

アメリカにおける機関投資家の 積極的投資戦略

アメリカでは機関投資家の成長とともにそのプレゼンスが目立つようになり、株式保有の集中化も指摘されているが、最近ではその資産運用の性格変化が注目を浴びている。従来機関投資家は、株価が下がれば買い上げれば売るといいうわゆるウォール・ストリート・ルールに基づいて資産運用を行っていたとされてきた。しかし、一九九〇年代には企業と長期的な関係を維持する積極的投資戦略 (institutional activism と呼ばれる) が注目を集めており、最近事実上の株式分割を発表したバークシャー・ハザウェイはその筆頭である。⁽¹⁾ このためこのような傾向が持続するとすれば、分散性を特徴としたアメリカの株式保有構造にも変化が生じる可能性もある。このため小稿では、機関投資家による積極的資産運用の要点を紹介してみよう。

(9)

1 必要性

積極的投資の必要性は、アメリカの大企業の分散した株式保有構造から生じる。分散しかつ零細な株式保有構造とは、多数の株主が小規模な株式を保有しており、経営に影響するほどの大規模な株主が存在しない状態を言う。分散した株式保有構造は、企業の戦略決定の監視における経済学で集団的選択問題と呼ばれる問題を発生させる。大企業は、効率的に経営され環境変化に対応するためには外部からの監視が必要であるが、零細な個人株主は経営を監視する誘因を持たないし、機関投資家も含む多くの株主は経営を監視するために必要な専門知識を持たない。

アメリカの株式市場では、この問題の解決は積極的な投資家によって行われてきた。彼らは、企業調査に必要な専門技術を蓄積し、政策変更によって企業価値の増大が期待できる企業を発見し、これを実現する戦略を展開させた。そしてその上で投資を行い、政策の変更を強制した。こうして彼らは、分散した投資家の代理人として行動し、彼らが出来ないし望みもしない投票権の集中と行使を行った。彼らは常に成功したわけではないが、一世紀以上にわたって株式市場での企業に対する外部監視機構だったのである。

積極的投資家の活動は、アメリカ株式市場の流動性と深さによって促進された。アメリカの市場は、流動性の高さ、保有の分散、低い取引費用等によって特徴づけられるが、このことは積極的投資家が株式を集めて高い保有比率を持つ事を容易にした。⁽²⁾ このことはアメリカでは日本からみればわずかな比率の株式でも、積極的な投資戦略のために有効に利用できることを示している。

2 定義

一九九〇年代には成長しつつある機関投資家の一部は積極的投資戦略を採用しつつあることによって注目されている。このような機関投資家の一つであるカリフォルニア州公務員退職年金基金 (CALPERS) のために作成された積極的投資戦略についての報告によれば、積極的投資という概念は、投資家が投資によって得られる収益を増大させるために対象企業 (target corporations) を巻き込む行動を起す投資戦略から構成されている。⁽³⁾ このような行動は、たいていの場合その企業の価値を増大させるために企業の政策や支配に重要な影響を与える。従って経済的に見れば、積極的な投資家は、そのパートナーがその行動によって投資戦略の結果に影響を与える市場支配力を持つとみなされている。積極的投資戦略の反対概念である受動的投資戦略は、その投資に

(10)

対し投資家が何の影響も持たない投資であると定義される。⁽⁴⁾

積極的な投資戦略のうちには以下のような方法が含まれている。第一に、公開買付、レバレッジド・バイアウトおよび交渉による対象企業の買収である。対象企業の買収は、投資家が企業にその価値を増加させるような政策変更を強制することを可能にする。第二に、対象企業の役員会の支配をねらう方法もある。この方法は、投資家が対象企業の全ての株式を買い占めるのではなく、一部を買い占める方法であり、通常5%から15%の株式を買い占める。役員会を支配することは、積極的な投資家に企業の政策に重要な影響を与えることを可能にする。第三に、役員会に代表を送るという方法もある。この方法の場合には、積極的投資家は企業の政策の見直し、経営監視および必要なときには政策の変更を主張するために代表を送り込む。第四に、役員会に代表を送らないとはいえ、企業の政策に重要な影響を与えるように努力するという選択肢もある。この方法は、企業の役員会、経営および支配を変更するわけではないため前三者より穏健である。第五に、経営の日常的監視という方法もある。このような監視は、役員会の構成、企業の政策および報酬システム等の広範な諸問題についての交渉や話し合いの機会を作ることができる。

要するに積極的投資戦略は、分散した株式保有構造のもとでは5%から15%程度の株式保有でも有効であり、その投資目的を実現するために多様な方法を利用できる。

3 機関投資家による保有比率の上昇と株式保有の集中

機関投資家の積極的戦略を裏付ける事実は、機関投資家による株式保有比率の上昇に伴って株式保有の集中化が見られることである。

機関投資家による株式保有比率の上昇は、以前から指摘されていたが、一九八〇年代以降にも持続している。事実、アメリカで最大級の二五社の株式に占める機関投資家の保有比率は、一九八五年には平均三六・一%であったが、一九九〇年には四五・三%に達し、一九九五年には四八・六%まで上昇した。また最大級の二五社の機関投資家による上述の二五企業の株式保有比率は、一九八五年の一九・八%から、一九九〇年の二二・九%を経て、一九九五年には二四・五%まで高まった。⁽⁵⁾

しかし機関投資家による株式保有は、もはや分散化を促進する要因ではなく集中化を促進する要因に転じつつある。マーク・ローによればアメリカの株式保有構造は集中化する傾向がみられる。彼は最近の著書において「アメリカの集中の程度はまったく低いものだが、大企業の株式保有は原子的なバーリミーンズ型の企業のものではない」と指摘している。⁽⁶⁾

機関投資家の株式保有状況についての調査によれば、最大手企業二五社の発行済み株式のうち上位一〇位までの株主によって保有される株式の比率の平均値は一九八五年には二二・六%であり、最高がフォードの二七・二%、最低がAT&Tの六・四%であった。この値は、一九九〇年には、一五・一%に上昇しており、この時の最高値はEli Lillyの三五・一%、最低はAT&Tの八・四%であった。一九九五年には、この値は一五・一%を維持しており、最高値は、Coca-Colaの二六・四%であったがAT&Tの示す最低値は九・五%に達した。このうち最大級の一〇社を取り上げてその一九九五年における株式保有者を検討してみると、株式保有はいずれも分散しており、一社の機関投資家で株式の三%以上を保有する投資家は多くはない。しかし、上位二五位までの機関投資家のなかにはWells Fargo, Bankers Trust, Mellon Bank, CALPERS, New York State Common Retirement Fund等の特定の機関投資家のグループが共通して含まれていた。

このためこのような機関投資家は、大量の株式を保有する積極的な投資戦略を採用している可能性がある。このような変化が事実であれば、株式保有の集中化は機関投資家による経営監視の強化を伴っている可能性もある。

4 歴史

アメリカの金融市場の歴史の中で積極的な投資戦略は、法律の改正、政治的变化および経済的諸条件の変化に伴って幾度も変転を遂げてきた。また積極的な投資戦略を採用する投資家も、このような変化に対応して、投資価値を増大させるような新しい戦略を探し求めてきた。この結果、この戦略の発展にはいくつかの段階がうまれた。⁽¹³⁾

例えば一九〇〇年代の初頭には、文献によれば大部分の積極的投資は銀行および金融持株会社によって担われていた。しかしこのような動きは、このような金融機関が株式を保有することを規制されたため抑制された。とりわけ一九三三年銀行法は、銀行の株式保有を禁止した。

一九五〇年代には、積極的な投資のための主要な方法は、企業の支配をめぐる投票権委任状をめぐる争いであった。しかしこのような動きは、一九五〇年代末の株式公開買付 (tender offer) の登場によって方向が変わり、一九六〇年代には株式公開買付が主要な積極的投資戦略となった。さらに一九八〇年代には、ジャンクボンドによるレバレッジバイアウト (LBO) が主要な手段として登場した。

一九九〇年代の積極的な投資戦略をもたらした要因は次のように要約できる。第一に、企業買収とりわけ敵対的な買収に対し様々な法的制約が設けられた。個別企業は、ポイズン・ピルのような防御手段を採用したし、合計すると四〇以上の州で敵対的企業買収を制約する州法が施行された。第二に、一九八〇年代末の危機と一九九

〇年代初頭の不況は、危険負担を嫌う保守主義を強化した。このため企業支配をねらった積極的投資戦略は大きく後退した。第三に、敵対的買収や売却目的での企業買収に対する政治的注目が高まった。このような投資戦略は、現在では短期間に政治的反動や新聞による批判を生み出すだろう。第四に、企業民主主義に対する理解が深まった。現在では企業が長期間「正しく」統治されることを目的とした介入は、ずっと受け入れられやすくなっている。これはアメリカの企業は十分に競争的でなくなりつつあり、事実ゼネラル・モーターズのように経営に失敗した企業もあらわれたためであった。最後に、機関投資家の重要性の上昇が重要であり、企業監視に対する機関投資家の積極主義 (institutional activism) は劇的に高まっている。アメリカの株式市場の歴史上初めて、主要な機関投資家の力と技術上の洗練は否定できない水準に達している。

5 共通する性格と多様性

このような傾向は、一九八〇年代に主流を占めていた方法とは志向性が異なる積極的投資家群を形成した。このような志向性は上述の諸要因を反映している。⁽¹⁴⁾

新しい積極的な投資家は、取り引きや支配は強く志向しない。また彼らは、梃子や攻撃的な金融技術の利用にも積極的ではない。むしろ彼らは、積極的な投資によってより価値を増加させるといふ目的を追求し、数年間にわたる長期的な関与から変化が生じるような「忍耐強い」接近方法を支持する。

より広範にみると、新しい積極的な投資戦略は、以前のものより重要な費用と便益をもたらす。彼らは、積極的な投資家が企業の業績や変化に直接影響を与えない方向に向かっているが、この結果何も生じない危険性が増加すると同時に将来重要な変化が起こる可能性も増大させている。

しかしこのような類似性にもかかわらず彼らの採用する投資戦略や投資目的は多様である。このことは現在の市場の不確定性ととも、いつの時期にも多くの積極的投資戦略が利用可能であったことも反映している。

新種の投資関係 (the new breed of investment partnership) の第一の多様性は、その戦略に敵対的要素が含まれる程度である。現在のところ CALPERS 以外の四つのファンドの中には、The Lens Fund (以下レンズ社と記す) だけが攻撃的で非交渉的な戦略を用いている。このファンドは、公開討論だけでなく株主投票も利用する。しかし他のファンドは、経営陣によって歓迎される投資だけを行っている。

第二は、彼らが日常的監視者 (ongoing monitor) であるかそれとも一時の触媒 (one-time corporate catalyst) であるかという点である。レンズ社以外のファンドは、企業が選択した戦略に協力的な投資家として投資している。レンズ社は、企業の戦略が株式の価値を極大化することに失敗していると考えられる場合に投資する。

第三は、役員会に介入するか否かという点である。レンズ社以外の三社は、彼らが役員会に出席することを受入れ、従って内部から経営を監視できる企業に投資するであろう。レンズ社は、役員会への参加を要求するかもしれないが、投資した後でそうするであろう。それゆえにレンズ社は、変化の触媒としての役割を果たす。

第四は、その投資戦略である。レンズ社は、投資対象を選択するためスクリーニングを行い、経営者が株式の価値を増大させる戦略を採用した場合には、より高い収益が得られる企業を選別する。アライド・インベストメント・パートナーズは、価値の評価にもとづいて投資対象を選択し、それに主体的判断を加える。他の二社の場合には、投資戦略はそれほど特定されていない。

最後に、経営の専門性も異なる。アライド・インベストメント・パートナーズは、他の三社と異なり、その投資選択と経営監視の専門性を投資戦略の特徴とする。これは、アライド・インベストメント・パートナーズが、その経営者の高い経営技術は投資対象の選択に有利であり、しかも投資対象企業の役員としても有能にすると考えているためである。

6 危険と報酬

積極的な投資家の利益は、二つの要因から生じる。第一に、役員と投資家による不十分な監視から発生する業績低下の程度である。この程度が大きいほど、積極的な投資によって回復できる業績の余地は大きい。第二に、投資関係者 (パートナーシップ) の持つ、専門性と専門知識である。投資関係者は、過ちを犯している企業を見し、それに投資し、企業に変化をもたらさなければならぬ。

一九八〇年代の経験は、この利益が非常に大きいことを示唆している。企業買収や再建から生じた巨額のキャッシュ・ゲインは、企業業績の低下は長期間放置されていたため積極的投資家に大きな利潤機会を与えてきた。例えば、友好的な買収から生じる平均の超過利潤は、三五%以上に達した。企業再建の場合には、一九九二年に行われた Harmarx の再建の場合には、株価は五〇%以上上昇した。

しかし準備が不足した専門知識のない投資関係者による積極的投資は、大きな危険を伴う。企業の価値を減少させる多くの過ちがありうる。とりわけ過小評価された企業の発見に失敗した場合には、積極的な投資は、経営者と株主を混乱させ、誤った政策を企業に押し付けることによって企業の価値を減少させる。また積極的な投資家によって採用された戦略が失敗した場合にも、価値の減少が発生する。

また投資家と債権者の利害の不一致から発生する積極的な投資の不利な面もある。この典型的な場合は、積極

的な投資家が債権者の犠牲によって企業に利益を与える場合である。また積極的な投資家は、企業資産の支配権を手中にして、自らに過剰な報酬を与える可能性がある。

むすびにかえて

以上みたように機関投資家による積極的投資戦略は、株式保有の分散というアメリカの特徴に基づいて発展してきた投資戦略であり、機関投資家による株式保有比率の上昇によってその実施しうる可能性も高まってきた。そして一九八〇年代における敵対的な投資戦略が反乗っ取り法の制定等によって社会的な規制を受けるとともに、有効な選択肢となってきたと言えよう。

しかし積極的投資戦略が今後アメリカの機関投資家の資産運用の主力となるかどうかという可能性については、現在では疑問点も多い。例えば、積極的投資戦略を用いる主体である年金基金や投資会社は、どのように監視されるのかという問題も指摘できるし、おそらく積極的投資戦略を採用している機関投資家は現在ではそう多くはない。このため今後の動向については、慎重な検討が必要であろう。

(北條)

[注]

¹ "Buffet Knocks Down Bar For Investing in Berkshire." *Wall Street Journal*, Feb.14,1996.

² Gordon Group Inc., *Report to the California Public Employees Retirement System: Active Investing in the U.S. Equity Market: Past Performance and Future Perspectives*. Newton, 1992,p.7.

³ *Ibid.*,p.8.

⁴ *Ibid.*,p.8.

⁵ Carolyn Kay Brancato ed., *The Brancato Report on Institutional Investment. Volume 2 Edition 3*. Fairfax, Sept.1995,pp.21-45.

⁶ Roe J. Mark, *Strong Managers and Weak Owners : the Political Roots of the American Corporate Finance*. Princeton, 1994,p.223.

⁷ Gordon Group Inc., *op.cit.*,pp.10-11.

⁸ *Ibid.*,pp.12-13.

⁹ *Ibid.*,pp.14-15.