

---

---

論 説

---

---

# 議決権行使助言会社に対する 規制とその在り方

佐 藤 勤

- 一 問題の所在
  - 1 機関投資家の役割の増大
  - 2 議決権行使助言会社の影響の増大
  - 3 議決権行使助言会社の利益相反
- 二 投資信託運用者の議決権行使義務
  - 1 投資顧問会社の議決権行使義務
  - 2 議決権行使規制改革
- 三 年金資産運用者の議決権行使義務
  - 1 年金制度の法の枠組み
  - 2 年金制度の運営者の義務
  - 3 受認者の議決権行使義務
    - (1) 投資マネージャー
    - (2) 議決権行使義務者およびその者の義務
    - (3) 受認者の議決権行使方針の作成および遵守義務
- 四 我が国における議決権行使規制
  - 1 議決権行使に関する規制の現状
    - (1) 投資顧問会社および投資信託委託会社に対する規制
    - (2) 信託銀行に対する規制
    - (3) 利益相反管理体制の公表制度
  - 2 現行規制の問題点
- 五 議決権行使助言会社に対する規制の在り方
  - 1 議決権行使助言会社に対する規制の視点
  - 2 信用格付機関規制
    - (1) NRSROs 制度
    - (2) NRSROs 制度の問題点

## 一 問題の所在

### 1 機関投資家の役割の増大

近年、株式市場における機関投資家の役割が増大している。例えば、アメリカでは、2012年6月時点において、機関投資家（含む外国法人）<sup>1)</sup>が、アメリカの公開会社の株式を時価総額約14兆8千億ドル、発行済株式総数の約61%を保有している<sup>2)</sup>。このうち投資信託が時価総額約5兆8千億ドル、発行済株式総数の約23%、年金<sup>3)</sup>が時価総額約4兆1千億ドル、発行済株式総数の約17%を保有している<sup>4)</sup>。

さらにいえば、これらの機関投資家の投資を通じ、多くの個人投資家が、退職後の生活資金、子供の教育資金、その他必要となる資金を蓄えるため、株式を保有しているといえる。

このように株式は、直接、間接に、アメリカの個人の金融資産に大きな比率を占めており、投資信託の受益者（投資家）、ならびに年金制度の加入者および受給者は、自己の財産価値に重大なインパクトを与える株式発行会社の経営に関し、投資信託の運用者（投資顧問会社）や年金の制度運営者がどのように関与しているかについて、重大な関心をもっている。

我が国でも、2011年度末には、機関投資家<sup>5)</sup>が、国内証券取引所の上場企業の株式を時価総額約129兆円、発行済株式総数の約42%を保有し、このうち投資信託が時価総額約14兆円、発行済株式総数の約4.5%、年金（信託）<sup>6)</sup>が時価総額約9兆円、発行済株式総数の約3.0%の株式を保有している。また、日本投資顧問業協会の調査によれば、投資顧問会社は、運用資産として、時価総額約22兆円の株式を保有している<sup>7)</sup>。

## 2 議決権行使助言会社の影響の増大

アメリカにおいては、中小をはじめとした多くの機関投資家は、投資顧問会社に対し、運用とともに、議決権行使も委託している。投資顧問会社や年金運用者は、法律によって議決権行使が義務付けられており、投資信託や年金を含め、機関投資家の保有する公開会社の株式の議決権は、ほぼ 100% 行使されていると見てよい。

また、運用を委託された投資顧問会社や年金運用者は、議案の分析や賛否の方針などについて、議決権行使助言会社 (Proxy Advisory Firm) の力を借りている。これは、法によって議決権行使義務を負った投資顧問会社などが、議決権行使コストの削減や、顧客との利益相反を含めた<sup>8)</sup>、リスクの軽減を図れることが一因となっている<sup>9)</sup>。そのため、過去 25 年の間に、議決権行使助言会社の企業に対する影響力が増大しているとの指摘がある<sup>10)</sup>。

特に議決権行使助言会社の影響が増大したのは、2003 年のニューヨーク証券取引所規則 452 (New York Stock Exchange Rule 452) の改正後である。アメリカの株式取引では、証券取引の清算および決済の容易化のため、株式の券面が不動化 (Immobilization) され、現在では、公開会社のほとんどの株式は、預託信託公社 (Depository Trust Company) (以下「DTC」という) 等の保管機関で保管されている。すなわち、株主は、保管機関に保管口座を有する金融機関を通じて、株式を保有している。したがって、株式の発行会社の株主名簿に記載されている名義の多くは、この保管機関 (ストリート・ネーム [Street Name]<sup>11)</sup>) となっている<sup>12)</sup>。

このような株式所有形態を取っていることから、個人株主を中心に議決権行使が行われなくなり、株主総会の定足数を満たさないおそれが生じたため<sup>13)</sup>、ニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange) は、株式の名義人である証券業者が実質的所有者 (Beneficial Owner) の指図に従い議決権行使することを原則としつつも、その指図がない場合 (主として個人投資家)、証券

業者の裁量によって、議決権行使することを認めていた。ところが、コーポレート・ガバナンスの強化を目的とした改革の一環として、2003年の改正により、実質的所有者が議決権行使の指図をしない場合においても、委任状争奪が行われている議案、企業再編に関する議案など、重要な議案<sup>14)</sup>については、証券業者の裁量で議決権行使できないことになった<sup>15)</sup>。このため、個人投資家の影響力が大きく減少する一方<sup>16)</sup>、機関投資家から議決権行使の助言等の委託を受けた議決権行使助言会社の影響力が増大していった。

2010年のビジネス・ラウンドテーブル (Business Roundtable)<sup>17)</sup>の意見書によれば、ビジネス・ラウンドテーブルの多くのメンバー会社において、議決権行使助言会社が議決権の20%から35%に関与していると指摘している<sup>18)</sup>。

我が国における議決権行使状況は、2012年6月総会を例に取れば、議決権行使率(前日集計分)の全体の平均値は6割弱であったが、信託銀行名義(投資信託や年金信託など)に限れば、9割以上である<sup>19)</sup>。また、2012年5月・6月に開催された株主総会での議決権行使について行われた投資信託協会および日本投資顧問業協会のアンケート調査によれば、株式を運用している投資信託委託会社(62社)の23%が「議決権行使助言会社の助言を基に担当者が判断」し<sup>20)</sup>、株式を運用している投資顧問会社(69社)の62%(43社)が「助言機関を活用した」と回答している<sup>21)</sup>。これらのデータから、我が国においても、議決権行使助言会社の影響力が増大しているといえよう<sup>22)</sup>。

### 3 議決権行使助言会社の利益相反

議決権行使助言会社には明確な定義がなく、一般的には、報酬を得て、顧客のために、株主総会議案の調査および推奨、または議決権行使の代行を行う会社を指すといわれている<sup>23)</sup>。

アメリカにおいては、報酬を得て、証券の価値を助言する者は、投資顧問(Investment Adviser)として、1940年投資顧問法(Investment Advisers Act of 1940)の規制を受け<sup>24)</sup>、また議決権行使の勧誘を行う者は、1934年証券取引所法

(Securities Exchange Act of 1934) の規制を受けるが<sup>25)</sup>、投資の一環として議決権行使の助言を行う者を直接規制する法律は現在存在しない。議決権行使助言会社の提供する業務が、「報酬を得て、証券の価値に関する助言」する業務と認定されるのであれば、投資顧問として、1940年投資顧問法の規制の対象となる<sup>26)</sup>。

アメリカには、Institutional Shareholder Services Inc. (以下「ISS」という)<sup>27)</sup>、Glass Lewis & Co., Egan-Jones Proxy Services, Marco Consulting Group, CtW Investment Group の五つの議決権行使助言会社が存在するといわれている。ISS は、最大の議決権行使助言会社であり、1,700以上の顧客を有する。このうち、ISS と Marco Consulting Group は、1940年投資顧問法のもと、投資顧問の登録を受けている<sup>28)</sup>。

2007年6月、連邦政府監査院 (U.S. Government Accountability Office) (以下「GAO」という) は、その報告書で、議決権行使助言会社に存在する利益相反を指摘して、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) (以下「SEC」という) に対し、議決権行使助言会社を監督すべきことを提言した<sup>29)</sup>。

この報告書で指摘されている利益相反は、次の四つである<sup>30)</sup>。

- (i) 一部の議決権行使助言会社のビジネスモデル<sup>31)</sup>は、コーポレート・ガバナンスに関するコンサルティングサービスを含んでおり<sup>32)</sup>、企業が好ましい議決権行使の推奨を受けるためには、このコンサルティングを受けなければならないと感じる問題が存在すること。
- (ii) 議決権行使助言会社の役員が、議決権行使に関して推奨している議案の提出会社の株式を所有していたり、提出会社の役員に役務の提供を行っていること。
- (iii) ある機関投資家が株主提案を行った場合において、議決権行使助言会社は、その機関投資家との取引関係を維持するため、他の機関投資家に対して、その株主提案について「賛」という推奨をする可能性があること。
- (iv) 多様な金融サービスを提供する会社によって支配されている議決権

行使助言会社がいくつか存在すること。

また、2010年のSECの報告書は、利益相反の問題に加えて、適確な監視手段をもたず、かつ発行者と経済的利害関係のない議決権行使助言会社が株主総会において多大な影響力をもつことから生じる、議決権行使に関する助言・推奨の透明性の欠如を指摘している<sup>33) 34)</sup>。

以上のように株式市場に対する影響力の増大した議決権行使助言会社の規制について、我が国ではあまり議論が行われていない<sup>35)</sup>。そこで、本稿は、GAOの指摘を踏まえ、規制先進国であるアメリカの規制を検討し、我が国の議決権行使助言会社規制の在り方を検討する。

そこで、本稿では、まず主要な機関投資家である投資信託および年金の議決権行使に関する規制を概観する。次に、議決権行使助言会社規制のモデルとなる信用格付機関の規制について検討を加える。最後に、これらの検討を踏まえ、我が国の議決権行使助言会社規制の在り方を考察する。

#### 注

- 1) ここでの機関投資家とは、外国法人等 (Rest of World)、損害保険会社 (Property-Casualty Insurance Companies)、生命保険会社 (Life Insurance Companies)、企業年金 (Private Pension Funds)、州・地方政府職員退職年金制度 (State and Local Govt. Retirement Funds)、オープン・エンド型投資信託 (Mutual Funds)、クローズド・エンド型 (Closed-end Funds)、ETF投資信託 (Exchange-traded Funds)、証券会社 (Brokers and Dealers)、非仲介型金融機関 (Funding Corporations) をいう。
- 2) Board of Governor of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States: Flows and Outstandings, Second Quarter 2012, at 101 [hereinafter Flows & Outstandings].
- 3) ここでは、企業年金、州・地方政府職員退職年金制度が直接保有する株式のみを含む。
- 4) Flows & Outstandings, *supra* note 2, at 101.
- 5) ここでの機関投資家は、投資信託、年金信託、生命保険会社、損害保険会社、証券会社および外国法人等をいう。
- 6) ここでは、年金信託を通じ、信託銀行が直接保有する株式のみを含む。
- 7) 日本投資顧問業協会 (<http://www.jiaa.or.jp/toukei/index.html>).

- 8) SEC, Concept Release on the U.S. Proxy System, SEC Release No.34-62495, at 106 (July 14, 2010) [hereinafter Concept Release].
- 9) Jay W. Eisenhofer and Michael J. Barry, Shareholder Activism Handbook § 4.05 [A] (2006 & 2007, 2008 Supplement).
- 10) SEC, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Approving Proposed Rule Change, as modified by Amendment No.4, to Amend NYSE Rule 452 and Corresponding Listed Company Manual Section 402.08 to Eliminate Broker Discretionary Voting for the Election of Directors, Except for Companies Registered under the Investment Company Act of 1940, and to Codify Two Previously Published Interpretations that Do Not Permit Broker Discretionary Voting for Material Amendments to Investment Advisory Contracts with an Investment Company, SEC Release No.34-60215, at 26 (July 1, 2009).
- 11) DTC は、Cede & Co. という名称 (ストリート・ネーム) を使用して、株主名簿に登録している。
- 12) 1997 年当時、ニューヨーク証券取引所に上場している株式のおおよそ 70% から 80% は、ストリート・ネームで保有されていた (Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange, Inc.; Order Granting Approval to Proposed Rule Change and Notice of Filing and Order Granting Accelerated Approval to Amendment No.1 to Proposed Rule Change Relating to a One-Year Pilot Program for Transmission of Proxy and Other Shareholder Communication, SEC Release No.34-38406 [62 Fed. Reg. 13,922, 13,923] (Mar. 14, 1997))。
- 13) Self-Regulatory Organizations; NYSE Amex LLC; Notice of Filing and Immediate Effectiveness of Proposed Rule Change Amending Rule 452-NYSE Amex Equities and Section 723 of the NYSE Amex Company Guide Regarding Broker Discretionary Voting for Election of Directors and on Material Amendments to Investment Advisory Contracts, SEC Release No.34-61292 [75 Fed. Reg. 1,664, 1,665] (Jan. 12, 2010).
- 14) 規則は、18 の議案を例として挙げていた (NYSE Rule 452.11)。
- 15) さらに、2009 年改正 (2010 年 1 月 1 日施行) により、取締役の選任議案 (19 番目の例) についても、証券業者の裁量によって議決権行使することが禁止された (SEC Release No.34-61292, *supra* note 13)。

なお、規則 452 の沿革については、Report and Recommendations of the Proxy Working Group to the New York Stock Exchange, at 7 (June 5, 2006)。

- 16) それまで、アメリカの議決権行使の約 19% が、証券業者の裁量によって行使されていたといわれている (Stephen Choi, Jill Fisch, and Marcel Kahan, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, 59 Emory L.J., 869, 874 (2010))。

- 17) アメリカ大手企業の CEO（最高経営責任者）が参加する経済団体で、1972年に設立された。
- 18) Letter from Alexander M. Culter, Chairman and Chief Executive Offer of Eaton Corporation Chair, Corporate Leader Initiative, Business Roundtable, to Ms. Elizabeth M. Murphy, Secretary, SEC (Oct. 20, 2010).
- 19) 依馬直義「機関投資家による議決権行使の状況——2012年株主総会の検証——」商事 1984号 44頁（2012年）。
- 20) 投資信託協会「投資信託委託会社における議決権行使アンケート調査結果（2012年9月）」12頁。
- 21) 日本投資顧問業協会「投資一任に係る議決権等行使指図の状況について（2012年9月27日）」。
- 22) 日本投資顧問業協会・前掲注 21)によれば、議決権行使助言会社の活用は、前年に比して、3社増加している。
- 23) Gov't Accountability Office, GAO-07-76, Report to Congressional Requesters: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, at 1 (June 2007) [hereinafter GAO Report]; Concept Release, *supra* note 8, at 107.
- 24) 15 U.S.C. § 80b-3.
- 25) *Id.* § 78n.
- 26) 1940年投資顧問法は、投資顧問を、「報酬を得て、証券の価値に関して、または証券に対する投資、購入、もしくは売却の可否に関して、直接的または出版物もしくは文書を通じて、他人に助言することを業とする者、または報酬を得て、定常業務の一部として証券に関する分析または報告を発行もしくは公表する者」と定義している（15 U.S.C. § 80b-2(a)(11)）。
- 27) ISSは、モルガン・スタンレー・グループのモルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル（MSCI Inc.）の子会社である。
- 28) なお、総額 200 百万ドル以上の資産を有する年金基金に対してのみ投資助言を行う投資顧問会社は、1940年投資顧問法の登録義務を負わない（17 C.F.R. 275.203A-2(a)）。
- 29) GAO Report, *supra* note 23, at 11–12.
- 30) *Id.* at 9–12.
- 31) 議決権行使助言会社のビジネスモデルについては、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」一法 11 卷 2 号 443 頁（2012 年）。
- 32) アメリカの機関投資家は、議案の分析・推奨以外に、(i) 議決権行使に関する指針の作成支援、(ii) 議決権行使手続、(iii) 議決権行使事務管理・記録の保管、および (iv) コーポレートガバナンスに関する調査などの業務を委託していた（Concept Release, *supra* note 8, at 106）。



- 33) *Id.* at 114, 118.
- 34) これら以外に、議決権行使助言会社については、(i) 事実上競争が制限された状況であり、利用料金が下がらず、個人投資家が利用できないこと、(ii) 事実上独占状態にあるため、ISSの権限が大きくなりすぎること、(iii) ISSの意見が本当に中立的なのかについて疑問があること、などの問題が指摘されている (Stephen J. Choi & Jill E. Fisch, *How to Fix Wall Street: A voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries*, 113 *Yale L.J.* 269, 296–98 (2003))。
- 35) 我が国における研究として、高橋・前掲注 31) 441 頁がある。

## 二 投資信託運用者の議決権行使義務

### 1 投資顧問会社の議決権行使義務

2002 年末時点において、投資信託は、時価総額約 2 兆 3 千億ドル<sup>36)</sup>、発行済株式総数の約 19% の株式を運用していた。これらの多くにおいて、投資会社 (Investment Company)<sup>37)</sup>から運用の委託を受けた投資顧問会社が、運用とともに、この巨大な議決権を行使することによって、株主総会に多大な影響を与え、コーポレート・ガバナンスの促進にも影響を及ぼしていた。すなわち、投資顧問会社は、投資家の保有する株式の将来価値に重大な関心をもつとともに、企業の将来に重大な影響を与えていると考えられる。

しかしながら、2003 年当時、連邦の証券規制では、投資顧問会社が顧客のために議決権をどのように行使するかについて、何ら規制を行っていなかった。1940 年投資顧問法は、投資顧問会社を、顧客に提供するすべてのサービスについて、注意義務 (Duty of Care) および忠実義務 (Duty of Loyalty) を負う受託者 (Fiduciary) であるとし<sup>38)</sup>、その注意義務には、投資している会社をモニタリングする義務、および議決権を行使する義務が含まれると解されていた<sup>39)</sup>。この解釈を前提として、投資顧問会社は、この注意義務を果たすため、投資信託の場合、投資会社の最善の利益に適う方法で、議決権を行使していた。

ただし、投資顧問会社は、議決権行使に関して、多くの利益相反を有しているという問題がある。例えば、投資顧問会社は、年金資金の管理・運用を行う一方、投資顧問会社の属する金融グループ（証券会社、銀行、保険会社）<sup>40)</sup>が、引受、起債、保険、融資などの他の金融サービスを提供している。金融グループが企業との良好な関係を維持することを望むならば、投資顧問会社は経営者に不利な投票を行うことができない。

## 2 議決権行使規制改革

2003年、SECは、このような利益相反を回避しつつ、顧客の最善の利益のために、議決権が適切に行使されることを目的として、投資顧問会社に議決権行使指針および手順（以下「指針等」という）<sup>41)</sup>を作成し、遵守することを義務付ける規則を制定した<sup>42)</sup>。

これらの規則は、指針等の内容、様式について、特別な定めを設けてはいないが、投資顧問会社は、その作成にあたり、顧客との利益相反の回避、および顧客の利益の最大化に資するための仕組みを定めることが求められている。SECは、顧客との利益相反に関する情報の開示、および議決権行使について顧客の同意を得る場合には、同意について適切な判断を行うために必要な情報の開示が、指針等に含まれることを求めている。これらの開示を行わないのであれば、投資顧問会社は、顧客との利益相反がなく、かつ顧客の利益の最大化に資する議決権行使を行ったことを立証する責任があるとしている<sup>43)</sup>。

さらに、SECは、投資顧問会社に対し、どのような議決権行使をしたのかという情報（以下「議決権行使結果」という）を顧客が得る方法を公表しなければならないとした<sup>44)</sup>。

また、これら規則の制定前から、投資顧問会社は、顧客との取引開始時、年度末<sup>45)</sup>、および重要な変更が生じたとき、投資顧問会社に関する詳細な情報を記した開示説明書（Part 2A of Form ADV: Firm Brochure）<sup>46)</sup>を顧客に交付

する義務を負っている<sup>47)</sup>。

2010年には、開示説明書に記載すべき内容が改定され、投資顧問会社は、議決権行使権限が付与される場合、(i) 指針等、議決権行使の指図方法(特定の指図がある場合)、(ii) 顧客との間の利益相反、(iii) 議決権行使結果の顧客の入手方法、および(iv) 指針等の写しの顧客の入手方法、ならびに議決権行使権限が付与されない場合においては、(v) 顧客の議決権行使書類の受領方法を、開示説明書に記載することによって、顧客に開示しなければならないなくなった<sup>48)</sup>。したがって、投資顧問会社は、議決権行使について議決権行使助言会社を利用する場合には、指針等の内容として、議決権行使助言会社の名称、およびその利用方法を開示説明書に記載することになるが、あくまで開示説明書は、投資顧問会社に関する詳細情報の開示を目的とするものであるから、議決権行使助言会社自体の利益相反の開示を含め、議決権行使助言会社の詳細な開示は義務付けられていないし、また実際にも、そのような記載はなされていない<sup>49)</sup>。

このような不都合があることから、2010年改正前の2008年、投資顧問会社が議決権行使助言会社を利用するのか、顧客の指名する議決権行使助言会社を利用することは可能か、手数料はいくらか、ということに顧客が関心をもっていることや、議決権行使助言会社の利用から生じる利益相反を顧客に知らしめるべきであるとのSECの指摘から、投資顧問会社が議決権行使助言会社を利用する場合、利用する議決権行使助言会社の名称または選定方法、顧客が利用する議決権行使助言会社を指定することができるか否か、ならびに議決権行使助言会社への支払手数料、という議決権行使助言会社の利用に関する詳細な情報を開示説明書の記載項目とする改正案<sup>50)</sup>が、提案されている。しかし、多くの顧客はそのような内容には関心がないとの反論を受け、改正案から、この改正事項は削除された<sup>51)</sup>。

また、投資会社に関しては、投資信託の議決権行使がアメリカの資本市場や投資家に大きな影響力を有しているにもかかわらず、投資信託の議決権行使の公表があまり進まないことから、2003年、指針等をファンドの登録書

類 (Registration Statement) に追加情報として記載すること<sup>52)</sup>, および議決権行使結果の公表を義務付ける規則が定められた<sup>53)</sup>。SEC は、この規則改正によって、投資信託の議決権行使の透明性が図られるとともに、株式発行会社のコーポレート・ガバナンスに投資信託がどのように関与しているのかを、投資信託の投資家がモニタリングできるようになると述べている<sup>54)</sup>。

#### 注

- 36) Board of Governor of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States: Annual Flows and Outstandings, 1995–2004, at 92.
- 37) 投資会社とは、(i) 主として証券への投資に従事する発行者、(ii) 部分払込み可能な額面出資証券を発行する発行者、または (iii) 現金および政府証券を除いた総資産の 40% 超を証券投資に充てている発行者、のいずれかに該当する者をいう。したがって、法的形態は問わないので、会社、信託、組合などの多様な形態が用いられる。
- 38) Proxy Voting by Investment Advisers, SEC Release No. IA-2106 [68 Fed. Reg. 6,585, 6,586] (Feb. 7, 2003); SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 191 (1963) (interpreting 15 U.S.C. § 80b-6); Initial Decisions Release No. 140, 1999 SEC LEXIS 662.
- 39) SEC Release No. IA-2106, *supra* note 38, at 6,586.

我が国の投資顧問会社の議決権行使については、投資一任契約の要素である「当該投資判断に基づき当該顧客のため投資を行うのに必要な権限」(金商 2 条 8 項 12 号ロ) に議決権等行使も含まれる場合があり、投資顧問会社は、顧客と締結した投資一任契約に議決権等行使に関する定めのない場合には、議決権行使義務を負うとされている (日本証券投資顧問業協議決権等株主権行使研究会「投資一任会社の議決権等株主権行使について」4 頁 (2002 年 4 月))。

一方、投資信託を運用する投資信託委託会社は、投資信託及び投資法人に関する法律 10 条の定めにより、議決権等行使義務を負う。

- 40) 2002 年 3 月 15 日時点で、SEC に登録されている投資顧問会社は、7,561 社あった (2012 年 3 月末時点では、10,511 社である)。そのうち、2,631 社 (約 35%) が証券会社を、1,099 社 (約 14%) が預金取扱金融機関を、1,635 社 (21%) が保険会社を、それぞれ系列会社として保有していた (Investment Counsel Association of America, Evolution Revolution Report, Sep. 2002, at 7; 2012, at 8)。
- 41) これは、投資顧問会社が、どのような問題 (例えば、ガバナンス体制の変更、報酬制度の採用・変更、社会問題、企業責任など) に対し、どのように議決権を行使するのか、またはどのような要素を考慮して議決権を行使するのか、について記載

されたガイドラインである。

- 42) Proxy Voting by Investment Advisers, SEC Release No. IA-2106 [68 Fed. Reg. 6,585] (Feb. 7, 2003) (to be codified at 17 C.F.R. § 206(4)-6(a)).
- 43) SEC Release No. IA-2106, *supra* note 42, at 6,587.
- 44) *Id.* at 6,588.
- 45) 120 日以内 (17 C.F.R. § 275.204-3(b)(2)).
- 46) Part 2A of Form ADV.
- 47) 17 C.F.R. § 275.204-3(b).
- 48) Amendments to Form ADV, SEC Release No. IA-3060 [75 Fed. Reg. 49,234] (Aug. 12, 2010) (to be amended at Form ADV); Item 17 in Part 2A of Form ADV.
- 49) Eg., Horizon Asset Management L.L.C., Part 2A of Form ADV, Apr. 23, 2012; Epoch Investment Partner, Inc., Part 2A of Form ADV, Sept. 14, 2012.
- 50) Amendments to Form ADV, SEC Release No. IA-2711 [75 Fed. Reg. 13,958, 13,968] (Mar. 14, 2008) (to be proposed at Form ADV).
- 51) SEC Release No. IA-3060, *supra* note 48, at 49,245.
- 52) Item 17(f) of Form N-1A; Item 18 of Form N-2; Item 20(o) of Form N-3.
- 53) Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, SEC Release No. 33-3188 [68 Fed. Reg. 6,564] (Feb. 7, 2003) (to be codified at 17 C.F.R. § 270.30b1-4).

タマル・フランケル (Tamar Frankel) 教授は、議決権行使記録の開示は、利益相反の回避どころか、投資のパフォーマンスから、社員の高い給料や組合の力の増大のような、投資のパフォーマンスと異なる対象へ、投資顧問会社の注意をそらすため、投資信託の保有者に害をもたらすとして、この改正に反対している (Tamar Frankel, Investment Management Regulation 391 (4<sup>th</sup> ed. 2011))。
- 54) SEC Release No. 33-3188, *supra* note 53, at 6,564.

### 三 年金資産運用者の議決権行使義務

#### 1 年金制度の法の枠組み

企業の年金制度は、コモン・ローによって形成された受託者の受託者義務 (Fiduciary Duty) を修正する 1974 年従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974) (以下「エリサ法」という) によって規制されている。

エリサ法は、年金制度の仕組みを明確に定義している<sup>55)</sup>。いずれの年金制度も、制度全般について管理する権限を負う受託者 (Named Fiduciary) (以下「指名受託者」という)<sup>56)</sup>の設置を定めた年金規約に従って創設され<sup>57)</sup>、例外はあるが<sup>58)</sup>、年金制度の資産 (以下「年金資産」という) は、信託 (以下「年金信託」という) によって保有されなければならない<sup>59)</sup>。したがって、年金制度、すなわち年金信託は、信託法によって規律されるが、受託者を含めた年金制度の関係者の義務など、一部の信託法の規定は、エリサ法によって修正されている。

以下では、信託法の受託者義務を修正するエリサ法の規定を中心に検討する。

## 2 年金制度の運営者の義務

年金信託の受託者は、信託法の規定に従い、年金資産について排他的な権限を有する。しかしながら、エリサ法は、信託法の受託者に関し、いくつかの重大な例外を定めている。

第1に、受託者が指名受託者の指図に従うことを年金規約に定め、かつ受託者が年金規約やエリサ法に反しない指名受託者の指図に従い、年金信託の事務を行った場合や、年金資産の運用について投資マネージャー (Investment Manager) に権限が付与された場合には、受託者は、年金資産に関して排他的な権限を有しない旨が、エリサ法に定められている<sup>60)</sup>。これは、信託財産の名義人である受託者が信託財産について排他的権限を有するという信託の原則の例外を定めるものである。

第2に、信託法では、信託財産の名義人である受託者のみが受託者としての義務を負うとされている。しかし、エリサ法は、この信託法の原則と異なり、(i) 制度運営または年金資産の管理または処分に関する裁量権を行使する者、(ii) 直接または間接に、年金資産に関し、報酬を得て投資助言 (Investment Advice) を与える者、または投資助言する責任を負う者、および

(iii) 制度管理に関し裁量権をもつ者のいずれかにあてはまる者を、受認者と定義し、受認者義務 (Fiduciary Duty) を課している (後述するが、これら以外に、投資マネージャーも受認者と定義されている)<sup>61)</sup>。すなわち、この定義のいずれかにあてはまる者は、受認者として、信託の受託者と同様の義務を負い、他方受託者は受認者義務から解放されることを意味する。なお、エリサ法は、これらの機能によって、受認者を定義している<sup>62)</sup>、第三者の指図等の枠内でこれら (i) から (iii) の役割を果たしている者は、受認者とはならない<sup>63)</sup>。

2010年10月、アメリカ労働省 (Department of Labor) (以下「労働省」という) は、金融市場の発展、確定給付企業年金から確定拠出企業年金へのシフト、個人年金の増加などの背景から、加入者および受給者が投資の専門家に頼る機会が増加したことを受け、受認者の定義の見直しを提案している<sup>64)</sup>。これは、(ii) の「直接または間接に、年金資産に関し、報酬を得て投資助言を与える者、または投資助言する責任を負う者」という受認者の定義における「投資助言」の解釈<sup>65)</sup>を、1975年以来初めて拡張するものである。

これまでの「投資助言」の解釈は狭く、証券の取得または処分権限を有しない者の場合、(i) 証券等の価値に関して助言として、または証券等の投資可能性について推奨として与えられること、(ii) 定期的であること、(iii) 年金制度または受認者との合意に基づくこと、(iv) 助言が年金資産の投資判断のための主要な材料となること、および (v) 助言が年金制度の必要性に合わせて与えられたものであること、という五つの要件すべてを充足するものを「投資助言」と解していた。

ところが、今般この「投資助言」の範囲の拡大が図られ、「報酬その他の対価を得て、直接または間接に、年金制度に対し」、「証券その他の財産の管理に関する推奨を与える者」を「投資助言」を与える者とし、エリサ法上の受認者とする旨が提案されている<sup>66)</sup>。この提案によれば、議決権行使会社はこの提案による拡張された定義に該当し、エリサ法上の受認者としての規制を受けることになる。

これについては、賛否議論がなされており、最終的に施行されるかは流動

的である。現在、議決権行使助言会社は、契約相手である投資顧問会社や指名受認者に対し契約上の責任しか負わないが、より重い受認者責任を課すことにより、議決権行使助言会社の行動を律することは、投資家保護のアプローチの一つとして有効であろう<sup>67)</sup>。

### 3 受認者の議決権行使義務

#### (1) 投資マネージャー

以上のように、エリサ法のもとでの年金制度は、年金規約によって指名された指名受認者が年金資産を排他的に管理する制度である。ただし、年金資産の運用は、指名受認者または指名受認者によって任命された投資マネージャーによって行われる<sup>68)</sup>。

投資マネージャーは、(i) 年金資産を管理、取得または処分する権限を有する者であること、(ii) 1940年投資顧問法において「投資顧問」の登録を受けている者、州法において「投資顧問」の登録を受けている者、1940年投資顧問法の定義する銀行、または二つ以上の州法において(i)のサービスを提供する資格を有する保険会社、のうちのいずれかの者、および(iii) 書面によって年金制度の受認者と認められている者の三つの要件のすべてを満たすもので、受認者とされている<sup>69)</sup>。

以下では、1940年投資顧問法において「投資顧問」の資格をもった投資マネージャーの議決権行使に関する義務を検討する。

#### (2) 議決権行使義務者およびその者の義務

指名受認者から書面によって、年金資産を管理、取得または処分する権限を与えられた投資顧問会社は、投資マネージャーとして、受認者となる。受認者は、慎重人の義務 (Duty of Prudence)<sup>70)</sup>、分散投資義務 (Duty of Diversification)<sup>71)</sup>、忠実義務 (Duty of Loyalty)<sup>72)</sup>、および文書遵守義務<sup>73)</sup>の四つの主要な義務を負う<sup>74)</sup>。これら受認者義務については、次の三つの解釈指針が、



労働省から発せられている。

1988年、分散投資義務を根拠に、労働省は、年金資産の運用に関し、いわゆるエイボン・レター（Avon Letter）という議決権行使の委任に関するルールを示した<sup>75)</sup>。エイボン・レターは、次の四つを述べている。

第1に、議決権をどのように行使するかは、受認者がなすべき年金資産管理の一部である<sup>76)</sup>。例えば、株主総会に提案される議案が年金制度の保有する株式の発行会社の状態を変化させる提案であれば、発行会社の経営判断の決定手続に参加する株主の権利に影響を与え、ひいては年金資産の価値にも影響を与えることから、議決権行使は、投資権限に含まれるとするものである。

第2に、年金規約によって投資権限が投資マネージャーに委任されている場合、その委任関係が継続している間、指名受認者および受託者は投資権限を有しないことから、投資マネージャーが株式の議決権をどのように行使すべきかを判断する義務を負い、年金規約において議決権行使権限を留保する旨の定めのない限り、指名受認者および受託者が議決権行使を行うことは、エリサ法に違反することになる<sup>77)</sup>。すなわち、投資権限が投資マネージャーに委任されている場合、受託者は、年金資産に関し排他的権限を有しないことから、その範囲において、受託者は受認者義務を免除される<sup>78)</sup>。

第3に、投資マネージャーが年金資産の投資権限を第三者に委任することは、認められない<sup>79)</sup>。したがって、投資マネージャーは、議決権行使を第三者に委任したり、または第三者の指示に従って議決権行使を行ったとしても、受認者義務を免れない。なお、エイボン・レターでは特に述べられてはいないが、投資権限が投資マネージャーに委任されていたとしても、特定の銘柄の議決権行使が留保されていれば、指名受認者がその銘柄に関する議決権行使の指図を受託者に対して行えるのは、当然である。

最後に、投資マネージャーを選任した指名受認者は、慎重人の義務として、その投資マネージャーを定期的に監視する義務を負う。この義務には、投資マネージャーが行う議決権行使とその判断結果の監視も含まれる<sup>80)</sup>。

この義務（議決権行使義務を含む）の履行について、労働省は、投資マネージャーの投資権限行使および指名受認者の監視義務を履行したことを証する記録の書面化とその保管が必要であるとしている<sup>81)</sup>。

また、1990年、労働省は、ISSの照会に対し、次のように回答した（ISSのモンスク〔Robert A. G. Monks〕氏の照会に対する回答であることから、「モンスク・レター」といわれている<sup>82)</sup>）。

投資権限に関する受認者義務は、株式の議決権行使義務を含む。したがって、投資権限が投資マネージャーに委任されるか、または指名受認者が議決権行使の指図をする旨の定めが年金規約にない限り、年金資産に関し排他的権限を有する受託者は、議決権行使義務を負う<sup>83)</sup>。指名受認者が投資権限を投資マネージャーに委任した場合、たとえ投資マネージャーが議決権行使を行うことを定めていなくとも、投資マネージャーは、議決権行使権限が指名受認者または受託者に留保されていない限り、議決権行使権限を有し、義務を負う<sup>84)</sup>。なお、年金規約または投資顧問契約によって、投資マネージャーの議決権行使が禁止されている場合、議決権行使権限は受託者に留保されることから、受託者が議決権行使の義務を負う。

さらに、1994年の労働省の解釈通達は、外国企業に対する議決権行使義務についても、年金資産の価値に影響を与えるという観点では国内企業と同様であるので、受認者義務の範囲内である旨を述べている<sup>85)</sup>。

労働省は、外国企業の場合、多様な議決権行使の規制や手続が存在するため、多額の費用の掛かる場合のあることを認識していた。そこで、労働省は、外国企業の議決権行使に関する費用と利益とを比較考量し、議決権行使が年金制度の加入者および受給者の利益に適う場合、受認者は議決権行使義務を負うとする。

このことから、受認者（投資マネージャー等）は、議決権行使が年金資産の価値を高める結果をもたらすものであるか否か、その結果が議決権行使の費用を上回るものであるか否か、外国企業への投資を行うに際し、議決権行使の困難さと費用がそれらの株価に影響を与えるか否か、与えらばどの

ような影響か、を検討する義務を負うことになる。

以上のように、年金制度については、エリサ法のもと、証券投資に関する権限を委任された投資マネージャーは、受認者義務として、議決権行使を行う義務を負う。このため、投資マネージャーは、エリサ法の受認者義務を履行することから生じるコストとリスクを軽減するために、議決権行使助言会社を利用するようになったともいわれている<sup>86)</sup>。

### (3) 受認者の議決権行使方針の作成および遵守義務

労働省は、エリサ法には明確な規定はないが、指名受認者が投資マネージャーを任命する場合、指名受認者が投資マネージャーに対して、議決権行使方針を含む運用指針 (Investment Policy) (以下「運用指針」という) を作成し、提示する義務を負うとしている<sup>87)</sup>。

エリサ法では、受認者は、年金制度を管理する書面 (Documents and Instruments) に従い、年金に関する義務の履行に際し、注意義務を負うと定めており (文書遵守義務)<sup>88)</sup>、運用指針は、この書面の一部を構成する。したがって、受認者である投資マネージャーは、指名受認者の作成する運用指針に従って、議決権行使を行わなければならない<sup>89)</sup>。

なお、労働省は、指名受認者が投資マネージャーを任命する権限を有することを根拠に、指名受認者が運用指針の作成義務を負うと解している<sup>90)</sup>。

#### 注

55) 29 U.S.C. § 1002.

56) 一般的に事業者またはその取締役会と従業員組織とが連帯して指名を行う (*Id.* § 1102(a)(2))。

57) *Id.* § 1102(a).

58) 生命保険契約の締結によって、年金資産の管理を行うことも認められている (*Id.* § 1103(b)(1), (2))。

59) *Id.* § 1103(a).

60) *Ibid.*

61) *Id.* §§ 1002(21)(A), 1104(a).

62) *Blatt V. Marshall & Lassman*, 812 F.2d 810, 812 (2d Cir. 1977).

- 63) 29 C.F.R. § 2509.75-8.
- 64) Department of Labor, Fact Sheet: Definition of the term “Fiduciary” (Mar. 30, 2011); Department of Labor, Employee Benefits Security Administration, Definition of Term “Fiduciary”, 75 Fed. Reg. 65,263 (proposed Oct. 22, 2010) (to be amended at 29 C.F.R. § 2510-3-21(c)(1)).
- 65) 29 U.S.C. § 1002(21)(A)(ii), 29 C.F.R. 2510-3.21(c). Department of Labor, Advisory Opinion 76-55A (June. 7, 1976).
- 66) Department of Labor, Employee Benefits Security Administration, Definition of Term “Fiduciary”, 75 Fed. Reg. 65,263, 65,266 (proposed Oct. 22, 2010) (to be amended at 29 C.F.R. § 2510-3-21(c)(1)).
- 67) 高橋真弓准教授は、このアプローチの実効性に疑問を投げかけている（高橋・前掲注 31）478 頁）。
- 68) 29 U.S.C. § 1102(c)(3).
- 69) *Id.* § 1002(38).
- 70) *Id.* § 1104(a)(1)(B).
- 71) *Id.* § 1104(a)(1)(C).
- 72) *Id.* § 1104(a)(1)(A).
- 73) *Id.* § 1104(a)(1)(D).
- 74) 我が国の年金の議決権に関する法令上の根拠については、李敏「年金基金における議決権行使と受託者責任」法研 142 号 317 頁（2012 年）を参照。
- 75) Letter from Department of Labor to Mr. Helmuth Fandl, Chairman of the Retirement Board of Avon Products, Inc. (Feb. 23, 1988), 1988 ERISA LEXIS 37 (Feb. 23, 1988) [hereinafter Avon letter].
- 76) 年金における議決権行使の意義に関する詳細な議論については、李・前掲注 74) 312 頁を参照。
- 77) 指名受託者が議決権行使権限を留保した場合、投資マネージャーは議決権行使に関する受託者義務を負わず、指名受託者が議決権行使に関する受託者義務を負う。
- 78) 29 U.S.C. § 1103(a)(2).
- 79) *Id.* §§ 1002(38), 1105 (c).  
指名受託者のみが、受託者権限を委任できる (*Id.* § 1105(c)(1))。
- 80) Avon letter, *supra* note 75, at 11.
- 81) 29 C.F.R. § 2509.75-8 (FR-17); Brock v. Berman, 673 F. Supp. 634, 637 (D. Mass. 1987).
- 82) Letter from Department of Labor to Robert A.G. Monks, Institutional Shareholders, Inc., at 7–8 (Jan. 23, 1990), 1990 ERISA LEXIS 37 (Jan. 23, 1990).
- 83) 29 U.S.C. § 1103(a).

- 84) *Id.* §§ 1102(c) (3), 1103(a) (2).
- 85) Department of Labor, Interpretive Bulletin 94-2 [59 Fed. Reg. 38,860, 38,861] (July 29, 1994).
- 86) Stephen J. Choi & Jill E. Fisch, *How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries*, 113 Yale L.J. 269, 294 (2003).
- 87) Department of Labor, *supra* note 85, at 38,861.
- 88) 29 U.S.C. § 1104(a) (1) (D).
- 89) 運用指針に違反する受託者の責任に関する判例には、受託者と締結した投資顧問契約に違反する行為はエリサ法の受託者義務違反を構成する (*Dardaganic v. Grace Capital, Inc.*, 664 F. Supp. 105, 107 (S.D.N.Y. 1987)) とする判決、投資顧問の助言に従って行った受託者の投資が信託契約に定められた運用割合を超える場合、その受託者の行為はエリサ法の受託者義務違反となる (*Marshall v. Teamsters Local 282 Pension Trust Fund*, 458 F. Supp. 986, 990–991 (E.D.N.Y. 1978)) とする判決などがある。
- 90) Department of Labor, *supra* note 85, at 38,861.  
なお、労働省は、投資マネージャーの作成した運用指針を指名受託者が採用することは、適法であるとしている (Department of Labor, *supra* note 85, at 38,861)。

## 四 我が国における議決権行使規制

### 1 議決権行使に関する規制の現状

#### (1) 投資顧問会社および投資信託委託会社に対する規制

金融市場およびその市場参加者を規制する金融商品取引法、投資信託を規制する投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投資信託法」という）には、投資信託委託会社が議決権等の行使義務を負うとする規定（投信10条1項）以外、議決権行使を直接規制する規定はない。

自主規制団体である日本投資顧問業協会<sup>91)</sup>は、「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」を定め、(i) 議決権等行使指図の判断基準（以下「ガイドライン」という）の作成、(ii) 意思決定プロセスの明確化、(iii) 議決権等行使指図に関する体制の整備、および (iv) 議決権等行使に

関する記録の保存を、傘下の投資顧問会社に義務付けている。顧客との関係においては、(v) ガイドラインの提示および調整、(vi) 議決権等行使指図の集計結果の公表（原則として、5月および6月に開催された株主総会における議決権行使に限る。）、および (vii) 顧客からの請求がある場合、議決権等行使指図の内容の報告（開示）を、傘下の投資顧問会社に義務付けている。

投資信託委託会社の自主規制団体である投資信託協会<sup>92)</sup>は、「正会員の業務運営等に関する規則」、およびその細則である「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」において、(viii) 議決権の指図行使の指針（基本的な考え方）の作成、(ix) 議決権の指図行使の意思決定プロセスおよびその意思決定に係る権限ならびに責任の所在の明確化、(x) スクリーニング基準の設定、ならびに (xi) 議決権の指図の根拠データ（株主総会通知書、問題となる理由および意思決定の理由等の根拠となるもの）の保存<sup>93)</sup>を、傘下の投資信託委託会社に義務付けている。

また、「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」は、投資信託委託会社に対し、上記(viii)から(x)を公表することや、議決権行使結果について、開示項目をあらかじめ社内規則で定め、原則として5月および6月に開催される株主総会の議決権行使結果の集計を対外的に公表することを、義務付けている。

## (2) 信託銀行に対する規制

年金資産の運用機関である信託銀行については、議決権行使に関する自主規制は存在しない<sup>94)</sup>。ただし、大手の信託銀行3社<sup>95)</sup>のホームページによれば、大手信託銀行は、各社の独自の判断で、議決権行使の考え方（指針、ガイドライン）、議決権行使状況の2項目を公表している。

また、信託銀行は、顧客と信託契約を締結する際、顧客に対し、法の定めた事項を記載した書面（以下「締結前交付書面」という）を交付する義務を負う（信託業26条<sup>96)</sup>）。そこで記載すべき事項に、信託業務の委託先とその内容がある。仮に議決権行使を議決権行使助言会社に委託する場合には、信託銀行

は、その委託先（委託先が確定していない場合は、委託先の選定基準および手続）および委託する内容を、締結前交付書面に記載し、顧客に交付しなければならない（同条1項7号）。

議決権行使に関して、推奨（助言）など、議決権行使の判断材料のみ議決権行使助言会社から入手し、最終的な決定は信託銀行が行う場合、信託業務の委託といえるか疑義がある。議決権行使が株式管理において重要な業務執行（信託事務）であると考えられるならば、そのための判断材料の収集や助言を第三者に委託する場合には、その業務の委託を信託業務の委託と解することもできよう<sup>97)</sup>。

さらに、信託財産の管理または処分の方法も、締結前交付書面の記載事項とされているが（信託業26条1項6号）、この記載事項は、規則により、信託財産の管理または処分により取得する財産（運用対象）および合同運用を行う場合における損益分配の方法に限定されているので、議決権行使助言会社の利用など、議決権行使の方法は記載事項にならない（信業則33条2項）。

### （3）利益相反管理体制の公表制度

金融商品取引業者（投資顧問会社、投資信託委託会社）および銀行（信託銀行）は、「顧客の利益が不当に害されることのないよう」、「業務に関する情報を適正に管理し、かつ当該業務の実施状況を適切に監視するための体制の整備その他必要な措置を講じ」る義務が、法によって課されている<sup>98)</sup>。

「必要な措置」には、顧客との利益相反の管理体制が含まれ、その内容は、公表されなければならない<sup>99)</sup>。したがって、投資顧問会社および投資信託委託会社、ならびに信託銀行は、顧客の利益を保護するための利益相反管理体制を整備し、その内容を公表する義務を負っている。他方、金融商品取引業者でも銀行でもない、議決権行使助言会社は、これらの規制を含め、何ら規制を受けていない。議決権行使の判断が、株主の権利に影響を与える可能性があり、ひいては株式の価値にも影響を与えるものであるならば、投資家保護の観点から、金融商品取引法の監督規制が及ばないのは、問題である。

## 2 現行規制の問題点

日本投資顧問業協会の自主規制が、傘下の金融商品取引業者が行う「金融商品取引業に関し、契約の内容の適正化、資産運用の適正化、その他投資者の保護を図るために必要な調査、指導、勧告その他の業務」（金商78条2項2号）の一部であることからすれば、議決権等行使指図の集計結果（しかもその一部）の公表を義務付ける意図は明確ではない。

投資顧問会社の議決権行使の市場へのインパクトやコーポレート・ガバナンスの促進を重視するならば、アメリカと同様に、発行会社別の議決権等行使指図結果の公表を義務付けるべきであり、加えて、アメリカの1940年投資顧問法が規制しているように、利益相反に関する開示および体制整備が重要である。この指摘は、集団投資スキームである投資信託の議決権行使にもあてはまる<sup>100)</sup>。

また、アメリカの1940年投資顧問法の規制と同様に、投資顧問会社は、顧客と投資一任契約を締結する場合には、あらかじめ一定の事項を記載した書面（以下「締結前交付書面」という）を交付する義務を負う（金商37条の3）。しかしながら、アメリカと異なり、利益相反に関する事項を含め、議決権行使に関する事項を記載することは一切義務付けられていない（金商業等府令107条）。投資家保護を図るのであれば、自主規制に委ねるのではなく、法令によって、締結前交付書面への利益相反に関する事項の記載を義務付けるべきである。

投資信託については、SECは、法令によって、投資会社に対し、指針等、および議決権行使結果の公表義務を課し、投資家が、指針等や議決権行使結果にアクセスできるようにしている。我が国においては、投資信託の受益者は、投資信託法15条に従い、投資信託委託会社が行った議決権行使指図（投資信託財産運用指図書）の閲覧、謄写を請求できるにすぎず、指針等および議決権行使結果は、その一部が自主規制に従い公表されている。自主規制を



含めても、議決権行使の透明性確保の観点では、アメリカに比較して、大きく劣っている。受益者の権利保護としては、不十分である。

注

- 91) 金融商品取引法 78 条の認定金融商品取引業協会である。  
認定金融商品取引業協会の業務は、会員等に対する規則の制定、法令やそれら規則の遵守状況の調査、苦情の解決やあっせんといったものがある（金商 78 条 2 項）。
- 92) 金融商品取引法 78 条の認定金融商品取引業協会である。  
なお、認定金融商品取引業協会の業務については、前掲注 91) 参照。
- 93) 受託会社（信託銀行）への指図書（投資信託財産運用指図書）は、投資信託法 15 条ならびに同法施行規則 26 条および別表 1 により、保存することが義務付けられている。
- 94) 2003 年 3 月、信託協会は、会員会社に対し、社内規程整備を通知した。また、「信託会社等に関する総合的な監督指針」3-2-4(2)②ニは、信託財産の市場運用に関し、機関投資家の受託者責任の実効性を確保するとの観点から、社内規則の策定および適切な運用体制の整備を求めるとともに、当該社内規則の策定にあたっての留意点を明示した。
- 95) 2013 年 2 月 10 日現在。なお、大手の信託銀行 3 社とは、三菱 UFJ 信託銀行、三井住友信託銀行、みずほ信託銀行をいう。
- 96) この条文は、金融機関の信託業務に兼営等に関する法律 2 条によって、信託銀行に適用される。
- 97) 能見善久教授は、受託者が他人を使用しなければ信託事務を処理できない場合において、その者に委託する業務は、信託事務ではないと述べている（能見善久『現代信託法』111 頁（有斐閣，2004 年））。この定義に従えば、受託者が議決権行使助言会社に委託する業務は、一般的に信託事務といえると考ええる。
- 98) 金融商品取引法 36 条、金融商品取引業等に関する内閣府令 70 条の 3；銀行法 13 条の 3 の 2、同施行規則 14 条の 11 の 3 の 3。
- 99) 金融商品取引業等に関する内閣府令 70 条の 3 第 1 項 3 号、銀行法施行規則 14 条の 11 の 3 の 3 第 1 項 3 号。
- 100) タマール・フランケル教授は、議決権行使記録の公表は、利益相反の回避どころか、投資のパフォーマンスから、社員の高い給料や組合の力の増大のような、投資のパフォーマンスと異なる対象へ、投資顧問会社の注意をそらすことから、投資信託の保有者に害をもたらすと指摘している（Tamar Frankel, *supra* note 53, at 391）。

## 五 議決権行使助言会社に対する規制の在り方

### 1 議決権行使助言会社に対する規制の視点

これまで検討してきたように、議決権行使助言会社は、株式発行会社のコーポレート・ガバナンスや株式市場参加者である投資家に多大な影響を与えている。本来、投資権限を有する投資顧問会社、投資信託委託会社および信託銀行（以下これらを総称して「投資顧問会社等」という）の権限行使の一部（議決権行使を含む）に関与しているという事実を踏まえれば、議決権行使助言会社は、最終投資家（Beneficiary）（投資顧問会社等に運用を委託する者）に受認者と同様の影響力を有しているといえる。それにもかかわらず、議決権行使助言会社およびその業務は、現在、監督当局の規制を直接には受けていない。そのため、近時、議決権行使助言会社に対し、厳格な監督規制を課すべきであるとの議論が盛んに行われている。そこでの議論の論点は、次の二つに集約できる。

第1に、議決権行使助言会社に対し、利益相反に関する開示を求めるべきか、という論点である。これは、投資家保護を図るため、少なくとも議決権行使助言会社に対し、株主提案に賛成または否決投票の推進者に賛同する推奨を行う場合、株主提案者または否決投票の推進者との関係を開示させるべきであるという指摘である。

第2に、議決権行使助言会社に対して、コンサルティングサービスなどの兼業を認めるべき否か、という論点である。もし、議決権行使助言会社に、公開会社に対するコンサルティングサービスの提供を認めるならば、議決権行使助言に関する部門と他の部門（コンサルティングサービス部門および調査部門を含む）とを完全に分離する規制を設けるべきであるという指摘である。

議決権行使助言会社の規制を構築する際に、参考となる事例は、全国的に認知されている統計的格付機関（NRSROs: Nationally Recognized Statistical Rating

Organizations)<sup>101)</sup>、いわゆる信用格付機関 (Credit Rating Agencies) (以下「NRSROs」という) に対する規制である。

次では、この信用格付機関に対する規制がどのようなものであるかを概観する。

## 2 信用格付機関規制

### (1) NRSROs 制度

信用格付機関とは、債券や負債性証券、資産担保証券などの金融債務の信用力を表す格付付与を主たる事業とする者である。アメリカでは、信用格付機関について、NRSROs という制度が存在する。NRSROs は、1975 年、証券業者の財務規制 (Net Capital Rule)<sup>102)</sup> において、債券の信用格付に採用したことに始まる。以後、SEC などの連邦や州の金融規制当局において、広く信用力 (Credit Worthiness) の程度を識別するための制度として、利用されている。

NRSROs には明確な定義はなく、信用格付機関が NRSROs の地位を得るには、SEC のノー・アクション・レター (No Action Letter) を通じ、SEC の認定を受ける必要があった<sup>103)</sup>。ただし、NRSROs は、SEC 等の金融監督当局の規制を受けることはなかった。

### (2) NRSROs 制度の問題点

2001 年末からの企業会計不正事件を契機として、NRSROs 制度の問題点への対応を含めた信用格付機関についての議論が活発化した<sup>104)</sup>。そこでは、主として、次の二つの問題が議論されていた<sup>105)</sup>。

第 1 に、利益相反の問題である。信用格付機関は、信用格付付与に際し、企業から対価を得ており、このため付与された信用格付の客観性に疑問が生じると指摘するものである。利益相反に関しては、信用格付機関が信用格付を付与した会社に対して他の金融サービスの勧誘を行う場合、信用格付付与

を委託する会社がこの金融サービスの購入圧力を受ける可能性も指摘されている。

第2に、信用格付機関が、信用格付付与に際して得た非公開情報を不正に利用するおそれがあるという指摘である。信用格付機関は、証券の発行者(会社)から投資家への情報の流れを促進する仕組みとして、効率的な市場を形成することにおいて有効な手段である。信用格付機関は、公開情報のみによっても、適確な信用格付付与が行えるとしているが、多くの場合、発行者の業務の見通しおよびリスクを理解するうえで重要な非公開情報を発行者から直接得て、信用格付付与を行っているといわれている。

一部の者に対する非公開情報の開示は、内部者取引などの不正な取引の温床となるので、アメリカでは、情報の公平性確保の目的のため、証券の発行者、または発行者のために行為する者は、証券業者、投資顧問、投資会社、または特定の証券保有者に対し、重要な非公開情報を開示した場合、直ちにその非公開情報を公表しなければならないとする規制がある(Regulation FD)(以下「レギュレーションFD」という)<sup>106)</sup>。すなわち、レギュレーションFDは、一部の者に対する非公開情報の開示を禁止するものである。

ところが、信用格付機関<sup>107)</sup>が入手する非公開情報については、付与される信用格付が公表される場合に限り、レギュレーションFDの適用が免除されている<sup>108)</sup>。信用格付が公表されることによって、非公開情報そのものを公開しなくても、それが発行者の信用力に与える影響を、一般に知らしめることができるからである<sup>109)</sup>。このため、何ら規制の対象とされていない信用格付機関のみが、非公開情報を入手できる制度となっている。

### (3) NRSROs 制度の改革

これらの指摘を受け、2006年9月、信用格付業界におけるアカウントビリティ、透明性、および競争の促進を通じて、投資者の保護および公益のための格付の品質を向上させることを目的として<sup>110)</sup>、2006年信用格付機関改革法(Credit Rating Agency Reform Act of 2006)が成立し、2007年6月から施行さ

れた<sup>111)</sup>。

信用格付機関改革法<sup>112)</sup>の成立によって、NRSROs は、登録制となり<sup>113)</sup>、利益相反管理体制構築義務<sup>114)</sup>、非公開情報の不正利用防止体制構築義務<sup>115)</sup>、記録保持義務<sup>116)</sup>などが課され、また SEC には、信用格付決定手続の透明性確保の権限が与えられた<sup>117)</sup>。

利益相反体制構築義務については、次のような規制が設けられている。

2006 年信用格付機関改革法およびその委任を受け制定された SEC 規則では規制対象となる利益相反が定義され<sup>118)</sup>、NRSROs は、定義された利益相反のタイプのうち、自己に生じうるものを開示し、かつ利益相反の管理指針および手続を定めない限り<sup>119)</sup>、利益相反と定義された取引および業務を行えないことになった<sup>120)</sup>。

その後、2010 年に成立したドット=フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) の規定に基づき、SEC は、レギュレーション FD の適用免除規制を廃止し<sup>121)</sup>、さらに証券業者の財務規制において、NRSROs の信用格付を利用する規則の廃止を提案している<sup>122)</sup>。

#### 注

- 101) 1975 年以來、SEC は、連邦の多様な証券規制のもとでの信用力の程度を区別するため、市場で認知された統計的格付機関 (信用格付機関) を利用していた。これを「NRSROs」という。
- 102) Adoption of Amendment to Rule 15c3-1 and Adoption of Alternative Net Capital Requirement for Certain Brokers and Dealers, SEC Release No. 34-11497 [40 Fed. Reg. 29,795] (June 26, 1975).
- 103) SEC, Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, Jan. 2003, at 5.
- 104) 企業会計不正事件を契機とした 2002 年サーベンス・オクスレー法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002) においては、信用格付機関に対する規制の強化は図られていない。その代わりに、SEC が信用格付機関を調査し、その結果を議会に報告することが求められた。その報告書が、前掲注 102) の報告書である。
- 105) SEC, *supra* note 103, at 23.
- 106) 17 C.F.R. § 243.100(a).

- 107) ここでの信用格付機関とは、信用格付の付与を主たる業務とする法人をいう。ただし、開示される情報が信用格付付与のみを目的とした情報で、かつ当該信用格付が公表される場合に限る (*Id.* § 243.100(b)(2)(iii) (prior to 2010 amendment)).
- 108) *Idid.*
- 109) SEC, *supra* note 102, at 22.
- 110) Credit Rating Agency reform Act of 2006, Pub.L. No. 109-291, 120 Stat. 1327 (2006); The Report of the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs to Accompany S.3850, Credit Rating Agency Reform Act of 2006, S. Report No. 109-326, 109<sup>th</sup> Cong., 2d Sess., at 2 (Sept. 6, 2006).
- 111) Oversight of Credit Rating Agencies registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organization, SEC Release No. 34-55857 [72 Fed. Reg. 33,564] (June 18, 2009).
- 112) 2006年信用格付機関改革法については、小立敬「米国における格付け機関改革法の成立」資本市場クォーターリー 2007年夏号 87頁(2007年)に詳細な解説がなされている。
- 113) 15 U.S.C. § 78o-7(a), 17 C.F.R. § 240.17g-1.
- 114) 15 U.S.C. § 78o-7(h), 17 C.F.R. § 240.17g-5.
- 115) 15 U.S.C. § 78o-7(g), 17 C.F.R. § 240.17g-4.
- 116) 17 C.F.R. § 240.17g-2.
- 117) 15 U.S.C. § 78o-7(c), 17 C.F.R. § 240.17g-1.
- 118) *Id.* § 240.17g-5(b).
- 119) 自己に生じる利益相反のタイプ、および利益相反の管理指針および手続は、SECへの申請書に記載され、公表される (Exhibit 6 and 7 to Form NRSRO).
- 120) 17 C.F.R. § 240.17g-5(a).
- 121) ただし、発行者に対し、受託者 (Trustee) または信認 (Confidence) 義務を負う者 (弁護士、投資銀行、会計士など)、および発行者と守秘義務契約を締結する者は、レギュレーション FD の適用除外となっている (*Id.* § 243.100(b)(2)(i), (ii)).
- 122) Removal of Certain References to Credit Ratings Under the Securities Exchange Act of 1934, SEC Release No. 34-64352 [75 Fed. Reg. 26,550] (proposed July 5, 2011).
- なお、ネット・キャピタル・ルールからの信用格付参照廃止については、小立敬「証券会社のネット・キャピタル・ルールから格付参照の廃止を図る米国 SEC の提案」野村資本市場クォーターリー 2011年夏号 1頁(2011年)参照。

## 六 結 論

我が国における主要な機関投資家である投資顧問会社、投資信託委託会社（投資運用業）は、金融商品取引法上、証券の「価値等の分析に基づく投資判断に基づいて」、第三者のために、証券等の運用を行う者と、一括して定義されている（金商28条4項）。すなわち、本来、投資顧問会社等を含めた機関投資家は、証券の価値等の分析を行い、第三者の資金について、証券投資を行うことを業とする者である<sup>123)</sup>。したがって、機関投資家は、株主総会の投票を通じてではなく、投資、すなわち株式売買を行い、株価という指標を通じ、経営者の優劣（賛否）を表明する機関であるといえるし（Wall Street Rule）（以下、このように投資先企業の経営に関して不満があれば、その企業の株式を売却することで不満は解消されることを「ウォール・ストリート・ルール」という）、そのような専門能力しか備えていない。

ところが、今日のように機関投資家の運用割合が大きくなると自らの株式の売買による市場へのインパクトが大きくなっていった。このため、ウォール・ストリート・ルールでは運用収益を高めることが困難となり、長期保有を前提とした分散投資へと運用スタイルを変化させていった<sup>124)</sup>。また、分散投資されたポートフォリオの株式から得られるリターンをさらに向上させるため、機関投資家は、株主総会において議決権行使を行うことによって、企業戦略やコーポレート・ガバナンスに影響力を行使し始めた。ただし、機関投資家による積極的な議決権行使が、コーポレート・ガバナンスや運用利回りの向上につながると証明されたものはない<sup>125)</sup>。

このような現状を踏まえると、議決権行使助言会社規制の検討においては、次の事項も配慮すべきである。

第1に、機関投資家の株主としての影響力が大きいことから、市場参加者は、機関投資家の動向を注視している。そこで、議決権行使結果を含めた情

報開示には、留意すべきである。

現在、個々の議決権行使結果であるのか、集計されたものであるのかを問わず、日米の投資顧問会社等は、議決権行使の結果を公表している。しかしながら、機関投資家の議決権行使結果を公表することは、誤ったメッセージを市場に発することにもなる。例えば、機関投資家が企業業績に満足していないにもかかわらず、「賛」の議決権行使を行うと、市場参加者は、機関投資家はその投資先企業の経営を評価していると判断してしまうおそれがある。また、議決権行使結果の公表を義務付けることにより、最終投資家の許可なく、機関投資家の目標が、運用利回り向上から、従業員の給料の値上げや組合の強化のようなものへと転換してしまうという問題も指摘されている<sup>126)</sup>。

本来市場参加者が知りたい事柄は、機関投資家がどのような基準、手続(体制)で、議決権行使の判断を行っているのかである。したがって、機関投資家と市場とのコミュニケーションに配慮し、議決権行使助言会社の規制を考える必要がある。

第2に、議決権行使助言会社の利用が是認されるとしても、最終投資家の保護のための仕組みが必要である。

議決権行使が運用収益を高めるものであるか、議決権行使と運用パフォーマンスとリンクするかは、必ずしも証明されていないが、議決権行使が機関投資家の投資権限の一部であることは今日の通説である。しかしながら、証券投資業務の性質(証券の価値等の分析、売買等の可否の判断)からすれば、多くの機関投資家において、議決権行使は、専門とする業務ではないというのもまた事実である。

したがって、機関投資家が、議決権行使について、より専門的な能力をもった議決権行使助言会社の力を借りることは、最終投資家の利益の観点からは是認される。ただし、議決権行使助言会社が、規制業種である投資顧問会社等の投資権限の一部に関与するのであれば、何らかの規制が必要である。

そこで、これらの問題点を踏まえ、本稿で検討・概観したアメリカでの議



論、ならびに規制および規制提案を基礎に、我が国での議決権行使助言会社の規制方法を検討する。

信用格付機関や議決権行使に関する規制を参考にすると、議決権行使助言会社の規制のアプローチには、二つあると考えられる。

第1は、議決権行使助言会社を直接規制するアプローチである。

すなわち、信用格付機関規制やエリサ法で試みられているように、議決権行使助言会社を、金融商品取引法のもとで登録制として金融庁の監督下に置き、市場との円滑なコミュニケーションを構築するため、議決権行使結果および指針等の公開を義務付け、また透明性確保の観点から、非公開情報の不正利用防止体制構築義務、および記録保持義務を課し、さらに顧客に対して、推奨・助言手続（社内体制〔利益相反の管理体制を含む〕、指針、結果の開示・報告方法など）を説明させるというアプローチである。監督当局の規制を直接及ぼすことから、実効性が高いアプローチである。

第2は、議決権行使助言会社を直接規制するのではなく、投資顧問会社等または受託者の規制を通じ、間接的に規制するアプローチである。

すなわち、議決権行使義務を負う投資顧問会社等が、議決権行使結果や指針等を公表し、また顧客と契約を締結する前に交付する書面、いわゆる締結前交付書面（投資信託の場合、有価証券届出書等）に、議決権行使助言会社に関する事項、例えば、委託先および委託する業務内容、選任基準・手続、監督方法、議決権行使助言会社と顧客および議決権行使先との利益相反の状況や管理方法などを記載することを金融商品取引法や信託業法によって義務付けるアプローチである。

しかしながら、このアプローチは、議決権行使助言会社を直接規制するのではなく、既に規制が及んでいる投資顧問会社等を通じ、間接的に議決権行使助言会社を規制するものであり、実効性は低いと考える。また、規制されていない機関投資家が議決権行使助言会社に助言等を委託する場合には、規制が及ばないという問題がある。

機関投資家は、上場企業の発行済株式総数の約42%（2011年度末現在）を保

有しており、株主総会に対し大きな影響力を有していることは事実である。したがって、運用パフォーマンスにかかわらず、上場企業のコーポレート・ガバナンスの観点において、議決権行使に関する情報が公表されることは必要である。また、効率化のため、機関投資家が、議決権行使助言会社を利用することも、投資家（投資信託の受益者や年金の加入者および受給者など）の利益最大化の観点では、有益であり、今後その役割は増大するであろう。

そこで、本稿は、議決権行使助言会社の規制案を検討し、提言を行った。ただし、近年では、各種のデリバティブ取引が開発され、かつ投資手法も多様化していることから、機関投資家の行う運用の市場へのインパクトやコーポレート・ガバナンスへの影響などを検証し、株主総会制度全体を含め、どのような制度枠組みが最適か、更なる研究が必要と考える。

#### 注

- 123) 金融商品取引法上の投資運用業ではないが、証券投資を行う点では、この定義の業務を行っているといえる。
- 124) ウォール・ストリート・ルールから長期分散投資への移行については、若杉敬明「コーポレート・ガバナンス——日本企業に何が求められているのか——」フィナンシャル・レビュー 60号 195頁（2001年）参照。
- 125) 大村敬一＝首藤恵＝増子信「機関投資家の役割とコーポレートガバナンス——機関投資家によるコーポレートガバナンスに関するアンケート調査結果から——」フィナンシャル・レビュー 60号 5頁（2001年）、関孝哉「株主構成と議決権行使」ジュリ 1271号 28頁（2004年）。
- 126) Tamar Frankel, *supra* note 53, at 391.

（本研究は、2012年度南山大学パツへ研究奨励金 1-A-2 の助成を受けている。）