

アクティビストファンドの功罪

井上光太郎・加藤英明

本稿は、日本におけるアクティビストファンドの投資先企業の性格ならびに投資先企業に与える影響を実証分析したものである。具体的には、日本で活動する代表的なアクティビストファンドによる2000年から2005年の間の5%以上のブロック株式取得をサンプルとして、ファンドによる投資が投資先企業の株主価値増大に結びついているかを検証した。分析結果から、生産性は低くないものの、資本効率が悪く、株価も割安な企業をファンドがターゲットとしており、ほとんどのファンドの投資は投資先企業の株主価値を増大させていることを示した。しかし、もっぱら短期投資戦略を採用していた村上ファンドは、投資先企業の短期的な株価上昇には結びついても、長期の株主価値は増大させていなかった。これは、ファンドが規律付け効果を実現するためには、投資先企業への長期コミットメントが重要であることを示唆する。もっとも、その村上ファンドも、持分売却後の期間も含めて投資先企業の株主価値を減少させてはいない。

1. はじめに

本稿では、日本におけるアクティビストファンドの初期の活動が、投資先企業にどのような効果をもたらしたかに関して実証分析を行っている。星・カシャップ(2006)は、日本は、1990年代前半までは主として銀行が企業に対するモニタリング機能を担っていたが、1990年代後半以降は株式市場がモニタリング機能を担う方向に変化していると指摘している。しかし、英米型の市場中心のガバナンス・システムが日本で有効に機能しているという証拠は、これまでほとんど示されていない。株式市場中心のガバナンス・システムにおいては、企業経営者が非効率な経営を行った場合の規律付けメカニズムとしては社外取締役を中心とした取締役会による規律付け(株価下落時の経営者の交代)、敵対的買収、株主行動主義(アクティビズム)などが代表的な候補となる。しかし、日本において時価総額上位100社においても社外取締役導入は半数にとどまる¹⁾。一方で過去20年間において敵対的買収は数えるほどしかなく、しかも本稿を執筆している2007年1月時点でその成功事例は存在しない。このように、従来のモニタリング機能が低下する一方で、取締役会や敵対的

買収の脅威という市場型モニタリングにおいて重要とされる機能が必ずしも機能しない状況は、日本企業の経営者に対する外部からのモニタリングの空白状態を招く懸念がある。Bethel, Liebeskind and Opler(1998)は、米国では1980年代の敵対的買収に代わり、1990年代にはアクティビズムが経営者の規律付けにおいて重要な役割を果たすようになったと指摘している。日本でもアクティビズムが機能しているか、それが経済合理性を持つかどうかを明らかにすることは、今後の経営者に対するモニタリングのあり方を議論する上で重要である。

Gillan and Starks(1998)は、広義の定義によれば、自らの評価にしたがって株式を売買するだけの個人投資家と、敵対的買収者はそれぞれ両極端のアクティビストと見ることが可能としている。市場インデックスやスタイル・インデックスをベンチマークとするパッシブ投資家を除き、幅広い投資家がアクティビストと性格付けられる。一方、アクティビストの狭義の(より一般的な)定義は、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であると述べている。このボイスの中には、経営者に対する発言のほかに、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。米国においては、アクティビストファンドの他、CalPERS など年金基金が、この狭義のアクティビスト投資家の中心となっており、アクティビストファンドの研究の多くがこの定義を用いている。本稿でも、この Gillan and Starks による狭義の定義に従い、アクティビズムの中心的担い手の一つであるアクティビストファンドのもたらす経済性分析に焦点を当てる。

2000 年以降、日本でもアクティビストファンド(以下、本稿では「ファンド」と呼ぶ)が注目を浴びるようになっていく。ファンドは、株主の視点から経営が非効率なために株価が相対的に割安な企業、すなわち経営の規律付けを行うことで株価の上昇余地のある企業をターゲットとし、ファンド自身が投資先企業に対して積極的に Voice を行使して経営改善を実現することで株価を引き上げ、それにより超過リターンを獲得することを意図している。こうしたファンドは、影響力のある Voice を行使するため、そして Voice の果実を十分に獲得するため、投資先企業のブロック株式を取得することが一般的である。日本におけるファンドの代表格が M & A コンサルティング(通称、「村上ファンド」)であったが、その代表者の村上世彰氏が 2006 年 6 月 5 日にインサイダー取引容疑で逮捕されたことから、日本においてファンドに対する世間の評価は一時ほど高くなってしまった感がある。しかし、インサイダー取引という 1 事例だけでファンドの評価を下すのは問題があるだろう。ファンドに果たして経営者を規律付けする機能があるのか、科学的検証が必要がある。また、そのような客観的な分析は、今後の日本のガバナンス・システムを検討する上で重要である。

本稿では、日本においてファンドが注目を浴びるようになった 2000 年から村上氏逮捕が起きた 2006 年 6 月までのアクティビストの投資行動が、投資先企業の株主価値に与えた影響に焦点を当てる。分析の結果、ファンドが資本効率性が低く、株価も割安となっている企業をターゲットとしており、投資先企業の株主価値を

増大させていることを示している。しかし、専ら短期投資を行っていた村上ファンドは、投資時に投資先企業の株価を上昇させているが、長期では株主価値を増大させていない。この結果は、ファンドが経営者の規律付け効果を持つ反面、投資スタイルによっては規律付け効果を発揮できない可能性を示唆する。また、ファンドによる Voice と投資先企業の株主価値の間に直接の関係は確認できなかった。ファンドと投資先企業間の交渉の効果に対する直接の検証が、ファンドの規律付け効果を明らかにするための今後の課題である。

以下、2 節で先行研究をサーベイし、3 節で仮説、4 節でサンプル・データ、5 節と 6 節では実証分析結果を示し、7 節で結論を述べる。

2. 先行研究

従来、米国においては、敵対的買収が企業経営者の規律付けにおいて重要な役割を担っていると位置づけられてきた(Shleifer and Vishny (1990)ほか)。しかし、Bethel *et al.* (1998)によれば、敵対的買収が数多く生じた 1980 年代においても、フォーチュン 500 社について、マイノリティ株式を取得したアクティビストが投資先企業の経営に影響を及ぼそうという試みは 33% に上り、こうした活動が敵対的買収よりはるかに頻繁に生じていることを示している。さらに 1990 年代に入ると敵対的買収は大幅に減少する一方、アクティビスト投資家は、引き続きその存在を示し続けている。Black (1992)や Pound (1992)は、米国における会社支配権市場が買収防衛策などが原因で不活発となる中で、アクティビズムは企業経営者を監視し、より良い投資リターンを求める投資家の自然な反応であると論じている。

敵対的買収は株主価値の増大に貢献したという数多くの報告がある一方で、アクティビストの役割に対する市場の関心が高いわりには、アクティビストの活動が株主価値の増大に結びついたかどうかについては評価がわかれている。Bethel *et al.* (1998)は、アクティビストによるブロック株式取得は、ROA や PBR が低く、経

営者や創業者など内部者による株式保有比率の低い企業において生じており、買収防衛策によっても阻害されず、ブロック株式取得の発表は株価を押し上げ、事後的な事業収益性の改善につながったことを示している。さらに、5%以上のブロック株式取得を、アクティビストによる取得、アクティビスト以外の機関投資家による取得、その他一般企業による友好的取得に分類すると、アクティビストの取得発表のみが有意なプラスの超過リターンを伴っていたと報告している。

しかしながら、アクティビストの中には「会社乗っ取り屋」として非難される投資家も出てくる。ファンドが株価を吊り上げたり、大株主としての強い交渉力を利用してファンドの私的利益を追求しているという懸念である。Holderness and Sheehan(1985)は1980年代前半の米国でそうした非難の対象となった6人の投資家のブロック株式取得と株主価値の分析を行っている。その結果、こうした投資家の株式取得報道は株価の上昇要因になっており、投資後の投資先企業への経営介入の報道も株価の上昇に結びついていることから、彼らに対する「乗っ取り屋」との非難は当らず、むしろ経営改善効果をもっていると報告している。しかし、マスコミにはファンドを新種の総会屋であるとする非難が頻繁に掲載されており、こうした指摘の妥当性を日本においても検証する必要がある。

一方で、Karpoff, Malaesta and Walking (1996), Gillan and Starks(2000)など多数の実証研究は、アクティビストによる株主提案は、株主価値に影響を与えないという結果を報告している。ここで分析対象となっている株主提案の多くは、買収防衛策廃止や経営者報酬などに関する株主総会における議案提出である。株主行動主義の実証研究をサーベイしている Karpoff(2001)は、株主総会への株主提案については16の実証研究中15の研究において投資先企業の株式に有意な超過リターンはなく、1年以上の長期間を分析対象としたほとんどの研究でも有意な超過リターンは無かったとまとめている。ただし、ここでアクティビストとして分類

された投資家の多くは年金基金であり、ブロック株式の保有を伴わないケースも多い。前述の Holderness and Sheehan(1985)では、ブロック株主の経営介入報道が株主価値の増大に結びついたと報告しており、大量のブロック株式の取得を伴わない株主提案では、規律付け効果が限定的であることを示唆する。

日本におけるアクティビストの行動に関しては、胥(2006)が村上ファンドとスティール・パートナーズの2ファンドのターゲットとなった企業43社の性格を分析し、PBRが1を下回り、かつ同業の比較対象企業に比較して手元流動性比率の高い企業がターゲットとなる可能性の高いことを示している。また、少数特定株主比率が高いほど、そして負債比率が高いほどターゲットにはなりにくいことも示した。これらの結果は、同ファンドがフリーキャッシュの潤沢で、株価の割安な、すなわち成長余力の乏しい企業を対象としていることを示す。この点から、胥はファンドが、Jensen(1986)が問題視する企業のフリーキャッシュ問題の解決手段として機能している可能性が高いと結論付けている。

日本に関しては、アクティビストのターゲット企業の性格に関する研究はあるが、アクティビストが株主価値に与えた影響に関する研究はこれまでない。そこで、本稿では、日本におけるアクティビストの投資行動が、投資先企業の株主価値に影響を与えているか、具体的には、ブロック株式の取得とそれに伴うVoiceの株主価値への効果を検証する。

3. 仮説

3.1 株主価値増大仮説

ファンドが、株主価値の最大化を実現していない非効率な経営者への規律付け効果を持つなら、その投資は投資先企業の株主価値の増大につながる。ファンドと経営者の私的交渉が合意に至れば、企業は何らかの経営方針の変更を行うことになるし、私的交渉が合意に至らない場合でも、ファンドによるブロック株式取得自体が規律付け効果を持つ可能性がある。このため、ファンドの投資が実施されたという情報は、投

資先企業の株価を押し上げ、プラスの超過リターンを生む。さらに、ファンドが規律付け効果を持つならば、投資時のプラスの超過リターンは、事後的な株価下落によって消滅することではなく、保有期間を通してプラスとなる。ファンドは十分な規律付け効果を発揮し、それを超過リターンとして獲得する必要があるため、一般的には短期間で投資先企業からExit することはないであろう。

3.2 富の収奪仮説

株主価値増大仮説と代替的な仮説になるのは、富の収奪仮説である。ファンドは、実際には経営者への規律付け効果を持たず、ブロック株主としての影響力を行使して自らの短期的リターンのみを追及している。たとえば、ファンドがマスコミを利用して投資先企業への市場の関心を引いて一時的に株価を吊り上げ、その効果の継続しているうちにExit することで高い短期的リターンを上げるという可能性がある。しかし、ファンドによる投資が規律付け効果を伴わないため、投資先企業のファンダメンタルズが改善されることはなく、そのような株価上昇は一時的なものに過ぎない。さらに、ファンドの性急な要求により企業が短期的視野に立った経営を行い、株主価値を犠牲にする可能性もある。いずれの場合も、ファンドによる投資開始時にはプラスの超過リターンがあっても、長期の超過リターンはマイナスになることが予測される。この時、ファンドに対して情報劣位にある一般株主が、ファンドの行動にフリーライドして平均して高いリターンを上げることは困難なため、ファンドの超過リターンの源泉は一般株主からの富の収奪となる可能性が高い。

3.3 仮説の検証方法

最初にファンドの投資先企業の全体について、投資時のリターンと、Exit が終了した投資先に関する投資期間中のリターンを検証することで、ファンド全体について株主価値増大仮説、または富の収奪仮説のいずれが支持されるかを検証する。Exit が終了した投資先に注目する

表1. 投資先企業株主のリターン
ファンドの投資先企業の株主価値への影響の予測

分析ウィンドー 分析サンプル	当初取得時 全サンプル	投資期間	
		サブサンプル Exit 終了	サブサンプル Exit 前
株主価値増大仮説	+	+	+
富の収奪仮説	+	-	

のは、ファンドのもたらす効果全体が観測可能と考えるためである。ただし、株主価値増大仮説の下では、Exit 終了前でも長期の超過リターンはプラスとなることが予測できる。それぞれの仮説の下での投資先企業の株主のリターン予測は表1に示している。

村上ファンドはもっぱら短期投資しか行っていないという批判を受けている。この批判が根拠あるものなら、このファンドとその他のファンドの比較分析をおこなうことによって、その相違を検証することは可能である。果たして、村上ファンドは株主価値を阻害しているのだろうか。

なお、超過リターンを計測する投資期間は、ファンドによるブロック株式取得の公表時からブロック株式の売却公表時までの期間となる。当然、ファンドはこの分析期間以前にブロック株式を取得し、分析期間中にブロック株式を売却したことになるため、ファンド自体の投資リターンは表1で求めるリターンと同一とはならない。富の収奪仮説の下で投資先企業の株主価値がマイナスの影響を受けても、ファンドはプラスのリターンを上げている可能性がある。

4. サンプルとデータ

本稿は、村上ファンドによる昭栄への敵対的TOBにより、日本においてファンドの活動が注目を浴びるようになった2000年の初めから、村上ファンドの代表がインサイダー取引容疑で逮捕された2006年6月までの期間における、主要なファンドによるブロック株式への投資行動を分析対象としている。主要なファンドは、日経テレコンによる分析対象期間中の日本経済新聞の記事検索において、株価の割安な企業に対し株主発言により経営改善を促す投資スタイ

ルをとる点でアクティビストとしての性格が強いと報道されたファンドを特定した。特定したファンドは、M & A コンサルティング(村上ファンド)、スティー爾・パートナーズ(スティー爾)、シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ(シルチェスター)、アーノルド・アンド・エス・ブレイクロウダー・アドバイザーズ(アーノルド)、タイヨウ・ファンド・マネジメント(タイヨウ)、リバティー・スクエア・アセットマネジメント(リバティ)の6ファンド(括弧内は以降本文および表における各ファンドの呼称)である²⁾。この6ファンドが分析期間に株式を購入したことの確認できた企業は204社に上った。この6ファンドの資金源としては、いずれも年金資金が大きな割合を占めている点で共通している³⁾。

最初に、この6ファンドによる2000年年初から2005年年末までの発行済株式の5%以上のブロック株式取得が大量保有報告書で確認できた118取引にサンプルを絞った。大量保有報告書は金融庁が開設しているWebページであるEDINETで収集している⁴⁾。分析対象を株式取得割合5%以上に絞った理由は、同取引が大量保有報告書の対象となるためである。Bethel *et al.*(1998)またはHolderness and Sheehan(1985)においても、5%以上の取得を分析対象としている。

本稿の分析目的は、一般に敵対的買収の代替手段と位置付けられているアクティビズムが株主価値増大につながるかの検証にあり、Gillan and Starks(1998)によるアクティビズムの定義に従い、経営支配権取得を伴わないブロック株式取得のもたらす経済効果の評価に焦点を当てている。このため、投資先企業の経営支配権の取得を目指した取引、株式取得にあたりTOBが行われた計4取引は分析対象外とした。ただし、ファンドがいざとなれば経営支配権取得に動くという事実、ならびにこの4取引において投資先企業の株主価値が大きく増大していることは⁵⁾、本研究のサンプルとなった投資先企業に対する規律付け効果を強めている可能性が高く、その場合は本研究のサンプルでも株主

価値の増大が観測されるはずである。

さらに、いくつかの会社は、同時期に複数のファンドによるブロック株式取得の対象とされていた。このように複数のファンドの投資期間が重複していた6社については、最初に当該企業のブロック株式を取得したファンドによる投資のみを分析対象とした。以上の手順で抽出され、最終的に分析対象としたファンドによる株式取得は108件である。

本稿では、投資先企業の性格を分析するため、各投資先企業に対する比較対象企業を特定した。Karpoff *et al.*(1996)の方法に従い、東京証券取引所の業種コードが同一で、当初株式取得の公表された年の前年末の時価総額がもっとも近い企業で、アクティビストのブロック株式買収の対象とはなっておらず、分析対象期間中に上場廃止になっていない企業としている。この方法は投資先企業と同質性のもっとも高い企業とのPBRなど財務指標、および株式保有構造の比較を可能にする。

データについては、株価は東洋経済新報社の株価CDROMと株価チャートCDROM、時価総額情報およびPBRは日経NEEDSの株価指標データ、その他財務データおよび株主情報は東洋経済新報社の会社四季報より収集した。また、ファンドの投資期間中のイベント情報を得るために日経テレコンによる新聞検索を行い、投資期間中のVoiceの有無、買収防衛策導入(新株予約権、授權資本拡大、取締役定数・任期変更)の有無の確認を行った。買収防衛導入については、新聞記事検索では情報が限定されたため、日本経済新聞社(2005)ならびに吉川・金本(2006)も併せて使用した。

5. 投資先企業の性格とリターン分析

5.1 投資先企業の性格

各ファンドの投資行動に関する基本統計を表2のPanel Aにまとめている。サンプルとなった投資先企業の時価総額の平均値は690億円、中央値は320億円である。分析期間中の2003年12月末の東証1部上場企業の時価総額の平均が約2000億円であることから、ファンドの

表 2. 基本統計

Panel A 基本統計

	サンプル (社)	投資先企業 時価総額 (億円)	当初取得 比率 (%)	Exit 比率 (%)	Exit までの 期間 (年)	投資期間 (年)	Voice (%)	投資先企業 防衛策導入 (%)	比較対象企業 防衛策導入 (%)
村上	38	417	7.8%	97%	1.2	1.2	26%	27%	0%
スティー	31	527	5.6%	16%	1.7	1.8	3%	43%	18%
シルチェスター	9	1,522	5.5%	22%	2.9	3.1	11%	14%	29%
アーノルド	16	1,397	6.2%	25%	1.9	1.9	0%	6%	6%
リバティ	3	279	5.0%	0%	n.a.	0.7	0%	33%	0%
タイヨウ	11	496	5.9%	0%	n.a.	1.6	9%	29%	9%
合計	108								
平均		690	6.5%	42%	1.3	1.6	12%	28%	11%
中央値		320	5.2%		1.1	1.6			

注) 比較対象企業は、投資先企業と同業種で時価総額がもっとも近い企業。投資先企業時価総額はファンドによる株式取得直前の年末の数値。当初取得比率は、ファンドが提出した最初の大量保有報告書における株式保有比率。Exit 比率はファンドが提出した最終の大量保有報告書において投資先企業に対する投資比率を 5% 未満に引下げたケースの比率。Exit までの期間は、Exit のあったケースにおける当初取得に関する大量保有報告書の提出日から最終の大量保有報告書の提出日までの期間。投資期間は Exit までの期間と、Exit のない場合は 2006 年 6 月 3 日までの期間。Voice はファンドによる株式保有中にファンドによる当該投資先企業に対する経営介入が新聞報道されたケースの比率。防衛策導入は、2005 年末時点でファンドが投資継続している投資先企業を母数として、ファンドによる株式保有中に当該投資先企業またはその比較対象企業が防衛策導入を行ったケースの比率。

Panel B 投資先企業と比較対象企業の比較

		投資先企業	比較対象企業	差	t 値
ROA	平均値	3.95%	3.98%	-0.03%	-0.044
	中央値	2.75%	2.65%		
ROE	平均値	6.18%	8.61%	-2.44%**	-2.338
	中央値	4.50%	6.15%		
PBR	平均値	1.08	1.52	-0.44**	-2.949
	中央値	0.78	1.09		
株主資本比率	平均値	63.41%	45.61%	17.80%***	6.852
	中央値	67.23%	43.65%		
配当還元率	平均値	1.65%	1.37%	0.28%	1.064
	中央値	1.34%	1.30%		
浮動株比率	平均値	21.72%	21.22%	0.50%	0.200
	中央値	16.10%	18.15%		
特定株主比率	平均値	48.30%	52.81%	-4.51%**	-2.387
	中央値	46.00%	53.15%		
筆頭株主比率	平均値	14.09%	20.74%	-6.65%***	-3.549
	中央値	10.25%	14.10%		

注) **, *** は、それぞれ統計上 5%, 1% 水準(両側 t 検定)で有意を示す。ROE, PBR はファンドによる当初の大量保有報告書提出のあった年の前年末時点、その他の指標は直前決算期の数値。PBR は比較対象企業について外れ値を取った 4 社を除いた数値。配当還元率は株主資本に対する年間配当額の比率。浮動株比率は、保有株数が 50 売買単位未満の株主比率。特定株主比率は大株主 10 位までと役員持株の合計の比率。

投資先はいわゆる小型株に集中している。

本稿ではアクティビストと位置づけられたファンドを抽出したにも関わらず、ファンドとその投資先企業の間で私的交渉や株主提案が行なわれたと新聞報道されたケースはサンプルのわずか 12% (13 件) であり、最も積極的な村上ファンドでも 30% に満たない。Voice の内容は

資本政策に関するものが中心だが、株主総会への議案提出が新聞報道で確認できたケースは 3 件のみであり、私的交渉が中心である。Holdersness and Sheehan(1985)では、彼らがサンプルとしたアクティビストによる 73 件のブロック株式取得のうち、63 件で投資先企業への何らかの経営加入があったと報告している。日本

では、アクティビストと呼ばれるファンドでも、常に積極的に Voice を発しているという証拠は得られなかった。

この他に、ファンド間で顕著な差が生じた点は、ファンドの投資先企業からの Exit(株式売却による投資終了)のあり方である。Exit については、分析期間でファンドが最後に提出した大量保有報告書において保有比率 5% 未満へ減少した場合を Exit と定義している。村上ファンドがほぼ全ての投資先から平均 1 年強という短期間で Exit しているのに対し、その他のファンドでは Exit する比率は 25% 以下となっており、大きな違いがある。ファンドが Exit を終了したサブサンプル($N=48$)で投資期間を見ると、村上ファンド($N=37$)は平均 438 日、それ以外のファンド($N=11$)は平均 650 日であり、両者の差は 10% 水準で有意である。全サンプルで投資期間を見ても、村上ファンド($N=38$)は平均 433 日、その他のファンド($N=70$)は平均 692 日であり、両者の差は統計上 1% 水準で有意(t 値=3.745)である。村上ファンド以外のファンドの Exit 比率が低いことも考慮すると、この結果は明らかに村上ファンドが顕著な短期投資手法を採用していることを示す。この村上ファンドの短期指向は、同ファンドが一時的な株価の押し上げを演出して、富の収奪を行なっている可能性を示唆する⁶⁷⁾。そこで、以下の分析では村上ファンドとそれ以外のファンドの違いに着目し、検証を行う。

ファンドの投資先企業の性格を明確化するために、ファンドによる大量保有報告書が提出された年の前年末における財務指標や株式保有比率を比較対象企業と比較した結果を Panel B に示している。投資先企業は比較対象企業に対し、ROA では差がないが、ROE と PBR は低い。特に投資先企業の PBR は中央値で 1 を下回っており、ファンドが小型株の中でも PBR の低い企業を対象にしていることを示す。また、株主資本比率も投資先企業の方が統計上有意に高くなっており、投資先企業の生産性は低くないが、資本効率性の低い企業であると性格付けられる⁶⁸⁾。ただし、投資先企業と比較対象企業

の配当還元率(株主資本に対する年間配当額の比率)については有意な差はなく、ファンドによるブロック株式取得以前において、投資先企業が株主還元に対し消極的であったとは言えない。

株主構成については、投資先企業の特定株主比率が低く、特に筆頭株主の保有比率が低い。ファンドがブロック株式を購入することで影響力を行使し易い企業をターゲットにしていると言える。DeAngelo and Rice(1983)は、敵対的買収の脅威は投資先企業の経営陣に強い警戒心を抱かせ、エントレンチメント行動を誘発するとしている。実際に Panel A では、ファンドの投資期間中における投資先企業による防衛策導入が高い比率で生じていることを示している。

さらに、サンプルを村上ファンドの投資先企業と、その他ファンドの投資先企業に分けて表 2 の Panel B と同様の分析を行った。村上ファンドでは ROE、PBR、特定株主比率、筆頭株主比率について、比較対象企業との差が小さく、統計上も有意でなかった。一方、その他ファンドについては、ROE と PBR に関する比較対象企業との差は 1% 水準で有意になり、その他の結果は Panel B の結果と変わらなかった。サンプル数が減少する影響もあるが、村上ファンドについては、アクティビズムによる規律付け効果が期待できる ROE や PBR の低い企業にターゲットを絞っているとは言えない。

念のために胥(2006)の用いた Logit 分析を行って投資先企業の特徴を確認したところ、胥と同様に特定株主比率、株主資本比率(胥はレバレッジとして計測)で有意となり、さらに胥(2006)では有意ではないと報告されている PBR も有意となった。この PBR に関する違いは、胥のサンプルの 6 割弱を占める村上ファンドが必ずしも低 PBR 企業にターゲットを絞っていないことによると推定される。

この他、表には示していないが投資先企業の業種は、製造業が 62%、情報通信が 6.5%、商業(卸売・小売)が 11.2%、サービス業が 8.3% で、以上で全体の 9 割に達する。製造業では食料品、

表 3. ファンドの投資先企業の株主超過リターン

	全サンプル			サブサンプル					
	N	CAR	t 値	N	Exit 終了 CAR	t 値	N	Exit なし CAR	t 値
a. 当初取得時									
(−10 日, −2 日)	108	2.33%**	2.579	48	3.82%***	2.714	60	1.14%	0.982
(−1 日, +1 日)	108	3.71%***	5.894	48	4.89%***	4.860	60	2.77%***	3.530
(0 日, +5 日)	108	3.57%***	4.766	48	2.99%***	3.143	60	4.04%***	3.614
b. Exit 時									
(−1 日, +1 日)	48	0.66%	0.930	48	0.66%	0.930			
(+2 日, +10 日)	48	−1.14%	−0.842	48	−1.14%	−0.842			
(+1 日, +100 日)	44	6.44%*	1.673	44	6.44%*	1.673			
c. 投資期間	108	3.12%	0.537	48	1.90%	0.190	60	4.10%	0.601
d. 240 日間	72	8.68%**	2.102	26	1.83%	0.220	46	12.56%***	2.843

注) CAR は比較対象企業に対する累積超過リターン。分析ウィンドーは、当初取得時は最初の大量保有報告書提出日を基準日(0 日)、Exit 時は最後の大量保有報告書で持株比率 5% 未満に低下している場合に当該報告書提出日を基準日(0 日)として表示。Exit 時のリターン分析で、Exit 後 100 日間のサンプルが減少しているのは、投資先企業が M&A により上場廃止になったケースを除いたため。投資期間は Exit 終了のサブサンプルでは最初の大量保有報告書提出日から Exit に関する大量保有報告書提出日翌日までの期間。Exit なしのサブサンプルでは最初の大量保有報告書提出日から平成 18 年 6 月 2 日(村上氏逮捕の前取引日)までの期間。240 日間は最初の大量保有報告書から 240 日間以上(取引日ベース)保有した投資先について、当該 240 日間の CAR を表示。***, **, * は統計上 1%, 5%, 10% 水準で有意(両側 t 検定)を示す。

繊維、化学、機械、電機機器などが高い比率となった。投資先は、全体として幅広い業種に分散しており、特に目立つ傾向はなかった。

5.2 ファンドの投資先企業の株主リターン分析

以下では、イベントスタディにより、ファンドの行動が株主利益に与えた影響を検証する。本研究のサンプルでは東証 1 部上場以外の市場に上場している企業が全体の 4 割近くになり、また東証 1 部上場銘柄でも小型株に分析対象が集中しているため、超過リターンは、比較対象企業に対する累積超過リターンにより求めた⁹⁾。最初に、表 2 の Panel A で示した予測を検証するため、全サンプルにおける当初の株式取得時の投資先企業の株主の超過リターン、ファンドによる投資期間中の超過リターン、ファンドによる保有期間が 1 年超のサブサンプルにおける当初 1 年間(240 取引日)の超過リターンを計測する。ここで分析期間は、村上ファンド代表の村上氏逮捕によりファンドに対する市場の評価が変化した可能性を留意し、逮捕直前の取引日である 2006 年 6 月 2 日までとする。分析結果は表 3 に示している。ファンドによる当初の株式取得公表日(大量保有報告書提出日)を、当初

株式取得のイベント日としている¹⁰⁾。さらに、ファンドの投資期間リターンは、当初の大量保有報告書の提出日から、分析期間中に Exit の終了したケースでは Exit に関する大量保有報告書の提出日の翌日まで、Exit のないケースでは分析期間最終日である 2006 年 6 月 2 日までの累積超過リターンによって計測した。

ファンドによる当初の株式取得公表後 6 日間の超過リターンは、1% 水準で有意なプラスの超過リターンとなった¹¹⁾。このことは、ファンドによる投資開始情報が、投資先企業の株主価値増大に結びつくことを示し、米国市場に関する Bethel *et al.*(1998), Holderness and Sheehan(1985)と同様な結果である。ファンドによるブロック株式取得に伴う価格変動の影響を受けていると推測される公表直前期間を加えると、超過リターンはさらに拡大する。一方、Exit 時については、有意な超過リターンは無く、Exit 後もマイナスのリターンとはなっていない。

分析期間中に Exit のあったサブサンプルにおける投資期間リターンについては、プラスではあるが、統計上有意ではない。この結果は、符合については株主価値増大仮説の予測と一致するが、統計上は同仮説は支持されない。一方、

表 4. ファンド別の投資先企業の株主超過リターン

	村上ファンド			村上ファンド以外			差の検証	
	N	CAR	t 値	N	CAR	t 値	差	t 値
a. 当初取得時								
(-10 日, -2 日)	38	3.95%**	2.358	70	1.45%	1.382	2.50%	1.261
(-1 日, +1 日)	38	5.59%***	4.665	70	2.69%***	3.854	2.90%**	2.089
(0 日, +5 日)	38	3.43%***	3.378	70	3.65%***	3.571	-0.22%	-0.028
b. Exit 時								
(-1 日, +1 日)	37	0.54%	0.655	11	1.08%	0.731	-0.54%	-0.318
(+2 日, +10 日)	37	-1.84%	-1.128	11	1.20%	0.539	-3.04%	-1.101
(+1 日, +100 日)	33	8.71%*	1.834	11	-0.37%	-0.065	9.08%	1.229
c. 投資期間	37	-6.40%	-0.520	11	29.81%***	2.875	-36.21%**	-2.248
(サブサンプル: Exit 終了)								
d. 240 日間	16	-3.80%	-0.313	56	12.26%***	3.085	-16.06%	-1.256

注) CAR は比較対象企業に対する累積超過リターン。分析ウィンドーは、当初取得時は最初的大量保有報告書提出日を基準日(0 日)、Exit 時は最後的大量保有報告書で持株比率 5% 未満に低下している場合に当該報告書提出日を基準日(0 日)として表示。投資期間は最初的大量保有報告書提出日から Exit に関する大量保有報告書提出日翌日までの期間。240 日間は最初的大量保有報告書から 240 日間以上(取引日ベース)保有した投資先について、当該 240 日間の CAR を表示。Exit 時のリターン分析で、村上ファンドの Exit 後 100 日間のサンプルが減少しているのは、投資先企業が M & A により上場廃止になったケースを除いたため。***, **, * は統計上 1%, 5%, 10% 水準で有意(両側 t 検定、差の検証は等分散を仮定せず)を示す。

Exit 前のサブサンプルにおける 240 日間のリターンはプラスで統計上も 1% 水準で有意であり、株主価値増大仮説と一致する。Exit の終了したサブサンプルの大半は村上ファンドの投資先であり、このサブサンプルで投資期間リターンがプラスでないことは、村上ファンドの影響を受けている可能性がある。

そこで、次に短期投資指向の村上ファンドとそれ以外のファンドに分けた分析を行った。結果は表 4 に示している。

分析結果は、当初の株式取得後 6 日間のリターンは、村上ファンドとその他のファンドの投資先のいずれでも 1% 水準で有意であり、両者に差もない。一方、Exit の終了した投資先企業における投資期間リターンは、村上ファンドの投資先企業では超過リターンがマイナスとなったが、統計上有意ではなかった。村上ファンド以外のファンドの投資先企業ではサンプル数が 11 と少ないが、大きなプラスの超過リターンとなり、統計上も 1% 水準で有意であり、村上ファンドの投資先企業のリターンとの差も統計上有意となっている。さらに、ファンドにより投資後 1 年間以上保有されていた投資先企業のサブサンプルにおける 240 日間のリターン分析でも、村上ファンドは統計上有意ではないがマイナスであり、逆に村上ファンド以外では 1

% 水準で有意なプラスである¹²⁾。このように村上ファンドの投資先企業では当初投資開始時のプラスのリターンが投資期間中に消滅し、村上ファンド以外のファンドの投資先企業では統計上有意なプラスの超過リターンが残ることは、短期投資の性格が強い村上ファンドについては株主価値増大仮説が支持されず、逆にその他のファンドについては株主価値増大仮説が支持されることを示す¹³⁾。ただし、村上ファンドの投資先企業においても超過リターンは有意でないことから、富の収奪があったとは言えない。もし、ファンドが富の収奪を行っているなら、ファンドの Exit 後に投資先企業の株主価値が大きく減じている可能性もある。しかし、Exit に関する大量保有報告書提出日前後、ならびに大量保有報告書提出後 100 日間のリターンは、村上ファンド、村上ファンド以外のいずれのグループでも有意なマイナスにはなっていない。さらに、表には示していないが、村上氏逮捕が村上ファンド以外のファンドの投資先企業の株主価値に影響を与えたかを検証するため、逮捕日から 5 日目までの 6 日間における超過リターンを分析したが、有意な超過リターンはなかった。これは、村上氏とその他ファンドは別物と評価がされたと解釈するべきであろう¹⁴⁾。

まとめると、ファンドは、同業種、同規模の

企業に比較して自己資本は充実しているが資本効率性は低く、株価水準も低い小規模企業を投資対象として選択している。ファンドによるブロック株式取得のニュースは、投資先企業の株主価値を増大し、その効果は村上ファンド以外のファンドの投資先企業では長期でも消滅することはない。こうした結果は、全て株主価値増大仮説と一致している。一方で、短期投資の性格の強い村上ファンドは、長期では投資先企業の株主価値を増大していないために株主価値増大仮説は支持されないが、富の収奪仮説も支持されず、この点では同ファンドを非効率な存在とまでは言えない。

6. 投資先企業のリターンの要因分析

5節では、村上ファンド以外のファンドの投資先企業の株主リターンは、株主価値増大仮説の予測に一致すると述べた。しかし、ここまでの結果のみでは、ファンドの持つ規律付け効果によって投資先企業の株主価値が増大したとまでは言えないかも知れない。Holderness and Sheehan(1985)は、アクティビストの投資によって投資先の株主価値を増大している場合でも、それがファンドの経営規律付け効果によるものか(Improved management hypothesis)、ファンドの割安株発掘能力によるものか(Superior security analyst hypothesis)の問題が残り、現実的にその判別は困難であるとしている。特に日本では、表2のPanel AのVoice行使情報が示すように、ファンドによる株主総会への議案提案や経営者との私的交渉の存在を示す情報が少ないことから、株主価値増大効果が単なる割安株発掘の結果である可能性が残る。

そこでファンドの投資先企業の株主リターンの要因分析を行った。リターンの要因分析は、最小二乗法による回帰分析を使用し、ファンドの投資先企業における当初投資時6日間の累積超過リターンと、投資期間中の累積超過リターンを被説明変数としている。なお、Exit前の投資先企業の投資期間中のリターンは、ファンドによる当初取得公表時から村上氏逮捕前日の2006年6月2日までの累積超過リターンを使

用した。

説明変数としては、村上ファンドの投資先の場合に1を取る村上Fダミー変数を設定した。このダミー変数は、同ファンドが投資先企業に対して他のファンドと異なる効果を持つとすれば、マイナスを示すことが予測される。ファンドの投資先企業に対する規律付けの代理変数としては、ファンドの投資期間中にVoiceの行使が確認された場合に1を取るVoiceダミー変数を採用した。株主価値増大仮説に従えば、Voiceダミーの係数はプラスを示すと予測される¹⁵⁾。

ファンドの投資先の高いリターンが割安株発掘によるものなら、割安株であることを示す指標と超過リターンの間にポジティブな関係があるはずである。そこで投資先企業のPBRを比較対象企業のPBRで標準化した相対化PBRを説明変数に含める。ただし、

相対化PBR = $\text{Ln}(\text{投資先企業PBR} / \text{比較対象企業PBR})$

として計算した。

また、表2の基本統計では、ファンドによる投資が投資先企業において買収防衛策導入を誘発していることを示した。ファンドによるブロック株式取得のみでも投資先企業に対する規律付け効果を持つと市場が期待しているなら、敵対的買収を防ぐ買収防衛策導入の影響は受けないため、投資先企業の株主価値にマイナスの影響は持たないであろう。しかし、ファンドによる経営支配権取得を目指す取引への発展を市場が主として期待しているなら、投資先企業の株主価値にマイナスの影響を持つだろう¹⁶⁾。ここでもファンドが投資先企業に対する規律付け効果を持つか否かで防衛策導入が異なる市場が反応を示す可能性があるため、ファンドによる投資期間中に防衛策導入があった場合に1を取る防衛策導入ダミーと、村上Fダミーと防衛策導入ダミーの交差変数を説明変数に含めた¹⁷⁾。

その他にコントロール変数としてファンドによる大量保有報告書の提出年についてのダミー変数(「大量保有報告年ダミー」)を全てのモデルで含めた。

表 5. 投資先企業のリターンの要因分析

モデル	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
被説明変数	当初投資時 リターン	投資期間リターン			
サンプル	全サンプル	全サンプル	Exit 終了	全サンプル	防衛策分析可
N	108	107	47	107	80
修正 R^2	-2.4%	5.6%	20.6%	6.4%	13.6%
切片	0.043*	-0.041	-0.342	-0.048	0.095
	(2.477)	(-0.355)	(-1.293)	(-0.422)	-0.772
当初投資年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
相対化 PBR	0.011	-0.178***	-0.201***	-0.159***	-0.251***
	(1.267)	(-3.093)	(-2.878)	(-2.707)	(-3.487)
村上 F ダミー	0.008	-0.194	-0.138	-0.221*	-0.617***
	(0.473)	(-1.597)	(-0.657)	(-1.802)	(-3.062)
Voice				0.253	
				(1.355)	
防衛策ダミー					0.112
					(0.805)
防衛策ダミー×村上 F ダミー					0.137
					(0.404)

注) 括弧内は t 値, ***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意。被説明変数は、当初投資時(0, +5), または投資期間における比較対象企業に対する累積超過リターン。「防衛策分析可」は企業による買収防衛策導入の効果を分析可能となる 2006 年においてファンドにより保有されていたグループ。当初投資年ダミーは大量保有報告書提出年をそれぞれ 1 とするダミー変数。当初投資年ダミーは全モデルに含めたが、それぞれの年ダミーの係数と t 値は表中は示していない(表中は Yes と表記)。相対化 PBR は投資先企業の PBR を比較対象企業の PBR で除した数値の自然対数。村上 F ダミーは村上ファンドのケースを 1, それ以外を 0 とするダミー変数。Voice ダミーは、投資期間中にファンドが Voice を行使したことが新聞報道で確認可能だったケースを 1, それ以外を 0 とするダミー変数。防衛策ダミーは投資先企業が投資期間中に防衛策を導入するケースを 1, それ以外を 0 とするダミー変数。全てのサンプルから、投資期間の CAR の外れ値 1 を除いている。

結果は表 5 に示している。全サンプルについて分析したモデル(1)および(2)、ファンドの Exit が終了したサブサンプルについて分析したモデル(3)のいずれにおいても、村上 F ダミーは有意ではなく、この結果は相対化 PBR を説明変数に含めない場合も変わらない。したがって、村上ファンドと他のファンドによる投資の効果が明確に異なるとまでは言えない¹⁸⁾。

一方、投資期間中の超過リターンを被説明変数とした全てのモデルで相対化 PBR は有意なマイナスとなった。相対化 PBR が有意なマイナスという結果は、ファンドが特に割安に評価されている企業に投資した場合に、高いリターンに結びつくことを示している。しかし、ファンドが市場で過小評価された銘柄を見出しただけなら、ファンドの当初投資時のリターンも相対化 PBR と正の関係を持つことが予測されるが、ファンドの当初投資時の超過リターンを被説明変数としたモデル(1)では、モデルの修正

R^2 は低く、 F 検定でも有意ではなく、相対化 PBR も有意ではない。この結果は、超過リターンの源泉が割安株発掘によるものではないことを示唆する。さらに表では示していないが、サンプルを村上ファンドの投資先とその他のファンドの投資先に分割して、モデル(2)と同様の分析を行った。その結果、村上ファンドの投資先では修正 R^2 は 28.5% と高く、相対化 PBR は 1% 水準で有意なマイナスとなった。一方、村上ファンド以外のファンドの投資先では修正 R^2 は 1.5% と低く、モデルは有意にならなかった。したがって、少なくとも村上ファンド以外のファンドの投資先企業における高いリターンが、ファンドの割安株発掘能力によるとは言えない。ただし、村上ファンドでは、割安株発掘能力が高いリターンに結びついている可能性が残る¹⁹⁾。

モデル(4)では、Voice ダミーは、株主価値増大仮説が予測するとおり、プラスの係数である

ものの、統計上は10%水準で有意にはならなかった。この結果は、Exitの終了したサブサンプルで分析した場合、ならびに村上Fダミーを説明変数から除いた場合も変わらない。ただし、これはVoiceダミーが1のサンプル数が少ない影響もあろう。

モデル(5)の結果は、ファンドによる投資期間中の投資先企業による防衛策導入が、ファンドによる投資の効果に対して、有意な影響を持たないことを示す。この結果は、通常は経営権支配を意図しないファンドによるブロック株式投資による規律付け効果は、防衛策導入があっても阻害されないと見ることが出来る。一般に、防衛策の導入により潜在的に阻害される敵対的買収に対し、防衛策導入が大きな障害とならないファンドのブロック株式買収は、今後の日本において経営規律付けの有効な手段になる潜在性を示す。

7. 結論

本稿の分析結果は、ファンドは規模と業種でコントロールされた比較対象企業に対して生産性は低くないが、資本効率が悪く、株式市場の評価も低い企業を投資対象としていること、ファンドの投資対象となった企業は、投資が報じられた時点で約4%のプラスの超過リターンとなることを示している。ファンド投資後の長期のリターンについては、村上ファンドでは有意なリターンが消えるが、その他のファンドでは有意なプラスのリターンとなった。村上ファンド以外のファンドの結果は、ファンドによる株主価値増大仮説を支持する。ファンドの投資行動は、買収防衛策導入でも大きな影響を受けないことから、今後、日本企業による買収防衛策導入が進んだ後でも、ファンドは非効率企業に対する規律付けの役割を担う存在として期待できる。しかし、本研究における村上ファンドのように、ファンドがもっぱら短期投資に終始する結果、投資先企業に対して規律付け効果を発揮できない可能性もある。

なお、本稿ではVoiceなどファンドのアクティビズム行動が投資先企業に対する規律付け効

果を持つのかについては、明確には判別できなかった。この点は、ファンドと企業の交渉の効果を独立して分析可能なレベルまでサンプル数が積み上がることを待つ必要があり、今後の研究課題である。

(慶應義塾大学大学院経営管理研究科・名古屋大学大学院経済学研究科)

注

謝辞：本研究は、日本学術振興会の科学研究費(平成18年度基盤研究C)、全国銀行学術研究振興財団、および石井記念証券研究振興財団の研究助成の成果の一部である。日本ファイナンス学会、MPTフォーラム、一橋大学経済研究所、名古屋市立大学におけるセミナー参加者から有益なコメントを頂いており、記して謝意を表する。

1) 日本経済新聞朝刊(2006年8月16日)。

2) この他、スパークスアセットマネジメントも、CalPERSと提携し、ファンドを立ち上げているが、同社はその他にも多様な投資を並行して行っており、ファンドとしての投資先を識別することが困難であったため、分析対象としていない。

3) 新聞報道によればアーノルドとシルチェスターはそれぞれ米国と英国の年金運用ファンド、タイヨウは米国のCalPERSの資金を背景にしている。村上ファンドも主要な資金源は国内外の年金基金である。

4) EDINETは2000年以降の大量保有報告書を開示しており、それ以前の系統だったデータベースは入手出来なかった。

5) このステップでサンプルから除外された取引は村上ファンドによる昭栄へのTOBの試み(失敗)、阪神電鉄の発行済株式50%の取得、スティール・パートナーズによるソーとユシロ工業へのTOBの試み(失敗)の計4取引である。この4取引の投資先企業も阪神鉄道を除けば小規模企業であり、また2取引ではPBRが比較対象企業より大幅に低い。当初株式取得に関する大量保有報告書提出日からの6日間、および投資期間の超過リターン(比較対象企業のリターン対比、分析方法の詳細は5.2節で示す通り)はともに大きなプラスであり、こうした取引は株主価値増大に貢献している。

6) 5つのアクティビスト年金ファンドを分析したGuercio and Hawkins(1999)は、Voice行使後1年以内に高い確率でExitしているファンドを1つだけ見出したが、そのExitはVoice行使後1年間の株価パフォーマンスが低い投資先に集中しており、むしろファンドのリターン最大化と一致する行動と解釈している。この年金ファンドの投資行動と、ほぼ全ての投資先からExitしている村上ファンドとは投資スタイルに違いがある。

7) スティールは、2003年にはソーやユシロ化学工業に、2006年には明星食品に対して敵対的TOBを仕掛けたため、村上ファンドと同じく敵対的ファンド

と認識されているが、投資先企業から Exit した比率は 16% であり、Exit していないサブサンプルの平均投資期間は 2006 年 6 月時点で 3 年を超えている。

8) 投資先企業の株主資本比率と ROE を、それぞれ比較対象企業の株主資本比率と ROE で相対化した 2 つの指標間には、有意ではないが負の相関があった。

9) ファンドの投資対象が PBR で見て株価水準の低い銘柄に集中しているため、ある企業をターゲットにしたファンドの行動は PBR の低い他企業への警告となっており、その企業の規律付け効果を持つほか、低 PBR 企業が次の潜在的買収ターゲットとして市場で投機の対象となる傾向が見られた。したがって、PBR を基準に比較対象企業を選択する場合、ファンドのもたらす効果を過小評価する可能性が高い。この点から業種と時価総額を基準に選択した比較対象企業に対する超過リターンの方が適切であると判断した。なお、TOPIX をベンチマークとする市場モデルおよび市場調整モデルでも超過リターンを算出している。マーケットモデル算出に当たっては、ファンド自体の株式購入によるマーケットインパクトの影響を小さくするため、当初取得発表日の 300 日前から 101 日前までの 200 日を使用した。サンプルの性格から取引頻度が低く、マーケットモデルのパラメータ推定期間の株価が十分に揃わない銘柄もあり、パラメータの信頼性が低いケースがあるという問題があった。

10) この他に、ファンドによる大量保有報告書提出が新聞で報道されるか否かが市場の反応に影響を及ぼすことも考えられるため、ファンドによる株式取得が最初に日本経済新聞で報道された日もイベント日とした分析も行ったが、結果は変わらなかった。

11) これらの結果は TOPIX をベンチマークとする累積超過リターン(市場調整モデルおよび市場モデル)で計測した結果とほとんど変わらない。

12) TOPIX をベンチマークとした市場調整モデルでも、投資後 1 年間で村上ファンドでは有意なリターンはないが、村上ファンド以外では有意なプラスとなっている。

13) なお、投資期間リターンについては、サンプルの分析ウィンドウが同一ではないが、分析結果は投資後 1 年間のリターンの分析結果とほぼ同じであり、分析上の問題は生じていないと見られる。投資期間リターンと投資期間の関係を検証したが、両者の間に関連性は見られなかった。

14) 村上ファンドの投資先で Exit していない銘柄は 1 銘柄でマイナスのリターンとなっている。

15) ファンドによる Voice 行使は、個々のケースではファンドによる投資後のリターンが低い場合に行使されている可能性もある。この場合は、Voice 行使はリターンの内生変数となる。しかし、本サンプルでは Voice の行使がファンドによるブロック株式取得報道と近い時期に報道されているケース、または Voice 行使時期が特定できないケースが大半で、Voice 行使前のリターンと Voice 行使の関連性は分析不能であった。このため、本稿では Voice 行使をファンドによるブロック株式取得後の投資先企業のリターンに対する外生変数として扱っている。

16) Comment and Schwert (1995) は、買収開始後

の買収ターゲット企業における防衛策導入は、株主価値を減少させることを報告している。

17) DeAngelo and Rice (1983) は、買収防衛策導入が経営者のエントレンシメントと一般株主保護という相反する効果を持ち得ると指摘している。

18) TOPIX に対する超過リターンを使用した場合(市場調整モデル、市場モデル)も村上ファンドダミーは有意にはならない。

19) ただし、株価の割安な投資先企業は、規律付け効果が大きいと予測される企業でもある。このため、相対化 PBR の係数がマイナス(割安企業ほど高いリターン)となった場合も、ファンドが割安株発掘能力のみがリターンの源泉であり、規律付け効果がないとは言えない。

参考文献

- 日本経済新聞社(2005)『会社情報 2005 年秋号』「徹底調査 各社の買収防衛策はこれだ!」、日本経済新聞社。
- 吉川 満・金本悠希(2006)「平成 18 年株主総会シーズンまでに導入されたボイジンビルの動向」、『企業会計』第 58 巻第 10 号, pp. 27-39, 中央経済社。
- 胥 鵬(2006)「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-L-008。
- 星 岳雄・アニル カシヤップ(2006)『日本金融システム進化論』(鯉渕 賢訳)日本経済新聞社。
- Bethel, J. E., J. P. Liebeskind, and T. Opler (1998) "Block Share Purchase and Corporate Control," *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 2, pp. 605-634.
- Black, B. S. (1992) "Agents Watching Agents; The Promise of Institutional Investor Voice," *UCLA Law Review*, Vol. 39, No. 4, pp. 811-893.
- Comment, R. and G. W. Schwert (1995) "Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures," *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, No. 1, pp. 3-43.
- DeAngelo, H. and E. M. Rice (1983) "Antitakeover Charter Amendments and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 3, pp. 329-359.
- Gillan, S. L. and L. T. Starks (1998) "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence," *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 3 (Autumn, 1998), pp. 10-34.
- Gillan, S. L. and L. T. Starks (2000) "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors," *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, No. 2, pp. 275-305.
- Guercio, D.D. and J. Hawkins (1999) "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism," *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, No. 3, pp. 293-340.
- Holderness, C.G. and D. P. Sheehan (1985) "Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial

- Investors," *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No. 4, pp. 555-579.
- Jensen, M. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Karpoff, J.M. (2001) "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings," FERN Working Paper.
- Karpoff, J. M., P. Malatesta and R. Walking (1996) "Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, No. 3, pp. 365-395.
- Pound, J. (1992) "Raiders, Targets, and Politics: The History and Future of American Corporate Control," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 5, No. 1, pp. 6-18.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1990) "The Take-over Wave of the 1980s," *Science*, Vol. 249, No. 4970, pp. 745-749.