

## 米国における信託兼営金融機関の利益相反管理

### 一 信託兼営金融機関が管理・運営するミューチュアル・ファンドへ受託財産を投資する事案を中心に

香川大学法学部教授 溝 渕 彰

#### 目 次

- 一 はじめに
- 二 忠実義務と利益相反禁止の原則と例外
- 三 信託兼営金融機関の管理・運営するミュー  
チュアル・ファンドと二重の報酬

- 四 信託兼営金融機関の管理・運営するミュー  
チュアル・ファンドの議決権の代理行使
- 五 結び

#### 一 はじめに

本稿は、米国における信託兼営金融機関における利益相反管理を中心に考察を行うものである。具体例として、第3次信託法リステイトメント<sup>(1)</sup>と統一信託法典<sup>(2)</sup>のコメントで取り上げられている信託兼営金融機関が管理・運営するミューチュアル・ファンドに受託財産を投資するケースを取り上げる。特に、このケースにおいて信託兼営金融機関が投資顧問として助言に係る報酬を受け取る場合と顧客の議決権行使を行う場合に生じる利益相反の問題を取り上げ考察する。

まず、信託関係における受任者<sup>(3)</sup>の忠実義務とこれに由来する利益相反禁止の原則と例外の基本的な考え方について検討する（後述二参照）。

次に、第3次信託法リステイトメントと統一信託法典を参照しながら、利益相反禁止の原則の例外として、信託兼営金融機関が管理・運営するミューチュアル・ファンドに受託財

産を投資するケースを取り上げて、二重の報酬の問題を中心に考察する（後述三参照）。

最後に、三で取り上げたケースを前提に、信託兼営金融機関が投資顧問として顧客の議決権の代理行使を行う場合に生じる利益相反の問題を取り上げて考察する（後述四参照）。

本稿では米国の信託法を検討するにあたり、第3次信託法リステイトメントと統一信託法典を中心に取り上げる。これは以下の理由による。まず、米国の信託法研究では忠実義務につきこれらを取り上げた研究がなされているからである<sup>(4)</sup>。次に、第3次信託法リステイトメントは、必ずしも常にそうというわけではないものの、信託法において広く普及しているコモン・ローを法典化しており<sup>(5)</sup>、米国の信託法を研究する上で重要と考えられるからである。最後に、統一信託法典は、相当数の州によって採択され立法化されている模範法であることから<sup>(6)</sup>、米国の信託法を研究するにあたって重要な法典と考えられるからである。

## 二 忠実義務と利益相反禁止の原則と例外

米国の信託法においては、忠実義務は受託者の不可分の忠実性 (undivided loyalty) を求める<sup>(7)</sup>。第3次信託法リステイトメントは、受託者はもっぱら受益者の利益のためにのみ (solely in the interest of the beneficiaries)、信託財産を管理する義務を負うと規定する<sup>(8)</sup>。これと同様に、統一信託法典も受託者はもっぱら受益者の利益のためにのみ信託財産を管理すると規定する<sup>(9)</sup>。以下では、これを排他目的ルールと呼ぶことにする。

第3次信託法リステイトメントは、そのコメントで信託を管理するにあたっては、受託者は第三者の利益や信託の目的を達成すること以外の動機により影響を受けない義務を受託者に対して負っているという<sup>(10)</sup>。この不可分の忠実性という排他目的ルールは、自己取引や自己取引でなくとも受託者の信認義務と個人的な利益が相反する利益相反取引〔以下では、自己取引も併せて「利益相反取引」ということにする〕を受託者が行うことを原則的に厳格に禁止することで実現されている<sup>(11)</sup>。なお、①委託者が明示又は黙示に信託条項で利益相反取引を許可していること、②完全な情報開示の後で受益者が同意したこと、③事前に裁判所が許可を与えていたこと、だけは受託者が抗弁として主張できる<sup>(12)</sup>。

不可分の忠実性が要求される忠実義務は特に厳格であり、予防的な理由からほとんどの状況においてその禁止は絶対的なものとされる<sup>(13)</sup>。絶対的に禁止される根拠は個人的な利益が受託者の義務と相反する場合には、受託者が誘惑に抗うのは困難だろうという認識を起点とする。このような状況の中で信託関係に特有の理由から信託法の方針は、受託者を監視して受託者が誘惑に屈した場合に濫用を明らかにし罰しようとするよりも受託者に誘惑が生じる機会を全て排除することを一

フォルトルールとして一選好したわけである。この厳格に禁止するという方針は、受託者の利害関係のない客観的な判断を受益者は奪われることがないという状況も保証することになる。

受託者の経営判断の妥当性や受託者の裁量につき後付けで判断することは本来的に主観的なことであり、かつ現実的でないことである<sup>(14)</sup>。受託者が一通常は長期間に渡って一日常的に信託財産を管理し、信託記録を管理していることから不正行為を隠蔽する機会があることや不正行為を隠ぺいすることが比較的容易であること一あるいは少なくともタイムリーな情報がないことや関連する証拠を隠滅する可能性があること一からこの傾向はさらに悪化することになる。受益者の観点、とりわけ、実際の不適切な行為を妨げ発見する努力は効果がないと言えないまでも非効率と考えられる。

不可分の忠実性の原則は、不探求の原則 (no further inquiry rule) によりエンフォースされる<sup>(15)</sup>。この原則の下では、問題となる行為が誠実に行われたこと、信託条項が公正であったこと、受託者に利益が生じたこと、を証明することは重要ではない<sup>(16)</sup>。前述した三つの例外、すなわち、①委託者が明示又は黙示に信託条項で利益相反取引を許可していること、②完全な情報開示の後で受益者が同意したこと、③事前に裁判所が許可を与えていたこと、が実際には抗弁として主張されることになる<sup>(17)</sup>。①から③に該当しなかったとしても、特定の取引は受託者に一般的に適用される利益相反禁止の原則に該当しない例外とされる<sup>(18)</sup>。このような例外についても、受託者に利益相反の誘惑が現に存在する。しかしながら、効率性や受益者の利益を全般的に考慮して、また利益相反に内在するリスクが最小限あるいは管理可能な程度であることから、受託者の忠実義務の問題に対する信託法の厳格かつ予防的なアプローチから逸脱することが正当化されている。ただし、このよ

うな例外にあたる場合であっても、公正、忠実に受益者の利益のために合理的に行動する受託者の義務が排除されるわけではない。

他方、統一信託法典も第3次信託法リステイトメント78条(b)項に相当する規定として802条(b)項を定める<sup>(19)</sup>。すなわち、原則として、信託財産の投資又は管理に関連した売買、担保設定その他の取引であって、受託者の個人勘定で受託者により行なわれたもの、あるいはそれ以外でも受託者としての利益と個人の利益が相反することによる影響を受けるものについては、当該取引により影響を受けた受益者は取り消すことができる<sup>(20)</sup>。

なお、排他目的ルールを導入していることにつき異論がないわけではない<sup>(21)</sup>。信託法は最善の利益ルールへと変更すべきであると主張する者もある<sup>(22)</sup>。この最善の利益ルールに従うと、不探求の原則が適用されず、更なる調査が可能になる。すなわち、忠実義務違反で提訴された受託者は、利益相反取引が合理的に行われ、受益者にとり最善の利益であったことを主張・立証することが許される。ただ、現行の信託法上は、排他目的ルールが確立していると考えられているようである<sup>(23)</sup>。

過度に利益相反を拡張する問題に対処するために、排他目的ルールから最善の利益ルールへと変更するのではなく、排他目的ルールにはいくつかの例外が認められて来た。このような場合、不探求の原則の下でも、誠実さや公正性について調査することが認められる。このうちの 하나가以下に説明する金融機関が管理・運営するミューチュアル・ファンドへ受託財産を投資する事案である<sup>(24)</sup>。

### 三 信託兼営金融機関の管理・運営するミューチュアル・ファンドと二重の報酬

銀行が信託サービスを提供する場合<sup>(25)</sup>、銀行は受託者の義務を負う<sup>(26)</sup>。以下におい

ては、信託兼営金融機関が管理・運営するミューチュアル・ファンドを有している場合に、このようなファンドに受託財産を投資する際に生じる利益相反に関わる問題として二重の報酬の問題を検討する<sup>(27)</sup>。

受託者がミューチュアル・ファンドに受託財産を投資することにはメリットがある<sup>(28)</sup>。共同信託基金 (common trust fund)<sup>(29)</sup>と比較してミューチュアル・ファンドの株式は、信託受益権が消滅する場合に現物で分配することができ、清算することや課税目的で信託に関連する利益を認識することを避けることができる。また、ミューチュアル・ファンドは株式に日々価格付けが行われるので、受益者はファンドのパフォーマンスについてより良い情報を入手できる。この他、受託者の口座と非受託者の口座とを併せることができるので、運用資金の規模を大きくすることができ、これにより分散効果を高め、規模の経済を生み出して投資コストを下げるができる。

他方、ミューチュアル・ファンドへの投資には潜在的に多くのデメリットもある。信託に新たなコストが加わり、受託者がファンドの取引の性質やタイミングに関するコントロールを失うことになる。受託者やその関連会社がスポンサーとなっているミューチュアル・ファンド、あるいは受託者が特別な手数料を受け取っているミューチュアル・ファンドに受託者が投資を行う場合には、受託者の忠実義務や慎重な投資を行う義務、そして、妥当な報酬のみを受け取る権利を巡って訴訟が提起されることもあった。金融機関の受託者は、通常、ファンドに対し助言サービスを提供し、そのファンドから手数料を受け取ることになるので、このようなファンドに個人の信託財産を投資することは合理的ではなく、追加の報酬を生み出す努力によって動機付けられているという主張もなされる。金融機関の受託者はしばしば、信託の管理に対しても通常の手数料を請求するため、金融機関

が受け取る直接的・間接的な報酬総額は過大であるという主張もなされる。

ほとんどの州の制定法の下では、受託者やその関連会社が受託者以外の資格でサービスを提供する投資信託や投資会社が信託や投資に対し課される手数料からそのようなサービスに対する報酬を受託者に支払うとしても、投資が合理的であれば、このような投資信託や投資会社の証券に受託者が投資するのを妨げられることはない<sup>(30)</sup>。このような制定法によると、受託者は受益者に対して追加的に支払われる報酬の比率とこのような報酬の決定方法という受益者に報告しなければならない情報に関して、制定法に定める所定の要件を満たすことが必要とされている<sup>(31)</sup>。なお、法人受託者が管理・運営するミューチュアル・ファンドへの関与についての制定法上の例外は、このような受託者が合理的に権限を行使すべきとする通常の義務を免除するものではない<sup>(32)</sup>。また、受益者の利益のために行動する基本的な義務、公平義務、その他受託者の地位から生じる義務を負わないとされるわけでもない。

統一信託法典802条(f)の一部は、このような制定法の規定に基づいて定められている。まず、受託者が受託者以外の立場で受託者又はその関連会社がサービスを提供する投資会社又は投資信託の証券に受託財産を投資する場合、投資が統一信託法典第9編に定めるブルーデント・インベスター・ルールに従っていれば、個人の利益と受託者の利益が相反することにより影響を受けていると推定されない<sup>(33)</sup>。受託者はミューチュアル・ファンドに投資するかどうかを決定する際に、受益者の利益より自己の利益を優先させてはならない<sup>(34)</sup>。

また、受託者としての行為に対し支払われる報酬に加えて、受託者が受託者以外の資格で行うサービス提供に対して、投資会社又は投資信託より受託者は報酬を受領することができる<sup>(35)</sup>。統一信託法典802条(f)は、このよ

うな二重に受け取る報酬の取り決めがなされているからといって、受託者の個人的な利益と受託者としての利益が相反すると自動的に推定されないことを明確にする<sup>(36)</sup>。ただし、このような場合も受託者の義務は免除されず、かつ軽減されることもない。

なお、受託者が投資顧問サービスや投資運用サービスを提供することに対して投資会社又は投資信託から報酬を受け取る場合、統一信託法典813条に従って年次報告書の複写を受領する権利を有する受益者にこのような報酬の比率と決定方法につき少なくとも毎年通知しなければならない<sup>(37)</sup>。

#### 四 信託兼営金融機関の管理・運営する ミューチュアル・ファンドの議決権の 代理行使

投資顧問サービスを提供する信託兼営金融機関が1940年投資顧問法に規定する投資顧問<sup>(38)</sup>に該当し、このような投資顧問サービスの一環として、顧客であるミューチュアル・ファンドの議決権を代理行使する場合における利益相反管理に関わる問題について以下に考察を進める<sup>(39)</sup>。

1940年投資顧問法206条(4)項は、投資顧問が詐欺的な行為に関与すること等〔以下では、詐欺的な行為等という〕を禁止している<sup>(40)</sup>。また、米国証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission: SEC, 以下、SEC という) は、この詐欺的な行為等及びこれらの行為等を禁止するために合理的に考案された方法について規則等で規定しなければならない。1940年投資顧問法規則は、投資顧問が顧客の株式等の証券〔以下、証券という〕に関して議決権を行使する場合、以下の要件を満たさなければ、1940年投資顧問法206条(4)項の意味での詐欺的な行為等に該当すると規定する<sup>(41)</sup>。

第一に、投資顧問は確実に顧客の最善の利益になるように議決権を行使するために、合

理的に作成された書面による方針や手続を採用し実行する必要がある<sup>(42)</sup>。この手続は顧客の利益と投資顧問の利益の間に生じる可能性がある重大な利益相反の問題にどう対処するかを内容としていなければならない。第二に、顧客の証券につきどのように議決権を行使したかという情報を顧客が投資顧問から入手する方法を顧客に開示する必要がある<sup>(43)</sup>。第三に、顧客に対して議決権行使の方針と手続を説明し、顧客の要求があれば、このような方針と手続の複写を要求した顧客に交付する必要がある<sup>(44)</sup>。

この規則を採択した際に発出されたりリリースの中でSECは、以下のように説明している<sup>(45)</sup>。顧客の株式の議決権を行使する権限の範囲は、アドバイザー契約の中で定められている。投資顧問が議決権を行使する権限を有する場合、受託者の注意義務に基づいて会社の行為を監視し、顧客のために議決権を代理行使しなければならない。しかし、必ずしも全て議決権を行使しなければ、受託者の義務に違反するわけではない。議決権を代理行使する費用が顧客にとって予想される便益を超過する場合のように、議決権を行使しないことが顧客の最善の利益となることもあるからである。なお、受託者の義務を果たすために、投資顧問は顧客の最善になるように議決権を代理行使しなければならない。自らの利益を顧客の利益に置き換えてはならないとする。加えて、①事前に決定された議決権行使方針に基づいて議決権を行使した場合（株主に提示された議題にこの方針をあてはめる場合に投資顧問に裁量がほとんどないことが必要である）、②独立した第三者の推奨により定められた方針に従い議決権を行使した場合、議決権行使が利益相反の産物ではないことを証明できると明言する。

このリリースを発出した後、SECは、独立した第三者の推奨に従い、投資顧問が議決権を行使することは投資顧問の利益相反を「浄化する」ことを議決権行使助言会

社<sup>(46)</sup>である Eagan Jones Proxy Services<sup>(47)</sup>と Institutional Shareholder Services〔以下、ISS という〕<sup>(48)</sup>のノーアクションレターの中で明らかにすることも行った<sup>(49)</sup>。ただ、SECは、議決権行使助言会社のような第三者を利用する場合であっても、委任状勧誘規則を遵守するためにも、投資顧問が顧客の最善の利益を図って議決権を行使するよう第三者に対し継続的に十分な監視を行う目的で策定された方針と手続を採用すべきとしている<sup>(50)</sup>。しかし、2018年になり、前述した二通のノーアクションレターが発出された2004年以降の動向一議決権行使助言会社につき提起された問題点を含む一を踏まえて、このノーアクションレターは撤回された<sup>(51)</sup>。

2019年にSECは投資顧問による議決権の代理行使の責任に関するガイドラインを発出した<sup>(52)</sup>。この中でSECは、議決権行使助言会社を利用するか否かを判断する際には、議決権行使助言会社が自身の利益相反の特定や対処の方法に関する方針や手続を有しているか否かを判断する必要があると述べている。

2020年に議決権行使助言会社の利益相反に関連した委任状勧誘規則の改正が行われた<sup>(53)</sup>。これまで議決権行使に係る助言行為は委任状勧誘における「勧誘」ではないため、所定の書式による情報提供義務等を回避することが可能であった。しかし、今回の規則改正によると、この適用除外を受け続けるための要件の一つとして、議決権行使助言会社の利益相反に関する情報を開示することが必要とされることとなった<sup>(54)</sup>。

## 五 結 び

以上、忠実義務と利益相反取引の禁止の原則について検討した後に、例外的に認められる信託兼営金融機関が管理・運営するミューチュアル・ファンドに受託財産を投資するケースを取り上げ、このような金融機関が投資顧問として投資顧問サービスに係る報酬を受

け取る場合と顧客の議決権につき代理行使を行う場合に生じる利益相反の問題につき考察して来た。

最後に今後の課題を述べて本稿を締め括りたい。

まず、本稿は表題の研究テーマに対し米国信託法の考え方を自分なりにまとめたものである。従って、わが国における信託法に関する考察は行っていない。本稿において明らかにされた米国信託法における利益相反の禁止とその例外の考え方を参照しながら、わが国の忠実義務（信託30条）や利益相反行為の制限（信託31条）の規定を中心に検討する余地がある。この点について今後の課題と致したい。

次に、本稿で取り扱ったのは、信託兼営金融機関が管理・運営するミューチュアル・ファンドに受託財産を投資するケースのうち、ごく一部の論点について取り上げたに過ぎない。今回取り上げた点以外にも多くの論点があると考えられる。今回考察しきれなかった論点についても今後の検討課題と致したい。

最後に、本稿では、議決権行使助言会社と米国で新たに設けられた法規制につき若干検討を行っている。しかしながら、本稿は議決権行使助言会社と法規制を直接考察対象にしたものではない。議決権行使助言会社には利益相反等の検討を要する多くの法的な論点が存在する。この点についても今後の検討課題と致したい。

#### 【注】

- (1) Restatement (Third) of Trusts.
- (2) Uniform Trust Code. 統一信託法典については、<https://www.uniformlaws.org/HigherLogic/System/DownloadDocumentFile.ashx?DocumentFileKey=3d7d5428-dfc6-ac33-0a32-d5b65463c6e3&forceDialog=0>参照。
- (3) 信託の受託者は信託関係にある (Daniel B. Kelly, *Fiduciary Principles in Fact-*

*based Fiduciary Relationships*, in *THE OXFORD HANDBOOK OF FIDUCIARY LAW* 3 (Evan J. Criddle et al eds. 2019)) ので、信託関係における受任者は、受託者 (fiduciary) の義務を負うことになる。

- (4) 例 え ば、Robert H. Sitkoff, *Fiduciary Principles in Trust Law*, in *THE OXFORD HANDBOOK OF FIDUCIARY LAW* 44-46は、第3次信託法リステイトメントと統一信託法典を中心に忠実義務につき考察を加えている。
- (5) Robert H. Sitkoff & Jesse Dukeminier, *Wills, Trusts and Estates* 390 (10th ed. 2017). なお、第3次信託法リステイトメントの翻訳については、樋口範雄=神作裕之編『現代の信託法 アメリカと日本』342-362頁 (弘文堂、2018年) を参照した。
- (6) 2016年末時点では、統一信託法典は、32の法域で立法化されている (Sitkoff & Dukeminier, *supra* note (5) at 389)。統一信託法典については、例えば、John E. Langbein, *Why Did Trust Law Become Statute Law in the United States?*, 58 *Ala. L. REV.* 1069 (2007) 参照。
- (7) Sitkoff, *supra* note (4) at 44. 以下の記述については、Sitkoff, *supra* note (4) 44-46及び Sitkoff & Dukeminier, *supra* note (5), 596-611を参照している。また、信託における忠実義務に関する総合的な研究として、姜雪蓮『信託における忠実義務の展開と機能』(信山社、2014年) 参照。なお、「不可分の忠実性」という訳語については、樋口範雄『アメリカ信託法ノートII』131頁 (弘文堂、平成15年) を参照した。
- (8) Restatement (Third) § 78(1) (Am. Law Inst. 2007). なお、公益信託の場合、もっぱら公益目的のために信託財産を管理する義務を負わなければならないとす

- る。
- (9) Unif. Trust Code § 802(a) (Unif. Law Comm'n 2004). 統一信託法典802条(a)項は、公益信託にも適用が及ぶ。公益信託においては、受託者は公益目的を実現するためにのみ信託を管理しなければならないとされる (Unif. Trust Code § 802 cmt.)。なお、統一信託法典802条の翻訳については、樋口・前掲注 (7)・124-127頁を参照した。
- (10) Restatement (Third) § 78 cmt. f (Am. Law Inst. 2007).
- (11) Restatement (Third) § 78(2) (Am. Law Inst. 2007). 不可分の忠実性は、(1)項で定められ、(2)項で増幅されていると説明される (Restatement (Third) § 78 cmt. b (Am. Law Inst. 2007).)。
- (12) Restatement (Third) § 78 cmts. c(1)-(3) (Am. Law Inst. 2007). Sitkoff, *supra* note (4) at 44. なお、姜雪蓮・前掲注 (7)・320頁は、このような三つの場合以外の例外も含めた全ての例外について禁止が解除されると表現する。
- (13) Restatement (Third) § 78 cmt. b (Am. Law Inst. 2007).
- (14) *Id.*
- (15) Sitkoff, *supra* note (4) at 44. 不探求の原則という訳語については、姜雪蓮・前掲注 (7)・320頁参照。
- (16) Restatement (Third) § 78 cmt. b (Am. Law Inst. 2007).
- (17) Sitkoff, *supra* note (4) at 44.
- (18) Restatement (Third) § 78 cmt b (Am. Law Inst. 2007). なお、これらの例外については、第3次信託法リステイメントのコメントの中で解説されている (Restatement (Third) § 78 cmt c(4)-(8) (Am. Law Inst. 2007).)。このコメントの中でc(4)からc(7)については、コモンロー上の問題と認識されている (しばしば法典化もされている)。c(8)のみ大半の米国の法域で特に、立法化された制定法により導入された (あるいはこのような制定法に依拠する) 例外につき説明している。
- (19) Unif. Trust Code § 802(b) (Unif. Law Comm'n 2004). 翻訳については、樋口・前掲注 (7)・124-125頁を参照した。
- (20) ただし、当該取引が信託条項で認められている場合、当該取引が裁判所によって承認されている場合、統一信託法典1009条に従い受益者が受託者の行為に同意を与えた場合等の五つの例外 (Unif. Trust Code § 802(b)(1)-(5) (Unif. Law Comm'n 2004)) は除く。また、この取消は、統一信託法典1012条で定める受託者と取引する者又は受託者を補助する者が有する権利には影響を与えないこととされている。
- (21) Sitkoff, *supra* note (4) at 45.
- (22) John H. Langbein, *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest*, 114 *YALE L. J.* 929 (2005). このラングバイン説に反対する見解として、Melanie B. Leslie, *In Defense of the No Further Inquiry Rule: A Response to Professor John Langbein*, 47 *WM. & MARY L. REV.* 541 (2005) 参照。
- (23) Sitkoff, *supra* note (4) at 45.
- (24) この例外が第3次信託法リステイメントのコメントのc(8)で説明されており (Restatement (Third) § 78 cmt. c (8) (Am. Law Inst. 2007) 参照)、統一信託法典においても触れられている (Unif. Trust Code § 802 cmt. (Unif. Law Comm'n 2004)) 例外である。
- (25) 例えば、通貨監督官 (Comptroller) は、国法銀行 (national bank) が受託者となる信託業務を行うことにつき許認可権限を有する (12 U.S.C. § 92a(a))。
- (26) Andrew F. Tuch, *Fiduciary Principles*

- in Banking, in THE OXFORD HANDBOOK OF FIDUCIARY LAW 138. 信託兼営銀行の利益相反管理につき考察した文献として、松尾直彦「第4章 信託兼営銀行の利益相反管理の考え方」神作裕之編『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』（岩波書店、2019年）参照。
- (27) 米国では、主要な銀行が商業銀行や投資銀行と考えられる活動以外の活動を行うことがある（詳細は、例えば、Andrew F. Tuch, *Financial Conglomerates and Information Barriers*, 39 J. CORP. L. 563 (2014) 参照）。例えば、銀行はアセット・マネージャーとして、主に外部の投資家が出資した資金を集めたファンドを管理・運営している。この資格において銀行は、受託者の範疇にあると認められる投資顧問や受託者として行動している（Tuch, *supra* note (26) at 126）。なお、適用される法が認める限り、国法銀行が受託者勘定の資金をこのようなファンドに投資することも許される（12 C.F.R. 9.12 (a)）。銀行規制の下における銀行の管理・運営するミューチュアル・ファンドと利益相反問題に係る二重の報酬の問題に関しては、Restatement (Third) § 78 Reporter's Note on § 78 cmt. c (8) (Am. Law Inst. 2007) 及び Unif. Trust Code § 802(f) (Unif. Law Comm'n 2004), Unif. Trust Code § 802 cmt (Unif. Law Comm'n 2004) 参照。なお、金融機関が管理・運営するミューチュアル・ファンドは、“proprietary mutual fund” と呼ばれる。
- (28) 以下のメリットとデメリットの記述は、Unif. Trust Code § 802(f) cmt (Unif. Law Comm'n 2004) に基づく。なお、統一信託法典802(f)の翻訳については、樋口・前掲注 (7)・126頁参照。
- (29) 米国における銀行の行う共同信託基金と法規制について論じた文献として、三浦康平「fiduciaryとしての銀行—Common Trust Fundにおける払戻しルールを中心に—」駒澤法学13巻4号55頁（2014年）参照。
- (30) Restatement (Third) § 78 cmt. c (8) (Am. Law Inst. 2007). 関連会社は Affiliate の翻訳であるが、リポーターズ・ノートによると、この定義は、ERISA (Employee Retirement Income Security Act of 1974) における規則 (29 C.F.R. § 2510.3-21(e)) の定義に従うとされている (Restatement (Third) § 78 Reporter's Note cmt. c (8) (Am. Law Inst. 2007)). なお、規則の要旨については、Restatement (Third) § 78 Reporter's Note cmt. d (Am. Law Inst. 2007) 参照。便宜上、以下では、個人も含めて関連会社ということとする。統一信託法のコメントによると、ほぼ全ての州において、受託者が報酬を得る可能性があるファンドに受託者が投資することを認める制定法を定めているという (Unif. Trust Code § 802 cmt (Unif. Law Comm'n 2004)). また、銀行が受託財産をミューチュアル・ファンドに投資することが制定法により明示に認められることと受託者が制定法の要求するプルデント・インベスター・ルールに従うことを強調する裁判例 (McMillen v. First Am. Trust Co. (In re Estate of Vail), 722 N.E.2d 248) を第3次信託法リステイトメントのリポーターズ・ノートは取り上げている (Restatement (Third) § 78 Reporter's Note cmt. c (8) (Am. Law Inst. 2007)).
- (31) Restatement (Third) § 78 cmt. c (8) (Am. Law Inst. 2007).
- (32) この義務は第3次信託法リステイトメント第77条に定められているが、この義務には第3次信託法リステイトメント90



- 条から92条のブルーデント・インベスター・ルールに従うことも含まれる。
- (33) Unif. Trust Code § 802(f) (Uni Law Comm'n 2004). 関連会社という用語は、統一信託法典802条(c)では使用されていないが、そこで列挙されている個人や法人は関連会社の例とされる (Unif. Trust Code § 802 cmt (Unif. Law Comm'n 2004)). また、第3次信託法リステイトメントのように、ERISA の規則 (29 C.F.R. § 2510.3-21(e)) をコメントで参照している。
- (34) Unif. Trust Code § 802 cmt (Unif. Law Comm'n 2004).
- (35) Unif. Trust Code § 802(f) (Uni Law Comm'n 2004).
- (36) Unif. Trust Code § 802 cmt (Unif. Law Comm'n 2004). なお、受託者に対する合理的な報酬であることを前提とする (§ 802(h)(2) (Uni Law Comm'n 2004)).
- (37) Unif. Trust Code § 802(f) (Unif. Law Comm'n 2004).
- (38) 1940年投資顧問法は、投資顧問 (investment adviser) の定義を定め (15 U.S.C. § 80b-2(a)(1)参照)、登録を義務付ける (15 U.S.C. § 80b-3(a)). 投資顧問は、受託者と考えられており、受託者としての義務を負う (15 U.S.C § 80b-6; SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 194)。ただし、金融機関の中でも銀行や銀行持株会社は投資顧問の定義から除外される (15 U.S.C. § 80b-2(a)(1)(A)参照)。しかし、例えば、銀行が登録された投資会社のために投資顧問活動を行う場合、他の部門と分離していることが明らかな部門が投資顧問サービスを提供していれば、銀行全体ではなく当該部門のみが投資顧問とされる (15 U.S.C. § 80b-2(a)(26))。仮に銀行が投資顧問の定義に該当しなかったとしても、州法や通貨監督官事務所 (Office of the Comptroller of the Currency: OCC) のような監督機関の定めたレギュレーションに従い、信託義務に服することにはなる (Arthur B. Laby, *Fiduciary Principles in Investment Advice*, in *THE OXFORD HANDBOOK OF FIDUCIARY LAW*, 148). 銀行における信託法理全般については、Tuch, *supra* note (26) at 125-144参照)。なお、1940年投資顧問法における投資顧問の定義については、三浦康平『米国一九四〇年投資顧問法における投資顧問の定義について(一)~(四)』同法60巻5号149頁 (2008年)、60巻6号215頁 (2009年)、60巻8号217頁 (2009年)、61巻1号145頁 (2009年) に詳しい。また、1940年投資顧問法の翻訳については、財団法人日本証券経済研究所編『新外国証券関係法令集 アメリカ(II)』(財団法人日本証券経済研究所、平成20年)を参照した。
- (39) この部分については、特に、Robert E. Plaze, *Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Committee*, 48, 75-76 (2018) [<https://prfirmppwwcdn0001.azureedge.net/prfirmstgacctpwwcdncont0001/uploads/f09a98d6a3772c83e8ddef323215f446.pdf>]; Andrew F. Tuch, *Proxy Advisor Influence in a Comparative Light*, 99 B.U.L. REV. 1459, 1468-1470を中心にまとめている。投資顧問と受託者の義務については、萬澤陽子「米国における投資助言業者 (investment advisor) の負う信託義務」金融商品取引法研究会研究記録第61号 (平成29年) 参照。なお、議決権の代理行使を巡る利益相反の問題は、信託兼営金融機関の管理・運営するミューチュアル・ファンドではなくとも生じ得る問題であるが、特に信託兼営金融機関との関係が比較的強い、すなわち、信託兼営金融機関の管理・運営するミユ

- ーチュアル・ファンドに生じ易い問題ではなかろうか。
- (40) 1940年投資顧問法は、投資顧問の一定の行為等を禁止しているが（15 U.S.C. § 80b-6）、そのうちの一つが204条(4)項に定める詐欺的な行為等である（15 U.S.C. § 80b-6(4)）。
- (41) 17 C.F.R. § 275.206(4)-6.
- (42) 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(a).
- (43) 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(b).
- (44) 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(c).
- (45) SEC Proxy Voting by Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. IA2106 (Jan. 31, 2003).
- (46) 米国で議決権行使助言会社のサービスが生まれ、普及するきっかけになったのは、ERISA において解釈通達（現行の29 C.F.R. § 2509.94-2, 59 FR 38863に相当する）が発行されたことによる。この解釈通達が発令される経緯については、例えば、JAY W. EISENHOFER and MICHAEL J. BARRY, SHAREHOLDER ACTIVISM HANDBOOK § 3.03[E] (Aspen Publishers, 2015) 参照。なお、議決権行使助言会社について考察した文献としては、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」一橋法学11巻2号43頁（2012年）、佐藤勤「議決権行使助言会社に対する規制とその在り方」南山36巻3・4号203頁（2013年）、尾崎悠一「議決権行使助言会社の規制をめぐる議論について」月刊資本市場392号36頁（2018年）、森田多恵子＝江口大介「議決権行使の実質化と議決権行使助言会社の規律をめぐる動向」商事2197号36頁（2019年）、梅本剛正「議決権行使助言会社の規制」証券レポート1717号39頁（2019年）参照。
- (47) Eagan Jones Proxy Services のウェブ・サイトについては、<https://ejproxy.com/> 参照。
- (48) ISS のウェブ・サイトについては、<https://www.issgovernance.com/> 参照。
- (49) Eagan-Jones に対する ノーアクションレターが、SEC No-Action Letter, 2004 SEC No-Act., LEXIS 636 (May 27, 2004) である。他方、ISS に対するノーアクションレターが、SEC No-Action Letter, 2004 SEC No-Act. LEXIS 736 (Sep. 15, 2004) である。なお、本文中の利益相反を浄化するという表現は、前者で使用されており、後者はこの点を確認しているように読める。
- (50) SEC Staff Legal Bulletin No. 20, 2014 SEC No-Act. LEXIS 333 (June 30, 2014).
- (51) SEC Division of Investment Management, Statement Regarding Staff Proxy Advisory Letters (Sept. 13, 2018).
- (52) SEC Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (Aug 21, 2019).
- (53) SEC が公表した新しい規則については、SEC Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice Release No. 34-89372 (July. 22, 2020) 参照。なお、議決権行使助言会社は、2021年12月1日までこの改正規則に従う必要はなく、実際上は、2022年のプロキシ・シーズンから改正規則は効力が及ぶこととなる。
- (54) 2019年にSECから発出された解釈・ガイダンス (SEC Commission Interpretation and Guidance Regarding the Applicability of the Proxy Rules to Proxy Voting Advice, Release No. 34-86721 (Aug. 21, 2019)) を条文化する目的でSECは規則を改正した。具体的には、1934年証券取引所法規則14a-1(1)が改正され、議決権行使助言会社の議決権行使に係る推奨が「勧誘」に該当するとされた。加えて、同規則14a-2(b)が改

正されて新たに14a-2(b)(9)が加えられた (Adam O. Emmerich et al, 'Initial Perspectives and Implications of SEC Proxy Advisory Reform' [<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/08/initial-perspectives-and-implications-of-sec-proxy-advisory-reform>], HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Aug. 8, 2020)] 参照)。

**【追記】** 脱稿後、2021年6月1日に、議決権行使助言会社に関する新規則の適用については一時停止するとの発表がSECによりなされた (<https://www.sec.gov/news/public-statement/gensler-proxy-2021-06-01>)。

(みぞぶち・あきら)