

2017年5月

「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」

第6期 客員研究員

徳島大学大学院総合科学研究部准教授

清水真人

要約

本稿の課題は、米国投資会社によるアクティビズム促進のために1990年代初頭から2000年代にかけて提唱された一連の投資会社法改革論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を行うことである。それにより、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（証券の発行対価規制、自己株式取得規制、種類株式規制、ガバナンス規制、自己取引規制、資本構成規制、配当規制、持合禁止規定、ストックオプション規制、組織再編規制等）の意義を明らかにするとともに、日本版スチュワードシップ・コードの下でわが国の投資信託・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。

米国では1990年代初頭から、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ことが問題とされ、その要因を巡って様々な議論が展開された。その中で、ローは投資会社法が制定された歴史的経緯および思想的背景にまで遡り、同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主張した。

このようにローによる問題提起がなされる中、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。MSICとはスウェーデンをはじめとする欧州各国で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、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で審議が行われたが、SEC コミッショナーおよび投資会社協会代表者から強い反対意見が出されたため、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 の導入が実現することとなった。

以上のように投資会社法の各種行為規制が問題とされる状況の下で、1996 年の投資会社法改正により適格購入者概念が新たに導入され、投資会社法の適用除外規定の範囲が拡大された。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株主還元や事業再編の実行を要求したり、委任状争奪戦を通じて自らの代表者を対象会社の取締役会に送り込み経営陣を交替させる等、その経営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・アクティビズムに対して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強く批判する見解も存在する。このように短期主義の弊害を巡って議論が錯綜する中、ベプチャック等は実証研究を行い、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証拠は得られなかったと結論付けた。

このようにヘッジファンド・アクティビズムが隆盛する中、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、投資先企業に対す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。しかし当時はミューチュアル・ファンドによるそれらの活動について投資会社法はほとんど規定を設けていなかった。そこ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べきであると主張した。このようなパーミターの制度改革論を受け、SEC は投資会社業界の反対意見も踏まえつつ 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。

以上のような経緯を経て、今日の米国では投資会社によるアクティビズムが進展しており、このような経緯の考察は、わが国の法制度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。

以 上

(掲載誌：清水真人「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」徳島大学社会科学研究所 30 号 (2016) 41～152 頁)

<http://www.lib.tokushima-u.ac.jp/repository/metadata/110003> より入手可。

- (注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用（転用・複製等）及び改変を行うことはできません。
- 2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。