HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	株主アクティビズムの意義と問題 ： short-termismをめぐって
Author(s)	Ye, Fu
Citation	北大法政ジャーナル, 27, 57-90
Issue Date	2020-11-11
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/79775
Type	departmental bulletin paper
File Information	HouseiJournal_27_03_Ye.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

株主アクティビズムの意義と問題

―short-termismをめぐって―

YE（ヨ）　FU（フク）

目　次

第一章　はじめに …… 59
第二章　歴史的位置づけとインセンティブ構造 …… 59
　第１節　歴史的枠組み …… 59
　　１　背景 …… 59
　　２　株主の地位 …… 60
　　３　株主が直面する課題 …… 60
　第２節　現代的問題設定とその登場 …… 60
　第３節　機関投資家の「登場」 …… 61
　　１　1970年代までの展開 …… 61
　　２　1980年代 …… 62
第三章　80年代以後の投資家アクティビズムの変遷 …… 63
　第１節　1980年代の機関投資家アクティビズム …… 63
　　１　バイアウトファンドによる経営権の獲得 …… 63
　　1.1　背景と特徴 …… 63
　　1.2　戦略モデルとインセンティブ構造 …… 64
　　２　株主提案による関与 …… 64
　　2.1　背景と特徴 …… 64
　　2.2　戦略モデルとインセンティブ構造 …… 65
　第２節　1990年代の機関投資家アクティビズム …… 66
　　１　背景と特徴 …… 67
　　1.1　第二世代の機関投資家 …… 67
　　1.2　ヘッジファンドアクティビスト …… 68
　　２　インセンティブとSHORT-TERMISM …… 69
　　2.1　インセンティブ構造 …… 69
　　2.2　SHORT-TERMISMとの関係 …… 70

第３節　第二世代のヘッジファンドアクティビズム …… 71
1　背景と戦術 …… 71
1.1　ウルフパック（WOLF PACK） …… 72
1.2　APPRAISAL ARBITRAGE …… 73
2　インセンティブ構造 …… 73
第四章　SHORT-TERMISMを巡る議論 …… 73
第１節　SHORT-TERMISMの必然性 …… 73
第２節　SHORT-TERMISMによる弊害をめぐる議論 …… 76
第五章　ヘッジファンドアクティビズムの法的評価 …… 77
第１節　ヘッジファンドアクティビズムは価値を創造するか …… 77
第２節　法的対応 …… 79
第六章　結論に代えて …… 81

第一章　はじめに

グローバル市場では近年、short-termismに関する様々な議論や分析が行われ、その弊害が指摘されている。short-termismは2008年のリーマンショックを機縁として金融不安を招いたものとして、欧米ではその反省に用いられた言葉である。

short-termismという用語について、明確な定義はないが、この論文においては、従来の機関投資家よりも高いディスカウント率で将来の収益をディスカウントする傾向と指すものとする。この傾向に合わせて、short-term投資家は通常、レバレッジの増加により、配当及び株式買い戻しによる株主配当を増加させようとする経営戦略を支持するため、長期的な投資を削減させる必要がある[1]。アクティビストによるshort-termismの弊害に対しては、長期的な研究開発および資本投資を犠牲にするといった批判が実務を中心に存在する一方、アクティビストによるshort-termismは存在しない、もしくはそのshort-termismは長期的な利益を犠牲にしない[2]といった好意的な評価も見られる。実際にshort-termismはいつ出現したか、現在どのように機能しているかについては未だに確かな議論はない。以上の問題につき、本論文は、アメリカにおけるアクティビストのshort-termismと呼ばれる現象とその歴史的変遷、必然性、評価及び対策を巡って分析・検討を試みる。

本稿の叙述は以下の順でなされる。本稿第二章では、short-termismを現代的課題としていく関連主体、すなわち株主とそのアクティビズムがどのような時期のどのような課題に直面して成立してきたかを最初に解明する。本稿第三章では、アクティビズムとそのshort-termismの構造を理解するために、年代毎に、誰がメインのアクターとなり、提案や行動をとったか、さらにその行動はどのようなメカニズムとインセンティブが駆動していたかについて検討する。本稿第四章では、第三章のアクティビストのインセンティブ構造についての分析に基づいて、short-termismの必然性を検討した上で、short-termismがもたらす弊害を実証的に分析する。本稿第五章では、ヘッジファンドアクティビズムはターゲット会社の価値創造にどのような役割を果たしていたか、またはターゲット会社にマイナスを与えたかについて、幾つか実証研究を用いてヘッジファンドアクティビズムに対して規制を設けるべきかどうかを検討し、その上で、設けるべきでない場合ならその理由を、設ける場合なら、いくつの法的提案を挙げる。本稿第六章はまとめと若干の見通しを論じる。

第二章　歴史的位置づけとインセンティブ構造

グローバル市場では近年、short-termismに関する様々な議論や分析が行われ、その弊害が指摘されている。short-termismは2008年のリーマンショックを機縁として金融不安を招いたものとして、欧米ではその反省に用いられた言葉ではあるが、実際にshort-termismはいつ出現したか、現在どのように機能しているかについては未だに確かな議論はない。

あらゆる社会の問題と同様に、short-termismも、歴史的な問題として、真空状態で発生した訳ではないため、その関連主体が特定の時期においてどのような課題に直面しているかを最初に解明する必要があると考えられる。

第１節　歴史的枠組み

１　背景

南北戦争前のアメリカの会社（corporation）は現在から見れば想像を超えるような実態を伴っていた[3]。まず、その数で言うと、アメリカ革命以前は、収益を目的とする会社（for-profit corporation。宗教、エレモシナリーなどの会社と対照的に）は少数のみが植民地に設立されていた。1780年代から、会社の設立が急速に広がり、世紀末までにfor-profit事業を目的とする会社は300を超え、1800年から1810年の間に867の会社が設立され、そして1810年代に1477、1850年代にほぼ8000を数えるに至った[4]。

2　株主の地位

以上のアメリカの会社において、十九世紀初期には、「株主」とは、会社の資産に対する残余請求権と、会社の取締役を選出し特定の取引に投票権を有する個人だと理解されていた[5]。株式を保有する個人（株主）には会社の経営者（manager）を選出する権限が与えられ、そして1820年代までには、それらの経営者に会社の所有者に対する受託者義務を課すという責務が課せられるに至ったとされる[6]。この時期の会社の特徴として、収益を目的とする会社を含め、すべての会社が公的な目的を伴っていた。すなわち、銀行、運河、そしてその後の鉄道などの公共サービスを提供する産業の多くは政府から資金と独占権を与えられていた。そのため、1830年代の会社は、for-profitと他の種類の会社の境界線は曖昧であった。また、1826年のニューヨーク市における企業調査によると、一社の平均の株主は74人であり[7]、少なくとも大都市では、株式保有者は非常に裕福な人に限られていなかった[8][9]。

3　株主が直面する課題

19世紀において、会社の株主が直面する主な脅威は、他の株主（特に支配株主）であったとされる。すなわち、会社の経営者の多くは、支配株主であった[10]。そしてその法的な扱いがどうであったかというと、まず、19世紀初期には、会社の経営者が株主に対して信認義務（fiduciary duty）を負うことが法的には明確ではなかったとされるが、一連の訴訟を通じて、経営者の信認義務が示され、また株主派生訴訟（derivative action）が誕生し、次第に、一定の法的保護が認められていった[11]。しかし、次に19世紀後半に入ると、累積投票制度の出現、企業の多目的経営の許容、全員一致のルールのフェードアウトなどの経営者に対する規制緩和により、少数株主の力は低下していったと言える[12]。

加えて、株式保有はまだ公衆には広がっていなかったため、株主は特別な保護を求める独自のグループであるとの認識は当時にはまだ形成されていなかったとされる[13]。

第２節　現代的問題設定とその登場

20世紀前半、特に第一次世界大戦後、人口の増加とともに株式を保有する階層が広がり、小規模株式の保有者は何百万人にも達した[14]。その結果、2つの点が浮かび上がることとなった。すなわち、第1に、支配権が広く分散され、経営者を監督するインセンティブと能力の両方を持つ株主が少なくなったため、対立構造は支配株主と少数株主の間から零細株主と経営者の間に移転した。第2に、その結果として、「株主」が会社法上初めて独自の利害を持つ集団として認識されるに至った。以上の結果として、一方で、学術上「所有と経営の分離」[15]、「株主の力（shareholder power）」という用語が初めて現れ、他方で、株主権利の欠如は社会一般の関心事になり、会社法上も社内関係の調整に議論が集中するようになった[16]。

20世紀半ばになると、株主の数は継続的に増加かつ細分化し、株主の分散・支配株主の欠如を原因として、会社の上級管理者が取締役会を支配し、会社をコントロールするという特徴はさらに顕著となった。こういった状況に対して、ニュー・ディール期以来のテクノクラートへの政治的・社会的信頼の高まりを受けて、1950年代は経営者時代の全盛期（Managerial Era）とも呼ばれ、株主提案権は株主の企業に対する唯一の権利救済手段であった[17]。

さて、以上のように成立した歴史的な状況下で、1980年代半ばまで、株主提案権を用いて意見を言い表す株主「アブ」（“shareholder gadfly”）が初期形態の株主アクティビストであったとされ、それはほぼ個人のみ、しかも特定の個人であることが多かった[18]。例えば、1982年には、358の企業に提出された972の提案のうち、ほぼ30％が、Lewis、John GilbertとEvelyn Davis三人が行なったものであった[19]。その提案の多くは社会問題に集中し、この時代の株主アクティビズムはほぼ失敗ばかりであったが、その後の株主アクティビス

トに株主提案権を用いて会社に影響を与えるべく勇気付けたことには重大な意義があったと考えられる。

第３節　機関投資家の「登場」

１　1970年代までの展開

1960年代、一方で、政府、大学、特に会社を経営したテクノクラートに対する信頼が失われつつあり、会社経営のイメージもコングロマリット化によって変化した。他方、この時代にはまた、新しい種類の株主である機関投資家の成長が見られる。もちろん、20世紀を通じて機関投資家は存在したが、この時期より前には、銀行の信託部門と保険会社による、受益者と保険契約者への利益を目的とした長期保有による投資に限られており、またその市場に占める割合は少なかった[20]。この時期の変化については、3つの原因が考えられる。第一に、第二次世界大戦後、多くのアメリカ人に初めて雇用の一部として年金が約束され、このことは公的及び私的年金ファンドの急速な成長を導いた[21]。第二に、個人投資家は大恐慌後、証券市場に対する警戒を強めたものの、1950年代から株式投資による利益を求めるミューチュアルファンドに転向するようになった[22]。第三に、信託及びその他のプールされた投資ビークルを通じた証券投資規則が変更され、証券市場における機関投資の急速な増加をもたらした[23]。

この時代にはまた、理論面においても、会社と株主の関係を巡って大きな展開があった。すなわち、その第1は、エージェンシー理論（agency theory）の出現である。エージェンシー理論は、組織のガバナンスとコントロールを設計するための有効なフレームワークとして、ビジネスプリンシパルとそのエージェントとの関係における問題の説明・解決に使われている[24]。エージェントは、特定のビジネス取引のプリンシパルを代表し、自己利益に関係なく、プリンシパルの最善の利益を実現することが期待されるが、一部のエージェントは、プリンシパルの最善の利益のために委託されているにもかかわらず、プリンシパルの利益に反してエージェント自身の利益を優先した行動をとる可能性があるため、プリンシパルとエージェントの利益の齟齬（agency slack）が生じうる。これがエージェンシー問題（agency problem）と言われ[25]、コーポレート・ガバナンスにおいて、エージェンシー理論は、「株主は会社のプリンシパルであり、経営者がそのエージェントとして経営を行うべきである」と定式化される[26]。このような関係において、経営者の業務遂行を巡って株主にはエージェンシー・スラックによる利潤減少やそれを防止するための監視コストなどのエージェンシーコストが生じてしまう[27]。

エージェンシー理論の出現は、効率性の観点からその最小化が論じられることにより、先行する経営者の時代（Managerial Era）に対して、株主利益に向けた経営規律の理論的根拠を与えたことに、大きな意義があった。加えて、後に論じるように、個人投資家より機関投資家はエージェンシーコストを容易に負担できるため、機関投資家の成長を促進したと考えられる。経営者と株主の間のエージェンシー・スラックは情報の非対称性に起因するモラル・ハザードの一種である以上、経営者がその裁量を乱用しない仕組みを作ることがコーポレート・ガバナンスの主要な課題となった[28]。

エージェンシー理論と並行して、企業経営と株主価値を結びつけた第2の理論は、1970年にFama教授の博士論文に論じられたた効率的資本市場仮説（efficient-market hypothesis, EMH）である。効率的資本市場仮説とは、資本市場における情報効率性についての仮説であり[29]、ここで情報効率的であるとは、株式市場における株式の価格がその会社の価値を決定づける情報を反映しているという意味である。Famaは金融市場の効率性を3つのバージョンに分けた。ウィーク型とは、過去の価格情報が全て、セミストロング型とは、価格情報に限らず全ての公開情報、すなわち全ての公開されている会社のファンダメンタル価値についての情報が、ストロング型とは、公開情報に限らず、内部情報までも含めた利用可能な全ての

情報が、即座にそして完全に、株価に反映しているような市場をいう。効率的資本市場仮説に従えば、株式取引は常にすべての情報を反映した価格で行われる以上、投資家が株式を安く買うことも高く売ることもできないということになり、とりわけストロング型の市場においては、内部情報の所有者（インサイダー）でさえも市場平均を上回る収益率を上げることはできないということになる[30]。コーポレート・ガバナンスの面では、効率的資本市場仮説は公開企業における経営活動の成否や経営のインセンティブは株価とリンクするため、それらが株価で測定できるとされることになり、エージェンシー理論と補完しあって、株主ないし株価に向けた経営者の規律に、大きな理論的なインパクトを与えた。とはいえ、以上は1980年代前半までは理論的インパクトに止まり、実際の株主の地位に大きな変化はなく、取締役の選任は実質的に経営者の決定に基づいていた[31]。逆に言うと、これらの理論を実践する現実のアクターが真に待たれている状態だったと評価することもできよう。

2　1980年代

アメリカでは、19世紀末以来5度の買収ブームがあったとされるが[32]、1980年代の買収ブームはそれらと比べて、以下の特徴が見られる。すなわち、①敵対的買収の割合が高かった[33]こと、②ターゲット会社の規模が従来よりも大きかったこと、③資金調達の主要な源泉は株式から社債や現金借入れに移行したことである[34]。買収自体がターゲット企業の株主に利益をもたらしたのは確かであるが、この敵対的買収の発展に伴い、会社支配権市場の出現は株主、特に機関投資家に新たな機会を与えた。すなわち、第一に、会社買収者（corporate raiders）やLBOファンド（現在「プライベートエクイティファンド、以下PEファンド）などの新しいバイアウトファンドは零細株主よりも、より多くの株式保有が可能な機関投資家にアクセスした方が操作可能性が高いため、機関投資家のいる企業をターゲットにすることが多かったとされる[35]。さらに第二に、敵対的買収を行う際には、プレミアムが提供されるため、現経営者の信認義務に圧力をかけることができるところ、機関投資家の支持を勝ち取るために、現経営者と敵対的買収者の間の買収争いは、長い間経営陣に無視されてきた機関投資家に意見を表す舞台を提供したと考えられるからである。機関投資家は、例えば、1985年、ユノカルの機関投資家は、T. Boone Pickensとの買収戦争で経営陣を支援する代わりに、経営陣に会社の発行済み株式の30％を買い戻すべく要求した事例がある[36]。また、機関投資家は、バイアウトファンドに投資し、買収に間接的に参加することによって経営権の獲得を求める事例が多く見られた[37]。

中でも、実際に機関投資家を動員し、過去数十年で見られたものより遥かに強力な株主アクティビズムの波を生み出した大きな要因は、経営陣による敵対的買収防衛策である[38]。1980年代の敵対的買収を出現させた大きな要素は「ジャンク債（junk bond)」の登場であり、買収者はジャンク債で提供された資金を用いて現金による、巨額の敵対的買収を実現したのである[39][40][41]。経営者は敵対的買収を回避するため、買収者に「greenmail」を払って退去させ、もしくは「poison pill」を用いて買収者の株を希釈化させるなどの防衛策を採用した。しかし、これらの措置は、一方で企業の経営者の長期的な視野での戦略追求を許容する意義が認められるものの、他方で株主が買収争いの利益を受けることを妨げたことから、ここに機関投資家が主体となる株主アクティビズムのブームもまた生じることになったのである[42]。

以上の結果として、1985年には、Texaco社へのgreenmailに際して、21の主要な年金ファンドにより機関投資家評議会（Council of Institutional Investors、略してCII）が[43]、また同年、長年株主アクティビストとして元労働省で活動したRobert Monksにより、機関投資家を対象に株式の投票方法に関する独自のアドバイスを提供するための機関投資家向け株主サービス機構（Institutional Shareholders Services, 略してISS）が、それぞれ

設立され、さらに1986年には、カリフォルニア公職員退職システム（California Public Employees' Retirement System, 略してCalPERS）が、買収防衛策に反対するために、株主から委任状を収集するという事例が生じた[44]。このように、1985年は機関投資家アクティビズムの正式な発端と言えよう[45]。

第三章　80年代以後の投資家アクティビズムの変遷

一般的に、投資家アクティビストとは、ターゲット企業のビジネス上の意思決定の形成または影響に積極的に取り組む投資家である[46]。第二章はアクティビストが出現した歴史背景を整理したところ、本章は、各年代の主役となったアクティビストを類型で分けて議論を進めたい。1980年代の敵対的買収「deal decade」による「bust-up」ファンドの活躍、1990年代の株主の機関化による公的年金ファンドの成長、2000年代を象徴する「ヘッジファンドアクティビズム」の顕著など、short-termismを理解するために、年代毎に、誰がメインのアクターとなったか、主役となった投資家アクティビストはどういう提案または行動を行ったか、その行動の裏にどのようなメカニズムとインセンティブが駆動していたかについて検討する必要がある。

第１節　1980年代の機関投資家アクティビズム

前述のように、ユノカルの機関投資家のように株主提案権を用いて経営に関与するアクティビズム形態のほか、バイアウトファンドに投資し、買収に間接的に参加することによって経営権を獲得する形態もある。それぞれの形態における背景、機関投資家のアプローチの仕方とインセンティブが異なっている。

1　バイアウトファンドによる経営権の獲得

1.1　背景と特徴

バイアウトファンドは、とりわけレバレッジバイアウト（LBO）の形で1980年代の買収ブームで急速に成長した[47]。1980年代の買収ブームは、他の買収ブームと同様に、株価の上昇や会社の現金準備の上昇などの買収の拡大を刺激する要素も見られるが、そのブームには特有の原因もある。第一に、1980年代にレーガン政権による反トラスト法規制の緩和は、大規模の業界内買収を可能にした[48]。第二は、先行したブームで形成されたコングロマリットの失敗である。コングロマリットブームで非コア（unrelated）事業を買収した会社[49]の経営パフォーマンスが非効率的であったため、これらの会社は周辺事業を売却し始めた[50]。第三は、先述の、「ジャンク債」市場の出現であり、同市場は資金調達問題のある買収者に新しい資本をもたらした。

これらの要素から、1980年代のブームではさらに、2種類の買収が特徴をなすこととなった。第一は、特定の業界において大部分の資産を持つ大企業が周辺事業を売却し、同じ業界の別の大企業を買収し取得した資産を保持するというタイプである。このような取引は、ガスパイプライン、食品、銀行、航空会社、および石油が一般的であった。第二は、レバレッジの形をとった「バストアップ（bust-up）」という買収であり、買収の主体である会社レイダーやLBOファンドは、ジャンク債市場から資金調達をしてターゲット会社を買収し、ターゲット会社の様々な資産を売却し負債の弁済に充てた[51]。「bust-up」の語が示すように、これらのファンドは大企業を買収して解体し、殆どの事業セグメントを同じ事業の大企業に売却するため、会社の破壊者として認識されていた[52]。バストアップが多く生じた原因について、コングロマリットの失敗（コングロマリットブームに乗った会社はターゲット会社の大半を占めている）のみならず、ターゲット会社の経営者もまた、敵対的買収の圧力に直面し、会社の非公開化取引（going-private）やLBOにより、コングロマリットの解体によるディスカウントの解消、あるいは自身もまたゴールデンパラシュート等を通じて、当バストアップから利益を得ることができると

認識されたことが挙げられる[53]。これに対して、Ravenscraft教授は、コングロマリットブームに失敗した会社が売却する際に起こったバーゲン狩り（bargain hunt）は1980年代のブームの発端に過ぎないと述べた[54]。

1980年代に、PEファンドは大規模な商業銀行やジャンク債から資金を調達し、何百万ドルまたは何億ドルの敵対的買収の提案を行っていた[55]。KKR[56]によるRJR/Nabiscoに対する買収は、1980年代の最後の主要なLBO取引である。1980年代後半までに、ジャンク債市場はRJR/Nabiscoの取引に必要な負債飽和状態となり、PEバイアウトとLBO買収の波は終わった[57]。

1.2　戦略モデルとインセンティブ構造

1980年代のLBOファンドの組織構造については、「比較的少ない投資の専門家と従業員によるリーンで分散型の組織」という特徴が指摘される[58]。LBOファンドは、投資家（主に年金ファンド）を募集し、資金をプールして業績不振の企業を買収し、投資家から年間の管理費、買収資金、及び取得後の監視料金を請求する。LBOファンドは、マネージメントの説明責任、公開市場外での操作、長期的な財務目標及びレバレッジといった特徴から、LBOファンドの買収は高いリターンを実現するものであり、したがって、LBOファンドによる機関投資家アクティビズムは、第一に、大規模な資金で支配権を取得し、第二に、その支配権によりターゲット会社の運営に密接に関与することにそのビジネスモデルとしての特徴がある[59]。

2　株主提案による関与

以上は、LBOファンド及びそれへの投資を通じてターゲット会社に影響を与える機関投資家アクティビズムの形態である。他方、この時代においても、もちろん株主提案を通じた機関投資家アクティビズムも存在するが、以上を背景として、その有り方にも大きな変化が見られる。

2.1　背景と特徴

先述した歴史的背景を受け、1980年代から機関投資家の持株比率は継続的に上昇した[60]。この機関によるエクイティーの再集中（reconcentration）は、アメリカにおける退職金の社会化に深く関わっている。この時代に大きな変化をもたらしたのは、1974年、未積立年金制度（unfunded pension plans）の失敗を受けて、議会による従業員退職所得および安全保障法（ERISA）の実施であった[61]。

ERISAによると、会社は年金信託を設立し、受益者のみに対して信認義務を負って受益者のために年金資産を保有、管理しなければならない[62]。ERISAによる民間年金ファンドに関する規制は3つの面でエクイティーの再集中を促進した。すなわち、第一に、defined benefit pension plan（あらかじめ決められ給付金に対し、逆算して掛け金を算出する年金制度）の規律を受けるため、会社は年次の支払いを行わなければならず、年金信託の資金は安定的に充足されることとなった。第二に、ERISAは現代ポートフォリオ理論（modern portfolio theory）[63]の概念を採用し、年金運用を「法定リスト」時代の債券投資への偏りから解放し、大規模な株式投資を可能とした[64]。第三に、上述したERISAの支払い規律に於いては、年金信託のリターンが増えると、必要な現金支払いが減るという仕組みとなっていた。株式の投資は高いリターンに特徴があるため、会社は年金信託のポートフォリオに対する株式投資を支持していた。公的年金ファンドの株式投資は、1980年代までに、州法による伝統的な慎重な投資家ルール（prudent investor rule）により制約されていたが[65]、ERISAによる州法の改正で、民間のカウンターパートと同様に、多様化されたポートフォリオを用いて資本市場に移行することができるようになった[66]。したがって、ERISAの制定により、社会保障信託ファンド（Social Security Trust Fund）を通じてよりも、会社毎の年金信託を通じた資本市場の資金の流れが増加した[67]。

この時期の機関投資家アクティビストが用いた武器の一つは前の段階と同じ、株主提案であ

る。しかし、1970年代と1980年代における「株主アブ」による株主提案はほぼ社会的な提案しかなかったのに対して、1986年にTIAA-CREFがInternational Paperのpoison pillに対し反対したことが、機関投資家が買収防衛策に介入しないという状況を変えた。翌年には、殆どすべての公的年金ファンドが計34件の提案を提出することとなったが[68]、前述したように、公的年金ファンドを動員し、強力な株主アクティビズムの波を生み出した大きな要因は、経営陣による敵対的買収防衛策であるため、これらの提案は主に買収防衛策の廃止、累積投票の採択、および取締役会の独立性の強化の三種類であり[69]、そのうち、提案の大半を占めているのが買収防衛策に対するガバナンス提案であった[70]。

2.2 戦略モデルとインセンティブ構造

理論的には、機関によるエクイティーの再集中は、集合行為問題が大幅に改善されることを通じて、経営上のエージェンシー問題を軽減することができると考えられる。すなわち、小規模株主は経営に不満を抱いたとき、アクティビズムのコストを払うより、株式を売った方が経済的に合理的であるから。しかし、数千万または数億ドルの価値がある会社に出資している機関投資家の場合は大きく異なり、アクティビズムを通じてコストの削減や株価の高騰をもたらす可能性がある限り、コストが返済される可能性も高いため、より容易に行うことができる[71]。加えて、所有者の減少、投資コストを分散するためのポジションの増加、専門性の上昇などによって投資家間の調整コストが削減され、より積極的な監視が自発的に生成されうるからである。このように、所有者の再集中を通じて、株主のパシビリティーは理論的に解決されうると考えられる。しかし、現実はより複雑である。実際には、機関投資家が必ずしもアクティビストとはならない[72]ことを理解するためには、より木目細かく、機関投資家の種類毎に、そのインセンティブ構造を見ていく必要がある。

i 私的ファンド

以上に見た理論的可能性にも拘らず、ミューチュアルファンド、保険会社、及び民間年金ファンド（以下は「ミューチュアルファンド等」に略する）はアクティビズム活動に対して、「無口（reticence）」な態度を採っていた[73]。それはなぜかというと、第一の原因として、ミューチュアルファンド等はそれぞれ将来の顧客層を保つ必要があるという利益相反構造があるため、企業経営に圧力をかけることを避けるインセンティブがあるという点が指摘できる[74]。第二の原因は、「キャピタリズムエージェンシーコスト（capitalism agency cost）」という異なるエージェンシーコストが介入したと指摘されている[75]。すなわち、機関投資家のコアビジネスモデルに根ざして考えると、ミューチュアルファンド等はそれらの受益者に対して、絶対的なパフォーマンスではなく、コスト最小化により相対的に競争力のある優れたパフォーマンスを提供したいというメカニズムを持っているからである。すなわち、受益者や株主から見ると、市場セクター毎にもっとも優秀なファンドが選出されることになるため、このような競争の圧力から、ミューチュアルファンド等は内部及び外部の相対的なパフォーマンスに集中するようになった。こうしたパフォーマンス指標により、たとえ株主アクティビズムを通じて、絶対収益が増加し、受益者や株主の利益になるとしても、ミューチュアルファンド等はそれを行うインセンティブに乏しいと考えられる[76]。

以上をミューチュアルファンドについて具体的に見ると、企業の経営状況を改善したり取引の機会を提供したりするための株主介入（アクティビズム行動など）をするには、まずはコストをかけて企業のガバナンスやパフォーマンスを測る基本的な分析（fundamental analysis）を行わなければならない。加えて、たとえ介入が成功して絶対収益は増加されたとしても、ミューチュアルファンドの競合他社を含む全ての受益者や株主が享受できるため、競争上の優位性をもたらすことができない[77]。したがって、ミューチュアルファンドの

マネージャーにとって、競合他社から競争上の優位性を獲得するためには、受益者の利益のために企業戦略およびパフォーマンスの問題に積極的に対処することではなく、優れたポートフォリオを提供し、ポートフォリオ会社の問題を素早く発見し、市場が気づく前に株式を売却することに力を入れるべきことになる。

次に年金ファンドは、受益者が閉じ込められているため、ミューチュアルファンドのように資金を巡る競争に晒されているわけではない。したがって、州の年金ファンドの監督者（overseers）は、相対的なパフォーマンス主導型のキャッシュフローと規模主導型の収益性という二重のインセンティブの影響を受けない。しかし、年金ファンドの監督者も信認義務を負っているため、ミューチュアルファンドと同じ立場に立つ場合がある。すなわち、年金ファンドの受託者は、最低の費用で優れた相対収益を提供するため、内部または外部のプロなポートフォリオマネージャーを探し、そしてそれらのポートフォリオマネージャーは、ミューチュアルファンドのマネージャーと同じインセンティブ構造を持ち、競争上の優位を獲得するため、会社のガバナンスやパフォーマンスに関するアクティビズムへの投資を控えることになるとされる[78]。その結果、年金ファンドも、ミューチュアルファンドと同様に「無口」の態度をとることになった。

このような受益者の利益とファンドマネージャーの利益との間のギャップからは、short-termismの行動が生じうる懸念が指摘されている。従来の個人株主と対照的に、ミューチュアルファンド等は競争上の優位を争奪するため、自分のポートフォリオのパフォーマンスを短期間に最大化することに力を入れている[79]。その結果、これらの受託者は実際に、長期的な研究開発および資本投資を犠牲にし、短期的な（short-term）パフォーマンス改善の圧力を企業にかけ、定期的にポートフォリオの「解約」を行ってきたとされる[80]。さらに、このような大規模なミューチュアルファンド等の行動は、「bust-up」である敵対的公開買付けを促進したという議論もある[81]。なぜなら、第一に、前述した通り、買収者は零細株主よりも、より多くの株式保有が可能な機関投資家にアクセスした方が操作可能性が高いため、機関による資本の再集中は買収者のターゲット企業へのアクセスを容易にした。第二に、ミューチュアルファンド等は、短期的なパフォーマンスを重視しているため、小さなプレミアムでも、市場価格より高い価格の提案であれば、受益者の長期的な利益に反する可能性のある支配権の変更の取引であるにもかかわらず、買収者が提供した短期的な利益を受け入れる姿勢をとっている[82]。多くの経済学者は、このように資本市場が体系的に予想収益を過小評価しているとのshort-termismの弊害を指摘した[83]。

ii　公的年金ファンド――――90年代におけるアクティビズムの主役

対照的に、相対的なパフォーマンス測定の負担のない公的年金ファンドのマネージャーは、絶対的なパフォーマンスを追求する自由を持っているため、実際には1980年代には、彼らが株主アクティビズムの主役として活躍した[84]。上述の通り、一部の私的ファンドが、投資銀行または保険会社によって管理されて、潜在的な利益相反のため投資戦略に制限が課されているという状況と異なり、年金ファンドは提携投資銀行や保険会社の管理の対象ではなく、パフォーマンス費用に対する規制上の制約はないからである。実際に、公的年金ファンドアクティビズムの活躍は90年代に顕著になったが、そのインセンティブ構造に関する議論は後述する。

第２節　1990年代の機関投資家アクティビズム

1990年代において、特筆すべき変化は、アクティビストと企業のコミュニケーションの方法である。この時代のアクティビストのアクターとして、進化した、言わば第二世代の機関投資家とヘッジファンドの登場が挙げられる。

1　背景と特徴

1.1　第二世代の機関投資家

1990年代初め、公的年金ファンドによるアクティビズムのアプローチは変化した。第一に、ターゲット企業に対する株主提案は減少するとともに、企業の経営陣や取締役会との対話が増えた。第二に、企業の問題について、他の投資家グループと利益が合致するため、他のアクティビストの注意を促しながら、秘密の委任勧誘を用いて買収防衛策の廃止等において協力した[85]。実際に可決された提案は非常に少数ではあったが、重要な株主による投票の公表（決議の賛成や反対による特定な問題に対する意思表示）は取締役会に圧力をかけたことも確かであった[86]。

加えて、投票時以外でも、1992年SECの委任状勧誘規制の変更により、大株主の間の直接通信がより容易になったため[87]、機関投資家である株主は互いに定期的コミュニケーションを開始し、企業経営者との定期的なコミュニケーションも開始した[88]。また、会議やその他の形式で、目に見えないーーBernard Blackによると「ジョーボニング（jawboning）」と呼ばれるやり取りも、経営陣に少なからず圧力をかけた[89]。経営陣は経営理念を続行するためには、株主にクーポンを出したり、提案に感謝する書簡を送ったりすることはもはや十分ではなく、最大の株主との間の関わりを常に重視しなければならない状況になった。1992年、CalPERSは、特に業績が悪い企業と会議を開き、業績を公開するという脅威により、上級管理職に改革を促した[90]。株主アクティビズムの活躍は単に委任シーズン（三月から六月）だけではなく、年中の現象になった。

以上の様にして、1990年代半ば以後の機関投資家アクティビズムは、取締役会が自発的にガバナンスの改革を行うためのプライベートな交渉に益々関与し、取締役会がそうしなかった場合にだけ株主提案権を行使するような形になった[91]。この時期は、株主アクティビズムが新しいダイナミクスに発展したと言えよう[92]。

1990年代終わりには、機関投資家は15年前と比べて遥かに活発化したことは明らかであり、従って株主の力はこの活発さに伴い強くなったと言えるであろう。機関投資家は企業経営に積極的に関与し、経営陣とのやり取りを頻繁にし、そこではpoison pillや期差取締役会などの問題に対して株主決議による承認を強制し、場合によって企業に戦略の変更やCEOの強制解雇などを要求することができる。そうすると、株主と経営者の間の権力のバランスには根本的な変化がもたらされた様にも見えるが、しかし、実際に株主の力に関して本質的な変化がなかったという指摘もなされている[93]。というのも、投資者の大部は、特定の企業に対するキャンペーンへの参加に依然として不安を感じており、機関投資家は自分の候補者を取締役会に指名するためには、高額の委任状争奪戦以外に方法はなかった。結果から見ても、それらの株主提案は、たとえ株主に利益をもたらす可能性が高く、買収防衛策に反対する提案であるとしても、通常は失敗し、多くの州による買収防衛策の合法化を止めることができなかった[94]。

90年代には、株主提案以外にも、機関投資家による経営者の不正行為を阻止するための訴訟というアクティビズム形態も普及していた。1995年、連邦議会は民間訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform、略してPSLRA）を可決し、機関投資家が主要の原告（lead plaintiffs）として連邦レベルの証券に関するクラスアクションに参加することを促進した[95]。すなわち、クラスアクションにおいて、株主とその委託した弁護士の間のエージェンシー問題がよく見られる。株主に委託された弁護士は、株主の利益をほとんど考慮せずに訴訟を起こす自由が与えられたが、PSLRAにより、最大の請求権者である機関投資家を主要な原告として扱うことが裁判所に要求されるため、前述のエージェンシーコストの削減が期待される。

しかし、このような制度改正にもかかわらず、機関投資家は主要な原告として行動することに依然として慎重な態度をもち、小規模の投資家と連動してクラスアクションを起こすより、単独ベースで法的請求を追求することを好んだとされる。

さらに、クラスアクションの結果によって自分の一部を請求する機会を無視する機関投資家もいた[96]。90年代に株主訴訟を経験した公開企業はごく一部に過ぎず、株主訴訟というアクティビズム形態の影響は比較的に小さかったと言える[97]。

1.2　ヘッジファンドアクティビスト

この時代には、前述のように、機関投資家アクティビズムによっては株主と経営者の間の権力のバランスに根本的な変化をもたらすことまではできなかったが、他方で新たなアクターとなるヘッジファンドアクティビストもまた姿を現している。

1990年代以前にも、ヘッジファンドアクティビズムは存在していたが、SECのファイリングの記録によると、ヘッジファンドアクティビズムが著しくなったのは1990年代半ばからである[98]。その原因として、第一に、ロングショート戦略など、ヘッジファンドのメジャーな戦略の代替戦略として採用されるケースが増えたことが挙げられる。第二に、アクティビズム戦略の中で戦術の一つとして用いられる委任状争奪戦が制度上容易に行えるようになり、かつコストも下がったことが挙げられる。1999年に導入されたSEC規制14a-12によって、委任状説明書（proxy statement）の配布前に、書面や口頭で委任状を無制限に勧誘を行うことが可能となった[99]。また、勧誘のための書類は電子的に配布したり、ウェブサイトに公表したりすることが出来るため、全て紙で行っていた場合に比べてコストが大幅に低下した。第三に、会社経営者及び取締役のコーポレート・ガバナンスに対する意識の変化が挙げられる。2000年代初頭のエンロン及びワールドコムのスキャンダルを受けて導入されたサーベンスオックスレー法（SOX法）によって、公開企業のコーポレート・ガバナンスが強化され、取締役会や経営陣が従来よりもアクティビストファンドを含む株主の意見に耳を傾けるようになった[100]。

Partony & Thomasによると、ヘッジファンドは通常、4つの特徴によって識別しうる。すなわち、①プールされた私的な投資手段であること、②実績ベースの報酬システムとファンドへの投資を行うプロの投資マネージャーによって管理されていること、③一般公衆に広く利用することができないこと、④証券規制及び登録要件の規制範囲外で運営されていることである[101]。しかし、ヘッジファンドは完全に規制に服していないわけではない。ヘッジファンドは、証券及び商品に関する投資の法律（the Investment Company Act）が完全に適用され、さらに、ヘッジファンドのアドバイザーは、登録されているかどうかに関わらず、一律にアドバイザー法（the Investment Advisers Act of 1940）の詐欺防止規定の対象となるため[102]、これによってヘッジファンドの投資家は保護されうる。また、ヘッジファンドには全ての投資ファンドに適用する開示要件が規制されている。1934年の証券取引法（the Securities Exchange Act of 1934）のセクション13（d）により、ヘッジファンドを含む全ての投資家が、公開会社の証券の5%以上を取得した場合、10日以内に証券取引委員会にスケジュール13Dを提出しなければならない。この規定の目的は、スケジュール13Dの提出により、スケジュール13Dの提出者はターゲット会社に影響を与える可能性があることを市場に通知する点にある。とはいえ、ヘッジファンドは他の投資ビークルより規制がないことも明らかである[103]。この時期において、ヘッジファンドはその規模を拡大し続けたが、ミューチュアルファンドや公的年金ファンドに比較するとまだ規模は小さかった[104]。

次に明らかにしておくべきこととして、全てのヘッジファンドはアクティビストではない。ヘッジファンドアクティビストはヘッジファンドコミュニティーの中に小さい部分しか占めていないし[105]、そもそもヘッジファンドアクティビズムという語は、それ自体明確とは言えない[106]。

この時期のヘッジファンドアクティビズムの戦略モデルを探る前に、まず、ヘッジファンドアクティビズムと他の株主アクティビズムの区別を明確する必要がある。様々な議論があるが、例えば、Kahan& Rockによると、ミューチュアルフ

ァンドと公的年金ファンドによるアクティビズムは、偶発的で事後的である傾向がある。すなわち、ポートフォリオ会社の業績が低いまたはガバナンス体制が不十分であると指摘された時のみアクティビズム活動を行う。これに対して、ヘッジファンドアクティビズムは戦略的で事前的という特徴がある。すなわち、ターゲット会社の株を保有する前に、ヘッジファンドのマネージャーはまずアクティビズムを行うアドバンテージを判断し、利益を得ることができる場合にターゲット会社にポジションを取り、アクティビズム活動を行う[107]。Cheffins & Armorは、アクティビズムを「攻撃的」または「防衛的」という2種類に分けることができると指摘する。「防衛的」なアクティビズムは、ターゲット会社に既に株式保有を通じた利害関係を有するが、経営に不満がある場合には、しかし、会社の方針を決定するのに十分な株式を保有していないため、その変更を求めるためには彼らの提案に対して他の株主の支持を集めることが特徴的である。これに対して、「攻撃的」という形容詞は、現職の管理層に対する攻撃的な姿勢を潜在的に表現しているが、この形式のアクティビズムは、必ずしも経営者との対立を意味するものではない。「攻撃的」なアクティビズムは、むしろ、株式価値を修正するために変更を行うという前提で、利害関係を再構築することを目的とするものである[108]。

この時代におけるヘッジファンドアクティビズムについて見ると、彼らは会社に対するガバナンス権（governance rights）[109]の価値を裁定する役割を果たし、ミューチュアルファンド等と共生するビジネスモデルを持っている。すなわち、まず、ビジネス戦略やパフォーマンスが大幅に改善できる会社を特定し、そして、その会社の発行済み株式の数％程度を取得し、対象企業の業績改善、株式価値向上を実現するための計画を立て、対象会社と私的な接触をし、交渉がうまくいかなかった場合は、キャンペーンや委任状勧誘戦などを行い、ミューチュアルファンド等の支持を求めるなど、積極的にアクションを行う[110]。もちろん、アクティビストの提案が健全であることを判明した場合、ミューチュアルファンド等は賛成の票を投じ、この場合には、アクティビストはミューチュアルファンド等と共に利益を得る。逆に、ミューチュアルファンド等は提案が健全であると思わない場合、それを否決する[111]。

Cheffins & Armour自身はこの時代のヘッジファンドアクティビズムがいずれに当たるかについて必ずしも明確に示していないが、以上の戦略モデルから見ると、この時代のヘッジファンドアクティビズムの大多数は、一方でKahan& Rockによる戦略的で事前的という特徴を有したが、他方で経営に影響を与えるのに他の株式保有割合が高い株主に頼らなければならないことから、「防衛的」なアクティビズムに止まっていることは明らかである。

2　インセンティブとshort-termism

前述したような、エージェンシーコストと資本主義エージェンシーコストとの間に生じているギャップから、ミューチュアルファンド等の多様化した投資とポートフォリオの最適化を補完する新しいアクターが期待されていたが、このような背景において、ヘッジファンドアクティビストは新たなアクターとして現れた。彼らは会社の戦略およびガバナンスに対して重要な評価を行い、ガバナンス関連もしくは戦略関連のパフォーマンスが低下している企業を特定し、「無口」の機関投資家にその成長価値を提示し、ポートフォリオ会社の戦略または構造を変わる役割を果たしているとされる[112]。

2.1　インセンティブ構造

ヘッジファンドが活躍した原因として、伝統的な機関投資家と比べて優れたインセンティブ構造を持っていることが挙げられる。

i　私的ファンドとの相違

ミューチュアルファンドは、非流動資産の保有に事実上の制限が課されている点が1つの特徴であ

る。たとえば、投資家の要求に応じて純資産総額（net asset value）で株式を買い戻すオープンエンド型のミューチュアルファンドは、非流動資産や市場価値が容易に確認できない資産を保有する余裕はない。 なぜなら、そのような資産で投資家に償還する準備ができなくなる可能性があるからである[113]。一方、多くのヘッジファンドのロックイン期間は通常一年以上であり、投資家は年に数回しか利子を償還できないという特徴がある。したがって、オープンエンドのミューチュアルファンドに課された事実上の制限は、ヘッジファンドには適用されない。

また、前述のように、1990年代のミューチュアルファンド等によるアクティビズムは、資本主義エージェンシーコストや利益相反の制限で会社の改善に圧力を与える能力も意欲もなかったが、これらの利益相反もヘッジファンドには適用されない[114]。なぜなら、ヘッジファンドは通常、基本パーセンテージ費用（通常運用資産の2%くらい）とパフォーマンス費用（通常獲得した利益の20%くらい）の両方を請求する。この手数料の構造により、ヘッジファンドのマネージャーは、ファンドの投資の経済的成功に大きい利害関係を持っている。その結果、多くのヘッジファンドは、インデックスに関連するリターンではなく、高い絶対リターンを求めている。加えて、一部のミューチュアルファンドは、投資銀行または保険会社によって管理されて、潜在的な利益相反のため投資戦略に制限が課されている可能性がある。ヘッジファンドの主な投資家は裕福な個人、年金ファンド、大学ファンドなどであるため、利益相反の可能性は低い[115]。

ii　公的年金ファンドとの相違

法的制限として、連邦法やほとんどの州法は公的年金ファンドの管理者に「慎重な受託者」基準を課していた[116]。にもかかわらず、多くの公的年金ファンドは最大のヘッジファンドよりも大きいため、年金ファンドは依然として支配的役割を獲得する可能性が高い。さらに、ミューチュアルファンドとは異なり、年金ファンドは提携投資銀行や保険会社の管理の対象ではなく、パフォーマンス費用に対する規制上の制約はない。とはいえ、公的年金ファンドのマネージャーは政治的な圧力にさらされてきた。なぜなら、公的年金ファンドの管理委員会は、各州が指定する政治プロセスを通じて選択されるからである[117]。このような政治的な属性により、第一に公的年金ファンドは物議を醸しまたはリスクが高い投資が制限され、第二にマネージャーが受け取る報酬も制限されている[118]。以上二点から、年金ファンドのマネージャーにはアクティビズムに参加ないし従事するインセンティブは低下させられた[119]。これに対してヘッジファンドは、政治的な制限はない。

2.2　short-termismとの関係

このようなエージェンシー資本主義の世界では、ヘッジファンドアクティビストが提案し、機関投資家が彼らの提案を処理することで、非常に異なる資本市場の参加者同士が市場マネージメントにおいて補完的な関係に立つ。なぜなら、このような関係においては、ヘッジファンドアクティビストの影響は長期的（long-term）であるように思われる[120]。80年代のバイアウトファンドとは異なり、長期的なインセンティブを持ち、支配権の直接行使会社を行うわけではないヘッジファンドアクティビストの提案に対して、株式保有を通じて会社の決定に参加する機関投資家は、アクティビストの提案の成否を決定するため、ヘッジファンドを含むアクティビストのshort-term利益に着目する提案に反対票を投じ、アクティビストのshort-termismを防ぐ役割を果たすことになるからである[121]。この時期のアクティビストのメカニズムの本質を探ると、アクティビストは機関投資家の声を強化するために存在し、会社に対するガバナンス権を再評価する役割を果たしている。さらに、このようなメカニズムは、ヘッジファンドの側においても、質の高い提案を提供する内部的なインセンティブを与えていると思われる[122]。

第３節　第二世代のヘッジファンドアクティビズム

Cheffins & Armourによると、ヘッジファンドアクティビズムは「防衛的」と「攻撃的」とに区別することができる[123]。第一世代のヘッジファンドアクティビズムの戦略はまだ、他の機関投資家の賛同に頼り、既存の利害関係に対する影響に止まっていたが、第二世代のヘッジファンドアクティビズムは、既存の利害関係に対してではなく、むしろ、株主価値を修正するために、ミューチュアルファンドや公的年金ファンドなどの株主に頼らず、自らの戦略で利害関係を再構築する「攻撃的」な形をとるようになった。

既に会社の株式を保有していることそれ自体は、会社への積極的な関与の有無を意味しない[124]。より重要な特徴は、第二世代のヘッジファンドアクティビストにとって、アクティビズムは収益を求める戦略であり、彼らはポートフォリオ対象会社に経済的地位を獲得し、それによって関与し、利益を求めるという点である[125]。第二世代のヘッジファンドアクティビストの最終目標は、投資家に絶対的または実質的なリターンを提供することであり、その利益は株主全体にも及ぶ。したがって、第一世代と比べ、第二世代のヘッジファンドアクティビストによるエンゲージメントの最も重要な要素は、株式を「攻撃的」に蓄積することにある。そうすると、第二世代のヘッジファンドアクティビストにおいてはより明確に、対象会社の既存の利害関係を持っていない、もしくは僅かしか持っていない状態から、積極的な関与を決めた時に急速に持株比率を増加し、会社に変化をもたらすのに十分な株式を取得することをその特徴とすると言える[126]。

もう1つ指摘すべきこととして、第二世代のヘッジファンドアクティビズムのスタイルをとるファンドは、必ずしもヘッジファンドに限られないことである。元々はパッシブなバリュー投資家が良いリターンを追求するために攻撃的なアクティビストに変身することもあるが[127]、合併の裁定取引に従事する者も、提案された取引が特定の時間に特定な価格に達成することを待つより、より積極的にアプローチするためにヘッジファンドスタイルのアクティビストになることもある。1980年代の会社レイダーの一部もまた、この時期には攻撃的アクティビストとなっていた[128]。

このように、第二世代のヘッジファンドアクティビズムは、支配権の取得、合併への関与、買収関連のリスク裁定及び既存の投資の保護における防衛的関与を求めるプライベートエクイティファンドによるアクティビズムと大きくなり、攻撃的に株を保有し、ターゲット会社の何かを変更しようとする投資家であると言える。

1　背景と戦術

2008年のリーマンショックに伴って、株価が劇的に下落した際には、第一世代のヘッジファンドアクティビズムの成長が促進されるという予想があったが、金融危機後も、ヘッジファンドアクティビズムの躍進は必ずしも見られなかった。なぜなら、一方で、金融危機により企業のリーダーシップへの信頼を失った企業の経営幹部は防衛的になって、投資家の要求により敏感になり、他方で、アクティビスト投資家にとっては、確かにターゲット企業の選択肢は多くなったが、企業のガバナンスに変化を起こすツールは限られていた。2000年代半ば、サブプライムローンは株主の配当や事業の売却などのアクティビスト活動に適した市場環境を提供したが、信用収縮と金融危機を原因として債務市場の引き締めも劇的であった。加えて、金融危機の影響で、信用スプレッド（投資家がリスクのない証券に比べてリスクの高い証券から得ることができる追加的な利回り）がファンダメンタルズから乖離して広がる局面が見られ、企業の新規借り入れ費用は市場で流通する社債の利回りが反映されることから、企業の借り入れ費用が上昇し、スプレッドの拡大が企業のファンダメンタルズに悪影響を与える現象が起こった。そのため、取締役会を説得し、バランスシートを社債で調整することことや、企業を将来の入札者に押し込むことがより困難になった[129]。2009年に、

ある株主アクティビストは「取引をする際に、常に複数の出口を探して戦略を立てるが、現在の市場では限られている」とその時の市場状況を表した[130]。したがって、アクティビズムのキャンペーンは、経済上のイニシアチブを実現するより、ターゲット企業の戦略と運用の改善に集中するしかなく、第一世代のヘッジファンドアクティビストを引き付けることはできなかった[131]。

この時期の制度背景として、2003年、SECは、重要な利害関係を持つ株主が、所定の状況において、少数の取締役を指名することを許可する「proxy access」を提案した。その目的は、企業の委任へのアクセスを提供することにより、株主が取締役を指名するコストを削減することである。それ以外には、取引コストの一部である情報収集コストは、テクノロジーの進化とともに引き下げられ、公開企業に関する詳細な財務情報は即座に調べることができ、コストの低下はアクティビズムを容易にした[132]。また、2008年の経済危機後数年、連邦政府は株主の力を強化しようとしたが、殆ど失敗した。例えば2010年、議会はドッドフランク法で、大きい問題となっていた高額の経営陣の報酬問題を抑止するため、役員報酬に対する株主投票（Say on Pay）を強制的に課した。しかしその後、経営陣は役員報酬パッケージの形で投票を行い、ほぼ全ての株主はそのパッケージを承認したため、問題は改善できなかった。また、2010年にSECは、規則14a-11を採用し、限られた状況において、企業が特定の大株主からの取締役候補者の指名を承認するものとし、機関投資家に新たな力を与えたが、この規則は2011年にコロンビアの控訴裁判所によって打ち切られた[133]。

以上のような市場と制度の背景を受けて、新たな戦術（スタイル）をとるヘッジファンドアクティビズムが期待されていた。

1.1　ウルフパック（wolf pack）

ウルフパック戦術は、複数のファンドが協調関係にあるものの、エクィティスワップなどのエクイティデリバティブを駆使してそうした繋がりが大量保有報告制度などで開示されることなく、タイミングを見払って公開することである[134]。1934年証券取引所法13（d）(3）にいう「グループ」を形成することを意図的に避けつつ緩やかな協調行動をとってターゲット会社に圧力をかけ、キャンペーンを成功させるのがその目的である。より具体的には、ウルフパックの参加者は、スケジュール13Dによる、株式保有の提出義務の発生時期を遅らせることが可能となり、ターゲット会社が複数のヘッジファンドアクティビストによる大量株式取得行為を覚知して、poison pillを投入する前に、「キャンペーン」に賛同するヘッジファンドアクティビストにより、委任状争奪戦に勝利するのに必要な数のターゲット会社の議決権を取得することができる[135]。

ウルフパックは、通常以下のような経過で行われることが指摘されている。すなわち、①ウルフのリーダーは最初ターゲット会社の発行済み株式総数の5％超を取得する。そして②リーダーから「キャンペーン」を実施する旨の情報を得たファンドアクティビストがターゲット会社の株式を買い増す。最後に、③スケジュール13Dを提出する[136]。ウルフパックを通じて、大量保有報告制度による開示を伴わないことで、開示を行なった場合には生じたであろうターゲット株式の株価上昇が生じないため、コントロールプレミアムを支払うことなく株式を大量に買いつけることができる、仲間のファンドがターゲット株式を取得するのも容易になるなど、攻めるファンド側に多大なメリットをもたらすことができる。そうすると、ファンド側は、ターゲット会社の支配権を有するのに必要な過半数等の会社支配株式の買収行為を現に行わなくても、上場会社の取締役会の構成員を入れ替えるなど、自らリターンを上げる方策を実現できるようになる[137]。ウルフパック戦術では、スワップやエクイティデリバティブを駆使して、ターゲット会社の上場株式の議決権や処分権と経済的権益（economic exposure; economic interest）と分離しその上場株式の価格に連動した経済的権益を保有しつつも、伝統的な意味での議

決権等は外形的には有していない状態とすることが典型的である。こうした株式における経済的権益と議決権及び株式の処分権とを分離させる手法は、empty votingと呼ばれている[138]。議決権が経済的利益を超える限りで、票は“empty”と呼ばれる[139]。

しかし、ヘッジファンドアクティビズムが求める成果は、自分の投資家に約束した絶対的リターンを達成するための短期的リターンである場合が多く、ウルフパックを通じて支配株式を取得したが、自らターゲット会社の経営を行う意思もないことなど、short-termismの弊害が指摘されている[140]。

1.2 appraisal arbitrage

appraisal arbitrageとは、一般に、公開会社の合併等に関する情報が公表された後、株式買取請求に基づく専門的な投資戦略を採用する、ヘッジファンドに代表される洗練された投資家が、株式買取請求を通じて利益を得ることを目的としてその公開会社（買収ターゲット会社）の株式を買い集めることをいう[141]。

appraisal arbitrageというヘッジファンドアクティビズムの戦略の使用の増加は、M&A市場に大き影響を及ぼした。最も明らかな影響の１つは、会社の潜在的な買い手が、締結したいM&A取引において株式買取請求訴訟がもたらされる可能性を評価しなければならなくなったことである。また、買収者による適切な合併価格の計算における不確実性が高まった。公正な価格の申し立ての増加は、買い手にとって、過剰なクロージング費用が発生するリスクも増加した[142]。そうすると、買収者は株式買取請求のリスクについて買収のコストを高める重い負担であると考えるようになり、その結果、買収者は自らの提案する買収対価の額を減らそうとする行動をとる可能性があり、appraisal arbitrageは、それを行うヘッジファンド以外の買収ターゲット会社の株主にとっては利益を損なうものとなるといった懸念が挙げられている[143]。

２　インセンティブ構造

ヘッジファンドアクティビストのインセンティブ構造は、前述した伝統的な機関投資家との間に少なからぬ違いが存在している。ヘッジファンドアクティビストは、伝統的な機関投資家と違って、特定のターゲット会社に対する集中投資が可能であることや、ファンドマネージャーの報酬が業績連動型であることを踏まえれば、特定のターゲット会社の経営に深く関与するタイプの株主アクティビズムを積極的に行うインセンティブは十分にあり、伝統的な機関投資家に伴う集合行為問題を克服する可能性があると評価することができる[144]。

第四章　short-termismを巡る議論

第１節　short-termismの必然性

「オーソドックスな企業金融理論によるなら、短期主義株主と長期主義株主の間には、利益の不一致は生じない」という主張が見られる。確かに、異なる種類の機関投資家の間では株式保有期間が異なる傾向があっても、効率的かつ流動性のある公開株式市場が存在する限り、理論的には短期と長期の利益は一致しうる[145]。

この理論の出発点は、ディスカウント・キャッシュ・フロー（discount cash flow、以下DCF）という企業価値分析理論[146]である。株主は会社の残余請求権者として、会社による収益を獲得するために発生したすべての費用が弁済された後、最終的にその利益を受け取ることができる。これは、会社がこれらの利益を配当の形で直接株主に渡す場合が一番分かりやすいが、それらの利益を配当せずに、一部またはすべてを保持し、場合によっては再投資する企業もあり、この場合には、株主はそれらの企業が清算または売却されるとき、債権者に支払われた後に残ったものを受け取ることになる。そこで、グループとしての株主に対する会社の価値は、会社が時間の経過とともに生み出す利益に対する期待値であるというのがDCF理論である[147]。

ここで避けらない問題は、DCF理論による会社の株式価値と実際の株価や時価総額とがどのように関係しているかである。効率的資本市場仮説（ECMH）は両者を繋げるリンクとして挙げることができる[148]。

ある会社の市場株価がDCF分析で得た株価を下回った場合、価格が最終的に上昇することが予想できるため、株式を購入することで将来高いリターンをもらうことができると予想される。以上の情報を認識したアナリストが株式を購入し、その結果、市場価格が上昇する。同様に、市場株価がDCF分析で得た株価を超えている場合、情報に通じたアナリストは株式を売却または空売りし、その結果、市場株価が引き下げられる。このように、ECMHは、十分な情報に基づいたトレーダーがいる流動市場では、価格裁定プロセスにより市場株価が急速に調整されるため、現在の情報に基づいた会社の価値の最良の推定を反映するようになると述べている[149]。もし、現在の情報に基づいた会社の価値に対する推定が最良であれば、短期株主と長期株主の間に利益の矛盾はないはずである。なぜなら、現在の市場株価は、適切に現在のディスカウントと将来の収益を反映しているはずであるため、会社のある行動が、現在のコストが高くても将来に利益が増加すると推定され、かつそのことに高い見込みがある場合、長期株主は会社にそのアクションを実行することを望み、短期株主も、当該行動によって現在の株価が上昇するため、賛成するはずである[150]。

ただし、このロジックには議論の余地がある。短期と長期の株主価値が乖離する可能性がある第一の状況として、株式市場がストロング型ではない場合が挙げられる。その場合、企業のインサイダーである最高責任者は公開市場にない非公開の情報を把握しているかもしれないことになるところ、インサイダーとアウトサイダーの両者が利益を追求する際に、なぜ非公開情報がとりわけ長期利益の見通しの評価に関連する情報に偏り、なぜアービトラージが市場にその情報をうまく伝達できないのかが説明される必要がある。従来の経済モデルでさえ、このような情報の非対称がshort-termバイアスに繋がる理由について議論してきた。従来の経済モデルにおいては、内部管理者は、高い品質を示し、または品質について市場を欺こうとする短期的な結果に関する情報を公表することで、利益を得ることができる[151]。情報が非対称であることから、市場価格の変化に基づいた短期的成果を見通すことはできるかもしれないが、市場価格の変化に基づく会社の長期的なビジョンを見通すことは、例え理性的な投資家でも困難なはずである。

従来の経済モデルが失敗する可能性がある第二の状況は、市場がセミストロング型でない場合である[152]。もし、市場が長期的なパフォーマンスに関する情報を適切に反映していない場合、アービトラージを通じて多くの利益を稼ぐことができると予想される[153]。今では説得力のある行動ファイナンスの分野では、アービトラージが市場を完全に効率的にすることができない多くの理由を示し、また実際の市場がセミストロングではないことを示唆している[154]。

従来の経済モデルが失敗する可能性がある第三の状況は、株価が過度に高いディスカウント率を反映している場合である。ディスカウント率が高いほど、株式価値を測定する際に、より遠い将来の予想利益が少なくなる。高いディスカウント率の影響は劇的である。例えば、15％のレートを使用すると（ややリスクの高い会社ではよく用いられる範囲内にある）、わずか5年先の利益でも現在の利益の半分にしかならず、10年先の利益は現在の四分の一になり、そしてそれを大幅に超えた将来の利益は無視できるほど小さくなると考えられる。しかし、この議論を支持する人は、市場価格に反映されるディスカウント率が、投資家が直面する実際の不確実性と機会コストを正しく反映しない理由を説明しなければならない。結局のところ、将来の利益は非常に不確実で予測するのが難しいため、将来の期間に行われた予測にはあまり重きは置かれないはずである。そうすると、実際にはディスカウントは過度なディスカウント率に

よるものであると投資家が判断した場合、何故市場の力は会社の価格を引き上げないのか、その理由を説明する必要がある[155]。

従来の経済モデル以外に、前述したエージェンシーコスト問題も、長期と短期の株主の間に利益の乖離の原因として考えられる。多重のエージェンシーコスト（通常のエージェンシーコストと資本主義エージェンシーコスト）の結果、ファンドマネージャーは「迅速な結果」を達成することを追求することになる。しかし、なぜアービトラージは長期戦略を追求する会社の価格を「正しい」価格になるように買い上げようとしないかについて、アービトラージの行動を制限する幾つの要素を検討する必要がある。長期的な利益と短期的な利益は、いずれも定量化して比較するのが非常に難しく、いずれにも不確実性がある[156]。

なぜ、アービトラージは長期的な成果を追求しないかという点については、ECMHの議論に基づくと、市場が効率的であるとしても、その効率性は、「情報効率性」ではあっても、必ずしも「客観的な本質的効率性（fundamental efficiency）」ではないことが挙げられる。一部に、効率性は「本質的効率性」であり、市場価格はビジネスの「本質」の価値を反映していると考える（すなわち、DCF分析の結果と一致する）見解もある。これに対して、効率性は「情報効率性」に止まるという見解ははるかに控えめな主張と言えよう。その結論として、市場に勝つことができないことは同じであるが、その理由は、会社の市場価格は株主の価格だけではなく、市場参加者の総計の価値を代表するものだからである[157]。仮に、市場は本質的効率を反映することが可能だとしても、本質的価値を評価する独立な評価基準がないため、判断できないと考えられよう[158]。本質的価値を見通すことができないアービトラージは、本質的価値を盲目的に推測するより、市場からの報酬（reward）をより重視するに違いない。アービトラージは、自分が正解であることを他の市場参加者に説得するだけでrewardをもらうことができるため、説得にかかる時間が短ければ利益がより早く確定できると予想されるため、長期的な成果に力を入れることは想像し難い[159]。

最終的に、アービトラージを含む、金銭的利益に関わるすべての経営者は、ファンディングを失うこと（そのゆえ仕事を失う）を心配し、集団的な行動（他のアービトラージと同じ行動）に移すことになる。なぜなら、集団的に動いて失敗したとしても、他の経営者のより大きい失敗と比べて小さく見えて許容されやすいからである[160]。

ヘッジファンドアクティビストのshort-termismの必然性は、ヘッジファンドマネージャーの報酬構造にある。前述のように、ヘッジファンドのマネージャーは、運用資産の2%（毎年）と20%のパフォーマンス費用を請求する。ヘッジファンドの投資家は、これらの費用の見返りとなる高いリターンを期待しているため、市場をアウトパフォームするヘッジファンド、または激しい競争に勝ったヘッジファンドに投資を移動する可能性が高い。しかし、もし市場が効率的であると仮定すると、市場をアウトパフォームすることは不可能である。そこでヘッジファンドマネージャーの競争で勝ち残る投資戦略として、ヘッジファンドアクティビズムが使われる。しかし、ファンドマネージャーは市場価格を超えるリターンを獲得しなければならないという、短期的制約を受けるため、実際に過小評価されている企業よりも簡単に特定できる低パフォーマンスの会社に焦点を合わせることになる。他方で、ヘッジファンドは投資家が定期的に資金を引き出すことを可能にするため、分散する投資をしている可能性が高く、低リスクの投資に資産を集中しているであろう。したがって、投資家はヘッジファンドが短期的な利益を追求するリスクを追うことを期待する。これらの投資家は、短期的に投資するため、彼らのエージェントがshort-termに集中することに反対する理由がない。より一般的には、いくつかの実証的証拠は、会社の株主構成が投資期間を決定し、会社内のshort-termismと所有権が高いレベルであるヘッジファンドアクティビズムおよびその他の特定の機関投資家との間に強い相関関係が存在すること

を強く示唆している[161]。

第２節　short-termismによる弊害をめぐる議論

以上では、ヘッジファンドを含むアービトラージが利益を追求するときのshort-termismの必然性を論じた。そしてまた、ヘッジファンドアクティビズムに関する最も頻繁に指摘される懸念の1つは、short-termismによる弊害である。short-termismという用語について、明確な定義はないが、この論文においては、平均的な投資家よりも高いディスカウント率で将来の収益をディスカウントする傾向を意味するものとする。この傾向からは、short-term投資家は通常、レバレッジを増加させて、配当及び株式買い戻しによる株主配当を増加させようとする経営戦略を支持するため、長期的な投資を削減させる必要がある[162]。

ヘッジファンドアクティビズムによるshort-termismに対する批判の中には、2つの要素が含まれている。すなわち、①ヘッジファンドは非常に短期間しか株式を保有せず[163]、②ヘッジファンドアクティビストのターゲット会社は長期的投資を劇的に減少させる[164]という、2つの仮定を議論の前提として立てていると考えられる。

これに対する反論として、批判①に対しては、ヘッジファンドアクティビストがターゲット会社の株式を保有している期間に関する実証研究として、Brattonによると、ヘッジファンドアクティビストは通常少なくとも2年間ターゲット会社にコミットしていると結論付けられている[165]。具体的には、2002年1月1日から2006年6月30日までの、130のヘッジファンドアクティビストに介入された会社を対象とした調査の結果、調査対象会社に介入したヘッジファンドアクティビストの大多数（81％）は、3年間の測定期間中に、ターゲット会社が売却されていない限り、株式の保有を維持していた。測定期間中、持株を売却した少数のケースのうち、1年未満の株式保有に止まったのは僅か8つのヘッジファンドアクティビストであった[166]。また、Katelouzouによると、ヘッジファンドアクティビストは必ずしも短期投資家であるとは限らず、多くの場合で、ターゲット会社の株を比較的に長期保有したことが指摘されている。具体的には、1999年から2010年までの10年間に渡って、494のヘッジファンドアクティビストにつき、そのターゲット会社へのエントリと退出のタイミングを対象とした調査においては、ヘッジファンドの大多数（73.6％）が1年以上ターゲットに留まっており、実際には、ヘッジファンドアクティビストは従来されてきた批判よりも長期の投資家であることが示していた[167]。

批判②の、ヘッジファンドアクティビストが、より良い短期的な財務パフォーマンスを確保するために、ターゲット会社の長期的な価値創造を犠牲にして短期的な株価を膨らませるという主張に対しては、異なる2つの結果が示されている。まず、2000年代半ばの2つの実証研究では、批判②と相反する結果が示唆されている。これらの研究は、ヘッジファンドアクティビズムがR&Dの経費（長期的な利益の代表する指標として扱われる）に与える影響を調査した。まず、Brattonの調査によると、研究開発費、役員賞与、販売費、一般管理費のいずれも「強い影響」を受けなかったことが示されている[168]。また、Klein& Zurの研究でも、ヘッジファンドのターゲット会社とそうでない対照サンプルの会社の長期的なR＆D投資とを比べたところ、大きな違いは見られなかった[169]。

これに対して、2010年以後の研究では、ターゲットによるR&Dへの投資が増加または減少するかどうかを調査した結果として、ターゲットのR&Dへの投資に急激な減少が見つかった。2015年の研究では、2009年にターゲットにされた会社のサンプルを使用し、「生き残った」会社（買収されなかった会社）がR&Dへの投資（売上の割合として測定）を50％以上削減したことが見られる。2009年から2013年までの4年間でR&Dへの投資は17.34%から 8.12％までに減少した[170]。また、この研究では、買収されなかった企業のみのR&D投資を集計したものの、買収会社は買収した部門のR&D予算をさらに削減する可能性があるため、実際のR&D投資の減少はさらに大きくなる可能性が

ある。

しかし、この結果について、必ずしもネガティブに解釈しないヘッジファンドアクティビズムの支持者もいる。すなわち、ヘッジファンドの関与によりR&Dへの投資が大幅に減少することは認められるものの、ヘッジファンドのターゲットとなった会社は、他の会社と比べてより多くの特許出願を行なっているというのである[171]。これは、彼らの見方では、「イノベーションの成果」の増加を示している。しかしながら、「イノベーションインプット」が少ないほど「イノベーションアウトプット」が大きくなるという主張は、直観に反していると考えられる。アクティビストは、重要ではないまたは長期的な研究プロジェクトの中止を強制して、短期的な利益を増加させている可能性はあるが、大幅な削減によって、「イノベーションアウトプット」全体が増加する可能性はないと考えられよう。

以上のアプローチには、特に必要なコントロール無しでは方法論的な問題が生じ、robustな結論を出すことは厳密ではない[172]。R&Dへの投資が減少しても、イノベーションのアウトプットが増加する可能性があるという結論を受け入れるのは時期尚早のようであり、むしろ、ヘッジファンドの圧力を受けてR&D費用が大幅に減少すると結論づけるのが安全であろう。この点、ターゲット会社はヘッジファンドの関与後にR&D投資の収益性を高める可能性もあり、その後、アクティビストのターゲットとなったほとんどの会社がR＆D投資の収益性を向上させることも示されている。しかし、その結果を前提にしたとしても、2つの明確な理由からR＆D支出の削減を取り巻く公共政策上の問題は解決されるわけではない。すなわち、 第一に、ターゲットとなる会社の枠を超えて、ヘッジファンドアクティビズムがより広い範囲にわたる研究開発支出に与える一般的な抑止力の影響を考慮する必要がある。ターゲットとなりうるすべての会社において、ターゲットとなることを避けるために、研究開発費を削減する可能性がある。第二に、研究の私的利益と公的利益を区別することが重要である。R&D費用は通常、外部的なプラスが生み出され、単一の起業家に、革新や科学の進歩から得られるすべての利益を帰することはできない。製薬会社XYZが新しい不思議な薬または治療法を発見した場合、競合他社も同様に、わずかに異なる製品や異なる手順で薬物を複製する方法を見つけ、あるいは新しい製品の追加のアプリケーションまたは用途を見つけることによって、利益を得る可能性がある。一つの発見は他の発見につながり、研究の突破口は、多くの場合、元の研究者が予期していなかった多くの新製品や医薬品を生み出す可能性がある。その結果、R＆Dへの投資を削減することが個々の会社にとって意味があるとしても（収益性が向上するため）、投資の削減には社会的コストが伴う可能性がある（新薬や製品の導入が少なくなるから)[173]。

第五章　ヘッジファンドアクティビズムの法的評価

第四章ではヘッジファンドアクティビズムのshort-termismによる弊害の有無を議論し、肯定的な結果を得た。本章では、まず、ヘッジファンドアクティビズムはターゲット会社の価値創造にどのような役割を果たしていたか、またはターゲット会社にマイナスを与えたかについて、幾つかの実証研究を用いてヘッジファンドアクティビズムに対して規制を設けるべきかどうかを検討し、そして、設けるべきでない場合ならその理由を、設けるべきであるとすればありうるいくつかの法的提案を挙げる。

第１節　ヘッジファンドアクティビズムは価値を創造するか

議論を分かりやすくするために、この部分は、測定時間を短期と長期に分けて、ヘッジファンドアクティビズムの価値創造について検討を進める。

i　短期間

多くの研究は、SECスケジュール13Dファイリ

ングと突き合わせて、ターゲット会社の株価に何が起こったかを調査するものである[174]。ファイリングの日はイベント日（event date）と呼ばれ、調査は、ターゲット会社が異常なリターンを獲得するかどうかに注目して行われる。通常、イベントの前後数日において、実際のリターンから市場の動きと差し引いて調整したものである（「event window」と呼ばれる）。ほとんどの研究により、それらのevent windowの定義や獲得した異常なリターンの経済的規模に違いがあるにもかかわらず、ヘッジファンドアクティビストのターゲット会社はevent window期間において、異常なリターンを獲得することが見られる[175]。

この結果を解釈するにあたっては、2つの問題が生じうる。第一に、イベント日前後の平均株価収益率のパフォーマンスは一般的にはプラスであるが、ターゲット会社が獲得した異常な収益率の分布には大きな違いがある。上記の研究では、かなりの割合の会社が実際にマイナスの異常リターンを獲得している[176]。この発見は、アクティビストとターゲット会社との間に重大な対立を示している。アクティビストは通常、多くの会社に同時に投資しており、実質的なパフォーマンスリターンを獲得しているのがターゲットの一部のみであったとしても、優れたファンドパフォーマンスを実現することができる。会社はこれに対してターゲットである自分自身にしか投資し得ないため、このような分散化をすることはできない。したがって、ネガティヴリターンを得る可能性のある場合、及びとりわけプラスリターンが控えめな場合に、取締役会は合理的にヘッジファンドのグループが好む戦略を拒否すると考えられる。

典型的な例として、ヘッジファンドであるPershing SquareとVomado Realty Trust（P&V）による、J. C. Penneyへの26%以上の株式を取得して介入した事例が挙げられる。この株式の大部は、セクション13（d）の10日間で購入され、二人のアクティビストが取締役会の代表を獲得して、J. C. Penneyの現職CEOの辞任を強制し、新しいマーケティング方針を発表した。J. C. Penneyの株価は発表の直後に上昇したが、方針に不満を抱いた顧客が逃げ、J. C. Penneyの株価は最初のスケジュール13Dファイリングからceoが最終的に辞任するまでの期間で約59.5%にまで下落した[177]。

リターンの分布に加えて、ヘッジファンドアクティビズムがもたらしたリターンのデータに関する第二の問題は、株価上昇の原因に関する証拠の欠如である。プラスの異常なリターンが、経営のエージェンシー問題を軽減するアクティビストによる行動に起因する場合、彼らはいくつかの証拠を残しているはずである。すなわち、資本構造の変更、役員報酬の減少、配当の支払い、または投資の変更に関する証拠が残っているはずである。しかし、ほとんどの研究は、プラスな異常なリターンが、アクティビストの介入の直後にもたらされた実際の変化と統計的に関連していないことが指摘している[178]。

ii　長期間

長期間のヘッジファンドアクティビストによるリターンに関する研究のうち、2015年に公開された2つの実証研究は特に注目を集めた。Bebchuk, Brav & Jiangの実証研究では、ヘッジファンドアクティビストのターゲット会社は、スケジュール13Dファイリング日の3年後及び5年後の持株のリターンにおいて、その大部分がプラスであるという結果を得た[179]。この研究で、彼らは、市場ポートフォリオのリターンと小規模のリターン、価値、勢いのポートフォリオのリターンという4つの要素（株式リターンの4要素モデルと呼ばれることが多い）をコントロールしている。しかし、Bebchuk, Brav & Jiangがファイリング日前後の3年及び5年の暦年のリターンを調べたところ、統計的に有意でないことを発見した。

Becht, Franks, Grant& Wagnerによる研究は大きく異なる視点を提供している。すなわち、ブロックが形成される発表（スケジュール13Dの提出時に発生する）だけでなく、アクティビストの介入の結果にも焦点を当てている。この研究は、成功した介入があることを示した他、驚くべきこと

に、市場は限られた数の成功した介入のみを評価していたことを指摘した。発表された介入が買収であった場合、この発表は平均9.7%の異常なリターンを生み出すことがわかった。同様に、リストラの発表は、5.6%の異常なリターンを生み出し、取締役会構成の変更は、4.5%のより僅かな異常なリターンしか得られなかったことが指摘された[180]。これに対して、配当または株式買い戻しによって達成されたペイアウトの変更は、マイナス0.2%の異常なリターンを得ることが見られる[181]。

以上の研究から見ると、異常なリターンのみに焦点を当てると、大部においてプラスのシナリオは妥当していない可能性があると考えられる。ターゲット会社のかなりの数が、ヘッジファンドアクティビストの介入により長期的にマイナスのリターンを得ていることがわかる。ヘッジファンドアクティビズムは、Bebchukの発見のように、企業価値を上昇させることも事実であるが、以上の研究が示したように、マイナスの変化を引き起こしたことも依然として深刻であると考えるべきである[182]。

第２節　法的対応

以上の議論からは、ヘッジファンドアクティビズムに対して規制を設けるべき理由として、以下の3つがあげられる。

第一に、ウルフパックを使用すると、忍び寄る支配権取得（creeping control）による買収を行うことができる。このような買収では、通常の株主は、その株式をwindow期間中に情報を知った人に売るため、コントロールプレミアムをほとんどまたは全く受け取れない。第二に、アクティビストは常に優れた戦略を持っているとは限らない。実際、一部のアクティビストは、アクティビズム行動が買収や再編の可能性を示すものとして市場に受け止められるという前提で、キャンペーンを行う。たとえキャンペーンで提案された変更に欠陥があったとしても、スケジュール13Dファイリングする前に早期にターゲット企業の株式を購入する投資家は、前述のように、かなり異常なリターンを得る可能性がある。そうすると、提案の政策的メリットとは関係のない比較的にリスクのない利益は、ノイズが利益を生み出すという仕組みにより、不適切なまたは正当性のないコーポレートガバナンスキャンペーンを助長する可能性がある。第三に、ヘッジファンドアクティビズムは、会社による投資からペイアウトへの、特にR&Dへの投資の回避への広範かつ体系的なシフトにつながる可能性がある[183]。

以下では、これらの問題に対する幾つかの法的対応とその実現可能性について検討する。

i　window期間を短縮する

イギリスでは、アクティビストは5%を超える株式の取得を開示する際には、セクション13(d)(1)で提供されている10日間の期間とは異なり、多くの場合に、2営業日以内の開示が必要となる[184]。window期間が短いほど、ウルフパックを組み立てる余裕はなくなる。2010年、ドッドフランク法はSECにウィリアムズ法の10日間の期間を短縮する権限を与え、当然のことながら、Wachtell Lipton事務所はSECにこの権限を行使するよう迅速に請願したが[185]、学者はSECに反対の助言を行った。学者たちの根拠は以下である。第一に、ヘッジファンドアクティビストはターゲットの全て、またはほとんどの株式を獲得することはめったにないため、ガバナンス戦略などの行動による利益は他の株主を含め全員が共有する[186]。10日間のwindow期間を短縮すると、ヘッジファンドアクティビストによる株主価値を最大化するためのキャンペーンの成功可能性が低くなる。第二に、「アメリカでの低基準値のpoison pillの拡散」（すなわち、基準値が15%以下）を考えると、元々アクティビストはpoison pillにより持株比率が制限され、10日間のwindow期間を短くすると、委任状争奪戦で勝つことがより難しくなる[187]。第三に、ウィリアムズ法の報告を目的としたwindow期間の短縮は、ヘッジファンドアクティビストの数を大きく上回る非アクティビスト投資家にとってもコストがかかる[188]。

Coffeeは以上の、学者に示された根拠に対してそれぞれ反論した。第一に、確かに、ヘッジファンドアクティビストはコーポレートガバナンスキャンペーンから得た利益を他の株主と共有しなければならないが、代わりに、そのリスクも他の株主が共に負わなければならない。しかし、10%未満を保有するヘッジファンドアクティビストにとっては、分散を備えたポートフォリオを持っているため、リスクは相対的に少なくなると考えられる。第二に、もし、主なヘッジファンドアクティビストが5%の閾値を超えた日と翌日に購入する場合、10日間の期間を2営業日に短縮することは、彼らに大きな損害を与えないはずである。加えて、ウルフパック戦術を用いるヘッジファンドアクティビストたちは、リードヘッジファンドは通常10%未満で停止する場合があるが、他の同盟ヘッジファンドは「グループ」として認められないため、持株を公開する必要がない。そうすると、スケジュール13Dの報告をしたアクティビストのみに焦点を集中し、他の同盟ヘッジファンドは無視される可能性がある。この結果、委任状争奪戦のバランスを崩す可能性があるとした。window期間を短縮すれば、ウルフパックのリードは、同盟計画を組み立て、その計画の予想される同盟アクティビストを説得する時間がはるかに少なくなるため、ウルフパックを防ぐすることができるというわけである。第三に、10日間の期間を短縮すると一部の非アクティビスト投資家は、支配権を変更または影響する意欲がない限り、スケジュール13Gに基づいてファイリングすれば良いだけなので、非アクティビスト投資家に対する影響はそれほど大きくないと指摘した[189]。

以上の反論を見ると、window期間を短縮することでアクティビズムが冷え込む恐れは少ないと考えられる。したがって、window期間を短縮する立法修正は1つの方法として考えられるであろう。

ii　インサイダー取引の定義の拡大

スケジュール13Dファイリング前に非対称情報下の取引でアクティビストが得た利益は株主の売却利益を犠牲にするものであるため、これに対して、インサイダー取引の定義を、法令またはSECルールもいずれかにより拡大する方法が挙げられる。

現在、インサイダー取引には一般的に何らかの義務違反が必要である。インサイダーが株主への受託者義務に違反したか、またはアウトサイダーが他者に属する情報を不正流用したかのいずれかでなければならない。この要件をなくすとすると、インサイダー取引禁止の範囲が過度に拡大し兼ねない。

しかし、インサイダー取引規定を比較的問題なく拡大しうる重要なポイントは1つ残っているとCoffeeは指摘する。すなわち、SECルールの14e-3で扱われているケースであり、公開買付けのみに適用され、受託者の違反の証明を独自に必要としない[190]。しかしこれは公開買付けの場合のみであり、合併による買収と公開買付けによる買収の間の境界線は、非常に薄く、規範的に意味がない。実際、買収提案が承認されると、通常、合併提案を友好的な公開買付に変えてプロセスを加速し、それによって第三者の入札を阻止することが双方の利益になる。したがって、ヘッジファンドアクティビストに対する規制を行うためには、ルール14e-3は、公開買付け、または対象企業の支配を影響するその他の形態の買収に関する重要な非公開情報の取引を対象とするように拡張する必要があると考えられる。

iii　セクション13（d）(3）のグループの再定義

ウルフパックは委任状争奪アクティビズムを最も活気づける戦術と考えられる。ウルフパックの実現可能性は、リードヘッジファンドがセクション13(d)(3)が規制しているグループを作るようなコミュニケーションなしで、予定されているスケジュール13Dファイリングとプロキシキャンペーンを同盟アクティビストに開示する能力に依存している[191]。

もし、このような情報に関する取引行為につい

て、「情報を受信した」ことをセクション13(d)グループのメンバーであるという強力な証拠として扱うことにするとどうなるか。リードアクティビストから他の同盟アクティビストへのチップや情報などの送付の事実をグループの形成の証拠として、ウルフパックの存在をはるかに早い段階で開示させることができると考えられる。そうすると、ウルフパックの影響は、そのサイズと保有が開示される前の段階までのみに減少し、ターゲットがより効果的な防衛措置を講じることができるようになる可能性がある[192]。

しかし、この提案の問題は、判例法からはほとんど支持されないことである。すなわち、SECがこのような規則を採用できなかったのではなく、議会がそれを立法化できなかったのである。単純に10日間のwindow期間を短縮するのとは異なり、このアプローチは、重要な非公開情報を渡す際に認められる不公平に直接対処し、隠された同盟アクティビストを公開しなければならないため、実現可能性が低いと考えられる。

第六章　結論に代えて

本稿では、アメリカにおける投資家によるshort-termismと呼ばれる現象とその歴史的変遷、必然性、評価及び対策を巡って分析・検討を試みた。

本稿第三及び第四章では、short-termismの関連主体を、時期を区切り、それぞれの時期における課題と行動・インセンティブに焦点を当てて検討を進めた。投資家アクティビストは20世紀半ばから既に初期形態を形成したが、その影響は1980年代までは、必ずしもshort-termismの問題を生じなかった。これに対して、1980年代の終わりに、「bust-up」買収が一時的に支配的になって、経営陣を短期利益に集中させようと要求するバイアウトファンドアクティビストは会社の破壊者として認識され、初めてshort-termismの懸念が引き上げられることとなった。そして90年代の機関投資家の時代には、「資本主義エージェンシーコスト」、すなわち機関投資家のマネージャーが競争に勝ち残るため短期的なパフォーマンスを追求するshort-termismが問題となった。そして2000年代にウルフパック戦術を用いた支配権の取得に伴うヘッジファンドアクティビストは、一時的に株価をあげ、会社の経営を行う意思がなく、長期的に見るとターゲット会社に「負のシナジー効果」をもたらすshort-termismであるとの批判がなされた。

第四章の1では、以上に述べたshort-termismの歴史的変遷を受けて、short-termismの必然性について、DCF理論と効率資本市場仮説などの理論にもかかわらず、長期主義株主と短期主義株主の間の利益の不一致が生じる状況を述べた。すなわち、株式市場はストロング型ではない場合、市場がセミストロング型ではない場合、及び株価が過度に高いディスカウント率を反映している場合である。それ以外にも、ファンドマネージャーは「迅速な結果」を追求するという資本主義エージェンシー問題も、長期と短期の株主の間に利益の乖離の原因として考えられる。さらに、ヘッジファンドアクティビズムのshort-termismの必然性について論じた。Short-termismの必然性はヘッジファンドマネージャーの報酬構造にあり、ファンドの投資者はマネージャーの高い報酬の見返りとなる高いリターンを期待しているため、短期間に高いリターンをもらうアクティビズム戦術をファンドに要求するというインセンティブ構造を持っている。第四章の2では、株式の保有期間とR&D投資の削減という2つの方面で、いくつかの研究を用いて、short-termismの弊害を実証した。

本稿第五章では、ヘッジファンドアクティビズムの法的評価について、短期間と長期間に分けて、ヘッジファンドアクティビズムはターゲット会社の価値創造にどのような役割を果たしていたかを検討し、その結果、短期的にはプラスの異常的なリターンを創出したが、その創出はアクティビストのキャンペーン内容に有意な関連がないという懸念があり、さらに、長期的に見るとほとんどのターゲット会社がマイナスの価値創造によ

るマイナスのリターンを得ているというデータが明らかになった。以上に対する法的な対応としては、80年代の「bust-up」も「負のシナジー効果」をもたらしたところ、これに対しては、「poison pill」の司法的な受け入れが最も効果的であった。これに対して、「ウルフパック」の組み立てを透明化するまたは制約するような法的手段の提案として、window期間の短縮、インサイダー取引定義の拡大、及びグループを再定義するなどの議論を検討し、window期間の短縮の実現可能性が最も高い手段であるとの結論に至った。

日本では、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードが導入され、株主との「建設的な対話」が重視されるようになった。ヘッジファンドアクティビストは、主にアメリカで発展してきたが、日本でもオリンパスや西武鉄道などの事件に際して、その例が散見されるようになっており、もはや対岸の火事ではない。本稿が論じたヘッジファンドアクティビストのインセンティブ構造、そのshort-termismの弊害に対する対応策など、どの段階でどんな問題が生じるか、及び問題が生じた時の対処は日本においても参照する価値があろう。

---

[1] John Jr. Coffee & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, Journal of Corporation Law 41, 2016, p.573.

[2] Lucian A. Bebchuk, Alon Brav & Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, Columbia Law Review 115, 2013, available at http://ssrn.com/abstract=2291577, p.1086.

[3] Harwell Wells, *Shareholder power in America, 1800-2000: a short history*, in Research Handbook on Shareholder Power, 2015, p.14.

[4] Wright, Robert E., *Capitalism Takes Command: The Social Transformation of Nineteenth-Century America,* Capitalism and the Rise of the Corporation Nation, in Michael Zakim and Gary Kornblith, eds, Chicago: University of Chicago Press, 2012, pp.150-151.

[5] **Wells 2015,** p.13.

[6] Gordon D. Smith, *The Shareholder Primacy Norm*, Journal of Corporate Law 23, 1997, pp.309-310.

[7] Eric Hilt, *When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century*, Journal of Economic History 68, 2008, p.645.

[8] **Wells 2015,** pp.14-15.

[9] 1830年代までは、新しい用語である「株主」より、「メンバー」の方が頻繁に使用されていた。**Wells 2015,** p.14.

[10] **Wells 2015,** p.15.

[11] Bert S. Prunty, *The Shareholders' Derivative Suit: Notes on its Derivation*, N.Y.U. Law Review 32, 1957, pp.931-932.

[12] John C. Coffee, *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, Yale Law Journal 111, 2001, pp.34-38.

[13] **Wells 2015,** p.18.

[14] Herbert Hovenkamp, Enterprise and American Law 1836–1937, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1991, p.59.

[15] Berle & Meansによる、所有と経営が分離され、取締役会が所有者（株主）の利益を代表すべきであるというコーポレートガバナンスに関する理論が示され、会社法のクラシックな問題の定式化がなされたのも、まさにこの時期のことである。cf., Adolf A. Berle & Means. Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan, 1932, p.118.

[16] **Wells 2015,** pp.19-20.

[17] **Wells 2015,** p.22.

[18] Stuart L. Gillan & Laura T. Starks, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, 2007, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=959670 or http://dx.doi.org/10.2139/

ssrn.959670, p.7.

[19] N. Ross, *Gadflies Set to Buzz Shareholders' Meetings*, The Washington Post (April 17), G1, 1983.

[20] Matthew P. Fink, *The Rise of Mutual Funds: An Insider's View*, New York: Oxford University Press 7-77, 2002, pp.14-18.

[21] 1950年、機関投資家（年金ファンド、ミューチュアルファンド、保険会社、貯蓄機関など）は、総発行済み株式の6.1％を保有していた。これに対して、1960年には12.6%、1970年には19.4%、1980年には28.4%を数えるに至った。Tonelli Matteo & Rabimov Stephan, *The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition 22*, 2010.

[22] **Fink 2002,** p.19.

[23] John Langbein & Richard Posner, *Market Funds and Trust Investment Law*, American Bar Foundation Research Journal 1, 1976, pp.4-6.

[24] Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 3(4), 1976, p.305.

[25] R. Schroeder, M. Clark & J. Cathey, Financial Accounting Theory and Analysis (10th ed.), United States: John Wiley and Sons Ltd. 2011.

[26] Rakesh Khurana, *From Higher Aims to Hired Hands: The Social Transformation of American Business Schools and the Unfulfilled Promise of Management as a Profession*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007, p.316.

[27] 柳川隆＝町野和夫＝吉野一郎『ミクロ経済学・入門-ビジネスと政策を読みとく』有斐閣、2008年。

[28] **Wells 2015,** p.23.

[29] Eugene Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance 25 (2): 383–417, 1970.

[30] **Fama 1970,** pp.383-384.

[31] **Wells 2015,** p.24.

[32] 企業買収のブームは、1890年代に始まり、これまでに5つの明らかな時期があったとされる。すなわち、①1890年代、②1910年代から1920年代まで、③1950年代から1970年代まで（コングロマリット買収ブーム）、④1980年代、⑤1990年代という5つの時期である。M. Martynova & L.D.R. Renneboog, *Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives*, Discussion Paper 2005-107, Tilburg University, Center for Economic Research, 2005, p.3.

[33] 他の時期の買収ブームは友好的買収が多かったため、1980年代の買収ブームは敵対的買収ブームと呼ばれることもある。**Martynova & Renneboog 2005,** p.7.

[34] David Faulkner, Satu Teerikangas & Richard J. Joseph, The Handbook of Mergers and Acquisitions, Oxford University Press, 2012, p.33.

[35] **Wells 2015,** p.24.

[36] Richard M. Buxbaum, *The Internal Division of Powers in Corporate Governance*, California Law Review 73, 1985, p.1671.

[37] Holmstrom, Bengt & Steven N. Kaplan, *Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s*, Journal of Economic Perspectives 15, 2001, p.121.

[38] **Wells 2015,** p.25.

[39] Micheal Milkenが創設した「ジャンク債」市場においては、投資適格未満の格付けの債券であっても、従来より高い資金を引き付けることができた。cf., Claire A. Hill, Brian J.M. Quinn & Steven Davidoff Solomon, *Mergers and acquisitions: a cyclical and legal phenomenon*, Research Handbook on Mergers and Acquisitions, 2016, pp.21-22.

[40] 競合する公開買付けは1980年の12から1988年の46まで増加した。Malcolm Salter & Winhold Wolf, *Merger Trends and Prospects of the 1980s*, U.S. Department of Commerce, 1980.

[41] 買収者はますます大きいターゲットを狙い、1980年のFortune 500社のうち、1989年までに

少なくとも28％が買収された。Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Takeover in the 60's and the 80's Evidence and Implications*, Strategic Management Journal 12, 1991, pp.51–59.

[42] **Wells 2015,** p.25.

[43] 1985年に、機関投資家評議会は株主の「権利章典」を採用、株主による買収防衛策の承認を要求した。

[44] Conference Board, *The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition*, New York: Conference Board, 2010.

[45] **Gillan & Starks 2007,** p.8.

[46] Robert C. Pozen, *Institutional Investors: The Reluctant Activists*, Harvard Business Review, 1994.

[47] **Hill et al. 2016,** p.22.

[48] 1981年に、レーガン政権下で反トラスト局とFTCによる反トラスト政策・執行は大きな変貌を遂げることとなった。すなわち、反トラスト法に経済分析を全面的に取り入れようとしていた法学教授出身のWilliam F. Baxter がその年に反トラスト局長となった。1982年の合併ガイドラインは、より経済学的に洗練された反トラスト法の展開を反映している。Douglas H. Ginsburg & Eric M. Fraser, *The Role of Economic Analysis in Competition Law*, in Getting The Balance Right: Intellectual Property, Competition Law and Economics in Asia, Ian McEwin, ed., Hart Publishing 2010, version available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1610189.

[49] A. Shleifer & R. Vishny, *The Takeover Wave of the 1980s*, Science, 249(4970), 745-749, 1990. Retrieved from www.jstor.org/stable/2878074. p.746.

[50] 1970年から1982年の間に行われた非コアの買収の60％は1989年までに売却された。S. N. Kaplan and M. Weisbach, *Acquisitions and Divestitures: What Is Divested and How Much Does the Market Anticipate?*, University of Chicago, Mimeo, 1990.

[51] bust-up takeover. (n.d.) Financial Glossary. (2011). Retrieved January 2, 2020 from https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/bust-up+takeover

[52] 当時のデータからみると、1984年から1986年までの62件の敵対的買収コンテストのうち、資産の30％が平均して3年以内に売却され、その中の17件の場合は、資産の半分以上が売却されたことが示めしている。これらの売却のうち、約70％は同じ業種のバイヤーに対する売却であった。S. Bhagat, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization*, Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics, 1990, p.2.

[53] **Shleifer & Vishny 1990,** p. 746.

[54] D.J. Ravenscraft, *The 1980s-merger wave: An industrial organization perspective*, The merger boom: 17-37, Federal Reserve Bank of Boston, 1987, p.17.

[55] Connie Bruck, *Predators Ball: The Inside Story of the Rise of Drexel Burnham and the Rise of the Junk Bond Raiders*, Penguin, 1989.

[56] Kohlberg、Kravis、Roberts & Co.、1976年に設立した最初のPEファンドである。

[57] **Claire, Brian & Steven 2016,** p.25.

[58] Steven N. Kaplan & Per Strömberg, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, Journal of Economic Perspectives 22, 121–146, 2009, p.123.

[59] George Andersによれば、KKRのようなPEファンドは「借金の商人として、巨額の会社の株式を管理し、ゼロに近いコストを負担しながら高額なリターンを回収する会社であり、借りたお金と借りた経営の組み合わせを提案し、そして実行する大胆さを持つだけで十分。」であった。George Anders, *Merchants of Debt: KKR and the Mortgaging of American Business*, Beard Books, 1992, p.21.

[60] 2000年までに、機関投資家の持ち株比率は50

パーセントに達した。**Claire, Brian & Steven 2016.** p.22.

[61] James A. Wooten, *The Most Glorious Story of Failure in the Business: The Studebaker-Packard Corporation and the Origins of ERISA*, Buffalo Law Review 49: 683-740, 2001, p.732.

[62] Stewart J. Schwab & Randall S. Thomas, *Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions*, Michigan Law Review 96: 1018-1094, 1998, pp.1075-1080.

[63] 現代ポートフォリオ理論は、金融資産への投資比率を決定する理論であり、投資におけるポートフォリオの収益率の平均 (期待値) と分散のみをコントロールするという特徴がある。Harry M. Markowitz, *Portfolio Selection*, The Journal of Finance 7 (1): 77-91, 1952；すなわち、①投資の多様化はリスク調整を通じて収益を改善できる、②ポートフォリオが広いほど、多様化が大きくなる、③株式の流通市場は非常に効率的であるため、付加価値のあるリサーチは高額であるが、それを填補する費用は大規模なポートフォリオ全体に分散されていることが挙げられる。Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, Research Handbook on Shareholder Power, 2015, pp.37-38.

[64] Jeffrey N. Gordon, *The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule*, NYU Law Review 62: 52-115, 1987, p.87.

[65] Sanford M. Jacoby, *Finance and Labor: Perspectives on Risk, Inequality, and Democracy*, Comp. Labor and Policy Journal 30: 17-66, 2008, p.46.

[66] Martin Gelter, *The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy*, Seton Hall Law Review 43: 909-970, 2013, p.958.

[67] **Gilson & Gordon 2015,** p.36.

[68] 1987年から1994年にかけて、主要な機関投資家は463件の株主提案を提出した。**Gillan & Starks 2007,** p.55.

[69] **Gillan & Starks 2007,** p.9.

[70] **Wells 2015,** p.24.

[71] James P. Hawley & Andrew Williams, *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors can make Corporate America more Democratic,* Philadelphia, PA: University of Pennsylvania Press, 2000.

[72] **Wells 2015,** pp.24-25.

[73] 2007年から2009年のプロキシシーズンにおける株主提案は、ミューチュアルファンドによる提案はわずかの0.9％であった。Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, Columbia Law Review 113: 863- 928, 2013, p.887.

[74] Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, Michigan Law Review 89:520-608, 1990, p.556.

[75] **Gilson & Gordon 2013,** p.887.

[76] **Gilson & Gordon 2015,** p.38.

[77] **Gilson & Gordon 2015,** p.39.

[78] **Gilson & Gordon 2015,** p.39.

[79] United States. Congress. House. Committee on Energy and Commerce. Subcommittee on Telecommunications and Finance, *Tender Offer Reform: Hearings Before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce, House of Representatives, One Hundredth Congress, First Session on H.R. 2172.1*, U.S. Government Printing Office, 1988. p.356.

[80] Gregg A. Jarrell, Kenneth Lehn & Wayne Marr, *Institutional Ownership, Tender Offers, and Long-Term Investments*, The Office of the Chief Economist Securities and Exchange Commission 450 5th Street, N.W. Washington, D.C. 20549, April 19, 1985, available at http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1980/1985_0419_TenderEconomist.pdf p.1.

[81] **Jarrell, Lehn & Marr 1985,** p.2.

[82] **United States. Congress. House 1988,** p.356.

[83] **Jarrell, Lehn & Marr 1985,** p.3

[84] **Gilson & Gordon 2015,** p.39.

[85] **Gillan & Starks 2007,** p.9.

[86] 1990年代初頭以来、労働組合と労働組合年金ファンドは最も攻撃的な機関投資家であり、彼らは幅広く株主を持ち、投票権を用いて、ターゲット企業のコーポレートガバナンスの改善を促進していた。数多くの労働者株主は伝統的な株主アクティビズムの行動様式（例えば、規則14a-8など）を用いて他の投資家の支持を求めていた。cf., Frank Partnoy & Randall Thomas, *The New Shareholder Activism (January 15, 2005)*, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=876344 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.876344, p.8.

[87] Thomas W. Briggs, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism*, Journal of Corporation Law 32, 2007, pp.701-702.

[88] **Wells 2015,** p.25.

[89] Bernard S. Black, *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, in 3 New Palgrave Dictionary of Economics and the Law (Peter Newman ed.), 2002, pp. 459-460.

[90] John Pound, *The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control*, N.Y.U. Law Review 68, 1993, pp.1054-1055.

[91] Marcel Kahan & Ed Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, University of Pennsylvania Law Review 155: 1021, 2007, p.1042.

[92] **Wells 2015,** p.26.

[93] **Black 1990,** p.520.

[94] **Wells 2015,** p.26.

[95] **Partnoy & Thomas 2005,** p.10.

[96] James D. Cox & Randall S. Thomas, *Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fail to File Claims in Securities Class Actions?*, Washington University Law Quarterly 80: 855-881, 2002, p.861.

[97] **Partnoy & Thomas 2005,** p.11.

[98] Lucian A. Bebchuk, Alon Brav & Wei Jiang, *The Long Term Effects of Hedge Fund Activism*, Columbia Law Review 115:1085, 2013, available at http://ssrn.com/abstract=2291577, p.1100.

[99] 17 C.F.R. § 240.14a-12 (2006); Securities Act Release No. 7760.

[100] 岩谷賢伸「米国アクティビスト・ファンドの実態と資本市場における役割」資本市場クォータリー、2007年 Autumn18号、203頁。

[101] **Partnoy & Thomas 2005,** pp.13-15.

[102] Willa E. Gibson, *Is Hedge Fund Regulation Necessary?*, Temple Law Review 681: 694, 2000, p.697.

[103] 他の投資ビークルは、投資会社法、アドバイザー法以外、1933年の証券法及び1934年の証券取引法も完全に適用されている。**Gibson 2000,** p.699.

[104] 2007年まで、ヘッジファンドは総額1.4兆ドルに達していたが、ミューチュアルファンドが管理する資産全体が12兆ドルを超えていた。Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance,* 91 Columbia Law Review 91, 1991, p.17; Deborah Solomon, *Regulators' Hedge-Fund Approach: Hands Off*, Wall Street Journal, Feb. 23, 2007; Investment Company Institute, *Trends In Mutual Fund Investing*, available at http://www.ici.org/stats/mf/trends_12_07.html.

[105] 2007年まで、アメリカで9000を超えるヘッジファンドのうち、ヘッジファンドアクティビストは約100しか占めていなかった。世界のアクティビストヘッジファンドはヘッジファンドの総資産の2.7％しか占めていなかった。Matteo Tonello, *Hedge Fund Activism: Findings and Recommendations for Corporations and Investors 11 The Conference Bd.*, Research Report R-1434-08-RR, 2008, available at http://ssrn.com/ abstract-1107027.

[106] Brian R. Cheffins & John Armour, *The Past,*

Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds, Journal of Corporation Law 37, 2011, available at http://ssrn.com/abstract=1932805, p.7.

[107] **Kahan & Rock 2007,** p.1069.

[108] Cheffins & Armouによると、「攻撃的」と「防衛的」この2つの形態のアクティビズムの主な違いは、既存の利害関係の存在があるか否かである。なお、ここで明確すべきなのは、会社の株式を既に保有していることそれ自体からはアクティビズムが本質的に防衛的であるとは言えない。場合によっては、ヘッジファンドアクティビストは、会社に積極的に関与するかを決める前に、既に会社の少数の株式（多様化されたポートフォリオの一部として）を保有していることもあるからである。**Cheffins & Armour 2011,** pp.7-9.

[109] 会社の一員、株主としての、金銭的権利以外の全ての権利を表す（投票権、通知の受信など）。Form of Amended and Restated Operating and Member Control Agreement of Valley View Transmission, LLC (A Minnesota Limited Liability Company) dated as of February 16, 2011, available at https://www.lawinsider.com/contracts/2VZDHbQPiYyfy3sTJIuVWy/juhl-energy-inc/member-control-agreement/2014-06-06#governance-rights

[110] John Jr. Coffee & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, Journal of Corporation Law 41, 2016, p.521.

[111] **Gilson & Gordon 2015,** p.41.

[112] **Gilson & Gordon 2015,** p.42.

[113] **Kahan & Rock 2007,** p.1063.

[114] Frank Partnoy, *US hedge fund activism*, in Research Handbook on Shareholder Power, 2015, p.102.

[115] 多くの学者は、ヘッジファンドアクティビストは他の投資家ほど、深刻な政治的な圧力、エージェンシーコスト、利益相反に直面しないと主張している。**Partnoy 2015,** p.103.

[116] 多くの州は、公的年金ファンドが投資できる種類を列挙し、一部の州は、ファンドがあらゆる企業から株式を取得する割合を制限していた。Roberta Romano, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, Columbia Law Review 93, 1993, p.800.

[117] **Kahan & Rock 2007,** p.1057.

[118] **Kahan & Rock 2007,** pp.1058-1059.

[119] **Kahan & Rock 2007,** p.1061.

[120] Lucian A. Bebchuk, Alon Brav & Wei Jiang, *The Long Term Effects of Hedge Fund Activism*, Columbia Law Review 115:1085, 2015, available at http://ssrn.com/abstract=2291577, p.1085.

[121] **Gilson & Gordon 2015,** p.42.

[122] **Gilson & Gordon 2015,** p.43.

[123] 他にも、Kahan & Rock教授によると、株主アクティビズムはコーポレートガバナンスのアクティビズムとコーポレートコントロールのアクティビズムという2つのカテゴリーに分けることができる。投資対象会社のビジネス上の決定に影響を与えようとする場合はコーポレートガバナンスのアクティビズムと呼ぶが、企業支配権を伴う取引に従事する場合はコーポレートコントロールのアクティビズムと呼ぶ。 Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, University of Pennsylvania Law Review 155, 2007, pp.1021, 1029, 1034.

[124] 注106参照。

[125] **Kahan & Rock 2007,** p.1069.

[126] Dionysia Katelouzou, *Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence*, Virginia Law & Business Review 7: 459, 2013, p.468.

[127] たとえば、ヘッジファンドであるPershing Square Capital ManagementのBill Ackmanは、元々パッシブなバリュー投資家であり、より良いリターンをもたらすためにアクティビス

トになった。Ronald D. Orol, *Extreme Value Hedging: How Activist Hedge Fund Managers Are Taking on The World*, 2009, p.325.

[128] **Katelouzou 2013,** p.471.

[129] **Cheffins & Armour 2011,** pp.69-71.

[130] Sam Jones & Lina Saigol, *Activist Investors Eye Smaller Prey in Tricky Climate*, Financial Times(Asia ed.), July 23, 2009.

[131] **Cheffins & Armour 2011,** p.72.

[132] **Cheffins & Armour 2011,** pp.55－57.

[133] **Wells 2015,** p.27.

[134] 武井一浩「ヘッジファンドアクティビズムの新潮流[上]ーーウルフパック戦術（群狼戦術）と金融商品取引法」商事1840号74頁（2008）。

[135] 太田洋「米国におけるアクティビスト株主対応の最新動向とわが国への示唆ーー空売りアクティビストの動向も含めて」商事2128号7頁（2017）。

[136] **Coffee & Palia 2016,** pp.564-565.

[137] 武井（2008）76頁。

[138] 武井（2008）77頁。

[139] Henry T.C. Hu & Bernard S. Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, Southern California Law Review, 79: 811–908, 2006, p.813.

[140] **Katelouzou 2013,** p.480.

[141] Charles R. Korsmo & Minor Myers, *Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A*, Washington University Law Review 92:1551, 2015. p.1553.

[142] Latham & Watkins LLP, *Appraisal Arbitrage: Will It Become a New Hedge Fund Strategy? (May 2007)*, available at http://www.lw.com/upload/pubcontent/_pdf/pub1883_1.pdf

[143] Paul G. Mahoney & Mark Weinstein, *The Appraisal Remedy and Merger Premiums*, American Law and Economics Review 1:239, 1999, p.242.

[144] 白井正和「ヘッジファンドによる株式買取請求を目的とした株式の買い集めとその評価」同志社法学71巻1号（2019）600頁。

[145] Cf, Claire A. Hill & Brett H. McDonnell, *Short and Long Term Investors (and Other Stakeholders Too): Must (and Do) Their Interests Conflict?*, in Research Handbook on Mergers and Acquisitions, 2015, p.398.

[146] Richard A. Brealey & Stewart C. Myers, Principles of Corporate Finance (5th ed.), New York: McGraw-Hill, 1996.

[147] **Hill & Brett 2015,** pp.399-400.

[148] **Fama 1970.**

[149] 前述のように、ECMHは3つのバージョンがある。価格は、ウィーク型では、過去の価格で利用可能な全ての情報を、セミストロング型では、全ての公開情報を、ストロング型では、非公開情報を含むすべたの入手可能な情報を反映している。ほとんどのアナリストは、アメリカの株式市場は一般的に効率性が弱いと考えており、ほとんどはストロング型ではなく（もしストロング型であれば、インサイダー取引は利益がないはず）、セミストロング型であると考えられている。**Hill & McDonnell 2015,** p.400.

[150] **Hill & McDonnell 2015,** p.400.

[151] Jeremy Stein, *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*, Quarterly Journal of Economics 104, 655, 1989, p.660.

[152] 注146参照。

[153] Lucian A. Bebchuk, *The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, Columbia Law Review 113: 1637, 2013, p.1660.

[154] Robert J. Shiller, *From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance*, Journal of Economic Perspectives 17:83, 2003, p.84.

[155] **Hill & McDonnell 2015,** pp.401-402.

[156] 例えば、特定のR&D投資が将来成功するかどうか、成功すればどれだけの利益を生み出すかを評価するのが困難である。多くの短期投資でさえ、かなりの不確実性がある。**Kahan & Rock 2007,** p.1088.

[157] **Hill & McDonnell 2015,** p.403.

[158] Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia Law Review 70:549, 1984, p.553.

[159] **Hill & McDonnell 2015,** p.404.

[160] Claire A. Hill, *Justification Norms under Uncertainty : A Preliminary Inquiry*, Connecticut Insurance Law Journal 17:27, 2010, pp.52-53.

[161] **Coffee & Palia 2016,** p.574.

[162] **Coffee & Palia 2016,** p.573.

[163] **Lipton & Savitt 2007,** p.742.

[164] 1998年の研究に遡ると、Busheeは、「ポートフォリオ回転率が高く、勢いのある取引戦略を使用する短期主義的な機関投資家による支配的所有権により経営者が収益を管理するためにR&Dを削減する可能性が大幅に高まった」としている。Brian Bushee, *The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior*, The Accounting Review 73:305, 1998, p.330；その後の研究で、Busheeは、「短期主義的な機関投資家による高いレベルの所有権は、短期的な収益要素の過大評価と長期的な収益要素の過小評価に関連している」と結論つけた。Brian Bushee, *Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings Over Long Run Value?*, Contemporary Accounting Research 18:207, 2001, p.213.

[165] William W. Bratton, *Hedge Funds and Governance Targets*, The Georgetown Law Journal 95:1375, 2007, p.1380.

[166] **Bratton 2007,** p.1412.

[167] **Katelouzou 2013,** pp.478-480.

[168] **Bratton 2007,** p.1415.

[169] April Klein & Emanuel Zur, *Hedge Fund Activism 32*, European Corporate Governance Institute., Finance Working Paper, No. 140, 2006, available at http://w4.stern.nyu.edu/accounting/docs/hedgefundactivismoctober2006.pdf.

[170] Yvon Allaire & Francois Dauphin, *Hedge Fund Activism : Preliminary Results and Some New Empirical Evidence*, INST. FOR GOVERNANCE OF PUB. & PRIVATE ORG. (Apr. 1, 2015), http://www.wtrk.com/docs/Allaire-HedgeFundActivism-new-empirical-evidence-English-final.pdf, p.24.

[171] Allaire & Dauphin 2015, p.14.

[172] Alon Brav et al., *Shareholder Power and Corporation Innovation: Evidence from Hedge Fund Activism 3* (Dec. 2014), p.14.

[173] **Coffee & Palia 2016,** pp.576-577.

[174] **Partnoy 2015,** p.102.

[175] 分かりやすく説明すると、[-x,+y]を13Dファイリングのx日前から、ファイリングのy日後までに定義しよう。これに基づいて、Bravによると、ヘッジファンドアクティビストのターゲット会社が[-10,+10]で平均に7.2%、[-10,-1]で平均に3.2%、[0,+1]で平均に2%、[+2,+10]で平均に2%の異常なリターンを獲得し、Klein & Zurによると、[-30,+30]で平均に7.2%の異常なリターンを獲得し、Bebchuk によると、[-20,+20]で平均に6%の異常リターンを獲得していたことがわかる。Alon Brav et al., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, Journal of Financial Economics 63:1729, 2008, p.1755; April Klein & Emanuel Zur, *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*, Journal of Financial Economics 64:187, 2009, p.213; **Bebchuk, Brav & Jiang 2015,** p.1104.

[176] 例えば、Bravは、ヘッジファンドアクティビストのターゲット会社の38%がネガティヴな異常なリターンを得たことと発見し、25%が5.3%の異常なリターンを獲得した。**Brav et al. 2008,** p.1755； Klein & Zurは、ヘッジファンドのターゲット会社の25%がマイナス2.7%の異常なリターンを得たことを発見した。**Klein & Zur 2009,** p. 208；Bebchukは、ターゲット会社の28.3%がマイナスの異常なリターンを得たことを指摘した。**Bebchuk, Brav & Jiang 2015,** p.1105.

[177] James Surowiecki, *When Shareholder Activism*

Goes Too Far, NEW YORKER, Aug. 15, 2013.

[178] 例えば、Bravは、ターゲット会社の異常なリターンと、ガバナンスと資本構造との間に統計的な関連が見当たらないと指摘し、Klein& Zurは、ターゲット会社の異常なリターンとCEOの交代、CEOの報酬削減、及びその他のコーポレートガバナンス問題との間に統計的な関係がないと指摘し、Bebchukは、アクティビストがリストラを強制するまたはCEOの交代を促す場合、ターゲット会社がネガティヴな異常なリターンを得ることを指摘した。**Brav et al. 2008,** p.1759; **Klein & Zur 2009,** p188; **Bebchuk, Brav & Jiang 2015,** pp.1107-1108.

[179] **Bebchuk, Brav & Jiang 2015,** pp.1089-1090.

[180] Marco Becht, Julian Franks, Jeremy Grant, Hannes F. Wagner, *The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study*, Finance Working Paper No. 402/2014, 2015, http://ssm.com/abstract=237627, p.56.

[181] **Becht et al. 2015,** p.56.

[182] **Coffee & Palia 2016,** pp.585-586.

[183] **Coffee & Palia 2016,** p.593.

[184] **Coffee & Palia 2016,** p.595.

[185] Letter from Wachtell Lipton Rosen & Katz to SEC Secretary Elizabeth M. Murray (May 7, 2011), http://www.sec.gov/rules/petition/2011/petn4-624.pdf

[186] Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, Harvard Business Law Review 2:39, 2012, pp.49-50.

[187] Lucian A. Bebchuk, Alon Brav, Robert J. Jackson, Jr., and Wei Jiang., *Pre-Disclosure Accumulations by Activist Investors: Evidence and Policy*, Journal of Corporation Law 39:1, 2013, p.6.

[188] **Bebchuk et al. 2013,** p.5.

[189] **Coffee & Palia 2016,** pp.596-597.

[190] SEC Rule 17 C.F.R. § 240.14e-3 (2015).

[191] Perrie Michael Weiner & Patrick Hummus, *Expect Greater SEC Scrutiny of Activist Hedge Funds That Share Information or Collaborate In Advance of Their Trades*, LAW360 (Jan. 28, 2020, 10:03 AM), www.law360.com/articles/529294/activist-investors-brace-yourself-for-13d-changes

[192] **Coffee & Palia 2016,** p.601.

（よ　ふく　北海道大学大学院法学研究科修士課程修了）