

三菱UFJモルガン・スタンレー証券



近時のアクティビストの動向及び 日本初のタックスフリー・スピンオフ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券 取締役副社長 中村春雄

2019年12月6日

SECTION 1

近時のアクティビスト活動について

近時の本邦企業に対する主なアクティビズム事例

近時における主な事例

- アクティビストが日本企業に対して提示する提案(要求)は、従前より資本構成の改善や株主還元増加、ガバナンス強化及びM&Aを契機に行う上場子会社評価に関するものが多くなっています
- また、近年では、米国における潮流を後追いするように、アクティビストが投資対象企業の事業内容についての理解を深め、事業戦略や事業運営の改善、更には組織構造の変更等を提案する事例も出て来ています

主なアクティビズムの事例

株主	保有割合	対象会社	時価総額 億円 ⁽¹⁾	主なアクティビズムの内容	提案日/株主 総会開催日	帰趨
欧米機関投資家 (ポーラー・キャピタル、マラソン、ブラチナム等)	N/M	LIXIL 	4,300 ⁽²⁾	<ul style="list-style-type: none"> トップ解任を目的とする臨時株主総会の招集(プロキシシー・ファイト)は撤回 新取締役選任議案を定時株主総会において株主提案 いわゆるアクティビストではない少数株主による集团的エンゲージメント 	2019/6/25	<ul style="list-style-type: none"> 株主提案が全面可決(但し、ISS / GLが反対意見推奨をした議案の賛成率は低位)
バリューアクト・キャピタル(VAC)  ValueAct Capital	5.1%	オリンパス 	13,700	<ul style="list-style-type: none"> VACは、VACのパートナーであるRobert Hale氏及びその他2名の取締役⁽³⁾合計3名の選任要求 「株主の視点を取込み、グローバル資本市場やヘルスケア業界における経験と知見を活用できる」としてオリンパス側は受入れに賛同 	2019/6/3	<ul style="list-style-type: none"> 会社提案議案として可決(Robert Hale: 83.62%)
サード・ポイント(TP) 	2.5% ⁽⁴⁾	ソニー 	66,600	<ul style="list-style-type: none"> TPIは、半導体事業のタックスフリー・スピノフ等を含む提案をソニーに対して行っていることを投資家宛ての公開書簡にて公表 定時株主総会における株主提案行為はなかったが、TP関連の質問に対し、「長期的な株主価値向上につながる施策については常に検討、議論している」と説明 	2019/6/18 (提案日 2019/6/13)	<ul style="list-style-type: none"> ソニーは一部提案を受け入れたが、半導体事業のスピノフについては拒否 TPはソニーに対して不満を表明。圧力を継続する方針
King Street(米) 	6.29% (2019/08) 4.8% (2018/11) 6.5% (2018/10) 5.8% (2017/8)	東芝 	20,400 (2019/3) 25,000 (2018/10)	<ul style="list-style-type: none"> King Streetは、2018年10月に提案内容を公開することによりアクティビズムを活発化 6月に東芝が公表した自社株買い7,000億円の控→1.1兆円への増額を要求 迅速な自社株買いの実施を要求⁽⁵⁾ 2019年3月には、King Streetの共同創業者Brian Higginsを含む社外取締役候補を株主提案し、取締役の過半数入れ替えを目指す予定と発表 株主提案には至らなかったものの、東芝と水面下で人事案を協議したとの報道 	2019/3/12 2018/10/3	<ul style="list-style-type: none"> 自社株買いは、当初予定の約7,000億円を取得をもって終了 東芝は取締役会体制の見直しを実施し、12人中10人を社外取締役、1/3にあたる4人を外国人とする人事案を提案し、株主総会によって承認

出所: 各種報道、臨時報告書

注:

- 株主提案/議案反対日における株価終値をベースとした時価総額
- 欧米機関投資家主導で潮田氏、山梨氏の取締役退任を求める臨時開催請求が行われた3月20日を参照
- その他2名の取締役候補者はVACの外部アドバイザーを務めるJim C. Beasley氏及びオリンパス海外子会社において人事部門の責任者であったStefan Kaufmann
- TPIは、6月13日付の公開書簡において15億ドル相当のソニー株保有を公表
- King Streetは、加速型自社株買いプログラム(ASR)による手法が最適であると主張


 : Section2にて詳述

近時の本邦企業による主な敵対的買収案件事例

近時における主な事例

- 近年では、本邦企業におけるコーポレートガバナンス体制の強化等の環境の変化により、敵対的買収が稀であった本邦企業も敵対的買収を試みる事例が見受けられます

主な敵対的買収案件の事例

買収を表明した本邦企業	保有割合	対象会社	時価総額 億円	日付	取引経緯等
コクヨ 	37.8%	ぺんてる Discover the best 	N/A ⁽¹⁾	2019/5/10	<ul style="list-style-type: none"> コクヨがマーキュリアインベストメントよりぺんてる株式の約37.5%を取得し、最大株主に浮上
				2019/11/15	<ul style="list-style-type: none"> コクヨは、2019年4月よりぺんてると業務提携に関する検討を進めてきていたとし、①当該検討に係るぺんてる側の非協力的な姿勢及び②ぺんてると第三者との資本業務提携の可能性等を理由に、<u>ぺんてるの(敵対的)買収方針を表明</u> <ul style="list-style-type: none"> 取得価額(一株あたり): 3,500円 取得後議決権保有比率(予定): 50%超
				2019/11/19	<ul style="list-style-type: none"> 同業のプラスにより設立された合同会社が、ホワイトナイトとしてぺんてる株式の33.4%を上限に取得する予定との報道⁽²⁾
				2019/11/20	<ul style="list-style-type: none"> 上記を受け、コクヨは買付条件の変更(取得価額を3,750円に引上げ)を発表
エイチ・アイ・エス (HIS) 	4.8%	ユニゾ 	800 ⁽³⁾	2019/7/10	<ul style="list-style-type: none"> HISは国内外のホテル事業を強化すべく、<u>ユニゾに対する敵対的TOBを公表</u> <ul style="list-style-type: none"> 買付価格(一株あたり): 3,100円 取得後議決権保有比率(予定): 45%
				2019/8/6	<ul style="list-style-type: none"> ユニゾは本TOBに対する反対意見を表明
				2019/8/16	<ul style="list-style-type: none"> ユニゾはフォートレス・インベストメント・グループ(フォートレス)による対抗TOBを発表するとともに、賛同意見を表明
				2019/8/28	<ul style="list-style-type: none"> HISは、8月23日をもって終了したTOB期間の延長及び買付価格の引上げは行わず、第三者による公開買付期間中、新たに公開買い付けを実施する予定がないと発表
				2019/9/27	<ul style="list-style-type: none"> フォートレスによるTOBへの賛同意見を撤回し、留保意見に変更。ブラックストーンによるTOB提案(9/17)に対して反対意見を表明
				2019/10/10	<ul style="list-style-type: none"> ブラックストーンによる修正提案(10/7)および国内投資ファンドによる買収提案(10/8)に反対意見を表明 同日、エリオット・インターナショナル(以下「エリオット」)から一連のTOBへの対応に関する質問状を受領(10月15日に追加質問状を受領)
				2019/10/16	<ul style="list-style-type: none"> ブラックストーンがユニゾの同意を条件としたTOBの意向を表明
				2019/11/24	<ul style="list-style-type: none"> ユニゾは、国内外ファンド・事業会社8社のスポンサー候補と協議を継続中と発表

出所: 各種報道、臨時報告書

注:

- 非公開会社であるため、「N/A」と記載。買収方針表明時(2019/11/15)の取得価額(3,500円)ベースで315億円、買付条件変更後(2019/1/20)の取得価額(3,750円)ベースで約338億円
- 取得価額は、コクヨによる買収方針表明時の当初取得価額3,500円と同額との報道
- HISが買収方針を表明した2019年7月10日付の終値を基準とした時価総額

SECTION 2

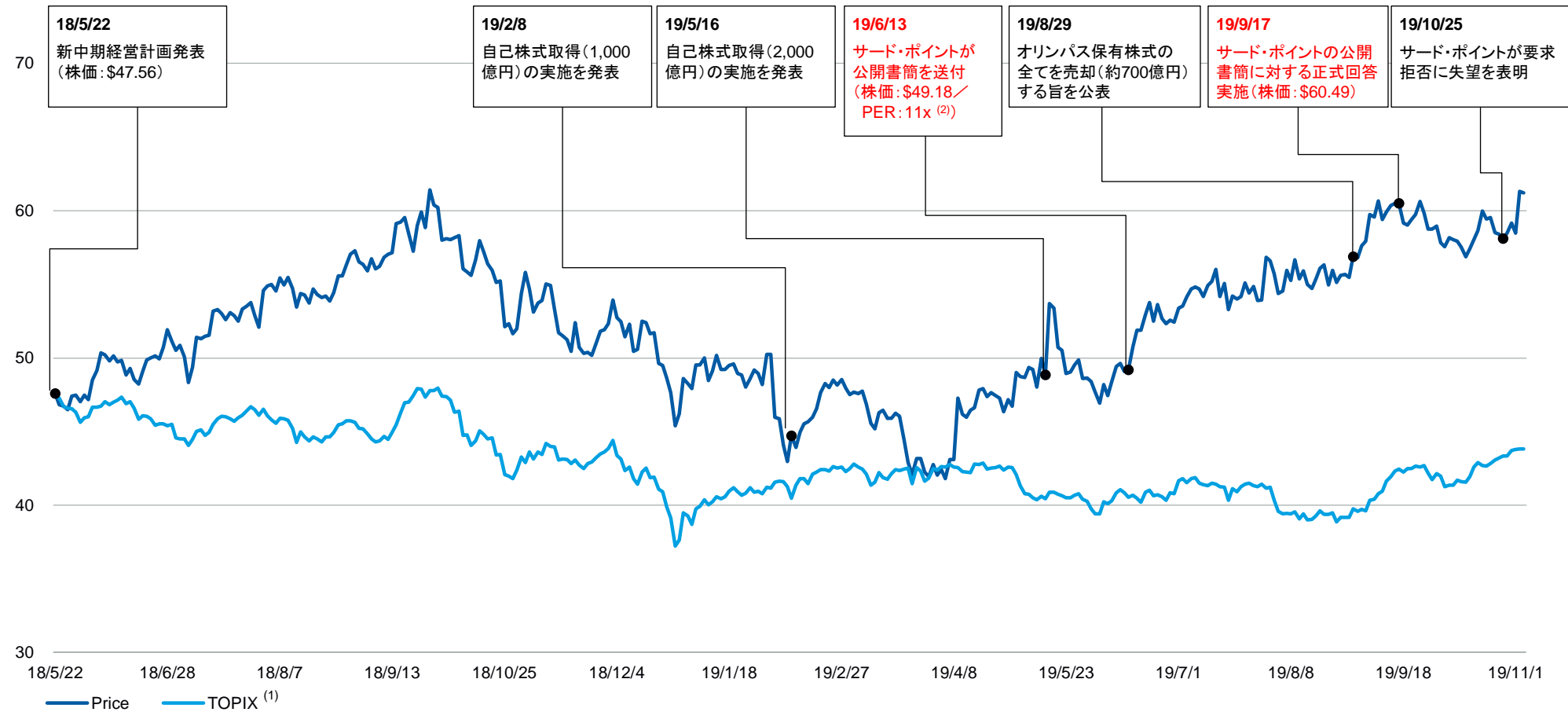
サード・ポイントによるソニーのアクティビズム事例

サード・ポイントによる公開書簡送付以降のソニーの株価推移



ソニー株価推移(2018年5月以降)

\$/Share



注:
 1. TOPIXは2018年5月22日ソニー株価終値に基づきインデックス化
 2. 2019年6月13日付サード・ポイントの書簡に記載の2020E PER

サード・ポイントによるソニーへの主な指摘・提案(2019年)



2019年6月13日公表

Third Pointによる主な指摘

割安な株価及びバリュエーション

- 競争力のある質の高い事業を有し、優秀な経営陣がいるにも関わらず、株価は直近10年間で最も低いマルチプル水準(6月上旬頃、P/E 11x)
- グローバルで見ても最も割安な大手企業の1つである
- 低い株価の主な要因は、複雑な事業ポートフォリオによるコングロマリット・ディスカウント

割安なバリュエーションを改善するための施策案

1

半導体事業のスピノフ⁽¹⁾

- モバイル向けCMOSイメージセンサー市場シェア70%を誇り、日本に残された最も競争力の高い半導体事業の1つであるにも関わらず、全体収益への貢献が18%しかないことから、投資家から十分な評価を受けていない
- 日本版タックスフリー・スピノフの第1号案件として模範になるべき事業
- 半導体事業で創出されたキャッシュフローは他事業に充当され、十分な設備投資やR&Dを実施できていない。独立することで、設備投資とR&Dに資源を集中できる

2

エンタテインメント事業のリーダーとしての再定義

- ゲーム、音楽、映画の全ての分野で世界をリードするポジションを有する稀有な存在として再定義、バリュエーション倍率の引き上げ効果も期待可能(Third Pointの見立て上、エンタテインメント事業の適正AV/EBITDAが10x-15x程度と推測)
- 各業界は今後拡大が期待されており、半導体を外したベースであれば、CAGRで10%超のEBIT成長の実現が可能
- ソニーを担当するセルサイドアナリストの大半もインターネット・エンタテインメントの知見が乏しいエレクトロニクス担当アナリストであるため、ゲーム・エンタテインメント事業が全体価値の70%を占めているソニーを適切に評価できていない

3

保有上場株式の売却

- 事業面における関連性が低い場合、保有する上場株式を売却し、成長投資あるいは株主還元へ充当すべき

4

レバレッジの活用・資本政策

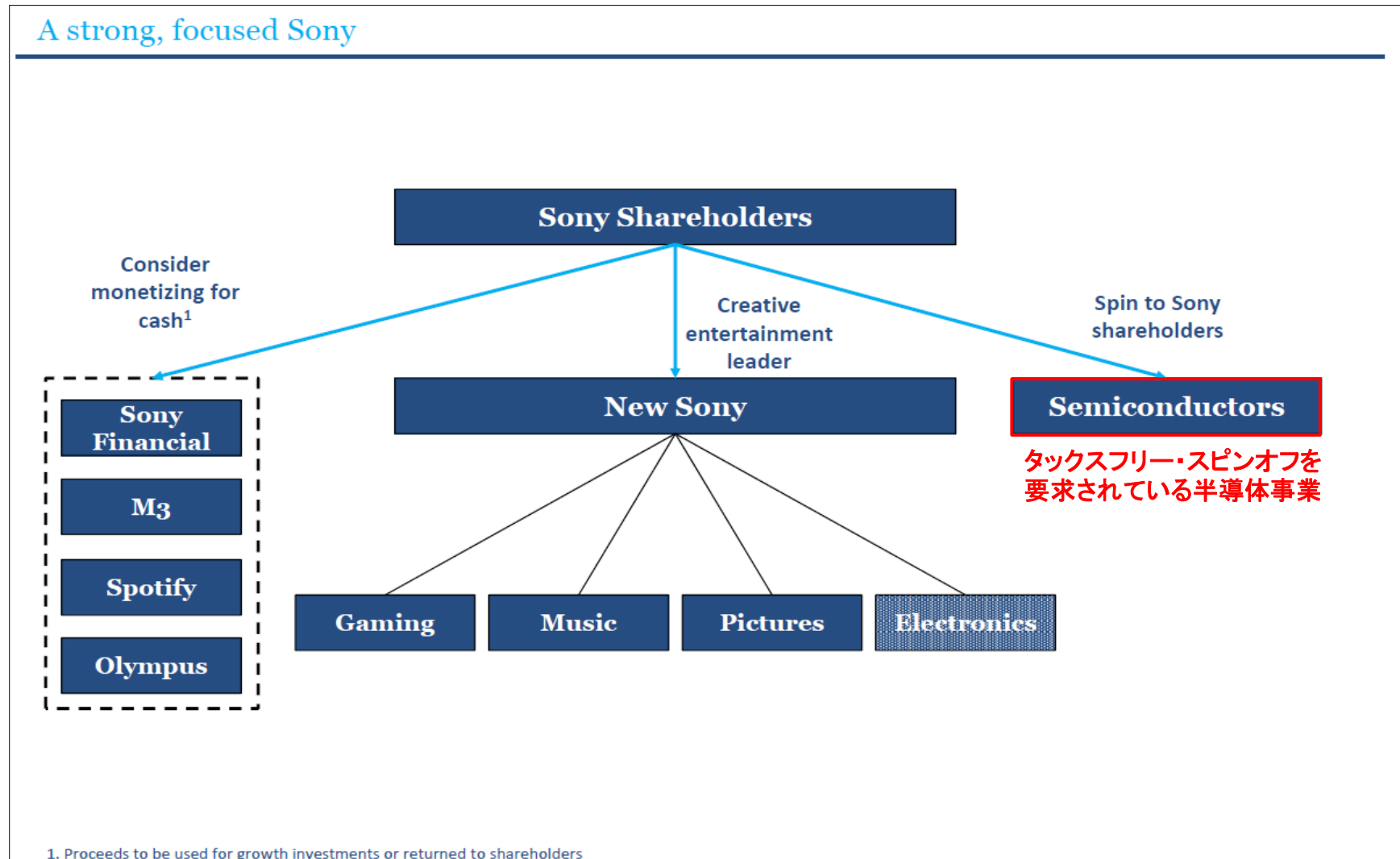
- 足元で保有するネットキャッシュに加え、同業他社と同等なレバレッジを活用し、さらに保有している上場株式の売却を併せると\$34Bnの活用されていない資金力があり、現在の時価総額の50%超に当たる規模での投資や株主還元が可能

注:
1. タックスフリー・スピノフの事例についてはSection3.ご参照

サード・ポイントによるソニーへの主な指摘・提案(2019年)(続き)



2019年6月13日、サード・ポイントはソニーに対して半導体事業のタックスフリー・スピノフなどを要求



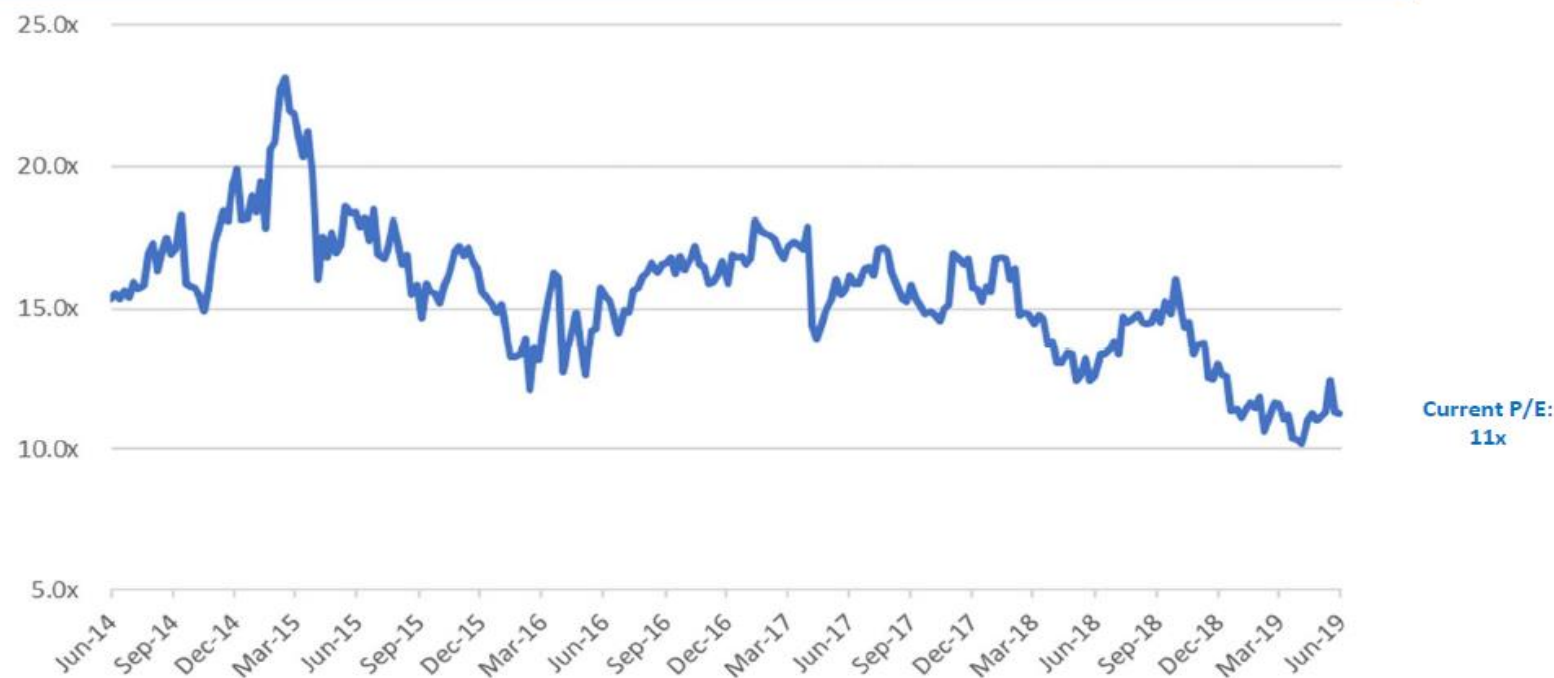
サード・ポイントによるソニーへの主な指摘・提案(2019年)(続き)



Despite strong operating performance, Sony's stock trades at a depressed earnings multiple

- Today Sony trades at only 11x earnings and a 7% (12% normalized for semiconductor growth spending) unlevered FCF yield¹, making it one of the cheapest large cap stocks globally, in our view
- Sony's multiple compression is perplexing, particularly given the shift in profit mix towards higher-multiple businesses, such as gaming and music

Sony consensus P/E (1-year forward)



Source: Bloomberg; data as of 6/11/2019

1. Management guidance. Average unlevered FCF to EV, FY18-20. FCF excludes Financial Services. Enterprise value excludes value of listed stakes. Semiconductor growth capex calculated as capex in excess of DD&A.

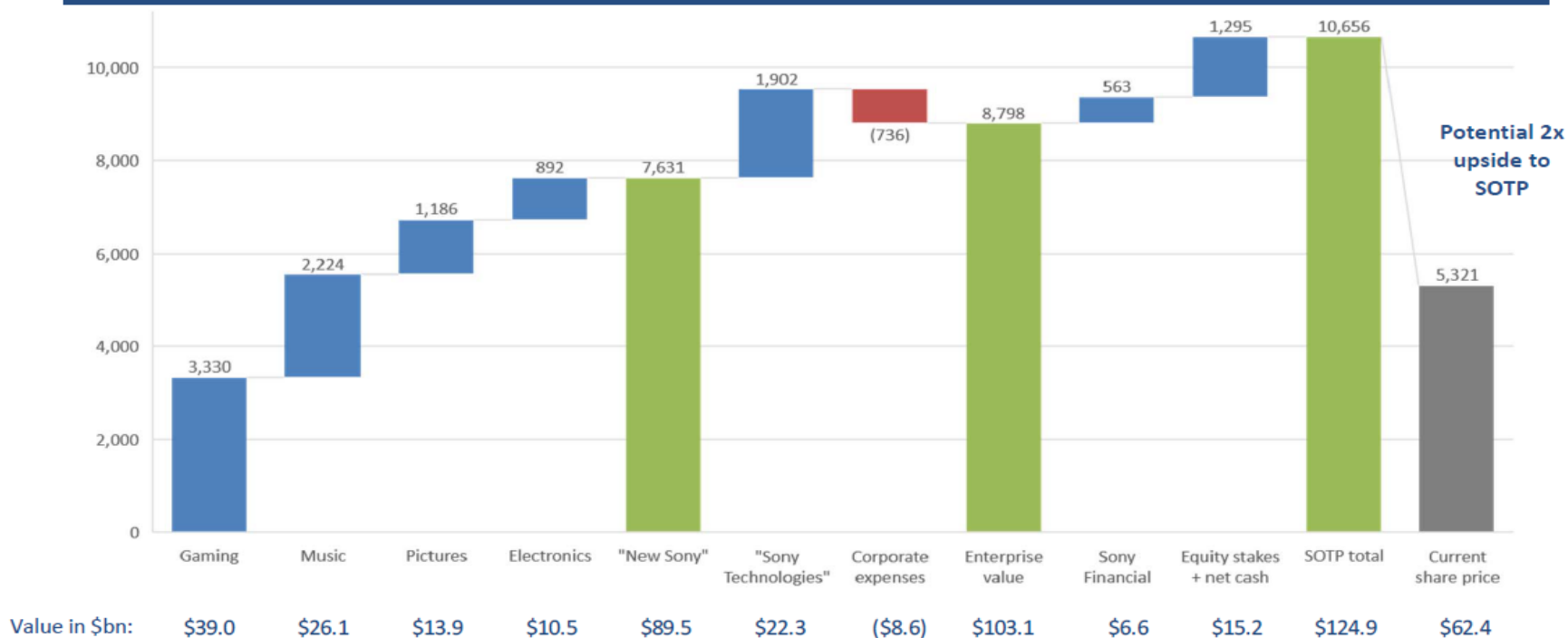
サード・ポイントによるソニーへの主な指摘・提案(2019年)(続き)



Significant upside... if value is unlocked

- We see significant upside over the medium-term if Sony's value is unlocked
- Share price upside is even higher if Sony continues to buy its own shares at a discount to intrinsic value
- Importantly, under this plan Sony would be well-positioned to continue to grow over the long-term

SOTP value per share, YE21 (JPY)



Source: Third Point valuation analysis; Company reports. Net cash as of YE21



サード・ポイントの公開書簡に対するソニー回答(2019年)



2019年9月17日公表

ソニーマネジメントによる現状認識

- 2015年4月初めから2019年8月末の期間においてTSRは+91.4%と、TOPIXの+8.1%、S&P500の+55.6%を大きくアウトパフォーム
 - 事業の選択と集中、事業ポートフォリオ見直しなどにより、収益性と資本効率の改善を着実に促進
 - それぞれの事業分野が高い競争力を持ち、安定的なキャッシュフロー創出力を有する。2017年度、2018年度の2期連続で、連結営業利益および1株当たりの純利益ともに最高益を達成。ROEも安定的に改善して2期連続で10%以上の目標を大きく超過
 - 創出キャッシュは、厳格な財務規律の下将来の成長に向けた投資と、自己株式取得や安定配当の増額などの株主還元 に 充当

サードポイント提案

ソニーの回答

<p>1</p> <p>半導体事業の スピノフ</p>	<p>No!</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 取締役会は全会一致で半導体を保有し続けることが、長期的な企業価値向上に資するとの結論 • 半導体事業の成長機会及び当該事業の高い成長率／特長的な事業構造について詳細に言及 <ul style="list-style-type: none"> – イメージセンサーとAIの組み合わせによる、IoT、自動運転、ゲーム、先端医療など幅広い領域への活用等 – 過去10年においては、スマートフォン用途を中心に、年率約17%という大変高い売上成長を実現 – 広い顧客ベースと高い市場シェアシリコンサイクルと呼ばれる市況変動の影響を受けにくい事業構造を構築 • 外部専門家についても上場企業として運営する際には、維持コストとマネジメントリソース、税務面での機会損失等、相当規模のディスシナジーが生じると試算
<p>2</p> <p>金融子会社の売却</p>	<p>No!</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 現時点では、傘下のソニーフィナンシャルホールディングス(SFH)株式の保有を維持するとの結論 • SFHは安定的に高い収益力を維持し、グループに利益面で大きな貢献をしており、ソニーブランドとの親和性も高い事業であると主張 • 経営体制の強化、株主還元の拡大、情報開示の更なる充実等の取り組みを、SFHの経営チームと連携して進めることで、その企業価値を今後更に拡大することが可能であると判断
<p>3</p> <p>保有上場株式の 売却</p>	<p>Yes</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 保有するオリンパスの普通株式を全株売却 • その他の上場株式については、事業戦略上の保有意義と保有株式の経済価値を総合的に検討
<p>4</p> <p>レバレッジの活用・ 資本政策</p>	<p>Yes</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 2019年度は、2,000億円を上限に自己株式の取得枠を設定(2019年5月)。今後も戦略的な資本政策の一つとして機動的に検討 • 財務戦略的な見地ならびに足元の市場環境を総合的に検討。普通社債1,000億円の発行登録を実施

SECTION 3

タックスフリー・スピンオフ事例紹介

① コシダカホールディングスによる本邦初となるタックスフリー・スピンオフ

コシダカホールディングスによる子会社カーブスホールディングスのスピンオフIPO

コシダカホールディングスの既存株主は、2020年3月に予定されているカーブスホールディングス上場以降は、コシダカホールディングスとカーブスホールディングス、上場2社の株主となる

スピンオフのイメージ



注:
 1. 2019年8月期実績値
 2. セグメント調整前利益ベースのため、総額は同社の営業利益と異なる

出所: 開示資料

① コシダカホールディングスによる本邦初となるタックスフリー・スピノフ(続き)

案件ハイライト:

主要2事業の一層の成長による株主価値向上を目指したスピノフであり、その実現のために本邦初スキームを組成

<p>1</p> <p>スピノフにより、主要2事業の成長戦略の一層の加速によって、更なる株主価値の向上を企図</p>	<ul style="list-style-type: none"> スピノフを実施する最大の目的は、カラオケ及びカーブス両事業の一層の成長実現による更なる株主価値の向上 <ul style="list-style-type: none"> 分離するCVHのカーブス事業においては、単独の上場企業となることで知名度が向上し、地方自治体等との連携が図りやすくなるほか、「メンズ・カーブス」といった新業態の展開や重点地域と位置付ける欧州先進国の事業強化に注力が可能となる KHDのカラオケ事業においては、経営陣を含む人的経営資源を集中することが可能となるほか、カーブス事業の分離によって、カラオケ事業事業内に健全な危機意識が醸成されることにより、役職員が同事業の成長戦略遂行に一層集中する意識が高まり、首都圏出店の加速や独自の人財採用、東南アジアでの事業展開拡大が可能となる 両事業の成長戦略や経営ビジョンの方向性が異なってきたことから、カーブス事業の分離・独立により、人材採用や報酬体制、経営資源の配分等についてもそれぞれの事業に応じた運営を行うことで、両事業の成長の早期実現を目指すとともに、事業環境や事業特性に即した株主還元を含む最適な資本政策を実現することで、株主価値の向上を目指すべく本スピノフを決断
<p>2</p> <p>税制改正後、本邦初となる税制適格スピノフ案件</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2017年度税制改正後、日本で初となる税制適格スピノフ案件 税制改正により、税制適格組織再編として、「分割型分割」と「株式分配型」の2つの類型が加えられた内の、「株式分配型」スピノフを採用 税制適格要件を満たすため、KHDの完全子会社であるCVH株式の全てを、基準日時点のKHD株主に現物配当として交付(金銭分配請求権は無し)することにより、本スピノフ後にKHDとCVHの資本関係はなくなる 金銭分配請求権を付与しない現物配当となるため、通常株主総会の特別決議が必要となるが、本件においては、産業競争力強化法に基づく事業再編計画の認定を経済産業大臣より得ているため、同法に基づく特例として株主総会における普通決議で実施可能 その他、税制適格要件を充足する上でのストラクチャー検討や税務上の取扱いや留意点を整理
<p>3</p> <p>企業規模の大きな子会社のスピノフであり価格形成プロセスや周知施策を工夫</p>	<ul style="list-style-type: none"> スピノフされるカーブス事業の事業規模は、KHDグループの売上・利益の半分程度を占める大きな事業 本スピノフにより、権利落ち日にKHDの株価からCVHの価値が剥落することとなり、大きな株価インパクトが生じうるため、その株価形成を公平性・透明性を確保して、円滑に行うことが重要な課題 この課題解決のために、権利落ち日のKHD株の東証における取引開始時の基準値段算出にCVHの公開価格を参照するスキームを構築 <ul style="list-style-type: none"> 「KHD株式の権利落ち日の基準値段」=「KHD株式の権利付最終日の株価終値」-「中間(予想)配当金」-「CVH株式の公開価格」 CVHは新規上場の際して新株式発行を行う予定である(本スピノフの条件)旨と、新株式発行が行われる場合、ブック・ビルディング方式により決定する公開価格で行う旨を開示 価格形成プロセスを含む本件における各種スキームや分配資産割合等の税務上の留意点等を本スピノフ議案決議時点でパンフレット等の各種説明資料により周知することで、株主・投資家の本邦初スキームに対する理解促進に努め、株主総会での議決権行使や権利落ち以降の円滑な株価形成に繋げることを企図

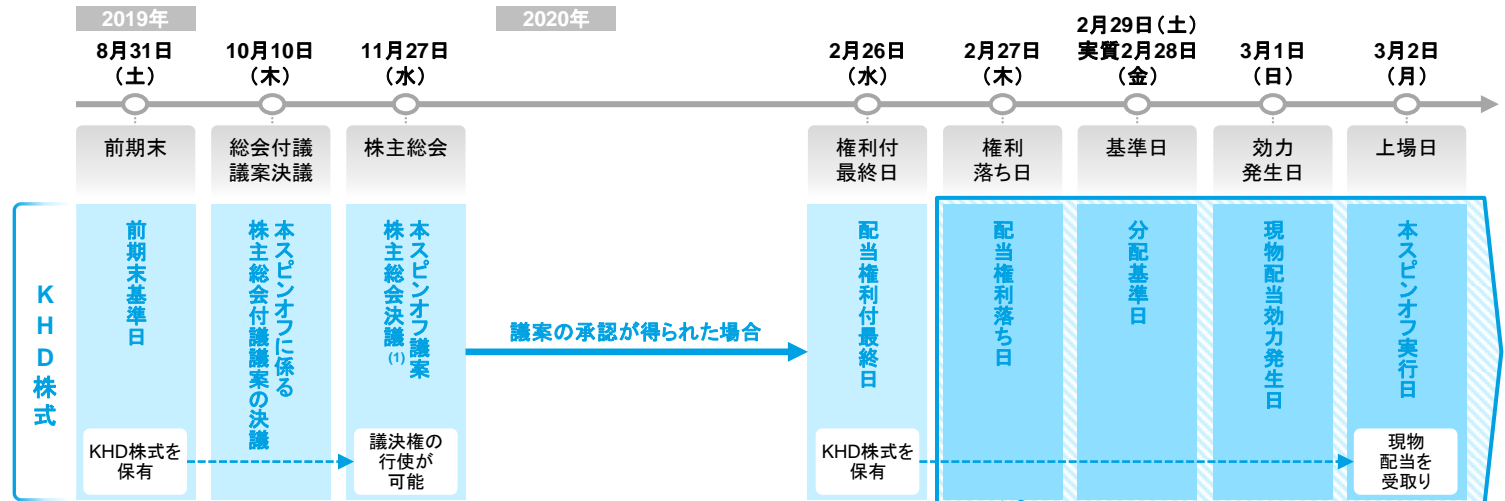
① コシダカホールディングスによる本邦初となるタックスフリー・スピノフ(続き)

本スピノフIPOの想定スケジュールと価格形成プロセス:

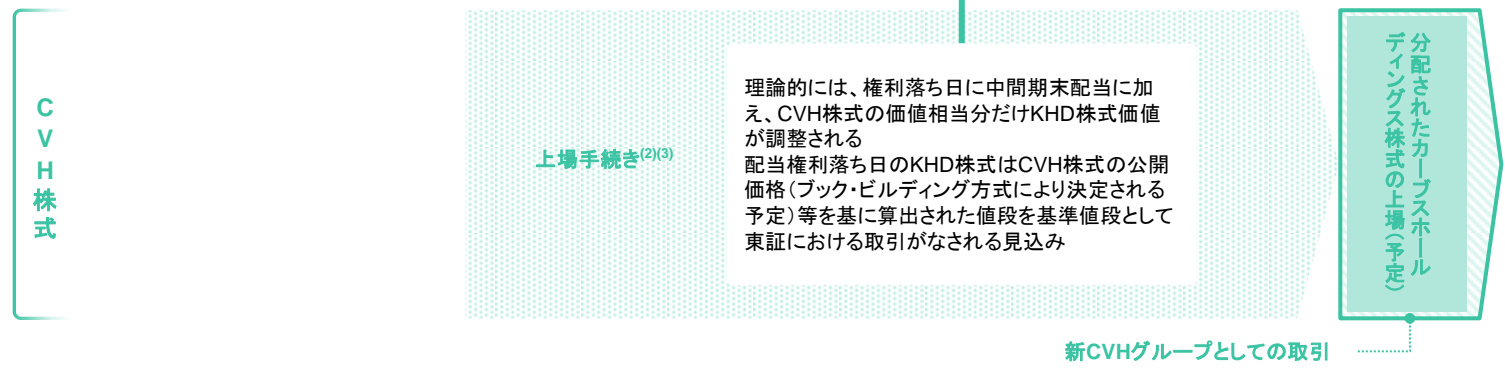
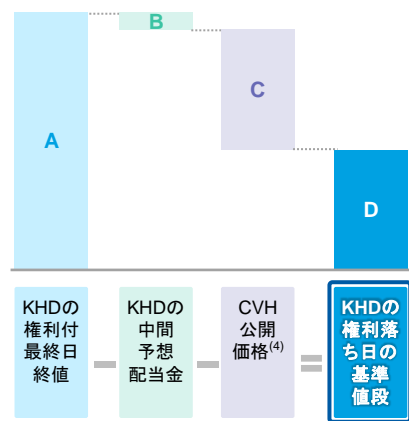
分離後の新KHD及び新CVH両社について、公平性・透明性を確保して円滑な株価形成の実現を目指すスキームを構築

- 2020年3月2日のスピノフ実行及び分配されたCVH株式の上場に向けて、2月末が基準日となり、その前営業日の2月27日がKHDの権利落ち日となります
- 事業規模の大きい子会社の分離となるため、CVHの公開価格をブック・ビルディングにより決定し、その価格を基にKHDの権利落ち日の基準値段を算出することで、透明性・公平性を確保し、円滑な株価形成を目指しております

スピノフの想定スケジュール



KHDの権利落ち日の基準値段



注:
 1. 議案の承認が得られない場合、本スピノフは中止
 2. 東証の上場承認が得られない場合、本スピノフは中止
 3. CVHの新株式発行が実施される予定ではなくなった場合、本スピノフは中止
 4. CVH株式の公開価格はブック・ビルディング方式により決定される予定

2 海外のスピンオフ事例 ~ユナイテッド・テクノロジーズ(UTC)

2018年11月、航空・防衛事業における大型買収の完了と併せて、それぞれ独立する3社への会社分割を公表

会社概要

- ✓ 米国コネチカット州に本社を置くグローバル企業
- ✓ 航空・防衛産業向け、及び、ビル向け機器・設備・システムの製造・販売
- ✓ 売上:598億ドル(2017年実績)、時価総額:983億ドル(2018年11月29日時点)

本件分割の狙い

各事業への集中を通じた成果・業績の向上

強固な財務体質の確保

資本構成及び資本配分の柔軟性の確保

M&A機会の拡大

事業毎の業績に応じた経営層向けインセンティブ設計

投資家層の拡大

分割計画の概要

想定ストラクチャー

- CarrierとOtisのタックスフリー・スピンオフ

完了時期及び条件

- 取締役会の承認他必要な手続きを経て、今後18-24ヶ月で分割完了予定

財務方針

- 3社すべてについて、投資適格を維持する見通し
- 各社ニーズに応じて、資本構成及び配分を設計予定
- 3社合計の配当金は、足元のUTCの配当金を下回らない

分割コスト

- 会社分割に伴う一時費用として25-30億ドルを想定
- 毎年3.5億ドル~4億ドルのコーポレートコストの追加発生を見込む

2 海外のスピンオフ事例 ~ユナイテッド・テクノロジーズ(UTC)(続き)

会社分割後の各社概要、資本構成、投資プロファイル

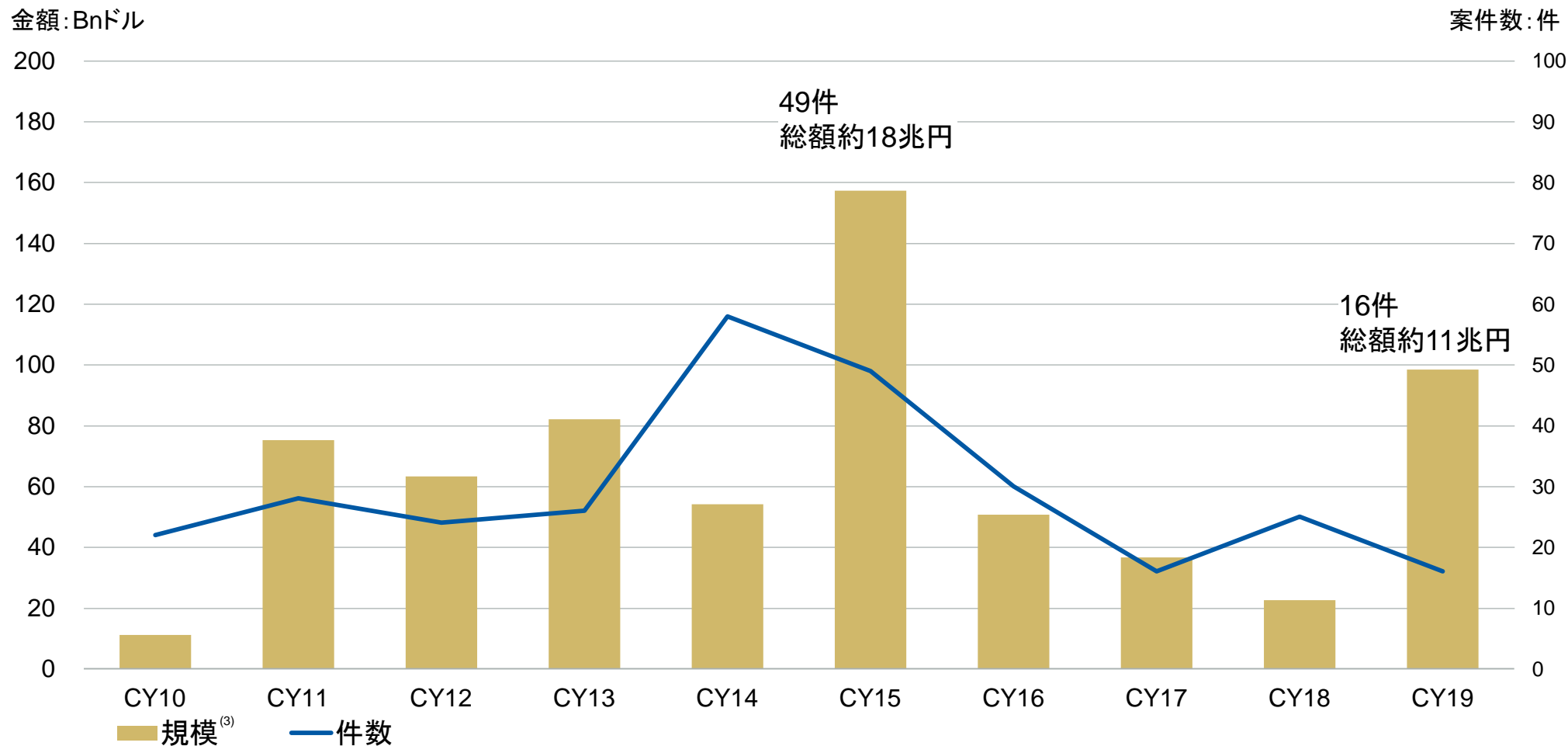


会社概要	民間航空機及び防衛産業向け、航空機エンジン及び各種システムのグローバルリーダー	空調、冷凍、ビルディングオートメーション、防災、セキュリティ等ビル向け機器・設備のグローバル大手	エレベーター、エスカレーター、動く歩道の製造・販売・サービスのグローバル大手
2017年度売上高 ⁽¹⁾	390億ドル ⁽¹⁾	180億ドル ⁽²⁾	120億ドル ⁽²⁾
売上高内訳			
顧客数	100s	販売代理店等: 1,000s エンドユーザー: 1,000,000s	100,000s
必要投資資金	大	中	中/小
投資ホライゾン(投資サイクル)	超長期	短期	長期
アフターサービス市場におけるプレゼンス	高	中	高
市場成長率	GDP++	GDP+	GDP
長期EBITマージンポテンシャル	10%台半ば~後半	10%台半ば~後半	10%台半ば~後半

注:
 1. UTC公表のプレスリリースに記載のPro-Formaベースの数値
 2. 2017年度実績のセグメント別売上数値(スピンオフによる財務影響調整なし)

米国におけるタックスフリー・スピノフの動向

2010年以降の米国におけるスピノフ件数・規模の推移⁽¹⁾⁽²⁾



出所: Capital IQ

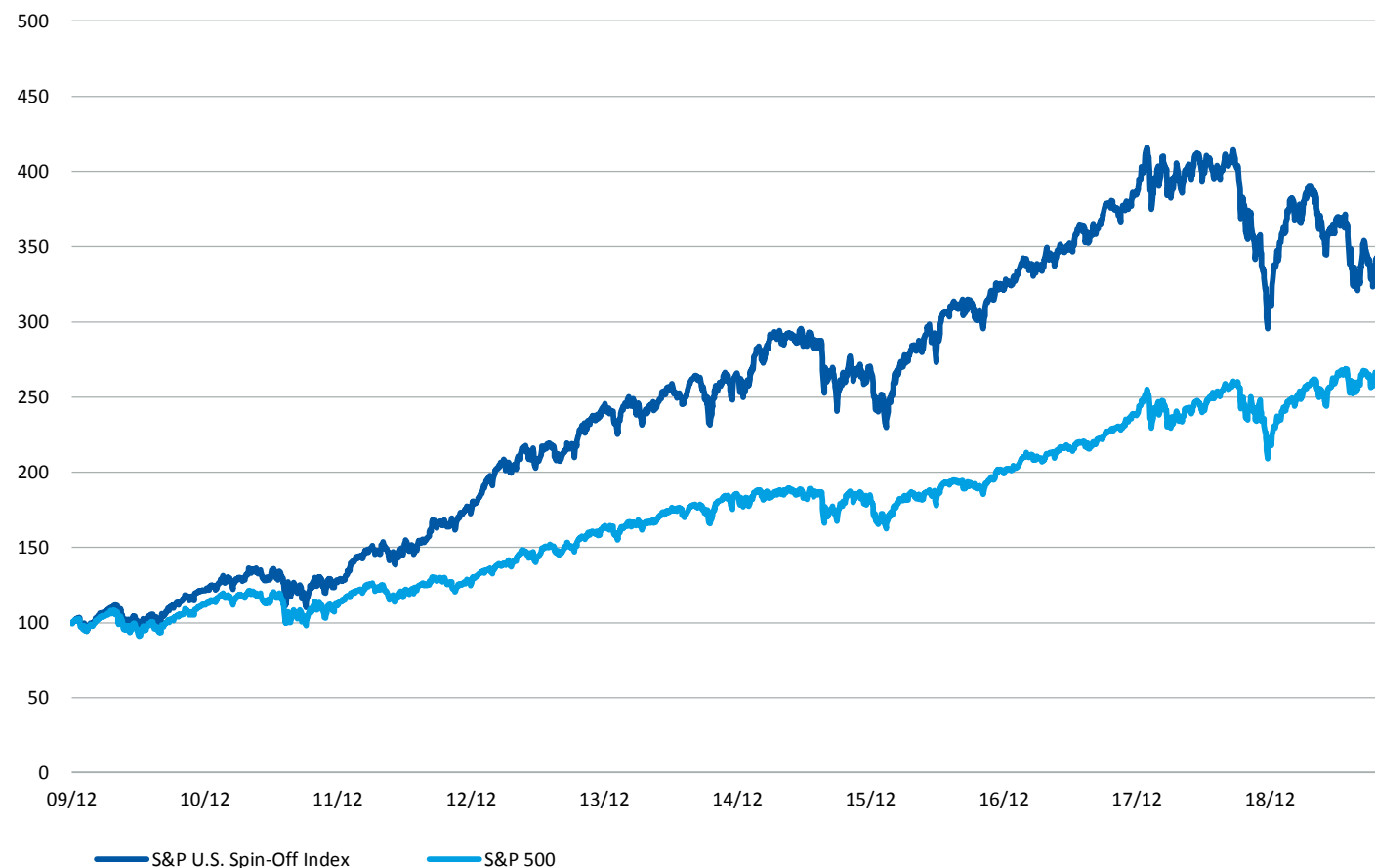
- 注:
1. 2019年9月30日時点
 2. Capital IQのTransaction Databaseで取得可能な、2010年以降に完了した米国企業のスピノフ案件を集計。尚、一部取引規模を取得できない案件が存在
 3. 規模 = AV(企業価値)の合計

米国スピンオフ企業の株価パフォーマンス

米国スピンオフ企業で構成されたINDEXは、S&P500をアウトパフォーム

米国スピンオフ関連指数のパフォーマンス

2009年12月30日～2019年11月29日、2009年末=100



出所: Bloomberg, Refinitiv

S&P U.S. Spin-Off Indexの構成銘柄

米上位企業からスピンオフされた4年以内の銘柄で構成 (2019年11月末時点)

- Alcoa Corp
- Arcosa Inc
- Adient PLC
- Apergy Corp
- Brighthouse Financial Inc
- Cars.com Inc
- Conduent Inc
- CorePoint Lodging Inc
- Corteva Inc
- Covetrus Inc
- Delphi Technologies PLC
- Dow Inc
- Equitrans Midstream Corp
- frontdoor Inc
- Fortive Corp
- GCP Applied Technologies Inc
- Garrett Motion Inc
- Hilton Grand Vacations Inc
- Hertz Global Holdings Inc
- IAA Inc
- JBG SMITH Properties
- KLX Energy Services Holdings Inc
- Koortor Brands Inc
- Lamb Weston Holdings Inc
- Ingevity Corp
- nVent Electric PLC
- Penn National Gaming Inc
- Park Hotels & Resorts Inc
- Perspecta Inc
- Resideo Technologies Inc
- Synchrony Financial
- Veoneer Inc
- Varex Imaging Corp
- Welbilt Inc
- Wyndham Hotels & Resorts Inc

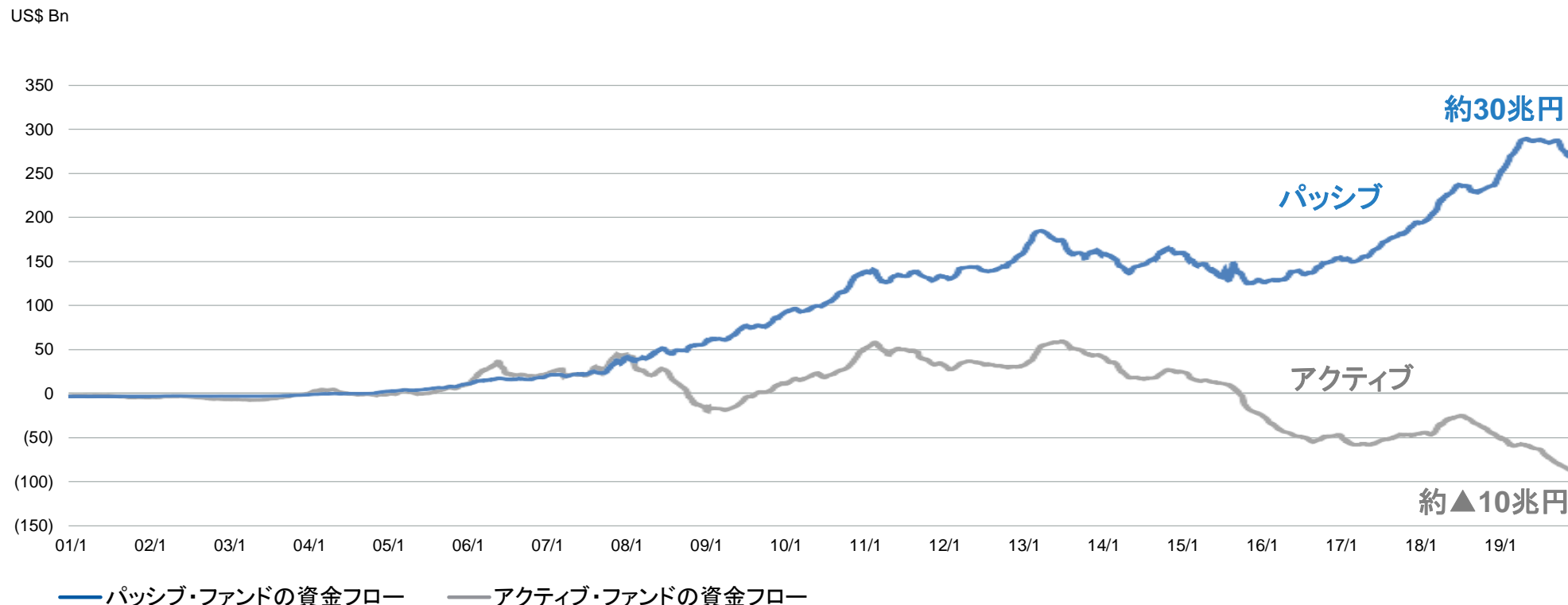
APPENDIX A

パッシブ・ファンドの資金動向

パッシブ・ファンドへの資金流入が加速

近年パッシブ・ファンドへの資金流入が拡大しています。この背景には、リーマン・ショック以降、米国におけるアクティブ・ファンドの運用成績がアンダーパフォームした結果、パッシブ・ファンドへの資金流入が起こり、この動きが米国以外にも広がっていることがある他、MiFID II⁽¹⁾施行によるパッシブシフトの潮流、各ファンドにおける効率性を重視したパッシブ運用へのアロケーション戦略変更等もあります

グローバルにおけるパッシブ・ファンドへの大量資金流入 / アクティブ・ファンドの大量資金流出



出所: EPFR Global, Equity Fund Flows Databaseがデータを持つファンドの累積資金フロー

注:
1. EU加盟国における第2次金融商品市場指令(アナリストのリサーチ費用を取引執行手数料に含めて請求することを禁止等)

Legal Disclaimer

本書に記載されている情報は、情報提供のみを目的として作成されたものです。本書に記載された情報の正確性または完全性に関する表明は行われません。本書に記載される情報は一定の仮定に基づき、一般に公表された情報並びに受領者及び第三者から三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下、「MUMSS」といいます）に対して提供された情報に依拠して作成されています。MUMSS及びその関係会社（以下「当社」と総称します）は、本書に記載されている情報について一切保証を行わず、また、本書に記載されている情報に関する責任（本書に明記された又は記載されない事項に関する明示または黙示の表明または保証を含むが、それらに限られない）を一切負わないことを明記します。本書は、当社によるフィナンシャル・アドバイスその他の推奨を意図するものではなく、本書の受領者は本書に依拠すべきではなく、本書を何らかの決定や行為を行う際の根拠とすることはできません。本書に記載される見解や取引条件は暫定的なものであり、本書が作成された時点での財務、経済、市場及びその他の状況に基づくものであり、今後変更される可能性があります。本書及び本書に記載されている情報は、有価証券の引受け、またはそれに関連する取扱いの申込みを構成するものではなく、また本書の受領者に対する法務、規制、財務または税務アドバイスを構成するものではありません。本書の受領者は、本書の内容及び本書に記載されている取引に関して、独立した第三者から法務、会計、税務及び財務アドバイスを受けることをお勧めいたします。本書の受領者は、本書を受領することにより、本書に記載されているかまたは本書に関連するデータ、分析、結果その他の情報（本書に関連して当社より口頭で提供される情報を含む）について無期限に秘密を保持し、第三者に対して配布または開示せず、公開もしないことに同意したものとみなされます。