

【証券経済学会第95回全国大会】

日本における株主アクティビズムの 株価パフォーマンスへの影響

2023年9月17日

明治大学大学院商学研究科 邨 清義

報告のアウトライン

- はじめに
- 先行研究
- データ、実証方法
- 実証結果
- まとめ

はじめに

株主アクティビズムとは、何らかの点で標的企業の経営に関して不満を持つ投資家（株主）が、当該企業の支配権を獲得しようとはしないものの、不満を解消すべく、当該企業の経営に変化を生じさせようとする活動（田中・後藤, 2020）

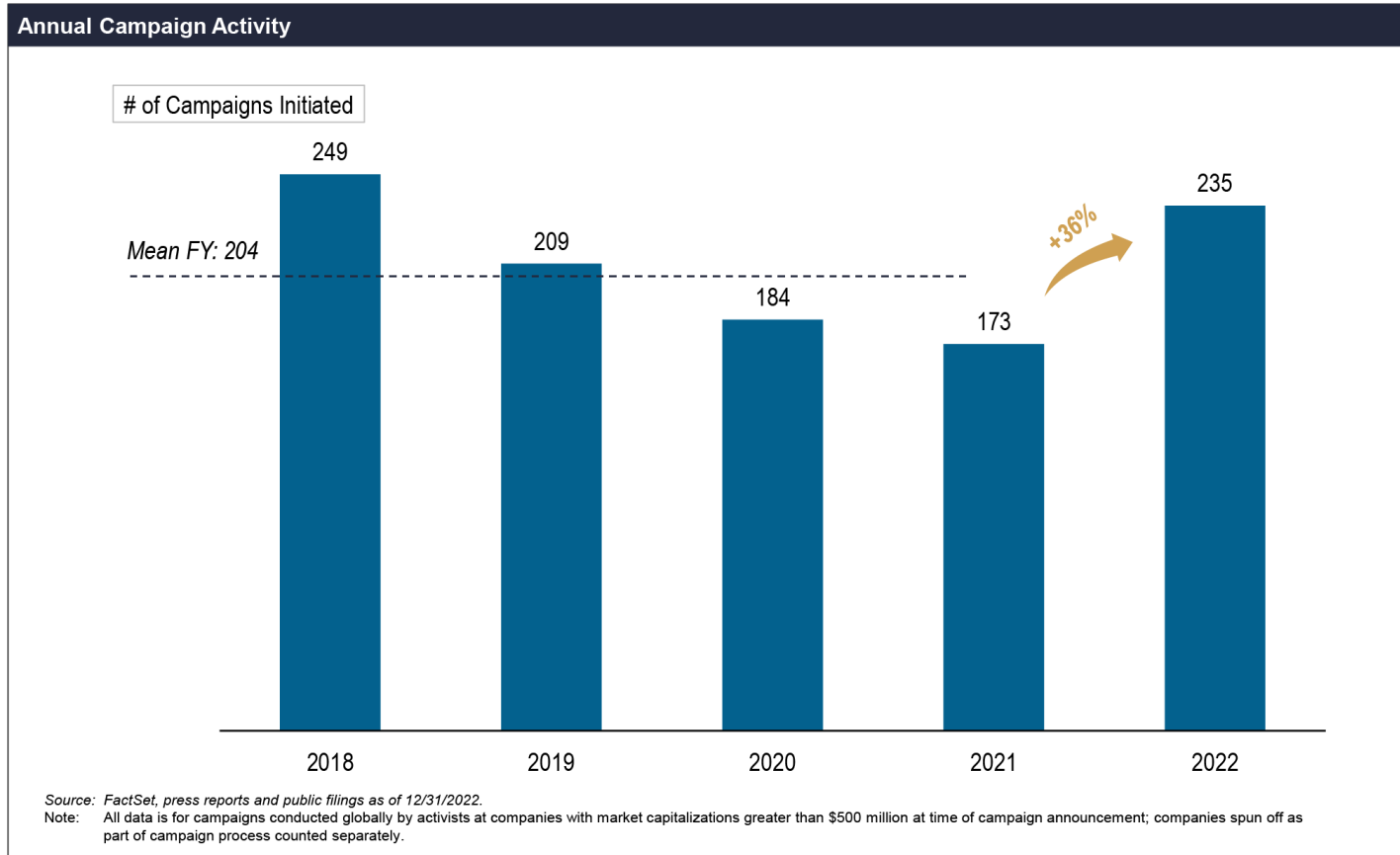


岩波新書
1973

参考 太田（2023）

アクティビストが活発化する中、アクティビストと対峙してきた弁護士らが、彼らとの攻防をふり返りながら、その実像と対応策をわかりやすく解説する

はじめに



出所 : Lazard Asset Management (2023, January 18). Lazard's Review of Shareholder Activism 2022.
<https://www.lazard.com/research-insights/lazard-s-review-of-shareholder-activism-2022/>

- 近年、アクティビストの活動が活発している
- 日本企業がアクティビストのターゲットにされやすいことに加え、2023年から東証がPBR（株価純資産倍率）1倍割れの企業に対する要請のため、今後増加していく
 - 日本企業は内部留保が多い
 - 2022年7月1日時点で、主要株価指数の構成企業のうちPBR1倍割れの企業の割合は、米国（S&P500）5%、欧州（STOXX600）24%に対して、日本（TOPIX500）は43%を占めており、米国または欧州と比べると割安の企業が多い（東京証券取引所, 2022）

株主アクティビズムと株価パフォーマンス

- 米国を対象とする先行研究が多数存在している
- 短期的に正の超過収益率が一致して確認され (e.g., Bebchuk et al., 2015; Brav et al., 2008,2021) 、そして短期の株価パフォーマンスの上昇が逆転されていない (e.g., Brav et al., 2021; Klein & Zur, 2009)

ところが、日本に関する先行研究は・・・

- そのほとんどがアクティビストの第一興隆期を分析対象とする
- 長期的な影響を検証する先行研究がほとんど存在していない
- 超過収益率の大きさに影響する要因について分析する際に、村上ファンドの標的企業であるダミー変数などのような、特殊性のある説明変数を用いている

本研究の目的

- 株主アクティビズムが企業の株価パフォーマンスに与える影響について包括的に分析
- 具体的に、イベント・スタディ法により、短期の超過収益率としてCAR (Cumulative Abnormal Return)、長期の超過収益率としてBHAR (Buy-and-Hold Abnormal Return) を求める
- また、より一般性のある説明変数を用い、超過収益率を被説明変数とするOLSによって、超過収益率の大きさに影響する要因について分析を行う

本研究の結論

株価パフォーマンスに関して

- 株主アクティビズムが短期的に株価を上昇させる
- 長期的な影響として、キャンペーン開始後の1年間において株主アクティビズムが株価パフォーマンスに対し有意にポジティブな影響を与えている

超過収益率の要因に関して

- キャンペーン開始前の数日間においてウルフパックが超過収益率にポジティブな影響を与える → 情報が漏れる可能性
- 外国人投資家の持株比率は超過収益率に影響を与えていない一方で、国内機関投資家は市場にとって好ましくない存在
- 米国のアクティビストは、日本のアクティビストと比べて短期の超過収益率にポジティブな影響を与える

先行研究 株主アクティビズムと株価パフォーマンス（米国）

短期の株価パフォーマンス

- アクティビストによる介入前後の数日間において、株主アクティビズムが企業の株価パフォーマンスに対しポジティブな影響を与えることが一致して確認され、超過収益率は4.26% ~ 11%である（e.g. Artiga González & Calluzzo, 2019; Bubchuk et al., 2015; deHaan et al., 2019; Klein & Zur, 2009）

長期の株価パフォーマンス

- 先行研究は、BHARやカレンダータイム・ポートフォリオ分析を用い、短期の株価パフォーマンスの上昇が市場の過剰反応であるかについて検証
- その結果、短期の株価パフォーマンスの上昇が市場の一時的な過剰反応である証拠が得られていない（Brav et al., 2008; Bubchuk et al., 2015; deHaan et al., 2019）

先行研究 株主アクティビズムと株価パフォーマンス（日本）

短期の株価パフォーマンス

- アクティビズムの第一興隆期を対象とする研究（Hamao, et al., 2011;井上・加藤, 2007; 田中・後藤, 2020; Uchida & Xu, 2008）でも、第二興隆期を対象とする研究（Miyachi and Takeda, 2021）でも、期間を分割していない三和・山田（2022）でも、株主アクティビズムによるポジティブな影響が示されている

長期の株価パフォーマンス

村上ファンドとそうでないファンドに焦点を当て検証

井上・加藤 (2007)	アクティビストによる 介入後1年間	イベント・スタ ディ（CAR）	村上ファンドの標的企業についてはCARがマイナスである が有意ではない一方、村上ファンド以外の標的企業につい てはCARが有意にプラスである
Uchida and Xu (2008)	アクティビストによる 介入後1年間	CTP分析	村上ファンドについては一部のモデルで有意にプラスの超 過収益率、スティール・パートナーズについてはどのモデル によっても有意にプラスの超過収益率が得られている

アクティビストを分けていない

Hamao, et al. (2011)	アクティビストの介入 から退出（または2009 年6月）までの期間	イベント・スタ ディ（BHAR）、 CTP分析	全サンプルでも敵対的ファンドのサブサンプルでも標的企 業の超過収益率が有意にプラスである
-------------------------	---	-------------------------------	---

先行研究 超過収益率の要因（海外）

- ウルフパック（23ヶ国を対象とするBecht et al. (2017)は短期の超過収益率と有意に正の相関、ドイツを対象とするBessler and Vendrasco (2022)は短期および長期の超過収益率と有意に正の相関を示した)
 - ▶ウルフパックとは、1934年証券取引法第13条（d）（3）に基づく「グループ」の形成を意図的に避け、並行して行動するアクティビストの緩やかなネットワークと定義されている（Coffee & Palia, 2016）
- 国内外機関投資家の持株比率（Becht et al. (2017)は係数が有意ではないと示した）
- アクティビストの目的（資産の売却、事業戦略の変更、資本政策、コーポレート・ガバナンスなど；米国を分析対象とする結果が混在している）
- アクティビストの行動特徴（米国のBoyson and Mooradian (2011)）
 - ▶アクティビストの行動特徴について、アクティビストは「コミュニケーションのみ」の、「コミュニケーション後に攻撃的」な、「攻撃的」なアクティビストに分けられ、結果として、「攻撃的」なアクティビストによる影響が有意にプラス、「コミュニケーション後に攻撃的」による影響が有意にマイナスである（Boyson & Mooradian, 2011）
- 標的企業の特徴（米国のBrav et al. (2008)）
 - ▶標的企業の特徴について、コントロール変数として用いられる時価総額の対数の係数が有意に負（Brav et al., 2008）

先行研究 超過収益率の要因（日本）

- 井上・加藤（2007）は、説明変数として、村上ファンドの標的企業であるダミー変数、相対化PBRおよびVoiceを表すダミー変数を用いている
 - ▶村上ファンドダミーおよびVoiceダミーの係数が有意ではない
 - ▶相対化PBR（ \ln （投資先企業PBR/比較対象企業PBR））について、投資期間リターンにおいてその係数が有意にマイナスとなるが、当初投資時（0,+5）リターンにおいてその係数が有意ではないため、超過収益率の源泉が割安株発掘によるものではないと示唆される
- Uchida and Xu（2008）では、過剰な現金を保有する割安な企業においてより高い超過収益率が生じると示されている

データ

- 先行研究：株主アクティビズムの選別方法として、アナリスト・レポート、新聞報道および証券会社職員の意見などに従いアクティビストのヘッジファンドを抽出してから、大量保有報告書に基づき標的企業を特定

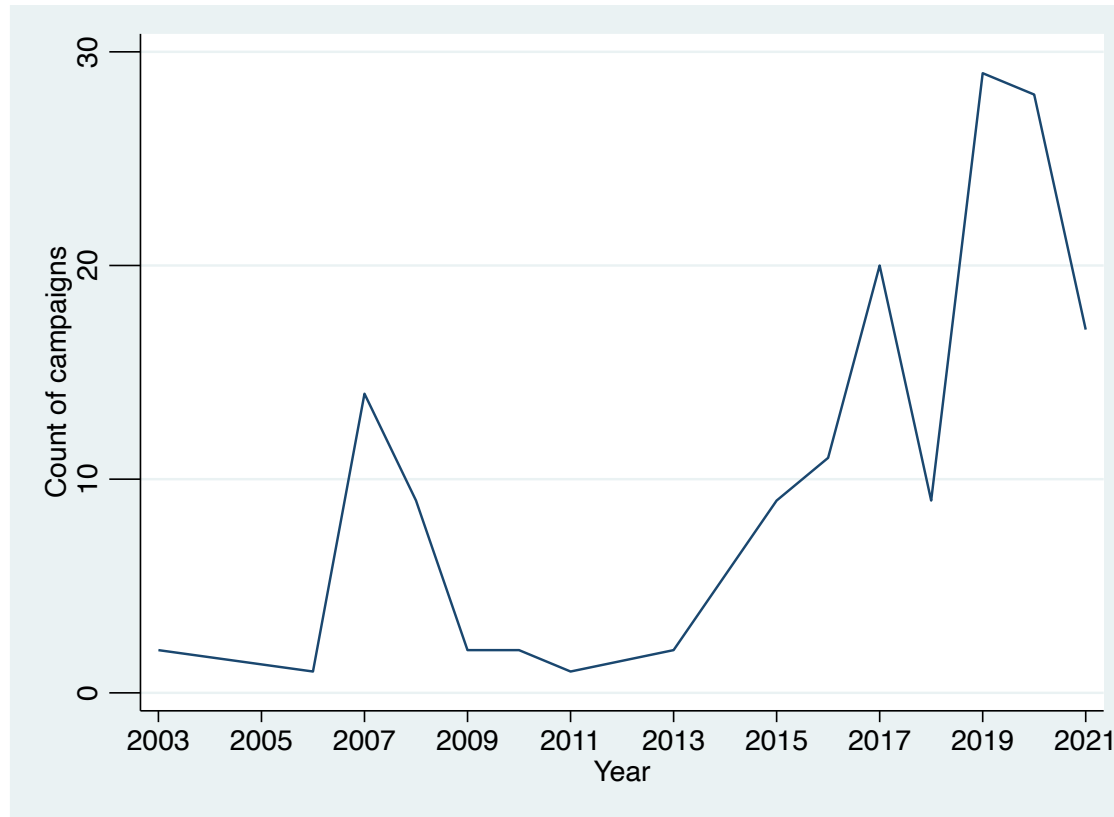
→メリット：研究目的に応じ精緻に調整できる

デメリット：意図的ではない選別ミスの発生や選別基準が首尾一貫でないことなどの可能性も

- 本研究：
 - Quick FactSetから2003~2021年のアクティビスト・キャンペーン
 - Quick Astra Managerから財務データ

データ

- 金融・保険業に属する標的企業のキャンペーンを除き、合計101社、156件のキャンペーンについて、企業の株価パフォーマンスに及ぼす影響を検証



出所：Quick Factset データベースより作成 日本企業に対するアクティビスト・キャンペーン件数の推移

イベント・スタディ

- イベント・スタディ法によって短期および長期の超過収益率を算出
- キャンペーン開始日をイベント日とし、
短期の株価パフォーマンスについてはイベント日前後の数日間のCAR、
長期の株価パフォーマンスについてはイベント日後の数ヶ月間のBHARを求める

イベント・スタディ（短期）

- まず、イベント日の140営業日前から31営業日前までの110日間を推定ウィンドウとし、TOPIXをベンチマークとして式（1）マーケット・モデルで各社の理論的な株式収益率を推定

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

- 次に、イベントウィンドウについて、実際の収益率と理論的な収益率の差（残差）をAR（Abnormal Return）として算出し、その上で、各イベントウィンドウ（ t_1 から t_2 まで）について、イベントの及ぼした累積的な効果を見るために、式（2）で定義される $CAR_i(t_1, t_2)$ を求める

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (2)$$

- サンプル企業数をNとすると、平均累積超過収益率、 $CAR(t_1, t_2)$ を式（3）で定義

$$CAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) \quad (3)$$

イベント・スタディ（長期）

- 長期の超過収益率としてのBHARを計算する際にも、TOPIXを比較のベンチマークとしている
- 月次データを用い、イベント日の属する月の翌月からその後のnヶ月までの期間（n = 12, 24, 36）をイベントウィンドウとし、式（4）で $BHAR_i$ を計算

$$BHAR_i = \prod_{t=0}^{t=n} (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=0}^{t=n} (1 + R_{m,t}) \quad (4)$$

- CARと同様、サンプル平均を式（5）で定義

$$BHAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N BHAR_i \quad (5)$$

回帰分析

- イベント・スタディに加え、超過収益率の大きさの要因については式（4）で最小二乗法による重回帰分析を行う

$$y_i = \alpha + \beta \cdot Factor_i + \gamma \cdot Control\ variables_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

y_i : 各イベントウィンドウにおける CAR_i または $BHAR_i$

$Factor$: 主要な説明変数、超過収益率の要因を表す諸変数

$Control\ variables_i$: イベント日の属する事業年度の前年度におけるコントロール変数

ε_i : 誤差項

超過収益率の要因

- ウルフパックダミー

- ▶ ウルフパック戦術は情報漏洩が大きな役割を果たしており、これは、アクティビストの提案に欠点がある場合や拒絶された場合でも、ウルフパックの構成員が重要な非公開情報を入手し、短期的なリターンを得ることが強力なインセンティブとなるためである (Coffee, 2017)

- 国内外機関投資家の持株比率

- ▶ 外国人投資家が相対的にモノ言う株主で、業績を改善させるように経営者にプレッシャーをかける
- ▶ 日本を含む23ヶ国を対象とした超過収益率の要因分析では、国内機関投資家および外国人投資家の持株比率を説明変数として取り入れた回帰分析が行われた結果、それらの係数が有意ではない (Becht et al., 2017)

- アクティビストの地域

- ▶ 日本に参入しているアクティビスト・ファンド数のうち、欧米系とアジア系アクティビストの合計数が国内系アクティビストの数より上回る傾向が見られる (株式会社アイ・アールジャパンホールディングス, 2023)

変数定義

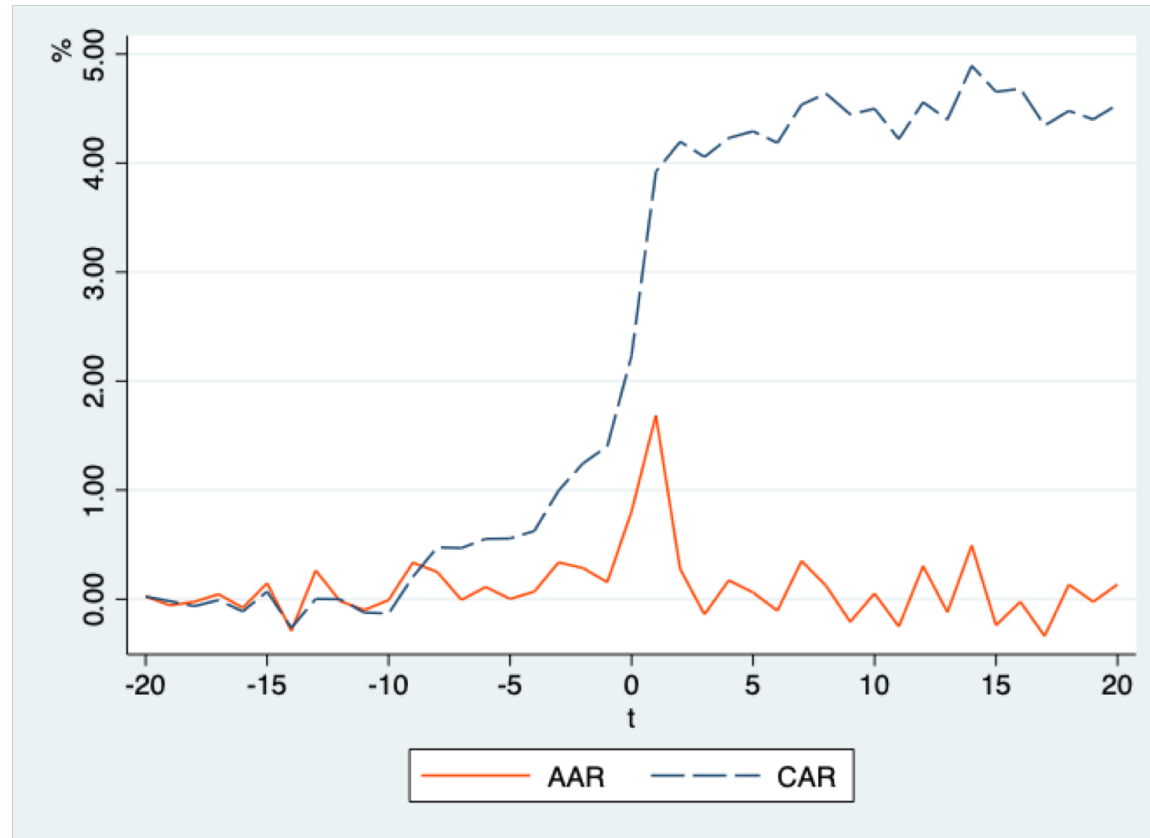
変数	変数の定義
主要な説明変数	
Wolf	最初のエンゲージメントから3ヶ月以内に他のアクティビストが同じ企業をターゲットにした場合であれば1、そうでない場合であれば0を取るダミー変数
Financial (%)	国内機関投資家持株比率 * 100
Foreign (%)	外国人投資家持株比率 * 100
For_US	アクティビストの拠点が米国であれば1、米国以外であれば0を取るダミー変数
For_NonUS	アクティビストの拠点が日米以外であれば1、日米であれば0を取るダミー変数
コントロール変数	
Q	$(\text{時価総額} + \text{負債}) / \text{前期総資産}$
Lev (%)	負債 / 自己資本 * 100
ROA (%)	事業利益 / 総資産 * 100

記述統計量

	N	Mean	S.D.	Min	25th	Median	75th	Max
Wolf	156	0.212	0.410	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
Financial (%)	150	23.597	11.200	0.580	13.420	24.970	30.580	50.690
Foreign (%)	150	30.104	15.731	2.320	18.190	27.635	38.210	69.820
For_US	154	0.416	0.494	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
For_NonUS	154	0.351	0.479	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Q	156	2.371	10.721	0.464	0.898	1.057	1.293	127.176
Lev (%)	156	183.150	551.275	-821.999	44.107	98.525	179.788	6356.143
ROA (%)	154	4.875	4.563	-16.945	2.974	4.488	7.125	22.867

分析結果（短期の株価パフォーマンス）

イベント日前後のCARとAARの推移



- CARは、イベント日の10日前から徐々に上昇し、特にイベント日の前日からイベント日の翌日までの期間において超過収益率の反応が大きくなっている

分析結果（短期の株価パフォーマンス）

イベント日前後の企業規模別CARの推移



- イベント日前において、大企業のCARがネガティブに反応している一方で、中小企業のそれがポジティブに反応しており、そして小企業のほうが中企業よりもポジティブな反応が大きい
- イベント日後において、大企業のCARが逆転し、徐々に中小企業のCARよりも上回っている
- この結果から、Brav et al. (2008) で指摘された企業規模と超過収益率との間における負の相関が見られない

分析結果（短期の株価パフォーマンス）

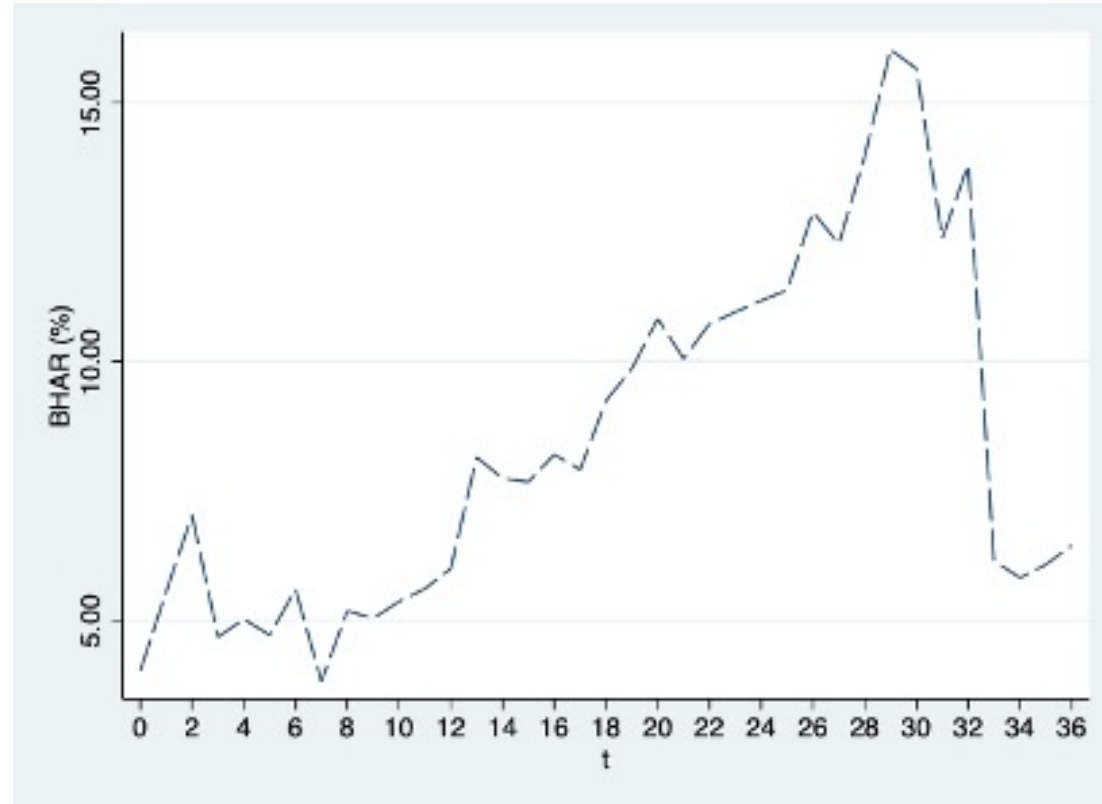
短期の株価パフォーマンス					
event_window	N	CAR (%)	t-value	p-value	
[-20, 20]	156	4.573	3.105	0.002	***
[-10, 10]	156	4.583	4.396	0.000	***
[-5, 5]	156	3.690	4.917	0.000	***
[-3, 3]	156	3.384	5.110	0.000	***
[-1, 1]	156	2.629	5.151	0.000	***
[-10, 0]	156	2.327	3.724	0.000	***
[-5, 0]	156	1.646	3.314	0.001	***
[0, 5]	156	2.861	4.707	0.000	***
[0, 10]	156	3.056	3.665	0.000	***

*, **, *** indicate significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

- 全てのCARは、有意にポジティブで、1.65%~4.58%となっている
- この結果は、日本に関する先行研究で示された超過収益率（1.57%~ 5.61%）と同程度であり、米国に関する先行研究で示された超過収益率（4.26% ~ 9.45%）より低い

分析結果（長期の株価パフォーマンス）

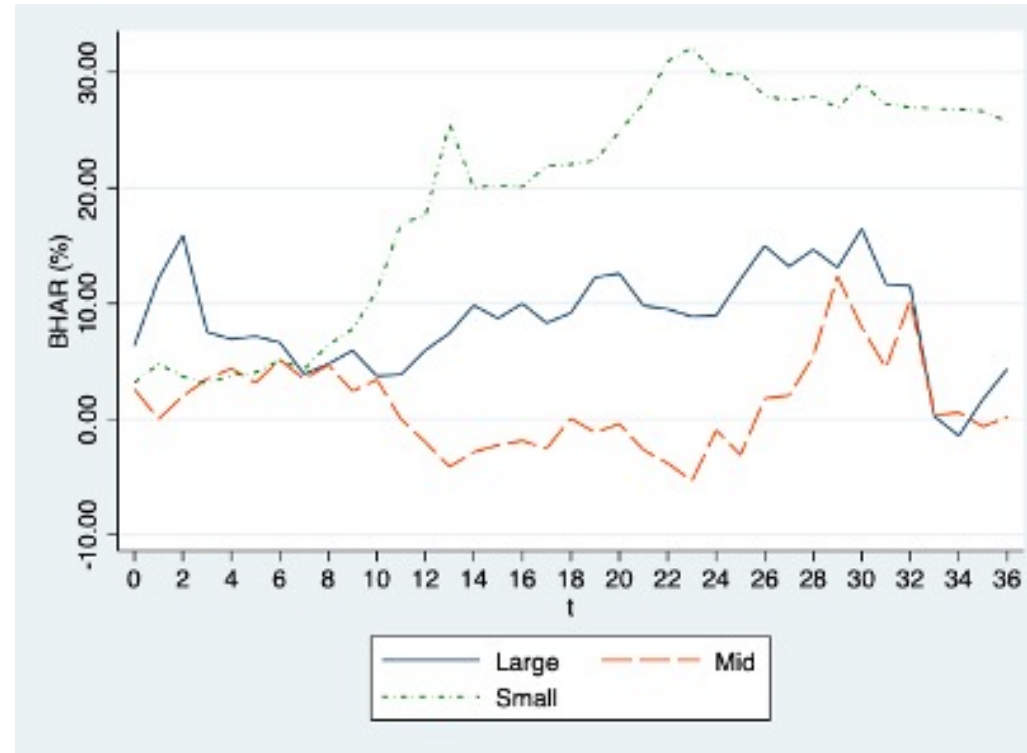
イベント後のBHARの推移



- BHARは、イベント日に属する月から上昇し、約2年間（29ヶ月）で頂点に達しており、3年間近く（33ヶ月）において急落する

分析結果（長期の株価パフォーマンス）

イベント後の企業規模別BHARの推移



- 最初の約半年間（6ヶ月）において、小企業のBHARが大中企業のBHARより上回っている → Brav et al. (2008) で見られる相関と整合
- Brav et al. (2021) で指摘されたように、比較的小規模な企業においてアクティビストの影響力が大きいからだと思われる

分析結果（長期の株価パフォーマンス）

長期の株価パフォーマンス					
event_window	N	BHAR (%)	t-value	p-value	
12 months	142	8.319	2.890	0.004	***
24 months	121	7.458	1.628	0.106	
36 months	92	6.442	1.182	0.240	

*, **, *** indicate significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

- キャンペーン開始後の1年間において、株主アクティビズムが株価パフォーマンスに対し有意にポジティブな影響を与えている
- しかし、キャンペーン開始後2年間または3年間のBHARが有意ではないため、長期的な影響が限定的
- 先行研究で指摘されたように、短期的な株価の上昇は長期にわたっても逆転されていなく、市場で一時的な反応ではないことを確認している

分析結果（超過収益率の要因 ウルフパック）

超過収益率とウルフパック

	CAR			BHAR		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	[-3, +3]	[-3, 0]	[0, +3]	[0, +12]	[0, +24]	[0, +36]
Wolf	4.740** (2.15)	4.520*** (2.80)	2.145 (1.37)	20.897*** (2.82)	13.812 (1.62)	14.819 (1.14)
Q	-0.754* (-1.68)	-0.265* (-1.86)	-0.562 (-1.56)	-4.523*** (-14.20)	-5.942*** (-10.34)	-7.964*** (-13.63)
Lev	0.004*** (5.30)	0.000 (0.29)	0.004*** (3.86)	0.020*** (7.62)	0.024*** (5.37)	-0.000 (-0.04)
ROA	0.175 (1.29)	0.013 (0.12)	0.144 (0.96)	2.075*** (3.81)	0.579 (0.50)	1.114 (0.79)
_cons	1.553 (0.38)	0.854 (0.43)	1.839 (0.44)	0.371 (0.04)	3.860 (0.28)	10.777 (0.70)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	154	154	153	141	120	91
r2	0.239	0.330	0.203	0.504	0.503	0.335

- ウルフパックが短期の超過収益率にポジティブな影響を与えており、特にキャンペーン開始前にその影響が顕著
- キャンペーン1年後まで続いている

t-statistics in parentheses are based on robust standard errors.

*, **, *** indicate significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

分析結果（超過収益率の要因 ウルフパック）

- キャンペーンがアナウンスされる前において市場で知られるべきでない情報は漏れる可能性が残り、三和・山田（2022）の指摘と整合
- ポジティブな影響が長期まで続いている理由として、ウルフパックが一斉に企業に攻勢をかけることでキャンペーンの成功率を上げられることは市場で予測されているためだと思われる
- ただし、本研究のウルフパックの定義において、実際に複数のアクティビストが行動を協調するかどうかは確認できない

分析結果（超過収益率の要因 国内機関投資家）

超過収益率と国内機関投資家の持株比率

	CAR			BHAR		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	[-3, +3]	[-3, 0]	[0, +3]	[0, +12]	[0, +24]	[0, +36]
Financial	-0.151* (-1.91)	-0.068 (-1.32)	-0.157** (-2.28)	-0.627** (-2.10)	-0.781 (-1.53)	-0.605 (-0.83)
Q	-0.797* (-1.80)	-0.237 (-1.61)	-0.663* (-1.89)	-4.579*** (-12.00)	-6.220*** (-8.66)	-8.153*** (-9.48)
Lev	0.004*** (4.30)	-0.000 (-0.75)	0.004*** (3.88)	0.018*** (5.78)	0.023*** (6.16)	-0.001 (-0.24)
ROA	0.109 (0.75)	-0.078 (-0.69)	0.144 (1.00)	1.794*** (3.19)	0.530 (0.51)	0.893 (0.63)
_cons	5.761 (1.27)	2.995 (1.18)	5.917 (1.31)	18.839 (1.55)	25.601 (1.30)	28.133 (1.11)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	148	148	147	140	120	91
r2	0.236	0.294	0.232	0.488	0.510	0.338

- キャンペーン開始日前後の数日間だけでなく開始後の1年間においても、国内機関投資家の持株比率が高いほど超過収益率が低くなり、国内機関投資家が市場にとって好ましくない存在
- その理由は、国内機関投資家に関するデータに含まれる安定株主がそのような影響を与えているにあるかもしれない

t-statistics in parentheses are based on robust standard errors.

*, **, *** indicate significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

分析結果（超過収益率の要因 外国人投資家）

超過収益率と外国人投資家の持株比率

	CAR			BHAR		
	(1) [-3, +3]	(2) [-3, 0]	(3) [0, +3]	(4) [0, +12]	(5) [0, +24]	(6) [0, +36]
Foreign	0.005 (0.09)	0.023 (0.69)	-0.031 (-0.82)	0.210 (1.13)	0.378 (1.35)	0.578 (1.38)
Q	-0.658 (-1.45)	-0.171 (-1.21)	-0.526 (-1.43)	-4.061*** (-12.03)	-5.510*** (-8.28)	-7.228*** (-11.54)
Lev	0.003*** (3.63)	-0.000 (-0.92)	0.003*** (3.31)	0.018*** (5.17)	0.023*** (6.92)	-0.001 (-0.12)
ROA	0.056 (0.41)	-0.108 (-0.99)	0.101 (0.73)	1.496*** (2.73)	0.072 (0.07)	0.781 (0.59)
_cons	1.912 (0.44)	0.728 (0.35)	2.862 (0.67)	-2.732 (-0.25)	-4.106 (-0.25)	-3.062 (-0.17)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	148	148	147	140	120	91
r2	0.210	0.285	0.197	0.468	0.503	0.344

● いずれも有意ではない

t-statistics in parentheses are based on robust standard errors.

*, **, *** indicate significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

分析結果（超過収益率の要因 アクティビストの地域）

超過収益率とアクティビストの地域

	CAR			BHAR		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	[-3, +3]	[-3, 0]	[0, +3]	[0, +12]	[0, +24]	[0, +36]
Territory						
For_US	4.784** (2.29)	2.127 (1.53)	4.381** (2.42)	9.283 (1.24)	16.178 (1.62)	-3.527 (-0.21)
For_NonUS	1.906 (1.04)	0.437 (0.32)	1.881 (1.25)	8.387 (1.21)	12.944 (1.31)	-13.152 (-0.79)
Q	-0.708 (-1.65)	-0.193 (-1.55)	-0.565 (-1.65)	-4.177*** (-12.83)	-5.682*** (-9.51)	-7.523*** (-12.80)
Lev	0.003*** (3.72)	-0.000 (-0.92)	0.003*** (3.22)	0.017*** (5.46)	0.022*** (5.94)	-0.001 (-0.10)
ROA	-0.009 (-0.06)	-0.138 (-1.17)	0.027 (0.18)	1.521*** (2.71)	0.107 (0.10)	0.836 (0.54)
_cons	-1.898 (-0.45)	-0.324 (-0.14)	-1.551 (-0.36)	-6.268 (-0.52)	-9.654 (-0.57)	16.065 (0.66)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	152	152	152	140	119	90
r2	0.251	0.282	0.262	0.471	0.502	0.337

- いずれの期間においても、日米以外のアクティビストは超過収益率にポジティブな影響を与えているが、統計的には有意ではない
- 米国のアクティビストの係数は CAR [-3,+3] および CAR [0,+3]において有意にプラス（4.78%、4.38%）
- 米国のアクティビストは、日本のアクティビストと比べると、短期の超過収益率にプラスの影響を与える

t-statistics in parentheses are based on robust standard errors.

*, **, *** indicate significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

本研究の結論

株価パフォーマンスに関して

- 第一興隆期と第二興隆期の株主アクティビズムを併せて検証し、株主アクティビズムが短期的に株価を上昇させることを報告
- 長期的な影響として、株主アクティビズムがキャンペーン開始後の1年間において株価パフォーマンスに対し有意にポジティブな影響を与えている

超過収益率の要因に関して

- キャンペーン開始前の数日間においてウルフパックが超過収益率にポジティブな影響を与える → 情報が漏れる可能性
- 外国人投資家の持株比率は超過収益率に影響を与えていない一方で、国内機関投資家は市場にとって好ましくない存在
- 米国のアクティビストは、日本のアクティビストと比べて短期の超過収益率にポジティブな影響を与える

今後の課題

- 第一興隆期と第二興隆期の比較
- 株主アクティビズムの株価パフォーマンスへのポジティブな影響が、アクティビストの割安企業を選別する能力によるものである？
- ウルフパックによる企業業績等への影響？ 対応？

主要参考文献

- Artiga González, T., & Calluzzo, P. (2019) . Clustered shareholder activism. *Corporate Governance: An International Review*, 27 (3) : 210-225.
- Bebchuk, L. A., Brav, A., & Jiang, W. (2015) . The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism. *Columbia Law Review*, 115 (5) : 1085-1155.
- Becht, M., Franks, J., Grant, J., and Wagner, H. F. (2017) . Returns to Hedge Fund Activism: An International Study. *The Review of Financial Studies*, 30 (9) : 2933-2971.
- Bessler, W., & Vendrasco, M. (2022) . Corporate Control and Shareholder Activism in Germany: An Empirical Analysis of Hedge Fund Strategies. *International Review of Financial Analysis*, 83 (2022) :102254.
- Boyson, N. M., & Mooradian, R. M. (2011) . Corporate governance and hedge fund activism. *Review of Derivatives Research*, 14 (2) : 169-204.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008) . Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, 63 (4) : 1729-1775.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Li, R. (2021) . Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and Market-based Shareholder Influence. Working Paper, Available at SSRN.
- Coffee, J. C. (2017) . The Agency Costs of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality. European Corporate Governance Institute (ECGI)-Law Working Paper No. 373/2017, Available at SSRN.
- Coffee, J. C. & Palia, D. (2016) . The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance. *Annals of Corporate Governance*, 1 (1) :1-94.

主要参考文献

- deHaan, E., Larcker, D., and McClure, C. (2019) . Long-term economic consequences of hedge fund activist interventions. *Review of Accounting Studies*, 24 (2) : 536-569.
- Hamao, Y., & Matos, P. (2018) . US-style investor activism in Japan: The first ten years? *Journal of the Japanese and International Economies*, 48: 29-54.
- Klein, A. and Zur, E. (2009) . Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors. *The Journal of Finance*, 64 (1) : 187-229.
- Miyachi, H., Takeda, F. (2021) . Hedge Fund Activism in Japan under the Stewardship and Corporate Governance Codes. *International Advances in Economic Research*, 27: 119–130.
- Uchida, K. and Xu, P. (2008) . US barbarians at the Japan gate: Cross border hedge fund activism. *Bank of Japan Working Paper Series No. 08-E-3*.
- 井上光太郎・加藤英明 (2007) 「アクティビストファンドの功罪」『経済研究』58 (3) , 203-216.
- 太田洋 (2023) 『敵対的買収とアクティビスト』岩波書店.
- 田中亘・後藤元 (2020) 「日本におけるアクティビズムの長期的影響」JSDA キャピタルマーケットフォーラム (第2期) 論文集, 115-161.
- 株式会社アイ・アールジャパンホールディングス (2023年2月3日) 「2023年3月期 第3四半期 決算説明資料」、<http://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS02854/1086daa6/bbf8/46ad/80d0/a35b8d97dd12/20230203150210048s.pdf>.
- 東京証券取引所 (2022年7月29日) 「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議第一回事務局説明資料」、<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/nlsgeu000006j7nb.pdf>.
- 三和裕美子・山田剛志 (2022) 「アクティビストの活動と情報漏洩のリスク (下)」『旬刊商事法務』2306, 42-48.

ご清聴ありがとうございました。