

Title	アクティビストの介入が、企業価値に与える影響：経路の実証分析を通じて
Sub Title	
Author	松本, 優子(Matsumoto, Yuko) 齋藤, 卓爾(Saitō, Takuji)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2024
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2024年度経営学 第4268号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002024-4268

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文 (2024 年度)

論文題名

アクティビストの介入が、企業価値に与える影響
—経路の実証分析を通じて—

指導教員	齋藤 卓爾 教授
副指導教員	太田 康広 教授
副指導教員	木村 太一 専任講師

氏 名	松本 優子
-----	-------

指導教員	齋藤 卓爾 教授	氏名	松本 優子
(論文題名)			
アクティビストの介入が、企業価値に与える影響 —経路の実証分析を通じて—			
(内容の要旨)			
日本の資本市場ではコーポレートガバナンス改革が進み、アクティビストは増加している。先行研究の多くは、アクティビストが企業価値を向上させると肯定的に評価している。一方で、企業関係者や弁護士などの実務家の間では、アクティビストは短期的な利益を重視するとして、否定的な意見も散見される。本研究の目的は、この評価が二分するアクティビストが企業価値へ与える影響について分析する事である。その際に2つの点に留意する。第1に、本研究では先行研究が十分に活用していないコーポレートガバナンス改革以降の最新のデータを用いて、アクティビストの介入による企業業績への影響を分析する。第2に、傾向スコアマッチングを行い、アクティビスト介入の財務的な業績指標への影響を確認すると共に、デュポン分解を用いてその経路を明らかにする。 本研究では、田中・後藤(2020)の論文「日本におけるアクティビズムの長期的影響」を基に、その後続期間である2013年から2024年のガバナンス改革以降の影響を考慮した最新のデータを用いる。そして、アクティビストの介入を受けた企業の企業価値への影響を因果経路の実証分析を通じて検証する。本研究における企業価値とは、財務上の業績指標を指し、先行研究で主に用いられてきたトービンのQおよびROAに加え、ROE、ROICなども含む。また今回は、ステークホルダーのガバナンス面にもアプローチを試み、人件費、従業員数、従業員年齢、従業員勤続年数、従業員給与、社外取締役数などの指標の分析も用いる。 実証分析の結果、アクティビストが介入しやすい企業の特徴は、「トービンのQ、ROE、PBR、負債資本比率、株式所有割合（特定株）が低い一方で、時価総額、自己資本分配率、株式所有割合（外国法人・金融）が高い」という傾向が確認された。これらの結果は、アクティビストが市場価値の低い企業をターゲットにするという、先行研究の内容と概ね一致する。 介入後の影響については、傾向スコアマッチングを用いて、被介入企業と類似特性を持つ非被介入企業を選定・比較し、単純な比較分析では影響を受けやすい企業特性の影響を排除し、因果関係をより厳密に検証した。その結果、ROE、DOE、自己資本分配率、社外取締役数は正に有意であり、トービンのQやROA、ROIC、PBR、現金等比率などの業績指標に低下は確認されず、研究費や設備開発費の削減も見られなかった。また、ガバナンス面においては、単体従業員数売上高比率が10%水準で負に有意であり、事業ポートフォリオの変革やリストラが行われている可能性が示唆された。しかし、財務指標の悪化は確認されず、従業員給与にも統計的に有意な負の影響は見られなかった。さらに、こうしたリストラがアクティビストの意図によるものか、経営者の判断によるものかは不明であり、ネガティブな影響を及ぼしているとは断定できない。 またROEのデュポン分解によって、各要素を分析すると、当期純利益は正にも負にも有意はなく、ROEの向上は、自己資本と総資産の削減によって成立していることがわかった。つまり、アクティビストは、本業の収益性向上を促すのではなく、資本構成の最適化や株主還元を通じてROEを改善させる戦略をとる傾向があることがわかった。 実証分析の結果をまとめると、アクティビストの介入は、企業価値を短期的に毀損するものではなく、むしろ資本効率の向上やガバナンス改革に一定の影響を与えることが確認された。さらに、アクティビストは本業の収益性向上を直接促すのではなく、自己資本や総資産の圧縮を通じてROEを改善する戦略を取る傾向があることが明らかとなった。このようにアクティビストの介入による企業業績の改善が複雑な経路をたどることが、その相反する評価につながっている可能性がある。 アクティビストに対する評価が分かれる理由は、その立場による違いが大きいと考えられる。アクティビストの介入による影響は、新規事業の創出ではなく、余剰フリーキャッシュフローの分配や資本構成の見直しによるものが中心である。そのため、財務・ガバナンスの観点からはポジティブに評価される一方で、経営者にとっては、意図しない配当や自社株買い、社外取締役の増加などが経営の自由度を制限する要因として捉えられることがある。このように、アクティビストの介入がもたらす影響が評価の相違につながっていると考えられる。			

もくじ

1. イントロダクション

2. 研究の背景

2.1 アクティビズムの歴史

2.2 アクティビズム第一波、第二波、第三波

3. 先行研究レビュー

3.1 米国におけるアクティビズムの影響に関する先行研究

3.2 日本におけるアクティビズムの影響に関する先行研究

3.3 日米先行研究まとめ

3.4 研究で明らかにしたい事

4. 研究の方法

4.1 アクティビストの定義

4.2 介入の定義と対象期間

4.3 アクティビストの介入データ

5. アクティビストの介入の条件

5.1 使用データベースと記述統計

5.2 ロジット分析（ロバスト推定）

5.3 ロジット分析の結果と考察

6. アクティビスト介入後の影響

6.1 傾向スコアマッチング

6.2 傾向スコアマッチングの結果と考察

6.3 自己資本分配率が正に有意

6.4 現金等比率に正も負も有意なし

6.5 連結従業員数変化率が負に有意

7. ROE のデュポン分解による経路の分析

8. 最後に

9. 参考文献

1. イントロダクション

90年代後半、日本政府は、日本版金融ビッグバンを推進し、外資系金融機関の参入促進や株式市場の開放、ディスクロージャーを強化した。銀行や企業間の持ち合い株式解消が進み、外国人投資家が日本市場に投資しやすい環境が整備され、2000年代以降にアクティビストが増加した。現在、アクティビストのイメージはポジティブなものとネガティブなものに二分されている。国内外問わず、多くの学術的な先行研究においては、アクティビストが企業価値を向上させるという見解を支持している。例えば、Bebchuk et al. (2015)、田中・後藤(2020)。その一方で、弁護士や企業経営者などの実務家の間では、短期的な利益を重視するアクティビストに対して否定的な意見が散見される。例えば、太田(2023)、鈴木・宮地・原山(2024)。アクティビストの企業への影響に関する論争は、近年激化している。例えば日本経済新聞は、2024年12月から「資本騒乱 膨張アクティビスト」という特集を組み、「日本の資本市場を舞台とした企業と投資家の攻防が一段と騒がしくなってきた。アクティビスト（物言う株主）の攻勢が経営者に緊張感をもたらす一方、急激な変化はあつれきを生む。高まる圧力は企業の成長を促すのか、それとも無用な混乱をもたらすのか。点検すべき時期にきている」と問題提起した（日本経済新聞, 2024年12月2日）。

なぜアクティビストへの評価は賛否が分かれるのだろうか？アクティビストは本当に企業にとってプラスの影響をもたらしているのだろうか？もしもプラスの影響をもたらすのだとすれば、なぜ一部から批判されるのだろうか？本研究の目的は、アクティビストが企業価値、すなわち企業の財務的な指標に与える影響を実証的に検証する事で、これらの疑問に答えることである。

本研究では、2つの点に留意し、アクティビストの介入が企業価値に与える影響をより詳細に解明を行う。第1に、本研究では先行研究が十分に検証を行っていない、コーポレートガバナンス改革以降の最新の期間のデータを用いて、アクティビストの介入が企業業績に与える影響を実証的に分析する。日本企業を対象としたアクティビズムの代表的な先行研究としては、田中・後藤(2020)の分析が近年の代表例として挙げられる。この研究は、日本のアクティビズムを長期的に実証した研究として高く評価されているが、分析対象は2000年から2011年までのデータに限定されている。しかし、その後のコーポレートガバナンス改革により、日本の資本市場は大きく変化し、それに伴いアクティビストの戦略や企業への影響のメカニズムも大きく変化している可能性がある。特に、2014年にスチュワードシップ・コードが導入され、2015年にはコーポレートガバナンス・コードが施行され、日本の企業統治の枠組みが大きく変わった。これにより、企業経営者に対する説明責任が強化されるとともに、機関投資家にも、投資先企業の持続的成長や中長期的な企業価値向上に向けたエンゲージメントが求められるようになった。金融庁、経済産業省、東京証券取引所などの主導により、これらの改革が一貫して進められた結果、日本企業の経営戦略や資本政策に対する株主の影響力が強まったと考えられる。このような制度環境の変化は、アクティビストの活動にも大きな影響を与えていると考えられる。従来、日本におけるアクティビストは「ハゲタカ」としてネガティブなイメージを持たれがちであったが、近年では企業経営と

の対話を重視し、長期的な企業価値向上を目指すスタイルのアクティビズムも増えている可能性がある。これに伴い、アクティビストの介入動機や手法、企業へもたらす影響も変化していると考えられる。

このような環境変化があるにも関わらず、コーポレートガバナンス改革後のアクティビストの介入の影響を、最新のデータを用いて実証的に検証した研究は筆者の知る限り存在しない。先行研究とは異なる環境下で、アクティビストの行動がどのように変化し、それが企業業績や経営戦略にどのような影響を及ぼしているのかを解明することは、アクティビズムの実態を理解する上で極めて重要である。本研究では、収益力や財務リスク、株主還元、労働ガバナンスといった点をより包括的に捉えるため、ROE や負債資本比率、PBR、配当性向、従業員給与・年齢・人数等の変数も追加で分析する。分析に関しては、アクティビストの介入を受けた企業群と介入を受けていない企業群の中から、業種や介入年、財務・ガバナンス特性が類似する企業群を抽出して比較が可能な傾向スコアマッチングを行う。先行研究において、アクティビストが介入する企業は特定の財務・ガバナンス特性を持つ傾向があることが確認されているため、介入企業と類似した特性を持つ非介入企業を選定し、より厳密な比較を行う。

第2に、アクティビスト介入による企業の財務的な業績指標への影響だけでなく、その経路を明らかにする。先述の田中・後藤(2020)による研究だけでなく、国内外の多くの先行研究では、トービンのQやROAを中心に、研究開発費や設備投資費といった業績指標を用いた検証が行われている。ROAは、企業の総資産の運用効率を評価する指標として評価できるが、Brave et al. (2013), P13は、「ROAのような企業レベルのパフォーマンス指標は、既存資産の生産効率による改善と、不採算資産の売却や事業再編による資本再配分からの利益を分離することができない」(筆者翻訳)と指摘している。つまり、これら企業レベルのパフォーマンス指標に対するアクティビストの影響を捉えるだけでは、どのようにしてアクティビストの介入が企業のパフォーマンスの改善に結び付くのかはわからない。介入がトービンのQやROAなどの改善として表面上は良い効果をもたらすものとしても、実際に企業価値の創造につながるようなものでなければ、批判の対象となる可能性もある。アクティビストの介入が企業業績に与える影響の経路まで明らかにすることで、その評価が二分されている理由を明らかにすることが期待できる。そこで、傾向スコアマッチングによって得られた企業群のROEをデュポン分解し、その構成要素(売上高利益率、総資産回転率、財務レバレッジ)を分析することで、アクティビストの介入が企業の収益性や資本構成にどのような影響を与えるのかを明らかにする。

実証分析の結果、次の3点が明らかになった。第1に、アクティビストが介入しやすい企業の特徴が明確になった。その傾向として、トービンのQ、ROE、PBR、負債資本比率、株式所有割合(特定株)が低い一方で、時価総額、自己資本分配率、株式所有割合(外国法人・金融)が高い企業が介入対象になりやすいことが確認された。これらの結果は、市場評価が資産価値に比べて低く、特定の支配株主の影響を受けにくい企業ほどアクティビストが関与しやすい傾向にあるという、先行研究の内容と概ね一致している。

第2に、アクティビストの介入後の影響として、企業価値は向上することが分かった。ROE、DOE、自己資本分配率は正に有意であり、ROA やトービンの Q、ROIC、PBR などの経営指標に低下は見られず、研究費や設備開発費が負に有意になることもなかった。また、ステークホルダーのガバナンス面にもアプローチを試みた。その結果、社外取締役の人数は正に有意な増加となり、アクティビストの介入が、コーポレートガバナンスの強化に寄与したと言える。さらに、従業員の人数も、単体従業員数売上高比率を変数として検証し、10%水準で負に有意という結果になった。これは、アクティビストの介入により、事業ポートフォリオの再編やリストラが実施されている可能性を示唆している。しかしながら、財務指標の悪化は確認されず、これらの変化は、単なるコスト削減ではなく、企業経営の競争力向上や、成長戦略の一環として行われたと考えられる。さらに、そのリストラがアクティビストの意図によるものか、経営者の判断によるものかは不明であり、ネガティブな影響があるとは断定できない。そのため、アクティビストの介入が必ずしもネガティブな影響をもたらすとは言えない。

第3に、アクティビスト介入による経路の確認により、アクティビストは、本業の収益性向上を促すのではなく、資本構成の最適化、分配を通じて ROE を改善させる戦略を取る傾向があることが分かった。ROE が、正に上昇した要因をデュポン分解により分析したところ、当期純利益には有意な変化が見られなかったものの、売上高、総資産、自己資本は統計的に負に有意となり、いずれも減少していた。つまり、アクティビストは新たな事業価値を創出したわけではなく、アクティビストの取る行動様態である自己資本と総資産の削減という、余剰フリーキャッシュフローの株主還元や資本構成の変更を通じて ROE を上昇させていたことが明らかになった。

アクティビストが企業価値を上昇させるかどうかについて、評価が二分される理由は、企業価値の向上が、新規事業の創造ではなく、余剰フリーキャッシュフローの分配や資本構成の変更によって達成されている点にあると考えられる。先行研究におけるポジティブな評価の要因としては、アクティビストが企業価値を高めるだけでなく、コーポレートガバナンスの強化にも貢献している点が挙げられる。一方、企業経営者の視点では、アクティビストの介入は、経営の脆弱性を突き、余剰キャッシュフローを市場に放出させるものとして、ネガティブに捉えられる傾向がある。このように、アクティビスト介入に対する評価の相違は、立場の違いによるものであり、本研究では ROE のデュポン分解を用いることで、その二分する理由を検証することができた。

本稿の構成は次の通り、2・3章において、研究の背景、アクティビズムの歴史と先行研究を紹介し、4章では、本研究の実証分析の研究手法について説明し、5章では、アクティビストの介入の条件について説明し、6章以降は、アクティビスト介入後の影響について述べる。

2. 研究の背景

2.1 アクティビズムの歴史

企業価値向上の手段として、アクティビストの介入は近年ますます注目を集めている。現在日本で見られるアクティビズムの歴史は、その起源を米国に持ち、日本のマクロ経済の変化や政府主導のガバナンス改革、資本政策の変更を通じて独自の発展を遂げてきた。アクティビストの介入の影響については賛否が分かれることが多く、その実態を理解するためには、アクティビズムの歴史や先行研究を踏まえた包括的な検討が不可欠である。本章では、まずアクティビズムの起源とその発展について概観し、続いて日本におけるアクティビズムの歴史を三段階で捉える。

アクティビズムの誕生は、1980年代の米国に遡る。企業経営に不満を持つ投資家や買収屋が主導し、企業価値が低迷していると見られる企業に対して、敵対的買収やLBOを実施したことがその始まりとされる。レーガン政権下の経済政策（レーガノミクス）により、規制緩和と市場の自由化が進められた時期に、米国において投資家保護が重視され、株主の権利が正当化されやすくなった。このような背景のもと、アクティビストは誕生した。

当時のアクティビストは、短期的利益の追求を目的として、企業の資産やキャッシュフローを活用しながら、積極的に企業を分割、売却するという戦略をとることが一般的であった。

米国の乗っ取り屋、T・ブーン・ピケンズは、1989年に、小糸製作所の株式を大量に買い占めたが、日本では当時、「仕手集団」や外国資本の侵入から身を守るため、メインバンク主導で株式持ち合い制度を形成しており、ピケンズの買収は、失敗に終わった。しかしその後、1990年代から2000年代にかけて、バブル崩壊による金融機関の不良債権問題やグローバル化による市場競争の激化により、経営効率の低下が問題視されるようになった。これに伴い、日本も次第に株式持ち合い制度の解消が進み、株主価値を重視する経営が受け入れられる土壌が整っていった。

2.2アクティビズム第一波、第二波、第三波

日本におけるアクティビズムの歴史は、3段階で捉えられる。時期の区分は、先行研究や研究者によって異なるが、Krishnan et al. (2008) の先行研究では、以下のように分類されている。

表 1：アクティビズムのフェーズ

フェーズ	対象期間	特徴
第一波	2000-2007年	村上ファンドの登場、敵対的買収の増加
第二波	2008-2014年	リーマンショック後の停滞、コーポレートガバナンス改革の始まり
第三波	2014年-現在	コーポレートガバナンス改革の本格化、アクティビストの変容

(注) 筆者作成

第一波のアクティビズムは、2000-2007年が該当する。2000年に村上ファンドが昭栄（現ヒューリック）に TOB（敵対的買収）を行ったことが、日本のアクティビズムの始まりと言われている。1999年に、日本のアクティビズムの草分けとされる村上ファンドが設立され(村上(2017))、村上ファンドは、続いて、東京スタイルやニッポン放送の株式取得を行い、「会社は誰のものか」と

いう議論を巻き起こし、日本の株式市場に大きな影響を与えた。また2000年代は、バブル崩壊後の金融再編に伴い、日本の企業間で長年続いていた株式の相互持ち合いが崩れ、外国人投資家も増加し、日本におけるアクティビズムが本格化した。特に、リップルウッド・ホールディングスは、経営破綻した日本長期信用銀行を買収後、リストラや事業譲渡等を行い、2004年に新生銀行として再上場させた。この際、租税回避によって巨額の利益を得たことから、「ハゲタカファンド」と批判的に呼ばれるようになった。

第一波のアクティビストは、村上ファンドやリップルウッド・ホールディングスのように経営に問題がある企業に目を付け、リストラ等の経営改革を目指していたものの、短期的な株価上昇を狙って短期的に売却するケースも多く、短期利益志向として、ネガティブに捉えられていた。

第二波のアクティビズムは2008-2014年にかけての期間に該当し、世界的な金融危機発生のコーポレートガバナンス改革までを指す。2008年のリーマンショック、東日本大震災による株式市場混乱でアクティビスト活動は下火となり、スティール・パートナーズによる、ブルドッグソースやアデランスに対する敵対的買収も失敗に終わった。短期的志向と思われるアクティビストによる株主提案に対しては、反発が強まり、先行研究 Krishnan et al. (2008)においても、第一波のアクティビズムが主に短期的な株価収益や資本構造の変更に焦点を当てていたのに対し、第二波では長期的な経営改革や企業価値向上が重視されるようになったという変化が生じている。

そして第三波のアクティビズムは、本研究では、コーポレートガバナンス改革始動の2014年から現在の期間と定義する。

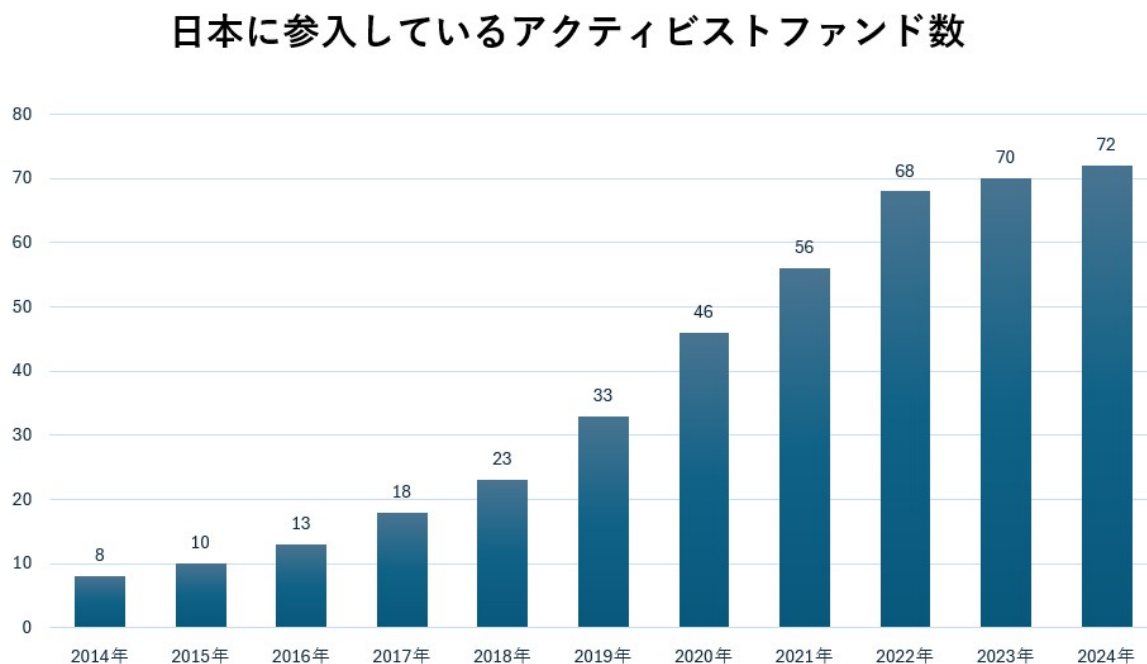
2014年以降、アベノミクスの経済成長改革の一環として、2014年2月に投資家側の行動指針である、「スチュワードシップ・コード」が導入され、機関投資家は、投資先企業やその事業環境を深く理解し、中長期的な持続可能性を考慮した建設的な対話（エンゲージメント）を通じて、企業価値の向上や持続的成長を促し、顧客や受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指す責任を課せられた。（金融庁「スチュワードシップ・コード」, 2014）そして、2014年8月には、経済産業省が設置した「産業競争力会議」の一環として、伊藤邦雄氏（一橋大学名誉教授、当時）が座長を務めた有識者会議によって取りまとめられた伊藤レポート（正式名称：「持続的な企業価値と資本効率を意識した経営」）で、資本コストを上回る資本効率化(8%以上の ROE)が求められるようになった。（経済産業省「伊藤レポート」, 2014）さらに2015年の「コーポレートガバナンス・コード」施行で、株主の権利の尊重が推奨されるようになり、株主還元や情報開示、独立社外取締役の設置が推奨された。政策保有株式の保有方針等の開示を求め、2018年の改訂で縮減に向けた方針などの開示を求め、2019年度には、有報における政策保有株式の開示が厳格化。2021年の改訂では削減を進める観点での原則によって、政策保有株の解消が進みつつある。（東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」, 2015）これら一連のコーポレートガバナンス改革により、機関投資家に対しての受託者責任と、企業のコーポレートバナンスの改善が進んだ。その結果、アクティビストも敵対的買収や短期的な利益追求のみならず、企業の経営改革やガバナンスの改善に重点を置く傾向が出てきた。近年の23年東京証券取引所の「市場改革」、「PBR1倍

割れ改革」と経済産業省の「『同意なき買収』を促す指針の整備」も、アクティビストの活動の追い風となっており、アクティビストの存在感が一層増している(大熊(2024))。

アクティビズムの第三波における、一連のコーポレートガバナンス改革の進展により、アクティビストが活躍する余地が広がり、2000年代以降、多くのアクティビストファンドが日本市場に参入した(図1)。2014年時点で8社に過ぎなかったアクティビストファンド数は、2024年には72社と、10年間で9倍に拡大している。かつて、日本におけるアクティビストファンドは、ガバナンスが整っていない非効率な経営を行う企業をターゲットに経営改善を迫り、短期的な利益を追求する「ハゲタカ」として否定的なイメージを持たれていた。しかし、アクティビズムの第三波を経て、現在ではその様相が大きく変化している。近年では、経営陣との対話を重視し、長期的な企業価値向上のための戦略を提案する動きが強まっている。特に配当や増配などの株主還元の強化、経営陣のガバナンス改革や効率的な資本配分、戦略的な M&A の推進など、企業の中長期的な成長を目指すようになっている。

本研究では、これまでのアクティビズムの「第一波」、「第二波」、「第三波」の流れを踏まえた上で、直近の「第三波」のアクティビズムが企業に与えた影響を検証し、その実態を明らかにする。

図1：日本に参入しているアクティビストファンド数



(注) 株式会社アイ・アールジャパンホールディングス 2024年3月期決算資料より筆者作成

3. 先行研究レビュー

アクティビストが経営に与える影響については国内外の企業を対象とする多くの実証研究が蓄積されている。ここでは近年の代表的な米国と日本の研究を取り上げて、本研究の主題となる、アクティビストの介入を受けやすい企業の特徴と介入後に企業にもたらされる影響を中心に、近年の研究の動向をまとめる。

3.1 米国におけるアクティビズムの影響に関する先行研究

米国におけるアクティビズムの影響に関する実証研究は多数存在し、その大多数は、アクティビストの介入が企業の業績にポジティブな影響をもたらすと論じている。一方で、ネガティブな影響を指摘する研究も少数ながら存在しており、米国においてもアクティビズムの評価には一定の議論がある。

米国のアクティビズムに関する代表的な先行研究として、アクティビストの介入が企業価値向上に寄与することを示した Brav et al. (2008)、Brav et al. (2015) や、アクティビズムの長期的な影響を分析した Bebchuk et al. (2015)、そしてアクティビズムが企業にネガティブな影響を及ぼす可能性を指摘した Jiang & Li (2013) および Cremers et al. (2018) が挙げられる。これらの研究では主に以下3つの論点から分析が行われている。第1に、アクティビストの介入が市場株価や中長期の株式投資収益率に与える影響である。具体的には、介入の公表前後における株価変動や、介入後の長期的な株価推移が検証されている。第2に、アクティビストの介入を受けやすい企業の特徴である。どのような財務・ガバナンス特性を持つ企業がアクティビストの標的となりやすいのかについて、多くの研究が行われている。第3に、アクティビストの介入が企業に与える影響である。財務パフォーマンスの変化に加え、ガバナンス改革や資本政策の変更、研究開発 (R&D) への影響、さらには労働市場への波及効果など、多角的な視点から分析が行われている。上記3点の論点を踏まえ、以下に先行研究を紹介・整理する。

第1に、介入前後における市場株価の変化と中長期の株式投資収益率について、1980年代以降、米国ではヘッジファンドを中心としたアクティビズムが台頭し、2000年以降も企業経営に大きな影響を与えるようになった。しかし、ヘッジファンド・アクティビズムに関する実証的な証拠は不足しており、アクティビストの介入が企業価値を向上させるのか、それとも短期的な利益追求にとどまるのかという点については、依然として議論が続いている。特に、短期的には株価が上昇するものの、その効果が長期的に持続するかどうかについては研究ごとに異なる見解が示されている。Brav et al. (2008) は、日本の大量保有報告書に該当する Schedule 13D のデータを用い、2001-2006 年の米国市場におけるアクティビスト介入の影響を分析した。この研究では、介入前年および 2 年前と比較し、介入後 1 年および 2 年の株価・財務指標の変化を検証した。その結果、アクティビストの介入が公表された直後にターゲット企業の

株価が市場全体の動きを 7~8% 上回る異常収益を記録することが観察された。さらに、ROA や営業利益率も介入から2年後に顕著に増加しており、企業の財務パフォーマンスの改善にも寄与する可能性が示唆された。この結果を踏まえ、Brav et al. (2008) は、アクティビストの介入は単なる短期的な利益追求ではなく、企業価値向上に寄与すると結論付けている。この研究を発展させた Bebachuk et al. (2015) は、Brav et al. (2008) と同じデータセットを拡張し、1994-2007年の期間における介入企業の3年後および5年後の株価推移を追跡した。その結果、アクティビストが企業を退出（5%未満に保有率が低下）した後も、株価が大きく下落することではなく、一定の水準を維持していることが確認された。これにより、介入時の株価上昇（7~8%の異常リターン）は、一時的な市場の期待ではなく、企業の本質的な価値向上を反映している可能性が高いと論じている。つまり、短期的な利益追求が長期的な企業価値を損なうという主張は支持されず、アクティビストの介入は長期的な価値向上に寄与するとの結論を示した。一方で、Cremers et al. (2018) は、先行研究 Bebachuk et al. (2015) のアクティビズムに対するポジティブな結果に対して、アクティビストの介入が本当に企業価値を向上させているのか、それとも単に市場で過小評価されていた企業をターゲットとして選定しているだけではないか、という視点から疑問を投げかけた。Cremers et al. (2018) は、企業の選択バイアスを考慮するために、アクティビストが介入した企業と類似する非介入企業を比較するマッチング手法を用いて分析を行った。その結果、アクティビストが介入した企業では短期的な株価上昇（5~7%）が見られるものの、長期的な株式投資収益率では非介入企業のリターンの方が高い傾向があることが明らかになった。これにより、アクティビストの介入が企業価値を向上させるのではなく、むしろ過小評価されていた企業をターゲットとして選定している可能性があることが示唆された。

以上のように、アクティビストの介入は短期的には市場株価を押し上げるものの、長期的な投資収益率の向上については、肯定的な見解（Brav et al. (2008)、Bebachuk et al. (2015)）と、対象企業の選択バイアスの可能性を指摘する見解（Cremers et al. (2018)）に分かれている。

第2に、アクティビストの介入を受けやすい企業の特徴として、多くの研究が分析を行っている。一般的に、市場評価が低く、ガバナンスの課題を抱えている企業がアクティビストの介入対象になりやすいとされており、これまでの研究でもその傾向が示唆されている。Brav et al. (2008) は、アクティビストが介入しやすい企業の特徴として、低い市場価値（時価総額）に対して高い簿価を持つ「バリュー企業」を挙げている。市場価値が低く、簿価が高い企業、すなわち PBR が低い企業がターゲットになりやすいとされている。また、配当や自社株買いといった株主還元策が十分に実施されていない企業、買収防衛策を多数導入している企業、さらには経営者報酬が高い企業も、ガバナンスが機能していないシグナルとして、アクティビストの関心を引く可能性が高いとされる。さらに、企業規模が比較的小さい企業もターゲットになりやすいとされている。これは市場における影響力が相対的に低いいため、アクティビストの介入に

よる変化が株価や企業価値に対して、より大きな影響を与えやすいからである。Bebchuk et al. (2015) も、アクティビストが介入しやすい企業の特徴について、特に介入前の3年間に業績が低迷している企業がターゲットになりやすいことを指摘している。この傾向は、業績が低迷している企業ほど、経営改革による企業価値向上の余地が大きいと判断されるためである。アクティビストは、企業の収益性が低下している状況を機会と捉え、介入を通じて業績改善を促し、最終的には投資リターンを得ることを目指していると考えられる。Brav et al. (2013) は、より詳細な視点から、ヘッジファンド・アクティビズムが企業の生産性や資産配分、労働市場に与える影響を工場レベルで定量的に検証しており、キャッシュ保有が少ない企業や、配当支払いが多い企業が介入を受けやすい傾向があると確認している。また、トービンのQが低い企業、すなわち市場から成長期待が低い企業もターゲットになりやすく、さらに、売上成長率が低迷している企業、研究開発（R&D）支出が抑制されている企業、利益率は高いものの成長戦略に課題がある企業なども、アクティビストの標的となりやすいと分析している。これらの企業は、短期的な業績は安定しているものの、成長余力が乏しいため、アクティビストによる資本政策の変更や経営改革を通じて価値向上の余地が大きいと考えられる。さらに、Cremers et al. (2018) は、アクティビストが介入する企業の特徴について、企業の選択バイアスを考慮した、より精緻な分析を実施した。その結果、アクティビストのターゲットとなる企業は、トービンのQが低いだけでなく、過去数年間にわたってROAが低迷している傾向もあることが明らかになった。また、負債比率（レバレッジ）が高い企業や、研究開発（R&D）支出が相対的に高い企業、時価総額が小さい企業も、アクティビストの介入を受けられる可能性が高いことが確認された。これらの企業は、経営改革の余地が大きいと判断される一方で、R&D支出が高い企業については、アクティビストによるコスト削減の対象となる可能性も示唆されている。

このように、アクティビストは、一般に市場評価が低く、成長性に課題を抱える企業に介入する傾向があることが分かる。特に、トービンのQやROAの低い企業、業績が低迷している企業、ガバナンスの課題を抱える企業、さらには資本政策や財務戦略に改善の余地がある企業がターゲットになりやすい。アクティビストは、これらの企業に対し、ガバナンス改革や資本政策の最適化を促すことで企業価値の向上を図り、その結果として株価の上昇を狙う戦略を取ることが多い。したがって、アクティビストの介入は、単なる短期的な利益追求ではなく、企業のガバナンスや財務戦略の再構築を通じて、長期的な企業価値の向上を目指す側面を持っていると考えられる。

第3に、アクティビストの介入が企業に与える影響については多岐にわたり、それらを以下の4項目に分類し、①財務面（トービンのQ・ROA）への影響、②ガバナンス改革と資本政策の変更、③研究開発への影響、④労働市場への影響についてそれぞれ説明する。

まず、①財務面（トービンのQ・ROA）への影響については、多くの研究がトービンのQやROAの変化を分析している。Brav et al. (2008) の研究では、介入を受けた企業のトービン

のQは、介入前年において5%水準で負に有意であり、これは市場から成長性の低い企業と見なされていたことを示唆している。一方で、ROAは介入前年において5%水準で正に有意であり、収益性が高い企業もアクティビストのターゲットとなる可能性があることが示された。Brav et al. (2013) は、ヘッジファンド・アクティビズムが企業の生産性や資産配分、労働市場に与える影響を工場レベルで長期的に定量分析し、介入後3年目のROAが、介入年および介入前年の水準よりも正に有意となることを示した。この結果は、アクティビストの介入が一定の業績改善をもたらす可能性を示唆している。さらに、Bebchuk et al. (2015) は、1994-2007年の期間にわたるデータを用いて、アクティビストの介入が企業の長期的な財務指標に与える影響を5年間にわたり追跡した。その結果、介入企業のROAおよびトービンのQは、介入後の3年目、4年目、5年目に介入前よりも改善しており、株価上昇も長期的に持続する傾向が確認された。また、アクティビストが退出（5%未満に保有率が低下）した後も異常な株価下落は見られなかったことから、介入時の短期的な株価上昇（7～8%の異常リターン）は、企業の本質的な価値向上を反映しているとの結論を示している。一方で、Cremers et al. (2018) は、アクティビストが介入した企業と類似した非被介入企業を比較する傾向マッチング手法を用いて分析を行った。その結果、トービンのQの増加幅は非介入企業よりも小さく、ROAの改善も限定的であることが示された。また、介入直後には短期的な株価上昇（異常リターン）が見られるものの、長期的には非介入企業の株価リターンの方が高い傾向があると指摘されている。このことから、アクティビストの介入による企業価値の向上は必ずしも持続的ではなく、アクティビストが選定する企業の実態による影響が大きい可能性があることが示唆された。

以上の研究結果から、アクティビストの介入によって、短期的には財務指標や株価の向上に寄与する傾向があるものの、長期的な影響については研究によって見解が分かれており、一貫した結論には至っていない。

次に、②ガバナンス改革と資本政策の変更について、アクティビストの介入は、企業のガバナンス構造や資本政策にも大きな影響を与えることが指摘されている。Brav et al. (2008) は、アクティビストの介入を受けた企業では、CEO・CFD・取締役会議長・非執行取締役の交代が頻繁に発生することを明らかにした。特に、対象企業のCEOの退任率は業界平均と比較して約12.4パーセントポイント上昇しており、アクティビストが経営層の変更を促進していることが示唆されている。また、企業の資本政策にも影響を及ぼし、自己株式取得や増配・特別配当といった株主還元策が強化される傾向があることが確認されている (Bebchuk et al. (2015))。これにより、企業の余剰フリーキャッシュフローが市場に還元され、資本効率の向上が期待されるが、Cremers et al. (2018) は、企業が短期的な株主還元を優先し、長期的な成長投資を抑制する可能性があることを指摘している。このため、アクティビストの介入が企業の持続的な成長に与える影響については、慎重な分析が求められる。

③研究開発への影響については、1980年代以降の株式市場で、株主の権利が強化される中で、アクティビストによる企業への介入が経営者に短期的な利益を追求させ、長期的な価値創造、特に研究開発費(R&D)分野を阻害しているのではないかという議論が続いていた。しかし、アクティビストによる企業への介入が、長期的にイノベーションへ与える影響については、十分に解明されていなかった。そこで、Brav et al. (2015)は、1994-2007年の期間に対して、介入のデータを Schedule 13D から取得し、企業の R&D 費(研究開発費)について分析を行った。その結果、アクティビスト介入後5年間で、の R&D 支出は削減されるものの、特許の出願数や被引用数が増加し、特許の「質」が向上することが確認された。特許や人材を効率的に再配置し、企業の核心分野に集中させることで、生産性を向上させ、企業の持続的成長を後押しすると分析している。一方で、Cremers et al. (2018) は、アクティビストの介入企業では R&D 投資が削減されるだけでなく、特許の出願件数や被引用数の減少が見られることを指摘している。このことから、アクティビストの影響が必ずしもイノベーションを促進するとは言えず、企業によっては成長の妨げとなる可能性も示唆されている。

最後に④労働市場への影響について、アクティビストの介入は、財務面の変化のみならず、事業ポートフォリオの変革や競争力の改善等によって、企業の労働環境や雇用条件にも影響を及ぼす可能性がある。Brav et al. (2013) は、アクティビストが企業の生産性や資産配分、労働市場に与える影響を工場レベルで、長期的かつ定量的に検証を行った。1994-2007年の期間における、Schedule 13D のデータを使用し、介入後3年から5年後の変化を調査している。その結果、介入後3年以内に、ターゲット企業の工場レベルで生産性(TFP: Total Factor Productivity)が大幅に向上する傾向が確認された。これは、非効率な工場や資産が売却され、新しい所有者のもとで生産性が改善されたケースが多かったためと考えられる。特に、競争が激しい産業ほど生産性の改善が顕著に見られた。一方で、労働市場への影響については、アクティビストの介入が必ずしもポジティブな効果をもたらすわけではないことも指摘されている。介入企業の労働者においては、労働時間が減少し、賃金の上昇率が鈍化する傾向が確認された。この結果は、アクティビストの介入による企業価値の向上が、必ずしも労働者の待遇改善につながるわけではないことを示唆している。特に、生産性の向上と労働環境の変化の間にトレードオフが存在し、労働者にとって不利に働くケースがあることが指摘されている。総じて、ヘッジファンド・アクティビズムは、企業の資産再配置を通じて生産性を向上させ、企業価値の向上に貢献する一方で、労働市場においては、賃金や雇用条件の改善には必ずしもつながらず、むしろ労働者の負担が増加する可能性がある点には注意が必要である。このため、アクティビストの介入が企業全体のパフォーマンスに与える影響を評価する際には、株主利益の最大化だけでなく、労働者やその他のステークホルダーへの影響も慎重に考慮する必要があることを示唆している。

米国における先行研究を整理すると、アクティビストの介入を受けた企業は、財務パフォーマンス、ガバナンス改革、資本政策の変更、イノベーション、労働市場といった多方面において

影響を受けている。財務面では、短期的にはトービンのQやROAが改善するが、長期的な影響については研究によって評価が分かれている。ガバナンス面では、取締役会の変更やCEOの交代が促進され、株主還元が強化される傾向がある。イノベーションに関しては、R&D費削減が確認される一方で、特許の質が向上する可能性も指摘されている。また労働市場においては、生産性向上が見られるものの、労働時間の減少や賃金の伸びの鈍化といった負の影響も確認されている。

これらの結果から、アクティビストの介入が企業の短期的な財務指標を改善する可能性が高いが、長期的な企業価値向上や従業員への影響についてはさらなる検討が必要である。

表2：米国におけるアクティビズムの先行研究まとめ

論文	介入を受けやすい企業の特徴	介入後の影響
Brav et al. (2008) 介入データ：5年 (2001-2006)	・低い市場価値に対して簿価が高い「バリュエ企業」 ・株主還元（配当など）が低い ・買収防衛策を多く持つ ・CEO報酬が高い企業 ・比較的小規模な企業	・取締役会構成の変更（CEO・CFO・取締役 会議長・非執行取締役の交代） ・分配増加（自己株式取得、増配・特別配当） ・対象企業のCEOの退任率が、業界平均に比べて約12.4%上昇 ・介入発表時に7～8%の異常収益を記録し、長期的に持続する ・CEO報酬が、約100万ドル減少 ・レバレッジの増加や余剰資金の削減 ・買収防衛策の撤廃、CEOの解任
Brav et al. (2013) 介入データ：13年 (1994-2007)	・キャッシュ保有がが少ない ・配当が多い ・低いトービンのQ ・低い売上成長率 ・低いR&D支出 ・高い収益性 →より良いキャッシュフローを持つ成熟産業の企業	・介入後3年以内に、被介入企業の工場で生産性が大幅に向上 ・労働者は、労働時間が減少し、賃金が停滞する一方で、労働生産性（労働時間あたりの生産量）は有意に改善 →労働者の賃金の増加は生産性向上に追いつかず、労働者の利益は、株主に移転
Brav et al. (2015) 介入データ：14年 (1994-2007)	—	・R&D費用は削減されるが、特許数や特許の引用数といったイノベーション成果は向上 ・特許や人材が効率的に再配置され、企業の核心分野に集中 ・創造的な人材が適切なポジションに再配置され、生産性が向上
Bebchuk et al. (2015) 介入データ：14年 (1994-2007)	・介入の直近3年間の業績が悪化	・介入時の株価上昇は長期的な低下を伴わず、持続的に向上 ・退出後も、株価リターンの異常な低下は見られない ・投資削減や、敵対的手法を用いた場合でも、長期的なパフォーマンスは、低下しない
Cremers et al. (2018) 介入データ：21年 (1995-2016)	・低いトービンのQ ・介入の直近数年間のROAが低い ・負債比率（レバレッジ）が高い ・高いR&D支出 ・時価総額が小さい企業	・介入企業の価値増加は、ファンドの株式選択スキルの結果 ・介入直後の短期的な株価上昇より、長期的に非介入企業の株価リターンの方が高い ・R&D費用や資本投資は削減され、利益率（ROA）は上昇 ・現金保有量は減少、株式の自己買い戻しが増加

(注) 筆者作成

3.2 日本におけるアクティビズムの影響に関する先行研究

日本におけるアクティビズムの実証研究としては、米国と比較すると数は限られているものの、2000年以降のアクティビストの台頭に伴い、様々な角度から分析が行われてきた。特に、日本市場におけるアクティビストの影響を検証した研究として、井上・加藤（2007）、胥（2007）、

Uchida & Xu (2008)、Hamao et al. (2011)、田中・後藤 (2020) などがある。本節では、米国の先行研究同様、主に以下3つの論点から分析が行われている。第1に、アクティビストの介入が市場株価や中長期の株式投資収益率に与える影響である。第2に、アクティビストの介入を受けやすい企業の特徴である。第3に、アクティビストの介入が企業に与える影響である。第3の企業に与える影響については、①財務面（トービンのQ・ROA）の影響、②ガバナンス改革と資本政策の変更、③研究開発(R&D)への影響、④労働市場への影響の4項目に細分化し、整理を行う。

上記3点の論点を踏まえ、以下に先行研究を紹介・整理する。

第1に、介入前後の株価の変化と中長期の投資収益率について、日本市場においても、米国同様アクティビストの介入発表後に株価が上昇することが複数の研究で確認されている。井上・加藤(2007) は、日本のアクティビズムの初期段階において、「株主価値増大仮説」、「富の収奪仮説」という2つの仮説の元、日本で増大するアクティビストの投資行動が、長期的な株主価値増大に寄与しているか検証を行っている。2000-2005年の期間について、大量保有報告書のデータを用い、開示後6日間の異常収益を分析した結果、介入企業の株価が有意に上昇することが確認された。さらに、介入後の240日間およびファンド退出時の株価変動も分析を行い

、退出時においても株価の下落は見られなかった。一方で、村上ファンドのように平均保有期間が1年未満の短期投資を主体とするアクティビストは、介入時には株価上昇を引き起こすものの、長期的には、投資期間中のリターンが消滅し、株主価値の持続的な向上にはつながらないと指摘された。つまり、アクティビストファンドの介入は、長期的なコミットメントが重要であり、短期投資型のファンドは必ずしも望ましいとは言えないと結論付けている。また、Uchida & Xu (2008) は、村上ファンドとスティール・パートナーズのケースを分析し、介入後の短期的な異常リターンを比較した結果、スティール・パートナーズの介入の方が市場からより好意的に評価され、株価の異常リターンの水準も高いことが確認された。さらに、長期的なリターンについても、スティール・パートナーズの介入による長期リターンはプラスであり、統計的に有意であったが、村上ファンドの介入による長期的なプラスリターンは確認されなかった。この結果から、外国人アクティビストの介入は、株主価値向上につながる可能性があることが示唆された。一方で、Hamao et al. (2011) は、1998-2009年の日本市場におけるアクティビズムの短期および長期的な株価収益を検証し、介入後の短期・長期での異常収益を確認したが、統計的に有意な水準には達しなかった。ただし、大規模な企業に限定すれば、異常収益が確認されており、アクティビストの介入は、大規模企業では一定の市場評価を得るが、中小企業への影響は限定的である可能性が示された。

第2に、介入を受けやすい企業の特徴について、日本においても、いくつかの研究が共通した傾向を指摘している。胥 (2007) は、日本における初期のアクティビズムを定量的に分析した初めての研究であり、村上ファンドの投資スタイルと他のファンドの投資スタイルの比較を行い、アクティビストによる企業への影響は、その投資戦略によって異なることを示した。日本におけ

る代表的なアクティビストファンドである村上ファンドと米国のスティール・パートナーズを比較し、キャッシュフローが豊富で負債比率が低い企業が、アクティビストのターゲットになりやすいことを明らかにした。この結果は、フリーキャッシュフロー仮説（経営者が過剰なキャッシュを非効率に使うのを防ぐためにアクティビストが介入する）を支持しており、1980年代の米国における敵対的買収のターゲット企業と類似していることが示唆された。また、外国人や個人投資家の持株比率が高く、持ち合い株式の比率が低い企業、独立社外取締役が不在の企業や株主還元政策が不十分な企業もターゲットになりやすいことが確認された。井上・加藤（2007）は、日本における初期のアクティビズムを定量的に分析し、特に村上ファンドと他のアクティビストの投資戦略の違いを比較した。その結果、PBR が低く、生産性は低くないが資本効率が悪い企業、筆頭株主の持株比率が低い企業、小規模な企業ほど、アクティビストの介入を受けやすいと示した。Uchida & Xu（2008）は、クロスボーダーアクティビズムの影響に着目し、外国人アクティビストが日本企業に介入する傾向を分析した。大量保有報告書のデータを使用し、スティール・パートナーズと村上ファンドの比較から、介入後1年の変化を確認している。その結果、現金比率が高く、負債比率が低い企業、外国人投資家や個人投資家が多い企業がターゲットになりやすいことが示された。特に、スティール・パートナーズは余剰キャッシュが多く、市場評価（トービンの Q）が低い企業に焦点を当てる一方、村上ファンドはキャッシュリッチな企業を好むが、市場評価の低さをそれほど重視しない傾向があることが明らかになった。村上ファンドは、キャッシュリッチな企業への介入傾向があるという点では、スティールも村上ファンドも同じであるが、村上ファンドは、通常の運転資金も含めてキャッシュリッチと判断し、スティール・パートナーズほど市場評価の低さを重視しない特徴がある。Hamao et al.（2011）も、日本におけるアクティビズムの初期（1998～2009年）を対象に、大量保有報告書データを用いた分析を行い、負債比率が低く、多額の現金を保有し、外国人株主比率が高い中小企業がターゲットになりやすいことを指摘している。また、田中・後藤（2020）は、手元資金が多く、収益性は高いものの投資機会が乏しい企業がアクティビストのターゲットになりやすいことを明らかにした。また介入を受けやすい企業としては、キャッシュを多く保有し、収益性は高いが投資機会が乏しい傾向があることが確認された。

第3に、介入を受けた企業の影響について、アクティビストの介入による日本企業への影響においても、米国企業同様に、以下の4項目に分類し、①財務面への影響、②ガバナンス改革と資本政策の変更、③研究開発への影響、④労働市場への影響についてそれぞれ説明する。

まず、①財務面（トービンの Q・ROA）への影響については、研究によって異なる結果が示されている。例えば、井上・加藤（2007）は、アクティビストの介入によって短期的には株主価値が増大するものの、村上ファンドのような短期投資型のファンドでは長期的な企業価値向上には寄与しにくいことを指摘している。後藤・田中（2020）は、これまでのアクティビズムの検証が、短期的という批判に対して、7事業年度までの介入後の長期的な影響について、傾向スコアマッチングを用いて検証している。アクティビストの介入後7年間の ROA およびトービンの Q の変化

を分析し、標的企業全体では、介入後の財務パフォーマンスに改善も悪化も見られなかったと結論付けた。ただし、アクティビストの要求が部分的にでも受け入れられた企業では、介入後5年間にわたりトービンのQが有意に改善する傾向が見られた。Hamao et al. (2011) は、日本市場におけるアクティビストファンドが企業のパフォーマンスに及ぼす短期的および長期的影響を、介入の2年前と介入2年後の変化を傾向スコアマッチングで検証を行い、評価を行ったが、ROA や売上成長率などの主要な業績指標には有意な改善が見られなかった。

次に②ガバナンス改革と資本政策の変更について、アクティビストの介入後には、企業のガバナンス改革や資本政策の変更が進むことが多い。Hamao et al. (2011) は、アクティビストの介入を受けた企業は、配当や株主還元の改善を行う傾向があることを確認している。

③イノベーションと研究開発 (R&D) への影響については、アクティビストの介入によって研究開発費の削減が進むことが指摘されているが、後藤・田中(2020) は、介入を受けた企業が、比較企業と比べ、研究開発費や設備投資費を減らしている事実は認められなかったため、フリーキャッシュフロー仮説（効率的なキャッシュ配分が企業価値を高める）を支持し、アクティビストの短期志向仮説を否定し、企業価値を向上させる可能性があると結論付けている。

最後に、④労働市場への影響について、胥(2007) では、介入後の影響として、企業価値が低迷していた企業では、株主の圧力によって経営者の早期退任が促されることが確認されている。これは、敵対的買収の脅威が経営者にとっての脅威である一方で、企業価値そのものには必ずしも悪影響を及ぼさない可能性を示唆している。そのため、企業価値が低く、フリーキャッシュフローが豊富である企業の経営者は過度な防衛策を導入することが、かえって株主の不信感を招く可能性があるという指摘している。

日本における先行研究を整理すると、アクティビストの介入は短期的には株価を押し上げる効果があるが、長期的な企業価値の向上に必ずしも直結しないことが示されている。また、企業のガバナンス改革や資本政策の変更には一定の影響を与えるものの、財務パフォーマンスや研究開発への影響については、研究によって評価が分かれる。このことから、アクティビストの介入が企業価値に与える影響を包括的に評価するには、さらなる研究が必要である。

表3：日本におけるアクティビズムの先行研究まとめ

論文	介入を受けやすい企業の特徴	介入後の影響
井上・加藤（2007） 介入データ：5年 （2000-2005）	-	・株式投資収益率にプラスのリターン ・非効率な資産や事業の整理を促す ・独立社外取締役の導入や取締役会会の透明性向上を後押し ・敵対的手法による摩擦
膏（2007） 介入データ：5年 （2001-2006）	・負債比率が低い ・キャッシュリッチ ・企業価値が低い ・持ち合い株式の比率が低い ・独立社外取締役の不在 ・株主還元政策が不十分	・余利金分配率は、正に有意 ・ROEと正社員増減率有意なし
Uchida & Xu（2008） 介入データ：5年 （2000-2005）	スティール： ・余利キャッシュが多い ・低いトービンのQに介入 村上ファンド： ・キャッシュリッチ企業（通常のキャッシュ含む）	・被介入企業の株価は短期的に約5%上昇 ・被介入企業の長期株価リターンは負に転じることはない ・フリーキャッシュフロー仮説を支持 ・日本企業のフリーキャッシュフロー問題を軽減し、株主価値を向上させる
Hamao et al.（2011） 介入データ：11年 （1998-2009）	・低いレバレッジ比率（負債が少ない） ・多額の現金保有 ・外国人株主比率が高い ・主に中小型企業をターゲット	・短期的に、平均1.8%の異常収益を記録 ・長期的には、4.57%の以上収益 ・ROAや売上成長率などの業績指標において、有意な改善は見られない ・企業の財務政策が改善し、配当性向が向上
田中・後藤（2020） 介入データ：11年 （2000-2012）	・余利キャッシュが多い ・持ち合い株式の比率が低い ・外国人株主比率が高い ・社外社外取締役の不在 ・株主還元政策が不十分	・株価の短期的上昇 ・フリーキャッシュフロー仮説を支持 ・短期志向仮説の否定

（注）筆者作成

3.3日米先行研究まとめ

日米両国の先行研究から、アクティビストが介入しやすい企業の共通した傾向は、財務上は、現金比率が高く、負債比率が低く、トービンのQが低いことが挙げられる。ガバナンス上では、CEOの給料が高い、株主還元策が不十分、持ち合い株式比率が低い、外国人株主比率が高いといった多様な株主構成を持つ企業という傾向が挙げられる。アクティビストの介入を受けた企業は、現金比率の低下、株価上昇、配当比率増加、取締役会構成の変更という影響を受ける傾向があり、アクティビストは、介入後に経営の規律を強化し、コーポレートガバナンスを改善する傾向があることがわかる。

また、日米におけるアクティビズムの影響を比較すると、短期的な株価変化、介入を受けやすい企業の特徴、介入後の企業パフォーマンスの変化 という三つの点で違いが見られる。

まず、短期的な株価の反応 について、米国ではアクティビストの介入発表後に7～8%の異常リターンが記録されることが確認されており、(Brav et al. (2008))、その後の5年間もプラスのリターンが持続する傾向がある (Bebchuk et al. (2015))。一方、日本でもアクティビストの介入発表後に株価上昇が見られることが示されているが(井上・加藤(2007))、その規模は米国に比べて小さく、長期的なリターンについては研究によって評価が分かれている (Hamao et al. (2011))、

田中・後藤(2020))。特に、日本の中小企業に対するアクティビズムの影響は限定的であることが示唆されている。

次に、介入を受けやすい企業の特徴について、米国では業績の低迷やガバナンスの問題を抱える企業がアクティビストの介入を受けやすい傾向がある (Brav et al. (2008)、(Brav et al. (2013))。一方、日本では、業績の低迷というよりも、余剰キャッシュを多く保有し、持ち合い比率が低く、外部からの影響を受けやすい企業がターゲットになりやすいことが指摘されている (胥(2007)、Uchida & Xu (2008)、田中・後藤(2020))。特に、外国人アクティビストの介入は、キャッシュリッチな企業に集中する傾向が強いことが示されている。

最後に、介入後の企業パフォーマンスの変化 については、米国ではアクティビストの介入によって ROA や営業利益率が改善する傾向が見られる (Brav et al. (2013))。日本でも同様に、田中・後藤(2020) では、介入後5年はトービンの Q が上昇するとある一方で、Hamao et al. (2011) では、短期的な配当増加や株主還元の強化は確認されるものの、財務パフォーマンスの向上には必ずしも直結しないことが指摘されている。また、米国では取締役会の改革や CEO 交代が積極的に行われるのに対し、日本ではガバナンス改革の実施度合いが低い点も異なる。

これらの先行研究では、概ねフリーキャッシュフロー仮説（経営者は、フリーキャッシュフローを、配当や株主還元で株主に還元するよりも、自身の裁量で使用し非効率な投資や無駄なプロジェクトに使う傾向がある）を支持する結論が主流であり、アクティビストが株価向上や業績指標改善、ガバナンスの規律改善に寄与するという見解が多い。ただし、批判的な意見も少数派ながら存在し、企業価値の向上は、短期的なものであり、必ずしもアクティビストの活動によるものではなく、むしろファンドの株式選択スキルの結果である可能性を指摘する研究もある。また、アクティビストの影響はファンドごとに異なり、介入の結果が大きく変わることも示唆されている。

3.4 研究で明らかにしたい事

これまで日米の先行研究を取り上げ、主に、アクティビストが介入しやすい企業の傾向と、介入後の企業の影響を確認した。先行研究では、アクティビストは、介入後に、概ね財務上の業績を向上させ、ガバナンスを改善し、企業のフリーキャッシュフロー仮説を支持する傾向があるとされている。しかし、これまでの研究で分析されたデータは、米国の最新で2016年、日本の最新で2012年までであり、アクティビティズムの「第三波」におけるガバナンス改革後のアクティビストの行動の変容は、十分に観察されていない。

そこで、本研究では、先行研究で十分に網羅されていない、コーポレートガバナンス改革以降の期間に該当する2013年から2024年の最新データを用い、アクティビストの介入の影響を検証する。これまでの研究では、アクティビストの介入は、企業の業績を概ね向上させるという見解が主流であり、分析対象とする指標は限定的であった。本研究では、これまでの先行研究における検証対象のトービンの Q や ROA、現金等比率に加えて、売上高変化率、当期純利益率、ROIC や

ROE、PBR などより広範な経営指標を分析対象に加えることで、アクティビストの介入が企業に与える影響を詳細に検証する。

また、業績指標だけでなく、ステークホルダーにも目を向け、従業員の給与や従業員数の変化などの変数も加え、ガバナンスの観点からもアクティビズムの影響を実証する。Brav et al.

(2008)、Bebchuk et al. (2015) では、アクティビストの介入が ROA や ROE の向上につながるとされているが、その内訳に踏み込んだ分析は十分に行われていない。Hamao et al. (2011) では、アクティビストの介入後に短期的な株主還元（配当増加や自社株買い）が増加することが示されており、これらの施策が ROE の一時的な上昇を引き起こしているだけで、企業の成長性や持続可能な収益性向上につながっているかどうかの検証は十分に行われていない。そこで、本研究では、デュポン分解を用いることで、ROE の変化が、本業の改善による収益改善なのか、アクティビストが関与する資産売却による資本効率の改善なのか、自社株買いや株主還元といった財務戦略によるものなのか経路を明らかにする。本研究では、アクティビストの介入が ROE に与える影響をデュポン分解を用いて分析することで、アクティビストの介入が企業に与える影響の経路を特定し、その実態をより詳細に解明する。

4. 研究の方法

4.1 アクティビストの定義

「アクティビスト」という言葉に、公式な定義がなく、本研究では、「株主としての権利を積極的に行使し、企業に影響を及ぼそうとする投資家」と定義する。

本研究で研究対象となるアクティビストの選択は、日経新聞や、アクティビスト関連の本：（菊地, 2024）「アクティビストの正体」、（鈴木他, 2024）「アクティビスト対応の実務」、証券会社レポートである、マネックス証券のアクティビスト事例（アクティビスト投資家の近時動向）や大和証券（アクティビスト投資家の近時動向）を参照し、以下の20のアクティビストファンドを選定した。

表4：対象アクティビストファンド

国名	ファンド名	ファンド名詳細
日本	村上ファンド	南青山不動産、中島章智、野村絢、村上貴輝、村上世彰、エスグラントコーポレーション、オフィスサポート、シティインデックススイレブンス、リビルト、レノ、ATRA/HD
	いちご	Ichigo Asset Management Ltd.
	エンデバー	Endeavor United Co.,Ltd.
	ストラテジック	ストラテジックキャピタル株式会社
	スパークス	SPARX Asset Management Ltd.
	レオス	レオス・キャピタルワークス株式会社
香港	エリオット	Elliott Investment Management L.P.
	オアシス	Oasis Management Company Ltd.
	フェニックス	Phoenix Capital Co.,Ltd.
シンガポール	エフィッシモ	Effissimo Capital Management Pte. Ltd.
	シンフォニー	Symphony Financial Partners Pte. Ltd.
	3D	3D Investment Partners Pte. Ltd.
英国	シルチェスター	Silchester International Investors L.L.P.
米国	アセット・バリュー	Asset Value Investors Ltd.
	タイヨウ	Taiyo Pacific Partners L.P.
	ダルトン	Dalton Investments Inc.
	バリューアクト	ValueAct Capital Management L.P.
	ファラロン	Farallon Capital Management L.L.C.
	ブランデス	Brandes Investment Partners L.P.
	RMB	RMB Capital Management L.L.C.

(注) 筆者作成

4.2 介入の定義と対象期間

アクティビストの介入の定義は、金融商品取引法に基づく大量保有報告制度に倣い、5%以上の上場企業の株式を取得した場合とする。(金融庁 HP 関東財務局, 2024) この5%以上という基準は、大量保有として判断される最小限の水準であり、企業に一定の影響力を及ぼす可能性があると考えられる。また、国内外の先行研究においても、アクティビストの介入基準として5%以上の株式取得が広く採用されていることから、本研究でも同様の基準を採用する。

本研究におけるアクティビストの介入の対象期間は、日本企業のアクティビスト介入の先行研究に続く期間を対象としており、2013年から2024年9月までとなる。田中・後藤(2020)では、2000年から2011年末のデータを用い、長期的な経営改革や企業価値向上が重視される過渡期であった「第一波」「第二波」の時期をカバーし、介入後7事業年度の業績を検証することで、アクティビズムの長期的影響を分析している。

本研究では、2013年頃からのコーポレートガバナンス改革の変革期であるアクティビズムの「第三波」に焦点を当てる。コーポレートガバナンス改革がアクティビズムの性質にどのような変容をもたらしたのかを分析し、先行研究の「第二波」と比較を行う。

4.3 アクティビストの介入データ

本研究では、アクティビストの介入事例を抽出するために、IR BANK のデータベースを使用した。スクレイピングを行い、5%以上の株式取得を伴うアクティビストの介入に関するデータ取得を行った。上記データベースより取得した介入回数は、対象期間において、下記表3の通り、372回となる。この介入回数には、同一のアクティビストが、同一の企業に対して複数回介入した事例も含まれている。

表5：本研究におけるアクティビストの介入回数(期間：2013-2024年9月)

暦年	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	合計
介入数	2	24	21	14	30	35	24	24	51	35	66	46	372

(注) 筆者作成の介入データより作成。上場企業のみ

また、各アクティビストの介入回数と介入期間は下記表6の通りである。

「内退出数」とは、株式保有率が5%未満となった時を指す。「介入期間」は、株式取得(介入)から売却(退出)までの期間を意味するが、アクティビストの株保有率のデータは、2024年9月時点まで取得しているため、現在も株式を保有している場合は、介入期間の計算には含めておらず、実際の保有期間は、本研究の算出値よりも少し長い可能性がある。

本研究において、アクティビスト別の株式平均保有期間を分析した結果、村上ファンド系は、0.5年と非常に短期間である一方、シンフォニーは7年間保有するなど長期的な傾向が見られ、ファンドによって保有期間に顕著な違いがあることが確認できた。さらに、今回選定した全アクティビスト20社の平均保有期間は1.5年、中央値は1.2年、であり、村上ファンドを除外した場合は、平均2.2年、中央値1.8年と全体よりもやや長い傾向があるとわかった。

アクティビストの株式平均保有期間を過去の先行研究と比較すると、1998-2009 年を分析した Hamao et al. (2011)の分析 Tb1.1PanelC では、平均2.4年、中央値1.5年であった。また、2000-2005年を対象とした、井上・加藤(2007),表2では、平均1.6年、中央値1.6年となっており、Hamao et al. (2011)の分析 Tb1.1PanelC の研究結果と近い傾向を示している。

一方、2000-2011年を対象とした田中・後藤(2020)の分析(表8)では、平均3.77年、中央値2.73年と、より長い保有期間が示されている。

田中・後藤(2020),P21は、「この差異は、サンプルの違いに加え、早い時期の研究ほど未退出事例が多くなるため、介入期間が短く推定されがちになる。」と分析している。しかし、本研究で

は、それよりも後の期間を対象としているにもかかわらず、過去の研究と同程度の保有期間となった。この理由としては、以下の3点が考えられる。

第1に、未退出事例が多いほど介入期間が短くなる傾向があるが、本研究では対象期間を越えて株式を保有しているアクティビストの介入期間は計算から除外されているため、実際の保有期間よりも短くなっている可能性がある。同一ファンド内でも、長期的に関与する案件と短期的に売却する案件が二分化し、短期案件のみがデータに反映されることで中央値が下がっている可能性も考えられる。

第2に、短期売買を繰り返す村上ファンドの影響が挙げられる。村上ファンド系の投資スタイルは、短期間での株価上昇を狙い、素早く利益を確定するものであり、その影響で全体の保有期間の中央値が押し下げられたと考えられる。

第3に、アクティビストの戦略の変化が保有期間の短縮に影響を与えている可能性がある。Bebchuk et al. (2015) では、近年のアクティビストは、長期間にわたって企業経営に関与するのではなく、特定のイベントをターゲットとした短期的な利益確定を目指す戦略（イベント・ドリブン型戦略）にシフトしていると指摘されている。具体的には、配当増額要求、自社株買い、M&A などを通じて早期に企業価値向上を実現し、その達成後に速やかに売却するケースが増えていることも考えられる。

表6：アクティビスト介入に関するデータ

国名	アクティビストファンド名	介入回数 (回)	内退出数 (回)	内未退出 (回)	介入期間 (年)
日本	南青山不動産	17	10	7	0.5
	中島宣智	2	2	0	0.4
	野村純	20	14	6	0.4
	村上貴輝	2	1	1	0.3
	村上世彰	1	1	0	0.6
	エスグラントコーポレーション	7	5	2	1.0
	オフィスサポート	7	6	1	0.5
	シティインデックスイレブンス	28	21	7	0.8
	リビルト	1	1	0	0.2
	レノ	11	10	1	0.5
	ATRA/ATRAHD	2	2	0	0.4
	C&I Holdings	5	4	1	0.4
	小計/未退出・介入期間のみ平均値	103	77	26	0.5
	小計/中央値	—	—	—	0.4
	いちご	13	8	5	1.7
	エンデバー	1	0	1	—
	ストラテジック	21	13	8	2.3
	スパークス	29	23	6	1.5
	レオス	26	20	6	1.6
香港	エリオット	2	1	1	0.2
	オアシス	23	7	16	1.4
	フェニックス	1	1	0	1.9
シンガポール	エフィッシモ	24	9	15	1.7
	シンフォニー	13	1	12	7.0
	3D	7	4	3	2.1
英国	シルチェスター	51	28	23	3.6
米国	アセット・バリュー	10	3	7	1.7
	タイヨウ	6	1	5	0.3
	ダルトン	36	25	11	3.4
	バリューアクト	3	0	3	—
	ファラロン	1	0	1	—
	ブランデス	17	14	3	2.5
	RMB	5	4	1	3.1
村上系以外 小計	小計/未退出・介入期間のみ平均値	289	162	127	2.2
	小計中央値	—	—	—	1.8
合計	20社合計/未退出・介入期間のみ平均値	350	203	133	1.5
	20社合計中央値	—	—	—	1.2

(注) 筆者作成の介入データより作成

5. アクティビストの介入の条件

5.1 使用データベースと記述統計

先行研究である、田中・後藤(2020)をベースに、アクティビスト介入後の影響を明確に把握するため、ロジット分析（ロバスト推定）を用い、アクティビストに介入されやすい企業の傾向を把握する。そして、最近接法（Nearest Neighbor Matching）を採用し、各企業の各年ごとに、介入される確率（傾向スコア）を数値化し、その数値を基に比較対象となる非被介入企業をマッチングする。この傾向スコアマッチングにより、被介入企業と非被介入企業の財務・ガバナンス特性の差を最小化した状態で比較を行い、アクティビストの介入が企業パフォーマンスに与える因果関係をより厳密に検証する。

また財務情報は、日本経済新聞社のデータベース「日経 NEEDS（WEB 版）の財務・コーポレートガバナンス(CG)・ファイナンス・株式データを使用した。企業属性・業績指標の定義は下記の通りである。

本研究は、2013年から2024年9月までの約11年間を対象期間とし、上場企業5,703社について分析を実施した。

表7：本研究における、企業属性・業績指標の定義

業績指標（単位）	定義	使用データベース
総資産(百万円)	貸借対照表の総資産額-貸借対照表純資産負債純資産合計資本及び負債合計百万円c105	日経NEEDS財務データ
時価総額(百万円)	時価総額普通株式数×ベース百万円mv_csshs	日経NEEDS財務データ
tobinQ	(時価総額普通株式数×ベース百万円mv_csshs + 貸借対照表負債負債合計百万円c082)/ 貸借対照表純資産負債純資産合計資本及び負債合計百万円c105	日経NEEDS財務データ
ROA	100 * (損益計算書期首からの累計期間営業利益累計百万円d029 + 損益計算書期首からの累計期間営業外収益累計百万円d030) / 貸借対照表純資産負債純資産合計資本及び負債合計百万円c105	日経NEEDS財務データ
負債総資本比率	貸借対照表負債負債合計百万円c082/ 貸借対照表純資産負債純資産合計資本及び負債合計百万円c105	日経NEEDS財務データ
現金等比率	100 * (貸借対照表資産現金預金現金及び現金同等物百万円b022 + 貸借対照表資産有価証券百万円b033 + 貸借対照表資産投資有価証券百万円b088) / 貸借対照表純資産負債純資産合計資本及び負債合計百万円c105	日経NEEDS財務データ
自己資本分配率	100 * (キャッシュフロー計算書配当金の支払金額百万円f102 + キャッシュフロー計算書自己株式の取得による支出百万円f099 - キャッシュフロー計算書自己株式の処分による収入百万円f100) / 貸借対照表純資産自己資本親会社の所有者に帰属する資本百万円c10	日経NEEDS財務データ
研究開発費対総資産比率	100 * その他項目研究開発費累計百万円h033/ 貸借対照表純資産負債純資産合計資本及び負債合計百万円c105	日経NEEDS財務データ
設備投資費対総資産比率	100 * その他項目設備投資額累計百万円h034 / 貸借対照表純資産負債純資産合計資本及び負債合計百万円c105	日経NEEDS財務データ
株式所有割合(外国法人)(-1)(%)	外国法人等所有株式数割合	日経NEEDS株主構成データ
株式所有割合(金融機関)(-1)(%)	金融機関所有株式数割合	日経NEEDS株主構成データ
株式所有割合(その他法人)(-1)(%)	その他の法人所有株式数割合	日経NEEDS株主構成データ
株式所有割合(特定株)(-1)(%)	x指標外部からの規律特定株集中度ci_nfloat + x指標株主資本構成特定株集中度ci_nfl	日経NEEDSファイナンスデータ
ROE	損益計算書期首からの累計期間当期純利益連結累計百万円d114/ 貸借対照表純資産株主資本百万円c084	日経NEEDS財務データ
ROIC	(損益計算書期首からの累計期間営業利益累計百万円d029 - 損益計算書期首からの累計期間法人税住民税及び事業税合計当期税金費) / (x明細有利子負債百万円cb_debt+貸借対照表純資産株主資本百万円c084)	日経NEEDS財務データ

(注) 筆者作成

上記から算出した標的企業の属性は、以下の通りである。トービンのQとROAについては、先行研究に倣い、介入の3年前から各年の数値（-3年、-2年、-1年）を表している。

表8：標的企業の属性（記述統計）

変数名	観測数	平均値	標準偏差	最小値	最大値
時価総額_log(-1)	29,337	10.107	1.711	3.829	17.067
負債総資本比率(-1) (%)	29,337	0.467	0.193	0.012	0.825
現金等比率 (-1) (%)	29,337	28.522	16.883	0.224	99.912
tobinQ(-1) (%)	29,337	1.335	1.164	0.113	10.901
tobinQ(-2) (%)	28,896	1.309	1.172	0.140	10.901
tobinQ(-3) (%)	28,405	1.283	1.151	0.110	10.901
ROA(-1) (%)	29,220	6.074	6.067	-35.179	29.751
ROA(-2) (%)	28,753	6.083	5.965	-35.179	29.751
ROA(-3) (%)	28,260	5.963	5.898	-35.179	29.751
自己資本分配率(-1) (%)	29,337	2.603	3.654	-7.122	30.544
株式所有割合(外国法人) (-1) (%)	29,336	11.114	12.095	0.000	99.000
株式所有割合(金融機関) (-1) (%)	29,336	17.553	12.485	0.000	75.100
株式所有割合(その他法人) (-1) (%)	29,336	26.280	17.455	0.000	100.000
株式所有割合(特定株) (-1) (%)	29,337	45.751	22.786	0.000	100.000
配当性向(-1) (%)	29,326	26.258	31.372	-39.936	139.450
ROE (-1) (%)	29,325	5.4019	2.138	-240.0376	71.966
PBR(-1) (倍)	26,253	1.448	1.528	0.287	8.318

(注) 筆者作成

5.2 ロジット分析（ロバスト推定）

本研究では、最終的に、アクティビストの介入が、企業の経営指標やガバナンス面にどのような変化をもたらすかを検証する。その前提として、アクティビストが、どのような特性を持つ企業に介入する傾向があるのかを分析する。それによって、ターゲット企業選定のロジックや介入の影響をより深く理解し、またアクティビズムの第二波と比較し、アクティビストが介入する企業の特性が過去と同様であるのか、それとも変化が生じているのかを検証する。

ロジット分析（ロバスト推定）では、アクティビストが介入しやすい傾向を持つ、企業の財務・ガバナンス特性である「時価総額、負債総資本比率、現金等比率、トービンのQ、ROA、自己資本分配率、株式所有割合（外国人、金融機関、その他法人）、特定株比率」を説明変数として設定し、アクティビストの介入を被説明変数とする。これにより、企業の財務状態やガバナンス構造がアクティビストのターゲット選定にどのように影響するかを統計的に明らかにする。

また、特定の年度や業種の影響を抑制するため、「期間ダミー」と「業種ダミー」を用いる。業種ダミーは、日経中分類コードを用いた。これにより、業種ごとの固有の特性や市場環境の違いを統制し、より正確な分析が可能となる。

ロジット分析のモデルは、全6モデルを構築し、1-4のモデルは先行研究に倣う。残りの2モデルについては、最近のアクティビストの介入の傾向が強いと考えられる「PBR」、「DOE」、「配当性向」、「ROE」、「ROIC」の変数を追加した。トービンのQとPBRを同じモデルに入れると多重共線性の問題が生じるため、別々のモデルで検証している。

以下に、モデルについて説明する。

表9：ロジット分析 モデル6ケース

モデル	モデル内容
モデル①	各説明変数について、介入の前年(-1年)のデータを用いたモデル
モデル②	業績指標であるトービンのQおよびROAについて、介入の2年前(-2年)および3年前(-3年)の数値を説明変数に加えたモデル
モデル③	モデル②から、業績指標の-2年前の数値を除いたモデル
モデル④	モデル③から、先行研究において統計的に有意(10%水準)でなかった「自己資本分配率」および「株式所有割合(その他法人)」を説明変数から除外したモデル
モデル⑤	モデル①の介入の前年をベースに、説明変数の多重共線性を低減するため、「トービンのQ、ROA、株式所有割合(外国法人、金融)」を除き、「PBR、DOE、配当性向、ROE、ROIC」を追加したモデル
モデル⑥	モデル①の介入の前年をベースに、説明変数から、多重共線性を低減するため「PBR、株式所有割合(外国法人、金融)」を除き、「DOE、配当性向、ROE、ROIC」を追加したモデル

(注) 筆者作成

5.3 ロジット分析の結果と考察

ロジット分析の結果は、下記の表の通りとなり、アクティビストが介入しやすい企業の特徴として、「トービンのQ、ROE、PBR、負債資本比率、株式所有割合(特定株)が低い一方で、時価総額、自己資本分配率、株式所有割合(外国法人・金融)が高い」という傾向が見られた。

表10：ロジット分析の結果

	被説明変数:標的企業 = 1					
	モデル1	モデル2	モデル3	モデル4	モデル5	モデル6
log(時価総額)(-1)	0.852	0.602	0.699	0.476	0.000 ***	0.000 ***
標準誤差	0.057911	0.057784	0.058028	0.582784	0.037786	0.039293
負債総資本比率(-1)	-0.007 ***	-0.019 **	-0.012 **	-0.024 **	-0.028 **	-0.002 ***
標準誤差	0.436505	0.456552	0.453419	0.456277	0.468765	0.446881
現金等比率(-1)	0.344	0.303	0.315	0.217	0.516	0.617
標準誤差	0.344000	0.004911	0.004902	0.004889	0.005194	0.005043
トービンのQ(-1)	-0.001 ***	-0.001 ***	-0.001 ***	-0.001 ***	-	-0.002 ***
標準誤差	0.251044	0.276260	0.253097	0.245403	-	0.238753
トービンのQ(-2)	-	0.541	-	-	-	-
標準誤差	-	0.2072912	-	-	-	-
トービンのQ(-3)	-	-0.080 *	-0.517	-0.496	-	-
標準誤差	-	0.104836	0.117517	0.109856	-	-
ROA(-1)	-0.473	-0.244	-0.788	-0.932	0.790	0.898
標準誤差	0.015941	0.021016	0.020383	0.020462	0.020184	0.020234
ROA(-2)	-	0.063 *	-	-	-	-
標準誤差	-	0.022929	-	-	-	-
ROA(-3)	-	-0.283	-0.809	0.951	-	-
標準誤差	-	0.019700	0.017971	0.017988	-	-
自己資本分配率(-1)	0.002 ***	0.004 ***	0.001 ***	-	0.004 ***	0.005 ***
標準誤差	0.015645	0.015943	0.015484	-	0.017880	0.016953
株式所有割合(外国人)(-1)	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	-	-
標準誤差	0.559871	0.569960	0.568238	0.570009	-	-
株式所有割合(金融機関)(-1)	0.010 **	0.025 **	0.019 **	0.032 **	-	-
標準誤差	0.700270	0.706436	0.709408	0.716185	-	-
株式所有割合(その他法人)(-1)	0.793	0.869	0.846	-0.955	-	-
標準誤差	0.593572	0.099269	0.601690	0.588735	-	-
特定株比率(-1)	-0.559	-0.670	-0.660	-0.711	-0.106	-0.122
標準誤差	0.004153	-0.001822	0.004245	0.004259	0.003569	0.003522
PBR(-1)	-	-	-	-	- 0.000 ***	-
標準誤差	-	-	-	-	0.143130	-
DOE(-1)	-	-	-	-	-0.570	-0.120
標準誤差	-	-	-	-	1.187894	0.914340
配当性向(-1)	-	-	-	-	0.724	0.626
標準誤差	-	-	-	-	0.002271	0.002243
ROE(-1)	-	-	-	-	-0.042 **	-0.080 *
標準誤差	-	-	-	-	0.394629	0.387064
ROIC(-1)	-	-	-	-	0.624	0.505
標準誤差	-	-	-	-	0.302172	0.337642
定数項	-5.506504 ***	-8.043191 ***	-7.918372 ***	-8.130970 ***	-7.605734 ***	-7.407968 ***
標準誤差	0.710244	0.987173	0.986081	0.993238	0.722660	0.706554
業種ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年次ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES
pseudo R2	0.1268	0.1262	0.1264	0.1234	0.0938	0.0933
観測数	29,219	28,145	28,214	28,204	25,538	25,952

***<1%,**<5%,*<10%.

(注) 筆者作成

アクティビストが介入する企業の傾向として、胥(2007)は、余剰キャッシュが多く、トービンのQが低い企業。ガバナンス面においては、外国人株主比率が高く、独立社外取締役が不在で、株主還元政策が不十分(配当や自社株買いが少ない)企業を挙げている。胥(2007)に続く先行研究として、対象年を2000-2012年とした田中・後藤(2020)は、アクティビストに介入されやすい傾向を下記の通り分析している。時価総額が大きく、現金等比率が高く、ROAが高く、トービ

ンのQが低く、負債総資本比率が低い企業。ガバナンス面においては、外国人株主比率が高く、特定株比率が低い企業を挙げている。この2つの先行研究は、ROAを除き、ほぼ同じ傾向を表している。本研究でも、概ね先行研究と同様の傾向が見られたが、「現金等比率」と「自己資本分配率」についてのみ異なる結果が得られた。以下でその違いについて考察を行う。

まず、現金等比率に関して、田中・後藤(2020)では、現金等比率は、正の有意が出ているが、本研究では、どのモデルにおいても係数は正ではあるものの、有意な結果は観察されなかった。この差異の要因は、使用データの差はあるものの、コーポレートガバナンス改革の進展と、アクティビストの戦略の多様化が影響している可能性がある。日本では、2014年にスチュワードシップ・コードが導入され、2015年にコーポレートガバナンス・コードが施行され、大企業を中心にコーポレートガバナンスの改善が進んでいる。その結果、企業が余剰の現金を適切に活用する意識が高まり、従来のようにアクティビストが介入しなくても、株主価値の改善が促されるケースが増えた可能性がある。また、アクティビストの戦略の多様化に関しては、2012年-2015年におけるアクティビストの標的企業の属性分析を行った、井口・浅野(2021)を参考にしたい。

この研究では、アクティビストのタイプを、以下の4つに分類している。第1が、「公開型」で、株主提案権を要求するタイプ。第2が、「非公開型」で、株主提案権を要求しないタイプ。第3が、「長期・高保有比率型」で、株式を長期間・高い比率で保有するタイプ。第4が、「非長期・非高保有比率型」で、短期保有・低い比率で保有するタイプである。そのうえで、「公開型」かつ「長期・高保有比率型」のアクティビストは、典型的なフリーキャッシュフロー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傾向があることを確認している。しかしそれ以外のアクティビストは、必ずしもフリーキャッシュフロー問題を抱える企業をターゲットにするわけではなく、むしろ、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すると指摘している。

本研究における、アクティビストの介入時の株式所有割合を分析した結果、先行研究である胥(2007)の表6-2および田中・後藤(2020)の表11と同様の傾向が確認された。具体的には、アクティビストの提案に賛同しやすい「外国法人」の持ち株比率や、持ち合い構造が崩れ、株主利益を意識して行動する「金融機関」の持ち株比率が高い企業ほどアクティビストの介入を受けやすいことが、統計的に有意に示された。これは、井口・浅野(2021)が示した、「アクティビストの要求が通りやすい株主構成の企業が標的とされやすい」という傾向と一致しており、アクティビストの介入手法が多様化していることを示唆している。

また本研究では、「自己資本分配率」が正に有意であるという結果が得られた。これは、田中・後藤(2020)の表11においては有意ではないが、井口・浅野(2021)図表7では、第3の「長期・高保有比率型」である企業の標的企業は同業種企業と比較し、規模が大きく、負債比率が低く、ROAが低い傾向にあり、自己資本分配率が高いという属性を有するとあり、正に有意であることが示唆されている。これは、自己資本分配率が高い企業は、株主還元の余力があるというシグナリング効果があり、介入先の企業の分類が、「長期・高保有比率型」であれば、アクティビストがその「現金余力」をさらに引き出す余力があることを選別しているとも言えよう。

本研究でも、アクティビストが介入後に自社株買いや増配の拡大が可能である企業を選定している可能性が高いと考えられる。つまり、自己資本分配率が高い企業は、アクティビストによる株主還元の要求を受け入れる余力があるため、ターゲットとして魅力的であると考えられる。

6. アクティビスト介入後の影響

6.1 傾向スコアマッチング

本研究の目的は、コーポレートガバナンス改革が進むアクティビズムの「第三波」という最新の期間において、アクティビストの介入が企業価値に与える影響を分析することである。そして、その経路を実証的に確認することで、アクティビストの評価が二分する理由を明らかにすることである。

その分析手法としては、アクティビストの介入を受けた企業群と介入を受けていない企業群の比較分析が考えられる。しかし、この時の比較企業群には、先ほどロジット分析で分析した介入されにくい特徴を持つ傾向があり、単純な回帰分析では、因果関係が不明確となる。例えば、ロジット分析の結果からも、アクティビストが介入する企業は特定の財務・ガバナンス特性を持つ傾向があることが確認されている。そのため、単純な比較では、介入の影響ではなく、企業のもともとの特性による影響が結果に混入する可能性がある。また、因果推論の適切な操作変数に関しても、本研究では、アクティビズムの第三波という、過去の先行研究もない新しい対象期間のため、明確に断定することが難しい。そこで、アクティビストの介入を受けた企業群と介入を受けていない企業群の中で、介入を受けた企業群と同じ傾向の企業群を探し出して比較する、傾向スコアマッチングを取り入れ、介入企業と類似した特性を持つ非介入企業を選定し、より厳密な比較を行う。傾向スコアマッチングは、アクティビストの介入を受けた企業群と介入を受けていない企業群のような因果関係の不明瞭な場合でも比較が可能であり、米国と比較して、アクティビストの介入のサンプル数が大幅に少ない日本企業を対象とする本研究においても、有効な分析手法である。

本研究では、介入を受けた企業群と同じ傾向を持つ企業群の選定に、ロジットモデルの推計結果を活用し、傾向スコアを算出する。企業がアクティビストの介入を受ける確率を、先ほどのロジット分析で用いた、表9のモデル①をベースに、以下変数を用いて推定を行った。

時価総額 (t-1)、負債総資本比率 (t-1)、現金等比率 (t-1)、トービンの Q (t-1)、ROA (t-1) 自己資本分配率 (t-1)、株式所有割合 (外国法人) (t-1)、株式所有割合 (金融機関) (t-1) 株式所有割合 (特定株) (t-1)、日経業種中分類コード (t-1)、期間 (t-1)。

多重共線性を除くために、株式割合 (その他法人) を取り除いた上記ロジットモデルを用い、介入の予測確率 (傾向スコア) を算出する。ダミー変数として、業種と期間 (年) をモデルに追加し、業種特有の傾向や財務構造の違い、各年の経済環境の差をコントロールする。

そして、各被説明変数について、同じ時期の比較企業の業績変化と比較し、有意な差があるかどうかを検証するため、DID (difference in difference) を用い、t 検定で2つの企業群間の平均値の統計的な差を検定した。

業績変化を見る方法としては、以下4点（1点目が、介入1年後(t+1)－介入前年(t-1)、2点目が、介入2年後(t+2)－介入前年(t-1)、3点目が、介入3年後(t+3)－介入前年(t-1)、4点目が、介入1-3年平均(1+2+3)－介入前年(t-1)）と、介入後1、2、3年後の業績と介入前年の業績との差の差をそれぞれ単年度で確認すると共に、介入後3年間の業績の平均と介入前年の業績との差に対して、差の差分析を実施した。

単年度の業績変化を見る方法は、米国の先行研究 Bebchuk et al. (2015)、Cremers et al. (2018) などでも、多くの先行研究で取られている手法である。また、数年平均の業績変化としては、日本の先行研究 胥 (2007)、田中・後藤 (2020) で2年平均が取られており、2年平均を取ることで、単年に生じた特殊要因の影響を受けることが少なくなり、アクティビストの介入をより信頼性をもって検証できる可能性があるとしている。

本研究では、アクティビズムの影響を介入後の業績3年で確認する。先行研究における、アクティビストの介入の影響については、短期的には有意にポジティブ、長期的には不明という論文が多かったため、長期の検証でありながら、アクティビスト介入後の影響が因果として考えられる期間と想定可能な3年とした。単年度では特殊要因の影響を受けやすいため、1-3年後の平均値も使用し、より信頼性の高い検証を行う。

6.2 傾向スコアマッチングの結果と考察

傾向スコアマッチングの結果は、下記の表11の通りとなり、アクティビストの介入により、ROE、DOE、自己資本分配率、社外取締役数は正に有意であり、ROA やトービンの Q、ROIC、PBR、現金等比率などの経営指標に低下は見られず、研究費や設備開発費が負に有意になることもなかった。

表11：傾向スコアマッチング結果（一部抜粋）

	Untreated		Treated		平均の差	差の検定 標準誤差	差の検定 p値	有意性
	観測値	平均	観測値	平均				
トービンのQ(-1 to +1)	188	-0.023337	196	0.015173	-0.038510	0.03656	0.293	
トービンのQ(-1 to +2)	146	0.058191	150	-0.042126	0.100317	0.03165	-0.113	
トービンのQ(-1 to +3)	113	-0.003373	117	-0.133709	0.130336	0.08534	-0.128	
トービンのQ(-1 to +平均(t1+2+3))	188	0.024744	196	-0.003041	0.027785	0.04422	-0.530	
ROA(-1 to +1)	188	-0.586432	195	-0.544666	-0.041767	0.48532	0.932	
ROA(-1 to +2)	105	-0.255242	109	0.043995	-0.299237	0.55420	0.590	
ROA(-1 to +3)	110	-0.528258	116	-0.048618	-0.479640	0.55894	0.392	
ROA(-1 to +平均(t1+2+3))	189	-0.905591	195	-0.370366	-0.535225	0.45727	0.201	
自己資本分配率(-1 to +1)	187	0.061832	196	0.934768	-0.872936	0.59314	0.142	
自己資本分配率(-1 to +2)	145	-0.154940	150	1.122080	-1.277020	0.64382	0.048 **	
自己資本分配率(-1 to +3)	113	0.125633	117	0.461598	-0.335966	0.64156	0.601	
自己資本分配率(-1 to +平均(t1+2+3))	187	0.168534	196	0.928907	-0.760373	0.48046	0.114	
研究開発費(-1 to +1)	147	-0.056335	155	-0.125566	0.069231	0.05645	-0.221	
研究開発費(-1 to +2)	112	-0.084545	115	-0.064527	-0.020018	0.78249	0.798	
研究開発費(-1 to +3)	86	-0.134291	90	-0.146897	0.012607	0.95356	-0.895	
研究開発費(-1 to +平均(t1+2+3))	149	-0.078597	156	-0.117695	0.039098	0.06217	-0.530	
設備投資費(-1 to +1)	179	-0.075981	186	-0.047460	-0.028520	0.28448	0.920	
設備投資費(-1 to +2)	138	-0.081344	141	0.090777	-0.172121	0.34118	0.614	
設備投資費(-1 to +3)	108	-0.214780	108	0.343979	-0.558759	0.36435	0.127	
設備投資費(-1 to +平均(t1+2+3))	181	-0.045126	186	0.100963	-0.146089	0.26730	0.585	
DOE(-1 to +1)	186	0.001195	195	0.004123	-0.002929	0.00149	0.051 *	
DOE(-1 to +2)	144	0.001601	149	0.004714	-0.003112	0.00187	0.098 *	
DOE(-1 to +3)	110	0.002754	116	0.004662	-0.001909	0.00247	0.440	
DOE(-1 to +平均(t1+2+3))	188	0.002243	195	0.005357	-0.003114	0.00151	0.040 **	
社外取締役数(-1 to +1)	124	0.346774	129	0.558140	-0.211365	0.11555	0.069 *	
社外取締役数(-1 to +2)	86	0.674419	88	0.795455	-0.121036	0.15477	0.435	
社外取締役数(-1 to +3)	64	0.921875	67	1.074627	-0.152752	0.20488	0.457	
社外取締役数(-1 to +平均(t1+2+3))	124	0.451613	129	0.723514	-0.271901	0.12061	0.025 **	
従業員給与(-1 to +1)	156	17158.17	162	66801.86	-49643.69	71141.59	0.486	
従業員給与(-1 to +2)	122	232086.70	128	135096.70	96990.00	103093.20	-0.348	
従業員給与(-1 to +3)	86	275057.00	88	132075.10	142981.90	164822.90	-0.387	
従業員給与(-1 to +平均(t1+2+3))	156	125433.90	162	102904.70	22529.20	79481.19	-0.777	
従業員年齢(-1 to +1)	156	0.130641	162	0.259198	-0.128557	0.12950	0.322	
従業員年齢(-1 to +2)	122	0.576475	128	0.464141	0.112335	0.21504	-0.602	
従業員年齢(-1 to +3)	86	0.764186	88	0.587386	0.176800	0.29927	-0.556	
従業員年齢(-1 to +平均(t1+2+3))	156	0.352051	162	0.397428	-0.045377	0.15889	0.775	

***<1%,**<5%,*<10%.

(注)筆者作成

6.3 自己資本分配率が正に有意

ロジット分析では、自己資本分配率が高い企業にアクティビストは介入するという結果となり、自己資本分配率が高い企業は、現金を還元する余力があるというシグナリング効果があると説明した。さらに、本研究ではDOE(株主資本配当率)という自己資本に対する配当や自社株買いなどの株主還元の割合が高いことを表す被説明変数も正に有意であることから、アクティビストの介入により、自社株買いや更なる増配などを行ってもなお、その「現金余力」をさらに引き出せる余力がある企業が選定されていることを証明したと言える。

6.4 現金等比率に正も負も有意なし

これまでの先行研究では、現金等比率が、負に有意になるということが定説であったが、本研究では有意差は出なかった。またこの結果は、先ほどのロジット分析でも、現金等比率が介入理由として、有意な差が出なかったことと同様の結果であり、一貫性がある。以前は、アクティビストの介入の目的として、フリーキャッシュフロー仮説に基づき、余剰現金を株主還元 to 充てさせることが主流であった（胥(2007)）。しかし、本研究のロジット分析および傾向スコアマッチングの結果、自己資本分配率に正の有意が確認されたことから、現在のアクティビストは、単に現金を内部留保している企業ではなく、すでに収益力があり、より積極的な資本分配が可能な企業をターゲットにしている可能性が示唆される。Uchida & Xu(2008) では、スティー爾と村上ファンドによる介入企業の比較が行われている。村上ファンドは、キャッシュリッチな企業を好む傾向が強い一方で、スティー爾は、キャッシュリッチに加え、市場評価の低い企業への介入にも重点を置いているという。実際、市場からはスティー爾の介入の方が、市場からより好意的に評価され、株価の異常リターンの水準もスティー爾の方が高いとされる。このスティー爾の事例のように、近年のアクティビストは、現金そのものの活用にとどまらず、企業の総合的な価値向上に焦点を当てるアプローチにシフトしている可能性があると考えられる。具体的には、事業再編、資本効率改善、配当や自社株買いの増加といった施策を通じた企業価値向上を重視する動きが見られる。

6.5 連結従業員数比率が負に有意

本研究では、アクティビストの介入により、経営指標は悪化することなく、ROE も向上するという結果が得られた。一方で、連結従業員数は、10%水準で負に有意となり、一定の減少が見られた。宮島(2007)は、1990年から1998年のサンプルを用いて、M&A による合併が雇用に与える影響を実証研究し、合併によって従業員数が3%減少することを示した。また、久保(2004)の研究では、合併後に、相対的に査定点の低い従業員が退職し、能力の高い従業員が残る傾向があることが指摘されている。これらの研究からも、組織の合理化による従業員数の変化が、必ずしも企業の成長や競争力の低下を意味するわけではないことが示唆される。

本研究においても、アクティビストの介入後に ROE という業績指標が向上していることから、従業員数の減少は、単なるリストラではなく、企業の成長戦略や経営効率の向上を目的とした事業ポートフォリオの最適化や組織改革の一環である可能性が高い。また、日本の雇用慣行を考慮すると、強制的な解雇は難しく、多くの企業では定年退職の自然減や新規採用の調整を通じた緩やかな雇用最適化が進められることが一般的である。実際の解雇は、日本の法律では難しく、定年退職や新規採用の抑制などの従業員削減のケースも多いため、従業員の負担は少ないケースも多いと考えられる。さらに、宮島(2007) は、日本の雇用市場は流動性が低いため、一部のケースでは再雇用が課題となる可能性も指摘されている。しかし同時に、人員削減による労働生産性

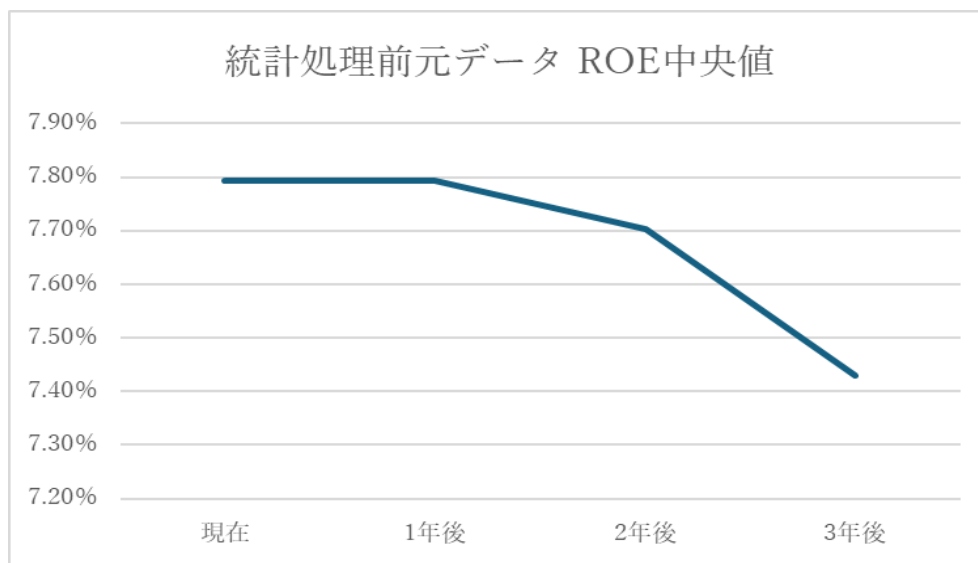
の向上や組織のスリム化による業務効率化が進み、人材配置の最適化につながるという側面もある。したがって、アクティビストの介入を通じた組織改革が、企業の持続的成長や資本効率の向上に寄与している可能性も考慮する必要がある。さらに、そのリストラがアクティビストの意図によるものか、経営者の判断によるものかは不明であり、ネガティブな影響があるとは断定できない。したがって、アクティビストの介入に伴う従業員数の減少は、単なるリストラではなく、企業の経営戦略の一環としての組織が最適化されている結果と捉えることができる。

7. ROE のデュポン分解による経路の分析

本研究の分析結果では、アクティビストの介入後、企業の業績指標の数値は悪化しておらず、むしろ ROE が向上することが確認された。一方、傾向スコアマッチングを行う前の元データを確認すると、下記図2の通り、ROE は低下している。これは、日本経済新聞のアクティビスト騒乱特集(日本経済新聞, 2024)における、財務指標の中央値の調査結果と同じ傾向を持つ。元データのままでは、ROE は低下しているが、傾向スコアマッチングを適用すると、ROE は正に有意となる。これは、単純な平均比較ではなく、比較対象を介入対象と類似する企業として、統計上の調整が行われた結果、異なる結論が得られたと考えられる。

統計処理前のデータにおいて、ROE が低下している理由は、アクティビストの介入企業に対する選好バイアスとマクロ要因にあると考える。これまでの先行研究や本研究での実証結果から、アクティビストは、ROE が低い企業を選定して介入する傾向があることがわかっている。そのため、介入後の ROE が低下していても、適切な比較対象と比較した場合には実際には相対的に ROE が改善している可能性がある。次に、マクロ要因の視点で、介入対象企業全体の ROE が低下しているのではなく、その時期の同業他社も含めた市場全体では、ROE が低下している可能性がある。傾向スコアマッチングでは、ダミー変数として、年と業種ダミーを入れて、その影響を抑制しており、似た特徴を持つ企業と比較しているため、通常よりマクロ要因の影響を排除することができており、ROE は正に有意であると判断できる。

図2：アクティビスト介入データ 統計処理前 ROE 中央値

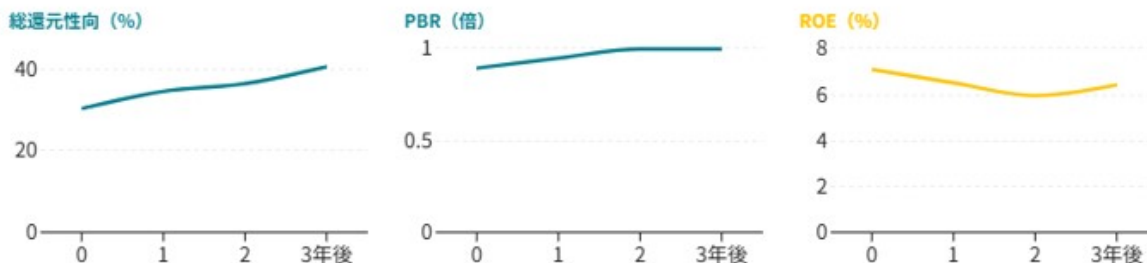


(注) 筆者作成の介入データより、作成

図3：日本経済新聞 力増すアクティビスト 企業価値を高めるか 「原因は上がらぬ ROE」

株主還元は増えるが、ROEは上がらない

アクティビストが投資対象とした企業の中央値



投資開始から3年後まで継続比較できる230社を対象に集計

(注) 引用：日本経済新聞 アクティビスト資本騒乱特集 2024年12月5日

傾向スコアマッチングでの差と差の分析結果で、アクティビストの介入により、ROE が向上することが確認された。更に ROE 向上がどの経路によるものかを詳細に分析するために、ROE をデュポン分解し、分解した各要素で、傾向スコアマッチングを行った。デュポン分解とは、デュポン社が考案した、企業の財務状況を複数の要素に分解する手法である。ROE の式は、「 $ROE = \text{売上高純利益率} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ}$ 」で構成され、それをデュポン分解すると、「デュポン式 $ROE = (\text{当期純利益} / \text{売上高}) \times (\text{売上高} / \text{総資産}) \times (\text{総資産} / \text{自己資本})$ 」となる。ROE を分解した「売上高純利益率」と「総資産回転率」と「財務レバレッジ」

ジ」の傾向スコアマッチングの差と差の分析結果は、下記表12の通りで、いずれの指標についても有意な差は確認されなかった。

表12：デュボン分解 傾向スコアマッチング後の介入企業と非被介入企業の差の分析結果

		Untreated		Treated		平均の差	差の検定 標準誤差	差の検定 p値	有意性
		観測値	平均	観測値	平均				
デュボン分解	売上高純利益率	124	-0.006066	129	-0.009659	0.003592	0.006781	-0.597	
	総資産回転率	124	-0.054391	129	-0.070605	0.016214	0.026765	-0.545	
	財務レバレッジ	126	0.353207	129	0.197206	0.156000	0.774843	-0.841	

***<1%,**<5%,*<10%,

(注) 筆者作成

そこで、更に、デュボン分解の不足を補うことができる「上級デュボン分解」を行う。
デュボン分解では、事業活動のために発生する負債と、資金調達のための負債が合算されるため、純粋な金融負債を明確にすることが難しい。そこで本研究では、より精緻な財務分析を行うため、「上級デュボン分解」も行った。上級デュボン分解の式は、 $ROE = \text{純事業資産利益率}(RNOA) + D/E \times (RNOA - NBC(\text{純借入コスト}))$ となり、純事業資産利益率、DE、負債活用利益という、3点に分解して、分析を実施。結果として、いずれの指標も統計的に有意な差は確認されなかった。

表13 上級デュボン分解 傾向スコアマッチング後の介入企業と非被介入企業の差の分析結果

		Untreated		Treated		平均の差	差の検定 標準誤差	差の検定 p値	有意性
		観測値	平均	観測値	平均				
上級 デュボン分解	純事業資産利益率	124	-0.006992	129	-0.007441	0.000449	0.010972	-0.967	
	DE	124	-0.146829	129	-0.130269	-0.016561	0.170142	-0.923	
	負債活用利益	112	-19.562410	117	-20.503240	0.940830	36.398460	-0.979	

***<1%,**<5%,*<10%,

(注) 筆者作成

ROE をデュボン分解をした後の3点の「売上高純利益率」と「総資産回転率」と「財務レバレッジ」の指標では、差と差の分析で結果が出なかったため、デュボン分解の式を更に最小単位の変数に分解し、「当期純利益」、「売上高」、「総資産」、「自己資本」の4変数それぞれ、傾向スコアマッチングによる、差と差の分析を行った。結果は下記表の通りである。

ROE の上昇要因を詳細デュボン分解により分析したところ、当期純利益には有意な変化が見られなかったものの、売上高、総資産、自己資本は統計的に負に有意となり、いずれも減少してい

た。つまり、アクティビストは新たな事業価値を創出したわけではなく、余剰フリーキャッシュフローの株主還元や資本構成の変更を通じて ROE を上昇させていると考えられる。

各変数が負に有意にもかかわらず、ROE が正に有意になっていることは、アクティビストの総資産と自己資本を抑制する力が非常に強いという事が確認できる。

本研究の結果から、アクティビストは「利益の向上」や「新規事業の創出」ではなく、「資本効率の改善」を通じて、ROE を向上させている可能性が高いことが確認された。それにより、アクティビストに対する評価が二分している理由は、その立場による違いが大きいと考えられる。アクティビストの介入による影響は、余剰フリーキャッシュフローの分配や資本構成の見直しによるものが中心である。そのため、財務・ガバナンスの観点からはポジティブに評価される一方で、経営者にとっては、意図しない配当や自社株買い、社外取締役の増加などが経営の自由度を制限する要因として捉えられることがある。このように、アクティビストの介入がもたらす影響が評価の相違につながっていると考えられる。

先行研究におけるポジティブな評価としては、アクティビストが企業価値を高めるだけでなく、コーポレートガバナンスの強化にも貢献している点が挙げられる。一方、企業経営者の視点では、アクティビストの介入は、経営の脆弱性を突き、余剰キャッシュフローを市場に放出させるものとして、ネガティブに捉えられる傾向がある。このように、アクティビスト介入に対する評価の相違は、立場の違いによるものであり、本研究では ROE のデュボン分解を用いることで、その二分する理由を検証することができた。

表14 詳細デュボン分解 最小単位の変数での傾向スコアマッチングによる差と差の分析結果

		Untreated		Treated		平均の差	差の検定 標準誤差	差の検定 p値	有意性
		観測値	平均	観測値	平均				
デュボン分解 詳細変数	当期純利益	187	-1866.86	196	-6623.16	4756.31	8715.45	-0.586	
	売上高	124	33753.15	129	-15214.46	48967.61	19243.32	-0.012 **	
	純資産	124	187040.70	129	-4807.11	191847.81	86859.77	-0.028 **	
	自己資本	124	91562.06	129	4911.57	86650.50	37816.47	-0.023 **	

***<1%, **<5%, *<10%,

(注) 筆者作成

8. 最後に

日本の資本市場でコーポレートガバナンス改革が進む中、アクティビストの目的や戦略も変容しつつある。先行研究の多くは、アクティビストが企業価値を向上させると肯定的に評価しており、企業関係者や弁護士などの実務家の間では、アクティビストは短期的な利益を重視するとして、否定的な評価となっている。本研究の目的は、この評価が二分するアクティビストが企業価値へ与える影響について分析する事である。そこでコーポレートガバナンス改革以降の最新のデ

ータを用い、アクティビストの介入が企業価値に与える影響を、介入前年から介入後3年までの期間にわたり、実証分析を行った。その結果を明らかにするにあたり、以下の2点に留意した。第1に、先行研究が十分に活用していないコーポレートガバナンス改革以降の最新データを用いることで、アクティビストの介入が企業業績に与える影響をより正確に検証した。第2に、傾向スコアマッチングを活用し、アクティビスト介入の財務的な業績指標への影響を厳密に比較すると共に、デュポン分解を用いることでその経路を明らかにした。これまでの先行研究に、ROEやROICといった財務的な指標を分析に加え、ステークホルダー・ガバナンスの観点から、人件費、従業員数、従業員の年齢・勤続年数、給与水準、社外取締役数などの指標を用い、アクティビストの介入が企業に及ぼす影響を多角的に検証した。

本研究の結果、アクティビストが介入しやすい企業の特徴として、「トービンのQ、ROE、PBR、負債資本比率、特定株の割合が低い一方で、時価総額、自己資本分配率、外国法人・金融機関の株式所有割合が高い」という傾向が確認された。これは、アクティビストが市場価値の低い企業をターゲットにするという先行研究と概ね一致していた。

また介入後の影響については、傾向スコアマッチングを用いて、介入企業と類似特性を持つ非介入企業を選定・比較し、単純な比較分析では影響を受けやすい企業特性の影響を排除し、因果関係をより厳密に検証した。その結果、ROE、DOE、自己資本分配率、社外取締役数は正に有意であり、トービンのQやROA、ROIC、PBR、現金等比率などの業績指標に低下は確認されず、研究費や設備開発費の削減も見られなかった。

さらに経路を確認するために、ROEのデュポン分解を行った結果、ROEの向上は当期純利益の増加ではなく、自己資本と総資産の削減によって達成されていることがわかった。つまり、アクティビストは本業の収益性向上を促すのではなく、資本構成の最適化や株主還元を通じてROEを改善する戦略を取る傾向があることが示された。株主視点では、資本効率の改善や株主還元の強化というポジティブな影響が評価される一方で、経営者視点では、余剰キャッシュフローの市場放出や自社株買い、社外取締役の増加などが経営の自由度を制限する要因として捉えられることが多い。このような視点の違いが、アクティビズムに対する議論が二分される要因となっている。

実証分析の結果をまとめると、アクティビストの介入は、企業価値を短期的に毀損するものではなく、むしろ資本効率の向上やガバナンス改革に一定の影響を与えることが確認された。ただし、その影響は企業の収益性向上を直接的に促すものではなく、資本構成の最適化や株主還元を通じて達成される傾向がある。このように、アクティビストの介入による企業業績の改善が複雑な経路をたどることが、評価の相違を生む一因となっていると考えられる。

最後に、アクティビストの介入は単なる短期的な利益追求ではなく、企業の資本効率やガバナンス改革に一定の影響を及ぼすことが確認された。しかし、アクティビズムが企業経営の持続的成長にどのように貢献できるのかについては、さらなる研究が必要である。今後の課題として、アクティビストファンドごとの戦略の分析や、日本市場における介入事例の変化を継続的に追跡することが求められる。

9. 参考文献

英語文献

1. Ahmadjian, C. L., & Robbins, G. E. (2005). A clash of capitalisms: Foreign shareholders and corporate restructuring in 1990s Japan. *Industrial and Corporate Change*, 14(6), 839-862.
2. Becht, M., Franks, J., Grant, J., & Wagner, H. F. (2017). Returns to hedge fund activism: An international study. *The Review of Financial Studies*, 30(9), 2933-2971.
3. Bebchuk, L. A., Brav, A., & Jiang, W. (2015). The long-term effects of hedge fund activism. *Journal of Finance*.
4. Bratton, W. W., & Wachter, M. L. (2010). The case against shareholder empowerment. *University of Pennsylvania Law Review*, 158(3), 653-728.
5. Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *Journal of Finance*.
6. Bris, A., & Cabolis, C. (2008). The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 605-648.
7. Chen, L., & Smith, M. (2022). Financial leadership in the era of shareholder activism. *Global Financial Management Review*, 8(3), 102-125.
8. Coffee, J. C., Jr., & Palia, D. (2016). The impact of hedge fund activism: Evidence and implications. *European Financial Management*.
9. Cremers, M., Masconale, S., & Sepe, S. M. (2017). Activist hedge funds and the corporation. *The Yale Law Journal*, 126(8), 1870-1955.
10. deHaan, E., Larcker, D. F., & McClure, C. (2019). Long-term economic consequences of hedge fund activist interventions. *Review of Accounting Studies*, 24(2), 391-424.
11. Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
12. Hamao, Y., Kutsuna, K., & Matos, P. (2018). U.S.-style investor activism in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 48, 29-54.
13. Krishnan, C. N. V., Partnoy, F., & Thomas, R. (2016). The second wave of hedge fund activism: The importance of reputation, clout, and expertise. *Journal of Corporate Finance*, 40, 296-314.

14. Lim, J. (2015). The role of activist hedge funds in financially distressed firms. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(6), 1321-1351.
15. Uchida, K., & Xu, P. (2008). Does corporate governance matter? Evidence from Japanese firms.
16. Uchida, K., & Xu, P. (2008). US barbarians at the Japan gate: Cross border hedge fund activism. Bank of Japan Working Paper Series.
17. Yarrow, G. K. (1985). Shareholder protection compulsory-1985. *The Journal of Industrial Economics*, 34(1), 3-16.

日本語論文

1. 井上, & 加藤. (2007). アクティビストファンドの功罪. *証券経済研究*, 61(2), 209-216. *日本労働雑誌*, No. 529/August 2004
2. 久保, 克行. (2004). 合併に伴う人事制度の統合と雇用・処遇の変化,
3. 胥. (2007). どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか. 独立行政法人経済産業研究所リサーチペーパー.
4. 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: 「所有と経営の分離」の終わりの始まり. *証券アナリストジャーナル*, 52(5), 56-68.
5. 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. *日本証券業協会 (JSDA) キャピタルマーケットフォーラム (第2期) 論文集*.
6. 井口益男・浅野敬志. (2021). アクティビストの標的企業とその属性. *証券経済研究*, 116.

日本語書籍

1. ブライアン・バロー, & ジョン・ヘルヤー. (1990). 野蛮な来訪者: RJR ナビスコの陥落. 日本放送出版協会.
2. 渡辺, 章博., 井上, 光太郎., & 佐山, 展生. (2005). M&A とガバナンス. 東洋経済新報社.
3. 宮島, 英昭. (2007). 日本の M&A—企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト. 東洋経済新報社.
4. 加護野, 忠男. (2014). 経営はだれのものか: 協働する株主による企業統治再生. 日本経済新聞出版社.
5. 村上, 世彰. (2019). 生涯投資家. 文藝春秋.
6. 中神, 康議. (2020). 三位一体の経営. ダイヤモンド社.
7. 人見, 健. (2021). M&A 失敗の本質. ダイヤモンド社.
8. 菊地, 正俊. (2022). 日本株を動かす外国人投資家の思考法と投資戦略. 日本実業出版社.
9. 太田, 洋. (2023). 敵対的買収とアクティビスト. 岩波書店.

10. 浜辺, 真紀子. (2023). 株主との対話. 中央経済社.
11. 手島, 直樹. (2024). アクティビズムを飲み込む企業価値創造. 日本経済新聞出版.
12. 丸木, 強. (2024). 「モノ言う株主」の株式市場原論. 中央公論新社.
13. 菊地, 正俊. (2024). アクティビストの正体: 対話と変革を促す投資家の戦略. 中央経済社.
14. 鈴木, 紀子., 宮地, 真紀子., & 原山, 真紀. (2024). アクティビスト対応の実務. 中央経済社.
15. 大熊, 将八. (2024). アクティビストと企業支配権市場. 一般財団法人金融財政事情研究会.

ウェブサイト

1. 金融庁. (2014). 日本版スチュワードシップ・コード.
<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf> (2024年9月1日取得)
2. 東京証券取引所. (2015). コーポレートガバナンス・コード.
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/code.pdf> (2024年9月1日取得)
3. 東京証券取引所. (2023). コーポレートガバナンス白書2023.
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/cg27su0000004bk2.pdf> (2024年9月1日取得)
4. 経済産業省. (2024). 持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～ (伊藤レポート) .
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/pdf/itoreport.pdf (2024年9月1日取得)
5. IRBANK. (2024). IRBANK. <https://irbank.net/> (2024年9月25日取得)
6. 日本経済新聞. (2023). 日本企業のガバナンス改革進む. (2023年5月10日)
<https://www.nikkei.com> (2024年12月20日取得)
7. 日本経済新聞. (2024). 資本騒乱 膨張アクティビスト. (2024年12月2日).
<https://www.nikkei.com> (2024年12月20日取得)
8. 東京証券取引所. (2024). コーポレートガバナンス・コード.
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/code.pdf> (2024年9月1日取得)
9. 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会. (2024). 日本版スチュワードシップ・コード. <https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf> (2024年9月1日取得)

10. 財務省関東財務局. (2024). 株券等の大量保有の状況等に関する開示制度 (5%ルール) の概要について. <https://lfb.mof.go.jp/kantou/disclo/tairyou/mokuji.htm> (2024年12月20日取得)

APPENDIX

〈傾向スコアマッチング 全分析データ〉

	Untreated		Treated		平均の差	差の検定 標準誤差	差の検定 p値	有意性
	観測値	平均	観測値	平均				
トービンのQ(-1 to +1)	188	-0.023337	196	0.015173	-0.038510	0.03656	0.293	
トービンのQ(-1 to +2)	146	0.058191	150	-0.042126	0.100317	0.03165	-0.113	
トービンのQ(-1 to +3)	113	-0.003373	117	-0.133709	0.130336	0.08534	-0.128	
トービンのQ(-1 to +平均(t1+2+3))	188	0.024744	196	-0.003041	0.027785	0.04422	-0.530	
ROA(-1 to +1)	188	-0.586432	195	-0.544666	-0.041767	0.48532	0.932	
ROA(-1 to +2)	105	-0.255242	109	0.043995	-0.299237	0.55420	0.590	
ROA(-1 to +3)	110	-0.528258	116	-0.048618	-0.479640	0.55894	0.392	
ROA(-1 to +平均(t1+2+3))	189	-0.905591	195	-0.370366	-0.535225	0.45727	0.201	
自己資本分配率(-1 to +1)	187	0.061832	196	0.934768	-0.872936	0.59314	0.142	
自己資本分配率(-1 to +2)	145	-0.154940	150	1.122080	-1.277020	0.64382	0.048 **	
自己資本分配率(-1 to +3)	113	0.125633	117	0.461598	-0.335966	0.64156	0.601	
自己資本分配率(-1 to +平均(t1+2+3))	187	0.168534	196	0.928907	-0.760373	0.48046	0.114	
研究開発費(-1 to +1)	147	-0.056335	155	-0.125566	0.069231	0.05645	-0.221	
研究開発費(-1 to +2)	112	-0.084545	115	-0.064527	-0.020018	0.78249	0.798	
研究開発費(-1 to +3)	86	-0.134291	90	-0.146897	0.012607	0.95356	-0.895	
研究開発費(-1 to +平均(t1+2+3))	149	-0.078597	156	-0.117695	0.039098	0.06217	-0.530	
設備投資費(-1 to +1)	179	-0.075981	186	-0.047460	-0.028520	0.28448	0.920	
設備投資費(-1 to +2)	138	-0.081344	141	0.090777	-0.172121	0.34118	0.614	
設備投資費(-1 to +3)	108	-0.214780	108	0.343979	-0.558759	0.36435	0.127	
設備投資費(-1 to +平均(t1+2+3))	181	-0.045126	186	0.100963	-0.146089	0.26730	0.585	
DOE(-1 to +1)	186	0.001195	195	0.004123	-0.002929	0.00149	0.051 *	
DOE(-1 to +2)	144	0.001601	149	0.004714	-0.003112	0.00187	0.098 *	
DOE(-1 to +3)	110	0.002754	116	0.004662	-0.001909	0.00247	0.440	
DOE(-1 to +平均(t1+2+3))	188	0.002243	195	0.005357	-0.003114	0.00151	0.040 **	
社外取締役数(-1 to +1)	124	0.346774	129	0.558140	-0.211365	0.11555	0.069 *	
社外取締役数(-1 to +2)	86	0.674419	88	0.795455	-0.121036	0.15477	0.435	
社外取締役数(-1 to +3)	64	0.921875	67	1.074627	-0.152752	0.20488	0.457	
社外取締役(-1 to +平均(t1+2+3))	124	0.451613	129	0.723514	-0.271901	0.12061	0.025 **	
従業員給与(-1 to +1)	156	17158.17	162	66801.86	-49643.69	71141.59	0.486	
従業員給与(-1 to +2)	122	232086.70	128	135096.70	96990.00	103093.20	-0.348	
従業員給与(-1 to +3)	86	275057.00	88	132075.10	142981.90	164822.90	-0.387	
従業員給与(-1 to +平均(t1+2+3))	156	125433.90	162	102904.70	22529.20	79481.19	-0.777	
従業員年齢(-1 to +1)	156	0.130641	162	0.259198	-0.128557	0.12950	0.322	
従業員年齢(-1 to +2)	122	0.576475	128	0.464141	0.112335	0.21504	-0.602	
従業員年齢(-1 to +3)	86	0.764186	88	0.587386	0.176800	0.29927	-0.556	
従業員年齢(-1 to +平均(t1+2+3))	156	0.352051	162	0.397428	-0.045377	0.15889	0.775	

***<1%,**<5%,*<10%.

	Untreated		Treated		平均の差	差の検定 標準誤差	差の検定 p値	有意性
	観測値	平均	観測値	平均				
連結従業員数売上高比率(-1 to +1)	155	-0.000061	161	-0.000013	-0.000048	0.00077	0.951	
連結従業員数売上高比率(-1 to +2)	122	-0.002895	128	-0.001066	-0.001829	0.00075	0.807	
連結従業員数売上高比率(-1 to +3)	85	0.000732	87	0.001136	-0.000404	0.00180	0.823	
連結従業員売上高比率(-1 to +平均(t1+2+3))	155	-0.000479	161	-0.000508	0.000029	0.00073	0.968	
連結従業員売上高比率2(-1 to +1)	187	-0.000930	196	-0.000580	-0.000350	0.00062	0.575	
連結従業員売上高比率2(-1 to +2)	146	-0.001223	151	-0.001050	-0.000172	0.00077	0.823	
連結従業員売上高比率2(-1 to +3)	112	-0.000791	117	-0.000081	-0.000710	0.00100	0.480	
連結従業員人数売上高比率2(-1 to +平均(t1+2+3))	187	-0.001300	196	-0.001205	-0.000095	0.00065	0.883	
連結従業員変化率(-1 to +1)	156	-0.004815	162	-0.015453	0.010637	0.01137	-0.350	
連結従業員変化率(-1 to +2)	122	0.021746	128	-0.015231	0.036977	0.02651	-0.164	
連結従業員変化率(-1 to +3)	86	0.012921	88	-0.018427	0.031348	0.03191	-0.327	
連結従業員変化率(-1 to +平均(t1+2+3))	156	0.001349	162	-0.016236	0.017585	0.01000	-0.080 *	
単体従業員売上高比率(-1 to +1)	155	0.000345	161	-0.000468	0.000813	0.00060	-0.174	
単体従業員売上高比率(-1 to +2)	122	0.000330	128	-0.000790	0.001120	0.00061	-0.068 *	
単体従業員売上高比率(-1 to +3)	85	0.000323	87	-0.001062	0.001385	0.00105	-0.187	
単体従業員売上高比率(-1 to +平均(t1+2+3))	155	0.000256	161	-0.000743	0.000999	0.00055	-0.071 *	
単体従業員変化率(-1 to +1)	157	-0.007318	161	0.238169	-0.245486	0.21534	0.255	
単体従業員変化率(-1 to +2)	123	-0.010831	127	-0.031344	0.020513	0.01691	-0.226	
単体従業員変化率(-1 to +3)	86	0.000521	88	0.364009	-0.363488	0.38374	0.345	
単体従業員変化率(-1 to +平均(t1+2+3))	156	-0.005214	162	0.195651	-0.200864	0.13055	0.125	
ROE(-1 to +1)	188	-0.013221	195	0.014623	-0.027844	0.02378	0.242	
ROE(-1 to +2)	144	-0.034695	149	0.039738	-0.074433	0.03157	0.019 **	
ROE(-1 to +3)	111	-0.024607	116	0.041994	-0.066601	0.03405	0.052 *	
ROE(-1 to +平均(t1+2+3))	186	-0.023774	195	0.016386	-0.040160	0.02193	0.068 *	
ROIC(-1 to +1)	123	-0.005593	128	-0.020284	0.014691	0.01335	-0.272	
ROIC(-1 to +2)	84	-0.032237	87	0.043277	-0.075514	0.05798	0.195	
ROIC(-1 to +3)	64	-0.037223	66	-0.011706	-0.025516	0.02239	0.257	
ROIC(-1 to +平均(t1+2+3))	123	-0.014256	128	-0.001955	-0.012301	0.01802	0.496	
現金等比率(-1 to +1)	182	0.576289	191	-0.251979	0.828268	0.69081	-0.231	
現金等比率(-1 to +2)	140	0.151024	146	-0.023856	0.174880	0.82235	-0.832	
現金等比率(-1 to +3)	110	-0.514143	115	0.786573	-1.300716	1.03839	0.212	
現金等比率(-1 to +平均(t1+2+3))	185	0.271458	192	-0.091395	0.362853	0.67025	-0.589	
PBR(-1 to +1)	123	-0.016259	128	0.027559	-0.043818	0.07351	0.552	
PBR(-1 to +2)	84	-0.041803	87	-0.043159	0.001356	0.16725	-0.994	
PBR(-1 to +3)	63	-0.114016	67	-0.186027	0.072011	0.09392	-0.445	
PBR(-1 to +平均(t1+2+3))	124	-0.043147	129	0.005828	-0.048974	0.08211	0.551	
配当性向(-1 to +1)	187	2.401500	196	1.657270	0.744230	3.83435	-0.846	
配当性向(-1 to +2)	145	-2.730892	150	1.714402	-4.445294	5.29315	0.402	
配当性向(-1 to +3)	113	-1.639033	117	3.037629	-4.676662	5.28888	0.378	
配当性向(-1 to +平均(t1+2+3))	187	2.308873	196	4.384642	-2.075769	-3.61603	0.566	

	Untreated		Treated		平均の差	差の検定 標準誤差	差の検定 p値	有意性
	観測値	平均	観測値	平均				
売上高当期純利益率(-1 to +1)	187	0.002620	196	-0.004883	0.007503	0.00637	-0.240	
売上高当期純利益率(-1 to +2)	145	0.000140	150	-0.001735	0.001875	0.00803	-0.816	
売上高当期純利益率(-1 to +3)	113	0.001404	117	0.003868	-0.002464	0.00904	0.786	
売上高当期純利益率(-1 to +平均(t1+2+3))	187	0.002068	196	-0.002812	0.004880	0.00587	-0.406	
売上高営業利益率(-1 to +1)	188	-0.015666	196	-0.020896	0.005230	0.00607	-0.390	
売上高営業利益率(-1 to +2)	146	-0.019572	150	-0.018964	-0.000608	0.00785	0.938	
売上高営業利益率(-1 to +3)	113	-0.021020	117	-0.012745	-0.008274	0.00872	0.344	
売上高営業利益率(-1 to +平均(t1+2+3))	188	-0.002213	197	-0.004205	0.001991	0.00475	-0.675	
1株当たり利益(-1 to +1)	182	45.399340	192	-16.841410	62.240750	25.29307	-0.014	**
1株当たり利益(-1 to +2)	143	53.596150	148	21.005070	32.591080	30.02200	-0.279	
1株当たり利益(-1 to +3)	113	61.867080	117	31.167690	30.699390	29.71934	-0.303	
1株当たり利益(-1 to +平均(t1+2+3))	183	46.733640	193	0.897047	45.836594	20.98250	-0.030	**
自己資本比率(-1 to +1)	124	0.949366	129	-0.548816	1.498182	0.79035	-0.059	*
自己資本比率(-1 to +2)	86	1.628658	88	-1.019369	2.648027	1.52342	-0.084	*
自己資本比率(-1 to +3)	64	1.300131	67	-0.912519	2.212650	1.72987	-0.203	
自己資本比率(-1 to +平均(t1+2+3))	124	1.104360	129	-0.633919	1.738279	0.93903	-0.065	*

***<1%,**<5%,*<10%.