

アクティビストの標的企業とその属性

井口 益男
浅野 敬志

要 旨

本稿では、アクティビスト第2興隆期前半（2012年～2015年）におけるアクティビストの標的となった企業の属性分析を行う。その際、定量的に捉えることが可能なアクティビストの要求を有効にするための方法を特定し、その方法に応じ、アクティビストを分類したうえで標的企業の属性を分析する。先行研究でも定量的に把握可能な事実に基づきアクティビストを分類したうえで標的企業の属性を分析することはされていない。

主な分析結果は以下のとおりである。①要求を公開し、長い期間や、高い保有比率まで株式を保有しないアクティビストは先行研究と同様典型的なフリーキャッシュフロー（FCF）問題が生じやすいキャッシュリッチな企業（TobinのQが低く、現金等保有比率が高い）を標的とする。一方、アクティビストの要求が通りやすい株主構成の企業を先行研究と異なり、標的としない。②そのようなアクティビストは資金力が低いか規模の小さい企業に分散して投資し、短い保有期間で株主還元を引き出して超過収益を達成することを目的とする性質を有している。③それ以外のアクティビストは典型的なFCF問題が生じやすい企業を標的としていないが、アクティビストの要求が通りやすい株主構成の企業を標的とする。

以上の結果は、第2期興隆期前半において、アクティビストの性質に分化がみられ、多様化しており、標的とする企業にも違いが見られることを示すものである。

キーワード：アクティビズム、アクティビスト、フリーキャッシュフロー問題、コーポレート・ガバナンス

目 次

1. はじめに	5.2. サンプル選択
2. アクティビストとその分類	5.3. 分析モデル
3. 先行研究	5.4. アクティビストの標的企業と同業種企業の比較
4. 仮説の設定	6. 分析結果
5. リサーチデザイン	7. おわりに
5.1. アクティビストの抽出と分類	

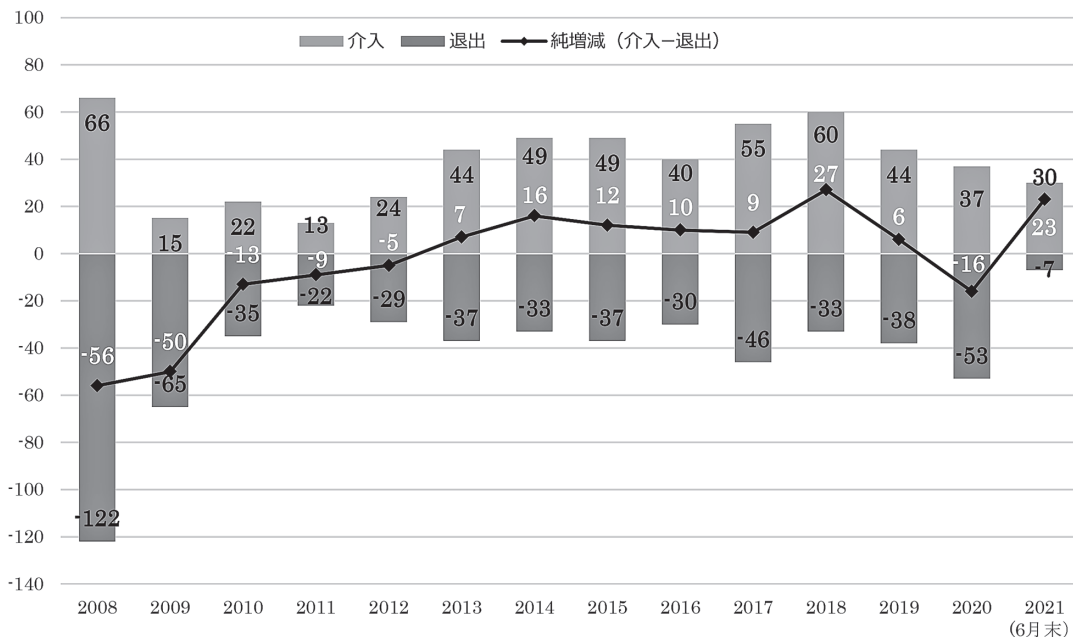
1. はじめに

我が国におけるアクティビストによる投資件数は、2008年9月のリーマンショック以降2011年までは、減少傾向が続いていた（図表1）。しかし、2012年からアクティビスト投資は再び増加に転じ、介入数が退出数を上回る状況がほぼ続いている¹。

我が国のアクティビズムの歴史については、本稿では先行研究である Krishnan et al. (2016) に倣い、スチールパートナーズや村上ファンドが隆盛であった第1興隆期に対し、2012年頃以降の流れをアクティビストの第2興隆期として捉えることとする。

アクティビストはどのような属性の企業を標的とするのだろうか。第1興隆期を分析対象とした先行研究はいくつか存在するが、第2興隆

図表1 アクティビストによる大量保有報告書提出件数推移



(出所) EDINET より本稿におけるアクティビスト大量保有報告書を抽出

¹ アクティビストの株券等保有割合が5%超になったことを大量保有報告書で公表した場合を「介入」。株式保有割合が5%未満に減少した大量保有報告書の公表を「退出」と定義する。

期のアクティビストを対象に、標的企業の属性を分析した研究はほとんど存在しない。第1興隆期を対象とした先行研究では、アクティビストの標的企業はフリーキャッシュフローによるエージェンシー問題が生じやすく、アクティビストの要求が通りやすい株主構成といった属性を有することが示されている。

一方、第2興隆期のアクティビストは、第1興隆期と比べて資金力や保有期間等の内容が変化したといわれており、アクティビストの性質が多様化していると考えられる。また、その性質はアクティビストにより異なっているとも考えられる。これらの点を明らかにするため、本稿では、アクティビストの要求を有効にするための方法（公開、保有比率、保有期間）によって性質が異なると想定し、その方法に応じてアクティビストを分類したうえで、第2興隆期前半（2012年～2015年）の標的企業の属性分析を行う²。田中・後藤（2020）でも指摘されている通り、アクティビストに対する評価は標的企業の業績や市場からの評価にアクティビストが長期的にどのような影響を与えたのかを実証的に分析したうえで評価すべきと考える。この時期を対象とするのは、その長期的影響分析の前提となる標的企業の属性分析であるためである。

また、アクティビストに対する評価はエビデンス（証拠・根拠）に基づくことが求められるが、実務的には個人的経験や印象論に留まる主張が殆どである。学術的にも、定量的に把握可能な事実に基づきアクティビストを分類したうえで、標的企業の属性分析を行っている先行研究は少ない。

しかし、標的企業の属性の違いを明らかにしたうえで、アクティビストが長期的にどのような影響を与えたのかを実証的に分析することができれば、今後のアクティビストの評価や企業とアクティビストの対話に一定の方向性や示唆を与える可能性があると考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。第2章ではアクティビストとその分類について述べた後、第3章では日本における先行研究、第4章で仮説設定、第5章でリサーチデザインを示した後、第6章でアクティビストの標的企業の属性を分析し、第7章で分析結果をまとめる。

2. アクティビストとその分類

アクティビストの定義はさほど厳密なものではない。井上・加藤（2007）では、「経営陣に影響を与え得るだけのブロック株式を取得し、経営陣との交渉や積極的な株主行動を通して投資先企業の経営効率化を促し、その株主価値の向上を通して超過リターンを獲得を目指す一種のヘッジファンド」と定義している。Gillan and Starks（2007）ではアクティビズムといわれるアクティビスト行動について、「何らかの点で標的企業の経営に関して不満を持つ投資家が、当該企業の支配権を獲得しようとはしないものの、不満を解消すべく、当該企業の経営に変化を生じさせようとする活動」と定義している。

このような定義等を踏まえ、アクティビストによる企業の経営陣への影響力の強さ、要求を有効にするための方法をどのように定量的に分析できるかについて考えた場合、次の3つの方

2 アクティビスト全体の標的企業の分析も補足的に行う。

法が想定される。

- ① 公開型
- ② 高保有比率型
- ③ 長期保有型

①の公開型は、井上・加藤（2007）においてアクティビストの狭義の定義を「支配権の変更を伴わずにボイス（発言）を通して経営に影響を与えようとする投資家」としていることを反映した分類である。ここで言うボイスとはアクティビストの要求と概ね同義であると捉えられ、ボイスには「経営者に対する発言の他に、メディアを通して問題点に対する市場全体の関心を高める発言も含まれる」としている。井上・加藤（2007）の定義で「積極的な株主行動を通して」とあるように、他の株主を巻き込んで標的企業に大きな圧力をかけることがアクティビストの特徴であるが、その要求の中にも標的企業に対し水面下で要求する方法と、その内容を公開することによって経営陣や他の株主にアピールし、要求を有効にする方法があることが窺えるため、前者を「非公開型」アクティビスト（以降「非公開型」）、後者を「公開型」アクティビスト（以降「公開型」）として分けて捉えることとする。公開型の方法には、ホワイトペーパーの公開やアクティビストのホームページ上で敵対的なメッセージを掲載することに加え、多くは会社法に基づく共益権のひとつで少数株主にも認められた権利である株主提案権（会社法303条、305条）の行使が含まれる。従って、この公開型を定量的に捉える方法として、本稿では株主提案権の行使の有無を基本とする³。また、最近ではスチュワードシップ・

コード（以降SSC）などソフトローの影響力も強まっている。従って、SSCで株主権を行使することを明言しているアクティビストについても「公開型」と分類することとする。他にもホワイトペーパーの公開等の方法を含める考えもあるが、その有無を網羅的に確認することは難しい。そのため本稿では網羅性を重視し、ホワイトペーパー公開等は含めないこととする⁴。

②の高保有比率型は、本稿では、「アクティビストの株券等保有割合が5%超になった場合」を介入と定義しアクティビストを抽出する基準とするが、高保有比率型はそのなかでも相対的により高い保有比率まで買い上がることで更に強い圧力を加えるアクティビストのことを指し、「高保有比率型」アクティビストと定義する。井上・加藤（2007）の定義で「経営陣に影響を与え得るだけのブロック株式を取得し」とあるように、アクティビストは伝統的投資家と異なり、分散投資の制約に捉われることなく集中的にターゲット企業に投資し株式を買い増す。そして、その持分の大きさから、時には買収の脅威を垣間見せながら企業に対し有効な経営改善を迫ることが特徴のひとつであり、アクティビストの持分が大きくなればより圧力は大きくなると考えられる。そして、この方法の強さは大量保有報告書により標的企業の株式保有比率を把握することができ、定量的な基準で抽出が可能と考えられる。

③の長期保有型は、アクティビストの中でも相対的に長期間保有することで更に強い圧力を加えるアクティビストを指し、「長期保有型」

3 分類の詳細基準は別途後述する。

4 伝統的投資家の株主提案権行使が極めて稀であり、アクティビストの特徴として捉えられていることを勘案すれば、株主提案権行使の有無を定量的な分類の判断基準として用いることは合理的と考えられる。株主提案権行使のタイミング等による分類は今後の課題としたい。

アクティビストと定義する。アクティビストの定義には記されていないものの長期間株式を保有し続けることで外部規律付けを行うことを公言しているアクティビストが存在し、標的企業にとっては長期間に亘ってアクティビズムの行使を継続されることは大きなストレスとなるためこれもまた要求を有効にするための方法のひとつと考えられる。この方法の強さに関しても大量保有報告書によって標的企業への5%超の株式保有期間を定量的に把握することが可能である。

アクティビストの要求を有効にするための方法としては、アクティビストの特徴と関連して以上の3種類が考えられるものの、②と③の方法については重複が多いことが想定される。高い保有比率まで買い進めるには一定の時間が必要となり、結果的に長い保有期間が必要になるケースが多いからである。また、短期間で高い保有比率まで買い進めた場合でも、市場で急速に多くの株式を売却していくことで需給を悪化させて投資リターンを損なうことは当然避けるであろうし、自社株買いを要求するにしても交渉期間等を考えると保有期間はある程度長期間にならざるをえないと考えられる。

よって、②③の方法は複合的であると捉え、本稿では②③のいずれかの方法をとるアクティビストを「長高型」アクティビスト（以降「長高型」、それ以外のアクティビストを「長高以外型」アクティビスト（以降「長高以外型」）と定義する。

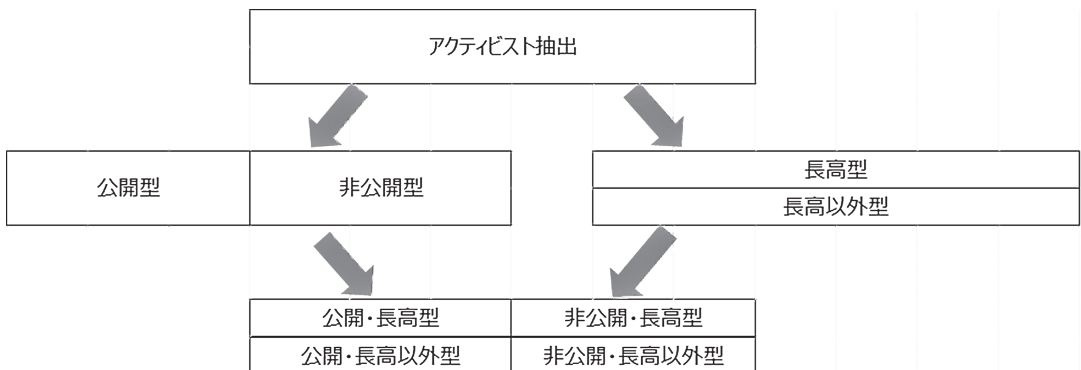
本稿ではアクティビストといわれる投資家を抽出した後、「公開型」と「非公開型」、「長高型」と「長高以外型」とに分類（2×2分類）し、タイプ別の標的企業の属性を分析する（図表2）。

3. 先行研究

我が国において、アクティビストの標的企業の属性を分析した代表的な研究に胥（2008）と田中・後藤（2020）が挙げられる。海外でも米国でBebchuk（2015）、Cremers（2018）などの先行研究があるが、日米企業の現金保有や株主構成等の特徴の違いから論点が異なるため、日本の先行研究を中心にレビューする。

胥（2007）は村上ファンドとスティー爾パートナーズの標的企業と無作為に抽出した同業他社を対象に分析し、企業価値が低く、キャッ

図表2 アクティビストの分類



(出所) 著者作成

シュリッチで、負債比率が低く、株式持合比率が低い企業が標的にされやすいことを示した。これは Jensen (1986) のフリーキャッシュフロー（以降 FCF）がエージェンシー問題を引き起こすとする FCF 仮説を支持するものであり、1980年代の米国における敵対的買収の標的企業の属性とも整合するとしている。また、株主構成においても特定株比率が有意に低く、アクティビストの要求が通りやすい株主構成であるとしている。

田中・後藤 (2020) は2000年から2011年にかけてアクティビストの標的企業とその同業他社を対象に分析し、標的企業の属性として次の3つを挙げている。1つ目は、キャッシュリッチであるが収益を上げる投資機会に乏しく、負債が少ないという属性、言い換えれば、FCF 仮説を支持する属性である⁵。これは胥 (2008) の結果とも整合する結果であり、アクティビストや標的企業の範囲を広げてもほぼ同様の特徴が確認されている。

2つ目は、外国人の株式保有割合が多いという属性である。これは Hamao et al. (2011) と整合する結果でもある。田中・後藤 (2020) は、外国人株主が多いほどアクティビストの提案に対する支持が多く、アクティビストが自己の要求を実現できる見込みが高くなる（少なくとも、介入時にアクティビスト自身はそのように認識している）ためと解釈しており、アクティビストの要求が通りやすい株主構成であるといえる。この点についても、胥 (2008) の結果と整合する。

3つ目は、利益率が高く、稼ぐ力が強いという属性である。この結果は井上・加藤 (2007) や Hamao et al. (2011) とは異なる。田中・後藤 (2020) は、分析期間中のアクティビストは利益を上げていない企業の利益率を改善することよりも、利益を上げている企業から株主還元を引き出すことを主たる目的とするためと解釈している。

先行研究の結果を整理すると、アクティビストの標的企業の属性として共通してあげられているのは、① FCF 問題が生じやすいキャッシュリッチな属性（主に Tobin の Q が低く、現金等比率が高いなど）を有する、②アクティビストの要求が通りやすい株主構成（外国人投資家の保有比率が高く、特定株比率、その他法人持ち株比率が低い）を持つ、ことであると考えられる。

一方、前述のとおり、第2 興隆期に至ってアクティビストのタイプが分化し、それぞれの性質に違いが出てきていると考えられ、その性質の違いによって標的企業の属性が異なってくる可能性はあると考えられる。従って本稿では、先に挙げたアクティビストの分類に沿って、先行研究が対象としている第1 興隆期で見いだされた標的企業における2つの属性が、どのタイプのアクティビストに適合するかについて分析を行うことを目的とする⁶。

4. 仮説の設定

まず、アクティビストの性質の違いがもたら

5 負債比率に関しては胥 (2008) ではロジット分析で負債が少ないことに有意性も高かったが、田中・後藤 (2020) では係数こそ負であったが有意性はほぼない。

6 ROA は、稼ぐ力を示す指標として、悪化傾向にあれば経営改善の要求をしやすく、アクティビストの要求が通りやすい状況にあると考えられるが田中・後藤 (2020) と井上・加藤 (2007)、Hamao et al. (2011) とは結果が異なり、同傾向となっていないため本研究では仮説からは除くこととする。

す投資の特徴に関して検討する。「長高以外型」とは長期保有や、高い比率まで株式を買い増すこともしないタイプを指すが、こうしたアクティビストは資金力が高くなく、規模の小さい企業を中心に標的としていることが想定される。なぜならば、資金力が高ければ長期保有や高い保有比率などの集中投資を可能にするであろうし、また規模の小さい企業に比べ、規模の大きい企業への投資は相対的に投資額が大きくなり、一定の資金力を必要とすると考えられるためである。

また、「公開型」の場合には、非公開型に比べて短い保有期間になることが考えられる。なぜなら、「公開型」の特徴である株主提案権の行使は、交渉を重ねた結果の最終手段として行使する場合もあるが、一般的には、他の株主を巻き込んで短期間で要求を有効にしようとするため、結果的に保有期間が短くなると想定されるからである。一方「非公開型」は、水面下で交渉するため、短期間で他の株主にアピールする必要もなく、影響を与えるには相対的に見て長期保有になることが考えられる⁷。

これらを組み合わせた場合、保有期間が最も短くなるのは「公開・長高以外型」と考えられる。こうしたアクティビストが企業に対して要求を行う際には、短期間で超過収益を得ようと、株主還元を求める要求により短期間で企業価値を高め、受け入れられなければ退出する手法が多いことが想定される。FCF問題が生じやすいという属性は株主還元を引き出しやすい

と考え、この属性を重要視すると考えられる⁸。

一方、アクティビストの要求が通りやすい株主構成という属性については、こうしたタイプのアクティビストが標的とする企業においては当てはまらないと考えられる。なぜならアクティビストの要求に唯一賛同することが期待できる外国人投資家は企業規模の小さな企業に投資することは比較的少ないからである。従って、「公開・長高以外型」のアクティビストが標的とする企業の属性に関する仮説として、仮説1を設定する。

仮説1：公開型のうち長高以外型（「公開・長高以外型」）はFCF問題が生じやすいキャッシュリッチな企業を標的とする。

続いて「長高型」は、長期か高比率の株式保有を行っているため、それを可能にする一定水準以上の資金力を有しており、比較的規模の大きい企業を標的としていることが想定できる。また、第1興隆期にアクティビストが世間から反発を受けた要因として、FCF問題が生じやすい属性の企業を標的とした近視眼的な行為が挙げられ、こうした反発を考慮したアクティビストが「長高型」に移行したとも考えられる。

そこで、「長高型」は、株主還元を中心に要求することで短期的に企業価値を高めるのではなく、長期か高比率の株式保有を通じ集中投資し、異なる視点や長期的視点での経営改善要求をすることで、企業価値を高めることを企図していると考えられる。

7 「非公開・長高以外型」の保有期間が平均値3.3年、中央値2.4年であるのに対し、「公開・長高以外型」は平均値2.5年、中央値1.8年と短い保有期間である。

8 第2興隆期前半において米国などで標的企業の事業構成や経営戦略を提案するアクティビストの出現が指摘されている（田村（2014））。一方、日本では2012年から2019年までの株主提案内容は株主還元を要求するものが約80%を占めている。特に「公開・長高以外型」が多く、株主還元が要求の中心と考えられる。「公開・長高型」の株主還元要求はわずかであり、異なる視点での経営改善要求（ガバナンス改善等）が中心であると考えられる。株主提案の頻度は一部のアクティビストを除いてさほど頻繁ではなく、必要に応じて株主提案を行うことが多いことが窺える。

アクティビストの標的企業とその属性

そのため、「長高型」は自己の要求を実現できる見込みが高くなる（アクティビストの要求に賛同する株主が多く、反対する株主の少ない）株主構成を重要視し、標的企業にすると考えられる。このとき、「高保有比率」のアクティビストが、拒否権を発動可能な3分の1超の保有を行うなど、他の株主の同調が少ない場合でも自分の意見が単独で通るほどの高保有比率であれば、相対的に株主構成を重視しないはずである。しかし、実際には「長高型」における株式保有比率がそこまで高いことは稀であり、標的企業53社のうち拒否権を発動可能な3分の1超の保有を行っているケースは3社に過ぎない。買収防衛策で大規模買付行為と判断されることが多い保有比率20%以上のケースを加えても2社増えるに過ぎない。即ち、多くの場合「長高型」といっても、自己の要求を単独で通せるような高保有比率の集中投資をするケースは稀であり、自己の要求に賛同しやすい株主構成を重視すると考えられる。従って、以下の通り仮説2を設定する。

仮説2：「長高型」（「公開・長高型」と「非公開・長高型」）はアクティビストの要求が通りやすい株主構成の企業を標的とする

なお、上記の仮説は「非公開・長高型」及び「公開・長高型」に共通するが、「非公開・長高型」は要求を公開せず、集中投資を中心に水面下で交渉を続けることから、短期的な株主還元を求める手法は取らず、長期的視点での経営改

善要求により企業価値を高めることを企図していると考えられるため、こうした意図による対象企業選定の違いがでてくることも想定される。この点については補足的に分析を行う⁹。

5. リサーチデザイン

5.1. アクティビストの抽出と分類

本稿では先行研究に倣い、日経テレコンによる新聞報道、先行研究等を参考に選定し、そのうち2012年～2015年（暦年）で5%超の株式取得を大量保有報告書で公表した18の投資家をアクティビストとして抽出した（図表3）。

本稿ではアクティビストの分類が重要であるため一般的に敵対的な行動をとるアクティビスト以外にもやや広めに選定している。なお、第2興隆期においてアクティビズムを行使するサードポイントやエリオット、バリュエアクト等は分析対象期間には大量保有報告の提出がないため、本稿では取り扱っていない。

アクティビストの「公開型」「非公開型」の分類については、基本的に一度でも株主提案権を行使した履歴があるアクティビストを「公開型」に分類する¹⁰（図表3）。標的企業がアクティビストの自社株式保有を確認し情報収集する際には、過去に株主提案の履歴があれば再び同様の行為を行う可能性を認識するため、アクティビストにとって必要な効果は相応に発揮できると考えられるからである。株主提案権を行

9 「非公開・長高以外型」も長期高比率の株式保有ではないものの水面下で交渉することから短期的な手法をとらないことが想定され、自己の要求を実現できる見込みが高くなる株主構成の企業を標的とすると考えられる。このタイプは後述する基準による分類後統計分析が可能なサンプル数不足であることから仮説設定から除外する。

10 アクティビストが保有するブロック株式を標的企業の同業他社に一括売却したことが大量保有報告書で確認できるケースがある。保有株式をライバル企業に売却することを仄めかせ交渉をしているとすれば、株主提案以上の強い圧力になる。その事実の有無も大量保有報告書で公開され確認可能であるため、そのような事実のあるアクティビストも「公開型」に含めることとする。

図表3 アクティビスト一覧と分類

主要ファアンド名 (略称)	標的企業数	アクティビスト選定根拠	アクティビスト分類	「長期・高保有比率型」	「高保有比率型」(中央値超)		「長期保有型」(中央値超)	介入期間中央値(年)		「公開型」
					最大保有比率中央値(%)	分類別中央値平均		分類別中央値平均	分類別中央値平均	
1 エフイシモ	7	20160708日本経済新聞記事他		○	○	11.08	○	3.49	○	○
2 シルチエスター	3	20171122日本経済新聞記事他	公開	○	○	9.17	○	5.63	○	-
3 フランデス	6	20080516日本経済新聞記事他	・長高型	○	○	10.03	○	2.43	○	○
4 村上ファアミリー (第2期) (注)	5	20150627日本経済新聞記事他		○	○	18.95	-	1.43	○	○
5 いちご	6	20090503日経ヴェリタス記事他		○	○	8.99	○	4.18	×	-
6 シンフォニー	4	先行研究 (田中・後藤 (2020) 論文)	非公開	○	○	11.96	○	5.90	×	-
7 タイヨウ	3	20160708日本経済新聞記事他	・長高型	○	-	7.61	○	3.14	×	-
8 ダルトン	19	20151223日本経済新聞他		○	○	10.04	○	2.72	×	-
9 アールエムビー (RMB)	2	20160610日本経済新聞記事他		-	-	7.04	-	2.05	○	○
10 オアシス	1	20171114日本経済新聞記事他		-	-	6.59	-	0.57	○	○
11 シンプレクス	19	20180629日本経済新聞記事他	公開	-	-	7.59	-	1.90	○	○
12 ストラテジックC	6	20170912日本経済新聞記事他	・長高以外型	-	-	5.78	○	1.50	○	○
13 スパークス	15	20180218日経ヴェリタス記事他		-	-	6.21	-	1.77	○	○
14 プロセスバクト	7	20130404日本産業新聞記事他		-	-	7.70	-	2.07	○	○
15 ホライゾン (オリソン)	1	20160601日本経済新聞記事他		-	-	7.62	-	1.58	○	○
16 インダス	3	20180628日本経済新聞記事他		-	-	6.73	-	1.50	×	-
17 オービス	3	20110401日本証券新聞他	非公開	-	-	6.78	-	1.30	×	-
18 タワー投資	3	20090308日経ヴェリタス記事他	・長高以外型	-	-	7.18	-	2.18	×	-
合計	113			-	-	7.75	-	2.27	72	-

(注) 村上ファアミリー (第2期) : レノ, C&I ホールディングス他大量保有報告書記載の共同保有者として認められる投資家を継続したもの。
(出所) 著者作成

使したかどうかは「株主総会白書」（商事法務）から入手した株主提案権行使情報を参考とし抽出する。

また、会社制度は会社法等のハードローのみで規律されている訳ではなく、現在ではソフトローの重要性が高まっている。日本においてもSSCの受け入れを表明しているアクティビストの中で、必要に応じ株主権を行使することを明言しているアクティビストも存在する。本稿では会社法の株主提案権を行使していることに加え、SSCで株主権を行使することを明言しているアクティビストについても「公開型」と分類することとする（図表3）。

その結果、図表3のとおり「公開型」11、「非公開型」7のアクティビストのタイプに分類を行う。

次に、「高保有比率型」に関しては、アクティビスト介入後から2019年末までの期間にEDINET等で確認しうる標的となった企業毎の大量保有報告書から最も高い保有比率を確認し、アクティビスト全体の中央値（約7.75%）を算出した。そして、アクティビスト毎の保有比率の中央値が全体の中央値を超えるアクティビストを「高保有比率型」として抽出する。

また、「長期保有型」は介入から退出までの介入期間を各アクティビストが提出したEDINET等で確認しうるすべての大量保有報告書から算出し、その中央値（2.27年）を超えるアクティビストを「長期保有型」として抽出した。

従って、「長高型」は8社、「長高以外型」は

10社となる（図表3）。

5.2. サンプル選択

本稿の「標的企業」とはアクティビストが株式を5%超取得した上場企業をいう。本稿では、2012年から2015年（暦年ベース）までの4年間の介入事例を分析の対象とする。標的企業の属性分析時期は、介入直前の事業年度（t-1期）を主な分析の対象とする¹¹。

アクティビストの介入事例は、EDINETから入手した各アクティビストの大量保有報告書を基に抽出する。標的企業やそれと比較する同業種企業の財務情報、株価情報、株主構成に関する情報は、日本経済新聞社の「NEEDS-FinancialQUEST」から入手する。

以上の基準により介入事例を抽出した結果、分析対象となる標的企業は113社となった¹²。

併せて、標的企業と業種（日経産業コード・中分類）と決算年次（暦年）が同じ企業7,321社を「同業種企業」として抽出した。先行研究に倣い、標的企業と決算期の属する暦年が同じであれば、決算月が違っていても同業種企業とした。

図表4はアクティビスト分類別の標的企業数を示している。「公開型」は72社、「非公開型」は41社となり、「公開型」が全体の63.7%と3分の2近くを占めている。また2×2分類後では、「公開・長高以外型」の45.1%が最も多くなっており、アクティビストの短視的でFCF問題が生じやすい企業を標的とする印象はこのタイプの標的企業の数の多さから影響を受けや

11 5%未満の株式保有で一定期間保有していた場合は介入直前期よりも以前の期が標的企業分析のタイミングである可能性は残るが更なるリサーチデザインの工夫は今後の課題としたい。

12 ①分析期間以前に他のアクティビストの介入があり保有が継続されている場合、分析対象から除外②複数ファンドが重複して介入した場合、保有期間が短い介入事例を除外③分析期間中に変則決算があった企業は除外④分析指標であるTobinのQ、現金等比率と業種的に適合性の低い業種（銀行、証券、保険）は除外⑤データ等が未収録企業は除外⑥外れ値処理のため年別に各変数の上下1%のデータに該当する企業は除外。

図表4 アクティビスト分類別標的企業数、割合
(社数, %)

	「公開型」		「非公開型」		合計	
「長高型」	21	18.6%	32	28.3%	53	46.9%
「長高以外型」	51	45.1%	9	8.0%	60	53.1%
合計	72	63.7%	41	36.3%	113	100.0%

(出所) 著者作成

すくなっていることが窺える。

5.3. 分析モデル

アクティビストの標的企業の属性を明らかにするため、胥 (2008) や田中・後藤 (2020) に倣い、ロジット回帰分析を行う。アクティビストのタイプによって標的企業の属性が異なると考えられるため、サンプルをアクティビストのタイプ別に分割し、以下のロジスティック回帰モデルを用いて仮説の検証を行う。なお、各変数の添字の i は企業を、 t は期 (年) を表し、 t 期はアクティビストが標的企業に介入した事業年度を表す。

$$\begin{aligned}
 Target_{i,t} = & \alpha + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t-1} \\
 & + \beta_3 CASH_{i,t-1} + \beta_4 TobinQ_{i,t-2} \\
 & + \beta_5 TobinQ_{i,t-1} + \beta_6 FINANCIAL_{i,t-1} \\
 & + \beta_7 OTHERS_{i,t-1} + \beta_8 FOREIGN_{i,t-1} \\
 & + \beta_9 SPECIFY_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-2} \\
 & + \beta_{11} ROA_{i,t-1} \\
 & + \beta_{12} DISTRIBUTION_{i,t-2} \\
 & + \beta_{13} DISTRIBUTION_{i,t-1} + \varepsilon
 \end{aligned}$$

$Target_{i,t}$ = 標的企業なら 1, 非標的企業なら 0
の二値変数

$SIZE_{i,t-1}$ = 企業規模: 総資産の自然対数値

$LEV_{i,t-1}$ = 負債比率: 負債 / 自己資本

$CASH_{i,t-1}$ = 現金等比率: (現預金 + 有価証券
+ 投資有価証券) / 総資産

$TobinQ_{i,t-1}$ = Tobin の Q: (時価総額 + 負債)

／総資産

$FINANCIAL_{i,t-1}$ = 株式所有割合 (金融機関):
金融機関の所有株式数割合

$OTHERS_{i,t-1}$ = 株式所有割合 (その他法人):
その他法人の所有株式数割合

$FOREIGN_{i,t-1}$ = 株式所有割合 (外国人): 外
国法人等の所有株式数割合

$SPECIFY_{i,t-1}$ = 特定株比率: 少数特定者 (大株
主上位10名及び特別利害関係者
(役員など)) の所有株式数割合

$ROA_{i,t-1}$ = ROA: (経常利益 + 受取利息 + 支払
利息割引料) / 総資産

$DISTRIBUTION_{i,t-1}$ = 自己資本分配率: (配
当金支払額 + 自己株式
の取得による支出 - 自
己株式の処分による収
入) / 自己資本

まず、アクティビストが FCF 問題の生じやすいキャッシュリッチな企業を標的にするかを確認するため、先行研究に倣い、Tobin の Q (TobinQ) と現金等比率 (CASH) を用いる。Tobin の Q は企業価値や投資機会の代理変数として利用される場合が多く、本稿でも、Tobin の Q が低いほど企業価値が低く投資機会も乏しいと想定する。「公開・長高以外型」の場合、キャッシュリッチであるが企業価値が低く、投資機会が乏しいといった FCF 問題が生じやすいキャッシュリッチな企業を標的にす

ると考えられるため、TobinのQ (TobinQ)の係数 (β_4 , β_5) は負に、現金等比率 (CASH)の係数 (β_3) は正になると予想する。「長高型」の場合、FCF問題が生じやすい属性は、有意性がないなど「公開・長高以外型」よりも弱くなると予想する。

また、本稿では負債比率 (LEV) と自己資本分配率 (DISTRIBUTION) をFCF問題の補足指標として用いる。負債比率については、負債で資金調達するのは手元に現金がない場合であり、また負債調達が経営者に規律を与えるという考え方がコーポレートファイナンスでは一般的である。よって、負債比率が低い企業ほどFCF問題が生じやすいと考えられるため、「公開・長高以外型」の場合、負債比率の係数 (β_2) は負になると予想する。ただし、日本企業の場合、長年メインバンク制度が強く、低金利が続いていることもあり、現金を保有しつつ負債調達を行っていることも十分考えられ、補足指標として位置づける。

自己資本分配率については、投資機会が乏しく現金保有が積み上がっているにもかかわらず株主還元が悪い場合、FCF問題がより生じやすいと考えられるが、ライフサイクルに応じた株主還元を行わず、安定配当を重視する日本企業も多いことから、補足指標と位置づけ係数 (β_{12} , β_{13}) の予想は保留する¹³。

次に、アクティビストが要求の通りやすい株主構成の企業を標的にするかどうかを確認するため、外国人所有割合 (FOREIGN)、その他法人所有割合 (OTHERS)、特定株比率 (SPECIFY) を用いる。外国人所有割合 (FOREIGN) については、外国人株主が多い

ほどアクティビストの提案に対する支持が多くなり、アクティビストが自己の要求を実現できる可能性が高まる。「長高型」の場合、外国人の株式保有割合 (FOREIGN) が高い企業を標的とすると考えられ、係数 (β_8) が正になると予想する。一方、その他法人所有割合 (OTHERS) と特定株比率 (SPECIFY) が高い時、アクティビストの提案は容易にブロックされてしまうと考えられるため、係数 (β_7 , β_9) は負になると予想する。金融機関所有割合 (FINANCIAL) は、メインバンク等の銀行保有と国内の機関投資家が混在しており、企業によってその状況が異なると考えられるため、係数 (β_6) の予想は保留する。

さらに、企業規模 (SIZE) と利益率 (ROA) をコントロール変数として用いる。企業規模 (SIZE) については、アクティビストの分類により係数の予想が異なる。先行研究では、企業規模が小さい企業ほど不確実性が高く、アクティビストといえども不確実性の高い企業に投資することには慎重になる傾向があるとしている。「長高型」の場合、長期間保有するか保有比率を高めるリスクをとるため、企業規模が小さいことによる不確実性を抑制する傾向が強くなる。また長期か高比率の株式保有を可能にする一定水準以上の資金力を有しており、比較的企業規模の大きい企業を標的とすることも可能になると考えられる。一方、「公開・長高以外型」はFCF問題を生じやすい企業を標的とし、長期間保有や保有比率を高めるリスクを取らない傾向にあるし、資金力がさほど大きくないため、企業規模の小さい企業を標的とする傾向にあると考えられる。以上より、企業規模

13 自己資本分配率は先行研究でも示されている通り介入後アクティビストの影響による企業の行動変化を測る指標としても有効と考えられる。

(SIZE) の係数 (β_1) は、「長高型」は正、「公開・長高以外型」は負になると予想する。

利益率 (ROA) については、先行研究では前述のとおり結果が異なっているが、稼ぐ力が悪化傾向にあれば経営改善の要求をしやすい状況にあると考えられ、係数 (β_{10}) は正から係数 (β_{11}) は負へと変化すると予想する。

5.4. アクティビストの標的企業と同業種企業の比較

図表5はアクティビストタイプ別の標的企業数、企業属性を示している。

「公開・長高以外型」は、標的企業の規模を示す総資産、時価総額が分類したアクティビストのタイプの中で最も小さく、時価総額は同じタイプのアクティビスト間でさほど差も大きくない。しかし、標的企業数はかなり差があり、資金力が限定され小規模な企業に投資するアクティビストと、資金力は相応にあるが分散投資を中心に小規模な企業に投資するアクティビストが存在することが窺える。

「公開・長高型」は標的企業の企業規模は同じタイプのアクティビスト間でかなり差があるが、標的企業数に大きな差はなく集中投資をしていることが窺える。

「非公開・長高型」も「公開・長高型」同様、標的企業の企業規模はファンド毎にかなり差があり、集中投資に加え標的企業数の多い、資金力がより高いファンドもあることが窺える。

図表6はアクティビスト分類別の標的企業と同業種企業の各変数の平均値と平均値差を示している（「非公開・長高以外型」はサンプル数不足のため記載を省略）。基本、介入直前の事業年度 (t-1期) のみ確認しているが、Tobin

のQ (TobinQ)、自己資本分配率 (DISTRIBUTION)、ROAは、介入の3事業年度前 (t-3期) から確認している¹⁴。

まず、保有期間、保有比率の平均値、中央値をアクティビスト分類別に比較すると保有期間と保有比率の平均値は保有期間で2年、保有比率で3.7%程度の差がある。

また、「長高型」保有期間の平均値と中央値の差を見ると、1.5年程度差があり、「公開・長高以外型」の約0.7年に比べ差が大きい。「長高型」が3年以上の長期保有を前提としながら、標的企業に応じて保有期間を変えていることが窺える。

続いて、各変数をアクティビスト分類別に確認する。「公開・長高以外型」の標的企業は同業種企業に比べて、TobinのQが低いものの、現金等比率、負債比率、自己資本分配率は有意な差がない。また、株主構成についても有意な差がない。つまり、「公開・長高以外型」がどのような企業を標的にしているのかについて、差の検定では明らかではない。

次に、「長高型」の標的企業は同業種企業に比べて、規模が大きく、負債比率が低く、ROAが低下傾向にあり、自己資本分配率が高いという属性を有する。しかし、TobinのQ、現金等比率のFCF問題が生じやすい主な属性に有意性は見られない。他方、株主構成では外国人所有割合が高く、その他法人所有割合が低く、特定株比率が低いいため、アクティビストの要求が通りやすい株主構成の企業を標的にしているといえる。

以上、t検定の結果からは「公開・長高以外型」はFCF問題が生じやすい企業を標的とするとはいえないものの、「公開・長高型」と「非公開・長高型」はアクティビストの要求が

14 図表6には後述するロジット分析のモデルからt-3期が除かれるため記載していない。

図表 5 アクティビスト別標的企業数、企業属性

Panel.A 「公開・長高以外型」標的企業

アクティビストファンダム名 (略称)	標的 企業数	総資産 (百万円)	時価総額 (百万円)	現金等比率 (%)	負債比率 (%)	Tobin の Q	ROA (%)	自己資本分配率 (%)	金融機関 (%)	その他法人 (%)	外国人 (%)	特定株比率 (%)
1 アールエムビー (RMB)	2	27,082	15,591	54.2%	37.1%	0.84	-3.2%	3.1%	9.2%	9.5%	11.9%	61.5%
2 オアシス	1	103,163	36,985	45.7%	67.2%	0.76	10.2%	1.6%	26.9%	23.1%	19.6%	29.1%
3 シンプレクス	19	29,757	10,238	39.4%	62.9%	0.94	5.4%	2.5%	12.8%	30.1%	4.6%	57.8%
4 ストラテジック C	6	52,162	19,377	36.0%	75.1%	0.79	5.2%	1.5%	13.7%	40.1%	9.8%	54.7%
5 スパークス	15	111,540	36,277	19.6%	178.1%	1.00	4.6%	1.6%	25.0%	16.4%	12.8%	46.8%
6 プロスベクト	7	58,663	13,530	16.2%	238.0%	0.93	1.8%	1.3%	15.1%	18.2%	5.5%	48.5%
7 ホライゾン (オリゾン)	1	43,277	8,015	18.2%	314.5%	0.94	4.5%	1.6%	17.6%	22.1%	6.1%	32.4%
合計	51	62,014	20,114	30.3%	126.3%	0.93	4.4%	1.9%	17.0%	24.5%	8.4%	52.0%
		36,639	12,379	24.4%	84.4%	0.86	4.5%	1.5%	15.6%	22.1%	6.0%	50.8%

Panel.B 「公開・長高型」標的企業

アクティビストファンダム名 (略称)	標的 企業数	総資産 (百万円)	時価総額 (百万円)	現金等比率 (%)	負債比率 (%)	Tobin の Q	ROA (%)	自己資本分配率 (%)	金融機関 (%)	その他法人 (%)	外国人 (%)	特定株比率 (%)
1 エフィシエンス	7	828,281	261,991	17.0%	189.7%	0.91	3.0%	3.0%	25.9%	13.3%	28.4%	51.4%
2 シルチエスター	3	436,918	270,150	32.9%	53.7%	0.97	6.7%	1.6%	23.9%	31.3%	24.8%	49.8%
3 プランデス	6	124,705	48,151	40.6%	45.6%	0.69	3.4%	2.5%	32.8%	12.8%	19.1%	42.6%
4 村上ファミリー (第2期)	5	124,413	27,208	21.1%	202.8%	0.80	5.2%	0.8%	23.0%	9.0%	23.7%	36.6%
合計	21	403,762	146,159	27.0%	132.2%	0.83	4.2%	2.2%	26.9%	14.7%	24.1%	45.1%
		176,246	51,013	26.5%	88.7%	0.87	4.4%	1.5%	27.0%	11.5%	20.8%	41.3%

Panel.C 「非公開・長高以外型」標的企業

アクティビストファンド名 (略称)	標的 企業数	総資産 (百万円)	時価総額 (百万円)	現金等比率 (%)	負債比率 (%)	TobinのQ	ROA (%)	自己資本分配率 (%)	金融機関 (%)	その他法人 (%)	外国人 (%)	特定株比率 (%)
1 インダス	3	602,656	181,004	18.7%	189.6%	0.92	3.7%	3.8%	26.8%	17.0%	23.9%	33.7%
2 オービス	3	366,981	133,828	12.5%	212.3%	1.15	5.2%	3.8%	33.4%	9.1%	26.1%	37.1%
3 タワー投資	3	36,720	12,684	31.4%	94.4%	1.11	7.0%	4.0%	12.7%	25.6%	17.4%	58.7%
合計	9	335,452	109,172	20.8%	165.4%	1.06	5.3%	3.9%	24.3%	17.2%	22.5%	43.2%
		337,260	135,362	17.1%	177.1%	0.90	3.3%	1.8%	26.3%	8.0%	20.3%	37.6%

Panel.D 「非公開・長高型」標的企業

アクティビストファンド名 (略称)	標的 企業数	総資産 (百万円)	時価総額 (百万円)	現金等比率 (%)	負債比率 (%)	TobinのQ	ROA (%)	自己資本分配率 (%)	金融機関 (%)	その他法人 (%)	外国人 (%)	特定株比率 (%)
1 いちご	6	628,517	154,472	30.2%	126.4%	0.94	6.4%	2.6%	27.9%	16.9%	29.5%	37.0%
2 シンフォニー	4	39,135	18,858	33.7%	88.4%	0.96	9.2%	1.6%	23.4%	24.0%	9.0%	49.2%
3 タイヨウ	3	123,420	153,875	26.4%	123.3%	2.96	10.0%	4.2%	19.4%	6.3%	23.7%	55.7%
4 ダルトン	19	57,640	39,414	30.2%	64.0%	1.02	8.4%	2.7%	15.2%	21.0%	20.5%	54.6%
合計	32	168,533	69,148	30.3%	84.3%	1.18	8.3%	2.7%	19.0%	19.3%	21.1%	50.7%
		64,422	43,286	29.5%	71.2%	1.03	8.4%	2.0%	17.3%	16.9%	22.4%	50.2%

(注) 標的企業数以外の各数値は介入直前期 (t-1期) の平均値。合計値は上段に平均値、下段に中央値を示す。

(出所) 著者作成

図表6 アクティビスト分類別各変数の平均値差の検定 (Student's t-test)

サンプル	「公開・長高以外型」			「長高型」		
	標的企業 (51)	同業種企業 (5740)	平均差	標的企業 (53)	同業種企業 (5397)	平均差
$SIZE_{i,t-1}$ (総資産対数)	4.509	4.439	0.070	5.027	4.478	0.549***
$SIZE_{i,t-1}$ (時価総額対数)	4.081	4.110	-0.029	4.700	4.127	0.573***
$LEV_{i,t-1}$	1.263	1.393	-0.130	1.033	1.393	-0.360*
$CASH_{i,t-1}$	0.303	0.277	0.026	0.290	0.266	0.024
$TobinQ_{i,t-2}$	0.865	1.049	-0.184***	1.012	1.005	0.007
$TobinQ_{i,t-1}$	0.932	1.110	-0.178**	1.040	1.067	-0.027
$FINANCIAL_{i,t-1}$	0.170	0.147	0.024	0.221	0.152	0.069**
$OTHERS_{i,t-1}$	0.245	0.275	-0.030	0.174	0.273	-0.099**
$FOREIGN_{i,t-1}$	0.084	0.078	0.005	0.223	0.081	0.142***
$SPECIFY_{i,t-1}$	0.520	0.549	-0.029	0.485	0.544	-0.059***
$ROA_{i,t-2}$	0.054	0.059	-0.004	0.079	0.052	0.027***
$ROA_{i,t-1}$	0.044	0.060	-0.016**	0.079	0.057	0.021***
$DISTRIBUTION_{i,t-2}$	0.021	0.020	0.001	0.021	0.020	0.001
$DISTRIBUTION_{i,t-1}$	0.019	0.020	-0.001	0.025	0.020	0.005*
保有期間：平均値	2.5			4.5		
(保有期間：中央値)	1.8			3.0		
保有比率：平均値	0.081			0.119		
(保有比率：中央値)	0.070			0.100		

(注) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準で有意 (両側検定)

通りやすい株主構成の企業を標的とするという概ね仮説通りの分析結果が得られたといえる。しかし、t検定は各指標について、それ単独で同業種企業平均値と比較したものであり、標的企業の特性をより厳密に分析するためには、他の指標の影響をコントロールしたうえで、各指標の影響を見る必要がある。以下ではアクティビストの標的企業を1、非標的企業を0とする二値変数を被説明変数とする二項ロジット分析(以下、ロジット分析)を行う。

6. 分析結果 (アクティビスト分類による標的企業の属性分析)

図表7はロジット分析の結果である¹⁵。分析にあたりパネルデータを利用していることから、誤差項の不均一分散と系列相関を考慮し、企業クラスターと年次クラスターについて補正された標準誤差を用いている。

Panel.Aは仮説設定に基づく「公開・長高以外型」と「長高型」の分析結果であり、Panel.

15 本稿では説明変数の選択に応じ4つのモデル(モデル(A)~(D))を中心に比較。モデル(A)は図表6の変数にTobinQ、DISTRIBUTION、ROAのt-3期を加えたすべてを説明変数としたモデル。総資産対数_{t-1}と時価総額対数_{t-1}の間に高い相関が見られたため、モデル(B)では説明変数から時価総額対数_{t-1}を除外。またモデル(A)と(B)では、t-3期からt-1期までのTobinのQとROAを説明変数に加えているが、先行研究でも指摘されている通り、業績指標は事業年度間で相関していると考えられるため、モデル(C)ではt-2期を除き、モデル(D)ではt-3期を除いた。モデル間の比較分析の結果、モデルの当てはまりのよさを示すBIC(ベイズ情報量規準)、AIC(赤池情報量規準)はモデル(D)が概ね最も高かった。またモデル(D)を用いたc統計量は、概ねモデルが適切かどうか目安とされる0.8以上(Brookhart et al. (2006))であり偏りがない調整が可能な水準であることから本稿におけるロジット分析はモデル(D)を中心に分析する。

図表7 ロジット分析結果

Panel.A 「公開・長高以外型」「長高型」ロジット分析結果

	予想 符号	「公開・長高以外型」 (標的企業51同業種企業5740)		予想 符号	「長高型」 (標的企業53同業種企業5397)	
		係数	p 値		係数	p 値
$SIZE_{i,t-1}$ (総資産対数)	-	-0.317	0.385	+	0.650	0.068*
$LEV_{i,t-1}$	-	-0.038	0.678	?	0.000	0.866
$CASH_{i,t-1}$	+	2.416	0.001***	+	0.007	0.503
$TobinQ_{i,t-2}$	-	-2.045	0.009***	-	-0.814	0.381
$TobinQ_{i,t-1}$	-	-0.168	0.644	-	-0.985	0.237
$FINANCIAL_{i,t-1}$?	2.281	0.079*	?	0.001	0.953
$OTHERS_{i,t-1}$?	-0.508	0.438	-	-0.029	0.027**
$FOREIGN_{i,t-1}$?	0.369	0.790	+	0.059	0.000***
$SPECIFY_{i,t-1}$?	-1.242	0.610	-	0.008	0.584
$ROA_{i,t-2}$	+	11.405	0.065*	+	0.227	0.000***
$ROA_{i,t-1}$	-	-11.234	0.050*	-	-0.115	0.013**
$DISTRIBUTION_{i,t-2}$?	3.350	0.290	?	-0.024	0.686
$DISTRIBUTION_{i,t-1}$?	2.641	0.566	?	-0.004	0.962
α (定数項)		-2.975	0.064*		-4.806	0.449
業種ダミー		Yes			Yes	
年次ダミー		Yes			Yes	
Pseudo R ²		0.114			0.191	
サンプル数		5,791			5,450	

(注) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準で有意

Panel.B 「アクティビスト全体」, 「公開・長高型」, 「非公開・長高型」ロジット分析結果

	予想 符号	アクティビスト全体 (標的企業113 同業種企業7321)		予想 符号	「公開・長高型」 (標的企業21 同業種企業3195)		予想 符号	「非公開・長高型」 (標的企業32 同業種企業4171)	
		係数	p 値		係数	p 値		係数	p 値
$SIZE_{i,t-1}$ (総資産対数)	?	0.157	0.399	+	1.383	0.002***	+	0.532	0.046**
$LEV_{i,t-1}$	-	-0.055	0.442	?	0.598	0.000***	?	-0.275	0.145
$CASH_{i,t-1}$	+	1.352	0.184	+	1.564	0.407	?	0.068	0.952
$TobinQ_{i,t-2}$	-	-1.078	0.021**	-	0.013	0.997	-	-0.279	0.400
$TobinQ_{i,t-1}$	-	-0.553	0.408	-	-10.202	0.019**	-	-0.518	0.735
$FINANCIAL_{i,t-1}$?	15.357	0.000***	?	7.297	0.035**	?	-2.873	0.019**
$OTHERS_{i,t-1}$	-	-10.943	0.000***	-	-5.107	0.009***	-	-1.918	0.217
$FOREIGN_{i,t-1}$	+	1.773	0.362	+	7.178	0.000***	+	5.913	0.019**
$SPECIFY_{i,t-1}$	-	4.853	0.135	-	4.235	0.011**	-	-0.632	0.738
$ROA_{i,t-2}$	+	0.763	0.542	+	22.701	0.003***	+	20.023	0.000***
$ROA_{i,t-1}$	-	-1.602	0.000***	-	-16.311	0.157	-	-6.927	0.078*
$DISTRIBUTION_{i,t-2}$?	3.984	0.000***	?	-5.760	0.668	?	-1.828	0.625
$DISTRIBUTION_{i,t-1}$?	-0.521	0.768	?	16.833	0.202	?	-3.824	0.466
α (定数項)		-4.275	0.007***		-6.638	0.060*		-6.791	0.000***
業種ダミー		Yes			Yes			Yes	
年次ダミー		Yes			Yes			Yes	
Pseudo R ²		0.106			0.389			0.165	
サンプル数		7,434			3,216			4,203	

(注) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準で有意

アクティビストの標的企業とその属性

Bは補足的に「アクティビスト全体」、「公開・長高型」と「非公開・長高型」の分析結果を示している。「非公開・長高以外型」はサンプル数不足のため記載を省略する。

「公開・長高以外型」の推定結果（図表7.PanelA）では、現金等比率 $_{t-1}$ の係数が正で有意、Tobinの Q_{t-2} とTobinの Q_{t-1} の係数はいずれも負でTobinの Q_{t-2} は有意になっている。補足指標である負債比率 $_{t-1}$ の係数は負、自己資本分配率の係数は正であるが有意性はない。「公開・長高以外型」の標的企業が、キャッシュリッチであり、 $t-1$ 期こそ有意性はないものの企業価値が低いことを示しており、概ねFCF問題が生じやすい企業といえる。

以上の結果から仮説1の「公開・長高以外型」はFCF問題が生じやすいキャッシュリッチな企業を標的とする」は支持されたと考えられる。

なお、FCF問題が生じやすい企業を標的とすることは短い期間で株主還元を引き出し、超過収益を達成することを狙いとしやすい。このような投資スタイルをとる投資家は、資金力が低いか効率性を重視し規模の小さい企業に分散して投資することを主な手法とする性質であることが窺え、標的企業の属性や保有期間等とも整合性のある結果と考えられる。

また、「公開・長高以外型」標的企業の株主構成は、外国人持ち株比率 $_{t-1}$ の係数は正、その他法人持ち株比率 $_{t-1}$ 、特定株比率 $_{t-1}$ 係数は負であるがいずれの指標にも有意性はない。

次に、「長高型」の推定結果では、総資産 $_{t-1}$ の係数が正で有意であり、「長高型」の標的企業は規模が大きいことを示している。しかし、Tobinの Q_{t-2} 、Tobinの Q_{t-1} の係数は負、現金等比率 $_{t-1}$ は正であるものの、FCF問題が生じ

やすい企業であることを示す主な属性に有意性は見られない。また、補足指標である負債比率 $_{t-1}$ の係数は正であるがこれも有意ではない。「長高型」は長期間か、高い比率まで保有するタイプであり、高い資金力を有し規模の大きい企業に集中投資をしていることが窺えること。FCF問題が生じやすい属性に有意性がないことから少なくとも株主還元を中心に要求するのではなく、長期的視点での要求や異なる視点での経営改善を要求し、企業価値を高めることを企図していることが窺える。この点は、標的企業の属性や保有期間とも整合性のある結果と考えられる。

他方、外国人持ち株比率 $_{t-1}$ の係数は正で有意、その他法人持ち株比率 $_{t-1}$ の係数は負で有意であり「長高型」はアクティビストの要求が通りやすい株主構成の企業を標的にしているといえる。

以上の結果から、仮説2「長高型」はアクティビストの要求が通りやすい株主構成の企業を標的とする」は支持された。

なお、「アクティビスト全体」「公開・長高型」「非公開・長高型」の標的企業についても補足的にロジット分析を行った（図表7.PanelB）。

「アクティビスト全体」の推定結果はTobinの Q_{t-2} は負に有意、Tobinの Q_{t-1} について係数は負、現金等比率 $_{t-1}$ の係数は正、負債比率 $_{t-1}$ の係数は負であるが有意性はすべてない。FCF問題が生じやすい属性をもつ企業が標的企業である先行研究とは異なる結果であった。また、株主構成ではその他法人持ち株比率 $_{t-1}$ は有意に負であるが外国人持ち株比率 $_{t-1}$ の係数は正、特定株比率 $_{t-1}$ の係数は負であるものの有意性はなく、アクティビストの要求が通り

やすい株主構成とは言い切れない。これもまた、先行研究とは異なった結果であった。このことは異なる属性の企業を標的とする性質の異なるアクティビストが混在していることによるものと考えられ、アクティビスト分類別の結果とも整合性のある結果である。

次に、「公開・長高型」の推定結果では、総資産 $t-1$ 、負債比率 $t-1$ の係数が正で有意、Tobin の Q_{t-1} が負で有意である。これらの結果は、「公開・長高型」の標的企業は規模が大きく、 $t-1$ 期の企業価値は低いことを示している。しかし、負債比率 $t-1$ の係数が正に有意であり、現金等比率の係数は正だが有意ではない。つまり、FCF 問題が生じやすい企業であることを示す主な属性に有意性は少ない。

他方、外国人持ち株比率 $t-1$ の係数は正で有意、その他法人持ち株比率 $t-1$ の係数は負で有意であり、特定株比率 $t-1$ がそ予想符号と逆の結果であるものの、総じてアクティビストの要求が通りやすい株主構成の企業を標的にしているといえる。

最後に、「非公開・長高型」の推定結果では、総資産 $t-1$ の係数が正で有意と規模の大きい企業を標的としている。しかし、Tobin の Q_{t-2} 、Tobin の Q_{t-1} の係数は負だが有意ではない。また、現金等比率の係数は正だが有意ではなく、負債比率 $t-1$ の係数も負だが有意ではない。つまり、FCF 問題が生じやすい企業であることを示す主な属性に有意性はない。

他方、株主構成では外国人持ち株比率 $t-1$ の係数は正で有意であり、その他法人持ち株比率 $t-1$ 、特定株比率 $t-1$ の係数は有意ではないものの負であることから、アクティビストの要求が通りやすい株主構成の企業を標的としているといえる。

このように「長高型」を更に「公開・長高型」と「非公開・長高型」に分類しても同様の結果が得られており、仮説2はこの点からも支持されていると考えられる。

また、先行研究では結果が異なっていた補足指標である ROA は、本稿においてはすべての分類のアクティビストの標的企業において、 ROA_{t-2} の係数は正であったものが、 ROA_{t-1} は負に変化しており、有意性にばらつきはあるものの稼ぐ力が衰える傾向にあり経営改善の要求をしやすい企業を標的としていることは共通した特性であった。

7. おわりに

本稿では、アクティビスト第2興隆期前半である2012年から2015年までを対象に、定量的にアクティビストを分類し、その性質の違いによって、標的となる企業の属性が異なる可能性について分析した、我が国で初めての研究である。

分析の主な結果は次の通りである。先行研究で見られた FCF 問題を生じやすいキャッシュリッチな企業を標的としているアクティビストは「公開・長高以外型」のタイプのみであり、そのほかのアクティビストは先行研究とは異なり FCF 問題を生じやすい主な属性に概ね有意性は見られなかった。

先行研究で見られたアクティビストの要求が通りやすい株主構成の企業を標的とする特徴は「長高型」（「公開・長高型」と「非公開・長高型」）のタイプであった。

一方、稼ぐ力が衰える傾向にあり経営改善を要求しやすい企業を標的とすることは共通した傾向であった。

アクティビストの標的企業とその属性

また、分類したアクティビストのタイプ毎の性質については「公開・長高以外型」は、資金力が低いか規模の小さい企業に分散して投資し、短い保有期間で株主還元を引き出して企業価値を高め、超過収益を達成することを目的とする性質を有していることが明らかになった。一方、「長高型」は長期間が高い比率まで株式を保有することから、高い資金力を有し、規模の大きい企業に集中して投資し、株主還元を要求するのではなく長期的視点等での経営改善を要求し企業価値を高め、超過収益を達成することを目的とする傾向があることが明らかになった。

このようにアクティビストを分類することで、少なくとも第2期興隆期前半においては、アクティビストの性質に分化がみられ、多様化していることが明らかになるとともに、標的とする企業にも違いが見られることが示された。このことは、先行研究にはない、本稿の新規性であると言える。

今後の課題について述べる。本稿では第2興隆期前半においても、アクティビストの多様化がみられることを明らかにしたが、現在では長期の企業価値向上に資する提案を行うアクティビストの出現等アクティビストがさらに多様化している可能性がある。第2興隆期後半の属性分析も今後必要と考えられる。

また、本稿ではアクティビストの標的企業の属性分析を目的としたため、標的企業におけるその後のパフォーマンス等に及ぼす影響が異なることまでは実証できていない。これについても今後の課題としたい。

以上

【謝辞】

本稿の執筆に当たり、匿名レフェリーの方、北川哲雄先生（東京都立大学特任教授／青山学院大学名誉教授）と松田千恵子先生（東京都立大学教授）をはじめとして、多くの方々から大変有意義な所見、ご助言、ご指摘を頂いた。ここに記して深く感謝申し上げます。なお、本稿に含まれる誤りは全て筆者に帰するものである。

引用文献

- 井上光太郎・加藤英明（2007）「アクティビストファンドの功罪」『経済研究（一橋大学）』、第58巻3号、203頁-216頁。
- 井上光太郎（2008）「アクティビストファンドの効果：日米比較」『証券アナリストジャーナル』、第46巻2号、56頁-66頁。
- 胥鵬（2008）「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」『RIETI Discussion Paper Series 06-J-008』、1頁-31頁。
- 田中亘（2014）「日本版スチュワードシップ・コードの検討—機関投資家の役割についてのアンビヴァレントな見方—」『月間監査役』、第629号、69頁。
- 田中亘・後藤元（2020）「日本におけるアクティビズムの長期的影響」、『JSDA キャピタルマーケットフォーラム（第2期）論文集』、115頁-161頁。
- 田村俊夫（2014）「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治革命」『証券アナリストジャーナル』、第52巻5号、56頁-68頁。
- 宮島英昭（2007）『日本のM&A』、東洋経済新報社、197頁-221頁。
- 宮島英昭・新田敬祐（2011）「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割」、『RIETI Discussion Paper Series』。
- 村上世彰（2017）『生涯投資家』文藝春秋。

- 吉川英徳 (2014) 「米国アクティビスト動向と日本企業への示唆」. (https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20140610_008629.pdf)
- Bebchuk, L. A., Brav, A. and Jiang, W. (2015), "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism," *Columbia Law Review*, Vol.115, pp.1085-1156.
- Brav, A., Jiang W., Partnoy, F. and Thomas, R. (2015), "Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance," *Journal of Finance*, Vol.63, No.4, pp.1729-1775.
- Buchanan, J., Chai, D. H. and Simon, D. (2012), "Hedge Fund Activism in Japan: The Limits of Shareholder Primacy," *Cambridge University Press*.
- Cremers, M., Giambona, E., Simone, M. S. and Wang, Y. (2018), "Hedge Fund Activism, Firm Valuation and Stock Returns," Working Paper. (<https://ssrn.com/abstract=2693231>).
- Gillan, S. L., and Starks, L. T. (2007), "The Evolution of Shareholder Activism in the United States," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.19, No.1, pp.55-73.
- Hamao, Y., Kutsuna, K. and Matos, P. P. (2011), "U.S.-Style Investor Activism in Japan: The First Ten Years," Working Paper. (<https://ssrn.com/abstract=1785281>).
- Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, No.2, pp.323-329.
- Krishnan, C. N. V., Partnoy, F. and Thomas, R. S. (2016), "The Second Wave of Hedge Fund Activism: The Importance of Reputation, Clout, and Expertise," *Journal of Corporate Finance*, Vol.40, pp.296-314.
- 井口益男 (東京都立大学大学院経営学研究科
博士後期課程)
- 浅野敬志 (東京都立大学大学院経営学研究科
教授)