

2025 年 2 月 17 日 全 8 頁

空売りアクティビストの実像

ファンドの特徴、標的となる企業の傾向、会社側の対応などを探る

金融調査部 研究員 森 駿介
研究員 瀬戸佑基

[要約]

- 日本でのアクティビストの存在感が高まる中、件数は多くないものの「売り」を主体としたアクティビスト（空売りファンド）の公開キャンペーンも散見される。以下では、空売りファンドの動きが比較的活発な米国の事例をもとに、日本企業への示唆を検討する。
- 空売りファンドは、対象企業と対話する誘因を持たないなど、行動原理は通常のアクティビストと異なる。空売りファンドの標的になりやすい企業は、時価総額が大きい・株価が割高・会計情報などの「不透明性」が高いといった特徴を持つ。
- 空売りファンドによる公開キャンペーンへの対応方法とその後の影響、株価には強い関係がある。企業防衛を専門とする法律事務所は、会社側・ファンド側のどちらがより説得的かを巡る戦いであり、抽象的な否定や空売りファンド自体への攻撃は慎むべきと主張している。

1. はじめに

日本でのアクティビストの存在感は高まっており、2024 年の投資先企業数は 150 社前後となったと報じられている¹。2024 年には、通常のアクティビストだけでなく、「売り」を主体としたアクティビスト（いわゆる空売りファンド）による半導体関連メーカーを対象とした公開キャンペーンも注目された。

空売りファンドとは、対象企業の財務諸表等を調査・分析して、あらかじめその株式について大規模な空売りポジションを保有しておいた上で、当該調査・分析に基づいて対象企業の財務または経営上の問題点を指摘した調査レポート（空売りレポート）を公表するかたちで空売りキャンペーンを開始し、当該レポートなどを受けて対象企業の株価が下落したところで当該株式を買い戻すことで利益を確保する、という投資戦略を取る投資家である²。「買い」を主体と

¹ Bloomberg 「[アクティビストの日本株投資が4年ぶり最高、自社株買いに次ぐ存在感](#)」（2024 年 12 月 17 日付）。社数は大量保有報告書（いわゆる「5%ルール」）届出対象のもの。

² 太田洋（2017）「米国におけるアクティビスト株主対応の最新動向とわが国への示唆」『旬刊商事法務』No. 2128（3 月 15 日号）、pp. 4-18、商事法務研究会

したアクティビストと比べると、キャンペーンの実施件数は限られるものの、空売りレポートの公表後はスピード感を持った対応方針の決定が企業には求められる。このため、企業は平時から空売りキャンペーンを想定した事前準備・シミュレーションをすることが重要といえるかもしれない。

なお、海外では、米国を中心に空売りファンドによる公開キャンペーンの事例が多く、空売りファンドの戦略や標的とされた企業の特徴、標的とされた企業への影響などに係る分析は蓄積されている。また、米国では、一部の空売りファンドの採用する手法が相場操縦に当たるとの懸念もあり、空売りポジションに係る開示規制が新たに導入されるなど、規制面での動きもある。以下では、空売りファンドに係る米国を中心とした議論を整理した上で、日本企業への示唆を論じていく。

2. 空売りファンドの特徴

空売りファンドの行動は、一般に下記のような特徴を持つとされる（図表 1）。

図表 1 通常のアクティビストと空売りファンドの行動の違い

	通常のアクティビスト	空売りファンド
入口	・対象企業の株式を購入	・対象企業の株式を空売り
利益の源泉	・対象企業の株価の上昇 ・株主還元	・対象企業の株価の下落
アプローチの方法	・書簡送付、経営陣などとの面談 ・議決権行使 ・公開キャンペーン ・株主提案 など	・公開キャンペーン (レポート公表など)
標的となりやすい企業	・キャッシュリッチな企業 ・外国人持株比率が高い企業 ・10大株主・役員持株比率が低い企業 ・時価総額の小さい企業 ・株価が割安な企業 など	・会計の不透明性などが見られる企業 ・監査法人が交代した企業 ・監査法人がBig 4以外の企業 ・ショートポジションが積みあがっている企業 ・時価総額の大きい企業 ・株価が割高な企業 など

（注）あくまで一般的なアクティビストと空売りファンドの行動であり、必ずしもすべてのファンドに当てはまるわけではない。

（出所）Appel and Fos(2024)（脚注 7 参照）、Brendel and Ryans (2021)（脚注 6 参照）、田中・後藤（2019）³、吉川・羽田野他（2024）（脚注 4 参照）などより大和総研作成

通常のアクティビストは、対象企業の株式を保有し、面談・議決権行使といった手段により企業価値を向上させるよう行動する。これらが不調に終わった場合には、公開キャンペーンを実施する⁴。他方、空売りファンドはそもそも対象企業の株式を空売りしているため、議決権行使

³ 田中亘・後藤元(2020)「日本におけるアクティビズムの長期的影響」JSDA キャピタルマーケットフォーラム(第2期)、pp. 115-161

⁴ 通常のアクティビストの行動については、吉川英徳・羽田野香澄・大和総研コーポレートバリュー・アドバ

などの手法を用いることができない。そのため、対象企業について詳細に調査し、レポートをまとめた上で公開キャンペーンを行い、他の投資家の売りを誘う、という行動を選択する。

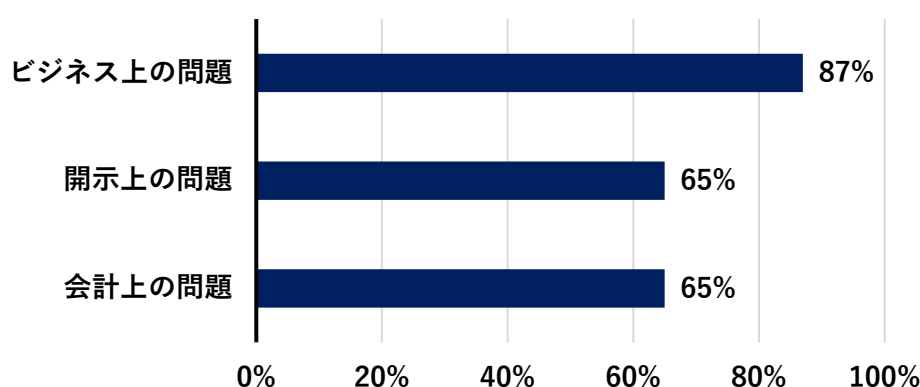
この際、投資家の売りを誘うために、レポートにおいて煽り調の文言を多用したり、当該レポートが信頼できるものであることを示すため、緻密な調査に基づき執筆したことを強調したりすることも多い⁵。株価が割高である、ということが論証しやすく、レポートの主張内容の正確性を示しやすいためか、会計の不透明性が見られる企業を標的とすることが多いようだ。また時価総額の大きい企業を狙う、との指摘も多い（標的となりやすい企業の特性については後述）。

空売りファンドにとっては、対象企業の企業価値の向上がファンドの利益に結びつかないため、行動原理が「買い」を主体とした通常のアクティビストと大きく異なっている。

空売りファンドによる指摘内容

米国において 1996～2018 年の間に行われた空売りファンドによる公開キャンペーン事例を調査した研究⁶によると、空売りレポートにおいて指摘される内容は図表 2 の通りとなっている。ここでは、公表されたレポートの中で各要素が指摘される割合を示している。

図表 2 空売りファンドによる指摘事項



(注) 1996～2018 年に米国上場企業を標的とした 351 件の空売りレポートをもとに集計。

分類は引用元論文の筆者の判断に基づく。

(出所) Brendel and Ryans (2021) より大和総研作成

公表レポートのうち 87%で、ビジネスや製品、経営上の課題などの何らかの「ビジネス上の課題」が少なくとも 1 つ以上指摘されている。次いで「開示上の課題」（誤った、もしくは不完全な開示）・「会計上の課題」（監査・内部統制上の課題など）が指摘されている。

なお、多くのレポートでは、特定の問題についてのみの指摘を行うのではなく、ビジネス・開

イザリーチーム「[アクティビスト投資家の近時動向](#)」（2024 年 3 月 11 日、大和総研コンサルティングレポート）などが詳しい。

⁵ 合理的根拠を示すことにより、レポートでの指摘内容が風説の流布に当たるとの指摘を避ける目的も考えられる。

⁶ Janja Brendel and James Ryans, “Responding to Activist Short Sellers: Allegations, Firm Responses, and Outcomes”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 59, No. 2, 2021, pp.487-528

示・会計などについての多面的な指摘を行った上で、会社の開示資料からは分からない新たな証拠を提示していた。

空売りファンドの標的になりやすい企業

空売りファンドの標的になりやすい企業には、いくつかの特性があるとの指摘がある。例えば Appel and Fos(2024)⁷は、空売りファンドの標的となった場合に1をとるダミー変数を時価総額やROAなど様々な企業特性で回帰するモデルを用いて、時価総額が大きく、株価が割高で、売上高の成長率が高く、ショートポジションが積みあがっている企業などが標的となりやすいことを示している。

Brendel and Ryans(2021)も同様に、空売りファンドの標的となった場合に1をとるダミー変数を様々な企業特性で回帰するモデルを作成している。標的となりやすい企業について、時価総額については統計学的に有意な影響は見られなかったものの、株価が割高であること、ショートポジションが積みあがっていることなどの特性は他の研究と共通している。また、この研究の興味深い点として、直近1年間に監査法人を変更した場合は、標的とされる可能性が高まることを示している点が挙げられる。

他方、Zhao(2020)⁸は、同様の命題を「不透明性」に着目して検証した。この論文では、裁量の会計発生高⁹のばらつきが大きい（利益調整を行っている可能性が高い）企業のほか、監査法人がBig4以外である企業、アナリスト予想のばらつきが大きい（企業とアナリスト・投資家との間で情報の非対称性が大きく、企業への評価が分かれている）などの特徴を持った企業を「不透明性」が高い企業と定義している。その上で、「不透明性」が高い企業はそうでない企業に比べて空売りファンドの標的になりやすいことを示した。

市場全体の注目を集めやすく、かつ空売りを行いやすい大型株が狙われやすいことや、不正会計をしているとの指摘が他の投資家に信頼されやすいような「不透明」な部分がある銘柄が狙われやすいことは、直感とも合致するだろう。

⁷ Ian Appel and Vyacheslav Fos, “Short Campaigns by Hedge Funds”, The Review of Financial Studies, Vol. 37, Issue 5, 2024, pp.1460-1493

⁸ Wuyang Zhao, “Activist Short-Selling and Corporate Opacity”, 2020, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2852041> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2852041>

⁹ 決算上の利益とキャッシュフローの差（会計発生高）のうち、経営者による利益調整行動によって生まれると考えられる部分のこと。

3. 会社側の対応

どのような対応を行っているか

まず、1996～2018 年における空売りレポートの標的となった米国上場企業の対応を取りまとめた研究¹⁰によると、プレスリリース等によるレポート内容の否定や提訴、内部調査といった何らかの対応を実施した企業は31%にすぎないことが分かっている（図表3）。また、どのような対応を取るかは、空売りレポートで何が指摘されているかという点が影響しているようである。例えば、会社のビジネスモデルだけが問題として指摘されている場合は対応を実施しない傾向にある一方、会計不正に関する問題が指摘されている場合は内部調査を行う傾向があるようである。なお、空売りレポートを受けて内部調査を実施した企業については、米国証券取引委員会（SEC）による不正会計調査や上場廃止、監査法人変更などに発展する確率が高くなるようだ。

図表3 標的となった米国企業の対応とその後の影響

	対応状況	標的後の影響				財務諸表関連	
		SECの不正 会計調査	上場廃止	被買収	深刻な 影響無し	監査法人 変更	修正 再表示
何らかの対応を実施	31%	6%	26%	22%	47%	6%	12%
否定	28%	3%	26%	22%	49%	6%	10%
訴訟	6%	0%	50%	10%	40%	5%	5%
内部調査	4%	29%	50%	7%	14%	21%	29%
追加的な開示	12%	2%	30%	23%	44%	5%	12%
対応せず	69%	7%	24%	15%	55%	7%	17%

（注1）1996～2018 年に米国上場企業を標的とした 351 件の空売りレポートをもとに集計。

（注2）「否定」は、空売りファンドの主張をプレスリリースや決算説明会などで否定する場合。「訴訟」は、提訴もしくは提訴する可能性を示唆した場合。「内部調査」は、企業が内部調査の実施を発表した場合。「追加的な開示」は、企業が追加的な情報を開示した場合。

（出所）Brendel and Ryans（2021）より大和総研作成

空売りレポートを受けて何らかの対応を実施した企業のうち、空売りレポート公表当日に対応を実施した企業は約30%であり、空売りレポート公表後3日後までに対応を実施した企業は約75%となっており、その対応は素早い。

会社側の対応と株価との関係：対応しすぎない方が良い例もある？

会社側の対応と株価の間にも強い関係があるようだ。例えば、空売りレポート公表翌日の株価下落率が大きい企業ほど、何らかの対応を行う傾向にあるようである（図表4）。一方で、空売りレポートへの対応を行わなかった企業の株価は低下していない。株価への影響が大きくなければ、空売りレポートに対応するインセンティブが働いていない可能性が示唆される。プレスリリース公表など何かしらの対応をすることで、むしろ注目されてしまうことを回避している

¹⁰ 脚注6のBrendel and Ryans(2021)を参照。

ことが背景にあるかもしれない¹¹。

一方、空売りレポート公表 1 年後の株価変動率を見ると、対応の有無にかかわらず下落率は大きくなっている。特に、企業側が空売りファンドに提訴もしくは提訴の可能性を示唆する場合（「訴訟」に該当）の株価下落率の大きさが目立つ。この点は、空売りファンドに対する訴訟がメディア等からの注目度を高め、空売りキャンペーンの寿命を長引かせることが背景の一つとみられる。

図表 4 会社側の対応内容と株価の反応

	株価変動率 (CAR: 累積超過リターン)	
	レポート 公表前営業日 ～翌営業日	レポート 公表前営業日 ～1年後
何らかの対応を実施	-14%	-36%
否定	-14%	-37%
訴訟	-16%	-46%
内部調査	-24%	-35%
追加的な開示	-13%	-32%
対応せず	0%	-31%

(注1) 1996～2018年に米国上場企業を標的とした351件の空売りレポートをもとに集計。
(注2) 「CAR: 累積超過リターン」は、4ファクターモデル（推定期間：空売りレポート公表252営業日前～20営業日前）で予想される株価リターンを上回る超過リターンを累積した値。なお、4ファクターモデルは、Fama-Frenchの3ファクターモデル（市場要因、規模要因、バリュエーション要因）にモメンタム要因のファクターを追加したモデル。
(出所) Brendel and Ryans (2021) より大和総研作成

どのように対応すべきか：会社側・ファンド側のどちらがより説得的かを巡る戦いに

通常のアクティビズムと異なり、空売りキャンペーンは株価についての利害が対立する企業と空売りファンドが公開の場で議論することが想定されており、二者の間での個別の対話（エンゲージメント）は想定されない。そのため、会社側・空売りファンド側のどちらがより説得的かを巡る争いとなる。その中で、米国では通常のアクティビスト対応だけでなく、空売りキャンペーンへの対応策に係る提案が企業防衛に携わる法律事務所からなされている（図表5）¹²。

まず、予防策として、潜在的な自社の脆弱性について認識・把握すべき、という点が提案されている。認識・把握すべきものとして、例えば、投資家にとって不透明な財務報告・会計処理、業界全体の脆弱性や競合他社における過去のアクティビストによるキャンペーンの内容（空売りだけでなく通常のキャンペーン含む）などが挙げられる。また、会社の経営計画を明確に伝えるための、株主との間の強固なコミュニケーションチャネルを維持しておくことも提言されて

¹¹ なお、類似の例として、日本企業におけるネットでの炎上と株価の関係を分析した以下の論文では、ネットの炎上に何らかの対応した企業では炎上日～翌営業日にかけて株価が有意に下落する一方、対応しなかった企業の株価は下落しないことが示されている。

武田史子・森継哉（2019）「ネット炎上が株式市場に与える影響についての研究」、第3期 JSDA キャピタルマーケットフォーラム

¹² この部分は、スキャゲン・アープス・スレート・マー・アンド・フロム法律事務所による以下のレポートを参照している。

Neil P. Stronski, Demetrius A. Warrick, and Richard J. Grossman (2023) “How To Guard Against a Short Attack, and How To Respond if Faced With One.” Skadden Publication

いる。もっとも、これらの点は平時における株主との対話のための準備においても重要な要素かもしれない。

空売りレポート公表後の対応策として、多くの法律事務所が共通して提言している点は、空売りファンドの主張に対して、直接的な証拠・データなど、明確な根拠をもとに反論すべき、ということである。逆に、抽象的な否定や空売りファンド自体への攻撃は慎むべき、とされている。この点、反論の方法として優良事例として紹介されることが多いのが、ゼネラル・エレクトリック社（GE 社）に対する 2019 年 8 月の空売りレポートへの対応である。巨額の詐欺事件（ポンジスキーム）の首謀者として知られるバーナード・マドフ受刑者の告発者として知られるハリー・マルコポロス氏の空売りレポートに対して、GE 社は同氏を攻撃せずに、空売りレポートが誤っている点を即日ウェブサイトに掲載した¹³。空売りレポートの誤りが市場に伝わることにより、レポート公表直後に大きく下落した株価は回復したと言われている。

会社側の選択肢としては、大幅な株主還元によりショートスクイーズを誘発し、空売り勢を締め出すということも考えられる。しかし、空売りキャンペーンが会社側・ファンド側のどちらにより説得的かを巡る戦いであることを踏まえると、空売りレポートで指摘された会社の根本的な問題への対処に消極的な印象を市場に与える恐れもあるため、注意すべきとされている。

図表 5 空売りファンドに対する予防策・対応策の例

- ・ 予防策
 - － 潜在的な脆弱性の把握
 - 〔 不透明・不適切な財務報告や会計処理、競合他社における過去のアクティビスト介入事例、
自社の業績・戦略の不備等 〕
 - － ショートポジションの蓄積状況の監視
 - － 業績・戦略・ガバナンス等に対する投資家の見方を理解
 - － 株主との間の事前のオープンなコミュニケーションチャネルの維持
- ・ キャンペーン開始後の対応
 - － 空売りファンドの実態・トラッキングレコードの調査
 - － 提起された主張に対して、直接的な証拠・裏付けデータなど**明確な根拠をもとに反論**
(抽象的な否定や空売りファンド自体への攻撃は逆効果)
 - － 自社株買い・配当によるショートスクイーズの誘発
(ただし、根本的な懸念に対処していないとみられる恐れも)
 - － 空売りファンドとの対話は期待すべきでない(通常のアクティビストの動機が異なるため)
 - － 訴訟の提起や規制当局に対する介入の要求は慎重に行うべき

(出所) Stronski, Warrick and Grossman (2023) より大和総研作成

¹³ General Electric “[GE ADDRESSES CLAIMS BY HARRY MARKOPOLOS](#)” (2019 年 8 月 15 日付)

4. 最後に

なお、近年、米国では空売りファンドへの逆風が吹いている。例えば、堅調な米国株式相場は、空売りファンドがリターンをあげることを難しくしている。空売りポジションが積みあがった銘柄がソーシャルメディアで人気を集め、個人投資家の買い注文を集める「ミーム株」騒動も、一部の空売りファンドのリターンを悪化させたようだ。このほか、2024年7月には、SECと司法省が有名空売りファンドのアンドリュー・レフト氏と同氏のファンド（シトロン・キャピタル）を相場操縦の疑いで提訴している¹⁴。

2025年に入っても逆風は続いている。1月2日には、1934年証券取引所法における空売りポジションに係る開示規制であるRule 13f-2の適用が開始された。この規制では、一定の規模以上の株式等の空売りポジションについて、ファンドを含む機関投資家は月次でSECに報告する必要がある、報告対象には、非米国の取引所の上場銘柄も含まれる。この報告をもとに、SECは各銘柄の空売りポジションを集計データの形で月次で公表する。これにより、空売りファンドがポジションを構築しづらくなる可能性がある。さらに、1月20日発足のトランプ政権で影響力を持つイーロン・マスク氏は、空売りファンドに対して否定的なことで知られている¹⁵。これらの逆風を踏まえると、キャンペーン件数がもともと相対的に多い米国でも、空売りファンドの動きがさらに停滞する可能性がある。

もっとも、米国と比べると規制当局からの介入や制裁の可能性が（今のところ）低いとみられる米国外の企業に、空売りファンドが目をつける可能性もあるかもしれない。言語的な障壁もある日本で多くのキャンペーン事例が大きく増えることは想像しづらいものの、日本企業としては、仮に空売りレポートが公表された場合にはスピード感を持った対応が求められる。特に本レポートで記述したような標的になりやすい企業にとって、米国の先行事例を踏まえた事前の想定が重要ではないだろうか。

¹⁴ SEC・司法省によれば、レフト氏は、目標株価の提示とともに買い推奨・売り推奨を公表していたものの、株価変動後に即座に反対売買する取引や、自身のポジションについて虚偽の発言を行っていたとのことである。

¹⁵ 例えば、2022年初めに相場操縦の疑いで複数の空売りアクティビストの調査を開始した司法省をマスク氏が称賛するコメントをCNBCに伝えている。なお、マスク氏がCEOのテスラ社に対して、過去に複数のアクティビストが空売りを仕掛けている。

CNBC “[Elon Musk cheers on Justice Department probe of short sellers.](#)” (2022年2月23日付)