

米国の投資顧問およびミューチュアル・ファンドの 議決権行使に関する法規制

関西学院大学法学部教授 石田 眞 得

目 次

はじめに

1. 米国における機関投資家の議決権行使に関する従来の学説の見方
2. 議決権行使と投資顧問の信託義務に関する議論
 - (1) Avon レターの考え方
 - (2) 投資顧問およびミューチュアル・ファンドの議決権行使
 - (3) 2003年の投資顧問法規則の改正

(4) 投資顧問の議決権行使に関する行政処分事例

(5) 議決権行使助言会社を利用する場合の投資顧問の義務

3. ミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する開示規制

(1) 背景

(2) 規制の内容

まとめ

はじめに

本稿では、資産運用業者の受託者責任に関する研究の一部として、とくに、米国の投資顧問およびオープンエンド型の投資会社であるミューチュアル・ファンドの運用資産に含まれる株式にかかる議決権行使に関し、どのような法規制が行われているのかを概観することを目的とする。

1. 米国における機関投資家の議決権行使に関する従来の学説の見方

米国では、直近の統計によると、米国会社が発行したエクイティ証券の31%を登録投資会社が保有する。投資会社のうち、ミューチ

ュアル・ファンドに限ってみても、24%を保有する⁽¹⁾。米国の世帯の43.6%がミューチュアル・ファンドを保有しており⁽²⁾、投資商品としても大きな位置を占める。このように米国企業への投資家（株主）としても、投資商品としても存在感の大きいミューチュアル・ファンドであるが、1990年代までの株主としての立場は受動的（passive）であったとされる⁽³⁾。近年、ミューチュアル・ファンドは、その保有する株式の数が増加するにつれ、従来のウォール・ストリート・ルールが妥当しなくなっており、投資先会社の業績の改善を求めるようになってきているといわれる⁽⁴⁾。

しかし、従来の議論では、ミューチュアル・ファンドを含む機関投資家が保有株式にかかる議決権を行使することへの期待は、かなり

低かったようである。すなわち、比較的高い頻度で保有証券の売買を繰り返す機関投資家は、大きなポジションとなるような株式保有を控える傾向にあり、投資先会社のコーポレート・ガバナンス問題に関与しても、期待される利益は小さく、すぐに得られるものでもなく、その利益は投資家が得るものとなる反面、これに伴うコストは高く、機関投資家自身がそのコストをすぐに負担しなければならないこととなるといった理由から、コーポレート・ガバナンス問題について合理的に無関心 (rationally apathetic) となる。そして、資産運用業界における他社との競争関係が機関投資家に長期的視点をもつことを難しくさせているので、こうした状況はさらに悪化するという指摘がされていた⁽⁵⁾。

このほかの事情として、従業員年金基金を顧客として獲得するため、あるいは、ミューチュアル・ファンドの関係者である投資銀行やブローカー・ディーラー等と投資先会社との関係を悪化させないため、ミューチュアル・ファンドは活発な株主行動を控えてきたことなども指摘されている⁽⁶⁾。さらに、議決権を行使するには、数百社または千社以上の投資先をもつ場合、情報を収集し、情報を得たうえでの議決権行使を行うためのコストがかかり、それが競合他社と比較したときにパフォーマンスを低下させるものとなる。そのうえ、このような努力は、同じ銘柄の株式を保有し、議決権行使にコストをかけない他の機関投資家にフリーライドを与え得るという見解も主張されていた⁽⁷⁾。

また、ミューチュアル・ファンドを投資対象として考える投資家は、他のファンドとの比較のなかで特定のファンドの運用成果に注目し、最も良い成果を出しているファンドを選択する傾向にある。したがって、ミューチュアル・ファンドは、たとえファンド株主の利益になるものであっても、投資先会社のコーポレート・ガバナンスの問題への関与のインセンティブが低く、そのような活動を行う

ための専門性を発展させようとしないと説明されていた⁽⁸⁾。

2. 議決権行使と投資顧問の信認義務に関する議論

(1) Avon レターの考え方

米国の機関投資家による保有株式にかかる議決権行使に関する米国政府機関の見解は、Avon Products 社の年金基金からの質問に対する労働省の回答 (Avon レター)⁽⁹⁾ がよく知られている。Avon レターでは、年金基金が保有する株式にかかる議決権の行使は、ERISA 法上の受託者に課せられる信認義務に含まれるものであるという立場を明確に示した。年金基金が投資運用業者に投資運用を委託した場合は、当該投資運用業者が議決権行使の義務を負うことも明示された⁽¹⁰⁾。年金基金の受託者は、思慮深く、もっぱら年金加入者のために議決権を行使しなければならないと、投資の価値に与える要素を考慮し、基金の利益を無関係な事項に劣後させてはならないとする考え方が示されたのである。Avon レターは、年金基金やファンド・マネジャー全般に、大きな影響を与えたといわれる⁽¹¹⁾。

保有株式の議決権の行使および投資方針に関して適用される場合の ERISA 法402条、403条および404条についての労働省の解釈通達である、IB-94⁽¹²⁾、IB-2008-2⁽¹³⁾ および IB-2016-01 (順次として代えられ、現在、IB-2016-01⁽¹⁴⁾ が29 C.F.R. §2509.2016-01として規定されている。) がその後発表されたが、年金基金の保有株式にかかる議決権の行使は、ERISA 法上の信認義務に服するとする従来の立場に変わりは見られない⁽¹⁵⁾。

(2) 投資顧問およびミューチュアル・ファンドの議決権行使

米国において投資顧問は、連邦最高裁の Capital Gain 判決⁽¹⁶⁾で、顧客に対し、信認義

務を負うとされた。投資顧問が顧客に対し、議決権行使に関して信認義務を負うかどうかは、上述の Avon レターによる投資マネジャーへの適用の明示からも肯定的に考えられてきたが、投資顧問法上ではその点は明らかでなかった。この点は、後述のように、1940年投資顧問法（以下、「投資顧問法」という）規則206(4)-6(a)において、投資顧問は、顧客の最善の利益のための議決権行使の確保を合理的に企図するような方針および手続を用いて議決権行使を行う信認義務を負う旨が規定され、投資顧問が議決権行使に関し信認義務を負うことが一層明確となった。

ミューチュアル・ファンドにあつては、基本的に、取締役会がファンドに代わって議決権を有し、その責務を負うが、取締役会は、この権限を当該ファンドの運用を行う投資顧問に対し、運用管理契約において委託しているのが通例である⁽¹⁷⁾。このような仕組みにおいては、投資顧問がその顧客であるミューチュアル・ファンドに対し信認義務を負うものとされ、かかる信認義務は、ミューチュアル・ファンドの保有する株式にかかる議決権の行使を含む、当該ミューチュアル・ファンドに代わって引き受けたすべての責務について及ぶと解されている⁽¹⁸⁾。そのため、投資顧問は、ミューチュアル・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、当該ミューチュアル・ファンドに代わって議決権行使をしなければならないこととされる⁽¹⁹⁾。

(3) 2003年の投資顧問法規則の改正

(ア) 背景

SEC は、ほとんどの場合において、顧客が投資顧問に対し保有株式の議決権行使を委託しているため、投資顧問がもつ強大な議決権の行使は、コーポレート・ガバナンスの改善に積極的な影響を与えうるものであるとの基本的な見方を示した。

さらに、SEC は、投資顧問の議決権行使

に伴う利益相反の問題を懸念していた。投資顧問は、顧客に対し信認義務を負うことから、明文の規定がなくても、注意義務により、投資先会社の事象を監視し、そして議決権を行使することが求められる。また、忠実義務により、投資顧問は、顧客の最善の利益となるような議決権行使が求められるとする。しかしながら、投資顧問またはその関係者は、年金基金の運用、従業員退職年金基金の管理、ブローカレッジ、引受け、保険や銀行サービスなどを提供する場合、当該サービスの提供先である会社の経営者から委任状の勧誘を受けることもあり得る。このほか、投資顧問の配偶者や親族が投資先会社の取締役や役員の地位にあることもあり得る。このような場合、経営者の提案に賛成しなければ、投資顧問はその会社との関係を悪化させることになるので、顧客の最善の利益が図られないおそれがあるという問題である。

以上のような認識のもと、2003年、SEC は投資顧問法の規則改正を行った⁽²⁰⁾。

(イ) 新規則の内容

新たな規制は次のことを要求する。すなわち、①投資顧問の議決権行使が顧客の最善の利益となることを確保するために合理的に策定された書面による方針および手続を採択し、これを実施すること、②議決権行使の方針および手続を顧客に説明し、要求に応じてそのコピーを提供すること、③どのように議決権行使を行ったかに関する情報の入手方法を顧客に開示すること、をすべての登録投資顧問に義務づけている（投資顧問法規則206(4)-6）。これに従わないで顧客の保有する証券に関し議決権を行使した投資顧問は、詐欺的、欺瞞的または相場操縦的行為を行ったものとして（投資顧問法206条4号）、刑罰または行政処分の対象とされる。

なお、新規則の採択通牒では、次のことが補足説明されている。SEC は、顧客から投資顧問への議決権行使の授権は、明示的または黙示的であることを問わないと解してい

る。ただし、議決権行使に関する助言を与えるのみであって、実際に議決権行使の権限を有しない投資顧問は対象外とされる。また、議決権行使の内容については、公衆向け開示は要求されていない。これは、投資顧問の場合、顧客の保有資産の内容が明らかとなってしまうことへの配慮によるものであり、したがって、顧客に対する開示のみが要求される。

投資顧問は、議決権の行使に関する方針および手続、受け取った委任状、議決権行使の内容、顧客からの議決権行使に関する情報の請求、ならびに、投資顧問が作成した議決権行使の決定の際に重要書類または決定の根拠となった書類等を記録または保存する義務を負う（投資顧問法規則204-2(c)(2)）。

(ウ) 議決権行使の要求の例外的ケース

SECによると、投資顧問の義務には、「顧客の議決権を行使する義務」と「顧客の最善の利益となるよう議決権行使する義務」が含まれるとされる。一見、議決権の不行使は信認義務違反となるかのように読めるが、SECは、すべての議決権を行使しなければ、投資顧問は常に信認義務違反に問われるわけではない、とする立場を明確に示している。それは、たとえば、顧客との間の契約上の授権内容にもよるし、一任されている場合でも、得られる利益が負担するコストより小さいときは、行使しなくてもかまわない（たとえば、外国の法人が発行する証券にかかる議決権行使には、通訳費用や旅費等がかかる等の場合）という見解が述べられている⁽²¹⁾。この点に関連する内容として、SECは、投資顧問に課せられる信認義務は、たとえば、積極的に委任状を勧誘したり、議案に反対したりすることにより、投資顧問にアクティビストとしての活動を求めるものでもない⁽²²⁾と述べている⁽²²⁾。

2014年に公表されたSEC投資管理局および会社財務局の解釈指針Q&Aでは、投資顧問と顧客との合意によって、投資顧問の議決権行使にかかる義務の範囲を柔軟に定めるこ

とが許される具体的な場合が例示されている⁽²³⁾。たとえば、投資顧問は、顧客から全部の議決権行使の授権を受けることも、一部の議決権につき行使の授権を受けることも可能である。顧客との合意があれば、投資顧問は当該顧客の保有株式にかかるすべての議決権の行使を棄権することも認められる。投資顧問は、経営者に推奨されるような議決権行使や、特定の株主からの提案にはすべて賛成するような議決権行使を行う、といった旨の合意をすることも認められるとする。

(エ) 利益相反の弊害を解消する方法

利益相反に関して、SECは次のような見解を示す。すなわち、投資顧問は、顧客に利益相反を開示し、かつ、議決権の行使前に顧客の同意を得るといった内容の方針を定めておけば、その方針は投資顧問法規則206(4)-6の要求を満たすものであり、その内容が実行されれば、投資顧問法上の信認義務を果たしたといえる。

しかし、顧客への開示とその同意がない場合、当該決定が顧客の最善の利益にかなうものであり、かつ、利益相反から生じた結果でないことを確保するための他の手段を講じる必要がある、そのことを証明できなければならないとする。そして、たとえば、あらかじめ定めた方針に従って議決権行使する方法や、あらかじめ定めた方針に従って独立した第三者の推奨に基づいて議決権行使をするといった方法は、当該議決権行使が利益相反の結果によるものではないことを証明しうるものであるとSECは解している⁽²⁴⁾。

(4) 投資顧問の議決権行使に関する行政処分事例

(i) Deutsche Asset Management, Inc. 事件⁽²⁵⁾

米国で議決権行使にかかる投資顧問の信認義務違反が問題となった事例は数少ないが、たとえば、ヒューレット・パカード社（以下、「HP社」という）とコンパック社の合併に際し、投資顧問の議決権行使が問題とさ

れた、次のような事例がある。2002年1月に、HP社は、上記合併の助言を得るため、ドイツ・バンクの投資銀行部門を雇い、前渡金として100万ドルを支払い、合併取引完了後にさらに100万ドルを支払うこととした。同年3月15日、ドイツ・バンクの一部門であるドイツ・アセット・マネジメント社（以下、「DAM投資顧問」）の議決権行使を判断する部署である投資委員会は、同投資顧問の顧客が保有するHP社株式約1,700万株につき、合併提案に反対の議決権行使をする旨を決定した。その後、DAM投資顧問の投資委員会は、ドイツ・バンクの投資銀行部門がHP社の合併のために支援を行っており、またHP社はドイツ・バンクと重要な事業上の関係にあることを知らされ、同年3月19日、議決権行使の内容を変更することを決定し、HP社の株主総会で合併提案に賛成とする議決権行使を行った。SECは、DAM投資顧問がその顧客に対し事前に利益相反関係の開示をしないで議決権行使を行ったことが、投資顧問法206条2号に違反するとして、民事制裁金等の行政処分を課した。

(ii) INTECH Investment Management LLC 事件⁽²⁶⁾

投資顧問の議決権行使に関し、開示義務違反が認められるとして、SECが行政処分を下したものとして次の事例がある。2003年の新規則の違反に問われたものである。

投資顧問であるI社は、顧客から議決権行使の権限を委託されていた。I社は、議決権を行使する際、すべての顧客の証券について、AFL-CIO（米国労働組合連合）の推奨に沿う形で議決権行使助言会社であるISS（Institutional Shareholder Services）により提供されるガイドラインに従うこととした。もっとも、それは、AFL-CIOのランキング調査でI社の順位を上げ、これによって現在の労働組合関係の顧客を維持し、かつ、新たに顧客を呼び込むことを意図するものであった。I社の方針および手続には、ISSのガ

イドラインに従うことは開示されていたが、ISSのガイドラインがAFL-CIOの推奨に従うものであることは開示していなかった。I社は、すべての顧客についてISSのガイドラインを用いたにもかかわらず、自己の利益とAFL-CIOの支持者でない顧客との間に生じた重大な利益相反を同社の議決権行使に関する方針および手続に記載していなかった。さらに顧客に十分な説明もしなかった。以上の行為が投資顧問法規則206(4)-6(a)および(c)に違反するとして、SECはI社に対し民事制裁金を課すなどの処分を行った。

(5) 議決権行使助言会社を利用する場合の投資顧問の義務

2000年代に急成長を遂げた議決権行使助言会社が提供するサービスを利用することにより、機関投資家は、情報を得たうえで議決権行使をすることに伴うコストの低減を図ることが可能となる。この場合、どの程度まで議決権行使助言会社に対し直接的または間接的に議決権行使の判断をゆだねることができるのか問題となる⁽²⁷⁾。もっとも、議決権行使助言会社は、顧客である機関投資家の投資先である会社にコンサルティング業務等を提供していることもあり、そのような会社の議決権行使を顧客に推奨する場合、利益相反の弊害が生じるおそれがある⁽²⁸⁾。2014年、SECの投資管理局および会社財務局の解釈指針は、このような問題への対応として、議決権行使助言会社に対し、議決権行使にかかる助言に関して利益相反を生じうる重大な関係があるときは、これを顧客に積極的に開示するよう求めている⁽²⁹⁾。

投資顧問やミューチュアル・ファンドの取締役会は信託義務を負うため、議決権行使を他の者に無条件に丸投げすることはできないと解する見方がある⁽³⁰⁾。上記2014年のSECスタッフの解釈指針は、前記(3)の新規則の要件を満たすものとして、議決権行使助言会社または第三者を通じて顧客の最善の

利益となる議決権行使を行うことを確保するために、投資顧問は議決権行使助言会社または第三者に対し十分な継続的監視 (ongoing oversight) を行うための合理的に策定された方針および手続を採択し実施するべきであるとされている⁽³¹⁾。また、投資顧問は、議決権行使助言会社の利益相反状況について、議決権行使助言会社から情報を徴求するなど、これを特定し対処するための合理的に策定された方法を定め実施するべきであるとされた⁽³²⁾。

3. ミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する開示規制

(1) 背景

ミューチュアル・ファンドは資本市場において大きな影響力をもつにもかかわらず、従来、その議決権行使がどのように行われたのかを開示することに積極的ではなかった。SECはこれを開示させることにより議決権行使の状況に透明性が生まれ、この透明性により、ミューチュアル・ファンドの株主が、自己の有する株式の価値に大きな影響を与える投資先会社のガバナンスへのミューチュアル・ファンドの関与を監視する (monitor) ことができるようになるとする。また、会社の不祥事から投資家のコーポレート・ガバナンスへの関心は高まっており、ミューチュアル・ファンドは、主要な株主として、会社のスチュワードシップを監視する際に重要な役割を果たしうるとした。

さらに、たとえば、投資顧問がある会社の年金基金の資産を運用する一方で、運用を任されているミューチュアル・ファンドの投資として当該会社の株式を保有する場合のように、ファンド株主と投資顧問との間で利益相反が生じるにもかかわらず、議決権行使の状況に関する情報が不足しているとSECは指摘した。そして、ミューチュアル・ファンドの議決権行使の状況を開示させることで、

ミューチュアル・ファンド株主の最善の利益に合致しないような議決権行使を抑止することができる」と説明された⁽³³⁾。

(2) 規制の内容

2003年にSECが定めた登録投資会社の議決権行使に係る開示制度の内容は、大別すると、(ア)議決権を行使する際に用いる各ファンドの方針および手続の開示、および(イ)議決権行使に係る記録の提出と開示からなる⁽³⁴⁾。

(ア) Form N-1A で開示される情報

クローズドエンドの管理型投資会社 (17 C.F.R. §274.11a-1, Form N-2) および管理型投資会社として組成された分離勘定 (17 C.F.R. §274.11b, Form N-3) についても同様の改正がなされているが、以下では、ミューチュアル・ファンドを念頭にオープンエンドの投資会社に関する規制を概観する。

ミューチュアル・ファンドは、登録時にSECに登録届出書を提出しなければならない (1940年投資会社法8条a項・b項)、登録に際して提出する書類の様式は、Form N-1Aによることとされている (17 C.F.R. §274.11A)。追加説明書はその一部を構成する。

追加説明書において、ミューチュアル・ファンドは、保有証券にかかる議決権行使 (vote proxy) をどのように決定するのかについての方針と手続を記載しなければならない。ここでは、ファンドの株主とファンドの運用を行う投資顧問、引受人等の関係者との間で利益相反が存在する場合の手続が含まれる。また、ミューチュアル・ファンドが投資顧問に議決権行使にかかる権限を委託しており、投資顧問が自己の定める方針と手続に従って議決権行使を行う場合、当該投資顧問の議決権行使にかかる方針と手続の記載が要求される。このほか、直近1年間の保有証券にかかる議決権行使をファンドがどのように行ったかに関する情報入手の方法 (無料通話、ファンドのウェブサイト、SECのウェブサイト (EDGAR)) を記載しなければならない

(Form N-1A, Item 13 (f))。

SECは、方針および手続について、一般的な内容だけでなく、特定の具体的問題に対する議決権行使に関する方針も定めるよう求めている⁽³⁵⁾。一般的な内容の例として、①ファンドが議決権行使を投資顧問その他の第三者に委託する範囲、第三者の推奨に依拠する範囲、②証券保有者の権利に重大な影響を及ぼしうる事項に関する方針および手続、③投資先の経営者の見解を支持または重視する程度に関する方針、が挙げられている。また、特定の問題の例として、①設立の州の変更、合併その他の企業組織再編、買収防衛に関する規定等を含む、コーポレート・ガバナンスに関する事項、②資本の減少や増加および優先株式の発行等を含む、資本構成の変更、③ストックオプションその他の経営者の報酬の問題、④企業の社会的責任の問題、が挙げられている。

(イ) Form N-PX で開示される情報

議決権行使にかかる情報の継続開示は次のとおりである。すなわち、登録小規模事業投資会社を除き、すべての管理型投資会社は、年次に、Form N-PX に従い (17 C.F.R. § 270.30b1-4)、過去12ヶ月間における議決権行使の記録をSECに対し提出しなければならない (1940年投資会社法規則30b1-4)。SECはこの情報を公表するものとしている。また、投資会社は、年次報告書、半期報告書および登録届出書の追加説明書において、電話での請求により、または、ファンドのウェブサイト上で、これらの情報を入手できる旨をファンド投資家に知らせなければならない。Form N-PX は、7月1日から6月30日までの状況を記載し、8月31日までにSECに提出することが求められている (Form N-PX のGeneral Instructions A)。

Form N-PX で要求される記載事項は、①保有証券の発行者の名称、②証券の取引銘柄コード、③証券番号、④株主総会の開催日、⑤議決権行使される議案 (matter) につい

ての簡単な説明、⑥議案が経営者側からの提案であるか株主提案であるか、⑦議案につきファンドが議決権を行使したか否か、⑧議決権行使の内容 (たとえば提案への賛否または棄権 (abstain)、取締役選任につき賛成または保留 (withhold) 等)、⑨経営者側の提案への賛否、である。これらの情報がForm N-PX により開示されることとなったが、開示の統一様式は定められていない。

(ウ) 利益相反状況の説明の要否

利益相反に関して開示を求めるのか、求めるならどの程度の内容の開示を要求するかは難しい問題であるが、SECの見解は、証券発行者との事業上もしくは財産上の関係または投資顧問やその関係者が証券発行者から受け取った手数料など、具体的な利益相反状況の説明を記載することまでは要しないというものである。SECによると、議決権の行使結果の情報が開示されれば、ミューチュアル・ファンド株主は議決権行使の状況を監視することができるだけでなく、ミューチュアル・ファンド側の開示の複雑さやコスト負担を回避することもできるとして、これを不要とした。

(エ) 方針・手続に合致しなかった議決権行使の開示の要否

Form N-PX に従い開示される個別結果について、自ら定めた議決権行使にかかる方針および手続に合致しないものがある場合に、これをミューチュアル・ファンドに開示させるか否かについて、規則提案段階ではこれを開示させることとされていた。一般から寄せられたコメントには、ミューチュアル・ファンドが方針と結果の齟齬を避けるため非常に抽象的な方針や手続を策定するようになるとの批判や、ミューチュアル・ファンドが大量の議決権行使の結果について分析し、方針や手続と異なる結果となったことについて説明をするのは、手間のかかる作業であり、コストも高いといった批判があった。最終的に、SECは提案内容を修正し、このような開示

は求めないものとした⁽³⁶⁾。

まとめ

以上みたように、米国では、投資顧問、ミューチュアル・ファンドの資産運用を行う投資顧問による投資先会社の株式にかかる議決権の行使は、信認義務に服するものと解されている。したがって、これら投資顧問等は、受認者として、注意を尽くして投資先会社の状況を監視しなければならず、顧客の最善の利益となるような議決権行使が要求される。もっとも、信認義務によって、受認者は常にすべての議決権を行使することが求められるかということ、米国労働省の解釈通達やSECの解釈では考慮要素としてコスト負担が大きい場合が例に挙げられており、必ずしもそうではないようである。また、議決権の行使を委託する方法も一様ではなく、バリエーションを加えることもSECの解釈指針では認められている。

日本の金融商品取引法（以下、「金商法」という）42条は、投資運用業（同法28IV）を行う金融商品取引業者の忠実義務および善管注意義務を規定する。すなわち、投資運用業者は、権利者のため忠実に投資運用業を行わなければならない。また、権利者に対し、善良な管理者の注意をもって投資運用業を行わなければならない。従来の裁判例または行政処分事例で金商法42条違反が問題となった行為には、投資一任業者や投資信託委託業者の運用責任（東京地判平成9・12・17判タ982号181頁・否定、大阪地判平成16・8・26判時1905号126頁・否定）、アセット・ミックス遵守義務違反（大阪高判平成17・3・30判時1901号48頁・否定：原審の神戸地判平成15・3・12判時1818号149頁は肯定、大阪地判平成18・7・12判時1963号88頁・損害の発生が認められないとして請求棄却）、行政処分事例として、目的外の運用方法、運用財産取得時の不十分な審査、投資決定後の不十分なモ

ニタリング、不適切な報告、買付価格に関する不十分な調査などがある⁽³⁷⁾。

では、投資運用業者が運用財産として保有する株式にかかる議決権の行使は、善管注意義務または忠実義務の対象となるだろうか。金商法には、この点に関する明文規定がなく、解釈にゆだねられている。議決権の行使は、運用財産の価値に影響を及ぼしうることから、位置づけとしては、「投資運用」業務の一環として行われるものといえる。従来の学説では、少なくとも、たとえば、第三者から要請を受けて、無批判にこれに従って議決権行使（その指図も含む）をすることや、特定の者の会社支配権等を維持するなど、権利者以外の者の利益を図るために議決権の行使をすることなどは、権利者の利益のために行うものとはいえず、忠実義務ないし善管注意義務に照らして許されないと解されている⁽³⁸⁾。

わが国の最近の重要な動きとして、スチュワードシップ・コード⁽³⁹⁾が定められ、原則5で、「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方針を持つとともに、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。」とされ、原則6では、「機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。」と定められた。機関投資家の議決権行使は、スチュワードシップ活動の重要な要素であり、適切な議決権行使を通じ、顧客等に対しスチュワードシップ責任を果たすことが期待されている⁽⁴⁰⁾。さらに、2017年5月29日に公表されたスチュワードシップの改訂コードは、機関投資家に対し、議決権の行使結果を個別の投資先会社および議案別に公表すること（いわゆる個別開示）を求めている⁽⁴¹⁾。

米国の投資顧問に対するような法的拘束力のある形ではないにしても、機関投資家の議

決権行使が受託者責任⁽⁴²⁾の内容として位置づけられ、明確化・意識化が図られつつある最近の動向を支持したい。それとともに、金商法42条に定める忠実義務および善管注意義務の解釈として、投資運用業者の議決権行使がどのような場合にこれらの義務に違反することとなるのか検討を深めて行くことも重要かと思われる。

【注】

- (1) The Investment Company Institute, 2017 Investment Company Fact Book (57th ed.), 14 (2017).
- (2) *Id.* at 112.
- (3) James Cotter, Alan Palmiter & Randall Thomas, ISS Recommendations and Mutual Fund Voting on Proxy Proposal, 55 *Vill. L. Rev.* 1, 8 (2010).
- (4) Alan R. Palmiter, Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose, 23 *Cardozo L. Rev.* 1419, 1435-36 (2002). 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)48頁～57頁。
- (5) John C. Coffee, Jr., Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, 91 *Colum. L. Rev.* 1277, 1328 (1991).
- (6) Cotter, Palmiter & Thomas, *supra* note (3) at 9.
- (7) Jill E. Fisch, Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?, 55 *Ohio St. L. J.* 1012 (1994); Paul H. Edelman, Randall S. Thomas & Robert B. Thompson, Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism, 87 *S. Cal. L. Rev.* 1359, 1379, 1392-93 (2014).
- (8) Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and The Revaluation of Governance Rights, 113 *Colum. L. Rev.* 863, 890, 895 (2013).
- (9) Pension and Welfare Benefits Administration, U. S. Department of Law, 1988 WL 897696 (Feb. 23, 1988).
- (10) 米国 ERISA 法上の議決権行使に関する労働省の解釈 Avon レターについて、海外情報「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」商事法務1367号(1994)36頁、森田章「機関投資家」商事法務1466号(1997)35頁等。
- (11) 三和裕美子『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス』(日本評論社、1999)155頁。
- (12) 59 *Fed. Reg.* 38863 (July 29, 1994).
- (13) 73 *Fed. Reg.* 61731 (Oct. 17, 2008).
- (14) 81 *Fed. Reg.* 95879 (Dec. 29, 2016).
- (15) 2016年に改訂された解釈通達において、労働省は、基本的には、基金の投資の価値に影響を与えうる問題に関して、信託義務のもとで受託者は議決権を行使することが要求されるとしつつ、たとえば外国の会社の株式にかかる議決権行使のような特別な場合には、異常なコストや異例の義務の負担が生じうるため、受託者は、追加的なコストを正当化できるほどに、議決権行使が年金基金の投資の価値に効果をもたらすと期待されるかどうかを考慮するべきであるとの解釈を示している。*Id.* at 95883.
- (16) *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U. S. 180, 201 (1963).
- (17) SEC, Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, IC-Rel. No. 25922 (Jan. 31, 2003), 68 *Fed. Reg.* 6564-01, 6565 (Feb. 7, 2003).
- (18) *Ibid.*
- (19) *Ibid.*
- (20) SEC, Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers, IA-Rel. No. 2106

- (Jan. 31, 2003), 68 Fed. Reg. 6585-01, 6586 (Feb. 7, 2003).
- (21) Id. at 6587 n.18.
- (22) Id. at 6587 n.19.
- (23) SEC, Division of Investment Management & Division of Corporation Finance, Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms, Staff Legal Bulletin No. 20, Question 2 (June 30, 2014).
- (24) SEC, supra note (20) at 6587-88.
- (25) In the Matter of Deutsche Asset Management, Inc., SEC, IA-Rel. No. 2160 (Aug. 19, 2003).
- (26) In the Matter of INTECH Investment Management LLC and David E. Hurley, SEC, IA-Rel. No. 2872 (May 7, 2009).
- (27) Stephen Choi, Jill Fisch & Marcel Kahan, Who Calls the Shots? How Mutual Funds Vote on Director Elections, 3 Harv. Bus. L. Rev. 35, 39 (2013).
- (28) 法的問題の詳細につき、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巻2号(2012)43頁、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＝神田秀樹編集代表『会社・金融・法 [上巻]』(商事法務、2013)187頁等。
- (29) SEC, supra note (23) at Question 11.
- (30) Jennifer S. Taub, Able but not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisers to Advocate for Shareholders' Rights, 34 J. Corp. L. 843, 888 (2009).
- (31) SEC, supra note (23) at Question 4.
- (32) Ibid. 高橋真弓「議決権行使助言会社に対する規制論の根拠と近年の展開」証券アナリストジャーナル53巻11号(2015)32頁～34頁。
- (33) SEC, supra note (17) at 6565-66.
- (34) 同規則の提案内容および提案の背景について、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」資本市場クォータリー Vol. 6-3 (2003) 88頁。さらに、中村美紀子「株式投資信託による議決権代理行使の開示に関する一考察—ミューチュアル・ファンドにおける強制開示の議論を参考に—」信託研究奨励金論集27号(2006)99頁、清水・前掲注(4)103頁～114頁も参照。
- (35) SEC, supra note (17) at 6567.
- (36) Id. at 6565-70.
- (37) 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦『金融商品取引法コンメンタール2』(商事法務、2014)418頁～428頁 [石田眞得]。
- (38) 戸田嘉徳「改正証券投資信託法および省令の解説」別冊商事法務研究6号(1968)14頁、神崎克郎『証券取引法 [新版]』(青林書院、1987)517頁、神田＝黒沼＝松尾・前掲注(37)421頁 [石田]。
- (39) 「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～(平成29年5月29日)。
- (40) 笠原基和「『責任ある機関投資家の諸原則』《日本版スチュワードシップ・コード》の概要」商事法務2029号(2014)65頁～66頁。
- (41) 田中亘「日本版スチュワードシップ・コードの改訂」資料版/商事法務398号(2017)6頁、浜田幸「議決権行使結果の個別開示をめぐる議論と機関投資家の対応状況」商事法務2145号(2017)37頁等を参照。
- (42) スチュワードシップ・コードと受託者責任の関係につき、神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向—スチュワードシップ・コードを中心として—」商事法務2030号(2014)13頁。