

ウルフパック問題と大量保有報告制度の方向性

高 逸 薫

一、はじめに

二〇二三年六月五日から発足した金融審議会の公開買付制度及び大量保有報告制度ワーキンググループ（以下「本WG」）では、特に大量保有報告制度に関して、「共同保有者の範囲」の限定または明確化、「大量保有報告制度の実効性の確保」などが検討課題としてあげられ、大量保有報告制度の改正に向けて議論が進んでいる。

改正議論の背景には、ここ数年間プラコー、北

日本紡績、三ツ星、ナガホリといった比較的小規模な上場会社が、ウルフパック戦略を利用したヘッジファンド・アクティビズムの対象となっている例が散見されることがあげられる。特に、その中にはウルフパック戦略を通じて大量保有報告制度を回避することや、大量保有報告書の不提出・遅延すること等により、水面下で株式を大量に買い集め実質的に経営権を掌握するケースも出てきていると報告されている。

ここで言うウルフパック (Wolf Pack, 群狼) 戦略とは、複数のファンド等が暗黙裡に協調行動

をとることで対象上場企業の株式を一齐に買い上げ、対象会社に圧力を加え、自らの要求を実現させる行為である。このようなウルフバック戦略を使えば、個々のファンドは対象企業の株式を大量に保有する必要がないため、大量保有報告制度を回避することができる。

このようなウルフバック戦略に対しては、対象会社の経営陣の立場からは不意打ちを受けることになり、大量保有報告制度を回避する脱法的な手段であるという点で、批判の対象になっている。

また、アクティビスト・ヘッジファンドがこのような戦略を通じて経営権を掌握する場合、会社の長期的な利益を害し、既存株主の利益を害するおそれがあることも指摘されている。その一方で、一角ではアクティビスト・ヘッジファンドのアクティビズムがコーポレート・ガバナンスにもたらす肯定的な効果を考えると、ウルフバック戦略を

規制してアクティビスト・ヘッジファンドのインセンティブを過度に阻害してはならないという見解も提起されている。

ところで、このような議論の具体的な内容を見てみると、大量保有報告制度の目的と大量保有報告制度をめぐる利害関係について互いに前提としていることが異なる場合があり、結果として規制を強化すべきかどうかについて結論付けるのが容易ではないように見える。

そこで、以下では、ウルフバック戦略を用いたアクティビスト・ヘッジファンドをどのように評価すべきかについて、大量保有報告制度をめぐる利害関係の観点から検討することにより、今後の大量保有報告制度の改正作業に一つの参考に供することとしたい。

二、大量保有報告制度とはなにか

まず、議論の前提として、日本の大量保有報告制度について簡単に説明しておく。大量保有報告制度とは、原則として、上場会社の株券等の保有比率が5%を超える大量保有者に、大量保有者となった日から五営業日以内に大量保有報告書を提出させることを意味する（金商法二七条の二三第一項）。また、5%を超えた後も、大量保有者の保有比率が1%以上増減した場合には、変更報告書を提出しなければならない（金商法二七条の二五第一項）。例外的に、一定の要件を備えた金融機関等に対しては、緩和された規制である特例報告制度が適用される。

このような大量保有報告制度の目的については、次のように説明されている。まず、①一定数

以上大量に株式等を保有する者は、議決権等を株主の権利を通じて、会社の支配や経営へ影響をもたらし可能性があり、投資者の投資判断に重要な情報になる。また、②株式等の大量に買い集めることは、株式等の需給関係に影響を与え、市場価格の急騰をもたらし可能性があり、事情を知らない一般の投資者は不測の損失を被る恐れがある。そのため、大量の株券等の取得・保有・処分に関する情報を開示する必要がある。

それ以外にも、大量保有報告制度の趣旨について、発行会社の経営者に株式等を大量に保有する投資家の情報を提供する必要があるためであると説明する場合や、支配権プレミアムの公平な分配するためであると説明する場合もある。このように大量保有報告制度の趣旨については色々な解釈が存在するが、紙面の都合上、これについての検討は省略し最も主要な目的として一般的に説明さ

れる一般投資家への情報提供と一般投資家の保護とが制度の目的であると前提する。

三、ウルフパック戦略とヘッジファンド・アクティビズムのインセンティブ構造

ウルフパック戦略の正当性を評価する前に、ヘッジファンド・アクティビズムのインセンティブ構造を理解する必要がある。アクティビスト・ヘッジファンドの対象会社に対するエンゲージメントの可否は、次のような理由で大量保有報告制度の影響を受ける。アクティビスト・ヘッジファンドが対象会社にエンゲージメントが成功するためには、対象会社の政策改善案を研究し、対象会社の株式を取得し、株主キャンペーンや委任状争奪戦をしなければならず、これにはコストがかか

る。そのため、アクティビスト・ヘッジファンドには、これらのコストを上回る利益を得ることができなければ、標的会社にエンゲージメントを行うインセンティブが乏しくなる。

他方、アクティビスト・ヘッジファンドが大量保有報告を行うと、アクティビスト・ヘッジファンドのエンゲージメントに対する株式市場の期待感が反映されて株価が上昇する。そのため、アクティビスト・ヘッジファンドは、大量保有報告の前に行えるだけ多くの株式を安く買収して利益を最大化する必要がある。そして、こうして取得した株式等が多ければ多いほど、経営陣に対する交渉力も大きくなるため、多数のアクティビスト・ヘッジファンドが大量保有報告をする前に連合して株式を買い集めることになるわけである。

ところが、このようなアクティビスト・ヘッジファンドのウルフパック戦略の活用を萎縮させる

ために、共同保有者の概念を広げて大量保有報告制度の適用範囲を広げたり、実効性確保の観点から議決権停止や、議決権行使差止請求を認めたりすると、アクティビスト・ヘッジファンドがエンゲージメントを行うインセンティブが大幅に減少する。エンゲージメントを行うためのコストに対する利益が大幅に減少するからである。

共同保有者の概念が拡大され、大量保有報告制度の適用範囲が広がると、アクティビスト・ヘッジファンドが連合して大量保有報告を行う前に大量の株式を買い集めることができなくなる。これにより、エンゲージメントに必要なコストに対して十分な利益を実現することが難しくなり、アクティビズムに必要な交渉力を得ることも難しくなる。

さらに、議決権停止や議決権行使の差止が認められれば、アクティビスト・ヘッジファンドがこ

れに対応するための訴訟費用等のコストが増加し、アクティビズムを行うインセンティブが低下する。実際に議決権停止を認めている韓国の場合には、株主総会において、経営陣が恣意的にアクティビスト・ヘッジファンドの共同保有を認め、議決権行使を認めず、これに対してアクティビスト・ヘッジファンドが議決権行使を許容するよう仮処分を請求した事例等が報告されている。

四、ウルフバック戦略は規制すべきか

ウルフバック戦略は規制すべきであろうか。ウルフバック戦略を利用する場合、脱法的に大量保有報告制度を回避することができる、つまり脱法的な行為であるため、これを規制の範囲に入れるべきであると言えるかもしれない。ただし、前述

したようにこれを規制する場合、アクティビスト・ヘッジファンドのインセンティブを阻害し、ヘッジファンド・アクティビズムがもたらす肯定的な効果も阻害する可能性があるため、より慎重なアプローチが必要である。そのためには、ウルフバック戦略を用いたヘッジファンド・アクティビズムによって誰がどの程度被害を受けるかがまず検討されるべきである。したがって、以下では項を変えて、ウルフバック戦略をめぐる利害関係の観点から検討する。

(1) **アクティビスト・ヘッジファンドと標的会社の経営者**

ウルフバック戦略を活用してアクティビスト・ヘッジファンドが大量の株式を買い集めると、株主提案権などを通じて取締役の選任・解任を請求するなど、経営陣に大きな影響力を行使すること

ができる。このような影響力は経営陣にとって大きな脅威となり、不意打ちに感じられることになりかねない。このため、特に大量保有報告制度が経営陣に経営権を防御するための時間的余裕を与える機能を果たすべきであるという立場からは、多くの批判が提起されている。

しかし、先に説明したように、大量保有報告制度の趣旨は、経営者の保身のためのものではない。事前に対策を講じる機会が経営者に与えられなかったとしても、不当であると評価することは妥当ではない。大量保有報告制度が経営陣の経営権防御のために機能しなければならぬとするならば、全体的な経営権防御に関連する防衛法制的バランスを考慮した議論が行われるべきである。

(2) アクティビスト・ヘッジファンドと既存の株

主

経営陣に事前に防御権を行使する機会を与えないければならないという立場の背景には、ヘッジファンド・アクティビズムの短期主義により長期的な会社の価値を損なうことになり、既存株主の利益を損なう可能性があるという懸念があると考えられる。さらに、経営権防衛のために unnecessary 費用を支払うことになり、これは結局、会社の長期的な価値（株主全体の利益）を損なう可能性があることも指摘されるかもしれない。

また、ヘッジファンド・アクティビズムアクティビズムに対して批判的な立場を取っている Coffee 教授は、ヘッジファンド・アクティビズムが短期主義を追求せざるを得ない理由をファンドマネージャーの報酬構造に求めている。つまり、ファンドマネージャーは通常 AUM (Asset under

management) の二％に加え、売買差益の二〇％を成果報酬として支給されるため、短期売買差益を追求せざるを得ないということである。

このような短期主義への批判は、非効率的な資本市場と一般投資家の短期的な収益追求を前提としている。しかし、効率的な資本市場では上記の論理が成立できないことは自明である。会社の長期的な成長潜在力が損なわれて長期的には収益性が低下するのであれば、その情報がそのまま現在の株価に反映されるからである。

また、ヘッジファンド・アクティビズムの成功の可否は、その提案を他の株主に説得することができるかどうかによるので、アクティビスト・ヘッジファンド以外の他の一般株主も短期的な観点から投資判断をしなければならない。ところが、一般的にほとんどの株主が短期主義的な傾向であると断言することは難しいであろう。そして

ヘッジファンド・アクティビズムの対象となる中小規模の企業の場合、支配株主や筆頭株主が存在する 경우가多く、彼らは長期主義的な傾向を持つ可能性が高い。機関投資家もパッシブ投資をするケースが多いため短期主義的とは言えない。

さらに、ヘッジファンド・アクティビズムの環境として、会社に要求する利益配当の拡大、自社株買い、遊休不動産の売却など株主還元を増大を短期主義と批判するのは妥当ではない。理論的には、会社の資本収益率が株主の資本収益率より低い場合、会社としてはその資本を株主に還元することが効率的な投資決定であり、むしろ企業に過剰に留保されたキャッシュフローが経営陣または支配株主へのエージェンシー・コストの原因となる可能性もあるからである。

なお、ヘッジファンド・アクティビズムの長期的な効果について、最近では様々な実証研究が行

われている。特に最も頻繁に言及される実証研究は、米国の Bebchuk et al.(2015)が挙げられる。

同研究では、一九九四年から二〇〇七年まで行われた二、〇四〇件の株主アクティビズムに関するデータを持って、その株主アクティビズムによって五年後に会社の収益性がどのように変化したかを検証した。株主活動主義が介入した会社で五年間、Tobin's QまたはROAで測定した収益性は悪化しないか、やや上昇した結果を示した。

米国だけでなく、国内の企業を対象とした実証研究でも、同様の結果が示されている。Hamao & Matsus(2018)は、一九九八年から二〇〇九年までの日本の株主行動主義活動が短期的な成果の観点から企業価値を有意に増加させており、特にヘッジファンドの場合、長期成果の観点からも企業価値を有意に増加させると報告している。他にも、田中亘・後藤元(二〇一八)の研究も、株主アク

ティビズムが長期的にフリーキャッシュフローを株主に還元することで、企業価値に長期的にポジティブな影響を与えていることを確認している。

その一方で、アクティビスト・ヘッジファンドが短期主義的な戦略をとって企業を毀損させるといふ実証的な分析は近時、Cremers, et al. (2020)が存在するため、いかなる実証研究が必ずしも妥当であると結論付けることは容易ではない。

ただし、少なくとも日本においては、ヘッジファンド・アクティビズムによって長期的に既存株主の利益が損なわれるという主張については実証的な根拠が少ないため、これを根拠に大量保有報告制度を強化すべきであるとは言えないであろう。

(3) アクティビスト・ヘッジファンドと一般投資家

アクティビスト・ヘッジファンドと一般投資家の関係においては、ウルフバック戦略を利用したヘッジファンド・アクティビズムにより、一般投資家が不測の損害を被る可能性が存在する。すなわち、ヘッジファンド・アクティビズムによって、市場の需給関係に大きな影響を与えるだけでなく、経営陣の過半数が交代され、実質的に支配権の変動が起こる場合もあるため、このような情報を大量保有報告前に知らずに株式を売却した一般投資家は不測の損害を受ける可能性がある。

前述の日本の大量保有報告制度の趣旨に従えば、一般投資家を保護するためにこのような事態を防ぐ必要があるかもしれない。ところが、一般投資家を保護するという制度の趣旨は、資本市場の信頼性を確保し、より多くの投資家が参入する

ようにするためである。言い換えれば、市場全体の便益の観点から一般投資家を保護していると言えよう。そうすると、大量保有報告制度の設計にあたっては、ウルフバック戦略を活用したヘッジファンド・アクティビズムが市場秩序全体にもたらすことができる便益と、一般投資家を保護することので得られる便益を比較判断する必要がある。

もちろん、両者間の比較検討は簡単なことではなく、米国でもこれをめぐって多くの意見対立がある状況である。今年の三月には、米国のSECが大量保有報告制度について、大量保有報告期限の短縮、共同保有者の範囲において、共同保有者間の意思の合致を求めないなど、実質的にアクティビスト・ヘッジファンドの活動を規制するための改正案を発表し、パブリックコメントを募集した。結果的には、一〇月初旬に最終規則を発表し、大量保有報告書の提出期限を一〇日から五営業

日に短縮したが、共同保有者の範囲の解釈には大きな変化をもたらすことはできなかった。

日米両国の資本市場の環境や、アクティビスト・ヘッジファンドの活動形態などが異なるため、両国の大量保有報告制度を対一で比較することはできないものの、米国の制度が日本の制度よりも強力に規制しているわけではないと評価することもできると思われる。そして、このような米国の動きの背景には、アクティビスト・ヘッジファンドが資本市場にもたらす便益も考慮されていると考えられる。したがって、日本の大量保有報告制度の制度設計においても、アクティビスト・ヘッジファンドが資本市場全体にもたらす便益も考慮されるべきであると考ええる。

なお、これからヘッジファンド・アクティビズムが始まるという情報を知らずに発行会社の株式を取得した一般投資家も損害を被るといふ指摘も

あるかもしれない。一般投資家はこのような情報を知った上で取引を行えば明らかに利益を得ることができたはずではあるが、これはアクティビスト・ヘッジファンドの行動にフリーライドした結果であり、そのような利益を得られなかったとしても不当とまでは言えないであろう。

五、おわりに

以上では、大量保有報告制度をめぐる利害関係の観点から、大量保有報告制度の改正にあたり、ウルフバック戦略を用いたヘッジファンド・アクティビズムをどのように捉えるべきかについて考察した。大量保有報告規制に関する議論において、特にウルフバック戦略を利用したアクティビスト・ヘッジファンドの脱法的行為に対してどのように対処すべきかについては、日本だけな

く、米国、EU諸国、その他アジア諸国でも同様の悩みを抱えているが、資本市場環境の差異があるため国ごとの対応も全部異なっている。そのため、特定の国がウルフバック問題に対して強力に取り組んでいるからといって、必ずしも日本でもそうしなければならないということはないと思われる。

また、脱法的な行為に対するエンフォースメントが完璧に行われたからといって、必ずしも望ましい結果につながるとは限らない。脱法的な行為とはいえ、市場全体の便益の観点からはそのような行為が肯定的な効果をもたらす可能性もあるからである。したがって、大量保有報告制度の改正を議論するにあたっては、法制度の文言的な趣旨にとらわれることなく、資本市場秩序全体の便益という視点を一緒に考慮して議論が行われるべきであると考える。

(参考文献)

- 田中亘「後藤元」日本におけるアクティビズムの長期的影響」
JSDAキャピタルマーケットフォーラム(第二期)論文
集(二〇一八)
- Behouk, L.A., Brav, A. and Jiang, W., 2015. The long-term effects of hedge fund activism (No. w21227). National Bureau of Economic Research.
- Hamao, Y. and Matos, P., 2018. US-style investor activism in Japan: The first ten years?. *Journal of the Japanese and International Economies*, 48, pp.29-54.
- Cremers, M., Giambona, E., Sepe, S.M. and Wang, Y., 2020. Hedge fund activism and long-term firm value. *Erasmus and Sepe, Simone M. and Wang, Ye, Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value* (May 28, 2020).

(コフ イルフン・当研究所研究員)