

ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流 [上]

武井一浩 弁護士

一 ヘッジファンドと上場企業法制

わが国の企業法制上の議論においても、アクティビスト型ファンドを典型とする活動的株主が一層注目を集めている。世間で関心を集める上場企業をめぐる株主提案の一方の主役としてこうしたファンドが関与していることも少なくない。

数あるファンドの中でも「ヘッジファンド」は、その定義が法制上明確に置かれている国はまだないようだが、その投資手法において取り得る選択肢が投資信託など他の集団投資スキームに比して規制または制約が少ないこと(注一)に一つの特徴がある。その裏返しとして、市場指標と連動しない絶対的リターン(注二)を上げることが追求することも重要な特徴といえる。

ヘッジファンドでは、市場の価格形成の歪みをとらえた裁定取引を活用するなど、わずかな歪み・スキをとらえた投資手法が採られることが多い(注三)。このターゲットとする「歪み・スキ」は、既存のルールや制度のスキにも向けられ得る。特に投資対象が上場企業株式である場合、会社法や金商法などの上場企業法制さえもターゲットとなり得る。ヘッジファンドをめぐって議論される制度論は、(ヘッジファンドに投資する)投資家保護からのものや金融システム全体の安定性の観点からのもの(注四)も多いが、上場株式を投資先とするヘッジファンドについては、上場企業法制の観点からも論点が提起されるわけである。

現に欧米で大変な関心を集めているのが、一部のアクティビスト型ヘッジファンドがとっている「ウルフバック戦術(群狼戦術)」である。アクティビスト型ヘッジファンドは、他の通常

のパッシブな機関投資家と異なり、保有した上場株式の企業支配権をめぐって、委任状合戦・株主総会決戦などアグレッシブな手法を採ることも少なくない。その過程で一部のヘッジファンドが採っているウルフバック戦術が、各国の証券法制上の「大量保有報告制度」(注五)等との間でコンフリクトを生じさせているのである。

そしてつい最近欧米においては、ウルフバック戦術で活用され得る一定のエクイティ・デリバティブに対して、注目すべき制度対応が公表されている。たとえば米国では今年八月二日、ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所において(当該株式自体の保有と) トータル・リターン・スワップ (Total Return Swap) による相当量のエクイティ・スワップ・ポジションの保有を開示しなかったことに対して、大量保有報告制度上の開示義務違反であるとの判決が出された。英国では、今年七月二日に、FSA (Financial Services Authority) から、英国国内の上場株式に係るエクイティ・スワップ (Contracts for Differences) について、大量保有報告義務の対象とする旨のアナウンスが出されている。欧州大陸諸国でもこうした開示規制強化の動きは活発である。欧米の動向については、本稿に続く太田洋弁護士による [下] の論稿で詳述されるので、参照いただきたい(注六)。

日本では、ウルフバック戦術について日本語で解説した論稿がまだあまりないようなので、本稿はその概要と、日本での今後の「ウルフバック対策」として上場企業法制において提起されている論点について概要を紹介する。本稿が今後の日本における議論の一助となれば幸いである。

二 ヘッジファンド・アクティビズムとウルフバック戦術

ヘッジファンドは、絶対的リターンの達成によって(背後の)投資家から信頼を得て多大な資金を集めることで年々大規模化し、資本市場における影響力も高まっている。その中でも上場企業の株式に投資するアクティビスト型ヘッジファンドは、二〇〇〇年代のコーポレート・ガバナンスにおいても多大な影響力を発揮するに至っている。

米国では、二〇〇五年以降にアクティビスト型ヘッジファンドによる上場企業に対する株主提案が顕著となり、こうした現象は「ヘッジファンド・アクティビズム」とも呼ばれている。一九八〇年代の敵対的買収、一九九〇年代の株主の機関化を経て、(次の一〇年間である)二〇〇〇年代を象徴する動きであると評する者もいる。欧州企業に対してもヘッジファンド・アクティビズムは活発であり、二〇〇八年度に

入っても資産売却などを原資とした増配圧力は強まる一方である。

こうしたヘッジファンド・アクティビズムの過程において、エクイティ・デリバティブの手法を駆使して各国の大量保有報告制度等(注七)に基づく開示を行うことなく、上場企業株式に対する一定の権益を取得し機会をみて複数のファンドが一斉に上場企業側に対して攻勢をかける自らの要求を実現させる行為が採られることがある。こうした行為は欧米の資本市場では「ウルフバック戦術(群狼戦術)」との業界用語を付され、脅威として話題となっている。

ウルフバック戦術の語源は、第二次世界大戦中にドイツ軍等により行われた、複数の潜水艦が偵察機から送られてきた情報から進行方向を予測し予測海域で待ち伏せをして、相手軍を撲滅させる作戦からきている。まさに暗闇から同じ獲物を狙った多くの狼が突然不意打ちで襲いかかってくる状況を表現したものである。

三 ウルフバック戦術の効用・脅威

1 ウルフバック戦術の効用・脅威

ウルフバック戦術は、複数のファンド(注八)が協調関係にあるものの、エクイティ・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つながりが大量保有報告制度などで開

示されることなく、タイミングを見計らって突如として表面化することに、戦術としての一つのミソがある。

たとえば、ウルフバック戦術が採られた実際の事案で、ほぼ同じ内容の文面のファックスが、「グループ」であるとの開示がない多数のファンドから同時期に群れをなして会社宛に一斉に送られてくることがある。上場企業側からすると、大量保有報告制度における事前開示などもなく、一つのアジェンダについて、複数かつ多数のファンドから同じ方向でのステートメントや結論が突然示された場合(たとえば「現経営陣は〇〇の理由で株主利益に反する非効率な経営を行っている」とか「現経営陣は〇〇の理由で法的義務に違反した業務執行の疑いや職権濫用の疑いがある」といったステートメントなど)、自社の株主の大半がそうした意見なり結論を有しているという錯覚を持って不思議でない(注九)。あるいは、そうした同種の声明を複数のファンドが対外的に出すような場合には、世間およびその報に接した一般株主に対して、そうした声明が事実として正しい、あるいは正当性があると思わせる効果も有する。

こうした複数のファンドの行動の実態が、ファンド側が水面下で相互に連絡を合った上で戦術として採られているのであれば、水面下の協調行動は「グループ」(日本法でいうならば「保有者」あるいは「共同保有者」として

開示を求めるのが、各国の大量保有報告制度の共通した制度設計である。しかしファンド側は、各国の大量保有報告制度の構成要件を十分精査の上、制度で開示が求められている協調的關係はファンド間で存在しないとして、大量保有報告制度上の開示を行うことはない。より正確にいうと、ファンド側は、自らにとってそうした開示が職務上有利になるタイミングまで開示を行わない。

大量保有報告制度による開示を伴わないこと、開示を行った場合には生じたであろう対象株式の株価上昇が生じない。これは、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付けることができる（その後売却するにも利益が多額になる）、仲間のファンドが対象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。

またファンド側は、エクイティ・スワップのポジションを約定に従い任意に実現することなどで、タイミングを選んで固定価格で突如として大量に取得して開示することも可能である。こうしたタイミングを図った急速な株式の取得もウルフバック戦術に含まれる重要な特性である。市場等での株式の買増しでもなく、またスワップ契約の内容がそれまで対外的に開示されてきたわけでもないから、上場企業側は市場株価等を日頃からウォッチしていてもその予兆は把握できない。上場企業に初めてファンドの姿

がみえた時点でその開示内容が（それまでの他の者との水面下でのアレレンジ等の結果）支配権獲得に近い状態に達していた事実も少なくなく（注一〇）、資本市場と上場企業に与える「奇襲性」は相当強烈である。ウルフバック戦術は、エクイティ・デリバティブを駆使した新種の「マーケット・スワイプ行為」でもある。

以上のようなからくりの結果（注一一）、ファンド側は、企業支配権を有するのに必要な過半数等の企業支配株式の買取行為を現に行わなくても、上場企業の取締役会の構成員を入れ替えるなど（あるいは自らの息のかかった者を取締役会の中に入れて）、自らの（多くの場合短期的な）リターンを上げる方策を実現してしまうのである。委任状合戦等の総会決戦に持ち込まれても負けてしまうという（ときに誤導された）票読みを行った上場企業側（注一二）は、いくら優れた経営方針を有していてもそうした議論を行う効果もなく、ファンド側の要求を受け入れざるを得なくなっていく。場合によっては、大量保有報告制度の開示が求められる五パーセント等にも満たない取得株式数で（注一三）、かつ買取資金を調達・負担することなく、買取資金を調達したのと同じ経営支配権を握り自らの要求と絶対的リターンを実現させるのである。これらまさに「ウルフバック戦術」のすざと脅威である。

エクイティ・デリバティブが求める成

四 エクイティ・ディカップリング、エンプティ・ボートینگと上場企業法制が受けている挑戦

1 エクイティ・ディカップリング、エンプティ・ボートینگ

ウルフバック戦術では、スワップやエクイティ・デリバティブを駆使して、対象上場株式の議決権や処分権と経済的権益（economic exposure/economic interest）とを分離し当該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である。こうした株式における経済的権益と議決権および株式の処分権とを分離させる手法は、「エクイティ・ディカップリング」や「エンプティ・ボートینگ」現象（その有している経済的権益をはるかに超えた議決権を有している状態をいう（注一五）とも呼ばれている）。

2 上場企業法制が受けている挑戦

会社法・金商法など現行の上場企業法制は、議決権と経済的リターンとが一致していることを前提に設計されている規律が案外多い。したがって、こうしたエクイティ・ディカップリングは、大量保有報告制度にとまらず、上場企

果は、自らが背後の投資家に約束した絶対的リターン達成のための短期的リターンであることも多く、また自らは当該上場企業の企業経営を行う意思もないのが通常である。ウルフバック戦術で狙われると、たとえば企業の健全性を損ないかねないまでの借金や資産売却などで配当・自社株買い等の株主還元を行うことなどが執拗に要求されるなど、持続的かつ長期的な企業価値の最大化を責任を持って預かっている上場企業経営者側にとってどうしても納得・理解できない事態が現実化するわけである（注一四）。

2 ウルフバック戦術の活用実態

米国のある統計では、エクイティ・デリバティブ・スワップの活動が活発化した二〇〇五年初頭から二〇〇六月の間で行われたエクイティ・デリバティブ・スワップによる上場企業への株主提案事案の合計五二件のうち、二五パーセントに相当する一三件においてウルフバックの現象が認知されたことである。

また欧州についても、最初に行われた開示内容が（他の者との水面下でのアレレンジの結果）支配権獲得に近い状態に達していたという強烈なウルフバック戦術が採られていた事例が、二〇〇二〜三年の間の上場企業の支配権争奪事案の中で数件認知されたとの分析結果がある。

ウルフバックの存在は、最終的な持株数の開

業法制の諸前提に対する重大な挑戦にもなっている。

本稿で取り上げているウルフバック戦術は、エクイティ・ディカップリングに伴って上場企業法制に対して提起されている法的論点の一つにすぎないわけである（注一六）。

エクイティ・ディカップリングにより議決権と株式保有からの経済的権益とが分離されることは、会社法の文脈においても重要な論点を提起している。たとえば、経済的権益を有していない議決権行使が行われることによって「株主は、会社の企業価値・株主共同の利益が向上する方向で、議決権行使を行う」という会社法がその制度設計上採っている一定の前提が崩されている。これに伴う弊害（正確には会社法が必ずしも想定していない事態への対応）について、欧米でも議論が活発化しつつある（注一七）。

3 その他の領域での法的論点

ウルフバック戦術やその前提となっているエクイティ・ディカップリングが法的論点を実務で提起している領域は、その他多岐にわたる。まずウルフバック戦術は、エクイティ・デリバティブを駆使した新種のマーケット・スワイプ行為の一種であることから、ライツプラン・ボイズンピルの発動要件との関連でも対策が議論されることとなる。

ライツプラン・ボイズンピルは、米国におい

示などで顕在化したもの以外はなかなか外部からわかりにくい。水面下ではもつと事例数が多いとみるべきなのかもしれない。

なお、エクイティ・デリバティブがウルフバック戦術を採ることについて、各種開示規制を回避するという結果だけで説明するのは必ずしも適切でなく、ヘッジファンドとしての性格（あるいは本能）から説明すべきなのかもしれない。ヘッジファンドとしては、流動性の確保は胆であり、各種エクイティ・デリバティブの手法は当然採用するし、また少数株主にとどまっておいて出口の選択肢を多様化させておくことがまさに「ヘッジ」の基本となる。他方、「エクイティ・デリバティブ」は、たとえば売上げが安定している割安銘柄株式に投資し経営者に「モノを申して」投資先企業の企業価値向上（ただし、ファンドマネージャーの成功報酬が保有株式の時価評価で算定される場合、投資先企業の株価上昇の含み益でよい）で儲けるパリュ型手法が一つの特徴である。ヘッジファンドが、当初は少数株主にとどまりつつも、状況の必要性によってエクイティ・デリバティブ化し、よりリターンが高まることと判断される場合に、アクティビスト化できるための戦術としてとられているのが、ウルフバック戦術である。

てマーケット・スリープ行為の撃退に現在もきわめて重要な役割を果たしており、エクイティ・ディカップリングの手法を駆使したライツプランの無機能化のおそれは、米国の実務界でも真剣に議論されている(注一八)。これは、日本におけるライツプラン型買収防衛策についても同様にはまる脅威といえる。

また、エクイティ・ディカップリングは企業が締結している契約上の一般的取扱いにおいても論点を提起している。たとえば、各種ファイナンス契約や事業上の取引契約などでは支配権異動条項 (change of control 条項) が各種の法的効果を伴って規定されていることが多い。エクイティ・ディカップリングの下では支配権異動の蓋然性が高いにもかかわらずその旨を会社等が知る機会を得ないこととなり、こうした諸条項が機能不全となるおそれが生じることとなる。

五 日本における今後のウルフバック対策

1 ファンド規制論の目的別分類 (ウルフバック対策の位置づけ)

ファンドに対する規制論を含めた制度論は、(網羅的かどうかはさておき) その目的別に、(1)資本市場 (上場株式市場を含む) の効率性向

上および不正取引の排除、(2)ファンドに投資する投資家の保護 (利益相反問題を含む)、(3)金融システム全体の安全性、(4)非公開化取引等に伴う労働者等の保護、(5)国内成長産業への資金供給の活発化、(6)税法上の取扱いの中立性・公正性、(7)その他に分類できる(注一九)。本稿で紹介しているウルフバック戦術への対策論は、(1)の資本市場の効率性向上および不正取引の排除の観点からの議論として分類できよう(さらに、実質株主の把握という会社法的観点も加味される)。

2 日本におけるウルフバック対策

ウルフバック戦術やエクイティ・ディカップリングは、大量保有報告制度その他現行の上場企業法制がこれまであまり意識してこなかった新事象である。欧米ではすでに制度的な「ウルフバック対策」の議論が活発化しているが(注二〇)、日本の大量保有報告制度も、欧米の大量保有報告制度と同様の趣旨で導入されている。日本の大量保有報告制度は平成一八年改正で抜本改正がなされたこともあってすでに対策済みのウルフバックもあるし、また「新種」の未対策のウルフバックもあるといえる(注二一)。

なお、日本の「総会決戦」をめぐる制度的インフラは、①総会決議事項にできる対象事項の範囲の点でも、また、②活動的株主が一般株主

に自らの主張を伝える手段の点でも、米国の現行制度よりも攻める株主側にフレンドリーな内容となっている面がある。それだけに、米国内で生起している株主提案・委任状合戦などの総会決戦が日本で生じない理由は、制度面からは存在しないといえる(なお、買収資金の準備が不要な分だけ、敵対的買収よりも委任状合戦は手段として活用しやすい面がある)。

ウルフバック対策においては、上場企業のガバナンスの向上の観点からの議論も指摘されている。日本の大量保有報告制度では、市場において行われる株券等の大量の取得に関する十分な市場情報を有していない一般投資者の保護が主な制度趣旨として説明されることが多い。しかし、誰が主要株主なのか上場企業側も把握できないと、上場企業がその説明責任もアカウンタビリティを果たすべき相手方も不明のままとなり、上場企業の適正なガバナンスの観点からも問題がある(注二二)。こういう観点も今後の日本の議論では重要となるであろう。会社法も関連してくる論点となる。

また、議決権の自動停止など一定の民事的措置が難しいのかなど、サンクションのあり方も重要な論点となる(注二三)。

ただ、仮にウルフバック戦術に対して何らかの開示制度等が検討されるとしても、そもそも議論として、ファンドがその投資活動の過程で正当にエクイティ・デリバティブを活用すること

自体の制約とならないことも重要である。制度的対応が過剰規制とならないよう、何が公正なマーケットプラクティスなのか、理解の一定の共有が求められる分野であり、諸外国の対応状況とその帰趨も見極めていく必要があるのだから。

3 ヘッジファンド・アクティビズムへの上場企業法制上の対応のあり方

アクティビスト型ヘッジファンドの存在自体についてどう考えるのかは、企業価値向上に向けて株主および株主総会が決定すべき事項と会社役員・取締役会が決定すべき事項との棲み分けのあり方と密接に関連した深遠な課題である。

欧米を席巻しているヘッジファンド・アクティビズムやエクイティ・ディカップリングの結果、企業価値向上のための株主および株主総会が決定すべき事項と会社役員・取締役会が決定すべき事項との棲み分けのあり方(所有と経営の適正な分離のあり方)が、世界的に改めて議論・研究の対象となってきた。つい先日米国内では、株主提案の活発化の中で提起された裁判において、取締役会でない決定できない事項(株主総会だけでは決定できない事項)が米国内では日本よりも広範であることを改めて示す判決が出されている(注二四)。日本でも昨年のブルドックソースの事案等を契機に所有

と経営の適正な分離のあり方についての議論が活発化しているが、所有と経営の分離のあり方は主要資本主義国で同時並行的に議論されている論点なのである。

なお誤解のないように注記しておきたいことは、本稿は、ヘッジファンドの存在や投資活動自体を何か規制すべきといったことを指摘したものではない。ヘッジファンドは資本市場に重要な流動性・厚みを提供し、かつ価格発見機能の向上等を通じて市場の効率性向上に寄与している。これは日本の資本市場にとっても重要な貢献である。また、ヘッジファンド・アクティビズムは、他の株主主権の動きと同様、非効率な経営に対して株主側がガバナンスを効かせている一事象でもあり(注二五)、(濫用的買収者に該当しないなど)株主としての権利を適正に行使している限り、コーポレート・ガバナンスの促進に照らしてもア priori に制約されるべきものではない(会社の短期的利益と長期的利益との調整は、ヘッジファンドを当事者にして上場「株式会社」における永遠の難問である)。さらには、いかなる制度や事前規制にも重みないスキームは不可避的に存在するのであって、一つのスキームを埋めてもまた新たな裁定の手法が編み出されるかもしれない。

ただそうした中、ヘッジファンド・アクティビズムについて欧米の上場企業法制において対

応されているのは、ファンドの一部で採用されている手段・手法の公正さの問題である。上場企業株式をターゲットとして投資する場合、上場企業法制の観点から一定のルールを守ることがヘッジファンドにも当然求められる。株主権も「権利」である以上、民法一三条三項に従い濫用的に行使されてはならないが、何をもち権利濫用というのが、ヘッジファンドの近時の動向によって新規に問われ始めているといえるかもしれない(注二六)。

上場企業の企業価値向上のためには、経営者側と株主側とがいかに対話を促進させ協調関係を構築していけるのが重要である。群狼のように闇から不意打ちで押しかけてきて交渉力を得ようとする者がオーナーとなって、果たして企業経営の現場と株主との協調関係が形成されるのか。ヘッジファンド・アクティビズムをめぐると上場企業法制上の対応も、ヘッジファンドの存在やヘッジファンドが企業価値を高めるべく各種の要求を活発に行うことは是非の議論というよりも、ファンドの活動の過程で一部に採用されている手法が、経営者と株主間の生産的対話を促進させる観点から相当なもの・公正なものといえるかが論点となる。

また、ファンドがエクイティ・デリバティブを正当に活用すること自体に対して過剰規制とならないよう、何が公正なマーケットプラクティスなのかの理解の共有も求められる。こう

した理解の進展に向けた議論は日本ではまだまだこれからである。

いずれにしてもヘッジファンドは、上場企業法制に対して、今後とも新たな論点を提起し続けていく。本稿が日本でのそうした問題意識の喚起となれば幸いである。

(注一) その前提として、私募ファンドなどとしていわゆる仕組み規制などに服していないこともヘッジファンドの特徴といえる。

(注二) ヘッジファンドの投資パフォーマンス(収益)は、市場リスクを採ることと得られるプレミアム(a)と、ファンドマネージャーのスキル(人と同じでは勝てない)などによりもたらされるもの(b)のうち、(株式や債券のロング・ポジションを取る伝統的投資手法と比較して) aのほうの比率が高い点に特徴があるとも指摘されている。

(注三) ただ、ヘッジファンドへの資金流入の増大(大規模化)に伴い、金融市場における裁定機会にも限度があることから、市場動向も加味した投資手法も増えてきているともいわれている。

(注四) たとえば現在議論が活発なのは、サブプライムローン問題に端を発したヘッジファンドへの規制論である。

(注五) 「大量保有報告制度」は、日本では金融商品取引法(金商法)において規定されているが、欧米では金商法のような証券法で手当てしている国もあれば、会社法まで含めて手当てしている国もある。本稿で「大量保有報告制度」

と普及する場合には、五パーセント(国によっては三パーセント)等の比率の上場株式を取得した者に対して、一定事項の対外的開示を行うことを要請する制度として普及する。

(注六) 本稿のとおりまたある中、西村あさひ法律事務所と同僚である中山龍太郎弁護士、町田行人弁護士、佐藤修二弁護士、本柳祐介弁護士および尾形男ニューヨーク州弁護士から大変示唆に富むコメントを得た(なお文責は筆者にある)。

(注七) アクティビスト側の行動が開示される可能性として、大量保有報告制度以外に、いわゆる Proxy Rules(日本でいうと委任状勧誘制度+株主提案制度+書面投票制度)に基づく開示(たとえば当局への必要書類の提出)がある。しかしこうした Proxy Rulesに基づく開示についても、アクティビスト型ヘッジファンド側はうまく対処している。

(注八) なおスワップの相手方は、同様のファンドである必要はなく、取引金融機関などでもよい。

(注九) 機関投資家が ERIISA 法などで一定の議決権行使義務を負っている米国では、分散投資を行っている機関投資家は議決権行使アドバイザー機関の推奨結果に年々従う傾向を強めている。議決権行使アドバイザー機関の中にはこうしたアクティビスト型の活動に対して親和的な機関も少なくないため、議決権行使アドバイザー機関が同調することでこうしたファンド側の活動の影響力・効果が増幅された事案も少なくないようである。

(注一〇) たとえばある米国企業の例では、株主 A(二〇パーセント弱保有)による「事業譲渡すべき」とのキャンペーンに対して、わずかに二日後に他の二つのヘッジファンド B と C とが(大量保有報告上、A の「グループ」である旨の届出もなく)支持を表明し、わずか二日で支持票が約四〇パーセントに達して勝負が決した(会社側は事業譲渡を断絶せざるを得なくなった)事案もある。

(注一一) ウルフバック戦術に至るからくりは、本文で紹介した態様以外にも多岐にわたる。

(注一二) 上場企業側には、「狼」の正確な数は把握できないのである。

(注一三) ヘッジファンドがある意味得意とする「レバレッジをかけている」とも表現できるかもしれない。

(注一四) ドイツにおいて、アクティビスト型ヘッジファンドの活動が「狼」でなく、「イナゴの来襲」に例えられているのも、こうした事象を説明したものである。ドイツも、資本市場を活用した直接金融よりも銀行融資を中心とした間接金融が強く、かつ製造業が豊富の重要な業であるという特徴を有している限り、短期的利益の絶対的追求を図る一部のアクティビスト型ヘッジファンドとはどうしても相容れない議論がわき起こる。

(注一五) 経済的権益と議決権とが分離された状態で、議決権のほうに不均衡に多い状態における議決権行使が「エンパティ・ポータリング」の問題であり、他方、外形的には議決権を有し

ていない状態で生じる開示義務逃れがウルフバック戦術の問題である。

(注一六) 証券規制の文脈では他に、主要株主としての短期売買差益の吐出し規制なども場合により適用回避できてしまう。

(注一七) 会社法の文脈で生じるエンパティ・ポータリングや「基準日づかみ (lead date grab)」の詳細については、武井一浩「中山龍太郎」星明男「ヘッジファンドと会社法」(資本市場研究会編の書籍に所収され近時刊行の予定)などを参照されたい。

(注一八) 米国で一九八〇年代半ばに起きたマーケット・スweep行為の中に、買取提案を開示し、裁定取引者の買いを引きつけた上で、ただちに買取提案を撤回し、裁定取引者から株式を急速に買い集めてしまうものがあった。この手のマーケット・スweep行為は米国ではボイズンビルの普及(および州の買取規制会社法の規定と独禁法規定)により壓退されたが、現在は、エウティ・デリバティブを活用すれば、市場価格を引き上げることなく急速に大量の株式を取得できてしまうのである。

(注一九) ファンドに関する制度論は、これらの目的にまつたく異なる話であり、「ファンド規制」という一言で表現してしまうことは議論を混乱させるものになる。

(注二〇) たとえば米国では六月に出されたニューヨーク連邦地裁の裁判例は濫用的事例に対する実質解釈での対応であり、英国では一種の立法論による対応といえる。

(注二一) 日本の大量保有報告制度については、

①議決権を開示の基準としていない、②共同保有者概念において「当該発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している場合」が規定されている、③オプションに関して一定の限定的規定が置かれているなどの特徴が指摘できる。また平成一八年改正で急速な買付制限規定(いわゆるスピード制限規定)も置かれている。

(注二二) 英国では、いわゆる実質株主開示制度とも関連しているが、株式を通常形態で保有している者だけでなく、「いつでも容易に議決権を取得できる権利を有している者」に対して、会社は開示を求めることができるべきであるという思想が、ヘッジファンド側を含めて共有されているわけである。ロンドンベースの大手ヘッジファンドが自主的に構成したワーキンググループも、こうした開示規制の導入に賛同する意見を二〇〇七年に出している。

(注二三) 大量保有報告制度と会社法上の株主名簿制度との関係について、参考として、江頭憲治郎「相澤哲」大塚眞弘「武井一浩」(「新春座談会」会社法下における企業法上の新たな課題)「本誌一七八八号(二〇〇七)八頁以下、山田尚武」実質株主の開示制度(「本誌一七九七号(二〇〇七)三三頁・一八〇〇号(二〇〇七)四四頁)など。

(注二四) テラウエア最高裁において、二〇〇八年七月十七日に、取締役会が本来有している経営判断権限を制約する規定を附属定款 (by laws) に置くよう求める株主提案をテラウエア会社法上無効であるとの判決が出されている。

委任状勧誘合戦に要した株主側の費用の償還を会社に義務づける旨を Bylaws に規定するよう求めた株主提案に対して、委任状勧誘に要した費用を償還するか否かは取締役会の経営判断事項であり、本株主提案は取締役会の経営判断権限を制約することになりテラウエア会社法に反すると判断したものである。この判断の趣旨からすると、取締役会にライツプランの導入を禁止する旨の Bylaws 規定の導入を求める株主提案なども、テラウエア会社法上は効力を有しないこととなると分析されている。

(注二五) 上場企業株式に投資をしている欧米の大手ヘッジファンドの中には、議決権行使の基本方針を背後の投資家および投資先上場企業に対して開示する動きもみられる。

(注二六) 昨年のフルドックス事件の高裁決定もその一端を示した司法判断と思われる。(たけい・かずひろ)