

平成21年6月10日現在

研究種目：若手研究（B）  
研究期間：2007～2008  
課題番号：19730063  
研究課題名（和文） コーポレートガバナンスと M&A 取引における投資ファンドの役割  
研究課題名（英文） The Role of Investment Funds in Corporate Governance and M&A Transactions  
研究代表者  
玉井 利幸（TAMAI TOSHIYUKI）  
小樽商科大学・商学部・准教授  
研究者番号：90377052

## 研究成果の概要：

アクティビストと呼ばれるファンドの活動は、ファンドがコーポレート・ガバナンスや M&A 取引にポジティブな影響とネガティブな影響をもたらさう。ネガティブな影響を緩和ないし除去するために、会社に対する株主の信託義務のような新たな法理を導入すべきとする提言もなされているが、そのような方法ではファンド積極主義のポジティブな側面を減殺するおそれがあるので、既存の法理の活用で対処すべきである。

## 交付額

(金額単位：円)

|        | 直接経費      | 間接経費    | 合計        |
|--------|-----------|---------|-----------|
| 2007年度 | 1,900,000 | 0       | 1,900,000 |
| 2008年度 | 1,400,000 | 420,000 | 1,820,000 |
| 年度     |           |         |           |
| 年度     |           |         |           |
| 年度     |           |         |           |
| 総計     | 3,300,000 | 420,000 | 3,720,000 |

## 研究分野：

科研費の分科・細目：法学／民事法学

キーワード：コーポレート・ガバナンス、投資ファンド、アクティビスト、M&amp;A

## 1. 研究開始当初の背景

投資ファンド、特にヘッジファンドはコーポレート・ガバナンスやM&A取引で重要な役割を担うようになった。ファンドの積極的な活動は、経営者の交代を実現したり、ビジネスプランを変更させたり、企業買収の成否を決定するなど、企業に大きな影響を与えるようになった。アメリカでは、コーポレートロイヤールの重点は、敵対的買収に対する防衛から、ヘッジファンドなどのアクティビストファンドへの対応へ移ってきた。日本においても、アメリカと同様に、コーポレート・ガバナンスやM&A取引においてヘッジファンドなど国内外の投資ファンドが積極的な活動を見せるようになっていた。

このようなファンドの積極主義には、メリットとデメリットがある。ファンドの積極主義はファンド以外の一般株主の利益に適う場合もある。例えば、ファンドが会社経営者を積極的に監視し、業績不振の会社の経営者の交代を求める場合もある。

逆に、他の一般株主や会社の利益を害して、ファンド自体の利益増大が図られる可能性もある。例えば、ファンドが会社に短期的な利益追求を強く求めることにより、会社の長期的な利益を損なうかもしれない。合併それ自体のメリットに応じて合併の賛否を判断するのではなく、ファンド独自の利益を増大させるように議決権を行使するかもしれない。ショートセール(空売り)、貸株やデリバティブを戦略的に用いれば、株式の議決権と共益権を分離することができる。そうすることにより経済的な損失を負担することなく議決権を行使することができるので、ファンドはその有する議決権を、会社利益の最大化のために行使するのではなく、会社や他の株主の利益を犠牲にして自己利益を実現するために行使するかもしれない。

会社法制定により、株式制度や合併法制が柔軟化し、会社の株主としてファンドの用いることのできる法的手段も多様化したため、ファンドの積極主義が助長されている。我が国でも、ファンド積極主義のネガティブな影響を除去ないし抑制する方法を考える必要に迫られていた。

## 2. 研究の目的

ファンド積極主義にはメリットとデメリットがある。本研究の最終的な目的は、ファンド積極主義がコーポレート・ガバナンスやM&A取引にもたらすメリットを維持しつつ、デメリットを抑制しようとする望ましい法規制を提言することにあつた。

その提言を導く前提として、アクティビストファンドの行動や用いる戦略についての理論的な分析を行う必要がある。我が国にも、投資ファンドについて書かれた文献は多くあつた。しかし、その多くは実務的な要求に応えることを第一の目的としていた。すなわち、ファンド構築のために用いる法律(匿名組合、LLPなど)、ファンドやその投資家に関する会計的取扱い、税務上の問題点などを解説しているものが多かつた。しかし、投資ファンドのインセンティブ構造や行動メカニズム、ファンドの用いる様々な戦略、ファンド積極主義がコーポレート・ガバナンスやM&A取引に与える影響を学術的な観点から理論的に分析した研究は多くなかつた。

本研究は、このような理論的な欠落部分を埋めるとともに、それを踏まえて、ファンドの積極主義のネガティブな側面を除去ないし緩和するための方策を提言することを目的とした。

### 3. 研究の方法

アメリカ法を参照しながら、比較法的手法を用いて研究を行った。比較の対象としてアメリカを選んだのは、アメリカにおいてヘッジファンドなどアクティビストファンドが積極的な活動を行っており、会社や一般株主の利益を損なっていると思われる事例も無受けられたことや、そのようなネガティブな影響に対処するために、ファンドの積極主義に関する理論的・実務的な研究の蓄積が進んでいたからである。

### 4. 研究成果

本研究は、ファンドの積極主義がコーポレート・ガバナンスや M&A 取引に与えるネガティブな影響を除去ないし緩和するための方策を、アメリカ法を参照しながら、提言することを目的とした。

アメリカ会社法から示唆を得るための前提として、まず、日米の会社法の比較を行った。アメリカと日本では、会社法の重要なルールに大きな違いがあるので、理論的に普遍性をもつ部分を明らかにする必要があるからである。

アメリカ会社法は、司法依存モデルというべき特徴があり、信認義務（エクイティ）に基づき柔軟な法創造・事後的救済が可能となっている。日本の会社法は行政主導モデルというべき積極的で詳細な成文化に特徴があるが、事後的救済を図る場面においては、アメリカ会社法と機能的な類似性が認められるため、アメリカ法のポリシーを日本で実現するのはそれほど困難ではないと思われる。

ファンドの利益と一般株主・会社の利益は必ずしも一致しないので、ファンドの活動のネガティブな影響を緩和ないし除去するた

めに、会社や一般株主の保護が必要になりうる。この問題に対処するために会社に対する株主の信認義務のような新たな法理を導入すべきとする提言もなされているが、支配株主の信認義務のような既存の法理の活用で対処すべきである。アメリカ会社法では大株主に信認義務を負わせることによって会社や少数株主の保護を図っている。事後的な救済の場面においてはアメリカと日本の会社法に機能的な類似性が認められるので、日本においても、アメリカと同様に、大株主の義務を設定し責任を課すべきである。

### 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）

- ① 玉井利幸、デラウェア会社法におけるエクイティの役割、査読なし、商学討究 59 巻1号、2008年、95-114頁
- ② 玉井利幸、会社法立法の日米比較(3・完) —行政主導モデルと司法依存モデル—、査読なし、商学討究 58 巻4号、2008年、139-176頁
- ③ 玉井利幸、会社法立法の日米比較(2) —行政主導モデルと司法依存モデル—、査読なし、商学討究 58 巻2・3 合併号、2007年、161-182頁
- ④ 玉井利幸、会社法立法の日米比較(1) —行政主導モデルと司法依存モデル—、査読なし、商学討究 58 巻1号、2007年、59-89頁

[学会発表] (計 1 件)

玉井利幸、M&A 取引と取引保護条項、日本私法学会 (第 72 回大会)、2008 年 10 月 12 日、名古屋大学

[図書] (計 2 件)

- ① 玉井利幸、中央経済社、会社法の規制緩和における司法の役割、2009 年、総ページ 342 ページ
- ② 玉井利幸、中央経済社、少数株主に対する支配株主と取締役の義務と責任 —少数株主の締出を中心に— (布井千博・野田博・酒井太郎・川口幸美編著・川村正幸先生退職記念論文集『会社法・金融法の新展開』所収)、2009 年、297-325 頁

## 6. 研究組織

### (1)研究代表者

玉井 利幸 (TAMAI TOSHIYUKI)

小樽商科大学・商学部・准教授

研究者番号：90377052

### (2)研究分担者

( )

研究者番号：

### (3)連携研究者

( )

研究者番号：