

2008年12月12日 全6頁

アクティビストは今後強大化するか？

経営戦略研究部
鈴木裕

アクティビストの活動は、今後活発化する可能性が高い

[要約]

- 日本では、アクティビスト・ファンドの活動が沈静化したようにも見える。
- しかし、他の投資家が保有株を減少させていく中で、アクティビスト・ファンドには、株式保有を拡大するだろうと予想できる様々な理由がある。
- ファンドの運用結果も相対的には好調のようであり、他の投資手法からアクティビスト手法へのシフトもあり得る。

アクティビストを取り巻く現況

英国の The Children's Investment Fund (TCI) が、電源開発 (J-Power) の株式を買取請求によって売却し¹、スティーブル・パートナーズも日本株の売却を進めていると報じられ²ている。

衰退すると予想されるヘッジ・ファンド

ヘッジ・ファンドは、顧客からの償還請求によって資金を急激に減少させており、今後衰退するのではないかとされている³。東京を拠点にヘッジ・ファンドに助言していたコンサルティング会社も閉鎖する⁴。

株式投資には厳しい環境にあるなかで、これまで会社を悩ますことのあったアクティビストの動きはどうなるだろうか。

アクティビストとして会社が警戒する投資家には、大きく2種類がある。アクティビスト・ヘッジ・ファンドと年金基金である。

アクティビスト・ヘッジ・ファンドとしては、日本では冒頭に掲げた2つのファンドが著名であるが、米国を中心に数多く設立されており、少なくとも70程度以上のアクティビスト・ファンドがあるのではないと思われる。

¹ http://www.jpowers.co.jp/news_release/pdf/news081031-1.pdf

² <http://www.business-i.jp/news/sou-page/news/200811010047a.nwc>

³ <http://www.business-i.jp/news/kinyu-page/news/200811290021a.nwc>

⁴ http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=90003017&sid=ajNMUrVhTZ10&refer=jp_japan

アクティビスト・ファンドはどうか

ヘッジ・ファンド業界が縮小の傾向にあることは、確かであろう。しかし、いわゆるアクティビスト・ヘッジ・ファンドも同じように投資が沈静化し、日本の会社が物言う株主との対話から逃れられるようになると考えることはできないように思える。

通常 Event driven 型のヘッジ・ファンドとして分類されるアクティビスト・ヘッジ・ファンドの資金量が減少していることは確かであろう。しかし、以下に記すように幾つかの理由から、アクティビストの動きはむしろ強化するのではないと予想される。

もう一つのアクティビストは、米国や英国の海外年金基金である。カリフォルニア州の公務員年金基金である CALPERS や英国の HERMES などがよく知られる。集中的な投資を行うアクティビスト・ヘッジ・ファンドとは異なり、分散投資によって多くの会社の株式を保有しているため、海外年金基金からコンタクトを求められる会社の数は、相当多いと思われる。

この2種類のアクティビストが、それぞれアクティビスト的行動を採るに至った経緯や保有株式の構成などは大きく異なる。しかし、投資先の会社に株主としての立場から様々な変革を積極的に求めるという点では共通している。そして、この2種類のアクティビストが、それぞれに影響力を強めようとしている。

アクティビスト・ヘッジ・ファンドの拡大を予想する要因

相対的高収益

アクティビスト・ファンドはインデックスを大幅にアウト・パフォーマンス

ヘッジ・ファンドが総崩れ状態であるものの、その中でアクティビスト・ヘッジ・ファンドは、相対的に損失が少ないようである。アクティビスト・ヘッジ・ファンドは私募であるから情報が公的に開示されることは無い。運用成果についても同様である。しかし、数少ない上場アクティビスト・ファンドを見る限りは、善戦しているといえそうだ。スティール・パートナーズが米国で組成した SP Acquisition Holdings やトライアン・ファンドの Peltz's Trian Acquisition I Corp は、ここ6ヶ月でダウ平均が28.71%下がっている中で、それぞれ8.23%と4.36%の下げにとどまっている。3ヶ月でもダウ平均の22.25%下げに対して、それぞれ6.82%、5.79%の下落だ⁵。

こうした相対的高収益は、おそらく投資家から信頼を得て受託資産を増やす方向に作用するのではないだろうか。

成功事例の顕在化

株主権を活用した会社経営への関与が奏功

アクティビスト的な手法が成功しているように見える事例が、少なからずあきらかになっていることは、こうした手法を採用しようとする投資家を増加させるのではないだろうか。

日本では、スティール・パートナーズの関係者がアデランスに取締役として就任したり、日本興亜損保にもアクティビスト的な投資家として知られるダルトン・インベストメンツから取締役が選任されたりしている。また、株主からの要求に応えるように、剰余金配当を増額したと見られる例も見られるようになった。TCI は、日本で

⁵ 本年12月10日を基準とする。

J-Power 株式を手放したものの、会社法の株式買取請求権を利用することで、公正な価格⁶で投資を回収することに成功している。

海外に目を向ければ、アクティビスト・ヘッジ・ファンドの成功は極めて多く見られる⁷。日本から投資を引き上げたかに見られる TCI も米国では、鉄道輸送会社 CSX に取締役を送り込むことに成功している。アクティビストは、株式市場の不振の中で、相対的には良好な結果を残している運用者として投資家に理解されるようになるだろう。

株価下落も有利に作用

株価下落は株主権の
取得を容易にする

株価の下落自体もアクティビスト的手法の採用を容易にしている。アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、会社に影響力を及ぼすに十分な株式を保有するのだが、株価下落は、株式購入に必要な資金を小さくしている。時価総額大きくこれまでなかなかアクティビスト・ヘッジ・ファンドのターゲットになりにくかった大企業に対しても、株価が下がったことで以前よりも少ない資金で影響力を備えることができるようになってきている。

契約上の特質

多くのヘッジ・ファンドは解約制限条項として一定期間解約できないロック・アップ期間を設けている。アクティビスト・ヘッジ・ファンドも、安定的な運用を図るためにロック・アップ条項を設けているが、その期間が通常のヘッジ・ファンドよりも長めに設定されており、3年程度ということもあるようだ。これによって、ヘッジ・ファンドからの資金流出が加速する中でも、アクティビスト・ヘッジ・ファンドからの流出は少ないのではないかと思われる。

運用方法の特質

アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、他のヘッジ・ファンドと異なり、大きなレバレッジをとまわらない。株主権行使に積極的な投資手法と、ヘッジ・ファンドという用語の整合性に少なからぬ違和感あるもの、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・ファンドといっても、レバレッジやヘッジ手法の利用しない、ロング・ポジションのみのファンドもあるほどだ。アクティビスト・ヘッジ・ファンドは、株主権を確保することが重要な戦略であるから、現物株の保有が多く、デリバティブを多用する必要性は必ずしも高くない。実質保有名義を明かさないための法的なスキームは用いられているが、基本的には、現物株のロングだ。レバレッジでポジションを大きくしているわけではないので、他の手法のヘッジ・ファンドよりも傷は浅いといえよう。

⁶ 一株あたり 3,830 円とされた。

⁷ <http://www.reuters.com/article/dealAtoms/idUSCH1150211471320081107>

⁸

<http://www.hedgerelations.com/articles/The%20Deal%20-%20Activists%20fight%20on%20in%20a%20down%20market%20Oct%202%202008.pdf>

制度的改正の影響

株主の権利に関する
制度改正も有利に作
用

米国に特有の事情であるが、「broker discretionary voting」を排除する NYSE の規則 RULE452 改正検討⁹の影響も軽視できない。米国では、株主総会において実質株主とは異なる名義人が、通常の事項 (routine matter) について議決権行使をすることが認められているが、今回の改正検討は、取締役選任を routine matter ではないとするものだ。これにより取締役選任議案は、実質株主に議決権を行使させなければならなくなるため、実質株主であったとしても、もともと行使する気のない株主や行使できなかった株主の議決権が不行使となる。これらの不行使議決権は、規則改正前であれば名義人である銀行により実質的には賛成として行使されるが、改正規則が施行されると、行使されなくなるので賛成票が減少することになる。結果的に反対票を投じるアクティビスト・ヘッジ・ファンドの影響が強化されるのである。

また、制度的な面では、これまで信任投票的な「Plurality voting」が多くの会社で採用されていたが、過半数株主の賛成を可決要件とする「Majority voting」へ少なからぬ会社に移行していることも重要な影響をもたらすだろう。現状では、取締役選任に反対と言う意思が多数表明されていたとしても、決議の行方には影響を及ぼさないようになっていた。極端に言えば、賛成が 1 票でもあれば、残りの議決権が賛成して無くても取締役は選任されていた。行使議決権の過半数の賛成が無ければ否決とする「Majority voting」の下では、反対票の多い場合には、対立候補を立てなくても取締役を再任しないことができるようになる。こうした投票制度の改正は、機関投資家の圧力で進められたものである。この投票制度の変更もアクティビスト・ヘッジ・ファンドの影響力が強まると予想できる一要因である。

日本の制度の方がア
クティビストに有利

日本では、「Majority voting」が法定されている。今年のアデランスの株主総会で、アデランスが提案した役員選任議案が否決されたが、あのようなことは米国の「Plurality voting」の下では発生しない。その意味では、日本の役員選任制度は、アクティビスト・ヘッジ・ファンドが活用しやすいものであるといえる。

年金基金の影響力拡大を予想する要因

リバランスによる株式保有比率の相対的増加

年金基金は多額の損
失

経済協力開発機構 (Organization for Economic Co-operation and Development=OECD) のエコノミストが、11 月にパリで開催されたセミナーで OECD 加盟各国の年金基金積立金の運用実績は、2008 年初から 10 月末までで、20% 超のマイナスであり、損失は 4 兆ドルに達するとの推計を公表した¹⁰。ここに言う年金には、確定給付型と確定拠出型の双方を含む。

リバランスによって
年金基金の株式保有
は相対的に増大

しかし、こうした損失があることは、むしろ年金基金の株式保有を相対的に増加させることになると思われる。年金基金の運用では、予め政策アセット・ミックスが策定されることが多い。ポートフォリオに占める株式や債券など各アセット・クラス別

⁹ <http://www.nyse.com/press/1161166307645.html>

¹⁰ <http://www.oecd.org/dataoecd/55/50/41668596.pdf>

に比率を定めておき、これを長期的に維持することが運用目標となる。株式の価格が低くなると、株式の比率が減少することとなり、維持すべきアセット・ミックスの比率が崩れてしまう。これを補正するために、減少したアセット・クラスを買い増すリバランスが行なわれる。つまり、株価下落局面で株式を買い増すことになるわけだ。他の投資家がリバランスを行わないとすれば、相対的に株式の保有比率が増えることになる。議決権は価格ではなく、保有比率が影響力を決めるのであるから、株価が下落しているときに年金基金がリバランスを行えば、その株主としての影響力は強くなるはずなのである。

資金流出が小さい

年金積立金の資金は、加入者が任意に引き出せるものではない。通常の投資商品とは異なり、税制上のメリットを享受できるものの、老後の生活保障の手段であるとして、引き出しは厳格に制限されている。投資信託や保険商品は解約できるので、その償還金を準備するために信託管理者や保険者は、資産を売却しなければならない。しかし、年金基金では加入者による売却が無いため、資産は流出しないのである。その結果、相対的には年金基金の株式保有比率はむしろ増加すると予想できる。

公的投資家の責任の強調

いわゆる政府系ファンドの投資に関するルールとして、国際通貨基金（International Monetary Fund = IMF）が本年 10 月に規制原則を明らかにした¹¹。年金基金は通常は政府系ファンドには分類されないが、政府系ファンドに入るという見解もあるし¹²、議論は続いている¹³。年金基金が政府系ファンドであれば IMF の新たなルールが及ぶことになる。政府系ファンドで無いとしても、同じ公的色彩のある資金による株式投資として、自主的な対応を求める圧力は強くなるだろう。

この IMF のルールでは株主権行使に関する原則が掲げられている。株主権が株式の価値の構成要素であることを前提に、政府系ファンドは、投資の価値を守るために（protects the financial value of its investments）、株主権を行使すべきであるとする。さらに、議決権行使に関する一般的な方針を開示し、重要な要素（key factors）を明らかにするように求めている。

年金基金の議決権行使は今以上に積極化するのではないか

議決権行使方針に関しては、周知の通り、欧米の年金基金が先行し、日本においても、年金基金や資産運用会社が決権行使方針を持つようになってきている。今回の IMF の原則によって、より普遍的に議決権行使が実質的に義務化されるとすれば、これまで以上に年金基金のアクティビスト行動が促されるようになるだろう。

アクティビストはより影響力を強める

以上のように、様々な要因から見て、アクティビストの影響力は今後より一掃強ま

¹¹ <http://www.iwg-swf.org/pubs/santiagoprinciples.pdf>

¹² <http://www.petersoninstitute.org/publications/papers/truman0508.pdf>

¹³ http://crr.bc.edu/images/stories/Briefs/ib_8-21.pdf

日本でのアクティビスト行動が増加するとの予想

るだろうと思われる。

市場の関係者の多くもこのような見解であることは、米国の法律事務所 Schulte Roth & Zabel LLP が、mergermarket と共同でおこなった調査¹⁴にも現れている。同調査は、様々な点で興味深い結果を示している。特に日本の会社関係者には、日本におけるアクティビストの隆盛を予想する声が強いに注意が必要ではないだろうか。アクティビスト関係者の意見では、今後アクティビスト活動が最も活発化する地域として、米国 75%、日本 10%、英国 10%、フランス 5%とすることである。

アクティビストは、日本の会社の内部留保を問題視し、増配や自社株取得を求めてきた。企業価値の増大に寄与しないキャッシュが会社に滞留することで株主に機会損失を生じさせているという指摘だ。

現在では、潤沢な内部留保が活発な海外 M&A を可能にしているともいえる¹⁵。積極的な経営によって株式の価値も増大するだろうと期待したいところだが、逆に言えば、明確な使途が示されていなかった多大な資金が日本の会社に蓄えられていた事実を明らかになってきたとも言える。アクティビストが改めて日本をターゲットにしようとする理由ともなるだろう。

取締役選任の方法を日本と米国で比べると、日本の方がアクティビストの活動に有利にできているだけではない。配当を株主が提案できたり、役員候補を立てて、株主提案を争うことが容易であったりするなど、株主の権利は日本の方が米国よりも強いところが多々ある。こうした日本の会社法制を投資に活用しようとするファンドは、今後増えていくのではないだろうか。

14

http://www.srz.com/files/News/c507c227-a548-4d4a-9aa9-007edf46a3d8/Presentation/NewsAttachment/d477ad0f-c6c2-4b7a-a41c-000464c22968/Shareholder_Activism_Insight11.08.pdf

15

<http://www.toyokeizai.net/business/strategy/detail/AC/3ce16640fd62c1d2e1e3f2d8d618d186/page/2/>