



No.	Issopm - Press - A0014
発行日	2014年5月31日
編集	年金総合研究所 広報

## TOPIC

## 2014年度 第1回 PE研究会を開催

2014年4月23日(水) 年金総合研究所にて、本年度第1回目となるPE (Private Equity: プライベート・エクイティ) 研究会を開催しました。研究会の講師として、みずほ証券株式会社より、田村俊夫上席研究員を講師にお招きし、アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治革命についてご講演いただきました。

みずほ証券において、M&A、敵対的買収防衛アドバイザリーなど投資銀行業務を通じて米国のアクティビスト・ヘッジファンドを長年観察されてきた田村様に最近の動向とそのマーケットでの位置づけについて御説明頂きました。

一般的なイメージとは異なり、最近の米国ではアクティビスト・ファンドは大手公的年金等から出資を受け、また議決権行使等でこれらの機関投資家と協働を行う洗練されたバリュート投資家と評価されつつあります。

2013年はアップル等の大企業への経営にも影響を及ぼすメインストリームのプレーヤーになりました。このような潮流は、日本企業に対しても静かに押し寄せており、日本版スチュワードシップ・コードの導入などと相俟って日本の機関投資家、企業はこれらアクティビスト・ファンドの動向を注視すべきでしょう。



■ みずほ証券株式会社  
経営調査部上席研究員  
田村 俊夫 様

## 講演の主なポイントについて

### アクティビスト・ヘッジファンドのメインストリーム化

- 最近のソニーによるパソコン事業売却の背景には米サード・ポイントというアクティビスト・ヘッジファンドの圧力が見える。
- 2013年、米国ではアップル、デュポン、P&G、マイクロソフトなどの大企業に対してアクティビスト・ファンドが大きな影響を与え、アクティビスト・ファンドの「メインストリーム化」が見られた年であった。
- その影響力の背景には、機関投資家によるファンドへの出資とアクティビストに賛同する形の議決権行使という2重の支持がある。

### 洗練化するアクティビスト・ヘッジ・ファンド

- アクティビスト・ファンドは、旧来、短期利益志向で事業内容に疎いという批判が多かったが、現在の有力なファンドは、優秀な人材を揃え、事業内容に関する優れた提案も出来るバリュート投資家である。
- また、投資のスタイルは、「イベント・ドリブン」のバリュート投資で、本源的企業価値が市場価値に反映される「きっかけ」を自ら作り出すことも行う。



- アクティビスト・ファンドは、「典型的ヘッジファンド型」ファンドと「プライベート・エクイティ・ハイブリット型」ファンドに分類出来る。特に注目されるのはリレーショナルやバリューアクトに代表される後者で、これらは経営陣との協働、エンゲージメントを重視し、共同して企業価値を高めて投資収益を得ている。

### 株主アクティビズム批判とその妥当性

- 株主アクティビズムに対する批判として、「アクティビストは長期的利益を犠牲にして短期的利益を追求して儲ける」というものがあるが、2013年のベブチャックなどによる実証分析ではそれを否定する結論が出ている。
- 実際にはアクティビスト・ファンドの平均株式保有期間は一般的なアクティブ運用株式ファンドよりも長く、また優秀な人材を抱える有力ファンドは経営や事業戦略にも精通している。

### 機関投資家とアクティビスト・ヘッジファンドの共生関係

- 機関投資家とアクティビストの共生関係が深まっている。
- 機関投資家によるこれらのファンドへの投資は2013第二四半期末に840億ドルに達しており、カルスターズやニュージャージー州等の米国大手公的年金も多額の資金を配分している。
- また、これらの機関投資家は、大型投資案件でアクティビスト・ファンドが組成する「共同投資ファンド」に追加で出資することもある。
- 優良ファンドのリターンは高く、例えばバリューアクトは2000年の創設以来2012年まで12年間で年率16.45%の成績を上げている。

### 「所有と経営の分離」の終わりの始まり？

- バリーとミーンズは、上場企業の株主が広く分散することにより経営者が優位な立場で会社を支配する「所有と経営の分離」について警告を発した。
- その後、年金や投信の発展により大手機関投資家による株式保有比率が高まり、いわゆる「株式の機関化」が進んだが、モニタリング、エンゲージメント、アクティビズムに要するコスト高から経営者の優位性が保たれてきた。
- しかし、アクティビスト・ファンドの巨大化、洗練化によってアクティビストが機関投資家の「エージェント」としてモニタリングやエンゲージメント活動を行うことが可能となり、機関投資家の「眠れる議決権」が覚醒しつつある。
- これは「スチュワードシップ・コード」に代表される機関投資家のエンゲージメント活動を重視する潮流にも合致している。

# 講演後の主な議論・質疑応答

## 議論 1

**この様な“新しい”アクティビスト・ファンドは、米国で多数派を占めているのか？**

- ・ 数としては旧来型のアクティビスト・ファンドが多数を占めると思われるが、運用資産額では洗練された投資スタイルのファンドが相当な部分を占めるようになっている。
- ・ 一方、ファンド間の競争が厳しくなり、また対象企業がアクティビストの対象になる前に自発的に経営改善などを行う事例も増えてきており、いわゆる「ロウ・ハンギング・フルーツ」的なターゲット企業は急速に減少している。従って、これらのファンドは、米国外への展開も図りつつある。具体的には、英国、欧州、日本、オーストラリアが有望地域と見られているようだ。

## 議論 2

**日本でのこのようなファンドの活動は？**

- ・ 昨年ソニーに対するサード・ポイントの働きかけが注目されたが、これらはまだまだ序の口で米系アクティビスト・ファンドによる本格的な活動とは言えない。ソニーのように提案をきちんと検討出来る会社もあるが、そうでない企業も多いと思う。一方、過去の日本でのアクティビスト活動の多くは必ずしもこれらの米系ファンドのような洗練されたものではなかったが、最近では日系でもそのような方向性を模索する動きが見られる。

## 議論 3

**投資家によるアセット・アロケーションの位置づけ**

- ・ 多くの海外機関投資家はアクティビスト・ファンドへの投資をヘッジファンド枠ではなく、通常の株式投資枠から行っている。これはアクティビストの運用スタイルがロング・バイアスの長期投資（1～3年）、ファンダメンタル分析に基づくバリュー投資であることを勘案したものと考えられる。



当ニュースレターで今後取上げて欲しいテーマやご要望・ご意見などございましたら、年金総合研究所ホームページのお問い合わせフォームからお知らせください。

お問い合わせ先：<http://www.issopm.or.jp/contact/>