

プライベート・ファンドとアクティビスト投資

島 田 公 明*

- 1 はじめに
- 2 プライベート・ファンドの類型
- 3 ヘッジ・ファンドによるアクティビスト投資
- 4 結び

1 はじめに

プライベート・ファンド (private fund [私募ファンド]) という用語は、1940年投資顧問法の条文において定義されるものである。投資顧問法202条 (a) 項 (29)⁽¹⁾によれば、プライベート・ファンドは、1940年投資会社法 3条 (a) 項⁽²⁾に定義されている投資会社 (investment company) となる発行者ではあるが、同条項により定義される投資会社として、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) (以下「SEC」と略す) に登録⁽³⁾することを要求されない⁽⁴⁾。また、1933年証券法において、発行者はその証券発行前にSECに登録届出書 (registration statement) を提出することが要求され⁽⁵⁾、その登録届出書が効力を発生するまでは、州際通商および郵便に関する取引が禁止⁽⁶⁾されることになる。しかし、このような証券の登録についての要件は、「発行者による公募 (public offering) を含まない取引」の場

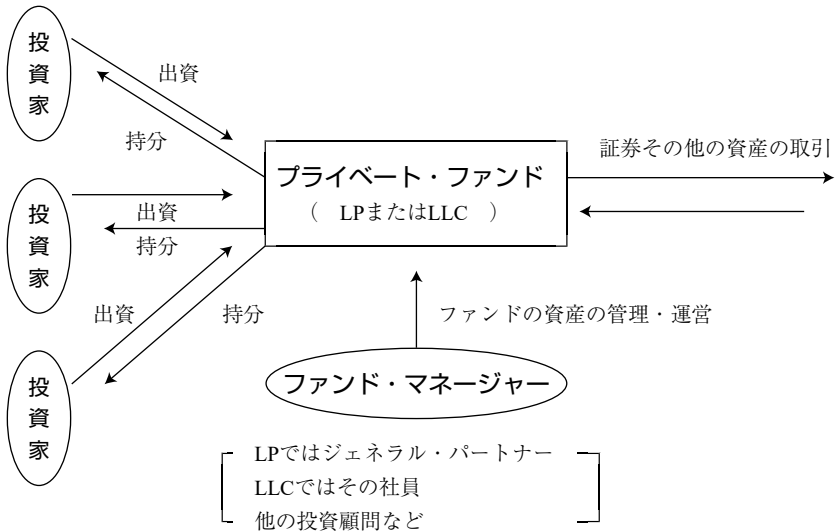
*福岡大学法学部教授

合には、投資ファンド (investment fund)⁽⁷⁾における持分 (interests) の募集 (offering) については、証券法による登録が免除される⁽⁸⁾。プライベート・ファンドの構造については、本稿図1を参照。

プライベート・ファンドは、上記のように投資会社の登録およびその持分証券の登録が免除される。これに対し、投資会社法の下での登録投資会社⁽⁹⁾であるオープン・エンド型会社は、通常「ミューチュアル・ファンド (mutual funds)」と呼ばれており、公募ファンド (public fund) である。プライベート・ファンドへの典型的な投資家は、州政府プランおよび企業年金制度のような公的および私的の年金、基金、財団、保険会社、主権国の組織体 (sovereign entities)、および富裕層である⁽¹⁰⁾。

-
- (1) 15 U.S.C.A. § 80b-2(a)(29)(West 2010) (定義) . なお、本稿全体で引用するアメリカの判例・制定法等は、主として、Thomson Reuters Westlaw Classic (<https://1.next.westlaw.com>) に依拠している。引用箇所「West」は Westlaw によること、「2010」は判決年、制定法の制定・改正年等を示している。
 - (2) 15 U.S.C.A. § 80a-3 (a)(West 2018) (投資会社の定義) .
 - (3) 15 U.S.C.A. § 80a-8(West 1970) (投資会社の登録) .
 - (4) 発行者の発行する社外証券が100人以下の者により実質的 (beneficially) に所有されてその証券が公募されない場合 (15 U.S.C.A. § 80a-3 (c)(1))、および、その証券が適格購入者 (qualified purchasers) によって専ら所有されて公募されない場合 (15 U.S.C.A. § 80a-3 (c)(7)(A)) には、登録規制の例外となる。
 - (5) 証券法6条 (15 U.S.C.A. § 77f(West 2015)) (証券の登録) .
 - (6) 証券法5条 (15 U.S.C.A. § 77e(West 2012)) (州際通商および郵便に関する禁止) .
 - (7) 投資ファンドは、私募ファンドまたは公募ファンドを問わず、証券、その他の金融商品、または不動産への投資を行う目的で、多様な投資家からの資金をプール (pool [共同出資]) する組織体 (entity) である。Leor Landa, Gregory S. Rowland and Michael S. Hong, *Advising Private Funds: A Comprehensive Guide to Representing Hedge Funds, Private Equity Funds and their Advisers 2022-2023 Edition* § 1:1(Thomson Reuters 2022).
 - (8) 証券法15 U.S.C.A. § 77d(West 2015) (適用除外取引) .
 - (9) 登録投資会社は、額面証券会社 (face-amount certificate company)、ユニット投資信託 (unit investment trust)、管理型会社 (management company) に分類される。15 U.S.C.A. § 80a-4(West 1940).
 - (10) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 1:1.

図 1：プライベート・ファンドの構造
 (リミテッド・パートナーシップ (LP) または有限責任会社 (LLC))



プライベート・ファンドの沿革として、プライベート・エクイティ投資 (private equity investment) (ベンチャー・キャピタル (venture capital) を含む) については、ジョン・ピアポント・モーガン (John Pierpont Morgan) が、彼の会社を JP モルガン・アンド・カンパニー (J.P. Morgan & Co.) に再編成して、1898年にフェデラル・スチール (Federal Steel) の設立に融資し、その3年後アンドリュー・カーネギー (Andrew Carnegie) の鉄鋼会社を購入し、さらに、1901年、モーガンがノーザン・セキュリティーズ・カンパニー (Northern Securities Company) を設立して、ノーザン・セキュリティーズがノーザン・パシフィック (Northern Pacific) などの大多数の株式を保有することになり、モーガンに国の鉄道約3分の1の支配権を与えたときまで遡ることができる⁽¹¹⁾。

また、ヘッジ・ファンド投資 (hedge fund investment) については、

1949年、アルフレッド・ウインスロー・ジョーンズ (Alfred Winslow Jones) は、投資戦略において、会社の株式市場の動きに対するポートフォリオの損失可能性 (exposure [エクスポージャー]) をヘッジ (hedge) するために、レバレッジ (leverage) と売りポジション (short selling) の両方を採用して、価格が下落した株式においてロングポジション (long positions [買い持ち]) をとり、価格が上昇した株式においてショートポジション (short positions [売り持ち]) をとることよりリスクを差し引きすることによって、相当な利益を得ていたときに由来する⁽¹²⁾。1966年にフォーチュンの雑誌 (Fortune magazine) 掲載のキャロル・J・ルーミス (Carol J. Loomis) 「ジョーンズには誰も追いつけない (The Jones Nobody Keeps Up With)」の記事⁽¹³⁾において、ジョーンズのヘッジ・ファンドの運用実績が強調された後、ヘッジ・ファンドの人氣が拡大した⁽¹⁴⁾。今日の多くのプライベート投資ファンドは、かなりの額のレバレッジでリターンを拡大すること

(11) Biography.com, J.P. Morgan-Life, Family & Philanthropy, <https://www.biography.com/business-leaders/jp-morgan>; Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 2:1 (カーネギーの鉄鋼会社の買収は、しばしば最初の重要な近代的買収と考えられている)。

(12) See, e.g., Jess. Lederman and Robert A. Klein, Editors, *Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor*, 6-9 (New York: Irwin Professional Publishing, 1995) (同書の翻訳として、J. レダーマン + R.A. クライン編 / 中央信託銀行オルタナティブアセット研究会訳『ヘッジファンドの世界』(東洋経済新報社, 1999) がある。) ; Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 2:1. 拙稿「ヘッジ・ファンドにおける投資家等への情報開示としての登録・報告制度 - 米国証券諸法を中心として -」福岡大学法学論叢67巻1号58-59頁 (2022) 参照。

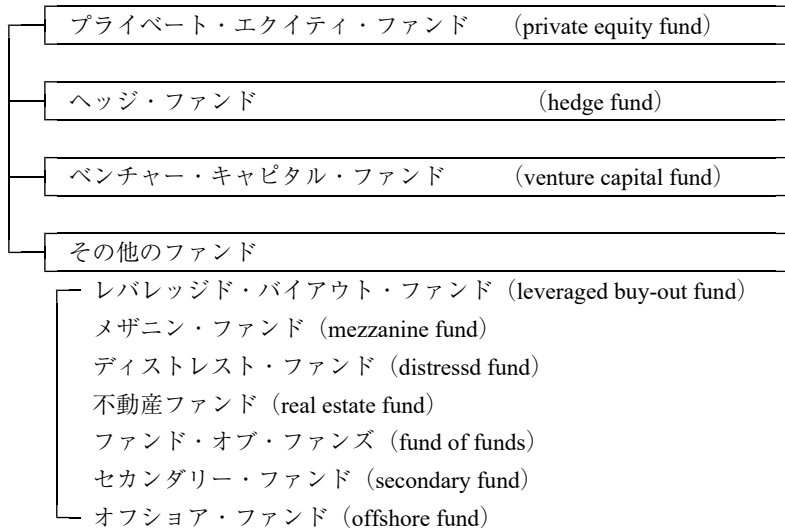
(13) Carol J. Loomis, *The Jones Nobody Keeps Up With*, *Fortune*, Apr. 1966 at 237, <https://fotst.org/wp-content/uploads/2015/01/Fortune-Magazine-Alfred-Winslow-Jones.pdf> (last visited Feb. 13, 2023).

(14) Lederman and Klein, supra note 12, at 9-10; Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 2:1 (フォーチュンの雑誌の記事が、ジョーンズによる投資ファンドの投資戦略を説明するために「ヘッジ・ファンド」という用語を作り出したことが指摘されている)。拙稿・前掲注(12) 59頁 - 60頁参照。

を求めながら、株式においてロングポジションとショートポジションをとるというジョーンズの伝統的な方法を依然として用いており、さらに現代の「ヘッジ・ファンド」と呼ばれている多くのプライベート・ファンドは、当初のものよりもはるかに異なる投資戦略を用いているといえる⁽¹⁵⁾。

本稿は、まず、プライベート・ファンドの類型（本稿図2を参照）として、プライベート・エクイティ・ファンド（private equity fund）、ヘッジ・ファンド（hedge fund）、ベンチャー・キャピタル・ファンド（venture capital fund）などの特徴などについて検討する。そして、ヘッジ・ファンドにおけるアクティビスト・ファンドの目的と戦略、アクティビスト・ヘッジファンドの規制、ウルフ・パック戦略と空議決権について検討する。

図2：プライベート・ファンドの類型



(15) Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 2:1.

2 プライベート・ファンドの類型

(1) プライベート・エクイティ・ファンド

(ア) プライベート・エクイティ・ファンドの意義 プライベート・エクイティ・ファンドは、一般的に、長期的な投資視野をもった投資戦略にしたがって、流通性の低い株式（非公開株式）または他の資産に投資するファンドを意味する。広義のプライベート・エクイティ・ファンドには、ベンチャー・キャピタル（venture capital）、レバレッジド・バイアウト（leveraged buy-out (LBO)）、メザニン・ファンド（mezzanine fund）、ディストレスト・ファンド（distressed funds [不良債権ファンド]）、不動産その他の資産担保ファンド（asset-backed fund）などのような様々のファンドが含まれる⁽¹⁶⁾。ここでは、プライベート・エクイティ・ファンドの一般的な特徴を紹介し、その後で上記のベンチャー・キャピタルなどについて、検討する。

(イ) 一般的な構造 プライベート・エクイティ・ファンドの構造は、一般にリミテッド・パートナーシップ（limited partnership [有限組合]）⁽¹⁷⁾から構成されている⁽¹⁸⁾。投資家は、そのパートナーシップのリミテッド・パートナー（limited partner [有限責任組員]）の持分（interests）を引き受けて、その持分について資本コミットメント（capital commitments）

(16) Thomas P.Lemke,Gerald T.Lins,Kahtryn L.Hoenig,and Patricia S.Rube,Hedge Fund and Other Private Funds:Regulation and Compliance 2022-2023 Edition § 13:1(Thomson Reuters 2022);Landa,Rowland and Hong,supra note 7, § 16:3,16.4.

(17) See,e.g.,Cal.Corp.Code § 15901.02,15903.03,15904.04(West 2008,2023) ;6 Del.C. § 17-101,17-303,17-403(West 2017 2021,2022);N.Y. Partnership Law § 90,96,98(West 1922); National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, Uniform Limited Partnership Act (2001)(Last Amended 2013) § 102(7)(11)(12)(13),303,404,https://www.uniformlaws.org/HigherLogic/System/DownloadDocumentFile.ashx?DocumentFileKey=97a8ae95-627c-8d7b-555f-fac280ec75a2&forceDialog=0.

(18) Landa,Rowland and Hong,supra note 7, § 27:2（デラウェア州のリミテッド・パートナーシップであることが多いとする）。

を行う。そのパートナーシップのジェネラル・パートナー（general partner〔通常組員（無限責任組員）〕）は、投資金を取得してパートナーシップの費用を支払うために、リミテッド・パートナーの資本コミットメントに資金を供給することを要求する⁽¹⁹⁾。投資家は、プライベート・エクイティ・ファンドの資本の大部分を拠出しているにもかかわらず、そのファンドの管理に参加せず、その代わりに、ファンドのジェネラル・パートナーまたはファンド・マネージャー（fund manager）が投資決定を行い、日常のファンドの運営をすることに依存している⁽²⁰⁾。ファンド・マネージャーは、ファンドがパートナーシップの場合、ジェネラル・パートナー（あるいはファンドが LLC 会社の場合にはその社員）がそのマネージャーとなることが多いが、ジェネラル・パートナーがパートナーシップまたは LLC 会社の場合には、投資顧問（investment adviser）などがファンド・マネージャーとなることがある（本稿図 1 を参照）。

プライベート・エクイティ・ファンドは、一般的に、そのファンドの原投資金に関して投資家にとって最大限の税効率を達成するために構成されることになるが、最も基本的な基準で、パートナーシップが合衆国連邦所得税の目的のためにフロー・スルー組織体（flow-through entity）⁽²¹⁾であること理由として、典型的な投資ビークル（investment vehicle）としてパートナーシップが選択されている⁽²²⁾。したがって、合衆国内の適格事業体（business

(19) Id（ジェネラル・パートナーは、しばしば、リミテッド・パートナーシップ、または、合衆国連邦所得税の目的でパートナーシップとして扱われる LLC 会社（Limited Liability Company〔有限責任会社〕）の場合があり、また、ジェネラル・パートナーの一部または全部が合衆国の個人であることも多いといわれる）。

(20) Id（これらの制限は、一般的に投資家を責任から保護する効果がある）。

(21) 26 U.S.C.A. § 701, I.R.C. § 701(West 1954)（パートナーシップ自体は、連邦所得税の課税の対象にはならず、パートナーとして事業を実施する者は、その者の別個の資格または個人の資格においてのみ所得税の支払義務があると規定する）; 26 U.S.C.A. § 761, I.R.C. § 761(West 2015)（パートナーシップの定義）。

entity) であるパートナーシップは、合衆国連邦所得税の課税の対象にはならず、パートナーシップの収入、利益および損失などはパートナーへ流れ (flow through)、パートナーが所得税の納税義務を負うことになる⁽²³⁾。また、ファンド媒体として LLC 会社 (Limited Liability Company) が利用される場合も、法人 (corporatin) かパートナーシップかの選択のため内国歳入庁 (IRS) に届け出る Form 8832⁽²⁴⁾ の該当箇所のボックスにチェックマークを入れる、いわゆるチェック・ザ・ボックス規則 (check-the-box regulations) により、LLC 会社もパートナーシップとして取り扱われ、フロー・スルー課税を受けることができる⁽²⁵⁾。

(ウ) 特徴 プライベート・エクイティ・ファンドは、通常、そのファンドのスポンサー (sponsor [発起人]) が見込みのある投資家から要望する水準の資本コミットメントを得て当該投資家をファンドに受け入れたときに、設立される。プライベート・エクイティ・ファンドは、典型的なものとして、次のような特徴があるプライベート・ファンドである⁽²⁶⁾。

① プライベート・エクイティ・ファンドは、長期的な投資期間での投資戦略にしたがって、主に流動性の低い証券⁽²⁷⁾ またはその他の資産に投資する。

② プライベート・エクイティ・ファンドは、資本コミットメントの最初のクロージング (closing [締切り])⁽²⁸⁾ 後の指定された期間 (通常、12ヶ月か

(22) Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § § 16:5, 26:1, 27:1.

(23) Id. 26:1.

(24) Form 8832 (Rev. December 2013), <https://www.irs.gov/pub/irs-pdf/f8832.pdf>.

(25) 26 C.F.R. § § 301.7701-2, 301.7701-3, 7701-5, Treas. Reg. § § 301.7702-2, 301.7701-3, 7701-5 (West 2006, 2019).

(26) Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 16:3; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 16, § 13:1.

(27) プライベート・エクイティ・ファンドは、一般的に「ポートフォリオ企業」 (portfolio companies [投資対象企業]) として知られる発行会社の中で、限定された数のポートフォリオ企業に投資し、通常、非流動性の私募 (privately placed) の証券の大きなまとまった数量を取得する。Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 16, § 13:1.

ら18ヶ月の期間）の間のみ投資家の投資を受け入れる。

③当該ファンドの投資家⁽²⁹⁾は、そのファンドに資本コミットメントを行い、それに従って、ファンドのスポンサーによって要求されるときに、そのファンドに当該資本拠出を行うことに同意する。

④当該ファンドの投資家は、そのファンドの期間中、固定化（locked in）され、したがって、そのファンドから撤退する権利、またはその他の方法でファンドに投資家の持分の償還をする権利はなく、また、そのファンドの期間は通常10年から13年である。

⑤当該ファンドの投資家は、そのファンドがその投資を売却またはその他の方法で処分するときに、ファンドから現金の分配を受け取るか、または、証券が容易に売買できるようになるとき、証券の現物による分配を受け取ることができる。

⑥当該ファンドのスポンサーは、そのサービスに関して、次の (a) (b) について受け取る。(a) ファンドが投資を行っている最初の期間の間、資本

(28) プライベート・エクイティ・ファンドは、クローズド・エンド媒体（closed-end vehicle）であり、クロージング後は新しい投資家を受け入れないが、ファンドの中には、最初のクロージングから数年度、ファンドが追加的なクロージングを行う期間が規定されていることもある。Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 16:16（プライベート・エクイティ・ファンドの「コミットメント期間」は、通常、ファンドの最初のクロージング日に開始して5年から6年の期間である）; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 16, § 13:1（例えば、最初のクロージングから2年後のように、通常、ファンドが追加的なクロージングを有することができる期間が決められている）。

(29) プライベート・エクイティ・ファンドの場合、通常、大規模な投資家が資本コミットメントを行い、その各投資家の額は500万ドル以上だといわれる（Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 16, § 13:1）。また、プライベート・エクイティ・ファンドに積極的な投資家の種類には、(i) 大学、慈善的基金・財団、公的年金プラン、教会プラン、ERISA（従業員退職所得保障法）プランのような合衆国の非課税の投資家、(ii) 銀行、保険会社、会社のような合衆国の課税機関、(iii) 合衆国および非合衆国の富裕層（high net worth）の個人およびファミリー・オフィス、(iv) 非合衆国の年金プラン、(v) 非合衆国の政府組織体、および (vi) 非合衆国の会社が含まれる。Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 16:6.n.1.

コミットメントの割合として、通常、計算される管理手数料、および、その後、ファンド投資家の未返還の投資資本の割合として計算される管理手数料、および (b) ファンド投資の売却その他の処分に基づいて、または、ファンド投資家への証券の現物による分配に基づいて、ファンド投資家により実現された純利益の割当てを、受け取る。

なお、プライベート・エクイティ・ファンドは、通常、その投資しているポートフォリオ企業 (portfolio company [投資対象企業]) において、かなり大きな株式および (または) 負債のポジションをとるので、ポートフォリオ企業の経営において積極的な役割を果たすのが一般的であり、例えば、ファンド・マネージャーの代表者が取締役会や執行委員会への参加、専門知識の提供、事業紹介、幹部の採用を支援し、ポートフォリオ企業の潜在的な購入者を特定することが行われる⁽³⁰⁾。

(2) ヘッジ・ファンド

(ア) ヘッジ・ファンドの意義　ヘッジ・ファンドは、幅広い投資戦略のなかの一つ以上の戦略をとっていることから、その用語を正確に定義することはできないけれども、限られた数の知識・経験のある投資家や機関投資家からの資本をプール (pool [共同出資]) し、証券またはその他の商品に投資する未登録の投資ビークルを意味する⁽³¹⁾。なお、ヘッジ・ファンドの「ヘッジ」は、賭けで両賭けする (hedge one's bets) という言葉に由来することで、反対側に賭けることによって、投機での損失の可能性を限定することを意味する⁽³²⁾。現在では、一般的に認められる定義を定めるのではなく、ヘッジ・ファンドに共通する一般的な特徴によって分類されることが多い⁽³³⁾。

(30) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 16, § 13:17.

(31) Landa,Rowland and Hong,supra note 7, § 20:1;Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note16, § 1:1. 拙稿・前掲注(12)61頁参照。

多様な投資戦略を採用するヘッジ・ファンドは、特に機関投資家などによって、ヘッジ・ファンドがリターンの分散に役立ち、そのようにすることで、投資ポートフォリオ・リスク全体を軽減するのに役立つ、魅力的なオルタナティブ（alternative〔代替〕）資産類となるという認識が高まったため、1980年以降、大幅に成長している⁽³⁴⁾。

（イ）一般的な構造 アルフレッド・ウインスロー・ジョーンズが創設したヘッジ・ファンドは、前述したように、ジェネラル・パートナーシップであった。その後、リミテッド・パートナーシップに変更された。近年のアメリカ国内のヘッジ・ファンドは、プライベート・エクイティ・ファンドと同様に、リミテッド・パートナーシップが多いが、LLC 会社も増加しているといわれている⁽³⁵⁾。ヘッジ・ファンドのマネージャーおよび個々のポートフォリオ・マネージャーは、ほとんどの場合、ファンドに自分の資産によ

(32) Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* 25 (Random House Trade Paperbacks 2000); Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 16, § 1:1（今日では多種多様なヘッジ・ファンドが存在し、その多くは投資をヘッジしようとしないうる場合もありうる）。拙稿・前掲注(12) 61頁-62頁参照。

(33) なお、投資顧問（investment advisor）にスケジュール D（Schedule D）の一部としてファンドに関する特定の情報を開示することを要求するフォーム ADV パート 1、プライベート・ファンド報告の内容においてセクション 7.B. (1) に含まれる「ヘッジ・ファンド」とは、プライベート・ファンド（証券化資産ファンド以外のもの）を意味し、(a) 1 人以上の投資顧問（または投資顧問の関係者）が、未実現利益を考慮して計算されたパフォーマンス報酬または配分を支払われることができるもの、(b) 純資産価値（コミットされた資本を含む）の半分を超える金額を借りることができるか、または純資産価値（コミットされた資本を含む）の 2 倍を超える総想定エクスポージャー（exposure）を持つことができるもの、または (c) 証券またはその他の資産を空売りすることができるか、または同様の取引を行うことができるものを意味する。Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 7:6 n.3.

(34) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 16, § 1:1（多くのヘッジファンドは、投資家の投資損失のリスクまたは利益を高める可能性のあるレバレッジやその他の投機的な投資慣行を追求することにより、あらゆる種類の市場で利益を得ようとしている）。

(35) *Id.* § 2:7-2:9. 拙稿「ヘッジ・ファンドの運営と法規制」福岡大学法学論叢 67 巻 3 号 427 頁以下（2022）（とくにヘッジ・ファンドの構造についての図 1）参照。

り多額の投資を行うことで、顧客のパートナーになることから、このことはファンド・マネージャーの利益を外部投資家の利益と一致させ、ファンド・マネージャーを同じ投資リスクにさらすため、外部投資家を引き付けることができることが指摘される⁽³⁶⁾。

なお、合衆国内の投資顧問は、合衆国以外の国で設立されたオフショア・ヘッジファンド (offshore hedge funds) だけでなく、多重のプール資産の統一した運営を認める「マスター・フィーダー」(master-feeder) 構造を利用して関係のオフショア・ファンドを運営することが少なくない⁽³⁷⁾。

また、ヘッジ・ファンドは、最大限の税効率を達成するためにリミテッド・パートナーシップまたは LLC 会社の組織形態をとることにより、プライベート・エクイティ・ファンドの場合と同様に、フロー・スルー組織体として、連邦所得税の課税の対象にはならないことが認められる⁽³⁸⁾。

(ウ) 特徴 ヘッジ・ファンドに共通する一般的な特徴は、次のようなものが挙げられる⁽³⁹⁾。

①ヘッジ・ファンドは、主に短期的で流動性のある、またはその他の容易に市場性のある証券またはその他の資産に投資および取引する投資戦略を追求する。ヘッジ・ファンドの資金調達戦略はファンドにより大きく異なり、家族や友人を通じて資金を調達するファンド、大規模な投資家の支援を受けて形成されたファンド、年金制度などの機関投資家に主に販売されるファンドもある。

②ヘッジ・ファンドは、通常、その持分がファンドの存在中に継続的に提

(36) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 16, § 1:1.

(37) Id. § 2:7.2:10. なお、拙稿・前掲注 (35) 439頁および442頁に掲載する、マスター・フィーダー構造の図3、およびオフショア・ファンドの構造の図2を参照。

(38) Landa,Rowland and Hong,supra note 7, § 26:1,28:1.

(39) Landa,Rowland and Hong,supra note 7, § 16:3:20:1;Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 16, § 1:1.

供および販売される、オープン・エンド（open-end）のファンド⁽⁴⁰⁾である。

③ヘッジ・ファンドの期間は、通常、固定化されない。

④ヘッジ・ファンドの投資家は、「ロックアップ」（rock-up）期間⁽⁴¹⁾を条件として、定期的かつ特定の基準（例えば、毎月、四半期ごと、半年ごと、または毎年）にヘッジ・ファンドへの投資を撤回（withdraw）または償還（redeem）する権利⁽⁴²⁾を有する。

⑤ヘッジ・ファンドのスポンサーまたはマネージャーは、通常、12か月の期間の終わりに、その期間中のヘッジ・ファンドのポートフォリオの実現および未実現の純増価の指定された割合に等しい金額⁽⁴³⁾を受け取る。

（3）ベンチャー・キャピタル・ファンド

（ア）ベンチャー・キャピタル・ファンドの意義 ベンチャー・キャピ

(40) ヘッジ・ファンドは、通常、年金基金、保険会社、その他の重要な資産を持つ機関や個人の知識・経験のある投資家に対してのみ、その証券を発行し、公に宣伝されていない「私募」（private offerings）である。

(41) 多くのヘッジ・ファンドは、投資家がファンドからの撤退（withdrawing）を禁止されている「ロックアップ」期間（通常、投資家の最初の投資日から1年から3年の範囲）を課しているが、一部のファンドでは、この期間中に引き出したい投資家は、手数料の支払いなどにより撤退することが認められる。 Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 20:10.

(42) リミテッド・パートナーシップとして構成されたヘッジ・ファンドでは、各投資家は資本勘定（capital account）を有し、その残高はファンドの投資および負債の投資家の比例的分担を反映する。各資本勘定は、投資家が追加の資本拠出を行うか、あるいは利益が投資家に割り当てられる範囲で増加し、投資家が撤回または償還を行い、あるいは費用または損失が投資家に割り当てられる範囲で減少する。会社として構成されたヘッジ・ファンドでは、投資家には、ヘッジ・ファンドの利益および損失に参加する一体化された株式が発行される。 Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 20:1.

(43) ヘッジ・ファンド管理手数料には、通常、基本管理手数料およびパフォーマンス構成部分の2つの部分が含まれる。基本管理手数料は、通常、ファンドの資産のパーセンテージである（例えば、年間1%から2%）。パフォーマンス部分は、通常、指定された期間中のファンドの価値の増加の割合である（例えば、1年間のプラス・リターン⁽⁴³⁾の20%から50%）。 Lemke, Lins, Hoening, and Rube, supra note 16, § 1:1.

タル・ファンド (venture capital fund [VC fund]) は、会社の成長の非常に早い段階でその会社に投資するプライベート・エクイティ・ファンドの一種である。ベンチャー・キャピタル・ファンドには、会社設立前後の「シード・ステージ」(seed stage)、会社の成長の初期段階である「アーリー・ステージ」(early stage)、および会社の成長の後期段階である「レイト・ステージ」(late stage) のような、いくつかの種類に投資し、多くの場合、非常に柔軟な投資を行う⁽⁴⁴⁾。

ベンチャー・キャピタル・ファンドの沿革については、富裕な者やファミリーが伝統的に小規模企業に資金を提供していたことから、これらの者が最初のベンチャー・キャピタル投資であるといわれており、1940年代から、これらのファミリーのベンチャー・キャピタル投資を管理するために、プライベート・ベンチャー・キャピタル会社 (private venture capital company) が設立された⁽⁴⁵⁾。

(イ) 特徴　ベンチャー・キャピタル・ファンドの特徴として、次のようなものが挙げられる⁽⁴⁶⁾。

(i) ベンチャー・キャピタル・ファンドは、ほとんどの場合、シード・ステージの投資については7年から10年、レイト・ステージの投資については3年から7年のような、ポートフォリオ企業を保有するための比較的長い期間構造を有する。

(ii) プライベート・エクイティ・ファンドと同様に、ベンチャー・キャピタル・ファンドの主要な投資家は機関投資家⁽⁴⁷⁾と富裕層の者である。

(iii) ベンチャー・キャピタル・ファンドは、しばしば、ポートフォリオ

(44) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 16, § 13.2.

(45) Landa,Rowland and Hong,supra note 7, § 24.3.

(46) Landa,Rowland and Hong,supra note 7, § 24.2;Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 16, § 13.2.

企業にかなりの株式を取得し、ポートフォリオ企業の成長および発展をさせる目的をもって事業に積極的に影響を及ぼす。

(iv) ベンチャー・キャピタル・ファンドの投資は、ファンドの投資価値を保護するために、しばしば、清算優先権と希薄化防止権を付与する優先株式の形をとる。

(v) ベンチャー・キャピタル・ファンドは、しばしば、ポートフォリオ企業における株式を保有し続け、それらの株式を市場で売却するのではなく、ファンド株主に株式を分配することもある。

(vi) ベンチャー・キャピタル・ファンドは、しばしば、パートナー間で利益と損失を配分し、ファンド契約（fund agreement）に示されているような時期に事前の配分に従って現金を分配する。

(vii) ベンチャー・キャピタル・ファンド・マネージャーは、上級管理職チームを交代または補完し、戦略的助言および業界接触を提供することにより、ポートフォリオ企業の成長を進めることに積極的である。

（４）その他のプライベート・ファンド

（ア）レバレッジド・バイアウト・ファンド プライベート・エクイティファンドの一種であるレバレッジド・バイアウト・ファンド（leveraged buy-out funds。以下「LBO ファンド」という）は、一般に、会社の業績を改善するために、例えば投資銀行から多額の現金を借りて（レバレッジ

(47) なお、1958年中小企業投資法（Small Business Investment Act）の制定により、銀行持株会社の規制のために株式投資を行うことについて以前では制限されていた銀行は、ベンチャー・キャピタル投資の重要なプレーヤーになることができるようになり、また、1970年代後半に始まったERISA（Employee Retirement Income Act 1974（従業員退職所得保障法））の改正および税法規制の緩和、特に年金基金が投資のリスク・プロファイルを分離してではなくむしろポートフォリオの関係において判断することを許されようになった変更によって、年金基金もベンチャー・キャピタル投資に参加することが可能になった。Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 24.3.

(leverage [梃子 (てこ) の意味]))、多くのポートフォリオ企業の株式の全部またはかなりの部分を購入し、後にその企業を売却するとか⁽⁴⁸⁾、またはその企業に株式を発行させて、それによって利益を上げるものである。レバレッジド・バイアウトの多くは、買収対象企業の経営陣が関与し、マネジメント・バイアウト (MBO) として知られてる⁽⁴⁹⁾。

(イ) メザニン・ファンド　メザニン・ファンド (mezzanine fund) も、プライベート・エクイティ・ファンドの一種であり、いわゆる「メザニン・ファイナンス」(mezzanine financing) を企業に提供するものである。メザニンという言葉は、「中央」または「中間」に由来するもので、メザニン・ファイナンスは、一般的に、企業の銀行融資および他の未払債務よりも後順位 (junior) であるが、高利回り債およびエクイティ (equity) よりも先順位 (senior) であり、すなわち、これらの他の形態の資金調達ギャップを埋めた中間にある、私募債とエクイティのハイブリッド形態で構成される⁽⁵⁰⁾。

メザニン・ファンドの投資は、通常、株式ワラント、転換権などと結びついた魅力的な利息または配当率をもった債務証券または優先株式であり、純粋なベンチャー・キャピタルおよびプライベート・エクイティ投資よりもリスクは低くなる⁽⁵¹⁾。

プライベート・エクイティ・ファンドがポートフォリオ企業の売却時に利益の大部分を生み出す場合とは異なり、メザニン・ファンド投資は、一般的に、利息の支払い (現金または「現物による支払」)、「発行時割引」(original

(48) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 16, § 13.3 (「第二次バイアウト」(secondary buy-outs) 取引または「プライベート・ツー・プライベート (private-to-private) 取引」として知られる他の LBO ファンドに売却することもある)。

(49) Id.

(50) Landa,Rowland and Hong,supra note 7, § 24.9;Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note16, § 13.4.

(51) Landa,Rowland and Hong,supra note 7, § 24.9;Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note16, § 13.4.

issue discount (OID) の割賦償還 (amortization)、およびポートフォリオ企業からの手数料の形で、しばしば、かなりの経常利益を生み出している⁽⁵²⁾。メザニン・ファイナンスの期間は通常、他のタイプのデット・ファイナンスよりもやや長く、多くの場合、満期は6年から10年である⁽⁵³⁾。

(ウ) デイストレスト・ファンド　　デイストレスト・ファンドは、デイストレスト証券 (distressed securities)、すなわち、困窮 (distressed) している会社における大幅な割引で取引される銀行債務、ローン、私募、取引請求、その他の債務証券に投資することに集中するものである。デイストレスト・ファンドは、主として破綻状態にある会社の債務証券を取得するが、破産または会社更生から抜け出そうとする会社の多様な債務証券の保有者は、交換またはその他の和解の一部として、しばしば、当該会社からその株式を受け取ることから、デイストレスト・ファンドが多量の株式を保有することになる⁽⁵⁴⁾。

したがって、デイストレスト証券投資は、ファンド・マネージャーがデイストレスト証券を積極的に売買して差額の利益を得る場合、そのデイストレスト・ファンドはヘッジファンドの戦略に一層近くなる。他方、ファンド・マネージャーが発行会社のデイストレスト証券を長期間保有し、その会社に対して積極的に経営に参加して、会社再建を目指す場合、そのデイストレスト・ファンドは、最初は債券に投資しているが、プライベート・エクイティ・ファンドと共通の投資アプローチをとることになる。この場合は、プライベート・エクイティ・ファンドおよびベンチャー・キャピタル・ファンドと同様

(52) Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 24:10.

(53) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 16, § 13:4; Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 24:9 (バイアウト・ファンドの場合と同様に、ほとんどのメザニン・ファンドは、売却または新規株式公開を通じて、または場合によっては新しい融資で会社の債務を借り換えることによって、約3～5年以内に投資を終了することを計画している)。

(54) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 16, § 13:5.

に、デリストレスト・ファンドのファンド・マネージャーは、会社の再建時にファンドが保有するその会社の株式を最終的に処分することを目的として、ポートフォリオ企業の見通しを改善することを求めることになる⁽⁵⁵⁾。

(エ) 不動産ファンド 不動産ファンド (real estate) は、プライベート・エクイティ・ファンドの変種であり、プライベート・エステイト・ファンドとしても知られる。1990年代から普及した不動産ファンドは、一般に、投資家がある程度の分散を維持しながら、大規模で流動性の低い不動産資産に投資することを可能にする⁽⁵⁶⁾。不動産ファンドは、対象不動産の直接の過半数または少数株主の所有権の取得、不動産資産により担保される債務の購入、不動産ベンチャーへの融資を含む、多くの方法で投資を構築することができる⁽⁵⁷⁾。不動産ファンドは、一般に、不動産の賃貸からの純キャッシュフローと、不動産の市場価値からの増価の2つの方法でリターンを求めているが、これらのリターンの目標は、多かれ少なかれ、不動産市場、金利環境、およびファンドとその投資家の目的と戦略に大きく依存することになる⁽⁵⁸⁾。

不動産ファンドは、一般的に、プライベート・エクイティ・ファンドに類似した組織がとられる。例えば、合衆国内の不動産ファンドは、通常、ファンド・マネージャーおよび(または)その従業員により所有または管理されるジェネラル・パートナーの組織体 (entity) である、リミテッド・パートナーシップとして、しばしばデラウェア州において設立される⁽⁵⁹⁾。

不動産ファンドの投資戦略は、ほとんどの場合、次のような4つの基本的な戦略に従う⁽⁶⁰⁾。

(i) コア (core) 戦略は、既に稼働され、収益を生み出している優良物件

(55) Id.

(56) Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 24:12; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 16, § 14:1.

(57) Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 24:12.

(58) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 16, § 14:2.

(prime property) に焦点を当ててるものである（保守的な不動産投資で、コア戦略は少ない）。

(ii) コアプラス (coreplus) 戦略は、レバレッジを用いることによって、またはまだ完全にもしくはほとんど完全に入居されていない物件に投資することにより、コア投資へのリターンを拡大することを求めるものである。

(iii) 付加価値 (value-added) 戦略は、物件が利益を上げることができる前に改修、再建または他の作業を必要とする物件を購入するという一層リスクのある実行を通じて、一層高いリターンを求めるものである。

(iv) 日和見主義 (opportunistic) 戦略は、最も積極果敢な戦略を用いており、これは不良または非常に投機的な不動産資産への投資を含むものである。

不動産ファンドの場合、一般的なプライベート・エクイティ・ファンドと同様に、不動産ファンドのマネージャーは、通常、前もって資本コミットメントを求め、不動産ファンドの期間は通常5年から10年である。また、不動産ファンドのスポンサーまたはマネージャーは、顧客と一緒に投資することが期待されており、プライベート・エクイティ・ファンドと同様、マネージャーの手数料は、マネージャーの利益を投資家の利益と一致させるように設計されて、投資家のリターンが高いほど、マネージャーの手数料収入も高くなる⁽⁶¹⁾。

(オ) ファンド・オブ・ファンズ ①意義 ファンド・オブ・ファンズ (fund of funds) は、証券または他の商品に直接に投資するのではなく、

(59) Id. § 14.3. 不動産ファンドの場合、伝統的なファンド・スポンサーに加えて、不動産開発業者および運営者もまた不動産ファンドのスポンサーとなる場合がある。立地と現地市場の活力が不動産投資の成功の重要な要素であることを考慮すれば、地元の事業会社とのパートナーシップが、通常、不動産ファンドの投資戦略にとって重要であると考えられている。Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 24:12.

(60) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 24:12; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 16, § 14:2.

(61) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 16, § 14:1.

他のベンチャー・キャピタル・ファンドやヘッジ・ファンドなどの特定の種類のファンドに投資したり、あるいは、すべてのファンド・タイプにわたって投資資本を配分したりすることができるファンドである⁽⁶²⁾。ファンドオブファンズは、通常、リミテッド・パートナーシップまたはLLC会社として設立される⁽⁶³⁾。

②利点 ファンド・オブ・ファンズは、投資家にとって、次のような利点を提供する。(i) ファンド・オブ・ファンズのマネージャーがその基礎となるファンドへの投資の選択の際に評価する専門知識を有すること、(ii) 他の方法では大規模な機関投資家に限定される、トップ・ファンド・マネージャーとの関係およびファンドへのアクセスをとれること、(iii) ファンド・オブ・ファンドは、例えば、従来のヘッジ・ファンドよりも投資額の最低額が低くなっていることが多いこと（例えば、100万ドルの代わりに、2万5000ドルまたは10万ドル）、(iv) ファンド・オブ・ファンズは、例えば、多くのヘッジ・ファンドにわたってポジションを保有していることが一般的であることから、投資家は、より多くの投資ファンドだけでなく、より多くの投資戦略やファンド・マネージャーにわたって、分散投資が増加または促進されることなどが挙げられる⁽⁶⁴⁾。

③欠点 これに対し、ファンド・オブ・ファンズの欠点として、次のようなものが挙げられる。(i) ファンドの手数料について、例えば、ファンド・オブ・ファンズとその基礎となるヘッジ・ファンドの両方が手数料を請

(62) Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 24:18; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 16, § 11:1 (ファンド・オブ・ファンズは、通常、他の15から25のファンド (ヘッジ・ファンド) に投資する)。拙稿・前掲注 (35) 442頁に掲載するファンド・オブ・ファンズの図4参照。

(63) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 16, § 11:5.

(64) Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 24:18; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, supra note 16, § 11:2

求する可能性があるため、投資家が直接および間接的に負担する手数料の全体的なレベルは、基礎となるヘッジ・ファンドに直接投資する場合よりも高くなる可能性があること、(ii) 機関投資家のような特定の資産配分目標を持つ投資家にとって、ファンド・オブ・ファンズが十分に定義された投資戦略を有することが重要になること（ファンド・オブ・ファンズは、その性質により、しばしば特定の投資戦略がなく、むしろ多数の戦略を含むことがある）、(iii) ファンド・オブ・ファンズは、財務情報や税務情報の受け取りを含む、多くの項目について基礎となるファンドに重く依存しているので、管理上の負担の問題が生じることなどが、挙げられる⁽⁶⁵⁾。

(カ) セカンダリー・ファンド　セカンダリー・ファンド（secondary funds）は、「セカンダリー」（secondaries）と呼ばれることもある流通市場（secondary market [二次市場]）の持分（interests）を取得するため、既存の投資家からプライベート・ファンドにおける持分を購入し、あるいはファンド・マネージャーからポートフォリオ企業において直接持分を購入したり、または両方の戦略を並行して追求することにより、ファンド・オブ・ファンズのように、投資家のための分散投資を提供するものである⁽⁶⁶⁾。とりわけ、プライベート・エクイティ・ファンドの投資家は、プライベート・エクイティ投資のパフォーマンスの低下、流動性を高める必要性、企業のプライベート・エクイティ・セクターへの全体的な配分を調整または再配分する必要性、銀行・保険会社などの業界規制上の制約など様々な理由のため、ファンドの終了前に持分の処分を求めることがある⁽⁶⁷⁾。

(65) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 16, § 11:2.

(66) Landa,Rowland and Hong,supra note 7, § 24:23（ヘッジ・ファンドは、一般に、流動性を必要とする投資家にファンドの持分を償還（第三者にファンド持分を譲渡するよりも一般的に容易で迅速である方法）することを認めているので、ヘッジ・ファンド投資はあまり一般的ではない）;Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 16, § 13:34.

(67) Lemke,Lins,Hoenig,and Rube,supra note 7, § 13:34.

セカンダリー戦略に特化した最初のファンドは1980年代に登場し、その後、2007年および2008年に出現した金融危機は、大規模な損失と市場流動性の制約の状況の中で、プライベート・ファンドの持分を売却することを求める投資家が流通市場に殺到したので、流通市場としてのセカンダリー・ファンドの知名度と重要性を高めたといわれる⁽⁶⁸⁾。

セカンダリー・ファンドは、部分的または完全に投資されたファンドの持分を購入するため、投資は一般的にリターンの実現に近いことは、セカンダリー・ファンドがプライマリー・ファンド (primary funds [ファンド・オブ・ファンズの基礎となるファンド]) よりも投資家に迅速なリターンを提供することができる⁽⁶⁹⁾。なお、セカンダリー・ファンドの投資家は、ファンド・オブ・ファンズの投資家のように、二段階の手数料の支払に服することになる⁽⁷⁰⁾。

(キ) オフショア・ファンド 合衆国内で設立された多くのヘッジ・ファンドのマネージャーは、国内のヘッジ・ファンドの運営に加えて、合衆国外で設立されたオフショア・ファンド (offshore funds [在外ファンド]) を運営している。投資家による投資の柔軟性を高めること、合衆国外における税制上の優遇措置のメリットなどから、しばしば、合衆国のヘッジ・ファンドとの並行ファンドとして、合衆国内のファンドと同じ投資戦略を持つオフショア・ファンドが設立される⁽⁷¹⁾。

オフショア・ファンドは、一般に、税制上の優遇措置のある、英領バージン諸島、ケイマン諸島などのようなタックス・ヘブデン (tax haven [租税回避地]) において設立されるが、リミテッド・パートナーシップ (または

(68) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 24:23.

(69) *Id.* § 24:23.

(70) *Id.* § 24:24.

(71) Lederman and Klein, *supra* note 12, at 117-120; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 16, § 9:1.9.2.

LLC 会社）として設立される合衆国内のヘッジ・ファンドとは異なり、しばしば、会社形態で設立される⁽⁷²⁾。その取締役会が、オフショア・ファンドの運営において中心的な役割を果たし、そのファンドの一般的な監督責任を負う。もっとも、ほとんどの合衆国内のファンドにおいてジェネラル・パートナーまたは経営担当社員が通常ファンドの管理を担当する場合とは異なり、オフショア・ファンドの会社には、ジェネラルパートナーがいないため、そのオフショア・ファンドは、一般的に、投資マネージャー（investment manager）と契約を締結することになる。多くの場合、投資マネージャー自身が副アドバイザー（sub-adviser）（合衆国を拠点とするファンド・マネージャーであることが多い）と契約して、ファンドの資産を管理する⁽⁷³⁾。

日々の取引活動に関しては、オフショア・ファンドは、通常、同一のファンド・マネージャーによって管理される合衆国内のファンドまたは口座と足並みを揃えて（*pari passu*）取引をするが、マネージャーのなかには、これらの状況における配分および類似の取引の問題を部分的に単純にするために、マスター・フィーダー・ファンド構造（*master-feeder fund structure*）⁽⁷⁴⁾ を利用している⁽⁷⁵⁾。

(72) Lederman and Klein, *supra* note 12, at 120; Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 16, § 9.3.

(73) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 16, § 9:4.9-5.

(74) マスター・フィーダー構造（*master-feeder structure*）とは、合衆国および海外の投資家によって調達された課税対象および非課税の資本を、マスター・ファンド（*master fund*）として知られる単一の投資媒体（*vehicle*）に共同出資（*pool*）するために一般的に用いられる 2 層のヘッジファンド構造である。See e.g., Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 16, § 2:10-2:12. 拙稿・前掲注 (35)442頁 - 443頁および図 3 参照。

(75) Lemke, Lins, Hoenig, and Rube, *supra* note 16, § 9:1.

3 ヘッジ・ファンドによるアクティビスト投資

(1) 株主アクティビズム

株式会社のコーポレート・ガバナンスおよび会社の支配に関して、バーリ＝ミーンズは、その古典的な著作のなかで、当時の大規模株式会社においては、いわゆる所有と経営の分離の現象が生じ、その会社の株式が広範囲に分散されており、会社を支配するのに十分な株式を有する者がいないこと、したがって、實際上、経営者が株主の支配を脱して経営専門家として会社を支配しているということを指摘していた⁽⁷⁶⁾。

その後、会社のコーポレート・ガバナンスに関して、会社法のみならず、経済・経営の分野においても多様な見解が主張されてきた。例えば、会社の取締役および経営者（manager）が株主の利益に忠実に従うことによって「エージェンシー・コスト」（agency cost）を削減することであるとする見解⁽⁷⁷⁾、会社の意思決定者である多数の株主の間でコンセンサスを達成することは困難で、株主が積極的な役割を果たすことを妨げている集団行動の問題を克服するために必要なものとして唯一の取締役会の権限に求める見解⁽⁷⁸⁾などが主張されている。

また、合衆国の会社法における取締役会と株主の間の基本的な権限配分は疑問であるとして、株主が会社の基本的なコーポレート・ガバナンスの取り決めの変更および提案を議決する権限を与えられ、株主の介入権を高めることにより、コーポレート・ガバナンスが改善されて株主価値を高めることができるとする見解も主張されている⁽⁷⁹⁾。

(76) Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 84-94, 118 (MacMillan, 1932)（「バーリ＝ミーンズ」と略す）。

(77) See, e.g., Margaret M. Blair and Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 Va. L. Rev. 247, 250-251 (1999).

(78) See, e.g., Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 557-559 (2003).

さらに、前記のように取締役会権限モデルと株主権限モデルのように競合的に捉えるのではなく、むしろ、現代の会社における会社内部者と株主の動態（dynamic）は共同的（collaborative）なものであり、株主は、もはやバーリ＝ミーンズの主張するような分散して受動的な者ではなく、権限を与えられているが、支配権を奪い取るのではなく、内部者と共同して取り組んで、新しい情報と識見を営業上の意思決定にもたらすために、より大きな権限を行使しているという主張も出されている⁽⁸⁰⁾。

ところで、1990年代に入って、従来の敵対的買収の事案における敵対的な株主の関与と違った形で、株主アクティビズム（Shareholder Activism〔株主行動主義〕）が出現した。この株主アクティビズムは、長期的な株主価値の向上を目的とした少数株主による権利の行使または執行として説明されている⁽⁸¹⁾。しかし、現在のアクティビズムは広範であり、委任状合戦（proxy contest）、株主提案、株主の関心事項などについて議論し、対応を強制するために経営陣との会合も含まれている⁽⁸²⁾。上記のような行動主義をとるアクティビスト（activist〔活動家〕）は、株主価値を高めることを目標として、

(79) See, e.g., Lucian Arye Bebchuk, The Case for Increasing Shareholder Power, 118 Harv. L. Rev. 833, 836-843 (2005).

(80) See Jill E. Fisch and Simone M. Sepe, Shareholder Collaboration, 98 Tex. L. Rev. 863, 864-865 (2020).

(81) Chee Keong Low, A Road Map for Corporate Governance in East Asia, 25 Nw. J. Int'l L. & Bus. 165, 185-186 (2004); Brian R. Cheffins and John Armour, The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds, 37 J. Corp. L. 51, 56 (2011); Bernard S. Sharfman, Activist Hedge Funds in a World of Board Independence: Creations or Destroyers of Long-Term Value?, 2015 Colum. Bus. L. Rev. 813, 823 (2015)（株主アクティビズムとは、支配権を獲得しようとせずに公開会社内に変化をもたらす目的を有する株主または株主グループの行動と定義する）。

(82) Alexander T. Kraik, Environmental, Social, and Governance Issues: An Altered Shareholder Activist Paradigm, 44 Vt. L. Rev. 493, 511 (2020).

会社に変更をもたらすために株主としての地位を利用することを求めることになる。

しかし、そのアクティビストの用語には、投資信託や年金基金などのような機関投資家と、ヘッジ・ファンドの両方が含まれるけれども、両者の戦略は対照的である⁽⁸³⁾。投資信託などの機関投資家は、伝統的に対立的な行動主義の方法を避けて、定期的な経営陣や取締役との話し合い、株主提案などを通して、「防衛的 (defensive) な株主アクティビズム」の戦略を追求する。これに対し、アクティビスト・ヘッジファンド (activist hedge funds) は、経営陣に対し積極的な立場をとり、「攻撃的 (offensive) な株主アクティビズム」と呼ばれる戦略を追求する⁽⁸⁴⁾。

他方、株主アクティビズムについて、上記のように「防衛的」であるか「攻撃的」であるかの観点による分類ではなくて、株主アクティビストが、対象会社の業務の改善または業績不振の部門の売却をすることをその経営陣に説得したり、または公衆に新しい情報を明らかにすることによって、会社を改善し、株価を上げることに努める場合は「ポジティブ・アクティビズム」といわれ、それとは反対に、アクティビストがしばしば正統的でなくまたは望ましくない方法で対象会社を破壊しようと務め、会社の株価を減少させる介入を通して金儲けすることを求める場合は「ネガティブ・アクティビズム」呼ばれることがある⁽⁸⁵⁾。

(83) Kraik, *supra* note 82, at 511-512.

(84) *Id.* 512-513.

(85) Barbara A. Bliss, Peter Molk, and Frank Partnoy, *Negative Activism*, 97 *Wash. U. L. Rev.* 1333, 1337-1338 (2020). (ネガティブ・アクティビズムを、(i) アクティビストが過大評価されていると考える株式の会社についての真実を明らかにして伝える情報ネガティブ・アクティビズム、(ii) 収益源およびキャッシュフローを取り除きまたは無力にすることなどによって企業の運営を変更しようとする運営ネガティブ・アクティビズム、(iii) ポジティブ・アクティビズムの試みの失敗による、意図しないネガティブ・アクティビズムに分類して、検討する)。

（２）アクティビスト・ヘッジファンドの目的と戦略

（ア）ヘッジ・ファンドの目的　アクティビスト・ヘッジファンドの目的として、（i）対象会社の取締役会の独立性を高めることまたは最高執行役員（CEO）の解任などのような、対象会社のコーポレート・ガバナンスの構造および経営陣の構成の変更、（ii）ファンドが、通常、配当の支払または株式買戻しを要求するような、対象会社の現金を株主に分配することについての要求、（iii）対象会社の売却や、その部門または重要な資産を分離独立させるスピノフ（spin-off）を要求するような、対象会社の再編成の要求、（iv）対象会社の役員報酬またはスタッフの削減を提唱するような、コスト削減方法の模索などが挙げられる⁽⁸⁶⁾。

（イ）ヘッジ・ファンドの戦略　アクティビスト・ヘッジファンドの戦略として、ファンドは、対象となる会社の調査・選択を行い、その会社の株式の一部を取得した後に、（i）株式価値を高める目的で定期的に取り締役員および経営陣とコミュニケーションをとろうとすること、（ii）正式の株主提案を行い、あるいは対象会社を公に批判して世論の圧力を通して変更を要求すること、または、機関投資家の支持を働きかけること（iii）対象会社の取締役会の構成員を得るために委任状合戦をし、または信任義務違反で当該会社を訴えると脅すこと、（iv）取締役会を取り替えるために委任状合戦に着手すること、（v）対象会社を訴えること、（vi）株式公開買付などで対象会社の支配権を取得することを企図することなどが挙げられる⁽⁸⁷⁾。

（ウ）ヘッジ・ファンドのアクティビズムの弊害　ヘッジ・ファンドの

(86) See e.g., Alon Brav, Wel Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, 63 J. Fin. 1729, 1742 (2008); Jeff Schwartz, De Facto Shareholder Primacy, 79 Md. L. Rev. 652, 680 (2020); Bliss, Molk, and Partnoy, *supra* note 85, at 1342-1343; Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 23:1.

(87) See e.g., Brav, Jiang, Partnoy, and Thomas, *supra* note 86, at 1743; Schwartz, *supra* note 86, at 679; Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 23:1.

アクティビズムは、多数の実例の検証により、情報のある株主の監視が対象企業でのエージェンシー・コストを削減することができ、伝統的な機関投資家とは異なり、ヘッジ・ファンドのマネージャーは、そのポートフォリオ企業の価値を増大させるために個人的にファイナンス上の強いインセンティブを持っていることが指摘されている⁽⁸⁸⁾。アクティビストは、通常、短期的に株主価値の向上を目指して、対象会社の運営に介入し、その業務の改善や役員の報酬削減などにより、短期的価値の増加をもたらしとしている⁽⁸⁹⁾。

これに対し、アクティビストが短期的利益⁽⁹⁰⁾を追求して会社の長期的利益に悪影響を及ぼす「短期主義」(short termism)をとることに對して批判がなされており、例えば、アクティビスト株主が、会社の長期間の持続可能な収益性を最大化すること以外の利益によって動機付けられた提案を行う危険性があるとする見解⁽⁹¹⁾や、長期的な価値を犠牲にしてアメリカの会社の

(88) See e.g., Brav, Jiang, Partnoy, and Thomas, supra note 86, at 1729, 1773-1774 (2001年から2006年の期間の大規模な実例の検討の結果、ヘッジファンド・アクティビズムは、平均的な価格を生じさせるものであり、大株主による内部的な監視と会社の乗っ取り屋 (raiders) との間の中間的な立場と考えられ、これらのヘッジ・ファンドの存在とその介入は、株主価値を優先させるための公開企業の経営陣に対する裁量的圧力を行使すると主張する) ; Lucian A. Bebchuk, Alon Brav and Wei Jiang, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, 115 Colum. L. Rev. 1085, 1155 (2015) (1994年から2007年までの期間にアクティビスト・ヘッジファンドによる約2000件の介入の調査結果として、アクティビストの介入によって、長期的なパフォーマンスを犠牲にして生じるパフォーマンスの短期的利益が獲得されることになるという証拠は見出されないことから、政策立案者や機関投資家は、アクティビストの介入は会社およびその株主にとって長期的にコストがかかるという主張の妥当性を受け入れるべきではないと主張する)。

(89) Schwartz, supra note 86, at 681-684.

(90) 短期的利益とは、アクティビスト・ヘッジファンドが重要な数量の会社株式を購入し、比較的短い投資範囲の終わりに一層高い価格でそれらの株式を売却した後に、そのヘッジ・ファンドに発生するであろうキャピタル・ゲイン (capital gain) を指す。Sharfman, supra note 81, at 817; Brav, Jiang, Partnoy, and Thomas, supra note 86, at 1731-1732 では、完成したヘッジファンド・アクティビストの保有期間の中央値が約1年であり、調査対象の実例におけるファンドのポートフォリオ回転率の分析では20ヶ月に近い保有期間が示されている。

株式の市場価格において短期的な増加をさせるためにアメリカの会社を食い物にすることになり、この全面的な広がりのある短期主義は、経済全体を侵食し、我々の国に主として競争上不利なものとする見解⁽⁹²⁾がある。さらに、ヘッジ・ファンドのアクティビストが、株価を高める戦略を認定して会社にもその戦略を採用することを強制するために、証券法が提供する証券保有の透明性を梃子として利用すること、また、会社の社会的・経済的影響とのバランスをとらず、株価の最大化が実際上要求されて、「事実上の株主第一」（de fact shareholder primacy）の現象が生じていることに対して、現在の証券法が要求する対象会社の証券保有の報告よりも早く、ヘッジ・ファンドに開示を要求し、対象証券の購入前に、ヘッジ・ファンドの計画する証券取得と介入を公表することを要求する見解も主張されている⁽⁹³⁾。

さらに、アメリカの会社の政策立案者、弁護士、学者などの間では、短期的な利益を追求するように圧力をかけられることによって、常に優れた長期投資および成長が犠牲にされ、それに応じて会社および投資家に大きな効率コストが課されるという認識がなされている⁽⁹⁴⁾。

(91) Leo E. Strine, Jr., One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?, 66 BUS. L. 1, at 8 (2010) ; Strine, Jr., Who Bleeds When the Wolves Bite?: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System, 126 Yale L.J. 1870, at 1885 (2017) .

(92) Martin Lipton, Important Questions About Activist Hedge Funds, Harv. L. Sch. F. Corp. Governance & Fin. Reg. (Mar. 9, 2013), <https://corpgov.law.harvard.edu/2013/03/09/important-questions-about-activist-hedge-funds/> [https://perma.cc/YYQ4-JMEC]; Martin Lipton, Some Thoughts for Board of Directors in 2017, Harv. L. Sch. F. Corp. Governance & Fin. Reg. (Dec. 8, 2016), <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/08/some-thoughts-for-boards-of-directors-in-2017/> [https://perma.cc/BH9K-YK96]; Bliss, Molk, and Partnoy, *supra* note 85, at 1393.

(93) Schwartz, *supra* note 86, at 652-653, 697-699.

(94) Michal Barzuza and Eric Talley, Long-Term Bias, 2020 Colum. Bus. L. Rev. 104, at 107, 176 (2020).

しかし、例えば、対象会社のマネージャーが長期プロジェクトに過剰投資するインセンティブを持っている場合、短期的な圧力（合理的な範囲内の圧力）は、マネージャーの自信過剰な長期投資を制限し、その結果、長期的なパフォーマンスと成長を改善する可能性がありうる。したがって、短期主義と長期主義とを対立的に考えるのではなく、事業規制および法律等の規制において、短期的バイアス（bias）と長期的バイアスへの対処のバランスを維持することを考慮しなければならない⁽⁹⁵⁾。また、アクティビスト・ヘッジファンドは、会社の経営陣が効率的でない意思決定を行っている可能性があることを取締役会に知らせ、さらに、その会社が進むべき方法について勧告を提供することにより、長期的な価値を生じさせること、また、これらの勧告によって、取締役会は、経営幹部が会社を導いている方向性を検討し、疑い、そして、会社の取るべき道、すなわち、経営陣により推奨される道、アクティビスト・ヘッジファンドにより推奨される道、またはその両方の組み合わせを、選択することが要求されること、さらに、取締役会が経営陣により提供する助言とアクティビスト・ヘッジファンドの間で、決定する公平な仲裁人として行動するのに十分な独立性を持っている場合、アクティビスト・ヘッジファンドは公開会社で長期的な価値を生じさせることができると考えるべきである⁽⁹⁶⁾。

なお、近年、環境、社会およびガバナンス（ESG）に関する問題の影響を受けない会社はほとんどないことから、長期的価値を追求する機関投資家、短期的な株主の利益をもたらすアクティビスト・ヘッジファンド、および会社経営陣の関係でも、ESG問題に対処せざるをえなくなっている。これら三者間の意識の変革が求められ、従来の各行動の調整が要求されることになるであろう⁽⁹⁷⁾。

(95) Id.at 176,190.

(96) Sharfman,supra note 81,at 822.

（3）アクティビスト・ヘッジファンドの規制

（ア）証券法規制　アクティビスト活動において採用される戦略は、証券法規制により影響を受ける。まず、一般的な詐欺禁止規定である証券取引所法10条（b）⁽⁹⁸⁾について、例えば、（i）投資株を持つアクティビストがその証券の価格を上げるために虚偽の噂を広めて、その後、虚偽の情報が是正される前にその株を売却する場合（相場操縦）、（ii）アクティビストが、会社の取締役会での資格を獲得し、その会社の業務について欺瞞的な陳述をするために、その地位を利用して、株価とアクティビストの投資収益を支えるために証券詐欺に従事する場合（詐欺）、または（iii）アクティビストが会社に関する個人的な内部情報を取得し、その情報を使用してその会社の株式において収益の多い取引をする場合（インサイダー取引（insider trading））には、証券詐欺、相場操縦またはインサイダー取引の禁止規定に違反することになる。⁽⁹⁹⁾

アクティビスト・ヘッジファンドの多くは、可能なかぎり、合衆国証券法の規制を回避するように設計されるけれども、1934年証券取引所法13条および同法16条の開示規制の対象となりうる。証券取引所法13条（d）項によれば、同法12条⁽¹⁰⁰⁾に従って登録された株式証券（equity security）の実質的所有権（beneficial ownership）を取得する者（個人投資家やヘッジ・ファンドなども含まれる）が直接的または間接的に当該種類の株式証券の5パーセントを超える実質的所有者（beneficial owner）となる場合、原則として

(97) Kraik, supra note 82, at 494-500, 549-552.

(98) 15 U.S.C.A. § 78j (b) (West 2010)（相場操縦的（manipulative）および欺瞞的（deceptive）な策略）。

(99) 15 U.S.C.A. § 78j (b), 17 C.F.R. § 240.10b-5（相場操縦および欺瞞的な策略の使用）； Bliss, Molk, and Partnoy, supra note 85, at 1369-1370; Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 23.1.

(100) 15 U.S.C.A. § 78l (West 2015)（証券の登録要件）。

当該取得から10日以内に、当該実質的所有権に関する一定の情報を含む報告書を SEC に提出しなければならない⁽¹⁰¹⁾。

また、証券取引所法16条によれば、直接的または間接的に、同法12条に従って登録された株式証券の10パーセントを超える実質的所有者となる者、または、そのような証券の発行者の取締役もしくは役員である者は、本条項により要求される説明書を、SEC に提出しなければならない⁽¹⁰²⁾。本条項により要求される報告書は、次のような時期に、提出されなければならない。

(i) 当該証券の国内証券取引所での登録の時、または証券取引法12条 (g) 項に従って提出された登録届出書の発効日まで (同法16条 (a) 項 (2) 号 (A))、(ii) 実質的所有者、取締役もしくは役員になった後10日以内、または SEC が規則で定めるより短い期間内 (同法16条 (a) 項 (2) 号 (B))、(iii) 当該所有に変更があった場合、もしくは当該の者が当該株式証券を含む証券を基にしたスワップ契約を購入または売却した場合、当該取引が執行された日の翌2営業日の終了前、または SEC がそのような2日間の期間が適していないと決定した場合に規則により定めるその他の時点 (同法16条 (a) 項 (2) 号 (C)) に提出されることを要する⁽¹⁰³⁾。提出者が実質的所有者である当該発行者の全ての株式証券の総額の明細書を含み (同法16条 (a) 項 (2) 号 (A) (B) の場合)、且つ提出日における提出者による所有、当該所有の変更および当該条項の下での直近の当該提出以降に発生した証券を基にしたスワップ契約の購入および売却売買を示す内容の説明書 (同法16条 (a) 項 (2) 号 (C) の場合) を、SEC に提出しなければならない⁽¹⁰⁴⁾。

(101) 15 U.S.C.A. § 78m(d) (West 2022) (定期的報告書およびその他の報告書)。

(102) 15 U.S.C.A. § 78p (a) (West 2011) (取締役、役員および主要株主)。

(103) Id. § 78p (a)(2)。

(104) Id. § 78p (a)(3)。

さらに、当該実質的所有者、取締役または役員が発行者に対する関係により取得した可能性のある情報の不正な利用を防止する目的のため、6ヶ月未満の期間内に、当該発行者の株式証券の購入もしくは売却、または当該株式証券を含む証券を基にしたスワップ契約（awap agreement）から実現した利益（ショート・スイング利益（short -swing profit [短期売買差益]）は、当該実質的所有者、取締役または役員の意図にかかわらず、発行者に対して効力を生じ、発行者によって回収されるものとする⁽¹⁰⁵⁾。

さらに、証券取引所法16条（c）項は、発行者の株式の空売り（short sales）を制限する規定がなされている。すなわち、証券を売却する者またはその本人が（i）売却される証券を所有していない場合、または（ii）証券を所有している場合、売却後20日以内に当該売却に対して当該証券を引き渡さない場合、または、当該売却後5日以内に郵便またはその他の通常の輸送手段に当該証券を預けない場合、当該実質的所有者、取締役または役員が、直接的または間接的に、そのような発行者の株式証券（適用除外証券以外のもの）を売却することは違法であると規定する⁽¹⁰⁶⁾。

（イ）実質的所有者 証券取引所法13条および同法16条に基づく開示要件における「実質的所有者」の概念について、証券取引所法規則13d-3（a）により、証券の実質的所有者には、直接的または間接的に、契約、取り決め、了解、関係またはその他の方法を通して、当該証券の議決権または議決を指図する権限を含む議決権（voting power）や、当該証券を処分する権限または処分を指図する権限を含む投資権（investment power）を、所有または共有する者が含まれる⁽¹⁰⁷⁾。このような概念は、実際の証券所有者が証券の

(105) Id. § 78p (b)（6ヶ月以内の証券の売買による利益）。

(106) Id. § 78p (c)（実質的所有者、取締役または役員による証券の売却に対する条件）。しかし、何人も、誠実に行ったにもかかわらず、当該期間内に当該引渡もしくは預託を行うことができなかったこと、または、そうすることが不当な不便もしくは費用を引き起こすことを証明する場合には、本項に違反したとはみなされない。Id.

実質的所有者であることに加えて、通常の所有権よりも広範囲の者を含めており、したがって、単一の証券について実質的所有者が複数存在することができる⁽¹⁰⁸⁾。SECは、支配を変更または影響を与える能力を有する全ての者から開示を得るために、このような広い定義が保持されなければならないと考えている⁽¹⁰⁹⁾。

また、証券取引所法規則13d-3(d)により、オプション(option)またはワラント(warrant)の行使、または証券の転換などを通して、ある者が証券の実質的所有権を60日以内に取得する権利を有する場合、その者は証券の実質的所有者とみなされる⁽¹¹⁰⁾。ただし、発行者の支配を変更または影響を与える目的または効果で、そのようなオプション、ワラントまたは証券の転換における証券または権限を取得した場合、当該取得に基づき直ちに、当該証券または権限の行使または転換を通じて取得できる証券の実質的所有者とみなされる⁽¹¹¹⁾。

さらに、証券取引所法規則13d-3(b)では、証券取引所法13条(d)項または(g)項の報告要件を回避するための計画または計略の一部として、ある者から証券の実質的所有権を奪い、またはそのような実質的所有権の帰属を防止する効果を目的とするために、その者が直接的または間接的に、信託、委任状、共同出資の取り決め、またはその他の契約、取り決めまたは手段を

(107) 17 C.F.R. § 240.13d-3 (a) (West 1998) (実質的所有者の決定)。「者」(person)という用語は、自然人、カンパニー(company)、政府、または政府の行政下部部門、政府の機関もしくは部局、または機関を意味する。15 U.S.C.A. § 78c (a) (9) (West 2012) (定義および適用)。

(108) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 23 : 3 (「者」には、プライベート・ファンドも含まれる)。

(109) S.E.C., Filing And Disclosure Requirements Relating To Beneficial Ownership, Release No. 14692, 1978 WL 170898, *13 (April 21, 1978).

(110) 17 C.F.R. § 240.13d-3(d).

(111) *Id.*

創出しましたは利用する場合、その者は、証券の実質的所有者とみなされる⁽¹¹²⁾。

なお、証券取引所法13条（d）項（3）号および同条（g）項（3）号では、2人以上の者が発行者の証券を取得、保有または処分する目的で、パートナーシップ、リミテッド・パートナーシップ、シンジケート（syndicate）またはその他のグループとして行動する場合、そのようなシンジケートまたはグループは、1人の者（a person）とみなされる⁽¹¹³⁾。グループのメンバーが特定の条件に基づき証券の取得、保有または処分を約束する必要はなくて、その代わりに、証券取引所法13条（d）項の意味におけるグループの試金石は、メンバーが共通の目的の促進をすることで結びつくことである⁽¹¹⁴⁾。2人以上の者が、発行者の株式証券の取得、保有、議決権行使または処分をする目的のために共同で行動することに同意した場合、それによって形成されたグループは、当該合意の日付の時点で、そのような者により実質的に所有される当該発行者の全ての株式証券について、証券取引法13条（d）項および（g）項の目的のために実質的所有権を取得したとみなされる⁽¹¹⁵⁾。

（ウ）スケジュール13D および13G の説明書の提出 証券取引所法13条（d）項および同法13条（g）項に基づき、通常の事業の過程で取得される種

(112) Id. § 240.13d-3(b). CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management (UK) LLP, 562 F.Supp.2d 511(2008)において、委任状合戦の際に、アクティビスト・ファンドにより現金決済株式（cash-settled equity）のTRSs（トータル・リターン・エクイティ・スワップ（total return equity swaps））が結ばれ、そのショート・カウンターパーティ（short counterparties）が当該関係株式を保有していた事案で、裁判所は、そのファンドが証券取引所法13条（d）項の報告要件を回避するための計画または計略の一部として、ファンドに実質的所有権が帰属することを防止する目的と効果をもってTRSsを設定・利用したことを認定し、証券取引所法規則13d-3(b)に基づき、当該ファンドは、そのカウンターパーティがTRSsによって生じるショート・エクスポージャー（short exposures）をヘッジするために保有する株式の実質的所有者であるとみなす旨の判示をした。Id.*519-523は、トータル・リターン・スワップの基本およびTRSsの目的について、図解をもって説明する。

(113) 15 U.S.C.A. § 78m(d)(3),(g)(3)(West 2022).

(114) Wellman v. Dickinson, 682 F.2d 355,363(1982).

(115) 17 C.F.R. § 240.13d-5(b)(1)(West 2010).

類の株式証券の5パーセントを超える実質的所有権を直接的にまたは間接的に取得する者は、その取得後10日以内に、スケジュール13D (Rule 13d-101) により要求される情報を含む報告書を、SECに提出しなければならない⁽¹¹⁶⁾。報告書の提出義務を負う一定の者には、スケジュール13Dの代わりに、スケジュール13G (Rule 13d-102) に基づく簡略形式の報告書の提出が認められる⁽¹¹⁷⁾。

(a) スケジュール13D スケジュール13Dに記載されている事実に重大な変更が発生した場合（実質的所有者の割合の大幅な増加または減少も含まれる）、例えば、当該種類の証券の1パーセント以上に相当する額の証券の実質的所有権の取得または処分について、報告書の提出を要求された者は、その変更を開示する修正を速やかにSECに提出することを要求される⁽¹¹⁸⁾。

スケジュール13Dの内容については、SECがこのスケジュール13Dにおいて必須のものとして指示する情報開示の項目は次の通りである⁽¹¹⁹⁾。

- ①株式証券の種類と発行者およびその主要な執行役員の名前と住所 (Item 1)
- ②報告書の提出者、または報告者が会社、リミテッド・パートナーなどのグループの場合にはその名前、主たる事務所の住所、自然人の場合は住所・名前および刑事・民事手続の対象となったかどうか (Item 2)
- ③証券の購入に使用された資金またはその他の対価の出所と金額 (Item 3)
- ④発行者の証券の取得の目的として、発行者を巻き込んだ合併・再編または清算、発行者の重要な額の資産の売却または譲渡、発行者の現行の取締役会または経営陣の変更またはその計画もしくは提案 (Item 4)
- ⑤発行者の証券における権利として、前記①で明らかにされた証券の種類

(116) 17 C.F.R. § 240.13d-1(a)(West 2011).

(117) Id. § 240.13d-1(b).

(118) Id. § 240.13d-2(a)(West 2010) (当該証券の1パーセント未満の取得または処分が、当該事実および状況によって、重大な場合となりうるとする)。

(119) Id. § 240.13d-101(West 2008).

と割合、その証券を所有する者の議決権についての情報、報告された証券の種類のうち、過去60日間実施された取引（Item 5）

⑥発行者の証券に関する契約、取り決め、認識または関係（Item 6）

⑦証拠として提出される前記③・④および⑥の資料（Item 7）

(b) スケジュール13G 登録投資会社、銀行、保険会社および登録投資顧問などの合衆国規制対象事業組織体のような一定の投資家およびパッシブ投資家（passive investor〔受動的投資家〕）⁽¹²⁰⁾は、通常の市場取引またはパッシブ投資活動の一環として証券を取得する場合、スケジュール13Dの代わりにスケジュール13Gを提出することが認められる⁽¹²¹⁾。スケジュール13Gの内容については、SECがこのスケジュール13Gにおいて必須のものとして指示する情報開示の項目は次の通りである⁽¹²²⁾。

(i) 証券の発行者の名前および住所（Item 1）

(ii) 提出者の氏名または主たる事務所（Item 2）

(iii) 提出者の種類（ブローカーまたはディーラー、銀行、保険会社、登録投資会社、投資顧問、投資顧問など）（Item 3）

(iv) 前記（i）で明らかにされた発行者の証券の種類の数および割合（実質的所有額、種類の割合、本人が有する株式の数、議決権行使または議決権行使を指示する権限または処分権（単独または共有））（Item 4）

(v) 証券の種類5パーセント以下の実質的所有者（Item 5）

(vi) 他の者に代わって5パーセントを超える所有権（Item 6）

(vii) 親持株式会社または支配者によって報告されている証券を取得した子会社の確認と分類（Item 7）

(120) パッシブ投資家は、発行者の支配を変更または影響を与える目的で、または効果をもって証券を取得しないものということができる。Id. § 240.13d-1(c)(1); Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 23.6.n.1.

(121) Id. § 240.13d-1(b).

(122) Id. § 240.13d-102(West 2011).

(viii) グループのメンバーの確認と分類 (Item 8)

(ix) グループの解散の通知 (Item 9)

(x) 確認の証明証 (Item 10)

スケジュール13Gは、スケジュール13Dと比較して、その開示の内容の分量が大幅に少ないといえる。投資家は、スケジュール13Gに記載されている情報に重大な変更がある場合、暦年の終わりから45日以内にスケジュール13Gを修正しなければならない⁽¹²³⁾。

(c) アクティビストによるスケジュール13Dまたは13Gの選択 投資家の立場からは、スケジュール13Dではなくスケジュール13Gを提出することが望ましいといえることができる。しかし、プライベート・ファンドは、スケジュール13Dを提出する義務があるのに、スケジュール13Gを提出する場合、裁判所によってそれに違反したと判示されるリスクを排除するなどの多様な理由で、法的義務がない場合でもスケジュール13Dを提出することを決定する場合があるといわれる⁽¹²⁴⁾。特にアクティビスト投資の場合では、5%の実質所有権の閾値を超えると、アクティビスト・ファンドは、パッシブ投資家ではないため、スケジュール13Gを提出できる可能性は低く、裁判所は、ファンドがアクティビスト・ファンドであることがわかっている場合、当該ファンドがスケジュール13Dを提出する義務があると判示するリスクは高いといえよう⁽¹²⁵⁾。

(4) ウルフ・パック戦略

(ア) ウルフ・パックの意味 ウルフ・パック (Wolf Pack [狼の群れ])

(123) Id. § 240.13d-2(b).

(124) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 236.

(125) Id. § 236 n.2 (スケジュール13Dの提出は、アクティビスト投資家が変化を求めているという市場へのシグナルとして使用できることから、投資目的のみ株式を取得することを報告書に記載しないかぎり、市場および発行者によって、敵対的な段階とみられる)。

という用語は、ほとんど明確に定義されず、2005年ごろから用いられるようになった⁽¹²⁶⁾。狼が一緒に群がって同じ獲物を探し求めるように、ウルフ・パック戦略は、アクティビスト投資家が並んで行動するが、前記の証券取引所法13条(d)項(3)号の下での2人以上の「グループ」の形成を意図的に回避するアクティビスト投資家の緩やかなネットワークを意味する⁽¹²⁷⁾。したがって、3人の「者」の各々が対象会社の株式の2%を取得し、それらの者の関係が「グループ」とされた場合、それらの者の株式は同法13条(d)項によって集計されて、集合的に5%の実質的所有権の閾値を超えたので、同13条(d)項は、それらの者を、グループの組成の10日以内にスケジュール13Dを提出しなければならない単一の「者」として扱うことになる⁽¹²⁸⁾。

ウルフ・パック戦略において、証券取引所法13条(d)項の目的とする「グループ」とならないようにする理由として、(i) 同法13条(d)項の「グループ」の存在を知った対象会社から、そのグループの全員にスケジュール13Dの開示違反の疑いなどが主張され、その訴訟の防御にコストがかかる可能性があること、(ii) その「グループ」を回避することにより、スケジュール13Dの提出を遅らせて、アクティビスト行動を組織する個々のヘッ

(126) Thomas W. Briggs, Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis, 32 J. Corp. L. 681, 697-699 (2007); John C. Coffee, Jr. and Darius Palia, The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance, 41 J. Corp. L. 545, 562 (2016); Gaia Balp and Giovanni Strampelli, Institutional Investor Collective Engagements: Non-Activist Cooperation vs Activist Wolf Packs, 14 Ohio St. Bus. L.J. 135, 167 (2020). さらに、武井一浩「ヘッジファンド・アクチビズムの新潮流〔上〕」商事法務1840号74頁（2008）参照。

(127) Coffee and Palia, *supra* note 126, at 562; Leo E. Strine, Jr., Who Bleeds When the Wolves Bite?: A Flesh-And-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System, 126 Yale L.J. 1870, 1875, 1896-1897 (2017); Anita Indira Anand, Shareholder-Driven Corporate Governance and Its Necessary Limitations: An Analysis of Wolf Packs, 99 B.U. L. Rev. 1515, 1526 (2019).

(128) Coffee and Palia, *supra* note 126, at 562; Anand, *supra* note 127, at 1530-1531; Balp and Strampelli, *supra* note 126, 168-169.

ジ・ファンドは、初期の行動を反映していない価格で、対象会社の株式の5%までを静かに購入することができること、(iii) スケジュール13Dの提出に対する対象会社の反応が、「グループ」が対象会社の株式をより一層取得することを効果的に禁止する「ポイズン・ピル」(poison pill) または「株主権利プラン」(shareholder rights plan) を採用する可能性があることが挙げられる⁽¹²⁹⁾。

(イ) グループの組成　ヘッジ・ファンドによるグループが何時組成されたかについては、それを特定するための明確な基準がないことから、困難であって事実集約的 (fact intensive) であるといわれる⁽¹³⁰⁾。裁判所は、たとえグループ組成を示唆する状況証拠が存在するとしても、グループを認定したがる傾向がある⁽¹³¹⁾。例えば、Hallwood Realty Partners, L.P. v. Gotham Partners, L.P. 事件⁽¹³²⁾では、特定の被告間の会合の証拠、同じ週に始まった特定の被告による急激な購入、対象会社の支配権を獲得するための計画の調整の議論を含んだ会話の録音があるにもかかわらず、裁判所は、グループが存在することはできなかったと結論を下し、原告の主張を却ける旨を判示した⁽¹³³⁾。また、meVC Draper Fisher Jurvetson Fund I, Inc. v. Millennium Partners, L.P. 事件⁽¹³⁴⁾でも、裁判所は、投資家により提案された共同の取締役候補者名簿でも、グループとするには不十分であると判示す

(129) Coffee and Palia, supra note 126, at 562-564.

(130) Amendments to Beneficial Ownership Reporting Requirements, SEC Release No. 34-39538, 63 FR 2854-01, 1998 WL 11513(F.R.), *2859 (January 16, 1998) (SECは、多くの場合、これらの決定は困難で事実集約的であると指摘する); Briggs, supra note 126, at 691; Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 23:4 (グループが何時組成されたかの検討は依然として事実集約的であり、外観上類似した事実の行動様式について異なる結果となりうると指摘する)。

(131) Briggs, supra note 126, at 691; Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 23:4.

(132) Hallwood Realty Partners, L.P. v. Gotham Partners, L.P., 286 F.3d 613, 616-617 (2d Cir. 2002).

(133) Id. at *616-617.

る⁽¹³⁵⁾。他方、裁判所は、株式の同時取得、スケジュール13Dの共同提出の目的で一緒に行動することから、グループの存在ができると判示するものや⁽¹³⁶⁾、ヘッジ・ファンドが、完全に所有された対象会社株式の取得、保有、議決権行使または処分を目的としてグループを組成するかどうかを認定しなければならず、もしそうであれば、対象会社株式について当該グループの完全所有権が13条(d)項の開示を提出する前に5パーセントの閾値を超える場合のみ、グループの13条(d)項違反が認められると判示するものがある⁽¹³⁷⁾。

(5) 空議決権

(ア) 空議決権の意味 空議決権(empty voting)とは、議決権が付随する経済的利益を空にされることを意味する⁽¹³⁸⁾。したがって、ヘッジ・

(134) meVC Draper Fisher Juvetson Fund I, Inc. v. Millennium Partners, L.P., 260 F. Supp.2d 616,631-633(S.D.N.Y.2003).

(135) Id.at *631-633.

(136) Morales v. Quintel Entertainment, Inc., 249 F.3d 115,127-128(2d Cir.2001).

(137) CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Management (UK) LLP, 654 F.3d 276 ,284(2d Cir.2011).

(138) See,e.g.,Henry T. C. Hu and Bernard Black,The New Vote Buying:Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership,79 S. Cal. L. Rev. 811,815(2006); Concept Release on the U.S. Proxy System,S.E.C. Release No.3052, 2010 WL 2779423,* 60(July 14, 2010) (株主の議決権がその会社における株主の経済的利益を著しく超える状況を指すと定義する);Soo Young Hong,Curb Your Enthusiasm: The Rise of Hedge Fund Activist Shareholders and the Duty of Loyalty,24 Fordham J. Corp. & Fin. L. 193,at 208(2018);Jill E. Fisch,Mutual Fund Stewardship and the Empty Voting Problem,16 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 71,81(2021) (空の議決権とは、議決権を行使する者が議決権行使される株式の経済的利益を欠いている議決権株式であるとする)。さらに、白井正和「エンブテイ・ボータイングをめぐる議論の状況とそこから得られる示唆」法律時報86巻3号12頁以下(2014)、佐藤勤「現代の議決権信託とその実質的效果であるエンブテイ・ボータイング規制」『前田重行先生古稀記念 企業法・金融法の新潮流』(小出篤=小塚莊一郎=後藤元=潘阿憲編著)41頁以下(商事法務、2013)、嘉村雄司「議決権と経済的利益の新たな分離現象(1) -空議決権行使および隠れた(変形可能な)持分-」福岡大学大学院論叢40巻1号101頁以下(2008)など参照。

ファンドおよび会社内部者が、その所有する株式よりも多くの議決権を保有することができることになる⁽¹³⁹⁾。従来の伝統的な会社では、普通株主はその有する株式の所有権（経済的利益を含む）に比例して議決権が割り当てられ、残余請求権者である株主は会社の経営者をコントロールする手段ないし権限が与えられることを前提として、株主はその所有する株式が多いほど企業価値を高めるためにその権限を行使するインセンティブを有すると考えられている。しかし、金融におけるデリバティブ革命により、株式の議決権と経済的所有権を切り離すこと（デカップリング [decoupling]）が、増加している⁽¹⁴⁰⁾。

（イ）空議決権の方法　アクティビスト・ファンドは、その戦略として、空議決権により、株式保有に伴う経済的リスクを負うことなく、株式の議決権を行使することができる方法を採用する。アクティビスト・ファンドが空議決権を行う方法として、そのファンドの株式における議決権がその経済的利益から切り離されることを目的として、（i）議決権の基準日の前に証券貸付市場で株式を借り入れ、それらの株式の議決権を行使し、議決権行使後にそれらの株式を返還する方法、（ii）会社の株式価格に対する投資家のエクスポージャーをヘッジする効果のある株式スワップでショートポジションを取りながら、株式の保有と議決権行使を伴う方法が取られる⁽¹⁴¹⁾。

ヘッジ・ファンドが経済的リスクや会社への実際の経済的利害関係なしに、スワップ取引により対象会社の株式の一定割合の議決権を取得した事案で、証券取引所法13条（d）項およびその規則13d-1に基づく提出義務に違反するとして、是正制裁および排除命令を課されている⁽¹⁴²⁾。証券取引所法13条の

(139) Hu and Black, supra note 138, at 815.

(140) Id. at 814-816.

(141) In the Matter of Perry Corp. Respondent, S.E.C. Release No. 60351, 2009 WL 2163550, *5-6 (July 21, 2009); Hu and Black, supra note 138, at 815-817; Hong, supra note 138, at 207-208; Landa, Rowland and Hong, supra note 7, § 235.

下での提出が行われた場合でも、その開示は通常、投資家がポジションの経済的エクスポージャーをどのようにヘッジしたかを示すのに十分ではないので、その開示のみに基づいて、投資家が空議決権を行使しているかどうか、また投資家の利益が一般の株主の利益とどのように異なるかを、決定することは難しいといわれている⁽¹⁴³⁾。

4 結び

プライベート・ファンドの一つの類型であるヘッジ・ファンドは、通常、投資会社の登録およびその持分証券の登録を回避し、また最大限の税効率を達成するためにリミテッド・パートナーシップまたはLLC会社の組織形態をとっている。また、ヘッジ・ファンドのマネージャーは、当該ファンドに自己の資産で多額の投資を行って顧客のパートナーになることが一般的であることから、ファンド・マネージャーも外部投資家と同様に投資リスクにさらされることになる。このようにファンド・マネージャーの利益を外部投資家の利益と一致させる形態が、外部投資家にとって魅力的であるといわれている。

現在のヘッジ・ファンドは、多様な戦略によるアクティビスト投資について、アクティビストが短期的利益を追求して会社を食物にし、会社の長期的利益に悪影響を及ぼすという批判がなされている。しかし、対象会社の経営者が個人的な思い入れのあるこだわった長期プロジェクトに過剰投資しているような場合、短期的利益を追求するアクティビストによって、そのような非効率な経営が是正され、かえってその会社の長期的な価値を生じさせることも考えられる。したがって、長期的利益の追求に偏った立場と短期的利益の追求に偏った立場が相容れないものではないといえることができる。

(142) In the Matter of Perry Corp. Respondent, *supra* note 141, *1-2.

(143) Landa, Rowland and Hong, *supra* note 7, § 235.

合衆国の証券諸法において、ヘッジ・ファンドのアクティビズムによる短期的利益の追求がもたらす弊害を抑制するために、ヘッジ・ファンドの活動について早期の段階での開示を強化することも考えられる。しかし、このような開示規制の強化が、ヘッジ・ファンドの活動を著しく萎縮させて、その結果、会社のコーポレート・ガバナンスにも影響を与え、企業価値の向上につながらない可能性がある。

過度の規制強化をするのではなく、ヘッジ・ファンドによる合理的な範囲のアクティビズムが許容されるような仕組みにおいて、短期的利益と長期的利益のバランスのとれた対処の仕方を検討するべきである。そして、不当なアクティビズムによる弊害が生じた場合には、上記のような仕組みを補完するものとして、証券取引所法の一般的な詐欺禁止規定の運用で、対処するのがよいのではないかと考える。