

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 28 年 6 月 15 日現在

機関番号：16101

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380106

研究課題名(和文) 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

研究課題名(英文) The Study of the Regulatory Framework of Investment Company Act of 1940 and Its Significance in the U.S. Capital Market

研究代表者

清水 真人 (SHIMIZU, Masato)

徳島大学・大学院ソシオ・アーツ・アンド・サイエンス研究部・准教授

研究者番号：30434228

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,600,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では米国投資会社法の行為規制が米国資本市場法制において果たしている役割について検討した。3年間の研究期間においては、1940年当時に各種行為規制が導入されるに至った経緯を詳細に検討するとともに、投資会社の組織再編の場面における行為規制の役割、ベンチャーキャピタル規制の文脈における行為規制の意義、投資会社のアクティビズムとの関係における行為規制の意義について検討を行った。それにより、各種行為規制制定の背景をなす歴史的経緯を明らかにするとともに、それぞれの場面においてSECが投資家保護の要請を図りながら行為規制の適用除外を認めることで投資会社法を運用している実態に迫ることができた。

研究成果の概要(英文)：This study examined the regulatory framework of Investment Company Act of 1940 and its significance in the U.S. capital market. The Act has its unique regulatory provisions amending state's corporate law. These include the provisions regulating transactions of certain affiliated persons, capital structure, dividends, proxies; voting trusts; circular ownership, loans, distribution and repurchase of securities issued by closed-end companies, plans of reorganization. In this study, I examined the origin of these provisions at first in order to understand the historical reasons why these provisions were introduced in 1940. Next I focused on the functions of these provisions in specific scenes; reorganization of investment companies, regulating venture capital companies, and the activism of investment companies. I examined what problems arise when the 1940s act apply in these scenes and how the SEC cope with these problems by issuing rules, regulations and exemptive orders.

研究分野：資本市場法制

キーワード：米国投資会社法 組織再編 ベンチャーキャピタル規制 ファンド・アクティビズム 機関投資家の議決権行使

## 1. 研究開始当初の背景

本研究テーマについて研究作業に取り組みたいと考えるに至った経緯は次の通りである。

報告者は以前に、1940年米国投資会社法の全条文を翻訳したことがあり、その作業を遂行する際に、投資会社法の条文の中には緩い州会社法の規定を大幅に修正する形で、投資会社に対し厳格な行為規制を課す規定が存在していることを知った。そこで、これらの規定がどのような経緯を経て導入されたものであるのかを明らかにしたいと考えるようになった。

また、報告者はSECが1930年代後半に公表した『保護および組織再編委員会に関する報告書』について検討を行い、SECが当該報告書の中で事業再編の場面における州会社法の規定を当時の判例も含め詳細に検討した上で、州会社法は投資家保護の役割をほとんど果たしていないとして制度改革について勧告を行っている点を明らかにした。このような作業を進めていくうちに、1940年投資会社法の行為規制はSECが当時、州会社法に対して有していた問題意識に強く影響を受けて制定されるに至ったのではないかと の着想を得るに至った。

以上のような問題意識の下に本研究テーマに取り組みたいと考えるに至った。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、投資会社法の各種行為規制が米国資本市場法制においてどのような意義を有しているのかを明らかにすることである。それにより、米国投資会社法の行為規制の特徴およびその果たしている役割を明らかにすることともに、わが国の法制度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からである。

投資会社法の行為規制には、様々なものがあり、証券の発行対価規制、種類株式発行規制、自己株式取得規制、ガバナンス規制、自己取引規制、資本構成規制、利益配当規制、持合禁止規定、ストック・オプション規制、組織再編規制、ピラミディング禁止規定等が存在する。これらの行為規制について順次検討していくことが本研究の課題となる。

また、投資会社法が規定する投資会社の定義は広範なため、投資会社法が適用される場面はミューチュアルファンドを運用する場合のみならず、証券化のスキームやベンチャーキャピタルの運営、企業買収における株式の買増し等、様々な場面において問題となる。これらの場面において投資会社法の行為規制がどのように適用されるのか、また投資会社法が適用されることによりどのような問題が生じるのか、それらの問題に対処するためにSECがどのような条件の下に適用除外命令を発したり、投資会社法規則を制定し、投資会社法の適用除外を行っているかを検討することが本研究の課題となる。

以上の作業を地道に進めていくことが本研究では必要となるが、3年間の研究期間でそれらを全て行うことは不可能であった。そこで、3年間の研究期間では次のテーマに絞って検討を行った。

第一に、投資会社の組織再編の場面における投資会社法の行為規制の意義についてである。投資会社法には組織再編計画の公正性を確保するためにSECが組織再編計画の公正性について投資家の要求に応じて助言を行い、またSECによる組織再編計画の差止に関する規定が設けられている。さらに証券の発行対価規制や資本構成規制、自己取引規制も組織再編の場面において適用される。これらの規定を執行することにより組織再編計画の公正性が確保される一方、これらの規定を形式的に適用することにより組織再編の迅速性および柔軟性が阻害される可能性がある。そこで、SECが組織再編計画の公正性確保と組織再編の迅速性・柔軟性確保についてどのようにバランスをとっているのか制度の歴史的展開を追いながら考察を行った。

第二に、ベンチャーキャピタル規制の文脈における投資会社法の行為規制の意義についてである。ベンチャーキャピタルはミューチュアルファンドを代表とする一般的な投資会社とは異なり、ベンチャー企業の発行する流動性の低い株式を取得し、その経営にも積極的に関与するところに投資活動の特徴がある。このように両者の投資活動は大きく異なるところ、ベンチャーキャピタルに対し投資会社法の行為規制が適用されると、ベンチャーキャピタルの投資活動が阻害される危険性がある。そこで、ベンチャーキャピタル業界は1958年の中小企業投資法制定当時からベンチャーキャピタルに対する投資会社法の適用除外を主張してきた。しかし、SECは投資家保護の観点からベンチャーキャピタルに対しても投資会社法を適用すべきとの立場を維持してきた。そこで、ベンチャーキャピタルの投資活動を妨げることなく投資家保護を実現するために、投資会社法の行為規制をベンチャーキャピタルに対してどのように適用していくかが問題となり、この点に関してどのような歴史的経緯を経て今日の規制の枠組みが形成されていったのか考察を行った。

第三に、投資会社によるアクティビズとの関連における投資会社法の行為規制の意義についてである。1990年代前半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に関与することに消極的である理由について盛んに論じられ、その原因の一つとして投資会社法の行為規制が阻害要因となっていると主張されるようになった。このような主張を嚆矢として、投資会社の投資先企業への関与を促進するための制度改革論が主張されるようになった。これらの制度改革論がどのように展開されていったのか、

またそれらの改革論がどのような形で実現され投資会社の投資先企業への関与が促進されていったのか、その経緯を検討した。

### 3. 研究の方法

本研究の遂行に際しては、具体的に次のような作業を行った。

はじめに、1940年投資会社法の制定時に各種行為規制が導入された歴史的経緯を把握するために、立法資料の検討を行った。その中心的な資料であるSECの『投資信託および投資会社に関する研究調査報告書』においては、当時の投資信託・投資会社が緩い州会社法の下でどのような濫用事例を引き起こしていたのかが詳細に記述されており、SECが当時の法規制に対してどのような問題意識を有していたのかを把握することができた。また、連邦議会における公聴会資料を検討することにより、投資会社法の行為規制の導入を巡ってSECと投資会社業界との間にどのような議論がなされ、当初の法案がどのような形で修正され投資会社法の制定に至ったのかその経緯を確認することができた。さらには上院・下院の報告書についても検討を行った。これらの作業を行うことにより、投資会社法の行為規制が導入されるに至った歴史的経緯を具体的な濫用事例を踏まえながら詳細に検討することができた。

次に、2. で述べたそれぞれの場面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に、関連資料の検討を行った。

第一に、投資会社の組織再編の場面の検討にあたっては、投資会社法制定後のSECによる法執行に関する事例の検討および投資会社の組織再編に関する判例法理の展開について検討を行った。さらに、投資会社の組織再編に関するSEC規則の検討も行った。それにより、当初はSECが投資会社の組織再編に積極的に関与することで組織再編計画の公正性を確保しようとしていたが、独立取締役制度が確立し、過半数の独立取締役から成る取締役会がその監督機能を十分に発揮できると期待できる状況の下では、組織再編規制を緩和し、柔軟な組織再編を認めるようになっていった経緯を明らかにすることができた。

第二に、ベンチャーキャピタル規制の文脈における投資会社法の行為規制の検討にあたっては、まずは1958年中小企業投資法の制定により中小企業投資会社制度が導入された当時の立法資料の検討を行った。それにより1958年当時からベンチャーキャピタルに対して投資会社法の各種行為規制が適用されることによる問題についてベンチャーキャピタル業界とSECとの間において議論が行われていたことを明らかにすることができた。次に、1980年投資会社法改正により企業育成会社の特例が導入されるに至った経緯について立法資料を中心に検討を行った。それにより、当初は投資会社法の中にベンチ

ャーキャピタル会社という概念を設け、これに該当する場合は一律に投資会社法を適用除外しようとベンチャーキャピタル業界は考えていたのに対し、SECは、投資会社法の行為規制を適用除外とした場合は投資会社法制定当時問題となった濫用事例がベンチャーキャピタル業界にも発生する危険性があるとして、投資会社法の一律な適用除外に反対していた点を明らかにすることができた。さらに、1996年投資会社法改正による適格購入者制度の導入による適用除外規定の範囲拡大およびベンチャーキャピタル規制の州法への委任規定の導入について立法資料を中心に検討を行った。それにより、ベンチャーキャピタルに対する投資会社法の適用除外の範囲が拡大されていく過程を明らかにすることができた。

第三に、投資会社によるアクティビズムとの関連における投資会社法の行為規制の意義については、1990年代前半から順に制度改革論について議会資料およびローレビューの論稿を中心に検討を行った。

まずは、1990年代初頭において機関投資家による投資先企業のガバナンス改革への関与について論じられた背景について検討し、ローが当時の論文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ついて消極的である理由として投資会社法の行為規制を挙げている点を明らかにした。

次に、投資先企業のガバナンス改革へ積極的に関与する投資会社の形態として、ギルソンおよびクラークマンが提唱したManagerial Strategic Investment Company制度(MSIC)の導入構想について検討を行った。同構想については連邦議会において制度導入の是非について議論が行われ、クラークマンやスウェーデンのMSIC運営に関与する実務家はその有用性について主張する一方、SECおよび投資会社協会は同制度の導入に反対していることを明らかにすることができた。しかし最終的には、SECが個別の適用除外命令によりMSICを承認するに至り、その個別事例についても検討することができた。

その次に、1996年の投資会社法改正により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結果、ヘッジファンドがこれらの規定を用いて組成されるようになり、ヘッジファンド・アクティビズムが盛んに行われるようになっていった経緯について検討した。ヘッジファンド・アクティビズムを巡っては短期主義的な会社経営をもたらしているとの主張がなされる一方、ベプチャック等による実証研究においては短期主義をもたらしているとの証拠は見当たらないと主張されている。これらの点について、最新の实証研究の成果も踏まえて検討することができた。

さらに、投資会社による議決権行使に関するパルミタによる制度改革論およびSEC規則

制定による投資会社の議決権行使の方針および議決権行使結果の開示規制が導入された経緯について検討を行った。さらには議決権行使結果の開示が法定されたことより、投資会社の議決権行使に関する実証研究が行われるようになり、それらの実証研究についても検討を行った。それにより、投資会社による投資先企業に対する議決権行使の実態について確認することができた。

#### 4. 研究成果

本研究から得られた成果として、わが国の法制度への示唆としては次の点を挙げることができるように思われる。

第一に、投資会社法の各種行為規制が導入されるに至った歴史的背景には、緩い州会社法に対するSECおよび当時の主要論者の問題意識が大きく反映されているという点である。1940年当時に当時の州会社法を大幅に修正する形で厳格な行為規制が導入されたのは、当時の主要論者により州会社法の各規定について批判的検討が行われ、その成果についてSECが研究調査報告書の中で適宜参照しつつ、制度改革について勧告を行い、さらに投資会社法法案の作成へと繋がっていったからであると思われる。このような投資会社法の行為規制の歴史的経緯については、米国資本市場法制の基礎をなしていると思われ、比較法的観点から米国法制を検討するにあたってはこのような歴史的経緯を十分に踏まえる必要があるように思われる。

第二に、SECが投資会社法の行為規制の適用除外を行う際の手法についても、わが国の法制度のあり方を考える上で参考になる部分が多いように思われる。SECは投資会社からの個別の申立てに応じる形で適用除外命令を発しているが、その際には無条件で投資会社法を適用除外するのではなく、多くの条件を遵守されることと引き換えに、行為規制を適用除外している。それにより、投資家保護と投資会社による活動の促進の間における微妙なバランスを図っているように思われる。また、SECは規則制定により一律に投資会社法を適用除外することもできるが、その際には投資会社のガバナンスの充実度に応じて適用除外の範囲を拡大するなど、投資家保護とのバランスを上手く図っている。このような手法をわが国の規制機関が採用することができるかどうかについても検討に値するように思われる。

第三に、投資会社法の行為規制に関する実証研究の成果も、わが国における実証研究の成果の立法作業への活用の在り方を考える上で参考になると思われる。米国において実証研究の成果がどのように規制機関によって評価され、立法に取り入れられているかを考察することは、わが国において実証研究の成果を法規範として取り入れていく際に十分検討しなければならないと思われる。

最後に、3年間の研究期間で公表できな

った研究成果についても、今後順次公表していきたいと考えている。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計4件)

清水真人「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」上村達男ほか編『企業法の現代的課題』正井章彦先生古稀祝賀論文集 313頁～332頁(2015)査読なし

清水真人「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」柴田潤子ほか編『企業と法の現代的課題』市川兼三先生古稀祝賀論文集 279頁～305頁(2014)査読なし

清水真人(訳)「世界的視点から眺めた信託の将来」徳島大学社会科学研究所 27号 77頁～174頁(2013)査読なし

<http://www.lib.tokushima-u.ac.jp/repository/metadata/106404>

清水真人(訳)「カナダにおける信託の利用」徳島大学地域科学研究 3巻 32頁～66頁(2013)査読なし

<http://www.lib.tokushima-u.ac.jp/repository/metadata/106413>

#### 6. 研究組織

##### (1) 研究代表者

清水 真人(SHIMIZU Masato)

徳島大学・大学院ソシオ・アーツ・アンド・サイエンス研究部・准教授

研究者番号：30434228