

独立系 IR コンサルティング会社として数多くの企業のサポートをしているフィナンテックより、企業において IR 活動を行う皆様や証券業界関係者の皆様に対して、常に最新の情報をご提供してまいります。

## 1. フィナンテックからのお知らせ

株主総会シーズンまであと数ヶ月。(株)フィナンテックでは手軽でタイムリーな株主調査サービスを提供します。外国人を含む実質機関投資家の判明調査、個人株主の属性・売買動向の分析レポートを提供します。また主要議決権行使アドバイザーの2009年の方針など最新情報もご提供します。お問い合わせは [info@finantec-net.com](mailto:info@finantec-net.com) または 03-3560-5444 まで

(株)フィナンテック・グループの(株)ヒューマン ディベロップメント インスティテュート (HDI) は、海外とのビジネスを行う企業様に対して英語ネイティブで、かつ日本語能力の高い外国人の紹介・派遣事業を行っています。お問合せはHDIへ！

<http://www.hdi.co.jp/>

## 2. コラム「ヘッジファンドによるアクティビズムの成功の鍵は・・・」

CFA協会(米国に本部を置く証券アナリスト団体)発行の「Financial Analysts Journal」Volume 64 Number 6に「The Return to Hedge Fund Activism」(著者; Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy, Randall S. Thomas)というレポートが掲載されています。米国において2001年から2006年の間を対象に、アクティビスト型投資を行うヘッジファンドのパフォーマンスを分析したレポートです。株式市場の好調時ではありましたが、市場平均等と比較して、明らかにそれを上回る成果が見られたと報告しております。今回、このレポートの内容を抜粋してご報告します。数値的なパフォーマンスについてはあまり触れませんが、過去数年の日本でのアクティビストファンドの投資スタイルとの比較する観点で見ると、多少の違いが見えるようで面白い内容です。

(レポートから)

### 1. ヘッジファンドとは

ヘッジファンドに共通する特長は以下のようなものである。

- ① プライベートに組織された投資ビークル
- ② パフォーマンスベースの報酬制度であり、ファンドに自ら投資しているプロフェッショナルマネージャーにより運用されている
- ③ 広く一般からは資金を集めない
- ④ 米国では証券取引法適用外であり、SECへの登録をせずに活動している。

### 2. ヘッジファンドの優位性

ヘッジファンドが他の株式に投資する機関投資家に比較して優位な点は以下のようなものである。

- ① マネージャーに通常の投資ファンドマネージャーに比べてリターンを出すことのインセンティブが強い
  - ② ポートフォリオの分散度が低く、少数銘柄を大量に保有する。負債レバレッジやデリバティブを利用する。
  - ③ 投資家に対して通常2年以上のロックアップ期間を要求する。
  - ④ ヘッジファンドマネージャーは規制を受けず、通常の投資ファンドマネージャーに比べて利益相反の状況になることが少ない。
- これらの特長はヘッジファンドがアクティビスト型投資をすることを容易にしている。

### 3. ヘッジファンドの投資目的

ヘッジファンドが投資を開始した際に公表した投資目的は主に以下のように分類される(複数回答のため合計は100%でない)。

- ① 株主価値の最大化 (48.3%)
- ② 資本構成の見直し (18.8%) 余剰キャッシュの扱い、増配、自社株買い
- ③ 事業戦略の見直し (32.5%) 収益性改善、集中と選択、M&Aの是非、成長戦略策定
- ④ 会社/事業の売却 (18.2%) 会社あるいは事業の売却、MBO, 非上場化
- ⑤ コーポレートガバナンスの改善 (36.5%) 買収防衛策の廃止、CEOや会長の交代、取締役会の独立性の強化、一層の情報公開、過度な役員報酬の見直し

### 4. ヘッジファンドのターゲットとなりやすい企業

- ① PBR倍率の低い企業
- ② 業他社比較でROAが高い
- ③ 同業他社比較で営業キャッシュフローが多い
- ④ 同業他社比較で配当性向が低い
- ⑤ 同業他社比較で強めの買収防衛策を導入している
- ⑥ 同業他社比較でCEOの報酬が多い
- ⑦ R&Dにはあまり投資してしない
- ⑧ 多角化を進めている

5. ターゲットの企業の株式売買および株主状況

上記のような企業の状況を受けて、ターゲット企業に対する投資家の注目は高い。

- ① 機関投資家株主が存在する
- ② アナリストのカバーがある
- ③ 株式の流動性が高い⇒売買しやすい

6. ヘッジファンドの要求する事項

ヘッジファンドがターゲットに企業に対して問題点と見なす項目は以下のような点である。

- ① ガバナンスの修正
- ② 配当性向など利益還元方針
- ③ 非効率、リスクが高く、投資家として望ましくないと考える多角化投資の整理、撤退

ヘッジファンドは、ターゲット企業の経営者が株主の利益の最大化のために活動していない、いわゆるエージェンシー問題があると見ている。

7. ヘッジファンドの戦略

- ① 市場でよく知られていて、他の投資家の関心も高い企業に対して、投資家からすると合理的な要求をする。結果としてアクティビストの行動が他の投資家に歓迎される。
- ② 企業固有の事項の修正、特殊な要求はしない。それによりアクティビティのコストを抑制できる。
- ③ R&D費用の多い、わかりにくい、複雑な企業は対象としない。そうした企業の場合、アクティビストの関与の効果の発現に長い時間を要する。
- ④ 支配権は取らない。5%~10%の範囲での保有が一般的である。
- ⑤ 一部の投資家は保有している事実の報告を避けるために5%以上保有しないが、調査では5%以上を取得し大量保有報告は出したケースが多かった。保有を秘匿して法的な問題になることを避け、むしろ投資家としてのコミットメントを明らかにして信頼を得る目的と考えられる。またメディアや世間一般の注目を集めて企業に圧力をかけるねらいもあると思われる。
- ⑥ 短期利益返還ルール（SECによる10%以上を保有する株主が6ヶ月以内の売買で利益を得た場合は、その利益を返還するという規制）に該当することを避けるために10%以上は保有しない。
- ⑦ 保有期間は平均1年超。（米国における大量保有報告書に近い届出書類にて確認）。

8. アクティビスト型ヘッジファンドの利益について

- ・ アクティビスト型ヘッジファンドが利益を得ていること。これはこのタイプのヘッジファンドが存続していく条件である。同種のファンドが増えて過度に競争が激しくなると、利益が得られなくなる。ちょうど適度な競争が保たれることでアクティビスト型ヘッジファンドは存続する。そして、それが今後のコーポレートガバナンスの変化にも影響する。
- ・ 市場が効率的であるなら、超過収益が存在するのは、アクティビストが未公表の情報を持っている場合である。しかし投資先企業が未公表の事業戦略を実行することにより期待される潜在的な企業価値と現在の時価総額に差があるにしても、通常その存在は投資家にはわからず、株価にも反映されない。

- ・しかし企業のガバナンスや公表された経営戦略に問題があり、それにより時価総額が合理的に期待される企業価値ポテンシャルよりディスカウントされている場合、その問題自体は公知であり、時価総額に反映されている。アクティビストがこの企業に対して企業価値を高めるための実際の行動を起こし問題が改善されることで、企業価値と時価総額は高まる。いつ誰がこの行動を起こすか？はアクティビスト自身がインサイダーとして知りうる情報である。
- ・サンプルとして、236のヘッジファンドによる882社への投資にかかる1059のイベントを対象に分析している。
- ・ヘッジファンドが要求したコーポレートアクション項目のうち、約2/3が実行された。
- ・対象となった企業の株価については、ヘッジファンドの大量保有報告提出日と、その前後20日間で、超過収益が確認された。これはヘッジファンドの買い行動と、ヘッジファンドの働きかけによる対象企業の変化を期待したものと思われる。
- ・さらに長期で株価の変化を見た場合、短期的な超過収益が維持されていた。これは実際に対象企業の業績改善やガバナンスなどのコーポレートアクションの実施などにより、裏付けられていると考えられる。
- ・アクティビスト型ヘッジファンド自身の収益について分析した結果、他の株式投資ヘッジファンドや株式機関投資家のパフォーマンスと比較した結果、超過収益が確認された。

(以上レポートから)

これに対して日本のアクティビストの投資先はどうでしょうか。上記の要件に該当するような企業もありますが、一方で該当しない先も多いようです。収益性は同業に比べて劣る、過去に蓄積したキャッシュは豊富だが、最近のキャッシュフローは必ずしもよくない。機関投資家株主は少なく、アナリストカバレッジもない。流動性は低い。企業側は機関投資家との対応に慣れていない。そうした企業への投資では、アクティビストもなかなか成果が上げにくいのではないのでしょうか。なぜ、アメリカのファンドと同じようなタイプの企業に絞って投資しないのか。それには色々理由はあるでしょうが、日本の機関投資家層、アナリストの数が少ないので、カバーされている企業が少ないこともありそうです。

一方、機関投資家やアナリストにカバーされている優良大企業は、アクティビストが投資して、要求を掲げて対話を求めてもなかなか話を聞かない。株主構成が、メイン銀行、メイン生保、株式持合先の事業会社など安定株主が多数いるので気にしない。機関投資家株主も取引の多い生保系だったりすると、あまり会社に強く言わない。そうした状況でアクティビストに賛同する投資家が少ないのかもしれませんが。また欧米企業の経営者ほど高い報酬貰っているわけじゃないから、いちいち文句言われたくない、という経営者の気持ちもあるかもしれません。

仕方ないので、安定株主のいない小さい会社に投資すると、こちらはこちらで拒否反応が強い。業績が良くない場合、それを改善するため投資先ごとの個別的な提案もすることになる。いい提案をしてもなかなか聞いてもらえない。合理的な株主や分析するアナリストがいないため、アクティビストの提案とそれが実現した場合の効果などを検討して世間に知らしめる人、賛成票を投じる投資家がない。そんな状況がありそうです。あるアクティビスト・ファンドの方は、「投資用語に“バリュース・トラップ”というのがあるが、日本のアクティビストは“アクティビスト・トラップ”に陥っていて、“ROE（リターン オン エフォート）”が低い」とこぼしていましたが、投資家からすると努力しても批判されるだけで報われない状況でしょうか。

冒頭に触れましたが、米国のレポートは2006年までの株式市場が好調で金融緩和の時期のデータで、レバレッジを効かせる投資手法が特に有効だった側面もあるかもしれません。一方、日本でのアクティビスト型投資は数年前から徐々に拡大し、回収も徐々に増えていくかという時期に今回の株式市場大暴落に直面しました。ただ、紆余曲折、アップダウンがあっても、そして日本の環境に合わせてスタイルの修正を加えながらも、長い目で見ればこうした投資スタイルも拡大していくのではないのでしょうか。

(株)フィナンテック IRコンサルタント CFA協会認定証券アナリスト 深井浩史)