

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗（1） —アメリカ—

2016年6月24日（金）15:00～16:56
大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗（1）

—アメリカ—

東京大学大学院法学政治学研究科准教授

加藤貴仁

目 次

- I. 報告の対象
- II. Hedge Fund Activism の現状
- III. Hedge Fund Activism の評価
 - 1. 理論的な評価の対立
 - 2. 事実認識に関する対立
 - 3. Hedge Fund Activism に対する評価の対立が意味すること
- IV. Hedge Fund Activism を巡る法的問題

○山下 定刻ですので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、東京大学の加藤先生に「株主アクティビズム」のアメリカの状況についてご報告をいただきます。よろしくお願ひします。

○加藤 東京大学の加藤です。本日はよろしくお願ひします。

I. 報告の対象

私に割り当てられたテーマは「株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗（1）—アメリカ」ですが、アメリカについては、hedge fund によるいわゆる activist campaign を取り上げるべきだと思いました。そこで、本報告では、比較的最近公表された、法制度が hedge fund activism にどのように対処すべきかを論じた 2 つの論文で

- 1. “wolf pack”
 - 2. Schedule 13D の提出期限について
 - 3. その他の “wolf pack” への対抗策について
- V. 日本企業を対象とした activist campaign への対処を考える際の示唆討論

なされた主張を比較することを中心に、関連する話題も取り上げつつ、hedge fund activism に代表される短期主義を巡るアメリカの状況を紹介することを目的とします。

主な検討対象とする論文の著者の 1 人である Bebchuk 教授らは、皆さんも既にご案内のとおり、株主アクティビズムの意義について非常に肯定的な立場を代表する研究者です。別の論文の著者である Coffee 教授はやや立場が見えにくいですが、少なくとも Bebchuk 教授らほどは株主アクティビズムの意義について肯定的ではないと思います。

次に、報告の対象を明確化するために、hedge fund activism とは何かということを簡単に説明しておきたいと思います。

Hedge fund activism とは何かといいますと、hedge fund が、会社（以下 hedge fund activism

の対象となる会社を「対象会社」という)に対し、株主利益の向上に資すると考える施策の実施を積極的に求めることで短期的に高い収益を挙げる手法を指す、と一般的には言われています。これは activist campaign とも呼ばれるわけですが、それとも、その中には、CEO と取締役会議長の分離の提案など穏当なものから、会社の売却、CEO の解任または事業部門の売却の提案など、より干渉的なものも含まれています (Coffee & Palia[2016] at 553-554)。

株主アクティビズムといいますと、その主体は hedge fund ではなくて、年金基金や投資信託などの機関投資家、いわゆる伝統的な機関投資家が積極的に株主として権利を主張するということもアクティビズムと呼ばれることがあります。これらの年金基金や投資信託などの機関投資家が株主権を積極的に行使する目的は、経営戦略に反対するなど防御的なものであったのに対して、hedge fund による activist campaign というものは、積極的に何らかの行動を求める攻撃的なものであると指摘する見解もあるようです。

このような hedge fund activism がどのような流れで行われるかといいますと、まず、activist campaign を行おうとする hedge fund が対象会社の株式を取得し、その後、取得した株式の数が我が国の大口保有報告書に相当する Schedule 13D 制度の提出義務である 5 % を超えた時点で、Schedule 13D を提出します。その提出とともに、activist campaign——通常は自分たちが望ましいと考える行動を対象会社の経営者に対して書簡などを送って請求したり、場合によっては、対象会社が応じなければ委任状争奪戦や TOB なども行ったりすることも含めて activist campaign といいますけれども、これを行います。Activist campaign が成功したか失敗したかを問わず、彼らはあまり長期間株式を保有することを前提とはしていませんので、対象会社の株式を比較的短期で売却するというわけです。

どの程度の期間、このような activist campaign

を行う hedge fund が対象会社の株式を保有しているかを調査した著名な研究がありまして、それによれば、その中間値は 369 日であるようです。ただ、比較的最近の研究では、その期間は 266 日に短くなっていることを示すものもあるようです。

ここで、「短期主義 (short-termism)」という言葉を定義しておきたいと思います。短期主義についての明確な定義はアメリカでも存在しないようです。ただ、Coffee 教授らの論文によると、結局、短期主義というものは、将来の利益を現在価値に割り引く際の割引率が伝統的な機関投資家が用いる割引率よりも高い傾向をとることと定義されています (Coffee & Palia[2016] at 573)。このような定義に従うと、短期主義というのは、株式を保有する期間が短いこと自体ではなくて、株式投資において長期的に得られる利益よりも短期的に得られる利益を高く評価する傾向ということになると思います。本報告では、以上に述べた定義に従って、短期主義という用語を用いることにします。

II. Hedge Fund Activism の現状

次に、検討対象である hedge fund activism の現状について、主に Coffee 教授らが行ったサーベイに基づき、その概要を紹介していきたいと思います。

まず、activist campaign の数は近年急速に増加していくまで、例えば 2010 年から 2014 年前半までに 1,115 件の activist campaign が行われました。2014 年だけでもその数は 347 件となり、これは過去最高であったようです。これに対して、2005 年 1 月から 2006 年 8 月までの 20 か月間に行われた activist campaign の数は 52 件にすぎなかったという研究があるようです。

近年の activist campaign の特徴として、対象となる会社の規模が大きくなっていることが挙げられています。Activist campaign を成功させること及びそこから収益を上げるためにある程度の株式の集中保有を必要とするので、かつては

activist campaign の対象となる会社の規模は小さかったわけです。ところが 2013 年には、activist campaign の対象となった会社の 3 分の 1 は時価総額が 20 億ドルを超える会社となり、時価総額が 100 億ドルを超える会社が activist campaign の対象となる事例は、2010 年は 17 件にすぎなかったのですけれども、2011 年には 21 件、2012 年には 23 件、2014 年には 42 件と増加しています。このような大規模な上場会社の中には、DuPont などアメリカを代表する大企業であり、かつ継続して高い収益率を記録してきたものも含まれます。つまり、必ずしも経営不振に陥っているといった会社ばかりではなくて、むしろ収益率の高い企業なども activist campaign の対象に含まれるようになってきているようです。

Coffee 教授らの論文では、hedge fund activism の現状というものは、どんなに対象会社の規模が大きく収益率が高いとしても、activist campaign の対象にならないとは言えず、activist campaign を行おうとする hedge fund が他の株主から支持を得ることができるストーリーを提示することができれば、activist campaign の対象になり得るし、十分に成功する可能性が高いという状況であると分析されています。

Activist campaign の一環として hedge fund が委任状争奪戦を仕掛けることもあります、その委任状争奪戦の中で hedge fund が仕掛けているものの数は、2009 年の 39% から 2013 年には 69% に増加しています。さらに非常に興味深かったのは、このような hedge fund が仕掛けた委任状争奪戦において、例えば取締役の候補者の推薦を含む委任状争奪戦などで、hedge fund が例え少なくとも 1 人の候補者を当選させることができたなど hedge fund が勝利したと評価できる事例の数は増加傾向にあり、2012 年は 52% であったけれども、2014 年には 73% にまでなったということです。

そして、hedge fund が取締役を送り込むことに成功した事例の 44% で、その後 18か月以内に CEO の交代が行われたという研究もあるようです。こ

のような状況を評して、Coffee 教授などは、現在は hedge fund bubble が起きているのだと指摘しています。

III. Hedge Fund Activism の評価

次に、hedge fund activism に対する学説の評価を簡単に振り返っておきたいと思います。

1. 理論的な評価の対立

肯定的な評価をする見解は、まず、上場会社では、株式が分散保有されているので、集合行為問題のため株主が自己の利益を守るために団結して行動することは非常に困難であることを指摘します。このような状況において、hedge fund は、いわば上場会社の株主の利益を代弁する仲介機関として行動していることが指摘されています。代表的なものは、レジュメ 3 ページの注 1 に挙げたような見解です。

次に、否定的な評価をする見解の最大の根拠は、結局、activist campaign を行う hedge fund の利益と他の株主の利益は対立しているので、hedge fund による activist campaign に 対象会社が従うと他の株主の利益が害されるということかと思います。

注 2 に hedge fund activism に批判的な見解で著名なものをいくつか挙げていますけれども、hedge fund activism 自体はかなり前から存在していたので、批判的な見解の主張の重点も移っているような気がしています。例えば 2007 年から 2008 年にかけての金融危機の前は、主に empty voting と呼ばれる、いわばデリバティブなどを使って対象会社の企業価値が下がることに利益を得るような経済ポジションを持っている hedge fund が activist campaign をしたり、もしくは企業価値が下がっても損をしないような経済ポジションをつくって activist campaign を行ったりしているというようなことに対する批判が中心的であったような気がします。ところが、金融危機の後は、主に当時の経営者の報酬などがストック・オプシ

ヨンなど株価の変動にかなり依存したものであつたということ、さらに機関投資家、特に hedge fund が株価の上昇に対して強い圧力を対象会社にかけたことによって、結果として金融危機が起きたのだといった論調の中で hedge fund activism に対する批判も行われてきたように思います。つまり、株価を中心とするガバナンスへの批判の一環として、hedge fund activism に対する批判が行われてきたように思います。

そして、最近では、hedge fund activism の意義に消極的な見解は、先ほど挙げた短期主義というものに対する批判が中心となっているように思います。

短期主義に対する批判は、決してアメリカの学界に限った現象ではありません。例えば hedge fund が activist campaign の一環として DuPont に仕掛けた委任状争奪戦において、DuPont 側についた BlackRock Inc. の CEO である Lawrence D. Fink 氏は、アクティビズムを行うような hedge fund といわゆる BlackRock のような長期の保有を前提とする株主との利益は明確に対立しているのだと主張しています。

2. 事実認識に関する対立

ここが本日の報告の中心になるわけですけれども、hedge fund activism に批判的な立場の主たる根拠として、activist campaign によって短期的に対象会社の株価は大幅に上昇し、hedge fund は高値で売り抜けることができるけれども、他の株主は長期的に対象会社の収益力が減少するという不利益を被るという状況、これを “pump at dump” とかと言うようですが、こういった状況が生じていることが批判的な立場の根拠として挙げられています (Coffee & Palia [2016] at 549)。このような主張は、“myopic-activists” claim と呼ばれることもあります (Bebchuk et al. [2015] at 1093–95)。

現在では、activist campaign が Schedule 13D の提出によって一般的に明らかになることによっ

て対象会社の株価が短期的に上昇するということは、多くの実証研究によって明らかにされていますし、このこと自体は hedge fund activism に批判的な論者も認めています (Bebchuk et al. [2015] at 1121–23)。

こういった “pump at dump” とか “myopic-activists” といったことを根拠として hedge fund activism に批判的な論陣を展開する代表的な論者は、アメリカの著名な弁護士事務所である Wachtell, Lipton, Rosen & Katz です。その中でも特に Lipton 弁護士が非常に批判的ですけれども、その主張の内容は、同事務所が敵対的企業買収に対して批判的な論陣を展開した際の主張とほぼ等しいと思います (Coffee & Palia [2016] at 549 note 9)。

これに対して、hedge fund activism に批判的な論者が主張しているような状況は一般的には存在していないということを実証研究によって示そうとする代表的な論者が Lucian Bebchuk 教授らです。

なお、こういった “pump at dump” といった事実認識に対しては、元デラウエア州最高裁判所判事の Jack B. Jacobs 氏や現デラウエア州最高裁判所判事の Leo E. Strine 氏などが親和的な態度をとっています (Bebchuk et al. [2015] at 1149)。次に、Bebchuk 教授らの実証研究の内容を非常に簡単に紹介したいと思います。

“pump at dump” などを根拠として hedge fund activism に批判的な立場をとる論者は、activist campaign によって短期的に対象会社の業績が向上して株価は上昇するかもしれないが、それは activist campaign が対象会社に長期的な不利益をもたらす犠牲、例えば R&D 投資の削減などが典型的ですけれども、こういった長期的な不利益をもたらす犠牲を伴うことが株価に十分に反映されないからだと考えているわけです (Bebchuk et al. [2015] at 1096)。言い方を換えれば、仮に長期的な利益を害する行為が行われても、それが直ちに市場価格に反映される可能性が高いのであれ

ば、短期の株式保有を予定している者にとっても、当然市場価格が下がることになりますから、activist campaign は魅力的とは言えなくなるというわけです。

しかし、Bebchuk 教授らの実証研究の前提として、仮に activist campaign を仕掛ける hedge fund が短期間の株式保有を前提とした短期的な利益を追求しており、かつ株式市場が hedge fund activism が対象会社の企業価値に与える長期的な影響を十分に株価に反映させることができないとても、“pump at dump”とか “myopic-activists” といった hedge fund activism に批判的な論者の事実認識が唯一の理論的に正しい事実認識ではないという主張がされています。

なぜかというと、確かに株式市場が非効率で activist campaign を仕掛ける hedge fund の株式保有期間が短いと、理論的には、activist campaign が対象会社に長期的には企業価値を毀損する行動を求める可能性はあるわけです。しかし問題なのは、そのような事例がどの程度の頻度で生じるかということであって、もしかしたら activist campaign が短期的及び長期的な企業価値の増加につながる事例のほうが圧倒的に多い可能性すらあるわけです (Bebchuk et al. [2015] at 1096)。もしこういった activist campaign が対象会社の企業価値の増加につながる場合のほうが多いのであれば、一部の事例において activist campaign が対象会社の企業価値にマイナスの影響を与えるとしても、activist campaign を一律に規制するといったことには慎重な態度をとらなければいけないという結論になるわけです。

すなわち、hedge fund activism に批判的な論者が主張する事実認識というものは仮説の一つにすぎないので、その正しさは、それ自体が実証研究において明らかにされなければいけないというのが Bebchuk 教授の主張であるわけです。

それでは Bebchuk 教授らがどのように実証研究をしたかというと、実証検証の詳細を紹介することは私の手に余るので、非常に簡単にしか紹介で

きませんけれども、主に行ったのは、activist campaign の後の対象会社の業績、収益力や株価の変化と activist campaign の相関関係の調査です。

その結果どういったことがわかったかというと、activist campaign の後の 5 年間の対象会社——これは上場が維持されているものに限るわけですが——の Tobin's Q と ROA の変化や対象会社の株価の超過収益率を測定したわけですけれども、その結果として、activist campaign と対象会社の Tobin's Q、ROA や株価の間に統計的に有意な負の相関関係、つまり activist campaign が行われると、その後 Tobin's Q や ROA などが有意に下がるといった相関関係は観察されないということでした。したがって、hedge fund activism に批判的な論者の事実認識というものは誤りだと主張されています。この点は、Bebchuk 教授らの論文の一番重要なポイントではないかと思います (Bebchuk et al. [2015] at 1117 & 1130)。

これに対して、Coffee 教授らも、Bebchuk 教授らの実証研究について、確かに hedge fund activism が行われると、対象会社の株価とか業績が短期的には上がっても、長期的に下がるという仮説は正しくないと認めています。しかし、長期的に下がるという仮説は正しくないとしても、実証研究の詳細を見ると、activist campaign が行われた場合には、対象会社の収益力などが増加するという関係があるとまでは言えないと指摘しています (Coffee & Palia [2016] at 551 note 16, 587 note 173)。

確かに Bebchuk 教授らの研究を見ると、activist campaign と対象会社の業績とか株価の間に正の相関関係、つまり、activist campaign が行われると、その後の株価とか業績が上がっているという正の相関関係がある場合が多いことは示されているわけですけれども、その関係の幾つかは、統計的に有意であると評価できるものではないわけです。これは、私は実証研究の専門家ではないので、なかなか評価が難しいのですけれども、素人ながら見てみると、ちょっと興味深いな

と思ったのが、Tobin's Q と ROA を比較した場合に、Tobin's Q のほうが統計的に有意な結果が得られている項目が多いような印象を受けるわけです。つまり、activist campaign と Tobin's Q の間には正の相関関係がよく見られているけれども、ROA との関係は、Tobin's Q に比べると統計的に有意な正の相関関係はあまり見られていないということです。

このような結果になった理由として、Bebchuk 教授らは、長期的な業績の向上は対象会社が保有する既存の資産の収益力の増加以外の理由で生じる可能性があることを挙げています (Bebchuk et al. [2015] at 1111)。私は、Bebchuk 教授らの主張を正確に理解できていません。しかし、被説明変数を Tobin's Q とする場合と ROA とする場合とで実証研究の結果に差異が生じていることは、Tobin's Q は、結局は株式市場による対象会社の業績の評価をあらわす指標なので、hedge fund activism が対象会社の業績に与える影響を評価する際に Tobin's Q を利用することに慎重な立場をとるべきことを示唆しているかもしれません。

Hedge fund activism が対象会社の長期的な収益力に与える影響に加えて、Bebchuk 教授らの研究と Coffee 教授らの研究で非常に対立していたのは、対象会社が activist campaign の対象になった後に、R&D 投資などが減少することへの評価です。

Hedge fund activism に批判的な論者は、activist campaign の後、R&D 投資などその成果が生じるために長期間を要する投資を対象会社が絞る傾向にあることを、hedge fund activism が対象会社の企業価値を下げている根拠として主張することができます。実際に、hedge fund など短期主義的な傾向を持つ投資家は、配当や自己株式の取得を通じた株主への分配であるとか、特にそれを負債による資金調達によって行うことを好むわけですけれども、その結果、実際に対象会社が R&D 投資などを減少させているという研究があるようです (Coffee & Palia[2016] at 573)。

実際に R&D 投資が減少していることを受けて、hedge fund activism に批判的な論者は、activist campaign が対象会社に長期的な利益を犠牲にさせているという主張をするわけですけれども、これに対して Bebchuk 教授らは、上場会社の経営者は、一般的に事業規模の拡大を求めて非効率的な投資を行う誘因、いわゆる “empire building” を行う誘因を持っているので、R&D 投資が減少するということも肯定的に評価できると主張します。つまり、放っておいたら “empire building” に使われてしまうような余裕資金が株主に返還されたにすぎないのであるから、対象会社が R&D 投資などを減少させているということを肯定的に評価できる可能性があると主張しているのです (Bebchuk et al. [2015] at 1136 & 1137 note 103)。

これに対して Coffee 教授らは反論するのですが、まず、確かに昔は “empire building” に対する懸念はあったが、その懸念が深刻であったのは、経営者の報酬の主たる部分が金銭であったからであると指摘します。しかし、現在はその報酬の大部分がストック・オプションなどになっているので、そもそも経営者には規模の最大化を追及する誘因は存在しないと主張します (Coffee & Palia[2016] at 593-594)。

Bebchuk 教授ら以外にも、activist campaign の後に対象会社が R&D 投資を減少させることが対象会社の企業価値にどのような影響を与えるかということについて実証研究が蓄積されつつあります。例えば最近公表されたのは、レジュメ 6 ページの注 6 に挙げた、R&D 投資が減少することを前提とした上で、しかし減少しているということは、R&D 投資が非常に効率的に行われるようになっているからであるということを、対象会社の特許出願件数などを調査することによって研究するものもあるようです。

3. Hedge Fund Activism に対する評価の対立が意味すること

以上に述べた Bebchuk 教授らと Coffee 教授らの

hedge fund activismに対する評価の差異を、我々がどのように理解すべきかということをまとめてみたいと思います。

これまでの実証研究から明らかになったことというものは、activist campaignの直後及び一定期間の経過後に対象会社の企業価値が下落するという傾向は、一般的な傾向としては見られないということだと思います。仮にこういった一般的な傾向が見られるのであれば、hedge fund activismを一般的に制約するという規制も正当化できる余地があるのかもしれません。

これに対して、activist campaignの直後及び一定期間の経過後に対象会社の企業価値が増加するという傾向があるのかということについては、依然として争いがあるように思われます。

これに加えて、Coffee教授らの論文では、こういった hedge fund activism を対象とした実証研究を参考する際の注意点なども書かれています (Coffee & Palia[2016] at 551-552) 、非常に興味深かったです、少し長めに引用しています。

1つ目として、長期的に観察して対象会社の株価に正の超過収益率が生じていたことを発見した研究においても、研究対象となったサンプルのかなりの割合で対象会社に負の超過収益率が計測されているようです。

これも私は生のデータを確認しているわけではないのですけれども、すなわち、activist campaignと対象会社の株価の相関関係は、両者の一般的な傾向を調査するわけですけれども、個々のサンプルに着目すると、非常に高い収益率を計測しているものもあれば、非常に低い収益力というか、負の収益率を計測しているものもあるということです。つまり、activist campaignが対象会社に与える影響にもかなりばらつきがあるのでないかという主張です。

2つ目として、activist campaignによって対象会社の株価に正の超過収益率が観察されることに関して、注意すべき点が指摘されています。この点は実証的には争いがないように思われるの

ですけれども、このことは必ずしも企業価値が activist campaign によって向上したということを意味するわけではなくて、例えば activist campaign がされたら、もしかしたら買収提案がされるかもしれないという思惑で株価が上がっているにすぎないという可能性も十分にあるということです。

実際には、activist campaign によって株価が上がる理由を探求する研究も行われています。つまり、activist campaign といっても、先ほど紹介したとおり、その内容はさまざまです。例えばコーポレートガバナンスの改善を目的とした activist campaign とか、経営者報酬の削減を目的とする activist campaign とか、資本構成の変更など、いわば経営者のエージェンシー問題の改善につながるような施策を求める activist campaignを行ったほうが株価が上昇するといった関係が実証研究によって示されると、activist campaign と対象会社の企業価値の間に正の相関関係があると評価しやすいように思います。しかし、実際には、activist campaign が行われること自体に株価が反応しているのであって、その内容はあまり関係ないという研究が有力なようです。

3つ目として、これは敵対的企業買収の場合と同じですけれども、hedge fund activism が株主にもたらした利益というものは、そのほかの利害関係人からの利益の移転にすぎないのでないかという点について、十分な実証研究が行われていないということです。

4つ目は、これまでの実証研究は対象会社の企業価値に与える影響を対象とするものが中心であったけれども、より一般的に、対象会社以外の会社に対して hedge fund activism が与える影響についても実証研究が行われる必要があるということです。

こういった Coffee 教授らの批判に対して、Bebchuk 教授らは直接的に反論しているわけではないのですけれども、彼らの論文に書かれていることなどからどういった反論がされるかというも

のを私なりにまとめたのが次の項目です。

まず、Bebchuk 教授らは、一般的な傾向として、activist campaign と対象会社の業績や株価の間に正の相関関係が観察されれば（負の相関関係が観察されなければ）、hedge fund activism は社会全体にとっても、また上場株式のポートフォリオを保有する投資家にとっても、不利益を与えるものではないと考えているように思います（Bebchuk et al. [2015]）。

次に、activist campaign とその後の対象会社の業績の向上に統計的に有意な正の相関関係があることは、activist campaign によって対象会社の業績が向上したことを当然に意味するのではなく、業績が向上する対象会社を hedge fund が選択して activist campaign を仕掛けたという可能性を排斥するわけではありません。つまり、因果関係が逆の可能性もあるということですが、これは Bebchuk 教授らも認めているわけです。しかし、hedge fund が株価とか業績が上昇するような会社を選んでいるということは、別に批判されるわけではなくて、hedge fund による対象会社の選び方が優れていたということを意味するだけです。したがって、このことは追加的な規制を正当化する根拠にはならないのだという反論がされています。

さらに、hedge fund activism が対象会社以外の会社に影響を与える可能性があるということは、Bebchuk 教授らも認めていまして、これについては別の論文で理論的な反論が行われています（Bebchuk et al. [2015]）。また、activist campaign が公表されることによって、対象会社と類似の属性を持つ会社の株価にも超過収益が発生することを示す実証研究が存在するということが指摘されています（Bebchuk et al. [2015] at 1095 note 28）。

この項目のまとめとして、Bebchuk 教授らがこの論文を書いた動機についても触れたいと思います。その主たる動機は、hedge fund activism に批判的な論者、特に Lipton 弁護士が、実証研究よりも経営者達の実際の経験というものを信頼すべ

きだと言って実証研究を無視していることに対して、そういう態度は適切ではないということを示すことがあります。確かに、hedge fund activism と対象会社の企業価値の相関関係を対象とした実証研究を全く無視することは適切ではないと思いますが、個々の activist campaign が個々の対象会社の企業価値にどう影響を与えていているかということも考える必要があるような気がします。

つまり、Bebchuk 教授らは一般的な傾向を問題にし、Lipton 弁護士たちは実際の経験に基づいて個々の activist campaign を問題にしているかもしれません。両者の hedge fund activism に対する評価の違いは、結局は、対象会社の企業価値を増加させる activist campaign と下落させる activist campaign を選別できる仕組みが存在するのかという評価の違いに由来するように思います。Bebchuk 教授らは、現在十分に選別できているから、これ以上 hedge fund activism を制約する必要はないのだという立場だと思います。

つまり、本日の表題に含まれている「株主アクティビズムの健全化」という言葉を使用すると、Bebchuk 教授らはアメリカの hedge fund activism は健全だから、それを制約するために新たな法規制を導入する必要はないという立場だと思います。これに対して Coffee 教授らは、hedge fund activism の種々の制約要因となっていた法制度などが近年急激に変化したため、hedge fund activism が不健全になりつつあり、hedge fund activism によって対象会社の企業価値が実際に損なわれているのではないかという疑いを抱かざるを得ない事例があらわれてきており、現行法の枠組みに懸念を表明しているということだと思います。

IV. Hedge Fund Activismを巡る法的問題

法制度は、hedge fund activism がどれくらい行われるか、hedge fund が hedge fund activism からどれくらいの収益を上げることができるかということに影響を与える非常に重要な要素です。

例えば、かつてのアメリカの上場会社の多くは、期差取締役会とポイズン・ピルを併用することによって、敵対的企業買収の脅威をほとんど無意味なものにすることができたと言われています。期差取締役会とポイズン・ピルは、敵対的企業買収防衛策としてだけではなく、activist campaign を行おうとする hedge fund にとっても障壁となります。しかし、現在では、期差取締役会とポイズン・ピルの組み合わせは、もはや絶滅危惧種のような状況になっています。このような状況に至った理由の一つは、Shareholder Rights Projects という Bebchuk 教授によって運営されているハーバード大学のクリニカルプログラムが、機関投資家と共同して、株主提案権などをを利用して期差取締役会やポイズン・ピルの排除を上場会社に強く求めていったことがあります。

さらにもう一つ重要なのは、議決権行使助言会社の影響力というものが非常に大きくなっているということです。かつてのアメリカでは、シャドウ・ピル、すなわち、まだポイズン・ピルを導入していない会社も取締役会の判断ですぐにポイズン・ピルを導入することができたと言われています。しかし、最近では議決権行使助言会社の影響力が高まり、議決権行使助言会社の賛成を得るような内容でないとポイズン・ピルを導入すること自体が難しくなっています。つまり、アメリカでは、これまで株主権の行使に対して上場会社が持っていたさまざまな防御策というものが急激に減っているということです。

1. “wolf pack”

以上に述べた点に加えて、Coffee 教授らの論文では、hedge fund activism を最もやりやすくした法制度上の要因の一つとして、“wolf pack” と呼ばれる戦術が挙げられています (Coffee & Palia[2016] at 550)。この “wolf pack” というものは、既に我が国でも紹介されており、最近になって初めて使われるようになった手法というわけではありません。2005 年には既に使われていた

と指摘する見解もあります。ただ、Coffee 教授らは、最近ではそれが使われる事例が大幅に増加し、かつ規模が格段に大きくなつたと指摘しています。

まず、“wolf pack” の概要を説明します。1934 年証券取引所法 13 条(d) (3)、これは我が国の大量保有報告制度に相当する義務を定める規定ですけれども、その義務を負うのは、上場会社の株式をその発行済み株式総数の 5 % を超えて取得するに至った者です。そして、5 % を超えて取得したかどうかを計算する際に、group——我が国の言葉で言えば共同保有者ですけれども——を構成する株主全員の持株数が合算されて、group を構成する株主全員が Schedule 13D の提出義務を課されるという仕組みになっています。これは我が国の大量保有報告制度と同じですけれども、“wolf pack” というのは、group に該当することを避けつつ、集団で対象会社の株式を大量に取得する仕組みであると位置づけられています。

“wolf pack” では、リーダーとなる hedge fund が存在します。まず、リーダーが activist campaign を行うことを決めて、その後、仲間の hedge fund を募ります。リーダーは Schedule 13D の提出義務を超えるような持株割合まで株式を買い集めるけれども、ほかの参加者は 3 % とか 4 % などの Schedule 13D の提出義務が課されない程度の持株を買い、リーダーが Schedule 13D を提出した後に協調行動をとるというわけです。協調行動をとっているのだから group に該当するのではないかと思われるそうですけれども、ただ単にこういった行動を行いましょうというやりとりをするだけでは、group を構成するとは評価されないとする見解がアメリカでは有力であるようです (Coffee & Palia[2016] at 568)。日本でも恐らくそうであろうと思います。

Activist campaign を行おうとする hedge fund にとって、“wolf pack” には以下のようなメリットがあると指摘されています (Coffee & Palia[2016] at 561-564)。

まず、持株数が 5 % を超えていない hedge fund

は、結局、activist campaign に参加していることを自白しない限り、開示義務違反を問われることはありません。さらに、group とみなされてしまうと、早い段階で Schedule 13D の提出義務が課されてしまいますが、Schedule 13D の提出義務がリーダーの持株数だけを基準にして判断されれば、その提出時期を遅らさせることができます。

さらに、先ほど申し上げたとおり、現在、対象会社はポイズン・ピルをあらかじめ入れておくことが困難な状況にあり、大量の株式取得行為に気づいた後にポイズン・ピルを導入することが多いと思います。しかし、“wolf pack” をされてしまうと、リーダーが 5 %を超える株式を取得して Schedule 13D を提出した段階で既に “wolf pack” の参加者の持株数を合計すると 3 割以上になると いう状況も結構あるようです。このような状況でポイズン・ピルを導入しても、株式取得行為を妨害する効果は限定されてしまいます。したがって、“wolf pack” はポイズン・ピルの効果を減殺できるわけです。

Coffee 教授らは、“wolf pack” がどのように行われるのかを、Schedule 13D に関する実証研究を参考にして推測しています。Schedule 13D の提出者の行動についてはさまざまな実証研究がありますが、よく行われているのは、Schedule 13D の提出が対象会社の株価や取引高に与える影響を研究するというものです。これらの実証研究は、Schedule 13D の提出よりも提出前 10 日間のほうが株価や取引高に与える影響が大きいことを示しています。つまり、アメリカでは、5 %を超えてから 10 日以内に Schedule 13D を提出しなければいけないわけですけれども、その 10 日間に株価や取引高が非常に上昇する傾向にあるということです。ただし、Schedule 13D の提出義務を負う者が、この 10 日間に追加的に買い増しをすることはなくて、彼ら又は彼女らは、取得した株式数が 5 %を超えた日とその翌日にほとんどの株式を取得しているようです。そうすると、この 10 日間に誰が株式を取得しているのかということが問題になります。

ますが、Coffee 教授らは、以下に述べるように、“wolf pack” の参加者が対象会社の株式を取得しているのではないかと推測しています (Coffee & Palia[2016] at 564-565)。

最初に、activist campaign を主導する hedge fund のリーダーが、対象会社の発行済株式総数の 5 %超を取得する。その後、リーダーは持株割合が 5 %を超過した日から 10 日間、Schedule 13D を提出することなく株式を買い増すことができるわけですが、そのような行為は実はあまり行われていないわけです。その理由は、株式を保有すればするほど、投資リスクが増加するわけで、それを避けたいということではないかと言われています。

次に、リーダーから activist campaign に関する情報を得た hedge fund が対象会社の株式を買い集めている可能性が指摘されています。この 10 日間の株価や取引高が非常に大きく変動しているのは、リーダーから activist campaign の情報を秘密裏に得た hedge fund が買い増していることが原因ではないかと、Coffee 教授らは推測するわけです。

その結果として、リーダーが Schedule 13D を提出するときには、activist campaign を成功させるのに必要十分と言ってもいいほどの議決権をリーダーが事実上支配している状態が生じることになるわけです。

このように Schedule 13D やポイズン・ピルなどの制約を受けることなく、hedge fund が対象会社の株式を大量に取得することができることをどのように評価すべきかは非常に難しいのですが、Coffee 教授らは、以下のようないくつかの問題を指摘しています (Coffee & Palia[2016] at 593)。

1 つ目は、一般株主は、activist campaign の情報が反映された株価でしか対象会社の株式を取得できないので、control premium を獲得することができないという批判です。ただ、この批判がアメリカの学界で一般的に受け入れられているとは思えません。一般株主がこのような主張をする

ことは、activist campaign を行う hedge fund の行動にフリーライドさせてくれと言っているようなものだからです。Coffee 教授らも、確かに不公平かもしれないけれども、法的には問題にならないのではないかと思っているように思います。

むしろ問題なのは 2 つ目でして、実証研究によると、Schedule 13D の提出に伴う対象会社の株価の上昇などは、activist campaign の内容とは無関係に発生しているということです（Coffee & Palia[2016] at 584）。 “wolf pack” の参加者は activist campaign が株価に反映される前に安く株式を買い集めているので、“wolf pack” をすれば、activist campaign の内容とは無関係に収益を上げることができます。Coffee 教授らの論文では、このような状況が存在することに対する懸念が述べられています。

2. Schedule 13D の提出期限について

Schedule 13D の提出期限を早めること、すなわち、リーダーが 5 % 超の対象会社の株式を取得してから提出期限までの 10 日間を短くすれば、“wolf pack” を行なうことは難しくなります。このような改正の是非について、アメリカの学界では以下のような議論がなされていました。

議論の契機となったのは、Dodd-Frank 法が Schedule 13D の提出期限を早める権限を SEC に与えたことです。Dodd-Frank 法に従って SEC がこの権限行使すべきかが学説で争われましたが、これまでに述べたことから明らかなように、Schedule 13D の提出期限の短縮の問題は hedge fund activism に対する評価と密接に関係しています。

例えば、Schedule 13D の提出期限の短縮に否定的な論者は、activist campaign を行おうとする hedge fund が、Schedule 13D の提出前に対象会社の株式を取得するための費用が増加することを問題にします。このことがなぜ重要かというと、Schedule 13D の提出前にどれだけ安く大量の株式を取得することができるかということが、

activist campaign によって得ることができる利益の大きさを決めるだけではなくて、activist campaign が成功する確率にも影響を与えるからです（Bebchuk et al. [2015] at 1153）。

これに対して Coffee 教授らは、実際 Schedule 13D を提出した投資家は、持株割合が 5 % を超えた日とその翌日に取得する場合が多いということは、10 日間の猶予期間があっても、Schedule 13D の提出義務を負う者が追加的に取得しているわけではないので、Schedule 13D の提出期限を早めても、少なくとも activist campaign のリーダーによる株式取得が阻害されることないと主張します。むしろ Schedule 13D の提出期限を早めることの是非は、“wolf pack” を促進するかどうかということによって決まるのであって、Coffee 教授らは、さきに述べたとおり、“wolf pack” に対して懐疑的な立場に立っているので、提出期限を維持することに対して消極的な立場をとっています（Coffee & Palia[2016] at 596–597）。

3. その他の “wolf pack” への対抗策について

“wolf pack” への対抗策として group の定義を見直すことや、ポイズン・ピルの内容を工夫して、Schedule 13D を提出することなく、5 % を超える株式を取得したことを希釈化の発動条件とするポイズン・ピルを使うことによって、“wolf pack” に対処するというようなことも考えられています。

V. 日本企業を対象とした activist campaign への対処を考える際の示唆

最後に、日本企業を対象とした activist campaign への対処を考える際の示唆ということをまとめていきたいと思います。まとめといいましても、私の感想めいたことになっていて大変恐縮ですけれども、最初に、アメリカと日本では、対象会社の状況であるとか、hedge fund activism の制約要因となる法制度の存否が非常に大きく異なることに留意する必要があると思います。

まず、対象会社の状況の差異について、activist campaign の後に対象会社が R&D 投資などを減少させることの是非を評価する際には、Bebchuk 教授らと Coffee 教授らの論争でも明らかになったとおり、ほかの手段によって経営者が非効率的な投資を行うことがどれくらい規律されているかということもあわせて考える必要があると思います。仮に日本企業が効率的な投資を行うように十分規律づけられていないというのであれば、activist campaign の後に投資が減るということは、日本における hedge fund activism の意義を消極的に評価する根拠にはならないのかもしれません。

次に Coffee 教授らはイノベーションの担い手としての上場会社の重要性も考慮すべきと主張しています。ただ、上場会社が配当や自己株式の取得によって株主に余剰資金を返還した場合、アメリカのようにベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティなど企業に対する資金供給の仕組みが発達している国では、株主に返還された余剰資金が資金需要のある新興企業などに流れることを期待できるように思います。これに対して、日本では、アメリカほど企業に対する資金供給の仕組みが発達してはいないように思います。したがって、日本の上場会社が株主に返還した余剰資金が再投資されるサイクルがどの程度確立しているかということを考慮する必要があるのかもしれません。

次に、法制度の差異について、Schedule 13D と日本の大量保有報告制度には大きな差異があるよう思います。5 %という基準は同じですが、日本では提出期限が 5 営業日以内ということが重要かもしれません。したがって、日本でアメリカほど大規模な “wolf pack” を行うことはやはり難しいように思われます。

結局、activist campaign への対処を考える際には、敵対的企業買収を巡る論争とほぼ同じ問題があると思います。つまり、ある activist campaign が対象会社の企業価値を向上させるのか、下落させるものなのかを誰が判断すべきかという

問題に行き着くと思います。“wolf pack” を非常に大規模に行うことができると、activist campaign を行う hedge fund が秘密裏に大量の対象会社の議決権を確保することができてしまい、Schedule 13D が提出された段階では、既に勝負が決まってしまっているという状況が生じるわけです。つまり、activist campaign が対象会社の企業価値に与える影響がプラスなのかマイナスかということについて、対象会社の取締役会が何らかの評価をする機会がなくなってしまいます。Activist campaign が対象会社の企業価値に与える影響について、対象会社の取締役会に関与されることなく、“wolf pack” に参加する一部の株主の判断にのみ委ねてしまってよいかなど、いろいろと考える必要があるように思いました。

最後に、Coffee 教授らは、activist campaign を行おうとする hedge fund は、そもそも最初から短期保有しか前提にしていないわけで、このような短期保有しか前提にしていない人が長期的に対象会社に影響を与えることが可能になっていることが、株主の意見を会社経営に反映させる仕組みとして本当に適切なのかという疑問を呈しています。必ずしも全面的に賛成するわけではありませんけれども、興味深い記述でしたので、配付資料に引用させていただきました。

私からの報告は以上です。よろしくお願ひします。

~~~~~

### 【討 論】

○山下 ありがとうございました。それでは、ただいまの報告につきましてどの点からでもご質問、ご意見をいただければと思います。

### 【実証研究の意義と限界】

○岸田 全体的なことについてお聞きしたいのですけれども、実証研究というのはいろいろな前提のもとで行いますが、相関関係とか因果関係で

適当に自分たちに都合の良い結果を出しているようなアメリカの論争・論文が結構多いのですけれども、本当にそうなのかと言われると、どうしても、こうだという反対も出てくるのですね。必ず反対も出てくるので、それを中心にしておっしゃったと思うのですけれども、そういう実証研究について、先生はどのようにお考えでしょうか。

○加藤 今、岸田先生のおっしゃったとおりの問題がありまして、Bebchuk 教授らの実証研究に対しても、実証研究の方法が批判されることがあります。しかし、その一方で、ある法制度と対象会社の企業価値の関係を対象とする実証研究によって、我々が暗黙のうちに想定していたのとは違う相関関係が示されることもあるので、無視はできないと思います。

ただ、ある実証研究が一つ公表され、それが自分の見解にとって非常に都合のいいものであるからといって、それに基づいていろいろと法的な議論を組み立てることには慎重であるべきだと思います。何かエポックメイキングな実証研究が出れば、実証研究の専門家の中で追試のようなものが行われると思います。そのような追試が複数行われてある程度評価が確定したといえる実証研究であれば、我々もその成果を参考してよいのではと私は考えます。

○岸田 それでは、同じような疑問をお持ちなのですね。実証研究は、要するに追試とか何かをやらないと、これだけでは必ずしも明確なりません。

○加藤 同じテーマと同じサンプルで別の人気が似たような実証研究を行うということは結構あります。実証研究が積み重なっていくうちに、定評のある実証研究というものが明らかになると思います。我々が実証研究を参照する際には、どのような研究なのか否かを慎重に考える必要があると思います。

【Hedge fund activism におけるエグジットの手段について】

○森田 大変おもしろい研究をしていただきまして、ありがとうございます。

ただ、日本ではあまりこのようなことは聞きませんね。誰が中長期の経営を考えるのか。経営者なのか、株主なのかという問題もあると思いますが、差し当たって彼らは売却益を得たいわけでしょう。そうすると、日本では、株を買い集めて、それを売却する出口がなかなかないと思うのです。大量株になってしまうと売りにくいですね。

そうすると、私が昔勉強したときには、アメリカでは自社株を買ってくれると。高値買い取りですね。そういうものであれば出口はありますね。ところが、今おっしゃっているような株主アクティビズムの hedge fund さんは、換金というかキャッシュ化はどのようにやっているのでしょうか。

○加藤 これはさまざまでして、会社に自己株式の取得をさせて売り抜けるという例もあります。それ以外には、M&A をさせてエグジットするということもあるようです。エグジットの手法ということについては、今回の研究では調査し切れていないのですけれども、先生のおっしゃるとおり、彼らはエグジットできないと利益を上げることはできないので、どういったエグジットの手段があるかというのは非常に重要だと思います。詳細な調査は今後の課題とさせていただきます。

○森田 だから、コーポレートガバナンスの議論としては、そういう中長期経営のことについて株主が意見を言えるのかと思っていたので、非常に興味を持ちました。

【Tobin's Q を会社の業績を表す指標として用いることについて】

○行澤 大変興味深いご報告をありがとうございます。

5ページで、まさに加藤先生も「Bebchuk 教授が何を言っているのか」という文脈でご指摘された問題点につき、私自身もやはり加藤先生と同じような感じを受けました。つまり、hedge fund の

activist campaign がなされて株価が上がるということは、実証的にほぼ疑いない。ところが、その株価が上がるのは、必ずしも activist campaign の中身にはあまりセンシティブではなくて、キャンペーンそのものに対して上がっているようだと。しかも、業績のとり方で、Tobin's Q か ROA かを比較した場合に、まさに Tobin's Q が統計的に有意なのだけれども、それは株価が上がればそうなるということであって、企業の業績や価値が上昇したかどうかということを捉えるにはむしろ ROA のほうが適切ではないかということですね。

つまり、Bebchuk 教授が説明した、長期的な業績の向上が資産の収益力以外の理由で生じている可能性ということを敷衍すると、株価の上昇が必ずしも企業価値を正しく反映するファクターではなくて、市場の思惑とか、そういう作用によって上がっているのだとすると、根本的に、activist campaign がなされれば長期的に業績が上がるということを言っていいのかどうか、そこはちょっと私も疑問に思いました。

加藤先生は Bebchuk 教授が何をおっしゃっているかよくわからないとおっしゃったのですけれども、多分何らかの印象をお持ちだと思うので、ちょっとそれについてのご感想を聞かせていただければと思ったのですけれども。

○加藤 Tobin's Q との相関関係を図る実証研究は、実証研究の世界では一般的に受け入れられている確立した手法といえます。Bebchuk 教授らも、Tobin's Q を使うことに対する批判があることは認識しているけれども、実証研究の世界では一般的に受け入れられているのだから、我々も Tobin's Q を使うと言っています。ですから、Tobin's Q を使うことに対する批判に真っ正面から反論しているわけではありません。

○行澤 なるほど。

○加藤 伝聞なので割り引いて聞いていただきたいのですけれども、かなり著名な経済学者の方が、ある国際会議で、Tobin's Q に過度に依存し過ぎるのは慎重であるべきではないかという発言

をしたということを聞いたことがあります。

○飯田 今の点に関して、株価が必ずしも信用できないという議論をするとしても、しかしこの研究は、キャンペーンから5年たった後の Tobin's Q をそれ以前と比べていると思うのですが、そうすると、5年たっても株価はいつまでも水増しされているのだという批判なのでしょうか。

○加藤 私は、そこまで批判したいというわけではなくて、Tobin's Q と ROA で実証研究の結果に差異が生じた理由に興味を持ったというだけなのです。

今、飯田先生がおっしゃったとおり、5年間も株式市場がだまされるというのはかなり非現実的な状況であると思います。ですから、そういう反論はもちろん成り立ち得ると思いますが、その是非については私のような実証研究の素人では判断できないので、これ以上の回答はご容赦いただければと思います。

#### 【Hedge fund activism が対象会社の株主以外のステークホルダーに与える影響について】

○前田 Hedge fund activism に対する否定的な評価として、加藤先生は、hedge fund の利益とほかの株主の利益は対立するという観点から説明をされました。しかし、ほかの株主は、将来企業価値が長期的には向上してより株価が上がる可能性があったのに、その芽を摘まれてしまうという不利益を確かに受けるとは思うのですけれども、少なくとも短期的には株価が上がって、投下資本を回収する機会は与えられるということを考えれば、それほど大きな不利益はないのではないか。むしろ hedge fund activism が長期的な企業価値を低下させるとすると、最も害されるのは、例えば従業員などの株主以外のステークホルダーの利益、あるいは国民経済的な利益であって、むしろこれらが重要な問題なのかなと思ったのですけれども、アメリカで hedge fund activism に対する否定的な評価がなされるときには、こういう株主以外のステークホルダーとか国民経済全般の利益

というようなものは議論されないのでしょうか。

○加藤 アメリカでも、hedge fund activism が最終的には社会経済に対してどういう影響があるかということを意識して議論が行われていると思います。その経路として、例えば社債権者や従業員に対して hedge fund activism が悪影響を与える可能性に触れられることもあります。ただ、現在では、hedge fund activism が対象会社の企業価値にどのような影響を与えるか、という形で議論されることが多いように思います。

ただ、敵対的企業買収の際にも、敵対的企業買収が行われることによって対象会社の株主以外がどういった影響を受けるかについて数多くの実証研究が行われてきたと思います。Coffee 教授らの論文で指摘されていましたが、hedge fund activism については、類似の実証研究が少ないようです。このような実証研究が増えてくると、今後、hedge fund activism が株主以外のステークホルダーに与える影響についての議論も活発になってくるのではないかと推測しています。

○前田 ありがとうございます。

#### 【Hedge fund の定義について】

○船津 ものすごく初步的なことをひょっとしたら聞き漏らしていたのかもしれません、hedge fund activism ということで焦点を当てられていますけれども、hedge fund というのはどういうものなのかというのをお聞かせいただければと思います。どういうものに該当するのを hedge fund として分析の対象とされたのかということですね。とりわけ短期主義というので、hedge fund が Schedule 13D に提出したのが、369 日だったのが 266 日に短縮されたというようなことが書かれているわけですけれども、誰が hedge fund だというのは明確にわかるものなのでしょうか。

○加藤 Hedge fund の定義は一般的には存在しないというのが通説のようで、回答することは非常に難しい問題です。ただ、hedge fund に共通する特徴のようなものはあるようです。たとえば、

非公開の私的な集団投資スキームであって、プロのファンドマネージャーによって運営されていること、そのファンドマネージャーの報酬はパフォーマンスベースになっていること、ファンドに投資できるのは投資能力のある投資家に限られていること、連邦証券規制の対象外であることという、4つぐらいの特徴が挙げられることがあります。ただ、連邦証券規制の対象外という特徴は、現在では適切ではないかもしれません。各研究では、独自に hedge fund を定義することも多いようで、共通する定義を見つけることは難しいという状況です。

船津先生のご質問の趣旨は、hedge fund の定義が各研究で異なっていて、そのことが各研究のサンプルに歪みを生み出している可能性への懸念かと思うのですけれども、その検証はなかなか難しくて、今回の研究ではそこまではやれていません。すみません。

○船津 5 年の株価というあたりでの 5 年というのは、もはや hedge fund は当然持っていないという前提で 5 年というような線が引かれているという理解でよいのでしょうか。

○加藤 Bebchuk 教授らの研究ではそうだと思います。

○船津 ありがとうございます。

#### 【“wolf pack” の評価について】

○行澤 “wolf pack” についての評価に関して、できれば加藤先生のご意見をお聞きしたいと思います。13 ページの、そもそも “wolf pack” が成功しますと、イメージとしては、まさにウルフが突如闇夜から出てくるという感じで、それが明らかに Schedule 13D で大量保有報告がなされたときには、もう取締役会には対抗する手段がなくなったり、ほかのウルフでない一般株主からしたら、それに対して発言権が縮減されたりする。そうだとすると、これは端的に大量保有報告制度の脱法といいますか、本来大量保有報告制度によって、支配権が市場で取引される場合にはフェアにそれ

をさせようという趣旨と、端的に矛盾するのかな  
という印象をちょっと受けました。

アクティビストにプロポーネントの方々が、いや、結局、株主が賛成するからいいではないかとい  
うのですけれども、ウルフを形成する人たちに  
とって利益のあるものがいきなり大手で詰められ  
ると、他の株主のスクリーニングや、取締役会と  
の対話という要素がなくなるので、この点について  
短期主義のプロポーネントの方はどうお考えな  
のか、先生のご意見も踏まえながらお聞かせいた  
だけたら大変ありがたいです。

○加藤 非常に難しいのは、ポイズン・ピルを  
利用することが容易であった時代を“wolf pack”  
を評価する際の基準として良いかということです。  
つまり、期差取締役会やポイズン・ピルを利用す  
ることが容易であった時代は、対象会社の株式の  
5%ぐらいを取得したアクティビストが対象会社  
と交渉するというのが、一般的であったと思いま  
す。しかし、今では、期差取締役会やポイズン・  
ピルを利用することは、株主の意思によってどん  
どんと困難になっています。株主たちが期差取締  
役会やポイズン・ピルは不要であると考えている  
状況において、たとえば大量保有報告制度の解釈  
によって、ポイズン・ピルと同じような効果を持  
つ仕組みを一律に導入することには、躊躇を覚え  
ます。期差取締役会やポイズン・ピルを利用する  
ことが容易であった時代を、るべき状態と評価  
してよいのかという問題があるからです。

行澤先生のおっしゃったとおり、もともと大量  
保有報告制度の制度趣旨には、例えば支配権の変  
動をもたらそうとする者に情報開示をさせるとい  
うことが含まれるとすれば、“wolf pack”が行わ  
れることによって、Schedule 13Dが開示されたとき  
には、既に activist campaign が成功する確率  
が非常に高い状態になっているというのは、大量  
保有報告制度の趣旨に反するような気がします。  
しかし、そのような状況が生じた原因の一つは、  
期差取締役会やポイズン・ピルの意義について否  
定的な評価をした株主の意思であったわけです。

つまり、現状よりも、対象会社の取締役会または  
株主総会の承認を得ないとアクティビストたちは  
5%しか対象会社の株式を取得することができなか  
った時代の方がよかつたのか、株主がそのよう  
な制約は不要であると判断したことをどのように  
評価するのか、ということを議論する必要がある  
と思います。

○行澤 大変示唆に富んだ視点だと思うのです  
ね。すなわち、今の加藤先生のご意見は、ポイズ  
ン・ピルなど取締役らの買収防衛策に不信感を持  
った株主の価値判断が、activist campaign に対  
してもあまり制限すべきでないという価値判断と  
同じベクトルだというご指摘だったと思うですが  
、そこで、もう一点だけお尋ねしますと、買収  
防衛策について既存の取締役らは信用できないと  
いう価値判断と、ウルフ以外の株主が、“wolf pack”  
は結果的に便乗できるからどんどんやらせろとい  
う価値判断は、果たして本当に重なりあうのでし  
ょうか。それこそ Coffee 教授らが言われるように、  
ウルフらと他の一般株主との間に、情報を持って  
いる者と持っていない者という対立関係が生じな  
いのかなという印象を持つのですが、それはどう  
なのでしょうか。

○加藤 行澤先生のご指摘のとおり、最終的に  
は、“wolf pack”に参加する株主と参加しない株  
主の間に深刻な利害の対立が存在するのかという  
問題に行き着くと思います。仮に Bebchuk 教授ら  
の実証研究が追試されて、信頼に値するものだと  
評価されると、hedge fund activism を一般的に  
規制することに慎重な態度が必要になると思いま  
す。ただし、個別具体的なケースでは、“wolf pack”  
を利用して行われる activist campaign が対象会  
社の企業価値に悪影響を与える可能性があると思  
います。対象会社の株主がこの点を危惧するので  
あれば、経営者に “wolf pack” を対象に含むポイ  
ズン・ピルの使用などを働きかけることが可能で  
す。仮に多くの株主が “wolf pack” の制限を望んで  
いるのに、個々の会社が適切に対応できないとい  
う状況が存在するのであれば、何か法制度に問

題があるのかもしれません。

○行澤 ありがとうございます。

#### 【“wolf pack”と大量保有報告制度】

○森田 一応、Schedule 13Dとかはウィリアムズ法でしょう。ウィリアムズ法は、一応対立に対しては中立だという観点でつくられた立法だと思うので、それが防衛にどうこうするものではないと私は思うのですね。むしろ、大量取得報告書を出すときに、事前に情報を漏らして、一緒に買うかとか、そういう連絡を取り合うということが共同的な買付けであるというように、そこを正しく解釈すれば済む話ではないのかなと思うのですが、どうでしょうか。

○加藤 森田先生のおっしゃるとおり、アメリカでは取得した株式の数が 5 %を超えた日から Schedule 13D の提出期限までの期間が長く、かつ共同保有者の定義もさほど厳しくはないので、“wolf pack”を非常にやりやすい状態になっているのだと思います。その状態を改善する方法として、例えばグループの定義を厳格にして、リーダーの依頼に基づき activist campaign をサポートするために株式を買い付ける者達をグループとみなせば、問題は解決するのかもしれません。ただ、グループの定義は “wolf pack” 以外の局面でも問題となるので、グループの定義を改めることは難しいというのが、Coffee 教授らの現段階の結論かなという気がします。

○森田 日本は昔、みなしほうとして皆一緒にしていましたので、厳しいのではありませんか。

○伊藤 今の点ですが、日本の金融商品取引法（以下「金商法」という）27 条の 23 第 5 項で言われている定義のほうが、アメリカの 1934 年証券取引所法 13 条(d) (3) で言われている定義より本当に厳しいのですか。

アメリカならば、“actors group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities” という定義なのですね。日本でも、共同して取得、譲渡、それと権利行使を合意する

という定義ですから、基本変わらないのではないですか。

○加藤 すみません、報告で不適切な表現があったかもしれません……。共同保有者の定義は、アメリカと日本で解釈は変わらないのだと思いません。

○伊藤 今の議論でちょっとその話が出てきましたので、報告でというよりは……。

○加藤 私の立場を再度述べさせていただくと、取得した株式の数が 5 %を超えた日から提出期限までの期間が短いという点で、日本のほうが厳しいと言えるのではないかと思います。これに対して、共同保有者の定義についてはほぼ同じで、解釈もそれほど差がないと私は思っています。

○伊藤 そういうことですね。今ちょっと、森田先生のほうから、日本のほうが厳しいという話が出ましたので……。

○森田 厳しいというか、日本は、みなしこうのをつくっていたでしょう。

○伊藤 それは hedge fund に関係ないのではないかですか。

○森田 解釈に違いがあるのではないでしょうかと言ったので、どちらが厳しいと言ったわけではないのです。日本にそういうとんでもない規制があったということを言いたかったのですけど。  
(笑)

○伊藤 Coffee 教授の論文を読んでも、やはりそこは加藤先生がおっしゃったように、結局よくわからないところだと思います。グループ概念を見直すのもいいのではないかとは書いていますが、具体的にこのグループ概念を見直してどういう文言にしろといった話はやはり書かれていません。加藤先生がおっしゃったように、それはやはり難しいからなのでしょうね。

Coffee 教授の論文では、リーダーから伝達された情報をもとに取引したら、グループメンバーであることの強い証拠になるようにすればどうかという話等が書かれてはいるのですが、今の 1934 年証券取引所法 13 条(d) (3) の文言からはかけ離れ

ますし、文言を変えたとして、限界を設定するのはかなり難しいと思います。このあたりが、Coffee教授の研究のよくわからないところだと思います。

とにかく、ウインドウは日本の場合がはるかに短いですが、ほかのところはそれほど違わないということだと思います。

#### 【“wolf pack”とインサイダー取引規制】

○飯田 “wolf pack”の参加者のリーダー以外が、リーダーが買う10日前ぐらいのところでたくさん買って安く仕入れているというのは、日本だったらインサイダー取引に当たるのではないかと思うのですけれども、そういう評価はありますでしょうか。

○加藤 日本だとインサイダー取引に当たりますかね。

○飯田 つまり、大量にこれから10%ぐらい買いますというリーダーがいて、そこから話を聞いて株を買いましたというケースは、これは当たらないですか。

○加藤 167条のほうですか。

○飯田 はい。

○松尾 共同買付け……。

○黒沼 合意があれば共同買付者ですね。でも、合意がないときにどう言うかという……。

○加藤 日本では、公開買付け（金商法27条の2第1項）だけではなく対象会社の総株主の議決権数の5%以上を買い集める行為が公開買付けに準ずる行為とされ、その実施又は中止に関する事実がインサイダー取引規制の対象となっています（金商法167条1項、金商令31条）。この点も、“wolf pack”を制約する要因になると思います。

○飯田 ついでに質問させていただきたいのですが、hedge fund activismの現状として、2005年・2006年から比較すると非常に増えたということですが、これは結局、金融危機があって投資先が減って、hedge fundにお金が集まってhedge fund activismが盛んになったというようなストーリーとして理解してよいでしょうか。

もしそういう状況があるとすると、日本にこういうアクティビストがあまり来ない理由について、恐らくもう大分示唆されていると思うのですが、加藤先生のご見解としては、例えば日本だと防衛策がやりやすいからだとか、あるいは大量保有報告書の規制が厳しいからだということでしょうか。日米で比べたときに、さらにヨーロッパも視野に入れたときには、英國などヨーロッパでもこの問題はかなり熱く議論されていると思うのですが、しかしながら日本であまりその議論の中に参加するような状況にはなっていないと思うので、なぜ日本はそうなっているのかということについて、もしご意見があれば教えてください。

○加藤 先ほど飯田先生と黒沼先生にご指摘いただいたとおり、やはり大量保有報告制度やインサイダー取引規制によって、“wolf pack”をアメリカほど大規模に行うことができないということが重要であるのかもしれません。もう一つは、やはり株式保有構造の差異、安定株主が数多く存在するということも重要なと思います。

ヨーロッパの話については、次回のテーマでもありますし、回答は差し控えさせていただきます。

#### 【Hedge fund activismの内容について】

○山下 聞き逃したのかもしれないですけれども、hedge fundのアクティビストが会社に対して要求することと、それ以前のいろいろなタイプのアクティビストが会社に対して要求していることというのは大分違うものなのですか。それとも、要求していることは同じで、ただこちらのほうは非常に短期のレンジで何か要求しているのか、そのあたりはどうなっているのですか。

○加藤 例えばCEOと取締役会の議長の分離の提案などは、年金基金なども行うことが多かったと思いますし、ポイズン・ピルや期差取締役会の排除などに年金基金や投資信託などが関与することもあったと思います。しかし、例えばある事業部門の売却であるとか、そういう具体的な経営判断に関するようなことを積極的に株主が求める

というのは、hedge fund activism に特徴的なものであるような気がします。

○山下 そういうタイプの要求というのも成功する場合もあるということですか。

○加藤 はい、Coffee 教授らの論文によれば、成功する確率はかなり高いとのことです。

○森田 それが、言ったときには3割持つたりしているわけですね。そして、さあ何かせよと言われたら、せざるを得ないというふうになるのですかね。そのときの3割って大きいですよね。

#### 【Hedge fund activism と機関投資家のスチュワードシップ責任】

○北村 少し本題から外れるのかもしれませんが、日本では、あるいは英国でもそうすけれども、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの両方があって、機関投資家も経営者も、中長期的な企業価値の向上を目指せということが言われているわけですよね。日本では、機関投資家がスチュワードシップ・コードを受け入れるとなれば、中長期的な観点で行動しなければいけないので、短期的な株価の上昇のための提案には反対する勢力が出てくるという状況が起これそうです。しかし、アメリカで hedge fund の campaign が成功する確率が高いということは、ほかの投資家等の反対はあまり見込まれないと考えていいのか。あるいは、それが成功して、しかも5年間株価は高いままだということになると、それ自体が中長期的なものと考えられ、日本でもこのような提案に賛成する投資家がいてもおかしくないと考えていいのか、そのあたりはいかがでしょうか。

○加藤 アメリカで hedge fund activism が成功している大きな理由の一つは、議決権行使助言会社がそれをサポートする場合が多いということがあるように思います。学界でまだ争いはあるようすけれども、議決権行使助言会社がサポートするかどうかということは、activist campaign が成功するか否かに大きな影響を与える気がしま

す。

では、議決権行使助言会社は activist campaign に対してどのような対応をとっているかということですが、我が国でも、例えば昨年、黒田電気に對して activist campaign が行われたわけですが、議決権行使助言会社は activist campaign に賛成することを推奨しています。ですから、activist campaign だから議決権行使助言会社が反対することは言えないと思います。ただ、今後、議決権行使助言会社の判断が中長期な企業価値の観点から行われているといえるのかを検証していく必要があると思います。たとえば、スチュワードシップ・コードにサインした機関投資家が議決権行使助言会社の判断に従う場合、議決権行使助言会社の判断が中長期な企業価値の観点から行われていることを確認する必要は無いかという点が問題になるかもしれません。

○北村 ありがとうございます。

#### 【Hedge fund activism を促進すべきかについて】

○松尾 今のところですけれども、日本の場合は、何年も投資に振り向けられずに保有されている企業の現預金が非常に大きいので、そういう意味では、それを株主に還元させても、長期的な投資をする投資家と短期的な立場の株主の対立というのはあまり起きにくいと思うんですね。少なくとも株主にとってはプラスになるケースが多くて、企業価値でみても、割引率が上がるかどうかということぐらいかなと思うのです。にもかかわらず、日本であまりこういうタイプのアクティビズムが盛んにならないのは、先ほど問題になったように、大量保有報告で公表される前に安値で仕込むのが難しいからということになるのか。そうであれば、日本はむしろ国策として ROE を上げろと言っているわけですから、こういうことをやりやすいように制度を改正すべきであるというふうにはならないのかというのが、半分冗談の疑問ですけれども、いかがでしょう。

○加藤 Bebchuk 教授らの研究は、activist campaign によって対象会社の業績や株価が下落するという一般的な傾向は存在しないのだから、hedge fund activism を一般的に規制する方向での制度改革は正当化できないという主張でした。今松尾先生がおっしゃったとおり、アメリカの上場会社であったら activist campaign の対象になるような会社が、日本ではインサイダー取引規制や大量保有報告制度など法制度上の要因によって activist campaign の対象になっていないといえるのかもしれません。このような日本の状況を問題だと考えるのであれば、hedge fund activism をサポートする方向での法改正も荒唐無稽といえないと思います。

○久保 もしこういう hedge fund activism がプラスに評価できる、少なくともマイナスに評価するようなものではないということになって、日本でこういったものをもうちょっと促進すべきだということになったときに、大量保有報告書だけではなくて、先ほど飯田先生や黒沼先生の議論で出てきたとおり、インサイダー規制についても制度を変えるということになってくるのだろうと思うのですよね。そうしたときに、インサイダー規制を、例えば 100 分の 5 を超える部分についてもうちょっと “wolf pack” みたいなものをやりやすくするのですよといったときに、ほかのところに何かしら影響が出てこないのか。それが私はよくわからないので、加藤先生のご感触はいかがですかということを伺おうかなと思ったのですけれども、先ほど来の加藤先生のご発言からすれば、そもそも現状をどのように評価するのかということが先に立つのですということになると思うので、もし何かしらお考えがあったら、お聞かせ願えたらと思います。

○加藤 まず、hedge fund activism をサポートすることと “wolf pack” を促進することは、全く同じとはいえないよう思います。“wolf pack” は「諸刃の剣」であって、その他に hedge fund activism をサポートする方法があるか否かを考え

る必要があると思います。

ただ、activist campaign を行うことを行った前の段階で hedge fund がどれくらい安く株式を買えるかということは、hedge fund activism の活発さに大きな影響を与えると思いますので、仮に hedge fund activism をサポートするという政策判断がなされた場合、それを実行するために大量保有報告制度などの見直しは避けられないと思います。

○久保 ありがとうございます。

#### 【Hedge fund activism とインサイダー取引規制】

○黒沼 インサイダー取引との関係について技術論を言うと、合意があれば、共同買集め者と解釈することはできると思うのです。そして、合意がないものについてはインサイダー取引規制の対象になる。合意があるものについては、大量保有報告制度の共同保有者になるということになれば、透明性は確保されるのではないかと思うのです。だから、現行法の規制をそれほど変える必要はないのかなという気はしています。

それと、飯田先生は発言されなかったのですけれども、議決権行使について合意をしていると、共同保有者になって、それは済むのではないかといいましたが、限定解釈すべきだという議論もなされていると思いますので、なかなか難しい問題をはらんでいるように思います。

日本に hedge fund は来ていないというふうに言っていますけれども、それは来ているけれども、そういうことをしていないということなのですか。それとも、来ていないのか。来ていないとしたら、根本的な理由として、日本では 3 割取っても、案外だめなのではないか。安定株主化が進んでいるので、3 割取っても、経営者側にこういう要求をのませることはできないというようなことも背景にあるのかなと思いました。

#### 【Coffee 教授らの論文の評価について】

○伊藤 2 つ論文がありまして、やはり Bebchuk

教授らの論文よりは Coffee 教授のほうがわかりにくくもあるし、怪しげなところもあると思うのですね。といいますのは、結局、Coffee 教授は、対象会社の株主価値だけ考えるのではなくて、ほかの利害関係者の利益も考えなさいとか、アクティビズムの対象になっていない会社のほうで経営者がアクティビズムに責められないために R&D を減らすのではないかとか、対象会社の価値が上がったとしても、それは hedge fund のおかげではないのではないかとか、そういう根拠をいろいろと出してきているわけですね。いずれも、実証の結果が得られにくいものばかりです。Coffee 教授の論文について、加藤先生はどう評価されますか。

(笑) これを読まれたときの素直な評価を伺いたいと思います。

○加藤 Bebchuk 教授らの論文の方が、論旨が明確であったことは否めません。何を論証しようとするかがはっきりしているので、首尾一貫した主張がなされていると思います。これに対して Coffee 教授らの論文は、Bebchuk 教授らの主張に対する反論がメインとなっているので、重箱の隅をつつくような形になっているように思います。ただ、先ほど前田先生がおっしゃったような、他のステークホルダーに対する影響を測定する実証研究が少ないという指摘などは、敵対的企業買収が問題になったころと比較すると、確かにそうなのかも知れないと思ってしまいます。このように個別具体的になされた指摘の中には、いくつか重要な点が含まれていると私は思います。

Coffee 教授らの論文は、例えば Lipton 弁護士のように実証研究を無視して hedge fund activism を否定するというものではありません。ただ、論文の全体的な印象としては、hedge fund activism の意義について否定的な立場であることが感じられます。しかし、これまでの実証研究を踏まえると、hedge fund activism が対象会社に利益をもたらす可能性が高いことを認めざるを得ないと思いつつ、それを真正面から肯定したくないようで、そのため論旨が不明確になっている部分があった

のではないかと思います。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【Hedge fund activism と企業買収について】

○船津 Hedge fund activism と買収というのはどの点がどう違うのでしょうか。実証研究が少ないとのことですが、この 2 つのどういうところに違いがあるって、そうすると、どういうところに影響が出てきそうなのかということを少し教えていただければと思います。

○加藤 船津先生のご質問の趣旨は、敵対的企業買収が社債権者や従業員に与える影響については実証研究が豊富にあるので、hedge fund activism で行われていることと敵対的企業買収の買収者が行っていたことが同じであつたら、改めて実証研究をする必要はないのではということかと思います。

特に実証研究が盛んだったのは、1980 年代に企業の解体を目的とする敵対的企業買収が数多く行われたころだったと思います。このような敵対的企業買収のブームの時代から 30 年あまりが経過していますし、会社、株主、従業員などを取り巻く経済環境も大きく違っています。また、hedge fund activism で用いられる手法も発展しています。ですから、敵対的企業買収を対象として行われた実証研究が現在も意味を持つのかを検証するという意味でも、hedge fund activism を対象としてもう一度実証研究を行う価値はあるように思います。

確かに、hedge fund activism の主たるプレイヤーの中には、かつて敵対的企業買収の買収者であった人もいます。ですから、hedge fund activism と敵対的企業買収に共通点があるのかもしれません。しかし、対象会社の株主だけではなく株主以外のステークホルダーに対する影響という点で、両者がどの程度同じであるか検証する必要があると思います。

ただ、報告では、良い敵対的企業買収と悪い敵対的企業買収があるよう、hedge fund activism

の場合も良い activist campaign と悪い activist campaign があって、どのように区別するかが問題となると指摘しました。そして、対象会社の取締役会にどの程度の関与を認めるかという点が、共通して問題になるように思いました。

○船津 確認ですけれども、構造としては、hedge fund activism の場合でも、出てきたら取締役会として何もできないという趣旨は、やはり首がかかっているからという、そういう圧力で何もできなくなるという点では買収と極めて近いというか、ほぼ同じというふうに理解していいのでしょうか。

○加藤 そうですね、“wolf pack” が大規模に行われると、activist campaign が公になった段階で相当程度多数の議決権が activist campaign に賛成する株主らに確保されていることになります。上場会社で実際に議決権行使する株主の数が少ない場合には、上場会社を支配するのに必要な数の議決権が確保されている場合もあるように思います。このような状況で対象会社の取締役会は activist campaign のリーダーと交渉することを強いられるのですが、このような強大な力を持っている相手に反抗しても無駄であると考えるのではないかと推測します。また、1980 年代と比べて、上場会社の取締役会に占める社外・独立取締役の割合が増加していることも関係がありそうです。社外・独立取締役は、他に経済的・社会的な地位を有しているため、自己保身のために activist campaign に反対するということは考えられないように思います。しかし、他に経済的・社会的な地位を有している者に、対象会社の利益のために activist campaign に反対することを期待できるか否かが議論の余地があるよう重います。

○山下 ほかにございませんか。

もしないようでしたら、若干早いですが、本日はこれぐらいにしたいと思います。

加藤先生、どうもありがとうございました。