

# アクティビスト・ファンド

## 強まる影響力

経営戦略研究部  
鈴木 裕

### アクティビスト・ファンドの欧米における活動状況

- 株主としての権利を活用して経営に変革を迫るアクティビスト・ファンドは、日本では沈静化しているかのように見える。
- しかし、国際的に見ればますます活発化していると言わざるを得ない。上場・公開会社にとっては株主対策の重要な対象であることは疑いない。

#### 1 継続するアクティビストの影響力強化

ブルドックスソースによる買収防衛が一応の成功を見せた後、わが国においてはいわゆるアクティビストの表面だった活動は沈静化しているようだ。株主総会が終わり、もはや株主主導の場面が遠のいていることもあるが、一連の裁判<sup>1</sup>の中でアクティビスト的行動への規制が一見承認されたかのように見えることも影響しているのかもしれない。

しかし、アクティビストは海外ではますますその影響力を強め、会社の経営を変革する一つの原動力となっている。アクティビストには、目的や行動パターンが異なるいくつかの種類があり前回のレポート<sup>2</sup>で紹介したような社会運動型のアクティビストも、環境問題や人権問題に関して会社を変える原動力となっているが、それ以上にいわゆるアクティビスト・ヘッジ・ファンドが会社を変え、株価変動をもたらす主体として大きな注目を集めている<sup>3</sup>。

#### 2 アクティビスト・ヘッジ・ファンドとは

アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、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。多くの場合、ディスクロージャー等の規制が緩い私募のファンドの形態をとり、内容が詳細に開示されることはあまり無い。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。

株主権行使に積極的な投資手法と、ヘッジという用語の整合性に少なからぬ違和感を覚える

<sup>1</sup> ブルドックスソース事件の他、楽天によるTBSに対する帳簿閲覧請求の棄却や、村上ファンドのインサイダー取引の有罪認定など。

<sup>2</sup> 9月25日付けエコノミスト情報「株主提案による社会的責任の追及」

人もいるかもしれない。ヘッジは、売りと買いの両建てや先物・オプションを利用したリスクコントロールの手法として通常は理解されているからだ。しかし、もともとヘッジ・ファンドとは、投資信託のように法的な規制下にあるファンドとは異なり、かなり自由にファンドの組成・運営ができる私的なファンドの総称である。ヘッジファンドの第一号は、株式市場に関する見通しを反映して、株式の買いと売りの比率を調整しながら運用を行っていったことから、ヘッジ・ファンドという名称が付けられたものと考えられる。当初のヘッジ・ファンドは、その名の通りヘッジ手法を活用していたのである。その後、グローバル・マクロ型とかリスク裁定型とか、様々なタイプの「ヘッジ・ファンド」が登場するようになり、ヘッジ・ファンドという名称は、運用実態を必ずしも適切に表しているとは限らない状況になっている。中には、ロング・オンリー運用と分類される買いポジションのみを用いるヘッジ・ファンドも存在し、私的ファンドというファンド組成上の特徴を考えなければ、通常の株式投資信託等と運用内容は大差ないというケースも少なくない。つまり、ヘッジ・ファンドの最大の特徴は、運用方針をかなり自由に設定することができ、契約上特に要求されなければ、投資家に対して運用内容の詳細を報告する義務すら負わないケースがあるということである。

アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、そのような多様なヘッジ・ファンドの一種に位置づけられる。種類としては、イベント・ドリブン型やマルチ・ストラテジー型に分類されることが多いようだ<sup>4</sup>。会社に生じる様々な事象（イベント）を手がかりにした多様な投資戦略によって高収益を狙っていく手法である。しかしヘッジ・ファンドが多様であるのと同じように、アクティビストも多様であり、その公式リストがあるというわけでもない。遺漏のないような明確な定義を与えることは難しいし、また定義付けることが必要であるとも思えない。「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求めていく」手法を取るヘッジ・ファンドをアクティビスト・ヘッジ・ファンと呼ぶという程度の理解にとどめておきたい。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、アクティビスト・ヘッジ・ファンドの行動は、株式市場で注目されるようになってきている<sup>5</sup>。

アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、投資先会社の経営陣に会社の変革を促し株価上昇を実現する経営を実行させようとする。その手段として、対話だけでなく株主提案権を使ったり、委任状争奪といった権利を行使したり、訴訟を提起したりする場合もある。この点で、株主総会に提出された議案に対してのみ賛否を表示する多くの年金基金や投資信託などとは異なる。また、株式価値の増大がほとんど唯一の目的である点で、環境保護などへの波及効果を重視す

<sup>3</sup> 8月17日付けエコノミスト情報「アクティビストとは共栄を-OECD レポート」

<sup>4</sup> 一方で、アクティビスト・ファンドはヘッジ・ファンドとは考えずに、ハンズオン型の MBO ファンドに類似するとの見方もありえよう。

<sup>5</sup> <http://www.upenn.edu/pennnews/researchatpenn/> の 2007 年 5 月 30 日付け記事

る社会運動型アクティビストとは、一線を画する。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である。MBO ファンドとは、似通ったところもあるが、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、収益の増大を目指す点で異なる。

### 3 著名なアクティビストとその行動

アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、注目される投資家ではあるが、前記の通り法的に明確な定義があるわけでもなければ、業界団体があるわけでもない。いまや日本の上場会社に対して様々な投資家が大量保有報告を提出しているが、その内のどれがアクティビストであり、どれが違うのかは、わかりにくい。その提出者の過去の行動や投資目的を斟酌して、アクティビスト的かそうでないかを経験的に推し量るしかない。そうした中で、一般にアクティビストとして知られるファンドがどのような名称で、どのような行動を知っておくかと言うことは、会社の株主管理の上で、意味の無いことではないと考えられる。そのような一般的の理解を知る手がかりとして、例えばフィナンシャル・タイムスは、今年4月にもっとも影響力のあるアクティビストはどこであると思われるかを、インターネット上でアンケート調査をしており参考になる。これによれば、TOP5 は、Knight Vinke、TCI、Carl Icahn、Polygon、Harris Associates であった<sup>6</sup>。

日本では一服感のあるアクティビストの行動だが、世界的にはますます活発化している。このリストに従って最近のケースを幾つか紹介する。

#### (ア) Knight Vinke による HSBC への要求

世界屈指の巨大金融グループである HSBC は、株主との建設的な対話を通じて会社を変革させるべきことを求められている。要求を突きつけているのは、ニューヨークとモナコを拠点にアクティビスト的な投資を展開している Knight Vinke<sup>7</sup>だ。事業の再編を念頭においての要求だ。株主からは不明瞭に見えるという同社の世界戦略について見直しを行い、成長地域でありかつ同社の基盤が比較的強固なアジア地区への展開を重視するべきと言う提案である。当初は、HSBC は積極的に応じる様子ではなかったが、米国屈指の機関投資家であるカリフォルニア州の CALPERS や CALSTRS が、Knight Vinke をサポートするとも伝えられている。

Knight Vinke の戦略では、資本規模の大きな会社を対象としている点が特徴的だ。また、

---

<sup>6</sup><http://www.ft.com/indepth/activistinvestors> (11月8日時点で掲載)。フィナンシャル・タイムスのアンケート調査上アクティビストと分類されたのであって、当該ファンドが自らをアクティビストであると名乗っているわけではない。

<sup>7</sup> <http://www.kvamllc.com>

それ故に支配的な規模の株式保有を目指すことは無く、1%～数%の保有でアクションを開始する。Knight Vinke がターゲットするのは、

- ・ 基本的に健全な会社であること
- ・ 相対的・絶対的に市場での評価が過小であること
- ・ 価値毀損の原因が治癒できること

といった条件を満たしている会社だ。一年に数社を選び出して投資対象としている。アクティビストの一つの典型行動ともいわれる取締役への登用要求は出さず、外部からの具体的な提案を通じて株式価値の上昇を目指す手法だ。

#### (イ) TCI

ザ・チルドレンズ・インベストメンツ・マスター・ファンド (TCI) は、今年の株主総会で、Jパワー（電源開発）や中部電力に対して増配を求める株主提案を行い、大いに注目された。ヨーロッパを中心に世界各国でアクティビズムを展開しており、株式会社であるドイツ証券取引所が、ロンドン証券取引所株式に敵対的 TOB をかけようとした際にドイツ証券取引所の株主として、米国の Atticus Capital、Jana Partners などと協調して、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。そうした TCI の行動に他の投資家も同調したため、ドイツ証券取引所は当初の計画を撤回した。

TCI は、運用収益の一部をザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド財団を通じてアフリカにおける病児救済事業に拠出している。TCI 創設者は、英国で最も著名な慈善活動家でもある。

#### (ウ) Carl Icahn

Icahn 氏は、米国でも指折りの大富豪として知られる。1970 年代から現在で言うアクティビスト的な投資（当時はコーポレイトライダーであるとか、グリーンメイラーとも言われた）を行い、1985 年のトランス・ワールド航空買収で注目を集めるようになった。Icahn 氏は、2004 年に Icahn Partners というヘッジ・ファンドを設立し、活発な投資をなおも継続している。最近では、Time Warner や Motorola への投資で知られる。韓国のたばこ最大手 KT&G（旧韓国タバコ人參公社）に対しては、Steel Partners と共同して自社株買いや増配を実現させた。

#### (エ) Polygon

Polygon は、ロンドンを根拠にするファンドである。過去に British Energy への投資や、英国の Telent への投資で注目された。

#### (オ) Harris Associates

Harris Associates は、720 億ドル資産を管理しており、個別契約だけでなく投資信託も運

---

営している。わが国においても時折注目を集める投資家で、シティによる日興株 TOB の際には、TOB 価格を巡って、シティと対立した。現在でも、大和証券グループ本社、いちよし証券、オムロン、ローム、パソナなどに幅広く投資を展開している。

#### 4 結び

アクティビスト・ヘッジ・ファンドは数多くあるが、資金量やアクティブさの程度、経験などは、それぞれに多様だ。また、多くのアクティビスト・ヘッジ・ファンドは自らの情報を積極的に開示しようとはしない。報道として様々な情報が流布されていたとしても、ファンド自身から情報開示は少ない。これは少数の限られた投資家のみから資金を募るので、広く情報を開示する必要が無いからだ。しかし、アクティビストの動向は他の市場参加者の利益状況を変える可能性もあるので、大いに注目を集めていることも事実だ。わが国ではまだ問題化しているとまでは言えないが、市場のかく乱要因ともなりかねないアクティビスト・ヘッジ・ファンドの投資動向を情報開示上、どのように扱うべきか、大量保有報告のみで規制すれば十分であるか、検討が必要になるかもしれない。

本稿を書きながら情報を収集していくと、TCI に限らずアクティビスト・ヘッジ・ファンドには、慈善事業へ大きな貢献をしている者が少なくないということに改めて気付いた。人知れず寄付を続ける場合もあれば、大々的に慈善事業を展開する場合もあり、アクティビストの多様さがこのようなところにも出ているように感じられる。