

アクティビストとは共栄を -OECD レポート-

経営戦略研究部
鈴木裕

アクティビストは企業の変革を促す効果を持つ、有益な投資家である

OECD は、アクティビスト・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドが、株主権の適正活用を推進し、企業の変革を促す効果を持つとのレポートを公表した。

コーポレート・ガバナンス原則を策定するなど、OECD は加盟各国の企業行動に規範を与えてきたが、アクティビストの活動は、OECD の規範に合致する有益な行動であると指摘した。

アクティビストの行動を制限するよりも、その有効性を引き出し、弊害を軽減する方策を検討すべきである。

1 OECD のコーポレート・ガバナンス原則

OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development: 経済協力開発機構) は、1999 年にコーポレート・ガバナンス原則を採択し、日本を含む各国の企業経営のあり方と政府の政策に大きな影響を与えてきた。その後の相次ぐ企業不祥事や経営破綻によって株式市場への信頼が揺らぐ中でも、OECD はよりよいコーポレート・ガバナンスの規範を示す目的で 2004 年に同原則を改定し¹、市場経済と企業経営の健全な発展に強力な役割を果たし続けている。

2 アクティビストに関する調査を実施

OECD は、7 月 23 日に、「THE IMPLICATIONS OF ALTERNATIVE INVESTMENT VEHICLES FOR CORPORATE GOVERNANCE: A SYNTHESIS OF RESEARCH ABOUT PRIVATE EQUITY FIRMS AND “ACTIVIST HEDGE FUNDS”」(コーポレート・ガバナンスを目的とする代替的投資の意味するもの: プライベート・エクイティと「アクティビスト・ヘッジ・ファンド」に関する総合的研究、以下 OECD レポートと言う)²を公表した。

株主としての権利を行使して、会社に影響力を及ぼし、会社を変えていこうとする投資家を総称してアクティビスト(Activist)というが、その目的や手法は様々である。アクティビス

¹ <http://www.oecd.org/dataoecd/34/34/32361945.pdf>

トと一くくりにはされているが、何故会社を変化させようとしているかという目的からして、様々であり、到底同じものとして論じることにはできないほどだ。新聞や雑誌が報じるあるアクティビストの行動には、共感を覚えるが、他のアクティビストには嫌悪を感じることもあろう。もっともある種類のアクティビストが他のアクティビストと目的を異にしながらも、行動を共にすることもあるので、アクティビストの分類は流動的であり、明確な線引きができるわけではない。

アクティビストといった場合に、最も思い浮かびやすいのは、株主の利益を向上させるために、自ら積極的に経営陣と対話し要求を突きつけていく投資家の姿だろう。少数の会社に集中的に投資して、保有比率を高めた後に、経営者と対話しつつ、株価重視の経営政策の実現を迫っていく。OECD レポートが調査しているアクティビストは、この類型だ。このような投資家は、多くの場合私募のファンドであり、ヘッジ・ファンドの一種であるため、アクティビスト・ヘッジ・ファンド (Activist hedge fund) と呼ばれる。委託者の資金運用の手段として、株式をポートフォリオに組み込み、ポートフォリオの価値を引き上げるために株主権の行使を志向する。米国では、既に 131 を超えるアクティビスト・ヘッジ・ファンドが存在しているといわれ³、その行動は、株式市場で注目されるようになっている。

アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、何らかの視点から見て割安に放置されている会社の株式を購入するので、基本的には割安株投資家である。しかし、他の割安株投資家が、市場の評価が変わることを待つのに対して、アクティビスト・ヘッジ・ファンドは市場の評価を変えさせるために行動するところが大きな違いだ。プライベート・エクイティ・ファンドや MBO ファンドとは、似通っており区別が難しいところもあるが、アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、投資先会社の上場・公開を維持したままで、超過収益の獲得を目指す点で異なるとは言えそうだ。

3 アクティビスト・ヘッジ・ファンドの戦略

OECD レポートでは、アクティビスト・ヘッジ・ファンドが投資先の会社に影響力を及ぼそうとする具体的な内容として、次の 4 点を指摘している。

- ・ 資本構成や資本の用途について、経営陣に影響力を及ぼす
- ・ 会社の経営戦略について影響力を及ぼす
- ・ 会社の経営支配権の行方に介入する

² <http://www.oecd.org/dataoecd/60/11/39007051.pdf>

- ・ 会社のガバナンス構造やガバナンス過程の変更を求める

このような点で、会社に影響力を及ぼして、株式の価値へプラスの効果을及ぼそうとするわけだ。アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、ある程度の量の株式を保有した後に、会社との対話を試みるが、このプロセスは通常外部からは窺い知れないところである。そして、このような水面下での交渉での進展が無ければ、他の投資家も巻き込んで経営陣への影響力を強めようとする。キャンペーンを展開したり、株主提案を行ったり、さらには株主総会における委任状争奪にも至る。

欧米では、アクティビスト・ヘッジ・ファンドが、注目を集めるような行動を採ることは珍しくなくなっている。OECD レポートでは、いくつも実例を挙げているが、わが国でも大きく報じられた例としては、ドイツ証券取引所によるロンドン証券取引所の買収問題がある。

アクティビスト・ヘッジ・ファンドが会社の経営支配権に介入した例

- ・ ドイツ証券取引所は、ロンドン証券取引所に敵対的 TOB をかけようとした。
- ・ ドイツ証券取引所の株主であるアクティビスト・ヘッジ・ファンド（イギリスの The Children ' s Investment Fund Management (TCI) や米国の Atticus Capital 、 Jana Partners など）は、買収に資金を費やすよりも剰余金の配当増を求めた。また、ロンドン証券取引所の買収よりも Euronext との合併を推奨した。
- ・ 他の機関投資家もアクティビスト・ヘッジ・ファンドに同調したため、ドイツ証券取引所は当初の計画を撤回した。

ドイツ証券取引所の事例でアクティビスト・ヘッジ・ファンドは、買収や経営統合に反対する立場をとったが、賛成する場合も当然ある。保有株式の価値が高まったり、有利な価格で売却できたりするならば当然賛成するであろうし、場合によっては、そのような条件を提示する買い手を自ら発掘することさえあるという。

4 アクティビスト・ヘッジ・ファンドのターゲット

わが国でも、アクティビストの活動は目を引くようになってきた。上場・公開会社では、アクティビストのターゲットにならないようにする方策を求める向きもあるが、むしろどのような会社がターゲットになるかを知るほうが有益だ。OECD レポートによれば、アクティビスト・ヘッジ・ファンドのターゲットになる会社は、次のような点で共通の性質があると指摘されているという。

³ <http://www.upenn.edu/researchatpenn/article.php?1248&bus>

アクティビスト・ヘッジ・ファンドのターゲットになる会社の共通点

- 会社の規模：以前は比較的小規模な会社がターゲットになっていたが、アクティビスト・ヘッジ・ファンドの資金規模が増大した現在では会社の規模の大小は問題ではないとの指摘もある。
- キャッシュ・リッチ：資産に現金等価物が多く流動性が高い会社は、自社株償却や配当増額を求める対象となりやすい。
- 自己資本比率：自己資本比率が高い場合には、自社株償却を求める、あるいはレバレッジドバイアウトを検討する。
- 株式投資収益：ターゲットになる会社の株式投資収益は振るわないことが多い。これは、経営改善の余地があることを伺わせる。
- 市場の過小評価：小売やホテル、エネルギー産業などでは、会社資産が証券市場で過小評価されている場合がある。また、コングロマリットもディスカウントされている場合がある。
- 脆弱な経営：経営陣の能力が不十分であれば、それを改善することによって収益の改善が見込める。
- 不適切な M&A 取引：会社が事業譲渡を受ける際などに、譲渡事業を過大評価しているとすると、その会社の株価に対する証券市場の評価は急落する。すなわち、誤った M&A 取引は、株価のミスプライスを生むので、アクティビスト・ヘッジ・ファンドのターゲットになる場合がある。

アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、このような会社に集中的に投資して、問題の解決や緩和を提案し、株価の上昇を手にすることを目指している。

5 OECD 原則とアクティビスト・ヘッジ・ファンド

OECD は、前述の通りコーポレート・ガバナンス原則（以下、OECD 原則）を策定しており、OECD レポートでは、アクティビストの活動が OECD 原則と整合的であり、アクティビストは、会社のガバナンス改善に有益であると結論している。

OECD 原則は、1.A.「コーポレート・ガバナンスの枠組みは、経済パフォーマンス全体への影響、市場の廉潔性、市場参加者へのインセンティブ、透明で効率的な市場の育成と言う観点を持って、策定されるべきである。」という考え方を基礎にしている。株主の権利や取締役会の責任もこの観点から原則化される。

取締役会の責務について、OECD 原則 6.A. は、「取締役会メンバーは、十分に情報を与えら

れた上で、誠実に、相当なる注意を持って、会社及び株主の最善の利益のために行動すべきである。」とした。もちろん、ステークホルダーの利益に考慮を払うことも求められるが、会社や株主の利益に高い優先順位が与えられているということであろう。アクティビスト・ヘッジ・ファンドのターゲットとなる会社の経営陣は、この原則の達成に疑問が持たれる場合が少なくない。そのため、株主が主体的に影響力を行使して、OECD 原則からの乖離を修正することは、原則の趣旨に整合的であるといえるということなのであろう。

そして、株主の権利について、OECD 原則は、「機関投資家を含む全ての株主による持分権の行使が促進されるべきである。」(2.F.)「機関投資家を含む株主は、本原則に定義されている自身の株主としての基本的な権利にかかる事項について、権利の濫用を防ぐための例外はあるにしても、互いに協議することが許されるべきである。」(2.G.)として、株主権行使を奨励している。すなわち、アクティビスト・ヘッジ・ファンドの行動は、OECD 原則に整合的であり、経営陣と投資家の意思疎通を強化するものと位置づけることができよう。

会社の財務構造や人事構成について十分な知識を持ち、そしてそれへの利害関係を有する者こそが、価値を高める決定をなし得る。保有量の大きな株主には、株価を引き上げる強い動機があるので、企業価値・株式価値を引き上げる効果のある決定を取締役会によって下されることを期待している。期待に反してそれが実現しなければ、株主権の行使に及ぶことは当然であるし、十分な情報を持たない他の投資家に情報を提供することは、他の投資家の主体的な判断を助けるものである。これまで、アクティビスト・ヘッジ・ファンドが行ってきた行動は、この意味から肯定的な評価を与えることができる。

アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、短期的投資家であると一般には言われているが、OECD レポートは、一般的な機関投資家と比較して投資期間はむしろ長いほうであることを指摘している。また、短期利益を志向して、会社の経営方針を歪めるということも無く、逆にターゲットとなった会社の長期的計画の欠如を修復しているのではないかという理解である。

6 わが国への示唆

欧米ほどには活発化していないものの、わが国でもアクティビスト・ヘッジ・ファンドと目される投資家が現れている。こうした投資家が、経営の効率性を高め、株価を引き上げるのであれば、他の株主だけでなく経済全体へも好影響を及ぼすはずだ。OECD レポートの見解が正しいとすれば、アクティビスト・ヘッジ・ファンドとの対話を通じて、企業価値・株式価値の向上を図ることも会社経営の正しいあり方の一つとすることになる。