

米国投資会社によるアクティビズム促進のための投資会社法改革論の展開

清水 真人*

目次

- 一. はじめに
- 二. ミューチュアル・ファンドによる投資先企業への関与を巡る議論の展開
 1. ミューチュアル・ファンドが投資先企業のガバナンス改革への関与に消極的である要因
 - (1) 短期的な利益追求のためのポートフォリオ証券の頻繁な入れ替え
 - (2) 投資先企業の内部情報へのアクセス確保
 - (3) 年金基金その他の顧客との取引関係確保
 - (4) 高額な費用負担の回避
 - (5) 他の機関投資家へのフリーライド
 - (6) 償還請求に応じるための流動性の確保
 - (7) 厳格な成果報酬規制によるインセンティブの欠如
 2. 1940年投資会社法の行為規制の問題点—ローによる問題提起
 3. 小括
- 三. MSIC導入を巡る議論の展開
 1. ギルソンとクラークマンによるMSICの導入構想
 - (1) 米国におけるコーポレート・ガバナンスの特徴
 - (2) MSIC構想の概要
 - (3) 障害となる投資会社法の各種行為規制
 2. 連邦議会における審議

* 徳島大学大学院総合科学研究部准教授

3. SECによるMSICの承認
 - (1) 事案の概要
 - (2) SECによる適用除外の承認
4. 小括
- 四. 適格購入者概念の導入とヘッジファンド・アクティビズムの展開
 1. 1996年投資会社法改正による適格購入者概念の導入
 - (1) 概念導入の背景
 - (2) 適格購入者の定義
 - (3) その他の適用除外規定
 2. ヘッジファンド・アクティビズムの展開
 3. ヘッジファンド・アクティビズムの利点
 4. ヘッジファンド・アクティビズムの弊害—短期主義
 5. ベブチャックらによる実証研究
 - (1) 実証研究の概要
 - (2) 実証研究が立法政策に与える示唆
 6. ベブチャックらによる実証研究に対する批判
 7. 小括
- 五. 投資会社の議決権行使に関する強制開示制度の導入を巡る議論の展開
 1. ミューチュアル・ファンドによるアクティビズムの進展とその背景
 2. パーミッターによる制度改革論
 - (1) 問題意識
 - (2) パーミッターによる強制開示制度の構想
 - (3) 強制開示制度の導入に伴う諸問題の検討
 3. SECによる規則制定
 - (1) 規則制定に着手した背景

(2) 提案規則に対するミューチュアル・ファンド業界からの反対意見とそれに対するSECの返答

(3) SEC規則の概要

4. 投資会社業界によるガイドブックの公表

(1) 独立取締役カウンスルおよび投資会社協会によるガイドブック

(2) ミューチュアル・ファンド取締役フォーラムによるガイドブック

5. 実証研究の進展

(1) デイビスとキムによる実証研究

(2) ングらによる実証研究

(3) コッターらによる実証研究

(4) デュアンとジャオによる実証研究

六. 結語

1. 各章のまとめ

2. 投資会社のアクティビズムの文脈における投資会社法の行為規制の意義

3. 日本法への示唆および今後の研究課題

一. はじめに

本稿の課題は、1990年代初頭から2000年代にかけて米国において提唱された、投資会社¹によるアクティビズム促進のための投資会社法改革論の展開と、その後の制度改革の実現過程、並びにこれらの制度を巡る近時の議論の状況について検討することである。米国においては1990年代初頭から投資会社による投資先企業への関与を促進させるために様々な議論が重ねられ、それらの成果に基づき制度改革が実行された結果、投資会社によるアクティビズムが進展し今日に至っていることから、このような経緯を検討することにより、投資会社のアクティビズムの文脈における投資会社法の各種行為規制の意義を明らかにするとともに²、わが国における投資信託・投資法人による投資先企業への関与を促進させるための法制度のあり方、さらにはヘッジファンド・アクティビズムに対する法規制のあり方を考える上で、重要な示唆を得ることができると考えられるためである。

米国においては1990年代初頭までにミューチュアル・ファンドによる株式保有が著しく増大していたにもかかわらず、ミューチュアル・ファンドは投資先企業のコーポレート・ガバナンス改革への関与に対し極めて消極的であった。そこで、そのような消極性の要因

¹ 投資会社には幾つかの種類が存在するが、本稿において対象となるのは主として、オープン・エンド型投資会社であるミューチュアル・ファンド、クローズド・エンド型投資会社、並びに投資会社法の適用を除外される私的投資会社（private investment company）である。投資会社の種類については、落合誠一編『比較投資信託法制研究』（有斐閣、1996）11～17頁〔近藤光男〕、川島いづみ「1940年投資会社法の研究—立法に至る経緯を中心として」比較法学 39巻3号 24～26頁（2006）を参照。

² 本稿は、米国資本市場法制における投資会社法の行為規制の意義を明らかにするための研究活動の成果の一部である。これまでの研究成果として、拙稿「米国投資会社法における組織再編規制の歴史的展開—組織再編計画の公正性確保を中心に—」市川兼三先生古稀記念『企業と法の現代的課題』279頁以下（成文堂、2014）、拙稿「米国投資会社法によるベンチャーキャピタル規制の歴史的展開」正井章彦先生古稀記念『企業法の現代的課題』313頁以下（成文堂、2015）を公表した。

を巡って様々な議論が展開され、その要因の一つとして、1940年投資会社法の各種行為規制がミューチュアル・ファンドによる投資先企業への関与を妨げているとの主張が有力になされるようになった³。そこで、ミューチュアル・ファンドによる投資先企業への関与を促進させるために、如何にして投資会社法改革を実行すべきかが問題となった。

このように投資会社法の各種行為規制がミューチュアル・ファンドによる投資先企業への関与を妨げているとの議論がなされる状況の下で、ギルソンとクラークマンにより、**Managerial Strategic Investment Company**制度（MSIC）を米国に導入すべきとの構想が提唱された⁴。MSICはスウェーデンをはじめとする欧州各国において普及しているクローズド・エンド型投資会社であり、このような新しい種類の投資会社が投資先企業への金融・経営支援を通じて投資先企業の運営に積極的に関与することにより、機関投資家による投資先企業への関与のモデルを示すとともに、米国上場企業全体のコーポレート・ガバナンス改革を促進させることができると考えられた。ただし、このような制度導入を実現するためには投資会社法の各種行為規制が障害になっており、同法の改正が必要であると主張された。そこでMSIC導入のための投資会社法改正について連邦議会において審議が行われ、そこでは同制度の導入に向けた制度改革に前向きな意見も出されたものの、SECコミッショナーおよび投資会社協会代表者から強い反対意見が出されたため、結局は投資会社法改正に

³ Mark J. Roe, *Political Elements in the Creation of a Mutual Fund Industry*, 139 U. PA. L. REV. 1469 (1991). (MARK J. ROE, STRONG MANAGERS, WEAK OWNERS: THE POLITICAL ROOTS OF AMERICAN CORPORATE FINANCE 102 (1994). マーク・ロー（北條裕雄・松尾順介監訳）『アメリカの企業統治—なぜ経営者は強くなったのか』129頁以下（東洋経済新報社、1996）に収録）

⁴ Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Investment Companies as Guardian Shareholders: The Place of the MSIC in the Corporate Governance Debate*, 45 STAN. L. REV. 985 (1993).

よる同制度の導入は実現しなかった。しかし、2000年にSECがXSource社による投資会社法の適用除外の申立てを厳格な条件の下で承認したことにより、米国におけるMSICの導入が実現されることとなった。

次に、上記のように投資会社法の各種行為規制が投資会社による投資先企業への関与を妨げているとの議論が行われる中、1996年の投資会社法改正により適格購入者（Qualified Purchaser）概念が導入され、適格購入者のみが株主である投資会社に対する投資会社法の適用除外が新たに認められることとなった。その後、これらの適用除外規定に基づき組成されるヘッジファンドが急成長し、それらの中には対象企業の経営陣に対して増配や自社株買いの実施を要求したり、経営改革の実行を迫ったり、さらには委任上争奪戦を通じて取締役会構成員の交替を行うなど、投資先企業の経営改革に積極的に関与するものが現れるようになった。このようなヘッジファンド・アクティビズムは投資先企業の企業価値向上に資するものとして積極的に評価する見解が存在する一方、短期主義の弊害をもたらすものとして批判的な見解も存在する。このように現在の米国ではヘッジファンド・アクティビズムを巡って様々な議論が展開されており、そのような状況の中でベブチャックらはヘッジファンド・アクティビズムが対象企業およびその株主に短期主義の弊害をもたらしているかどうかを解明するために実証研究を行い、短期主義の弊害が生じているとの証拠は得られなかったと結論付けた⁵。

このようにヘッジファンド・アクティビズムが米国において隆盛する中、それと並行して2000年代初頭から、従来は投資先企業のガバナンス改革への関与に消極的であったミューチュアル・ファンドがその方針を転換し、投資先企業の株主総会における議決権行使や経営陣との日常的な対話を通じて投資先企業のガバナンス改革に積極的に関与するようになっていった。このようなミューチュアル・

⁵ Lucian A. Bebchuk, Alon Brau, & Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUM. L. REV. 1085 (2015).

ファンドの行動がミューチュアル・ファンドの株主および投資先企業に対してどのような影響を有することになるかという点に関心が集まるようになったが、ミューチュアル・ファンドの議決権行使について当時は情報開示がほとんどなされておらず、投資会社法上も規定が設けられていなかった。そのような中でパーミターは制度改革論を提唱し、ミューチュアル・ファンドの議決権行使の方針および手続、議決権行使の完全な記録、その他のガバナンス事項について強制開示制度を導入するよう主張した⁶。それにより、ミューチュアル・ファンドの議決権行使の透明性を高めるとともに、ミューチュアル・ファンドによるアクティビズムをより一層促進させようとした。このようなパーミターの制度改革論を受け、SECは2003年に投資会社法規則を制定し、登録管理型投資会社に対し議決権行使に関する方針および手続、並びに議決権行使の完全な記録の開示を要求するようになった。このような制度改革に伴い、投資会社業界はミューチュアル・ファンドの取締役会がファンドの議決権行使を実効的に監督できるよう指針を示すために二つのガイドブックを公表した。また、強制開示制度の導入によりミューチュアル・ファンドの議決権行使に関するデータが容易に入手できるようになったことから、ミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する実証研究が大きく進展することとなった。

以上のように、米国においては投資会社による投資先企業への関与のあり方を巡る議論が1990年代初頭から進展し、それらを踏まえて制度改革が行われ、今日に至っている。米国におけるこれらの経緯を検討することは、2014年に日本版スチュワードシップ・コードを導入したわが国において、投資信託・投資法人による投資先企業への関与を促進するための法制度のあり方や、ヘッジファンド・ア

⁶ Alan R. Palmiter, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?* 23 CARDOZO L. REV. 1419 (2002).

クティビズムに対する法規制のあり方を考える上で、重要な示唆を与えてくれるものと思われる。

本稿の構成は次の通りである。第二章においては、ミューチュアル・ファンドが投資先企業のガバナンス改革への関与に消極的である要因を巡って1990年代初頭から展開された一連の議論について検討する。第三章においては、ギルソンとクラークマンによりMSICの導入が提唱され、その後連邦議会における審議を経て、最終的にSECが同制度を承認するに至るまでの経緯について検討する。第四章においては、適格購入者概念の導入により私的投資会社に対する投資会社法の適用除外規定の範囲が拡大され、その後ヘッジファンド・アクティビズムが進展していった経緯、並びに短期主義の弊害を巡る近時の議論の状況について検討する。第五章においては、パーミッターによりミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する制度改革論が提唱され、その後SEC規則制定により投資会社による議決権行使に関する強制開示制度が導入された経緯、その後投資会社業界が公表した二つのガイドブックの内容、さらにはミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する実証研究の成果について検討する。最後に、わが国の法制度への示唆および今後の研究課題について述べる。

二. ミューチュアル・ファンドによる投資先企業への関与を巡る議論の展開

本章では、ミューチュアル・ファンドによる投資先企業への関与を巡って1990年代初頭から展開された議論の内容について検討する。

1. ミューチュアル・ファンドが投資先企業のガバナンス改革への関与に消極的である要因

米国においては株式所有が広く分散しており、このような状況下では経営者と株主との間にエージェンシー問題が生じることになる。そこで、株式を大量に保有する機関投資家が投資先企業のガバナンス改革に積極的に関与することにより、エージェンシー・コストを減少させる必要があると考えられ⁷、このような役割を担うことができる存在として、ミューチュアル・ファンドに注目が集まるようになった。

ミューチュアル・ファンドは一般投資家が少額な資金を投資しながらプロによる資産運用の成果を享受することができ、さらには分散投資および規模の経済による利益も享受することができることから、一般投資家によるミューチュアル・ファンドの持分保有高は年々増加し、1990年代前半には1兆ドルを突破した⁸。このように、米国証券市場においてミューチュアル・ファンドは大きな存在となり、投資先企業のガバナンス改革への積極的な関与が期待されるようになった。

しかし、当時のミューチュアル・ファンドは投資先企業のコーポレート・ガバナンス改革への関与に極めて消極的であった。公的年金やユニオン・ファンド等の機関投資家については、株主提案権を行使したり、投資先企業との対話を通じて、投資先企業のガバナンス改革に積極的に関与しているにもかかわらず⁹、ミューチュアル・

⁷ Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 MICH. L. REV. 520, 523-25 (1990); Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 COLUM. L. REV. 10, 11 (1991); Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 GEO. L. J. 445, 448-49 (1991). 松井秀征『株主総会の基礎理論—なぜ株主総会は必要なのか』182～183頁（有斐閣、2010）。また、この時代における機関投資家によるアクティビズムの進展とそれを巡る議論については、川口幸美『社外取締役とコーポレート・ガバナンス』43～49頁（弘文堂、2004）を参照。

⁸ INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, MUTUAL FUND FACTBOOK 2003 at 64. 三谷進「アメリカ金融市場の発展と投資信託システム—1990年代を中心に—」名城論叢4巻2号28頁（2003）

⁹ ただし、公的年金については、政治的な影響力により年金受給者の最大の利益のためではなく政治目的達成のために運用の意思決定が行われる危険性がある

ファンドはそのような行動を全くと言って良い程提起していなかった。保有するポートフォリオ証券の議決権行使に関しても投資先企業の経営陣に同調する形で行使し、また投資先企業のガバナンス改革が必要である場合であってもウォールストリート・ルールに従い投資先企業の株式を売却して当該企業から離脱することがほとんどであった。

そこで、ミューチュアル・ファンドが投資先企業のコーポレート・ガバナンス改革への関与に消極的である要因について議論が行われるようになり、様々な点が指摘された。

（１）短期的な利益追求のためのポートフォリオ証券の頻繁な入れ替え

ミューチュアル・ファンドは短期的な運用成果を追求することから、投資先企業のガバナンス改革への関与に消極的であると指摘されている。すなわち、ミューチュアル・ファンドのファンドマネージャーは短期的な投資家であり、ポートフォリオ証券の入れ替えを頻繁に行いながら高い運用利回りを追求する。このようにミューチュアル・ファンドは短期的な利益追求に焦点を当てていることから、投資先企業のコーポレート・ガバナンスにはそもそも関心を有していないことが要因であるとされている¹⁰。

（２）投資先企業の内部情報へのアクセス確保

ミューチュアル・ファンドは投資先企業の内部情報へのアクセスを確保するために投資先企業のガバナンス改革への関与に消極的であると指摘されている。すなわち、内部情報へのアクセス確保は高い運用成果を実現する上で重要であるところ、ミューチュアル・フ

と指摘されている。Roberta Romano, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 COLUM. L. REV. 795, 809 (1993).

¹⁰ JOHN BOOGLE, JOHN BOOGLE ON INVESTING: THE FIRST 50 YEARS 197 (2000).

ファンドが議決権行使等を通じて投資先企業のコーポレート・ガバナンス改革に関与しようとするならば、投資先企業の経営陣の機嫌を害してしまい、内部情報を入手できなくなる恐れがあるからである¹¹。

(3) 年金基金その他の顧客との取引関係確保

ミューチュアル・ファンドは投資先企業が設定する401(k)プラン等の年金制度から投資を受けている。したがって、投資先企業の経営陣の意に反するような議決権行使を行う場合には、それらの年金基金からの投資が行われなくなってしまう恐れがある。そこで、ミューチュアル・ファンドは投資先企業の経営陣の意向に沿うような形で議決権行使を行うことになる旨指摘されている¹²。

また、ミューチュアル・ファンドの中には投資銀行や保険会社の関係会社であるところもあることから、これらの場合にミューチュアル・ファンドが投資先企業のコーポレート・ガバナンス改革に積極的に関与した場合、投資先企業と当該ミューチュアル・ファンドの関係会社である投資銀行や保険会社との取引関係に悪影響を及ぼす可能性があるとも言われている。

(4) 高額な費用負担の回避

ミューチュアル・ファンドが投資先企業のガバナンス改革に積極的に関与する場合には高額な費用が発生する。その一方で、投資先企業のコーポレート・ガバナンス改革に関与することで利益が生じた場合であっても、当該利益は他の投資家と分かち合うことになり、他のライバルファンドを利することになってしまう。このような状況を費用便益分析により考慮した場合、投資先企業に関与しない方

¹¹ Black, *supra* note 7, at 602.

¹² Alfred F. Conard, *Beyond Managerialism: Investor Capitalism?* 22 U. MICH L. J. REFORM 117, 143 (1988); Black, *supra* note 7 at 602.

が利益になると考えられ¹³、このような集合行為問題の存在がミューチュアル・ファンドの消極性の要因であると指摘されている¹⁴。

（５）他の機関投資家へのフリーライド

公的年金基金およびユニオン・ファンド等の機関投資家は投資先企業のコーポレート・ガバナンス改革への関与に積極的であることから、それらの機関投資家によるアクティビズムにフリーライドすることにより利益を享受することができ、自ら積極的に行動を提起する必要がない。このことが、ミューチュアル・ファンドが投資先企業のガバナンス改革への関与に消極的である要因の一つと指摘されている¹⁵。

（６）償還請求に応じるための流動性の確保

ミューチュアル・ファンドは投資家からの償還請求に常時応じなければならないことから、投資先企業の株式をかたまりで保有するよりも流動性を確保する必要性の方が高く、また短期的な運用成果を上げるためにポートフォリオ証券の頻繁な入れ替えを行わなければならない。これらの事情が、ミューチュアル・ファンドが投資先企業のコーポレート・ガバナンス改革への関与に消極的である要因とされている¹⁶。

さらに、クローズド・エンド型投資会社の経験から、機関投資家が流動性の低い資産を保有する場合、その持分がディスカウントされる可能性があり、それにより敵対的企業買収の対象になる危険性

¹³ Robert C. Pozen, *Institutional Investors: The Reluctant Activists*, HARV. BUS. REV. Jan.-Feb. 1994 at 140, 144.

¹⁴ Rock, *supra* note 7, at 472-76.

¹⁵ ミューチュアル・ファンドの株式保有が増大するにつれ、ミューチュアル・ファンドによるフリーライドは重要な問題と指摘されるようになった。Amar Bhide, *The Hidden of Stock Market Liquidity*, 34 J. FIN. ECON. 31, 49 (1993).

¹⁶ John C. Coffee, *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 COLUM. L. REV. 1277, 1325 (1991).

がある¹⁷。このような経験がミューチュアル・ファンドにも同様にあってはまると考えられ、そのことがミューチュアル・ファンドの消極性の要因であると指摘されている。

(7) 厳格な成果報酬規制によるインセンティブの欠如

1940年米国投資顧問法205条は、運用成果に応じた報酬の付与を原則として禁止している。これにより、ミューチュアル・ファンドの投資顧問は投資先企業のガバナンス改革に積極的に関与し運用成果を上げ、自らの報酬を増大させようとするインセンティブが阻害されてしまう。このことが、ミューチュアル・ファンドによる投資先企業のガバナンス改革への関与を消極的にしている要因の一つとされている¹⁸。

2. 1940年投資会社法の行為規制の問題点—ローによる問題提起

以上のようにミューチュアル・ファンドが投資先企業のコーポレート・ガバナンス改革への関与に消極的である要因について様々な議論が展開される中、ローは投資会社法の各種行為規制および内国歳入法のパススルー課税規定がその要因の一つであると主張した¹⁹。

ローは、ミューチュアル・ファンドが投資先企業への関与を積極的に行っていないという事実を歴史的起源まで遡って検討した。そして、1920年代から30年代における米国の政治がミューチュアル・ファンドによる投資先企業の支配株式保有を禁止し、分散した株式所有構造を促進したことが、その原因であると指摘した。

實際上、1930年代におけるミューチュアル・ファンドの中には投資先企業の支配株式を有し、投資先企業が発行する証券を引受け、

¹⁷ *Id.* at 1320-21.

¹⁸ *Id.* at 1326-27, 1363. この点については、ジェフリー J. ハース&スティープン R. ハワード(岡田洋隆ほか訳)『アメリカ投資顧問法』125頁以下(弘文堂、2015)も参照。

¹⁹ Roe, *supra* note 3, at 1470.

投資先企業の事業再建に関与し、さらには投資先企業の経営改革に積極的に参加しているものも存在していた²⁰。そして、1934年のペコラ委員会報告書においても、ミューチュアル・ファンドは投資先企業の経営陣を監督する機能を有していると記述されていた²¹。しかし、当時の制度改革論者はミューチュアル・ファンドによる投資先企業への関与を許容することは投資銀行家による投資先企業の支配につながり、そのような強大な経済的権力を少数の人間が手中に収めることは米国社会における民主主義を崩壊させるものであるとの懸念を抱いていた²²。そこで、ニューディール期の一連の制度改革によりミューチュアル・ファンドが投資先企業への関与を行うことができないようにしたのである。

ローは、具体的には1940年投資会社法および1936年内国歳入法のサブチャプターMが定める次のような規定がミューチュアル・ファンドによる投資先企業への関与を妨げていると指摘している。

第一に、分散型投資会社に該当するための要件を定める投資会社法5条(b)項1号である。すなわち、分散型投資会社としての要件を満たすためには、投資会社が有する総資産のうちの75パーセントについて、一企業の発行する社外議決権株式の10パーセント超を保有してはならず、また、一企業に投資することができる金額は投資会社の総資産額の5パーセント以内とされている。投資会社法が定めるこのような基準については、5パーセント基準については分散投資の効果が認められるものの10パーセント基準については分散投資の効果は認められないことから、当該規定の真の目的は投資会社に

²⁰ *Id.*

²¹ S. REP. NO. 73-1455, at 333-34 (1934). しかし、同報告書はミューチュアル・ファンドによる事業会社の支配を懸念し、ミューチュアル・ファンドが経営陣に対する監督機能を果たすのは不相当であるとしている。

²² WILLIAM O. DOUGLAS, DEMOCRACY AND FINANCE (1940). ローはダグラスの当該文献を多く引用し、当時の主要改革論者が抱いていた投資銀行家による企業支配に対する懸念について記述している。

よる投資対象企業の支配を困難にすることにあると指摘されている²³。

確かに、投資会社は非分散型投資会社として活動することも可能であり（投資会社法5条(b)項2号）、その場合には上記の株式保有制限に従う必要はない。しかし、1936年内国歳入法のサブチャプターMは、分散型投資会社にのみ導管理論によるパススルー課税を認めているため、同法上の特権を享受するためには総資産の50パーセントについて、一企業に投資する金額を投資会社の総資産の5パーセント以内とし、かつ一企業の発行する社外議決権証券の10パーセント以内としなければならない。また、残りの50パーセントの資産についてもその半分超を一企業の発行する社外議決権証券に投資することはできない。そこで、これらの要件から、実際上全てのミューチュアル・ファンドは分散型投資会社とならざるを得ないと指摘されている²⁴。

ただし、これらの投資会社法および内国歳入法の規定に従い分散型投資会社となった場合においても、ミューチュアル・ファンドが保有するファンド資産の25パーセントは特定の企業の議決権株式に投資を集中させることができる。しかし、この場合には連邦証券諸法の各規定が適用される。すなわち、ミューチュアル・ファンドが投資先企業の発行する社外議決権証券の5パーセント以上を保有した場合、1934年証券取引所法13条(d)項の5パーセント・ルールが適用され、スケジュール13DをSECに提出しなければならない。たとえ個々のファンドが投資先企業の株式保有を4.9パーセント以下に抑えたとしても、同じファンド・ファミリーに属するミューチュアル・ファンドの場合には、同項(3)号により同様に5パーセント・ルールが適用される。また、ミューチュアル・ファンドが投資先企業の株式を10パーセント超保有する場合、または取締役を投資先企業に派

²³ Roe, *supra* note 3, at 1474-76.

²⁴ *Id.* at 1478-80.

遣した場合、16条(b)項の短期売買差益の返還規定および報告規定が適用される。これらの規定によりミューチュアル・ファンドは事実上、投資先企業の議決権株式保有を10パーセント以下に抑えなければならぬことになる²⁵。

第二に、ミューチュアル・ファンドが投資先企業への関与を行う際には、投資会社法17条が適用されるという点である。すなわち、投資会社が投資先企業の株式の5パーセントを保有するか、またはその経営に参加する場合、当該投資先企業は当該投資会社の関係者（affiliated person）となり、投資会社法17条の利益相反規制²⁶に服することになる。ミューチュアル・ファンドによる投資先企業の株式取得、交換買付け、投資先企業から投資会社への株式の売却は、全て投資会社法17条の適用対象となり、SECによる適用除外命令を受けなければ行うことができない。さらには、投資会社法規則17d-1の共同取引禁止規定により、SECによる適用除外命令を受けなければ、ミューチュアル・ファンドが他の金融機関と協力して投資先企業に役員を派遣したりすることもできない²⁷。

第三に、ミューチュアル・ファンドと投資先企業との間には、株式相互保有禁止規定が適用される点である。投資会社法20条(c)項は、「登録投資会社は、議決権証券を購入するにあたり、当該証券の発行者と自己との間に相互保有又は循環保有関係が存在すること、又は購入後そのような関係が存在することになることを知りながら、当該証券を購入してはならない」と規定している。このような規定により、投資先企業の経営者は当該ミューチュアル・ファンドの株

²⁵ *Id.* at 1475, 1477.

²⁶ 米国投資会社法の利益相反規制の一部については、石田真得『米国投資会社法の研究—利益相反規制を中心に』39～112頁（大阪府立大学経済学部、2004）を参照。

²⁷ Roe, *supra* note 3, at 1476-78, 1506-08; Comment, *The Application of Section 17 of the Investment Company Act of 1940 to Portfolio Affiliates*, 120 U. PA. L. REV. 983 (1972).

式を3パーセント取得することにより、その経営への関与を妨げることが可能になると指摘されている²⁸。

以上のように投資会社法の各種行為規制がミューチュアル・ファンドが投資先企業への関与を行う際の大きな障壁となっていることから、このような状況に変革をもたらすためには投資会社法改正が必要となる。

3. 小括

以上のように、本章ではミューチュアル・ファンドが投資先企業のガバナンス改革への関与になぜ消極的であるのか、その要因を巡ってどのような議論が展開されてきたのかを検討した。論者により様々な主張がなされているが、その中でローにより1940年投資会社法の各種行為規制がミューチュアル・ファンドによる投資先企業への関与を妨げているとの指摘は投資会社によるアクティビズムの文脈において重要性を有する。もしこのような指摘が正しいならば、投資会社による投資先企業への関与を促進するためには、投資会社法を改正しなければならないことになるからである。

このようなローによる指摘がなされた後に、投資会社による投資先企業への関与を促進するための制度改革論としてギルソンとクラークマンによりMSICの導入構想が提唱された。次章においては、当該構想とその実現に向けた制度改革の動向について検討する。

三. MSIC導入を巡る議論の展開

本章においては、ギルソンとクラークマンによりMSICの導入構想が提唱され、その後同制度の導入を巡る連邦議会における審議を経て、最終的にSECが厳格な条件の下で同制度を承認するに至るまでの経緯について検討する。

²⁸ Roe, *supra* note 3, at 1477.

1. ギルソンとクラークマンによるMSICの導入構想

ギルソンとクラークマンは、米国における上場企業のコーポレート・ガバナンス改革を促進させるための制度として、Managerial Strategic Investment Company制度（MSIC）を新たに導入すべきとの構想を提唱した²⁹。

（1）米国におけるコーポレート・ガバナンスの特徴

ギルソンとクラークマンは、上記の構想を展開する前置きとして、当時のドイツ、日本、米国の各国におけるコーポレート・ガバナンスの比較検討を行い、各国の制度の特徴を次のように捉えている。

まず、ドイツのコーポレート・ガバナンスの特徴は、ユニバーサル・バンクを中心とした銀行による監督制度（bank-centered monitoring）であるとしている³⁰。すなわち、ドイツの主要な銀行の代表者が事業会社の監査役会の構成員となっており、それにより監査役会の構成員は対象会社の経営陣から独立した立場から経営陣を監督することができる。また、ドイツの銀行は伝統的にドイツの産業界に対して貸付けを通じた資金供給を行っており、融資先企業の資本構成に影響力を有するのみならず、債権者として影響力を行使することができる。さらに、ドイツの銀行は事業会社の議決権株式保有を通じて事業会社に対し直接影響力を行使することもできる³¹。このように銀行は多方面から事業会社に対し影響力を行使することができることから、事業会社の経営陣を効果的に監督することがで

²⁹ Gilson & Kraakman, *supra* note 4, at 985.

³⁰ *Id.* at 987-88. ドイツのコーポレート・ガバナンスについては、前田重行「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの問題」民商 117 卷 4・5 号 555 頁以下（1998）、正井章彦『ドイツのコーポレート・ガバナンス』（成文堂、2003）、高橋英治『ドイツ会社法概論』（有斐閣、2012）等を参照。

³¹ その保有形態は、直接事業会社の株式を保有する形態のみならず、銀行が運営しているミューチュアル・ファンドを通じて株式を保有する方法、さらには銀行に預託された無記名株式の議決権の代理行使を通じた方法が用いられている。

き、必要な場合には経営陣を解任するなどの行動に出ることができると指摘している。

次に、日本のコーポレート・ガバナンスの特徴は交換中心の監督制度（exchange-centered monitoring）であるとしている³²。すなわち、系列内企業とりわけ垂直関係の系列企業間においては、系列間取引や株式の相互保有が行われており、資本関係の構築や生産手段の共有が行われている。また、系列企業のメインバンクは系列企業に資金供給を行い、系列企業との間で株式を相互保有し、さらには系列企業が倒産の危機に陥った場合には救済融資を行う。このように系列企業間同士およびメインバンクと系列企業は密接な関係にあるため、メインバンクが融資先企業に役員を派遣するなどして債権者としてモニタリングを行うのみならず、ジャスト・イン・タイム方式の採用など系列企業間においても常時監督が行われている状況にある。このような多様な関係に基づく監督制度が日本のコーポレート・ガバナンスの特徴であるとしている。

以上のようにドイツと日本のコーポレート・ガバナンスを検討した上で、米国の制度については次のように述べている。すなわち、米国のコーポレート・ガバナンスの特徴は投資家が中心の監督制度（investor-centered monitoring）であり、株式資本の提供者が投資先企業を監督するという一面的な関係であるとしている。そして、投資家と投資先企業とは株式保有を通じてのみ繋がっていることから、株式所有が広く分散している状況下で投資家による監督に如何に実効性を持たせるかがコーポレート・ガバナンスの中心的な課題であるとしている。このように米国のコーポレート・ガバナンスの特徴を理解した上で、米国の制度はドイツや日本のものとは大きく異なることから、成功していると評価されている両国の制度を表面的に

³² Gilson & Kraakman, *supra* note 4, at 988-89.

真似するのではなく、米国のコーポレート・ガバナンスの特徴に適合するような制度改革を行う必要があると主張している³³。

また、ギルソンとクラークマンは1990年代初頭の米国の監督制度についても言及し、その限界についても述べている。第一に、株主から選任された取締役で構成される取締役会による経営陣の監督については、確かに米国の上場企業の取締役会構成員の75パーセントは独立取締役であり建前上は経営陣から独立しているが、実際には独立取締役は経営陣から任命されていることから、被選任者が選任者を監督するには限界があるとしている。さらに、独立取締役として選任される者は他の会社の経営陣である場合が多いことから、積極的にモニタリングを行うよう期待するのは実際上無理であると指摘している³⁴。

ただし、当時の独立取締役制度には以上のような限界があるものの、その実効性を確保するための制度改革は望ましく、その実現も十分可能であるとしている。そして、そのような独立取締役制度改革論として、ギルソンとクラークマンはプロの独立取締役制度を構想し、機関投資家がプロの独立取締役を採用した上で、投資先企業に派遣し経営監督を行わせるとの制度枠組みの構築を提唱した³⁵。ただし、このような制度改革論には批判もあり、またその実現には機関投資家の協力も必要であることから、直ちに当該構想を実現するのは容易ではないと両者は自認している³⁶。

第二に、敵対的企業買収についても次のような限界があるとしている。すなわち、敵対的企業買収はアングロ・アメリカに特有の現象であり、それは効果的な監督制度が存在しないことを反映しているものである。そして敵対的企業買収は対象企業の価値評価に著し

³³ *Id.* at 988-90.

³⁴ *Id.* at 990.

³⁵ Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 STAN. L. REV. 863 (1991).

³⁶ Gilson & Kraakman, *supra* note 4, at 994-95.

い差があり、敵対的企業買収を行うことが金銭的利益に見合う場合にしか発動されない。また、敵対的企業買収市場の劇的な改革に成功したとしても、それはせいぜい会社内部のガバナンス制度の代替となるに過ぎず、かつその実現には多大なコストがかかる。このように敵対的企業買収は一定の役割を担っているものの、監督制度としては限界があると指摘している³⁷。

以上のように、ギルソンとクラークマンは米国における当時の監督制度の問題点を指摘した上で、分散した株式保有がもたらすエージェンシー問題および集合行為問題の双方に対処するための制度として、欧州で広く普及しており、とりわけスウェーデンにおいてその役割が広く認識されているMSICを米国に移植すべきであると主張した³⁸。

(2) MSIC構想の概要

ギルソンとクラークマンはMSICを、自分たちが主張するプロの独立取締役制度を補完するものと位置付け、具体的には次のような特徴を有するものとしている。

第一に、MSICとは、クローズド・エンド型投資会社であり、それ自体が証券取引所に上場している。従って、一般投資家はMSICの株式を証券市場を通じて購入することができ、MSICの運用成果を株主として享受することができる。また、MSICも新株発行を通じて資金

³⁷ *Id.* at 990.

³⁸ *Id.* at 992-94. ギルソンとクラークマンは、スウェーデンにおける著名なMSICとしてIndustrivärden および AB Kinnevik を挙げている。また、その他の欧州各国における代表的なMSICとして、ドイツの Vereinigte Industrie-Unternehmungen Aktiengesellschaft (VIAG)、ベルギーの Societe Generale de Belgique、フランスの Groupe Suez および Pechelbrorm、イタリアの Ferruzzi Finanziaria、Compagnie Industriali Riunite (CIR)、Istituto Finanziario Industriale (IFI) を挙げている。これらのうちの多くが現在でも存続し、投資活動に従事している。

調達を行うことができ、社債発行や銀行借入れ以外の資金調達手段を確保することができる³⁹。

第二に、MSICの投資活動について、投資先企業の監督を長期的観点から実効的に行うためには、投資先企業を少数に絞り込む必要があり、具体的には10年間で10社から15社程度に絞るのが適当であるとしている⁴⁰。投資先企業の種類としては特に制限はなく、業績悪化に直面したり倒産寸前の状況にある企業に投資し経営再建に従事してもよく、逆に急速な成長過程にあり株式資本を必要としている企業に投資してもよい。そして、MSICは投資先企業の株式の半数以下（議決権株式の10パーセントから35パーセント）を取得する。これにより、議決権行使を通じた投資先企業への監督手段を確保する。ただし、投資先企業の支配権を獲得するわけではないことから、MSICと投資先企業の経営陣は敵対することなく友好的な関係を構築することになる。また、当該MSIC以外の株主や、他の投資家を代表する取締役と共同しない限り、投資先企業の経営陣を交替させたり、経営方針を変更したりすることはできない⁴¹。

さらに、MSICが投資を行うという情報が市場に伝達されることにより、当該投資先企業は信用に値するとの評判が広く共有されることになるとしている⁴²。

第三に、MSICは、自らの取締役を投資先企業に派遣する。派遣される取締役は、強い意欲を有するプロの人材であり、投資先企業の実業取締役会構成員として職務に従事する。このように自らの職務の遂行に強い意欲を有する有能な人材を投資先企業に派遣することにより、MSICは長期的観点から投資を行い、投資先企業の経営に関与することが可能となる⁴³。

³⁹ *Id.* at 992, 994.

⁴⁰ *Id.* at 996.

⁴¹ *Id.* at 995.

⁴² *Id.*

⁴³ *Id.*

第四に、MSICの取締役は、投資先企業の経営陣から経済的に独立している。それにより、投資先企業の経営陣の業績を客観的な立場から評価することができ、投資先企業の業績が好ましくない場合には、その経営方針に異議を唱えることができる⁴⁴。他方、MSICの株主の経済的利益には繋がりをもたず、それによりMSICの取締役の利益と株主の利益は一致し、株主の利益のために監督機能を果たすインセンティブを有することになる⁴⁵。

以上のメカニズムが機能することにより、MSICの株主にとって利益となるだけでなく、投資先企業の株主の利益にもなる⁴⁶。このようにMSICは株主の守護者（Guardian Shareholder）としての役割を果たすことが期待されるとしている。

さらに、MSICを米国に導入することにより、間接的にはあるが米国のコーポレート・ガバナンス制度全体に良い影響を及ぼすことができるとしている⁴⁷。すなわち、MSICの派遣するプロの独立取締役が投資先企業の価値を高めることが明確になれば、他の機関投資家もプロの独立取締役を採用し、投資先企業に積極的に派遣するようになるとの効果が期待できる。このようにMSICの導入は米国企業のコーポレート・ガバナンス改革を促進するために極めて重要であるとギルソンとクラークマンは強調している。

（３）障害となる投資会社法の各種行為規制

このようにMSICの導入は米国のコーポレート・ガバナンス改革にとって非常に有益となると期待できるにもかかわらず、投資会社法の各種行為規制とそれに関連するレギュレーションが同制度の導入

⁴⁴ *Id.* at 995-96.

⁴⁵ *Id.* at 995.

⁴⁶ *Id.* at 996.

⁴⁷ *Id.*

の妨げになっているとギルソンとクラークマンは指摘している。具体的には次のような点が問題になるとしている。

まず、投資会社法3条(a)項(1)号(C)により、MSICは投資会社の定義に該当するという点である。MSICはその保有する資産の40パーセント以上を投資先企業の証券として保有することになることから、投資会社の定義に該当する。そして、投資先企業の経営に対し直接影響力を行使するわけではないことから、同号(b)(1)(2)に規定する持株会社に対する適用除外規定に依ることもできない。さらには、MSICが発行する株式は証券取引所に上場していることから、私的投資会社に対する適用除外規定に依拠することもできない。このようにMSICは投資会社法の適用対象となることから、同法の厳格な行為規制が適用されることになる。それによりMSICの導入が不可能となるわけではないが、その運営にとって多大なコストが課されることとなる⁴⁸。

次に、投資会社法の行為規制のうち、とりわけ次のような規定がMSICの投資活動を阻害することになると指摘している。

第一に、投資会社法18条(d)項および23条(a)項により、ストック・オプション等、株価に連動したインセンティブ報酬を付与することができないという点である。MSICの取締役は投資先企業のモニタリングに従事することによりMSIC自体の価値を向上させるインセンティブを有することから、MSICの株価に連動したインセンティブ報酬を付与することがその成果を最大限に引き出すために必要であるところ、投資会社法23条(a)項は取締役の労務を対価として株式を発行することを認めていない。また、投資会社法18条(d)項はストック・オプションの発行を原則として禁止しているため、MSICの取締役に対して長期的な業績に連動するストック・オプションを付与することもできない⁴⁹。

⁴⁸ *Id.* at 998-99.

⁴⁹ *Id.* at 999.

第二に、投資会社法23条(b)項により、クローズド・エンド型投資会社は純資産価額を下回る価額で新株を発行し、資金調達を行うことができないという点である。MSICもクローズド・エンド型投資会社であることから当該規定の適用を受けることになる。そして、他のクローズド・エンド型投資会社と同様に、MSICの発行する株式の市場価格は保有するポートフォリオ証券の全体的な価値よりも低く評価されることが予想されることから⁵⁰、それにより新株発行による資金調達を行うことが極めて困難となると指摘されている⁵¹。

第三に、投資会社法18条(a)項および(c)項が、クローズド・エンド型投資会社による負債証券および優先株式の発行を厳格に規制している点である。投資会社法18条(a)項は、投資会社が負債証券を発行する際には300パーセントの資産担保率を要求し、また優先株式を発行する際には200パーセントの資産担保率を要求している。さらに、投資会社法18条(c)項は、クローズド・エンド型投資会社による負債証券の発行を一種類に制限している。これらの規定がMSICに対しても適用されることから、MSICによる資金調達は事実上、当初の新株発行、既存株主に対するライツオフリング、自発的な配当利益の再投資、そして銀行からの借入りに制限されることになる。また、長期的な負債証券の発行は、既存株主の持分価値の希薄化を生じさせることなくMSICが資金調達を行うための有力な手段であるところ、当該手段を利用することが著しく困難となる⁵²。

第三に、投資会社法23条(c)項はクローズド・エンド型投資会社による自己株式取得を厳格に規制している点である。投資会社法23条(c)項は、①証券取引所、またはSECが規則およびレギュレーション、または命令によって指定するその他の公開市場において行う場合、

⁵⁰ クローズド・エンド型投資会社が発行する株式の市場ディスカウントについては、A.シュレイファー（兼広崇明訳）『金融バブルの経済学—行動ファイナンス入門』75～117頁（東洋経済新報社、2001）を参照。

⁵¹ Gilson & Kraakman, *supra* note 4, at 999-1000.

⁵² *Id.* at 1000.

②買付けの対象となる種類の証券の全保有者に参加する合理的な機会を与えた後において行われる公開買付けによる場合、③SECが買付けの対象となる種類の証券保有者を不当に差別することのないような方法または基準に基づき当該買付けが行われることを確保するために、投資者保護のための規則およびレギュレーション、または命令によって許可する場合を除き、クローズド・エンド型投資会社が自ら発行した証券を買い付けることを禁止している。当該規定がMSICに適用されることにより、MSICが発行した株式の市場ディスカウントに対処するために定期的に株式の償還を行ったり、自社株買いを行うことが著しく困難となる⁵³。

第四に、投資会社法17条の利益相反規制が適用されるという点である。投資会社法17条は投資会社とその関係者との取引を原則として禁止している。関係者の定義については投資会社法2条(a)項3号に規定があり、これらの規定からMSICと投資先企業は相互に関係者に該当することとなる。従って、MSICと投資先企業との取引には投資会社法17条が適用され、同条(b)項によりSECが適用除外命令を発しない限り、MSICが投資先企業の株式の引受けを通じて金融支援を行ったりすることはできない。またMSICから投資先企業への取締役の派遣も、投資会社法規則17d-1(a)に規定する共同取引に該当し、SECによる適用除外命令が必要となる。さらに、MSICと投資先企業との間でどのように投資会社法17条が適用されるのか必ずしも明確でないことから、同条に違反するリスクを抱えたままMSICは投資先企業への関与を行わなければならない⁵⁴。

⁵³ *Id.* at 1000-01. ただし、1993年にSECは規則23c-3を制定し、①ファンドの基本方針で定める間隔または制限された裁量に基づく一定の間隔に従いながら定期的に買付けを行うこと、②買付けできる株式の数量を遵守すること、③過半数の独立取締役からなる取締役会による承認を受けることを要件として、クローズド・エンド型投資会社による純資産価額での自己株式取得を認めた。Investment Company Act Release, No. 19399 (Apr. 7, 1993).

⁵⁴ Gilson & Kraakman, *supra* note 4, at 1001-02.

以上のように、投資会社法の各種行為規制が米国におけるMSICの効果的な投資活動を妨げることになることから、制度改革にあたってはMSICを投資会社法の適用対象から全面的に除外するか、または少なくとも上記で指摘したような各種規定については適用除外する必要があるとギルソンとクラークマンは主張している⁵⁵。

2. 連邦議会における審議

以上のようなギルソンとクラークマンによるMSICの導入構想に基づき、連邦議会において同制度の導入の是非および投資会社法改正について審議が行われた。

審議においては、MSIC導入の提唱者の一人であるクラークマンが、MSICの意義について説明を行うとともに、同制度の導入のためには投資会社法17条の利益相反規制、18条の資本構成規制、23条の株式発行価額規制およびストック・オプション禁止規制を適用除外する必要があると証言した⁵⁶。

次に、スウェーデンでMSICの運営実務に携わっているシュテンベックが証言し、自らが会長を務めるMSICであるKinnevik ABの事業内容および運用成果について説明を行った。そして米国の資本市場とスウェーデンの資本市場は類似していることから、スウェーデンで成功しているMSICを米国に導入すれば同様に成功をおさめることができると証言した⁵⁷。

⁵⁵ *Id.* at 1010.

⁵⁶ *Small Business Incentives: Hearing on S. 479 Before the Subcomm. on Telecommunications and Finance of the Comm. on Energy and Commerce House of Rep.* 103d Cong. 2d Sess. at 199-200 (Statement of Reinier Kraakman, Professor of Law, Harvard University).

⁵⁷ *Id.* at 201-03 (Statement of Jan Hugo Stenbeck, Chairman, Kinnevik AB, Stockholm, Sweden).

続けて、マサチューセッツ州代表のツォンガス上院議員からは、MSICが投資家保護の要請に十分応えつつ米国の競争力を強化することができるかどうか重要な点であるとの意見が出された⁵⁸。

以上のような証言に続き、何人かの議員からクラークマンとシュテンベックに対し質問が出された。ツォンガス議員からはMSICから投資先企業に派遣される役員および取締役には潜在的な利益相反関係が存在するののかという質問がなされた⁵⁹。当該質問に対し、クラークマンは、MSICの利益と投資先企業の利益は一致することから、潜在的な利益相反関係は存在しないと回答した⁶⁰。

また、カリフォルニア州出身のムーアヘッド議員からは、MSICに対して適用除外される成果報酬に関する投資会社法の規定は、ミューチュアル・ファンドにおいて成果報酬を導入するに際しても同様に適用除外されることになるのかとの質問が出された⁶¹。この質問に対しクラークマンは、ミューチュアル・ファンドの場合には投資顧問との間で成果報酬について取り決めを行うことになり、MSICにおける成果報酬とは別であるから、異なる規制が問題になると回答した⁶²。

このように質疑応答がなされた上で、MSICの導入に対し様々な意見が出された。ツォンガス上院議員およびその同僚はコーポレート・ガバナンス改革実現のための有効な手段としてMSIC構想を支持した⁶³。それに対し、マーキー委員長からは、投資会社法の適用除外を認めるためには、MSICが米国企業のコーポレート・ガバナンス改

⁵⁸ *Id.* at 204 (Statement of Paul E. Tsongas, Senator from the state of Massachusetts).

⁵⁹ *Id.* at 218 (Statement of Paul E. Tsongas, a former U.S. Senator from the State of Massachusetts).

⁶⁰ *Id.* (Statement of Reinier Kraakman, Professor of Law, Harvard University).

⁶¹ *Id.* at 221 (Statement of Moorhead, from the State of California).

⁶² *Id.* (Statement of Reinier Kraakman, Professor of Law, Harvard University).

⁶³ *Id.* at 203-08 (Statement of Paul E. Tsongas, a former U.S. Senator from the State of Massachusetts).

革という目的を達成するために最も効果的な手段であるのかどうかをさらに検証する必要があるとの意見が出された⁶⁴。

このように連邦議会ではMSICの導入に好意的な意見が出されたが、その一方でSECコミッショナーおよび投資会社協会代表者からは同制度の導入による投資会社法の適用除外に対し強い反対意見が主張された。

SECコミッショナーからは次の点について反対意見が出された⁶⁵。

第一に、制度改革案ではMSICに対し投資会社法の適用除外を広範に認めることとされているが、なぜそのような必要があるのかその理由が明確でないという点である。MSICが予定している投資活動は、現在の投資会社法規則の下でもその一部は実行可能であり⁶⁶、広範な適用除外を認める必要性が存在するとの確信に至っていないと述べられている。

第二に、連邦議会が投資会社法を制定したのは、投資会社業界に広く蔓延していた濫用行為に対処するためであり、そして投資会社法17条、18条、23条が規定されたのは、過度なレバレッジ、差別的な議決権付与、株主の持分価値の希薄化、内部者による自己取引等を禁止するためであるという点である。これらの濫用行為はMSICにおいても同様に生じる可能性があり、従ってMSICに投資会社法の適用除外を認めるとしても投資家保護が後退しないようそれは最小限に抑える必要があると主張された。

また、米国投資会社協会の代表者からは、次のような反対意見が出された。すなわち、MSICは業績が悪化している企業に経営支援を

⁶⁴ *Id.* at 127 (Statement of Edward J. Markey, the Chairman of the Committee).

⁶⁵ *Id.* at 145, 157-61 (Statement of J. Carter Beese Jr., Commissioner, Securities and Exchange Commission).

⁶⁶ 例えば、SEC規則においては投資会社が投資対象企業と取引を行う場合において、他の関係者が当該取引について金銭的な利害関係を有していない場合には、投資会社法規則 17a-3、17a-6、17d-1(d)(5)により、当該取引を投資会社法 17条から適用除外しているとの証言が当時のカーターSECコミッショナーからなされている。

行うことを目的としていることから、損失発生の重大なリスクを抱えている。そのようなMSICに対してはクローズド・エンド型投資会社に適用される投資者保護のための各種規定が適用されるべきであり、従って投資会社法の適用除外を広く認めるのは妥当でないと主張された⁶⁷。

これらの反対意見に対し、クラークマンからSECコミッショナーの意見にほぼ同意するとの意見が出され、当初の提案内容では適用除外の範囲がMSICを承認するという目的に照らし広範過ぎるおそれがあることから、MSICの活動を妨げることなく、投資家保護を確保するような規定の追加について検討する必要があるとの証言がなされた⁶⁸。

このように、SECコミッショナーおよび投資信託協会代表者による強い反対により、結局のところ、MSIC導入のための投資会社法改正は実現しなかった。

3. SECによるMSICの承認

しかし、SECは2000年8月にXSource社による個別の申立てに対し、厳格な条件を付した上で投資会社法の適用除外を認め、MSICを承認するに至った⁶⁹。事案の概要およびSECにより発せられた適用除外命令の内容は次の通りである。

（1）事案の概要

申請者であるXSource社はデラウェア州会社法に基づき設立された会社であり、Millicom International Cellular S.A.（以下「M」という）

⁶⁷ *Small Business Incentives: Hearing on S. 479 Before the Subcomm. on Telecommunications and Finance of the Comm. on Energy and Commerce House of Rep.* 103d Cong. 2d Sess. at 197-98 (Statement of Matthew P. Fink, President, Investment Company Institute).

⁶⁸ *Id.* at 200 (Statement of Reinier Kraakman, Professor of Law, Harvard University).

⁶⁹ 65 Fed. Reg. 50245 (Aug. 17, 2000); Investment Company Act Release No. 24596.

の間接完全子会社であった。Mはルクセンブルクの会社であり、携帯電話事業に従事していた。申請者はテレコミュニケーション・データ事業者およびインターネット・ワーク事業者に統合ネットワークサービスを提供しつつ、エレクトロニクス事業およびメディア事業に従事する9の会社の株式をそれぞれ過半数所有していた。このような申請者の事業は1993年にMが申立者に携帯電話事業を除くほぼ全ての事業を譲渡して以来、行われてきた。

2000年に、ワラントを行使することで、申請者はもはやMの完全子会社ではなくなり、公開会社になることが見込まれていた。その当時、申請者は事業の変更を行い、MSICとして活動する予定であることを明らかにしていた。すなわち、申請者は、競争力を強化したいと望んでいる上場企業に対し、長期的な観点から金融・経営支援を行うことを明らかにしていた。申請者は投資先企業の株式を長期的観点から半数以下取得し、それらの会社に対し、申請者のノウハウおよび経営資源を提供しようと考えていた。申請者は投資先企業の取締役会に自らの代表者を送り込み、また申請者の役員および従業員を投資先企業の役員およびコンサルタントとして職務に従事させ、さらに投資先企業に直接金融支援を行うことを通じて、投資先企業の経営に積極的に関与しようとしていた。

申請者の申述によると、MSICとして活動する場合、申請者は投資会社法3条(a)項1号(C)に規定する投資会社の定義に該当することになる。申請者の保有資産の40パーセント超を構成する対象会社の株式が、投資会社法3条(a)項2号に規定する「投資証券」に該当するためである。従って、クローズド・エンド型投資会社として同法に基づきSECに登録を行わなければならない。

しかし申請者は、投資会社として登録したとしても、自らを証券の投資、再投資、保有、取引の事業に従事していると表示するつもりはなく、むしろ投資先企業の事業に従事していると表示しようと

考えている。申請者はさらに、保有資産の少なくとも半分は米国企業の発行する株式で申請者が25パーセント超を保有するものからなり、当該企業に対して重要な経営上の支援を利用可能とすることを予定している。これらの株式保有のうち、申請者の保有資産の少なくとも25パーセントは現在の子会社の発行する株式で申請者が25パーセント超を保有するものになるとしている。これら申請者により株式を保有される会社は、現在と同様の事業を行うことになる。そして、申請者の役員、取締役、従業員、その他申請者が任命した者が最低一名、投資先企業の取締役会構成員として職務に従事することになる。

申請者によると、保有資産の少なくとも40パーセントは以下の(a)および(b)で構成されることになる。すなわち、(a) 5社以下が発行する株式であり、それぞれの会社が発行する株式の10パーセント超を取得する。そしてそれらの会社に対して申請者が重要な経営上の支援を利用可能とし、さらにそれらの会社の株式を最低でも2年間保有する。(b) その他投資証券でない資産である。これら申請者が保有する株式を発行する会社は、現在と同様の事業を行うことになる。そして、申請者の役員、取締役、従業員、その他申請者が任命した者が最低一名、投資先企業の取締役会構成員になる。

さらに、申請者によると、申請者の保有資産の10パーセント以下が上記に述べた株式以外の投資証券からなり、さらに、この10パーセント以下の資産のうちの5パーセント以下が持分証券からなるとしている。さらに、申請者が保有する投資先企業の株式の少なくとも50パーセントは、投資先企業から直接私募により発行されたものであるか、または投資先企業に対し直接金融支援を行ったことの対価として受け取ったものになる予定であるとしている。

以上を前提に、申請者は投資会社法6条(c)項、17条(b)項、23条(c)項に基づき、17条(a)項、18条(d)項、21条(b)項、23条(a)～(c)

項、30条の適用除外を申請するとともに、投資会社法17条(d)項および投資会社規則17d-1に基づく共同取引の許可を求めた。

(2) SECによる適用除外の承認

SECの適用除外命令により、申請者は投資会社法の下で投資会社として登録を行わなければならないものの、以下のような条件の下で投資会社法の各種規定の適用除外が認められ、MSICとして活動を行うことが可能となった。

(i) 申請者の保有資産に関して

①申請者の保有資産総額の半分以上が申請者が25パーセント超を保有する会社の株式からなり、それらの会社に対し申請者が投資会社法2条(a)項47号の規定する重要な経営上の支援を利用可能としていること、さらにそれらの会社は州法に基づき設立されかつ州内に主たる拠点を有していること。また、上記の保有要件の一部として、申請者の保有資産の25パーセント以上が、現在保有している株式および申請者が投資会社法に基づき登録する以前に保有していた子会社の株式の25パーセント超からなること。

②申請者が保有する投資証券で①および③の(a)に掲げるもの以外のものの割合が、申請者の保有資産総額の10パーセントを超えないこと。さらに、これらの投資証券のうちエクイティ証券については、申請者の保有資産総額の5パーセントを超えないこと。

③申請者の保有資産の残りの部分は次の証券からなること。(a)残りの保有資産の10パーセント超が公開会社の株式からなり、それらの会社に対し申請者が投資会社法2条(a)項47号に規定する重要な経営上の支援を利用可能とすること。そしてそれらの会社は州法に基づき設立され、州内に主たる拠点を有していること。(b)投資証券ではない他の財産から構成されること。これらの条件により、申請者

は保有割合が10パーセントを超える株式を5社以内に抑え、かつそれらの会社の株式を最低2年間保有することになる。

④①および③の(a)に掲げた会社（適格会社）は、申請者が投資会社として登録する以前に保有していた会社が従事していた事業と同様の事業に従事すること。かつ申請者の企業運営の専門性および注意は引き続き、それらの会社が従事する事業に注がれること。

⑤最低でも申請者の役員、取締役、従業員、その他申請者から任命された者のうちの一名が、それぞれの適格会社の取締役会構成員となること。

⑥申請者が保有することになる適格会社の株式の最低50パーセントについて、適格会社から私募により直接取得するか、または適格会社に金融支援を直接行うことを通じて取得すること。

⑦申請者が適格会社の株式を処分する場合、その処分価格は単純に市場価格によるのではなく、それらの会社の経営戦略および事業運営に関する諸要素について考慮した上で決定すること。

（ii）申請者の事業運営に関して

⑧申請者の経営陣は登録投資顧問の関係者でないこと、かつ申請者は登録投資会社の関係者でないこと。

⑨申請者はポートフォリオ会社の事業に従事すること。そして、自らを証券への投資、再投資、所有、保有、取引の事業に従事していると表示しないこと。

⑩申請者は1934年証券取引所法12条に基づき登録された一クラスのエクイティ証券を発行すること。

⑪申請者は企業育成会社である場合と同様に、投資会社法56条、57条(a)～(i)項、(m)項、(o)項、62条2号、63条2号を遵守すること。

（iii）申請者のインセンティブ報酬プランについて

⑫申請者の取締役会は最低でも年に一度、インセンティブ報酬プランの審査を行うこと。それに加え、SECも定期的に報酬の付与、行使、確定が対象会社の収益および株式の純資産価額に対して影響を与える可能性について審査を行うこと。これらの審査は報酬を付与する決定を行う前に行われる。その頻度は一年に一度を上回らない。これらの審査が行われるよう、適正な手続および記録が維持されなければならない。そして、SECは報酬の付与およびその行使または確定が申請者の株主の利益に反しないことを確保するための適正な手続を定める権限を有するものとする。このようなSECの権限には、報酬の付与を禁止および制限する権限に加え、申請者の費用、収益、純資産価額について過度に希薄化が生じるとSECが判断した場合には、一定期間内に行使できるストック・オプションの数を制限する権限も含まれる。これらの条件に基づき維持される全ての記録はSECおよびそのスタッフによる調査に服する。

⑬当該報酬プランに基づき発行される申請者の普通株式の数の上限は、当該報酬プランが採用された日に申請者が発行している社外普通株式の数の10パーセントとする。また、当該報酬プランに参加する如何なる者も当該報酬プランのために発行が予定されている普通株式の35パーセント超を取得することはないものとする。

⑭当該報酬プランに基づき発行されるストック・オプションは、申請者の取締役、役員、従業員にのみ付与することができる。また、当該ストック・オプションは譲渡することができない。ただし、遺言または相続法に基づいて譲渡する場合、またはエステイト・プランニングを促進するためにSECが特別に承認する場合はこの限りでない。

⑮当該インセンティブ報酬の存在および性質は、FASBが事業会社のために採用する基準およびガイドラインに基づき開示されること。さらに、規則S-Kのアイテム402、1934年証券取引所法に基づくスケ

ジュール14Aのアイテム8、フォームN-2のアイテム18により開示されること。

⑯当該適用除外命令を遵守するために、申請者は株式ベースの報酬プランの条件および当該報酬プランに基づいてすでに付与された報酬について修正が行われていること。

以上のように、投資会社法の適用除外を認めるにあたり、SECはかなり細かい条件を、数多く付している。それにより、MSICとしての活動に支障が出ないようにすると同時に、投資会社法の適用除外を認めることにより生じる恐れのある弊害を未然に除去しようとしていると評価することができるように思われる。

4. 小括

以上のように、本章ではギルソンとクラークマンによるMSIC導入構想から、連邦議会における審議を経て、SECにより同制度が承認されるまでの経緯について検討した。MSICは長期的な観点から投資先企業の経営に積極的に関与することで、投資先企業の企業価値を向上させるのみならず、MSIC自身の株主の利益にも資する制度であり、米国におけるコーポレート・ガバナンス改革を牽引するものとして導入が構想された。しかし、このような構想を実現するためには投資会社法の各種行為規制が障害となるため、投資会社法改正が必要とされた。そこで連邦議会では投資会社法改正について審議が行われたが、SECコミッショナーおよび投資会社協会の代表者の強い反対意見により、投資会社法改正による同制度の導入は実現しなかった。しかし、2000年8月にSECがXSource社による個別の申立てに対し、厳格な条件を付した上で投資会社法の適用除外を認め、MSICの導入が実現された。

このように投資会社法の各種行為規制がMSICの導入を妨げているとの議論がなされる中、1996年の投資会社法改正により適格購入者概念が導入され、私的投資会社に対する投資会社法の適用除外の範囲が拡大された。このような法改正の後、ヘッジファンドの規模が急激に拡大し、ヘッジファンド・アクティビズムが展開されるようになった。次章においては、これらの経緯について検討するとともに、短期主義の弊害を巡る議論の状況について検討を行う。

四. 適格購入者概念の導入とヘッジファンド・アクティビズムの展開

本章においては、1996年の投資会社法改正により適格購入者概念が導入され、私的投資会社に対する投資会社法の適用除外の範囲が拡大された経緯について確認するとともに、その後ヘッジファンドの規模が急拡大し、その中から投資先企業の経営改革に積極的に関与するアクティビスト・ヘッジファンドが現れてきた背景について検討する。その上で、ヘッジファンド・アクティビズムを巡って現在米国で行われている短期主義の弊害を巡る議論およびベブチャックらによる実証研究の成果について検討する。

1. 1996年投資会社法改正による適格購入者概念の導入

(1) 概念導入の背景

適格購入者概念の導入に関する議論については、1992年に公表されたSECスタッフ報告書⁷⁰にまで遡ることができる。すなわち、同報告書においてSECスタッフは、一定額以上の資産を保有する投資家に限定して投資会社が証券を発行するのであれば、これらの投資家は運用報酬の水準や、ガバナンスの構造、さらには受益権の償還請求権等について自ら判断することができることから、投資会社法の適

⁷⁰ DIVISION OF INVESTMENT MANAGEMENT, SEC, PROTECTING INVESTORS: A HALF CENTURY OF INVESTMENT COMPANY REGULATION (1992).

用を除外しても投資家保護上問題は生じないとの見解を示した⁷¹。このような見解に基づき、適格購入者概念の導入のための投資会社法改正法案が連邦議会に提出された。

連邦議会の審議においては、適格購入者概念を導入し投資会社法の適用除外の範囲を拡大することに対して、SECコミッショナーは適格購入者の概念が真に洗練された投資家に限定されるのであれば、このような適用除外を認めても問題ないとの考えを表明した⁷²。

その後、オフショアファンドの台頭を受け、適格購入者概念の導入がヘッジファンド業界から強く要望されるようになった。すなわち、オフショアで組成されたヘッジファンドは投資会社法の適用を受けることなく米国に投資を行うことができるのに対し、米国で組成されたヘッジファンドに対しては投資会社法が適用されるのでは、米国ファンドが競争上不利益な立場に置かれることから、一刻も早く適格購入者概念を導入し投資会社法の適用除外の範囲を拡大すべきとの主張がヘッジファンド業界から行われたのである⁷³。

以上のような同制度の導入を巡る各方面からの議論を踏まえながら、その後も連邦議会で継続して審議が行われ、そして最終的に現在の形で適格購入者概念が導入されることとなった。

（２）適格購入者の定義

適格購入者については投資会社法 2 条 (a) 項 51 号に定義規定が置かれており、次のように規定されている。

⁷¹ *Id.* at 110-14, 117-18 (1992).

⁷² *Small Business Incentives: Hearing on S. 479 Before the Subcomm. on Telecommunications and Finance of the Comm. on Energy and Commerce House of Rep.* 103d Cong. 2d Sess. at 144-45, 148-52 (Statement of J. Carter Beese Jr., Commissioner, Securities and Exchange Commission).

⁷³ Task Force on Hedge Funds, *Report on Section 3(c)(1) of the Investment Company Act of 1940 and Proposals to Create an Exception for Qualified Purchasers*, 51 BUS. LAW. 773, 782-83 (1996).

(i) SECが定める500万ドル以上の投資を有する自然人（本法第3条(c)項7号に基づき適用除外とされる証券発行者の持分を当該適格購入者の配偶者と共に、共有、共有財産、その他類似の方法により保有する者を含む）。

(ii) 500万ドル以上の投資を有する会社であり、兄弟又は配偶者（前配偶者を含む）としての関係を有する2以上の自然人、出産又は養子縁組による直系卑属、これらの者の遺産により又はこれらの者の利益のために直接又は間接的に所有されているもの、若しくはこれらの者により、又はこれらの者の利益のために設立された財団、慈善組織、若しくは信託により直接又は間接的に所有されているもの。

(iii) 前号の適用範囲外にある信託であり、被申込証券の取得という特定の目的のために設定されたものではなく、受託者その他の者が当該信託との関係で当該証券につき決定権限を有し、かつ当該信託に拠出した信託設定者その他の者が、(i) (ii) (iv)に規定する者であるもの。

(iv) 自分自身の計算又は他の適格購入者の計算に基づき行動する者で、裁量により合計で2,500万ドル以上の投資を有し、かつ投資を行っている者。

そして、投資会社法3条(c)項7号は、「その社外証券がその取得時点において専ら適格購入者によって所有され、かつ当該取得時点において当該証券の公募を行っていない、又は行おうとしていない証券発行者」を投資会社法の適用範囲から除外している。従って、適格購入者のみが証券保有者となっている投資会社には投資会社法が適用されないこととなる。

(3) その他の適用除外規定

また、投資会社法3条(c)項1号は、「その社外証券（短期手形を除く）が100名以下の者により実質的に所有されており、かつ当該証

券の公募を行っておらず、また現時点で行おうとしていない発行者」についても投資会社法の適用を除外している⁷⁴。

また、1933年証券法の下における少人数への証券発行もしくは私募に関するセーフハーバー・ルールであるSEC規則506レギュレーションDに依拠し、適格投資家（accredited investor）に対してのみファンドの受益証券を発行すれば、発行証券についてSECへの登録を行う必要はない。

ヘッジファンドは以上のような適用除外規定を利用して組成され、投資会社法の各種規定や連邦証券諸法の証券の登録規定の適用を受けずに活動を行うことが可能となる⁷⁵。

2. ヘッジファンド・アクティビズムの展開

1996年投資会社法改正により適格購入者概念が導入され私的投資会社に対する投資会社法の適用除外の範囲が拡大された後に、米国においてヘッジファンドが急激な成長を見せ、その運用する資産規模が大きく増加していった。このような状況に対し、SECはヘッジファンドの成長が投資家保護上どのような問題を引き起こすのかスタッフに調査を命じ、その結果は報告書の形で公表された⁷⁶。

このようにヘッジファンドの規模が急拡大する中、ヘッジファンドの中には投資対象企業の経営改革に積極的に関与するものが現れ⁷⁷、ヘッジファンド・アクティビズム⁷⁸に注目が集まるようになった。

⁷⁴ ただし、投資会社法3条(c)項1号(A)は、「1つの会社による実質的所有は、1人の者による実質的所有とみなす。ただし、当該会社が当該発行者の社外議決権証券の10パーセント以上を所有する…場合には、当該会社の社外証券（短期手形を除く）保有者を実質的所有者とみなす」と規定しており、会社等を利用した100名以下という要件の潜脱を防止している。

⁷⁵ 大崎貞和「アメリカにおける投資ファンドの規制」東京大学法科大学院ローレビュー3号146～148頁（2008）を参照。

⁷⁶ STAFF REPORT TO THE UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, IMPLICATIONS OF THE GROWTH OF HEDGE FUNDS (2003).

⁷⁷ ベブチャックらの実証研究によると、1934年証券取引所法13条(d)項に基づきアクティビスト・ヘッジファンドにより提出されたスケジュール13Dの数は、

すなわち、アクティビスト・ヘッジファンドは対象会社の経営陣に対し、自社株買いや増配による株主還元や会社の経営方針の変更等を直接要求したり、また委任状争奪戦を行い自らの代表者を対象会社の取締役会に送り込んで経営陣を交替させ、企業価値を向上させるM&Aを実行させたり等、投資先企業の経営に積極的に関与するようになっていった。

なぜ、ヘッジファンドは年金基金やミューチュアル・ファンドのような他の伝統的な機関投資家と比べアクティビズムに熱心なのかその理由については、次の点が指摘されている。

第一に、他の機関投資家に比べアクティビズムに従事する強いインセンティブを有しているという点である⁷⁹。すなわち、ヘッジファンド・マネージャーに対する運用報酬はファンドの資産総額の1パーセントから2パーセントの運用資産ベースの報酬に加え、投資収益の20パーセントが成果報酬として支払われるのが普通である⁸⁰。これにより、ヘッジファンド・マネージャーには自らの報酬を増大させる強いインセンティブが生じることになる。さらに、そのインセ

1994年が10、1995年が37であったのに対し、投資会社法改正がなされた1996年は99であり、その後の1997年は212、1998年は161、1999年は118、2000年は120、2001年は96、2002年は134、2003年は127、2004年は148、2005年は237、2006年は269、2007年は272と、大きく増加している。Bebchuk et al., *supra* note 5, at 1100 (2015).

⁷⁸ 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」野村資本市場クォーターリー2007年秋号200頁以下

(<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2007/2007aut18.pdf>より入手可)を参照。ヘッジファンド・アクティビズムに関する米国および日本における最近の議論については、加藤貴仁「上場会社による種類株式の利用」日本経済研究所金融商品取引法研究会研究記録第57号7～13頁、45～50頁(2016)

(<http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/057.pdf>より入手可)；白井正和「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」商事2109号34頁以下(2016)を参照。

⁷⁹ Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. PA. L. REV. 1021, 1064 (2007)。白井・前掲注(78)38頁

⁸⁰ Linda Chatman Thomsen, Daniel M. Hawke & Pauline E. Calande, *Hedge Funds: An Enforcement Perspective*, 39 RUTGERS L. J. 541, 558 (2008)。

ンティブはヘッジファンド・マネージャーが自らの資産を自らが運用するヘッジファンドに拠出している場合、一層大きくなると指摘されている⁸¹。そこで、ヘッジファンドはベンチマークと比較した相対的な運用成果を追求するのではなく、絶対的な高い運用成果を追求することになる⁸²。

第二に、他の機関投資家と比べ、アクティビズムに従事する際の法的障害が少ないという点である⁸³。すなわち、ヘッジファンドに対しては1940年投資会社法が適用されないことから、分散投資規定が適用されず、従って投資対象をある特定企業の株式に集中させ、それらの株式を大量に保有することができる。また資本構成規制も適用されないことから、高レバレッジを用いた投資活動を行うことができ、デリバティブを用いることもできる。さらに、ミューチュアル・ファンドと異なり償還請求に即座に応じる必要もないことから、流動性の低い証券に投資を行うことも可能である⁸⁴。

ただし、投資家全般に適用される連邦証券諸法の各種規定はヘッジファンドに対しても同様に適用され、1934年証券取引所法13条(d)項の5パーセント・ルール、16条(b)項の短期売買差益の返還ルール等には従わなければならない。また、13条(f)項に基づき、保有証券の開示が求められる。ただし、保有する登録エクイティ証券のみ開示すればよく、他の保有証券については開示する必要がない。したがって、13条(d)項の要件を満たさない限り、対象企業に関してデリ

⁸¹ Kahan & Rock *supra* note 79, at 1064. 白井・前掲注(78) 44頁の脚注39

⁸² Kahan & Rock *supra* note 79, at 1065.

⁸³ *Id.* at 1062-64.

⁸⁴ 多くのヘッジファンドは6か月のロックアップ期間を設けている。この期間を2年間に延長しているヘッジファンドもある。また、ロックアップ期間経過後も、償還請求期間を制限したり、請求金額を制限することもある。さらに、償還請求が他の株主にとって不利益となる場合には、請求を拒否することができ、また現金以外の対価により償還請求に応じることもある。*Id.* at 1063-64.

パティープのポジションを相当程度重ねて保持している場合であっても開示する必要はない⁸⁵。

第三に、他の機関投資家と比べ利益相反の状況に直面することが少ないという点である。すなわち、ほとんどのヘッジファンドは投資銀行や保険会社との取引関係を有しておらず、従ってミューチュアル・ファンドに見られるような投資先企業との取引関係を維持するためにファンド投資家の最善の利益のために行動しないというような利益相反関係に直面することが少ない。さらに、ヘッジファンドは確定拠出年金の投資先として選定されることもないことから、取引関係を失うことを恐れてアクティビズムへの従事を躊躇することもない。さらに、企業年金からの投資を受けている場合もあるが、その額は決して大きくはないとも指摘されている⁸⁶。

3. ヘッジファンド・アクティビズムの利点

公的年金等の伝統的な機関投資家によるアクティビズムとヘッジファンド・アクティビズムの大きく異なる点は、前者は投資先企業のコーポレート・ガバナンスのルールを変更するだけであるのに対し、後者は投資先企業の事業戦略の変更に迫ったり、経営陣を交替させたりするなどして、直接的に投資先の経営改革に関与する点であると指摘されている⁸⁷。このような違いについて、前者は防衛的であるのに対し後者は攻撃的であると表現されている⁸⁸。

また、前者は投資先企業に何か問題が生じるまでは受け身の姿勢である場合が多く、また投資先企業のガバナンス改革に関与する場合であっても同一内容のコーポレート・ガバナンスに関するルールを多くの投資先に対して同時に提案することが多いのに対し、後者

⁸⁵ *Id.* at 1062-63.

⁸⁶ Kahan & Rock, *supra* note 79, at 1066-68. 白井・前掲注(78) 38頁

⁸⁷ Kahan & Rock, *supra* note 79, at 1043. 白井・前掲注(78) 37頁

⁸⁸ Brian Cheffins & John Armour, *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 37 J. CORP. L. 51, 56-57 (2011).

は、あらかじめ特定の対象企業に狙いを絞って株式を取得し、その後アクティビズムを展開する。この点については、伝統的な機関投資家のアクティビズムが偶発的かつ事後的であるのに対し、アクティビスト・ヘッジファンドの行動は戦略的かつ事前的であると表現されている⁸⁹。

このように両者のアクティビズムの方法は大きく異なるが、アクティビスト・ヘッジファンドによる経営改革を伝統的な機関投資家が支持することにより、より大きな相乗効果が期待できると言われている。すなわち、アクティビスト・ヘッジファンドが提示する対象企業の経営改革案について、伝統的な機関投資家が支持を表明することで、対象企業の経営陣との個別の交渉を行ったり委任状争奪戦を通じて対象企業の経営改革を実現させることができるようになる⁹⁰。

また、アクティビスト・ヘッジファンドがある特定の企業の分析・監視を行うとともに、当該企業に投資を行っている伝統的な機関投資家に対して投資先企業の事業戦略の見直し等を提案することが、米国のコーポレート・ガバナンスの改善にとってきわめて重要であるとの主張も有力になされている⁹¹。

以上のように、ヘッジファンド・アクティビズムは米国企業に対して経営改革を促し、コーポレート・ガバナンスを向上させる上で重要な役割を果たしていると認識されている。

⁸⁹ Kahan & Rock, *supra* note 79, at 1069. 白井・前掲注（78）37頁、44頁の脚注32

⁹⁰ 白井・前掲注（78）35頁。ただし、伝統的な機関投資家が経営陣側の経営計画を支持し、アクティビスト・ヘッジファンドが敗北する場合もある。John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 J. CORP. L. 545, 581 (2016).

⁹¹ Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863, 866-67 (2013). 白井・前掲注（78）35頁

4. ヘッジファンド・アクティビズムの弊害－短期主義

他方、ヘッジファンド・アクティビズムには幾つかの弊害が指摘されており⁹²、その中でも最大のものが短期主義の弊害である⁹³。すなわち、対象企業やその株主の長期的な利益を犠牲にして、アクティビスト・ヘッジファンドが短期的な利益を実現する可能性があるという点である。ヘッジファンド・アクティビズムが短期主義の弊害をもたらすとの見解は、具体的には次のような点を問題としている。

まず、ヘッジファンドは近視眼的な観点から対象企業に対し内部留保の株主還元を要求したり、取締役の交替や従業員のリストラ、事業の売却などの企業改革を実現しようとし、それにより当該企業およびその株主の長期的利益が害されてしまう危険性があるという点である⁹⁴。また、アクティビスト・ヘッジファンドによるこれらの行為により、対象企業の債権者や従業員等のステークホルダーから株主であるヘッジファンドへ富の移転が行われる危険性もある⁹⁵。

次に、アクティビスト・ヘッジファンドの介入により一時的に対象企業の株価が急上昇することが確認されているが、これは株式市場の非効率性にに基づくものであり、アクティビスト・ヘッジファンドの介入による長期的なコストを反映していない。そしてアクティビスト・ヘッジファンドは高値で対象企業の株式を売却して莫大な利益を手に入れる一方、その後の株価の大幅な下落により長期保有株主は損害を被ることになる⁹⁶。

⁹² Kahan & Rock, *supra* note 79, at 1070. 白井・前掲注(78) 38～40頁を参照。

⁹³ Kahan & Rock, *supra* note 79, at 1083.

⁹⁴ 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. LAW. 1, 12-13 (2010).

⁹⁵ この点については、コリン・メイヤー(宮島英昭・清水真人訳)「コミットメントの視点から企業統治を考える」商事 1995号7～8頁(2013)、田中亘「株式保有構造と会社法—『分散保有の上場会社のジレンマ』を越えて」商事 2007号33～34頁(2013)を参照。

⁹⁶ この点については、ヴェルナー・G・ザイフェルト&ハンス＝ヨハヒム・フォ

さらに、アクティビスト・ヘッジファンドのターゲットとなりうる会社の経営陣は、解任によりその地位を失うことを恐れるあまり、短期的な経営に奔走する危険性がある。それにより、増配や自社株買いによる株主還元などが経営戦略として用いられることになり、それにより長期的な観点からの研究開発や設備投資等が十分に行われなくなってしまうと懸念されている⁹⁷。

最後に、アクティビスト・ヘッジファンドのような物言う株主の存在が短期主義を蔓延させ、それが行き着いた先が2008年の金融危機であると指摘されている⁹⁸。すなわち、投資銀行は短期的な利益実現のためにサブプライム・ローンの証券化商品を世界中にばら撒いた。また、AIGのような保険会社はCDSといったデリバティブ商品を大量に生み出し、収益源にしようとした。その一方で、年金基金等の機関投資家はヘッジファンドによる短期的な運用成果の追求に追随し、証券化商品やヘッジファンドへの投資を積極的に行った。さらに金融機関や事業会社の経営者報酬は株価と連動するように設計され、多くの経営者が短期的な株価上昇のために短期主義的な企業経営を行うようになった。このような米国経済における短期主義の蔓延が不動産バブルの崩壊とともにサブプライム問題を引き起こし、2008年9月のリーマンショックを経て、世界的な金融危機を誘発したのである。

ート（北村園子訳）『もの言う株主—ヘッジファンドが会社にやってきた』166～167頁（講談社、2008）を参照。

⁹⁷ この点については、原丈二『増補 21世紀の国富論』92～93頁（平凡社、2013）を参照。このような主張に対するペブチャックによる反論については、Lucian A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637, 1660-76 (2013). を参照。

⁹⁸ Lynne L. Dallas, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37 J. CORP. L. 265, 267-364 (2012). 株主が2008年の金融危機の被害者であるのか、それとも加害者であるかの議論については、岩原紳作「平成26年会社法改正の意義」ジュリ1472号15～16頁（2015）（岩原紳作・神田秀樹・野村修也編『平成26年会社法改正—会社実務における影響と判例の読み方』11～12頁（有斐閣、2015）に収録）と、そこで引用されている文献を参照。

このようにヘッジファンド・アクティビズムは短期主義の弊害をもたらし、対象企業やその株主の長期的利益を害するのみならず、米国経済を危機的状況に陥れた根本的な原因であることから、米国経済全体で対処しなければならない問題であると主張されている⁹⁹。そこで、多くの論者がヘッジファンド・アクティビズムがもたらす短期主義の弊害を除去するために、アクティビスト・ヘッジファンドの株主としての権利行使に規制をかけるべきであると主張している。

5. ベブチャックらによる実証研究¹⁰⁰

このように多くの論者によりヘッジファンド・アクティビズムが短期主義の弊害をもたらしているとの批判が行われる中、ベブチャックらはヘッジファンド・アクティビズムが短期主義の弊害をもたらしているかどうかについて実証研究を行い、それにより、アクティビスト・ヘッジファンドの介入により投資先企業とその株主の長期的な利益が害されているとの主張はデータによって裏付けることはできないとの結論を導いた。

(1) 実証研究の概要

ベブチャックらは、1934年証券取引所法13条(d)項に基づきSECに提出されたスケジュール13Dの記載情報およびその他の情報に基づき構築されたデータベースをもとに、1994年から2007年にかけてのアクティビスト・ヘッジファンドによる2000以上の介入事例を分析

⁹⁹ Jack B. Jacobs, "Patient Capital": Can Delaware Corporate Law Help Revive It?, 68 WASH. & LEE L. REV. 1645, 1649, 1657-63 (2011).

¹⁰⁰ Bebchuk et al., *supra* note 5, at 1085. 同実証研究に言及する論稿として、田中亘「企業統治改革の論点④『緊張感ある対話』促進を」日経経済教室 2014年8月7日日本経済新聞朝刊 24頁、鶴光太郎「企業の短期主義、再び注目」日経経済教室 2016年1月18日日本経済新聞朝刊 19頁等を参照。また、本実証研究およびヘッジファンド・アクティビズムに関する他の実証研究について言及するものとして、白井・前掲注(78) 39~40頁を参照。

した¹⁰¹。具体的には、①アクティビスト・ヘッジファンドが介入してから5年間の対象企業の業績および株式リターンの推移、②アクティビスト・ヘッジファンドが介入する以前の3年間における両者の推移、③アクティビスト・ヘッジファンドが対象企業から退出した後の5年間における両者の推移について分析した。企業業績の測定に際しては、標準的な指標であるトービンのQおよびROAを用いた。また対象企業の業績および株式リターンを測定する際の標準的な情報源として、Compustat社の企業業績データおよびシカゴ大学証券価格調査センター（CRSP）の株式リターン・データを用いた。

（i）ヘッジファンドの介入後の対象企業の業績について

はじめに、ヘッジファンド介入後の対象企業の業績を測定したところ、トービンのQはヘッジファンドの介入時から3年目から5年目に高まり、介入から5年目に最高点に達していることが明らかとなった。またROAについても同様にヘッジファンドの介入時から3年目から5年目にかけて高まり、介入時から5年目に最高点に達していることが明らかとなった¹⁰²。

次に、各企業のトービンのQまたはROAから各企業の属する産業の全企業のトービンのQまたはROAの平均値（industry average）を

¹⁰¹ これらのデータベースには当該期間におけるヘッジファンドによるアクティビズムの全てが含まれていることから、それにより自己の都合のよいサンプルを用いたとの批判を回避することができることと強調されている。Bebchuk et al., *supra* note 5, at 1100.

¹⁰² *Id.* at 1103-04. ただし、ヘッジファンドの介入から3年目から5年目の業績についてCompustat社のデータが利用可能であるのは上場を維持している企業に限られるため、ヘッジファンドの介入により上場廃止となった企業は含まれていない。そこで、ヘッジファンドの介入により上場廃止となった企業の業績については別途実証研究が必要であるとしている。*Id.* at 1104.

製造業について上場廃止後の製造業企業の業績について実証研究を行ったAlon Brav, Wei Jiang & Hyunseob Kim, *The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Industry Concentration*, 28 REV. FINANC. STUD. 2723 (2015). は、上場廃止となった製造業の対象企業においても業績が回復している点を明らかにしている。

引いたもの (Firm's industry-adjusted level of Q or ROA) を用いて対象企業の業績を測定した。その結果、アクティビスト・ヘッジファンドの介入時における対象企業の業績は負の値であったことから、アクティビスト・ヘッジファンドは特定の業界において相対的に業績不振の企業をターゲットとしていることが明らかとなった。また、それらの企業においては、アクティビスト・ヘッジファンドの介入時から5年間の期間を通じて毎年、前年度と比較して数値が上昇しており、かつ業界全体の平均値よりも高い数値が計測されていることから、ヘッジファンドの介入を受けた企業の業績は業界平均よりも大きく回復している点が明らかとなった¹⁰³。

さらに、対象企業の業績に影響を与える他の要素をコントロールするために、ROAとトービンのQについて4つの回帰分析を行った。その結果、当初の想定通りアクティビスト・ヘッジファンドは特定の業界において相対的に業績不振の企業に介入を行っていることが統計上有意に確認でき、他方、介入後に対象企業の業績が悪化しているとの結果は確認することができなかった¹⁰⁴。

以上より、ヘッジファンドの介入により対象企業の長期的な業績を犠牲に短期的な業績のかさ上げがなされたとの証拠は見つからなかったと結論付けている¹⁰⁵。

(ii) ヘッジファンド介入後の対象企業の株価について

次に、アクティビスト・ヘッジファンドが対象企業に初めて介入した際に生じる株価の急上昇の後の、対象企業の株式リターンについて分析を行った。

はじめに、ヘッジファンドがスケジュール13Dを提出した時点の前後20日間の対象企業の株価の動向を調査した。それにより、平均

¹⁰³ Bebchuk et al., *supra* note 5, at 1105-06.

¹⁰⁴ *Id.* at 1106-17.

¹⁰⁵ *Id.* at 1117, 1120.

で約6パーセントの超過リターンが発生していることが明らかとなった¹⁰⁶。

それに続いて、ヘッジファンドの介入後の対象企業の株価について分析を行った。

はじめに個々の企業の株式リターンについて確認を行った。超過リターンが生じているかどうかを確認するために、資本資産価格モデルおよびファーマ=フレンチ=カーハートの4ファクターモデル（Fama-French-Carhart four-factor pricing model）¹⁰⁷を用いて、ヘッジファンド介入前の3年間、および介入後の3年間および5年間における超過リターンを測定した。その結果、介入前の3年間においては負の超過リターンが生じていること、また介入後の3年間および5年間については、いずれの期間においても正の超過リターンが生じていることを統計上有意に確認することができた¹⁰⁸。

次に、バイ・アンド・ホールド超過リターン（BHAR）法¹⁰⁹に基づき超過リターンについて測定を行ったところ、加重平均バイ・アンド・ホールド超過リターンについては、アクティビスト・ヘッジファンドの介入後3年間においては2.58パーセント、介入後5年間においては5.81パーセントとの結果が得られた。また、均等加重バイ・アンド・ホールド超過リターンについては、アクティビスト・ヘッジファンドの介入後3年間においては7.17パーセント、介入後5年

¹⁰⁶ *Id.* at 1122.

¹⁰⁷ これらの資本コスト推定モデルについては、太田浩司・斎藤哲朗・吉野貴晶・川井文哉「CAPM, Fama-French 3ファクターモデル, Carhart 4ファクターモデルによる資本コストの推定方法について」関西大学商学論集 57巻2号1頁以下（2012）を参照。

¹⁰⁸ Bebhuk et al., *supra* note 5, at 1123-26.

¹⁰⁹ バイ・アンド・ホールド超過リターン法については、山崎尚志・山口聖「わが国株式市場における株価の長期パフォーマンスの測定方法の評価—BHAR法とCTP法の検証—」神戸大学大学院経営学研究科ディスカッション・ペーパー（2011年9月）4～8頁（https://www.b.kobe-u.ac.jp/paper/2011_09.pdfより入手可）、森田果『実証分析入門—データから「因果関係」を読み解く作法』280頁（日本評論社、2014）を参照。

間においては、 -0.29 パーセントとの結果が得られた。しかし、これら3つの正のリターンは統計上有意であるとは確認できなかった¹¹⁰。

さらに、カレンダータイム・ポートフォリオ (CTP) 法¹¹¹による回帰分析を行った。その結果、加重平均バイ・アンド・ホールドポートフォリオおよび均等加重バイ・アンド・ホールドポートフォリオの双方においてアクティビスト・ヘッジファンドの介入後の3年間および5年間の双方において、一部の数値を除き正の超過リターンが生じていることを統計上有意に確認することができた¹¹²。

以上の株式リターンの分析により、アクティビスト・ヘッジファンドの介入により対象企業およびその株主の長期的な利益が害されているとの証拠は見つからなかったと結論付けている¹¹³。

(iii) ヘッジファンド離脱後の対象企業の株価について

第三に、ヘッジファンドが対象企業から離脱した後に、負の超過リターンが生じているか否かについて測定を行った。とりわけ、ヘッジファンドが対象企業の株式を売却しその保有割合が5パーセント未満になったとの情報開示がスケジュールDによりなされた後の3年間において、対象企業の株価に負の超過リターンが生じているかどうかを調べた。その結果、対象企業の株価に正の超過リターンが生じていることを統計上有意に確認することができた¹¹⁴。

また、バイ・アンド・ホールド超過リターンについても測定を行ったところ、加重平均バイ・アンド・ホールド超過リターンおよび

¹¹⁰ Bebchuk et al., *supra* note 5, at 1126-27.

¹¹¹ タイムカレンダー・ポートフォリオ法については、山崎・山口・前掲注 (109) 9~10頁を参照。

¹¹² Bebchuk et al., *supra* note 5, at 1127-30.

¹¹³ *Id.* at 1130.

¹¹⁴ *Id.* at 1132.

均等加重バイ・アンド・ホールド超過リターンの双方において正の超過リターンを確認することができた¹¹⁵。

さらに、カレンダータイム・ポートフォリオ法による回帰分析を行ったところ、加重平均バイ・アンド・ホールドポートフォリオおよび均等加重バイ・アンド・ホールドポートフォリオの双方において正の超過リターンを統計上有意に確認することができた¹¹⁶

以上より、ヘッジファンドが対象企業から退出した後の3年間に於いて、対象企業の長期的株主に負の株式リターンが生じているとの証拠は見つからなかったと結論付けている¹¹⁷。

（iv）対象企業による長期的投資の減少について

第四に、ヘッジファンドの介入により対象企業はレバレッジを増大させたり、自社株買いや利益配当を実施し株主に対する支払を増大させる一方、R&A投資等を減少させ、それにより長期的な観点からの投資が減少または制限されることになるとの主張に対する検証を行った。具体的には、アクティビスト・ヘッジファンドの介入時点から1年後～3年後に対象会社において投資の減少が生じているか否かについて分析を行った。

分析を行うにあたり、アクティビスト・ヘッジファンドの介入前と比較して一定の要件に当てはまる場合¹¹⁸を投資の制限

（investment-limiting）がなされている場合と定義した。そして、こ

¹¹⁵ *Id.* at 1132-33.

¹¹⁶ *Id.* at 1133-34.

¹¹⁷ *Id.* at 1134-35.

¹¹⁸ その場合とは、①介入前から3年後までの期間のいずれかにおいて、当該年度の全上場企業におけるレバレッジの上昇中、当該対象企業のレバレッジが上位5パーセントに入る場合、②介入前から3年後までの期間のいずれかにおいて、当該年度の全上場企業における株主還元（利益配当、自社株買い）の上昇中、当該対象企業の株主還元が上位5パーセントに入る場合、③介入前から3年後までの期間のいずれかにおいて、当該年度の全上場企業における資本コストまたはR&Aへの費用の上昇中、当該対象企業の資本コストまたはR&Aの費用の上昇が下位5パーセントに入る場合とされている。*Id.* at 1136-37.

の場合にあてはまるのはアクティビスト・ヘッジファンドの介入を受けた調査対象企業の19パーセントであることを確認した。

その上で、これらの企業の介入後5年間におけるindustry-adjusted トービンのQおよびindustry-adjusted ROAの推移を分析した。その結果、アクティビスト・ヘッジファンドの介入後の5年間のいずれの年においても、両者の値は介入時点よりも上昇していることが確認された。この点は、回帰分析を行った場合も同様に確認された¹¹⁹。

また、敵対的な手法を用いた介入が行われた場合に、対象企業による長期的投資が減少するか否かについても調査を行った。すなわち、アクティビスト・ヘッジファンドによる対象企業への介入のうち一定の要件を満たすもの¹²⁰を敵対的な介入（adversarial interventions）と定義し、これに該当するものは分析対象となる介入の21.6パーセントを占めることを確認した。その上で、該当する企業の介入後の5年間におけるindustry-adjusted トービンのQおよびindustry-adjusted ROAの推移を分析し、その結果、アクティビスト・ヘッジファンドの介入後の5年間のいずれの年においても、両者の値は介入時点よりも上昇していることが確認された。この点は、回帰分析を行った場合も同様に確認された¹²¹。

以上より、アクティビスト・ヘッジファンドの介入により対象企業の長期的投資が減少したとの証拠は見出せなかったと結論付けている¹²²。

（v）金融危機に際しての対象企業の脆弱性の増大について

¹¹⁹ *Id.* at 1136-41.

¹²⁰ スケジュール 13Dの提出または訂正が委任状争奪戦、訴訟、敵対的企業買収、対決を伴う株主提案およびパブリック・キャンペーンに発展した場合を定義されている。*Id.* at 1141.

¹²¹ *Id.* at 1141-44.

¹²² *Id.* at 1144.

最後に、ヘッジファンドの介入を受けた企業は経済危機の影響をより受けやすくなっているか否かという点について検証を行った。とりわけ、2009年の金融危機の前の3年間においてヘッジファンドの介入を受けた企業は、ヘッジファンドによる介入を受けなかった企業と比べ、金融危機において業績がより悪化したかどうかという点について分析を行った。

検証を行うにあたり、2006年から2007年の間におけるROAおよびトービンのQと、2008年から2009年の間におけるROAおよびトービンのQとの変化について測定を行った。その結果、金融危機の発生以前の3年間にヘッジファンドの介入を受けた企業が金融危機に直面した際により業績が悪化したり、または財務危機に直面した企業の数がより多かったとの証拠は見つからなかった¹²³。

以上のようにベブチャックらは膨大なデータを分析した上で、短期主義批判論者が指摘する様々な弊害について、アクティビスト・ヘッジファンドの介入により対象企業にそれらの弊害が生じているとの証拠を見出すことはできなかつたと結論付けている。

（2）実証研究が立法政策に与える示唆

以上のような実証研究の成果を踏まえた上で、ベブチャックらは政策立案者および機関投資家は、アクティビスト・ヘッジファンドの介入により対象企業およびその株主の長期的利益が害されるとの主張を正しいものとして受け入れてはならないと主張している。

また、短期主義の弊害を根拠に、株主の権利を制限し、取締役会の権限を強化するような立法政策に対しても反対の意見表明を行っている。具体的には、次のような制度の採用および制度改革の動向に反対している。

¹²³ *Id.* at 1145-47.

(i) 期差任期制取締役会の採用

期差任期制取締役会を採用した場合、取締役会構成員のうちの3分の1のみが改選されるにとどまり、残りの3分の2の取締役は改選期まで株主総会の信任を得る必要がない。それに対して同制度を採用しなかった場合は、取締役会構成員は毎年株主総会の信任を得なければならないこととなる。

期差任期制取締役会の採用が企業価値を高めるか否かについては実証研究がなされており、ある実証研究では期差任期制取締役会の廃止が企業価値を減少させる一方、同制度を採用した場合は企業価値を高めるとの結果が示されている¹²⁴。また、期差任期制取締役会の廃止が株価に負の効果を及ぼすとの結果も示されている¹²⁵。

他方、ベブチャックらの研究によると、取締役会構成員全員の選任を行うことがコーポレート・ガバナンスにおけるベストプラクティスであり、期差任期制を廃止する株主提案は多くの株主の支持を得ているとされている¹²⁶。そして、本実証研究の結果からも、期差任期制取締役会を維持すべきとの主張は取締役を株主から隔離するものであり、株主の権利を弱体化させるものであると批判している¹²⁷。

このようなベブチャックらの反対運動が功を奏し、また議決権行使助言会社が期差任期制取締役会を採用する場合に取締役選任議案への反対の助言を行っていること等の要因により、同制度を採用する米国上場企業の数は一時的に減少している¹²⁸。

¹²⁴ K. J. Martijn Cremers, Lobomir P. Litov & Simone M. Sepe, *Staggered Boards and Firm Value, Revisited* (March, 2016), available at <https://www.mcombs.utexas.edu/~media/Files/MSB/Departments/Finance/Speaker%20Series%20Papers/Cremers%20paper.pdf>

¹²⁵ David F. Larcker, Gaizka Ormazabal & Daniel J. Taylor, *The Market Reaction to Corporate Governance Regulation*, 101 J. FIN. ECON. 431, 442 (2011).

¹²⁶ Lucian Bebchuk, Scott Hirst & June Rhee, *Towards the Declassification of S&P 500 Boards*, 3 HARV. BUS. REV. 157, 162-64, 167-73 (2013).

¹²⁷ Bebchuk et al., *supra* note 5, at 1150.

¹²⁸ 2000年にはS&P500の企業のうち300社が期差任期制取締役会を採用してい

（ii）プロキシアクセスの制限

株主に対しプロキシアクセスを認めるべきか否かについては、従来から議論が戦わされてきた¹²⁹。

そして従来は、SEC規則14a-8によって、株主提案が取締役の選任に関わるものである場合には、会社側は当該提案を除外することが認められてきた。しかし、ドッド・フランク法により、SEC規則14a-11が設けられ、株主のプロキシアクセスが認められた。

規則14a-11においては、ある会社の株式の3パーセント以上を三年間継続して保有する株主または株主グループは、取締役数の25パーセント以下または一名の取締役候補者を提案し、会社が作成・配布する委任状勧誘書類に記載することができることとされていた。これにより株主は低コストで取締役選任議案を争うことができるようになることと企図されていた¹³⁰。

しかし、このような株主によるプロキシアクセスを認めるSEC規則に対しては、経済界が猛反対を示し、ビジネスラウンドテーブルは当該規則案の無効を求めて裁判所に提訴した。そして裁判所も

たのに対し、2013年末において同制度を採用する企業数は60に減少している。
Coffee & Palia, *supra* note 90, at 557.

¹²⁹ Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, *Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come*, 59 BUS. LAW. 67, 78-79 (2003); Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Shareholder Access to the Ballot*, 59 BUS. LAW. 43, 43-46 (2003). 平松那須加「株主による取締役候補者の指名を容易にする米国SEC」資本市場クォーターリー2004年冬号39頁以下、吉行幾真「取締役の選任に関する株主提案権—米国SEC規則改正案を中心に—」橋論叢133巻1号54頁以下(2005)、王子田誠「アメリカにおける取締役指名システムの改革」姫法44号43頁以下(2005)、藤林大地「米国における委任状勧誘制度—取締役の選任に係る勧誘規則と近時の動向を中心に—」同法62巻3号288~321頁(2010)

¹³⁰ 藤林・前掲注(129)310~319頁、368頁以下、吉行幾真「米国における株主提案権に関する一考察—プロキシ・アクセスに着目して—」名城63巻2号42~45頁(2013)を参照。

最終的にビジネスラウンドテーブルの主張を認め、当該規則案を無効とした¹³¹。

このようなプロキシアクセスを巡る制度改革の動向に対し、ベブチャックらは株主の権利を弱体化させるものであるとして反対している¹³²。

(iv) 短期保有株主の権利制限

株式の保有期間に応じて株主の権利を増減すべきとの提案もなされている。例えば、長期保有の株主には株式売却時のキャピタルゲイン課税を優遇したり、逆に短期保有株主の議決権等を制限すべきとの政策提言がなされている¹³³。

このような制度改革を巡る議論の動向に対しベブチャックらは反対意見を表明している¹³⁴。

(v) 5パーセント・ルールの強化

ドッド・フランク法929R条(a)項は、1934年証券取引所法13条(d)項によるスケジュール13Dの提出期間を従前の「当該取得後10日以内」から「当該取得後10日以内またはSECが規則で定めるより短い期間内」へと変更し、SECに対しスケジュール13Dの提出期間を短縮する権限を与えている¹³⁵。そこで、ヘッジファンド・アクティビズムを抑制するためにスケジュール13Dを提出する期間をより短縮すべき

¹³¹ *Business Roundtable Inc. v. SEC*, 647 F. 3d 1144 (D.C. Cir. 2011). 黒沼悦郎「株主の選挙提案を認める SEC 規則の無効化」商事 1974 号 55 頁以下 (2012)

¹³² *Bebchuk et al.*, *supra* note 5, at 1150-51.

¹³³ これらの政策提言および制度改革の動向については、福本葵「長期保有株主に対する優遇策」証券経済研究 94 号 77 頁以下 (2016) を参照。

¹³⁴ *Bebchuk et al.*, *supra* note 5, at 11.

¹³⁵ 松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法—ドッド＝フランク法のすべて』276 頁 (金融財政事情研究会、2010) を参照。

との提案が法律実務家からSECに対して行われ¹³⁶、研究者によってもこのような提案について支持がなされている¹³⁷。

このような主張に対してベブチャックらは、次の点を挙げて反対の立場を表明した。すなわち、①アクティビスト・ヘッジファンドが対象会社の株式を全て取得することは稀であり、アクティビズムによる利益は他の株主と分け合うことになること、②実証研究の成果によると、10日間の期間内にアクティビスト・ヘッジファンドによる対象会社株式の大量の買増しが行われているとの傾向は示されておらず、買増しの水準は1994年から2007年にかけて安定的に推移していること、③米国では発動要件が対象会社の全社外議決権株式の15パーセントまたはそれ未満の取得という形で低く設定されているポイズン・ピルが増加しており、そのような中でスケジュール13Dの提出期間を短縮した場合、株主が委任状争奪戦に勝利することがより困難になること、④ヘッジファンド以外の他の機関投資家に対して余計な費用負担がかかることを挙げて反対している¹³⁸。そして、本実証研究の成果からも、このような制度改革は望ましくないと批判している¹³⁹。

（vi）取締役会の態度

短期主義の弊害を除去するために、取締役には5年の任期を与え、また取締役会がアクティビスト・ヘッジファンドから会社の長期的利益を保護するために防衛策を講じることができるようにすべきと

¹³⁶ Letter from Wachtell Lipton Rosen & Katz to SEC Sec'y Elizabeth M. Murray (May 7, 2011), available at

[http://www.wlrk.com/docs/Letter_to_the_SEC_re_%2013\(d\)\(final%20version\).pdf](http://www.wlrk.com/docs/Letter_to_the_SEC_re_%2013(d)(final%20version).pdf)

¹³⁷ Adam O. Emmerich, Theodore N. Mirvis, Eric S. Robinson & William Savitt, *Fair Markets and Fair Disclosure: Some Thoughts on the Law and Economics of Blockholder Disclosure, and the Use and Abuse of Shareholder Power*, 3 HARV. BUS. L. REV. 135, 137-40 (2013).

¹³⁸ Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, 2 HARV. BUS. L. REV. 39, 47-51 (2012).

¹³⁹ Bebchuk et al., *supra* note 5, at 11.

の提案がデラウェア州衡平法裁判所のジェーコブス判事からなされている¹⁴⁰。

このような主張に対しベブチャックらは、対象企業の取締役会はヘッジファンドに対して敵対的な態度をとり、アクティビズムに対してがっちり守りを固めるような方針を採用すべきではないと反対している¹⁴¹。

以上のようにベブチャックらは、本実証研究の成果を踏まえた上で、アクティビスト・ヘッジファンドの株主としての権利を制限し、取締役会の権限を強化するような制度改革に強く反対している。

6. ベブチャックらによる実証研究に対する批判

ただし、ベブチャックらの実証研究に対しては幾つかの問題点が指摘されている。

第一に、ヘッジファンド・アクティビズムにより企業価値が向上したと本当に言えるのかという点である¹⁴²。ベブチャックらはスケジュール13Dが提出された日を基準として、その前後3年間の企業価値の推移およびスケジュール13D提出後またはヘッジファンドが対象企業から離脱後の5年間の企業価値について調べているが、彼らは対象企業の株式リターンに生じている正の超過リターンが統計的に有意ではないと結論付けている。この点については、アクティビスト・ヘッジファンドが4ファクターモデルによるリターンを超過する収益を上げることができないことを示唆している可能性がある¹⁴³。また、ベヒトラの実証研究によると、アクティビスト・ヘッジファンドの介入により企業買収または事業再編が行

¹⁴⁰ Jacobs, *supra* note 99, at 1645, 1649, 1657-63.

¹⁴¹ Bebchuk et al., *supra* note 5, at 1150-51.

¹⁴² Coffee & Palia, *supra* note 90, at 585.

¹⁴³ *Id.*

われた場合には、対象会社の株式について生じた超過リターンがそれぞれ9.7パーセント、5.6パーセントであったのに対し、取締役の交替の場合には4.5パーセントの超過リターンしか生じておらず、さらに株主還元に関する変更（利益配当か自社株買いか）については-0.2パーセントの負の超過リターンが生じているとの結果が示されている¹⁴⁴。このことから、ヘッジファンド・アクティビズムにより得られる超過リターンは確かに確認できるものの、限られたものである可能性があるとして指摘されている¹⁴⁵。

第二に、たとえヘッジファンドの介入をきっかけとして対象企業の企業価値が向上したとしても、本当にヘッジファンドの介入を原因とするものなのかという点である¹⁴⁶。対象企業がアクティビスト・ヘッジファンドの介入後、その業績が自然と回復したとも考えられるからである。この点について、クレマースらの実証研究によると、ヘッジファンドの介入を受けた企業の企業価値と比較して、介入を受けなかった類似企業の企業価値の方がより増加しているとの結果が示されている¹⁴⁷。このような結果に基づきクレマースらは、ヘッジファンドの介入により対象企業の企業価値が棄損されたと結論付けている¹⁴⁸。このようなクレマースらによる実証研究の結果に対し、コフィーらは、このような結果はベプチャックらの実証研究に対する極めて重要な反証となっていると評価している¹⁴⁹。

¹⁴⁴ Marco Becht, Julian R. Franks, Jeremy Grant & Hannes F. Wagner, *The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study* (March 2, 2015). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 402/2014, available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2376271>

¹⁴⁵ Coffee & Palia, *supra* note 90, at 586.

¹⁴⁶ *Id.*

¹⁴⁷ Martijin Cremers, Erasmo Giambona, Simone M. Sepe & Ye Wang, *Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value* at 7, (November 19, 2015), available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2693231>

¹⁴⁸ *Id.* at 28.

¹⁴⁹ Coffee & Palia, *supra* note 90, at 586.

7. 小括

以上のように、本章においては1996年の投資会社法改正による適格購入者概念の導入と、その後のヘッジファンド・アクティビズムの展開とその特徴、さらに短期主義の弊害を巡って展開されている議論の状況について検討した。

1996年投資会社法改正による適格購入者概念の導入により投資会社法の適用を受けない私的投資会社の範囲が拡大されたが、このような改正は、投資会社法の各種行為規制が投資会社による投資先企業への関与を妨げているとの議論がなされる中で行われたことから、その後のヘッジファンド・アクティビズムの隆盛に少なからぬ影響を与えているように思われる。

そして、アクティビスト・ヘッジファンドには対象企業の事業改革に関与する強いインセンティブがあり、ミューチュアル・ファンドが有しているような投資先企業との取引関係に基づく利益相反もないことから、ヘッジファンド・アクティビズムは米国企業のコーポレート・ガバナンス改革を促進させるための重要なメカニズムであり、他の伝統的な機関投資家によるアクティビズムと相乗効果を発揮することで、米国におけるコーポレート・ガバナンス制度の向上に大いに資することができると期待されている。

他方、ヘッジファンド・アクティビズムは企業経営に短期主義の弊害をもたらすとの批判が強くなされ、アクティビスト・ヘッジファンドの株主としての権利を制限すべきであるとの主張もなされている。このような主張に対し、ベブチャックらは詳細な実証研究を行うことで反論しているが、このような主張は今のところまだ決定打とはなっていないようである。ヘッジファンド・アクティビズムが短期主義の弊害をもたらしているか否かについては、まさに現在進行形で議論が戦わされている状況にある。

このようにヘッジファンド・アクティビズムが進展していった時期とほぼ同時期に、ミューチュアル・ファンドによるアクティビズムが進展していき、ミューチュアル・ファンドによる投資先企業の議決権行使について関心が高まるようになった。このような中でパーミッターによりミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する強制開示制度の導入が提唱され、SEC規則制定により同制度が実現されるに至った。次章においては、これらの経緯について検討する。

五. 投資会社の議決権行使に関する強制開示制度の導入を巡る議論の展開

本章においては、ミューチュアル・ファンドによるアクティビズムの進展に伴いパーミッターにより制度改革論が提唱され、SEC規則制定により投資会社の議決権行使に関する強制開示制度が導入された経緯について検討する。また、ファンド取締役会によるファンドの議決権行使の監督指針を示すために投資会社業界が公表したガイドブックの内容について検討するとともに、強制開示制度の導入後に進展していったミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する実証研究の成果について検討する。

1. ミューチュアル・ファンドによるアクティビズムの進展とその背景

従来ミューチュアル・ファンドは投資先企業のガバナンス改革への関与に消極的であったが¹⁵⁰、2000年頃からそのような状況に変化の兆しが見られるようになり、ミューチュアル・ファンドによるアクティビズムが徐々に進展していった。すなわち、ミューチュアル・ファンドの中には投資先企業の経営陣に対して批判的な意見表明を行ったり、また他のアクティビストによる株主提案に賛成するもの

¹⁵⁰ この点については、本稿第二章で検討した。

が現れるようになった。そして幾つかのミューチュアル・ファンドでは議決権行使の方針を採用し、投資先企業の議案を精査した上で議決権を行使したり、外部の議決権行使助言会社に助言を求めるところも現れるようになった。

ミューチュアル・ファンドによるアクティビズム進展の背景には次のような事情があると言われている。第一に、ミューチュアル・ファンドの規模がさらに拡大したことにより、ファンドの保有するポートフォリオ証券の流動性が相対的に低下し、またインデックス・ファンドの運用手法を採用するファンドが増加したという点である¹⁵¹。このようなファンドはポートフォリオ証券の売買により運用成果を上げるのではなく、投資先企業の業績向上によりポートフォリオ証券の価値を高めなければならない。第二に、社会的責任投資を行うファンドの出現である¹⁵²。社会的責任投資を行うファンドは、投資先企業の経営陣との対話を通じて企業の社会的責任を全うさせるような企業改革を要求したり、またファンド内部においてその使命に合致するような議決権行使の方針を採用し、投資先企業に対し議決権を積極的に行使するようになった。

このようなミューチュアル・ファンドを巡る市場に変化により、多くのミューチュアル・ファンドは投資先企業の株式の売却（exit）ではなく、投資先企業との対話および議決権行使（voice）の方針で臨むようになった。

2. パーミッターによる制度改革論

¹⁵¹ インデックス・ミューチュアル・ファンドの誕生とその後の成長については、Jason Zweig, *Birth of the Index Mutual Funds: 'Bogle's Folly' Turns 40*, blogs.wsj.com (Aug 31, 2016 10:12 am ET), available at <http://on.wsj.com/2bBTsBs> を参照。

¹⁵² その代表例として、ドミニ・ソーシャル・エクイティ・ファンドが挙げられる。エイミー・ドミニ（山本利明訳）『社会的責任投資—投資の仕方で社会を変える』（木鐸社、2002）を参照。

このようにミューチュアル・ファンドによるアクティビズムが進展する中、パーミターはミューチュアル・ファンドの議決権行使の基本方針および行使手続、議決権行使の記録、並びにその他のガバナンスに関する事項について完全な情報開示を強制するよう制度改革を断行すべきであると主張した¹⁵³。

（１）問題意識

パーミターは、ミューチュアル・ファンドによる議決権行使が積極的になされるようになり、投資先企業への影響力が増大しつつあるにもかかわらず、なぜ投資先企業への議決権行使の基本方針の策定や議決権行使結果の開示等について投資会社法は何ら規定を設けていないのかという点を指摘し、問題提起している。すなわち、ミューチュアル・ファンドの投資活動に関しては詳細な情報開示規定が設けられ（投資会社法30条）¹⁵⁴、また投資方針の変更や投資顧問契約の締結等についても株主や一定割合以上の独立取締役から構成されるファンド取締役会の関与が規定され（同法15条）、さらにはファンドとその関係者との利益相反取引についても規制が設けられている（同法17条）。しかし、それとは対照的に、ミューチュアル・ファンドによるポートフォリオ証券の議決権行使に関しては、投資会社法には何ら規定が置かれていない状況にあった¹⁵⁵。

また、投資会社法上、議決権行使に関する受託者責任についても規定が置かれておらず、さらに、投資会社が設立される各州の信託法および会社法においても議決権行使に関する信認義務についてはほとんど議論がなされていなかった。そして、ミューチュアル・ファンドの議決権行使に関するファンド取締役の信認義務についても裁

¹⁵³ Palmiter, *supra* note 6, at 1419.

¹⁵⁴ ミューチュアル・ファンドが保有するポートフォリオ証券についても、年次報告書および半期報告書において開示が要求されている（投資会社法 30 条(e)項）。

¹⁵⁵ Palmiter, *supra* note 6, at 1452.

判所は何も判断を下していない状況にあった。このようにミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する法的義務については、当時は全くと言って良い程、議論が進展していなかった¹⁵⁶。

このように投資会社法がミューチュアル・ファンドの議決権行使に関して何ら規定を設けていない点について、他の機関投資家については議決権行使について多くの規定が設けられているのとは対照的であるとパーミターは指摘している。例えば、1974年従業員退職所得保障法（ERISA法）においては、1994年に米国労働省が年金基金による議決権行使について解釈通牒を公表し、そこでは「会社の株式である信託財産を運用する受託者の行為には、それら株式に付帯する議決権も含まれる」と述べられ、投資運用には議決権行使も含まれることが明確化されている¹⁵⁷。また、公的年金についても幾つかの州法においては議決権行使の記録を年金受給者が確認可能な状態にするよう要求している。これらの制度改革に合わせて、私的年金および公的年金の分野においては議決権行使に関するガバナンス制度の整備が進展している¹⁵⁸。さらに、カルパースのようにアクティビズムに積極的な年金基金においては自らが定めるコーポレート・ガバナンス原則および議決権行使ガイドラインを公表するようになり、裁判所も年金受託者の議決権行使について判断を下すようにな

¹⁵⁶ また、この分野の研究で第一人者であるタマール・フランケルの研究書においてもファンドの議決権行使についてほとんど言及がなされていない点も指摘されている。 *Id.* at 1466-67.

ただし、*Zirn v. VLI Corp.*, 621 A. 2d 263 (Del. 1993). においてデラウェア州最高裁判所は、「合理的な株主が議決権を行使するかどうかを判断する際に考慮する情報」を要求していることから、これをミューチュアル・ファンドの文脈にあてはめると、「投資家にとって価値ある議決権をどのように行使するか開示するようファンドマネージャーに要求している」と理解することができるとしている。*Id.* at 1467. 同判決については、楠本純一郎「株式市場の暴落が合併交渉に与えた影響の開示とその重要性」商事1486号26頁以下（1998）を参照。

¹⁵⁷ 米国労働省の解釈通牒については、行澤一人「年金基金受託者の議決権行使に関する米国労働省の解釈通達」商事1367号36頁以下（1994）を参照。

¹⁵⁸ *Palmiter, supra* note 6, at 1442-45.

っている。このように年金基金の分野においては議決権行使に関する受託者の信託義務について法制度が整備され、その内容が制定法および判例法の展開を通じて明らかになっているとパーミターは指摘している。

このように企業年金の分野においては年金基金による投資先企業の議決権行使について制度が進展していることから、パーミターは、ミューチュアル・ファンドの分野においても同様に制度改革が実行されるべきであると主張した¹⁵⁹。

（２）パーミターによる強制開示制度の構想

パーミターは次に掲げる事項を一律に開示するような強制開示制度の導入を提唱した¹⁶⁰。

①ミューチュアル・ファンドが議決権行使を行い、その他ガバナンスに関する決定を行う際の手続

- ・誰が意思決定を行うのか
- ・それらの者はどのように選任され監督されるのか
- ・ポートフォリオのガバナンスに関する問題についてファンドはどのようにして情報を得るのか

②議決権行使およびガバナンスに関する意思決定を行う際の基本方針

- ・ポートフォリオ証券の議決権行使に対しファンドはどのような態度で臨んでいるか
- ・議決権行使の際の基本原則はどのようなものか

¹⁵⁹ パーミターはまた、SECが過去に数回にわたりミューチュアル・ファンドによる議決権行使に関する情報開示について投資会社法改正や規則制定を提案してきた歴史的事実についても述べている。しかし、これらの提案はミューチュアル・ファンド業界からの支持を得られず実現されずに終わっていた。Id. at 1454-60.

¹⁶⁰ Id. at 1469-70.

- ・議決権行使に際しての一般的事項および特定事項に関するガイドラインはどのようなものか

③議決権行使およびガバナンスに関する活動の結果

- ・議決権行使の記録
- ・議決権行使以外にファンドが関与しているガバナンス活動
- ・それらの活動の結果

これらの事項に関する一律な情報開示制度が導入されることにより、議決権行使の状況等についてミューチュアル・ファンド間での比較可能性が確保されるとともに、全ての機関投資家に適用される統一的な情報開示制度に発展させるための第一歩となると、パーミターは構想を抱いている。

(3) 強制開示制度の導入に伴う諸問題の検討

以上のような強制開示制度の構想を提示した上で、パーミターは、強制開示制度の導入への反対論や、強制開示制度の導入に伴い生じることが予想される様々な問題について検討を加えている。

(i) 市場原理は十分に機能しているかどうか

パーミターははじめに、ミューチュアル・ファンドは市場の圧力に晒されており、それにより適切な議決権行使がなされることが期待できることから、強制開示制度を導入しない方が好ましいとの主張¹⁶¹を検討している¹⁶²。

このような市場原理による規律を重視する立場は次のように主張している。すなわち、良い議決権行使を行っているファンドにはより高い運用成果を上げることが期待できることから、より多くの投資資金が集まり、それにより投資顧問はより多くの運用手数料を徴

¹⁶¹ Richard M. Buxbaum, *Tensions Between Institutional Owners and Corporate Managers: A Comparative Perspective*, 57 BROOK. L. REV. 1, 47 (1991).

¹⁶² Palmiter, *supra* note 6, at 1471-72.

収することができる。従って、運用成果が開示されればそれで十分であり、それに加えて議決権行使について情報開示を要求することは余計な費用を課すことになる。また、強制開示制度を導入しなくても、議決権行使について情報開示した方が投資家から資金を集めることができると考えられる場合は、自発的に情報開示を行うはずであると。

しかしパーミッターは、市場原理は全ての場面において有効に機能しているとは断言できないことから、このような考え方には問題があると反論している¹⁶³。例えば、ある実証研究によると、投資家のファンドの乗り換えは、ミューチュアル・ファンドの運用成果が悪化している場合や高額な運用手数料が課せられている場合には行われていないことが示されている¹⁶⁴。また、ファンド資産が増大しているにもかかわらず、投資家は運用報酬の値上げを承認することも各種資料から確認されている¹⁶⁵。これらの結果から、ファンドのガバナンスに関する問題については、市場原理によるファンド間の差別化は実際になされていないとパーミッターは指摘している。

（ii）ファンド取締役会の監督機能に期待できるかどうか

次に、ミューチュアル・ファンドの取締役会が十分に監督機能を発揮することにより、効果的にファンドの議決権行使を監督できるとの見解¹⁶⁶に検討を加えている。このような見解は、投資会社法は取締役会構成員の40パーセント以上は独立取締役でなければならないと規定しており、かつ投資顧問契約は独立取締役の過半数により承認されなければならないとしていることから、ファンドによる議決

¹⁶³ *Id.* at 1472.

¹⁶⁴ Richard A. Ippolito, *Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry*, 35 J. L. & ECON. 45, 61-62 (1992).

¹⁶⁵ Palmiter, *supra* note 6, at 1472.

¹⁶⁶ Paul R. Carey, Speech at the Investment Company Institute Procedures Conference (Dec. 9, 1999), available at <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1999/spch335.htm>

権行使について強制開示制度を導入しなくても、ファンドの取締役は議決権行使について十分に監督を行い受託者責任を果たすことができる」と主張している¹⁶⁷。

しかし、このような見解はファンド取締役会の現実を見誤っているとパーミターは批判している。すなわち、ファンドの運営費用の増加、ポートフォリオ証券の頻繁な入替、投資顧問の運用報酬の増大等の問題から、一定割合の独立取締役から構成されている取締役会が実際に監督機能を果たしているとは言い難く、この点はファンドの議決権行使についても同様に当てはまると指摘している¹⁶⁸。

(iii) 強制開示制度の利点

以上の強制開示制度の導入に対する反対論を二つ検討した上で、ミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する強制開示制度が実現されれば、次のような利点があるとパーミターは強調している。

第一に、議決権行使結果について開示された情報に基づきモーニングスター等の評価機関が格付けを行うことで、ファンドの投資先企業のガバナンスへの取り組みが投資家の投資判断指標とされるようになるという点である¹⁶⁹。それにより、ミューチュアル・ファンドのアクティビズムをさらに促進させることが期待できる。

第二に、コーポレート・ガバナンスの研究者に価値ある情報が提供され、ミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する実証研究を促進させることができるという点である¹⁷⁰。このような学術研究が進展することにより、ファンドマネージャー、投資家、規制当局等に対しミューチュアル・ファンドが議決権行使を通じてどのような

¹⁶⁷ Palmiter, *supra* note 6, at 1472.

¹⁶⁸ *Id.* at 1472-73.

¹⁶⁹ *Id.* at 1475-76.

¹⁷⁰ *Id.* at 1476.

役割を担っているのかその状況を学問的見地から説明することができるようになるとしている。

第三に、強制開示された情報は広く共有され、それにより投資先企業への監視に資するとともに、当該情報を開示したミューチュアル・ファンド自身にとっても利益になるという点である¹⁷¹。その例として、投資先企業の経営陣の報酬が過度に高額であることが判明した場合に、ミューチュアル・ファンドが当該報酬プランに反対の議決権行使をし、そのような議決権行使に関する情報が広く共有されることになれば、投資先企業の経営陣の報酬の高額化が抑制されるとともに、そのような議決権行使の情報を開示したファンドの価値が上昇することになるという点が挙げられている。

第四に、ファンドマネージャー間の比較を促すとともに、投資家によるファンドマネージャーに対する監督を強化することができるという点である¹⁷²。ファンドの運用成果が投資先企業のガバナンスへの関与を通じて向上したことが明らかになれば、そのような戦略の採用に積極的でないファンドの運用成果との比較が行われるようになり、ファンドマネージャーが投資先企業への関与により敏感になるよう促すことができる。また、ファンドマネージャーが運用成果の向上のために投資先企業の議決権行使を適切に行っているか否かについて投資家が関心を寄せるようになり、それにより投資家による監督が強化されることにもなる。

以上のようにミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する強制開示制度を導入することにより様々な利点をもたらされると期待できる一方、強制開示制度の導入に伴い様々な問題点が生じることも考えられる。そこで、パーミターは強制開示制度の導入に伴い生じる可能性がある各種問題について、以下のように詳細な検討を行っている。

¹⁷¹ *Id.* at 1476-77.

¹⁷² *Id.* at 1477-78.

(iv) 強制開示制度導入に伴う直接的な費用について

強制開示制度の導入には高額な費用を要するとの主張に対してパーミッターは、ミューチュアル・ファンドはすでに議決権行使の体制を整えており、また電磁的方法を用いて情報開示を行うことが可能であることから、情報開示を強制したとしてもその費用は大きな負担にはならないと反論している¹⁷³。

(v) 強制開示制度がミューチュアル・ファンドによるアクティビズムを萎縮させる可能性について

議決権行使に関する情報開示の強制はミューチュアル・ファンドによる投資先企業のガバナンス改革への関与を委縮させる等の主張に対しては、次のような点を指摘しながら反論している。

第一に、投資先企業の情報へのアクセスが遮断されてしまうとの主張に対しては、もはやそのような状況にはないと反論している¹⁷⁴。すなわち、ミューチュアル・ファンドのファンドマネージャーは投資先企業の情報にアクセスする手段を有しており、とりわけ大規模なファンド・ファミリーのファンドマネージャーにおいては他の追従を許さない程度にまで投資先企業の情報へのアクセス網を整備している。また、大口投資家の要望に対して経営陣が情報提供を拒む場合、そのことは当該企業にとって不利に働くことになる。さらに、レギュレーションFDの制定により、投資先企業から重要情報を入手するために投資先企業の経営陣と特別な関係を構築する必要性は以前より減少していると指摘している。

第二に、投資先企業の年金基金等が、アクティビズムに従事するミューチュアル・ファンドを投資先から排除する可能性があるという点に対しては、アクティビズムに従事しているミューチュアル・

¹⁷³ *Id.* at 1478-79.

¹⁷⁴ *Id.* at 1480-82.

ファンドが確定拠出年金の投資先として選定されているという事実を挙げ、そのような証拠はほとんど存在していないと反論している¹⁷⁵。

第三に、アクティビズムには高額な費用を要することから、このようなミューチュアル・ファンドからは投資家の資金が引き揚げられてしまうとの主張に対しては、たとえ投資先企業への関与を行うことに費用を要するとしても、必要な費用であれば投資家はそれを受け入れるはずであると反論している¹⁷⁶。また、アクティビズムに従事する他の機関投資家の台頭およびモーニングスター等のミューチュアル・ファンドに関する情報媒体の発達により、投資家は投資先企業のガバナンス改革に関与することに要する費用と、それにより得られる利益について合理的に分析できるはずであるとしている。

（vi）強制開示制度がミューチュアル・ファンドのアクティビズムを政治化しまたは過度に促進する危険性について

強制開示制度がミューチュアル・ファンドによるアクティビズムを政治化し、または過度に促進する危険性がある等の指摘に対しては次のように応答している。

第一に、公的年金基金やユニオン・ファンドと一緒に政治目的実現のための行動に出てしまうのではないかとの懸念に対しては、ミューチュアル・ファンドは公的年金基金等とは違い政治的な圧力を受けていないことから、より合理的かつ効果的に議決権行使を行うことができるとしている¹⁷⁷。従って、公的年金基金等が政治目的のために議決権を行使するような場面であっても、ミューチュアル・ファンドは投資家の利益の観点から議決権行使を行うことが期待できるとしている。

¹⁷⁵ *Id.* at 1481-82.

¹⁷⁶ *Id.* at 1482.

¹⁷⁷ *Id.* at 1484, 1486.

第二に、ミューチュアル・ファンドのファンドマネージャーは特定の政治的・社会的立場に立つことを公言させられたり、または投資先企業と敵対的な関係に立つことを強制されるようになり、その結果、従来投資先企業との間で秘密裏に行われてきたガバナンス改革に関する交渉が行われなくなってしまうのではないかとの懸念に対しては、次のように答えている。すなわち、ミューチュアル・ファンドのファンドマネージャーは投資資金運用者であり、ファンドの利益追求を最大の目的としていること、さらにミューチュアル・ファンド自体がそのようなインセンティブ構造を有していることから、ファンドの利益追求の観点から引き続き投資先企業との間でガバナンス改革の交渉が行われるはずであるとしている¹⁷⁸。

第三に、強制開示制度の導入によりミューチュアル・ファンドは足並みを揃えて似通った議決権行使手続を採用し、同じような議決権行使を行うようになるのではないかとの懸念に対しては、議決権行使の手続および結果が開示されることにより、それぞれのファンドが運用成果を上げるために独自の手続および方法を採用するようになると反論している¹⁷⁹。

(vii) 法的責任の追及に関する制度的手当について

ミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する強制開示制度が導入された場合、当該規定を遵守せず開示すべき情報を開示しなかったり、または虚偽の情報開示を行った場合には、規制当局や投資家から法的責任を追及されることになる。これらの点に関連して、現行法の規定に必要な制度的手当について次のように述べている。

第一に、役員報酬や継続中の合併交渉等の価格感応情報については、SEC規則や命令等により強制開示の例外を設けて対応する余地が

¹⁷⁸ *Id.* at 1484-86.

¹⁷⁹ *Id.* at 1485, 1487-88.

あり、それにより望ましい議決権行使やガバナンス活動が阻害される危険性を緩和することができるとしている¹⁸⁰。

第二に、虚偽の情報開示に対する法的責任については、たとえ議決権行使に関する強制開示制度が導入されたとしても、規制当局により過度な法執行がなされる可能性は考えられないとしている。ただし、情報開示に関連して不正行為が行われた場合について、投資先でない他の会社等から訴えを提起される可能性はあると指摘している¹⁸¹。

このように述べた上で、情報開示制度は投資家や規制機関がファンドの法令遵守を監督する上で重要であり、そのための担保として議決権行使に関する強制開示についても、虚偽の情報開示または重要情報の不開示に対する責任制度を機能させる必要があるとしている¹⁸²。

以上のように、パーミターはミューチュアル・ファンドの議決権行使およびコーポレート・ガバナンスに関する事項の強制開示を実現するために詳細な制度改革論を展開した。

3. SECによる規則制定

パーミターによる以上のような制度改革論の提唱を受けて、SECは投資会社の議決権行使に関する強制開示制度の導入に向けた制度改革に着手した。そして、2002年9月にリリースを公表し¹⁸³、強制開示制度の具体的内容を明らかにした。その後、パブリック・コメン

¹⁸⁰ *Id.* at 1488.

¹⁸¹ *Id.* at 1488-89.

¹⁸² *Id.* at 1489.

¹⁸³ Investment Company Act Release No. 25739 (Sept. 20, 2002). 規則提案に至るまでの経緯および提案規則の内容については、橋本基美「米国運用会社に求められる議決権行使情報の開示」資本市場クォーターリー2003年冬号 88頁以下 (<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2003/2003win10.pdf> より入手可) が詳述している。

トの手続きを経て当初の提案内容を修正した上で、2003年1月に投資会社規則30b1-4¹⁸⁴を制定し、登録管理型投資会社の議決権行使に関する強制開示制度を導入するに至った。

(1) 規則制定に着手した背景

SECが規則制定に着手した背景には、大きく二つの事情が存在すると言われている¹⁸⁵。

第一に、2000年代初頭に相次いで生じた企業不祥事を契機に、投資会社を有力な経営監視役として位置付けようと考えられた点である。エンロン・ワールドコム事件等の一連の企業会計不正の発生により投資家による企業不信が強まったため、信頼回復のために強力な経営監視役が必要とされた。そこで、ミューチュアル・ファンドが議決権行使を通じて投資先企業の監視を積極的に行うことで、経営者の暴走を未然に防止し、投資先企業のガバナンス改革を促すことができると考えられた。

第二に、投資顧問がミューチュアル・ファンドの投資家の利益に反する議決権行使を行う懸念を排除する必要があると考えられた点である。SECは、投資顧問がミューチュアル・ファンドに対して負う受託者責任には保有株式の議決権行使も含まれるとしているが、しかし投資顧問は確定拠出年金401(k)等の年金資産の管理運営を投資先企業から受託していることから、当該企業の経営陣の意向に反するような議決権行使を行うことができないのではないかと指摘がなされている。

このような事情を踏まえ、SECは2002年9月に規則提案を行った。

¹⁸⁴ Investment Company Act Release No. 25922 (Jan. 31, 2003). 規則制定に至るまでの経緯および規則の内容については、野村亜紀子「機関投資家による議決権行使状況の開示について」野村資本市場クォーターリー2009年夏号ウェブサイト版1頁以下 (<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2009/2009sum18web.pdf> より入手可) が詳述している。

¹⁸⁵ 橋本・前掲注(183)88～89頁、野村・前掲注(184)2～3頁

（２）提案規則に対するミューチュアル・ファンド業界からの反対意見とそれに対するSECの返答

提案規則に対する関心は非常に高く、個人投資家や業界関係者等から8000以上のコメントが寄せられた。提案規則に対しては多くの賛成意見が寄せられたものの、ミューチュアル・ファンド業界からはとりわけ議決権行使記録の開示に対し強い反対意見が表明された。

（い）ミューチュアル・ファンド業界からの反対意見

ミューチュアル・ファンド業界は議決権行使記録の強制開示に反対するにあたり、次のような点を挙げている¹⁸⁶。

第一に、ミューチュアル・ファンドの株主は議決権行使記録の開示についてそもそも関心を有していないという点である。実務家からは實際上ミューチュアル・ファンドの株主からこのような要求がなされたことはないとの指摘がなされている。

第二に、強制開示制度の導入によりミューチュアル・ファンドが秘密裏に議決権行使を行うことができなくなり、議決権行使結果に対して投資先企業からの圧力に晒されることになるという点である。さらには投資先企業の経営陣から報復措置を受け、ポートフォリオ・マネージャーは投資先企業のスタッフへのアクセスが制限されてしまう危険性があるとも指摘されている。

第三に、これまでミューチュアル・ファンドが投資先企業と行ってきた、秘密裏な私的交渉に基づくコーポレート・ガバナンス改革が行われなくなってしまうという点である。

第四に、議決権行使結果の開示を要求することにより、ミューチュアル・ファンドは一定の政治的・社会的事項についてマスメディアや特定の利害関係集団によるキャンペーン活動のターゲットとな

¹⁸⁶ Investment Company Act Release No. 25922. 野村・前掲注（184）5～6頁

り、その結果、ポートフォリオ証券の管理運用に集中できなくなってしまう可能性があるという点である。

第五に、強制開示制度の導入により、独立取締役を構成員とするファンド取締役会の監督機能およびファンド株主を利益相反から保護する機能が阻害されてしまうという点である。そこでミューチュアル・ファンド業界からは、議決権行使の記録を強制開示させるのではなく、潜在的な利益相反への対処も含んだ議決権行使の方針および手続についてファンド取締役会による承認を要求し、かつ議決権行使の結果についてファンド取締役への報告書提出を義務化させれば良いとの主張がなされた。

第六に、議決権行使結果に関する情報収集および半期報告書への記載に要する費用は膨大であり、強制開示制度の導入によりファンド株主が享受する利益を超過する可能性があるという点である。

(ii) SECの返答

SECはミューチュアル・ファンド業界から提起された以上のような問題点を詳細に検討した上で、それでもなお強制開示制度を導入すべきであるとの立場を堅持した。SECはミューチュアル・ファンド業界からの反対論に対して次のように返答を行っている¹⁸⁷。

一点目については、SECの提案に対して個人投資家から多くの賛成意見が寄せられていること、および社会問題や環境問題についてファンドがどのような議決権行使を行ったのか開示を求める株主提案が行われている事実を挙げ、投資家が議決権行使結果に関心を有していないとは言い切れないとしている。さらに、ミューチュアル・ファンドが投資家を代表してどのように議決権行使を行っているのかを知ることは投資家にとって基本的な権利であり、十分尊重されなければならないと主張している。

¹⁸⁷ Investment Company Act Release No. 25922.

二点目については、ミューチュアル・ファンド業界の懸念に対し一定の理解を示しつつも、そのようなリスクが強制開示によりファンド株主にもたらされる利益を十分に上回るとは言えないとしている。またファンドが採用している秘密投票の原則は投資先企業の株主総会開催前に議決権行使結果が公にされてしまうことから株主を保護するためのものであり、SECが実現しようとしているのは株主総会開催から二か月以上経過後の議決権行使結果の開示であるから、両者が相反するわけではないとしている。さらに、近時においてはほとんどの投資先企業が秘密投票の方針を採用しておらず、ミューチュアル・ファンドのような大株主がいつどのように議決権行使を行ったのかを把握していると述べている。

三点目については、たとえ議決権行使の記録が開示されたとしても、それによりファンドと投資先企業間の秘密裏の対話自体が開示されるわけではないことから、従来からの慣行が妨げられることにはならないとしている。それよりも、議決権行使結果が開示されることにより、ミューチュアル・ファンドは投資先企業のガバナンス改革により積極的に関与するようになり、それによって投資先企業との間の秘密裏の対話も促進されるとしている。

四点目については、議決権行使の結果が開示されることにより、ファンドの株主はその行使結果に対して意見表明を行うことができるようになる点で利点があるとしている。他方、ミューチュアル・ファンドの議決権行使が政治化してしまうとの懸念には理解を示し、強制開示制度の導入により予期せぬ結果が生じているかどうかを確認するためにSECスタッフに対し2005年12月31日までに報告書を提出させる予定であるとしている¹⁸⁸。

¹⁸⁸ ただし、このようなSECスタッフによる報告書は2016年12月現在においても公表されていないようである。

五点目については、ミューチュアル・ファンド業界の提案には賛成できないとし、議決権行使結果の強制開示がなされることで、ファンド取締役会はより自らの義務を自覚しながら株主利益のためにその責任を果たすようになるとしている。また、多くのファンド取締役会はポートフォリオ証券の議決権行使を投資顧問に委任しているが、議決権行使結果の強制開示制度とファンド取締役会の監督義務が相乗効果を発揮することにより、投資顧問による議決権行使に対する監督を実効あらしめることができるとしている。

六点目については、完全な議決権行使記録を提供しているファンドグループ関係者の証言を参考にして、コンプライアンス制度導入のための初期費用はかかるものの、その後の開示に伴う費用は減少することから、強制開示制度の導入に伴う費用は最小限になるとしている。また提案規則を修正することにより、開示に伴う費用をさらに減少させることができるとしている。

以上のようなミューチュアル・ファンド業界とSECとの間の議論を経て、最終的にSEC規則が制定されることとなった。

(3) SEC規則の概要¹⁸⁹

SEC規則では、登録管理型投資会社に対し次のような方法で議決権行使の方法および手続、議決権行使の記録について完全な開示を求めている。

(i) 議決権行使の方法および手続の開示

登録管理型投資会社は、SAI (statement of additional information) に、保有株式の議決権行使に関する方針および手続を記載し、開示しなければならない。登録管理型投資会社はその議決権行使を投資

¹⁸⁹ Investment Company Act Release No. 25922.

顧問に委任する場合には、当該投資顧問の議決権行使に係る方針および手続を記載しなければならない。

開示内容については、基本方針と具体的項目に分けて以下の項目が例示されている。

①基本方針

- ・ファンドが投資顧問業者または第三者にどの程度議決権行使を委任するのか、または第三者の助言にどの程度依存して議決権行使をするのか
- ・株主の権利および特権に相当程度影響のある事項に関する方針および手続
- ・ファンドが経営陣の提案をどの程度支持するのか、またはどの程度重視するのか

②具体的項目

- ・会社設立州の変更、合併および事業再編、期差任期制取締役会、ポイズン・ピル、特別多数決条項などの買収防衛策を含むガバナンス事項
- ・減資・増資および優先株式発行を含む資本構成の変更に関する事項
- ・ストックオプション・プラン、その他の経営者報酬に関する事項
- ・企業の社会的責任に関する事項

(ii) 議決権行使の記録の開示

登録管理型投資会社は、フォームN-PXを用いて前年の7月1日から6月30日までの一年間の議決権行使に係る記録を記載し、8月31日までにSECに提出しなければならない。

議決権行使の記録として、①保有証券の発行会社名、②取引所 ticker・シンボル、③CUSIP番号、④株主総会日、⑤議案の概要、⑥議案提案者の区分（経営者か株主か）、⑦議案に議決権行使をする

かどうかの明示、⑧賛否・棄権の区分、⑨議案に対する経営陣の賛否が開示対象とされている。

投資家への開示方法は、投資家からの請求に基づく書面の交付、もしくは自社のウェブサイト上に開示する方法のいずれかを選択する。そして、SAIおよび年次・半期報告書に議決権行使の記録に係る情報の入手方法を記載する。以上に関する情報は無料で提供される。

以上のようにミューチュアル・ファンドをはじめとする投資会社の議決権行使について詳細な情報開示が実現されることとなった¹⁹⁰。ただし、それぞれのミューチュアル・ファンドが投資先企業の株式を何株保有しており、それらの株式に係る議決権についてのどの議案に何票投じたかについては、今のところSEC規則では開示が要求されていない¹⁹¹。

4. 投資会社業界によるガイドブックの公表

2003年のSEC規則制定後もミューチュアル・ファンドの規模は一層拡大していき、ファンド取締役会がファンドの議決権行使をどのように監督していくべきかが重要な問題となった。そこで、投資会社業界はファンド取締役会によるファンドの議決権行使の監督について指針を示すために二つのガイドブックを公表した。

¹⁹⁰ また、SECは同時期に投資顧問規則を改正し、年金基金などの顧客資産のポートフォリオ証券について議決権行使を行う投資顧問に対し、議決権行使の方針および手続の策定、および顧客に対する当該方針および手続の説明、並びに議決権行使記録の入手方法の提示を義務付けた。ただし、投資会社に対する場合は異なり、議決権行使記録は公に開示されるのではなく、当該顧客に対してのみ開示される。Investment Advisers Act Release, No. 2106 (Jan. 31, 2003).

¹⁹¹ James Cotter, Alan Palmiter & Randall Thomas, *ISS Recommendations and Mutual Fund Voting on Proxy Proposals*, 55 VILL. L. REV. 1, 27, 29 (2010). は、それぞれのファンドが投資先企業の株式を具体的に何株保有しているかまではSEC規則により開示が要求されていない点に言及している。

（１）独立取締役カウンスルおよび投資会社協会によるガイドブック¹⁹²

独立取締役カウンスルおよび投資会社協会は共同で2008年7月にガイドブックを公表した。本書は、（i）ファンドのポートフォリオ証券の議決権行使を監督する際のファンド取締役会の責任に関する議論、（ii）ファンドとその投資顧問が議決権行使を行う際の様々な取り決め、その他特定の類型のファンドまたは特別の投資方針を採用するファンドにおいて生じる議決権行使に関する問題の考慮、（iii）取締役会がファンドの議決権行使方針を構築し、監督する際に直面しうる主要な問題点の解明、（iv）議決権行使に関する問題を評価し解決するにあたって取締役会が行う考慮への示唆を行うことを目的としている¹⁹³。

本書において、取締役会の監督機能については次のように記述されている。

（i）議決権行使を監督する際のファンド取締役会の責任

はじめに、ファンド取締役会はファンドのポートフォリオ証券の議決権行使について責任を負う点を明らかにしている。そして、ファンド取締役会が直接議決権行使を行わず、投資顧問や外部の議決権行使助言会社に議決権行使を委任する場合においても、取締役会はそれらの機関による議決権行使を監督する責任を負うとしている。これらは取締役が負う注意義務、忠実義務、並びに誠実義務の内容をなし適切に履行されなければならないと述べる一方、取締役による議決権行使の意思決定については経営判断原則が適用され、事後的な判断により責任が問われるべきでないとしている¹⁹⁴。

¹⁹² INDEPENDENT DIRECTOR COUNCIL & INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, OVERSIGHT OF FUND PROXY VOTING (2008).

¹⁹³ *Id.* at 1.

¹⁹⁴ *Id.* at 1-2.

次に、議決権行使の方針はファンドの法令遵守プログラムの一部を構成することから、SEC規則38a-1に従い取締役会の承認および定期的な審査を受けなければならない¹⁹⁵、取締役会はSEC規則に従い監督義務を履行することになるとしている。このようにファンド取締役会はファンドの議決権行使方針を審査することになるが、その際に考慮すべき要素として、①議決権行使の方針がファンドの投資目的および戦略に合致しているか、②潜在的な利益相反に対処しているか、③特定の類型の提案に対する対処方法について定められているか、④社会的な問題への対処方法について定められているか、⑤基本方針を適用除外する場合の扱いについて定められているか、という点が挙げられている¹⁹⁶。

また、取締役会は議決権行使の結果についてどのように報告を受けるのか、その頻度はどのようにするのか等について定めておくべきであるとしている。

(ii) 議決権行使を投資顧問に委任する場合の取締役会の責任

投資顧問はその顧客の最善の利益となるよう議決権を行使する義務を負っており、またSEC規則206(4)-6により投資顧問自身が議決権行使について方針および手続を定めなければならないとされている¹⁹⁷。これらの義務を前提とした上で、ファンド取締役会がポートフォリオ証券の議決権行使を投資顧問に委任する場合、次の事項について留意すべきであるとしている。

第一に、投資顧問が議決権行使を適切に行う体制を整えているかどうかという点である。そこで、取締役会は投資顧問に対し、①株主総会招集通知を審査し議決権行使を適宜行うためにどのような手

¹⁹⁵ この点については、拙稿「米国投資会社制度と信託法制」新井誠・神田秀樹・木南敦編『信託法制の展望』170～171頁（日本評論社、2011）を参照。

¹⁹⁶ INDEPENDENT DIRECTOR COUNCIL & INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *supra* note 192, at 2-3.

¹⁹⁷ この点については、ハース&ハワード・前掲注（18）155～157頁を参照。

続を構築しているか、②ファンドのポートフォリオ証券の議決権行使を監督し実行するための時間および人的・物的資源を有しているか、③議決権行使の期限までに方針に従い議決権を行使しているか、④フォームN-PXを適宜提出するための手続を構築しているか、という点について確認すべきであるとしている¹⁹⁸。

第二に、投資顧問とファンドとの間には潜在的な利益相反関係が存在することから、ファンド取締役会は投資顧問に対し、①利益相反を引き起こす議決権行使について明確化するためにどのような手続を構築しているか、②どのような手続により利益相反に対処しているか、③議決権行使がなされる前に取締役会が利益相反について審査を行うべきかどうか、④潜在的な利益相反関係およびその対処方法についてのファンド取締役会への開示がどのようになされるか、の各点について確認すべきであるとしている¹⁹⁹。

以上を踏まえた上で、ファンドおよびその株主にとって最善の利益となるように利益相反への対処がなされていると取締役会が考える場合には、その判断に対しては経営判断原則が適用されるべきであるとしている。そして、経営判断原則が適用されるための要件として、取締役会自体が利益相反関係を有さず、利益相反に対処するための情報の提供を十分に受けた上でそれらを検討し、さらに必要な場合には弁護士その他の専門家に相談する必要があると述べている²⁰⁰。

（iii）議決権行使を第三者機関に委任する場合の取締役会の責任

はじめに、第三者機関はファンドの議決権行使に関して様々なサービスを提供することから、ファンド取締役会および投資顧問はそ

¹⁹⁸ INDEPENDENT DIRECTOR COUNCIL & INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *supra* note 192, at 4-5.

¹⁹⁹ *Id.* at 5-6.

²⁰⁰ *Id.* at 6.

これらのサービスを利用するにあたっての費用と便益を考慮した上で、第三者機関を利用すべきかどうかを決定すべきであるとしている²⁰¹。

その上で、どの第三者機関を利用するかを決定するにあたっては、①市場における第三者機関のサービスの評判、②第三者機関の事業組織に影響を与える最近の重要なイベント、③第三者機関がコーポレート・ガバナンスおよび株主アクティビズムに対して有する基本的な考え方、④第三者機関が特定のファンドおよびその投資顧問に対し特別な議決権行使方針を用意しそれを実行する能力、⑤ファンドおよびその投資顧問がある特定の提案に対し直接議決権を行使することを許容している程度、⑥利益相反の所在を明らかにしそれに対処するための手続といった点を挙げ、これらの各要素について考慮すべきであるとしている²⁰²。

(iv) ファンド取締役会が直接議決権行使を行う場合

ファンド取締役会が直接ポートフォリオ証券の議決権行使を行う場合は稀であるが、このような方法は投資顧問との間に生じる潜在的な利益相反関係を排除できる点に利点があるとし、その際には次の点を考慮すべきであるとしている。

第一に、取締役会構成員中にポートフォリオ会社の株主総会招集通知を分析するために必要な専門性を備えているメンバーが存在しているか否か、または相談することのできるスタッフまたは専門家を有しているか否かという点である。第二に、議決権行使に時間と資源を割くことにより、取締役会の他の義務の遂行に支障が生じないか否かという点である。後者の点については、取締役会が自ら議決権を行使する場合は、投資顧問や第三者機関に議決権行使を委任

²⁰¹ *Id.* at 6-7.

²⁰² *Id.* at 7.

する場合に比べて遥かに高い費用を要する可能性がある」と注意を促している²⁰³。

また、議決権行使の方法についても、取締役会構成員間で議決権行使の役割を割り振ったり、取締役で構成される委員会を設置して議決権行使を実行したり等、様々な方法が考えられるとしている²⁰⁴。

さらに、個々の取締役会構成員とファンドとの間で存在する潜在的な利益相反関係を明らかにし、それに対処する手続を構築しておくことも必要であるとしている²⁰⁵。

以上のように、本書はファンド取締役会がファンドの議決権行使を監督する際の基本的な指針を示し、監督義務を着実に履行するよう促している²⁰⁶。

（２）ミューチュアル・ファンド取締役フォーラムによるガイドブック²⁰⁷

ミューチュアル・ファンド取締役フォーラムもまた2012年12月にファンドによる議決権行使に対するファンド取締役会の監督義務についてガイドブックを公表した。本書は主として下記の八つの質問に回答する形で記述がなされており、より実践的な内容となっている。

（i）議決権行使の義務はどの程度委託されるべきか

²⁰³ *Id.* at 8.

²⁰⁴ *Id.*

²⁰⁵ *Id.*

²⁰⁶ 本書においては議決権行使に関するその他の発展的な問題として、①サブアドバイザーや第二のポートフォリオ・マネージャーを利用する場合の問題、②ファンドの関係ファンドに関する問題、③外国証券の取扱いに関する問題、④証券貸出が行われている場合に関する問題について、記述がなされている。

²⁰⁷ REPORT OF THE MUTUAL FUND DIRECTORS FORUM, PRACTICAL GUIDANCE FOR FUND DIRECTORS ON OVERSIGHT OF PROXY VOTING (2012).

ファンドによる議決権行使の方法には幾つかのパターンがあり、取締役会が議決権行使を全て自ら行う場合もあれば、その一部を委任する場合、さらには議決権行使を全て委任する場合も考えられるとしている。そして、取締役会が議決権行使を投資顧問または第三者機関に委任する場合には、取締役会は委任先の議決権行使について監督する義務を負うと述べている²⁰⁸。

その上で、取締役会が議決権行使の一部を委任する場合には、①取締役会が一定の事項について自ら議決権を行使することが望ましい場合、②投資顧問との間に利益相反関係が存在する場合の二つの場面が想定されるとしている²⁰⁹。

①の場合においては、どのような情報が必要となるのか、どのような人物が議決権行使の手續に関与するのか等、どのような手續により議決権行使を行うのかその手續を定めておく必要があるとしている。また、②の場合においては、後述の利益相反への対処方法に従って議決権行使が行われることになるとしている²¹⁰。

(ii) 第三者である議決権行使助言会社をどのように利用すべきか

議決権行使助言会社は、バックオフィス機能、企業の分析調査、議決権行使の助言、議決権行使ガイドラインの作成の補助等、様々なサービスを提供することから、その利用はファンドにとって非常に有益であるとしつつも、ファンド取締役会は議決権行使助言会社自身が潜在的な利益相反関係を有している点を十分認識しなければならないとしている²¹¹。その例として、議決権行使助言会社がファン

²⁰⁸ *Id.* at 3.

²⁰⁹ *Id.*

²¹⁰ *Id.*

²¹¹ 議決権行使助言会社が有する利益相反関係については、高橋真弓「議決権行使助言会社の法的規制論に関する一研究」一橋法学 11 卷 2 号 463～467 頁(2012)、佐藤勤「議決権行使助言会社に対する規制とその在り方」南山 36 卷 3・4 号 206～208 頁(2013)、尾崎悠一「機関投資家による議決権行使と議決権行使助言会社」岩原紳作・山下友信・神田秀樹編『会社・金融・法 [上巻]』204～205 頁(商

ドの投資先企業にどのような議案を作成すべきかを助言しており、当該議案についてファンドに対し議決権行使の助言を行う立場にある場合を挙げている。このようにファンド取締役会は、議決権行使助言会社にはどのような利益相反関係が存在し、それらに議決権行使助言会社自身がどのように対処しているかを理解しておくことが重要であるとしている²¹²。

（iii）議決権行使の過程にどの程度投資の専門家が関与すべきか

ファンドによっては議決権行使にポートフォリオ・マネージャーやアナリストが関与している場合があるとし、このような場合は議決権行使に関して特定の企業に関する専門的知見等を用いることができ有益であるとしている。そして、これらの専門家に議決権行使を全て委任する場合もあれば、M&Aなどの特定の事項に限って委任する場合もあり、または最終的な議決権行使ではなく議決権行使に関する助言を求める場合もあるとしている²¹³。

他方、ファンドによっては可能な限り専門家の関与を排除しているところもあると紹介している。ポートフォリオ・マネージャーやアナリストはファンドの投資先企業と密接な関係を有しており、投資先企業の経営陣に対し潜在的なバイアスを有している可能性があるからである。さらに、投資先企業との良好な関係を維持するために投資先企業にとって不利益となるような議決権行使を行わない可能性もある。そこで、これらの影響を最小限にするためにファンド取締役会がこれらの専門家をあらかじめ排除しているのである²¹⁴。

また、ファンドの中には投資のプロでない専門家（non-invest professionals）が議決権行使の過程に関与しているところがあると紹

事法務、2013）を参照。

²¹² MUTUAL FUND DIRECTORS FORUM, *supra* note 207, at 4-5.

²¹³ *Id.* at 5-6.

²¹⁴ *Id.* at 6.

介している。これらの専門家が議決権行使の過程を監督し、また議決権行使を行う専門家に情報提供等を要求することにより、ポートフォリオ・マネージャーやアナリスト等の専門家が潜在的に有する利益相反関係に対処することができるからである²¹⁵。

(iv) ファンドが議決権行使ガイドラインを変更する際にどのような手続を経るべきか

投資の専門家等の要求によりファンドが有している議決権行使ガイドラインを変更する場合があります、その場合にはファンドの議決権行使委員会がガイドラインの変更を承認することになるとしている。そして、ファンドが議決権行使委員会を設けていない場合は、コーポレート・ガバナンスおよび議決権行使を専門とする部署がガイドラインの変更を承認することになるとしている。さらに、取締役会が議決権行使の権限を有している場合には、最終的には取締役会またはその指名を受けた者が最終的にガイドラインの変更を承認することになると述べている²¹⁶。

このように議決権行使ガイドラインの変更手続はファンドによって様々であるが、ファンド取締役会は、①どのような手続によりガイドラインの変更が行われるのか、②ガイドラインの変更を承認するにあたりどのような情報が考慮されるのか、③どのような者がガイドラインの変更に関与するのかを理解しておくべきであるとしている²¹⁷。

(v) 同じファンド複合体に属するファンドの議決権の不統一行使は許容されるべきか

²¹⁵ *Id.* at 6-7.

²¹⁶ *Id.* at 7.

²¹⁷ *Id.*

多くのファンド複合体が、複合体全体の最善の利益となるような議決権行使ガイドラインを設けている。しかし、同じ複合体に属するそれぞれのファンドが自らの最善の利益となるように議決権を行使するようガイドラインを設けているところもあり、このようなファンド複合体の場合には、同じポートフォリオ証券に関して異なる議決権行使を許容している。さらには、M&A等の特定の事項に限って、それぞれのファンドによる異なる議決権行使を認めているところもある。このようにファンド複合体の議決権行使については、ファンド複合体毎に様々な規定が設けられていると実務の現状が紹介されている²¹⁸。

（vi）株主総会が近づくに際してファンドはどの時点でどのように投資先企業に関与すべきか

ファンド複合体は常時、投資先企業との間で議決権行使について対話を行っているが、株主総会の時期においては投資先企業はファンドに対して議決権行使に関する情報提供を行い、またファンドも投資先企業に対して質問を行うのが通常であるとしている²¹⁹。

また、株主総会の時期が到来する前においても、投資先企業はファンドの議決権行使ガイドラインにどのような変更が行われているかを確認するとともに、ファンド複合体の特定の議決権行使方針について議論を行っている。またファンド複合体もまた、投資先企業との対話の中である一定のガバナンス改革を条件に、投資先企業の議案に賛成の議決権行使を行うとの確約を行う等の交渉を行っているのが一般的であるとしている²²⁰。

このように、投資先企業のコーポレート・ガバナンス改革への関与を行う際には、関係者全員が同じ情報を共有するよう、ガバナン

²¹⁸ *Id.* at 7-8.

²¹⁹ *Id.* at 8.

²²⁰ *Id.*

スおよび議決権行使に関する専門部署が関与することが重要であるとしている²²¹。

(vii) どのように利益相反に対処すべきか

ファンドの議決権行使はファンドおよびその株主の最善の利益となるようなされなければならないところ、投資顧問に議決権行使を委任する場合には、投資顧問とその関係会社、ブローカー・ディーラー、顧客である機関投資家およびその関係者との間で、ファンドは利益相反に直面する。例えば、投資顧問が大規模な年金基金の運用をファンドの投資先企業から委託されている場合、当該投資顧問は年金事業の受託継続のために投資先企業にとって有利となるよう議決権行使を行う可能性がある²²²。

そこで、投資顧問との利益相反に対処するための方法として、実務の現場では次のような方法が用いられていると紹介されている²²³。

第一に、投資顧問において議決権行使部門と顧客企業へのサービス提供部門との間でファイアーウォールを設けるという方法である。このように両部門を遮断することにより、ファンドの議決権行使に際して顧客企業からの影響を排除することができる。

第二に、議決権行使方針に従った議決権行使を行わせ、潜在的な利益相反関係が存在する場合にはこの方針からの逸脱を認めないという方法である。ただし、このような方法を用いることができるのは、議決権行使方針が明確であり、かつ特定の場合にどのように議決権行使を行うべきかをあらかじめ定めている場合に限られるとしている。

第三に、議決権行使助言会社の助言に従って議決権行使を行わせるという方法である。このような方法は議決権行使ガイドラインに

²²¹ *Id.*

²²² *Id.* at 9.

²²³ *Id.* at 9-10.

特定の場合の議決権行使について規定がない場合や、投資顧問が投資先企業の株式を保有するなど利益相反が疑われる場合等に利用することができるとしている。

第四に、利益相反関係の開示または非開示、および利益相反関係の審査である。潜在的な利益相反を開示させることにより、中立性を維持することにより注意を払いながら議決権行使を行うことができる。逆に、潜在的な利益相反関係をあえて非開示とすることにより、利益相反関係の存在に影響を受けずに議決権行使を行うことができる。いずれの場合においても議決権行使について専門部署の審査を受けるべきであり、また場合によっては利益相反の影響を受けていないとの誓約書の提出や、議決権行使に関する報告書の提出を要求することも考えらえるとしている。

第五に、取締役会またはその指名を受けた取締役会構成員による議決権行使である。投資顧問による利益相反が疑われる場合に取締役会またはその構成員が議決権行使を行ったり、または議決権行使を承認することにより、利益相反を減少させることができるからである。

第六に、議決権行使を差し控えるという方法である。これにより、議決権行使に伴う利益相反に対処することができる。

以上に加え、取締役自身も潜在的な利益相反関係を有する場合があるとしている。例えば、ファンド取締役が投資先企業の取締役を兼任しているような場合である。この場合、投資先企業の取締役として再任されることに当該取締役は利害関係を有することから、当該取締役は通常、議決権行使から除外されるとしている²²⁴。

(viii) 証券貸出を行っている証券についてはどのように扱うべきか

²²⁴ *Id.* at 10.

ファンドは収益を上げるためにポートフォリオ証券を他の投資家に貸出すことがあり、この場合の議決権行使は借主が行うことになる。しかし、投資先企業への議決権行使が重要でファンド自身が議決権行使を行う必要がある場合、当該証券をどのように扱うべきかが問題となる。

この場合の対応方法には様々なものがあり、ファンドによっては議決権行使による利益が証券貸出を中止することによる損失を上回ると考えられる場合には、証券の返還を求めて議決権行使を行うところが存在している²²⁵。また、基準日の到来前に全ての株式の返還を求めているファンドもある。さらに、投資先企業の株式を一定割合以上保有する場合に、株式の返還を求めているファンドもある²²⁶。このように証券貸出が行われている場合の貸出証券の議決権行使について、ファンドによって様々な対応がなされていることが紹介されている。

以上のように、本書はファンド取締役会の監督責任の履行について実務の現場における様々な対応方法について記述されており、実効的な監督責任を果たすための試行錯誤が日々繰り返されていることを知ることができる。

5. 実証研究の進展

2003年のSEC規則制定により、登録管理型投資会社の議決権行使について強制開示が行われることとなり、ミューチュアル・ファンドの議決権行使の記録についても一般的に開示がなされるようになった

²²⁵ 議決権行使による利益は経済的な利益に限らず、議決権行使により投資先企業にメッセージを送る効果等も議決権行使による利益に含めるファンドもあるとされている。*Id.*

²²⁶ *Id.* at 10-11.

た。そこで、開示された議決権行使の記録を基にした実証研究が行われるようになり、ミューチュアル・ファンドによる議決権行使の実態が解明されるようになっていった。本稿ではそれらの実証研究のうちほんの一部ではあるが、それらの概要と実証研究から得られた成果について検討する。

（1）デイビスとキムによる実証研究²²⁷

デイビスとキムは、ミューチュアル・ファンドが投資先企業との間で年金基金の運営受託などの取引関係を有している場合に、そのような取引関係がミューチュアル・ファンドの議決権行使に影響を与えるか否かについて実証研究を行った。

具体的には、2001年時点において、892社のFortune1000企業の中の30社以上に企業年金の運用サービスを提供している23の運用会社グループのうちの6大ファンド・グループ（フィデリティ、パトナム、バンガード、エイアイエム／インベスコ、ティー・ロー・プライス、アメリカン・ファンド）の株式保有に関するデータおよび議決権行使のデータを分析した²²⁸。その結果、次の事実が明らかとなった。

第一に、ミューチュアル・ファンドが投資先企業との間で有している取引関係の規模と、ミューチュアル・ファンドによる当該投資先企業への投資金額との間には、統計上有意な関係は見出せなかった²²⁹。

²²⁷ Gerald F. Davis & E. Han Kim, *Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds*, 85 J. FIN. ECON. 552 (2007). また、ディスカッション・ペーパー段階における本研究の概要を紹介するものとして、高村静「米国にみる機関投資家の議決権行使の現状」年金レビュー2006年1月号21～25頁

（<http://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2014/12/402.pdf>より入手可）を参照。

²²⁸ Davis & Kim, *supra* note 227, at 555-57.

²²⁹ *Id.* at 559-60, 568.

第二に、それぞれのファンドグループが、株主価値を生み出す可能性のある提案（期差任期制取締役会、ポイズン・ピル、ゴールデンパラシュートのそれぞれの廃止）と株主価値を生み出さない提案（独立性のある取締役会議長の採用、ストック・オプションの費用計上、累積投票の許容）とに分類して議決権行使を行っている点が明らかとなった。前者については高い割合で賛成票を投じている一方、後者については賛成票を投じる割合がかなり低いとの結果が表れた²³⁰。この点については、株主価値を高める提案に対しては投資先企業との取引関係とは関係なくミューチュアル・ファンドが賛成票を投じているからであると理解されている。

第三に、ミューチュアル・ファンドの議決権行使と、投資先企業が顧客であるかどうか、または投資先企業との取引規模がどの位かという点については、統計上有意な関係は見出せなかった²³¹。この点については、ファンドはあらかじめ定められた議決権行使方針に従って機械的に議決権行使を行っているからであり、また用いた議決権行使のデータは2003年7月から2004年6月までのものでありミューチュアル・ファンドの不祥事が生じた直後のものであることから、ミューチュアル・ファンドは自らの議決権行使の結果が一般的に開示され審査されることを十分認識していたからであると理解されている。

第四に、ファンドグループがサービスを提供している顧客の数が、株主提案に対してファンドが賛成票を投じる性向に重要かつ負の影響を与えている点が明らかとなった²³²。この点については、個々のファンドの段階では中立的に議決権行使がなされているように見える場合であっても、ファンド・ファミリーの段階では投資先企業との

²³⁰ *Id.* at 565.

²³¹ *Id.* at 563-64, 568-69.

²³² *Id.* at 565, 569.

取引関係がファンドの議決権行使に影響を及ぼしているからであると理解されている。

以上より、デイビスとキムは、ミューチュアル・ファンドは投資先企業と取引関係を有しているか否かによって議決権行使の態度を変えるとこの利益相反行為は行っていないが、顧客である投資先企業の経営陣と対立する行動をあらかじめ回避する傾向にあると結論付けている。

ただし、このような実証研究の結果から、ミューチュアル・ファンドの議決権行使に投資先企業との取引関係が影響を与えていないと推測してはならないと注意を促している²³³。投資先企業と重要な取引関係を有しているミューチュアル・ファンドはその経営陣の提案に反対の議決権行使を行う機会を極力減らすような議決権行使方針およびガイドラインを策定すると考えられ、逆に投資先企業とほとんど取引関係を有していないミューチュアル・ファンドの場合は株主価値を向上させるために投資先企業の経営陣の提案に反対するような議決権行使方針およびガイドラインを策定すると考えられるからである。

（２）ングらによる実証研究²³⁴

ングらは、ミューチュアル・ファンドが議決権行使を行う際に、投資先企業の過去の業績を考慮に入れているかどうかについて実証研究を行った。先行研究においては、アクティビスト・ファンドは業績不振の企業に狙いを定め経営改革の提案を行うとされ、また業績不振の企業においては経営陣の提案よりも株主提案の方に株主の支持が集まるとの結果が示されていることから、ミューチュアル・ファンドの議決権行使に際してもこれらの結論が同様にあてはまる

²³³ *Id.* at 569.

²³⁴ Lilian Ng, Qinghai Wang, & Nataliya Zaiats, *Firm Performance and Mutual Fund Voting*, 33 *Journal of Banking & Finance* 2207 (2009).

かどうかを確認する必要があるためである。また、ミューチュアル・ファンドはISSの助言に従って議決権行使を行う傾向が強いと言われているが、そのことと投資先企業の過去の業績との関係も確認する必要があるからである²³⁵。

研究遂行に際しては、ISS議決権行使分析データベースおよびその他のデータベースを利用して、2003年7月から2006年6月までの、146のミューチュアルファンド・ファミリーに属する全てのミューチュアル・ファンドの議決権行使結果を用いた。また分析に際しては、経営陣による反テークオーバー条項（期差任期制取締役会の廃止、その他の事項）、取締役の報酬（オムニバス・ストックプラン、リストラクティッド・ストックプラン、ストックオプション・プラン、その他の報酬、のそれぞれに関する承認または修正）、取締役選任、役員報酬（インセンティブ・ボーナスプラン、オムニバス・ストックプラン、リストラクティッド・ストックプラン、ストックオプション・プラン、その他の報酬、のそれぞれに関する承認または修正）に関する提案、および株主による反テークオーバー条項（期差任期制取締役会の廃止、別離契約の廃止または導入、累積投票制度の導入、ポイズン・ピルの廃止または導入、取締役選任に係る過半数による承認の要求）、取締役会関連条項（取締役会議長と最高経営責任者の分離または取締役会の独立性の向上）、報酬・賞与（役員報酬・賞与の制限、成果報酬、役員報酬・賞与の開示）に関する提案の各項目について、ミューチュアル・ファンドがどのように議決権行使を行ったのか分析を行った²³⁶。

その結果、ミューチュアル・ファンドの議決権行使は、投資先企業の過去の業績に密接に関係していることが明らかとなった。すなわち、過去の企業業績が弱い場合には、経営陣による特定の提案（反テークオーバー条項、取締役のリストラクティッド・ストックプラ

²³⁵ *Id.* at 2208.

²³⁶ *Id.* at 2208-10.

ン、役員のおムニバス・ストックプラン、その他の役員報酬）についてミューチュアル・ファンドから得られた賛成票の割合は低かった²³⁷。

また、株主提案についても、ミューチュアル・ファンドの議決権行使は投資先企業の過去の業績と密接に関係していることが明らかとなった。すなわち、過去の企業業績が強い場合には、期差任期制取締役会の廃止、累積投票の導入、ポイズン・ピルの廃止について、ミューチュアル・ファンドから得られた賛成票の割合は低かった²³⁸。

他方、報酬関連の経営陣の提案、および一定の株主提案（別離契約、取締役選任に係る過半数の賛成要件、取締役会議長と最高経営責任者の分離）については、過去の業績とミューチュアル・ファンドの議決権行使との間には関連性が見出せなかったとしている²³⁹。

さらに、ミューチュアル・ファンドはISSの助言に従って議決権行使を行っているものの、投資先企業の過去の業績が不振な場合には、ISSの助言に反する議決権行使が行われていることも明らかとなった。また、ミューチュアル・ファンドの議決権行使は投資先企業との取引関係に影響を受けているという点も明らかとなった²⁴⁰。

以上の結果から、ミューチュアル・ファンドは投資先企業の監督を行おうとしており、それによりファンド投資家の利益を代表しようとしていることが裏付けられると結論付けている²⁴¹。

（3）コッターらによる実証研究²⁴²

²³⁷ *Id.* at 2212.

²³⁸ *Id.*

²³⁹ *Id.* at 2213.

²⁴⁰ *Id.* at 2213-16.

²⁴¹ *Id.* at 2208, 2216.

²⁴² Cotter et al., *supra* note 191, at 1. 同研究については、尾崎・前掲注（211）200～201頁において取り上げられている。

コッターらは、ミューチュアル・ファンドの議決権行使に関するデータを分析し、ミューチュアル・ファンドがISSの助言にどの程度従って議決権行使を行っているのか実証研究を行った。

ミューチュアル・ファンドは議決権行使助言会社の助言に従って議決権行使をしていることが多いと指摘されていることから、この点を確認するために2003年から2008年までのRussell 3000に含まれる全ての上場会社の株主総会招集通知に含まれる経営陣および株主提案による議案について、ミューチュアル・ファンドによる議決権行使と投資先企業の株主全体（ミューチュアル・ファンドも含まれる）による議決権行使を比較する形で分析を行った²⁴³。

議決権行使の対象となる議案については、選任議案以外でかつ日常的でない議案（non-election and non-routine proposal＝通常取締役選任議案および特定の取締役の就任を留保するための議案、株主による監査人の承認議案、株主総会開催の延期議案、を除外したもの）とした²⁴⁴。また、特定のコーポレート・ガバナンスに関する議案（期差任期制取締役会の廃止、ライツ・プランの株主総会での承認、過半数の賛成票による取締役選任、取締役会議長と最高経営責任者の分離）についても対象とした²⁴⁵。これらの議案には投資先企業の経営陣により提案されたものと株主提案によるものの双方が含まれている。

そして、具体的な調査内容として、（1）ミューチュアル・ファンドおよび株主全体の議決権行使は投資先の経営陣の提案よりもISSの助言に従って行われていたかどうか、（2）議案が①選任議案以外でかつ日常的でない議案であり、投資先企業の経営陣から提案されたものである場合、②選任議案以外でかつ日常的でない議案で

²⁴³ *Id.* at 26

²⁴⁴ これらの日常的な議案については、株主が盲目的に経営陣の提案に賛成することがほとんどであり、重要な項目でないと説明されている。*Id.* at 36.

²⁴⁵ *Id.* at 1, 28-36.

あり、株主から提案されたものである場合、③コーポレート・ガバナンスに関する特定の事項に関する議案である場合、のそれぞれにつき、ミューチュアル・ファンドによる議決権行使がISSによる助言に従わずに行われる割合に違いが生じているのかどうか、という点について分析を行った²⁴⁶。

その結果、次の事実が明らかとなった。

第一に、ミューチュアル・ファンドは株主全体と比べ、ISSの助言に従って議決権行使を行っていたという点である²⁴⁷。ミューチュアル・ファンドはISSの助言に従わずに自らの判断で議決権を行使する場合もあるが、その割合は株主全体での割合と比べて低いとの結果が表れた。

第二に、投資先企業の経営陣からの提案および株主提案の双方について、ミューチュアル・ファンドは投資先企業の経営陣の立場よりもISSの助言に従って議決権行使を行っていたという点である²⁴⁸。これにより、議案の提案者が誰であるかに関係なく、ミューチュアル・ファンドはISSの助言に従って議決権行使を行っていたことが確認された。

第三に、特定のコーポレート・ガバナンスに関する議案についても、取締役会議長と最高経営責任者の分離に関する議案を除き、投資先企業の経営陣による提案よりもISSの助言に従って議決権行使を行っていたという点である²⁴⁹。これにより、議案の内容にほぼ関係なく、ミューチュアル・ファンドはISSの助言に従って議決権行使を行っていたことが確認された。

以上からコッターらは、ISSによる助言とミューチュアル・ファンドによる議決権行使との間には強い相関関係があると結論付けてい

²⁴⁶ *Id.* at 1.

²⁴⁷ *Id.* at 28-30.

²⁴⁸ *Id.* at 30-36.

²⁴⁹ *Id.* at 36-46.

る²⁵⁰。ただし、両者の因果関係について、ミューチュアル・ファンドが単にISSの助言に従って議決権行使を行っているのか、それともISSの方がミューチュアル・ファンドの利益となるよう助言内容を合わせているのか、どちらの説明が正しいかについては、本研究からは結論付けることができず、更なる研究が必要であるとしている²⁵¹。

(4) デュアンとジャオによる実証研究²⁵²

デュアンとジャオは、ミューチュアル・ファンドによる投資先企業の経営陣の提案に対する反対の議決権行使と、投資先企業の株式売却による離脱との関係について実証研究を行った。ミューチュアル・ファンドによる投資先企業の株式売却は議決権行使と並んで投資先企業を監督するための重要な方策と位置付けられており、両者の関係についてそのメカニズムを明らかにすることはミューチュアル・ファンドの投資先企業への関与のあり方を考察する上で重要であると考えられるためである²⁵³。

本実証研究の遂行に際しては、ISSの議決権行使分析データベースを用いて、米国において規模が上位100位までのミューチュアルファンド・ファミリーの2003年7月から2012年6月までの、ISSによる議決権行使の助言が経営陣の提案への反対であった場合を投資先経営陣への反対提案 (oppose-management proposal) と定義し、この場合にファンドがISSの助言に従い投資先企業に対し反対の議決権行使を行うのか、経営陣の提案に賛成の議決権行使を行うのか、それと

²⁵⁰ *Id.* at 2, 55.

²⁵¹ *Id.* at 2, 56.

²⁵² Ying Duan & Yawen Jiao, *The Role of Mutual Funds in Corporate Governance: Evidence from Mutual Funds' Voting and Trading Behavior*, 51 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 489 (2016).

²⁵³ 機関投資家による議決権行使や対話を通じた投資先企業への関与と、株式売却を通じた投資先企業からの離脱という両手段の重要性については、江口高顯「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割—日本における新しい投資家像構築を目指して—」商事 2109 号 29～30 頁 (2016) を参照。

も投資先企業の株式を売却し当該企業から離脱するの²⁵⁴、どのような選択を行うかについて分析を行った²⁵⁵。

はじめに、先行研究に従いファンドの性格がどのように選択に影響を与えているかについて実証研究を行った。その結果、投資先企業の株式保有割合が高くなるにつれ、売却ではなく議決権行使を行うことが相対的に高くなるとの結果が得られた²⁵⁶。また、ポートフォリオ証券の入替率が高くなればなる程、経営陣への反対の議決権行使ではなく売却の選択が行われているとの結果が明らかとなった²⁵⁷。さらに、ミューチュアル・ファンドの内部者が投資先企業の株式を保有している場合、その割合が高くなればなる程、議決権行使ではなく売却の選択肢が採用されるとの結果が得られた²⁵⁸。

以上の結果については、①投資先企業の株式保有比率が高まれば、それにより投資先企業への関与による運用成果の向上が期待できること、②ポートフォリオ証券の入替率が高いファンドはファンドグループの最善の利益の実現のために、議決権行使を通じた投資先企業への関与が期待されていないこと、③ファンド内部者の投資先企業の株式保有比率が高まれば高まる程売却のメカニズムが強力になり、また議決権行使の結果が当該株式の株価に与える影響の不確実性が高まるため、議決権行使による潜在的な利益が減少することが原因であると理解されている²⁵⁹。

次に、投資先企業の性格がファンドの選択にどのような影響を与えるかについても先行研究に従い実証研究を行った。その結果、投資先企業の規模が小さくなればなる程、ミューチュアル・ファンド

²⁵⁴ 本実証研究においては、投資先企業の株式を一部売却する場合であっても、その保有株式の50パーセント超を売却する場合には、退出と扱っている。Duan & Jao, *supra* note 252, at 502.

²⁵⁵ *Id.* at 490, 494.

²⁵⁶ *Id.* at 492, 508-09.

²⁵⁷ *Id.* at 492, 509.

²⁵⁸ *Id.* at 492, 510.

²⁵⁹ *Id.* at 492, 510-11.

は議決権行使ではなく、売却の選択肢を採用していることが明らかとなった²⁶⁰。また、投資先企業の株式の流動性が高い程、ミューチュアル・ファンドは議決権行使ではなく売却を行っていることが明らかとなった²⁶¹。

これらの結果は、投資先企業の規模が小さくなればなる程、投資先企業の公開情報が少なくなる一方、私的な方法による情報入手をミューチュアル・ファンドはより低コストで行うことができるからであり、また高い流動性は投資先企業への関与よりも株式の売却を促すからであると理解されている²⁶²。

六. 結語

1. 各章のまとめ

以上のように、本稿では米国における投資会社によるアクティビズム促進のための投資会社法改革論の展開について検討してきた。第一章では本稿の目的について記述を行い、第二章以降では以下の点について検討を行った。

第二章においては、ミューチュアル・ファンドが投資先企業のガバナンス改革への関与に対して消極的であった要因を巡って展開された議論の内容について検討した。ミューチュアル・ファンドが投資先企業のガバナンス改革への関与に消極的である要因としては、①短期的な利益追求のためのポートフォリオ証券の頻繁な入れ替え、②投資先企業の内部情報へのアクセス確保、③年金基金その他の顧客との取引関係確保、④高額な費用負担の回避、⑤他の機関投資家へのフリーライド、⑥償還請求に応じるための流動性の確保、⑦厳格な成果報酬規制によるインセンティブの欠如など、様々な指摘がなされている。その中で、ローは投資会社法の各種行為規制がミュ

²⁶⁰ *Id.* at 492, 510.

²⁶¹ *Id.* at 492, 511.

²⁶² *Id.* at 495-96.

ーチュアル・ファンドによる投資先企業への関与を妨げていると主張した。このような主張に基づき、投資会社による投資先企業への関与を促進させるための投資会社法改革論が進展していくこととなった。

第三章においては、ギルソンとクラークマンによるMSIC導入構想の提唱から、連邦議会における審議を経て、SECが同制度を承認するに至るまでの経緯について検討した。ギルソンとクラークマンはクローズド・エンド型投資会社の新たな形態であるMSICを導入し、金融・経営支援を通じて投資先企業の運営に長期的観点から関与させることで、MSICの株主のみならず投資先企業の株主の利益をも増大させ、さらには米国企業全体のコーポレート・ガバナンス改革を促進させることができるとしている。ただし、MSICの導入を実現するためには投資会社法の各種行為規制が障害となっていることから、投資会社法改正を行う必要があるとされた。そこで、連邦議会においてはMSIC導入のための投資会社法改正について議論が行われたものの、SECコミッショナーおよび投資会社協会の代表者から強い反対意見が出され、結局のところ投資会社法改正による同制度の導入は実現されなかった。しかし、2000年8月にSECはXSource社による個別の投資会社法の適用除外の申請を認め、MSICを承認するに至った。

第四章においては、1996年投資会社法改正により適格購入者概念が導入され、その後ヘッジファンド・アクティビズムが進展していった経緯、さらには短期主義の弊害を巡る議論の状況について検討を行った。投資会社法の各種行為規制が投資会社による投資先企業への関与を阻害しているとの議論がなされる中で、適格購入者概念が導入され、投資会社法の適用除外の範囲が拡大された。その後、それらの適用除外規定に基づき組成されるヘッジファンドが急成長し、それらのファンドの中には投資先企業の経営改革に積極的に関

与するものが現れるようになった。ヘッジファンド・アクティビズムについては投資先企業のガバナンス改革を促進するものとして肯定的に評価する見解が存在する一方、短期主義の弊害をもたらした投資先企業およびその株主の長期的利益を犠牲にアクティビスト・ヘッジファンドが短期的な利益を実現するものであるとして批判的な見解も根強く唱えられている。短期主義の問題については、まさに現在進行形で米国において議論されており、そのような状況の中、ベブチャックらは実証研究を行いアクティビスト・ヘッジファンドの介入により対象企業に短期主義の弊害が生じているとの証拠は見出せなかったと結論付けている。

第五章においては、ミューチュアル・ファンドによるアクティビズムの進展に伴うパーミターによる制度改革論と、その後のSEC規則制定により投資会社の議決権行使に関する強制開示制度が導入されるに至った経緯について検討した。また、その後の投資会社業界により公表されたファンド取締役会による議決権行使の監督に関するガイドブックの内容、さらにミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する実証研究の成果について検討した。パーミターは、投資先企業に対し積極的に議決権行使を行うミューチュアル・ファンドが出現するようになったにもかかわらず、当時の投資会社法がミューチュアル・ファンドの議決権行使について全くと言って良い程、規定を設けていなかった点を問題とし、ミューチュアル・ファンドの議決権行使の基本方針および議決権行使の記録、その他ガバナンスに関する事項について強制開示制度を導入するよう制度改革論を展開した。このような主張をSECが受け入れる形で2003年に投資会社規則が制定され、登録管理型投資会社の議決権行使に関する強制開示制度が導入された。その後、ファンドの議決権行使を監督することはファンド取締役会の義務であるとの認識が共有され、ミューチュアル・ファンド業界はファンド取締役会に対し具体的な監督指針

を示すためにガイドブックを公表した。また、強制開示制度の導入により、ミューチュアル・ファンドの議決権行使の記録を容易に入手できるようになったため、ミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する実証研究が盛んに行われるようになった。

2. 投資会社のアクティビズムの文脈における投資会社法の行為規制の意義

本稿における検討結果からアクティビズムの文脈における投資会社法の行為規制の意義について言えることは、米国においてはアクティビズムに従事しようとする投資会社に対しても投資会社法の各種行為規制を適用し、投資家保護を図ろうとしているという点である。何人かの有力な制度改革論者が投資会社法の各種行為規制が投資会社によるアクティビズムを妨げているとし、投資会社法改正について提案を行ってきたにもかかわらず投資会社法の本体にはほとんど改正がなされず今日に至っているのは、投資会社法の行為規制を緩和することが1920年代から30年代にかけて生じた投資会社の濫用事例を再び生じさせることになるとの警戒感が歴史的経験を通じて共有されているからであると思われる。この点についてはベンチャーキャピタル規制の場面において、ベンチャーキャピタル業界がベンチャーキャピタルへの投資会社法の適用除外を長年にわたって主張してきたにもかかわらず、SECがそれを認めず今日に至っているのと同様であると思われる²⁶³。このように投資会社法の厳格な行為規制が適用される投資会社については、投資先企業の経営に直接関与する方法によるアクティビズムが大幅に制約される結果、投資先企業に対する議決権行使や日常的な対話を通じたガバナンス改革の

²⁶³ 拙稿・前掲注（2）「米国投資会社法によるベンチャーキャピタル規制の歴史的展開」313頁以下を参照。

促進等にアクティビズムの手段が限定されざるを得ない状況にあると思われる。

逆に、投資会社法の各種行為規制の存在が、投資会社法が適用除外されるヘッジファンドの隆盛を促し、ヘッジファンド・アクティビズムが進展していった要因になっていると思われる。アクティビスト・ヘッジファンドが対象企業に介入する際には投資会社法の各種行為規制が障害とならないことから、このような点が強調されることによりヘッジファンド・アクティビズムはさらに隆盛する可能性がある²⁶⁴。ただし、ヘッジファンドの規模の巨大化により、ヘッジファンドの運営に関与する少数の人間が投資先企業を支配することになるとの懸念が1930年代と同様に問題となる場合には、何らかの法的対応がなされる可能性がある。投資会社法14条(b)項は「委員会は、投資会社の規模が実質的にさらに増加することにより、投資者保護又は公益にかかわる問題を引き起こすと認める場合には、投資会社の規模が投資会社の投資方針及び証券市場、富と産業に対する支配の集中、並びに投資会社が利害関係を有する会社に及ぼす効果につき研究及び調査を行い、そして随時その研究及び調査の結果を議会に報告し、議会に対して勧告を行う権限を有するものとする。」と規定し、ファンドの規模の巨大化に伴う投資先企業の支配について歴史的な経緯を踏まえながら警戒感を示している²⁶⁵。この点について

²⁶⁴ ヘッジファンド・アクティビズムに用いられているファンド資産の規模は、ヘッジファンドが保有する全資産の約5パーセント程度とされており、今後その割合が増加すればヘッジファンド・アクティビズムはさらに隆盛を極めるものと予想することができる。Kahan & Rock, *supra* note 79, at 1046. 白井・前掲注(78) 36頁、42～43頁の脚注15

²⁶⁵ 投資会社法を制定する際の当初の法案においては、より直接的に投資会社の規模を制限する規定が設けられていた。すなわち当初の法案の14条(a)項においては、①分散型投資会社またはユニット投資信託の場合には、1億5000万ドル、証券取引会社または証券金融会社の場合には7500万ドル、額面証券会社の場合には2億ドルに達した場合、原則として、それらの投資会社が発行する証券をさらに投資家に売り付けることはできないとされていた。Investment Trusts and Investment Companies: Hearings on S. 3580 Before a Subcomm. of Sen. Comm on

ては、米国において短期主義の弊害とともに今後議論が進展していく可能性がある。他方、米国においては各企業の買収防衛策、支配株主の信認義務、さらには各州の反テークオーバー法が存在することから、ヘッジファンドによる対象会社の支配には多大なコストを要するため、会社支配の懸念は生じないとも考えられる²⁶⁶。これらの制度がアクティビスト・ヘッジファンドによる会社支配の抑制手段として有効に機能すると考えられる場合、そのことが米国資本市場法制・株式会社法制においてどのような意義を有するのかさらに検討を深めていく必要があるように思われる。米国投資会社法とヘッジファンド規制との関係については、今後の米国の法制度改革や判例の動向を注視しながら考察を続けていきたい。

3. 日本法への示唆および今後の研究課題

本稿における検討結果から、わが国の法制度に対する示唆は次の点にあると思われる。

第一に、わが国における投資信託・投資法人による投資先企業のコーポレート・ガバナンス改革への関与のあり方を考える上で重要な示唆を与えてくれると思われる点である。わが国においても機関投資家による議決権行使ガイドラインの作成・公表・議決権行使集計結果の公表について業界ルール等の整備が提言されており²⁶⁷、またスチュワードシップ・コードの制定により機関投資家と投資先企業の対話のあり方、さらには新たな機関投資家像についても議論がなされている²⁶⁸。

Banking and Currency, 76th Cong., 3d. Sess. at 10 (1940).

²⁶⁶ この点については、2016年10月9日の私法学会シンポジウムにおいて遠藤元一弁護士と白井正和准教授による質疑応答から示唆を得た。

²⁶⁷ 金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」14～17頁（平成21年6月17日）

（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf より入手可）

²⁶⁸ 江口・前掲注（253）24頁以下

わが国における投資信託の規模は米国におけるそれらと比較した場合、それ程大きいとは言えないかもしれない²⁶⁹。しかし、一般投資家の小口の資金を集合してプロのファンドマネージャーが運用することによる利益を一般投資家が享受する制度として極めて重要であり、同制度をさらに発展させるための制度論を展開していくべきであろう。そして、投資信託による議決権行使と投資先企業との対話が投資先企業のコーポレート・ガバナンスの向上にとって有効な手段であり、投資信託の受益者の利益にも資するものであるならば、それを促進するための制度改革を行っていくべきであろう²⁷⁰。ただし、米国においてミューチュアル・ファンドが投資先企業のガバナンス改革への関与に消極的であった要因についてはわが国の投資信託についてもほぼ同様に当てはまるものと思われ、これらの点に留意しながら投資信託による投資先企業への関与について論じる必要があると思われる。

そこでまずは、わが国のスチュワードシップ・コードの原則2が定める「機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである」との規定が着実に履行され、それにより投資先企業への関与を阻害する要因が明確化され除去されるよう促すべきであろう。このような投資先企業との利益相反要因が除去されることにより、

²⁶⁹ 2016年8月末におけるわが国の公募株式投資信託の純資産総額は76兆7428億円(5,838本)とされている。一般社団法人投資信託協会「数字で見る投資信託」2016年8月末(2016年9月13日)

(<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/figure/>より入手可)を参照。

²⁷⁰ 「資産運用等に関するワーキング・グループ報告書」10頁(2016年6月30日)(http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/TIFC_kondankai/shisan_houkokusho.pdfより入手可)は、「投資信託協会は、会員のスチュワードシップ・コードの遵守を促し、適切にエンゲージメント等の活動が行われるような取組みを検討する。」と記述しており、国内公募株式投資信託がスチュワードシップ・コードを遵守しながら投資先企業への関与を行うことを促す方向で制度改革を行うことを表明している。

わが国の投資信託による投資先企業への関与を促進させることができると思われるからである。

また、本稿の検討結果は、投資信託の議決権行使に関して、わが国においても同様に議決権行使の方針および手続、議決権行使の記録を強制開示させるべきか否かという点についても示唆を与えてくれると思われる。2009年の金融審議会金融分科会のスタディグループ報告書は、「我が国において同様のルールを図ることについては、発行会社や各種外部団体等から投資会社等に対して、議決権行使に関する圧力がかかるリスクが増大し、議決権行使の自由がかえって阻害されるおそれがある等の懸念が示されており、なお幅広い観点から検討される必要がある。」として、米国と同様の強制開示制度を導入することに慎重な立場を示していた²⁷¹。その後、スチュワードシップ・コードが制定され、その原則5では「機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な指針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。」と規定し、また同指針5-3では「機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。」「ただし、…自らのスチュワードシップ活動全体についてよりの確な理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられる。」と規定するに至っている。このようにわが国では強制開示までには至っていないものの、議決権行使結果の開示の要請は着実に高まっているものと思われる。投資信託が有するポートフォリオ証券の議決権は投信受益者にとって重要な財産であると言えることから、投資信託の運用者が投資家に対する受託者責任を十分に果たしているかどうかは明確になるよう、将来的には米国と同

²⁷¹ 金融審議会金融分科会・前掲注（267）16頁

様に、議決権行使の方針・手続および議決権行使の記録を投信法により完全に開示させる方向を目指すべきであると思われる。また投資信託による議決権行使を一般投資家を代表して監督する機関として、過半数の独立取締役からなる取締役会と同様の監督機関を設置する必要もあるように思われる²⁷²。これらの制度を導入するための議論を進展させるためには、米国におけるミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する実務の現場における対応および実証研究の成果等について、さらに研究を続けていく必要があるように思われる。

第二に、ヘッジファンド・アクティビズムを促進させるような法律制度改革をわが国においても行っていくべきかどうかという点についても一定の示唆を与えてくれるように思われる。この点については、短期主義の問題をどのように捉えるかが重要であり、わが国におけるヘッジファンド・アクティビズムの実情および法制度の整備状況やエンフォースメントの実効性等を踏まえてさらに議論を進展させていく必要があるように思われる。わが国の法制度のあり方についてはすでに幾つかの見解が示されており²⁷³、これらの見解はヘッジファンド・アクティビズムを促進させる法律制度改革に肯定的であると評価できるように思われる。そして、それらの見解は米国におけるベブチャックらの実証研究等に言及した上で、会社法や金商法の各規定がヘッジファンド・アクティビズムを阻害する要因になっていないかどうか検討すべきであると主張している。このように、わが国においても制度論を展開するにあたり国内外の実証研究の成果が重視されつつあるが、しかし実証研究の結論を直ちに制度論に結び付けるのは極めて危険であり、この点について十分に注意しつつ、他国の法制度の歴史的展開やそれらを支える思想的背景等も踏

²⁷² 投資信託の議決権行使の文脈ではないが、このような機関の設置を提唱する見解として、大崎貞和「投資信託のガバナンス」2015年12月11日日本経済新聞夕刊5頁を参照。

²⁷³ 田中・前掲注(100)24頁、白井・前掲注(78)40～41頁

まえた上で、慎重に法制度のあり方について議論を進めていく必要があると思われる²⁷⁴。

第三に、ギルソンとクラークマンが提唱したMSICの導入構想についても、わが国の投資信託・投資法人が投資先企業への関与を行うための一つの方法として参考になるものと思われる。ただし、同制度をわが国において導入すべきか否かを論じるためには、米国におけるその後の同制度の展開や、スウェーデンをはじめとする欧州各国におけるMSICの歴史的展開および同制度を支えるEUおよび各国の法制度について、比較法的観点からさらに研究を進めていく必要があるように思われる。

※本稿は、平成27年度科学研究費補助金（基盤研究（C））（課題番号：25380106）、平成26年度信託研究奨励金、日本取引所グループ受託研究費による研究成果の一部である。

また本稿は、日本証券業協会第6期客員研究員としての研究成果の一部である。

²⁷⁴ コリン・メイヤー（宮島英昭監訳、清水真人・川西卓弥訳）『ファーム・コミットメント—信頼できる株式会社をつくる』（NTT出版、2014）を刊行する際に、メイヤー教授から実証研究の結論を直ちに制度論に結び付けるのは極めて危険であるとの指摘を受けた。同書においてはヘッジファンド・アクティビズムについて実証研究の成果のみならず、法学、哲学、歴史学等の知見を用いて多方面から論じられている。