある機関投資家」の諸原則 (2014 年 2 月)

- ① 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- ② 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- ③ 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
- ④ 機関投資家は投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
- ⑤ 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
- ⑥ 機関投資家は、議決権の行使を含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
- ⑦ 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

(出所) 金融庁資料より大和総研作成

2つ目のトピックは GPIF の運用方針の改革である。GPIF は 4 月に日本株の運用資産構成及び運用委託先を 6 年ぶりに見直している。今回の GPIF の日本株の運用構成・運用委託先の変更における主なポイントとして、パッシブ運用において ROE やガバナンス体制などを踏まえて選別された優良企業 400 社により構成される新インデックス「JPX400」等が採用されたことに加え、伝統的アクティブ運用において、スマート型アクティブ運用や「企業との対話により価値向上を目指す手法」などが採用された。そうした中で、伝統的アクティブ運用において、運用委託先も大幅に変更され、従来の国内 4 社・海外 4 社から図表 6 に示すような国内 3 社・海外 8 社（再任は 2 社）に変更となっている。GPIF の資産運用総額は 2013 年 12 月末で 128 兆円であり、そのうち国内株は 22 兆円（全体構成比率 17.2%）となっており、それ自体の日本株運用額の大きさに加え、他年金基金への影響を踏まえると、今回の変更が日本株運用に与える影響は小さくないと考える。

今回の運用委託先の変更に際し、前述のとおり友好的アクティビストとして知られるタイヨウ・パシフィック・パートナーズを運用委託先の 1 社として選定した。タイヨウ・パシフィック・パートナーズは米国ワシントン州に拠点を置くファンドで、2003 年に日本やアジアにおける友好的アクティビスト投資を専門に行うために設立された。日本に特化したファンドの運用資産残高は 25 億ドル超。米国、日本、欧州の年金基金や機関投資家等が資金提供者となっている。2013 年末時点の 5%以上保有している大量保有先は 22 社で、2014 年度も J トラストや堀場製作所について大量保有報告書を提出するなど活発に投資している。

図表 6 : GPIF の日本株伝統的アクティブ運用の運用委託先 (2014 年 4 月)

運用受託機関名	ベンチマーク
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社 (イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド)	TOPIX (配当込み)
インベスコ・アセット・マネジメント株式会社	TOPIX (配当込み)
キャピタル・インターナショナル株式会社 (キャピタル・インターナショナル・インク)	TOPIX (配当込み)
セイリュウ・アセット・マネジメント株式会社 (タイヨウ・パシフィック・パートナーズ LP)	Russell Nomura Small (配当含む)
ナティクシス・アセット・マネジメント株式会社 (ハリス・アソシエイツ・エル・ピー)	TOPIX (配当込み)
日興アセットマネジメント株式会社	TOPIX (配当込み)
フィデリティ投信株式会社	TOPIX (配当込み)
みずほ投信投資顧問株式会社	Russell Nomura Small (配当含む)
ラッセル・インベストメント株式会社 (ラッセル・インプリメンテーション・サービシーズ・インク)	TOPIX (配当込み)
JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社:パリュウ※	Russell Nomura Large Value (配当含む)
DIAMアセットマネジメント株式会社※	TOPIX (配当込み)

(注1) カッコ内は再委託先

(注2) ※は再任

(出所) GPIF 公表資料より作成

5. 「特殊」なアクティビストが「一般化」する時代にどう備えるか

日本の株式市場の活性化に伴い日本市場向けのアクティビスト・ファンドに対し資金が流入しやすい環境である。海外の大手アクティビスト・ファンドも日本市場に注目しており、既に一部のファンドは日本企業に対して積極的にアクティビスト活動を開始しつつある。

また、スチュワードシップ・コードや GPIF の動きを踏まえると、従来は「物言わぬ投資家」だった国内外を問わずメインストリームの機関投資家（投資信託、投資顧問等）が、今後は投資先企業に対しエンゲージメントを行うことが一般的になっていくと考えられる。そして、こうしたメインストリームの機関投資家からもアクティビストと同様、レターや面談等を通じた経営改善要求を行うようになることが予想される。また彼らがエンゲージメントを効率的に実施するため、アクティビストと協力することも十分に考えられよう。

米国の例からも分かるように、アクティビストとメインストリームの機関投資家が価値観を共有しうる局面は少なくない。アクティビストの企業価値向上に向けた株主提案等に対し、メインストリームの機関投資家が賛同するという米国のスタイルが日本においても一般化する土壌が整いつつある。こうした動きを勘案すると、「特殊」なアクティビスト

が「一般化」し、メインストリームの機関投資家も含めた幅広い投資家が投資先企業に対して能動的に企業価値向上を求める時代に入りつつあると言える。

このような時代において日本企業はどのように対応すべきであろうか。ひとつの指針として、アジア・コーポレート・ガバナンス協会（ACGA）が2008年5月に発表した、「日本のコーポレート・ガバナンス白書」が挙げられる。図表7は同白書の要点をまとめたもので、「独立の社外取締役を最低3人」といったガバナンス面から、「ROEの目標値を設定すべき」といったマネジメント面まで、幅広く主張・提言されている。これらと自社の現状とのギャップを認識、改善すべき点を整理して、経営改革やIR改善に役立てることが望ましい。上場会社としては、「特殊な」アクティビストに警戒するのではなく、「普遍的な」機関投資家の支持を得るために、企業価値向上の策を常に自ら検討することが求められよう。

図表7：ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス白書」要点（2008年5月）

項目	具体的な内容
所有者としての株主	<ul style="list-style-type: none"> ・ステークホルダー資本主義は時代遅れで不正確 ・所有者としての株主を重視することこそ、長期的観点でステークホルダー利益に適う
資本の効率的活用	<ul style="list-style-type: none"> ・現金や有価証券を無制限に貯め込むことや、不適切な買収や多角化をすることが多い ・ROEや配当性向の目標値を設定すべき
独立的立場からの経営陣の監督	<ul style="list-style-type: none"> ・合議型経営スタイルでは非合理的な決定を覆せない ・独立の社外取締役を最低3人、長期的に取締役会の半数とするのが望ましい
先買権	<ul style="list-style-type: none"> ・第三者割当が買収防衛のために利用されがち ・株式発行額の上限を株主総会で設定するなど、株主の損失を防ぐ手立てを議論すべき
ポイズンピルと買収防衛策	<ul style="list-style-type: none"> ・買収防衛策が必要か否か、改めて検討すべき ・導入時には経営陣の保身を疑われないよう、社外取締役を増やすなど施策が伴われなければならない
株主総会と議決権行使	<ul style="list-style-type: none"> ・総会は公平性と透明性を欠き、持合いで歪んでいる ・集中日の解消や議案送付の早期化、投票結果の発表などの改善策を検討すべき

（出所）ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス白書」より大和総研作成

以上