

# 投資一任会社の議決権等株主権行使について

平成14年4月

社団法人 日本証券投資顧問業協会  
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」

(「議決権等株主権行使研究会」報告書)

### 目 次

．はじめに .....	1
1．研究の背景 .....	1
2．経緯 .....	2
．受託者責任論との関係 .....	4
1．受託者責任論・注意義務論との関係 .....	4
2．現行法 .....	8
．基本的考え方 .....	9
1．基本方針 .....	9
2．スクリーニング基準 .....	11
3．顧客による指図との調整 .....	12
4．助言機関の活用 .....	13
5．議決権の不統一行使 .....	13
6．インサイダー情報の入手可能性 .....	14
7．コスト負担の問題 .....	15

・議決権以外の株主権	16
1．考え方	16
2．投資信託法の規定	16
3．投資一任会社が行使すべき株主権	17
・環境整備	18
1．制度上の問題	18
2．外国株式の議決権行使の問題	18
・おわりに	19
1．投資一任会社の本務と議決権等の行使 投資家としての立場、株主としての立場	19
2．今後の方向	22
【これまでの検討状況】	24
【研究会メンバー】	25

## はじめに

### 1. 研究の背景

認可投資顧問業者〔「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」（以下「投資顧問業法」という。）第24条に基づき投資一任契約に係る業務を行うもの（以下「投資一任会社」という。）〕における議決権等の株主権（以下「議決権等」という。）の行使指図は、平成2年の厚生年金基金および厚生年金基金連合会（以下「厚生年金基金等」という。）の資産運用への参入に際し、当局から、投資顧問業法第2条第4項に規定する「当該顧客のために投資を行うのに必要な権限」に議決権行使指図（以下「議決権行使」という。）の権限が含まれ、投資一任会社は投資を行うのに必要であれば指図権の委任を受けることができるとする見解が示されて以降、顧客との投資一任契約に基づき、その行使指図を行っている。ただし、議決権等行使の指図（以下「議決権等行使」という。）の意義や評価が定まっておらず、顧客の関心も低い状況にあったこと等から、実務上、顧客および投資一任会社は、あくまでも株式運用に付随的に生じる行為との認識を共有していた。

この間、いわゆるバブル経済の崩壊に伴いメインバンク制によるコーポレート・ガバナンス機能が低下したこと等を背景に、取締役会と株主機能を意識した本来あるべき姿としてのコーポレート・ガバナンスの確立が改めて議論され、その機能の一つとして投資一任会社を含む機関投資家の議決権等も注目されるなど、投資一任会社を取り巻く環境は大きく変化している。

また、欧米の動き（注）を見ると、米国においては、既に1988年に労働省から出された「エイボンレター」において議決権行使の義務が受託者責任に含まれるという見解が示されている。

英国でも2001年、いわゆる「マイナーズ・レビュー」において、「すべての年金基金（受託者）は、議決権行使等に関するエリサ法の米国労働省解釈通牒（1994年）における原則を資産運用権限委託書に盛り込むべきである。また、この原則は、しかるべき時期により明確な形で英国法にお

---

（注）英国の議決権行使率（行使には賛成、反対、棄権、一任票が含まれる）は、1996年～98年の調査で40%～50%程度であった。2001年ではやや増加し、51.4%であった。米国においては、一部の州公務員年金や最近では労働組合年金が株主提案権を行使し、それに対する議決権行使率は80%を超えている。しかし、企業年金が株主提案のスポンサーになっている事例はない。（明治大学商学部助教授三和裕美子）

いて規定されるべきである。」との勧告が出されている。

このような環境の変化の中、平成11年には厚生年金基金連合会が運用基本方針に議決権行使に関する事項を定め、平成12年には厚生省が「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会」において議決権行使についての検討を行うなど、年金関係者の議決権等に対する意識はこの数年で高まりつつある。既に、年金資金運用基金をはじめとした一部の大型年金資金では、投資一任会社における議決権等行使について従来の付随的な取扱い以上の積極的対応を要請する動きも出始めている。

しかしながら、投資一任会社においては、従来、一部の運用スタイル等を除き株式を売却することで足れりとするいわゆるウォールストリート・ルールを主体としてきたこと、議決権等の行使はあくまで付随的に生じる行為との認識に立ってきたこと、さらには投資顧問業法上に明記されていない等から、議決権等行使に関する権利義務、売買・投資判断との関係、資産運用業務における位置付け等の点において、その整理は必ずしも十分ではない状況にある。

わが国におけるコーポレート・ガバナンスの意識が高まる中で、高度な専門性を持つ投資一任会社による議決権等行使への期待は増加しつつあり、これらの整理も喫緊の課題となりつつある。本研究会は、これら課題の整理・確認とその対応等を研究し、指針を示すことにより、資本市場の担い手としての役割と責任を果たそうとするものである。

## 2. 経緯

### (1) 議決権等行使に関する三者間合意

投資一任会社は、その顧客との間の投資一任契約書にその旨規定された場合に、議決権等行使の権限を付与される。

投資一任会社の議決権等行使について投資顧問業法には特段の規定はない。平成2年に投資一任会社が厚生年金基金等の資産運用に参入するに当たり、議決権等行使を厚生年金基金等、信託銀行、投資一任会社のいずれが行うか検討された。その際、厚生年金基金等は公的資金の性格を有する代行部分があるため、厚生年金基金等が直接に議決権等を行うことは国の間接的な産業支配に繋がるという懸念があり、他方で、信託銀行が実質的な議決権行使の権限を持った場合には、独占禁止法の5%ルールの枠を超える可能性が生じるという事情があった。このような事情が勘案された結果、三者間

の合意により厚生年金基金等の資産運用に当たっては、投資一任会社が議決権等行使を行うこととされた。

## (2) 旧大蔵省通達

平成2年3月16日、厚生年金基金等の資産運用に関する議決権等行使について、当時の大蔵省証券局業務課投資管理室長から事務連絡(その後平成4年に通達化(平成4年7月20日蔵証993号)された。)が発出された。

そこでは、

議決権等行使は顧客の一般的利益を図るためのみに行うものとし、自己または顧客以外の第三者の利益を図る目的で指図を行わない。

議決権等行使を行うに当たっては、顧客からの指図を一切受けない。

議決権行使は、特定の議題についての指図内容を決定するに至った過程および決定の基礎となった根拠データを文書により保存する。

という方針が示された。

## (3) 投資顧問業協会自主規制ルール

(社)日本証券投資顧問業協会(以下「当協会」という。)は、これを受けて平成2年11月28日、厚生年金基金等の顧客を対象とした自主規制ルール「年金投資一任契約に係る議決権の適正な行使について」を制定した。

ここでは、投資一任会社の議決権行使の意思決定の原則として、

議決権の行使の指図は顧客の一般的利益を図るためにのみこれを行うものとし、自己または顧客以外の第三者の利益を図る目的で指図を行わないこととする。また、議決権の行使を行うに当たっては、顧客からの指図を一切受けないものとする。

顧客の一般的利益とは、経営権の取得を目的としない純粋な投資価値の観点からの利益を意味するものとし、その一般的利益の判断については、投資判断者に委ねる。

とされている。

しかし、前述の旧大蔵省の通達は平成10年6月8日に廃止され、以後、この問題についての当局の正式見解はなく、当事者の合意に委ねられた状態にある。

また、この通達の背景にあった公的資金の運用が産業支配に繋がるという考え方自体も、最近のコーポレート・ガバナンスについての議論の高まり等により変容しつつある。

## ．受託者責任論との関係

### 1．受託者責任論・注意義務論との関係

従来、議決権等を投資一任会社が行使すべきかについては、当協会の「年金投資一任契約書サンプル」や「退職年金投資一任契約書サンプル」には明文の規定があるものの、共済年金との間で一般的に使用されている投資一任契約書には何ら規定がない等、統一的な取扱いがなされてこなかった。そこで、以下の問題点が議論の対象となってきた。

そもそも投資顧問業法上、投資一任会社が議決権等を行使することが認められるのか。

認められるとしてその根拠はどこにあるか。

投資一任会社は、投資一任契約書に議決権等行使に関する明文の規定がなくとも議決権等に関する何らかの義務を負うか。

投資一任会社の負う議決権等に関する義務の範囲はいかなる範囲か。

#### (1) 投資顧問業法上の根拠

および については、まず、投資一任契約の定義(投資顧問業法第2条第4項)の中に議決権等行使の権限を含むと解することができるかが問題となる。

この投資顧問業法第2条第4項では、投資一任契約を、「投資顧問業者が、顧客から、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、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を委任されることを内容とする契約」と規定している。その要素としては、

(a)投資顧問業者が、顧客から有価証券の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されること、

(b)投資顧問業者が、顧客から(a)とともに、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を委任されること

---

(注)受託者責任とは、英米法上発展してきたフィデュシャリー・デューティーの和訳である。

本来は、単なる当事者間の信頼関係を前提とした義務であるが、沿革的には、一方が他方の行為に全面的に依存する関係を意識した議論をさらに加えた義務を言い、本報告書では主として後者の義務を念頭に置いている。日本では、主として利益相反問題を生じる状況として理解されることが多く、当事者の合意により排除することはできないと考えられてきた。

の二つが存在する。

議決権等の関係で問題となるのは、(a)ではなく、(b)に「議決権等行使の権限」が含まれるかという点である。そこで、(b)を更に分析して捉えると「当該顧客のため」というのは当然のことを言っているのみであるので、「当該投資判断に基づき投資を行うのに必要な権限」というのが核の部分ということができる。

そして、「当該投資判断に基づき投資を行うのに必要な権限」という文言を合理的に解釈すれば、たとえば、既に投資しているある会社の事業モデルには素晴らしいものがあり是非とも投資を継続したいとの「投資判断」がある一方で、現在予定されている新役員が就任するとその事業モデルが上手く機能しないかもしれないというときに、当該新役員の選任決議に反対票を投じるといような場合は、「当該投資判断に基づき投資を行うのに必要な権限」を行使しているといえる。

つまり、「当該投資判断に基づき投資を行うのに必要な権限」には、一定の投資判断がある場合にその判断に基づき投資を実行する権限（注文の執行）のみならず、一定の投資判断に基づいて既に投資を行っている場合において、その投資の価値に対する著しい障害を除去し（企業価値の著しい毀損の防止）または一見明白な当該投資の価値増加を促進する（一見明白な企業価値の増大の促進）ための手段として議決権等行使の権限も含まれるということができる。

したがって、上記、の問題点については、投資顧問業法第2条第4項にいう「当該顧客のため投資を行うのに必要な権限」に議決権等行使の権限が含まれる場合があるということができる。

## （2）契約書に規定がない場合の義務

次に の「投資一任会社は、投資一任契約書に明文の規定がなくとも議決権等に関する何らかの義務を負うか」という点について検討する。

当協会に設けられた「投資顧問業者の注意義務研究会」から平成13年9月に提出された報告書「投資顧問業者の注意義務について」（以下「注意義務研究会報告書」という。）に記載されているとおり、投資一任会社を含む投資顧問業者は、高度の注意義務を顧客に対して負っていると考えられる。

即ち、投資顧問業者の注意義務の解釈に当たっては、

（イ）投資顧問業者が資産運用の専門家であること、および

（ロ）投資顧問業者が証券市場の発展・公正性の確保、投資家保護等の責務を負う公的な存在であること

を踏まえ、いわゆる「受託者責任」の精神に鑑み、投資一任会社は高度の注意義務を顧客に対して負っていると理解される。

この高度の注意義務と上述の投資顧問業法第2条第4項の関係について



は次のように理解することができる。

つまり、投資一任契約の性質は、民法上の委任契約であり、その内容は投資顧問業法等に反しない範囲で当事者が自由に定めることができるのが原則であるので、投資一任契約で議決権等の行使指図権について規定されていれば原則としてそれに従うが、

「一定の投資判断に基づいて既に投資を行っている場合において、その投資の価値に対する著しい障害を除去しまたは一見明白な当該投資の価値増加を促進するための手段として議決権の行使を指図することが必要または有用であるとき」には、投資一任契約に議決権等の規定があるかどうかに関係なく、最終受益者の利益をも確保すべき資産運用の専門家として、運用委託またはその趣旨の実質的解釈に基づき議決権等に関する義務（後述 1（4）参照）を負うと解されるものである。（注）

したがって、上記の問題点については、投資一任契約の定めとは関係なしに議決権等に関する義務が発生することがありうると理解すべきである。

### （3）議決権等に関する義務の範囲

次に、の「投資一任会社の負う議決権等に関する義務の範囲」について検討する。

「一定の投資判断に基づいて既に投資を行っている場合において、その投資の価値に対する著しい障害を除去しまたは一見明白な当該投資の価値増加を促進するための手段として議決権等行使をすることが必要または有用であるとき」との語句の解釈に当たっては、委任契約の本質上、顧客との間の投資一任契約の内容が一つの基準となることは当然のことと考えられる。

たとえば「投資判断の際には議決権等行使をすることで投資対象会社の業績をより良くできる余地があるかどうかも考慮するように」という要請を行う顧客がいた場合には、「必要または有用」の範囲が広がる余地があるし、逆に、「議決権等行使は考慮しなくてよい」という顧客の場合には、「必要または有用」の範囲は狭まる余地があるといえる。

したがって、上記の問題点については、議決権等に関する義務の範囲は、究極的には、委任の本旨に沿って決定されるものであると解される。具体的には、

（ ）一定の投資判断に基づいて既に投資を行っている場合において、その投資の価値に対する著しい障害を除去しまたは一見明白な当該投資

---

（注）もとより、資産運用に携わる投資一任会社としては、後述（ 1(1)参照）のとおり、株式価値（企業価値）が減ずるおそれがある場合は、当該株式を売却するという、いわゆるウォールストリート・ルールが優先されることが前提である。

の価値増加を促進するための手段として議決権等の行使を行う場合と、

( ) ( )で述べられたような状況にはない局面で議決権等行使を行う場合とは

分けて検討する必要がある。

すなわち、( )の場合は、上述のとおり受託者責任の観点から投資一任契約書に明文の規定がなくとも議決権等に関する義務を負う場合がありうる。

他方、( )の場合は、資産運用を受託したことに伴う高度の注意義務の観点から議決権等に関する義務を負うわけではないので、基本的には、投資一任契約書に議決権等の行使に関する規定がない限り、投資一任会社は議決権等に関する義務を負わないといえる。

#### (4) まとめ

以上をまとめると、

( )の受託者責任を根拠とする場合にはその目的のより確実な実現のため、

( )の場合には議決権等行使の義務を創設するために、それぞれ投資一任契約書に議決権等に関する規定を明記し、基準・内容を明確化していく必要がある。

つまり、( )と( )との間で状況は異なるものの、投資一任契約書に議決権等行使に関する規定を明記すべきとの結論は共通である。また、そのようにして顧客の意思・希望を契約に具現化していくことも投資一任会社の証券市場に対する責任を果たすために必要な作業といえるであろう。

なお、実際に、どのような場面で議決権等行使をするのが「必要または有用」なのかを判断するのは極めて困難であるので、実務上は、投資一任契約書その他の書面により議決権等行使の基準を明確化しよう努めることが肝心であり、かつ当事者間で合意された行使基準にしたがった議決権等行使である限り、注意義務違反ないし受託者責任違反の問題は通常生じないものと理解すべきである。

また、注意義務研究会報告書に記載されているとおり、顧客自身の知識・見識が不十分な場合や、共済資金、年金、保険等当該顧客の背後に多くの最終受益者がいる場合、投資一任会社は、そのような事情を考慮した高度の受託者責任を負うことに留意する必要がある。一方、それ以外の場合は、投資一任契約に沿った議決権等の行使のみで足りることが多いと考えられる。

## 2 . 現行法

投資顧問業法には、前述の同法第2条第4項の解釈論は別として、議決権等の行使が投資一任会社の義務であるという明確な規定は存在しない。

他方、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。）第22条及び同施行規則第34条は、具体的に投資信託委託会社にいくつかの議決権等の行使を義務付けている。その理由は、投資信託業務においては、

「委託会社と受託会社のいずれが議決権を行使するかが大きな議論となったことから、委託会社が行使義務を負うことを明らかにする必要があったためである。」（大蔵省証券局投資信託課長 戸田嘉徳「改正証券投資信託法および省令の解説」（昭和43年別冊商事法務研究））

投資一任業務の場合、投資顧問契約の法的性質が相対契約である民法上の委任契約と考えられているため、また実務的にも投資信託とは異なり、顧客の意思確認についての障害が少ないため、議決権等の行使の権限の帰属は顧客と投資一任会社との合意で定めることが前提とされていたものと考えられる。

## ．基本的考え方

### 1．基本方針

#### ( 1 ) 議決権行使の目的

投資一任会社は、最終的に企業価値（株式価値）の増大のため、またはその価値の毀損を防ぐために、専門家として最善と思われる議決権行使を行う必要がある。そのような観点から、議案に賛成、反対、棄権、白紙委任のうちいずれかを選択のうえ議決権行使を行う必要があり、議決権行使を怠ってはならない。経営者の経営方針を信認することが適切と判断される議案の場合には白紙委任という選択も許される。

系列や取引関係を理由に議決権行使の判断が歪められることは、投資顧問業法第30条の2（忠実義務規定）に反し、決して許されることではない。

議決権行使の基準日以降、株式を全て売却した場合においても、利益処分案については引き続き投資価値に直接影響を及ぼすものであること、また、投資一任会社が資本市場に対する運用受託機関としての一般的責任を有するという観点からも議決権行使を行う必要がある（後述 1(4)参照）。

#### ( 2 ) 投資一任契約等の規定

##### 投資一任会社が議決権行使を行う場合

投資一任会社が顧客の委任を受けて株式等有価証券の資産運用を行う場合、顧客と投資一任会社のどちらが議決権行使を行うかは、実務上、顧客との投資一任契約により決定される。

即ち、投資一任会社が議決権行使を行う場合は投資一任契約書にその旨規定され、顧客は信託銀行との間の特定（金銭）信託契約書等において、代理人たる投資一任会社が信託銀行に対して指図を行うことができる旨を規定していることが一般的である。特定（金銭）信託契約書等に規定され、信託銀行から投資一任会社に株主總會通知書の写しや、議決権行使の指図書等が送付されることにより、はじめて実務上も議決権行使を行うことが可能となる。

##### 顧客が議決権行使を行う場合

顧客が議決権行使を行う場合は、議決権行使について投資一任契約書に特段の規定は置かれていない。そして、顧客は信託銀行との間の特定（金銭）信託契約書等において自らが信託銀行に対して指図を行う旨を規定していることが一般的である。

### (3) 議決権行使への積極的な取組み

投資一任会社が受託者責任を十分に果たしていくためには、企業のコーポレート・ガバナンスが確立され、資本市場が健全に運営されることが必須の条件となる。そのため議決権は有効に行使されるべきである。

そうした条件達成の担い手としては、日々、資本市場において専門家として投資活動に携わり、企業の経営分析を行っている投資一任会社こそが適任である。

したがって、投資一任会社には主体的に自らの議決権行使のガイドラインもしくはスクリーニング基準等の判断基準を作成することにより、顧客に対して議決権行使の権限を契約により付与するよう積極的に求めていく姿勢が望まれる。既契約で指図権を付与されていない場合も、たとえば契約更新時等の機会を捉えて、投資一任会社に指図権を付与することを顧客に対して要請していく姿勢が望まれる。

### (4) 顧客に対する適切な議決権行使の助言

契約上、投資一任会社に指図権が付与されない場合においても、受託者責任の観点から、前述(1(2)参照)のとおり、投資一任会社に議決権行使に関して一定の義務が存在する。

たとえば、投資一任会社が顧客の議決権行使の内容を知りうる場合で、かつ、顧客が適切な議決権行使を行わなければ、投資の価値に対する著しい障害を除去しまたは一見明白な当該投資の価値増加を促進することができないと合理的に判断されるときには、投資一任会社は契約の規定がなくとも、顧客に対して適切な議決権行使を行うよう助言すべきである。

### (5) 効率的な議決権行使

投資一任業務が営業として行われている以上、議決権行使に要するコストとその効果の関係に留意せざるを得ない。このため収益基準や取締役の人数基準等のような合理的なスクリーニング基準を設け、議決権行使を効率的に行うことは認められる。

### (6) 議決権行使の結果報告

議決権行使の結果報告については、原則として契約で規定すべき事項と考えられる。

ただし、契約で規定がない場合にも、投資一任会社は委任契約に内在する一般的な報告義務の観点から、重要な事項、たとえば、スクリーニング基準等に抵触した結果、議案に反対や棄権を行った銘柄やその行使内容については顧客に対して状況を報告することが求められよう。報告することにコスト

が発生する場合はその費用を請求することができる。

## 2. スクリーニング基準

### (1) スクリーニングの考え方

投資一任会社がスクリーニングを手段として採用するか否か、また、それをどのように行うかは、基本的には各社の政策上の問題に属する。たとえば、収益基準（例：期連続無配、期連続経常赤字等）により銘柄をピックアップし、次に、コーポレート・ガバナンスの観点から適切でない事項について、議案ごとにスクリーニングをかけて絞っていくという方法もあれば、収益基準で絞らない方法もあるであろう。

他の事項についても以下のとおり、何らかの基準を設けることが考えられるが、コーポレート・ガバナンスについては、会社の規模、形態や業種等に依じて、何が理想的かは異なるものであり、唯一絶対の基準は存在しないと考えられる。したがって、基準の適用に当たっては、合理的な範囲で弾力性が保てるよう配慮すべきであろう。

### (2) スクリーニング基準の具体的項目例

取締役選任の議案については、たとえば、取締役の人数基準や、従業員対比取締役人数比率基準等で絞るという方法がある。また、不適格者（例：株主利益を大きく損なった者、企業不祥事に関与した者等）を除外する基準、社外取締役の人数基準や、独立性が保たれているかによる選任基準を設ける方法もある。

監査役選任の議案については、平成13年の商法改正により半数以上の社外監査役の就任が商法特例法上の大会社に義務付けられ、社外監査役の範囲が広がり、監査役の独立性がより求められている。こうしたことから、社外監査役の独立性が保たれているか等を選任基準とすることも考えられる。

役員報酬・退職慰労金の議案については、たとえば、給付基準が明確に開示されているかという基準を設ける方法がある。また、その額（合計額、個別の額）が社会常識に反する金額かどうかという基準で絞るという方法もある。

ストックオプション制度導入の議案については、たとえば、上限基準や付与対象者、行使価格および行使期間の基準等が考えられる。ストックオプションの付与は既存株主からオプション取得者への利益移転が生じうるため、ストックオプションについては十分な検討を要するものと考えられる。

取締役の責任の軽減の議案については、たとえば、責任軽減の理由や軽減金額の算定根拠等が明確に開示されているかという基準を設ける方法等がある。

今後の商法改正の動向等も踏まえ、たとえば、指名委員会、報酬委員会、監査委員会の設置の有無等を判断基準とすることも考えられよう。

### (3) 反社会的な行為への対応

反社会的な行為を企業が行った場合、一般的には、当該企業のコーポレート・ガバナンスが不十分であったり、企業の従来 of 経営の姿勢や考え方に問題があったと判断されよう。その場合には企業の姿勢や考え方を是正するような議決権行使が必要とされよう。

もとより、企業のそうした行為が議決権行使の判断の唯一絶対の基準という訳ではなく、反社会的行為が行われても、その行為が是正され、かつ経営者の改善努力が適正になされて企業価値(株式価値)の改善ないし増加が期待されるような場合には、むしろ、会社の議案に賛成の意思表示をすることが求められるケースもあろう。

顧客が反社会的企業への対応を求めている場合には、「反社会的」という定義が曖昧であることから、投資一任会社は顧客に対して説明を求める必要がある。明確な説明が顧客から示されない場合は、「反社会的」についての定義を自ら行い、必要な対応を決めておくことが望まれる。

## 3. 顧客による指図との調整

### (1) 投資一任会社の主体的調整

顧客から議決権行使の方針が出されるケースについては、委任の本旨に沿いつつ、ガイドラインやスクリーニング基準等を顧客に示すことにより、主体的に合理的な調整を行うことが求められる。

顧客からの議決権行使の方針が専門家の目から見て不適切な場合、投資一任会社は受託者責任の一環として、その妥当性を確認する義務がある。そうすることにより、後述( 5 参照)する不統一行使を避けることも可能となろう。

### (2) 不適切な指図や方針への対応

顧客が一部の議決権等行使の指図権を留保したうえで、議決権行使の権限を契約上各投資一任会社に付与する場合がある。顧客の知識が十分でなく、その留保された議決権行使の具体的内容が専門家の目から見て不適切な場合には、投資一任会社は受託者責任の一環として、顧客に対し意見を述べる

義務がある。

また、年金資産のように顧客自身が最終受益者に対し受託者責任を負っている場合で、顧客の具体的指図内容に妥当性や合理性がないときに投資一任会社が具体的指図に漫然と従うことは、最終受益者に対する受託者責任の精神に反するおそれがある。したがって、この場合には投資一任会社は顧客に対して最終受益者の立場から議決権行使をするように意見を述べるべきである。他方、顧客自身に十分な知識が備わっており、かつ背後に最終受益者も存しないような場合には、投資一任会社としては、通常、議決権等行使の判断を当該顧客に委ねても問題は生じないものと考えられる。

#### 4 . 助言機関の活用

議決権行使について助言機関を活用することは、助言機関の議決権行使方針を投資一任会社として妥当と判断し、最終的な判断と責任が投資一任会社に留保されていれば許容される。

特に、外国株式の場合、日本株式と比べて、情報収集の困難さ、地理的要因による判断期間の短さ等の問題点があることを考慮すれば、助言機関の活用に一応の合理性があると考えられる。

なお、投資一任会社が議決権行使を当該助言機関等外部に全面的に業務委託することは、投資顧問業法では想定されていない。しかし、特に外国株式の場合には、外部に業務委託することについて投資一任会社のニーズが高まるような場合も将来的には想定される。そのような場合に対応できるよう、今後、必要な措置が講ぜられることが望まれる。

#### 5 . 議決権の不統一行使

##### ( 1 ) 統一的な議決権行使

投資一任会社は、専門家として受託者責任を果たすために自らの議決権行使の合理的なスクリーニング基準（収益基準、取締役の人数基準等）やガイドライン等を設け、それを顧客に提示することにより、顧客との間で主体的に合理的な調整を行うことが求められる。

投資一任会社が議決権行使について裁量権を有する範囲において、投資一任会社が最善と判断するスクリーニング基準やガイドライン等に沿って議決権行使を行う場合に、不統一行使は生じないのが当然である。

議決権行使の持つ効果を十分に発揮させるためにも、極力、不統一行使を避けることが望ましい。このため原則として統一行使ができるよう必要なプロセスを踏むことが求められる。



投資信託を併営している会社では、スクリーニング基準やガイドライン等に沿って議決権行使を行うことにより、投資信託業務と投資一任業務との間でも、通常、議決権の不統一行使は生じないと考えられる。

#### (2) 不統一行使発生の可能性

もっとも、顧客間に議決権行使についての考え方に違いが生じることもありえる。この場合、投資一任契約は相対の委任契約で、委任の本旨に従うことが求められることから、不統一行使が発生する可能性が生じるが、それは、顧客の合理的な意思の反映である以上やむを得ないと考えられる。

## 6. インサイダー情報の入手可能性

#### (1) 問題の所在

議決権行使のための情報収集は原則公開された情報であり、それを投資一任会社で分析し、そのガイドラインやスクリーニング基準等を適用して判断するのが通常の姿である。しかし、株主総会の議案の内容や、発行会社からの招集通知での説明が、投資の専門家としての投資一任会社の注意義務の観点から問題があり、更なる調査が必要と判断される場合がありうる。特に議案の内容がそのまま認められると会社の価値に著しい障害を生じるおそれのある場合には、より踏み込んだ情報収集が必要となることもある。

このような踏み込んだ情報収集調査では、たとえば会社担当者のインタビュー等を通して会社経営に関する重要な情報を入手し、それがインサイダー情報に該当する可能性がありうる。仮にインサイダー情報を入手した場合には、投資一任会社はインサイダー取引防止のための社内規程に則り、該当銘柄の売買を直ちに停止する等の措置を採らざるをえなくなる。その結果、運用の自由度が損なわれ、運用パフォーマンスに悪影響を及ぼす可能性がある。また、入手した経営情報が、インサイダー情報に該当するか否かを審査するプロセスにおける事務負担も相対的に増大することが予想される。

#### (2) 対応策

インサイダー情報を入手しても売買停止等の措置を採らないようにするためには、議決権行使のために専任担当者を設置し、専任担当者と株式の投資判断担当者との間にいわゆるチャイニーズ・ウォール等を設けることにより、組織的、体制的にインサイダー情報の投資判断部門への遮断を図ることが、最低限必要と考えられる。

また、原則公開された情報以上の情報収集を期待したり、会社への提案権の行使等、単なる議決権行使以上の積極的な株主権行使を期待する顧客であ

れば、投資一任会社が対応するよりも、専門の機関が対応することが適切と考えられる。

## 7. コスト負担の問題

### (1) 受益者負担の原則

議決権行使に伴うコスト(報酬および費用)はその受益者である顧客が原則として負担すべきであると考えられる。

投資一任会社が専門家として適正な運用と議決権行使のサービスを行うためには、そのコストに対する適正な負担が必要であると考えられる。

### (2) 年金資産運用におけるコスト負担問題

現在の厚生年金基金等との年金投資一任契約書サンプルが作成された時点では、議決権行使をどの程度手間をかけて行うかについて詰めた議論はなされなかった。投資一任会社は投資対象企業に問題があれば、ウォールストリート・ルールにしたがって株式を売却すれば十分であるとの考えが当時の顧客の委任の本旨であったと思われる。

しかし、最近の議論では、株式価値向上のために、相当程度の事務負担が新たにかかる議決権行使を顧客が投資一任会社に望む状況になっている。それが顧客の委任の本旨であるならば、相応のコストを顧客が負うのが妥当と考えられる。

年金資産運用において顕著に見られるが、我が国の投資一任会社の報酬が諸外国と比較して低い現状で、新たに投資一任会社がコストを負担することは議決権行使が義務的、消化的になる懸念がある。また、仮に、このような状況下で充実した議決権行使を行おうとすれば、運用にかかるコストが削減されて、運用に対する顧客の期待に十分沿えないおそれも生じる。

もとより、投資一任会社において、コストと効果との関係に留意のうえ、効率的な議決権行使を行っていくのは当然であるが、いずれにせよ、投資一任会社が専門家として適正な運用と議決権行使のサービスを行うためには、そのコストに対する適正な負担が必要であると考えられる。

## ・議決権以外の株主権

### 1．考え方

投資一任会社はその受託者責任として、最終的に企業価値（株式価値）の増大のため、またはその価値の毀損を防ぐために最善と思われる株主権行使指図（以下「株主権行使」という。）を行うべきである。このため、顧客との契約において投資一任会社が株主権行使を行う旨を極力明記することが望ましい。

株主権行使の権限が顧客に留保されているときでも、顧客からの株主権行使の方針や、具体的な株主権行使が専門家の目から見て不適切な場合、投資一任会社は受託者責任の一環として、その妥当性を確認する義務がある。特に、顧客自身が最終受益者に対し、受託者責任を負っているような場合、顧客の具体的指図内容に妥当性や合理性がないと判断されるときに、投資一任会社が具体的指図に漫然と従うことは、最終受益者に対する受託者責任の精神に反するおそれがある。したがって投資一任会社は、顧客に対して最終受益者の立場からの株主権行使を行うよう説得する努力をすべきである。

### 2．投資信託法の規定

投資顧問業法には投資信託法のように株主権行使についての規定がないことから、法律の文言からは投資一任会社の株主権行使の義務内容を導くことはできない。しかし、投資一任業務と投資信託業務とは有価証券の投資運用を行っている点において同一の性格を有し、投資一任会社がいかなる株主権を行使すべきかの指針としては、投資信託法に規定されている項目が参考となる。

投資信託法の規定では、委託会社は議決権行使以外では、以下の株主権行使を行う義務を負うと規定されている。

#### < 投資信託法第 22 条 >

- ・ 転換予約権付株式の転換請求権
- ・ 株主の新株引受権
- ・ 営業譲渡反対の場合の株式買取請求権
- ・ 新株発行無効の訴え

#### < 投資信託法施行規則第 34 条 >

- ・ 新株発行差止請求権
- ・ 株式譲渡制限反対の場合の株式買取請求権
- ・ 資本減少無効の訴え
- ・ 合併反対の場合の株式買取請求権

- ・ 合併無効の訴え

(注)「新株予約権の引受権」が商法改正により新たに規定されたが、株主の「新株引受権」と同様の取扱いが求められよう。

(商法第280条の20第2項第12号)

### 3 . 投資一任会社が行使すべき株主権

上記の株主権については、議決権行使と比較すれば、株式価値に直接影響を与えるものであり、あるいは企業価値(株式価値)を防衛する権利行使であるとして捉えられるものが多い。したがって、受託者責任論の一般理論に鑑み、原則として投資一任会社の投資一任業務の一環として権利行使することが要求されるものと考えられる。

なお、実務上は投資一任契約書および特定(金銭)信託契約書等に投資一任会社が指図すべき事項として、必要な株主権を明記することが望ましい。

また、これらの株主権の多くは株主総会の議決事項になっている。したがって、投資一任会社は株主総会の議決事項の的確な把握に努めるとともに、それが議決された場合には、顧客の利益のために行使のタイミングを失することのないよう、株主総会以降、常に状況をフォローしていくことが求められる。

## ．環境整備

### 1．制度上の問題

わが国では株主総会が特定月（6月）に集中していること、招集通知から指図行使までの期間が2週間と非常に短いこと等から、議決権の行使について判断する期間が限られ、結果として事務处理的な対応とならざるをえない状況にある。これについてはたとえば、以下のような改善策を関係機関等に要望していくことが必要である。

- ・ 発行会社（証券代行機関）による議案資料の投資一任会社あて直接送付
- ・ 議案に対する判断期間（2週間）の延長
- ・ 議決権行使の指図を受ける信託銀行と投資一任会社との間の事務処理の効率化（例：一部信託銀行で実施済の電子メール等の活用）
- ・ 発行会社によるWebサイトへの議案資料の公開
- ・ 書面行使と電子的方法による行使とが重複した場合、株主総会のIT化の観点から電子的方法による行使を優先するというルール整備

また、議案を審議するうえで、株主総会招集通知書における退職慰労金に関する議案、取締役の選任に関する議案等個々の議案に関する情報が不足していることから、制度面の改革も含め、発行会社に対してディスクロージャーを充実するよう要請していく必要がある。

### 2．外国株式の議決権行使の問題

海外の株式に係る議決権の行使については、手続き面で郵送期間が障害となり、「総会案内入手 指示内容の確認 指図」の流れの間に投票期日が経過してしまう場合がある。また、議決権行使に必要な書類等の流れが「投資一任会社 信託銀行 海外のカストディアン 発行会社」という流れでスムーズに届かないため、事実上、議決権行使が実施できないという場合もある。

これらに対応するため、投資一任会社から海外のカストディアンに直接指図をする方式により、迅速な議決権行使の実施が可能となっている場合も最近は見受けられるようである。

以上のとおり、海外の株式については、日本の株式に対するのとは同列に論じられない。

## ．おわりに

### 1．投資一任会社の本務と議決権等の行使

#### 投資家としての立場、株主としての立場

投資一任会社による株主権行使とりわけ議決権行使のあり方を考える場合には、その本務が投資運用にあることを踏まえたうえで、株主としての立場を認識しておく必要がある。

#### (1) ウォールストリート・ルール

投資一任会社にとって何よりも大切なことは、公正にして効率的な証券市場の存在である。そうした証券市場が存在することを前提に「売り」、「買い」、「保有」の判断を行い、安心して市場に参入・退出できることが投資一任会社にとってもっとも重要な価値と考えられる。委任の本旨に沿って「投資」を一任されている以上、こうしたいわゆるウォールストリート・ルールが投資一任会社に課せられた第一の行動原理である。(注)

投資一任会社は専門性の高い誠実な「投資家」であることが期待されている。良い銘柄があればいつでも購入しようという「買い手」としての投資家とは、「株主以前」の存在である。「株主」とは投資家の株式購入後の呼称である。ウォールストリート・ルールが支配する中では、株主になった後の投資一任会社もやはり「売り」によって市場から離脱しようとの意識を持ち続ける「投資家」である。

#### (2) 投資家としての立場

機関投資家は第一義的には議決権行使や会社支配自体を目的とする存在ではない。株主権を行使したいために株式を売却すべき局面でその株式の売却を控えることがあるとすれば、そのこと自体が委任の本旨に反すること

---

(注)インデックス運用の場合は、(中略)基本的に一部の構成銘柄のみを、経営に不満があるからといって売却することはできない。(中略)したがって、運用機関は、もっぱら受益者のためだけを考え、株式価値の増大を図る観点から、議決権を適切に行使していく必要がある。(脚注)運用資産の巨額化やリスク分散・執行コスト等を勘案すれば、アクティブ運用においても、単純にウォールストリート・ルールに従うことは難しく、議決権行使等を考える必要が生じてくる。(「パッシブ・コア戦略」232頁 東洋経済新報社 横浜国立大学経営学部教授米澤康博監修)

になる。投資一任会社がまずは投資家として現れることを見落とすことにより、出資者でない投資一任会社が株主であることを過大に評価し、投資一任会社を会社の所有者であるとか、所有者であるが故に会社支配も可能であると強調することには問題がある。投資一任会社はあくまでも「投資家」としての立場を踏まえたものでなければならない。したがって、投資家としての投資一任会社が、たとえば株価操作・虚偽の情報開示等により有価証券「取得者」として損害を蒙った場合には、投資家として損害賠償請求を行うべき状況も生じうる。

### (3) 株主としての立場

次に、投資一任会社が、株式という投資対象の「買い」を行った後に、株主権行使についていかなる姿勢をとるべきかが二義的に問題となる。既述のように、投資家としての立場を強調すべき投資一任会社にとって、もっとも重要な価値は証券市場が公正にして効率的であることであるが、そのためには情報開示・会計・監査の充実が不可欠の条件となる。そして充実した情報開示・会計・監査を可能にするためには、それを行う主体である会社の内部統制・内部監査、さらには統制環境ともいわれる取締役会のリスク管理体制、経営監督機能等が整備されていなければならない。こうした条件が整備されている場合には、経営者はコーポレート・ガバナンス・システムによって自ずと牽制され、公正な証券市場と一体の公開株式会社制度が真に展開されることになる。

投資家としての投資一任会社が、株主としての立場に立った場合に、広く投資家一般にとって望ましいこうした条件整備のために株主権を活用することは、投資家としての立場から当然のことと考えられる。したがって、このような目的に適う形でたとえば議決権行使を委任された場合にそれを実行すること、あるいは議決権行使を包括的に委任された場合に投資一任会社としてそのような観点から議決権行使を行うこと、さらには投資一任会社としてあらかじめこうした問題について方針を有することは極めて有意義である。

こうした問題の具体例としては、社外取締役と監査役の評価、報酬の開示、ストックオプション付与に関する評価等が考えられる。なお、委任者の委任の本旨がこうした観点を超えて、企業の社会的責任を特に求める場合に、これに応えることも当然に可能である。もとより委任ないし合意がない場合に、こうした対応が当然に求められることはない。議決権行使が証券市場の改善のために貢献する場合には、証券市場の水準が全体として嵩上げされ、すべての投資家・機関投資家にとって行動しやすい条件が整備されることになる

が、そのために議決権行使を行うことは、義務とまではいえないが望ましいことといえる。

#### (4) 適切なガバナンス機能への期待

他方、企業のコーポレート・ガバナンス・システムが相当に整備されており、投資家としての環境に問題がないと考えられるときには、当該企業の経営者の経営判断を尊重する方が望ましいと評価される場合もありうる。こうした場合には定足数確保のために白紙の議決権行使書を交付すべきである。

株主総会の定足数確保を妨げることで当該会社の決議成立を脅かすような行動が、受託者責任の観点から正当化される明快な意図なしに行われることは望ましいことではない。このことは、株式売却後の議決権行使についても妥当する。

いずれにせよ、経営監督体制が整備され、経営責任が果たされている企業に対して、会社所有者としての株主権を強調し、支配権能を振り回すことは、投資家としての立場にふさわしいものではない。こうした行動は日常における経営者によるコーポレート・ガバナンスの強化への意欲を損ない、投資家にとって望ましい条件整備が達成されないというジレンマに直面しかねない。

#### (5) 議決権行使の類型

投資一任会社の議決権行使には、「行使すべき場合」「行使した方がよい場合」「行使してもしなくてもよい場合」「行使しない方がよい場合」がありうることになる。

株主総会決議に漫然と賛成したり白紙委任するだけでは足りないという意味での「行使すべき場合」は、株式価値の毀損・増加が明白な場合である。委任の本旨が不当であれば免責のために自己の立場を明らかにし、委任者に対して注意を促すべき状況である。

他方これと正反対に、コーポレート・ガバナンスに問題がなく、経営者に対する信頼が確立しているような場合には、経営に対する牽制は取締役会等の機能に委ね、投資一任会社がいたずらに議決権を「行使しない方がよい場合」もありうる。もちろん、この場合でも白紙委任は行うべきことは言うまでもない。

上記以外の場合において、委任の本旨が明白な場合にはその趣旨に沿い、委任の本旨が広範な一任である場合には、独自の判断ないし方針により議決権を「行使すべき場合」「行使した方がよい場合」「行使してもしなくてもよい場合」「行使しない方がよい場合」がありうるのであり、投資一任会社としてはそのいかなる場合に該当するかを個々具体的な状況に照らして判



断することが求められる。ただし、その際、効率的な議決権行使が許されることは当然である。

#### (6) 投資一任会社の責任

投資家としての投資一任会社の受託者責任の観点からは、著しく不当な経営判断、資産の不当な浪費や条件に問題のある合併がなされようとする等、株式価値の著しい毀損が生じると考えられる場合に、会社提案議案に反対するなど議決権行使の機会を利用して毀損を防ぐことは、投資一任会社の責務と考えられる。このことは議決権行使に止まらず、株主権一般の問題として理解されるべきであり、投資信託法が新株引受権・株式買取請求権等の株主権行使の必要性を定めているのは、こうした観点による当然の事柄を定めたものと理解されるべきである。

ここで著しい毀損の防止とは、株式価値の確実な増大の評価と裏腹の関係にある。こうした場合には、投資一任会社は、議決権等行使の委任があれば行使指図することはもとより、委任が無くても委任者自らが議決権等行使を行うよう助言する法的義務を負う場合がありうる。

ただし、法的義務が問題になるのは、前者は「売り」という投資撤退行為も行わず、また、議決権等行使により著しい毀損ないし一見明白な増加が認められる場合であり、後者の場合は、その議案の内容を知りうることで、著しい毀損ないし一見明白な増加が起こりうるものが合理的に判断される場合に限られる。

## 2. 今後の方向

投資一任会社を取り巻く環境には大きな変化が生じてきている。メインバンク制によるコーポレート・ガバナンス機能が低下したこと等を背景に、取締役会と株主機能を意識した本来あるべき姿としてのコーポレート・ガバナンスの確立が改めて議論され、その機能の一つとして投資一任会社を含む機関投資家の議決権等が注目されている。欧米においても、機関投資家による積極的な議決権等行使が進んできている。また、高齢化社会の到来により国民生活の中における年金資産の重要性はますます高まってきており、この中で一部の年金関係者等から資産運用で中心的役割を果たしている投資一任会社に対し、積極的な議決権等行使を行うことへの期待が大きくなってきている。

このような情勢に鑑み、当研究会では実務上の観点も踏まえつつ法律的側面、特に昨年の注意義務研究会で検討された資産運用の専門家としての受託者責任の議論をもとに、投資一任会社の議決権等行使のあり方について検討

を行った。

もとより投資一任会社の本務は資産運用にあり、そのパフォーマンスを上げるために減価の予想される株式は売り、価格上昇の予想される株式を買うという、いわゆるウォールストリート・ルールが基本になることは言うまでもない。しかし、資産運用の手法が多様化していく中で保有銘柄をすぐに売却できないパッシブ運用が増加していること、また、アクティブ運用においても株式を保有している以上はその価値増大のために資産運用の専門家として最大限の努力を払うべきことを考えれば、そのために議決権等行使の手段を有効に活用していくことは投資一任会社として当然の責務である。

また、投資一任会社は、資産運用の専門家であると同時に、証券市場の発展・公正性の確保、投資家保護等の責務を負う公的な存在であるという二つの側面を有している。

投資一任会社がそのような立場からその責任を果たし社会の期待に応えていくためには、企業のコーポレート・ガバナンスが確立し、資本市場が健全で公正であることが必須の条件となる。このため、投資一任会社は、コーポレート・ガバナンス確立のための重要な手段である議決権等行使を有効に活用する必要がある。

本報告書は投資一任会社に対し、顧客の理解と協力を求めつつ、専門家として議決権等行使を積極的に活用していくことにより、時代の要請に応えていくことを期待するものである。

以上

## 【これまでの検討状況】

	年月日	内容・講演等
第1回	13年8月8日	「わが国機関投資家のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査」 - 財務省財務総合政策研究所 増子信氏
第2回	13年9月4日	今後の運営方法の検討他
第3回	13年10月1日	「機関投資家・外国人株主の議決権行使についての対応と実務上の問題点」 - 中央三井信託銀行証券代行部 下山祐樹氏 「エスジー山一アセットマネジメントの議決権行使の取組み」 - エスジー山一アセットマネジメント 吉野晶雄氏
第4回	13年10月22日	「議決権行使のガイドラインのコンセプトについて」 - ISS 社 ブルース・バブコック氏 「アメリカ機関投資家の対外株式投資とコーポレート・ガバナンス - アメリカ型コーポレート・ガバナンスの国際化」 - 明治大学商学部 三和裕美子氏
第5回	13年11月5日	「株主議決権行使に関する実務ガイドラインについて」 - 厚生年金基金連合会年金運用部 高原弘海氏
第6回	13年11月29日	「年金資金運用基金の機関投資家に期待する議決権行使のあり方」 - 年金資金運用基金運用部 松田将氏 「日本のコーポレート・ガバナンスとその効果」 - 横浜国立大学経営学部 米澤康博氏
第7回	13年12月25日	「年金総合研究センターにおける議決権行使に関する研究」 - 年金総合研究センター研究部 三石博之氏 「投資顧問業者の議決権行使 - 英米の法規制と日本法への示唆 - 」 - 山梨学院大学(当時) 河村賢治氏
第8回	14年1月25日	論点整理 「投資顧問業者による議決権行使 - 株式会社法の立場から - 」 早稲田大学法学部 上村達男氏
第9回	14年2月15日	論点整理についての自由討議
第10回	14年2月28日	「株主の議決権行使について～具体的事例を交えて～」 - (株)エムアンドエイコンサルティング 村上世彰氏 論点整理についての自由討議
第11回	14年3月19日	論点整理についての自由討議
第12回	14年3月28日	報告書案についての自由討議
第13回	14年4月12日	報告書案についての自由討議
第14回	14年4月19日	報告書案の確認

## 【研究会メンバー】

メンバー	勤務先・役職等
【座長】 上村 達男	早稲田大学法学部教授
【法令研究員】 米澤 康博 三和 裕美子 江尻 隆 山中 真人	横浜国立大学経営学部教授 明治大学商学部助教授 あさひ法律事務所弁護士 三井安田法律事務所弁護士
【研究員】 尾野田 仰 曠 北川 哲 雄 高崎 重 剛 谷 桂 子 中出 隆 久 西山 寛 松原 菜緒子 村岡 佳 紀 吉野 晶 雄 中井 省	日立投資顧問(株)管理グループシニアアドバイザー 明治トレスナー・アセットマネジメント(株)常務執行役員運用副本部長兼調査部長 ユービー・エス・アセット・マネジメント(株)法規管理室長 野村アセットマネジメント(株)法務室長 三菱信アセットマネジメント(株)事務管理部長 シュローグー投信投資顧問(株)コンプライアンス部長 インバースト投信投資顧問(株)リーガル・コンプライアンス・コンプライアンス・オフィサー 第一勧業アセットマネジメント(株)法務室兼総合企画部シニア・オフィサー イズミ・山一アセットマネジメント(株)投資調査部長 (社)日本証券投資顧問業協会専務理事
【オガザパー】 和 仁 亮 裕 河 村 賢 治 E.アソシー・ザーム	三井安田法律事務所弁護士 関東学院大学講師 森綜合法律事務所外国法事務弁護士
【事務局】 田 中 真 一 杉 田 良 実 萩 原 忠 久	さくら投信投資顧問(株)企画部部长 (社)日本証券投資顧問業協会企画部長 (社)日本証券投資顧問業協会調査役