

コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割

筑波大学審査学位論文（博士）

2018

奥 乃 真 弓

筑波大学大学院

ビジネス科学研究科 企業科学専攻

総 目 次

第一部 序論

1. 問題の指摘と本論文の目的	1
2. コーポレート・ガバナンスの目的	5
3. 検討の対象と方法	7
4. 本論文の構成	8

第二部 アメリカ編

第一章 はじめに	11
第二章 市場と法制的発展	12
1. 1950 年-1960 代：機関投資家としての企業年金基金の台頭	12
1.1 Studebaker 事件	14
1.2 ERISA 法の成立	15
2. 1970 年代：年金基金の受認者としての義務と行動	16
2.1 ERISA 法の構成	16
2.2 取締役会の役割	22
3. 1980 年代から 1990 年代初頭：株主の機関化と企業買収の時代	26
3.1 公的年金制度の特徴	28
3.2 独立取締役と monitoring board の確立	33
4. 1990 年代から 2000 年代にかけて：株主価値最大化と機関投資家の発展	34
4.1 ミューチュアル・ファンド、銀行、生命保険会社	36
4.2 企業不祥事と対策	37
5. 2000 年代：アクティビズムからエンゲージメントへ	40
5.1 ヘッジファンド	42
5.2 エンゲージメント	46
第三章 機関投資家の行動と限界	50
1. 企業年金基金の投資行動に対する圧力	50

1.1	ERISA 法：受認者としての義務による行動の制限	50
1.2	取引関係の圧力	51
1.3	議決権行使に関する DOL の見解	52
1.4	解釈通達後の年金基金のアクティビズム	53
2.	公的年金基金の投資行動に対する圧力	54
2.1	政治的圧力	54
2.2	政治的圧力からの解放	59
3.	ミューチュアル・ファンドの投資家行動を制限する 3 つの法制度	61
3.1	1940 年法	61
3.2	1936 年歳入法 (The 1936 Revenue Act)	62
3.3	証券取引所法 16 条 b 項	63
4.	銀行、生命保険会社の積極的な行動を制限する規制	64
4.1	連邦主義	64
4.2	生命保険会社に関する法規制	65
5.	ヘッジファンドのアクティビズムにおける問題点	66
5.1	Empty Voting	66
5.2	短期主義	67
6.	エンゲージメントに係る法規制	69
6.1	インサイダー取引規制と Regulation FD (Fair Disclosure) の関係	69
6.2	Regulation FD 制定の背景	69
6.3	Reg. FD の内容	71
6.4	Reg. FD とインサイダー取引規制の相違点	72
6.5	Reg. FD の問題点と機関投資家の行動に与える影響	72
第四章	コーポレート・ガバナンスを巡る法規制と学説	74
1.	コーポレート・ガバナンスに関する法制度	75
1.1	会社法と連邦規制	77
1.2	受認者としての義務に基づく効率性の観点からの監視	78
1.3	支配株主の信認義務	79
1.4	証券取引所法	86
2.	取締役至上主義と株主優位主義	91
3.	ステークホルダーを中心とした理論	92
4.	ステークホルダーと株主の利害調整	95
第五章	小括	99

第三部 イギリス編

第一章	はじめに	103
第二章	市場の構造	104
1.	保険会社	105
2.	年金基金	107
2.1	企業年金基金	107
2.2	準公的年金基金	108
2.3	1992 年以降の年金基金の動向	108
3.	ミューチュアル・ファンド	108
4.	銀行	109
5.	近年の傾向：外国資本のイギリス証券市場参入	110
5.1	海外投資家	110
5.2	イギリス証券市場における海外投資家の参入	110
5.3	海外投資家の内訳	110
第三章	企業のガバナンス構造	112
1.	取締役会の構造	113
2.	取締役の義務：会社の成功を促進すべき義務	114
3.	非業務執行取締役	119
第四章	機関投資家の行動と限界	121
1.	株主の権利	121
1.1	株主提案権にあたる制度	121
1.2	会社の社員による申立	124
1.3	受認者としての義務	127
2.	株主アクティビズム：株主の集団的行動	130
2.1	自主規制機関（Self-Regulatory Organisation）によるアクティビズム	131
2.2	機関投資家の集団的行動と限界	136
2.3	集団的株主行動における抜け駆け行為	137
3.	個々の株主行動の限界	138
3.1	投資マネージャーへの圧力	138
3.2	利益相反	140
3.3	インサイダー取引	141
第五章	コーポレートガバナンス・コード	142
1.	背景	145
1.1	企業不祥事と経営破綻	145
1.2	統合規範の成立	149

1.3	2003 年版統合規範	151
1.4	コーポレートガバナンス・コード (2010)	152
1.5	統合規範からコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードへ.....	155
1.6	2012 年度版コーポレートガバナンス・コード.....	157
1.7	2014 年度版コーポレートガバナンス・コード.....	158
1.8	2016 年度版コーポレートガバナンス・コード.....	158
2.	コーポレートガバナンス・コードの評価	159
第六章	スチュワードシップ・コード	161
1.	スチュワードシップ・コードの沿革	162
2.	スチュワードシップ・コード	164
2.1	2010 年度版スチュワードシップ・コード	164
2.2	2012 年度版スチュワードシップ・コード	165
3.	スチュワードシップ・コード導入に対する評価	168
3.1.	報告書に対する評価.....	168
3.2.	スチュワードシップ・コード実施状況調査	169
4.	スチュワードシップ・コードにおける論点	169
4.1	機関投資家の内部闘争	170
4.2	エンゲージメントに関する法的課題.....	171
5.	スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の状況	174
第七章	小括.....	179

第四部 日本編

第一章	はじめに	181
第二章	市場と法制の歴史的展開	183
1.	保険会社.....	187
2.	年金基金.....	189
2.1.	企業年金基金（年金信託）	189
2.2.	公的年金基金（信託銀行）	189
3.	投資信託.....	190
4.	銀行と事業法人—株式持ち合いとメインバンク制度.....	192
4.1	メインバンク制	193

4.2	株式持ち合いの沿革—法制度の観点から	195
4.3	メインバンクの役割	207
4.4	メインバンク制度を補完するもの	212
5.	外国資本の証券市場参入	213
第三章	会社法における株主	216
1.	会社法の沿革	216
1.1	会社法の成立	216
1.2	会社法—平成 26 年改正	217
1.3	モニタリングにおける社外取締役の役割	218
2.	株主利益最大化	219
3.	株主の権利 — 機関投資家との関連から	221
3.1	議決権の行使	222
3.2	株主提案権	225
3.3	その他の株主の権利	226
3.4	株主提案権の行使状況	229
3.5	権利の濫用	232
3.6	取締役の説明義務	238
4.	受認者としての義務	243
5.	機関投資家に関する事例	246
5.1	ブルドックソース事件	247
5.2	J-Power 事件	250
5.3	2つの事例における分析と検討課題	252
第四章	コーポレートガバナンス・コード	253
1.	コーポレートガバナンス・コード策定の背景	254
1.1	経緯	254
1.2	コードの意義と目的	256
2.	コーポレートガバナンス・コードの概要	257
2.1	プリンシプルベース・アプローチ	257
2.2	コンプライ・オア・エクスプレイン	258
2.3	いわゆる政策保有株式	258
2.4	株主との対話	259
2.5	その他の概要	260
3.	コーポレートガバナンス・コードへの対応状況	261
3.1	コンプライ・オア・エクスプレインの状況	262
3.2	原則 1-4. いわゆる政策保有株式	263
3.3	原則 5. 株主との対話	266

第五章	日本版スチュワードシップ・コード	268
1.	日本版スチュワードシップ・コード策定の背景	269
1.1	経緯	269
1.2	コードの意義と目的：スチュワードシップ責任	270
1.3	イギリス版コードとの違い	272
2.	日本版スチュワードシップ・コード概要	273
2.1	スチュワードシップ・コードの枠組み、改訂版	273
2.2	コーポレートガバナンス・コードとの相違点	275
2.3	ソフトローとしてのスチュワードシップ・コード	277
3.	日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況—機関投資家の議決権行使結果の 動向を中心に	278
3.1.	国内運用機関	279
3.2.	議決権行使助言会社	280
3.3.	機関投資家の議決権行使結果の動向	284
4.	スチュワードシップ・コードにおける法的論点	284
4.1	エンゲージメントとインサイダー取引規制	286
4.2	エンゲージメントとフェア・ディスクロージャー・ルール	288
4.3	アセットオーナーの受託者責任	293
第六章	小括	299

第五部 総括

第一章	本論文における課題	301
第二章	モニタリング機能の補完	304
1.	効用の最大化と株主利益最大化	304
2.	効率性の観点からの監視を補完する機関投資家	306
3.	会社内部者の役割	307
第三章	機関投資家の行動に対する制限	309
1.	会社法における制限	309
1.1	権利の濫用と支配株主から少数株主への信認義務	309
1.2	権利濫用	310
1.3	アメリカ、イギリスにおける少数株主の保護	311
1.4	日本における支配株主の少数株主への信認義務の採用についての検討	312
1.5	株主相互間の義務	321

2. ステークホルダーとの関係	323
2.1 アメリカにおける株主とステークホルダーの関係	323
2.2 イギリス：取締役の会社の成功を促進すべき義務	324
3. 長期的な会社全体の利益	324
第四章 受認者としての義務の履行	326
1. 内部構造における利益相反とエージェンシー問題	327
2. アセットオーナーによる投資マネージャーへの圧力	328
3. safe harbor 条項	330
4. 企業の持続的成長と受認者としての義務の履行の衝突	332
5. 受認者としての義務の履行と accountability	333
第五章 エンゲージメントに関する課題	335
1. インサイダー取引規制と FD ルール	336
1.1 アメリカのインサイダー取引と Reg. FD 義務	337
1.2 アメリカのエンゲージメントにおける 2 つの規制の法的論点	338
2. 集团的エンゲージメントと安定株主	341
2.1 モニタリングを空洞化させる、いわゆる政策株式	341
2.2 政策的対応による解決	342
2.3 集团的エンゲージメント	343
2.4 金融商品取引法との関係	344
2.5 イギリスにおける機関投資家の集团的行動の関係	345
2.6 集团的エンゲージメントを有効にするために	345
第六章 結語	348

参考文献

日本語文献	355
英語文献	377

第一部 序論

1. 問題の指摘と本論文の目的

コーポレート・ガバナンス（企業統治）とは、広くは企業の運営・管理のあり方をいい、その中心は取締役会である¹。Adolf A. Berle & Gardiner C. Means が会社における所有と支配の分離を指摘して以来、経営者の権限行使をいかに適切に制御していくかという問題は、法制度上の重要課題となっている²。会社法による対応としては、典型的には、会社内に経営者のモニタリングに有効な機関を設置することと捉えられており、それを果すのが取締役会である³。取締役会に求められるモニタリング機能は 1) 効率性の観点からの監視、2) 利益相反性の監視、3) 会社運営の適法性の確保に分けられてきた⁴。日本においては、企業統治が不祥事の発生を機に議論されるようになったことから、内部統制システムの構築（会社法 362 条 4 項 6 号）を中心とした適法性ガバナンスが重視されていた⁵。さらに、1990 年代以降、日本企業の低収益性への反省から、現在では取締役会による企業業績の向上を目指した経営陣の報酬設計や、企業業績の適切な評価とそれを反映した経営陣の人事といった、効率性ガバナンスも重要視されるようになった⁶。

元来、多数の分散した株主から経営を委譲され、企業のガバナンスの中核を担うべき取締役会が、自己の利益のみを考慮して株主の利益のために行動しない、というエージェンシー問題が従来から指摘されている。実際、これまで様々な企業の不祥事が発生し、依然として発覚しており、エージェンシー問題の重要性は増している。この問題を解決するために、現在、市場の中心的プレーヤーである機関投資家に企業のガバナンスの一翼を担うことが期待されるようになった。例えば、国際的にも、経済協力開発機構（Organisation for Economic Co-operation and Development: 以下「OECD」という。）は、1999 年、「OECD コーポレート・ガバナンス原則」を採択した。同原則では、具体的に、コーポレート・ガバナンスとは、会社経営陣、取締役会、株主およびステークホルダー（利害関係者）間の一連の関係にかかわると同時に、会社の目標を設定し、その目標を達成するための手段や会社業績を監視

¹ 田中亘『会社法』（東京大学出版会、2016）150-152 頁。なお、本論文においては日本取引所グループの表記に従い、「コーポレート・ガバナンス」、「コーポレートガバナンス・コード」と記載する。日本取引所グループ、<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/> (2018.03.10)、参照。

² 川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋ほか編『企業の健全確保と取締役の責任』（有斐閣、1997）3、4-5 頁。なお、バーリ＝ミーンズは、企業の規模が大きくなるに従い、株式所有は特定の個人から多くの人々に分散されるようになり、この株式所有の分散化によって経営者が強い裁量権を持つようになり企業における支配権を確立するようになったと、当時の公開会社の状態を「所有と支配の分離（separation of ownership from control）」と表現した。Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The modern corporation and private property* (Macmillan, 1932)。

³ 川濱・前掲注（2）4-5 頁。

⁴ 川濱・前掲注（2）25-26 頁。

⁵ 田中・前掲注（1）150-152 頁。

⁶ 田中・前掲注（1）150-152 頁。

するための手段を決定する仕組みを提供するものである、と規定する⁷。しかし、証券市場における機関投資家の株式保有の増大に伴い、2015年の改訂では「機関投資家、株式市場その他の仲介者」を新設するなど、コーポレート・ガバナンスにおいて機関投資家に一定の役割を果たすことを期待する内容となっている⁸。グレートブリテンおよび北アイルランド連合王国（the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland: 以下「イギリス」という。）では2010年にスチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードが策定された。

日本でもイギリスに倣い平成26（2014）年にスチュワードシップ・コードが、平成27（2015）年に「OECDコーポレート・ガバナンス原則」に沿ってコーポレートガバナンス・コードが策定・公表された。両者を通じて、日本の証券市場に台頭してきた機関投資家に対して、コーポレート・ガバナンスにおいて一定の役割を果たすことが期待されるようになった。特に、スチュワードシップ・コードは、機関投資家の投資先企業に対する建設的な目的を持った対話であるエンゲージメントに関する行動規範を諸原則として定めたものであり、エンゲージメントを通じた企業価値の向上と持続的成長の促進を目標とする。実際、日本の証券市場において主要なプレーヤーである機関投資家の存在を抜きにした、株式市場の活性化は明らかに困難である。株式市場の活性化を左右する機関投資家に、投資先企業とのエンゲージメントを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長の促進を図るのは必然的である。政府が日本経済の再興のために、機関投資家に企業をモニタリングするという重大な役割の一翼を担うことを期待するのは理解できる。

ここで、機関投資家に求められているモニタリング機能において担うべき役割は、1) 効率性の観点からの監視、2) 利益相反性の監視、3) 会社運営の適法性の確保のいずれに相当するのか、を明確にしておく必要がある。例えば、アメリカにおいて機関投資家はかつてWall Street Ruleと呼ばれるExit戦略をとっていたが、保有するポジションが大きくなるにつれてExit戦略をとることが困難になった。そこで、投資に対するリターンを回収しようと企業に対して意見を提起するというVoice戦略へとその戦略を変更し、経営陣に効率的な経営を行わせようとした。アメリカ市場のみならず、今や国境を越えグローバルな市場で機関投資家が投資リターンを回収するために、経営陣に効率的な経営を行うように、言い換

⁷ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD (1999)), *OECD Principles of Corporate Governance*, “Preamble”, OECD Publishing, Paris, DOI: 10.1787/9789264173705-en. See also Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD (2015)), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, “About the Principles”, OECD Publishing, Paris, DOI: 10.1787/9789264236882-en; Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD (2016)), 「G20/OECDコーポレート・ガバナンス原則」（本原則について）、OECD Publishing, Paris, DOI: 10.1787/9789264250659-ja (2017.08.20)。

⁸ 「第一部2.コーポレート・ガバナンスの目的」参照。

えれば、より会社の利益を高めるために経営陣が能力を発揮するように、グローバルな投資経験を活かした知見から機関投資家が企業に助言を行うのは珍しいことではない。

こうした点から、機関投資家はモニタリング機能のうち 1) 効率性の観点からの監視を補完するのは適切であると考えられる。また、機関投資家が自らの利益を追求するうえで企業をモニタリングすることは、理論上、株主である本人（プリンシパル）自らがマネジメント（エージェント）をモニタリングすることに相当し、エージェンシーコストの抑制という効果をもたらす。経済組織の研究を参考にエージェンシーコストの観点から検討すると、効率的なモニタリングが達成されるのは、こうしたモニタリングにかかるコストと経営陣の権限行使の制御とのバランスにおける効用が最大化されるときに達成されるといえる。

一方、機関投資家がガバナンスの役割を果たすにはいくつかの問題がある。機関投資家の中には、株主の権利の行使により投資先企業の業績を高め、投資収益の確保を積極的に目指すアクティビストと呼ばれる投資家も存在する。ガバナンスに積極的に関与する彼らの行動はアクティビズムと呼ばれる。アクティビストをはじめとする機関投資家のガバナンスへの関与には期待があるものの、それを効果的に実現するうえで問題も残る。一株主の意見を企業に反映させることが企業全体の利益になるのか。最終的には株式を売却し Exit 戦略をとることが可能な機関投資家の意見はある意味無責任でありそのような投資家の意見を企業は信頼するに足るのか、機関投資家が発言力を高めて経営に関与すること、すなわち機関投資家に企業をモニタリングするという役割を期待することには疑問がないとはいえない。機関投資家が取締役会に求められるモニタリング機能を補完するために不可欠な 4 つの主要な課題を次に指摘する。

第一の課題は、機関投資家が効率性の観点からの監視を補完する可能性についての根拠と、機関投資家以外の内部者や利害関係者の役割を明らかにすることである。機関投資家は責務としてモニタリングを補完するのか。また、どのような機関投資家がこの役割を果たせるのか。証券市場の主要なプレーヤーとなった機関投資家にモニタリング機能の補完が期待されるようになるまでは、だれがこの役割を果たしていたのか。さらに、社外取締役等、内部者は効率性の観点からの監視の役割を果たすことはないのか、というこれらの問題点を明らかにすることである。

第二の課題は、機関投資家の行動に対する会社法上の制限を明らかにすることである。日本の会社法においては株主には権利はあるが出資義務以外の義務はない。会社法が株主の義務を定めていないことを根拠に、機関投資家のあらゆる行動は容認されるのか、という問題点を明らかにすることである。例えば、支配株主あるいは多数株主としての機関投資家の少数株主に対する多数決の濫用の可能性がある。日本の上場株式の過半数を国内外の機関

投資家が保有することから、企業に与える影響は小さくなく、もはやバーリ＝ミーンズの「所有と支配の分離」で一辺倒に押し切れる時代ではない⁹。すなわち、株式所有の分散化により経営者のみが強い裁量権を持つのではなく、株式保有率の高さから、今や機関投資家は経営に対し強い影響を与える。時に、機関投資家はその数において取締役会をも支配し、自分たちだけが利を得、少数株主が不利益を被る可能性がある。このような利益相反に対して、機関投資家は少数株主に対しある一定の義務を負うべきなのか。少数株主のみならず、同様に法制度上のステークホルダーとの関係についても明らかにする必要である。

第三の課題は、資産保有者、あるいは資産運用者としての委託者に対する受託者としての義務の履行における機関投資家の行動に対する制限の可能性を明らかにすることである。機関投資家は株主であると同時に資産の受託者でもある。特に、日本の資産運用会社は親会社が金融機関である場合が多く、利益相反については不可避であると指摘されている。一方、こうした親会社との利益相反が避けられない場合においても、運用会社は受託者としての義務に基づき受益者の最善の利益のために行動する義務があるが、実際に運用会社は親会社からの圧力を回避し、受託者の義務を履行することができるのであろうか。また、仮に運用会社が親会社からの圧力に屈せず、受託者の義務を履行するとき、受益者の最善の利益と企業の持続的成長が合致しない場合、機関投資家の行動はどうあるべきか。受託者としての義務を履行するにあたり、企業の持続的成長との関係において機関投資家の行動は制限される場合はないのか、というこれらの問題点を明らかにする必要がある。

第四の課題は、機関投資家と企業の建設的な目的を持った対話、すなわちエンゲージメントの可能性を明らかにすることである。企業にとってアウトサイダーである機関投資家の情報の非対称性の回復の場は、エンゲージメントである。エンゲージメントにおいて、機関投資家は十分な情報を得ることができているのか。例えば、エンゲージメントの非公開性といった特色に対して、法規制により情報獲得の機会が制限されることはないのか。折しも、日本では、2017年の日本版スチュワードシップ・コードの改訂版により集团的エンゲージメントが容認され、2018年には選択的開示に対するフェア・ディスクロージャー・ルール（以下、「FDルール」という。）が施行予定である。FDルールを含む法規制は機関投資家が企業と建設的な対話をするうえで、企業を委縮させることはないのか、集团的エンゲージメントは日本に特有の安定株主の問題に対し有効なのか、という疑問についての問題点を明らかにする必要がある。

日本企業のコーポレート・ガバナンスに関して、まずは企業の相次ぐ不祥事や低収益性からコーポレート・ガバナンスの強化が重要視されるようになり、市場の中心的プレーヤーで

⁹ Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 Colum. L. Rev. 863 (2013).

ある機関投資家に、企業をモニタリングするという役割を担うことが期待されるようになった。一方、機関投資家は一株主である。一株主の意見を企業に反映させることが他の株主にも同様に利益となり、企業全体の利益になるのか。最終的には株式を売却する一投資家の意見を企業は信頼することができるのか。機関投資家がガバナンスに関与するうえで、こうした疑問に対する解を法的に明らかにすべく 4 つの課題に取り組み、そのうえで機関投資家がコーポレート・ガバナンスに関与することは有効的・実効的なのか。また、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードといった 2 つのコードの採用で企業のガバナンスは変わるのか。さらには、機関投資家がモニタリング機能における効率性の観点からの監視を補完することができるのかを比較法から明らかにするのが、本論文の目的である。

2. コーポレート・ガバナンスの目的

1978 年、アメリカ合衆国 (United States of America : 以下「アメリカ」という。) では、最高経営責任者の集まりである企業円卓会議 (The Business Round Table) が発表した重要表明資料において初めて公式にコーポレート・ガバナンスという表現が使用された¹⁰。その後、1999 年に OECD において OECD コーポレート・ガバナンス原則が採択され、OECD 加盟国および非加盟国において、政策立案者、企業、投資家、その他の利害関係者にとっての国際的なベンチマークとしての重要な役割を果たしている¹¹。OECD コーポレート・ガバナンス原則の最新版は、2014 年から 2015 年にかけて行われたレビューの結果を踏まえて完成した G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則 (G20/ OECD Principles of Corporate Governance: 以下「OECD 原則」という。)) であり、2015 年 11 月 15-16 日にトルコ・アンタルヤで開催された G20 (Group of 20) サミットに提出され承認された¹²。

¹⁰ 藤川信夫「第 3 章 米国における企業統治の現状と課題」末永敏和＝藤川信夫『コーポレート・ガバナンスの世界的動向—欧米、中国・韓国における法制度を中心とする最近の展開ならびに「会社法性の現代化に関する要綱試案」の動向—』経済経営研究 25 巻 3 号 (2004) 日本政策投資銀行設備投資研究所、http://www.dbj.jp/ricf/pdf/research/DBJ_EconomicsToday_25_03.pdf、19-20 (2016.08.26 確認)。

¹¹ OECD (2015), *supra* note 7, at 3. *See also* OECD (2016), *supra* note 7, at 3. また野崎は、野崎彰「OECD コーポレート・ガバナンス原則改訂の動向」商事 2073 号 (2015) 注 1) において、2000 年 6 月に設置された「コーポレート・ガバナンスに関するステアリング・グループ」の下で、コーポレート・ガバナンスにおける議論は積極的に展開された。同グループは 2010 年「コーポレート・ガバナンス委員会」に改称されたが、「OECD 加盟国および非加盟国において、コーポレート・ガバナンスの政策を改善し、企業のよい慣行を支援することを通じ、経済効率性、持続的成長および金融の安定に貢献すること」をマンドートとしている点を指摘する。

¹² OECD (2015), *supra* note 7, at 3. *See also* OECD (2016), *supra* note 7, at 3-4. OECD 原則は、金融安定理事会 (Financial Stability Board) の「健全な金融システムに関する主要基準」のひとつとして採用されている。また、世界銀行 (World Bank) の「基準・規範の遵守状況に係る報告書」におけるコーポレート・ガバナンス部分の評価基準にもなっている。

OECD 原則によると、コーポレート・ガバナンスの目的は、「長期的な投資、金融の安定およびビジネスの秩序を促進するために必要な、信頼性、透明性および説明責任に係る環境を構築することを手助けとし、それによって、より力強い成長とより包括的な社会をサポートすること」¹³とし、この目的を達成するための実践的なガイダンスとして OECD 原則が提供されている。また、前回、2004 年の改訂時から今回、2015 年の原則を策定するにあたり、主要な改訂の一つとして「III. 機関投資家、株式市場その他の仲介者 (III. Institutional investors, stock markets, and other intermediaries)」が新設された¹⁴。OECD 原則においては主要な機関投資家をミューチュアル・ファンド、年金基金、生命保険会社、ヘッジファンドとし、それら機関投資家の株式投資が著しく増加し¹⁵、株式市場においてその存在と行動を無視することができなくなったことが新設の理由である。具体的には、OECD 加盟国においてこれらの機関投資家の運用資産は 2000 年では 360 億ドルであったが、2011 年には 734 億ドルと 2 倍になっている¹⁶。また、OECD 原則では「I. 有効なコーポレート・ガバナンスの枠組みの基礎の確保 (I. Ensuring the basis for an effective corporate governance framework)」において法制度とコーポレート・ガバナンスの関係を「B. コーポレート・ガバナンス慣行に影響を与える法規制が必要とされる場合、それらは法原則と一貫性があり、透明性を備えかつ執行可能であるべき」と規定し、①新しい法規制が必要な場合には、全ての者を対象とし効率的かつ公平的に実施および執行されるように設計されるべき、②規制当局は不誠実な行為を抑止するとともに健全なコーポレート・ガバナンスの慣行をもたらすために実効的な執行権限および制裁権限を有するべき、③公的執行と民事的執行のバランスは各国、地域によって異なる、とする¹⁷。

コーポレート・ガバナンスを検討するうえで、グローバルな視点から OECD も株式市場において主要なプレーヤーとなった機関投資家の存在を認め、機関投資家に関する章を新設したことは、機関投資家の活躍はグローバル化する金融市場の主要な流れであることを示しており、本論文においてもこれを着目点の一つとし、その行動を検討する。

また、コーポレート・ガバナンスの問題を検討するにあたり、単に株主と経営者の間の法的関係として見るのではなく、企業の内部構造や、それを取り巻く金融制度や労働市場の制度との相対的な関連において検討することが必要である¹⁸。企業のガバナンス構造はその他

¹³ OECD (2015), *supra* note 7, at 7; OECD (2016), *supra* note 7, at 7.

¹⁴ OECD (2015), *supra* note 7, at 5.

¹⁵ *Id.* at 29.

¹⁶ Serdar Celik & Mats Isaksson, *Institutional investors and ownership engagement*, in 2013/2 OECD Journal: Financial Market Trends, 93, 97-98 (2014). DOI: 10.1787/fmt-2013-5jz734pwtrkc.

¹⁷ OECD (2015), *supra* note 7, at 13, 15-16; OECD (2016), *supra* note 7, at 13, 15-16.

¹⁸ See Masahiko Aoki, *Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity: Competitiveness in Japan, the USA, and the Transitional Economies* 64 (Stacey Jehlik trans., Oxford University Press, 2000) (1995). 青木昌彦『比較制度分析序説—経済システムの進化と多元性』(講談社学

の経済的な仕組みと補完関係にあり、代表的企業のガバナンス構造を変更するのであれば、それに伴い企業を取り囲む制度も変化が必要である¹⁹。言い換えれば、ある国で有効な企業のガバナンスシステムは、その国の他の制度と補完関係にあるからこそ、有効であり、それが有効であるからと言ってガバナンスシステムだけを抜き取り、別の国に持っていったところで、その国のガバナンスシステムを取り囲む制度と補完関係に立つとは言えず、有効に作用するとは言い難い²⁰。特定の国における企業ガバナンスシステムは、その国の置かれた条件に依存して形成されたもの、すなわち、**path-dependence**（経路依存的）であるとの認識が強まっている²¹。

このような観点から鑑みると、日本企業のコーポレート・ガバナンスを真に強化するためには、企業がコードではなくマーケットからの監視により規律されるものの、1970年代からすでに機関投資家が積極的に企業のガバナンスに関与するアメリカからも示唆を得るところがある一方、イギリスに倣いコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードを採用したところで、日本の他の構造、例えば法制度、社会規範、株式市場、労働市場等の外部環境と補完関係に立つとは言い切れず、2つのコードをただ輸入するだけでなく、既存の制度と補完関係になるように両コードを取り入れる必要がある²²。

3. 検討の対象と方法

機関投資家による効率性の観点からの監視が有効的・実効的なのかを明らかにするためには、それが企業全体の利益になるのか、を検討する必要がある。

本論文の検討の対象は日本の証券市場における日本の機関投資家とし、日本への示唆を得るべくアメリカおよびイギリスを研究の対象国とする。まず、アメリカは、日本と異なり、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードといったソフトローが存在せず、市場による監視が働き、株主利益最大化を重視する。また、1970年代から機関投資家がアクティビストとして行動していることから、機関投資家が企業に関与するう

術文庫、2008）134-135 頁。青木は、日本におけるメインバンクを中心とした法人株主の安定保有という構造において企業価値最大化という効率性を考えるうえで、このように指摘する。

¹⁹ 「第四部日本編 第二章 4.3 メインバンクの役割」参照。

²⁰ 「第四部日本編 第二章 4.3 メインバンクの役割」参照。

²¹ 岡部光明『環境変化と日本の金融』（日本評論社、1999）60 頁。For a detailed discussion of path-dependence, see Lucian Arye Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 Stan. L. Rev. 127, (1999); Bernard S. Black & John C. Coffee, Jr., *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation*, 92 Mich. L. Rev. 1997, 2000 (1997).

²² 宍戸善一「モニタリング・ボード再考—内部ガバナンスと外部ガバナンスの補完性の観点から」江頭憲治郎先生古希記念『企業法の進路』（2017）239-241 頁、参照。

での問題を学ぶことができる。イギリスはいち早くコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードを導入し、株主利益最大化を標榜しながらも 2006 年に成立した会社法において、企業は全ての正当な利害関係者に対して考慮義務を負う、と定めるなど、アメリカとは異なった改革を進める。イギリスにおける両コードの成果と問題点、アメリカとは異なる会社法の視点から、日本への示唆を得ることができると思う。

4. 本論文の構成

本論文は、以下 4 部から構成される。まず、第二部アメリカ編においては、コードではなく市場の監視により規律される企業と機関投資家の関係を、市場の構造、法制度、取締役会の歴史的な発展を 10 年ごとに分析する。次に、この分析を基に、機関投資家の行動と限界を、機関投資家の行動を制限する法規制、機関投資家の内部構造における問題、企業と機関投資家の相互理解の場であるエンゲージメントにおける法的課題を取り上げ、検討する。また、コーポレート・ガバナンスに関する法規制と学説、例えば取締役至上主義、株主優位主義、ステークホルダーを中心とした理論を取り上げ、コーポレート・ガバナンスにおける担い手についてそれぞれの学説から検討し、最後にアメリカにおける機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割についてまとめる²³。

第三部イギリス編においては、まず、市場の構造の推移とともに、市場の主要なプレーヤーである機関投資家の特徴を分析する。次に、企業のガバナンスシステムについて、取締役会の構造をはじめ、アメリカとは異なる、企業は全ての正当な利害関係者に対して考慮義務を負う、と定めた取締役に対する「会社の成功を促進すべき義務」、非業務執行取締役を取り上げる。また、市場の構造と取締役会の構造を基に、機関投資家の行動と限界について、特にイギリスの特徴である集团的行動の形成と、集团的行動を支える自主規制機関の関係について分析する。さらに、個々の株主の行動の限界について、機関投資家への圧力および投資家内部に潜む競争意識から生まれる問題について、分析、検討を行う。これらに加えコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードに関し、コードの成立までの背景、コードに対する評価、コード導入後の機関投資家の状況について分析するとともに、近年増加する外国人投資家をめぐるエンゲージメントにおける法的課題を検討する。最後に、これまでの分析・検討からイギリスにおける機関投資家の役割についてまとめる²⁴。

²³ アメリカの企業年金基金、公的年金基金の概要として、奥乃真弓「機関投資家とアクティビズム—アメリカの企業年金基金、公的年金基金を中心に—」国際商事法務 44 巻 8 号（2016）1191 頁以下。

²⁴ イギリスの機関投資家の概要として、奥乃真弓「イギリス機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割」国際商事法務 45 巻 8 号（2017）1154 頁以下。

第四部日本編では、まず第二章では市場の構造の推移における各機関投資家の特徴を整理する。また、法制度の歴史的展開における、日本特有の制度であるメインバンク制を中心とした株式持ち合いについて法制度の観点から分析し、メインバンクの機能について明らかにする。第三章では、会社法の沿革、株主の権利と受託者としての義務について確認し、最近 10 年間に於ける総会の状況を分析するとともに、権利の濫用の裁判例をはじめ、機関投資家に関する事例としてブルドックソース事件、J・Power 事件を取り上げる。第四章ではコーポレートガバナンス・コードに関し、コードの策定の背景、コードの概要、およびコードの対応状況を分析、検討するとともに、問題点として「いわゆる政策保有株式」を取り上げる。第五章では日本版スチュワードシップ・コードに関し、コード策定の背景、コードの概要とともに、最近 10 年間に於ける機関投資家の議決権行使結果の動向を分析・検討する。また、エンゲージメントに関する法的論点を検討し明らかにする。最後に、第六章で日本における機関投資家の役割についてまとめる。

第五部総括では、第二部アメリカ編、第三部イギリス編、第四部日本編を踏まえ、第一部で提起した、一株主である機関投資家が効率性の観点からの監視を補完するうえでの 4 つの主要な課題に関し、アメリカ・イギリス・日本について横断的に分析・検討を行う。そのうえで、アメリカ、イギリスからの示唆を基に日本における機関投資家のガバナンスに対する有効的・実効的な役割について提案を行う。

第二部 アメリカ編

第一章 はじめに

機関投資家がコーポレート・ガバナンスに関与することは、有効、有益なのか、モニタリング機能における効率性の観点からの監視において取締役を支持することができるのか。この解を見つけるにおいて、まずは、イギリスや日本と異なり、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードといったソフトローではなく市場による監視から株主利益最大化を図るアメリカを比較の対象国として検討する。アメリカでは1970年代から機関投資家が投資先企業に関与していることから、ガバナンスにおける機関投資家の問題点等を学ぶことができる。

世界の経済をリードするアメリカは、戦後、順風に経済を発展させてきたわけではない。1970年代の、優良企業であると信じられてきた Penn Central 鉄道の破綻、大政治スキャンダルとなった Watergate 事件に始まり、近年では Enron や Worldcom といった大企業の破綻、そして日本の経済にも大打撃を与えたリーマン・ショックなど、戦後の歴史にはいくつもの経済危機があった。これらの事件が起こるたびに、法制度を整え、あるいは企業の内部構造を強化しながらその時代に合った変革を行ってきた。このような変革は、株式市場の構造にも大きな影響を与えている。特に、アメリカは第二次世界大戦後以降、世界において飛躍的な産業の発展を生み、その発展は多くの投資家を市場に呼び込んだ。このようなアメリカの市場においては、1970年代からすでに機関投資家が「物言う株主」として行動を起こしていた。

第二章では、第二次世界大戦後の市場の構造の変化を政治的、経済的背景から分析し、その時代に活躍した機関投資家と、その特徴、行動を分析し、アクティビズムからエンゲージメントへの行動の移行を述べる。また、時代背景を受け、コーポレート・ガバナンスの中心に位置する企業の取締役会の構造の変化を考察し、社外取締役の役割とモニタリング機能における機関投資家との役割の分担、さらにどのような機関投資家がガバナンスにおける役割を担うことができるのかを述べる。第三章においては、各機関投資家の行動と行動を制限する圧力、法規制から機関投資家の行動の限界について論じるとともに、州法および連邦法における資産運用者としての受託者としての義務について検討する。さらに、エンゲージメントに係る法規制から企業と機関投資家に関連する問題点について検討する。第四章では、まず、会社法を中心に連邦法を含めコーポレート・ガバナンスに関連する法制度と学説を述べる。その上で、株主としての機関投資家の権利と義務、受託者としての責任、ならびにステークホルダーの利害調整について判例から検討し、機関投資家の行動に対する制限をまとめる。第五章では、第一章から第四章までを踏まえ、アメリカのコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割をまとめる。

第二章 市場と法制的発展

機関投資家を巡る法制度はいかに成立し、法の成立にはどのような問題があり、その問題をどのように調整するのか。また企業の内部構造は機関投資家の行動とともにどのように変化してきたのか、を理解し背後にある価値観を知ることは重要である。こうした点から、本章では市場の構造と法制度の沿革、企業の内部構造の変遷を論じる。

1. 1950 年-1960 代：機関投資家としての企業年金基金の台頭

第二次世界大戦後、アメリカの株式市場には、生命保険、年金基金、投資信託、財団といった機関投資家の比重が増大し、その結果、市場におけるいわゆる機関化現象がおり、機関投資家の動向が株式市場に大きな影響を及ぼすようになった¹。戦後、機関投資家が台頭してきた背景としては、第 1 に、1929 年の大恐慌により株式投資で大打撃を被った投資家を中心に、株式市場への直接投資を忌避する雰囲気が強かったこと、第 2 に、戦後の好景気を受け製造業を中心としたアメリカ産業の発達と同時に飛躍的に普及した企業年金基金の成長が挙げられる²。

¹ 佐賀卓雄「第 1 章 証券市場の歴史」日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場 2016 年版』（日本証券経済研究所、2016）10 頁。例えば、コーポレート・ガバナンスに関する研究として、Robert W. Hamilton, *Corporate in America 1950-2000: Major changes But Uncertain Benefits*, 25 J. Corp. L. 349, 349-364 (2000), Edward B. Rock, *America's Shifting Fascination with Comparative Corporate Governance*, 74 Wash. U. L. Q. 367 (1996) などがある。Hamilton は、1950 年から 2000 年現在までのアメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの変遷を記している。また、Rock はドイツおよび日本の会社法を中心に比較法の観点からコーポレート・ガバナンスについて研究を行い、例えば司法判断を反映するイギリスおよびアメリカと、司法よりもむしろより制限された法規制で判断を行うドイツ、フランスの相違点を指摘する。

² 佐賀・前掲注（1）10 頁。

アメリカの私的年金政策³は、税制および老後の所得保障である退職所得政策の両面から設計されている。企業年金基金は、税制面⁴では 1940 年代に節税対策としての企業年金制度導入、労働政策面では、Inland Steel 事件判決⁵による労働組合の年金運動活発化、1950 年の General Motors (以下「GM」という。)の企業年金基金発足を契機に⁶、製造業を中心として飛躍的に普及したことから、年金基金加入者は 1,000 万人に達し、1960 年には 2,100 万人を超える労働者が年金基金に加入し、1973 年においては 3,000 万人以上の労働者が加入するに至り、飛躍的な発達を遂げた⁷。

³ OECD, *The OECD Private Pensions Outlook 2008*, (2009), <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/42169565.pdf>, at 302. OECD によると現在、米国の年金制度は次のように大別されている。1) Private pension fund: defined benefit plans, 2) Private pension fund: defined contribution plans, 3) Individual retirement accounts (IRAs), 4) Roth individual retirement accounts (Roth IRAs), 5) State and local government employee retirement funds, 6) Federal government retirement funds: defined benefit plans, 7) Federal government retirement funds: defined contribution plans, 8) Annuity reserves at life insurance companies, の 8 タイプである。1) から 4) が、私的年金であり、このうち 1) および 2) が従業員年金制度(企業年金制度)、3) および 4) が個人年金制度にあたり、5), 6), 7) が公的部門退職年金制度(公務員年金制度)である。個人年金制度のヴィークルは、銀行あるいは投資会社であるのに対して、企業年金制度、公務員年金制度のヴィークルは、年金基金である。3)の IRA と 4)の Roth IRA の大きな違いは、課税時にあり、Roth IRA が拠出時であるのに対して、IRA が年金受給時となっている。米国の年金制度は、連邦政府等の公的部門よりも私的部門への依存度が高くなっており、老後所得の最低水準を保証する公的な保障制度に加え、企業年金、ならびに個人年金の三本の柱で支えられている。

⁴ Stabilization Act of 1942, Pub. L. 77-729, 56 Stat. 765, enacted October 2, 1942 §10. 1942 年に成立した内国歳入法 (Internal Revenue Code: 以下「IRC」という。)が税制を規定する。IRC が成立した同じ年、賃金、給与、ならびに生活にかかる費用(物価)を安定させることを目的とし、Stabilization Act of 1942, 正式名は安定化法 (An Act to Amend the Emergency Price Control Act of 1942, to Aid in Preventing Inflation, and for Other Purposes) が制定された。安定化法では、賃金、給与、その他の報酬が対象となったが、妥当な金額の範囲内での保険および年金のための費用支出は統制の対象外とされた。これを契機として企業は企業年金を課税回避に利用すべく導入した。See also Joseph W. Aidlin, *The Constitutionality of the 1942 Price Control Act*, 30 Cal. L. Rev. 648, 654 (1942). 安定化法の目的は戦争に勝利するための経済的安定性の確保であり、非常事態においては最も包括的な特徴を持つ法律の制定が必要であった、と指摘する。

⁵ Steelworkers (AFL-CIO) (Inland Steel Co.), 77 NLRB 1 (1948), *enforcement granted*, Inland Steel Co. v. National Labor Relation Board (NLRB), 17 F.2d 247 (7th Cir. 1948), *cert. denied*, 336 U.S. 960; 69 S. Ct. 887; 93 L. Ed. 1112 (1949). Inland Steel 社 (Inland Steel Co.) における 65 歳での強制退職年金制度に対し、組合が労働契約規定に反すると主張した。これに対し、裁判所は、年金給付に関する事項は、団体交渉事項であると判示した。連邦最高裁判所に上訴がなされたが、不受理に終わり、結果として、最高裁判所が第 7 巡回裁判所の判決を支持した形となった。この判決により、労働組合の年金に関する運動は活発化した。

⁶ Peter F. Drucker, *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America* 5-7 (Butterworth-Heinemann, 1976).

⁷ H.R. REP. No. 533, 93d Cong., 1st Sess. (1973), *reprinted in* 2 Legislative History of The Employee Retirement Income Security Act of 1974 2348, 2350 (1976). Also in 1974 U.S. CODE CONG. & ADMIN. NEWS 4639, 4641. また、井出は、井出正介『アメリカのポートフォリオ革命』(日本経済新聞社、1986) 37-39 頁において、以下のようにまとめている。企業年金の急速な発展の最後の一押しを行ったのが、1950 年 GM のウィルソン社長の従業員のための年金基金を創設する提案であり、1 年後には約 8,000 の基金が新設され、その資産規模は 1960 年に 520 億ドル、70 年には 1,380 億ドルに到達し、企業年金基金は急速に発展した。ウィルソン社長の提案は、全米自動車労組 (United Auto Workers: 以下「UAW」という。)に対して行われ、企業年金の運用・管理を 100%会社側および会社選定の投資マネージャーに委ね、組合や政府の介入の余地はないという内容であった。労働組合にとって、年金制度の確立は最重点項目であったが、組合にとっての年金制度は、政府の管理する国民年金的なものであり、組合員の老後生活が企業の業績に依存するという内容のウィルソン社長の提案は、組合の分断と弱体化を狙った不公正な労働慣行を強制するものだと訴えを提案する UAW の GM 支部もあった。しかし、労働組合にとって UAW の大

このような 1950 年代の飛躍的な企業年金基金の成長とそれに伴う株式市場における活発な投資の一方、1960 年代に入ると、企業の倒産に伴う企業年金基金の従業員に対する年金未払い問題が浮上する。なかでも 1964 年の Studebaker 社⁸の倒産は公的に年金改革議論を推し進め、1974 年の従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act: 以下「ERISA 法」という。）⁹の成立につながることになる。

1.1 Studebaker 事件

1950 年に GM の企業年金基金が設立し、多くの自動車産業が GM にならい企業年金基金を確立した。1950 年、Studebaker 社および Packard 社も同様に年金基金を導入し、1954 年 10 月、自動車産業の景気の後退から両社は合併した¹⁰。1955 年 UAW は企業と交渉し従業員への年金の受給権付与の権利を得たが、すでに企業および組合は原資である従業員の積立金額よりもはるかに高額な支払いを退職時に約束する仕組みを作り上げ、債務超過から年金の支払いは企業の経営状態に依存するようになった¹¹。その結果、1958 年には旧 Packard 社の、1964 年には旧 Studebaker 社の従業員に対する年金基金を終了した

多数のメンバーの急速な高齢化により、年金制度の確立は最重点項目であったため、組合はこの提案を受け入れ、1950 年 10 月、GM の企業年金基金が発足した。その後 1 年以内に新設された 8,000 の年金基金の大半が GM の年金基金制度を模範に制度を構築しただけでなく、既存の多くの年金基金も GM に倣い規約の改定を行った。さらに 1970 年の企業年金の資産規模は、アメリカの巨大製造業 12 社の純資産合計を上回り、1970 年の 1 年間に年金基金に流入した 150 億ドル超の資金は、全銀行部門の預金増加額に匹敵するものであった。こうして、1950 年代は特に Pension-drive（大企業年金ブーム）と呼ばれるようになった。

⁸ James A. Wooten, “The Most Glorious Story of Failure in the Business”: The Studebaker-Packard Corporation and The Origins of ERISA, 49 Buff. L. Rev. 683, note 51 (2001). ジェイムズ・A・ウーテン（みずほ年金研究所訳）『エリサ法の政治史』（中央経済社、2009）Packard 社は Studebaker 社との合併により、1962 年 4 月その社名をなくすが、Wooten はわかりやすいように合併後の名前を自身の論文では Studebaker-Packard 社と呼んでいる。

⁹ Pub. L. No. 93-406, 88 Stat. 829 (1974) (codified as amended in scattered sections of 5, 18, 26, 29, 31 & 42 U.S.C.). ERISA 法は、4 Titles から構成されており、その内 3 Titles は 29 U.S.C. §§1001-1381 (1976) としてコード化され、Title II Amendments to the Internal Revenue Code は、歳入法 29 U.S.C. を主に 5, 18, 26, 31 & 42 U.S.C. の関連項目に修正されてコード化されている。See also William J. Kilberg and Paul D. Inman, *Preemption of State Laws Relating to Employee Benefit Plans: An Analysis of ERISA Section 514*, 62 Tex. L. Rev. 1313 note 1 (1984).

¹⁰ Wooten, *supra* note 8, at 691, 693. (Studebaker 社を例にとると、年金基金の積み立ては月額 1.5 ドルを最長 30 年間積み立てるという内容であった。) See James A. Ward, *The fall of the Packard Motor Car Company*, 3 (Stanford University Press, 1995). また滝川は、滝川靖「スチュードバーカーの変身—資本戦争下の受難者たち—」エコノミスト 45 巻 38 号 (1967) 71 頁において、1953 年から 1954 年の自動車産業について以下のように説明する。1953 年は米国自動車産業にとって「魔の年」と呼ばれ、自動車市場が売手市場から買手市場に転化し、ディーラーの採算は急激に悪化した。1950 年にはディーラーの平均売上高利益率は 6.3%であったが、1953 年には 2.2%、1954 年には 0.6%に低下した。また倒産は 1951-52 年平均の 84 件を大幅に上回り、1953-1954 年には 200 件を超えた。

¹¹ Wooten, *supra* note 8, at 697, 698.

が、受給権を有していたにもかかわらず多くの従業員にはほとんどあるいは全く年金は給付されなかった¹²。

Studebaker 社の年金基金終了は年金基金管理者による基金資産の不正利用という論者もいるが、Studebaker 社の経営陣と UAW が、年金制度が債務不履行に陥った際、若手従業員にそのリスクを課すという条件に合意していたことがそもそもの原因であり、若手年金受給権者に対する年金給付の反故は Studebaker 社の年金基金が資金不足に陥った際に近い将来の結果として分かっており、それゆえに発生した事件であったということに問題があった¹³。

1.2 ERISA 法の成立

Studebaker 社と同様に、1955 年から 1965 年の 11 年間に、4,259 の企業年金基金が消滅し、約 225,000 人が影響を受けた¹⁴。この事態を受けて、企業年金基金の加入者である従業員保護の必要性が求められるようになっていった。

1955 年から 1965 年の 11 年間に 4,259 の企業年金基金が消滅したという事態に加え、1964 年、Studebaker 社の Indiana 州 South Bend の工場閉鎖に伴い、企業年金基金の加入者である従業員保護について議会で議論されるようになった¹⁵。1958 年、政府は、企業年金基金の公開を義務づける、年金福祉基金開示法 (Welfare and Pension Plans Disclosure Act.: WPPDA) を制定し、各種の委員会が企業年金基金のあり方について検討を行うようになった¹⁶。しかし、1962 年 11 月、企業年金基金の保証に関する実効性への懸念から立法化は進められず¹⁷、Studebaker 事件から 10 年後の 1974 年 11 月 2 日、ようやく ERISA 法

¹² James A. Wooten, *The employee retirement income security act of 1974: A Political History* 52 (University of California Press, 2004); H.R. REP. No. 807, 93d Cong., 2d Sess. (1973) 236, 248, *reprinted in* 2 *Legislative History of The Employee Retirement Income Security Act of 1974* 3115, 3127 (1976). Also in 1974 U.S. CODE CONG. & ADMIN. NEWS 4670-80.

すでに退職した者、および 60 歳を迎えた従業員あるいは 10 年以上勤務していた従業員にのみ約束されていた年金が全額支払われた。

¹³ Wooten, *supra* note 12, at 51.

¹⁴ H.R. REP. No. 807, 93d Cong., 2d Sess., *supra* note 12, at 236, 248, *reprinted in* 2 *Legislative History of The Employee Retirement Income Security Act of 1974* 3115, 3127 (1976). Also in 1974 U.S. CODE CONG. & ADMIN. NEWS 4670-80. (財務省と米国労働省 (Department of Labor: 以下「DOL」という。)の共同研究によると、1972 年には 1277 の年金制度が終了している。) ; Emerson H. Beier, *Terminations of Pension Plans: 11 Years' Experience*, 90 *Monthly Lab. Rev.* 26, 26 (1967). (内国歳入庁 (Internal Revenue Service) の協力による労働統計局の調査によると、消滅した基金の大半は 6 年未満と比較的若く従業員 25 人未満と規模が小さい。)

¹⁵ H.R. REP. No. 807, , 93d Cong., 2d Sess., *supra* note 12, at 248. See Michael S. Sirkin, *The 20 Year History of ERISA*, 68 *St. John's L. Rev.* 321, 323 note12 (1994). (ある部分では Studebaker 事件が ERISA 法制定について議会での議論を推し進める要因となった。)

¹⁶ Welfare and Pension Plans Disclosure Act, Pub. L. No. 85-836, 72 Stat. 997 (repealed 1976). See Wooten, *supra* note 8, at 732.

¹⁷ Wooten, *supra* note 8, at 733.

¹⁸は成立した。ERISA 法制定の 1974 年には、実に 3,000 から 3,500 万人の労働者が企業年金システムに加入しており、年金の総資産額は 1,500 億ドルに達していた¹⁹。

ERISA 法においては、Studebaker 事件をはじめ年金制度終了時における受給権者に対する年金給付の反故から、受認者の義務を定義し、受認者は加入者および受給者の利益という排他的な目的のためにのみ行動する義務を負うと規定し、さらに prudent man としての行動および分散投資を規定している²⁰。

ERISA 法の受認者としての義務は、証券市場に新たな動きを生んだ。1990 年には上場企業の総発行株式の約 1/6 を保有するようになる企業年金基金は、1970 年初頭には投資先企業の経営に満足しない場合、所有する株式を市場で売却するという Wall Street Rule を採用していたが、巨額なポジションを保有することにより売却が困難になったという経済的要因に加え、受認者としての義務から徐々に経営を改善することで投資に対するリターンを回収するようになっていった²¹。

2. 1970 年代：年金基金の受認者としての義務と行動

ERISA 法は、年金制度終了に伴う加入者および受給権者の保護を目的として成立した。しかし、ERISA 法で明文化された受認者としての義務は従業員保護にとどまらず、企業年金基金の株主としての行動にも変化をもたらした。ERISA 法の影響を検証するにあたり、まずは ERISA 法を概観し、ERISA 法における規制を通して、企業年金基金の行動に与えた影響を論じる。ERISA 法の受認者としての義務は企業年金基金のみならず公的年金基金の投資家としての行動の基礎になる。受認者としての義務ゆえにアクティビストとしての行動を起こし、またその義務ゆえに利益相反のジレンマに陥るという問題については第三章で詳しく検討する。

2.1 ERISA 法の構成

アメリカの企業年金政策は、税制および退職所得政策の両面から構成されており、法制上も税制が IRC、退職所得政策が ERISA 法により管理・運営されている。ERISA 法は税制

¹⁸ ERISA 法につき、「第二章 2.1 ERISA 法の構成」参照。

¹⁹ H.R. REP. No. 533, 93d Cong., 2d Sess., *supra* note 7, at 2350. *See* Sirkin *supra* note 15, at 322. (1994 年現在、4,800 万人の労働者が加入し、企業年金基金の総資産額は、2 兆ドルを超えている。)

²⁰ 29 U.S.C. §1104. Prudent man としての行動につき、年金加入者および受給者の利益においてのみ義務を果たす良識的な者としての行動として規定される。

²¹ 投資先企業への経営への関与の方法は、株主総会での株主提案や議決権行使であることにつき、Roberta Romano, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 Colum. L. Rev. 795, 798 (1993).

面が最優先項目ではなく労働法案（a labor law bill）であった点は重要である²²。ERISA 法における主要な改革は、①受認者としての義務を伴う行動規範、②最低限の年金受給権付与と積立基準、③政府による年金保障であり、長期間にわたり労働に従事してきた労働者に退職時の年金の支払いを約束することを目的とした点である^{23, 24}。

長期間にわたり労働に従事してきた労働者に対する年金の支払いにおいてそれを脅かすリスクからいかに労働者を保護するのか、今までの法律にはなかった受認義務を伴う行動規範を中心に、ERISA 法の概要について論じる。

2.1.1. ERISA 法の概要—年金基金制度の受認者としての行動規範

1) 受認者の定義

ERISA 法 3 条の受認者の定義によると、原則として、受認者とは、1) 制度の管理に関し、裁量権あるいは裁量的な支配を行使する者、あるいは制度資産の管理または売却、譲渡等に関し、権限あるいは支配権を行使する者、2) 制度の金銭その他の財産に関し、手数料あるいはその他の報酬のために、投資について助言を行う者、あるいはそのような行為に対し権限または責任を有する者、3) 制度の管理における裁量的権限あるいは裁量的責任を有する者、をいう²⁵。

2) 受認者の義務

²² Sirkin, *supra* note 15, at 323.

²³ *Ibid.*

²⁴ ERISA 法の構成については、1974 年、ERISA 法が連邦法として成立したときは 4 つのタイトルで構成されており、例えば Title I は、従業員の受給権の保護について 6 つのパートから構成されている。Part 1 は ERISA 法の報告義務と開示義務、Part 2 は年金加入の最低基準と受給権付与、Part 3 は最低積立基準、Part 4 は受認義務、Part 5 は 1 から 4 に伴う管理と実施、そして 1986 年に付け加えられた Part 6 は団体健康保険制度の継続である。Pub. L. No. 93-406, 88 Stat. 829, *supra* note 9; James F. Jorden, et al., Handbook on ERISA litigation, 1-6 of 2015 Supplement (Aspen Publishers, 3rd ed. 2007). (その他、Title II は、引退制度に関する 1954 年の IRC の改正として成分化した税法の条項、Title III は労働大臣、財務大臣による ERISA 法に関する裁判管轄、管理、Title IV は、年金制度終了保険および年金給付保証公社 (Pension Benefit Guaranty Corporation: PBGC) の創設について、記載されている。ERISA 法の Title I、III、ならびに IV は合衆国法典 (United States Code: U.S.C.) の Title 29, Chapter 18 にそれぞれ、Subchapter I、II および III として収録されており、Title II: IRC 改正は Title 29 ではなく、主として Title 26: Internal Revenue Code に収録されている。) また、他に特徴として、合衆国憲法において、合衆国憲法、連邦法は州法に優越し、州法に反対の規定がある場合、これに拘束される (Constitution of the United States of America, Article VI.)、と規定されていることから、連邦法である ERISA 法には、州法に対する専占の規定は不要であるにもかかわらず、第 514 条において、原則的に ERISA 法は、州法に専占する (supersede any and all State laws) と規定されている (29 U.S.C. § 1144(a)).

²⁵ ERISA Sec. 3 (21) (A) (29 U.S.C. § 1002(21)(A)). (なお 3) 制度の管理における裁量的権あるいは裁量的責任を有する者、には 29 U.S.C. § 1105(c)(1)(B) で指名されたすべての人を含む。) 石垣修一『年金資産運営のためのエリサ法ガイド』(東洋経済新聞社、2003) 52 頁、346 頁。また石垣は、当該条項の裁量権について、指名受認者には「制度の運営・管理」について、信託受託者には「制度資産の運営・管理」について、投資マネージャーには「投資」について、裁量権あるいは支配権が与えられている、とまとめている。

ERISA法は404条²⁶において、受託者の義務を定義している。受託者の主要な義務は、「§1103 (c),(d), §1342, および§1344に基づき、受託者は加入者および受給者の利益においてのみ、行動する義務を遂行しなければならない」と規定し、その排他的な目的は、「(i) 加入者、受給者に対する給付、(ii) 制度管理の合理的な経費支出²⁷」である。また、「同様の能力で行動し事情に精通するprudent manであれば、同様の特性および目的である事業の管理において、発揮するであろう注意力、技量、慎重さ、勤勉さ²⁸」を持って、「分散しないことが明らかに慎重であるという状況下でなければ、大きな損失が生じないように、リスクを最小限にするために制度の資産投資を分散すること²⁹」を取り決め、「制度運営の書類や規約が、本章および本章のsubchapter IIIの規定と一致する限り、それらを遵守する³⁰」を規定する。

受託者の義務は、加入者、受給者に対する利益においてのみ行動する義務であるが、当該義務は個々の加入者および受給者に対してというよりはむしろ制度に対して負う義務である³¹。その根拠として、受託者義務違反の損害に対する法的救済は制度全体の給付に対し効力を発生すると判示した連邦最高裁判所の判断³²、および年金制度の活動に関し年金加入者

²⁶ 29 U.S.C. §1104. なお、厚生年金基金、「厚生年金基金の資産運用に係る受託者 責任ガイドライン研究報告書（平成9年3月31日）」、厚生労働省、<http://www1.mhlw.go.jp/shingi/s9703/s0331-1.html>、（2016年8月23日確認）、において、「米国のエリサ法（1974年従業員退職所得保障法）におけるフィデューシャリー（fiduciary）の定義、義務、責任等は、我が国でも参考になる点が多く、その基本的な考え方や精神は、最大限参考とすることが望ましい。」とERISA法を推奨する意見もある。

²⁷ 29 U.S.C. §1104(a)(1)(A); *See also* Jay Conison, *Employee Benefit Plans in a Nutshell* 250 (Thomson West, 3rd ed. 2003) 当該義務が受託者の義務の中心であり、排他的利益のルール（exclusive benefit rule）とも呼ばれている、と説明する。

²⁸ 29 U.S.C. §1104(a)(1)(B). *See also* Harvard College v. Amory, 26 Mass. 446; 9 Pick. 446 (1830). 5万ドルの運用を裁量の判断に基づき年金基金や銀行株式など安全に運用することを委任された信託者の運用の失敗に対しその責任を信託者は負わないと判示された裁判。また、石垣・前掲注（25）61頁において、投資における忠実な行動および健全な自由裁量の行使、さらに元本の安全性と同時に収益への考慮が必要とされる、と説明する。

²⁹ 29 U.S.C. §1104(a)(1)(C); *See also* Sirkin, *supra* note 15, at 323. 資産投資の分散すなわち分散投資は、受託者の義務の例外的規則であり、参加者による投資のためのヴィークルの選択を可能にするために受託者の責任を制限している、と指摘する。一方、石垣・前掲注（25）62頁以下は、本規定は「投資」に関する義務で、「慎重人原則（prudent man rule）」と表裏一体であり、両者間に対立関係はなく、「リスク・マネジメントのための合理的な分散投資」と解されると説明し、さらに *Restatement (Third) of Trusts* (1990)の改定で分散投資が独立した条文から慎重人原則の同一条文に組み入れられたことを指摘する。

³⁰ 29 U.S.C. §1104(a)(1)(D). また、溝渕は、溝渕彰「受託機関としての生命保険会社とコーポレート・ガバナンス—米国における株主アクティビズムの動向を踏まえて—」生命保険論集 164号（2008）42頁、注釈（43）において、この制度規約等遵守義務にはERISA遵守義務が含まれていると考えるべきであり、制度を規定する文書がERISA法に従ったものであれば、受託者はこの文書に従う義務があり、ERISA法に抵触する条項についてはERISA法の規定が優先する、と指摘する。

³¹ Conison, *supra* note 27, at 251.

³² *Massachusetts Mutual Life Insurance Co. et al. v. Russell* 473 U.S. 134; 105 S. Ct. 3085; 87 L. Ed. 2d 96 (1985). 制度全体の給付に損害（losses to the plan）を及ぼす場合のみ受託者としての義務違反として補償されると判示された。

または加入者のグループにおいて利益相反が起きる可能性が挙げられる³³。また、受認者に関する規定は信託法に由来する³⁴が、信託法とは異なる点もある。例えば、ERISA法は強行法規性を有する点³⁵をはじめ、信託法のtrustee（信託受託者）と異なり受認者の定義³⁶に該当する限り多様な役割を持ち、これらは裁判所の判断からも確認できる³⁷。信託法の相違点として、議会はERISA法の受認者としての義務に3つの一般的義務、すなわち①忠実義務（duty of loyalty）、②prudent personとしての注意義務、③排他的目的のために行動する義務を課したという見解もある³⁸。具体的には、ERISA法では加入者、受給者に対する利益においてのみ制度に対し受認者の義務を課している点、またコモン・ローにおいては、裁判

³³ Conison, *supra* note 27, at 251-252. 年金加入者の利益相反について、例えば、制度の資産不足の状態にあるとき、一人の受給者への支払いは他の受給者への支払いの資源を使い果たすかもしれない、と説明する。

³⁴ John H. Langbein, et al., *Pension and Employee Benefit Law* 556-557 (Foundation Press, 4th ed. 2006). Restatement (Second) of Trusts (1959) を取り上げ ERISA 法の Fiduciary Duty の規定が信託法に由来しており、特に Restatement (Second) of Trusts (1959) が ERISA 法の Fiduciary Duty を説明する上で重要であると、説明する。具体的には、1) ERISA Sec.3 (29 U.S.C. §1002) の定義は、受託者 (trustee) としての側面に加え、「裁量権」 (“discretionary authority”) を伴うことが規定されていること、2) 信託法の Fiduciary Duty は Duty of Loyalty および Duty of Prudence から成り、ERISA 法は両方を兼ね備えていること、3) そのうち Duty of Loyalty は Restatement (Second) of Trusts §170(1) (1959) の「受給者の利益においてのみ信託を管理すること」を受託者に要求し、4) Duty of Prudence は、善管注意義務を規定し、この善管注意義務は Restatement (Second) of Trusts §174 (1959) において規定されている、と説明する。また、溝渕・前掲注 (30) 40 頁以下は、受認者の概念は、すべての年金制度に共通する統一的・横断的な概念であると説明する。さらに、石垣・前掲注 (25) 52 頁、64 頁は、ERISA 法の立法原則は「信託化」であり、信託関係という信託法理を取り込んでいることから、本規定は「制度規約等を守ること」とのプログラム規定であるだけでなく、信託法理上の「投資」における「法令・規約遵守義務」に由来するという観点から、投資における「法廷銘柄原則」との関係で、制度が「投資ガイドライン」を設けている場合、そのガイドラインが慎重人原則等のほかの受認者の義務に抵触しない限り、その法的効果は有効と考えられる、と説明する。

³⁵ 29 U.S.C. §1104(a)(1)(D); *Dardaganis v. Grace Capital Inc.*, 889 F.2d 1237 (2d Cir. 1989). 当該事件において、制度資産の運用を委託された投資マネージャーが、1982 年 5 月に資産の 35% を、同年 9 月には 50% を株式に投資し、それが上限であるという規定にもかかわらず、その後 1984 年には 80% の資産を株式に投資した。これが制度運営の書類規約遵守義務違反と判示された。

³⁶ 29 U.S.C. §1002(21)(A).

³⁷ *Frank M. Berlin v. Michigan Bell Telephone Company* 858 F.2d 1154 (6th Cir. 1988). 29 U.S.C.S. § 1104 に規定された忠実義務 (the duties of loyalty) と prudence に基づき、すべての決定は加入者と受給者の利益を唯一の目的として (with eye single to) なされなければならない、と判示している。See also *National Labor Relations Board (NLRB) v. Amax Coal Co.*, 453 U.S. 322; 101 S. Ct. 2789; L. Ed. 2d 672 (1981). 溝渕・前掲注 (30) 40 頁以下。(溝渕はこの判例を取り上げ、信託法における trustee (信託受託者) との違いについて、信託受託者は、受益者に対して発生する可能性のある損害を防止するために、相対立する二者へ二心のある信託受託者に対するルールは厳格に強制されなければならない、と説明する。) 溝渕彰「米国 ERISA における受託者の義務と年金加入者および年金受給者の保護—エンフォースメントと救済の観点を中心に—」生命保険論集 182 号 (2013) 4 頁以下。(伝統的な信託法では、信託受託者だけが受託者であるのに対し、ERISA 法の定める受託者は多様な役割を持つものに分類されると指摘する。)

³⁸ *Jenifer A. Leahy, ERISA's Fiduciary Provisions and the Duty to Disclose: Circumstances When an Employer Is Subject to Fiduciary Standards*, 34 Suffolk U.L. Rev. 595, 600-601 (2001). Leahy は prudent man ではなく prudent person と記載している。See also *In re: Unisys Savings Plan Litigation* 74 F.3d 420 (3d Cir. 1996). 当該裁判例は、29 U.S.C.1001 et seq. に対するクラス・アクション。Restatement (Second) of Trusts, Secs. 216,217,218 (1959) の下での不公正な契約について言及するも、同様の一般的な信託法の原理と相似のスキームが 29 U.S.C. §1104(c) には見受けられない、と判示された。また、溝渕は 74 F.3d 420 を例に、投資において prudent man standard に関する義務を満たしているかを判断する場合、結果ではなくその過程に焦点が当てられていると指摘する。溝渕・前掲注 (30) 42 頁。

所は個々の投資に対し、prudent man standardを採用しており、ERISA法のprudent man standardは、全体としてのポートフォリオの結果を考慮し、受認者に専門家のアドバイスに頼ることを許可している点を挙げている^{39, 40}。

³⁹ Leahy, *supra* note 38, at 600-601. See John H. Langbein, *The Contractarian Basis of the Law of trusts*, 105 Yale L. J. 625, 655-656 (1995). 忠実義務 (duties of loyalty) と prudence は近代的信託法の概念の中心であり、受給者の利益の正当性を立証するものでもある、と説明する。ERISA 法には受認者の義務のほかに 2 つの主要な改革 a) 最低限の受給権付与と積立の基準、b) 年金給付保障公社 (Pension Benefit Guarantee Corporation: 以下「PBGC」という、がある。a) につき、ERISA §203 (29 U.S.C. §1053); ERISA §302 (29 U.S.C. §1082)によると、受給権付与に関する規定において、企業は、①一括付与基準 (勤続 5 年後、100%の受給権付与)、②勤続 3 年で 20%、その後 20%ずつ増え、4 年で 40%、5 年で 60%、6 年で 80%、そして 7 年で 100%の受給権付与、のいずれかより寛大な受給権付与規定を採用する必要がある。なお、1974 年当時の規定については、ジェイムズ・A・ウーテン (みずほ年金研究所所長)『エリサ法の政治史』(中央経済社、2009) 301 頁、小野正昭「エリサ法の成立と展開」退職給付ビッグバン研究会 2009 年度年次総会 (2009) 14 頁、http://www.ier.hit-u.ac.jp/pie/stage2/Japanese/d_p/dp2009/dp449/text.pdf、(2016.08.26)によると、ERISA 法制定時の受給権付与の基準は、①段階付与基準、(勤務 5 年のあとに 25%付与、以降は、6 年から 10 年までは年 5%ずつ加算、11 年から 15 年までは年 10%ずつ加算して 15 年で 100%付与)、②一括付与基準 (勤務 10 年の後に 100%一括付与)、③勤務 5 年の従業員は年齢と勤務年数の合計が 45 になると 50%付与、その後は年 10%加算。ただし、年齢に関係なく、従業員は、勤務 10 年の後に給付の 50%に受給権付与と規定されていた。また、積み立て基準は、単独事業主制度と多数事業主制度に分けられ、前者は、標準費用、施行日前に帰属する未積立過去勤務債務の 40 年償却額、施行日後に帰属する未積立過去勤務債務の 30 年償却額の合計、後者は、標準費用と未積立過去勤務債務の 40 年償却額の合計と定められた。)単独事業主制度と多数事業主制度に関する詳細はそれぞれ ERISA §303 条 (29 U.S.C. §1083)、ERISA §304 条 (29 U.S.C. §1084) に記載されている。次に、b) については、ERISA §4001-4011 (29 U.S.C. §§1301-1311)において規定されている。PBGC が運営する制度終了保険が、アメリカにおける企業年金制度の支払保証制度である。Studebaker 社が倒産し、企業年金制度を終了することを組合と合意したとき、退職資格のある従業員以外は 100%の年金金額が支払われず、特に若年層にいたっては 1 セントも支払われない従業員もいた。PBGC は、Studebaker 社のように年金制度が終了した場合、制度の加入者および受給者に対し、一定限度までの受給権の付与された給付を保証することを目的とし、財務長官、労働長官、商務長官で構成される理事会を中心に、創設された (29 U.S.C. §1302(d). Board of directors について、理事会の構成員および構成員の報酬、経費 (報酬はないが、旅費等の経費は払い戻される) 等が規定されている)。ERISA 法は、PBGC によって管理される 2 種類の保険プログラム、すなわち、単独事業主年金制度用と複数事業主年金制度用、を創設しており、これらのプログラムは、資産の財政管理も運用も別々に行われている。また、PBGC の目的は、①企業年金制度の維持と年金受給者の保護、② (制度終了時における) 適時の正確な年金給付、③高水準の経営と責任の維持である。b) につき、Pension Benefit Guarantee Corporation, FY2015 Annual Report, (2015) at 1. 一方、柳瀬は、柳瀬典由「米国の企業年金制度における支払保証」文研論集 132 号 (2000) 171 頁、194 頁以下において、PBGC の財源の一つが、確定給付型年金制度を採用する事業主からの保険料の納付であり、確定給付型年金制度を採用するすべての事業主は、制度終了保険への加入が義務付けられているが、給付安全性を確保するための保険制度が、モラル・ハザードや逆選択という新たな問題を引き起こしてきたことを指摘し、具体的には逆選択の例として、保険料の上昇により、PBGC への保険料の支出を避けようと自らの年金制度を終了するという動機付けが働く等を挙げている。

⁴⁰ ERISA 法に関連した訴訟を分類すると、ほとんどの事件が受認者義務違反 (Breach of Fiduciary Duty) に関連していることにつき、Pension Governance, Incorporated and The Michel-Shaked Group, *ERISA LITIGATION STUDY*, (2009)、<http://www.pensionriskmatters.com/uploads/file/PLD%20ERISA%20Litigation%20Study%20041509.pdf>, at 5. 受認者義務違反以外には制度規約逸脱、慎重人の原則に従う注意義務違反、受益者義務違反 (ERISA 法 409 条) (29 U.S.C. §1109) 等がある。受認者義務違反の裁判として例えば、労働省長官である原告、Raymond J. Donovan が被告、Joseph P. Mazzola をはじめとする年金基金 (Pension Fund: 以下「PF」という。) の管理者を ERISA 法 404 条(a) (29 U.S.C. §1104(a)) の受認者義務 (fiduciary duty) 違反であるとして、提訴した事件である Raymond J. Donovan v. Joseph P. Mazzola, et al 716 F.2d 1226 (9th Cir. 1983) がある。Donovan が Mazzola たち管理者を受認者義務違反として提訴した理由は 2 点ある。第一は、Mazzola をはじめとする PF の管理者、すなわち PF 制度の受認者は、療養所基金 (Convalescent Fund: 以下「CF」という。) の受認者でもあり、PF の管理者として自らを管理者 (すなわち受認者) とする CF に 150 万ドルの貸付を市場相場よりも低い金利で行い、結果、

このような受認者としての義務は、機関投資家がアクティビズムあるいは企業との対話であるエンゲージメントという行動を通して企業を効率性の観点から監視する要因の一つであるが、それは、第四章において詳しく説明する。

2.1.2. 受認者としての企業年金基金の行動

1974 年の ERISA 法成立当時、アメリカ社会はベトナム戦争の泥沼化が経済に大きく影響し、インフレの進行、企業収益率の低下を引き起こし、企業年金基金も積極的な運用による高いパフォーマンスを必要とするようになり、投資顧問会社、大手証券会社等をはじめ、大手商業銀行も巻き込んだパフォーマンス競争が繰り広げられるようになった⁴¹。

一方、ERISA 法の受認者としての責任は、年金基金の運用責任者から、制度の資金を運用する投資マネージャーにまで広範囲に及んでおり、1974 年 ERISA 法が成立して以来、市場における株式売却の困難、あるいはインデックス運用等の経済的要因⁴²に加え、ERISA

PF が損失を被ったこと、第二に CF が Feasibility Study の研究を当該研究経験のない Dr. Schwartz に依頼し、過度の支払いを行ったことである。第一審において、被告の受認義務違反が認められ被告が控訴したが、第 9 巡回控訴裁判所は、第一審の判決を支持し、控訴を棄却した。控訴裁判所は、地裁が、Mazzola をはじめとする管理者らが Dr. Schwartz に feasibility study の成果として 25 万ドル支払いを行ったことは慎重さを欠く行為 (imprudently) であり、すなわち地裁が ERISA 法 404 条(a)(1)(B) (29 U.S.C. §1104(a)(1)(B)) における受認者としての義務 (fiduciary duty) を違反したという結論を支持すると、判示した。See also Daniel Candee Knickerbocker, Jr., *Trust Law with a Difference: an Overview of ERISA Fiduciary Responsibility*, 23 Real Prop. Prob. & Tr. J. 633, 657 (1988).

⁴¹ 佐賀・前掲注 (1) 14 頁。

⁴² David S. Ruder, Chairman, The Impact of Institutional Investors on Large Corporation, Remarks before the 27th Annual Corporate Counsel Institute, News Release, United States Securities and Exchange Commission (October 11, 1988) (on file with SEC website), at 12-13. (Ruder は、株主としての機関投資家が投資先企業の経営に対して不満があれば、所有する株式を売却する Wall Street Rule と呼ばれる Exit 戦略から、株主として経営に対して意見する Voice 戦略をとるようになった理由として、①企業年金基金の制度規模拡大に伴い、所有する株のポジションが巨額になり、売却にコストがかかるようになった、②巨額なポジションの売却は、株式市場に混乱を招く可能性があり、売却自体が非常に難しくなった、③インデックス運用を行う投資家が増加した、④市場が不安定なため、市場の動きを読むことが難しく、株式を長期保有するようになった、と説明する。これに加えて、マーケットの安定と経営陣の責務の改善を機関投資家がコーポレート・ガバナンスに関わることのメリットとして挙げている。) ; Robert W. Hamilton, *The Law of Corporations in a Nutshell* 275 (West Publishing Co., 3rd ed. 1991). Hamilton は Wall Street Rule を Wall Street Option と呼んでいるが、Wall Street Option に基づき機関投資家が市場で株式を売却するなら、売却株式が巨額であるため、市場の株価暴落を引き起こす可能性があり、その株式を購入することができるのは他の機関投資家だけである。これはすなわち機関投資家の所有する株式の巨大なサイズゆえに投資に対して機関投資家は封鎖 (locked in) されてしまった、と指摘する。See also Peter F. Drucker, *Reckoning with the Pension Fund Revolution*, Harv. Bus. Rev., Mar.-Apr. 1991, at 108 (Drucker は年金基金行動をドイツ銀行の創始者である Georg Siemens の 100 年前の発言、「売れないなら、面倒をみなければならない ("If one can't sell, one must care.")」を引用して表現している。Siemens は顧客企業とのトラブル対応に彼自身および銀行が費やした時間を批判されたときこの発言をした。) また、斎藤は、大規模年金基金がインデックス運用を採用する理由は、アクティブ運用が可能なファンド・サイズに上限があるからであり、言い換えれば、ある一定額以上のアクティブ運用には規模の経済が働かないと、指摘する。斎藤達弘「アメリカの公的年金基金のアクティビズム」証券経済研究 5 号 (1997) 149 頁。

法の受認者としての立場から、1980年代以降、徐々に企業年金基金はアクティビストとしての株主行動をとるようになった⁴³。

1990年になると、企業年金基金は上場企業の総発行株式の約1/6を保有するようになったが、その株式運用の多くを外部の投資マネージャーに委託しており⁴⁴、このアセット・オーナーである年金基金と、投資マネージャーの関係から、実際には、大部分の企業年金基金は、消極的な株主行動にとどまっていた。投資マネージャーによるERISA法における受認者としての義務の履行には、アセット・オーナーである年金基金の母体企業と投資先企業の利益関係という大きな圧力が課せられ、やがて、この圧力が投資マネージャーの行動に大きな制限を課すことになったからであり、こうした点については、第三章で詳しく説明する。

2.2 取締役会の役割

2.2.1 advisory board から monitoring board へ

ところで、ERISA法が成立した1970年代は企業のガバナンスに対する意識が高まりコーポレート・ガバナンスの再編成が行われた時代でもある。第二次世界大戦後の1950年代、第二次世界大戦の戦勝の要因を中央集権的官僚制度に求めたアメリカ社会は、経済的にも中央集中に利点を求め、企業は強い権力を持つChief Executive Officer（以下「CEO」という。）による自治が一般的であり、取締役会のメンバー選出はCEOに委ねられていた⁴⁵。このようなadvisory boardのモデルの傾向はしばらく続いたが、ガバナンスの再編成の契機となったのが、1970年のPenn Central鉄道の破綻、1972年のWatergate事件であり、この2つの事件を通じ、取締役および取締役会に対する「経営をモニタリングする」⁴⁶とい

⁴³ See Kristine Watson Hankins et al., *The Effect of Fiduciary Standards and Institutions' Preference for Dividend-Paying Stocks* (2007). DOI:10.2139/ssrn.686966, at 6. ポートフォリオ理論の発達とともにERISAの受認者義務が時代にそぐわなくなり、1979年のERISA法の改正により、従来の事後評価に基づいたprudent man standardは規範性の弱くなったprudent investor standardに置き換えられ、受認者義務はポートフォリオ内での事前の適合性を基に評価されるようになった。

⁴⁴ Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 Mich.L. Rev. 520, 596-598 (1990). Blackによると、企業年金基金が外部の投資マネージャーに株式投資および議決権行使を委託する方法は、①投資および議決権行使の両方を外部マネージャーに委託、②投資および議決権行使の両方を年金基金(in-house)で保持、③投資のみを外部の投資マネージャーに委託し、議決権行使は年金基金で行う、と3分類でき、③が最も利益相反の可能性を含むと指摘し、その理由として企業がどのように投資マネージャーの議決権行使を管理しているかをDOLが厳しく精査するため、としている。

⁴⁵ Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 Stan. L. Rev. 1465, 1511-1514 (2007). この時代、取締役会はadvisory boardのモデルをとっていた。また、Gordonによると、重要な点はこの時代の企業がCEOによる自治に加え、ステークホルダーの利益を広く考慮していた点である。例えば1961年のハーバード・ビジネス・レビューの1700人の経営者に対する調査によると、約83%の経営者が「従業員、消費者の利益を考慮せず、株主の利益のためだけに行動するのは非倫理的である」と答えている。

⁴⁶ *Id.* at 1515, 1517. Gordonは、この取締役会に対する考え方の変化をadvisory board modelからmonitoring board modelへの移行、すなわち内部取締役から独立取締役への移行であり、同時に監査委員会の組織化の始まりと指摘する。企業の不祥事防止に加え、取締役会に対するモニタリング機能の期待は、1960年から15年という長期間にわたって続いたベトナム戦争の終結による戦争への企業の関与に関する

う役割の期待および取締役の法令遵守に関する責任の範囲の明確化が求められるようになった⁴⁷。

2.2.2 エージェンシー理論と株主利益最大化

取締役会に「経営をモニタリングする」という役割が期待され、monitoring board へと移行していくが、この monitoring board を議論する上でかかるコスト、すなわちエージェンシー・コストとのバランスを考える必要がある。こうした点から、まずはエージェンシー理論について確認し、monitoring board がどのような役割を果たすかを検討する。

エージェンシー理論においては、プリンシパル（株主）とエージェント（経営陣）はともに自らの効用を最大化しようとするが、エージェントが必ずしもプリンシパルの効用を最大化しようと働くとは言えず、経営陣の権限行使をいかに適切に制御していくかという問題が提起され、検討されてきた⁴⁸。したがって、エージェンシー理論においては、プリンシパルがエージェントの権限行使を適切に制御するためのモニタリング・コストを最小化し、ストックオプション等のインセンティブを与え、逆にエージェントは自分たちの働きを証明するために財務諸表等を作成するといったボンディング・コストの負担を最小化しようとする⁴⁹。したがって、エージェンシー理論においては、エージェンシー・コストをいかにしてコントロールするかが会社法の中心的な論点である⁵⁰。

また、株主は、他のステークホルダーの利益と比べ契約によって保護されておらず、なおかつ、株主は残余財産の請求者（residual claimant）に過ぎないことから、会社価値に対し

懸念および環境や雇用といった社会的問題という、全く別の側面からも advising board というモデルに圧力をかけた。

⁴⁷ *Id.* at 1514-1516 (2007). Penn Central 鉄道は当時たいへんな優良企業として知られていたが、実際の経営状態は非常に悪く、取締役たちはその経営状態に気がついていなかったばかりか一億ドルを超える配当を認めており、advisors としての役割も monitors としての役割も全く果たせずに名目上のリーダーに過ぎなかったということが明るみに出た。また、政治スキャンダルをも引き起こし社会的問題となった Watergate 事件において、取締役会は限られた財務情報しか把握していないという実態が明らかになり、社会は取締役および取締役会の役割、さらには法令遵守に関する取締役会の責任の範囲について疑問を抱くようになった。さらに、Watergate 事件における「不審な支払い」は、米国企業の一斉捜査を促し、50以上の公開企業が刑事訴追あるいは SEC の執行訴訟（enforcement action）を受け、その他 400 社がアメリカ国内および海外において賄賂のような不正な支出を行ったことを自発的に認めた。これらの 2 つの事件を通して、CEO による自治という中央集権化から、取締役会に対し monitor の役割を求める気運が米国社会に高まる中、取締役会の役割に対する期待も変化していった。この傾向は、企業買収の 1980 年代を通して高まり、ガバナンスの発展に貢献することとなる。

⁴⁸ 川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋ほか編『企業の健全確保と取締役の責任』（有斐閣、1997）4 頁。

⁴⁹ Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, 73-75, 100-104 (Oxford University Press, 2008). 大塚章男「コーポレート・ガバナンスの規範的検討—日本型モデルの機能的分析へ—」慶應法学 28 号（2014）34 頁。

⁵⁰ Mark A. Sargent, *Lawyers in the Perfect Storm*, 43 Washburn L.J. 1, 1 (2003). *See also* Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *A survey of Corporate Governance*, 52 J. Fin. 737, 740 (1997).

て最も関心が高いといえる⁵¹。それゆえ、会社の利益に最も関心のある株主の利益最大化を図ることは、会社の価値の最大化と同じ意味を持つ、といえる⁵²。

アメリカの株主利益最大化論は、判例上は古くは *Dodge v. Ford Motor Co.*, の裁判に正鵠を得る⁵³。また、法律論では、**residual claimant** の観点に加え、1) 株主は所有者であり株主の代理人である経営者は株主の最善の利益のために行動する、すなわち株主利益の最大化を図るべき立場にある⁵⁴、2) 法と経済学の理論から、会社は債権者、労働者、株主、ならびに消費者などの多様な請求者が合意を取り結ぶ契約の束 (**nexus of contracts**) ⁵⁵であり、株主は会社に結び付く主体の一つに過ぎず、その契約は不完備であることから、株主利益最大化を目指し企業を経営することが企業価値最大化のためになり、効率的と考えられる⁵⁶。さらに、金融経済学的には、会社に関する法およびルールにおいては、株主と経営者の関係はプリンシパルとエージェントであり、エージェントがプリンシパルの最善の利益のために行動するよう、エージェンシー・コストを最小限に削減することは利益となる⁵⁷、などが挙げられる。

2.2.3 Monitoring board の機能

経営者の株主に対する責任強化のための連邦法の制定も主張されたようであるが、Eisenberg が主張したのが独立取締役による **monitoring board** のモデルであった⁵⁸。Eisenberg は執行役員の選任、監督、解任は、取締役会のみが実行できる、言い換えれば取締役会以外の会社内の他のどの機関もこれを実行できないとし、取締役会がこのような機能を果たす条件として、1) 独立取締役の過半数を社外取締役にし、執行役員からの独立性を高める、2) 独立取締役の要件として執行役員との経済的な利害関係がないこと、3) 内部委員会（監査委員会、報酬委員会、指名委員会）の設置による監視機能の強化と監査委員会

⁵¹ 伊藤秀史「現代の経済学における株主利益最大化の原則」商事 1535 号（1999）5 頁。

⁵² 伊藤・前掲注（51）5 頁。

⁵³ *Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich.459; 170 N.W. 668 (Mich. 1919). 企業は、株主利益を最優先して組織されると判示された。Luca Enriques et al., *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*, in *The Anatomy of Corporate Law* 79, 98 (Reinier Kraakman eds., Oxford University Press, 3rd ed. 2017). 詳細につき、「第四章 4.ステークホルダーと株主の利害調整」参照。

⁵⁴ Paul Rose, *Common Agency and the Public Corporation*, 63 Vand. L. Rev. 1355 (2010). Rose は、株主の力が増し、企業に大きな影響を及ぼすことは、アメリカの証券市場が機関化していること、裁判所や連邦法、特に SEC は株主の企業への影響に対する促進、という 2 つの根拠に基づいている、と指摘する。

⁵⁵ 「第四章 3.ステークホルダーを中心とした理論」参照。

⁵⁶ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (Harvard University Press, 1991). 大塚章男「コーポレート・ガバナンスにおける今日的課題—権限集中と利益調整原理—」筑波 10 号（2011）59 頁。藤田友敬「契約・組織の経済学と法律学」北法 52 巻 5 号（2002）480, 449-446 頁、参照。

⁵⁷ Michael C. Jansen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3.J. Fin. Econ. 305 (1976).

⁵⁸ Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis* 141-148, 170 (Little Brown, 1976).

の全員を、報酬委員会および指名委員会の過半数の構成員を社外取締役にすること、4) 社外取締役の情報入手手段の整備、を提案した⁵⁹。

モニタリング機能の向上という点から、指名委員会の構成は内部者から独立取締役へとシフトしていったが、独立取締役を設置することを義務付けているのは会社法ではなく、むしろニューヨーク証券取引所（New York Stock Exchange: 以下「NYSE」という。）⁶⁰が1977年、必要なときに財務情報を入手し、外部の監査役に連絡をとることのできる独立取締役から構成される監査委員会設置を上場の条件として義務付け、大規模な公開企業の95%がその要件を広く受け入れた⁶¹。また、1978年には証券取引委員会（Securities and Exchange Commission: 以下「SEC」という。）が監査委員会の役割についてのガイドラインを公表した⁶²。このように、1970年代は取締役会にとっても新たな役割を担う時代であった。

2.2.4 独立取締役の役割

独立取締役とは、a) その企業の常勤ではない外部者で、b) 利害関係がなく、すなわち株主あるいは会社が受け取るものとは異なる取引から何も享受せず、c) 公平を害するような利害関係のある取締役とは無関係であり独立している状態にあることを、意味する⁶³。独立取締役に対し、NASDAQあるいはNYSEは、過半数の独立取締役を擁し、取締役会から区分された監査委員会、報酬委員会、ならびに指名委員会をそれぞれ設置する必要があり、各委員会はすべて独立取締役によって構成すること、という規則を制定している⁶⁴。例えばc)に関し、Orman v. Cullman事件においては、独立性とは取締役の意思決定が外部からの考

⁵⁹ *Id.* at 141-148, 170. 春田祥策「第2章 社外取締役の活用による取締役会の監督機能の強化」小林秀之＝高橋均編『コーポレート・ガバナンスにおけるソフトローの役割』（中央経済社、2013）57-58頁。

⁶⁰ Arthur R. Pinto & Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law* 98 (Lexis Nexis, 4th ed. 2013); NYSE, *Listed Company Manual* §303A. (2004) (Corporate Governance Standards). 取引市場は、一般の投資を促すという流動性に加え、株主を保護する役割を担っている。例えば、NYSE および全米証券業協会（National Association of Securities Dealers: 以下「NASD」という。）などの市場は、当該市場に上場している会社を対象とし、取引およびコーポレート・ガバナンスに関する問題、すなわち情報開示、公正な取引の実行、詐欺行為、市場操作、インサイダー取引などの問題に関して規則を制定し施行する。なお、NASDはNational Association of Securities Dealers Automated Quotations（以下「NASDAQ」という。）と呼ばれる店頭市場を運営している。

⁶¹ Gordon, *supra* note 45, at 1518-1519.

⁶² *Id.* at 1491, 1498. 監査委員会以外にも、例えば上場企業における指名委員会の設置についてはSECの調査によると1979年の19%から1981年の30%を経て1989年の他機関の調査では57%にまで設置会社が増加している。See also NYSE, *supra* note 60, at §303A.04 (2004) (Nominating/Corporate Governance Committee), §303A.05 (2004) (Compensation Committee). See *infra* note 148 and accompanying text. その後2007年には三委員会の設置が上場規定として義務付けられるとともに独立取締役による構成が義務付けられた。

⁶³ Pinto & Branson, *supra* note 60, at 105. With referring to b), see *Gantler v. Stephens*, 965 A.2d 695 (Del. 2009).

⁶⁴ Pinto & Branson, *supra* note 60, at 98. 会社はよりよいコーポレート・ガバナンスを提供しようとする姿勢を投資家に示すために、特定の市場に上場することを選択するかもしれない、とPintoらは指摘する。

慮あるいは影響ではなく真の価値に基づくことを意味する。したがって、ある取締役が支配株主によって指名あるいは選任されるという事実は支配株主からの独立性を欠くということにはならない、と判示された⁶⁵。

独立取締役の主要な役割として、同業種あるいは他業種でこれまで得た知見や経験を活かした経営における課題、投資に関する意思決定等に関する助言のみならず、経営陣の利益相反の監視および株主利益最大化に基づく株主の保護、が期待される⁶⁶。すなわち、私見では、取締役会に求められる①効率性の観点からの監視、②利益相反性の監視、③会社運営の適法性の確保、という 3 つのモニタリング機能のうち①に加え②の利益相反性の監視の機能を担うことが期待されている。また、独立取締役はこのような監視の役割だけではなく、重要な法的役割も担う⁶⁷。例えば、裁判所は、取締役の過半数が独立性を欠く、あるいは取引に対し利害関係がある場合には経営判断の原則（business judgement rule）は適用されない、と判断する⁶⁸。実際、Delaware 州において取締役会における独立取締役の人数が過半数を占める場合には、裁判所において有利に判断されるようになった⁶⁹。

3. 1980 年代から 1990 年代初頭：株主の機関化と企業買収の時代

1980 年代、証券市場は 2 つの大きな波を受ける。一つは企業買収であり、もう一つは増加する機関投資家である⁷⁰。具体的には、政府が財政赤字、経営赤字という双子の赤字を抱える中、レーガン政権による通信、放送業界、航空業界、金融市場（金融改革）等の規制撤廃が行われ、同時に石油価格の高騰、外国企業との競争が激化し、多くの企業が倒産し失業者を産んだ⁷¹。また、1970 年代の二度のオイルショックおよびインフレに対し、生き残り

⁶⁵ Orman v. Cullman, 794 A.2d 5 (Del. Ch. 2002). See also Pinto & Branson, *supra* note 60, at 105 note 90.

⁶⁶ Victor Brudney, *The Independent Director-Heavenly City or Potemkin Village?*, 95 Harv. L. Rev. 597 (1982); Pinto & Branson, *supra* note 60, at 104. Brudney は、独立取締役は外部規制に関する費用をかけずに企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility）の問題を解決できるかという問題に関し、独立取締役が利益相反等の取締まりにおいて直面する障害を分析することから始め、結果としてこれ以上のタスクを独立取締役が担うことは非現実的であると結論付けている。また、川濱は、アメリカの状況を分析し一般的に取締役会に求められるモニタリング機能は 1) 効率性の観点からの監視、2) 利益相反性の監視、3) 会社運営の適法性の確保の 3 つに分類するが、独立社外取締役が最もよく適合するのが取締役の 3 つのモニタリング機能のうちの 2 番目の利益衝突の場合であることがしばしば主張されてきた、と指摘する。川濱・前掲注（48）4 頁。

⁶⁷ Pinto & Branson, *supra* note 60, at 104.

⁶⁸ *Id.* at 105, note 87.

⁶⁹ 「第二章 3.2. 独立取締役と monitoring board の確立」参照。

⁷⁰ Gordon, *supra* note 45, at 1521.

⁷¹ *Ibid.*

をかけた企業の買収が盛んに行われ、1980 年になると米国の株式市場の価値にして 40%以上を企業の買収を通して台頭してきた機関投資家が所有するようになった⁷²。年金基金の企業への投資は、1950 年には全企業の資本金の約 0.8%であったが、1990 年には全体の 24.4%を占めるようになり、公的年金基金はそのうちの 31.3%を占めるようになった⁷³。

機関投資家が企業の大株主としての地位を確立する中、企業買収においては、買収者は市場価格に対して 25%から 50%のプレミアムを条件として提示するのが通常であり、機関投資家が買収提案に応じやすくなったため、対象企業の現経営陣は買収提案に対して激しく抵抗し、企業買収回避のため、より精緻な防衛策を採用するようになった⁷⁴。このような企業の精緻な防衛策採用を支援したのは法制度であった。例えば、アメリカ企業が企業買収の脅威にさらされた 1980 年代、敵対的買収から企業を保護する法制度の整備が始まり、Indiana 州における *CTS Corporation v. Dynamics Corp of America* (1987)⁷⁵ 判決後、Delaware 州をはじめ 40 州以上が、自州で設立された公開会社の買収をより困難にする目的で *Constituency Statutes* (構成員利益条項)⁷⁶を採用し制定した。とくに、現金公開買付の成功が増加するにつれ、公開買付をより困難にすることを目的とした防衛戦略が注意を引くようになり、時代とともにそれらの戦略は洗練されていった⁷⁷。

⁷² *Id.* at 1521-1522.

⁷³ New York Stock Exchange Institutional Investor Fact Book, *Holdings of corporate equities in the U.S.*, (Aug. 22, 2016, 18:00), http://www.nyxdata.com/nysedata/asp/factbook/viewer_edition.asp?mode=table&key=2672&category=12. See also Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 Geo. L.J. 445, 445 (1991); Romano, *supra* note 21, at 799. Rock および Romano は、年金基金の企業への投資は 1950 年代は全企業の資本金の 1%に満たなかったものが、1989 年には全体の 26%超を占めるようになった、とその成長を記載している。

⁷⁴ Hamilton, *supra* note 42, at 297. なお、敵対的企業買収の先駆的な研究論文として、徳本穰『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版会、2000）がある。

⁷⁵ *CTS CORP. v. DYNAMICS CORPORATION OF AMERICA*, 481 U.S. 69; 107 S. Ct. 1637; 794 F.2d 250; 95 L. Ed. 2d 67;(1987). 連邦最高裁が Indiana 州の支配株式取得法（Indiana Control Share Acquisition Act）の有効性および州法の、連邦法であるウィリアムズ法（Williams Act.）に対する専断を認めたことから、買収における州規制の範囲を広く切り開いたとされる事件。例えば、支配株式取得法においては、支配株式（20%, 33 1/3%, 50%の三段階より多くの議決権行使付株式）を取得したとしても、必ずしも議決権を取得することにはならない。なお、1968 年に制定されたウィリアムズ法においては、株式の公開買付を規制する目的で、公開買付を行う者は、a) SEC に買付に関する資料の提出の義務付け、b) 5%以上の取得における SEC に対する報告義務、が定められていた。

⁷⁶ See Del. Code Ann. Tit. 8, §203 (2016) (Business combinations with interested stockholders). 例えば事前に対象会社の取締役会の承認なく、買収者は、買収後 3 年間は対象会社を吸収合併する権利を有しない。

⁷⁷ Hamilton, *supra* note 42, at 300-301. 防衛戦略には、①white knight と呼ばれる対象企業により友好的な買収者を見出す、②買収されると、反トラスト法の問題が生じる可能性が増加するであろう事業を買い取る、③議決権付き株式の過半数を取得する買収者が取締役会を交代させるのを困難にする、④ウィリアムズ法違反、反トラスト法違反等を理由に買収者に買収禁止を命じる訴訟を提起する、⑤lock up 方式と呼ばれるような、買収をより困難にするために友好的買収者に追加的に株式を発行する、あるいは発行することを提案する、⑥株式の配当率を増加させる、あるいは株式価値を引き上げ、その結果買収価格を魅力的でないものにする、⑦企業の根幹となる書類を修正し、株式の過半数を保有するような買収をより困難にする、⑧買収者を買収する、⑨株価を引き上げるために市場で自社株買いを行う、⑩poison pills と呼ばれる手法、すなわち特定の割合より多い株式を取得する者がいる場合、株式引受権を増加させる新種株式を発行する、⑪買収の試みを阻止するため負債創造に関連する制約を買収計画者に課す、等がある。See

企業買収は企業防衛策に反対する株主のアクティビズムを発展させ、一方で株主価値こそが企業の成功の物差しであるという概念を発展させると同時に経営陣の非効率性を修正し独立取締役を構成員とするモニタリング機関としての取締役会に焦点を当てたガバナンスの発展に貢献した⁷⁸。

1990 年、Drexel Burnham Lambert 証券の倒産をはじめ企業の倒産が後を絶たず、1980 年代後半に盛んに行われたレバレッジド・バイアウト (Leveraged Buyout: LBO) はほとんど姿を消し、企業の買収あるいは合併 (M&A) の件数は半減した⁷⁹。資本の蓄積が枯渇したという経済的局面を理由に企業買収ブームは崩壊し、買収からの脅威を株主価値最大化のための企業への圧力として利用することができなくなった公的年金基金を中心とする多くの機関投資家は、投資家自身がより強力に経営陣のモニタリングをしなければならなくなった⁸⁰。こういった時代背景を反映し、株主アクティビズムは買収防衛策への反対から、取締役会の独立性維持、ストックオプションを含む高額な役員報酬等に対する反対、取締役会の独立性確保等、企業のガバナンスへとシフトし、提案方法も経営陣との非公式な直接対話へと変化していくようになった。

3.1 公的年金制度の特徴

1980 年代に企業年金にとってかわり、投資先企業の経営に関与するようになったのは公的年金基金である。投資先企業の経営への関与という点において、公的年金基金と企業年金基金の議決権行使に関する政策はほとんど相違点がない⁸¹。また提案方法も、①年に一度の株主総会でコーポレート・ガバナンスの問題について株主提案をおこなう、②企業の管理体制あるいは戦略を変更するよう、経営陣を説得する、という方法を採用している⁸²。資産の構成については、例えば、株主アクティビズムをリードする巨大年金基金であるカリフォルニア州職員退職年金基金 (California Public Employees' Retirement System: 以下「CalPERS」という。) に代表される地方公務員年金では、確定給付型プラン (Defined Benefit plan: DB. 以下、「DB プラン」という。) が圧倒的に高いウェイトを占めており、

also Gordon, *supra* note 45, at 1523. また、Gordon は、Delaware 州は敵対的買収への抵抗のための fiduciary standards を発展させた、と指摘する。

⁷⁸ Gordon, *supra* note 45, at 1520-1522. *See also* Bernard S. Black, *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, in 3 *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* 459, 463 (Peter Newman ed., 1998). 一方 Black は、独立取締役で構成される取締役会は支持されているがそのような取締役会の独立性が会社の業績をより改善したという証拠もなければ、会社内部あるいは会社に関連する取締役のほうが効果的な役割を果たしているという証拠もある、と指摘する。

⁷⁹ Paul Milgrom & John Roberts, *Economics, Organization and Management* 519 (Prentice-Hall, 1992).

⁸⁰ *Id.* at 519-520. 当時、機関投資家のリーダー的存在であったのは Wisconsin 州および California 州の公務員年金基金であった。

⁸¹ Romano, *supra* note 21, at 798.

⁸² Black, *supra* note 78, at 459.

2014年9月末現在、DBプラン全体の中では最大の約25%を占め、残高は3兆7,260億ドルとなっている一方、企業年金基金と異なり確定拠出型プラン(Defined Contribution plan: DC. 以下「DCプラン」という。)へと移行する動きはほとんど見られない⁸³。次に、公的年金基金に関する規制、さらにその行動について述べる。

3.1.1 州法による規制

公的年金基金を規律するのは、各州の州法である。もともと、大部分の州は連邦法であるERISA法にならい自州の年金基金に、「慎重な受託者の基準(“prudent person fiduciary standard”)」を規定している⁸⁴。例えば、CalPERSが影響を受けるCalifornia州法はCal. Const. art XVI, §17(a)においてERISA法404条と同様の、受託者は、加入者および受給者の利益という排他的な目的のためにのみ行動する義務を負う、という規定を採用している⁸⁵。

3.1.2 公的年金基金の行動：投資先企業への関与

⁸³ 公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構「米地方公務員年金に関する調査研究」3, 4頁、21-22頁。http://www.nensoken.or.jp/pastresearch/pdf/h26/H_26_02f.pdf, (2016.08.08)。世界最大の年金とされる日本の年金積立金管理運用独立行政法人(Government Pension Investment Fund: 以下「GPIF」という。)の2014年9月末の運用資産額は130兆8,846億円であり、アメリカ地方公務員年金は合計すればGPIFの3倍を超える運用資産残高を持っていることになる。アメリカの地方公務員年金はGPIFなどと異なり国民一般を対象とした公的年金制度ではなく、また州ごとに地方公務員年金制度を規定する法律が異なることから、拠出、給付制度、組織、ガバナンス、運用体制も州により異なる。アメリカ地方公務員年金で新規雇用者に対してDCプランのみを提供しているのは、District of Columbia(警察、消防、教員を除く)、Michigan州(公立学校職員を除く)、Alaska州をはじめとするわずかな州にとどまっている。DCプランへの移行が進まない理由としては、例えば①2005年の、West Virginia州教員退職年金基金の報告によるDCプランの管理コストの高さと、DCプランの投資リターンの低さ、②2010年にDCからハイブリッドに移行したミシガン公立職員退職年金基金に見られるDCプランの投資リターンの低さ、などの理由がある。加えて、政治家や納税者としての州民等ステークホルダーの多さも指摘されることが多く、地方公務員年金の場合、州や地方自治体等スポンサーが未積立債務の解消に、地方公務員年金の加入者でない一般州民等の税金を原資として注入することになり、それがDCプランへの移行を難しくしている。また、企業の場合、将来の企業利益の拡大につながる一時的コストの計上は株主から通常は問題とはされないが、税金投入による公務員年金の救済は州民の理解が得られづらいという状況が通常である。さらに、制度の移行には法律の改正が必要となることから、政治問題として政争の材料となりやすいという側面もある。また三和は、三和裕美子「アメリカの年金基金と証券市場—コーポレート・ガバナンスに関連して—」証券経済学会年報第32号(1997)343頁、において、米国の公的年金制度について、連邦社会保障法による老齢・遺族・廃疾・健康保険制度(Old Age-Survivor-Health-Insurance: OASDHI)、連邦公務員退職制度、鉄道退職制度、ならびに州・地方自治体職員退職制度があり、一定以上の所得がある被用者・自営業者は基本的に全員加入が強制され、財政方式は賦課方式を採用し、世代間の相互扶助がその基本的特徴になっている一方、公的年金制度の中でも、州・地方職員退職制度ならびに連邦職員退職制度の財政方式は事前積立方式となっており、運用主体が公的部門であるというだけで、本質的には私的企業年金と大差ない性格を有し、資産運用の重要性が高い、とまとめ、株式などリスクの高い資産への積極的な投資は、資産規模が他制度に比べて圧倒的に大きい事前積立方式を採用する制度を指すと、説明する。

⁸⁴ Romano, *supra* note 21, at 800. 一般的な表現は、“Prudence, discretion, and intelligence (慎重、思慮分別、知性)”と“under the circumstances then prevailing (その結果、支配的となった状況下で)”に集約されている。また、州によってはlegal listと受託義務に対するprudent person approachesの両方を組み合わせているが、legal listを廃止し、もっとフレキシブルなprudent person fiduciary standardを採用する州(例えばArizona州)もある、と指摘する。

⁸⁵ David H. Webber, *The Use and Abuse of Labor's Capital*, 89 N.Y.U. L. Rev. 2106, 2122, 2188 (2014).

公益年金基金のアクティビストとしての行動を、CalPERS を例に説明する⁸⁶。CalPERS は 1986 年から本格的なアクティビズム・キャンペーンを行っているが、1993 年当時、国内の資本参加 240 億ドルを含む 720 億ドルの総資産を所有し、そのうちの 190 億ドルを CalPERS の内部で管理し、残りは外部のファンド・マネージャーに委託していた⁸⁷。CalPERS がアクティビストとして行った主な行動は、①買収防衛策の撤廃、②取締役会の再構築、③経営陣の退陣の要求である⁸⁸。まず、1986 年、株式保有率が高い 10 社を *poison pill* 撤回要求の対象企業として選択し、翌年にはグリーンメールに対しプレミアムを支払う企業も対象範囲とした⁸⁹。次に、議決権行使において無記名投票未実施の企業をコーポレート・ガバナンス改善対象企業に加え、さらに 1988 年以降は株主諮問委員会の創設、取締役会の構成変更を株主提案として提出した⁹⁰。1992 年には GM の経営不振に対し他の機関投資家および社外取締役と協力し当時の Robert C. Stemple 会長を含む経営陣を退陣に追い込み、1993 年には IBM の初の減配の責任として John F Akers 会長に退任要求、さらに同年 Westinghouse Electric Corporation の Paul Lego 会長に経営不振による退任要求を行った⁹¹。これらの行動に加え、1990 年以降、CalPERS をはじめ公的年金基金は、業績不振企業に対し、経営陣の報酬金額の株価連動を要求し当時頻繁に行われていたストックオプションに反対するとともに、CEO の交代を求める“just vote no”キャンペーンを繰り広げた⁹²。

公的年金基金による株主アクティビズムの発展に貢献したのが、CalPERS およびカリフォルニア州教職員退職年金基金（California State Teachers Retirement System: 以下「CalSTRS」という。）の運営に責任を負っており、カリフォルニア州の財務長官であった Jesse Unruh を主導者として、いくつかの大規模年金基金が集まり、1985 年に設立した全米機関投資家評議会（Council of Institutional Investor: 以下「CII」という。）であり、設

⁸⁶ See Stuart L. Gillan, & Laura T. Starks, *Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: the Role of Institutional Investors*, 57 J. Fin. Econ. 275, 279 (2000). 公的年金基金による株主アクティビズムの始まりは、ごく少数の年金基金が 1986 年に株主提案を行っているが、基本的には 1987 年の株主提案の提出である。

⁸⁷ Michael P. Smith, *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*, 51 J. Fin. 227, 230-231 (1996) (quoting CalPERS Asset Allocation Report, 1/21/93).

⁸⁸ Stuart L. Gillan & Laura T. Starks, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States* (2007). DOI:10.2139/ssrn.959670, at 9.

⁸⁹ Smith, *supra* note 87, at 231.

⁹⁰ *Id.* at 232.

⁹¹ Michael Useen, *Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America* 23-24 (Basic Books, 1996); 橋本基美「株主提案のガイドラインを示す米国 SEC 規則の改正」資本市場クォーターリー2 巻 1 号 (1998) 145 頁以下。

⁹² Joseph A. Grundfest, *Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates*, 45 Stan. L. Rev. 857, 912 (1993); James E. Heard, *Executive Compensation: Perspective of the Institutional Investor*, 63 U. Cin. L. Rev. 749, 766 (1995). See also Gordon, *supra* note 45, at 1529-1531; Gillan & Starks, *supra* note 86, at 281-283. Gillan らの調査によると、1987 から 1994 年の期間において合計 2042 件の株主提案が 452 社に提出されている。2042 件は、公的年金基金、労働組合の年金基金、個人投資家、投資グループ、宗教団体等から提出され、このうち 463 件 (23%) が機関投資家、また 463 件のうち 55 件は CalPERS からの提案である。

立の契機となったのが Bass Brothers Enterprises（以下「Bass Brothers」という。）の Texaco Inc.（以下「Texaco」という。）に対するグリーンメール事件であった⁹³。この事件を契機に設立した CII は、機関投資家の情報センターとしての役割を果たし、株価、業績が低迷する企業についての情報を CII のメンバーである機関に提供するという役割を果たすようになった⁹⁴。その後、CII は CalPERS が牽引する連邦法の改正を経て、公的年金のみならず広く機関投資家の株主としての活動を支持する組織へと成長していくことになる。

3.1.3 公的年金基金の貢献：連邦法改正

1) 委任状勧誘規則の改正

CalPERS のアクティビストとしての行動は、企業への意見提起にとどまらない。CalPERS はカリフォルニア州の職員退職年金基金であることから、主に州法の規制を受けるが、連邦レベルにおける公的な政策にも貢献している。例えば、1989 年に CalPERS は SEC に 1934 年証券取引所法 (Securities and Exchange Act of 1934: 以下「証券取引所法」という。) ⁹⁵ の Rule 14a の委任状勧誘規則⁹⁶の改正を要求し、1992 年に実現した。この結果「10 社超の株主が集まりビジネスに関し議論する場合、他の株主に情報開示が必要」という制限が撤廃され、他の株主との連合および必要経費の削減に貢献した⁹⁷。

この改正の結果、1993 年、全米株主連合 (United Shareholders Association) ⁹⁸はその目的を達成したとして業務を終了した⁹⁹。CII は、その始まりは公的年金基金のための組織であったが、その後アクティビストである多くの機関投資家の中心になるよう企業年金基金にもアプローチを行い¹⁰⁰、1993 年 6 月には 80 の機関投資家が CII に参加し、総資産は約 6 千億ドルにまで発展し¹⁰¹、2007 年には 140 の公的年金、労働組合、企業年金基金から構成され 3 兆ドルを超える資産を管理するまでになった¹⁰²。

⁹³ Gillan & Starks, *supra* note 88, at 8. Bass Brothers は Texaco の株式の 9.8%を獲得し、その後 Texaco に当時の市場価格に 1 億 3700 万ドルのプレミアムをつけて株式を買い戻させた事件が契機となって CII は設立したが、買い戻しの申し出は、Texaco に巨額の投資をしていた CalPERS および CalSTRS を含む他の株主には行われなかった。

⁹⁴ Smith, *supra* note 87, at 231.

⁹⁵ 15 U.S.C. §78a et seq..

⁹⁶ 17 C.F.R. §240.14a.

⁹⁷ Smith, *supra* note 87, at 231 note 6; Gillan and Starks, *supra* note 86, at 279. 1992 年 10 月までは、10 以上の株主がグループとして企業のビジネスについて議論、相談する場合、他の株主に情報開示の必要があったが、改正以降、議論の制限は撤廃され、SEC に書類を提出する限り、株主数に関係なく株主間で相談が可能になった。この結果、株主たちは費用のかかる議決権行使に頼らなくともお互いに議論や相談が可能になり、株主提案から企業経営陣との直接交渉へと意見提起の方法を変化させていった。

⁹⁸ Gillan and Starks, *supra* note 88, at 7. T. Boon Pickens によって 1986 年に株主の意識を高めることを目的として、設立された。

⁹⁹ Gillan & Starks, *supra* note 86, at 279.

¹⁰⁰ Leslie Wayne, *Have Shareholder Activists Lost Their Edge?* N.Y. Times, Jan. 30, 1994, at 7; *Ibid.*

¹⁰¹ Smith, *supra* note 87, at 231.

¹⁰² Gillan and Starks, *supra* note 88, at 8-9.

2) SEC による no-action letter の記載事項の撤回

連邦法に関する公的年金基金の事例として他にも、ニューヨーク市職員退職年金基金 (The New York City Employee Retirement System: 以下、「NYCERS」という。) が証券取引所法 14a-8(i)(7)¹⁰³の見解に対し、SEC が発行した no-action letter における記載事項の撤回を認めさせた、Cracker Barrel Old Country Store, Inc., (以下「Cracker Barrel 社」という。) に関する事例がある¹⁰⁴。

1992 年、Cracker Barrel 社の要請に基づき、no-action letter において SEC は証券取引所法 14a-8(c)(7) (1992) ¹⁰⁵に基づき、社会問題を提起する雇用に関するすべての株主提案の排除に同意すると、no-action letter に記載した¹⁰⁶。NYCERS は、SEC は現在有効な手続きに従うのではなく、新たな規則を作って対処すべきであると訴訟¹⁰⁷を提起し、裁判所は NYCERS を支持したが、この決定は控訴審¹⁰⁸により覆された¹⁰⁹。その後、多くの議論が交わされ、SEC は最終的には、事例ごとに判断することとし、Cracker Barrel 社における決定を撤回した¹¹⁰。1997 年の SEC の株主提案に関する修正の最終規則によると、Reversal of Cracker Barrel として、1992 年に SEC が認めた、雇用に関係した株主提案についての Cracker Barrel 社の見解を撤回し、むしろ委任状説明書に含まなければならない、と記載している¹¹¹。

¹⁰³ 17 C.F.R. §240.14a-8(i)(7) (1999). 1992 年当時は 17 C.F.R. §240.14a-8(c)(7).

¹⁰⁴ Aaron A. Dhir, *Realigning the Corporate Building Blocks: Shareholder proposals as a Vehicle for Achieving Corporate Social and Human Rights Accountability*, 43 Am. Bus. L. J., 365, 381 (2006). 1992 年、Cracker Barrel 社は性的少数者 (Lesbian and Gay) の雇用を中止し、その契約を終了し、その後、補償することも再雇用することもしなかった。これに対し、雇用に関する法制度は性的指向に基づく差別を禁止していなかったため、株主であった NYCERS は Cracker Barrel 社に、性的指向に関する被差別雇用政策の実行を要求した株主提案を提出した。株主提案を株主総会の委任状説明書へ記載するか否かについて、SEC は当時の証券取引所法 14a-8(c)(7) (1992) に基づき、当該規定の“ordinary business operations”に関係するとして、株主提案を委任状説明書から除外するという Cracker Barrel 社の決定に同意するという内容の no-action letter を Cracker Barrel 社の要求に応じ作成した。このような SEC の対応につき、Maya Mueller, *The Shareholder proposal Rule: Cracker Barrel, Institutional Investors, and the 1998 Amendments*, 28 Stetson L. Rev. 451, 483-484 (1998). また橋本は、橋本・前掲注 (91) 48 頁において、証券取引所法 14a-8(c)(7) (1992) は “the conduct of the ordinary business operations of the registrant” (「証券登録者の通常業務の執行」の範囲かどうか) と定めており、SEC はこの事項を広く解釈し、株主提案が過度に影響を与えないように配慮していたと指摘する。

¹⁰⁵ See note 103.

¹⁰⁶ SEC, Final Rule: Amendments to Rules on Shareholder Proposals, 17 CFR Part 240 Release No.34-40018; Invest Company Act Release No.23200; File No. S7-25-97, RIN 3235-AH20 at “Reversal of Cracker Barrel” section (May 21, 1998).

¹⁰⁷ New York City Employees' Retirement Sys. v. SEC, 843 F. Supp. 858 (S.D.N.Y. 1994)

¹⁰⁸ New York City Employees' Retirement Sys. v. SEC, 45 F.3d. 7 (2d Cir. 1995).

¹⁰⁹ Dhir, *supra* note 104, at 381.

¹¹⁰ *Id.* at 382.

¹¹¹ SEC, *supra* note 106, at “Reversal of Cracker Barrel” section (May 21, 1998) and at “II. Plain-English Question and Answer Format”. SEC の説明によると、1997 年の proxy season において、SEC は社会問題に関係した雇用関連の提案を含む約 30 通の提案を受け取っている。一方、Cracker Barrel 社

1980年代に入ると取引関係圧力等を理由としてアクティビズムを躊躇する企業年金基金に代わり公的年金基金がアクティビストとして台頭してきた。例えば、公的年金基金のうち巨大年金基金である CalPERS は、買収防衛策の撤廃に始まり、取締役会の再構築といった企業のガバナンスの改善の提案、さらに業績不振を理由に IBM や Westinghouse Electric Corporation の会長の退任要求を行うなど物言う株主として積極的に行動した。一方、アクティビストとしてだけではなく、委任状勧誘規則の改正など連邦レベルにおける公的政策の改正を要求し、その結果、投資家は他の投資家との連合が容易になり、さらに必要経費の削減にも貢献した。他方で、この改正が要因の一つとなり、機関投資家は意見提起方法を株主提案から企業経営陣との直接交渉へと変化させていくことになる。

3.2 独立取締役と monitoring board の確立

企業の買収防衛策に反対する株主アクティビズムの発展は一方で株主価値最大化こそが企業の成功であるという概念を発展させ、同時に独立取締役から成るモニタリング機関としての取締役会の発展を促した¹¹²。具体的には、買収に関する裁判に重要な影響を与えることになる事件¹¹³を通じ、取締役の過半数が独立取締役であるというだけでなく、独立した状況にいる取締役が防衛策を精査して承認する、という独立した役割を担うことこそが真に独立していることを意味する、と考えられるようになり¹¹⁴、独立した判断機関として取締役会をモニタリングする外部者あるいは外部の機関が必要であるという認識が高まっていった¹¹⁵。

に対する no-action letter における記載事項の撤回は Amendments to Rules on Shareholder Proposals として明記されているが、17 C.F.R. §240.14a-8(c)(7) (1992) は、17 C.F.R. §240.14a-8(i)(7) (1999) と変更し、記載方法が、“Management functions: If the proposal deals with a matter relating to the company’s ordinary business operations”と変更され、実質的には“registrant”が“company”に変更されているだけである。See note 103.

¹¹² Gordon, *supra* note 45, at 1520-1522.

¹¹³ 例えば、Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985), Paramount Communications Inc. et al., v. Time Inc., 571 A.2d 1140 (Del.1990) など。前者において、裁判所は買収者をグリーンメーラーと判示し対象会社であった Unocal Corp の勝訴となった。一方、後者においては、裁判所は経営陣の買収防衛策は受認者としての義務に反すると判示し、買収者が勝訴した。See also Jeffrey N. Gordon, *Corporations, Markets, and Courts*, 91 Colum. L. Rev. 1931, 1932 (1991). (Gordon は、Paramount 事件における Delaware 最高裁判所の判決は法的変更という点で特に重要であったと指摘する。)

¹¹⁴ Gordon, *supra* note 45, at 1524.

¹¹⁵ Bruce E. Aronson, *What Can We Learn from U.S. Corporate Governance? A Critical Analysis*, 2 University of Tokyo J.L. & Pol. 47-48 (2005), <https://ssrn.com/abstract=920865>. Aronson によると、会社法における問題を分析する有力なアプローチとして法と経済学が確立したのもこの頃である。See Arthur R. Pinto, *Corporate governance: Monitoring the Board of Directors in American Corporations*, 46 Am. J. Comp. L. Supp. 317, 329-346 (1998). Pinto は、モニタリングメカニズムは取締役が株主の利益を損なわないよう自分たちの権力の利用を制限しながら効率的にビジネスを行うように仕向けることであり、その策として受認者としての義務、開示、株主の企業情報を知る権利、提案する権利、委任状争奪戦などを挙げている。

また、1980年代には、monitoring boardは敵対的買収のプレッシャーに対するセーフ・ハーバーとしての機能をしはじめ、その後 Delaware 州において取締役会における独立取締役の人数が過半数を占める場合、取締役会が独立して意思決定を行った場合、フィナンシャル・アドバイザーや弁護士等法律に関するカウンセラーといった専門家のアドバイスを受けて判断した場合にはそういった判断に対して有利に判示されるようになり、独立取締役は会社の構成員として重要な要素となっていった¹¹⁶。

4. 1990年代から2000年代にかけて：株主価値最大化と機関投資家の発展

20世紀のマーケットに出現したのは、アメリカの最重要産業において、流通の川下に位置する卸売業などを系列化し、時に垂直統合すなわち直接支配する巨大企業であった¹¹⁷。さらに、1991年のソビエト連邦の崩壊によりアメリカは世界における唯一の超大国となり、冷たい戦争の終結は、資本主義が唯一の市場という状態を創り出した¹¹⁸。株主価値最大化が社会の富を最大化するであろうという考えがますます強固になり¹¹⁹、20世紀に入りさらに力を増した機関投資家は業績不振の企業を対象にアクティビズムを繰り広げた¹²⁰。

株主価値最大化が企業の価値を示す唯一の物差しとなり、経営陣は株主価値最大化の名のもと敵対的買収に対する防衛策を支持するよう裁判所を説得するようになったが、敵対的買収は経営のエージェンシー問題の解決方法としてはコストがかかりすぎた¹²¹。そこで、これらのジレンマを解決しようと導入されるようになったのが、経営陣のインセンティブの向上のための策であった¹²²。

一方、機関投資家としての公的年金基金はますます勢力を増し経営不振企業のCEOの退任要求を行うなどアクティビストとして行動したが、それだけにとどまらず、例えば1992年、CalPERSは証券取引所法 Rule 14a¹²³の改正を実現し株主同士の連携を可能とし、ま

¹¹⁶ Gordon, *supra* note 45, at 1520-1521, 1525.

¹¹⁷ Naomi R. Lamreaux et al., *Beyond Markets and Hierarchies: Toward a new Synthesis of American Business History*, 108 Am. Hist. Rev., 404, 404 (2003).

¹¹⁸ Gordon, *supra* note 45, at 1535.

¹¹⁹ *Ibid.*

¹²⁰ See Steven L. Newbitt, *Long-Term Rewards from Shareholder Activism: A study of the "CalPERS Effect,"* 6 J. Applied Corp. Fin., 75 (1994).

¹²¹ Gordon, *supra* note 45, at 1526. 1995年1月には Delaware 最高裁判所において、その後の裁判に大きな影響を与える *Unitrin Inc. v. American General Corp.* 651 A.2d 1361 (Del.1995) の判決（裁判所は、対象企業（Unitrin Inc.）の防衛策は合理性の範囲内と判示）もなされている。

¹²² *Id.* at 1465. この政策の代表として、ストックオプションによる報酬がある。

¹²³ 17 C.F.R. §240.14a

た費用削減に貢献した¹²⁴。また、同様に公的年金基金の NYCERS は証券取引所法 14a-8(i)(7)¹²⁵の見解において SEC に記載事項の撤回を認めさせた¹²⁶。これらは一つの企業に対して大きなポジションを持つ機関投資家ならではの、株主をはじめステークホルダーへの貢献に値する行動であった。

その後、資本の蓄積の枯渇という経済的要因から企業買収ブームは終わりをづけ、それに伴い公的年金基金のアクティビズムも買収防衛策の撤廃から、取締役会の再構築、役員報酬などに関連する企業内部の統制へと移行していった。しかし、公的年金基金のスポンサーである州および地方政府は、社会的投資という名目で年金基金の資産を州等の意向にあった公的政策に利用しようとし、また議決権行使においては年金基金が株式を保有する自州の企業の経営陣を支持するよう、圧力をかけた¹²⁷。年金基金にとって州の意向に沿う行動が、基金の加入者および受給者の利益という排他的な目的と異なる場合、それは受認者としての行動に背くことになる。さらに、CalPERS が先導した証券取引所法の改正により他の株主と容易に連携することが可能になり、かつ費用をかけて株主提案を行ってもそれが取り上げられるかどうかは企業の判断により、たとえ取り上げられたとしてもその提案が実際に企業の業績向上につながるという保証はないことから、公的年金基金は意見の提起を株主提案ではなく経営陣との直接の対話¹²⁸へと変化していった¹²⁹。

1990 年代には年金基金の DC プラン採用を契機に証券市場に新たな勢力として台頭してきたのがミューチュアル・ファンドであった。ミューチュアル・ファンドは 1993 年には 1 兆 2000 億ドルという巨額の金融資産を保有するまでになった¹³⁰。しかし、結論から言うと、ミューチュアル・ファンドはこの金融資産の半分を株式として保有しているにもかかわらず、投資先企業のコーポレート・ガバナンスにはほとんど関与することはなかった¹³¹。ミューチュアル・ファンドは個人から資金を集めそれを企業に投資し、所有者である個人が収集するのには難しい投資に関する情報を集め、それを評価し、面倒なペーパーワークを引き受けるが、取締役会に対し、集めた資金で株主の利益を代表し、必要に応じ経営陣を管理するような仲介機関ではなかった¹³²。その理由は、ミューチュアル・ファンドは、ファンドの流

¹²⁴ For a detailed discussion, *see supra* notes 96-97 and accompanying text.

¹²⁵ *See* note 103.

¹²⁶ For a detailed discussion, *see supra* notes 104 and accompanying text.

¹²⁷ For a detailed discussion, *see infra* notes 215-254 and accompanying text.

¹²⁸ For a detailed discussion of engagement, *see infra* notes 193-198 and accompanying text.

¹²⁹ For a detailed discussion, *see infra* notes 252-254 and accompanying text.

¹³⁰ Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, 53 (Princeton University Press, 1994) (quoting Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts-First Quarter 1993*, at 86, 92, 96, 98).

¹³¹ Brian Murphy & Carolyn Kay Brancato, *Institutional Investors: Where the growth is*, 33 *Across the Board* 56 (1996). Roe, *supra* note 130, at 102.

¹³² Roe, *supra* note 130, at 102.

動性とインデックス運用による分散投資という経済的要因に加え、法規制によって活動が制限されていたため、投資先企業のガバナンスに関与するような行動を制限されていたからである。

4.1 ミューチュアル・ファンド、銀行、生命保険会社

4.1.1 ミューチュアル・ファンドの種類と特徴

ミューチュアル・ファンドは何百という投資家の資金をプールし共同で投資マネージャーが運用を行い、その投資方法にはオープン・エンド型とクローズド・エンド型の 2 種類がある¹³³。この 2 種類それぞれの特徴が投資先企業のコーポレート・ガバナンスの係わりに影響している¹³⁴。まず、オープン・エンド型の特徴は、短ければ **overnight** で資金を運用する、という流動性を持ち、この流動性の高さがミューチュアル・ファンドの投資マネージャーの腕を非常に鍛える一方、ファンドに大量の株式保有を困難にさせ、それがコーポレート・ガバナンスに積極的にかかわらない要因の一つとなっている¹³⁵。次に、クローズド・エンド型はオープン・エンド型のような流動性の問題はないが、オープン・エンド型のように容易に売却して資金化することができず、永続的なディスカウント (**persistent discounts**) の問題、すなわち株式がその価値以下で売却されるという構造的な問題を持ち、それがクローズド・エンド型の普及しない理由でもある¹³⁶。

4.1.2 銀行、生命保険会社

ところで、1990 年代、ミューチュアル・ファンドと同様に巨額の資産を保持していたのが生命保険会社である。しかし、生命保険会社もミューチュアル・ファンドと同様に積極的には投資先企業のガバナンスに関与しなかった。

¹³³ *Id.* at 119.; John Armour et al., *Principles of Financial Regulation*, 37 (Oxford University Press, 2016) (アメリカの一般的な投資信託の通称であるミューチュアル・ファンドへの世界における総資産は 2011 年現在で約 23 兆 8 千億 (米) ドル、である。世界において最大手のミューチュアル・ファンドの一つである BlackRock の 2012 年における資産は 3 兆 8 千億 (米) ドル、収益は 93 億 (米) ドルであった。)

¹³⁴ Roe, *supra* note 130, at 119.

¹³⁵ *Id.* at 119-121. また、首藤は、オープン・エンド型のミューチュアル・ファンドは本質的に流動性を持つように設計され不断に市場評価にさらされることから、四半期ベースの評価に基づく投資マネージャーの回転率はきわめて高く、その投資家行動は短期指向的となりがちであると指摘する。首藤恵「アングロアメリカン型企業統治と機関投資家の役割—米国型と英国型の比較—」中央大学経済学論纂 41 巻 3・4 合併号 (2000) 137 頁。

¹³⁶ Reinier Kraakman, *Taking Discounts Seriously: The Implications of “Discounted” Share Prices as an Acquisition Motive*, 88 Colum. L. Rev. 891, 902-903 (1988). Kraakman はクローズド・エンド・ファンドがディスカウントされる主たる理由は、クローズド・エンド・ファンドの二重の価格 (**dual prices**) である、と説明する。Kraakman がここでいう二重価格とは上場投資信託としての価値とファンドのポートフォリオにおける純資産価値を指しており、この 2 つの価格はしばしば分岐し、ポートフォリオにおける価値は市場価値と比べ、スタートアップではプレミアがついているが、その後ディスカウントに向かう、と説明する。See Roe, *supra* note 130, at 120-121.

生命保険会社のアクティビズムを歴史的背景から分析する上で、銀行の存在抜きに考えることはできない。生命保険会社は 1994 年当時、業種全体の総資産が 2.3 兆ドルという巨額の資産を保持していたが、積極的に投資先企業の経営に関与することはなかった。その理由は銀行の信託部門が、その親会社である銀行本体と投資先企業に取引関係がある場合、親会社である銀行に対する遠慮あるいは脅威から投資先企業の経営陣に反対するような行動をとらなかったように、生命保険会社には投資先企業に対する関与を控える理由があった¹³⁷。巨額の資産を保有しながらも積極的に投資先企業に関与することのなかった生命保険会社の行動を歴史的背景から分析すると、そこには銀行との密接な関係がある。生命保険会社および銀行という金融機関には、アメリカ独特の連邦主義をはじめとする法規制が存在していた。このような法規制については第三章で、検討する。

4.2 企業不祥事と対策

1990 年には取締役会は CEO の業績判断基準に株価を使用するようになり、この方法は業務執行役であるマネージャーたちからも容認され、独立取締役の役割は確固たるものになっていった¹³⁸。エージェント問題への解決を期待される独立取締役であったが、2000 年に入り、業務執行のモニタリングとしての機能を実際に果たしているのかについて、検討する時期に来ていると考えられた矢先に、2001 年、エネルギー商社である Enron Creditors Recovery Corp（以下「Enron」という。）の破綻という事件が起こった。

4.2.1 Enron 事件と SOX 法

Enron は、もともとパイプラインの会社として始まり、最後は貿易会社および金融仲介業者として経営破綻した¹³⁹。2000 年 8 月、Enron は時価総額において全米第 7 位を記録し、株価は 90 ドル近くの自社最高値を記録し Wall Street およびメディアから広く称賛されていた¹⁴⁰。しかし、Enron は株価上昇のため貸借対照表と損益計算書を巧みに操作し、財務上の詐欺を働き、見せかけの業績から高額な報酬を正当化した経営陣は、高騰した市場価格でストックオプションを行使した¹⁴¹。最終的に、当時、最大手の監査法人、Arthur

¹³⁷ Stephen M. Bainbridge, *Corporate Governance after the Financial Crisis* 245-246 (Oxford University Press, 2012); Roe, *supra* note 130, at 61-62.

¹³⁸ Gordon, *supra* note 45, at 1530-1535. Gordon は 1950 年代と 1990 年代の相違点について、1950 年代は企業が市場を創造し管理する傾向があったが、一方 1990 年代は企業を運営管理するために市場における株価というシグナルを使用している、と表現している。

¹³⁹ Pinto & Branson, *supra* note 60, at 142.

¹⁴⁰ William W. Bratton, *Enron and the Dark Side of shareholder Value*, 76 Tul. L. Rev. 1275, 1276-1277 (2002); Pinto & Branson, *supra* note 60, at 142.

¹⁴¹ Bratton, *supra* note 140, at 1292-1293, 1326-1331.; Pinto & Branson, *supra* note 60, at 142. 経営陣の中には、Enron と Enron の取引相手の双方に関わるという利益相反取引に関与する者もあり、彼らは取引から個人的に利益を得ていた。

Andersen との癒着を含む史上最大の会計不祥事により 2001 年 12 月 2 日、Chapter 11¹⁴² の適用申請を行った¹⁴³。Enron の経営破綻は利益相反取引、すなわち財務の最高責任者（Chief Financial officer: CFO）であった Fastow 氏が設立を主導した特別目的会社（Special Purpose Entities: 以下「SPE」という。）との巨額な簿外取引から被った 5 億 1990 万ドルという莫大な損失が原因と指摘される一方¹⁴⁴、独立取締役を中心としたコーポレート・ガバナンス機能が働いていなかったことが指摘されている。

Enron のコーポレート・ガバナンスはモニタリング機能を働かせるように取締役会は多数の優れた社外取締役で構成されており、取締役が能動的に意思決定に参加するよう構成されていた点からすると、少なくとも名目的には優れたガバナンス機能が働いていたといえる¹⁴⁵。

Enron 事件をはじめとする大企業の会計不祥事事件を受け、企業会計の信頼性向上、不正に対する対処を目的としてコーポレート・ガバナンスを機能させるべく Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002（以下「SOX 法」という¹⁴⁶。）が 2002 年 7 月に成立した。SOX 法は監査役に対する新たな規制および取締役に課されたモニタリングという新たな責任を通して、開示された企業の財務情報の適正さに対する誠実性を義務付けた¹⁴⁷。また、同年 SEC は NYSE および NASDAQ に対し上場規則強化を求めたことから、NYSE は 2004 年、当該上場企業と全く関係性がない、と取締役会が認めないならば、どの取締役も「独立している」といえない、という基準を設け¹⁴⁸、1980 年代の敵

¹⁴² 11 U.S.C. Chapter 11-Reorganization. 米連邦法破産法 11 条（日本の会社更生法に相当）にあたる。Enron の破綻は Enron の主たる会計監査を担当していた大手会計事務所の Arthur Andersen の解散にも影響している。

¹⁴³ Bratton, *supra* note 140, at 1276-1277, note 7. 経営破綻した 2001 年の株価は 1 月の 83.1 ドルから 401(k)プランが凍結された 10 月には 32.20 ドル、12 月 2 日には 40 セントへと急落の一途をたどった。Enron の経営陣は ERISA 法の保護下でない DB プランにおける 401(k)プラン（雇用企業の株式への投資は 10%までと上限が定められている）を採用していたが、Enron の経営陣は実に 60%を Enron 株式に投資していた。このため、Enron の経営破綻の最大の被害者は Enron の株主であり従業員、特に株主でもある従業員であるといわれている。

¹⁴⁴ *Id.* at 1309-1310, 1314-1320. Enron の 2000 年度の 3 億ドルの利益と比較すると、2001 年第 3 四半期の損失は 6 億 1800 万ドルであり、このうち 5 億 1990 万ドルが SPE 関連であった。なお、これらの SPE と Enron の取引は明らかに利益相反であり、その後 Fastow は取引から 3 千万ドルを着服したことが明るみに出て、10 月 24 日解任された。

¹⁴⁵ *Id.* at 1334. *See* Aronson, *supra* note 115, at 41, note 18. 事件当時、Enron の 17 人の取締役のうち 14 人が名目的に独立していた。

¹⁴⁶ Pub.L 107-204, 116 Stat. 745 enacted July 30, 2002. 上院議員 Paul Sarbanes と下院議員 Michael G. Oxley の両氏が法案を提出したことから Sarbanes Oxley Act (SOX 法) とも呼ばれる。

¹⁴⁷ Gordon, *supra* note 45, at 1526.

¹⁴⁸ 当該上場企業との関係性とは、直接的であろうと部分的であろうと、株主あるいは執行役として当該企業と何らかの関係があることを意味する。NYSE, *supra* note 60, at §303A.02 Independence Tests (2009); ~~Id.~~ Gordon, *supra* note 45, at 1482-1483.

対的買収といった特定の事態のみならず、平時における独立取締役への期待はますます高まっていった。

4.2.2 ゲートキーパーの役割

1980 年に入り企業買収が盛んにおこなわれるようになると、司法は企業とは独立した存在としての独立取締役の採用に加え、フィナンシャル・アドバイザーや弁護士等の専門家のアドバイスを受けて下した企業の判断に対して有利に判示するようになった。その後、2001 年の Enron の経営破たんにつながる優良企業と信頼されていた大企業の会計不祥事を経て、企業のガバナンス向上のために成立した SOX 法は、会計事務所、弁護士、格付会社、証券アナリストといった外部の専門家はコーポレート・ガバナンスのゲートキーパーという新たな役割を担うとして、これら専門家に焦点を絞って規制の強化を行う、といった特徴も有する¹⁴⁹。例えば、SOX 法はコーポレート・ガバナンスに関する会社法の条項であり、同時に連邦法である。連邦法が州法による会社法の管理という伝統に初めて介入した点は SOX 法の大きな特徴である¹⁵⁰。

しかし Enron 事件後、名目的な独立取締役が真にモニタリング機能を果たせるかという疑問が高まっているにもかかわらず、SOX 法、NYSE ならびに NASDAQ の上場規定等の改正において、効果的なコーポレート・ガバナンスの鍵として独立取締役の存在を強調し続けることに疑念がなくもない。また、独立取締役と長期的企業価値の向上における相関関係は実証研究においても証明されていない¹⁵¹。業績の低い企業は取締役会における独立取締役を増やしているが、独立取締役が多い企業が優れた業績を上げているという証拠は得られておらず¹⁵²、これらの点から鑑みると、独立取締役の採用が即座にガバナンスを強化するとはいえず、これを補完する機能、例えば社内取締役との連携の必要性を主張する見解もある¹⁵³。

¹⁴⁹ Aronson, *supra* note 115, at 48

¹⁵⁰ *Ibid.* See also Pinto & Branson, *supra* note 60, at 144-146, note 302. SOX 法 §307 は、株主保護における弁護士の役割を認め、SEC に対し、SEC とともに業務を行う弁護士に最低限の職務に対する基準、すなわち弁護士は会社における重大な違反を発見した場合、段階的に (up the ladder) それを監査委員会、取締役会等に報告すべき、を定めるように義務付けた。また、弁護士による内部告発の可能性は、弁護士によるすべての開示を排除する一部の州の弁護士に対する規制と抵触する可能性がある。なお、アメリカ法曹協会は SEC の提案に対応し、“Model Rules of Professional Conduct” の“1.13 Organization as Client”を変更し、組織に対する段階的な報告 (reporting up) を義務付けた。17 C.F.R. Part 205.

¹⁵¹ Sanjai Bhagat & Bernard Black, *The Non-Correlation between Board independence and Long-term Firm performance*, 27 J. Corp. L. 231, 238-263 (2002). Bhagat らの実証研究によると取締役の独立性と企業の業績は反比例しており、取締役の独立性が企業の業績を改善しているという証拠はない。See Aronson, *supra* note 115, at 45.

¹⁵² Bhagat & Black, *supra* note 151, at 263.

¹⁵³ *Id.* at 263-265. Bhagat らによると、取締役の独立性が業績向上につながらないという理由に、例えば内部情報に通じる内部取締役の重要性を挙げ、最適な取締役会の一つとして異なる技量、知識という点から、独立取締役と内部取締役という混合した構成員から成る取締役会を挙げている。

5. 2000 年代：アクティビズムからエンゲージメントへ

バーリ＝ミーンズの「所有と支配の分離」におけるエージェンシー問題を解決する仕組みとして注目されたのが、まずは1980年代の敵対的企業買収による脅威、次に企業年金基金、公的年金基金に始まる株主アクティビズムに代表されるような経営陣に対して規律をつけることであった¹⁵⁴。1980年に猛威を振るった企業買収はDelaware州をはじめとする各州による買収防衛策の採用を主要な要因として、1990年に入ると企業買収は激減し、敵対的買収による脅威が経営陣の企業経営を規律することは難しくなった¹⁵⁵。1990年代に入りエージェンシー問題の解決策として機関投資家による株主アクティビズムに期待がかかるが、利益相反問題や法規制の点から、年金基金、ミューチュアル・ファンド、銀行、ならびに生命保険会社が対象企業の経営陣に対して、自分たちの利益のためではなく企業全体の利益を追求するように、行動させることは難しいと認識されるようになった。

大企業の粉飾決算による破綻というEnronおよびWorldcomの2つの事件は¹⁵⁶、証券市場をはじめアメリカ経済に対する社会の不信を生んだ。好景気の1990年代には投資家を主体としたマーケットによる解決がアメリカ経済において受け入れられていたが、EnronやWorldcomといった企業のスキャンダルで始まる2000年代には自由な市場よりもむしろ政府を主体とする強制的な規制による強化が求められるようになり¹⁵⁷、SOX法が制定された。同時に2つの事件を通して経営陣の脆弱さが露見し、企業の内部統制に対する社会の関心はますます高まり、執行をモニタリングする利害関係のない独立取締役に対する期待が以前にもまして高まっていった。この風潮を受けて、NYSEおよびNASDAQも上場基準を強化し、外部者による企業のガバナンスの改善という点から、独立取締役および外部の専門家であるゲートキーパーにコーポレート・ガバナンスにおける新しい役割が期待されるようになった。

¹⁵⁴ William W. Bratton, *Hedge Funds and Governance Targets*, 95 Geo. L. J. 1375, 1381 (2007).

¹⁵⁵ Gordon, *supra* note 45, at 1527-1529. (Gordon は、敵対的買収はエージェンシー問題の解決策としてはコストが高すぎることも敵対的買収が減少した要因の一つであると指摘する。) See also Marcel Kahan & Edward B. Rock, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, 69 U. Chi. L. Rev. 871, 880 (2002). 1990年代の企業買収はほとんどが敵対的買収ではなく友好的買収であった、と指摘する。

¹⁵⁶ Bratton, *supra* note 140, at 1276. 「ワールドコム破産法申請。」日本経済新聞夕刊 2002 年 7 月 22 日 1 面。Enron および Worldcom の破綻はともに巨額な粉飾決算が原因。また、Worldcom の経営破綻は 2008 年 9 月の大手投資会社 Lehman Brothers Holdings Inc. の Chapter 11 適用申請（以下「リーマン・ショック」という。）まではアメリカ史上において最大の経営破綻であった。

¹⁵⁷ Aronson *supra* note 115, at 48.

一方、1990年代と2000年代に入ってから株主提案の内容と提案者を比較すると¹⁵⁸、提案内容について、1990年代は Repeal Classified Board¹⁵⁹、poison pill 撤回要求、累積投票制度¹⁶⁰、取締役会関連事項、役員報酬等に分散されているが¹⁶¹、2000年代は役員報酬（33%）、取締役会関連事項（20.5%）に関連する提案が株主提案の半分以上を占めている¹⁶²。また、提案者は1990年代に優勢であった公務員年金基金は2000年代には減少し、代わって労働組合の年金基金が全提案の約半数を占めるようになった¹⁶³。

年金基金、生命保険会社、ミューチュアル・ファンドに代わり、今世紀に入り急成長を遂げたのがヘッジファンドである。ヘッジファンドは公募により資金を集めるのではなく、富裕な個人投資家および機関投資家から資金を集め、その資金をさまざまな手法で運用するファンドである¹⁶⁴。統計データにおいても資産残高において1990年の約390億ドルから2007年には1兆8,000億ドル超、またヘッジファンド数においても1990年の約530から約9,920と成長が著しい¹⁶⁵。さらに、ヘッジファンドは年金基金、生命保険会社、ミューチュアル・ファンド等、その他の投資家と異なり株価向上に貢献したという実証研究もある¹⁶⁶。

¹⁵⁸ 株主提案の内容は1987-1994年と2001-2005年の比較。提案者は1987-1994年と2004-2005年の比較。

¹⁵⁹ 取締役選出時期分散の廃止。

¹⁶⁰ 一株につき選任されるべき取締役数と同数の議決権を各株主に対して与える制度。与えられた議決権の全てを一人の候補者に集中してもよいし、また分散してもよい。

¹⁶¹ いずれの提案も12-15%。

¹⁶² Gillan & Starks, *supra* note 86, at 284-285.

¹⁶³ *Id.* at 283-284. See Stewart J. Schwab & Randall S. Thomas, *Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions*, 96 Mich. L. Rev. 1018, 1032-1035 (1998). Schwabらは、1995年当時、労働組合年金基金の企業に対するキャンペーンの目的は企業にダメージを与えることが目的と揶揄されたこともあったが、その後、キャンペーンは経営陣に組合の提案に耳を傾けてもらうことを目的とし、戦略的な経営判断に影響を与えるため、すなわちコーポレート・ガバナンスに関する提案を行っている、と説明する。

¹⁶⁴ Armour et al., *supra* note 133, at 38.

¹⁶⁵ Tonello Matteo, *Hedge Fund Activism: Findings and Recommendations for Corporations and Investors* (2008), The Conference Board Research Working Group Series, DOI:10.2139/ssrn.1107027, at 11-12. See also Juliet Chung & David Benoit, *Activist Investors Add to Their War Chests*, Wall St. J., Sep. 12, 2014, at C1; John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications*, Working Paper No.489 in the Columbia Law School Working Paper Series 1, 2 (2014). (2014年上半期における収益が過去2年間の収益を上回るという著しい成長が見られる。)

¹⁶⁶ See Alon Brav et al., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, 63 J. Fin. 1729 (2008) (2001年から2006年にかけて236のヘッジファンドのアクティビストとしての行動を分析している。分析の結果、ヘッジファンドは部分的な成功も含め2/3のケースにおいてアクティビズムに成功している。対象企業においては業績が向上する一方、CEOの回転率が上昇していることが判明した。ヘッジファンドの介入に対する市場の反応は、介入後は対象企業の業績が改善されるであろうという市場の予測と一貫性があり、また、重要な点として、ヘッジファンドのアクティビズムは大株主による内部のモニタリングと社外からのモニタリングの中間に位置する新たな中間的モニタリングの役割を果たしている、と報告している)；Christopher P. Clifford, *Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists*, 14 J. of Corp. Fin. 323 (2008) (1998年から2005年にわたるヘッジファンドのアクティビズムの実証研究。ヘッジファンドは年金基金やミューチュアル・ファンドの投資マネージャーと Carl Icahn, Irwin Jacobs や Boone Pickens のような企業買収家の混成のような役割を果たしているとし、株式購入が対象企業に対し active な投資家であるときのほうが、そうでない passive な投資家の時よりも株価上昇率が高く、業績も向上している、と報告している)；Lucian A. Bebchuk et al., *The Long-Term Effects of*

他方、これまでアクティビズムを発揮してきた CalPERS に代表される公的年金基金をはじめとする機関投資家は、1990 年代後半になるとアクティビズムに代わりエンゲージメントという企業との対話を重んじるようになっていった。本節では、まず、ヘッジファンドの特徴とインセンティブ構造の観点から、年金基金等のこれまでの投資家との相違点を確認し、次にエンゲージメントという機関投資家の新たな手法について概観する。

5.1 ヘッジファンド

5.1.1. ヘッジファンドの特徴

ヘッジファンドは利益率、機関投資家の所有比率、ならびに総資本利益率（Return-on-Assets: 以下「ROA」という。）が高く、キャッシュ・フローが潤沢であるにもかかわらず企業価値が過小評価されている企業をターゲットとしてアクティビズムを行う¹⁶⁷。ヘッジファンドが伝統的機関投資家と呼ばれるこれまでに活躍した年金基金やミューチュアル・ファンドといった投資家と異なり、対象企業の業績改善および株価向上に貢献したとされる背景にはヘッジファンドのアクティビストとしての姿勢が伝統的機関投資家のそれとは異なる点にある¹⁶⁸。

ヘッジファンドのアクティビズムは戦略的であり、なおかつ、自分たちのアクティビズムにより対象企業が便益を得ることができるかどうかを事前に判断し、行動を起こす¹⁶⁹。また、提案内容も対象企業特有の小さな問題点というよりむしろ企業価値の向上を目的とする、対象会社の経営、財務ならびに事業戦略に重大な影響を与える具体的な代替案の提示であり、対象企業も業績不振企業ではなくむしろキャッシュ・フローが潤沢で ROA が高い企業である¹⁷⁰。これに対して、伝統的機関投資家の提案は買収防衛策、取締役会の構成をはじめとするコーポレート・ガバナンスにおける改善点であり、提案内容の重要度は対象会社に

Hedge Fund Activism, 115 Colum. L. Rev. 1085 (2015). 1994 年から 2007 年にわたりアクティビストとしてのヘッジファンドによる 2,000 の介入事例を介入後 5 年間という長期的な枠で調査。投資に限定した介入や特に反対者に抵抗された敵対的な介入のいずれについても長期的に業績が低下するという証拠は得られなかった。むしろ、そのような介入後、業績においては低下するというより長期的な改善が得られるという証拠を見つけている。また、短期的な利益の実証研究においても Schedule13D を提出した前後の 20 日間におけるリターンが約 6% 上昇していることから、市場がヘッジファンドの株式購入を肯定的に受け止めていることを示している、と報告する。

¹⁶⁷ Brav et al., *supra* note 166, at 1753; Coffee Jr. & Palia, *supra* note 165, at 49-50.

¹⁶⁸ Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. Pa. L. Rev. 1021, 1069 (2007).

¹⁶⁹ *Ibid.*

¹⁷⁰ Brav et al., *supra* note 166, at 1754-1755; Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 Colum. L. Rev. 863, 866-867 (2013).

とってそれほど高くなく、また提案そのものも勧告的なものに過ぎない¹⁷¹。伝統的機関投資家のアクティビズムが偶発的で事後的、言い換えれば、ポートフォリオを組む企業の業績がよくない、あるいはガバナンスが不完全であれば行動を起こす、というポートフォリオの失敗に基づく受け身の投資であるのに対し、ヘッジファンドのアクティビズムは利益を生み出すための戦略的投資である¹⁷²。

ヘッジファンドは戦略としてアクティビズムを追求するのに対し、なぜ伝統的な機関投資家はそうにしないのかという疑問に対し、伝統的な機関投資家には規制、政治的圧力、利益相反といった障壁がヘッジファンドのような収益性の高い投資戦略を阻んでいると考えられる¹⁷³。以上の点から、ヘッジファンドは経営陣のモニタリングおよび具体的に対象企業特有の問題解決のための代替案の提示により、企業価値の向上に重要な役割を果たすことが期待される¹⁷⁴。次節において、ヘッジファンドの収益獲得のための戦略的投資を導く要因、すなわちヘッジファンドのインセンティブ構造をはじめ法規制等を検討し、伝統的機関投資家との相違点を論じる。

5.1.2. ヘッジファンドのインセンティブ構造

ヘッジファンドは、同じ集団投資スキームであるミューチュアル・ファンドと比較するとより自由な投資戦略を取り、例えばレバレッジをおいた短期間の売買など投機的な投資戦略を実行することによりあらゆる市場において利益を追求するファンドであり、機関投資家や個人富裕層などに投資家を限定することによって投資家保護に関する 1940 年投資会社法（The Investment Company Act of 1940: 以下「1940 年法」という。）¹⁷⁵等、各種規制に伴う制約を弱め、投資家からの解約に制約を課すことによって、自由度の高い戦略をとるファンドと定義される¹⁷⁶。また、ヘッジファンドはアクティビズムを発揮するにおいて、

¹⁷¹ Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1043-1044. Kahan らは、伝統的機関投資家は同一内容のガバナンスに関する改善策の提案を複数の投資先企業に同時に提案する。すなわち伝統的機関投資家のアクティビズムは少額で多くの企業における小さな変化を達成する傾向がある、と指摘する。

¹⁷² *Id.* at 1069 and 1091.

¹⁷³ *Id.* at 1070.

¹⁷⁴ Gilson & Gordon, *supra* note 170, at 866-867. Gilson らはアクティビストとしてのヘッジファンドをガバナンスにおける仲介の役割を果たす機関である（governance intermediaries）、と評価している。仲介を果たす機関とは、ヘッジファンドは業績をモニタリングし、買収というような極端な方法をとらずに事業戦略に対する具体的な提案を対象企業および対象企業に投資する機関投資家に提示するという機能を果たしていることを意味する。See also Bebchuk, et al., *supra* note 166, at 1087. なお、最近のヘッジファンドに関する研究として白井正和「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」商事 2109 号（2016）34 頁以下、があり、同論文においてはヘッジファンドが株主として、主として上場会社のコーポレート・ガバナンスの問題を解決する上で果たし得る機能に焦点をあて、分析・検討を行っている。

¹⁷⁵ 15 U.S.C. 80a-1 et seq.

¹⁷⁶ SEC Office of Investor Education and Advocacy, SEC Pub No.139: Investor Bulletin Hedge Funds, at 1, also available at <https://www.sec.gov>. See United States Government Accountability Office (GAO), Report to Congressional Requesters, GAO-08-692 *Defined Benefit Pension Plans: Guidance Needed to Better Inform Plans of the Challenges and Risks of Investing in hedge Funds and Private Equity* (2008)

資金的な制約から支配権獲得を目指すものではないことは重要な特徴である¹⁷⁷。それゆえ、ヘッジファンドは自分たちの目的を達成するために、他の株主と協力、あるいは他の株主の支持を得る必要があり、言い換えれば他の株主からの支持を得られるかどうかヘッジファンドのアクティビズムの成功の鍵となる¹⁷⁸。

以下、伝統的な機関投資家と異なりヘッジファンドが戦略的投資を行うインセンティブの構造を法規制、利益相反、報酬制度から論じる。

5.1.3. 法規制

ヘッジファンドがアクティビストとしての行動をとるようになった背景として、多くのヘッジファンドが似通った投資戦略をとるようになりマーケットのボラティリティが下がったことから利益最大化が困難になった¹⁷⁹という経済的要因に加え、法規制に対するファンドの特徴が挙げられる¹⁸⁰。

ミューチュアル・ファンドは 1940 年法により同ファンド特有の開示規制が定められ、例えば保有する証券の金額と価値を半期ごとに提出する必要がある、税制面においても優遇装置を受けるため分散投資を行う必要がある¹⁸¹。このように、投資家を保護するよう設計された規制を遵守しなければならないミューチュアル・ファンドに比べ、ヘッジファンドは全ての規制を遵守しなければならないというわけではない¹⁸²。例えば、連邦法である 1933 年

<http://www.gao.gov/assets/280/279601.pdf>, at 8-9. 一方、GAO によるとヘッジファンドは a) 投資に対し異常なリターンを求めるリスクの高いヴィークルであるという評判が高いが、それはヘッジファンドの本来の目的ではなく、b) 元本を割らないプラスのリターンを得よう、株式、債権、為替などバラエティーに富んだ金融商品に投資している、と指摘する。See also Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1024 note 1. 日本銀行信用機構局（現「金融機構局」）金融市場局「ヘッジファンドを巡る最近の動向」（2005 年 7 月）https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2005/data/ron0507b.pdf (2015.11.07)

¹⁷⁷ Gilson & Gordon, *supra* note 170, at 897; Bratton, *supra* note 154, at 1382-1383, 1389. Bratton によると、資金的制約について、ほとんどのヘッジファンドの対象会社に対する株式保有は 5-10%である。また白井は、白井・前掲注（174）36 頁において、Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1046 におけるヘッジファンドの有する総資産の 5%程度が株主アクティビズムに使用されているにすぎないという J.P. Morgan の調査を参照し、現在は株主アクティビズムに利用されていないヘッジファンドの資産であっても、株主アクティビズム戦略を採用することで十分に利益をあげられる環境が今以上に整うなどの一定の条件が満たされれば、今後は株主アクティビズムに利用されていく余地が十分にあることを示唆する、と指摘する。

¹⁷⁸ Gilson & Gordon, *supra* note 170, at 897. See also Brav et al., *supra* note 166, at 1748.

¹⁷⁹ Gregory Zuckerman, *Big Shareholders Are Shouting Ever Louder -- Activists Pressure Executives to Unlock Value, Even Using Pirate, Bulldog in the Monkeys*, Wall St. J., Nov. 23, 2005, at C1.

¹⁸⁰ 1992 年の証券取引所法 Rule 14a の委任状勧誘規制の改正による他の株主との連合の容易さ、および必要経費の削減も影響している。See *supra* notes 96-97 and accompanying text, for a detailed discussion of Sec Rule 14a (17 C.F.R. §240.14a).

¹⁸¹ Investment Company Act of 1940 §29 (e) (15 U.S.C. §80a-29(e)) (Reports and financial statements of investment companies and affiliated persons-(e) Semiannual reports to stockholders); Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1049.

¹⁸² ミューチュアル・ファンドと異なりヘッジファンドには遵守する必要がない法規制がいくつかある。

証券法 (Securities Act of 1933: 以下「証券法」という。) ¹⁸³、証券取引所法、および 1940 年法の規制の対象になっていない¹⁸⁴。1940 年法に基づく登録が不要であることはすなわち、株式の空売りおよびレバレッジを用いたポートフォリオにおいて制限を受けず、さらに株式の保有状態、投資戦略、ポジションやレバレッジの比率などを開示する必要がないことを意味する¹⁸⁵。

これらの点から、ヘッジファンドは伝統的な機関投資家と比較すると非常に規制の少ないファンドであることがわかる。法規制に対し行動を制約されにくいことがヘッジファンドの第一の特徴であり、伝統的機関投資家と比較して戦略的投資を行うことができる要因の一つであると考えられる。

5.1.4. 内部的制約

ほとんどのヘッジファンドは独立したヴィークルであり他の機関に影響されにくいことから、ヘッジファンドでは投資マネージャーと資産保有者における利害衝突の問題はほとんど無いと考えられている¹⁸⁶。その理由として、ヘッジファンドは独立した投資ヴィークルであり、なおかつ、ミューチュアル・ファンドと異なり、企業年金である DC プランの管理運用を直接行っていない¹⁸⁷。したがって、アクティビズムの結果、対象会社に関連するビジネスを失うといった気遣いの必要もない¹⁸⁸。一方、伝統的機関投資家には多くの障壁がある。例えば企業年金基金には取引関係の圧力、受託者としての義務に関連する利益相反問題、公的年金基金には政治的圧力、ミューチュアル・ファンドには投資方法に対する課税等の圧力等¹⁸⁹である。これらの圧力が伝統的機関投資家への障壁となり、株主アクティビズムを十分に発揮できずその行動を制限している。

5.1.5. 集中投資

¹⁸³ 15 U.S.C. §77a et seq..

¹⁸⁴ April Klein & Emanuel Zur, *Hedge Fund Activism*, at 7-8 (2006). <http://web-docs.stern.nyu.edu/clb/docs/06-017.pdf>. 1940 年法の規制を受けないことで、ミューチュアル・ファンドと異なり、どの会社の株式に対しても、10%を超えて保有することが可能であり、かつ 5%を超えるファンド資産を投資することが可能である。

¹⁸⁵ *Id.* at 8; Philip Goldstein, et al., *Petitioners v. Securities and Exchange Commission, Respondent* 451 F.3d 873; 371 U.S. App. D.C. 358. (2004 年 12 月に SEC はヘッジファンドに対しファンドに参加する投資家が 15 人以上である場合登録義務を課す提案を行い採択された (17 C.F.R. §275.203(b)(3)-2(a)). しかし、この規則は無効として提訴され、最終的に控訴裁判所は SEC の主張を退け、規則を無効と判示した。)

¹⁸⁶ Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1066; Brav et al., *supra* note 166, at 1773. Brav らは、伝統的機関投資家の行動が生み出す成果を制限するような規制あるいは政治的障壁にヘッジファンドは直面しないと指摘する。See Klein & Zur, *supra* note 184, at 9.

¹⁸⁷ Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1066-1067.

¹⁸⁸ *Ibid.*

¹⁸⁹ 「第三章 3. ミューチュアル・ファンドの投資家行動を制限する 3 つの法制度」参照。

ヘッジファンドの投資マネージャーは ERISA 法に準ずる必要がないことから¹⁹⁰分散投資によるリスクの最小化に努める必要がなく、またミューチュアル・ファンドと異なり 1940 年法の制約も受けないためポートフォリオの 3/4 は分散投資規制の対象とならず、10%制限や 5%制限の規制にも制限されない点から、特定銘柄に対する集中的投資が可能である。

5.1.6. 報酬制度

ヘッジファンドの運用収益に対するインセンティブは基本手数料（資産の 1-2%と同額）に加え運用収益の約 20%という高い報酬制度に依るところが大きい¹⁹¹。なおかつ、報酬制度はファンドの絶対的パフォーマンスを基準としていることから、ヘッジファンドの投資マネージャーはより高い絶対的なリターンを獲得しようと努力する¹⁹²。

ヘッジファンドの収益獲得のための戦略的投資を導く要因を伝統的機関投資家との比較において検討すると、ヘッジファンドは法規制の制限が少なく、報酬面から投資マネージャーの投資者の利益最大化へのインセンティブが強く、独立性の高さから利益相反や取引関係ならびに政治的圧力といった障壁がなく、集中的に特定銘柄に投資が可能というファンドの特徴があり、これらの特徴がアクティビストとしてのヘッジファンドに、対象企業に利益を生み出すという戦略的投資行動を可能にさせるといえる。しかし、ヘッジファンドのアクティビズムも利点ばかりではない。そこにはヘッジファンドならではの技を用いた法的権利と経済的所有の乖離から起こる利益相反問題が存在し、これが企業のみならず一般投資家に大きな問題となつてのしかかることとなる。

5.2 エンゲージメント

5.2.1. エンゲージメントの目的

機関投資家のアクティビズムは株主提案や議決権行使、また委任状争奪戦といった時に強硬な手段でもって行われてきた。1992 年、CalPERS の貢献により証券取引所法 Rule14a が改正され、株主同士が連帯することが容易になったが、株主提案は勧告的なものにすぎず

¹⁹⁰ Matteo, *supra* note 165, at 27 (2008). See Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1067. (Kahan らは年金基金がヘッジファンドの資産の 25%を超えて保有する場合は、ヘッジファンドは ERISA 法の規制対象になる（が、その可能性は非常に低い）と、指摘する。）一方、三和は、三和裕美子「米国における機関投資家の株主アクティビズムの現状—ヘッジファンドによる株主アクティビズムを中心に—」証券アナリストジャーナル 47 巻 1 号 (2009) 17 頁、21-22 頁において、ERISA 法上の受託者としての義務を負わないことが、ヘッジファンドに集中投資による絶対的リターンを追求する傾向を生む、と指摘する。

¹⁹¹ GAO *supra* note 176, at 24; Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1064-1066; SEC, *supra* note 176, at 3.

¹⁹² Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1064-1066. See Brav et al., *supra* note 166, at 1773. Brav らは、伝統的機関投資家と異なり、ヘッジファンドの投資マネージャーたちは彼らのポートフォリオにおける対象企業の価値向上に対し非常に強い個人的な財務上のインセンティブを持つ、と指摘する。これに対し、伝統的機関投資家であるミューチュアル・ファンドのうち 97%のファンドの報酬制度は成功報酬型ではなく運用するファンド資産規模によるため、特定の投資先企業の経営に積極的に関与するという費用のかかるアクティビズムを行うインセンティブに欠ける、と Kahan らは指摘する。Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1050-1054.

拘束力もないため、提案が取り上げられるかどうかは経営陣の判断に依拠していること、また議決権行使には多額の費用がかかること、さらに機関投資家の影響力を経営陣が考慮するようになり、機関投資家はエンゲージメントと呼ばれる経営陣との直接の対話に意見提起方法を変化させていった。

アメリカでは、欧州諸国と異なり、スチュワードシップ・コードといったエンゲージメントに関するソフトローが存在しないことから、各機関投資家はそれぞれ独自の方法で、株主としての意見を企業側に伝え、企業側の考え方を把握する場として経営陣との対話、すなわちエンゲージメントを実施するが、1990年代後半以降、多くの機関投資家の間で、株主提案や委任状闘争という強硬な手段は避け、エンゲージメントを通じて相互理解を深めることに意義があるという考え方が浸透し、エンゲージメントを通じて企業のガバナンスの向上に貢献するような意見を提起することで中長期的なリターンを得ることができると考えるようになってきた¹⁹³。一方、経営者側もコーポレート・ガバナンスに機関投資家を参加させることにより、資本コスト低下、長期的計画に基づいた経営の可能性を見出しつつあり、主要株主の意見を聞くことにより、社内改革や経営戦略の見直しに生かしていけるという認識が広がってきた¹⁹⁴。一方、エンゲージメントの特性は非公開の対話にあり、2000年に入り新たな法規制がこの非公開というエンゲージメントの特性に影響を与えることになるが、こうした問題については第三章で検討する。

5.2.2. エンゲージメントの実態

実際に機関投資家が投資先企業にどのようなエンゲージメントを行っているかについて、野村資本市場研究所が2013年にCalPERS, CalSTRS, Teachers Insurance and Annuity Association of America - College Retirement Equities Fund（以下「TIAA-CREF」という。）、Prudential Investment Management Inc.をはじめ、公的年金基金、独立系大手運用機関、大手銀行持ち株会社系運用会社等10機関の米国の機関投資家に対してエンゲージメント活動に関しヒアリングによる実態調査を行っている¹⁹⁵。当該調査によると、①アメリ

¹⁹³ 岩井浩一「米国機関投資家によるエンゲージメント活動の実態」2-3頁（2014）<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2014/2014spr03web.pdf>, (2017.1.4).

¹⁹⁴ Michael J. Clowes, *The Money Flood: How Pension Funds Revolutionized Investing* 137-160 (John Wiley & Sons, 2000). 一方、三和は、機関投資家による株主提案の支持率の高さは、経営者にとっては大きな脅威であり、換言すれば、機関投資家が独自の判断に基づき議決権を行使する場合、経営者が提案する次期取締役に関する議案を否決できるため、機関投資家からの株主提案を排除することにより機関投資家の票を失うことは避けたい。その結果、経営者は株主提案の引き下げの締め切り前に機関投資家と話し合う必要性を認識し始めた、と指摘する。三和裕美子「アメリカ機関投資家の資産運用とコーポレート・ガバナンス」経営学論集 71 巻（2001）120-122 頁。

¹⁹⁵ 野村資本市場研究所「米国における機関投資家の投資先企業に対するエンゲージメントのあり方に関する調査」（2013）<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20131127/09.pdf>, (2016.12.12). ヒアリング先は匿名希望を含む合計10機関。時間等の制約もあり、すべての機関に関し網羅的にヒアリングをしたものではない、との断りはあるが、ヒアリングを実施した項目は、①エンゲージメントの対象先、エンゲージメントを実施する状況、②エンゲージメントの態様（重視するテーマ、対話の開始方法等）、③運用

かには確立されたエンゲージメントのスタンダードはないが、調査の対象先であるすべての機関投資家がエンゲージメントを実施しており、エンゲージメントの内容から、積極的に今後もエンゲージメントを活用する投資家が増加するでと考えられる、②エンゲージメントの目的として、運用資産の保護・価値の増大を通じ受託者としての責任を果たすという投資家の意識がある、③エンゲージメントの開始方法が投資家および投資先企業の双方向からの取り組みが一般化している、④一部で連邦法の Schedule 13¹⁹⁶ が共同エンゲージメントを阻害する要因となっているという指摘もある¹⁹⁷、⑤エンゲージメントの効果に関して、投資先企業との間で友好的な関係を構築し、相互理解を深め、投資先企業のコーポレート・ガバナンスの改善を促すことができるという点では、概ね意見の一致があるとし、その結果、長期投資家にとってエンゲージメントが運用手法として不可欠である、との認識は共通しているように見受けられるとまとめている¹⁹⁸。例えば、CalPERS は独自の評価プログラムである Focus List Program を通じて対象企業を識別し、長期間にわたるアンダーパフォーマンスへの対処策、ガバナンス改革の必要性など投資先企業の再建と改善に向けての議論を取締役や経営陣との直接の対話を通じて行う¹⁹⁹。一方、企業も主要な株主である機関投資家の意見を経営戦略に活かすことができると認識していることから、効率性の観点からの監視に貢献する中長期的な投資家がガバナンスに求められる投資家であることが理解でき

形態（例えばパッシブ運用、アクティブ運用等）、④エンゲージメントで投資先企業から納得のできる反応が得られない場合の対処方法、⑤エンゲージメントを行う上での制度上の制約の有無（インサイダー情報を授受するリスク等）、⑥共同エンゲージメントを行うことについての姿勢および評価、⑦エンゲージメントの効果についての評価である。なお TIAA-CREF は独立系大手運用機関で教育および研究機関、医療機関関係者等に対して退職関連サービス、年金、各種著直商品、保険、ミューチュアル・ファンドを提供し、従業員数は約 8,000 名、Prudential Investment Management Inc. は世界各国に拠点を有し、生命保険、年金、退職関連サービス、ミューチュアル・ファンド等を提供するプルデンシャル・フィナンシャルの資産運用部門である。

¹⁹⁶ 17 C.F.R. §240.13d-1. For a detailed discussion of social investments, *see also infra* notes 393-402 and accompanying text.

¹⁹⁷ 一方、TIAA-CREF は共同エンゲージメントがアメリカで一般的ではない理由として、アメリカには大手機関投資家が多く、且つ、それぞれの機関投資家が独自のガイドラインを持っている点を挙げている。

¹⁹⁸ 野村資本市場研究所・前掲注（195）2-3 頁参照。例えば、CalPERS の投資先企業へのエンゲージメントは、CalPERS 独自の評価プログラムである Focus List Program（株価リターンとコーポレート・ガバナンスの両面から企業を評価し、これらの観点からパフォーマンスに劣る企業を識別する。この評価プログラムは年次で実施される。）を通じて対象企業を識別し、投資先企業の再建と改善に向けての議論を取締役や経営陣との直接の対話を通じて行う。CalPERS によると 1999 年から 2008 年にかけて Focus List Program を通じてエンゲージメントを実施した企業（155 社）の運用成績は指標を上回る投資成果を示す効果であった。以前は新聞メディアを利用した手法も採用していたが、2010 年以降はプライベートな対話と議決権行使を通じて対象企業に改善を促すほうが効果的であると判断し、エンゲージメントを重視した戦略に切り替えている。なお、コーポレート・ガバナンスに関しては、取締役会の質、ポイズン・ピル、独立取締役の欠如、経営者報酬、観光問題をはじめとする社会問題に係るリスク管理等の観点から評価される。また、CalPERS は Focus List Program を通じたエンゲージメント活動と長期的な株主価値の間には明確な正の相関関係があると考えている。一方、経営者報酬はエンゲージメントで議論されることが多いという TIAA-CREF 等の回答に対し、岩井は、経営者報酬が近年きわめて重要視されている影響として Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub.L. 111-203, 124 Stat. 1376, enacted July 21, 2010) における Say-on-Pay 制度（株主が経営者報酬に関して意見表明をする制度。株主総会に経営者報酬に関する議案が上程され、株主が賛否を投票するが、投票結果に法的拘束力はない。）が導入されたことをきっかけに、機関投資家の間に問題意識が高まった、と指摘する。岩井・前掲注（193）6 頁。

¹⁹⁹ 野村資本市場研究所・前掲注（195）2-3 頁、参照。Focus List Program につき、注（198）参照。

る。他方、こうした効率性の観点から中長期的な投資家がエンゲージメントを通じ企業の監視を行う根拠は、資産運用者としての受託者の責任、すなわち受託者としての義務の履行でもある。

第三章 機関投資家の行動と限界

アメリカの証券市場の構造から、機関投資家の推移と行動を確認してきた。元来、投資家は投資先企業に対し、投資に対するリターンが期待できなければ、投資先企業の株式を売却する Wall Street Rule を採用してきた。一方、投資家が機関化し、一つの企業に対して大きなポジションを保有するようになると、マーケットに与えるインパクトから売却が困難になり、その結果、投資先企業の経営に関与することで企業価値を高め、リターンを回収しようとした。機関化することで、他の株主と連帯せずとも株主提案等によるコストに見合うリターンが確保できるようになったからである。機関投資家は、企業への関与だけではなく、連邦法の改正など企業の所有者としての意見の提起等において貢献してきたが、他方で、このような一株主である機関投資家の投資先企業への関与は、常に歓迎されてきたわけではない。

本章では、各機関投資家の投資家としての行動を躊躇させるような圧力、制限する法規制を論じるとともに、機関投資家の行動における問題点を整理する。

1. 企業年金基金の投資行動に対する圧力

1.1 ERISA 法：受認者としての義務による行動の制限

ERISA 法の受認者としての義務は、企業年金の運用責任者から運用を担当する金融機関まで広範囲にわたり、課せられている。この受認者としての義務は、企業の効率的な経営から生まれる投資に対するリターンを追い求める機関投資家にアクティビストとしての行動を取らせる。機関投資家はのちに強硬な議決権行使であるアクティビズムではなく、企業との対話により企業の経営改善に貢献しようとするが、いずれの行動も株主としての権利行使である一方、受認者としての義務も要因となっている。連邦法で定められた受認者としての義務は、企業年金基金のみならず、他の機関投資家にも当てはまるため、第四章で述べる。

他方、アクティビズムに関し、受認者としての義務は積極的なアクティビストとしての行動を抑制する面も持っていた。物言う株主として、投資先企業の経営陣の戦略に対して意見し、あえてそれに反する戦略をとることを決議させたとしても、その戦略が成功する保証はない²⁰⁰。受認者としての責任を果たすためには、そのようなコストに見合う利益が見込める

²⁰⁰ See Robert A.G. Monks, *Corporate Governance and Pension Plans*, in *Positioning Pensions for the Twenty-First Century* 107, 143-144 (Michael S. Gordon et al. eds., University of Pennsylvania Press, 1997). Monks は年金基金にとって fiduciary standard は気の進まない規則であるかもしれない、という見解を述べ、その理由として、受認者は投資活動が成功しても報酬があるわけではなく、逆に投資が失敗に

ことが確実でなければならない。その結果、経営に対し穏やかな意見を述べるにとどまることになる。ERISA 法で明確にされた受認者としての立場により物言う株主となった企業年金基金は、また、その受認義務により、アクティビストとしての積極的な行動を大きく制限されることとなった。

1.2 取引関係の圧力

基金の母体企業（投資マネージャーにとってのスポンサー企業）と投資先企業に取引関係が存在する場合、年金基金の投資マネージャーはスポンサー企業および投資先企業から投資先企業の経営陣の意向に沿った議決権行使を行うように圧力を受ける²⁰¹。投資マネージャーは株式価値最大化という受認者の義務に従い行動しようとするが、それはスポンサー企業の意向に背くことになり、スポンサー企業に迎合する他の投資マネージャーと首をすげ換えられるのではないか、という不安を持つ²⁰²。このため、自分たちを投資マネージャーとして選択してくれた年金基金の意向に反するような議決権行使、すなわち投資先企業の経営陣の方針に反対するという議決権の行使に躊躇する²⁰³。ここに投資マネージャーのジレンマがある。

また、投資先企業がスポンサー企業の顧客の場合、あるいは将来的にスポンサー企業が投資先企業に取引を希望する場合、年金基金管理者は投資先企業の経営陣に有利になる議決権行使を行うよう、投資マネージャーに圧力をかける²⁰⁴。実際、機関投資家の議決権行使には投資先企業の経営陣提案を支持するバイアスの存在を指摘する見解もある²⁰⁵。

終わった場合、解雇の可能性、最悪の場合は fiduciary 義務違反として起訴される可能性がありリスクを伴う、と説明する。

²⁰¹ Black, *supra* note 44, at 597 (quoting *Pensionforum: Taking the Offensive*, Inst. Investor, Dec., 1987, at 101). 実際、多くの投資マネージャーが圧力を感じており、1987 年の調査によると年金基金の管理者の半数が投資マネージャーに議決権行使についてアドバイスすることが適切であると考え、投資マネージャーの多数は基金のアドバイスを聞き入れ、7%の投資マネージャーのみがスポンサー企業の意向に沿った議決権行使をしていなかった。

²⁰² John H. Langbein, *The Conundrum of Fiduciary Investing under ERISA, in* Proxy Voting of Pension Plan Equity Securities 137 (Dan M. McGill ed., Irwin, 1989). また首藤は、前掲注 (135) 142 頁において、年金基金の資産運用はインハウス運用だけでなくコンサルティング会社や投資顧問会社を利用し信託会社を通じて行うが、ERISA 法で明確化された受認者としての責任は企業年金の運用責任者から運用を担当する金融機関まですべてに課せられ、年金基金はいかなるルートをとっても、ERISA 法により法的拘束力を付与された議決権行使を指示できることを、指摘する。

²⁰³ Langbein, *supra* note 202, at 137.

²⁰⁴ Black, *supra* note 44, at 597.

²⁰⁵ Lucian A. Bebchuk & Jasse M. Fried, Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation 50 (Harvard University Press, 2004). *See also* United States. Securities and Exchange Commission, 3 Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission 122, 127 (1971). *See also* Knickerbocker Jr., *supra* note 40, at 676. ERISA 法上の排他的目的は、第三者あるいは自分自身のために行動してはならないことを意味している。実際、受認者における係争の最大要因は利益相反 (conflict of interest) であり、最も多くの受認者義務違反の訴訟は利益相反が原因であることを指摘する。また、29 U.S.C. §1106 (ERISA 法 406 条) は利益相反取引の禁止を、また 29 U.S.C. §1107 (ERISA 法 407 条) は母体企業に対する投資の制限を規定している。

このような状況を見かね、1988 年、DOL は年金制度の議決権行使の手續きに関し入念な調査を行い、1988 年の Avon Letter²⁰⁶、1990 年の Monks Letter²⁰⁷と呼ばれる 2 つの書簡において、ERISA 法の受託者の義務を基礎に、議決権行使は受託者責任の一部であると、議決権行使の責任の所在を明らかにし、1994 年の解釈通達でその見解を明確化した。

1.3 議決権行使に関する DOL の見解

DOL は 1994 年 7 月 29 日付で正式に ERISA 法の解釈を、議決権行使の政策又はガイドラインを含む投資政策の書面による記述に関する解釈通達（Interpretive bulletin relating to written statements of investment policy, including proxy voting policy or guidelines : 以下「解釈通達」という）²⁰⁸として示した。解釈通達の主な内容は、(1) 議決権行使（Proxy Voting）²⁰⁹、(2) 投資政策の記述（Statements of Investment Policy）²¹⁰、

²⁰⁶ Department of Labor, *Department of Labor's Letter on ERISA Fiduciary Standards ('the Avon letter')* (Feb. 6, 2016, 9:00 AM), <http://www.lens-library.com/info/dolavon.html> (1988 年 2 月 23 日付 Avon Products, Inc. の年金委員会会長 Helmuth Fandl 宛の回答書簡。当該書簡において、DOL は、年金制度の資産である、発行会社の株式の運用を行う受託者の行為は、その株式に付随する議決権の行使を含む、という見解を示し、ERISA 法の 402 条、403 条、404 条、ならびに 405 条を基礎に、議決権行使に対する受託者の義務を確立させた。) See also Langbein, *supra* note 202, at 137. (Langbein は、Avon Letter は、学説上は理にかなっているが、問題の本質である利益相反を解決しておらず、無用であると批判している。)

²⁰⁷ U.S. Department of Labor, *U.S. Department of Labor Monks Ltr. - Advisory Opinion Pension and Welfare Benefits Administration* (Feb. 28, 2016, 8:00 AM), <http://www.lens-library.com/info/dolragm.html> (1990 年 1 月 23 日付 Institutional Shareholder Services, Inc. の年金委員会会長 Robert A.G. Monks 宛の回答書簡。当該書簡において、DOL は、制度あるいは投資運用契約（特別な制度の約定が無い場合）のいずれかが明確に議決権行使から投資マネージャーを除外している場合、議決権行使の責任は、制度の資産を管理、運用する年金基金（受託者）が、排他的な責任を持つ、という見解を示した。)

²⁰⁸ 29 C.F.R. § 2509.94-2. 議決権行使の政策又はガイドラインを含む投資政策の書面による記述に関する解釈通達の翻訳として、佐久間巖「米国労働省の「1974 年従業員退職所得保障法に関する解釈通達」29CFR Part2509 [解釈通達 94-2]」年金レビュー1999 年 7 月号 (1999) 14 頁以下を、参照されたい。

²⁰⁹ 29 C.F.R. § 2509, 94-2(1). 議決権行使の責任は、A) 年金資産運用にかかわる制度受託者にある、B) 投資マネージャーは、年金基金の規定あるいは契約により、明示的に議決権行使について排除されていない場合、議決権行使に関し排他的な責任を持つ、と規定する。また、ERISA 法 403 条(a)(1)(A)および 403 条(a)(1)(B)に明記された受託者の義務は、a) 議決権行使に関し、制度の投資価値に影響を与えるであろう諸要因を考慮し、関係のない目的を退職所得に関する加入者および受給権者の利益に優先させてはならないことを要求し、b) これらの義務は、投資マネージャーを指名する指名受託者 (named fiduciary) が、議決権行使に関して投資マネージャーが行った決定を含む制度資産の管理に関し、定期的に投資マネージャーの行動をモニタリングすることを要求している。これらに加え、c) 受託者は、外国会社の株式の購入にあたり、議決権行使における困難さと経費が市場価格に反映されているかどうかを考慮する必要がある。a) および b) につき、Conison は、制度資産の解釈について、制度資産は 1 名あるいはそれ以上の信託受託者により保管されなければならないこと、また、指名受託者は、ERISA 法において創案されたことを指摘する。See Conison, *supra* note 27, at 226-227.

²¹⁰ 29 C.F.R. § 2509.94-2(2). 投資政策の記述は、i) 従業員給付制度による、制度および制度の資金政策を設計する投資方針書類の維持は、ERISA 法 404 条(a)(1)(A)、および(B)に規定されている受託者の義務に一致している、ii) 制度の資産を管理する受託者の義務は、株式に付随する議決権行使を含んでいるため、議決権行使方針書類は、包括的な投資方針書類の重要な部分となるであろう、と規定し、また、投資方針書類の条件に関する指名受託者の決定は受託者としての責任を実行することであり、投資方針書類は ERISA 法上の慎重さ、投資の分散、ならびに他の受託義務に加えて方針の流動性も、考慮に入れる必要がある、というのが労働省の見解である。これらに加え、I) 複数の従業員給付制度の資産を保有するヴィークルの投資マネージャーは、別の制度の議決権行使方針と対立する制度の議決権行使方針に従う場合があ

(3) 株主のアクティビズム (Shareholders Activism) ²¹¹の3項目であり、Monks Letter、および Avon Letter で示された年金基金の議決権行使に関する見解とともに、議決権行使の文書化、投資マネージャーの利益相反、ERISA 法の受託者としての責任との関係など、コーポレート・ガバナンスに幅広く関与する内容について、DOL の見解を記していることが特徴である²¹²。

1.4 解釈通達後の年金基金のアクティビズム

1988 年に始まった DOL の議決権行使の手続きに関する調査から 1994 年の解釈通達の公布を経て、投資マネージャーへの圧力は消滅したかに見えたが、実は単に隠蔽されただけであった²¹³。投資マネージャーが取引先企業に効率的な経営を行うよう株主提案を行う、あるいは議決権を行使することは株主としての権利であると同時に ERISA 法に基づく資産運用者としての受託者としての義務の履行である。取引関係の圧力によりバイアスのかかった議決権行使を行うこと、あるいは議決権を行使しないことは ERISA 法における受託者の義務を履行していないことになる。受託者の責任をいかに果たすかについては、機関投資家の行動にとって重要な問題であり、こうした点は第四章および第五部で検討し、提案を行う。

いずれにしろ、取引関係の影響を受ける企業年金基金がアクティビストとして活躍するには限界があり、市場における株式保有率を徐々に減少させ、企業年金基金に代わって、取

る、II) ERISA 法 404 条(a)(1)(D)の遵守は、そのような投資マネージャーに、可能な限り対立する方針を調整し、必要であれば、適用される法律の範囲内において、保有割合に応じて、方針を反映する議決権を行使することを要請する、と規定する。

²¹¹ 29 C.F.R. § 2509, 94-2(3). 株主アクティビズムの項目では、1) 制度単独あるいは他の株主とともに行う経営陣へのモニタリングや経営陣との対話が経費を勘案した上で、株式発行会社への制度の投資価値を高めるという合理的な期待がある場合は、制度が株式を保有する発行会社の経営に影響を与える、あるいは制度が経営をモニタリングしようとする行動を意図した政策の方針は、ERISA 法における受託者の義務と一致するため、このような合理的な期待はさまざまな状況で存在し、例えば、制度による投資が長期的な投資として判断される場合、あるいは、容易に投資を処分することができない場合などが該当するとし、2) 活動的なモニタリングや経営陣との対話は、一般的には、会社の取締役候補生の独立性と専門性、および、取締役会が執行役員をモニタリングする責任を全うするための十分な情報をもっているかどうかという問題に関係する、3) その他の問題としては、役員報酬の適切性、買収・合併 (M&A) に関する会社の方針、負債の調達および資本構成、長期的経営計画の内容、研修等への投資、財政的および非財政的な面からの会社の業績などが含まれ、4) 活動的なモニタリングや対話は、株主としての法的な権利行使だけではなく、経営陣との書簡によるやり取りやミーティングといったさまざまな方法によって実行される、と定められる。

²¹² 29 C.F.R. § 2509, 94-2. 当該解釈通達は、ERISA 法の 402 条、403 条ならびに 404 条による、従業員給付制度が保有する有価証券に関する議決権の行使、投資政策の記述の維持および遵守について、DOL の解釈を定めたものであり、制度の受託者による株式発行会社の経営陣に対する活動的なモニタリング (active monitoring) についての ERISA 法上の妥当性に関するガイドラインについても定めている。

²¹³ Black, *supra* note 44, at 596-597.

引関係に影響を受けない公的年金基金のような機関投資家が加速的に市場の株式保有率を伸ばし²¹⁴、1990 年代の株主アクティビズムをリードした。

2. 公的年金基金の投資行動に対する圧力

2.1 政治的圧力

株主価値最大化および年金基金制度に対し排他的目的を遂行しようとする公的年金基金のアクティビズムに対する障壁は、①投資規制としての社会的投資、②議決権行使への圧力という政治的圧力である。この公的年金基金に対する政治的圧力は、基金の価値最大化を図る投資戦略の遂行を制限した²¹⁵。

もとはといえば、19 世紀以来、多くの州は州債等に投資先を制限した"legal list"を州法で規定しており、公的年金基金も同法の投資規制を受けた。また、州によっては州債のデフォルト回避のため公的年金基金の資産を投じ州債購入の協力を依頼している²¹⁶。投資規制で最も一般的である legal list には、州法により許可される投資の対象を定めている²¹⁷。

投資規制に加え、州法は取締役会の構成についても公的年金基金を規制し²¹⁸、これが議決権行使への圧力につながっている。取締役会の構成は、政府から任命された者、基金の年金受給者により選ばれた代表者、職権に基づいて指名された者のいずれかに属し、基金の管理者が州の管理職という雇用者に加えて被雇用者の代表でもあるため、利益相反の問題の可能性があり、さらに基金の多くの管理者と州政府に政治的な友好関係があるということは、基金は州政府高官による圧力を受けやすいことを意味する²¹⁹。

²¹⁴ *Id.* at 569. NYSE の調査によると、1980 年と 1988 年の NYSE における株式保有割合は、取引関係の影響が小さい公的年金基金、ミューチュアル・ファンド等の割合は、7%から 16%と飛躍的に成長する一方、取引関係の影響を受ける企業年金基金、生命保険会社、銀行の信託口座等の保有割合は 38.2%から 37.7%へと微減しており、この傾向はその後徐々に加速していった。

²¹⁵ Romano, *supra* note 21, at 814.

²¹⁶ *Levitt Now Considering the Use of Pension Funds to Rescue State Agencies*, N.Y. Times, Jan.21, 1976, at 43. *See id.* at 801-802. Romano は政治的圧力のもっとも有名な例として、1970 年代半ばの New York 市および New York 州の複数の年金基金への圧力を取り上げている。住宅関係等のプロジェクトの貸付を行っていた州の 4 つの機関が支払い不能に陥り、州の年金基金は基金への拠出金である 8 億 2500 万ドルを中止するという脅しにあい、これらの機関の債券を購入することを承諾し、機関の破産を阻止した。また、New York 市の救済措置として、New York 州の立法府および議会は年金基金による市の債券の購入を認めることを立法化し、連邦裁判所も受託者の受託義務 (trustee's fiduciary duty) と一貫しているとこのような購入を支持した、とまとめている。

²¹⁷ Romano, *supra* note 21, at 800. Romano は、一例として N.Y. Retire and Soc. Sec. Law §13 (McKinney 1987) を取り上げ、特に銀行、商業的不動産、居住用の不動産、普通株、債券への投資を許可していた、と説明する。 *See also* Ronald I. Robinson, *Postwar Market for State and Local Government Securities*, 95-96 (Princeton University Press, 1960). Robinson は 1945 年から 1956 年の調査結果から、州法が自州の年金退職基金に自身に投資すること (keep your money at home) を許可していたという結果を得ている。

²¹⁸ Romano, *supra* note 21, at 800.

²¹⁹ *Id.* at 800-801. *See also infra* notes 243-250 and accompanying text, as examples.

2.1.1 社会的投資

社会的投資は社会的目的を達成するための投資戦略で、年金基金への経済的利益は二の次として、年金制度の受給者の経費で特定のグループを利するように制度資産を使用することと定義される²²⁰。例えば、1975 年、ニューヨーク市教員退職年金基金（Teachers Retirement System: 以下「TRS」という。）はニューヨーク市の破産回避を目的に 8 億 6 千万ドルを市に投入した²²¹。多くの公務員年金基金と同様、TRS も退職者に対する年金基金が完全には準備できておらず、退職者の年金基金を市からの将来の税収に依存しており、市の破産は TRS の破綻を意味していた²²²。TRS の受給者である退職者は TRS を提訴したが、連邦裁判所は TRS の抛出と受諾者義務が矛盾しないと判示した²²³。

他にも社会的投資の例がある。Pennsylvania 州の州政府は Volkswagen 社に Pennsylvania 州での工場設立を促すための資金を用意することができず、Volkswagen 社に融資を行うよう、公立学校の職員および州職員の退職年金基金に圧力をかけた²²⁴。さらに California 州の CalPERS の事例においては、CalPERS は 3 億 7,500 万ドルを州の住宅建設に投資するという計画を発表すると同時にこの計画が政治的な圧力によるものであることを否定したが、California 州の経済を活性化させるための安全な投資（safely invested）として州政府の Pete Wilson が CalPERS に依頼した直後、言い換えれば CalPERS の発表が州政府の圧力が CalPERS に向けられた直後であり、実際、その投資は Wilson だけでなく California 州の財務長官であり、CalPERS の取締役会のメンバーの一人でもある

²²⁰ Daniel Fischel & John H. Langbein, *ERISA's Fundamental Contradiction: The Exclusive Benefit Rule*, 55 U. Chi. L. Rev. 1105, 1143 (1988). See Romano, *supra* note 21, at 802-803 (quoting Pension Comm'n Clearinghouse, Report on State Pension Systems 4 (11th ed. 1992). 1990 年代になり、New York 州および New York 市の例のような基金への「依頼（request）」といったアプローチから、州への投資を促す「社会的投資（social investments）」、すなわち、基金にとってリターンがリスクに見合わない投資に対して年金基金の資産が使用されるようになった。社会的投資は、1) 基金の下で便益を受ける全ての人の経費で、社会的目的を達成するために基金の資産を使用する、2) 基金の下で便益を享受する資格のある一部のみに利益をもたらすために基金の資産を使用する、という 2 つの側面から考える必要がある。なお、1991 年当時多くの公的年金基金の経済状況は良くなく、例えば 20 の年金基金の資産は 75% 以下の積立高であった。また、ERISA 法の下で企業年金基金が規定されていたのとは異なり、公的年金基金には最低積立必要額が規定されていなかった。

²²¹ John H. Langbein & Richard A Posner, *Social Investing and the Law of Trusts*, 79 Mich. L. Rev. 72, 100 (1980). 1974 年当時、市から TRS への抛出金は TRS の総収入の 62% を占めていた。

²²² *Ibid.*

²²³ *Withers v. Teachers' Retirement Sys.*, 447 F. Supp. 1248, 1252 (S.D.N.Y. 1978), *aff'd mem.*, 595 F.2d 1210 (2d Cir. 1979).

²²⁴ *Pennsylvania Pension Funds Offer VW \$135 Million Loan to Help Set Up Plant*, Wall St. J., July 9, 1976, at 5. (公立学校職員退職年金基金 (Penna Public School Employees Retirement Fund) が 33 億ドルを、州職員退職年金基金 (State Employees Retirement Fund) が 18 億ドルの融資を申し出た。) ; Robert Dvorchak, *States Trapped in a Losing Game with Corporations Holding All Aces*, New Haven Reg., Oct. 4, 1992, at F1, F4. (結局、工場は 12 年後に閉鎖し、新たな所有者となる SONY を見つけるまでに 4 年かかった。SONY は大画面テレビ製造工場として使用しようとしたが、州は SONY 誘致のために 7,000 万ドル (Romano による) のローンのうち 4,000 万ドルの免除、ならびに職業訓練所助成金および低金利貸付として 2,300 万ドルを提供した。) See Romano, *supra* note 21, at 803-804.

Kathleen Brown によって支持されていたことから、州政府は CalPERS への支配を強めようとしていたといえる²²⁵。その後、CalPERS の投資に対し Brown は、年金基金の不動産に対するポートフォリオは、合理的な建設請負業者、すなわち組合に加入している労働者による財政的プロジェクトに制限されるべきという条件の下で行われる、と発言した²²⁶。さらに Brown は、CalPERS の投資に対して、年金基金の役割は市場でリスクの高い投資を行うことではなく、fiduciary decisions がなされ経済全体あるいは州の経済に貢献すべき投資を行うことであり、この投資は正しくそれに相応しい、と続けた²²⁷。

公的年金基金が州や市からの依頼を伴わず、年金基金自らの決定で自州に投資を行うという社会的投資もあるが、投資の結果、損失を生むあるいは損失とまではいかなくとも非常に業績が悪く“prudent person fiduciary standard”を満足させない、という問題も起きている²²⁸。例えば、社会的投資による莫大な損失の事例として、前述の CalPERS の投資の数年前に起きた Kansas 州の事例がしばしば取り上げられるが、Kansas 州の年金基金が自州を基盤とした企業に行った投資が 6,500 万ドルの損失を基金にもたらした²²⁹。さらに、Connecticut 州の年金基金は財政的に困難な状態にある自州の企業に社会的投資を行ったが、当該企業は破産状態に陥り、結果、基金の損失の危機にある、と報道された²³⁰。

公的年金基金による州への投資は、一般的に州の福利、あるいは雇用を増やすという経済的な理由から推奨されてきた²³¹。New York 州や California 州などの例が、州政府が年金基金に対し社会的投資という名目のもと自州における投資を強要したのに対し、逆に公的年金基金の投資を制限した例もある。例えば、国際的な投資を何十年にもわたり行っている企業年金基金に対し、公的年金基金は、外国への投資は地方における雇用レベルを下げるという理由で反対されてきた²³²。また、州法で自州の年金基金が、南アフリカ、北アイルランドならびにイラン等の諸外国とビジネスを行う企業に対し投資を行うことを禁じている州もある²³³。

²²⁵ Richard W. Stevenson, *Pension Funds Becoming a Tool for Growth*, N.Y. Times, Mar. 17, 1992, at D1.

²²⁶ *Build to Suit the Unions?*, Wall St. J., Dec. 17, 1992, at A18. See Romano, *supra* note 21, at 804.

²²⁷ Stevenson, *supra* note 225, at D1.

²²⁸ Romano, *supra* note 21, at 804.

²²⁹ Stevenson, *supra* note 225, at D1.

²³⁰ Adam Bryant, *Colt's in Bankruptcy Court Filing*, N.Y. Times, Mar. 20, 1992, at D1.

²³¹ Romano, *supra* note 21, at 808.

²³² *Id.* at 806-807. 例えば Minnesota 州においては、退職年金基金を管理する取締役がポートフォリオの 10%までの国際的投資を許可し、1992 年には専門の投資マネージャーを雇用し投資戦略の改善に努めた。しかし、Minnesota 州あるいは合衆国内において投資対象が不足しているわけではないとして国際的投資の不要性が議論され、国際的投資に関するガイドラインも作成されたが、低賃金の労働力を提供する外国の競争相手に投資することは州の雇用の減少につながると、反対された。

²³³ Cal. Govt. Code §16644 (1992); Fischel & Langbein, *supra* note 220, at 1143.; Ruder, *supra* note 42, at 8; 例えば、California 州は 1988 年 1 月 1 日以降、1991 年 1 月にかけて、南アフリカにおいて事業を

州法による推奨にかかわらず、社会的投資に関する圧力は公的年金基金にとっては問題である²³⁴。その理由の一つは、ERISA 法の受託者義務は社会的投資を認めていないからである²³⁵。ERISA 法は公的年金基金には適用されないが、必ずしもそれは公的年金基金が法的な制約とは無関係であることを意味しているわけではない²³⁶。信託に関する *Restatement* によると、判例法の受託の基準は ERISA 法のそれと全く異なることはなく、社会的投資は慈善事業という例外を除いて、受託者義務を破ることになるとみなしている²³⁷。従って、*legal list* やその他の条項に基づいた社会的投資を州法は認めているにもかかわらず、裁判所は社会的投資を受託者義務違反とみなすであろう、という指摘もある²³⁸。

たとえ法的責任を問われることがなかったとしても、公的年金基金の資産を社会的投資に使用することは、賢明な公的政策ではない²³⁹。実際、公的年金基金が最適なリターンを得るために New York 州は、慎重かつ均衡のとれた投資を推奨し、そういった投資は州の経済活性化への寄与を定めた包括条項で表明された公的政策を支援できるとしている²⁴⁰。しかし、公的年金基金を受給者のための資金ではなく州が自由に使用してもよい(“free” money) と考えるのは誤りである²⁴¹。なぜなら、問題のある政策的な投資のために、公的年金基金のリターンが減少するならば、被雇用者への退職金も減少するであろうし、何より州は、州内における他のサービスを減らして、年金基金への拠出を増やさなければならなくなるからである²⁴²。

行う、あるいは南アフリカ政府と事業を行う企業等への投資を毎年 1/3 ずつ減少させること、を州法として確立した。See also, Romano, *supra* note 21, at 810.

²³⁴ Langbein, *supra* note 202, at 135. Langbein は、企業年金基金は、公的年金基金にくらべ、社会的投資といった圧力を受けていない理由として、企業年金基金制度の加入者の利益と制度のスポンサーの利益が協調しているので、多くの場合 ERISA 法の受託者の義務が社会的投資を抑制するのに上手く作用している、と説明する。See Romano, *supra* note 21, at 811.

²³⁵ Langbein & Posner, *supra* note 221, at 104. ERISA 法の受託者義務は社会的投資を認めていないという理解に対し、2015 年 DOL は ETI (Economically Targeted Investments) 投資を ERISA 法の fiduciary duty に反するものではない、と公表した。See also Federal Register, Interpretive Bulletin 2015-01, F.R. vol.80 No.206, 65135-65137 (Oct. 26, 2015).

²³⁶ Romano, *supra* note 21, at 811.

²³⁷ American Law Institute, *Restatement of the law third, trusts: prudent investor rule* (American Law Institute Publishers, 1992). §227. General Standard of Prudent Investment. 慈善団体、年金基金を規定する州法および連邦法は prudent investor rule に類似した規則を定めている。

²³⁸ Romano, *supra* note 21, at 812.

²³⁹ *Ibid.*

²⁴⁰ Ira M. Millstein, *Our Money's Worth: The Report of the Governor's Task Force on Pension Fund Investment* 57 (1989).

²⁴¹ Romano, *supra* note 21, at 812. Romano は New York 州の政策について、州政府は年金基金の資産を州に従事する者の信託における資産ではなく、“our” money (すべての州民) の資産であるとみなしていると、批判している。

²⁴² *Id.* at 811-812. 例え ERISA 法で認められていようとも、基金にとって社会的投資を投資政策として選択することは戦略的に得策ではない。なぜなら、例えば、DB プランを採用している企業年金基金は、年金基金の資産が年金受給金額をカバーする十分な収入を産み出すか否かにかかわらず、雇用者は被雇用者に年金として固定金額を支払うことを保証しているため、リスクをとって低いリターンの投資を行うこと

2.1.2 議決権行使

公的年金基金に対する州等地方政府の政治的圧力は、州内の雇用政策や経済政策の観点から基金の投資価値最大化の戦略を制限し、基金が保有する株式の投資先企業の議決権にも及ぶ²⁴³。例えば、1989年、New York州は、州内公的年金基金の投資に対して助言を行う対策本部を設立し、対策本部は州内公的年金基金の資産は、州の必要性に見合った州内インフラ投資などに使用されるべきと州政府に推奨すると同時に、年金基金が、保有対象企業の経営陣に反する公開買付を支持することを批判した²⁴⁴。また、対策本部は州政府への報告書の中で、コーポレート・ガバナンスにおける投資と議決権行使の項目において、「コーポレート・ガバナンスへの参加義務」として経営陣の判断が「実行可能な長期的成長戦略」に基づいている場合は、「経営陣を支持する義務」を提案した²⁴⁵。さらに、対策本部は企業のガバナンスに株主が意見すること、特に機関投資家が企業買収時における経営陣の防衛戦略に反対することを批判した²⁴⁶。New York州において、株主アクティビズム、すなわち年金基金による積極的な株式保有対象企業の経営陣のモニタリングを抑制すべきという対策本部の議決権行使に関するこのような提言が採用されていれば、コーポレート・ガバナンスにおける公的年金基金の株主アクティビズムから得られる他の株主たちへの恩恵は大幅に減少することになったであろうし、さらに公平な提言という観点からは、株主アクティビズムを抑制した結果、企業業績が悪化し、税収入の減少を引き起こしたであろうが、それらについては考慮されていなかった²⁴⁷。

カリフォルニア州においても、年金基金が投資先企業のコーポレート・ガバナンスに対して積極的に介入しようとしたが、州政府は年金基金に独立性を維持させたままにしておくことはなかった²⁴⁸。1991年、カリフォルニア州の州知事は CalPERS の取締役会のメンバーを 13 人から 9 人に減らし、9 人のうち 5 人を知事が指名することを提案するとともに、インフレ対策として CalPERS が年金受給者への生活費調整のために用意していた約 16 億

はしない。これに対して、同様に DB プランを採用する公的年金基金は、企業年金と異なり基金は税収によって支えられており、投資コストを負担するのは株主というよりむしろ納税者であり、納税者は株主と異なり年金基金の取締役をモニタリングしようとするインセンティブが低い。このモニタリングの低さにより、リターンが低い社会的投資を避けようとするインセンティブが公的年金基金の投資マネージャーたちには働きにくいという見解もある。また Langbein は、例えば ERISA 法の排他的目的により受認者が年金制度非加入者よりも加入者の利益を優先させることから、ERISA 法の fiduciary duty が社会的投資を抑制する、と指摘する。Langbein, *supra* note 202, at 135.

²⁴³ Romano, *supra* note 21, at 814-816.

²⁴⁴ Millstein, *supra* note 240, at 47. See Romano, *supra* note 21, at 815; Anice C. Wallace, *Talking Business: with Millstein of Pension Fund Task Force*, N.Y. Times, July 18, 1989, at D2.

²⁴⁵ Millstein, *supra* note 240, at 41, 43. See Romano, *supra* note 21, at 816.

²⁴⁶ Millstein, *supra* note 240, at 39-40, 47. (対策本部は州政府に対する報告書において、CII が奨励する株主アクティビズムを容認しないと明記している。) See Romano, *supra* note 21, at 816.

²⁴⁷ Romano, *supra* note 21, at 816.

²⁴⁸ *Id.* at 817.

ドルを、州の 140 億ドルという予算不足を補てんするための資金として振替ようとした²⁴⁹。CalPERS はこの事件の数か月前に、GM をはじめとする数社の企業の役員報酬金額を批判しており、またそれ以前に California 州内企業のコーポレート・ガバナンスに対し意見提起したことから、州知事の要求は CalPERS による経営陣のモニタリングをはじめとする株主アクティビズムを止めさせ、他の年金基金にも同様の行動を思いとどまらせようとしていると結論付けられた²⁵⁰。

政府の息のかかった取締役が多数を占める取締役会の構成は、その地域が利益を得るように年金基金の投資および議決権行使が行われる、すなわちバイアスのかかった行動を意味すると同時に年金基金の独立性が失われることを意味する²⁵¹。このような政府の圧力に対し New York 州の公的年金基金および CalPERS はアクティビストとしての行動を止めることはなかったが、i) 1992 年、CalPERS が主導となり証券取引所法 Rule 14a の委任状勧誘規則²⁵²の改正が実現し²⁵³、他の株主との連合が容易に行われるようになったこと、ii) 株主提案が取り上げられるかどうかは企業の判断に依存していることから、提案にかかる費用を考慮し、確実な要求の実現を求め、公的年金基金は意見表明方法を経営陣との直接の交渉へと変更していく²⁵⁴。

2.2 政治的圧力からの解放

Romano (1993) は、公的年金基金の意思決定に対する社会的投資や議決権行使における州政府等地方政府からの圧力をいかに解決するかについて、DB プランから DC プランへの移行を解決案として提唱している²⁵⁵。公的年金基金は、投資先企業のコーポレート・ガバナ

²⁴⁹ Denise Gellene, *Q & A: A Guide to the State Retirement System*, L.A. Times, June 19, 1991, at D1. (最終的に CalPERS は州政府が基金への拠出金を増やす準備があるなら、16 億ドルを州が使うことに合意すると申し出た。) See Romano, *supra* note 21, at 818.

²⁵⁰ Scot J. Paltrow, *Pension Experts Troubled by Plan to Tap CalPERS*, L.A. Times, June 19, 1991, at D1 (Paltrow は Wilson 州知事の思惑通りにことが運べば、同様の州政府から年金基金への圧力が他州でも起こりえるだろう、とコメントしている。) ; Tom Petrino, *Reforming CalPERS: A Case of Fixing What Ain't Broke*, L.A. Times, June 21, 1991, at D1. See Romano, *supra* note 21, at 818.

²⁵¹ See Romano, *supra* note 21, at 819.

²⁵² 17 C.F.R. §240.14a.

²⁵³ See *supra* notes 95-97 and accompanying text.

²⁵⁴ See Black, *supra* note 78, at 460; Romano, *supra* note 21, at 819. (Romano は年金基金による経営陣との直接交渉を“quiet diplomacy” strategy と呼んでいる。)

²⁵⁵ Romano, *supra* note 21, at 840-851. Romano は、ほかに 1) 年金基金の取締役会のメンバー構成の改革、2) ERISA 法の受託者義務の採用、3) パッシブ運用による投資戦略、4) 取締役会の独立性の制度化、についての提案も行っているが、どの提案も DC プランへの移行ほど効力を発しないと指摘する。DB プランが年金基金の制度資産価値とは独立して年金の支払いを保障するプランであるのに対し、DC プランは従業員が個人で運用方法、例えば、債権、株式のインデックス運用、ミューチュアル・ファンドや GIC 等、を選択し、個人口座において運用方法に基づく利子が口座に入金され資産が増加する制度である。従業員は投資方法次第では退職時に貯蓄資産が不十分というリスクを負う可能性もある一方、州政府との関係、特に財政難の州において DC プランは DB プランによりも優れている点がある。例えば、DC プランにおいては個人口座による資産運用であるため、1) 運用に関する投資、利息等はすべて個人口座に入金される、2) 州の政策によって約束された支払額が減額されるという心配がない、という点である。現在 DB プランを採用している州政府にとっての利点は州政府は財源に十分な資金を用意しておく必要はなく、言

ンスに対し行動的になるほど、すなわちアクティビストとして株主アクティビズムを発揮するほど、投資および議決権行使に関する意思決定において政治的な圧力を受けており、このような圧力は年金基金に制度価値最大化とは結びつかない決定を強いることになる²⁵⁶。このような状況において、DC プランでは投資管理が年金基金管理者から個人従業員に変わるため、州政府等による社会的投資といった基金資産使用の機会を排除し、議決権行使に対する影響も制限される²⁵⁷。しかしこの移行で全てが解決するわけではない。資産管理とともに投資政策もまた個人へと移行する DC プランは、公的年金基金からコーポレート・ガバナンスにおけるアクティビストとしての役割を奪うという新たなジレンマを生むからである²⁵⁸。

企業年金基金における取引関係圧力と同様に、公的年金基金における政治的圧力の下でのバイアスのかかった議決権行使は ERISA 法および州法に基づく受託者の義務を履行していないことになる。一方、受託者としての義務の履行および株主としての権利行使に基づく投資リターン回収のための取引先企業に対する経営の改善という効率性の観点からの監視は、費用面のみならず、取締役を中心とするガバナンスにおいては法規制が間接的に株主の影響を制限しているため、公的年金基金が確実に要求を実現することは難しい²⁵⁹。こうした点も踏まえ、公的年金基金はアクティビズムから企業との直接の対話であるエンゲージメントへと意見表明方法を変更していった。しかし、エンゲージメントへの意見表明方法の変更により全ての問題が解決されたわけではない。受託者としての責任およびエンゲージメントにおける問題点については、本章の第6節および第四章において検討し、第五部において提案を行う。

い換えれば、今現在退職する従業員への支払い金額に見合う金額のみを用意していれば十分で、現在の費用は将来の納税者にシフトすることができる、という点である。しかし、DC プランへの移行は、多様なステークホルダー、原資となる税金、制度の移行に関する法律の改正の必要性などを伴うため簡単な問題ではない。See also note 83; Michael J. Clawes, *Fidelity Wins 401(k) Sweepstakes, Pensions & Investments*, Aug 3, 1992, at 17, c.1. GIC とは guaranteed insurance contracts の略で特定のリターンが約束されている商品のことを指す。401(k)プラン参加者の資産の 49.7%が GIC 等に投資され、その運用は主に生命保険会社が担っている。See Romano, *supra* note 21, at 844. DC プランの発展により、プランの選択肢の一つとしてミューチュアル・ファンドが発展する。For a detailed discussion of the development of mutual funds, see also *supra* note 130 and accompanying text.

²⁵⁶ Romano, *supra* note 21, at 852.

²⁵⁷ *Id.* at 851.

²⁵⁸ *Id.* at 852-853.

²⁵⁹ Bainbridge, *supra* note 137, at 204-206. 例えば、証券取引所法の 5%以上の株式を保有する場合の開示義務 (Securities Exchange Act of 1934 §13 (15 U.S.C. §78m).)、1992 年の証券取引所法 Rule 14a の委任状勧誘規則 (17 C.F.R. §240.14a.) など、法規制は間接的に株主が企業に大きな影響を与えないようにしてきた、と Bainbridge は説明する。For a detailed discussion, see *supra* note 420-423 and accompanying text.

3. ミューチュアル・ファンドの投資家行動を制限する3つの法制度

ミューチュアル・ファンドによる1社あるいはそれ以上の企業の支配権を獲得する可能性が指摘されたのは1940年法の成立時であった²⁶⁰。議会は、悪徳金融業者や悪徳資本家が投資家を使い国の富および産業を支配しようとしているという懸念を持ち、ファンドが産業を支配することを好まない議会は、投資家は受動的であるべきだと考えたようになった²⁶¹。そこで議会は、投資と管理というファンドの2つの企業への影響のうち、ミューチュアル・ファンドは投資のみに従事すべきだとして、SECに命じ成立したのが、1940年法であった²⁶²。

3.1 1940年法

1940年法は、①主として有価証券への投資、再投資、売買に従事している者、②分割払込の額面出資証書を発行する者、あるいはそのようなビジネスに従事する者、③非連結ベースで総資産の40%（政府系証券、現金該当項目を除く）を超える価値のある有価証券に投資している発行者、のいずれかに当てはまる者を投資会社と定義している²⁶³。また、DCプランが個人口座による資産運用であるように、ミューチュアル・ファンドは一般の投資家を対象としていることから、SECの登録が義務付けられている²⁶⁴。

1940年法はミューチュアル・ファンドの分散投資の促進、すなわちファンドのポートフォリオの分散化の促進であり、ファンドは1)ポートフォリオの3/4は分散投資規制の対象であり、2)10%制限、すなわち一企業の発行株式の10%を超えて保有すべきではなく、3)5%制限、すなわちポートフォリオの50%において、一発行者の株式に5%を越える資産を投資するべきではない、という分散投資規制を遵守する必要がある、規制に従わない場合は課税によるペナルティーが課されることになる²⁶⁵。さらにミューチュアル・ファンドが

²⁶⁰ Alfred Jaretzki, Jr., *The Investment Company Act of 1940*, 26 Wash. L. Rev. 303, 305 (1941). See Roe, *supra* note 130, at 102-103.

²⁶¹ Roe, *supra* note 130, at 103.

²⁶² Mark J. Roe, *Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies*, 27 J. Fin. 7, 12 (1990).

²⁶³ Investment Company Act of 1940 §3 (a) (15 U.S.C. §80a-3) (Definition of Investment Company).

²⁶⁴ Investment Company Act of 1940 §7 (a) (15 U.S.C. §80a-7) (Transactions by Unregistered Investment companies). 大崎は、大崎貞和「アメリカにおける投資ファンドの規制」東京大学法科大学院ローレビュー3巻（2008）145頁以下において、SECによる登録を受けるミューチュアル・ファンドに対し、多くの投資ファンドは登録免除要件を満たすように留意し、SECへの登録を免れている、と指摘する。

²⁶⁵ Roe, *supra* note 130, at 104-105; Roe, *supra* note 262, at 12-13.

投資先企業の支配権獲得を目的としてファンドの関連会社と共同する場合は、事前に SEC の許可が必要である²⁶⁶。

投資会社法は、分散投資の促進といいながらも実際はミューチュアル・ファンドの企業に対する支配を困難にすることを目的とし、SEC はファンドがポートフォリオを構成する企業の取締役会に係わることを望まず、またファンドの投資先企業に対する影響力を減少させることにより、効果的な経営と投資家の保護という目的を満足させようとした²⁶⁷。

3.2 1936 年歳入法 (The 1936 Revenue Act)

ミューチュアル・ファンドは 1940 年法による投資面からの規制だけでなく、税法において費用を課されることにより、分散投資の促進という名目のもと企業支配の制限が行われた。具体的には 1940 年法と同様に 1936 年歳入法も分散投資の観点から、ポートフォリオの 5%超あるいはポートフォリオ内の企業の株式の 10%超を形成する一企業への投資は分散投資とみなされなかったが²⁶⁸、1942 年に議会はポートフォリオの半分についてはこの制限を緩めた²⁶⁹。ミューチュアル・ファンドがファンドのポートフォリオを形成する企業を支配しようとしているとみなされ、言い換えれば分散投資を行っていないと判断されれば、ポートフォリオ全体に課税されるという危険性があり、ポートフォリオ全体にファンドにとって不利な課税、ファンドにとって破壊的ともいえる三重の課税 (a triple taxation) ²⁷⁰が課された。

²⁶⁶ Investment Company Act of 1940 §17 (a) (15 U.S.C. §80a-17) (Transactions of Certain Affiliated Persons and Underwriters). See Roe, *supra* note 130, at 106.

²⁶⁷ See Roe, *supra* note 130, at 105; Roe, *supra* note 262, at 12.

²⁶⁸ I.R.C. §851 (26 U.S.C. §851) (Definition of Regulated Investment Company). See Roe, *supra* note 130, at 106-107.

²⁶⁹ Mark J. Roe, *Political Elements in the Creation of a Mutual Fund Industry*, 139 U. Pa. L. Rev. 1469, 1478 (1991) (quoting Revenue Act of 1942, §170, Pub. L. No 77-753, 56, Stat. 798, 878 (1942), codified at I.R.C., §851(b)(4)(1988)). (ポートフォリオの半分についてはより集中した投資が許可され、さらに残りの半分についてはファンドの資産の 25%を超えない範囲で一つの企業の株式に投資することができるようになった。See also Roe, *supra* note 130, at 142. 1942 年には議会はさらに、ミューチュアル・ファンドの要請により分散投資規則を自由化した。同業あるいは相似のビジネスを行う 2 社以上の企業に、ポートフォリオ内の合計 25%を超えて投資することを禁じ、投資先企業のファンドによる支配を制限した。) See also Ray G. Blakey & Gladys C. Blakey, *The Federal Revenue Act of 1942*, 36 Ame. Pol. Sci. Rev. 1069, 1069, 1081 (1942). (Blakey らは、Revenue Act of 1942 により個人に対する所得税および企業に対する法人税の税率を引き上げることで税収が 70-80 億ドル増収となり 240-260 億ドル (1 年) の税収となったが、1942 年の戦争経費は 750-800 億ドルがかかっていることから、増税にもかかわらず 400 億ドルの主に商業銀行からの借金が必要であった、と指摘する。)

²⁷⁰ See Roe, *supra* note 262, at 13; See Roe, *supra* note 130, at 106-107. ポートフォリオを構成する投資対象企業は利益に対し課税され、ファンドは①ポートフォリオ内の投資対象企業からの配当に対し約 10%の、②株式売買によるキャピタルゲインに高税率の、③非分散投資と判断されたファンドの株主への支払いに対し、課税がなされる。言い換えれば、同一の所得に対し、ポートフォリオを構成する 1) 投資対象企業、2) ファンド、3) ファンドの所有者、に対し、それぞれに合計で 3 回の課税 (三重の課税) がなされる。

3.3 証券取引所法 16 条 b 項

ミューチュアル・ファンドは、1940 年法の 5%制限および 10%制限という投資制限、ならびに 1936 年歳入法の下での三重の課税という費用の負担から 1 社に対する株式の大量保有を制限され、さらに証券取引所法により短期売買という流動性が特性であるオープン・エンド型のミューチュアル・ファンドに対して短期利潤の返還、役員派遣の抑制を課すことにより企業に対する支配力を制限しようとした。

証券取引所法 16 条 b 項²⁷¹は、10%超の株式を保有する株主あるいは役員は、たとえインサイダー取引を行っていなくても短期利益の吐き出しをしなければならず、株式の大量売買および保有を行う株主にとって、特にオーバーナイトといった非常に短期的な株式売買を行うミューチュアル・ファンドにとってはこの規制は障害でしかなく、大量保有など問題外となる²⁷²。しかし 16 条 b 項の規制はこれにとどまらない。10%を超える株式を保有する株主およびその役員に適用される規制は、投資対象企業への役員派遣を抑制し、ミューチュアル・ファンドが他の役員と協力することを制限し、さらに万が一裁判所がファンドのポートフォリオ内の投資先企業の取締役がミューチュアル・ファンドによって任命されているとみなせば、インサイダー取引を行っておらず、かつ 10%超の株式を保有していなくとも、そのミューチュアル・ファンドの取引は 16 条 b 項の制限を受ける²⁷³。1940 年法がミューチュアル・ファンドのポートフォリオを制限する一方、証券取引所法は同じファームの傘下にあるミューチュアル・ファンドがグループとして一企業に対する影響力のある大量保有を行うことを直接的に制限するわけではないにもかかわらず、ファームベースで累積 10%超の株式保有を行わないよう自主的に規制を行うミューチュアル・ファンドもある²⁷⁴。一方、投資対象企業への役員派遣の抑制および 10%超えの株式保有という証券取引所法の規制によってミューチュアル・ファンドに課せられる責務は、ガイドラインの改訂により純資産の 15%まで非流動的投資が許可されるようになったが、資産の大部分が流動的な投資であるミューチュアル・ファンドのポートフォリオの大部分を逆に非流動化することになった。その理由は証券取引所法の規制によるファンドへの負担を避ける唯一の方法は取引を行わないことだからである²⁷⁵。

²⁷¹ 15 U.S.C. §78p (Directors, Officers, and Principal Stockholders).

²⁷² Roe, *supra* note 130, at 119.

²⁷³ *Id.* at 120.

²⁷⁴ *Ibid.* Roe は、例えば同ファーム内において、一企業の株式をミューチュアル・ファンド A が 5%、ファンド B が 5%、そしてファンド C が 5%と保有しているような場合、それらを合わせてファームで 15%の保有とみなされ証券取引所法の規制を受ける可能性を恐れ、自主的にファーム内の累積保有が 10%以内となるように自主規制するミューチュアル・ファンドもある、と指摘する。

²⁷⁵ Revisions of Guidelines to Form N-1A (Mar. 12, 1992), 57 Fed. Reg. 9828 (Mar. 20, 1992), 17 C.F.R. § 274.11A (1993). ミューチュアル・ファンドが 1940 年法の下でファンド自身を、証券法の下で保有する株式を登録するために使用される登録フォームである Form N-1A (17 CFR 239.15A, 274.11A)のガイドラインの改訂が公表されたが、改訂されたガイドラインは、純資産の 15%まで非流動的であることを許可し

4. 銀行、生命保険会社の積極的な行動を制限する規制

1990年代、生命保険会社は巨額の資産を保持し、株式市場の主要なプレーヤーであったにもかかわらず、投資先企業の活動に積極的に関与することはなかった。また、銀行の信託部門も親会社と投資先企業の関係から、投資先企業の経営陣の意見に反対することには躊躇していた。生命保険会社のこのような行動を歴史的背景から分析すると、銀行との密接な関係が確認できることから、まずは銀行に関する法規制、次に生命保険会社に関する法規制について述べる。

4.1 連邦主義

19世紀末以降、議会は金融機関が経済産業に対し巨大な力を持つことを恐れた²⁷⁶。また、1929年にアメリカ、ウォール街の株大暴落から始まった世界大恐慌の経験は、議会に銀行の過剰な株式投資が株価大暴落の原因の一つと考えさせるようになり、1933年、銀行が株式を所有および取り扱うことの禁止、すなわち商業銀行業務と投資銀行業務の分離を命じるグラス・スティーガル法（The Glass-Steagall Act of 1933）を制定した²⁷⁷。こうして始まったアメリカの連邦主義による意図的な政治戦略である金融機関の分散化促進により、各州は自州で銀行を認可し自州の銀行を保護するようになる一方、議会は国立銀行を創設したが、この銀行の分散化による利益関係が生命保険会社の分裂に影響を与え、二次的に生命保険会社のポートフォリオにおける分散投資の原因となった²⁷⁸。

ている。（当該改訂により15%と改訂されたが、それまでは10%が上限として推奨されていた。）*See Roe, supra note 130, at 120.* Roeは、オープン・エンド型のファンドは流動性が必要であり、規制はファンド資産の85%が流動的であることを要求する（regulations require that 85 percent of the fund's assets be liquid.）が、そのような規制が無くともファンドにとってはそれが最適であるため、そのように資産構成を組むと説明する。

²⁷⁶ 大塚・前掲注（49）44頁。例えば、一行一州主義といわれる銀行の全米的な事業展開の禁止により地域の分散が図られ、銀行のほとんどは州法に基づくが、支店設置を認可しない州が多く、支店も持たないような小銀行が多数存在した、と指摘する。

²⁷⁷ The Glass-Steagall Act of 1933.（1999年、Clinton政権下で廃止され、その結果銀行はユニバーサルバンク化が進み、巨大銀行の誕生を生むことになる。）*See Roe, supra note 262, at 11.* Ron Chernow, *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance* 349-377 (Grove Press, 1990). 1929年の世界大恐慌 The Glass-Steagall Act of 1933 の決定に至るまでが詳細に記されている。商業銀行でありなおかつ投資銀行であった Morgan 家はこの法律に基づき商業銀行あるいは投資銀行のどちらかの選択を迫られることになった。

²⁷⁸ *Roe, supra note 130, at 78-79.* Roeによると、国立銀行の国立とは名ばかりで業務は地域特定（local）であった。また、銀行の分散化が生命保険会社の分散化につながったという具体的なプロセスは、1) 連邦主義による銀行の分散化、2) 銀行の地域的独占、3) 銀行は地域的独占を守ろうとしたが、そこに生命保険会社が徐々に影響力を広げ、4) 銀行は地域での影響力を用いて自州に影響を与えようとする金融機関を分裂させるよう地方政治家を扇動し、5) 地方政治家は生命保険会社のポートフォリオに分散投資という規制でもってこれを分散化させた、というものである。

実際、連邦主義による分散投資は、銀行同様、保険会社が取引先との取引関係から積極的にアクティビストになろうとはしていなかったことも手伝い²⁷⁹、これらの金融機関が受動的株主となることを促進した。

4.2 生命保険会社に関する法規制

New York 州は全米の生命保険業の 58%、不動産に対する保険業および傷害保険業の 82%の資産を管理しており、保険制度に関し New York 州の法制度に倣う州も多いことから、保険会社に関する法的規制を New York 州を例に取り上げ、説明する²⁸⁰。

1905-1906 年にかけて行われた調査の結果、利益相反、贈収賄、政治献金等の生命保険会社の不正が明らかになり、1906 年 New York 州は生命保険会社による株式購入を禁止したがその結果、保険業界の資産の 50%を超える金額が New York に集中していたことから他の保険業界にも影響を与え、生命保険会社はその後半世紀にわたり株式投資を禁じられ、1951 年によりやく企業資産の 3%以内に限り株式投資が許可され、その後 1990 年には資産の 20%まで、あるいは余剰資金の半分を株式投資に充てることを許可されるようになった²⁸¹。

しかし、株式投資が許可されるようになっても、一企業に対する投資が資産の 2%を超えることは許可されていなかったため大量保有による支配権を握ることはできず、さらに半世紀にわたり株式投資を禁じられていたため、生命保険会社は積極的な株式投資およびコーポレート・ガバナンスに対して不慣れな組織として発達しており²⁸²、投資先企業の経営陣に対し反対意見を述べるなど、ガバナンスへの関与を期待するのは難しかった。

²⁷⁹ John C. Coffee, Jr., *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 Colum. L. Rev. 1277, 1321 (1991). Coffee Jr.は、銀行および生命保険会社がアクティビストとして積極的に行動しないかもしれない理由として、一種の利益相反 (Conflicts of Interest) をあげる。すなわちアクティビストとして行動し、取引先企業の経営陣に反対するようであれば、その取引先企業が属する業種関係のビジネスを失うかもしれないという恐怖があるからであると、しばしば指摘されている、と説明する。また、このような銀行、生命保険会社の姿勢の類似例として、企業年金基金の取引関係による圧力を取り上げている。

²⁸⁰ Roe, *supra* note 262, at 14 (quoting Bureau of Research of the New York Insurance Department; A.M. Best's information department).

²⁸¹ N.Y. Ins. Law §140[5](a)(6) & (8) (McKinney 1985 & Comm. Annual Pocket Part 1990). See Roe, *supra* note 262, at 14; Roe, *supra* note 130, at 83, 86, 88-90, 92. 生命保険会社は、積極的な株式投資およびコーポレート・ガバナンスに不慣れな組織として発達する一方、融資の保護、言い換えればリスク回避の別の方法である融資に対する厳しい契約を発展させていった。

²⁸² N.Y. Ins. Law §1405(a)(6)(i), 1414(f), 1705(a)(1)-(2) (McKinney 1985 & Supp. 1993). See Roe, *supra* note 262, at 14. California 州、Illinois 州、Texas 州も類似の法制度を採用し、1 社に対して資本金の 10%を超える投資を禁止している。

5. ヘッジファンドのアクティビズムにおける問題点

これまで、企業年金基金に対する取引関係の圧力、公的年金基金に対する政治的圧力、ならびにミューチュアル・ファンドや銀行、生命保険会社に対する法規制等、各機関投資家の行動に対する制限を確認してきた。次に、これまでの機関投資家とはその特性から一線を画すヘッジファンドについて、機関投資家の行動に対する制限というよりもむしろ、機関投資家が引き起こす問題点に焦点を当てそれを明らかにし、その解決策について検討する。

5.1 Empty Voting

ヘッジファンドの投資家としての行動における問題点として、Empty Voting がある。Empty Voting とは、法的権利と経済的所有の乖離からおこる利益相反問題である²⁸³。本論文では、Perry-Mylan Laboratories を例に説明する。

・Perry-Mylan Laboratories²⁸⁴

2004 年、ヘッジファンドの Perry は King Pharmaceuticals の大株主であり、かつ Mylan Laboratories の株式を 9.9% 保有する株主でもあった。両社の合併にあたり、King Pharmaceuticals にとって合併は有利なようである一方、Mylan Laboratories に対しては市場の反応は否定的であり、Mylan Laboratories の株主たちは合併を躊躇していた。Perry は Goldman Sachs 等と equity swaps を組み経済的利益をヘッジしその結果、Mylan Laboratories の経済的利益に対して自分たちが正反対の立場となるような状況を意図的に作り出した。Perry は Mylan Laboratories の株主でありながら、株式、すなわち議決権を所有するも経済的利益は保有していないという状況に自らを置いた。この結果、Mylan Laboratories の経済的利益に対して正反対の立場、すなわち、King Pharmaceuticals の利益のみを純粋に考えて議決権を行使すればよいという状況を作り出したが、それが Perry の狙いであった。

Mylan Laboratories と King Pharmaceuticals の合併におけるヘッジファンドの Empty Voting における取引は完全に一般的な市場における取引であり、現在の法規制はこのような取引を禁止していない²⁸⁵。一方、この事件後、2005 年 1 月、ドイツ証券取引所 (Deutsche

²⁸³ Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1075-1077.

²⁸⁴ *Ibid.* Henry T.C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. Cal. L. Rev. 811, 828-829, 850-851 (2006) (株主たちは法的権利と経済的所有が一致することにより、経営陣をモニタリングするというインセンティブが働くが、この理論を前提にすると 2 つの乖離はこの前提を崩す可能性があると、指摘する。) ; Henry T.C. Hu & Bernard Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 U. Pa. L. Rev. 625, 661-681 (2008). (1988 年から 2008 年現在までの世界の Empty Voting の 82 件の実例について記載されている。) 本節における事例の説明は、主にこれらの文献を参考にした。

²⁸⁵ Hu & Black (2006), *supra* note 284, at 861-863.

Borse: 以下「DB」という。)によるロンドン証券取引所 (London Stock Exchange: 以下「LSE」という。)の買収事件を契機に、ドイツは2007年の最も優先されるべきアジェンダはヘッジファンドへの規制であるとし、2007年のGroup of 7において、ドイツは参加各国のメンバーに対しヘッジファンドの市場に対するリスクを再考することを提案し、また世界経済フォーラムであるDavos会議においても、国際資本市場におけるリスクを最小限にし透明性を高めるべきと宣言した²⁸⁶。

他方、法で規制するとして、市場も、企業も、また法制度の下で取締役を行う者もEmpty Votingのスキームの範囲を決定するに必要な情報を持っておらず、現在のところ開示を徹底して行う以外に方法はないようである²⁸⁷。

5.2 短期主義

ヘッジファンドのアクティビストとしての行動は、企業経営陣にプレッシャーをかけることで業績を向上させ、短期的な株価の上昇をもたらす一方、長期的に企業を健全にするこ

²⁸⁶ Loch Adamson, *German Leader Stakes A Position In The Growing Debate About Disclosure*, Institutional Investor, Mar., 2007, at 1. See also *ibid.* なお、DBのLSE買収提案はDBの8%の株式を保有する2つのヘッジファンドの反対によって最終的に撤回された。一方、Huらは当該事件につき、Empty Votingが必ずしも悪影響だけでなく集合行為問題の克服という点で貢献していると指摘する。他方、得津は、集合行為問題の克服に機能したと評価することができるとすれば、それは本事件をDB側から評価し、かつヘッジファンドが反対した当該買収がDBにとって不利益であったことから判断した結果論に過ぎないと指摘する。得津晶「株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点についての調査研究報告書」公益社団法人商事法務研究会（2013）22-23頁、<http://www.moj.go.jp/content/000111182.pdf>, (2016.08.17).

²⁸⁷ Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1077; Hu & Black (2006), *supra* note 284, at 863. See Henry T.C. Hu & Bernard Black, *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, 13 J. of Corp. Fin. 343, 363 (2007). (KahanはEmpty Votingのほかにも1)同一のヘッジファンドが支配権を買い(Buying (Control))、株式を売る(Selling (Shares))という両サイドを占める問題、2)同一のヘッジファンドが合併時において関係する双方の会社の株主である場合に起きる利益相反問題、を挙げているがいずれも特別な注意は不要である、としている。) See Henry T.C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 U. Pa. L. Rev. 625, 697-703 (2008). (Huらは各会社の判断によることを基礎とした定款の修正、あるいは否定的な経済的所有に直接会社法が介入すること、などを提案しているが、いずれもリスク、あるいは条件の整理、例えば前者において多数の株主の承認を得る、所有における特定の階級などを免除しないなど、が必要である、と指摘する。) 一方、白井は、白井正和「信託を用いた株式の議決権と経済的な持分の分離」神作裕之編『商事法・法人法の観点から見た信託』(2014)107頁において、(定款の修正について、議決権行使の対象となる会社の判断に委ねることは当該会社の経営陣による他の受益者の利益を害するような議決権行使の指図を有効には抑止できないと考えられると、指摘する。) See also Matteo *supra* note 165, at 45-46. (Empty Voting以外にも近年ヘッジファンドの問題として取り上げられるものにWolf packsというファンドの戦術がある。これは複数のヘッジファンドが一つのグループとなり対象企業に要求を行う行為である。) なお、このwolf packsを紹介するものとして、武井一浩「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流(上)ーウルフパック戦術(群狼戦術)と金融商品取引法ー」商事1840号(2008)74-81頁、(例えば、Empty VotingとWolf packsの相違点について、前者を経済的権益と議決権とが分離された状態で、議決権のほうが不均衡に多い状態における議決権行使の問題、後者を外形的には議決権を有していない状態で生じる開示義務逃れ(注(15)参照)、と説明する)がある。

とに貢献しているのかについて、疑問を呈する見解もある²⁸⁸。このようなヘッジファンドの短期主義的行動は、最も議論となり、加えて最も複雑な問題とされているにもかかわらず、ヘッジファンドが本当に短期主義的であるのかは証明されていない²⁸⁹。実際、短期主義自体が本当に問題なのか、問題の本質なのか、またどれくらいヘッジファンドの行動に影響しているのか、さらに経営における潜在的な短期主義に実際に関係するのかについて、いまだ確実な答えは見出せていない²⁹⁰。一方、短期主義というのは誤った論争であり、せいぜい1980年代の企業買収が盛んであった時代に企業のロビイストによって使われた討論者の武器のようなものでしかない、という見解もある²⁹¹。もっとも、長期的利益を棄損するが短期的には利益をもたらすような提案をヘッジファンドが行い、対象企業がそれを採用するならば、株価の下落を招きヘッジファンドの利益も損なわれる恐れがあることから、実証的証拠を伴わずに、短期主義的であると決めつけることに疑問を呈する見解もある²⁹²。

現在言えることは、ヘッジファンドは企業方針に影響を与えるが支配はせず、他の株主の支持に依存しておりグリーンメールや類似の不健全な戦術からは距離を置いている、ということにとどまるようである²⁹³。例えば、近年注目されているアクティビスト・ヘッジファンドは、対象会社の事業戦略を分析し、事業戦略に関する代替案を示し、年金基金やミューチュアル・ファンドといった伝統的な機関投資家がヘッジファンドによって提案された内容を分析・評価し、提案に賛成するかどうかを判断するという相補的な役割分担をする、といった投資家の行動も指摘されている²⁹⁴。この点から、一概にヘッジファンドが問題を抱えているとは言い難いのも確かである。

²⁸⁸ Zuckerman, *supra* note 179, at C1; See Coffee, Jr. & Palia, *supra* note 165, at 81. (Coffee Jr.らは、ヘッジファンドは長期的投資の展望、特に R&D (research and development) に注力しないという危険性がある、と指摘する。) ; Rita Raagas De Ramos, *Concerns Over Hedge Funds Rise As Market Volatility Rises Globally*, Wall St. J., June. 15, 2006, at C5. (ヘッジファンドは主な金融市場における日々の取引の40-50%くらいの取引を占め、long position あるいは short position における資金調達、また、あらゆる市場、資産に対して投資を行う、と指摘する。) See also Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1083.

²⁸⁹ Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1087, 1089-1090.

²⁹⁰ *Ibid.*

²⁹¹ Roe *supra* 130 at 242-243. See Coffee Jr. & Palia, *supra* note 165, at 49-50.

²⁹² Lucian A. Bebchuk, *The Myth That Insulating Boards serves Long-Term Value*, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1660-1666 (2013). Bebchuk は、ヘッジファンドのアクティビズムは短期主義的であるという批判を受け、公開企業は3つのステージ (Period 0 : アクティビストが対象企業に提案を行う、Period 1 : 短期的な状況、すなわち、アクティビストは株式を売却するが、他の株主は引き続き対象企業の株主である状況、Period 2 : 長期的な状況、すなわち Period 0 で行われた行為が明確になる) から成るとし、対象企業の株式にどのようなインパクトがあるかを説明するとともに、一般にアクティビストは収益率がマイナスである時に介入を行うものであると指摘し、実証的根拠なくヘッジファンドの行動が短期主義的であると決定することに疑問を呈している。See also discussion note 166.

²⁹³ Kahan & Rock, *supra* note 168, at 1090.

²⁹⁴ 白井・前掲注 (174) 34 頁、40 頁。このような行動は日本においても基本的には妥当する、と指摘する。See also Gilson & Gordon, *supra* note 170, at 897-898.

6. エンゲージメントに係る法規制

本章では、これまで各機関投資家の行動を制限する圧力および法規制、ならびに機関投資家の行動に対する問題について、分析および検討を行った。

第二章では、機関投資家のみならず投資先企業も中長期的投資家とのエンゲージメントを通じた相互理解が有益であると認識していることを考察した。例えば、CalPERSをはじめとする主要な機関投資家は、長期間にわたるアンダーパフォーマンスへの対処策、ガバナンス改革の必要性など投資先企業の再建と改善に向けての議論を取締役や経営陣との直接の対話を通じて行う。本節では、機関投資家が投資リターンを回収する上でのエンゲージメントにおける問題について法規制の観点から検討する。

6.1 インサイダー取引規制と Regulation FD (Fair Disclosure)の関係

アメリカの証券取引所は、選択的開示の禁止により情報に対する平等・公平なアクセスの確保が図られるよう、アナリスト等に対し発行者が選択的に開示することを自主規制により禁止している²⁹⁵。1990 年後半に入り、経営陣との直接の対話であるエンゲージメントへと、機関投資家が意見の提起方法を変更するに従い、エンゲージメントの特徴である非公開の対話に対し、未公表の重要情報に対する取り扱いが以前にもまして議論されるようになり、2000 年、Regulation FD (Fair Disclosure) (以下、「Reg. FD」という。) ²⁹⁶が SEC により制定された。Reg. FD の制定が機関投資家の行動にどのような影響を与えるのか。まずは、Reg. FD の内容を概観し、問題点を指摘したい。

6.2 Regulation FD 制定の背景

Reg. FD の導入は Dirks 判決²⁹⁷におけるアメリカのインサイダー取引規制²⁹⁸の限界と関連があると指摘されている²⁹⁹。Dirks 判決の法理の下では、a) 情報を伝達した会社の内部

²⁹⁵ NYSE, supra note 60, at §202.02.(A) (202.02 Relationship between Company Officials and Others (A) Security Analysts, Institutional Investors, Etc.). 神作裕之「フェアディスクロージャー制度の導入とスチュワードシップ活動」商事 2135 号 (2017) 20 頁。もともと、アメリカにおいては、発行者がアナリストなど一部の者に対してのみ未公表の重要事項を開示するという選択的開示が多かったといわれている点につき、飯田秀聡「米国 SEC 規則 10b-5 に関する最近の判例」, 日本取引所グループ金融商品取引法研究会, (2015 年 12 月 25 日) 10 頁, http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu00000111e9-att/20151225_2.pdf (2017.08.30).

²⁹⁶ 17 C.F.R. §§243.100-103.

²⁹⁷ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 662-663, 667 (1983). 裁判所は、発行会社がアナリストに未公表の重要情報を供給した場合、情報を受領したアナリストはその情報をすぐ開示する、あるいは取引をしないことを選択すべき、という SEC の主張を退けた。このような判決が下されたのはアナリストの活動を萎縮させないためでもある。神作・前掲注 (295) 27 頁注 (5)。

²⁹⁸ 17 C.F.R. §240.10b-5 (SEC Rule 10b-5).

²⁹⁹ 神作・前掲注 (295) 20 頁。

者が選択的開示をした、すなわちインサイダー取引規制に違反したというには、内部者が個人的な利益を享受したことを証明する必要があるところ、それは困難であり、それゆえ、b) 内部者がその情報により私的利益を得ていないならば、インサイダー取引規制違反に値する要件に欠け、c) 情報提供者は違反行為をしていないことから責任はなく、d) 情報の受領者も取引を自由に行うことができ、得た情報を第三者に提供しようとも処罰されることはない、と解される³⁰⁰。すなわち、**Dirks** 判決において最高裁は、情報受領者がインサイダー取引規制を違反したとみなされるのは、情報提供者が信託義務 (fiduciary duty) 違反を犯し、情報受領者が情報提供者の違反を知っていた、あるいは知っているはずだったという状況において、情報を受け取ったときのみである、と判示した³⁰¹。ここで重要な点は、裁判所が、情報提供者すなわち会社の役員が私的利益を受け取っていれば信託義務違反となり、インサイダー取引規制違反を構成するとした点である³⁰²。インサイダー取引規制に対し、このような私的利益を基準とすることは、SEC が選択的開示の問題を取り扱うことを非常に困難とし、2000 年 8 月 15 日、これを補完するために SEC は Reg. FD を制定することとした³⁰³。

もともと、SEC は Reg. FD の制定以前から、私的利益に関する事例を取り扱っていた。例えば、1991 年には、ある企業の CEO が、四半期の収益が予想よりも少ないであろう、という情報を特定のアナリストに伝え、アナリストはその情報をもとに当該企業の株式を保有する自分たちのクライアントに株式の売却を進め、この情報によりクライアントは合計 126,455 ドルの損失を回避することができた³⁰⁴。SEC は当該企業の CEO がこのような情報を特定のアナリストに提供することにより、企業のトップとしての評判を高め、その行為は私的な利益の享受に当たる、と考えていた³⁰⁵。また、SEC 自身もインサイダー取引規制違反と Reg. FD 違反にはかなり重複する部分があることを認めていることから³⁰⁶、Reg.

³⁰⁰ Stephen M. Bainbridge, *Inside trading law and policy* 115-116 (Foundation Press, 3rd ed. 2014); Stephen J. Choi, *A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*, 1 Berkeley Bus. L. J., 45, 56-57 (2004).

³⁰¹ See *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 660 (1983). Choi, *supra* note 300, at 56-57.

³⁰² See Choi, *supra* note 300, at 56-57.

³⁰³ Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, 17 CFR Part 240, 243, and 249 Release Nos. 33-7881, 34-43154, Invest Company Act Release No.24599, File No. S7-31-99, RIN 3235-AH82 (Aug. 15, 2000); Usan B. Heyman, *Rethinking Regulation Fair Disclosure and Corporate Free Speech*, 36 Cardozo L. Rev. 1099, 1103-1104 (2015).

³⁰⁴ *Sec v. Phillip J. Stevens*, Release No. 12813, 1991 WL 296537 (S.D.N.Y. Mar. 19, 1991). U.S. Securities and Exchange Commission, *Complaint against Phillip Stevens*, SEC News Digest (March 19, 1991) Issue 91-53, at 3, <https://www.sec.gov/news/digest/1991/dig031991.pdf>. SEC は、126,455 ドルの支払いを Stevens に要求している。

³⁰⁵ Heyman, *supra* note 303, at 1124-1127.

³⁰⁶ Final Rule, *supra* note 303; Heyman *supra* note 303, at 1126.

FD の制定を疑問視する見解もある³⁰⁷。このような見解を踏まえ、制定時から現在に至るまでなお Reg. FD に対し立法論的当否をめぐり意見が対立している³⁰⁸。

6.3 Reg. FD の内容

規制の対象となるのは、「発行者またはその証券に係る未公表重要情報」であり³⁰⁹、情報受領者の範囲は限定されているが、企業から受領した情報に基づき証券を売買することが合理的に予想できる者として、機関投資家もこれに含まれる³¹⁰。また、選択的に情報を開示した場合、Form 8-K³¹¹を提出するのが一般的だが、当該情報を広く一般に知らしめる合理的な方法でもって開示することも可能である³¹²。一方、Reg. FD 違反に対しては、インサイダー取引規制と異なり、私的訴訟は適用されず、SEC は、差止命令や排除命令といった措置でもってエンフォースメントを実行する³¹³。実際、Reg. FD に対するエンフォースメントの実行は非常に少ないが、SEC は Reg. FD 違反者に対する追及を決して諦めないという姿勢を示している³¹⁴。Reg. FD の違反については、SEC による行政的な制裁が課されるに過ぎず、証券詐欺に基づく私的訴訟を提起して民事制裁を追求することができない理由は、スチュワードシップ活動と深く関係しており、対話に萎縮効果を与えないためとされている³¹⁵。なお、2013 年以降、選択的な情報の開示は、一般に知らしめる合理的な方法として、

³⁰⁷ Heyman, *supra* note 303, at 1124-1127.

³⁰⁸ 神作・前掲注 (295) 20 頁。SEC によると、Reg. FD の制定にあたり、6,000 通以上のコメントや提案を受領しており、一般投資家は Reg. FD を歓迎する傾向にあるが、証券会社、株式発行会社等のプロフェッショナルは、SEC のアプローチを懸念し、選択的開示に対する別の方法を提案、あるいは当該規則の変更を推奨するといった内容もある、と紹介する。Fair Disclosure or Flawed Disclosure: Is Reg FD Helping or Hurting Investors?: Before the Subcomm. on Capital Mkts, Ins., and Gov't Sponsored Enterprises of the H. Comm. on Fin. Servs., 107th Cong. 18, at 4, 156-160 (2001) (written statement of Paul R. Carey, Comm'r, Sec. & Exch. Comm'n), also available at SEC as <https://www.sec.gov/news/testimony/051701 wssec.htm>.

³⁰⁹ 17 C.F.R. §243.100(a).

³¹⁰ 17 C.F.R. §243.100(b)(1)-(2). 適用除外者として、i) 弁護士、投資銀行、会計士など、発行者に対して信託義務を負う者に対する情報の開示、ii) 開示された情報に対して守秘義務を負う者に対する情報の開示、がある。なお、格付け機関も対象外とされてきたが、Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub.L. 111-203, H.R. 4173, 124 Stat. 1376 enacted July 21, 2010 (以下「ドッド=フランク法」という。)により削除された。神作・前掲注 (295) 21 頁。

³¹¹ Form 8-K, Current Report Pursuant to Section 13 or 15(b) of The Securities Exchange Act of 1934, SEC 873 (04-17), <https://www.sec.gov/files/form8-k.pdf>. Form 8-K は Sec Rule 13 あるいは 15(b)および Reg. FD における非公開情報を開示するための報告書である。

³¹² 17 C.F.R. §243.101(e). See Bainbridge, *supra* note 300, at 116-117 (2014).

³¹³ Heyman *supra* note 303, at 1109. See also Bainbridge, *supra* note 300, at 118.

³¹⁴ U.S. Securities and Exchange Commission, SEC Says Social Media OK for Company Announcements if Investors Are Alerted, (Apr. 2, 2013) <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-51.htm>. See also Heyman, *supra* note 303, at 1109. SEC の摘発は 2011 年 4 月現在で約 12 件である。

³¹⁵ Paul R. Carey, Comm'r, Sec. & Exch. Comm'n, *supra* note 308, at 4, 156-160. 神作・前掲注 (295) 21 頁。

ソーシャル・ネットワーキング・サービス（以下「SNS」という。）でも良いと解されている³¹⁶。

6.4 Reg. FD とインサイダー取引規制の相違点

Reg. FD はインサイダー取引規制を補完するために制定されたが、インサイダー取引が「詐欺」を規制するものであり、信認義務違反の行為であると位置づけられるのに対し、Reg. FD は詐欺には当てはまらない、という違いがある。この理由は i) 意図的に虚偽を含む開示を行ったことの立証を要求されない、ii) インサイダー取引に対しては私的訴訟が可能であるが、Reg. FD 違反に対しては SEC による行政的な制裁が課されるにすぎない、iii) 発行会社の未公表の重要情報の開示義務が一般的に課されていないこと等であり、これらの相違点が Reg. FD の体系的な位置づけや解釈を難しくしていると考えられる³¹⁷。例えば、未公表の重要情報を受領した者が、その情報をもとに取引を行わなかった場合はインサイダー取引規制違反には問われない一方、たとえその情報でもって取引が行われたという証拠がなく、なおかつ公的に損害が与えられたという証拠がなかったとしても、情報提供者は、選択的開示を行ったとして、Reg. FD 違反となり、2つの規制にその範囲の違いがある³¹⁸。

6.5 Reg. FD の問題点と機関投資家の行動に与える影響

インサイダー取引規制を補完するために制定された Reg. FD であったが、制定については肯定的な見解ばかりではない。例えば、Reg. FD は、情報が開示される以前の情報の非対称性をわずかに減少させたが、逆に、情報開示後の非対称性を大幅に拡大させた、という指摘がある³¹⁹。また、企業側から考えると、Reg. FD の制定により、上場企業が後ろ向きの対

³¹⁶ See Stan Polit, *Friends, Followers, and Fairness: SEC Fair Disclosure Requirements in a Changing Information Marketplace*, 17 U. Pa. J. Bus. L. 619, 631-634. (2015). SNS については 2013 年のガイドラインから採用されるようになったが、それまでの 2008 年のガイドラインを修正するにあたり 2012 年の Netflix, Inc. (以下「Netflix」という。)の CEO である Reed Hastings (以下「Hastings」という。)の Facebook (以下「FB」という。)における個人のアカウントへの投稿が関係している。当初、SEC は Hastings の FB の個人のページにおける投稿による開示を問題視したが、その後、SNS による開示を合理的な方法として認めたことにつき、Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: Netflix, Inc., and Reed Hastings, Securities and Exchange Act of 1934 Release No. 69279/ April 2, 2013. なお、大崎は、大崎禎和「第 3 章 フェア・ディスクロージャー・ルールは何をもたらすか」宋戸善一＝後藤元編『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』（商事法務、2016）91 頁において、上場企業による IT の積極的な活用にあたり水を差したくないという政策的配慮があったように思われる、と SEC の取り扱いについて指摘する。

³¹⁷ 神作・前掲注（295）20-21 頁。

³¹⁸ Heyman, *supra* note 303, at 1103. 一方、i) につき、飯田は、飯田・前掲注（295）8 頁、において、証券詐欺であるインサイダー取引が成立するのは、信認義務違反のみならず取引者とその情報源との間に信認関係と似た信頼関係がある場合がある（不正流用理論）、と指摘する。なお、不正流用理論とは、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂、第 2 版（一部補訂）、2006）によると、証券取引の目的で機密情報を不正流用したときに、証券取引に関する詐欺を行ったものとみる考え方である。

³¹⁹ Kevin S. Haeberle & Todd M. Henderson, *Information-Dissemination Law: The Regulation of How Market-Moving Information Is Revealed*, 101 Cornell L. Rev. 1373, 1405-1406, 1417 (2016). 十数年ほど前には“Specialists”と呼ばれる人々が証券取引所のフロアに立ち並び、株式売買の取引を行っていたが、今日ではこのような伝統的なマーケットは、コンピュータによる頻度の高い株式取引（high-frequency

応に陥っているという事実が一部否定できない、という指摘がある³²⁰。さらに、エンゲージメントにおける非公開の対話にあらぬ疑いがかけられる恐れがある。例えば、最近の研究において、投資家と投資先企業の経営陣、特に CEO が参加したプライベートなミーティングにおいて、当該投資家の取引量が増加している傾向があり、SEC もプライベートなミーティングに非公開の情報が存在する可能性を疑わざるを得ない、という報告がある³²¹。機関投資家にとって当局のエンゲージメントに対する疑いが厄介な点は、企業の萎縮をさらに大きくし、その結果情報の非対称性が拡大する、という点である。

エンゲージメントにおける Reg. FD の抱える問題点、すなわち 1) 企業の萎縮、2) システムの発達、3) エンゲージメントの特徴である非公開性、による情報の非対称性の拡大という問題は、情報収集をエンゲージメントに大きく依存するアウトサイダーである機関投資家にとって大きな問題であり、2018 年度より FD ルールが施行される日本への示唆となる。これらの問題点を念頭に、日本で施行される FD ルールと企業および機関投資家の行動への影響について、第四部で考察し、第五部において検討を行う。

trading) に取って代わられたため、とその理由を説明する。また、情報開示後の非対称性を大幅に拡大させたという議論に対して、当局は近年 Reg. FD が要求する以上に情報開示の同時性を求める方向に規制を強化する傾向にあるという指摘につき、神作・前掲注 (295) 22 頁。

³²⁰ 大崎・前掲注 (316) 101 頁。

³²¹ Jill E. Fitch, *Regulation FD: An Alternative Approach to Addressing Information Asymmetry*, 1, 20-21 (2013) Fac. Scholarship. Paper 407. http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/407.

第四章 コーポレート・ガバナンスを巡る法規制と学説

第二章および第三章では、機関投資家の行動を理解するためにその背景となる機関投資家の市場における推移および取締役会の構造の変化について論じた。同様に、機関投資家が企業のガバナンスへに関与するのは株主としての権利なのかあるいは何らかの義務の履行であるのか、を理解するためには、コーポレート・ガバナンスに関する法規制の趣旨や背後にある価値観を理解する必要がある。こうした観点から、本章ではコーポレート・ガバナンスに関する法規制と学説を考察し、株主としての機関投資家のみならず、資産運用者の観点から受託者としての義務について検討する。

1930年代のバーリ＝ミーンズによる「所有と支配の分離」における株主と経営者間のエージェンシー問題に続き、バーリとドッドによる「会社は誰のものか」の論争においてバーリが主張したのは株主優位主義（Shareholder Primacy）の発想であった³²²。一つの企業に対し小さなポジションしか持たない分散した株主は受動的株主であったが、1980年代の敵対的買収を経て投資家の機関化が進み、大きなポジションを持つようになった株主、すなわち機関投資家は株主に不利益をもたらす企業にアクティビズムを発揮するようになった。これまで、企業年金基金、公的年金基金、ミューチュアル・ファンド、ヘッジファンドといった機関投資家の投資先企業への関与を分析、検討してきたが、そもそもアメリカの伝統的な州法である会社法は株主の経営への介入を意図しておらず、また経営における株主の実質的な役割を想定していなかった³²³。また、株主利益最大化を重視するにもかかわらず、ア

³²² John H. Matheson & Brent A. Olson, *Corporate law and the Long term shareholder Model of Corporate Governance*, 76 Minn. L. Rev. 1313, 1330-1331 (1992); Jill Fisch, *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, 31 J. Corp. L. 637, 646-8 (2006). バーリとドッドが議論したのは①会社法の構造の発達をいかに正確に特徴づけるか、②会社法は将来いかに発達すべきか、という2つの疑問点に関してであった。バーリは会社の所有者としての株主の概念を前提とし、株主優位主義に立ち会社の経営陣は株主利益という点において会社を経営する受託者としての義務を負う、とした。これに対しドッドは株主と同様に従業員、消費者、ならびに公共の利益に経営陣は考慮すべきとし、利益のみならず社会的機関として企業は存在すると反論した。1942年、ドッドは経営陣を従業員や消費者の受託者として法的に取り扱うことには問題があると認めたが、バーリもその後、会社法において社会の利益のために会社を管理するために経営陣に広い裁量権が与えられているとした。Fisch はこれらの論争を通して、バーリとドッドは共に株主に対する経営陣の義務をステークホルダーに対する経営陣の義務から区別しようとし、株主以外のステークホルダーの正当性を認めた、と説明する。See also Lynn A. Stout, *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, 75 S. Cal. Rev. 1189 (2002). Stout も同様に、バーリは株主優位主義を支持するという見解を示す。一方、株主優位主義の発想はバーリとドッドとの論争においていったんバーリの勝利に終わったバーリの見解にその起源が確認できるが、論争から20年後バーリはステークホルダー理論を展開したドッドの主張を容認している。Adolf A. Berle, Jr., *The 20th Century Capitalist Revolution* 169 (Harcourt, Brace & World Inc., 1954). バーリは20年前に、会社権力について株主のために信託された権力であると主張したのに対し、ドッドは会社権力は社会全体のために信託されていると主張したが、ドッドの主張が有利であると解決した、と述べている。

³²³ Aronson, *supra* note 115, at 48.

アメリカの州会社法は会社の業務執行権は取締役会の専決事項とし、配当決定権限も取締役会にあり、株主提案として配当増額を提案することはできないし、さらに、取締役会権限事項を定款変更により株主総会権限事項に戻すこともできない³²⁴。このように、アメリカの会社法は原則として企業を運営管理する権力を取締役会に付与している点から鑑みると、アメリカの会社法は取締役至上主義（Director Primacy）の構造をとると考えられる³²⁵。

取締役至上主義の下で、株主は州法である会社法のみならず連邦法である証券取引所法において開示義務や報告義務をはじめ、企業的意思決定に強い影響を与えないよう間接的に、行動に制限がかけられてきた。一株主である機関投資家も同じである。本章においては、法規制上、機関投資家の行動がいかに制限されるかを検討する。構成としては、まず、機関投資家が投資先企業のガバナンスに関与するにおいて、従うべき法制度を整理する。次に、取締役至上主義と株主優位主義をはじめ、法制度が取締役至上主義に立脚する点³²⁶、および機関投資家がコーポレート・ガバナンスにおいて果たす役割の検証という立場から、株主としての権限の拡大を提唱する株主優位主義を批判する学説を中心に、企業を特殊的投資の束とみなし、ステークホルダーを調停するという役割を取締役に委ねたチーム・プロダクション理論など、コーポレート・ガバナンスを様々な角度から考察し、分析する。さらに、ステークホルダーと株主の利害が衝突するとき、その利害調整をどのように行うかを、判例および Constituency Statute をはじめとする規定から検討する。

1. コーポレート・ガバナンスに関する法制度

企業を構成するいくつかの方法の一つとしての会社は州法に基づき法人格を有し、株主すなわち会社所有者は、経営を監督するため取締役会を選出し、会社を経営する役員を選ぶ

³²⁴ Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 Harv. L. Rev. 833, 844-847, 850, 914 (2005). 大塚・前掲注 (56) 65 頁、森田章「公開企業の取締役会権限の優越性—敵対的企業買収の防衛策を中心として」商事 1785 号 (2006) 20 頁以下。Bebchuk によると、アメリカの会社法は原則として企業を運営管理する権力は取締役会に付与されている。例えば、定款の変更についても取締役会がイニシャチブを取り、取締役会が変更を提案して初めてそれに投票できるだけであり、多数の株主が定款変更を希望しようとも、株主みずからは定款変更議案を提出できない。また Bebchuk は、経営陣の利益は必ずしも株主の利益と同じではないことから、株主価値を減少させるであろうエージェンシー・コストが生じるとし、経営陣と株主に於ける裁量権を再考して株主の権力を拡大することが株主に利益をもたらす企業業績を改善するであろう、と結論している。また、大塚は、アメリカ会社法において業務執行権は取締役会の専決事項とされていることから経営者主義に立脚する、と指摘する。さらに、森田は、Bebchuk を参考に、アメリカ会社の法検討を行い、日本の公開企業の取締役会の権限の法的位置づけの再検討を行っているが、取締役の権限は専権というべきものであることから、日本の会社法による理解とはかなり異なる、と指摘する。

³²⁵ 森田・前掲注 (324) 20 頁、大塚・前掲注 (56) 65 頁。

³²⁶ See *supra* notes 325 and accompanying text.

327. すべての州は各州独自の制定法としての会社法を有し、その州で設立される会社に関するルールを定めるとともに、会社に適用される判例法であるコモン・ローを有し、また裁判所は制定法の解釈に加え、株主の権利である株主代表訴訟を発展させたように重要な法原則を創り出し、株式市場は公開会社の株式取引に加え、会社が遵守しなければならない規則も備える³²⁸。コーポレート・ガバナンスの主要な争点は経営者と株主の関係にある³²⁹。言い換えれば、企業の所有者は株主であるが、通常は取締役が政策を決定し、選任した役員によりその政策が執行され、株主は企業経営に問題があった場合、改革を求め権利を行使するという点を踏まえ、多くの州は株主、取締役、執行役がいかに企業の権力を分散するかを焦点とし会社法を制定した³³⁰。

州法に対し連邦法における規制として、1933年の証券法、1934年の証券取引所法、1974年に制定された ERISA 法、ならびに SEC の一連の規則の見直しがあり、情報開示等においてコーポレート・ガバナンス改革を法規制から支持している。

その他、法の Restatement で知られるアメリカ法律協会 (American Law Institute: 以下「ALI」という。) は、コーポレート・ガバナンスの問題にアプローチしようとする「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」(Principles of Corporate Governance: Analysis

³²⁷ Pinto & Branson, *supra* note 60, at 1-2. 州法によっては shareholders (株主) を stockholders と呼ぶ州もある。

³²⁸ *Id.* at 4.

³²⁹ Pinto, *supra* note 115, at 317. managers (経営陣) は通常 board of directors (取締役) をはじめ、実際に会社を経営する officers (役員) および社内取締役を含む。See also Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. Rev. 811, 813, 850-852 (1992). Black は、投資マネージャー (a first-tier set of agents) と経営陣 (a second-tier set of agents) の関係で、前者が後者を監視するのが適切なのかどうかは組織形態によると問題提起している。経営陣にどのようなインセンティブがあれば投資家の誠実な agent として行動させることができるのか、一方、投資マネージャーはいかに上手く経営陣をモニタリングできるのか、投資マネージャーにどのようなインセンティブがあれば経営陣を上手にモニタリングさせるようにできるのか、投資マネージャーは投資家や他の株主に費用負担をさせて自分自身が豊かになることができるのか、という問題を提起している。Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 Colum. L. Rev. 10, 57-58 (1991). Roe は、Conglomerate 状態 (単一の Holding Company が複数の operating company を 100% 支配する状態) と複数の金融機関が単一の operating company の株式を所有する場合とでは、モニタリングが異なる点を指摘する。また、Black は経営陣を管理する難しさの例として Conglomerate 状態にある企業を取り上げ、このような企業においては支配権の拡大を図るトップの経営者を誰も監視できない状態となると批判している。See Black, *supra* note 329, at 813, 850-852.

³³⁰ Pinto, *supra* note 115, at 320, 324. パーリ＝ミーンズによる「所有と支配の分離 (separation of ownership from control)」を埋めるために法制度はいかにあるべきかについてはさまざまな学説がある。例えば、伝統的なアプローチとしては、経営陣がその地位を利用し自分の利益のために働くことを回避するために、株主保護により重点を置くという州法による政策および証券取引に関する連邦法の拡充がある。また、株式取引市場も株主を保護する政策を採る。See also Shleifer & Vishny, *supra* note 50, at 769-770 (1997). Shleifer らは、投資家がエージェンシー問題を克服し経営陣から自分たちの投資に対するリターンをいかにして取り戻すかという問題に対する解決方法として、①少数株主の権利保護、株式の容易な譲渡、経営陣によって抑制されない取締役の選択、クラス・アクションを含む fiduciary duty 違反による取締役に対する提訴等の法制度、②一つの企業に対し大きなポジションを持ち、議決権行使によって経営陣に影響を与えることのできる大株主の存在、を挙げている。

and Recommendations) を作成している³³¹。また、アメリカ法曹協会 (American Bar Association: 以下「ABA」という。) の作成した模範事業会社法 (Model Business Corporation Act: 以下「MBCA」という。) は、各州の統一性ではなくむしろ差異を承認する方向性の提案をしており、独立した法律団体も、会社法の立法および司法面からの発達に影響を与えてきた³³²。

1.1 会社法と連邦規制

19 世紀を通じてアメリカはフロンティアを拡大し、産業革命を通して産業を拡大し、やがて産業の中心が農業から工業へと変容することで事業は大きな資本を必要とする一方、一般市民が民間会社に投資を始め、こういった大衆による会社への投資に伴い、会社法は投資家保護の方向に発達した³³³。しかし、その後 19 世紀後半には、州は経営者を優遇することにより会社の設立を招致しようとし、多くの州において会社と経営者に対する従来の制限の多くを撤廃するより広範な権限を会社に認める会社法が制定されるようになった³³⁴。

会社法を制定するのは州であり、州は州独自の法制度を持ち一般的に会社を設立した州の法が設立のみならず企業内部のコーポレート・ガバナンスに関する規則を提供するため、会社法は州により内容が大きく異なる³³⁵。通常は州が、経営者と会社所有者である株主との関係を規律する諸規則すなわちコーポレート・ガバナンスに関する諸規則を定めるが、そうだからといって連邦法が全くコーポレート・ガバナンスに影響を与えないわけではなく、例えば、連邦法である証券取引所法は主に株主に対する情報の開示を取り扱い、会社が一定の開示を行わなければならないという要件は、会社の行動に影響を与える³³⁶。次節では、機関

³³¹ American Law Institute, 2 Principles of Corporate Governance Analysis and Recommendations IX (American Law Institute Publishers, 1994). ALI はコーポレート・ガバナンスの重要性について①コーポレート・ガバナンスに関する法はアメリカ憲法の一部、すなわちアメリカの基本的な社会秩序に関する法制度である、②特にアメリカ資本主義制度の基礎をなす公開企業における株主、取締役、経営陣の法的関係の一般的な理解を反映しており、③コーポレート・ガバナンスに関する法規制を理解するには企業経営について理解する必要がある、④企業経営の不安定性および競争的圧力の条件下で、いかに経営を行うかに対し法的に明確な規定を示さなければならない、と記している。

³³² Pinto & Branson, *supra* note 60, at 4; American Bar Association, Model Business Corporation Act: Official Text with Official Comment and Statutory Cross-References Revised through 2002, xxii (American Bar Association. Committee on Corporate Laws., 2002). (2002 年現在で、MBCA は 24 州で採用されている。) See also Bebhuk, *supra* note 324, at 844 note 14 Model Bus. Corp. Act, introduction at [xxii] and accompanying text. (2005).

³³³ Pinto & Branson, *supra* note 60, at 4-5. 例えば、会社経営者の詐欺行為や信託義務違反が原因で被害を被った投資家の損害回復のために、株主訴訟が発達した。

³³⁴ *Id.* at 5; 州は、経営者は自分たちに最も有利で株主に最も不利なルールを提供する州において会社を設立するであろうと考えた。New Jersey 州は、会社法を最初に緩和したが、その後 Delaware 州が公開会社にとって最も魅力的な州になった。) ; Paul M Barrett, *Delaware Moves Closer to Adopting Law to Deter Hostile Takeovers*, Wall St. J., Dec. 9, 1987, at 41 col. 4. (NYSE に上場している会社の 45% が Delaware 州で会社を設立している。)

³³⁵ Pinto, *supra* note 115, at 322.

³³⁶ *Id.* at 323-324. See also Arthur R. Pinto, *An Overview of United States Corporate Governance in Publicly Traded Corporations*, 58 Am. J. Comp. L. 257, 263-264 (2010). 例えば、証券取引所法はインサ

投資家が企業のガバナンスに関与する要因の一つである受託者としての義務について、また、会社の行動に影響を与える証券取引所法が定める会社の開示義務、株主の報告義務ならびに株主の権利である株主提案について論じる。

1.2 受託者としての義務に基づく効率性の観点からの監視

連邦法である ERISA 法は強行法規性を有し、裁判所の判断からも受託者の定義に該当する限り多様な役割を持ち、受託者には①忠実義務、②注意義務、③排他的目的のために行動する義務があることを述べた³³⁷。例えば、公的年金基金を規律するのは、各州の州法であるが、ERISA 法は連邦法であることから、州法に優先する。もっとも、大部分の州は連邦法である ERISA 法にならない自州の年金基金に、「慎重な受託者の基準 (prudent person fiduciary standard)」を規定している。その一つが California 州であり、ERISA 法 404 条と同様に、受託者は、加入者および受給者の利益という排他的な目的のためにのみ行動する義務を負う、という規定を採用している³³⁸。受託者としての義務に関しては、アメリカでは ERISA 法および州法でもって全体として法制は非常に成熟している³³⁹。

ところで、機関投資家が株主利益最大化となるような経営を行うよう投資先企業の経営陣に圧力をかけることは、株主としての権利行使の一つであった。取締役会に求められるモニタリング機能の一つである「効率性の観点からの監視」を支持することは、機関投資家の株主としての権利行使の一つである一方、受託者の義務の履行でもある。すなわち、資産運用機関である機関投資家は資産保有者に対し、ERISA 法および州法のもと、忠実義務および注意義務を果たし、資産保有者の利益の実現を排他的な目的として行動する義務がある。受託者としての資産運用者の義務は、資産保有者の資産の増加であることから、この受託者としての義務に基づき、資産運用者である機関投資家は投資先企業の業績向上に向けて効率的な経営を行うよう、株主の権利行使および受託者の義務の履行として株主利益最大化のもと、効率性の観点から経営陣の監視を行う。

第三章では、例えば投資マネージャーに対する取引関係圧力あるいは政治的圧力等があり、投資マネージャーがやむなくバイアスのかかった議決権行使を行う可能性を指摘した。受益者の最善の利益とならないこのような投資マネージャーの行為は、受託者としての義

イダー取引、すなわち経営者が自分たちの利益のために会社の非公開情報を利用することに制限を設ける。州法はいかに会社を管理、監督するかについて、また証券取引所法は主として開示について規定するため、州法と連邦法との二分法は抵触を生じているようには見えないが、開示（連邦法）と直接的なコーポレート・ガバナンスへの規制（州法）との境界は不明確なことが多い。また、一定の開示が会社の行動に影響する例として、経営者の受託者としての義務と過大な報酬がある。

³³⁷ 「第二章 2.1.1. ERISA 法の概要—年金基金制度の受託者としての行動規範」参照。

³³⁸ 「第二章 3.1.1 州法による規制」参照。

³³⁹ 神田秀樹「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」フィナンシャル・レビュー56号（2001）98頁、99-100頁、参照。ほかに特別法として例えば、連邦証券関係法、OCC Regulation 9（12 CFR Part 9・FIDUCIARY ACTIVITIES OF NATIONAL BANKS）がある。

務違反であるにもかかわらず、違反に対してアセット・オーナーたちは訴えを提起しなかったのか、という疑問が残る。

2010 年においては、実際、年金基金は委託者のために訴訟を行わなかった。ミューチュアル・ファンドは短期主義から、長期投資家はコスト回避のために、あるいは取引関係を考慮し訴訟を行わなかった。これに対し、議会は年金基金のような大きな投資家が発行者や投資マネージャーを信託義務違反で訴えることができるように 2005 年私募証券訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act of 2005: 以下「PSLRA」という。) ³⁴⁰を通過させた³⁴¹。

1.3 支配株主の信託義務

株式投資を行う理由は自己の経済的利益を追求することであるから、一般的に株主は、議決権を行使するにあたり信託義務 (fiduciary duty) を負うことはない³⁴²。一方、アメリカにおいては、支配株主 (controlling shareholders) が会社および少数株主 (minority shareholders) に対し信託義務を負うことについて争いがない³⁴³。なぜなら、支配株主は、自己の利益のために会社における地位あるいは支配権を不公正に利用する可能性から、単

³⁴⁰ Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. 104-67, 109 Stat. 737 に対する改訂。15 U.S.C.に分散してコード化。Lead plaintiff 条項は、証券法 (15 U.S.C. §77a et seq.) に§27 (15 U.S.C. §77z-1) として、および、証券取引所法 (15 U.S.C. §78a et seq.) に§21D (15 U.S.C. §78u-4) として追加され、forward-looking statements (将来予想に関する記述) の責任に対する safe harbor 条項は、証券法に§27A (15 U.S.C. §77z-2) として、および、証券取引所法に§21E (15 U.S.C. §78u-5) として追加された。§27A(d)で§27Aに関して、forward-looking statement に対する duty to update がないと記す。See Stephen J. Choi & Adam C. Pritchard, *Lead Plaintiffs and Their Lawyers: Mission Accomplished or More to Be Done?*, Law & Econ. Research Paper Series Working Paper No.17-11 (2017), at 1.

³⁴¹ Tamar Frankel, *Fiduciary Law* 154-155 (2011).2010 年には“pay to play” (仕事を得るために対価を払うことを) が、巨額を有する年金基金の政治的・競争的な圧力となったが、2017 年には機関投資家が lead plaintiff として行動するようになった。また、受託者としての責任、言い換えれば受託者としての義務を投資マネージャーが履行しない場合、PSLRA に基づき、アセット・オーナーは訴えを提起できるだけではなく lead plaintiff として主体的に行為することができた。これはすなわち、多数派株主としての少数株主の救済策ともなっている。少数株主は lead plaintiff である機関投資家にフリーライドすることができるからである。また、訴訟相手が同じ場合、訴えを提起する他の者とグループを形成することもできることから、訴えを提起しようとする他の小さな集団の保護にもつながる。なお、“pay to play”につき、Choi & Pritchard, *supra* note 340, at 1-2. なお、他に Lead Plaintiff 条項に関し、PSLA の成立以前につき、Elliot J. Weiss & John S. Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, 104 Yale L. J. 2053 (1995), 有効性につき Stephen J. Choi et al., *Do Institutions Matter? The Impact of the Lead Plaintiff Provision of the Reform Act*, 83 Wash L.Rev. 869 (2005).

³⁴² Arthur R. Pinto & Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law* 286 (Lexis Nexis, 4th ed. 2013). アーサー・R・ピント・ダブラス・M・ブランソン著 (米田保晴訳) 『アメリカ会社法』(レクシスネクシス・ジャパン、2010) 347-348 頁。

³⁴³ James D. Cox & Thomas Lee Hazen, *Corporations: including unincorporated forms of doing business*, 252 (Aspen Publishers, 2nd ed. 2003); Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law* 166 (Foundation Press, 2nd ed. 2009). 大塚章男「スクイーズアウトにおける『事業目的基準』の有用性」筑波ロー・ジャーナル 2 号 (2007) 21 頁。

なる株主とは言えないからである³⁴⁴。取締役は会社に対し信認義務を負うのであり、その取締役を支配株主がコントロールする権限を有するとき、支配株主は取締役と同等の信認義務を負うのは当然ともいえる³⁴⁵。

支配株主について、証券法の Schedule A³⁴⁶および証券取引所法の 12 条(b)(1)(D)³⁴⁷は、事実上 10%を超える議決権保有する場合と定義し、ALI³⁴⁸は 25%を超える場合と定義する³⁴⁹。一方、John D. Rockefeller が 14.9 %の株式保有でもって、Standard Oil of Indiana の chairman を追放したというケースもある³⁵⁰。判例によると、1) 支配株主と判示された株主が 20.6%しか保有していなかったが他の株主が 5%未満の保有であったケース、2) 50%の株式を保有し支配株主とみなされた株主が信認義務を負う相手となる株主も 50%の株式を保有していたというケースもある³⁵¹。また、支配株主であるかどうかの判断は、しばしば取締役会の独立性との関係で判示される。例えば、Delaware 州では 50%未満の株式しか保有していない場合は、原告が実際の会社における支配状況についての証拠を提示しなければならない。Kahn v. Lynch において、43.3%の株式を所有する株主が支配株主であると判示された理由は、取締役が当該株主の要望に従う状況にあったとみなされたからである³⁵²。言い換えれば、支配株主に対する信認義務は保有株式数というよりもむしろ株主と取締役の事実上のエージェンシー関係にあるといえ、過半の取締役が支配株主からの独立性に欠けるかどうかが重要視された、といえる³⁵³。さらに、連邦最高裁判所はある企業において高い株式保有率を有する株主は、取締役と同様に権限の行使において少数株主と信認関係にあると判示し³⁵⁴、その後、「支配株主は取締役と同様に受認者である」と述べるに至り、取

³⁴⁴ Pinto & Branson, *supra* note 342, at 286. ピント=ブランソン・前掲注 (342) 347-348 頁。

³⁴⁵ See Bainbridge, *supra* note 343, at 166. Bainbridge は、裁判においては、裁判所は支配株主と取締役のエージェンシー関係については問わず、当該株主が会社を支配しているかどうか、取締役会が独立性に欠けるかを問いたず、と指摘する。

³⁴⁶ Securities Act of 1933 Schedule A (22) (15 U.S.C. §77aa(22)).

³⁴⁷ Securities Exchange Act of 1934 §12(b)(1)(D) (15 U.S.C. §78l(b)(1)(D)).

³⁴⁸ ALI Principles §1.10(b).

³⁴⁹ A.A. Jr. Sommer, *Who's "In Control"? - S.E.C.*, 21 Bus. L. 559, 568 (1966). Sommer は支配株主の条件に付いて、過半数に至らない場合のベンチマークが 10%超であると、指摘する。See Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics* 336 (Foundation Press, 2002).

³⁵⁰ See Bainbridge, *supra* note 349, at 336.

³⁵¹ 判例として例えば、1) に関し Traub v. Barber, 452 N.Y.S. 2d 575 (App. Div. 1982)、2) に関し Locati v. Johnson, 980 P.2d 173, 175 (Or. Ct. App. 1999) がある。See Cox & Hazen, *supra* note 343, at 252, note 1. これらの判例を見ていると、支配株主から少数株主への信認義務の基準は必ずしも明確とは言えない。

³⁵² Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc., 638 A.2d 1110 (Del. 1994). See Bainbridge, *supra* note 343, at 167; Bainbridge, *supra* note 349, at 337.

³⁵³ Bainbridge, *supra* note 349, at 336-337; Bainbridge, *supra* note 343, at 167. なお、Siegel はある株主が少数株主に対して信認義務を負うかどうかを決めるのは株主の義務にとって極めて重要であり、Delaware 州最高裁によると、株主が信認義務を負うのは過半数の株式を保有するか、あるいは会社の業務を支配しているときのみであると、指摘する。See also Mary Siegel, *Going Private*, 4 N.Y.U. J.L. & Bus. 399, 449 note 187 (2008).

³⁵⁴ See Southern Pac. Co. V. Bogert, 250 U.S. 483, 487-88 (1919).

締役が受認者であるのと同様に支配株主も受認者であり、権限の行使においては少数株主に対し信認義務を負う、という判例法理が確立した³⁵⁵。

1.3.1 少数株主のスクイーズアウト

企業の合併において消滅会社の株主に対し存続会社の株式ではなく現金を交付するという形式で行われる吸収合併において、少数株主が合併後の事業への投資の継続を否定されることかから、このような合併は締め出し合併（freezout merger）と呼ばれる³⁵⁶。このような少数株主の締め出し、すなわちスクイーズアウトはアメリカでは支配株主の信認義務の問題として議論されてきた³⁵⁷。

例えば、スクイーズアウトを取り扱った Delaware 州最高裁判決は、「合併の唯一の目的が少数株主の締め出しであるならば、それは会社手続きの濫用である」といういわゆる「事業目的基準（business purpose test）」を採用して判示したが、この判示において重要な点は、裁判所が、1）ある会社による行為の目的が少数株主に対して負う信認義務に違反する場合、裁判所は会社の行為を精査する義務を負う、2）会社を支配する者は、会社の権限および財産に対しその支配力を行使する場合、少数株主に対して信認義務を負い、権限行使の目的が自己の支配力の永続化であるとき、それは信認義務違反となる、という 2 つの原則を導いたことである³⁵⁸。

Singer 事件においては、多数株主が支配の永続化を目的に権限を行使するときそれは少数株主に対する信認義務違反である、と判示され事業目的基準が採用されたが、その後の裁判ではこの事業目的基準が放棄され、完全な公正基準のみを用いて判示された。それが Weinberger に関する判決³⁵⁹である。

³⁵⁵ See *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, 306 (1939). この判示はエージェンシー理論に裏打ちされた概念である、という指摘につき、大塚・前掲注 (343) 21 頁。

³⁵⁶ 神田秀樹「合併と利害調整の基準—アメリカ法」鴻常夫先生還暦記念『8 八十年代商事法の諸相』（有斐閣、1985）333 頁。少数株主の締め出し、すなわち追い出し合併は、フリーズアウトあるいはスクイーズアウトと呼ばれる。

³⁵⁷ 大塚・前掲注 (343) 4 頁。

³⁵⁸ *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969, 980 (Del. 1977)（以下「Singer 事件」という。）。大塚・前掲注 (343) 22-26 頁。Singer 事件判決は、a) スクイーズアウトにおける多数株主の信認義務を再定義したこと、b) 信認義務の判断の一つとなる「完全な公正の基準」を再確認した点において意義がある。なお、スクイーズアウトに関する裁判および詳細な考察、検討については、当該論文を参照されたい。See also Victor Brudney, *Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations*, 71 Cal. L. Rev. 1072, 1104 note 93 (1983); Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, *A Restatement of Corporate Freezeouts*, 87 Yale. L. J. 1354 (1978). Singer 事件につき、裁判所は、少数株主に対し支配株主という地位にある者は信認義務を負うことを確認した、と指摘する。

³⁵⁹ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983)（以下「Weinberger 判決」という。）。

従来の Delaware 州の判例理論を変更したという点で注目を集めた Weinberger 判決においては、合併における公正さは、「取引の公正さ (fair dealing)」と「価格の公正さ (fair price)」という 2 つの側面から構成されるとした (完全公正基準 (entire fairness))³⁶⁰。また、少数株主の保護という点では、A) 少数株主が交付金合併の不公正さを理由に金銭的賠償を請求する場合には、株式買取請求権に限定して救済されるべき、B) 少数株主の請求が公正さ以外の理由に基づく場合には、従来通り衡平法裁判所はその衡平法上の救済につき広く裁量を認められるべきである、と判示し、このような少数株主の救済の観点からは、事業目的基準を要求することは有効ではない、と判断した³⁶¹。

最後に、スクイーズアウトの事件ではないが、有事における信認義務のケースとして、会社売却時における裁判例を取り上げる。

・ McMullin v. Beran³⁶²

本事件は会社の売却における取締役の少数株主に対する信認義務違反に関する事件である。Delaware 最高裁は、会社の第三者への売却が支配株主の強い要請に基づく、すなわち、支配株主は売却における交渉にかかわっており、そのため売却において自分たちの利益を追求した、という訴えが提起された。この訴えに対し、最高裁は下級審の判決を破棄し、現金を必要としていた支配株主のための企業の売却は取締役の信認義務違反であると判示した。取締役の経営判断を覆す証拠として、i) 支配株主の現金の必要性に応じ売却の決断を急いだ、という注意義務違反、ii) 12 名の取締役のうち 8 名は支配株主の影響を受けていた、という忠実義務違反等が問われた。また、Delaware 州の会社法によると、取締役は少数株主に対して情報を提供し取引が公正かどうかを決定できるよう、少数株主に対して信認義務を負うことから、取締役はどのような合併においてもそれを承認する必要がある³⁶³。さらに、最高裁は、支配株主に対し、支配株主は自分たちの株式を売却することができるが、その場合には支配株主の義務は株式価値を最大化しようとするものである、と指摘した。

1.3.2 平時における少数株主の保護

³⁶⁰ Weinberger, 457 A.2d 701, 711. 神田・前掲注 (356) 348-351 頁、大塚・前掲注 (343) 31-32 頁。

³⁶¹ 神田・前掲注 (356) 348-351 頁。なお、Weinberger 判決と 1971 年の判決である Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971) の判決における判例法上の指摘については、「第四章 1.3.2 平時における少数株主の保護」の Sinclair Oil Corp. v. Levien 参照。

³⁶² McMullin v. Beran, 765 A.2d 910 (Del. 2000). See also Pinto & Branson, *supra* note 342, at 290-291, notes 29, 30 and 32.

³⁶³ Delaware General Corporation Law 15 U.S.C. §251(b) (Merger or consolidation of domestic corporations).

以下で、機関投資家が支配株主となったとき、会社全体の利益ではなく私的利益を追求し少数株主の不利益になるような行動をとる場合、少数株主の保護はどうあるべきか。平時における支配株主の少数株主に対する義務を分析、検討する。

・ **Zahn v. Transamerica Corporation**³⁶⁴

Zahn 事件においては、Axton-Fisher Tobacco Company（以下「AF 社」という。）の発行した 2 種類の株式（クラス A、およびクラス B）がかかわっていた。Transamerica Corporation（以下「TC」という。）は 2 種類の株式双方の購入を通じ AF 社の支配権を取得し、その後取締役会にクラス A 株主を排除させて、AF 社が所有している帳簿価格 600 万ドル（実際の価値は約 2,000 万ドル）のタバコを手に入れ、AF 社を清算し、自分たちが選んだ取締役による決議でクラス A 株式を償還しようとした。クラス A 株主には、会社の清算計画およびタバコの用途について何の開示もなかった。クラス A 株主は、TC は当該償還により取締役を通じ忠実義務に違反したと主張し、また取締役の行為はクラス A 株主がタバコの価値の配分を受け取ることを妨げ、TC の利益を図ったとして、クラス・アクションを提起した。

裁判所は「取締役はすべての株主のために行うしなければならないが、本件におけるクラス A 株式の償還において、TC は全くの株主として行為したのではなく、取締役に対する支配を通じて行為した。言い換えれば、取締役は TC からの独立性に欠けていた。」と述べ、「TC から独立した取締役会であれば、クラス A 株主は株式をクラス B 株式に転換する等、別の選択肢があったであろう」と判示した³⁶⁵。

当該事件につき、取締役会のメンバーに選ばれた株主兼取締役は取締役として行為すべきであり、株主兼取締役である者は、他の株主に対して信認義務を負う³⁶⁶。取締役を選任し、取締役会を支配下に置き、自らの利のためにだけ行為することができる支配株主は、少数株主に重大な損害を与える可能性があることから、支配株主の行為は取締役と同等とみなされ、それゆえ取締役と同様の信認義務を負う、と解釈される³⁶⁷。

・ **Sinclair Oil Corp . v. Levien**³⁶⁸

³⁶⁴ Zahn v. Transamerica Corporation 162 F.2d 36 (3d Cir. 1947)（以下「Zahn 事件」という。）。See William A. Klein et al., Business Associations 361-367 (7th ed. 2009). See also Pinto & Branson, *supra* note 342, at 287-288. ピント＝ブランソン・前掲注（342）348-350 頁、参照。

³⁶⁵ Zahn 事件は、Delaware Corporate and Practice の§15.13 Conflicting Interests Among Classes of Stock にも紹介されている。David A. Drexler et al., Delaware Corporation Law and Practice at §15.13 (LexisNexis,2016)。

³⁶⁶ See *supra* note 345 and accompanying text. Bainbridge, *supra* note 343, at 166.

³⁶⁷ 大塚・前掲注（343）21-22 頁。

³⁶⁸ Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971)（以下「Sinclair 事件」という。）。

Sinclair Oil Corp. (以下「Sinclair」という。)は、石油関係の事業を行うグループの親会社である。Sinclair が 97%の株式を保有する Republic of Venezuela (以下「ベネズエラ」という。)の子会社である Sinclair Venezuelan Oil Company (以下「Sinven」という。)の少数株主が Sinclair に対し、1) Sinven による多額の配当の継続的な支払、2) Sinclair による Sinven の成長と発展の阻害、3) Sinclair による、Sinven と他の子会社との契約に関し Sinven による契約違反の主張の妨害、という 3 点について、子会社である Sinven の少数株主が親会社の Sinclair に対し株主代表訴訟を提起し損害賠償を請求した事案である³⁶⁹。Delaware の裁判所はこれらの問題に対し、経営判断原則 (business judgement rule) あるいは内在的公正性基準 (intrinsic fairness) のうちどちらを選択するか (bipolar tests) という限界テスト (threshold test) を発展させた³⁷⁰。限界テストでは、親会社が子会社の少数株主を排除し、子会社の費用でもって利を得ている場合、内在的公正性基準が採用される³⁷¹。親会社・子会社間で取引があるとき、親会社は子会社に信託義務 (fiduciary duty) を負うが、それだけでは内在的公正性基準を採用することはできず、「自己取引 (self-dealing)」が行われている場合に内在的公正性基準が適用される³⁷²。自己取引とは、親会社が子会社の支配関係を利用し、子会社から何らかのものを得るときに、子会社の少数株主を排除し、かつ、不利益を被らせる場合をいう³⁷³。

Sinclair 事件において、まず 1) Sinven による多額の配当の継続的な支払については、原告である Sinven の少数株主も比例配分的に配当を受け取っており、Sinclair だけが Sinven の費用でもって不当な利益を享受したといえず、なおかつ Delaware 州の一般会社法の配当規制には違反しておらず、また、配当により Sinven の資産を使い尽くしてしまうほどではない、という理由から経営判断原則が適用された³⁷⁴。次に 2) Sinclair による Sinven の成長と発展の阻害に対する妨害については、原審では内在的公正性基準が認められたが Delaware 最高裁はこれを覆し、経営判断原則を採用した³⁷⁵。経営判断が採用された理由は、子会社である Sinven がベネズエラ国外に業務を拡大するかどうかは親会社である Sinclair の経営判断であり、なおかつ Sinclair は Sinven から何も得ていなかったということがカギとなった³⁷⁶。最後の 3) Sinclair による、Sinven と他の子会社との契約に関し Sinven による契約違反の主張の妨害について、契約違反の主張を Sinclair が妨害したことについては、内在的公正性基準が採用された。Sinclair の自己取引が認められ理由は、Sinven と他の子

³⁶⁹ Sinclair, 280 A.2d 717 (Del. 1971). See Bainbridge, *supra* note 349, at 338-340.

³⁷⁰ Mary Siegel, *The Erosion of the Law of Controlling Shareholders*, 24 Del. J. Corp. L. 27, 29-30 (1999).

³⁷¹ Sinclair, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971).

³⁷² *Id.* at 720. 加藤貴仁『企業結合法制に関する調査研究報告書』(商事法務、2010) 50 頁、参照。

³⁷³ *Ibid.*

³⁷⁴ Bainbridge, *supra* note 349, at 339.

³⁷⁵ *Id.* at 340.

³⁷⁶ *Ibid.* See also Siegel, *supra* note 370, at 49-50.

会社における契約の不履行が Sinclair に利益をもたらし、その利益は Sinven の少数株主の排除かつ不利益において生じたからである³⁷⁷。

Sinclair 事件は、親会社が完全に子会社の取締役会を支配している場合においても内在的公正性基準によってすべての親子間の取引を判断したわけではなかったことから、支配株主に関する法規制において大きな発展であった、と言われている³⁷⁸。それどころか、親会社が自己取引を行っているかどうかという判断の基準として、限界テストを採用した³⁷⁹。なお、Sinclair 事件においては、支配株主が取締役でないため、Delaware 州の会社法 144 条³⁸⁰は適用されない³⁸¹。

一方、前述したスクイーズアウトに関連する Weinberger 判決においては、i) 自己取引であること、ii) 子会社の少数株主に与える影響、が明白であったため、Sinclair 事件の限界テストを使用することなく完全公正基準によって判断された³⁸²。しかし、Weinberger 判決においては、Sinclair 事件の限界テストについて言及しなかったために、Delaware 州の裁判所は限界テストの不採用について不明確なままとなってしまった、という指摘もある³⁸³。

³⁷⁷ Siegel, *supra* note 370, at 50.

³⁷⁸ Sinclair, 280 A.2d 717, 720-721 (Del. 1971). See Siegel, *supra* note 370, at 50.

³⁷⁹ Sinclair, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971). See Siegel, *supra* note 370, at 50. また、Siegel は、限界テストは、取引が内在的公正性基準によって判断される前に親会社が子会社の少数株主を排除しあるいは少数株主の費用でもって利益を得ていたかどうかということ判断する上で非常に手数がかかったことから、限界テストを採用する裁判所は内在的公正性基準よりもむしろ経営判断原則が適切であるとする傾向がみられるようになった、とも指摘する。

³⁸⁰ DEL., CODE ANN. tit 8, §144 (1996) (Interested Directors). 利益相反関係にある取締役の取引は無効とみなされない場合は、利益相反関係にない取締役たちが当該利益相反取引を開示後に認めている場合、利益相反関係にない株主たちが開示後、当該利益相反取引を認めている場合、あるいは当該利益相反取引が会社にとって公平である場合、である。

³⁸¹ Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. Pa. L. Rev. 785, 789-790 (2003). See also Kahan, 638 A.2d 1110, 1116-1117 (Del. 1994). なお、立証責任は原告に移行するが、独立取締役によって構成される委員会が関係している場合においても完全公正性基準は適用されることが Kahan v. Lynch で明らかになった。加藤・前掲注 (372) 49 頁注 (241) 参照。See also E. Norman Veasey & Christine T. Di Guglielmo, *What happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992-2004? – A Retrospective on Some Key Developments*, 153 U. Pa. L. Rev. 1399, 1481 (2005).

³⁸² Siegel, *supra* note 370, at 56-57.

³⁸³ *Ibid.* See also Steven M. Haas, *Toward a Controlling Shareholder Safe Harbor*, 90 Va. L. Rev. 2245, 2257 (2004). なお、事件の本筋ではなく、一裁判官の補足として少数株主の保護に言及したケースとして、Silverman v. Motorola Solutions の事件がある。当該事件はあるクラス・アクション（以下「クラス・アクション A」という。）の訴訟に勝訴した原告グループが、弁護士費用が高額であることから提起した別のクラス・アクション（以下「クラス・アクション B」という。）である。結果的にクラス・アクション B は棄却された。裁判の本筋ではないが、本裁判の裁判官の一人が支配株主による少数株主の保護について、「年金基金および大学基金といった機関投資家がクラス・アクション A の決済資金の 70% 以上 (more than 70% of the settlement fund) 要求できる立場にある。これらの基金は受益者に対する受認義務を負うと同時に、1995 年私募証券訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act of 1995) を前提に他の少数株主の利益を保護すべきである。」と言及した。See Silverman v. Motorola Solutions, Inc. 739 F.3d 956 (7th Cir. 2013).

1.3.3 アメリカにおける少数株主の保護

アメリカでは支配株主の行為は取締役の行為と同様であるとみなされる一方、アメリカでは、各州の州法にもよるが、保有比率に対する支配株主の明確な基準が必ずしもあるわけではない。例えば、支配株主であるかどうかの判断は、しばしば取締役会の独立性との関係で判示されるなど、今後も判例ごとに検討が必要である。

また支配株主から少数株主への信託義務の確立は、Delaware 州においては、a) *Zahn* 事件において、支配株主が少数株主に信託義務を負う、b) *Sinclair* 事件において、支配株主が権力を用いて会社に株主あるいは関連会社に不公正な条件で契約を締結させる場合、支配株主は少数株主にその受けた損害に責任を負う、c) *Weinberger* 判決において、スクイーズアウト時に著しく不公正な低い価格で少数株主の株式を買い取る場合、支配株主には責任を負う、と各裁判を通じ理解されている³⁸⁴。

少数株主の保護という観点からの、支配株主の少数株主に対する信託義務は会社法における大株主の行動の制限の一つと考えられ、株主が一つの会社に対して株式保有率を高め、企業の意思決定に強い影響を与えることを抑制する理由の一つとされている³⁸⁵。日本において機関投資家が支配株主となった場合、少数株主を保護するために信託義務を負担させることができるのか。例えば、*Sinclair* 事件においては、限界テストを適用し、親会社・子会社間で「自己取引」を確認し、経営判断原則あるいは内在的公正性基準の二択の判断の基礎としたように、判断基準を設けることは可能なのか。あるいは、日本の法規制との関係から、信託義務を採用できないのであればどのように少数株主を保護するのか、第四部において日本の法規則から考察し、第五部において詳しく検討する。

1.4 証券取引所法

1.4.1 企業の開示義務

³⁸⁴ Stephan M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U.L. Rev. 547, 570 note 114 (2003). なお、近年その活躍が話題になっているヘッジファンドの、法的権利と経済的所有の乖離から生ずる利益相反問題である *Empty Voting* に関する論文においても、*Empty Voting* の問題点の一つとして対象企業の株価を減少させることを挙げる一方、取締役は企業に対し信託義務があるが、一般的に株主はお互いにそのような義務はないとしながらも、支配的な地位を持つ多数の株式を保有する株主は他の株主に対して信託義務を負う、と説明する。Jennifer Ralph Oppold, *The Changing Landscape of Hedge Fund Regulation: Current Concerns and a Principle-Based Approach*, 10 U. Pa. J. Bus. & Emp. L. 833, 862 (2008). また、ほかに少数株主の保護については新たな見解として支配株主ではなく一般投資家 (public investors) に取締役を選任する役割を担うことを提案する見解がある。Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 U. Pa. L. Rev. 1271 (2017).

³⁸⁵ See *infra* notes 418-423.

株主は主として取締役の選・解任を通じて会社の経営をコントロールする³⁸⁶。株主が選・解任を判断するため、SEC が中心となり上場企業の開示義務を規定している³⁸⁷。例えば、①Form10-K³⁸⁸は、企業の非財務情報（業種、業務形態、競合状態等）の開示、②MD&A（Management's Discussion and Analysis）³⁸⁹は、経営の傾向と将来予測に関する記述の開示、③Regulation S-K³⁹⁰は、非財務情報の開示、④Regulation S-X³⁹¹は財務情報に関する開示、⑤APB No.22（Accounting Principles Board Opinion No.22）は、財務政策の開示、⑥SFAS No.95（Statement of Financial Accounting Standards No.95）はキャッシュ・フローの標準化、⑦SFAS No.106（Statement of Financial Accounting Standards No.106）は、従業員に対する年金以外の退職簿の給付の開示、を定義しており、これらの規制に従い、上場企業は開示を行わなければならない³⁹²。この規制を基に機関投資家はアクティビストとしての行動を起こすことができ、これらの開示義務がアクティビズムの前提を担保しているともいえる。

1.4.2 株主の報告義務

SEC は株主が選・解任を判断するための企業による開示義務を規定すると同時に、株主にも報告義務を設ける。証券取引所法において株主の報告ルールは、A) 5%を超える株式の実質的保有者（Schedule 13D³⁹³による報告）、B) 通常の業務として5%を越える株式の保有者（Schedule 13G³⁹⁴による報告）、C) ヘッジファンドを含む機関投資家の上場会社の株式保有状況の開示（Form 13F³⁹⁵による報告）、D) ミューチュアル・ファンドの保有状況の報告（Form N-1A, Form N-CSR, Form N-Q³⁹⁶による報告）、E) 会社内部者の株式保有

³⁸⁶ 黒沼悦郎「アメリカにおける株主総会に関する規整—デラウェア州法を中心として—」商事 1584 号（2001）11 頁。

³⁸⁷ See Joel Seligman, *The New Corporate Law*, 59 Brook. L. Rev. 1, 1-2 (1993). Seligman は、20 世紀の傾向として、州法の衰退と連邦法の普及により、州政府が連邦法である証券取引所法（例えば、17 C.F.R. §240.10b-5, 17 C.F.R. §240.14e-3.）を積極的に取り入れる点、またこれらの連邦法の開示義務は特に株主の議決権行使という点において、会社法の fiduciary duty の概念を加速的に前進させたと指摘する。See also Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 Yale L.J. 2359, 2373 (1998). Romano は、1930 年代に成立した証券法および証券取引所法より以前に公開会社は、その後、連邦法において必要とされた全ての情報を含む財務情報を自発的に公開していた、と説明する。

³⁸⁸ Securities Exchange Act of 1934 §13 (15 U.S.C. §78m)、あるいは§15(d) (15 U.S.C. §78o(d))

³⁸⁹ 17 C.F.R. §229.303 (Item 303 of Regulation S-K).

³⁹⁰ 17 C.F.R. §229.

³⁹¹ 17 C.F.R. §210.

³⁹² ⑤APB No.22 (Accounting Principles Board Opinion No.22)、⑥SFAS No.95 (Statement of Financial Accounting Standards No.95)、⑦SFAS No.106 (Statement of Financial Accounting Standards No.106) は企業会計基準をとりまとめる Financial Accounting Statement Board による規定。

³⁹³ 17 C.F.R. §240.13d-101.

³⁹⁴ 17 C.F.R. §240.13d-102.

³⁹⁵ 17 C.F.R. §249.325.

³⁹⁶ Form N-1A, 17 C.F.R. §274; Form N-CSR and Form N-Q, 17 C.F.R. §270.30.

状況の報告 (Section 16³⁹⁷による報告)、の 5 つである³⁹⁸。証券保有者に報告義務を課した理由は、例えば Schedule 13D の報告により、対象会社の株主に対して将来支配権の変動がありうることを知らせるため、と説明されている³⁹⁹。

まず、Schedule 13D は、直接的あるいは間接的に 5%を超える公開会社の持分証券 (equity security) を所有した者は、SEC、関係する証券取引所、ならびに当該証券の発行者に対し、5%を超えて取得した日から 10 日以内に Schedule 13D により報告する必要がある、なおかつ重要な変更が生じた場合は訂正報告書の提出が必要である⁴⁰⁰。次に、Schedule 13G について、通常の業務の一環として、株式発行者の支配権を変更あるいは支配権に影響を与えることを目的としない者、例えばブローカー、ディーラー、銀行、生命保険会社や投資会社といった投資家等は、Schedule 13D に代わり簡易的な報告書である Schedule 13G を 1 年に 1 度提出すればよい⁴⁰¹。ただし、直接、間接を問わず 10%を超えて株式を所有した場合、株式発行者の支配権を変更あるいは支配権に影響を与えることを目的とするに至った場合、あるいは所有者の株式持分が 5%を超える幅で変動した場合は Schedule 13D による報告が必要である⁴⁰²。最後に、Form 13F について、機関の投資マネージャー (institutional investment manager) は、証券取引所法 13 条(f)項⁴⁰³に基づき、市場価値で 1 億ドル以上の証券を保有している場合、四半期ごとに Form 13F により EDGAR システム (Commission's Electronic Database Gathering and Retrieval system)

³⁹⁷ 17 C.F.R. §240.16a-1,a-2.

³⁹⁸ 得津・前掲注 (285) 29 頁。また、Schedule 13D および 13G は 5%超が報告義務を決定するため、5%ルールと一般に呼ばれている。

³⁹⁹ 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂、第 2 版、2003) 182 頁以下。黒沼は、Schedule 13D には保有者の同一性のみならず背景、資金の出所等に加え「保有の目的」等を開示する必要があり、この開示により公開買付が支配権取得のために計画されているか否かが明らかになるとし、報告義務により企業買収の警戒措置を早期にとる余裕を対象会社の経営陣に与える効果があることも否定できないと指摘する。

⁴⁰⁰ 17 C.F.R. §240.13d-1. また、黒沼は、黒沼・前掲注 (399) 183 頁において、Schedule 13D はグループとしての保有割合が 5%を超えるときにも提出の必要があるが、共同行動をとる認識があったかどうかは提出義務を決定する基準となるため紛争を生じやすいことを指摘する。See also *K-N Energy, Inc., Plaintiff v. Gulf Interstate Company*, 607 F. Supp. 756 (D. Colo. 1983) (K-N Energy, Inc. が株式購入に際しその目的が対象会社の経営および政策に影響を及ぼす目的であったにもかかわらず、その目的を示す十分な情報を Schedule 13D の保有目的として記さなかったとして裁判となった。) ; Black, *supra* note 78, at 461. (Black は Schedule 13D による報告は機関投資家の計画が不完全な状態で開示され、対象企業や他の株主の不満を招き、訴訟の原因になる危険を伴うため、複数の機関が共同してアクティビズムを行うことがまれであると本論文のドラフト (1997 年 11 月) では問題提起していた。その後、SEC はより簡易的な Schedule 13G による報告を認めたため、この SEC の措置が株主の行動にいかに影響するかを評価するには時期尚早であると当該書籍 (1998 年) では述べている。)

⁴⁰¹ 17 C.F.R. §240.13d-1.

⁴⁰² 17 C.F.R. §240.13d-1. また得津は、得津・前掲注 (285) 29-30 頁において、Schedule 13D および Schedule 13G の開示はオプションやワラントの行使により 60 日以内に株式を経済的に所有する場合も含むが、これらの開示義務について株式実務および derivative の short position は対象とはならないため short position でどれほど相殺されているかはこれらの報告義務ではわからない、と指摘する。

⁴⁰³ 15 U.S.C. §78m(f)

を通じて SEC に報告する義務がある⁴⁰⁴。機関投資家は公開会社の株式保有状況を Form 13F により開示しなければならないが、機関投資家が保有するポジションによって得た経済的利益あるいは議決権を相殺する取引および Equity Swap 取引や店頭取引によって得られる経済的所有に関する取引は、カバーしていない⁴⁰⁵。

また、SEC はミューチュアル・ファンドに関する開示義務を定める⁴⁰⁶。ミューチュアル・ファンドは SEC に対し四半期ごとにポートフォリオとしての保有状況を報告し、半年ごとに投資家に対してサマリーリストを提供する必要がある、また開示は①経済的所有に基づき、②long position および short position の両方に適用され、③option 取引に関しては、option 価値、行使価格、満期日を含む必要がある、④equity swap 取引および店頭取引に関しては報告の必要はあるが詳細な規定はない⁴⁰⁷。

1.4.3 株主提案

株主提案は少数株主が他の株主と情報交換を行うことができる数少ない方法の一つであり、機関投資家は、経営陣の意思決定に影響を及ぼすためこの手続きを利用してきた⁴⁰⁸。

株主提案は連邦法である証券取引所法の証券取引所法 14 条(a)項(8)号⁴⁰⁹に基づく。本規定において、株主提案はいかにして年に一度開催される株主総会のための委任状勧誘資料に記載されるか、いかなる場合に株主提案が資料から除外されるか等について、その手続き方法が Q and A 方式で記されており、会社は株主提案の内容が適切である場合、その提案が会社の政策に反する場合であっても資料に含める必要がある⁴¹⁰。なお、株主提案を行うこ

⁴⁰⁴ 17 C.F.R. §240.13f-1; Form 13F: 17 C.F.R. §249.325; See SEC Office of Inspector General Office of Audits, *Review of the SEC's Section 13(f) Reporting Requirements Report No. 480*, Sept. 27, 2010, at iv, <https://www.sec.gov/oig/reportspubs/480.pdf>. See also Black *supra* note 44, at 568.

⁴⁰⁵ Hu & Black (2006), *supra* note 284, at 818. Black は Form 13F による開示は Schedule 13D および Schedule 13G と比較し開示の対象範囲が狭く考えられており、このような狭い開示の範囲規制を利用してほぼ間違いなく Schedule 13D および Schedule 13G を回避するための隠れた所有や empty voting が行われる、と問題提起している。See also *supra* notes 283-287 and accompanying text, for Empty Voting.

⁴⁰⁶ ミューチュアル・ファンドにつき「第二章 4.1.1. ミューチュアル・ファンドの種類と特徴」参照。

⁴⁰⁷ Form N-1A, available at <https://www.sec.gov/about/forms/formn-1a.pdf>; Form N-CAR, available at <https://www.sec.gov/about/forms/formn-csr.pdf>; Form N-Q, available at <https://www.sec.gov/about/forms/formn-q.pdf>; See Henry T.C. Hu & Bernard Black, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, 61 Bus. Law. 1011, 1046-1047 (2006).

⁴⁰⁸ Hamilton, *supra* note 42, at 287.

⁴⁰⁹ 17 C.F.R. §240.14a-8.

⁴¹⁰ 17 C.F.R. §240.14a-8. (当該規定において、例えば Q1 は提案とは何か、Q2 では提案を行う資格、Q3 は株主が提出できる提案数、Q4 は提案書および提案書の説明書を合わせて 500 語を超えてはならないことを規定している。) ; Hamilton, *supra* note 42, at 287. (Hamilton は、他にこの手続きを使用する主な者は、南アフリカのボイコット運動の尊重、イスラエルと貿易を行う会社のボイコット運動の遵守に対する異議、または原子力生産の終結などの公益的問題に関して自らの見解に対して支持を得ようとする教会、公益団体などであり、このような提案の本質は明らかに政治的であると指摘する。)

とができる株主は、市場価値で少なくとも 2,000 ドル以上あるいは 1%の株式を提案提出時まで 1 年以上にわたり継続的に保有し、なおかつ総会時まで保有している必要がある⁴¹¹。

会社は、提出された株主提案が本規定で定められた 13 項目⁴¹²に当てはまるとみなした場合、その提案を取り上げないことができるが、その場合は **no-action request** として SEC に理由を報告する必要がある、SEC はこれに対し“**no-action response**”を発行する⁴¹³。

株主が株主提案において負担する費用はリターンに見合うべきであり、委任状を集める費用等を負担する必要のない当該規則における株主提案は、株主にとって利点がある⁴¹⁴。しかし、当該規則には株主にとって利点ばかりではない。例えば、株主は委任状説明書 1 通につき 1 つの提案しか提出できず、声明書は 500 語以内に制限されるのに対し、経営陣は反対の根拠を無制限に説明できる⁴¹⁵。また、株主提案は株主総会開催日 6 か月前⁴¹⁶に提出される必要がある、株主にとって最も重要である取締役会の候補者を推薦することはできない等、提案できる議題は限られており、これが株主アクティビズムの範囲を狭くしているともいえ、またあくまでも提案は拘束力のない勧告的なものにすぎないこともあり、多数の株主が賛同していたとしても取り上げられない場合が多い⁴¹⁷。

⁴¹¹ 17 C.F.R. §240.14a-8(b)(1).

⁴¹² 17 CFR 240.14a-8(i) 例えば、(1) 会社組織内の規定において適切でない提案、(2) 法律（州法、連邦法、外国法）違反、(3) Rule 14a-9 を含む委任状規制に対する違反、(4) 企業に対する個人的請求等をはじめとする 13 項目。

⁴¹³ Division of Corporate Finance, Securities and Exchange Commission (SEC), Staff Legal Bulletin No.14 (CF), July 13, 2001, at 2-4. 会社は SEC に提案を取り上げない理由を提出すると同時にそのコピーを株主に渡す必要がある。

⁴¹⁴ Black, *supra* note 78, at 459. (株主提案の費用について、Black は株主提案を行う株主は、提案に **free ride** する他の株主が受ける恩恵に比べ、提案者である株主のリターンが見劣りするべきではない、とも指摘する。) *See Roberta Romano, Less is More: Making Institutional Investor Activism a valuable mechanism of Corporate Governance*, 18 Yale J. on Reg. 174, 182, 236 (2001). Romano は、株主提案について、株主全体の 40%未満の賛成しか得ることができなかった株主提案に対して、企業が負担したコストを見積もると、2 億 9300 万から 19 億ドルの範囲にもなることを指摘し、40%の賛同が得られない株主提案に対する費用は企業が全額負担すべきではないと提案している。

⁴¹⁵ Hamilton, *supra* note 42, at 287.

⁴¹⁶ Black, *supra* note 78, at 459; SEC, *supra* note 413, at 4. Black は 1998 年当時、株主総会開催日 6 ヶ月前、と記載しているが、SEC によると 2001 年現在、株主提案の提出期限は前年度の株主総会の委任状勧誘資料に記された委任状勧誘資料の公表日の 120 日前より前である。

⁴¹⁷ Black, *supra* note 78, at 459, 463. Black は当該規則から取締役候補者の推薦という株主にとって最も重要な項目を排除したことは、政策立案の観点からは正当化できず、政治的な観点から理解すべきである、と批判している。また、斎藤は、前掲注 (42) 148 頁において、年金基金の提案は企業にとって拘束力がないことから、直接企業と交渉することが年金基金にとって自らの要求を実現させる近道である、と指摘する。 *See Statement by SEC Chairman Mary L. Schapino on Proxy Access Litigation, Exchange Act Release No. 2011-179, (Sept., 06, 2011). <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-179.htm>. (SEC は、株主に取締役候補者をノミネートする権利を行使させるため、またそうすることが会社の取締役にリスクに対するより強い責任を持つようになるであろうという理由から、対象企業の株式 3%以上を 3 年間継続して保有する株主は取締役候補者を株主総会の招集通知に記載するという規則を 14a-11 として適用する予定であったが、これに対する反対が裁判となりその決定を待つまでこの改正を見送ることになった。) *See also supra* note 254 and accompanying text.*

2. 取締役至上主義と株主優位主義

取締役至上主義は、コーポレート・ガバナンスの基本的構成は取締役が中心であり、法律上株主はほとんど権限を持たず、かつその限られた権限を行使することにも興味がない、という考えに基づいている⁴¹⁸。この考えに基づき、近年盛んになるアクティビズムに対し、株主が経営に介入するという問題点について、確かに効果的に経営を行うよう経営陣を改善するような正当な意見もあるが、アクティビストにとっては利益となるが他の投資家にとっては必ずしもそうではないような経営への介入もあり、企業はそのような要求を見極める必要があると指摘する⁴¹⁹。このような取締役至上主義を提唱する Bainbridge は、その理由として、例えば 1) 証券取引所法の開示義務⁴²⁰、2) Delaware 州法による支配株主の少数株主に対する受託義務 (fiduciary obligation) ⁴²¹、3) 1992 年の証券取引所法 Rule 14a の委任状勧誘規則⁴²²の改正により、企業の意思決定に関し株主が強い影響を与えないように、間接的に法規制は一つの会社に対して大きなポジションを一つの株主が保有することを制限し、また投資家同士がコミュニケーションをとり協力し合うことにコストをかけてきた⁴²³、と説明している。

この Bainbridge の主張に対し、アクティビストを擁護し株主権限の拡大を主張する株主優位主義を実証研究とともに提唱したのが Bebchuk であった⁴²⁴。Bebchuk の主張する株

⁴¹⁸ Stephen M. Bainbridge, Preserving director primacy by managing shareholder interventions, in Research Handbook on Shareholder Power 231-248 (Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas eds., 2015), also available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2298415>.

⁴¹⁹ *Ibid.*

⁴²⁰ Securities Exchange Act of 1934 §13 (15 U.S.C. §78m). For a detailed discussion, see *supra* note 388 and accompanying text. 一企業に対し 5%以上の株式を保有する場合の開示義務を規定している。この規制により、投資家は一企業に対し保有する株式を 5%未満にする傾向がある。See Bainbridge, *supra* note 137.

⁴²¹ Bainbridge, *supra* note 137. See *Zahn v. Transamerica, Corp.*, 162 F.2d 36 (3d Cir. 1947) .

⁴²² 17 C.F.R. §240.14a. For shareholder proposals, see also *supra* notes 96-97 and 409-413, and accompanying text.

⁴²³ Bainbridge, *supra* note 137, at 204-206.

⁴²⁴ 大塚・前掲注 (56) 65 頁注 (57) およびその本文参照。大塚は、Bainbridge と Bebchuk の論争につき、Bainbridge の取締役至上主義は、取締役会は究極の意思決定者であり株主利益最大化を目的とする制限はあるが無制限の権利行使ができるとし、Bebchuk は株主優位主義の立場から株主の権限拡大を提唱した、と指摘し、Bainbridge と Bebchuk の論争について 4 つの論文を紹介している。なお、各論文の内容は以下の通り。Bainbridge, *supra* note 384. (Bainbridge は、企業のガバナンスモデルを、縦軸に目的軸 (Ends Axis)、横軸に手段軸 (Means Axis) をとり、目的軸に株主主義 (Shareholders) とステークホルダー主義 (Stakeholders)、手段軸に取締役至上主義 (Managerialism) と株主優位主義 (Shareholder Primacy) を置いて考察し、ここから得られるコーポレート・ガバナンスのモデルが 1) 誰が最終的な裁量権を企業において持つのか、2) 最終的な意思決定者が zero sum game 状態で意思決定を行うとき、誰の利益が優先されるのかという問いに答える、と説明する。) ; Bebchuk, *supra* note 324. (Bebchuk によると、アメリカの会社法は原則として企業を運営管理する権力は取締役会に付与されている。例えば、定款の変更についても取締役会がイニシャチブを取り、取締役会が変更を提案して初めてそれに投票できるだけであり、多数の株主が定款変更を希望しようとも、株主みずからは定款変更議案を提出できない。また Bebchuk は、経営陣の利益は必ずしも株主の利益と同じではないことから、株主価値を減少させるであろ

主の権利拡大に異議を唱えたのは Bainbridge だけではない。Bebchuk は株主が経営陣を交代させるほどの力を持つようになれば、経営陣はより責任ある経営を行い企業の業績は向上し、長い目で見れば投資家や経済にも利益をもたらすであろうと主張した⁴²⁵。これに対し Stout は、株主たちが集合行為問題を克服し現職の経営陣に対し委任状争奪戦を繰り広げるにはコストがかかりすぎ、また経営陣が経営に対する責任を持たない企業は業績が悪化するのとは明らかであると主張した⁴²⁶。

3. ステークホルダーを中心とした理論

会社は所有者であり剰余権者である株主の利益を最大化することが重要であるという伝統的な株主価値最大化に対し、Freeman は、株主に加え、従業員、顧客、経営陣、サプライヤー、債権者、コミュニティなど会社の内部および外部における関係者が企業の目的達成に影響を与えると提唱した⁴²⁷。Freeman がこのような提唱を行った 1980 年代は企業買収の時代であり、これを背景に、経営者が公開買付に対応する上で、株主の利益を超えて考慮

うエージェンシー・コストが生じるとし、経営陣と株主に於ける裁量権を再考して株主の権力を拡大することが株主に利益をもたらす企業業績を改善するであろう、と結論している。) ; Stephen M. Bainbridge, *Response to Increasing Shareholder Power: Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 Harv. L. Rev. 1735 (2006) (Bebchuk の、株主が企業の基本的なガバナンスの変更についてイニシアティブを持つべき、という提案について反論) ; Bebhuk, *id.* at 1784 (2006). (これに対し、Bebchuk はアメリカの公開企業におけるコーポレート・ガバナンスは株主の権利に対する法的な制限を小さくすることにより改善されるであろう、と意見している。) See also Julian Velasco, *Shareholder Ownership and Primacy*, 2010 U. Ill. L. Rev. 897 (2010). (Velasco は、近年、学説においては株主は会社所有者ではないという議論が多いが、公的には、メディア、政治家ならびに裁判所においては、株主が会社の所有者という考え方が信じられているようであると指摘し、Velasco 自身は株主が会社の所有者であるという伝統的な説を擁護する立場から意見している。) ; Jennifer G. Hill, *The Rising Tension between shareholder and Director Power in the Common Law World*, 18 Corp. Gov. 344, 344-359 (2010). (Hill はコモン・ローにおける株主権利と取締役の権利について、アメリカの株主権利はイギリスあるいはオーストラリアと比較して伝統的に制限されていることを指摘し、特定の法律においてだけでなく広くコーポレート・ガバナンスを比較する事の重要性を指摘し、将来的には株主の権利について法的側面だけでなく企業の業務という視点からの比較分析の必要性を提案している。)

⁴²⁵ Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 Va. L. Rev. 675 (2007).

⁴²⁶ Lynn A. Stout, *The Mythical Benefits of Shareholder Control*, 93 Va. L. Rev. 789, 793, 809 (2007). (Stout は Bebchuk の提唱する株主権利の拡大について、なぜ法制度が株主の議決権行使に対し厳格な規制をかけているのかという点を考慮すべきとし、公開企業における株主の権利の拡大が株主に利益をもたらすというのは神話に過ぎないと、結論している。) See also Martin Lipton & William Savitt, *The Many Myths of Lucian Bebchuk*, 93 Va. L. Rev. 733, 733-734, 757-758 (2007). (Lipton らも Bebchuk の同論文における、経営陣ではなく株主が企業の政策に対し意思決定者であるべきという Bebchuk の主張を批判している。Lipton らは Bebchuk のこの主張に対し、アメリカの公開企業の取締役任命に関する伝統的な過程を無視し、かつ世界で最も成功した経済大国を育んだ会社法の経営に対する概念を放棄するものであると、強く批判している。)

⁴²⁷ R. Edward Freeman, *Strategic Management: a Stakeholder Approach* (Pitman, 1984). 一方、Bainbridge はステークホルダーの支持については、「誰も二人の主人に仕えることはできない」という点からステークホルダー理論を批判する。Bainbridge, *supra* note 384, at 581. Bainbridge は聖書マタイ伝の“no one can serve two masters.”を引用し、“two masters problem”と呼ぶ。すなわち、ステークホルダーは債権者、従業員、コミュニティ等、多種多様であり誰の利益を代表すべきか明確ではない、と指摘する。

することができる。すなわち、有事の時に株主以外のステークホルダーの利益にまで考慮の範囲を拡張した *Constituency Statutes* を採用する州も現れた⁴²⁸。

Freeman の提唱から 15 年後には、会社内部のグループや個人の利益競争を調停し、チーム・プロダクション問題に対応する法的手段、経済的手段、政策的手段が必要であるとしたチーム・プロダクション理論が提唱されるようになった⁴²⁹。

チーム・プロダクション理論においては、企業の成功は株主からの出資だけではなく、債権者、サプライヤー、顧客、経営陣ならびに従業員というチームとしての協力の上に成立しているため、経営陣は株主だけではなく企業に係るチームとしてのすべての構成員の企業特有の投資 (*enterprise-specific investments*) を保護すべきである、と指摘する⁴³⁰。さらに、当該理論においては、A) 公開会社においては株主 (*principal*) が集合的に所有する資産を管理するために経営者 (*agent*) を雇うという一般的なモデル、すなわち *principal-agent model* においては経営者が株主の利益に誠実であり続けるというエージェンシー・コストをいかに削減し、企業の最優先目的である株主利益最大化にいかに貢献するかという 2 つの問題が常に生じる、B) 会社は人というエージェントを通してのみ行動を起こすことのできる架空の存在であり、これに新たな洞察を加える必要がある、と指摘した⁴³¹。チーム・プロダクション理論においては、公開会社は契約の束 (*nexus of contracts*) ⁴³²ではなく企業特有の投資の束 (*nexus of firm-specific investments*) であり、関係するグループが契約では守られない特有の貢献を行うことから、企業特有の投資を調停する者が必要になるが、それが取締役会であり、取締役会は株主だけでなく会社に関係するステークホルダーを管理する権利を持つ、と指摘した⁴³³。当該理論において重要な点は、ステークホルダーの調停者

⁴²⁸ Paul Davies et al., *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*, in *The Anatomy of Corporate Law* 205, 209 note 26 (Reinier Kraakman eds., 3rd ed. 2017). 例えば、§717(b) New York Business Corporation Law がその一例。また、*Constituency Statutes* に関しては、2009 年現在、31 州が採用しており、例えば、§717(b) New York Business Corporation Law New York は、取締役は、従業員や顧客・債権者といった株主以外のステークホルダーに対し短期的・長期的な影響を考慮することができると規定する。Alissa Mickels, *Beyond Corporate Social responsibility: Reconciling the Ideas of a For-Benefit Corporation with Director Fiduciary Duties in the U.S. and Europe*, 32 *Hastings Int'l & Comp. L. Rev.* 271, 290 note 113 (2009). 大塚・前掲注 (56) 62 頁。

⁴²⁹ Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 *Va. L. Rev.* 247 (1999).

⁴³⁰ *Id.* at 253. See also Lawrence E. Mitchell, *A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes*, 70 *Tex. L. Rev.* 579, 630-633 (1992). Mitchell は、経営者は株主以外のステークホルダーの利益を保護すべきであるにもかかわらず、会社法がそれを明記していないことを批判する。

⁴³¹ Blair & Stout, *supra* note 429.

⁴³² 「法と経済学」において、会社は債権者、労働者、株主ならびに消費者などの多様な請求者が合意を取り結ぶ契約の束であるとみなす。Pinto & Branson, *supra* note 60, at 112.

⁴³³ *Ibid.* なお、大塚は、大塚・前掲注 (56) 66 頁において、このチーム・プロダクション理論をステークホルダー論から法解釈学への一つの努力と評価している。

とされるのが取締役であり、取締役至上主義とは異なる理論においても、調停者としての取締役が中心となる、と指摘した点である。

その後、チーム・プロダクション理論を提唱した Stout は 2000 年に入り、1979 年に発表された Lipton の主張⁴³⁴を支持し、株主の権利の拡大への批判を通してステークホルダーの利益考慮について提唱した⁴³⁵。Stout は、株主には様々なタイプがあり、例えば、Social Shareholder（社会全体の利益を考慮する株主）の利益を守り行動できるのはそれぞれ立場の異なる、経営に知識のない投資家ではなく、むしろ企業が社会に与えるインパクトを判断し、企業の社会的責任を理解して行動することができる取締役会である⁴³⁶、と指摘した。

一方、取締役会が経営の中心となることでエージェンシー問題が解決されるわけではない。Stout の理論において重要なのは、Stout がそれにもかかわらず取締役会の役割を重ん

⁴³⁴ Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 Bus. L. 101 (1979). Lipton は、1974-1979 年における 5 年間の企業買収について調査し、主に買収における経営陣の役割について 12 の疑問を検討している。その結果、1) 経営陣は市場価値にプレミアムを付けた株価を提案する買収を必ずしも容認する必要はない、2) 企業買収にいて、経営陣は必ずしも最高値で企業を売却する必要はない、3) 経営陣は従業員、顧客、サプライヤーならびにコミュニティに対する買収の影響を考慮すべきである、等の答えを導き出した。See also Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom: An Update After One Year*, 36 Bus. L. 1017 (1981). Lipton は自身の 35 Bus. L. 101 (1979) で議論した内容について、当初は Lipton の議論を支持する裁判がほとんどなかったが、その後この議論を支持する重要な裁判、例えば、Ruth Panter, et al., v. Marshall Field & Co., et al., 486 F. Supp. 1168 (N.D. Ill. 1980) があったことから 1 年後に再度議論している。

⁴³⁵ Lynn A. Stout, *Takeovers in the Ivory Tower: How Academics are Learning Martin Lipton May be Right*, 60 Bus. L. 1435, 1451-1452 (2005). 近年では企業構成員としてのステークホルダーの利益考慮が社会の利益、ひいては株主自身の利益に貢献するという見解が多数を占めるようになり、同時に、企業買収時における株主の権利拡大を提唱する見解は少なくなり、取締役の裁量が敵対的買収から、いかに企業を防衛するか、すなわち株主および社会の利益を保護するかを探究する学説が増加した、と主張する。学説につき、例えば、Bainbridge, *supra* note 384; Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment*, 152 U. Pa. L. Rev. 473 (2003). (企業売却時において重要なことは、留保価格 (reservation price)、留保価格を超える価格を目指す売却戦略であり、ここで誰が決定権を持つのかについては Hamiltonians (取締役中心)、Jacksonians (株主中心)、Madisonians (前者 2 つの中間) という 3 つの立場があると説明する。Kahan らは Madisonians の立場を推奨すると同時に事後的な司法の介入を疑問視している。) ; Jennifer Arlen & Eric Talley, *Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice*, 152 U. Pa. L. Rev. 577 (2003) (企業買収時において過度に株主中心であることは、たとえ入札後に株主が効果的に企業を運営管理できるとしても企業価値を減少させるかもしれないという理論を展開し、最終的には株主による選択は画一的に株主自身の利益を改善することにはならないであろう、と結んでいる。)

⁴³⁶ Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N.Y.U.L. Rev. 733, 738, 783-796, 868-869 (2005). Elhauge は、なぜ企業の経営者は企業利益を犠牲にして社会的投資を行うのかという疑問を探究する中で、人々は社会に生きており、企業利益の社会還元に対する決定は、最終的に株主の幸福につながる点、また、経営陣のこのような行動が fiduciary duty に反しているとはいえず、アメリカのどの州(50 州)も利益最大化を企業の唯一の目的とはしておらず、すべての州が利益に結びつかない企業の寄付を承認する規制を有する、と説明する。See Stout, *supra* note 435, at 1149-1450. See also Cynthia A. Williams, *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 Harv. L. Rev. 1197, 1287-1289 (1999). Williams によるとこのような社会的投資家 (Social Investors) の成長は目覚ましいものがあり、Williams は Social Investment Forum, 1997 Trends Report を参照し、投資に対しスクリーニングを行ったミューチュアル・ファンドは 1995 年から 1997 年にかけて、55 ファンドから 144 ファンドと増加している、と説明する。

じるのは、ステークホルダーの利益を考慮する場合にもそこにおける問題を解決するのはやはり取締役会であるように、取締役会が中心になることで得られる利益とエージェンシー・コストの比較において、取締役会へ裁量権を委ねることがステークホルダーだけではなく株主自身の利益になると考えられるからである⁴³⁷。

4. ステークホルダーと株主の利害調整

アメリカは株主利益最大化を標榜し、その理論は、判例上は *Dodge v. Ford Motor Co.*,⁴³⁸ の裁判に見られ、その後長きにわたり *Dodge* の株主利益最大化の理論は広く司法によって受け入れられてきた。*Delaware* 州においても同様に、例えば *Katz v. Oak Indus.*,⁴³⁹ の事件において、衡平裁判所は「取締役は株主の長期的な利益を最大化しようとすべきである」と判示した。一方、*Dodge* の判決から実に 34 年後、社会貢献による支出が不当な支出でないことが *A.P. Smith Mfg. Co. v. Barlow* 事件の最高裁判決⁴⁴⁰でようやく認められるようになった。このように株主利益最大化を標榜しながらも、両事件をはじめ、社会貢献を支持する判決、ならびに倒産に近い会社における債権者の権利保護を支持する判例を取り上げ、株主とステークホルダーの利害調整を検討する。

・ *Dodge v. Ford Motor Co.*⁴⁴¹

Ford Motor Co. (以下「Ford 社」という。)の支配株主である Henry Ford (1916 年現在で 58%の株式保有率)が 1916 年、1911 年から 1915 年まで毎年 100 万ドルから 1,000 万ドルといった特別配当を行ってきたが、1916 年度は特別配当をなくし利益はビジネス上の再投資に充てる、例えば既存のプラントを拡張し、新事業のための新たなプラントを建設すること、さらに生産している車の価格の引き下げを発表した。10%の株式を保有する *Dodge*

⁴³⁷ Stout, *supra* note 435, at 1446. Stout によると、Team Production Model, Universal Shareholder, Social Shareholder の理論は、株主は会社のステークホルダーのためだけではなく株主自身の利益のために経営陣に裁量を委ねたという Lipton の主張を支持している。また、Stout は、会社法は公開企業である限り株主ではなく取締役会が企業を統治すると定め、取締役が自分の利益に走らないよう、忠実義務などの fiduciary duty を規定するという点から、定款で変更することは可能であるとした上で、取締役会が企業を統治する、と定められていると説明する。Id. at 1453-1454. See also E. Norman Veasey, *Directors' Standard of Care under 35 of the Model Business Corporation Act*, 4 Del. J. Corp. L. 665, 665 (1979). 取締役が会社の利益のために行動するよう定めたものとして、例えば Model Bus. Corp. Act. §35 の善管注意義務について説明する。一方、Lipton は、近代的企業においては企業の業務は取締役会によって運営管理されると規定されている、と指摘する。Lipton, *supra* note 434, at 104 note 10. 例えば、N.Y. Bus. Corp. Law § 701. See Stout, *supra* note 435, at 1452. 学説につき、例えば、Bainbridge, *supra* note 384; Kahan & Rock, *supra* note 435; Arlen & Talley, *supra* note 435. See *supra* note 435.

⁴³⁸ See *Dodge*, 204 Mich.459; 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

⁴³⁹ *Katz v. Oak Indus.*, 508 A.2d 873, 879 (Del. Ch, 1986). See Bainbridge a), *supra* note 424, at 575.

⁴⁴⁰ *A.P. Smith Mfg. Co. v. Barlow*, 98 A.2d 581 (N.J. 1953), appeal dismissed, 346 U.A. 861 (1953). New Jersey の最高裁判所は企業の寄付を許可する州法を支持した。

⁴⁴¹ See *Dodge*, 204 Mich.459; 170 N.W. 668 (Mich. 1919). See Klein et al., *supra* note 364, at 270-275.

兄弟は、Henry Ford に自分たちの保有する株式を 3,500 万ドルで購入するように迫り、Henry Ford がこれを拒絶すると、Dodge 兄弟は配当に関する計画と企業の製造部門を拡張する計画に対して訴えを提起した。Henry Ford は「より多くの従業員を雇用し、従業員が自分たちの人生と家庭を賄えるよう、工場システムをより良くすることが希望であり、そのために利益の大部分をビジネスに再投資する」と説明した。これに対し裁判所は、株主の利益が最も優先されるべきであると判示し、車の販売価格はいつ何時値上げされるかもしれない、ビジネスの拡張の最終的な結果ははっきりと見積ることはできないと付け加え、Ford 社に 1,930 万ドルの配当の支払いを命じた。

・ A.P. Smith Mfg. Co. v. Barlow 事件⁴⁴²

1951 年、A.P. Smith Mfg. Co. の取締役会は、会社の最善の利益という経営判断に基づき、Princeton 大学 (Princeton University) に 1,500 ドルを寄付することを決定した。これに対し株主は取締役の信認義務違反と提訴した。裁判所は、コモン・ローの下、大学への寄付は企業の目的を合理的に促進することから、このような社会的な貢献は支持される、と判示し慈善行為を法的に認めた。

・ Union Pacific Railroad Company v. Trustees, Inc., 事件⁴⁴³

Union Pacific Railroad Company の取締役は、社内に慈善基金 (the Union Pacific Railroad Foundation) を設け、この基金に 5,000 ドルを寄付することを承認したが、株主の反対を受けた。下級審においてはこの寄付が否定されるも、Utah 州最高裁は、Utah 州の法律においてはそのような黙示的権限は支持されていないとしながらも、このような権限とは別に基金への寄付を認めた。

また、Delaware 州の裁判例から、株式会社が債務超過に陥った場合、取締役は株主ではなく、あるいは株主に加え債権者の利益を図る義務を負い、債権者が締結した契約の効力は、例えそれが事後的に企業価値の最大化を妨げる場合においても、株主に対する信認義務により否定されないと解すべきである⁴⁴⁴。これは Delaware 州の著名な判決である Credit

⁴⁴² See A.P. Smith Mfg. Co., 98 A.2d 581 (N.J. 1953), appeal dismissed, 346 U.A. 861 (1953).

⁴⁴³ Union Pacific Railroad Company v. Trustees, Inc., 8 Utah 2d 101; 329 P. 2d 398 (Utah 1958).

⁴⁴⁴ 後藤元「取締役の債権者に対する義務と責任をめぐるアメリカ法の展開」金融研究 7 月号 (2010) 123 頁、154 頁。

Lyonnais 判決⁴⁴⁵、Geyer 判決⁴⁴⁶、ならびに Equity-Linked Investors 判決⁴⁴⁷に基づくものである。このうち会社債権者からの請求が関する事件を取り上げる。

・ U.S. Bank National Association 事件⁴⁴⁸

U.S. Timberlands Klamath Falls, L.L.C. (以下「Klamath」という。)は、約2億ドルの無担保手形を信託証書とともに発行し、その受託者となったのが U.S. Bank National Association (以下、「BNA」という。)であった。その後、Klamath の取締役は U.S. Timberlands Yakima L.L.C. (以下「Yakima」という。)を設立し、Yakima に Klamath は土地を出資するも、優先持分権に対する BNA への配当は支払われず、なおかつ 1) Yakima の土地を担保とする借入の実施、2) Klamath から Yakima への利益の出ない土地の売却、に対し、BNA は Klamath の取締役に対する信託義務違反等を求めて提訴し、債権者である BNA の請求が容認された⁴⁴⁹。

アメリカにおいて、株主利益最大化を標榜しながらも、株主とステークホルダーとの利害が対立するとき、その利害調整は事例ごとに異なる。例えば、慈善事業といった企業の社会的貢献、経営破綻に近い状態の会社における取締役の債権者に対する義務の履行については、株主以外のステークホルダーの利益を認めるようになってきたことを論じた。また、公開買い付けの場面において株主以外の者の利益に考慮範囲を拡張する規定 (Constituency Statute) があることを前節において論じたが、この規定を 30 州以上の州が採用している⁴⁵⁰。例えば、New York 州においては、取締役は、従業員や顧客・債権者といった株主以外のステークホルダーに対し短期的・長期的な影響を考慮することができると規定する⁴⁵¹。

いずれにしろ、各判示は株主利益最大化なのか、ステークホルダーの利益を考慮すべきかという観点ではなく、会社全体の利益の考慮が重要視されている。例えば、A.P. Smith Mfg. Co. v. Barlow 事件において「大学への寄付は企業の目的を合理的に促進する」と判示され

⁴⁴⁵ Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp., 1991 Del. Ch. LEXIS 215. 当該判決において従来の判例と異なる点の一つとして、会社が倒産に近い状態に陥った場合、取締役の信託義務は株主のみに対するものではなく、会社全体に対して義務を負う (従来の判例は債権者に対する義務に変化するとしていた)、とした点にある。また、Bairdらは、債権者は契約が効果的である限りは、その契約に保護されており、株主に対してのみ取締役が負っているfiduciary dutyの概念をもって、債権者の利益や会社全体の利益を考慮することを排除することはできない、と指摘する。Douglas G. Baird & M. Todd Henderson, *Other People's Money*, 60 Stan. L. Rev. 1309, 1326-1327 (2008). 後藤・前掲注 (444) 131頁、参照。

⁴⁴⁶ Geyer v. Ingersoll Publications Co., 621 A.2d 784 (Del. Ch. 1992).

⁴⁴⁷ Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams, 705 A.2d 1040 (Del. Ch. 1997).

⁴⁴⁸ U.S. Bank National Association v. U.S. Timberlands Klamath Falls, L.L.C., 864 A.2d 930 (Del. Ch. 2004).

⁴⁴⁹ *Supra* note 448. 後藤・前掲注 (444) 142 頁、参照。

⁴⁵⁰ For a detailed discussion of Constituency Statute, *see supra* note 428 and accompanying text.

⁴⁵¹ §717(b) New York Business. Corporation Law. *See supra* note 428.

ている。また、「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の「第 2.01 条会社の目的と行為」は(a)において「会社は、会社の利潤および株主の利益を増進させるために事業活動を行うことを、その目的とすべきである」としながらも、(b)において「会社は、その事業を行うにあたり、会社の利潤および株主の利益がそのために増進させられない場合においても、(1) 法が定める範囲内において行動しなければならない、(2) 責任ある事業活動にとり適当である合理的にみなされる倫理上の考慮を加えることができ、(3) 公共の福祉、人道上、教育上、ならびに慈善の目的に合理的な額の資源を充てることができる」と定める⁴⁵²。また、第 6.02 条(b) は敵対的公開買付の防衛行為に対する規定であるが、「株主の長期的な利益を著しく冷遇しない場合に限り、取締役会は、会社が正当な係わりを有している諸利害又は諸グループ（株主以外）に配慮することができる」と規定する⁴⁵³。こうした点からも、株主とステークホルダーの利害調整においては、今後も会社全体の利益の考慮、という点から判例ごとに検討する必要がある。ここに株主利益最大化を標榜するアメリカにおける取締役の行動の限界があり、その限界はひいては支配株主となる可能性がある機関投資家にとっても同様である。

⁴⁵² 証券取引法研究会国際部会訳編『コーポレート・ガバナンス：アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究』（日本証券経済研究所，1994）16 頁。注（331）およびその本文参照。

⁴⁵³ 証券取引法研究会国際部会訳編・前掲注（452）36・37 頁。

第五章 小括

1970年代以降一つの会社で大きなポジションを持つようになった機関投資家は、ポジションの大きさゆえに Exit 戦略をとることが困難になり、株主提案や議決権行使といった株主としての権利を行使し、投資先企業の経営の効率化に関与し、例えばグローバルな投資から得た知見を活かし経営戦略についての助言を行い、投資リターンを確保しようとした（Voice 戦略）。

株主は、他のステークホルダーに比べ、会社の所有者として残余財産の請求者（residual claimant）に過ぎず、その契約は不完備であることから、会社価値に対し最も関心のある株主の利益最大化を図ることは、会社の価値の最大化と同じ意味を持つ。一方、株主利益最大化を目的とすることは効率的な観点からのモニタリングを補完する根拠とも考えられ、機関投資家はそれに貢献しているのかは検討する必要がある。なお、こうした検討については第五部で行う。他方、「経営をモニタリングする」という観点から monitoring board が形成される中で、独立社外取締役の役割が重要視されるようになったが、独立取締役は効率性の観点からの監視とともに利益相反性の監視をその役割として担う、といえる。

1990年代に入り、Voice 戦略に伴うコストや効果から、機関投資家の行動は徐々に強硬な権利行使からエンゲージメントと呼ばれる企業との非公式な対話へと移行する。企業も主要株主である機関投資家との相互理解、およびその意見を持続的な成長に活かそうと試みていることから、企業が効率性の観点からの監視を補完する役割を期待するのは短期的ではなく中長期的投資家であると考えられる。また、中長期的投資家にラベリングはなく、例えばその行動に問題の指摘されるヘッジファンドにおいても、近年、アクティビスト・ヘッジファンドと、年金基金等の伝統的な機関投資家との相互補完的な役割分担といった行動も指摘されている。

一方、機関投資家は株主であると同時に資産運用者でもある。機関投資家は、資産保有者に対し会社法あるいは ERISA 法に基づく受託者としての義務を負う。1970年以降、例えば年金基金において取引関係圧力等からバイアスのかかった議決権行使が指摘されるが、これは、受託者としての責任を果たさず、受託者としての義務の不履行であり、大きな問題である。このような状況の中、近年、lead plaintiff として、投資マネージャー等に訴えを提起するアセット・オーナーの行動が注目されている。重要な点は、この行動が受託者としての義務の履行であると同時に機関投資家にフリーライドすることで少数株主の保護にもつながるという点である。

株主利益最大化を標榜しながらも、会社法では会社の業務執行権は取締役会の専決事項とし、企業的意思決定に関し株主が強い影響を与えないように、間接的に会社法や証券取引所法といった法規制は機関投資家の行動を制限してきた。例えば、証券取引所法における開示義務、会社法では厳しい要件を持つ株主提案権、また支配株主の少数株主に対する信託義務などである。さらに、ステークホルダーとの利害調整においても、会社の利益の観点から、企業の社会貢献が支持されるケース、また債権者への支払いが優先されるケースもあり、株主利益最大化を重視しながらも、ある種の株主の権利に対する制限であるといえる。

効率性の観点からの監視を補完する上で、アウトサイダーである機関投資家の情報収集はエンゲージメントに依存する一方、エンゲージメントにおける Reg. FD の規制は企業の萎縮を引き起こすと指摘される。企業の萎縮により情報の非対称性が拡大されれば、情報収集をエンゲージメントに大きく依存するアウトサイダーである機関投資家にとって大きな問題であり、ガバナンスにおいて機関投資家に期待される役割の履行のみならず、機関投資家の行動に大きな影響を与える。こうした点については、2018 年度より FD ルールが施行される日本への示唆となることから、第五部にて詳しく検討する。

判例上、支配株主から少数株主への信託義務は、スクイーズアウトや会社の合併などの有事だけではなく、平時においてもその義務を履行する必要がある。また、支配株主かどうかは株式保有数のみならず、取締役会に対する影響という点からも判断される。さらに、支配株主から少数株主への信託義務の判断において、経営判断原則あるいは内在的公正性基準を適用する上で、Delaware 州では限界テストが採用された。日本において機関投資家が支配株主となった場合、このようなアメリカの支配株主の信託義務を採用し、少数株主を保護することができるのか。できるのであれば、支配株主の定義に対し、あるいは信託義務が認められる可能性の高い内在的公正性基準の適用に関し、限界テストのような判断基準を設けることが可能なのか。支配株主から少数株主への信託義務を適用できないのであればどのように少数株主を保護するのか。日本の法規制との関係から、検討する必要がある、第五部において詳しく検討を行う。

他方、一株主である機関投資家がモニタリング機能における効率性の観点からの監視を補完することができるのか、コーポレート・ガバナンスへの関与が有効、有益か、という問いに対する解を見つけるには、アメリカのみならず、いち早くスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードを導入し、また株主利益最大を標榜しながらも The Companies Act 2006 において企業は全ての正当な利害関係者に対して考慮義務を負うと定めるなど、アメリカとは異なった改革を進めるイギリスについても研究する必要がある。日本の法制および日本企業のコーポレート・ガバナンスへの有益な示唆が得られるよう、アメリカにおける状況を念頭に、第三部においてはイギリスの法制、機関投資家を規律するソフ

トローの役割、機能を分析し、機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割を検討する。

第三部 イギリス編

第一章 はじめに

イギリスの今日の株主構造では、国内外の機関投資家の占める割合が圧倒的に多く、具体的には 2014 年 12 月 31 日現在では、個人株主のイギリス証券市場に占める割合が 11.9%にとどまる。その割合から、機関投資家がイギリスのマーケットに与える影響は非常に大きいと考えられ、それはすなわちイギリス証券市場に株式を公開する企業に対する影響力の高さに通じる¹。

ところで、株主は、会社の所有者として残余財産の請求者（residual claimant）に過ぎないことから、会社価値に対し最も関心のある株主の利益最大化を図ることは、会社の価値の最大化と同じ意味を持つ²。2006 年に成立したイギリスの会社法は、ステークホルダーの利益考慮を積極的に取締役の義務として規定する点で、アメリカや日本とは異なる³。一方、正当な利害関係者への考慮義務はあくまで株主利益の促進することを目的とすることから、やはり株主利益最大化を標榜していると言える。

本章に続き、第二章では、イギリスの証券市場の構造の推移、特に近年、台頭が著しくその動向が注目されている海外の投資家（Rest of the World）について確認する。第三章では法制度から株主の権利と取締役の義務と責任について確認する。特にイギリス特有の会社の成功を促進すべき義務（2006 年会社法 172 条）をステークホルダーとの利害調整の観点から、また、会社構成員の利益の不公正な侵害に関する会社構成員による申し立て（同 994 条）、非業務執行取締役の役割から、機関投資家の行動に関し会社法上どのような制約があるのか、を確認する。第四章では、機関投資家の行動を、集団的行動および個々の株主としての行動の両面から分析し、機関投資家が株主としての権利を行使する際に抱える問題について確認するとともに、資産運用者としての受託者の義務の履行について検討する。第五章では、コーポレートガバナンス・コードをその策定の背景、目的、コードの成立から現在に至るまでの運用状況とコードに対する評価を考察しつつ、コードにおける非業務執行取締役の役割を確認する。第六章ではスチュワードシップ・コード成立の背景、目的とともに、当該コードの核となるエンゲージメントに関する問題を法的な側面から分析し当該コードに対する論点を整理する。また、スチュワードシップ・コード導入後の運用状況から当該コードの目的の達成について、コードに対する批判も踏まえて検討する。最後に、第七章では、

¹ See *infra* note 6 and accompanying text. また、関は、関考哉「英国スチュワードシップ・コードが示す論点」監査役 619 号（2013）11 頁において、イギリスで機関化現象が進行したのは 1970 年代頃からであり、80 年代に進められた国有企業の民営化による個人投資家の増加も、その後の株価上昇や市場の高度化に伴い個人の売却が進んだことから、機関化の流れは止まらない、と指摘する。

² 伊藤秀史「現代の経済学における株主利益最大化の原則」商事 1535 号（1999）5 頁。

³ 「第 3 章 2.取締役の義務：会社の成功を促進すべき義務」参照。

第二章から第六章までの分析を踏まえ、イギリスにおける機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割についてまとめる。

第二章 市場の構造

機関投資家の行動を理解するうえで、投資家が機関化した背景、市場の歴史的変遷とその理由を確認することは重要である。現在、イギリスの公開株式市場の主要なプレーヤーは機関投資家であり、その傾向は 1960 年代から 1990 年代にかけて一挙に広がった⁴。イギリス政府関連の The Office for National Statistics (以下「ONS」という。)⁵のデータによると、2014 年 12 月 31 日現在の統計データでは、個人株主が 11.9%に対し、その他 (Rest of the World) の割合が 2014 年現在 53.8%を占めていることから、これを除いた場合、個人投資家が 11.9%に対し、機関投資家は全体の 34.3%である⁶。統計データによると、機関投資家がイギリスの証券市場で頭角を現したのは第二次世界大戦後、特に 1960 年代から 1990 年代にかけてであり、公開株式市場における機関投資家の割合は 1963 年の 30%から、1992 年には 60%を超えるようになり、イギリス政府の「より広範囲の株主による株式保有 (wider share ownership)」という政策は、1980 年代の機関投資家の急速な増加傾向を覆すことができなかった⁷。

政府は広範囲の株主による株式保有という政策の推進を掲げる一方、そもそもイギリスの証券市場における機関化の理由は、諸外国と比較して、機関投資家に対する規制の弱さにあった⁸。労働者の生活状況がよくなり、労働者が退職に備え貯蓄により関心を持つようになるにつれ、このような緩やかな規制は、保険会社や年金基金の急速な発展に貢献した⁹。このようにして、規制による制限が少ないことから、ヨーロッパ大陸と比較して機関化が進

⁴ The Office for National Statistics (ONS), *Ownership of UK Quoted Shares*: 2014, 3 (2015), http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20160105160709/http://www.ons.gov.uk/ons/dcp171778_415334.pdf.

⁵ ONS はイギリス政府関連のエージェンシーであり、定期的な人口や健康に関する国勢調査にとどまらず、小売物価指数、貿易収支実績、労働市場のデータを含んだ、経済的、社会的、人口統計学的統計の収集、分析、普及に責任を持つ。

⁶ ONS, *supra* note 4, at 3. なお Rest of the World の詳細については「第二章 5. 近年の傾向：外国資本のイギリス証券市場参入」参照。

⁷ ONS, *Share Ownership: a Report on the Ownership of Shares at 31st December 1998*, 8 (Her Majesty's Stationery Office, Ian Hill & Shane Duffield eds., 1998); Geof P. Stapledon, *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, 19 (1996); Bernard S. Black & John C. Coffee, Jr., *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation*, 92 Mich. L. Rev. 1997, 2007 (1997).

⁸ City of London, *Insurance companies and pension funds as institutional investors: global investment patterns*, 3-4 (2011), <http://www.cityoflondon.gov.uk/economicresearch> (last visited Apr. 4, 2017).

⁹ *Id.* at 3, 14.

み、保険会社および年金基金は証券市場の中心となり、その傾向は株式の流動性を確立し証券市場の発展に貢献した¹⁰。

1992年に株式を保有していた主要な機関投資家は、保険会社、年金基金、ミューチュアル・ファンド、銀行に分類されるが¹¹、ほとんどの機関投資家は1994年をピークにその後、保有割合を減少させていき、今日に至る¹²。本章では、証券市場で保有割合の多い主要な機関投資家について分類するとともに、各投資家の特徴と傾向を分析するとともに、最後に近年の傾向をまとめる。

1. 保険会社

保険会社は、1963年には公開株式市場の10%の株式を保有しており、その後、年金基金の成長には及ばないものの、飛躍的に保有率を増やし1991年には20.8%、1998年には21.6%を保有するようになった¹³。保険会社は主に年金基金の資産運用に加え、ミューチュアル・ファンドも取り扱っていた¹⁴。当時の保険会社の株式保有と運用方法について、イギリスで最大の機関投資家であった Prudential Corporation plc の運用会社である Prudential Portfolio Managers Limited（以下「PPM」という。）を例として取り上げ、説明する。

¹⁰ *Id.* at 16, 22. また、City of London によると、アメリカの保険会社は、1940年代には国債、その後、社債を購入するようになり、さらにより高いリターンを求め不動産や株式に投資しようとしたが、規制のためこのような投資ができず、その結果保険会社はよりリスクの高いジャンクボンド等に投資を行うようになっていった、と指摘する。See also Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2002. 一方、Black らは、アメリカの銀行の権力やサイズを制限する例として銀行に対するグラス・スティーガル法（The Glass-Steagall Act of 1933）、保険会社によるミューチュアル・ファンドの取り扱いに関する SEC の規制を挙げ、イギリスは金融機関に対し、全く規制が無いわけではないが、アメリカに比べ規制が緩やかであることから、イギリスの証券市場はアメリカの証券市場よりも機関化している、と指摘する。また、Black らは、最終的な結論として、イギリスの機関投資家はアメリカの機関投資家よりもコーポレート・ガバナンスに関与しているが、イギリスの機関投資家の行動は、株主の集団行動を形成し維持するためのコストや、モニタリングに関する投資マネージャーのインセンティブの低さによって制限されている、としたうえで、アメリカでは規制を減らすことにより、機関投資家はより積極的な行動がとれる、とまとめている。アメリカの規制につき、「第二部アメリカ編第二章 4.1. ミューチュアル・ファンド、銀行、生命保険会社」参照。

¹¹ ONS, *supra* note 7, at 8.

¹² ONS, Share Ownership: Share Ownership: A report on ownership of UK shares as at 31st December 2006, 9 (Her Majesty's Stationery Office, 2007).

¹³ ONS, *supra* note 7, at 9.

¹⁴ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2010. Black & Coffee, Jr. によると、生命保険会社の年金基金の保有割合はトップの地位を占めていたこともあるが、徐々に投資銀行や独立した投資マネージャーに奪われていった。See Leslie Hannah, Investing retirement: the development of occupational pensions in Britain, 73 (1986). See also Mark J. Roe, *Political Elements in the Creation of a Mutual Fund Industry*, 139 U. PA. L. Rev. 1469, 1471-1478 (1991). Roe によると、イギリスと異なり、アメリカでは1940年法の規制により、ミューチュアル・ファンドが他の投資家と連携して投資先企業に影響を及ぼす場合は、SEC の承認を事前に得る必要があった。

PPM は 1990 年現在において、イギリスの株式市場全体の 3.5%以上の株式を保有し¹⁵、ポートフォリオ内の運用総金額は 450 億ポンドに上り、このうちの半分は内部の資産運用、残りは年金基金に代表される外部資金の資産運用であった¹⁶。また、450 億ポンドのポートフォリオのうち 43%にあたる約 190 億ポンドはイギリスの株式に投資し、一時、約 900 銘柄を保有し、その銘柄にはイギリスのトップ 100 企業が含まれるのに加え、約 200 社について 5%あるいはそれ以上の株式を保有するという保有率の高さから、一部の株式においては保有率が高くなりすぎ株式の非流動化から“locked in”の状況に陥っているのではないかと、という懸念もあった¹⁷。

イギリスの保険会社は年金基金に次いで証券市場第二位の機関投資家であり、ピーク時の 1997 年には年金基金を上回る 23.6%の割合の株式を保有していた¹⁸。保険会社への規制は、政府アクチュアリー庁（Government Actuary's Department: 以下「GAD」という。）¹⁹が保険会社の資産は市場価格で負債の 104%と同等であるべきという規制を課しているが、GAO の規制は市場価格の下降に対し融通が利くものである²⁰。これらの点から、PPM のような巨額の株式投資を行うだけでなく一社に対して高い株式保有率を有することができた一つの理由として、アメリカと異なり²¹、保険会社に対し厳しい規制がなく、保険会社自身で投資先を決定することができる、“freedom with publicity”に基づいていたからであると考えられる²²。

¹⁵ R.E. Artus, *Tension to Continue, in Creative Tension? 25 years on*, at 91 (London stock Exchange Group, 2016) この論文自体は 1990 年に執筆された。

¹⁶ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2011.

¹⁷ *Ibid.* Black & Coffee が PPM にインタビューを行い「何パーセントくらいまで保有するのか」を尋ねたところ、「10%になると注意が必要である」という返答であったが、実際のところ 1994 年現在では 1 社に対し 14%まで保有するようになった。Black & Coffee は、株式市場において、PPM の株式は非流動化し、“locked in”された状況になったのではないかと指摘している。

¹⁸ ONS, *supra* note 12, at 9.

¹⁹ Government Actuary's Department, <https://www.gov.uk/government/organisations/government-actuarys-department/about> (last visited Feb. 25, 2017.) GAD は保険会社がリスクや不確実な事象に対し効果的な決定ができるように、また健全な報告書が作成できるように専門的な分析でもって保険会社をサポートする政府系の独立助言機関。現在、London と Edinburgh の 2 つのオフィスに約 160 名のスタッフが所属している。

²⁰ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2011-2012.

²¹ See Mark J. Roe, *Foundations of Corporate Finance: The 1906 Pacification of the Insurance Industry*, 93 Colum. L. Rev. 639, 639 (1993). Roe によるとアメリカの保険会社への規制の背景には保険会社の不祥事がある。20 世紀の初頭まで、アメリカの最大の機関投資家は銀行ではなく保険会社であり、保険会社は銀行の株式を保有し銀行を支配下に置くだけでなく、他の企業をもまた支配するだけの株式保有を行っていた。しかし、1905 年、保険会社はインサイダー取引や、政治家への賄賂といった不祥事を起こし、当局からの調査を受けるに至った。1906 年には保険会社は株式保有を禁じられ、銀行を支配下に置くことも法律によって禁じられた。「第二部アメリカ編第三章 4. 銀行、生命保険会社の積極的な行動を制限する規制」参照。

²² Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2011, (quoting Central Office of Info., Reference Pamphlet No. 133, Insurance in Britain 23, 37 (1979)).

融通の利く規制、1社に対する株式保有率の高さ、完全に保有する株式を売却することはほとんどないという点から、保険会社は全体として長期的な投資家であり、イギリスの企業にとって保険会社は長い間モニタリング機関であった²³。しかし、保険会社は1997年をピークとして保有率は下降の一途をたどり、2010年には10%を割って2014年には5.9%となり、保有金額においても1998年の3255億ポンドから2014年には1018億ポンドと三分の一に減少している²⁴。

2. 年金基金

年金基金が機関投資家の中で、証券市場における最大の株式保有者となったのは1975年である²⁵。統計によると、年金基金は1963年には主権市場における株式保有率は全体の6.4%であったが、その後、飛躍的に成長を続け1975年には保険会社を抜いて16.8%に達し、1981年には26.7%、1989年には30%を超え1992年に32.4%とピークを迎える²⁶。ここで注意しなければならないのは、アメリカ、イギリスの両国とも企業には従業員年金に対する最小限の積立ての規制があり、従業員は年金積立により免税処置があったことから企業年金基金は成長し巨大な年金基金が誕生した。しかし、アメリカと異なりイギリスには多数事業主年金基金や公的年金基金と類似した厳しい規制と免除処置はなく、大多数の公的機関には事業者拠出金はない²⁷。アメリカの公的年金基金に該当するのはイギリスの大規模な準公的年金基金であり、民営化前の国有企業であった炭鉱労働者、郵便局員、電信電話局員の年金をカバーする²⁸。イギリスの年金基金制度は、企業年金基金とこのような準公的年金基金の2種類があり、次節より順にその特徴を分析する。

2.1 企業年金基金

イギリスの企業年金基金にはほとんど規制はなく、年金基金は信託として設定され、企業が決定した受託者によって管理されていた²⁹。しかし、1991年、Robert Maxwellによる自社の3万人の従業員のための年金基金着服が明るみに出ると³⁰、このような年金基金の管理に社会は疑問を抱くようになり、アメリカのように自分で受託者を選択すべきではないか

²³ *Id.* at 2012.

²⁴ ONS, *supra* note 4, at 3.

²⁵ ONS, *supra* note 7, at 8.

²⁶ *Ibid.*

²⁷ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2012-2013.

²⁸ *Id.* at 2013. Black & Coffee, Jr.によると、1997年の論文執筆当時、炭鉱労働者の年金基金の資産価値は200億ポンドで、CIN Managementにより運営されており、郵便局員と電信電話局員の年金基金の総資産価値は320億ポンドでPostal Investment Managementにより運営されている。

²⁹ *Id.* at 2013, 2066-2067.

³⁰ Bronwen Maddox, *Like a Thief taking \$2B in the Night: Robert Maxwell took all the pension assets he could sell fast*, Fin. Post, June 17, 1992, Section 1 at 6. For a detailed discussion of Robert Maxwell Scandal, see *infra* notes 265-266 and accompanying text.

という議論も生まれるようになった³¹。また、イギリスの企業年金基金はアメリカと同様に通常、受動的であるが、その受動性は絶対的ではない。例えば、年金の資産は内部あるいは外部の投資マネージャーが投資を行い、投資がうまくいかないときは、同じ投資先企業の他の主要な株主が経営に関し圧力をかけるのに賛同し、あるいは企業買収の場面では買収先に株式を進んで売却し、さらに自分たちだけでは活動しないが、イギリス年金基金連合会（the National Association of Pension Funds, Ltd.：以下「NAPF」という。）といった自主規制機関の傘下で、協働で活動を行った³²。本節で確認した Maxwell 事件に関連する企業年金基金の制度の推移および NAPF を中心とした集団行動については第四章で詳しく検討する。

2.2 準公的年金基金

アメリカの公的年金基金が機関投資家の中で最もアクティビズムを発揮したのに対し³³、Postel Investment Management の CEO である Alastair Ross Goobey の「我々は警察官としての役割を担うべきであることは認識している。」という発言にもかかわらず³⁴、イギリスの準公的年金基金の行動はアメリカの年金基金のように最も株主アクティビズムを発揮した機関であるとは言えない³⁵。

2.3 1992 年以降の年金基金の動向

1992 年に証券市場の 32.4% の株式を保有した年金基金はその後、徐々に市場における保有率を減少させ 1999 年には 20% を下回り 2006 年には 12.7%、最新の統計である 2014 年には全体のわずか 3% の保有率となり、また保有金額も 1998 年当時 3258 億ポンドから 2014 年には 517 億と六分の一以下に減少した³⁶。

3. ミューチュアル・ファンド

イギリスでは、investment trusts と unit trusts がアメリカのミューチュアル・ファンドに該当する³⁷。証券市場におけるミューチュアル・ファンドの株式保有率は 1994 年頃まで

³¹ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2013.

³² Black & Coffee, Jr., *supra* note 7 at 2013. なお、NAPF は 2015 年に、Pensions and Lifetime Savings Association (PLSA) と名称変更を行い、対象を年金以外の生涯貯蓄に拡大する。

³³ 「第二部アメリカ編第二章 3.1. 公的年金制度の特徴」参照。

³⁴ Richard A. Melcher, *Yankee Style Activists Strike Boardroom Terror Abroad*, Bloomberg, Mar. 15, 1993. <https://www.bloomberg.com/news/articles/1993-03-14/yankee-style-activists-strike-boardroom-terror-abroad>. (last visited Feb. 25, 2017.)

³⁵ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7 at 2014. Black らは調査の結果、このように結論付けている。

³⁶ ONS, *supra* note 7 at 9; ONS, *supra* note 4 at 3.

³⁷ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7 at 2015. Investment trusts, unit trusts はそれぞれがアメリカの closed-end 型、open-end 型のミューチュアル・ファンドに該当する。

は10%前後で推移しているが³⁸、1997年から約6%に減少しその後2006年まで5%以下で推移していた³⁹。1998年から2008年にわたり約3%で推移していた unit trusts は2010年には8.8%と飛躍的に保有率を伸ばしたが、この理由は、業種割当て (sector allocation) の更新によるものである⁴⁰。この結果、2010年には investment trusts を合わせると約11%前後の保有率を占め、その後2014年まで同じ傾向で推移している⁴¹。

イギリスのミューチュアル・ファンドは保険会社や年金基金と比較すると投資戦略は積極的 (active) であるが、問題のある投資先企業に対してアクティビズムを発揮するというよりもむしろその投資先企業の株式を売却する傾向があることから、受動的 (passive) な投資家であるといえる⁴²。

4. 銀行

銀行には商業銀行と投資銀行の2種類があるが、ともにアクティビズムは発揮していない。商業銀行と投資銀行を合わせても、1963年から2014年の統計資料によると、証券市場における株式保有率は一番多い時で2006年の3.4%であり、その他の年は1%前後で推移している⁴³。現在の規制からはイギリスの銀行が受動的な投資家であったのかを説明することは難しいが、第二次世界大戦から1970年代まで、イギリスの中央銀行であるイングランド銀行 (the Bank of England: 以下「BOE」という。) が銀行の資本として株式を認めなかったという史実がある⁴⁴。つまり、アメリカ同様、政府は金融機関が巨大な権力を持つのを恐れ、銀行への資本集中を制限した⁴⁵。銀行への資本集中を制限すべきであるという報告書も作成されたが、銀行に関するそのような法律は施行されなかった⁴⁶。しかし、イギリス

³⁸ See Mark J. Roe, *The Modern Corporation and Private Pensions*, 41 UCLA L. Rev. 75, 76 n.1 (1993), (quoting Board of Governors of the FED. Reserve Sys., Flow of Funds Accounts, Assets and Liabilities Outstanding 1957-80, at 39 (1981) (corporate equities-line 1) (\$906.2 billion in corporate equities outstanding in 1970); Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts-First Quarter 1993, at 112.) この傾向はアメリカでも同様で、1993年の統計によるとミューチュアル・ファンドは証券取引市場で10.3%の株式、金額にして5110億ドルを保有していた。

³⁹ ONS, *supra* note 12 at 9.

⁴⁰ ONS, *supra* note 4, at 3, 9-10.

⁴¹ *Id.* at 3.

⁴² Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2015-2016. Black & Coffee, Jr. はイギリスのミューチュアル・ファンドである M&G Group をの調査を行い、1992年当時、1) 公開会社の250社の株式を5%あるいはそれ以上保有しており、M&G Group は長期的な投資かつ投資先企業の経営陣との積極的な対話を行うことを戦略としていた、2) 他の機関投資家とめったに協働しない、と分析している。

⁴³ ONS, *supra* note 12, at 9. 統計によると一番少ない時は1997年で、保有率は0.1%である。

⁴⁴ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2016-2017. Black & Coffee, Jr. によると1970年代に入りこの政策は緩和された。

⁴⁵ *Id.* 2066.

⁴⁶ *Ibid.* 1918年、Lord Colwyn による委員会が設置され、銀行への資本集中を制限すべきであるという報告書 (the Colwyn Report) を作成した。

の主要な銀行は BOE が銀行の合併に難色を示し、合併を容認しないことを理解し、結局、銀行は小規模のままで、多くの株式を保有することもなかった⁴⁷。

5. 近年の傾向：外国資本のイギリス証券市場参入

5.1 海外投資家

イギリスの証券市場の株式保有者を統計資料から分析するにあたり、注意しなければならないのはその他にあたる 海外投資家 (Rest of the world) のカテゴリーである。このカテゴリーの証券市場における株式保有率を分析すると、1963 年の 7.0% から 1981 年にかけて 3.6% へ減少するが、その後順調に 1989 年には 12.8%、1994 年には 16.3% と増加し、1997 年には、保険会社および年金基金を抜いて全株式の 28.0% を保有し、1998 年には所有する株式価値が、保険会社や年金基金を含むどのカテゴリーよりも早く約 4,149 億ポンドと 4,000 億ポンドの大台を突破した⁴⁸。保険会社や年金基金、またミューチュアル・ファンドが順調に証券市場における保有率を 1997 年まで順調に伸ばしていたが、これらのカテゴリーの保有率がその後、失速したのもこの、海外投資家のカテゴリーが急速に株式の所有を増加させたためと考えられる。

5.2 イギリス証券市場における海外投資家の参入

具体的には海外投資家のカテゴリーに含まれるのは、個人投資家を含むすべてのタイプの海外投資家である⁴⁹。1998 年に 30% の保有率を突破した海外投資家はその後も保有率を拡大し、2014 年には 53.8%、株式価値にして約 9,286 億ポンドに到達した⁵⁰。1994 年の 16.3% から 1997 年には 28.0% と飛躍的に増加しているのは、1994 年のロンドン証券市場の国際化に伴い海外居住者がインターネット取引等を通じイギリスの株式へ投資が可能となったためと考えられる⁵¹。

5.3 海外投資家の内訳

2014 年 12 月 31 日現在、イギリスの証券市場における発行株式総額は約 1 兆 7 千億ポンドであり、このうちの約 54% である 9,286 億ポンドを海外の投資家が保有する⁵²。海外投

⁴⁷ *Ibid.* See also Jerry Coakley & Laurence Harris, *The city of capital: London's role as a financial centre* 171-177 (1983). アメリカで銀行が経済界において大きな力を持つことを恐れ、グラス・スティーガル法が制定されたように、イギリスにおいても BOE は金融機関が中央銀行としての地位を弱体化させるのではないかと恐れていた。アメリカについては、「第二部アメリカ編第三章 4.1.連邦主義」参照。

⁴⁸ ONS, *supra* note 7, at 8-9; ONS, *supra* note 12, at 9.

⁴⁹ ONS, *supra* note 4, at 5. ONS によると統計資料の“Rest of the world”には全てのタイプの海外投資家を含むため、海外の個人投資家も個人 (individuals) ではなく“Rest of the world”に含まれる。

⁵⁰ *Id.* at 3, 5-6. 1997 年から 2010 年の間の比較を行う場合は、2010 年に行われた sector allocation の更新を留意する必要がある。

⁵¹ *Id.* at 5.

⁵² *Id.* at 3, 12.

資家を国別に分類すると、全海外投資家のうち北アメリカが 46%、欧州諸国が 26%、アジア諸国が 16%を保有し、北アメリカの投資家は LSE に上場する企業の普通株式に直接投資するという方法で投資を増加させている⁵³。また、約 50%を占める北アメリカの投資家を分類すると、保有率が高いのが 49.7%を保有するミューチュアル・ファンド、約 20%を保有する年金基金であり、その他の機関投資家が 25.4%を保有しており、保有する株式価値は、それぞれ 2,111 億ポンド、837 億ポンド、1,078 億ポンドである⁵⁴。

⁵³ *Id.* at 12. See also Ajay Khorana et al., *Rising Tide of Global Shareholder Activism*, Citi's Financial and Strategy Group, 1 (Citi's Financial and Strategy Group, 2013). Citi の報告書は、2013 年の株主アクティビズムの現象を、企業の大小を問わず、あらゆる業種に、地理的な区域を越えてますます拡散する潮流、と表現している。

⁵⁴ ONS, *supra* note 4, at 12-13. なお、ミューチュアル・ファンドは unit trusts のことである。また、保険会社は 1.4%、銀行は 0.6%をそれぞれ保有する。

第三章 企業のガバナンス構造

コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割を評価するには、その前提として、会社法の機関構造の問題を考慮に入れる必要がある。本章では、企業のガバナンス構造を、2006年11月8日に成立した会社法（Companies Act 2006, 2006, c. 46：以下「2006年会社法」という。）に関し、1985年の会社法（Companies Act 1985, c. 6：以下「1985年会社法」という。）からの改正点を含み確認する。2006年会社法には、従来、判例法に委ねられていた内容を成文化化することで、会社法の現代化が図られている⁵⁵。これを踏まえて、会社法上、株主の行動を、株主利益と非株主利益の調整をどのように行われているのかという観点から、判例を通して検討する。

2006年11月8日、2006年会社法が成立した。2006年会社法は、全47編1300条の条文から構成される⁵⁶。イギリスの会社立法の主な目的は、企業や経済の国際的な競争力の向上であり⁵⁷、今回の会社法改正は、簡明さ、効率性、経費面における考慮を基礎に、1)イギリス企業の国際競争力の強化、2)外国企業によるビジネス拠点としてのイギリス選択のための法的環境の整備、3)専門家のみならず一般人にとっての利便性、を目的としている⁵⁸。

まずは、株主利益最大化を標榜しながらも企業は全ての正当な利害関係者に対して考慮義務を負うと定める取締役の一般的義務をステークホルダーとの観点から検討を行い、会社法上、株主としての機関投資家の行動に関しどのような制約があるのかについて検討す

⁵⁵ 川島いづみ「イギリス会社法における取締役の注意義務」比較法学 41 巻 1 号 (2007) 1, 6 頁。ただし、現行法との完全な統合は、そのために必要となる労力等を考慮して、当面は予定されていないことが指摘される。

⁵⁶ Companies Act 2006, CHAPTER 46, http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf, (2006). 川島いづみ=中村信男「イギリス 2006 年会社法 (1)」比較法学 41 巻 2 号 (2008) 362 頁以下。2006 年会社法については、1992 年以来、イギリス通商産業省 (the Department of Trade and Industry: 以下「DTI」という。)が見直し作業を行っていた。2006 年会社法は 1985 年会社法のほとんどすべての条文と、1989 年会社法 (Companies Act 1989, c. 40) および 2004 年会社 (監査、調査およびコミュニティー企業) 法 (Companies (Audit, Investigations and Community Enterprise) Act 2004, c.27) の会社法規定を、規定し直すとともに会社判例法の一部を条文化した規定を含む。また、これらに加え EU 指令に対応して 2000 年金融サービス市場法 (Financial Services and markets Act 2000, c.8) の一部を改正する条文等も含んでいる。

⁵⁷ 岩原紳作『商事法論集 I 会社法論集』(商事法務、2016) 17-18 頁。電子技術革新の下での株主総会の在り方の再検討、額面株式の廃止や減資手続の緩和等の資本維持制度の再検討、自己株式取得規制の緩和、取締役の利益相反規制の整備、取締役の報酬の完全開示や報酬委員会の独立性の確保、株主代表訴訟等の株主救済等の強化等が検討され、最近では、取締役の義務・責任規定の整備、会計ルールの作成を法律から会計基準審議会 (Accounting Standards Board) に原則として移すこと、小規模閉鎖会社規制を思い切って簡易化すること等も検討されているという点を挙げ、その方向は会社法のアメリカ化といえそうである、と指摘する。

⁵⁸ 大塚章男「イギリス 2006 年会社法における取締役の責任—会社の成功促進義務を中心として—」国際商事法務 42 巻 3 号 (2014) 359 頁。

る。さらに、イギリスの取締役会の特徴である非業務執行取締役の役割を確認し、最後にまとめる。

1. 取締役会の構造

基本的には株式会社の株主および取締役の機能および義務は、社員間契約たる基本定款・付属定款によって規制される⁵⁹。会社の業務運営に関する規制は、基本的には会社制定法よりも、社員間の契約である定款の規定にゆだねられることになり、したがって取締役に対する一般的な業務執行権の付与は、会社制定法に迫ってではなく付属定款による株主の権限の委任によってなされる⁶⁰。また、2006 年会社法は事業の運営を取締役の手にゆだねるとし、会社は少なくとも 1 名の取締役を、公開会社は少なくとも 2 名の取締役を置かねばならないとする⁶¹。

歴史的には、1970 年代、イギリスの取締役会もアメリカ同様、数字上は内部取締役によって構成され、CEO は取締役会の議長を兼任し、新しい取締役を選任し、取締役会を完全に支配していた⁶²。しかし、1990 年代に入り、相次ぐ企業不祥事や経営破綻を要因の一つとして、取締役会は独立性を重んじられるようになった⁶³。このため、社外取締役あるいは非業務執行取締役⁶⁴が 1980 年初頭には 33%であったが、1989 年には 44%になり、特に 5 億ポンド以上の売り上げがある企業では 50%に割合が増加した⁶⁵。同様に、1980 年には公

⁵⁹ 川内克忠『経営参加と会社法—イギリスにおける一展開—』（同文館出版、1981）28-29 頁。

⁶⁰ 川内・前掲注（59）29 頁。

⁶¹ Companies Act 2006, §154, §155. (§154: Companies required to have directors, §155: Companies required to have at least one director who is a natural person.) なお、本節（株主の権利）の法文の邦訳については、中村信男＝田中庸介＝イギリス会社法制研究会（代表者 川島いづみ）「イギリス 2006 年法（2）」比較法学 41 巻 3 号（2008）189 頁以下、194 頁、中村信男＝菊田秀雄＝イギリス会社法制研究会（代表者 川島いづみ）「イギリス 2006 年法（5）」比較法学 43 巻 1 号（2009）178 頁以下を参考にした。また、改正における新設規定として国務大臣の権限に関する規定（Companies Act 2006, §156. (§156: Direction requiring company to make appointment.))、取締役にかかる最低年齢規制の導入がある（Companies Act 2006, § 157-1. (§ 157: Minimum age for appointment as director.) See also Companies Act 2006, § 159-1, 2. (§ 159: Existing under-age directors.) これに伴い既存の 16 歳未満の取締役については当該規定の施行後に地位を喪失するものとする。）一方、1985 年会社法を承継する条文として、株主全員の同意がない限り、取締役の選任決議を各別に行う（Companies Act 2006, §160. (§160: Appointment of directors of public company to be voted on individually.) Companies Act 1985, §292 を継承。）、取締役選任決議が取り消されまたは無効となった場合でも当該取締役の行為がその影響を受けないという条文も 2006 年会社法に引き継がれている（Companies Act 2006, §161. (§161: Validity of acts of directors.) Companies Act 1985, §285 を継承。）。法文の邦訳として中村＝田中＝イギリス会社法制研究会・前掲注（61）191 頁。なお、中村らは、Companies Act 2006, §161 につき、日本法にはこの種の明文規定を欠いているだけに参考になるであろう、と指摘する。

⁶² Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2037. 当該論文が執筆された 1997 年の 25 年前の取締役会の構造について、述べている。

⁶³ For the details of Corporate Governance Reform, see *infra* notes 233-234 and accompanying text.

⁶⁴ For the details of non-executive directors, see *infra* notes 98-110 and accompanying text.

⁶⁵ Simon Holberton, *Corporate Governance: why the ideal board remains so elusive*, Fin. Times, July 4, 1990 at 10.

開企業の13%のみが監査委員会を設置していたが、1990年には45%の公開企業が監査委員会を設置するようになり、1980年の36%から1990年には62%の公開企業が報酬委員会を設置した⁶⁶。さらに、取締役会の議長とCEOの兼任している企業の割合については1989年の32%から1990年には25%と減少しているという調査結果もある⁶⁷。1990年代になると、投資家はコーポレート・ガバナンスに関心を持つようになり、中でも取締役会の議長とCEOの兼任について、イギリス保険協会（the Association of British Insurers: 以下「ABI」という。）は、企業内における権力の集中と闘争の原因となるとして、兼任に対し懸念を示した⁶⁸。

2. 取締役の義務：会社の成功を促進すべき義務

2006年会社法を軸に、歴史的背景から取締役会の構造を確認してきた。本節では、アメリカ会社法とは若干異なる方向に歩もうとしているようにもみえる取締役の一般的義務（General duties of directors）の一つである、会社の成功を促進すべき義務⁶⁹について条文の解釈を行い、続いてステークホルダーに関する判例の分析を通じて検討を行う⁷⁰。

会社の成功を促進すべき義務は「会社の取締役は、当該会社の社員全体の利益のために当該会社の成功を促進する可能性がもっとも大きいであろうと誠実に考えるところに従って行為しなければならない、且つ、そのように行為するに当たり（特に）次の各号に掲げる事項を考慮しなければならない」と172条第1項で規定し、考慮しなければならない事項として、a) 一切の意思決定により長期的に生じる可能性のある結果、b) 当該会社の従業員の利益、c) 供給業者、顧客その他の者と当該会社との事業上の関係の発展を促す必要性、d) 当該会社の事業のもたらす地域社会および環境への影響、e) 当該会社がその事業活動の水準

⁶⁶ *Ibid.*

⁶⁷ Simon Holberton, *Why the ideal board remains so elusive*, Fin. Times July 4, 1990, at 10. *See also* Norma Cohen, *Of hats and heads*, Fin. Times, Feb. 5, 1993 at 10. 一方、1991年から1993年にかけての調査では、トップ100企業のうち兼任している企業の割合は63%から73%に上昇している。

⁶⁸ Holberton, *supra* note 67, at 10.

⁶⁹ Companies Act 2006, §172. (§172: Duty to promote the success of the company.) Geoffrey Morse et al., *Palmer's Company Law: Annotated Guide to the Companies Act 2006* 166-169 (Sweet & Maxwell, 2007). *See* Saleem Sheikh, *A Guide to the Companies Act 2006* 403-404 (Routledge, 2008). 172条につき、1985年会社法の309条を引き継いだものであり、取締役は「今日行う決定が長期的に見て会社にどのような結果を引き起こすか」を自分自身に問いかけるべきである、と指摘する。 *See also* Paul L. Davies and Sarah Worthington, *Gower's Principles of Modern Company Law* ¶16-37 (Sweet & Maxwell, 10th ed. 2016). 会社の成功を促進すべき義務は、取締役に課された忠実義務（the loyalty duties owed by directors）の根本の現代版である、と指摘する。

⁷⁰ 本節（3. 会社の成功を促進すべき義務）の法文の邦訳については、中村＝田中＝イギリス会社法制研究会・前掲注（61）203頁、中村信男ほか、イギリス会社法制研究会（代表者 川島いづみ）「イギリス2006年法（7）」比較法学43巻3号（2010）269頁以下、を参考にした。

の高さに係る評判を維持することの有用性、f) 当該会社の社員相互間の取り扱いにおいて公正に行う必要性、を挙げる⁷¹。当該規定の重要な点は、1) 当該義務はあくまで会社の成功を達成する限りにおける株主以外のステークホルダーの利益を考慮する義務を課すものであり、換言すると、あくまでも株主利益のために会社を成功させることを目的とした法的義務の規定である、2) 取締役は「会社の成功を促進する可能性が最も大きいであろうと誠実に考えると従って行為」すればよく、「誠実さ (good faith)」の実施が取締役の義務の履行を測る、という 2 点である⁷²。

172 条の取締役の会社の成功を促進すべき義務の履行は第 417 条⁷³に規定される事業報告により担保され、第 417 条に定める報告義務の効果として取締役はステークホルダーの利益考慮に関し意識せざるを得なくなる⁷⁴。第 172 条によると取締役がステークホルダーの利益に注意を払うことは明白であり、特に取締役が最も会社の事業の発展、成果および状況を測定するのに適切な KPI (Key Performance Indicators) ⁷⁵を選択するというプロセスの重要性は、第 417 条によってさらに強化されている⁷⁶。イギリスでは会社法制度の議論の過程で 417 条の開示規定は一度消滅したにもかかわらず復活して現在のようになった。それはこれらの情報が適切な企業評価にとって不可欠であるという機関投資家のニーズの存

⁷¹ Companies Act 2006, §172-1. See Andrew Keay, *Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach'*, 29 Sydney L. Rev. 577, 599 (2007). Keay は、a) について、立法が取締役に、短期的な株主利益以外の利益を考慮することを許可したことが一番の評価すべき点である、と指摘する。

⁷² 大塚・前掲注 (58) 362, 368-369 頁。1) について他のステークホルダーの利益の考慮は、株主全体の利益のために会社の成功を促進する範囲までしか及ばないことから、取締役が§172-1 の要素を考慮せずに意思決定を行った場合でも、その意思決定が会社の成功を促進させる可能性があれば、裁判所が取締役の義務違反を認める可能性は低いであろう、と指摘している。また、2) について Lowry は、取締役が会社の成功を促進するという目的で行う殆ど全ての誠実な決定 (*bona fide decision*) について取締役からの抗弁を許すことになるであろう、と指摘し、一例として、取締役が短期的な会社の利益よりも従業員の利益を重んじる場合、それが誠実に (*in good faith*) なされたのであれば、責任追及から免責されるであろう、という例を挙げている。John Lowry, *The Duty of Loyalty of Company Directors: Bridging the Accountability GAP through Efficient Disclosure*, 68 Cambridge L. J. 607, 621 (2009).

⁷³ Companies Act 2006, §417. (§417: Business review.) Morse et al., *supra* note 69, at 336-338. 417 条 2 項は「事業報告の目的は、取締役が第 172 条に定める義務 (会社の成功を促進する義務) を如何に果たしたかについて、会社の構成員に情報を開示し、構成員の評価を助けることである」と規定し、事業報告の目的を定めている。See Sheikh *supra* note 69, at 884. Sheikh によると、415 条から 419 条は取締役の報告 (Directors' Report) に関する条文であり、1985 年会社法の§234, 234ZZA, 234ZZB, 234A, 246(4)(a), 246(2A), 246(8)を引き継いだものである。See also Lowry, *supra* note 72, at 621. Lowry は、第 417 条の内容は CSR のエッセンスを要約している、と指摘する。

⁷⁴ 大塚・前掲注 (58) 364-365 頁。第 172 条の会社の成功を促進する義務を取締役に履行させるうえで、事業報告の作成がその中核部分を構成するものであることは明白である、と指摘している。

⁷⁵ See Companies Act 2006, §417-6. 「事業報告は、当該会社の事業の発展、成果および状況を理解するために必要な限りで、次の各号に定める項目を含まなければならない。(a) 財務上の主要なパフォーマンス指標を用いた分析、(b) 適切な場合には、環境および従業員に関する情報を含む、他の主要なパフォーマンス指標を用いた分析『主要なパフォーマンス指標 (KPI)』とは、会社の事業の発展、成果および状況を効果的に測定するファクターを意味する。」

⁷⁶ Lowry, *supra* note 72, at 622.

在があり、その制度化について、抵抗がほとんどなかったのは上場会社を中心として実務上すでに普及していたという背景がある⁷⁷。

第 172 条 1 項の真の重要性はその規範的機能にあり⁷⁸、第 172 条と第 417 条の相互関係は、開示制度構築という目的を促進するのに重要であり、忠実義務の核心部を補強し、その実施を経済的に効率化する、と考えられる⁷⁹。

イギリス会社法は日本やアメリカと同様に取締役の選任解任権を株主にのみ付与しているが、第 172 条のようなステークホルダーへの利益考慮義務が存在するのは、基本的にはイギリス会社法のみである⁸⁰。また、第 172 条 1 項(b), (c), (d)項の各ステークホルダー利益に対する考慮義務は、EU が提唱する CSR 論が影響を与えていると考えられる⁸¹。172 条について、2006 年会社法は取締役の義務に長期的な株主価値最大化（Enlightened Shareholder Value: 以下「ESV」という。）⁸²を規定し、取締役の意思決定にステークホルダーを考慮に入れるために、第 172 条で取締役に会社の成功を促進するという義務を課している、と指摘する見解もある⁸³。アメリカでは、取締役は株主、会社に対して信認義務を負い多数説は株主利益最大化説をとっている⁸⁴、とされる一方、イギリス会社法において取締役は会社に対し受託者としての義務（fiduciary duty）を負い、これに加えて会社の成功

⁷⁷ 上妻義直「英国 2006 年会社法における CSR 情報の開示規定」會計、173 巻第 6 号（2008）869-873 頁。2006 年 1 月、Companies Act 2006 の成立過程において、現在定められている項目の一部は免除されることとなったが、その後、現在の規定に復活した。

⁷⁸ 大塚・前掲注（58）365 頁。

⁷⁹ Lowry, *supra* note 72, at 622.

⁸⁰ 大塚・前掲注（58）368-369 頁。

⁸¹ 大塚・前掲注（58）361 頁。大塚は、従来のコモンロー原則から導き出されたものではなく CSR 論の影響を指摘する。

⁸² Eric Pichet, Enlightened Shareholder Theory: Whose Interests Should Be Served by the Supporters of Corporate Governance? 353-362 (Corpotate Ownership and Control, Vol. 8, Nos. 2-3, Winter 2011), available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1262879>. Pichet による、「企業の長期的な利益において法律に遵守し企業の戦略を確立する一方、年次株主総会を通じ、あるいは取締役会に委任した権限を通じて、企業の適切な機能を株主が得ることができる内部組織から構成されるシステム」の提唱。

⁸³ See Renginee G. Pillay, *Hampel Report (UK) and CSR*, in Encyclopedia of Corporate Social Responsibility, at 1333-1334 (S. O. Idowu et al. eds., 2013). Pillay は、Hampel Committee の報告書を取り上げ、当該報告書ではステークホルダーに対する取締役の責任について立法的な視点から再定義はしていないが一方、Hampel Committee は、取締役は短期的よりもむしろ長期的な株主価値に集中するという点から、企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility: 以下「CSR」という。）の擁護者が提唱するように、取締役は意思決定においてステークホルダーを考慮に入れようとしており、2006 年会社法は取締役の義務に ESV を規定し、第 172 条で取締役に会社の成功を促進するという義務を課している、と指摘している。For the detailed discussion of Hampel Committee, see *infra* notes 283-290 and accompanying text.

⁸⁴ 大塚章男「コーポレート・ガバナンスにおける今日的課題—権限集中と利益調整原理—」筑波ロー・ジャーナル 10 号（2011）51, 73 頁。日本では取締役の善注意義務・忠実義務は会社に対して負うとされてきたのに対し、アメリカでは会社か株主か意識されずに信認義務が使用されている点を指摘し、この議論の実益は会社の存在意識の解明の一助ともなろう、と述べている。

を促進する義務がある⁸⁵。これらの点を鑑みると、イギリス会社法はアメリカ会社法とは若干異なる方向に歩もうとしているようにも見える⁸⁶。他方で、アメリカや日本の会社法と比較し、積極義務としてステークホルダーの利益を考慮すべきと述べていることが特色であると同時に、ステークホルダーの利益考慮はあくまで株主利益の促進のためであるという点は、留意すべきである⁸⁷。

株主とステークホルダーとの利害調整において、172 条は株主利益を促進するという前提においてステークホルダーの利益を考慮すべきである、と規定する⁸⁸。172 条で規定する会社構成員全体の利益のための会社の成功 (the success of the company for the benefit of its members as a whole) における成功は、i) 構成員全体の利益となるように、ii) 企業の成功を促進するために取締役の誠実な経営判断はなされなければならない、iii) 取締役は構成員全体の長期的な利益となるように判断される決定をしなければならない、と解釈される⁸⁹。また、172 条 1 項(a)は、取締役は（とり得る）あらゆる決定により長期的に生じる可能性のある結果を考慮すべきである、と規定されるが、これは政府の White Paper⁹⁰における原案とは異なる⁹¹。原案では、取締役がとり得る行動から生じる可能性のある（短期ないし長期的な）結果を考慮すべきである、と規定されていた⁹²。その後、政府は「長期的 (long-

⁸⁵ 大塚・前掲注 (58) 363, 369 頁。取締役が会社に対して負う義務につき、石山卓磨「英国会社における取締役の義務規定の改革—取締役の注意・技能・勤勉義務を中心として—」石山卓磨ほか編『酒巻俊雄先生古希記念 21 世紀の企業法則』（商事法務、2003）81 頁以下。石山は、イギリスでは高度な知識・経験を備えた取締役にあって低いレベルの注意義務を課す必要はなく、客観的基準（行為者の属する職業や社会的地位に対応して通常一般的に期待される程度の抽象的・一般的な注意義務）を高めるために主観的基準を併用する方向で展開されてきたイギリスにおける立法論議は、日本の取締役の善管注意義務を考察するうえでも一つの参考資料となるであろう、と指摘している。

⁸⁶ 大塚・前掲注 (58) 369 頁。例えば、Williams & Conley は、アメリカのコーポレート・ガバナンスが株主価値に焦点を当て続けているのに対し、イギリスは株主価値とステークホルダー・アプローチの要素を合わせた「第三の道」を進み始めているようだ、と指摘する。これに対し、大塚は、そこまでの評価ができるかは疑問ではあるが、株主価値最大化論からの中庸的アプローチとして今後の進展を見守りたい、と意見を述べている。Cynthia A. Williams & John M. Conley, *An Emerging Third Way – The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct*, 38 Cornell International L. J. 493, 496 (2005). See also Lowry, *supra* note 72, at 621; Andrew Keay, *Moving towards Stakeholderism? Constituency Statutes, Enlightened Shareholder Value, and all that: Much Ado About Little?*, Working Paper, Jan. 4, 2010, at 14. 一方、Keay は Connecticut 州等で採用されている買収時における取締役のステークホルダーの利益を考慮すべきという規定 (e.g. Conn. Gen. Stat. §33-756) とイギリス 2006 年会社法の第 172 条における ESV (長期的な株主価値最大化) を対象とするアメリカ、イギリスはコーポレート・ガバナンスへのステークホルダー・アプローチに向かっているか、という研究において、立法はステークホルダーに焦点を当てるという意味では大きな貢献をしたが、実際にステークホルダー主義 (stakeholderism) に舵を切ったかという点、それは殆どない、とまとめている。

⁸⁷ 大塚・前掲注 (84) 70 頁。

⁸⁸ See *supra* note 87 and accompanying text.

⁸⁹ Morse et al., *supra* note 69 at 166-167.

⁹⁰ Company Law Reform, Cm.6456 (2005).

⁹¹ Morse et al., *supra* note 69 at 169.

⁹² John Birds, *The Reform of Directors' Duties, in The Reform of United Kingdom Company Law* 161 note 1 (John de Lacy ed., Cavendish, 2002).

termism)」を 2006 年会社法に挿入するという重要な変更を行った⁹³。Ultra vires を適用して調整した裁判例に以下のものがある。

・ Evans v. Brunner, Mond & Co., Ltd⁹⁴

化学工業のリーディングカンパニーがあらゆるタイプの化学教育と研究を促進するために取締役の任意の選択によるイギリスの大学あるいは科学研究機関に 10 万ポンドの寄付を行うことを決定した。これが取締役の裁量権を逸している (ultra vires) として争われたが、化学に貢献しようという人口が不足していることから、また大企業あるいは重要な産業であればその領域の教育は化学の発展を促進することから、当該企業が「訓練された専門家の宝庫」を創造することを目指し資産を投入することは正当な貢献であると判示された。

・ Parke v. The Daily News Ltd. And Others⁹⁵

新聞に関するビジネスを売却する際、取締役たちは売却益から費用を差し引いた差額を従業員および従業員の年金の補償のための支払いに充てることを提案したが、株主がこれに対して訴えを提起した。この訴えに対し、取締役が会社の従業員の利得のために株主の利益をないがしろにすることは取締役の義務に反する、言い換えれば取締役の裁量権を超えている (ultra vires) と判示し、会社の利益は株主の利益を意味すると理解されるべきと述べた。

なお、Parke の判決後、1980 年の会社法改正において 46 条で、株主に対する義務が従業員の利益考慮に拡張され、1985 年会社法の 309 条に統合され⁹⁶、この 309 条が 2006 年会社法の 172 条に引き継がれている。また、1985 年会社法の従業員の利益考慮は、2006 年会社法ではステークホルダーの利益考慮へと拡張された。また、Parke 判決における従業員への補償は 2006 年会社法の下では、172 条で解決されたことであろう。具体的には、2006 年会社法 172 条 1 項(a)は、一切の意思決定により長期的に生じる可能性のある結果 (the likely consequences of any decision in the long term) を考慮すべきである、と定めており⁹⁷、従業員に対して補償することは、長期的な会社の利益という観点から適切な行為であると考えられる。

⁹³ Morse et al., *supra* note 69 at 169.

⁹⁴ Evans v. Brunner, Mond & Co., Ltd [1921] 1 Ch. 359. See Theodore W. Cousins, *How Far Corporations may Contribute to Charity*, 35 Va. L. Rev. 401, 403-404, 405, 424 note 132 (1949). Cousins は会社の行為が会社の目的のためであり、なおかつ会社の促進に貢献するものであれば、ultra vires とはみなされないであろう、と指摘する。

⁹⁵ Parke v. The Daily News Ltd. And Others [1962] Ch 927, [1962] 2 All ER 929, [1962] 3 WLR. 566. See Ian B. Lee, *Peoples Department Stores v. Wise and The "Best Interests of the Corporation"*, 41 Can. Bus. L.J. 212, 214-215 (2005).

⁹⁶ Nicholas Bourne, *Bourne on company law* 179 (Routledge, 7th ed. 2016).

⁹⁷ Companies Act 2006, §172(1)(a).

ステークホルダーの利益考慮はあくまで株主利益の促進のためであるという点は、留意すべきである一方、株主利益最大化の観点から必ずしもステークホルダーの利益が認められないわけではない。会社全体の利益につながるかどうかという観点から、株主の利益に、172 条は一定の制限を課していると考えられ、それはすなわち一株主である機関投資家の行動にある一定の制限を課すと考えられる。

3. 非業務執行取締役

機関投資家がアクティビズムやエンゲージメントにおいて自らの意見を表明する場合、あるいは株主として意見を提起する場合、機関投資家と常勤の取締役のパイプ役という重要な役割を果たすのが非業務執行取締役である⁹⁸。こうした点から、本節においては、非業務執行取締役について論じる。

非業務執行取締役の役割は、具体的には、取締役に求められるモニタリング機能のうち、財務面と内部統制の適性の責任を負う、といえる⁹⁹。実際、1992 年に Sir Adrian Cadbury を議長とする委員会（以下「Cadbury 委員会」という。）¹⁰⁰は、会計監査や監督者としての取締役会の役割に焦点を当て、社外取締役の機能として重視したのが利益衝突の場面であった¹⁰¹。言い換えれば、Cadbury 委員会は設立当初から不正会計問題を中心とした企業不祥事への対応および財務報告書に対する信頼回復を議論の中心としていたことから、経営者の行為に対し疑いが生じるという利益衝突の場面における監督としての社外取締役に期待した、と考えられる。こうした点から、非業務執行取締役の主要な役割は取締役会に求められるモニタリング機能のうち知見を活かした効率性の観点からの監視および利益相反性の監視であるといえるであろう。

第一に、非業務執行取締役に対し要求することは独立性である¹⁰²。社外経験を基礎にした独立性は、役員報酬の決定、経営陣による自社の買収である Management Buyout 時に特

⁹⁸ 「第四章 2 株主アクティビズム：株主の集团的行動」参照。

⁹⁹ 藤川信夫「忠実義務と非業務執行取締役の考察」日法 80 巻 3 号（2015）439, 442-443 頁。

¹⁰⁰ Cadbury 委員会の詳細につき「第五章コーポレートガバナンス・コード」参照。

¹⁰¹ 川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋ほか編『企業の健全確保と取締役の責任』（有斐閣、1997）3 頁、26 頁（注 67）参照。

¹⁰² Holberton, *supra* note 67, at 10. 非業務執行取締役を普及させるために BOE および LSE を中心に 1982 年に設立されたのが、Promotion of Non-Executive Directors（以下「PRO NED」という。）であった。Zhao は、PRO NED は、非業務執行取締役の役割について、フルタイムの執行役員のみから構成される取締役会にはない知識、経験、判断およびバランスを取締役会にもたらし、すなわち、取締役会の議論や意思決定に新鮮で広い視野をもたらす、と指摘する。Yuan Zhao, Corporate Governance and Directors' Independence 30 (2011), (quoting The Promotion of Non-Executive Directors, *Role of the Non-executive Director. A Booklet prepared for PRO NED*, February 1982). その後、1993 年には企業の取締役会是非

に重要である¹⁰³。具体的には非業務執行取締役はあらゆる業務の執行から独立を保ち、企業の経営や行動規範に至るまで独立した判断を行う取締役である¹⁰⁴。非業務執行取締役は、その後コーポレートガバナンス・コードが成立するまでにその過程となる種々の報告書で採用され、2003年には非業務執行取締役の役割に関する報告書¹⁰⁵も公表されている。さらに2010年に成立したコーポレートガバナンス・コードでは新たに非業務執行取締役に関する主要原則が規定され、その役割が明確化されるなど、イギリスのコーポレート・ガバナンスにとって欠かすことのできない重要な役割を担っている。こうした非業務執行取締役の歴史的背景や2010年度のコードにおいて定められた非業務執行取締役の主要原則については、第五章のコーポレートガバナンス・コードの背景において確認する。

第二に、非業務執行取締役の役割は、他企業で得た知見や経営に関する戦略について助言を行うという経営陣に対する効率性の観点からの監視に加え、コーポレートガバナンス・コードに明記されるように、財務情報が適切か、リスクマネジメントが企業を防御するよう働いているかといった点に関して責任を負い、業務執行役員の業績を精査・監督するという役割がある¹⁰⁶。これは2001年のEnronの経営破綻後における不正行為防止の強化のため、2002年4月、非業務執行取締役の役割等に関する検討をSir Derek A. Higgsに委嘱し、2003年1月に公表された「非業務執行取締役の役割に関する報告書」（以下「Higgs報告書」という。）¹⁰⁷に端を発する。Higgs報告書によると非業務執行取締役の役割に関する提案の一つとして、従来の統合規範¹⁰⁸にはなかった財務上の経験が記された¹⁰⁹。具体的には、「取締役会は少なくとも独立した3名の非業務執行取締役からなる監査委員会を設けるべきである。監査委員会の3名のうち少なくとも1名は、顕著で、最近の、かつ適切な財務経験（significant, recent and relevant financial experience）を有するべきである」と明記する¹¹⁰。

業務執行取締役からのみ構成させる監査委員会を設置すべきという点につき、Norma Cohen, Auditing role urged for non-executive directors, Fin. Times, Mar. 22, 1993 at 6.

¹⁰³ Holberton, *supra* note 67, at 10.

¹⁰⁴ See also ICAS, *Non Executive Directors, Their Role and Responsibilities in a Private Company*, 3 (2009), https://www.icas.com/__data/assets/pdf_file/0014/2417/Non-Executive-Directors-Roles-and-Responsibilities-in-a-Private-Company-ICAS.pdf. 非上場企業についてもガイドラインが作成されており、非業務執行取締役を採用する理由として、例えば、専門家の知識、技量、名声を使うことができ、また新たなビジネスチャンスの獲得に加え、経営陣の利益相反を監督するという役割を担う、としている。

¹⁰⁵ For the detailed discussion of non-executive directors, see *infra* note 302 and accompanying text.

¹⁰⁶ 詳細については、「第五章 1.4.C 非業務執行取締役」参照。

¹⁰⁷ Sir Derek A. Higgs, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors* (2003) <http://www.ecgi.org/codes/documents/higgsreport.pdf>.

¹⁰⁸ 2003年版統合規範につき、「第五章 1.32003年版統合規範」参照。

¹⁰⁹ 川島・前掲注（55），7頁。

¹¹⁰ Sir Derek A. Higgs, *supra* note 107 at 90 (D.3.1).

第四章 機関投資家の行動と限界

機関投資家の企業のガバナンスへの関与を理解するためには、その手段となる株主の権利を確認する必要がある。また、機関投資家は一つの会社に対し大きなポジションを持つことから、支配株主になった場合、少数株主の保護という観点から、あるいは資産運用者としての受託者の観点から、機関投資家の行動に制限はないのか、を検討する必要がある。こうした観点から本章では、機関投資家の行動に伴う株主の権利および義務を、会社法および受託者の義務を定める制定法や年金法を中心とした特別法等の法規制の観点から、検討する。

まず、イギリスの会社法で規定される株主の権利のうち株主提案権に該当する制度について確認し、次に少数株主の保護に関する会社の社員による申立について判例から検討を行い、さらに、受託者としての義務の履行を法規制の観点から確認する。その後、議決権の行使に関し、株主の集団的及び個々株主の行動について分析、検討する。

1. 株主の権利

イギリスでは、1980年代後半から企業に対し株主の強行的な行動が見られるようになったが、主に費用面から大々的に行われておらず、通常ひそかに隠れるように行われてきた¹¹¹。このような理由から、本節では、企業のガバナンスにおける機関投資家の役割を検討する上で必要な株主としての権利である株主提案権について確認する。なお、イギリスの制度では、株主提案権は提案説明書の回付請求権および公開会社における議案等回付請求権に相当するため、これらを分析することとする¹¹²。また、2006年会社法には1985年会社法の459条を踏襲する規定として994条に会社の社員による申立（Petition by company member）が存在する。994条の条文の解釈と判例から、株主、特に少数株主が会社法の下でいかに保護されるのかを検討する。

1.1 株主提案権にあたる制度

株主は、会社に対し、a) 当該株主総会において取り扱われるべきものとして当該議案において示された事項、またはb) その他当該株主総会において取り扱われるべき事項、に定める事項に係る1000語以下の提案説明書を、株主総会の招集通知を受ける権利を有する当該会社の株主に対して回付するよう請求することができる（以下「提案説明書の回付請求権」

¹¹¹ イギリス会社法は株主に必要な権限を与えているが、様々な理由で株主はほとんどその権利を行使しない、という指摘もある。See Jonathan Charkham, *Corporate Governance and the Market for companies: Aspects of the Shareholders' Role* 7 (Bank of Eng. Discussion Paper No.44, 1989). See *id.* at 2034.

¹¹² なお、法文の邦訳につき、中村＝田中＝イギリス会社法制研究会・前掲注（61）。

という。) ¹¹³。また、公開会社の株主は、次の年次株主総会の通知を受ける権利を有する当該会社の株主に対して、当該株主総会に適切に提出することができかつ提出を意図する議案にかかる通知を発することを、会社に請求することができる（以下「議案回付求権」という。） ¹¹⁴。なお、欧州経済領域（European Economic Area）内の取引所にその議決権つき株式を上場している会社は、年次株主総会において扱われるべきあらゆる事項を審議事項に追加するよう請求することができる（以下「議事回付請求権」という。） ¹¹⁵。議題に関連する議案を提出することなく、提案理由とともに議題のみを提出することも可能としなければならないが、議事回付請求権は、そのような議題のみを提出を可能にするために設けられたものである ¹¹⁶。

1) 株主提案権を行使できる株主の資格

説明書回付請求権、議事回付請求権および議案回付請求権は同じ行使要件が定められており、年次株主総会において行使することのできる議決権を有する全株主の有する総議決権数の 5% 以上を有する株主、または、年次株主総会において行使することのできる議決権を有する 100 人以上の株主で、その払込金額の 1 人当たりの平均が 100 ポンド以上である株主である ¹¹⁷。なお、説明書回付請求権に関しては、当該説明書に関連する議案について議決権を有するものでなければならない ¹¹⁸。

2) 提案内容に対する制約

説明書送付請求権について株主に対し送付を請求できる説明書は 1000 語以内のものに限られ ¹¹⁹、議案回付請求権について次の年次株主総会の通知を受ける権利を有する当該会

¹¹³ Companies Act 2006, §314-1. (§314, Members' power to require circulation of statements.) See Davies & Worthington, *supra* note 69, at ¶¶15-49. しかし、年次株主総会前に説明書を送付するだけでは株主にとって十分ではない。なぜなら、株主は説明書の送付のみを希望するかもしれないし、たとえば、株主は提案するよりもむしろ会社の提案に反対することを望んでいるかもしれないからである。

¹¹⁴ Companies Act 2006, §338-1. (§338, Public companies: members' power to require circulation of resolutions for AGMs.)

¹¹⁵ Companies Act 2006, §338A-1. (§338A, Traded companies: members' power to include other matters in business dealt with at AGM.). 松尾健一「II. イギリスにおける株主提案権制度」一般財団法人 比較法研究センター『株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書』<http://www.moj.go.jp/content/001182033.pdf>, (2017.1.5), 51 頁。(議事回付請求権は、上場会社における株主の一定の権利の行使に関する EU 指令を国内法化するために設けられたものである。なお、EU 指令につき、Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:EN:PDF>.)

¹¹⁶ 松尾・前掲注 (115) 51 頁。See Companies Act 2006, §319A (Traded companies: questions at meetings); 参加しているメンバーによってなされた質問に対して、会社は答えなければならない (質問権の対象)。

¹¹⁷ Companies Act 2006, §314-2, 338-3 and 338A-3.

¹¹⁸ Companies Act 2006, §314-3. 松尾・前掲注 (115) 51 頁 (注釈 13) 参照。

¹¹⁹ See *supra* note 113 and accompanying text.

社の株主に対して、当該株主総会に適切に提出することができるものに限定されている¹²⁰。また濫用に対処するために、1) 説明書送付請求権については、当該会社または権利を侵害されたと主張する第三者による申立てに基づき、裁判所が、権利が濫用されていると認めたときは、会社は当該説明書を株主に送付することを要せず¹²¹、2) 議案回付請求権については、議案が一定の事由に該当する場合には、会社は年次株主総会に提出する義務を負わない¹²²。なお、議案回付請求権について、通知を請求することができる議案の数に制限はない¹²³。

3) 費用負担

説明書および議案の通知にかかる費用については、2006 年会社法までは、原則として提案した株主が負担することとされていたが¹²⁴、2006 年会社法では、公開会社の年次株主総会における議案に関する説明書¹²⁵の回付、および議案の回付¹²⁶にかかる回付義務の遵守にかかる会社の経費は、会社による議案の回付を要求するに足るだけの請求が当該株主総会に先立つ会計年度末までに受領された場合、当該議案の回付を請求した株主は支払う必要がない（会社が負担する）とされた¹²⁷。

4) 株主総会の招集請求権に関する改正点

株主は取締役に対し、当該会社の株主総会の招集を請求することができる¹²⁸。総会の招集を請求した株主が提案した議案は、1) 当該提案が、たとえ可決されたとしても（法規または当該会社の定款の違反を理由とするとき、またはそれ以外の理由により）決議が効力を有しない場合、2) 当該提案が他者の名誉を毀損するものである場合、または、3) 当該提案が、明らかに法的根拠を欠くものであるか（frivolous）、または、嫌がらせ目的である

¹²⁰ Companies Act 2006, §338-1.

¹²¹ Companies Act 2006, §317-1. (§317, Application not to circulate members' statement.) 松尾・前掲注 (115) 55 頁 (注釈 32)。1985 年会社法では「他人の名誉を毀損する事実不必要に公表するために」説明書送付請求権が濫用されていると裁判所が認めるときには、取締役は説明書を送付することを要しないこととされていた (§377-3) のに対し、2006 年会社法では、そのような限定は取り払われた。

¹²² Companies Act 2006, §338-2. なお、一定の要件とは①可決されたとしても（制定法または会社定款その他のいずれかに反するため）無効である場合、②他者の名誉を毀損する場合、または、③明らかに法的根拠を欠く（frivolous）か、あるいは嫌がらせ目的である（vexatious）場合、である。

¹²³ 松尾・前掲注 (115) 54, 60 頁。説明書については、提案権の濫用に該当するか否かについて事前に裁判所の判断を受けない限り、会社は提案を拒絶できない。他方、公開会社の議案回付請求については、事前の裁判所の審査は要求されていない。

¹²⁴ Companies Act 1985, §377-1(b). 松尾・前掲注 (115) 53 頁。

¹²⁵ Companies Act 2006, §314, 315 に基づく説明書。

¹²⁶ Companies Act 2006, §338, 339 に基づく議案。 (§339, Public companies: company's duty to circulate members' resolutions for AGMs.)

¹²⁷ Companies Act 2006, §316-1, §340-1, 340B-1. (§316, Expense of circulating members' statement), (§340, Public companies: expenses of circulating members' resolutions for AGM.), (§340B, Traded companies: expenses of circulating members' matters to be dealt with at AGM.)

¹²⁸ Companies Act 2006, §303-1. (§303, Members' power to require directors to call general meeting.)

(vexatious) 場合、のいずれかに該当しない限り株主総会において提案することができる

129。

1.2 会社の社員による申立

次に、少数株主の保護の点から、会社の業務 (company affairs) が社員の利益を不公正に侵害する場合の救済について、すなわち、不公正な侵害に対する救済 (unfair prejudice remedies) (994 条) について条文の解釈を行い、その後判例から少数株主がどのように会社法上保護されるのかという観点から一つの会社で大きなポジションを保有する機関投資家が多数派株主になった場合を念頭に検討を行う。

994 条 1 項は、「会社の社員は、次の各号に掲げることを理由として、裁判所に対して、本編に基づく命令を申し立てることができる。(a) 会社業務が、(当該申立人を含む) 全部または一部の社員の利益を不公正に侵害する方法で、現在または従来から執行されていること、または、(b) (会社のためにする作為又は不作為を含めて) 会社の現在もしくは将来の作為または不作為が、現在または将来において、侵害的であること」と規定する¹³⁰。

994 条は、会社の業務執行によって、株主の利益が侵害される場合に、株主が被った不公正な侵害に対する救済を裁判所に申し立てることを認める、イギリス法系会社法に特有の制度である¹³¹。19 世紀後半以降、多数派株主は少数株主の不公正な損害 (unfair detriment of minority shareholders) となるように権利を行使してはならない、と裁判所は認識しており、初期の判例である *Menier v. Hooper's Telegraph Works Limited*¹³² においては多数派株主の信認義務 (fiduciary duty) を明確にすることなくこの結論に至った¹³³。イギリスの裁判所はこのようなケースを不公正な侵害 (unfair prejudice) という標題の下で取り扱ってきたが、現在は 2006 年会社法 994 条に明記された¹³⁴。なお、少数株主の権限については会社法で細かく規定されている。1985 年会社法において、例えば、15%の株式を保有する場合、企業の目的のキャンセルあるいは変更を求めて裁判所に訴えることができる (Sec. 5) ¹³⁵。

¹²⁹ Companies Act 2006, §303-5.

¹³⁰ Geoffrey Morse et al., *supra* note 69, at 734. なお、法文の邦訳については、イギリス会社法制研究会編『イギリス会社法—解説と条文—』(成文堂、2017) 699-700 頁、を参考にした。

¹³¹ イギリス会社法制研究会編・前掲注 (130) 699 頁。

¹³² *Menier v. Hooper's Telegraph Works Limited* [1874-1880] All ER Rep Ext 2032.

¹³³ Andreas Cahn & David C. Donald, *Comparative Company Law: Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA* 575-576 (Cambridge University Press, 2010).

¹³⁴ *Id.* at 576.

¹³⁵ *Palmer's Company Law Manual* ¶ 6-087 (Richard Smerdon ed., Sweet & Maxwell, 2000).

多数派株主の少数株主に対する不公正な侵害に対する行為に対し、イギリス裁判所は多数派株主を信認義務に対する判決と同様の方法で判例法によって規律してきた¹³⁶。すなわち、少数者に対する詐欺（*Fraud against the minority*）は断じて許されない¹³⁷。一方、アメリカ、Delaware 州においては、多数派株主であろうとなかろうと、支配株主は少数株主に対して誠実義務を負う、と判示されてきており¹³⁸、アメリカが多数派株主の義務であるのに対し、イギリスでは少数株主の権利として会社法によって保護されている。次に、実際に判例から分析を行う。

・ **Menier v. Hooper's Telegraph Works Limited**¹³⁹

Hooper's Telegraph Works Limited（以下「Hooper」という。）は European and South American Telegraph Company（以下「ET」という。）の多数派株主である。ET の Chairman が間接的に横領を行い Hooper は ET を解散しその売却益を Hooper が着服したので Menier が少数株主の代表として訴えを提起した。Menier は ET の株式を 2,000 株保有していたのに対し、Hooper は 3,000 株保有しており、残りの 13 の株主は 25 株ずつのみしか保有していなかった。裁判所は、一連の行為により多数派株主は少数派株主の費用でもって不法に利得を得たことを指摘し、裁判所が可能なこととして、少数派株主は保有株式の比率に応じた利益を得る権利を有する、と判示した。

・ **London School of Electronics Ltd**¹⁴⁰

London School of Electronics Ltd（以下「L 学校」という。）は、Y 学校と X が協力して設立した学校であり、X は L 学校の少数株主であり兼取締役でもあり、Y 学校の実務取締役でもあった。また、Y 学校の株主 A 及び G は L 学校の実務取締役でもあった。X と A 及び G の関係が悪化し、A および G は L 学校の実質的にすべての学生を Y 学校に移籍させ、将来の学生もすべて Y 学校に登録されるとした。またその直後、取締役会にて X を L 学校の実務取締役の地位から解任することが決議された。これに対し X も競争相手となる別の学校を設立し、L 学校の学生の多くをこの機関に移籍させるといった行動に出た。Nourse J 判事は現在の学生の Y 学校への移籍および新たな学生の Y 学校への登録はともに少数株主である X の利益への不公正な侵害（*unfair prejudicial to the interests of the petitioner*）であると判示した。本件においては、訴えを起こすものは必ずしも潔白である必要はなく、当該案件において不正行為を働いている場合でも訴えを提起することができる、というその後の裁判が参照する例となっている¹⁴¹。

¹³⁶ *Ibid.*

¹³⁷ *Ibid.*

¹³⁸ 「第二部アメリカ編第四章 1.3. 支配株主の信認義務」参照。

¹³⁹ [1874-1880] All ER Rep Ext 2032. *See* Simon Goulding, *Company Law* 348 (Taylor & Francis, 2nd ed. 1999).

¹⁴⁰ London School of Electronics Ltd [1986]Ch 211; [1985] BCLC 273. *See* Joffe, *supra* note 146, at 181.

¹⁴¹ Bourne, *supra* note 96, at 246.

・ **O'Neill and another v Phillips and others, Re a company**¹⁴²

多数派株主が少数株主に対する平等な利益分配を打ち切ったことは少数株主に対する不公正な侵害かどうかを争った裁判。1985 年、Phillips は会社の全株式を保有していたが、従業員である O'Neill に 25%を譲り、彼を取締役に採用した。1985 年、Phillips は退職し、O'Neill が単独の代表取締役となった。1990 年、Phillips は 50%まで株式を譲渡する旨、O'Neill と話し合いを行ったが契約書は交わさなかった。1991 年、O'Neill の経営の下、会社の経営状態が悪くなり、Phillips が会社に復活し、O'Neill にはドイツの支店を任せ、代表取締役ではなくなり、給料と 25%保有する株式の配当金を受け取るようになった。こうした状況の中、O'Neill は、会社の行為は自分の利益に対する不公正な侵害であるとして、当時の 1985 年会社法 459 条（2006 年会社法 994 条）のもとで訴えた。第一審では、O'Neill が勝訴したが、Phillips が貴族院に訴え、O'Neill は株式に対する配当および 25%を超えた株式の付与を取りやめたことは O'Neill の株主として、会社の構成員としての地位に侵害を与えるものではない、と判示され、最終的に Phillips が勝訴となった。

当該判決は、1985 年会社法 459 条において最も重要な判決である¹⁴³。当該事件当時、459 条に関し、個人的な非常に些細な争い、特に家族経営の会社における争いが 459 条における *unfair prejudice* として多数の申し立てがなされ、対応に窮する状態を引き起こした¹⁴⁴。なお、1985 年会社法 459 条（2006 年会社法 994 条）についての訴訟 233 件に関し、1994 年 1 月から 1996 年 12 月にかけての統計によると、原告が少数株主である場合が 70.04%（164 件）、会社が *private company* である場合が 96.6%（225 件）、株主数が 5 名以下の会社が 82.0%（191 社）、また複数回答であるが、訴えの内容は取締役からの排除が 150 件、情報が供給されなかったことに対して 93 件、という結果であった¹⁴⁵。そのような状態を解決すべく、Lord Hoffmann は合意が株主間で取り交わした書面に基づくものであるときに *unfairness prejudice* として訴えることができると限定した。Lord Hoffmann の意図は少数派株主の訴えを制限するということではなく、むしろ多数派株主からの共通の理解や合意が履行されなかった場合であると明確に限定した点にある¹⁴⁶。一方、当該事件に先立って法律委員会（The Law Commission）は、459 条の *unfairness* に対する訴えにつき、

¹⁴² O'Neill and another v Phillips and others, Re a company (No 00709 of 1992) [1999] 2 BCLC 1, [1999] 1 WLR 1092. (以下「O'Neill 事件」という。)

¹⁴³ David Newberger, *The Reform of Directors' Duties, in The Reform of United Kingdom Company Law* 68 (John de Lacy ed., Routledge, 2002).

¹⁴⁴ *Id.* at 68-69.

¹⁴⁵ Law Commission, Shareholder Remedies Report, LC 246 (Oct. 24, 1997) Appendix J, http://www.lawcom.gov.uk/wp-content/uploads/2015/03/lc246142_Shareholder_Remedies_Consultation.pdf.

¹⁴⁶ Bourne, *supra* note 96, at 246-247; Victor Joffe, *Minority Shareholders: Law, Practice and Procedure* 160-162 (Butterworths, 2000). Lord Hoffmann は 459 条（2006 年会社法 994 条）への訴えは *legitimate expectation* に基づくとされていたが、それは間違いであり、要因（例えば、将来、株式を保有できるだろう）ではなく衡平法上の約因の結果に基づく訴えでなければならない、とした。[1999] 2 BCLC 1, at (6) *Legitimate expectations*. See Joffe, *supra* note 146, at 162.

unfairness が経営陣からの少数派 (minority) の排除であるとき、少数派の保有株式が多数派 (majority) によって買い取られるべきである、と提案した¹⁴⁷。

2006 年会社法 994 条は少数株主に対し、会社法の規定が対処できない unfair prejudice に対する救済を意図してきたが、株主にとっては非常に魅力的な規定と解され、結果的に時間と費用が費やされるプロセスとなった¹⁴⁸。O'Neill 事件において Lord Hoffmann が 994 条を legitimate expectation ではなく衡平法上の約因 (equitable consideration) の結果に基づく訴えと限定したことにより、請求を制限するだけでなく、むしろ、994 条の訴えに関し明確に限定した。これが Lord Hoffmann の貢献であるといえる。994 条の明確化は、請求に一定の限定を加えこそすれ、少数株主の請求を否定したわけではない。逆に、少数株主の訴えが受け付けられるということはすなわちその訴えは衡平法上の約因の結果に基づく訴えであると判断されたということになる。

少数株主の保護につき、アメリカでは判例法において支配株主が少数株主に誠実義務を負う。これに対し、イギリスでは少数株主は不公正な侵害を被った場合、会社法上の株主の権利として訴えを提起することで保護されている。機関投資家が多数派株主となり、少数株主が多数派株主から不公正な侵害を被る場合、994 条に基づき衡平法上の約因の結果に基づく訴えを提起することができる。こうした点から、多数派株主となった場合の機関投資家の行動は、判例法上の義務ではなく会社法上の少数株主の権利として、ある一定の制限が課されているといえる。

1.3 受認者としての義務

アメリカの機関投資家は州法および連邦法である ERISA 法等の下で、受認者としての義務を負うことを確認した。イギリスにおいても同様に、資産運用者としての機関投資家は、受認者としての義務を負う。イギリスの受認者としての義務を規定するのは、特別法として、例えば、年金法等がある。本節では、機関投資家を代表して企業年金基金を取り上げ、分析・検討を行う。企業年金基金は、第一章で確認したように保険会社とともに海外投資家が台頭するまでは市場の主要なプレーヤーであり、なかでも免税措置等の関係および規制が厳しくなかったことから年金基金は規模において巨大であった。また、2010 年の OECD の統計によると、イギリスの年金基金は GDP の 73% にもなる¹⁴⁹。一方、年金基金のうち、準公的年金基金は民営化前の例えば炭鉱労働者等の国有企業の基金が主要な基金であったことから、企業年金基金に関する年金法を確認する。また、アメリカで概観したように、企業

¹⁴⁷ Law Commission, Shareholder remedies: report on a reference under section 3(1)(e) of the Law Commissions Act 1965 ¶ 3.30 (Stationery Office, 1997); Newberger *supra* note 143, at 69.

¹⁴⁸ 田邊真敏「会社法の強行法規制と株主権の放棄」修道 32 卷 1 号 (2009) 400 頁。

¹⁴⁹ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), Pension Markets in Focus (July 2010, Issue 7), Figure 6, <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/45637367.pdf>.

年金基金には資産保有者と資産運用者の間で受託者の義務と議決権行使、これらに加え、取引関係等からの圧力が問題となっていたことから、こうした圧力に対し、受託者としての義務がどのように関係するのかを確認するためにも、企業年金基金を例に、まず制定法を概観し、次に年金制度に関する法規制を取り上げ、分析・検討を行う。

1.3.1 受託者法

イギリスの企業年金基金制度は、その特徴として当事者間ルールは信託制度の根拠法である信託法によって規律される¹⁵⁰。信託法の中心は判例法であるが、実際、イギリスには制定法として 1925 年受託者法¹⁵¹が基本法として存在する¹⁵²。1925 年受託者法は、1961 年受託者投資法 (Trustee Investment Act)、および、永久拘束および積立法 (Perpetuities and Accumulations Act) による若干の改正後、1999 年に法律委員会の最終報告書がまとめられ、2000 年に改正がなされた¹⁵³。2000 年受託者法においては一般的な受託者の義務を、「受託者の最も重要な義務は、『現在および将来の信託の受益者の最善の利益となるように権限を行使すること』である。受託者はほかにも特別な義務、例えば、通常受託者は信託された資産を自ら投資する義務がある。受託者は、(受益者に対する) 信託義務と自己の利益における対立の結果として信託された資産から利益を得る、あるいは資産を損失してはならない。」と規定する¹⁵⁴。このように制定法においては、受託者は受益者の最善の利益のために行動することが明記されており、機関投資家も資産運用者として行動するとき、受託者としての義務を負うことが理解できる。

制定法に続き、企業年金基金に関する規定を背景から論じる。イギリスの企業年金基金は信託として設定され、企業が決定した受託者によって管理されていたことについては、第二章で確認した¹⁵⁵。もともとは、企業の年金制度には企業年金基金とともに、組合が管理する年金基金も存在した。企業年金基金に反対する組合もあったが、企業年金基金のほうが従業員にとって利点があると考えた組合もあり、最終的には財政難で組合の年金基金は縮小あるいは消滅していき、実際、企業年金基金も組合の年金基金と同様に財政難に見舞われたが、母体企業によって救済されていた¹⁵⁶。そのような中、Robert Maxwell 事件が起こり、年金

¹⁵⁰ 高崎亨「英国企業年金政策の展開」保険学雑誌 604 号 (2009) 125, 128 頁。

¹⁵¹ Trustee Act 1925 c. 19 (Regnal. 15 & 16 Geo. 5). England と Wales における受託者に関する制定法を集約する法令である、と規定する。

¹⁵² 樋口範雄『アメリカ信託法ノート I』(弘文堂、2000) 298-299 頁。

¹⁵³ 樋口・前掲注 (152) 299-300 頁。樋口は改正点が、アメリカの Prudent Investor Rule と共通の要素があることを指摘する。

¹⁵⁴ The Law Commission and The Scottish Law Commission, TRUSTEES' POWERS AND DUTIES, LAW COM No 260, SCOT LAW COM No 172 (May 12, 1999) Part III Duties of Care 3.2 Duties of trustees generally, https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-11jsxou24uy7q/uploads/2015/03/lc260_Trustees_Powers_and_Duties.pdf (last visited Jan. 10, 2018).

¹⁵⁵ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2013, 2066-2067.

¹⁵⁶ *Ibid.*

基金の管理に社会が疑問を呈し、受託者を自ら選択するアメリカのシステムに倣うことも議論されるようになった¹⁵⁷。

1.3.2 Pensions Act 1995

1991 年 11 月、Maxwell が経営破綻しかかった自分の会社の救済策として銀行、監査役と共謀して従業員の年金基金から約 7 億 5 千万ポンドもの大金を横領していたことが明るみになり、当時の信託制度が全く役に立たなかったことが判明した¹⁵⁸。その後、成立した Pensions Act 1995（以下「1995 年年金法」という。）は年金受給者の利益保護を図るという目的のために、受託者の責任を強調し制度の健全性を向上させるため、受託者に規制を加えた。

受託者規制に関する主要な内容は、1) 受託者を職域年金監督機構 (Occupational Pensions Regulatory Authority: 以下「OPRA」という。) の監督下に置く、2) 受託者として不適格な者を明確にした、3) 指名受託者 (member-nominated trustees: 以下「MNT」という。) の採用、である¹⁵⁹。具体的には、OPRA の監督下に置くことで、a) 受託者は慎重に資金運用を行わなければならない、これに反する行為は減免されない、b) 不正、詐欺等有罪判決を受けた者、破産を宣告された者、企業の取締役として不適格であるとされる者は受託者の適格性に欠ける、以前は不注意に信託義務違反を行った受託者を補償するために制度の資産が使用されていたが、受託者に課せられた罰金を支払うために制度の資産は使われるべきではない、c) スキームのメンバーが承認する限り、指名受託者の任命が許可され、以前は受託者の承認および解任は雇用者が排他的な権限を有していたが、OPRA の監督下では他のすべての受託者の承認により解任される、などが主な内容が規定された¹⁶⁰。

機関投資家を代表として、企業年金基金に係る法制を概観し、信託法および年金法において受益者に対する受託者の責任として、受益者の最善の利益となるように権限を行使す

¹⁵⁷ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2013.

¹⁵⁸ Nihel Chabrak & Russell Craig, *Student imaginings, cognitive dissonance and critical thinking*, 24 *Critical perspectives on Accounting* 91, 97 (2013). 企業年金基金においては、例えば、年金給付の安定性を確保するため年金資金の母体企業への運用はその積立金総額の 5% を上限とすると定めるなど、財政・運営基盤を健全に保ち、母体企業の倒産リスクを回避するために企業年金基金制度に信託制度を用いたにもかかわらず、Maxwell の事件においてはこの信託制度が全く役に立たなかった点につき、高崎・前掲注 (150) 131-132, 135-136 頁。母体企業の経営者である Maxwell 自身が企業年金受託者会議 (Board of trustee) の主宰者を兼任し、年金給付の原資である企業年金資産の管理権限を自ら有する信託証書作成し、合法的に母体企業と年金受給者間の利益相反を招いた。

¹⁵⁹ David Blake, *The United Kingdom Pension System: Key Issues (May 2003)*, ¶ 4.2 The Occupational Pensions Regulatory Authority, ¶ 4.3 Trustees, <http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/discussionPapers/fmgdps/dp452.pdf>. なお、OPRA とは 1995 年年金法の下設立された年金基金の監督を行う機関であり、1973 年の Social Security Act の下で設立された Occupational Pensions Board のほとんどの責任を引き継いだ。

¹⁶⁰ Blake, *supra* note 159, at ¶ 4.3 Trustees.

る必要がある。機関投資家が資産運用者として資産保有者の資産を運用するとき、受託者として受益者の最善の利益となるよう、行動する必要がある。すなわち、資産運用においても議決権行使においても受益者に投資リターンをもたらすように、行動しなければならない¹⁶¹。

2. 株主アクティビズム：株主の集団的行動

機関投資家は株主として、投資先企業が株主の信頼を裏切り自らの利益のみを追求する行動をとるとき、あるいは経営陣が経営者としての能力に欠けるときにアクティビズムを発揮する¹⁶²。機関投資家は対象企業のポジションが弱くなるほど、強く攻勢をかける一方、対象企業が間違った経営戦略をとっていると判明するまでは、単に意見交換をするだけにとどまる¹⁶³。

アクティビズムはさまざまな方法で行われるが、まずは主要株主である機関投資家と対象企業の経営陣の対話から始まり、両者の対話には対象企業に助言を行う投資銀行あるいはブローカーが参加する場合もある¹⁶⁴。この段階で、経営陣が機関投資家の提案や意見をにべもなく拒絶する場合もあれば、非業務執行取締役と相談することを約束する、あるいはCEOと取締役会の議長の兼任を解くなど、経営陣から一定の歩みよりがなされる場合もある¹⁶⁵。機関投資家の提案が受け入れられなかった場合、1) 機関投資家自ら非業務執行取締役等に相談する、2) 対象企業の別の主要な株主である機関投資家に相談するというように、機関投資家の行動は2つに分類されるが、1) の場合、非業務執行取締役等はしつしづ機関投資家に賛成するけれども、機関投資家が支持する新しい経営陣には反対するという傾向

¹⁶¹ イギリスでは、年金基金 trustee とその代理人である投資マネージャーに議決権の行使が委ねられる点につき、首藤恵「アングロアメリカン型企業統治と機関投資家の役割—米国型と英国型の比較—中央大学経済学論纂 41 巻 3・4 合併号 (2000) 146 頁。なお、現在の企業年金基金の資産運用方法について Law Commission (以下「LC」という。) の 2014 年の報告がある。Law Commission, *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries Executive Summary 2-14* (Law Com No 350 Summary, July 2014). https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-1jsxou24uy7q/uploads/2015/03/lc350_fiduciary_duties_summary.pdf. LC はイギリスの政府機関である法務省に属し、The Law Commissions Act 1965 により設立された法的な独立機関であり、England と Wales の法律の見直し、必要な場合は改定を行う。LC につき、Law Commission, <https://www.lawcom.gov.uk/> (last visited Jan. 12, 2018).

¹⁶² Stapledon, *supra* note 7, at 123.

¹⁶³ Holberton, *supra* note 67, at 10.

¹⁶⁴ Stapledon, *supra* note 7, at 124.

¹⁶⁵ *Ibid.* See also Rafel Cresi-Cladera & Luc Renneboog, *Corporate monitoring by shareholder coalitions in the UK*, ECGI Working paper No. 12/2003 at 25 (2003). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.379124>. 業績の良くない対象企業の現経営陣を弾劾することを目的とし、株主による集団的な行動が形成されるかという問いに対する実証研究。研究結果として、保険会社の議決権行使は経営陣の交代に関係し、業績以外に現経営陣の退陣のために使用されているが、年金基金や銀行によって管理されているファンドの議決権行使は経営陣の交代という役割を果たしていない、と指摘する。

が見受けられる¹⁶⁶。このため多くの場合、第二段階として2)を選択するが、それは「自分たちが少数派にならないため」と答える投資家もいる¹⁶⁷。一方、イギリスの機関投資家は対象企業のコーポレート・ガバナンスへの関与に際し、アクティビズムを発揮するに至れない様々な制限を受けている¹⁶⁸。

次に、イギリスの機関投資家の集団的行動、および個々の機関投資家の行動を通し、機関投資家のアクティビズムとそれを制限する要因、機関投資家の行動の限界を分析する¹⁶⁹。具体的には、機関投資家の集団で行動を起こす機関投資家同士の協働 (coalition)¹⁷⁰は、通常ひそかに水面下で行われるため長い間その活動は隠されたままであり、イギリスの機関投資家についても例外ではない¹⁷¹。1990年初頭、イギリスの企業は不祥事を原因とした経営破綻が相次ぎ、その結果、企業は監査委員会や報酬委員会を設置し、また非業務執行取締役を取締役会の構成員とすることで業務に対する監督機能を高めるなどの内部構造の改革を行ってきた。本節では内部構造を構築した企業に対し、株主として機関投資家が何を要求し、株主の権利の保護や回復の実現のためにどのような行動をとったのか、換言すれば、株主同士がどのような場合に連帯して行動を起こしたのか、という株主の協働とその限界について分析する。

2.1 自主規制機関 (Self-Regulatory Organisation) によるアクティビズム

イギリス特有の機関として自主規制機関がある。自主規制機関は非公式な監督機関であり、機関の種別ごとに主要な機関が集まり、必要性があるときに組織化する¹⁷²。例えば、保険会社には ABI、年金基金には NAPF¹⁷³といった自主規制機関があり、コーポレート・ガ

¹⁶⁶ Stapledon, *supra* note 7, at 125. これらの他にも、現在の経営陣により退陣させられた以前の取締役によって集められたメンバーからなる新たな取締役の組織が形成済みであり、この取締役組織が主要な株主である機関投資家に声をかけてアクティビズムがスタートするケースもある。

¹⁶⁷ *Ibid.* Stapledon の調査によると、ある投資家は “we don’t want to be minority one.” にならないように、非業務執行取締役に相談する前に他の機関投資家を誘うという。See also Rafel Crespi & Luc Renneboog, *Is (Institutional) Shareholder Activism New?: Evidence from UK Shareholder Coalitions in the Pre-Cadbury Era*, 18 Corporate Governance: An International Review 274, 293 (2010), <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-8683.2010.00795.x/epdf>. 株主の集団行動と経営陣の退陣に関する実証研究。Crespi らによると、議決権行使はあくまでも最終手段で、多くの機関投資家はその前に経営陣と水面下で交渉を行う、と指摘する。

¹⁶⁸ See Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2086.

¹⁶⁹ イギリスの株主による行動はそれぞれの業種の監督機関である自主規制機関の影響も大きく、これらの自主規制機関による統率方針の変化、および集団的行動の限界から集団的行動を行っていた投資家も個々の株主行動へと移行したという経緯も踏まえ、まずは集団的行動から確認する。詳細につき「第四章 2. 株主アクティビズム：株主の集団的行動」参照。なお、個々の株主のアクティビズムについては、「第四章 3. 個々の株主行動の限界」参照。

¹⁷⁰ Coalition は「協働のための一時的な提携 (a temporary alliance for combined action)」の意味。See Stapledon, *supra* note 7, at 126, (quoting The Concise Oxford Dictionary of Current English (8th ed. 1990) at 215).

¹⁷¹ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2028.

¹⁷² Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2017.

¹⁷³ See *supra* text accompanying note 32, 68.

バランスに関する議論について積極的に投資先企業に関与した¹⁷⁴。また、自主規制機関のうち ABI は、非業務執行取締役の重要性や、取締役会の議長と CEO の兼任による裁量権の集中に懸念を示すなどコーポレート・ガバナンスに対し自分たちの見解を公表している¹⁷⁵。

ABI や NAPF の経営に関与する方法として特徴的な点は、投資先企業の経営陣に対する交渉の方法として対処すべき問題ごとに“case committee”を設立することである¹⁷⁶。ABI の投資先企業のコーポレート・ガバナンスへの関与の歴史は古く 1930 年代にすでに投資保護委員会 (the Investment Protection Committee) という case committee を設立し、投資先企業の債務問題に対し調査を行っていた¹⁷⁷。投資保護委員会に代表されるように、ABI の投資先企業への関与は保険会社の投資先企業が債務超過に陥った場合、あるいは長期間にわたり経営危機に直面していると考えられる場合 committee を設立し、当該投資先企業の多数派株主である保険会社が投資先企業の経営に対し交渉できるように支持をするというものであった¹⁷⁸。また、committee 設立に際し、committee の設立が世間に知れると投資先企業の債務超過が疑われ、株価に影響を与えることを懸念し committee の設立を非公開とし、さらに committee のメンバーはインサイダー取引とみなされないよう、当該投資先企業の株式についてはかかわらないようにしていた¹⁷⁹。また、ABI および NAPF は経営陣の報酬、取締役の契約期間をはじめとするコーポレート・ガバナンスに関連する問題についてガイドラインの作成も行った¹⁸⁰。

ABI や NAPF のような各事業の機関の上部構造に位置するのが機関投資家委員会 (Institutional Shareholders' Committee: 以下「ISC」という。) である¹⁸¹。ISC は、いつ

¹⁷⁴ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2018.

¹⁷⁵ Holberton, *supra* note 67, at 10.

¹⁷⁶ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2018.

¹⁷⁷ Paul L. Davies, *Institutional Investors in the United Kingdom*, in *Institutional Investors and Corporate Governance* 257, 273-274 (Theodor Baums, Richard M. Buxbaum & Klaus J. Hopt eds., Walter de Gruyter, 1994). なお、Davies は“the British Insurance Association”と記載している。

¹⁷⁸ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2018.

¹⁷⁹ *Ibid.*

¹⁸⁰ *Id.* at 2019. なお、当時の NAPF の政策及び方針につき、Norma Cohen, *Investors Urged behave like Owners*, *Fin. Times* May 7, 1992, at 8. *Fin. Times* では、1981 年 2 月 21 日から 2002 年 6 月 5 日まで年金に関する記事を連載し、1982 年、1983 年は予告宣伝を多く掲載している。

¹⁸¹ Institutional Shareholders' Committee, *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles*, (2007) http://www.plsa.co.uk/PolicyandResearch/DocumentLibrary/~media/Policy/Documents/0039_ISC_Statement_of_Principles_2007_0607.ashx

(last visited Mar. 15, 2017). 1991 年当時の ISC は、英国保険業協会 (The Association of British Insurers)、英国投資会社協会 (The Association of Investment Trust Companies)、英国マーチャント・バンク証券業協会 (The British Merchant Banking Securities Houses Association)、英国年金基金協会 (The National Association of Pension Funds)、ユニット投資信託協会 (The Unit Trust Association) から構成されていた。なお、2007 年現在では、英国保険業協会 (The Association of British Insurers)、英国投資会社協会 (The Association of Investment Trust Companies)、英国年金基金協会 (The National Association of Pension Funds)、英国投資運用協会 (The Investment Management Association)、主なメンバーとする機関投資家から構成されている。

たんは ABI や NAPF の case committee を引き継ぐが、その傾向は長続きせず、やがて方針を集团的アクティビズムからエンゲージメントを推奨するようになり、機関投資家の行動もそれとともに変わっていった¹⁸²。

2.1.1. 費用問題

機関投資家の集团的行動は 1970 年代後半からすでに、投資先企業に影響を与えていた¹⁸³。一方、1990 年代に入り、機関投資家が集团的行動を行うには、いくつか問題があることが分かった。例えば、Tace plc. 事件¹⁸⁴では、アクティビズムを発揮した機関投資家の一部がフリーライダーとなった。その原因を分析すると、そこには費用面に関するいくつかの問題が存在しそれらの問題が集団行動の限界を引き起こしていることがわかる。以下、費用面に関する問題点を分析する。

1) 直接的費用

Tace plc. 事件において Tace の 5%の株式を保有していた NU と 16%の株式を保有していた Framlington の 2 社が最終的には費用を負担したが、費用面に関し重要な点は NU と Framlington の 2 社以外は支払を拒否したことよりもむしろ、費用を負担しなかった機関投資家たちにはそれぞれ理由がある、という点である。例えば、年金基金の投資マネージャーは委任状争奪戦に年金基金の資産を費やすという権限を保有しない¹⁸⁵。もちろん、投資マネージャーたちは年金基金に権限付与を依頼するが、権限を付与され委任状争奪戦に参加

¹⁸² Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2020. Barclays 銀行の Donald Brydon が ISC の委員長になると、Brydon は ABI や NAPF に代わり ISC が、機関投資家によるコーポレート・ガバナンス問題への関与に関する調整を行うことにより ISC に権威を持たせようと考え、ABI や NAPF から case committee の役割を ISC に引き継がせた。しかし、1990 年代に入り ISC の委員長が交代とともに ISC の方針は変更され、ISC を中心とする集团的アクティビズムからエンゲージメントの推奨へと変わっていった。

¹⁸³ 例えば 1978 年、投資先企業の定款に対する抗議である Lloyds Bank 事件がある。当時、Lloyds Bank の定款には「それぞれの株主の議決権は 500 票を上限に定める」という条項があり、この条項は総数で Lloyds Bank の合計で約 16%の株式を保有する 20 の投資家がおのおの 0.01%しか議決権を行使しないように制限をかけていた。1978 年、機関投資家たちは議決権行使ではなく Lloyds Bank の新株引受に参加しないという方法で圧力をかけ、Lloyds Bank はこの項目を定款から削除し、通常の一株一議決権が回復した。Lloyds Bank 事件につき、John Scott, *Capitalist Property and Financial Power: a Comparative Study of Britain, the United States, and Japan* 99 (New York University Press, 1986)。なお、機関投資家の Lloyds Bank への圧力は機関投資家の集団行動に対する潜在的な可能性と同時に限界、すなわち利害関係の高さを示している、と指摘する。Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2035.

¹⁸⁴ 1991 年、Michael Sandland が最高投資責任者を務めるイギリスで最大の保険会社の一つである Norwich Union (以下「NU」という。)率いる投資家の連合体が、投資先企業である Tace PLC (以下「Tace」という。)の業績に見合わない高額な報酬の支払いに対し、経営陣の退任を要求した事件。結果的に NU の要求は Tace に聞き入れられたが、Tace の 5%の株式を保有していた NU と 16%を保有していた Framlington 以外の機関投資家たちはアクティビズムに関する弁護士費用等の支払いを拒否し、最終的には NU と Framlington が支払いを行った (他の投資家がこの 2 社にフリーライドした)。Tace plc. 事件につき、Norma Cohen, *Getting directors on board when the time comes for shareholders to stand up and be counted*, Fin. Times, Apr. 6, 1992 at 12; Richard Gourlay, *Institutions launch bid to oust Tace board*, Fin. Times, May 4, 1991 at 10; Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2042, 2055-2056. See also Richard Gourlay, *Tace board quits at angry EGM*, Fin. Times, June 20, 1991 at 23.

¹⁸⁵ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2056.

する場合、そこにはアクティビズムを成功させるという暗黙の了解が存在し、またこのようなアクティビズムの潜在的な対象者かもしれない年金基金の受託者¹⁸⁶に対して自分たちのアクティビズムを正当化させなければならないという二重の不安な状況に投資マネージャーは置かれる¹⁸⁷。

2) 間接的費用：見えない費用

アクティビズムに係る費用において、直接的費用よりもさらに重要な費用の要素は間接的費用である。株主たちの集合体を形成しそれを維持していくには相当な時間がかかる¹⁸⁸。

まず、隠れた費用として時間の問題がある。成功している投資マネージャーであればその分顧客も多く、それぞれの顧客にアクティビズムに対する承諾を得ることは多大な時間がかかる¹⁸⁹。これらの点を踏まえ、投資マネージャーたちは年金基金に対しアクティビズムに対して追加的費用の依頼はめったに行うことができず、これらの要因が費用負担の拒否につながる¹⁹⁰。

次に、例えば、あるファンドの投資マネージャーが集団的なアクティビズムを始める場合、対象企業の10-15%にあたる株式保有者、換言すれば保有者のトップ3あるいはトップ5の株主たちの支持を必要とする¹⁹¹。まずはこれらに参加を呼びかけ、次に機関の幹部役員、クライアントに相談をしなければならない¹⁹²。対象企業の経営陣たちは自分たちの生計がかかっており、アクティビストであるファンドよりも利害関係が大きく、彼らは弁護士、投資銀行などあらゆる機関を使って対策を行い、資金をつぎ込む¹⁹³。しかし当該ファンドの投資マネージャーにはそれに対する予算がほとんどなく、たとえ自分が捻出できても連携する他の投資家にはそれができるとは限らず、そうなった場合ただでさえ様々な機関から集まる機関投資家たちを統率する困難さに加え、集団としての結束がますます弱くなる¹⁹⁴。

¹⁸⁶ 通常、年金基金は企業別の従業員に特化し、年金基金の受託者はその企業の従業員であることがある。
See infra note 226 and accompanying text.

¹⁸⁷ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2056.

¹⁸⁸ Alistair Blair, *A coalition versus a dictator*, Fin. Times (London), May 27, 1992, at 13; Stapledon, *supra* note 7, at 126.

¹⁸⁹ *Id.* 7 at 2056-2057. *See infra* notes 216-219 and accompanying text.

¹⁹⁰ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2056-2057.

¹⁹¹ Blair, *supra* note 188 at 13. *See also* Stapledon, *supra* note 7, at 126. Stapledon の調査によると、通常連合する機関は2-3 最多で4 機関が望ましく、連合する機関が多くなればなるほど素早く行動できず意見の一致が難しい。

¹⁹² Blair, *supra* note 188 at 13. アクティビズムはたいていの場合、反対され、クライアントにもファンドのアセットオーナーにも良い印象は残さない。

¹⁹³ *Ibid.*

¹⁹⁴ *Ibid.* *See also* Paul L. Davies, *Institutional Investors as Corporate Monitors in the UK*, in *Comparative Corporate Governance: essays and materials* 47, 65 (Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch eds., Walter de Gruyter, 1997).

また、対象企業の経営陣はプレゼンテーションのプロでありその経営陣に勝てるプレゼンが投資マネージャーにできるのか、さらに投資マネージャーが頼れるのは外部から得られる情報のみで企業内部の経営陣とは情報の非対称性がある¹⁹⁵。最後に、このアクティビズム後の問題が投資マネージャーには残っている。アクティビズムを発揮し集団行動を起こした後、当該投資マネージャーの抱える他の投資に対し投資先企業の経営陣が、万が一企業にとって不利な情報が当該投資マネージャーに渡れば、次は自分たちの企業にアクティビズムを発揮するのではないかという不安から当該投資マネージャーに情報を渡さなくなるという、潜在的な問題がある¹⁹⁶。

典型的な投資マネージャーたちは 50-150 の銘柄の株式を運用するとともに、潜在的な投資先としてこれとは別に一年につき約 100 銘柄に目を向けている¹⁹⁷。これ以外にも投資家は報告書の作成や内部のミーティングへの参加などに時間が必要であることを考慮すると、どの一つの株式についても一年に数日以上費やすことができないのが現状である¹⁹⁸。そのような状況で自分の保有する 150 の銘柄のうちたった一つの銘柄の経営に関与し、相当な時間を費やす集団的なアクティビズムを起こすのは時間的に困難である。さらに、株主たちを統率し先頭を切ってアクティビズムを発揮している間に、競争相手たちは当該投資マネージャーにフリーライドし、その間に本業である株式銘柄の調査を行い優良株の選定を行っているかもしれない¹⁹⁹。このような経済学上の概念である機会費用の側面からも、やはり集団的アクティビズムの限界がうかがえる。

3) その他：企業規模における集団的アクティビズムの限界

最後に Tace の事件はフリーライダー問題と同時に、企業規模に対する問題も明らかにしている。Tace は売上が 3,600 万ポンドという比較的小規模の企業であったこと、また BOE の NU に対する支持からアクティビズムの成功につながったが、例えば 95 億ポンド、従業員 11 万 9 千人という General Electric Company のような巨大企業に対し、今回のような小規模な投資家の連合にさえ手を焼いている NU のような一つの機関が、より多くの機関投資家を統率して経営陣に改善を要求することは果たして可能なのか、という問題である²⁰⁰。この企業規模に対する一つの解決方法はやはり ISC のような機関に統率を委ねることであるが、フリーライダー問題と同様、ISC はそのような役割にはもはや積極的ではなかった。実際、Stapledon の調査によると、1993 年の機関投資家の集団的なアクティビズムで

¹⁹⁵ Blair, *supra* note 188 at 13.

¹⁹⁶ *Ibid.*

¹⁹⁷ *Ibid.*

¹⁹⁸ *Ibid.*

¹⁹⁹ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2059.

²⁰⁰ Clare Dobie, *Why laggard GEC needs new boss*, the Independent (London), Sept. 2, 1991 at 19. See Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2044.

成功しているのは中規模の企業に対してであり、FTSE-100²⁰¹に入る大企業に対しては行われておらず、Stapledon はその要因を、1) 慎重さ、2) 時間的費用、3) 対象先企業からの圧力、と分析している²⁰²。

2.1.2. 政策転換：アクティビズムからエンゲージメントへ

1990 年代に入ると集団的行動の限界は自主規制機関やその親機関である ISC にも見られるようになる。1990 年代に入り ISC の方針転換から再びアクティビズムに対する主導権を得た ABI をはじめとする自主規制機関であったが、機関の結束という利点に加え、多くのメンバーに係る committee は、決定は拙速に欠け、所属機関の株式売却を制限するという欠点が見出されるようになり、ABI や NAPF を通して committee を組みアクティビズムを発揮するというよりもむしろ、保険会社や年金基金は投資家として自分たち自身で投資先企業に関与するようになり、case committee は 1 年に 2-4 件設定されるのみとなっていた²⁰³。さらに、自主規制機関の上層部に位置する ISC がアクティビズムに対する自身の主導による機関投資家の統率に限界を感じ、機関投資家に対し経営陣との非公式な直接対話、すなわちエンゲージメントを推奨する方針を転換した。費用や規模に加え、自主規制機関による case committee の限界や ISC の方針の転換も、機関投資家が集団的アクティビズムから個々のエンゲージメントへと投資先企業との関係を変化させる一因となったと考えられる。

2.2 機関投資家の集団的行動と限界

イギリスの証券市場では機関投資家が集中して株式を保有していることから、機関投資家同士の協働すれば非常に強い力を発揮することができるにもかかわらず、機関投資家はめったに協力して企業の経営に関与することはなく、通常、企業にはアクティビズムは歓迎されない²⁰⁴。機関投資家が議決権を行使すれば、少なくとも経営への関与は成功するであろうにもかかわらず、機関投資家たちが公的に協働、すなわち集団的に行動して経営陣を退任に追い込むことはまれであり、ほとんどのケースは「法の影の協定 (bargain in the shadow of the law)」で解決されてきたとされる²⁰⁵。対象企業の多数派株主である機関投資家が連

²⁰¹ FTSE は LSE の株式指標であり、LSE に上場される時価総額上位 100 社の企業銘柄で構成される。

²⁰² Stapledon, *supra* note 7, at 127.

²⁰³ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2018-2021; Clare Dobbie, *Inside the City: Bridge between City and industry still unfinished*, the Independent (London), Mar. 4, 1991 at 23.

²⁰⁴ Holberton, *supra* note 67, at 10. 機関投資家が協働してアクティビズムを発揮することがほとんどないため、機関投資家の力は過大評価されている、と指摘する。これに対し、運用会社を監督する自主規制機関のリーダーシップにより、業種ごとの運用会社間でコミュニケーションがとりやすい、また、アメリカに比べ法規制が緩やかである、との理由から、集団的行動が可能であった、という見解もある。銀行に対するグラス・スティーガル法のような法規制が存在せず、アメリカと比較すると集団行動に対する障壁が低かったとする見解として例えば Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2024-2025.

²⁰⁵ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2041. See also Mila R. Ivanova, *Institutional investors as stewards of the corporation: Exploring the challenges to the monitoring hypothesis*, Business Ethics: A

携を組んでアクティビズムを起こそうとしていることが公表されれば株価のみならず将来の資金繰りにも影響を与えることから、アクティビズムに成功するためには慎重さが要求される²⁰⁶。また、当事者間で解決を図ることにより、当該機関や個人に対するレピュテーションリスクを含む費用が最小化される。当事者間の解決の最大の利点はこのような費用の最小化である。

2.3 集团的株主行動における抜け駆け行為

株主連合は文字通り、ある企業の株主たちが連合して行動を起こし投資先企業に問題提起を行うことをいう。複数の機関投資家が集団で問題提起することで、投資先企業の経営陣に個々の株主で訴えるよりもより大きな圧力をかけることができる。しかし、本来、機関投資家たちはお互いに競争相手でもある。例えば、投資マネージャーは自分たちのクライアントに、より大きな利益をもたらすために、投資先企業の株式を自分たちが最高値で売却し、最安値で購入することが使命であり、集団株主行動による経営改善の提案も保有する株式を高値にするための一手段である。しかし、最高値売却、最安値購入は競争相手の投資マネージャーにとっても同様に、その競争相手を集団株主行動に勧誘するのは、ある意味危険が伴う。

ある機関投資家がリーダーシップをとり集団株主行動を起こそうと他の機関投資家を誘うとき、その勧誘は「売り抜け競争 (race to the exit)」を引き起こす可能性がある²⁰⁷。リーダーとなる機関投資家が株主の連合体を構築している間に対象企業の株式を売却するのは非倫理的だが勧誘した全ての投資家が倫理的であるとは限らない²⁰⁸。アメリカの証券市場では、所有者がイギリスと比較して分散しているため、3-5%を保有する株主の売却は大きな影響を与えないが、より機関化したイギリスの証券市場においては大規模な機関投資家の株式売却は、他の機関投資家に、大規模機関投資家は対象企業の何か不利な情報をつかんだから株式を売却したのではないか、あるいはこの売却が株式の需要と供給のバランスを崩し短期中期的に株価の下落につながるのではないかという懸念を抱いた場合、彼らもまた株式を売却するであろう²⁰⁹。

Eur. Rev. 1, 9 (2017). Ivanova は、機関投資家が連携すれば対象企業に対しより説得力があるが、それぞれの機関投資家はそれぞれのアジェンダや見解があるため、協働を達成するのは難しい、と指摘する。

²⁰⁶ The Association of Investment Trust Companies, the Office of Fair Trading, the Department of Trade & Industry, & the Trades Union Congress, *Evidence from the Association of British Insurers, Papers prepared for the Inquiry into Corporate Takeovers in the United Kingdom No.4*, Hume Occasional Paper 18, 3 (The David Hume Institute, 1990). <http://www.davidhumeinstitute.com/wp-content/uploads/1990/01/HOP-18-Evidence-from-the-Association-of-British-Insurers-Bannock-et-al-1.pdf>; Stapledon, *supra* note 7, at 123 (quoting Corporate Assassins, Sunday Tel., Oct. 17, 1993, City & Bus. Sec., at 5).

²⁰⁷ *Id.* at 2062.

²⁰⁸ *Ibid.*

²⁰⁹ *Ibid.*

株主連合の構築は複雑で時間がかかり²¹⁰、その間に対象企業に悪い評価がなされ株価が下落する可能性もある²¹¹。いったん投資家同士で連合を組むと対象企業の株式を売却しないことが期待されることから、投資家の連合を組んでそれを維持する費用の両面から、アクティビズムの過程にどれくらいの時間を費やすかは非常に重要である²¹²。一方、業績の好ましくない投資先企業を再生するために機関投資家が集まり株主連合を構築しようとしている、という情報を開示すれば、企業買収の噂のように、対象企業の株価は上昇する可能性もある²¹³。

3. 個々の株主行動の限界

これまで、機関投資家が連携して行動することにより、大きな力を得、経営陣に対する要求実現が容易となる反面、協働の困難を確認した。しかし、機関投資家の行動は集団的行動にとどまらない。むしろイギリスの機関投資家たちは集団的に行動してアクティビズムを発揮することは非常に少なく、その要因は ABI や NAPF といった自主規制機関およびこれらの上層機関である ISC が機関投資家の統率の役目を果たさなくなり、なおかつ ISC においてはアクティビズムよりもエンゲージメントを推奨するようになったことが一つの要因であることは明らかである。

本節では、個々の機関投資家が議決権行使を含め株主としての行動とる際に直面する問題を取り上げる。

3.1 投資マネージャーへの圧力

まず、アクティビズムの中心的行動でもある議決権行使について検討する。イギリスの機関投資家は個々の投資家のレベルでは議決権を行使しているのか。歴史的にアメリカの機関投資家と比較するとイギリスの機関投資家は議決権を行使しないようであるというそれまでの一般的な議論に対し、Black & Coffee Jr.は投資マネージャーに対する調査からこの議論に対し異論を唱える。Black & Coffee Jr.の調査によると、投資マネージャーたちは、定期的に議決権を行使することで、議決権を行使しない場合、投資先企業に大きな影響を与えることを理解している²¹⁴。ある投資マネージャーによると、通常は議決権行使を行い、明

²¹⁰ See *supra* notes 188-196 and accompanying text.

²¹¹ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2062.

²¹² *Id.* at 2047. See Stapledon, *supra* note 7, at 127.

²¹³ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2062.

²¹⁴ *Id.* at 2034, 2039. Black らは、イギリスの機関投資家の特徴として、アメリカの機関投資家に比べ、1) ポートフォリオの切り替えが非常に遅く、2) 大株主である機関投資家の多くは長期的視野を持ち、具体的には、ポイズン・ピル導入前のアメリカでは敵対的買収の失敗率が約 20%だったのに対して、敵対的買収の過半数が失敗に終わることも、調査結果として得ている。

確な抗議として行使を保留すると、投資先企業の経営陣が議決権行使を要求してくるため、このような駆け引きを行うことで企業に対する不満を説明する機会を得ることができることを投資マネージャーは理解している²¹⁵。しかし、投資マネージャーたちは一般的に議決権の行使に同意しているにもかかわらず、議決権行使には、受託者としての義務の遂行（fiduciary）というジレンマも同時に存在し、そのジレンマが投資マネージャーに議決権行使を躊躇させているのも事実である²¹⁶。

議決権の行使権利を与えられている年金基金の投資マネージャーの場合、契約に基づき、異論の多い問題についてクライアントの意見を聴く必要がある²¹⁷。経営陣に反対する議決権の行使はほぼ間違いなくクライアントとの論争を引き起こすこと、さらに言うところクライアントとの関係を良好に保つには経営陣に反対する前にクライアントの意見を聴くほうが良いことを投資マネージャーは理解している²¹⁸。

しかし、何十ものクライアントの意見を聴くには多大な時間を要し、また年金基金という仕事の獲得には激しい競争があることから容易にクライアントに議決権行使に係るコストを転嫁することはできない、というジレンマが投資マネージャーにはあり、このジレンマが投資マネージャーに議決権を積極的に行使することを躊躇させていた²¹⁹。一方、受益者の最善の利益のために行う必要がある受託者としての義務の履行が果たしているのか、疑問がある。

すなわち、投資マネージャーたちは議決権を行使しないのではなく、議決権は行使すべきであると考えており、通常の議決権行使により議決権行使を保留することが経営陣から効果的な対話を引き出すことも心得ている。しかし、受託者としての義務の遂行が議決権行使を躊躇させることから、投資マネージャーたちは議決権を行使しないという誤解を生んでいたと考えられる²²⁰。

²¹⁵ *Id.* at 2039.

²¹⁶ *Ibid.* 投資マネージャーのクライアント数は何十、何百あるいはそれ以上に及ぶ場合があり、これらのクライアントに対し受託者としてサービスを提供する必要がある。

²¹⁷ *Ibid.*

²¹⁸ *Ibid.* See also Stapledon, *supra* note 7, at 127. Stapledon の調査によると投資マネージャーたちのアクティビズムに対対象企業のアドバイザーである投資銀行が、当該投資マネージャーのクライアント（年金基金の受託者）に議決権行使について質問したところ、全員が「自分たちの投資マネージャーに任せている」と返答したのは興味深い。

²¹⁹ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2039. コストには議決権行使に関する僅少なコストだけでなく議決権行使に関する調査、クライアントとの相談という間接的なコストを含む。

²²⁰ *Ibid.* Black らは、特に 1990 年代はこのようなジレンマを持った投資マネージャーの議決権行使に関する考え方に変化を与える時期であったかもしれない、と指摘する。例えば、1991 年には投資マネージャーの自主規制機関（Institutional Fund Managers' Association: 以下「IFMA」という。）が機関のメンバーに対し議決権を行使することを推奨し、イギリスの二大投資機関が積極的な議決権行使を表明した。*British Corporate Governance: Punters' Progress*, The Economist; London, Sept. 7, 1991, at 86-87.

積極的な議決権行使への傾向は、証券市場における機関投資家の割合が増加し²²¹、それに伴う売却に対する流動性の減少から Exit 戦略よりもむしろ Voice 戦略をとるようになったこと、政府が干渉する代わりに IFMA のような自主規制機関の自主的な議決権行使の推奨が徐々に影響するようになったと考えられる。実際、1990 年代には経営陣の一新に対する株主のアクティビズムは増加しており、当時のイギリス経済の不景気が影響していると考えられる²²²。しかし、これらの傾向よりも当時イギリスの企業のコーポレート・ガバナンスに影響を与えはじめたアメリカの投資家のイギリス証券市場への進出、言い換えれば、イギリスの企業に対する株式保有割合の増加が顕著になったことが影響していると考えられる²²³。統計によると、証券市場に占める外国投資家の割合（アメリカおよびその他の諸外国）は 1963 年から 1993 年にかけて 7.0%から 16.3%、そして 1998 年には 27.6%に、また株式価値では、1993 年には 1,302 億ポンド、1998 年には 4,149 億ポンドへと急増している²²⁴。

3.2 利益相反

イギリスの年金基金において取引関係の圧力などが明らかになったケースはほとんどないが、次のような利益相反が疑われる。第一に、通常、年金基金の投資マネージャーは投資銀行（merchant bank）に所属しているので、親会社である投資銀行が投資マネージャーの組むポートフォリオを構成する企業を代表している場合、あるいはその企業に関する買収

²²¹ ONS, *supra* note 7, at 8; For the detailed discussion of Ownership of British Equities, see *supra* notes 5-12 and accompanying text. 証券市場の機関投資家の割合が 1963 年の約 30%から 1992 年には約 60%に増加している。

²²² Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2053-2054. See also James A Brickley & Christopher M. James, *The Takeover Market, Corporate board Composition, and ownership Structure: The Case of Banking*, 30 J. L. & Econ. 161, 179 (1987). (銀行の取締役会の構成員の比率と企業買収の関係に対する実証的研究。企業買収の市場が弱くなるほど、コントロールの手段として取締役の重要性が高まり、それゆえ取締役会に外部者の参加が大きくなる、とまとめている。) ; Stapledon, *supra* note 7, at 128. 景気とアクティビズムについて、Stapledon が Brickley & James を参照して、1990 年から 1993 年頃は不景気でアクティビズムが多く、これに対して 1985-1989 年は景気が良く企業買収が多いがアクティビズムは少ないことから、①景気が良ければ企業買収が盛んになりこれが経営のモニタリングとなる、②不景気になると企業買収は少なくなり逆にアクティビズムが増える、すなわちアクティビズムは企業買収の代用ではないかと指摘する。

²²³ See *supra* note 220, at 87; Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2040.

²²⁴ ONS, *supra* note 7, at 8-9; ONS, *supra* note 4, at 3, 11-12. なお、2014 年 3 月 31 日現在、アメリカの投資家のイギリス証券市場への投資の割合は、海外投資家（Rest of the World）が 53.8%、9,286 億ポンドのうち 46%を占める。For the detailed discussion of “the percentage breakdown of the rest of the world’s total holdings of UK shares”, see *supra* notes 52-54 and accompanying text. また、近年のイギリス企業にとっての問題は市場の国際化であると、指摘する見解もある。Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2040. See also Holberton, *supra* note 67, at 10. 1990 年代半ばアメリカを含め海外の機関投資家が英イギリスの証券市場に投資を行うようになった。たとえば、1995 年 6 月、当時 800 億ドル（510 億ポンド）を管理していた CalPERS は、海外へのコーポレート・ガバナンスキャンペーンを開始し、業績の思わしくない企業の経営陣に対し圧力をかけた点につき、John Gapper, *CalPERS to track foreign groups*, Fin. Times, June 8, 1995, at 27.

に關係する場合は、実質的あるいは潜在的な利益相反が存在すると考えられる²²⁵。第二に、年金基金は通常、企業別の従業員に特化し、年金基金の受託者はその企業の従業員であることが少なからずあるので、年金基金の受託者は外部の投資マネージャーの議決権行使には直接的には影響を与えない²²⁶。当該投資マネージャーが所属する投資銀行は相対的な業績が年金基金運用のビジネスを勝ち取るためのベンチマークとなるという自己利益の観点から、クライアントからの圧力がなくてもアクティビズムを発揮することはないが²²⁷、イギリスではアメリカのように運用と議決権行使は分離されておらず、投資マネージャーは対象企業の経営陣の意見に反対表明を行う場合は前もってクライアント、すなわち対象企業の年金基金に相談を行っており、このような一般的な行為に利益相反が潜んでいると考えられる²²⁸。また、利益相反が最も顕著に表れるのは年金基金の投資マネージャーであるが、行動的な年金基金の投資マネージャーである側面も持つ保険会社でも顕在化する。

3.3 インサイダー取引

法的規制は機関投資家に株式を保有するか、保有するのであればどれくらいの割合で保有すべきか、という選択に影響を与える²²⁹。インサイダー取引の法的責任に関しては、不注意で機関投資家が内部情報を受け取ってしまった場合、当該企業と取引ができなくなるだけでなく、株主として経営陣との対話も禁止される恐れがある²³⁰。例えば、取引に影響を及ぼすような未公表の重要事実は事前の同意なしに伝達しないこと、あるいはその情報を用いて利益を確保、損失を回避するような行動を起こさないことが求められる²³¹。一方、インサイダー取引に関し法的規制がなければ、主要な株主は情報獲得の強みを使い、投資先企業の改善よりも短期的取引で利益を上げるという可能性も指摘されている²³²。

²²⁵ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2059. 投資マネージャーは常に新しい取引先を探し求め、投資銀行は常にクライアントが引き受けるであろう新たな株式を探し求めているため、このような状況が生じる。また、投資銀行だけでなく、ミューチュアル・ファンドも年金基金の資金運用を行う。

²²⁶ Richard Minns, *Pension funds and British Capitalism: the ownership and control of shareholdings*, 104 (Heinemann, 1980); Scott, *supra* note 182, at 25, 31(note43). 受託者投資法 (the trustee Investment Act) に基づき、家族信託、郵便局等一部を除き原則的に受託者は、投資についての書面によるアドバイスを交付することができるような能力のあるアドバイザーを持つべきであり、このことが外部のマネージャーの権限を強化する、と指摘する。

²²⁷ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2061. 自分たちもアクティビズムのターゲットになると危惧することから、アクティビズムを推奨しない契約は年金の母体企業のマネージャーにとって、利害が一致する。See *supra* note 196 and accompanying text.

²²⁸ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2061.

²²⁹ *Id.* at 2064.

²³⁰ *Ibid.*

²³¹ 大崎貞和「英国スチュワードシップ・コードの運用実態について」野村総合研究所 (2013) 5 頁。
<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/02.pdf> (2017.03.15). スチュワードシップ・コードにおけるインサイダー取引問題について言及している。インサイダー取引の実例として「第 6 章 4.2 エンゲージメントに関する法的課題」参照。

²³² Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2064. この他にも、インサイダー取引に関する懸念から投資マネージャーは投資先企業の取締役にならないが、このような懸念は取締役にならない理由を説明するには弱い、と指摘する。

第五章 コーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンス・コードの目的は、企業の長期的な成功を導く、効果的で、企業家精神にあふれた、誠実な経営を促進することである²³³。このような経営の核を成すのは、取締役と距離を置く株主の利益保護とともに、企業の業績に対し直接関与する従業員、顧客、サプライヤーなどの利益保護である²³⁴。

コーポレート・ガバナンス成立の沿革は、1980年代後半から1990年初頭の相次ぐ企業不祥事および経営破綻に端を発する。これらの経営破綻により経営者による株主を無視した利己的な経営が明らかになり、企業のガバナンスが重要視されるようになった。なかでも、2010年現在までに繰り返し言われてきたのは、株主とのより緊密な協力がイギリス企業のコーポレート・ガバナンスを改善するということだった²³⁵。その最初の兆候は、1992年にCadbury委員会²³⁶が公表した「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会報告書」(Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance: 以下「Cadbury報告書」という。)²³⁷であった。Cadbury委員会は設立した当初はPolly Peck International (以下「PPI」という。)等の不正会計問題を中心とした企業不祥事に対応し、財務報告書に対する信頼回復を議論の中心としていた。しかし、その後Bank of Credit and Commerce International (以下「BCCI」という。)のマネーロンダリングをはじめとする不正取引およびRobert Maxwell率いるMirror Groupの強引な企業買収と従業員の年金基金の流用、さらに両社の経営破たんにより、会計監査や監督者としての取締役会の役割について社会の注目が集まり、コーポレート・ガバナンス全体を議論の対象とするようになった。

企業不祥事による経営破たんを受け、財務の透明性と取締役会の役割の見直しを主たる目的として設立されたCadbury報告書はイギリスのコーポレート・ガバナンスの基礎であ

²³³ Department for Business, Energy & Industrial Strategy (BEIS), Corporate Governance Reform, Green Paper, 10 (2016). このようなコーポレート・ガバナンスの仕組みを構築することにより、イギリスを、投資を呼び込む魅力的な国にすることが最終的な目標である。この最終目標について、グリーンペーパーは、「コーポレート・ガバナンスが優れていると、企業の業績が伸び、外部資金が得やすく投資が行いやすくなる。イギリスは世界からコーポレート・ガバナンスの仕組みを構築している先進国と認められており、そのことはイギリスに国際的な競争優位性をもたらし、イギリスを魅力的な投資対象国としている。このコーポレート・ガバナンスの仕組みを構築するのが、説明責任と透明性を促進する法律、単層取締役会、コーポレートガバナンス・コード、そしてスチュワードシップ・コードである。」と説明する。

²³⁴ *Ibid.*

²³⁵ Brian R. Cheffins, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, 73 Mod. L. Rev. 1007 (2010).

²³⁶ See *supra* note 233 and accompanying text.

²³⁷ The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Gee, 1992). Sir Adrian CadburyがChairを務めたことから、通常Cadbury報告書(Cadbury Report)といわれる。See Cheffins *supra* note 235, at 1007.

った²³⁸。Cadbury 報告書の公表から 3 年後の 1995 年、取締役の報酬の検討を主要目的とする Sir Richard Greenbury を委員長とする委員会（以下、「Greenbury 委員会」という。）が設立され、当該委員会による報告書（Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury: 以下、「Greenbury 報告書」という。）²³⁹を経て、1998 年、Sir Ronald Hampel を委員長とするコーポレート・ガバナンス委員会（Committee on Corporate Governance: 以下、「Hampel 委員会」という。）による、後のコーポレートガバナンス・コードの基礎となる報告書（Report of the Committee on Corporate Governance: 以下「Hampel 報告書」という。）²⁴⁰の作成に至り、1998 年に統合規範（Combined Code）²⁴¹が公表された。統合規範は、株主の役割に明確に焦点を絞った Hampel 報告書の推奨を反映させており、財務報告評議会（The Financial Reporting Council: 以下「FRC」という。）²⁴²によって所管され、上場規則にも採用された²⁴³。

1) 財務報告評議会（The Financial Reporting Council）

ここで、FRC について確認する。FCA²⁴⁴がイギリスの金融機関の監督当局であるのに対し、FRC はコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードをはじめとする各種コードの制定および改訂、ならびに企業の年次報告書をはじめ各種報告書関係に対して権威を持つ²⁴⁵。FRC は国務大臣（Secretary of State）から権限を委譲され、FRC の取締役は国務大臣から任命されることから、政府の一機関（governmental machinery）として認識されている²⁴⁶。

²³⁸ Jonathan P. Charkham, *Keeping Better Company: Corporate Governance Ten Years On* 5 (Oxford University Press, 2nd ed. 2005). Cadbury 委員会は、近代的なガバナンス運動の始まりであった、と記している。

²³⁹ Study Group on Directors' Remuneration, Richard Greenbury (Sir.), *Directors' Remuneration: Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury* (Gee Publishing, 1995) http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury_less_recommendations.pdf.

²⁴⁰ The Committee on Corporate Governance, *Committee on Corporate Governance: Final Report* (Gee Publishing, 1998), <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf>.

²⁴¹ The Committee on Corporate Governance, *The Combined Code Principles of Good Governance and Code of Best Practice* (2000), http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code.pdf.

²⁴² For the details of FRC, see *infra* notes 245-250 and accompanying text.

²⁴³ See Cheffins *supra* note 235 at 1007, 1008.

²⁴⁴ 「第四章 1.3 受認者としての義務」参照。

²⁴⁵ Financial Reporting Council (FRC-a), *Annual Report and Accounts 6* (2014), <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/FRC-Board/FRC-Annual-Report-and-Accounts-2013-14-print-versi.pdf>; Financial Reporting Council (FRC-b), *The FRC and its Regulatory Approach 5-6* (2014), <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/FRC-Board/The-FRC-and-its-Regulatory-Approach.pdf>. See also Bob Tricker, *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, 119 (Oxford University Press, 3rd ed. 2015).

²⁴⁶ Davies & Worthington, *supra* note 69, at ¶ 3-9.

FRC の構成は、90 名の会計士、弁護士を含む 134 名の職員から成り、機関の調査 (staff survey) ではこのうち 99% が FRC の仕事に誇りを持っており、総資産は 2600 万ポンドである²⁴⁷。

FRC のミッションは投資を促進するための高品質のコーポレート・ガバナンスおよび報告書を増進することであり、主な機能として、1) コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの制定、2) 公開企業が公表する財務諸表および監査報告書の質のモニタリング、3) 監査役に関する倫理基準の制定があり、それらは **Comply or Explain**²⁴⁸ を基礎にしている²⁴⁹。また、FRC の役割は、各種コードや企業の行動の基準を設定し企業の実行状況をモニタリングすることであり、そうすることによって「継続的な改善の輪」を維持することができる²⁵⁰。

統合規範策定後、2008 年から 2009 年初頭にかけての金融危機を経て 2010 年コーポレートガバナンス・コードが策定され、その後、数度の改定がなされてきたが、**Comply and Explain** のアプローチ方法等、その基本的な考え方に変更はない。

2) **Comply or Explain**

イギリスのコーポレート・ガバナンスを語るうえで欠かせないのは、“**Comply or Explain**” というアプローチ方法である。**Comply or Explain** を訳すと「規則を遵守せよ、さもなければその理由 (遵守しない理由) を説明せよ」となる²⁵¹。**Cadbury** 報告書で初めて採用されて **Hampel** 報告書を経て統合規範 (Combined Code) で確立された。**Comply or Explain** はソフトローにおいて規則を強制するのではなく、各企業の環境等個別の理由により遵守するかどうかを各企業に任せながら一方では、遵守しない場合には企業は説明責任を果たすように、というアプローチである²⁵²。さらに、経営陣と投資家のエンゲージメントが健全なコーポレート・ガバナンスにとって不可欠であり、企業による説明を評価するのは株主である、としている²⁵³。このように **Comply or Explain** の精神の下では、企業の経営陣と株主の関係がカギとなる。統合規範で確立された統合規範は、2010 年投資家側の規定をスチュワードシップ・コードとして分離し、発行体側の規定をコーポレートガバナンス・コードとし、2010 年、**The UK Corporate Governance Code 2010** が公表された。その後、コーポ

²⁴⁷ 2014 年 3 月現在。FRC-a, *supra* note 245, at 21-24.

²⁴⁸ For the detailed discussion of “Comply or Explain”, see *infra* notes 251-254 and accompanying text.

²⁴⁹ FRC-a, *supra* note 245, at 7.

²⁵⁰ *Id.* at 14.

²⁵¹ なお、イギリス編においては日本語訳にすることなく **Comply or Explain** をそのまま採用する。

²⁵² Financial Reporting Council (FRC), *The UK Corporate Governance Code, June 2010*, at **Comply or Explain** 1 (2010). http://www.afarak.com/site_media/media/cms_page_media/37/UK-corporate-governance-code-2010.pdf

²⁵³ *Id.* at **Comply or Explain** 4, 6.

レートガバナンス・コードはその時代に即した規定を提供するため、2年ごとに定期的な見直しが行われている。

Comply or Explain によるアプローチは、イギリスのコーポレート・ガバナンスのトレードマークであると同時にコーポレートガバナンス・コードの初期から継続して変わらず有効であり、企業と株主の双方から強く支持され、国際的にも模範とされている²⁵⁴。次節より、コーポレートガバナンス・コードが策定された経緯を歴史的背景から順を追って確認する。

1. 背景

アメリカにおいて Enron や Worldcom の経営破たんから SOX 法が制定されたように²⁵⁵、イギリスにおいても同様に、コーポレート・ガバナンスをめぐる議論は、1990 年代初頭に相次いだ企業不祥事や経営破綻により重要視されるようになった²⁵⁶。実際、これらの企業不祥事が明るみに出るまでにも、1980 年代から 1990 年代にかけて公開企業を中心に取締役会の構成をはじめとするコーポレート・ガバナンスの改革が行われていた²⁵⁷。しかし、このような改革にも関わらず、1990 年初頭には当時優良企業として信頼されていた企業によるインサイダー取引やマネーロンダリング、そして従業員の年金基金の不正利用といった不祥事による経営破綻に FRC および LSE がコーポレート・ガバナンスを機能させるべく委員会を設置するに至った。

本節では、イギリスに起こった経営破綻とそれにまつわる不祥事、次に各種報告書を経て統合規範、そして現在のコーポレートガバナンス・コードの策定までの、変遷を確認し、最後にコーポレートガバナンス・コードの評価について確認する。

1.1 企業不祥事と経営破綻

Enron や Worldcom と同様に当時、優良企業といわれていた PPI が破綻したのは、1990 年 10 月である²⁵⁸。PPI は経常利益 1 億 6140 万ポンド、純資産 8 億 4500 万ポンド、従業員 17,227 人というイギリスの FTSE-100 に入る大優良企業であったが、1990 年突然の経

²⁵⁴ See *id.* at Comply or Explain 1.

²⁵⁵ 「第二部アメリカ編第二章 4.2. 企業不祥事と対策」参照。

²⁵⁶ Jorge Farinha, Corporate Governance: A Survey of the Literature 2 (Universidade do Porto Economia Discussion Paper No. 2003-06, 2003), <https://ssrn.com/abstract=470801> or DOI:10.2139/ssrn.470801.

²⁵⁷ Black & Coffee, Jr., *supra* note 7, at 2021.

²⁵⁸ Austin Mitchell et al., *Ethical Statements as Smokescreens for Sectional Interests: The Case of the UK Accountancy Profession*, 13 J. of Bus. Ethics 39, 46 (1994).

営破綻を迎え、社会を驚かせた²⁵⁹。また、PPI の経営破綻は単なる資金繰りの悪化ではなく、当時会長であった Asli Nadir のインサイダー取引が深くかかわっていたことはイギリス社会に衝撃を与えた²⁶⁰。

PPI の衝撃も冷めない中、世界各国に支店を構えグローバルな経営を行っていた BCCI が 1991 年 7 月に経営破綻し、同時に多くの政治スキャンダルが世界中で明らかになった²⁶¹。BCCI は 1972 年 Abu Dhabi で設立され、急速に成長し Luxembourg にて持株会社を設立し、Luxembourg および Cayman 諸島で拠点を築くとともに、瞬く間に 72 か国で支店、関連会社、慈善事業団体を設立した²⁶²。しかし BCCI の経営実態はすでに 1970 年代から支払い不能状態に陥っており、経営陣が口座の不正操作で損失を隠し、簿外で預金を管理し、アメリカの会計機関への違法な投資を隠し、不正な利益を生み出していた²⁶³。BCCI に捜査の手が伸び、BOE が営業停止を命じたとき、すでに負債は数十億ドルにおよんでおり、負債のみならず、マネーロンダリング、資産の隠ぺい工作、麻薬の密輸、武器の密輸、コーヒーの密輸、脱税などの違法行為をグローバルに行っていたことが判明した²⁶⁴。

BCCI の経営破綻から 4 か月後の 1991 年 11 月、メディア帝王すなわち Mirror グループ企業の会長であった Robert Maxwell が謎の死を遂げ、翌年 Maxwell の Mirror グループ資産の不正流用と従業員年金基金からの約 7 億 5 千万ポンドの横領が明らかになった²⁶⁵。いずれも当時優良企業であった PPI、BCCI、そして Maxwell グループの経営破綻は、その経営破綻がインサイダー取引、マネーロンダリング、横領といった不正会計を含む不祥事が原因であることは、社会に衝撃を与えた。これらの企業不祥事は、エージェントである経営者による株主を無視した利己的な経営に端を発しており、財務の透明性が確保されておらず、また監督者としての取締役、監査役が全く機能していなかったことを明らかにした。FRC と LSE はこれらの大企業の予期せぬ経営破綻が、効果的な取締役会の説明責任の欠如、会計報告制度の甘さ、および監査役の能力の低さが予防手段として機能しなかったことが原因であるとし²⁶⁶、コーポレート・ガバナンスを機能させるべくコーポレート・ガバナンス全体を議論の対象とした Cadbury 委員会が 1991 年 5 月に設置され、その後複数の委員会を経て、コーポレートガバナンス・コードの基礎となる統合規範が 1998 年 6 月に成立した。

²⁵⁹ *Ibid.*

²⁶⁰ *Ibid.*

²⁶¹ Nikos Passas, *The Genesis of the BCCI Scandal*, 23 J. of L. and Soc'y 57, 57 (1996).

²⁶² *Id.* at 57-58.

²⁶³ *Id.* at 58.

²⁶⁴ *Id.* at 58, 63.

²⁶⁵ 詳細につき、「第四章 1.3. 受認者としての義務」参照。

²⁶⁶ Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *supra* note 237, at 2.1, 2.2 of Introduction.

以下、統合規範が成立するまでの委員会と公表されたそれぞれの委員会の報告書を概観する²⁶⁷。

1) Cadbury 報告書

Cadbury 報告書はコーポレート・ガバナンスの財務的側面から、取締役会が執行役の意思決定を監督するという役割に焦点を当て、例えば当該報告書のうち 1 章を「株主に対する取締役責任」としてページを割き特に機関投資家のコーポレート・ガバナンスに対する改善を重要視している²⁶⁸。当該報告書は、定期的でかつ体系的な株主と経営陣の対話を推奨し、特に機関投資家に積極的に議決権を行使することおよび投資先会社の取締役会の構成に関与することを推奨している²⁶⁹。Cadbury 報告書は初めて“Comply or Explain”²⁷⁰を採用しそれを基礎とする最善慣行規範 (the Code of Best Practice) を提示した²⁷¹。その一方、Cadbury 報告書は株主が最善慣行規範に拘束されることについては明白な言及しなかった²⁷²。

²⁶⁷ それぞれの委員会の報告書について、以下を適宜、参考にされたい。八田進二＝橋本尚訳「英国キャドベリー委員会報告書『企業統治の財務的側面』—上—」駿河台経済論集 7 巻 1 号 (1997) 165 頁以下、八田進二＝橋本尚訳「英国キャドベリー委員会報告書『企業統治の財務的側面』—下—」駿河台経済論集 7 巻 2 号 (1998) 243 頁以下、八田進二＝橋本尚訳「英国ハンペル委員会報告書『コーポレート・ガバナンス規定』」駿河台経済論集 8 巻 2 号 (1999) 177 頁以下、八田進二＝橋本尚訳「英国グリーンベリー委員会報告書『取締役の報酬』」駿河台経済論集 9 巻 1 号 (1999) 143 頁以下、これら 4 編について見直しを行いまとめたものとして八田進二＝橋本尚『英国のコーポレート・ガバナンス』(白桃書房、2000)、関孝哉「英国コーポレート・ガバナンスの国際性とハンペル中間報告書」商事 1471 号 (1997) 23 頁以下、関孝哉「英国コーポレート・ガバナンスの展開 (上) エイドリアン・キャドバリー卿に聞く」取締役の法務 75 号 (2000) 38 頁以下、関孝哉「英国コーポレート・ガバナンスの展開 (中) リチャード・グリーンブリー卿に聞く」取締役の法務 76 号 (2000) 63 頁以下、関孝哉「英国コーポレート・ガバナンスの展開 (下) ロナルド・ハンペル卿に聞く」取締役の法務 78 号 (2000) 54 頁以下、笹倉淳史「キャドベリー報告書とその展開—開示内容を中心として—」産業経理 56 巻 3 号 (1996) 59 頁以下。

²⁶⁸ The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *supra* note 237, at Chapter 6. 第 6 章「株主に対する取締役責任 (Accountability of Boards to Shareholders)」。Cheffins, *supra* note 235, at 1007.

²⁶⁹ The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *supra* note 237, at Chapter 6. 特に第 6 章 Shareholder Communications の 6.13 において機関投資家の役割として取締役会と株主との対話の橋渡しを挙げている。しかし、そのような役割を機関投資家に期待しながらもかつ取締役会に対し、すべての株主が平等に情報を得ることができるように、企業の重要な事柄を開示しなければならないとしている。

²⁷⁰ Law Commission, Shareholder Remedies Consultation CP142 at 132, http://www.lawcom.gov.uk/wp-content/uploads/2015/03/cp142_Shareholder_Remedies_Consultation.pdf, quoting London Stock Exchange, Listing Rules (1993 ed.) ¶ 12.43(j). 上場企業は最善慣行規範を遵守する必要があり、そうしない場合は年次報告書において遵守しないことを開示し、その理由を説明しなければならない。なお、¶ 12.43(j) は、1999 年 1 月にロンドン証券取引所 (London Stock Exchange: 以下「LSE」という。) より削除されている。See Financial Services Authority, *The Listing Rules*, April 2002, at ¶ 12.43(j), <https://www.fca.org.uk/publication/ukla/listing-rules-august-2002.pdf>.

²⁷¹ Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *supra* note 237, at 57-59. The Code of Best Practice が当該ページに記載されている。LSE に上場している企業は Comply or Explain をベースに最善慣行規範を遵守しなければならない。

²⁷² See Cheffins *supra* note 235, at 1007.

最善慣行規範には1)取締役会、2)非業務執行取締役、3)業務執行取締役、4)報告と管理統制、の4項目がある²⁷³。このうち、非業務執行取締役について最善慣行規範によると、非業務執行取締役は企業の戦略、業績、資産および行動規範といった事項に対し独立した判断をするという役割を担う取締役である²⁷⁴。すなわち、非業務執行取締役はあらゆる業務の執行から独立しており、その報酬は企業への貢献度を反映する²⁷⁵。この非業務執行取締役の役割はHampel報告書を経て、2003年版統合規範においても重要な役割を担うとされ、その後の2010年度のコーポレートガバナンス・コードでは主要原則の一つとして規定されることとなる²⁷⁶。

2) Greenbury 報告書

Greenbury委員会は1995年初頭、英国産業連盟(The Confederation of British Industry：以下「CBI」という。)主導で、取締役の報酬について検討するために創設された²⁷⁷。Greenbury委員会が設立された背景には、この数年において民営化された公共企業の経営陣の報酬の高額化、特にストックオプションの行使による膨大な利得に対し、株主の関心を引くだけでなく、それが社会的な議論となる中、当時のJohn Major首相は事態を重視し、Greenbury委員会の設立に至った²⁷⁸。Greenbury報告書は取締役の報酬についてCadbury報告書に倣い、説明責任、完全な情報開示、取締役と株主の利害調整、業績改善を主要な目的とした²⁷⁹。また、Greenbury報告書は、Cadbury報告書と同様、“Comply or Explain”の形式を尊重し、上場企業は最善慣行規範²⁸⁰を遵守しなければならず、そうしない場合は年次報告書において遵守しないことを開示し、その理由を株主に説明しなければならないとした²⁸¹。LSEはGreenbury報告書の推奨を受け、最善慣行規範の遵守状況の開示について上場規則を変更した²⁸²。

3) Hampel 報告書（1998年）から統合規範へ

²⁷³ The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *supra* note 237, at 57-59.

²⁷⁴ *Ibid.*

²⁷⁵ *Ibid.*

²⁷⁶ See *infra* note 337 and accompanying text, for Non-Executive Director described in the UK Corporate Governance Code 2010.

²⁷⁷ Sir Richard Greenbury, *supra* note 239, at 1.1.

²⁷⁸ Sir Richard Greenbury, *supra* note 239, at 1.6; Brian R. Cheffins, *Company Law: Theory, Structure, and Operation* 375 (Oxford University Press, 1997).

²⁷⁹ Sir Richard Greenbury, *supra* note 239, at 7.

²⁸⁰ For The Code of Best Practice, see Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *supra* note 237, at 57-59.

²⁸¹ Sir Richard Greenbury, *supra* note 239, at 12, 19.

²⁸² Cheffins *supra* note 278, at 376; Listing Rules, ¶ 12.43(w), (x). Directors' Remunerationとして上場規則に規定されたが、1999年1月に両項目とも削除された。See Financial Services Authority, *supra* note 270, at ¶ 12.43(w) and (x).

1995 年 11 月 FRC の議長である Sir Sydney Lipworth のもと Sir Ronald Hampel を委員長とする Hampel 委員会と呼ばれるコーポレート・ガバナンス委員会²⁸³が創設された²⁸⁴。Hampel 委員会は Cadbury 委員会の流れを引き継ぎ、企業と株主の対話、とりわけ企業の経営陣と主要な投資家が戦略、業績、経営陣の構成や能力といった点に関し、定期的に意見交換を行うことを推奨すると同時に、年金基金の受益者が投資マネージャーに長期的視野を持って投資を行うように促すことを強く求めた²⁸⁵。また、コーポレート・ガバナンスにとって重要なことはビジネスにおいて成功しているという企業の繁栄と説明責任であることを強調しているが、説明責任を強調するあまり経営陣の責任、すなわち業績向上を不明瞭にすることに注意すべきと勧告している²⁸⁶。さらに、Hampel 報告書は Cadbury 報告書および Greenbury 報告書と同様に、“Comply or Explain”を採用しているが、採用方法において当該報告書は Cadbury 報告書および Greenbury 報告書との相違点を指摘している。Hampel 報告書は、Cadbury 報告書および Greenbury 報告書における“Comply or Explain”は、最善慣行規範の各条項を条文通りに遵守しているかどうかという官僚主義的な確認手続きであり、このような方法では各企業によって異なる環境および経験といった多様性を考慮に入れることはできない、と批判した。Hampel 委員会はコーポレート・ガバナンスとは業務執行取締役、非業務執行取締役、株主および監査役といった経験を積んだ能力のある個人に依拠しており、株主をはじめとする個人が規範の解釈に柔軟性を持って対応し、取締役の説明に耳を傾け、取締役が株主の利益向上に尽くしているかを判断すべきである、と主張している²⁸⁷。これらを踏まえ、Hampel 報告書はコーポレート・ガバナンスの原則として、Cadbury 報告書および Greenbury 報告書が主張する「企業はどれくらい最善慣行規範を遵守しているか」ではなく、「実際に最善慣行規範がいかに適用されているか」を年次報告書に企業が記載することを推奨し、これを LSE の上場規則に反映させるよう勧告した²⁸⁸。Hampel 報告書はコーポレート・ガバナンスへの規範的なアプローチよりもむしろ原則に基づいた自発的なアプローチを維持するべきだと強調し、これが Hampel 報告書の最大の貢献であった²⁸⁹。このコーポレート・ガバナンスへの自発的なアプローチはアメリカの規則に基づいたアプローチとは対照的な、イギリスの典型的なアプローチである²⁹⁰。

1.2 統合規範の成立

Hampel 委員会は Cadbury 報告書、Greenbury 報告書と Hampel 報告書を一組の原則と規範としてまとめ、これに LSE が若干の修正を加え、1998 年 6 月、ソフトローとして統

²⁸³ See *supra* note 240, and accompanying text.

²⁸⁴ Committee on Corporate Governance, *supra* note 240, at 5.

²⁸⁵ *Id.* at 20, 43-44, 61.

²⁸⁶ *Id.* at 17.

²⁸⁷ *Id.* at 10-11.

²⁸⁸ *Id.* at 14, 16.

²⁸⁹ Jill Solomon, *Corporate Governance and Accountability* 56 (2nd ed. 2007).

²⁹⁰ *Ibid.*

合規範が発行された²⁹¹。統合規範は、Hampel 委員会が主張したように、1) 企業は各企業特有の環境を考慮し、柔軟性を持って各企業のガバナンスに関する政策を説明すべきであり、各企業の報告を評価するのは株主および投資家である、2) 統合規範の条項に遵守しているかどうか、していなければその理由を説明しなければならず、この説明を評価するのもやはり株主および投資家である、という 2 つの開示を LSE の上場会社に要求している²⁹²。また、これら 2 点を含む統合規範の制定に伴い、上場規則に 12.43 条²⁹³が追加され、上場企業は上場規則を遵守する必要があると同時に統合規範をもまた遵守しなければならない、と規定された²⁹⁴。さらに、統合規範の特徴は企業の経営陣と機関投資家の関係についても、実行可能な限りにおいて、相互理解を図るため企業の経営陣と機関投資家の対話 (dialogue) が促進されるべきである、と明記している点にある²⁹⁵。これらの点を踏まえ、統合規範および LSE の上場規則 12.43A 条により、企業の情報開示の量が大幅に増加したといえる²⁹⁶。統合規範のアプローチは“Comply or Explain”を基礎に企業に対しコーポレート・ガバナンスの構成および実行状況といった重要な情報の開示であると同時に、統合規範の条項を企業が遵守しない場合、それが正当であるかどうかの判断を株主にさせることにより、株主、特に株主としての機関投資家に対して圧力を与えており²⁹⁷、株主に判断させることが企業へのモニタリング機能として働いていると考えられる。

また、1998 年の統合規範公表後、Hampel 報告書で要求された企業の適切な内部統制について詳細にまとめられたのが、Nigel Turnbull を議長として作成された Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code (以下「Turnbull 報告書」という。)である²⁹⁸。Turnbull 報告書は、上場企業の取締役が統合規範に要求される、財務、業務、コンプ

²⁹¹ Committee on Corporate Governance, *supra* 241 at Preamble 1, 2.

²⁹² *Id.* at Preamble 4, 5.

²⁹³ Financial Services Authority, *supra* note 270, at ¶ 12.43A. 英国において設立した企業は年次報告書に以下(a),(b)の項目を含まなければならない。(a)narrative statement に統合規範の Section.1 の原則にどのように適用しているか、また株主は原則がどのように適用されているかを評価できるように説明しなければならない。(b)決算期を通して統合規範の Section 1 における条項を遵守しているかどうかを Statement に記載する必要がある。統合規範の条項を遵守していない、あるいは条項のいくつかのみを遵守している企業は遵守していない条項および遵守しない期間がどの位継続するのかという遵守の状況を開示し、また遵守しない理由を記載しなければならない。

²⁹⁴ Petri Mäntysaari, Comparative Corporate Governance: Shareholders as a Rule-maker 84 (Springer, 2005).

²⁹⁵ Committee on Corporate Governance, *supra* 241 at Principle C.1, Principle E.2.. 統合規範の Principles of Good Governance は企業に対する Section 1 Companies と株主としての機関投資家に対する Section 2 Institutional Shareholders で構成されている。Section 1 の Principle C.1. は企業に対し、株主としての機関投資家との対話 (dialogue) を促進すること、Section 2 の Principle E.2.では株主としての機関投資家に対して、企業との対話 (dialogue) を促進することをそれぞれ、記載している。

²⁹⁶ Kevin Keasey et al., The Development of Corporate Governance Codes in the UK, Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons, 33 (Kevin Keasey eds., John Wiley & Sons, 2005).

²⁹⁷ *Ibid.*

²⁹⁸ Institute of Chartered Accountants, Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code (1999), <http://www.ecgi.org/codes/documents/turnbul.pdf>.

ライアンスおよびリスクマネジメントといった内部統制、をいかにして遵守するかを明記している²⁹⁹。Turnbull 報告書により、企業のリスクマネジメントおよび内部のマネジメント・コントロールという 2 つの側面がコーポレート・ガバナンスの分野に加わった³⁰⁰。

1.3 2003 年版統合規範

2000 年に入り世界を揺るがす大事件がアメリカで相次いで起こった。2001 年 12 月の Enron の破綻および 2002 年 7 月の Worldcom の破綻である³⁰¹。このアメリカの 2 大事件は、特に、Enron の監査法人であったアーサー・アンダーセンおよび独立取締役が機能していなかった点において、イギリス企業のコーポレート・ガバナンスにおける非業務執行取締役の役割と監査委員会の役割に関する再考を促した。これらの事件を受けて、2003 年労働党内閣により任命された Sir Derek A. Higgs を議長とする「Higgs 報告書（非業務執行取締役の役割に関する報告書）」³⁰²および FRC より付託された Sir Robert Smith による監査委員会に関する報告書(以下「Smith 報告書」という。)³⁰³が公表された。2003 年 7 月、Higgs 報告書および Smith 報告書を受けて、FRC は統合規範を改正した、新たなコーポレート・ガバナンスに関する統合規範(以下「2003 年度版統合規範」という。)³⁰⁴を公表した。

2003 年度版統合規範は改正前の統合規範に引き続き“Comply or Explain”を採用すると同時に、企業に対し、株主である機関投資家との対話について、企業の経営陣は主要な株主が企業に対して抱える問題を理解するためにこれらの主要株主と十分な対話を行うとともに、取締役会のメンバー特に非業務執行取締役は直接、あるいは株主の意見に対するアナリストやブローカーの調査を通じて、主要な株主の意見をどの程度、理解しているかを年次報告書に記載すべきである、と規定している³⁰⁵。また 株主である機関投資家については、ISC の定める機関投資家の責任の原則³⁰⁶を適用し、投資マネージャーとの関係においてもこの

²⁹⁹ Tricker, *supra* note 245, at 117.

³⁰⁰ *Ibid.* See Financial Reporting Council (FRC), Internal Control Revised Guidance for Directors on the Combined Code (2005). <https://www.frc.org.uk/getattachment/5e4d12e4-a94f-4186-9d6f-19e17aeb5351/Turnbull-guidance-October-2005.aspx> (last visited Feb., 8, 2017). 2005 年 Turnbull 報告書は改訂が行われた。

³⁰¹ 「第二部アメリカ編第二章 4.2.企業不祥事と対策」参照。

³⁰² Sir Derek A. Higgs, *supra* note 107.

³⁰³ Financial Reporting Council (FRC), appointed group chaired by Sir Robert Smith, *Audit Committees Combined Code Guidance*, (2003) http://www.ecgi.org/codes/documents/ac_report.pdf.

³⁰⁴ Financial Reporting Council (FRC), *The Combined Code on Corporate Governance* (2003) http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code_final.pdf.

³⁰⁵ *Id.* at Supporting Principle D.1, Code Provision D.1.2.

³⁰⁶ See Institutional Shareholders' Committee, *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents-Statement of Principles* (1991), http://www.ecgi.org/codes/documents/isc_statement_of_principles.pdf. ISC は 1990 年代から機関投資家の責任に関するステートメントを作成・改定・公表してきた。株主としての機関投資家は投資先企業との定期的な対話でもって企業の業績を監視すべきであり、必要があればアクティビズムを発揮し経営に関与することなども定義されている。

原則が反映されるべきである、と規定している³⁰⁷。さらに LSE の上場規則には、統合規範の改定に伴い 12.43A に代わって³⁰⁸9.8.6R 条³⁰⁹が規定された。

1.4 コーポレートガバナンス・コード（2010）

1) 目的

コーポレートガバナンス・コード（2010）は、Cadbury 報告書以来の *Comply or Explain* を基礎としたソフトローによる規制であり、その目的を、企業に長期的利益をもたらす効果的な、起業精神に富む慎重な経営の促進とし、具体的には 1992 年の Cadbury 委員会の流れを汲み³¹⁰、*Comply or Explain* の精神に変更はない。原則と条項から構成されるコーポレートガバナンス・コード（2010）は厳格な規則ではなく、上場規則が主原則を適用し、それに遵守しているかどうかを株主に報告することを要求している³¹¹。また、コーポレート・ガバナンスとは企業価値をいかに位置づけ、そのために取締役会は何をなすべきかであり、日々業務を執行する経営陣とは区別されなければならない³¹²、と規定していることから、コーポレート・ガバナンスとは効果的な取締役会の指針といえる³¹³。また、当該コーポレートガバナンス・コード（2010）の最も重要な点は①FTSE-350³¹⁴の企業のすべての取締役は毎年、選任の手続きを必要とすること³¹⁵、②コーポレートガバナンス・コード（2010）全般にわたり、企業は自分たちの既存の取り決めが適切な説明責任を果たし取締役会の有効性を実証すると信じるならば、あるいは毎年の再選任を導入する前に移行期間が必要であるならば、企業はコーポレートガバナンス・コード（2010）を遵守するよりもむしろそのことを説明することができる³¹⁶、という 2 点である。

2) 構成

コーポレートガバナンス・コード（2010）は大きく 5 項目（Section A-E）に分けられ、それぞれ A）リーダーシップ（Leadership）、B）実効性（Effectiveness）、C）説明責任（Accountability）、D）報酬（Remuneration）、E）株主との関係（Relations with Shareholders）、から構成され、各セクションの具体的な規定は以下のとおりである。

³⁰⁷ FRC, *supra* note 304, at Supporting Principle E.1.

³⁰⁸ Financial Services Authority, *Investment Entities (listing Rule and Conduct of Business) Instrument 2003 (FSA 2003/61)*, https://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2003/2003_61.pdf.

³⁰⁹ Financial Reporting Council, *The Combined Code on Corporate Governance* at 23 (2006) http://www.ecgi.org/codes/documents/frc_combined_code_june2006.pdf.

³¹⁰ *Id.* at Governance and the Code 1,2.

³¹¹ *Id.* at Comply or Explain 2.

³¹² *Id.* at Governance and the Code 3.

³¹³ *See* FRC, *supra* note 252, at Governance and the Code 4

³¹⁴ FTSE は LSE の株式指標であり、LSE に上場される時価総額上位 350 社の企業銘柄で構成される。

³¹⁵ *See infra* note 334 and accompanying text.

³¹⁶ FRC, *supra* note 252, at Preface 8.

A：リーダーシップ

すべての企業は企業の長期的発展に対し責任を果たす効果的な取締役会によって導かれるべきである³¹⁷。また、取締役会を運営する企業の経営者の責任と事業を運営する執行取締役の責任は明確に区別されるべきであり、取締役会議長は、取締役会においてリーダーシップを発揮すべきであり、取締役会の非業務執行取締役は経営戦略について建設的な意見を述べるべきである³¹⁸。

B：実効性

取締役会および各委員会は、効果的に責任を果たすことができるよう、適切にバランスのとれた経験、独立性、企業に対する知識を持つべきであり、かつ十分な時間を割り当てるべきである³¹⁹。加えて、取締役会は自分たちの義務を果たすことができるよう随時必要な情報を与えられるべきであり、各種委員会、個々の取締役の業績については毎年評価を受け、全ての取締役は良好な業績維持のため、定期的に再任されるべきである³²⁰。

C：説明責任

取締役会は、企業の戦略的目的を達成するためのリスクマネジメントに対し責任を持ち、監査役と適切な関係を維持すべきである³²¹。

D：報酬

報酬のレベルは、取締役が企業の成功を促進するように動機づけるのに十分に魅力的であるべきだが、必要以上に支払うべきではなく、すなわち企業および個人の業績と報酬はリンクするよう構成されるべきである³²²。

E：株主との関係

取締役会は株主と相互理解を目的として対話（dialogue）を行うべきであり、取締役会全体として、株主との十分な対話を行うことに責任がある³²³。

3) 統合規範からの改正点

コーポレートガバナンス・コード（2010）の各セクションの具体的な内容を確認したが、これらの項目の統合規範からの大きな改正点は、取締役（Directors）とひとまとまりにさ

³¹⁷ *Id.* at Section A: Leadership of the Main Principles of The Code.

³¹⁸ *Ibid.*

³¹⁹ *Id.* at Section B: Effectiveness of the Main Principles of The Code.

³²⁰ *Ibid.*

³²¹ *Id.* at Section C: Accountability of the Main Principles of The Code.

³²² *Id.* at Section D: Remuneration of the Main Principles of The Code.

³²³ *Id.* at Section E: Relations with Shareholders of the Main Principles of The Code.

れていたものが³²⁴、A) リーダーシップ、B) 実効性と2つの項目に分けられ、それぞれ詳細に規定されると同時に取締役会の説明責任が増加している点にある³²⁵。これは一連の金融危機から監督としての取締役会の機能とその構成員の役割、および取締役会の構成員である取締役が担う業績評価の側面からコーポレート・ガバナンスを見直すという Walker 報告書の提案が影響していると考えられる。この点を踏まえ、次に、取締役会を中心に主要な改定箇所を検討する。

A: リーダーシップ

すべての企業は効果的な取締役会によって統率されるべきであり、効果的な取締役会とは具体的には企業が長期的に成功する (the long-term success) ことに対し責任を持つ取締役会である、と長期的な成功という具体性を持たせて規定された³²⁶。また、取締役会の議長 (The Chairman) の項目が新たに設けられ、取締役会の議長は取締役会においてリーダーシップを発揮し、あらゆる側面において取締役会が効率的に運用されることに責任を負うべきであり、具体的には取締役会のアジェンダを決め、すべてのアジェンダの項目を決定するのに十分な時間を確保すべきである、と規定されており³²⁷、取締役会の議長の役割におけるリーダーシップを強調している。さらに、議長は B.1.1 と同様の独立性に見合うべきである、と規定される³²⁸。

B: 実効性

主原則として、取締役会は課せられた義務や責任を効果的に果たすことができるように、技能、経験、独立性、および企業に対する知識を適切なバランスで保有していることを要求する³²⁹。また、取締役会は年次報告書で、それぞれの非業務執行取締役の独立性を確認すべきである³³⁰、と独立性を重んじると同時に、取締役会の構成員として性別を含む多様性の利点を享受することを規定する³³¹。さらに、企業は取締役がその役割を果たすために必要な知識や能力を発達させることができるように、取締役に必要な情報を与えるべきであり、取締役会の議長は取締役一人一人に必要とされるトレーニングが行われているかを定期的に確認すべきである³³²、と企業および取締役会の議長に対して任務が課された。同時に、これらの取締役への情報について、取締役は随時必要な情報を得られるべきであり、その情報は任

³²⁴ FRC, *supra* note 304, at 4-11.

³²⁵ FRC, *supra* note 252, at Section A: Leadership, Section B: Effectiveness. *See infra* note 334 and accompanying text. 取締役の毎年の選任がこの説明責任の増加を反映している。

³²⁶ FRC, *supra* note 252, at Main Principle of Section A: Leadership.

³²⁷ *Id.* at A.3. The Chairman.

³²⁸ *Id.* at A.3.1. *See* FRC, *infra* note 330.

³²⁹ *Id.* at Main Principle of Section B: Effectiveness.

³³⁰ *Id.* at B.1.1.

³³¹ *Id.* at B.2.

³³² *Id.* at B.4.

務を果たすのに十分に質の高いものでなければならず、取締役会の議長は、取締役が迅速かつ正確な情報を得ているかどうかを確認する責任がある、と規定する³³³。

コーポレートガバナンス・コード（2010）では、取締役が企業においてその任務を適切に全うできるように、独立性を重んじ多様性に富んだメンバーで構成され、企業は取締役が必要とする情報を適切に与え、取締役会議長は個々の取締役の状況を確認する任務が課された。このように、取締役が任務を全うするための状況を整理すると同時に、コーポレートガバナンス・コード（2010）は取締役の選任に対し、FTSE 350 の企業の取締役は、株主により毎年、選任の手続きを経なければならない³³⁴、また取締役会は少なくとも 3 年ごとに外部の評価を受けなければならない³³⁵、と新たに規定した。

C: 非業務執行取締役

最善慣行規範以来、イギリス企業において重要な役割と担うとされた非業務執行取締役³³⁶であるが、コーポレートガバナンス・コード（2010）では、新たに主要原則が規定され、単層取締役会制の構成員として建設的に企業戦略に対し助言を与え戦略の策定を助ける、という非業務執行取締役が担う役割が明確化された³³⁷。非業務執行取締役は、企業の目的に応じているかという点で業務執行役の業績を精査し、監督する。また財務面においても、財務情報が適切か、さらにリスクマネジメントが企業を守るのに適しているかについて責任がある³³⁸。さらに、業務執行取締役の報酬レベルが適切かを決定する責任を負い、業務執行取締役の任命、必要な場合は解任、また後継者の指名について主要な役割を担う³³⁹。

1.5 統合規範からコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードへ

2008 年 9 月 15 日、アメリカの大手投資会社 Lehman Brothers Holdings Inc.が Chapter11 の適用申請を行った（以下「リーマン・ショック」という。）。このアメリカ史上最大の経営破綻であるリーマン・ショックはイギリスの金融機関にも大きな影響を与えた。2008-2009 年初頭にかけて、グローバルに展開するイギリスの主要な銀行であった Lloyd's TSB が HBOS を救済合併し、Royal Bank of Scotland（以下「RBS」という。）をはじめ中小の金融機関が実質的な経営破たんに陥り政府による公的資金の注入が行われた³⁴⁰。一連

³³³ *Id.* at B.5.

³³⁴ *Id.* at B.7.1.

³³⁵ *Id.* at B.6.2.

³³⁶ *See also supra* notes 98-110.

³³⁷ FRC, *supra* note 252, at Main Principle of A.4. Non-executive Directors.

³³⁸ *Id.* at Supporting Principle of A.4. Non-executive Directors.

³³⁹ *Ibid.*

³⁴⁰ John O'Doherty, *State to own 43% of merged Lloyds-HBOS*, *Fin. Times*, Jan. 12, 2009,

の金融危機による公的資金の注入すなわち国民の税金による負担が強られる中、機関投資家は銀行の経営陣が間違った方向に行くのをただ傍観しているだけで何も有効な手段を働かせなかったことから、2009年1月、金融危機を調査していた下院財務委員会（House of Commons Treasury Committee）は、機関投資家は怠慢であったと非難した³⁴¹。さらに2009年5月、下院財務委員会は、機関投資家について取締役会の意思決定および経営陣に対する監督と効果的な精査、並びに業績に対する説明、責任の追及が彼らの主要なタスクの一つであるにもかかわらずそれを怠った、と報告した³⁴²。一連の金融危機で明るみに出た金融機関の業務に対する姿勢と機関投資家への非難は、投資家と企業の双方の側面からコーポレート・ガバナンスを見直すべき、という理論に発展し、Sir David Walker に金融機関のガバナンスの検討を依頼し、2009年11月、Walker 報告書³⁴³が公表された。

Walker 報告書は機関投資家へのスチュワードシップのみならず、取締役会の機能と業績評価の側面からコーポレート・ガバナンスについて提案を行っている³⁴⁴。例えば、1) 単層取締役会制（Unitary Board）³⁴⁵のメンバーの役割として、執行役によって進められている戦略を分析し時に異議を唱えることが期待されており、2) 主要な銀行の頭取は十分な時間を銀行業務のために確保する必要がある、3) 取締役会は厳格な業績評価を行い、取締役会とガバナンスの評価に関するステートメントはその過程において厳格な評価が行われたことを記す必要がある、4) 取締役会の議長を含むすべての取締役会のメンバーは毎年再任手続きに付される必要があると、提案している³⁴⁶。FRC は Walker 報告書の提案を受け、これを参考に投資家に対してはスチュワードシップ・コード³⁴⁷を、企業に対してはコーポレー

<https://www.ft.com/content/845e7956-e079-11dd-b0e8-000077b07658>. See Cheffins *supra* note 235, at 1009. See also ONS, *supra* note 4, at 11. ONSによると、政府は2008年11月にRBSに最初の資本注入を2009年に2度目の資本注入を行った。また2009年にはLloyds Banking Group plcにも資本注入を行った。さらに、2012年までに政府はLloyds Banking Group plcの株式を部分的に売却し2014年12月31日現在で政府の保有するLloyds Banking Group plcとRSBの株式は市場価値で490億ポンドになった。

³⁴¹ Jennifer Hughes, *FSA chief lambasts uncritical investors*, Fin. Times, Mar. 12, 2009, <https://www.ft.com/content/9edc7548-0e8d-11de-b099-0000779fd2ac>. See Cheffins *supra* note 235, at 1009.

³⁴² House of Commons Treasury Committee, *Banking Crisis: reforming corporate governance and pa in the City*, (Ninth Report of Session 2008-09), 64 (2009).

³⁴³ See Sir David Walker, *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations*, (2009), http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf.

³⁴⁴ *Id.* at 15-17.

³⁴⁵ CFA institute Center for Financial Market Integrity, *The Corporate Governance of Listed Companies, Manual for Investors* (2nd ed. 2009) at 5. <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2009.n12.1>; CFA 協会（金融市場規範センター）上場企業のコーポレート・ガバナンス投資家のためのマニュアル第2版（2009）5頁 https://www.cfasociety.org/japan/publications/CG%20Manual_V2%20JA.pdf (2017.03.28).

CFA 協会によると、単層取締役会制においては、取締役会に業務執行取締役、独立取締役ならびに非独立取締役を含むことができる。取締役会は経営陣を監督し、助言を与え、企業戦略の策定を助けるが、多くの法域では合併、買収、事業分割、売却などの事項を除き企業の経営判断には関与しない。

³⁴⁶ Sir David Walker, *supra* note 343, at 15-17.

³⁴⁷ The UK Stewardship Code (2010)

トガバナンス・コード (The UK Corporate Governance Code 2010: 以下「コーポレートガバナンス・コード (2010)」という。) を策定し、2010 年 6 月に公表された³⁴⁸。

1.6 2012 年度版コーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンス・コードはその時代に即した規定を提供できるように 2 年ごとに定期的な見直しが行われる。2012 年に 2010 年度版の改訂版として公表されたコーポレートガバナンス・コード (The UK Corporate Governance Code 2012: 以下「コーポレートガバナンス・コード (2012)」という。) は、2011 年に FRC によって見直された。FRC はコーポレートガバナンス・コード (2012) の策定に当たり、コーポレートガバナンス・コード (2010) の序文で報告された 2 つの結論、1) コーポレートガバナンス・コードの条文のみならずコーポレートガバナンス・コードの精神により多くの注意が払われるべきである、2) コーポレートガバナンス・コードへの株主の影響は上場企業の取締役と株主とのより良い交流によって実現されるであろう、を補強した、と序文で記している³⁴⁹。また、序文には、法律において企業は主として株主に責任を負い、コーポレートガバナンス・コード (2012) は企業と株主の関係に焦点を当てているが、企業は株主以外の他の資本提供者の貢献も認め、これらの資本提供者の意見がガバナンスのアプローチにとって適切である限りにおいて、取締役会がそのような意見に耳を傾けることを推奨する³⁵⁰、という一文が付け加えられた。主要な改正点である「実効性」について論じる。

指名委員会は取締役の任命のプロセスを年次報告書に記載する必要がある。コーポレートガバナンス・コード (2012) では、任命のプロセスに加え、1) 性別を含む多様性に関する取締役会の政策、その政策を改善する測定可能な目標の設定、および目標達成の進捗状況について記載しなければならない、2) 取締役会議長あるいは非業務執行取締役の任命にあたり、外部のコンサルタント会社を使用する場合には、その会社と当該企業の関係性について年次報告書に記載すべきである、と新たに付け加えられた³⁵¹。

また、取締役の評価について、技能、経験、独立性、取締役会に関する知識、性別、取締役会が一つのユニットとしていかに協力したかという多様性、実効性に関係するその他の要因が考慮されるべきである、とコーポレートガバナンス・コード (2012) では付け加えられた³⁵²。

³⁴⁸ See FRC, *supra* note 252, at Preface 2. See also *infra* note 389 and accompanying text for the Recommendation of Sir David Walker.

³⁴⁹ Financial Reporting Council(FRC), *The UK Corporate Governance Code, Sept. 2012*, at Preface 1 (2012). <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.aspx>. (last visited Jan. 31, 2017).

³⁵⁰ *Id.* at Preference 7.

³⁵¹ *Id.* at B.2.4.

³⁵² *Id.* at Supporting Principle of B.6. Evaluation.

1.7 2014 年度版コーポレートガバナンス・コード

2014 年 9 月、FRC はコーポレートガバナンス・コード (2012) の改訂版、コーポレートガバナンス・コード (The UK Corporate Governance Code 2014: 以下「コーポレートガバナンス・コード (2014)」という。) を公表した。今回の改定で FRC が重視したのは、長期的な存続可能性 (viability) を脅かすリスクについての企業から投資家への情報提供である³⁵³。そのためには、企業は支払い能力、資金の流動性、リスクマネジメント、存続可能性に関するより正確でより広範囲の視点を投資家に与えるための情報を提供することになり、投資家は余すところなく企業が開示するステートメントを評価し、それに応じて企業とエンゲージメントを行う必要がある、と FRC は見解を述べている³⁵⁴。この前提として、上場企業の取締役は、経営陣の報酬が企業の長期的な成功と連動していることを確実にし、これをより明確に株主に示す必要がある³⁵⁵、とリスクに関する情報開示に加え取締役の報酬形態にも焦点を当てている。また、株主との関係にも改正点がある。

コーポレートガバナンス・コード (2012) においても株主との対話 (dialogue) は規定されているが、コーポレートガバナンス・コード (2014) では反対票の取り扱いについて、取締役会の意見に対し、株主総会決議反対に相当な数の票が投票されたとき、企業は投票結果の公表に際し、このような投票結果になった理由を理解するために企業はどのような行動を起こそうとしているかを説明すべきであると、新たに規定している³⁵⁶。

1.8 2016 年度版コーポレートガバナンス・コード

2016 年 4 月 27 日付で、FRC はコーポレートガバナンス・コード (The UK Corporate Governance Code 2016: 以下「コーポレートガバナンス・コード (2016)」という。) の最終改訂版を公表した³⁵⁷。コーポレートガバナンス・コード (2016) は欧州連合の法定監査に関する規制および指令の改正³⁵⁸に対応して改正されたが、改正は監査委員会に関する小

³⁵³ Financial Reporting Council(FRC), *The UK Corporate Governance Code, Sept. 2014*, at Preface 5 (2014). <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>.

³⁵⁴ *Id.* at Preface 5.

³⁵⁵ *Id.* at Preface 5.

³⁵⁶ *Id.* at E2.2.

³⁵⁷ Financial Reporting Council (FRC), Revised UK Corporate Governance Code, Guidance on Audit Committees, and Auditing and Ethical, Standards <https://www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2016/April/Revised-UK-Corporate-Governance-Code,-Guidance-on.aspx>, (last visited Feb. 3, 2017)

³⁵⁸ Regulation (EU) No 537/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on specific requirements regarding statutory audit of public-interest entities and repealing Commission Decision 2005/909/EC, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0537&from=EN> (last visited Feb. 4, 2017); Directive 2014/56/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 amending Directive 2006/43/EC on Statutory audits of annual accounts and consolidated accounts (2014). <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?url=CELEX:32014L0056&from=EN> (last visited Feb. 4, 2017).

幅なものに留まっている³⁵⁹。項目は、コーポレートガバナンス・コード（2014）までと変わらず、序文等に加え 5 つの主原則と 2 つの付属文書で構成されている。今回の改正点に伴う主原則に関する主要な変更点は、監査委員会に関し、全体として監査委員会は属する企業と関連する能力を持つべきである、という規定の追加に留まる³⁶⁰。

2. コーポレートガバナンス・コードの評価

FRC はコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードの公表後、毎年、両コードに対する評価を行い、報告書を公表している³⁶¹。これらの評価の中から最新の 2017 年 1 月に公表された評価から、現在のコーポレートガバナンス・コードの遵守状況等を分析する。

2017 年は、Cadbury 報告書が公表されてから 25 周年を迎えることもあり、2016 年 4 半期においては、イギリスの首相も社会に対する企業の説明責任と透明性の向上の必要性を強調しているが、FRC も 2017 年度は、1) 現在イギリスのコーポレート・ガバナンスは強固であるが、コーポレート・ガバナンスの展望は刻々と変化しており、ビジネスにおける信頼を改善し、より強い経済を促進するためにできることはまだある、2) 長期的な展望に立つ効果的な規制に支持されたコーポレート・ガバナンスのフレームワークを強化するならば、イギリスが魅力的な資本市場としての地位を維持することは必然である、という意思のもと、年次報告書における企業のガバナンス情報のモニタリング、非公開企業のうち大企業によるガバナンスの報告の必要性、2006 年改正会社法 172 条³⁶²に関する企業の報告の改善等を強化しようとしている³⁶³。また、2017 年度の報告書は、①コーポレート・ガバナンス、スチュワードシップ・コードに対する評価、②両コードに対する遵守状況、③企業と株主間のエンゲージメントの質に対する評価、④コーポレート・ガバナンスあるいはその報告に対

³⁵⁹ See Financial Reporting Council (FRC), The UK Corporate Governance Code, Sept. 2016, at Preface 5 (2016) <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>. (last visited Feb. 3, 2017).

³⁶⁰ *Id.* at C.3.1, Preface 5, Schedule B. 付属文書では付属文書 B の一部に若干の改正がある。

³⁶¹ See Financial Reporting Council (FRC 2013), Developments in Corporate Governance 2013, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-2013.pdf>; Financial Reporting Council (FRC 2014), Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewardsh.pdf>; Financial Reporting Council (FRC 2015), Developments in Corporate Governance and Stewardship 2015, [https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewa-\(1\).pdf](https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewa-(1).pdf); Financial Reporting Council (FRC 2016), Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016, [https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewa-\(2\).pdf](https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewa-(2).pdf).

³⁶² 「第三章 2. 会社の成功を促進すべき義務」参照。

³⁶³ FRC 2016, *supra* note 361, at 4-5.

する改善（to indicate to the market where we would like to see changes in corporate governance behaviour or reporting）を報告書作成の目的としている³⁶⁴。

FRC は企業のコーポレートガバナンス・コードの 100%遵守状況、および特定の条項に対する遵守状況を FTSE350 の企業、それ以外の企業について毎年の調査を行っている。2016 年度の遵守状況は 100%遵守の企業が全体の 62%と、2015 年度の 57%から 5%改善している³⁶⁵。また、毎年評価を行っている特定の条項においても、FTSE350 の企業については、それぞれ数パーセントの改善が見られるか現状維持であることから³⁶⁶、遵守状況が非常に高いことが伺える³⁶⁷。

³⁶⁴ *Id.* at 6.

³⁶⁵ *Id.* at 9.

³⁶⁶ *Id.* at 9-10. 調査対象の条項は、A.2.1. Separate Chairman and CEO, B.1.2. Met minimum provisions for number of independent Non-Executive Directors, B.2.1. Met minimum provisions for nomination committee composition, C.3.1. Met minimum provisions for audit committee composition, D.2.1. Met minimum provisions for remuneration committee composition, であり、それぞれの遵守率は、99%, 93%, 99%, 97%, 95%である。

³⁶⁷ コーポレートガバナンス・コードの前進となる統合規範公表後の運用状況について、コーポレート・ガバナンスの機能は経済危機において企業の業績に影響を及ぼすかという実証研究としては Sardar Ahmad et al., *Does Governance make a difference to corporate performance in the financial crisis? UK Evidence, in* Brit. Acct. and Fin. Ass'n Ann. Conf. (2016).がある。調査期間は 2003 年から 2010 年までの金融機関を調査対象とし、2007 年から 2010 年までを経済危機の期間として調査している。調査結果としては、1) コーポレートガバナンス・コード、は“Comply or Explain”を基礎としているが、Explain すなわち non-compliance を選択した企業は、通常時および経済危機時の両方において株主価値を減少させ、特に経済危機時にそれが顕著である、2) 内部統制システムが構築されている企業では、効果的なモニタリングが機能し、なおかつ業績も良い、3) 取締役による所属企業の株式保有は、取締役の株主への関心を高め、取締役に長期的な視野を持たせ株主利益に効果的である、という肯定的な側面がある一方、4) 非業務執行取締役が代表されるような独立取締役はほとんど効果的なモニタリングを果たしておらず、特に経済危機時には効果がない、5) 取締役の報酬は取締役および株主の利益にとって逆効果で、特に経済危機時においてその傾向が顕著に表れている、という内容である。なお、以下は上記論文と大差はない。Sardar Ahmad et al., *Non-compliance, board structures and the performance of financial firms during crisis: UK Evidence, in* Risk in Fin. Markets and Institutions: New challenges, New solutions (International Finance and Banking Society, 2016).

第六章 スチュワードシップ・コード

スチュワードシップ・コードは、機関投資家と投資先企業のエンゲージメントの質を向上させ、株主に対する長期的なリターンをもたらし、ガバナンスに対する責任の実行を促すことを目的として成立した³⁶⁸。スチュワードシップ・コードはエンゲージメントを基礎とし、ガバナンスと投資過程をより強固にリンクさせるために制定され、コーポレートガバナンス・コードと同様に **Comply or Explain** のアプローチを採用している³⁶⁹。しかし、コーポレートガバナンス・コードと決定的に異なる点がある。コーポレートガバナンス・コードは上場規則に採用されることにより、全ての上場企業はコーポレートガバナンス・コードの適用を受ける、という点である。すなわち、コーポレートガバナンス・コードの適用が基礎にあり、それに対して **Comply** するか、さもなければ **Explain** する必要がある。これに対して、スチュワードシップ・コードは、コーポレートガバナンス・コードと同様に **Comply or Explain** のコンセプトを採用するが、**Comply or Explain** 以前にそもそもスチュワードシップ・コードを採用するかどうかの選択が必要である³⁷⁰。

スチュワードシップは *fiduciary duty* に親近性のある概念だが、スチュワードシップを遂行する責任においては、最終的な投資家の繁栄のためという観点から、株式投資に関しインベストメント・チェーン (investment chain) 全体を視野に入れ、私法上は必ずしも受託者 (fiduciary) に該当しない者、例えば議決権行使助言会社や投資コンサルタント等も含んで広範囲に適用範囲が画されている³⁷¹。また、スチュワードシップにおける責任は、民事責

³⁶⁸ Financial Reporting Council (FRC 2010), *The UK Stewardship Code* (2010) at Preface.

<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/The-UK-Stewardship-Code.pdf>.

³⁶⁹ *Ibid.* See also Tricker *supra* note 245, at 87; FRC 2014, *supra* note 361, at 17. 2014 年現在、約 300 機関が署名し、そのうち 201 が投資マネージャー、81 がアセットオーナー、13 がサービスプロバイダーである。

³⁷⁰ FRC, *supra* note 368, at Preface (機関投資家はスチュワードシップ・コードの採用についての選択は自由であるが、その選択は投資のアプローチに基づくものとして考えらえるべきである、と明記されている。) ; Financial Reporting Council (FRC 2012), *The UK Stewardship Code* (2012) at ¶ 1. of Application of the Code. <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf>. (2012 年度版のスチュワードシップ・コードは 2010 年度版のスチュワードシップ・コードの精神を変更するものではない、と明記している。) また、上田は、上田亮子「スチュワードシップ・コードについての研究—投資連鎖における価値向上の観点からの制度分析」千葉商科大学 (2014) 47 頁、においてコーポレートガバナンス・コードは上場規則として採用されていることから上場会社に適用が強制され、そのうえで **Comply or Explain** を選択する必要がある一方、スチュワードシップ・コードにおいては、機関投資家はスチュワードシップ・コードに署名するかどうかをまず選択し、署名したうえで **Comply or Explain** の選択という選択が認められている点で任意性の余地が大きく、実効性を限定する要因ともなっていると、指摘している。

³⁷¹ 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 2030 号 (2014) 13 頁。神作は、資産保有者、資産運用者、議決権行使の助言会社や投資コンサルタントといったサービスプロバイダーを含んだ投資の連鎖全体を視野に入れ、投資家と投資先企業とのエンゲージメントを促進し、投資先企業のガバナンスの向上に資そうとするのがスチュワードの考え方であると、説明する。投資の連鎖 (investment intermediaries) につき、See also LC *supra* note 161.

任などの法的責任と結びつく概念ではない³⁷²、という点は重要である。一方、スチュワードシップ・コードの目的において機関投資家はその責任を果たす手段として定義されたエンゲージメントは、議決権行使および株主総会だけではなく、経営戦略、業績、リスク、資本構造、および文化や報酬を含むコーポレート・ガバナンスに関する事項について、機関投資家と経営陣との間で行われる目的を持った対話を意味する³⁷³。機関投資家が投資先企業の経営陣と効果的なエンゲージメントを行うことにより、効果的なスチュワードシップが促され、効果的なスチュワードシップは投資先企業、投資家をはじめ経済全体に利益をもたらすというのが、スチュワードシップ・コードの根幹にある³⁷⁴。このような点から、スチュワードシップ・コードはコーポレートガバナンス・コードを側面から支持するために制定されたと考えられる³⁷⁵。また、スチュワードシップ・コードもコーポレートガバナンス・コードと同様、原則として2年ごとに見直しが行われる。

本章では、まずはスチュワードシップ・コード制定の経緯について、次に2010年度に制定されたスチュワードシップ・コードの内容、2012年度の改定について確認するとともに、スチュワードシップ・コードに対する批判的な学説を含め、当該コードの論点をまとめ、最後に、スチュワードシップ・コード制定後、当該コードが企業および機関投資家にどのような影響を及ぼしたのかを確認する。

1. スチュワードシップ・コードの沿革

2008年、アメリカで発生したリーマン・ショックの波は2009年初頭にかけてイギリスの金融機関にも襲い掛かり、Royal Bank of Scotlandをはじめ、中小の金融機関の経営破綻へとつながり、投資家と企業の側面からコーポレート・ガバナンスを見直すべきという理論に発展し、Sir David Walkerを中心に金融機関のガバナンスの検討が行われた³⁷⁶。そのころの機関投資家をLord Myners³⁷⁷は、株主は不在地主（absentee landlords）のようだ、と批判し投資先企業に株主がかかわることを促した³⁷⁸。2004年1月、Lord Mynersは、議決権行使のシステムについて、効果的でも効率的でもないと批判するとともに、アカウント

³⁷² 神作・前掲注（371）13頁。For the details of “Comply or Explain”, see *supra* notes 251-254 and accompanying text.

³⁷³ FRC (2012), *supra* note 370, at Preface. 当該説明は2010年度版のスチュワードシップ・コード原則には記載されておらず、2012年度のコードで明確化された。

³⁷⁴ *Id.* at Stewardship and the Code, ¶ 1.

³⁷⁵ 神作・前掲注（371）15頁。

³⁷⁶ See *supra* notes 343-348 and accompanying text.

³⁷⁷ See Lord Paul Myners, *Institutional investment in the United Kingdom: A Review* (2001), <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20130129110402/http://www.hm-treasury.gov.uk/media/2F9/02/31.pdf>. Lord Mynersは当該報告書において、機関投資家、特に年金基金と生命保険の責任と役割について勧告を行っているが、その後、議論は進まなかった。

³⁷⁸ Kate Burgess, *Myners urges 'absentee landlord' shareholders to be more involved*, *Fin. Times*, Apr. 22, 2009, at 17.

ビリティーの複雑さ、透明性の欠如をはじめ、多くの関係者が参加し議決権に対しそれぞれ優先事項が異なることが原因であるとして、これらを解決するために何をすべきかを指摘した³⁷⁹。また、株主総会における議決権行使のレベルが低すぎることを指摘し、これは株主の無関心の反映であると批判した³⁸⁰。

当時、上場企業の株主たちは投資先企業にほとんどかかわっておらず、株主たちは企業の所有者としての役割を果たせば、一般的にエージェンシー・コスト問題を解決し、企業の成功に貢献する、と言われていた³⁸¹。しかし実際には、銀行の経営陣が経営危機を乗り越えられない状況に陥った 2008 年の金融危機に、株主たちは援助を申し出るところか全く無関心であり、そのような態度が社会からの避難を浴び、コーポレート・ガバナンスに関し株主のエンゲージメントが必要とされる一端となった³⁸²。

株主のエンゲージメントを必要としたもう一つの理由として機関投資家の短期主義の問題があった。当時、株主たちの中には、投資先企業の業績が悪くなる傾向が見えると Exit 戦略をとり、Exit 時に利益を生み出すように、経営陣に圧力をかけ遊休資産の売却、コスト削減、子会社の売却を促し、自分たちの株式売却時に株価が上がるよう設計する短期的なアクティビズムの傾向を持つ機関投資家も存在した³⁸³。このような株主は現職の経営陣や長期的な投資家に損害を与え、短期的利益を求めて企業に投資する投資家と長期的視点に基づく投資家の区別が必要であるという議論となった³⁸⁴。

金融危機に対する反省や短期主義的なアクティビズムに対する批判は、経営陣と機関投資家の企業のガバナンスにおけるそれぞれの役割と責任を再認識する機会となり³⁸⁵、スチ

³⁷⁹ Lord Paul Myners, Review of the impediments to voting UK shares (2004), http://www.shareholdercoalition.com/sites/default/files/Myners%20Report%201-04_0.pdf. Lord Myners の指摘として、1) 年金基金、ミューチュアル・ファンド、保険会社などのオーナーは最終的には株式を所有するが、議決権を自分たちの投資マネージャーに頻繁に委任すべきである、2) 投資コンサルタントのアドバイスはガバナンスや議決権よりもむしろ経営的、財務的な事項を中心に行うべきである、3) 株式発行者は会社法を基礎に株主総会や議決権行使を含むビジネス全般の適切な実施に対する責任を持つべき、などがある。

³⁸⁰ Lord Myners, *supra* note 379, at 1.

³⁸¹ Cheffins, *supra* 235 at 1004-1005.

³⁸² *Ibid.* See also Ruth Sunderland, *A plea to Sir David: save our schools, jobs and pensions from Britain's timid investors*, Observer, July 12, 2009. <https://www.theguardian.com/business/2009/jul/12/david-walker-banking-regulation> (last visited Jan. 21, 2017). 金融危機におけるシステムティックな欠陥は所有の空洞化であり、具体的には受益者に代わり資金の運用を行う年金基金や生命保険会社のファンドといった機関投資家が、銀行およびその他の企業が経営危機に向かっていくのを何もせずただ見物しているだけで所有者としての責任を果たさなかった、と非難している。

³⁸³ Tricker, *supra* note 245, at 86.

³⁸⁴ *Id.* at 86-87. Lord Myners は、議決権は株式の保有期間に連動すべきであると主張し、ほかにも企業買収が仕掛けられていることが公表された後に株式を購入した投資家は、当該要件に対し議決権行使をするべきではないという提案もなされた。

³⁸⁵ See Sir David Walker, *supra* 343 at 78. 第 5 章「株主としての機関投資家の役割、コミュニケーションとエンゲージメント」の 5.28 において、経営陣と株主の関係がより生産的になれば、経営陣の業務執行

ュワードシップを表舞台に押し上げ、2009 年 Walker 報告書が作成された。Walker 報告書は、FRC に対し、FRC は機関投資家および投資マネージャーにスチュワードシップに関する最善慣行規範³⁸⁶の遵守を奨励すべきであり、現行の統合規範のコーポレートガバナンス・コードとして規定されている部分とスチュワードシップ・コードとして規定されている部分とを分離させ、ISC³⁸⁷によって準備された「機関投資家の責任に関するコード (The Code on the Responsibilities of Institutional Investors, Nov. 2009)」³⁸⁸を正式に承認し、当該コードを基礎としたスチュワードシップ・コードを策定することを勧告した³⁸⁹。

この勧告を受け、2010 年 1 月、コーポレート・ガバナンスおよび財務報告に関し責任を持つ実質的に政府の一機関としてみなされる独立規制機関である FRC は政府と協力し、スチュワードシップ・コードの政策目的の一つを、「より効果的なエンゲージメントが投資先企業のガバナンスおよび業績を改善することで、資本市場はより活発になり、ビジネスに関して自身も生まれる。アセットオーナー、アセットマネージャーの責任が明解になり株主としての機関投資家のそれぞれのクライアントに対する責任が強化されることにより、金融制度の信頼も強化される」とし、スチュワードシップ・コード制定に向けて第一歩を踏み出し³⁹⁰、2010 年 7 月、FRC は ISC の「機関投資家の責任に関するコード」に準拠したスチュワードシップ・コード³⁹¹を制定した。

2. スチュワードシップ・コード

2.1 2010 年度版スチュワードシップ・コード

2010 年 7 月スチュワードシップ・コード (The UK Stewardship Code 2010: 以下「スチュワードシップ・コード (2010)」という。) が成立した。スチュワードシップ・コード (2010) は、序文、7 原則からなり、企業のリスクを低減し適正化するという点で、投資家

の助けとなるであろう、と記されている。See Cheffins *supra* note 235, at 1005. Cheffins は株主が企業にかかわることは市場経済の信頼性にも貢献する、と説明する。

³⁸⁶ See *supra* note 271.

³⁸⁷ See Institutional Shareholders' Committee, *supra* 306. See also Brenda M. Hannigan, *Company Law* 132 (Oxford University Press, 3rd ed. 2012). ISC は 2011 年 5 月、より正確に機関の役割を反映させるために、英国機関投資家委員会 (Institutional Investor Committee: IIC) に名称を変更した。

³⁸⁸ Sir David Walker, *supra* note 343, at Annex 8.

³⁸⁹ *Id.* at Recommendations 16, 17.

³⁹⁰ Financial Reporting Council (FRC), *Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors*, (2010), <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Consultation-on-a-Stewardship-Code-for-Institution-File.pdf>. See Mark Goyder & Philip Goldenberg, *Dacbury: A Testbed for Stewardship*, *The Wall Street Journal Europe*, Jan. 7, 2010, at 2. <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704130904574643993127344938> (last visited Jan. 21, 2017). この 6 か月間、イギリスのコーポレート・ガバナンスに関する話題はすべてスチュワードシップに関するものである、という記事が掲載された。

³⁹¹ Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code* (2010).

によるコントロールの期待が強調されている³⁹²。スチュワードシップ・コード（2010）は2年後の改正版で定義等が明確化されたという若干の文言修正を除き意味においては大きな相違点はない。このような理由から、スチュワードシップ・コードの内容については改正点を踏まえながら、次節で原則を含め内容を確認することとする³⁹³。

2.2 2012 年度版スチュワードシップ・コード

The UK Stewardship Code 2012（以下「スチュワードシップ・コード（2012）」という。）は2012年9月に公表された。スチュワードシップ・コード（2010）からスチュワードシップ・コード（2012）への改訂は The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making（以下、「Kay Review」という。）の影響が大きい。Kay Review を概観し、Kay Review の影響を受け改訂されたスチュワードシップ・コード（2012）を確認する。

Kay Review はイギリス政府の要請を受けた John Kay 氏が、イギリスの証券市場の構造、上場企業の行動が直接的、間接的な株主への配当を通じて企業活動から貯蓄者たちに利益をもたらすか、を調査した報告書であり、最終報告書が2012年7月にビジネス・イノベーション・技能省（Department for business Innovation and Skills）により公表された³⁹⁴。

Kay Review は短期主義（Short-termism）がイギリスの証券市場の問題であると結論付け、投資家が長期的な観点から投資を実現することを主要な目的とし、a) スチュワードシップ・コードは企業のガバナンスの問題だけではなく戦略的な問題にも焦点を当てるべき、b) 集团的エンゲージメントを促進するための投資家フォーラムを設置すべき、c) 義務的な四半期報告書の作成は廃止されるべき、d) 取締役の報酬は企業の長期的な業績と連動すべき等、17の提言を行っている³⁹⁵。また、2006年会社法の172条を参照し、イギリスの会社の取締役は会社の社員のために成功を促進するという制定法により定められた義務があり、長期的な観点から成功を促進する責任がある、と明言している³⁹⁶。

スチュワードシップ・コード（2010）は短期主義を問題視し長期的な視野からの投資の実現を促す提案を行う Kay Review の影響を受けて改訂がなされ、2012年、スチュワードシップ・コード（2012）が公表されるに至った。スチュワードシップ・コード（2012）は、

³⁹² FRC (2010), *supra* note 368. 神作・前掲注（371）15頁。

³⁹³ FRC (2010), *supra* note 368; FRC (2010)の原則1-7についても大きな変更はなく、原則2と原則4に若干の修正があるにとどまる。

³⁹⁴ John Kay, The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report 9 (2012), https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf. Kay Review の趣旨は、短期主義の是正と株主編中の問題点の指摘である。

³⁹⁵ *Id.* at 9, 12-13.

³⁹⁶ *Id.* at 16-17; Companies Act 2006, §172. For the detailed discussion of Companies Act 2006 §172, see *supra* notes 70-86 and accompanying text.

スチュワードシップの定義、コードの適用、Comply or Explain、7つの原則から構成される³⁹⁷。

原則1) 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすのかについてその方針を開示すべきである。

原則2) 機関投資家は、スチュワードシップに関する利益相反の管理に対し、強固な方針を策定し、またその方針を開示すべきである。

原則3) 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。

原則4) 機関投資家は、いつ、どのような方法でスチュワードシップ活動を強化するのかに関する明確なガイドラインを持つべきである。

原則5) 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と団結して行動すべきである。

原則6) 機関投資家は、議決権行使および議決権行使の結果の公表について、明確な方針を持つべきである。

原則7) 機関投資家は、スチュワードシップに関する活動および議決権行使活動について、委託者に対し定期的に報告すべきである。

2.2.1 2010年度版からの改正点

第一に、その構成において、「スチュワードシップおよびコード (Stewardship and the Code)」という章を新たに設け、スチュワードシップの定義とその意味を明確化している。新設された章によると、スチュワードシップの目的は、長期的な企業の成功を促進することであり、効果的なスチュワードシップは企業をはじめ、投資家そして経済全体に利益をもたらす、と定義している³⁹⁸。また、上場会社におけるスチュワードシップ責任は、取締役会と投資家に共有され、第一次的責任は経営者の行動を監視する取締役会にあり、投資家もまた取締役会にその責任を果たさせるうえで重要な役割を担う、と定義する³⁹⁹。

第二に、エンゲージメントの意義について、より明確に定義している。具体的には、スチュワードシップに関する活動は、企業の戦略、業績、リスク、資本構成、および文化や報酬を含んだコーポレート・ガバナンスに関する事項についてのモニタリングおよびエンゲージメントを含む、と定義し、エンゲージメントとはこのような事項、また株主総会で比較対象となる議案に対し投資先企業と行う目的を持った対話 (purposeful dialogue) であると定義している⁴⁰⁰。

³⁹⁷ FRC (2012), *supra* note 370. 原則1) -7) について、スチュワードシップ・コード (2012) 参照。

³⁹⁸ *Id.* at ¶ 1 of Stewardship and the Code. 長期的な企業の成功を促進することは最終的な資本供給者にも利益をもたらす、としている。

³⁹⁹ *Id.* at ¶ 2 of Stewardship and the Code.

⁴⁰⁰ *Id.* at Guidance of Principle 1.

第三に、Comply or Explain について章を新設し、コードの原則に従わない場合は読み手がスチュワードシップへのアプローチを理解できるように意味のある説明（meaningful explanations）をする必要があること、換言すると、スチュワードシップへのアプローチに対する明確な理論的根拠を示す必要があることを明確化している⁴⁰¹。

第四に、アセットオーナーの役割に関する明確化が挙げられる。アセットオーナーはアセットマネージャーに対しスチュワードシップについての方針を話し合う必要があり、アセットマネージャーにスチュワードシップ行動に対する説明責任を求めるべきである⁴⁰²。そうすることで、資産全体にスチュワードシップを浸透させ、受益者に対する義務を履行することができる、と定義している⁴⁰³。

最後に、海外の投資家とスチュワードシップ・コードの関係について慎重な姿勢を示している。すなわち海外の投資家がスチュワードシップ・コードと同様の目的を持ったその国独自のあるいは国際的なコードを採用する場合はそれを尊重する、と明記している⁴⁰⁴。

2.2.2 スチュワードシップ・コード（2012）の特徴

スチュワードシップ・コードの原則および 2012 年度版における改正点を鑑みると、機関投資家と投資先企業との対話に基づく良好な関係の構築が資本市場にとって有効であるとの認識が定着していることが理解できる⁴⁰⁵。スチュワードシップ・コード（2012）の特徴として、1) スチュワードシップ・コードはコーポレートガバナンス・コード、あるいはコーポレート・ガバナンスと密接に結びついている、2) 企業の長期的リターンの追及を強調するうえで、それを義務化せず、原則に従わない場合はその理由を説明すべきである（Comply or Explain）、3) アセットオーナーとアセットマネージャーを区別して規範を適用する、4) 優れたスチュワードシップ・コードの発展、市場の構造、規制枠組みを反映したよりよいコードとするために原則として 2 年ごとに見直す、5) 海外投資家のスチュワードシップ・コード採用を要求しない、という点が挙げられる⁴⁰⁶。2 年ごとの改訂の予定であったが、2012 年の改訂を最後に 2014 年、2016 年には改訂は実施されていない。FRC はそ

⁴⁰¹ *Id.* at ¶ 3 of Comply or Explain.

⁴⁰² *Id.* at ¶ 7 of Application of the Code.

⁴⁰³ *Ibid.*

⁴⁰⁴ *Id.* at ¶ 9 of Application of the Code.

⁴⁰⁵ 関・前掲注（1）12 頁。

⁴⁰⁶ 神作・前掲注（371）16 頁。神作は、2) の長期的リターンの追及について、イギリスでは短期的なリターンを追求することが問題なのか、中長期的なリターンを追及することは問題を解決するのかという議論が噴出したため、この議論からやや距離を置く形で、すなわち経営陣との対話の重視を義務化せず、また個別の原則については従わないこともできるが、その場合は説明が必要という方法へ解決を図ったと、指摘している。See FRC (2012), *supra* note 370, at ¶¶ 1, 2, 3, 6 of Stewardship and the Code; FRC, *supra* note 368, at ¶ 16 of Application of the Code. 4) の 2 年ごとの見直しについて、状況の変化がなければ FRC は 2014 年まではスチュワードシップ・コード（2012）の見直しを提案することはない、と記している。

の理由をスチュワードシップ・コードにサインをした機関投資家がコードを忠実に遵守しているかという実施状況を確認することに焦点を当てたと説明している⁴⁰⁷。実際、2016年には、スチュワードシップ・コードに従うと署名した投資家を、報告書の質を基に3つの段階（tier）に格付けしている⁴⁰⁸。

3. スチュワードシップ・コード導入に対する評価

FRCは、コーポレートガバナンス・コードと同様にスチュワードシップ・コードの適用についても評価を行っており、2016年度のスチュワードシップ・コードに対する評価は以下の通りである。

3.1. 報告書に対する評価⁴⁰⁹

毎年、FRCはスチュワードシップ・コードに署名した機関投資家からサンプルを選びコードの原則と照らし合わせているが、スチュワードシップ・コード（2010）が公表されて以来、スチュワードシップ・コードに対する質、量ともに改善されている。FRCの目的はスチュワードシップ・コードに対する報告書の質の改善、市場における透明性の推奨、コードに対する説明責任の維持であるが、透明性のある報告書により、顧客たちは容易に評価を行いスチュワードシップへの異なるアプローチを比較することができるようになる。

報告書の傾向としては、自分たちの環境に対する活動、社会活動に関する情報を多く含んでいる。また、優れた報告書は明確な記載方法を採用している一方、スチュワードシップ・コードの原則一つ一つに照らし合わせやたら長い説明を記載する報告書もあり、FRCは署名をした全ての投資家に報告書が明確な記載をしているかを考慮し必要であれば改善するように働きかけている。明確な表記に加え、優れた報告書は、実際に行った議決権行使やエンゲージメント活動に関し、顧客への情報開示を含んでいる。さらに、原則2)の利益相反について、スチュワードシップ・コードは機密情報の開示を促すことはないが、署名を行った機関投資家は潜在的な利益相反の概観およびそれらにどのようなアプローチをとるかについて開示すべきである。

⁴⁰⁷ Financial Reporting Council (FRC), *Consultations and Revisions to the UK Stewardship Code*, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Corporate-Governance-Reporting/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/Consultations-and-Revisions-to-the-UK-Stewardship.aspx> (last visited Mar. 27, 2017).

⁴⁰⁸ FRC (2016), *supra* note 361, at 12-13. See also Financial Reporting Council (FRC), *UK Stewardship Code statements*, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Corporate-Governance-Reporting/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/UK-Stewardship-Code-statements.aspx> (last visited Mar. 27, 2017).

⁴⁰⁹ 以下、「3.1 報告書に対する評価」につき、FRC (2016), *supra* note 361, at 24-27.を主に参照。

3.2. スチュワードシップ・コード実施状況調査

イギリスの投資協会（The Investment Association: 以下「IA」という。）⁴¹⁰はスチュワードシップ・コードの機関投資家の遵守状況の年次調査を行っている。2014年9月30日現在におけるIAの第5回目の調査では、スチュワードシップ・コードの遵守を表明している288機関に調査アンケートを送付し、45%の130社から回答を得た⁴¹¹。

調査のうちエンゲージメントについては、回答者の78%が自分たちでエンゲージメントを行い、73%が議決権行使を自分たちで行っている⁴¹²。またアウトソースした場合は、アウトソース先から定期的な報告書の受領あるいはミーティングでもってモニタリングを行っている。エンゲージメントで議論される案件は、企業の業績、取締役会のリーダーシップ、文化および戦略、取締役および委員会の構成、報酬の順である。さらに実際に投資家が投資先企業と行ったエンゲージメントについて、過半数がエンゲージメントの質の高さを示し、投資先企業が議論に対しオープンであった⁴¹³。

4. スチュワードシップ・コードにおける論点

1990年代以降、優良企業であったPPI、BCCI、そしてMaxwellグループが企業不祥事により経営破綻を迎えコーポレートガバナンス・コードの基礎が生まれた。その後2000年

⁴¹⁰ 2014年にThe Investment Management AssociationはAssociation of British InsurerのInvestment Affairs Divisionと合併しThe Investment Associationとなった。See The Investment Association (IA), *History of the Investment Association*, <https://www.theinvestmentassociation.org/about-the-investment-association/history-of-the-investment-association.html> (last visited Mar. 26, 2017).

⁴¹¹ The Investment Association (IA), *Adherence to the FRC's Stewardship Code-2014*, 4 (2015), <https://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/surveys/20150526-fullstewardshipcode.pdf>. 回答の内訳は、アセットマネージャーが92機関、アセットオーナーが30機関、サービスプロバイダーが8機関である。

⁴¹² 換言すれば、回答者の22%がエンゲージメントを、27%が議決権行使をアウトソースしている。昨年度のアウトソースの割合は、それぞれ22%、24%であった。

⁴¹³ エンゲージメントについては、The Investment Management Association（以下「IMA」という。）も調査を行っている。例えば2012年、London Interbank Offered Rate（以下「LIBOR」という。）の操作を行ったBarclays plc（以下「Barclays銀行」という。）に対し、調査回答者のうち40機関がBarclays銀行の株式を保有しておりそのうち31機関がBarclays銀行と役員報酬および企業文化の改善等についてエンゲージメントを行い、また、27の回答機関が合計184回Barclays銀行とエンゲージメントをおこなった。さらに、31機関のうち60%が他の投資家とBarclays銀行とのジョイント・ミーティングという方法で連携を取り、集団的エンゲージメントの大半が効果的であったと大半の投資家が評価している。The Investment Management Association (IMA), *Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2013*, 28 (2014), https://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/surveys/20140501-01_stewardshipcode.pdf. See Crime and Courts Act, 2013, c.22 (U.K.); The Investment Management Association (IMA), *Adherence to the FRC's Stewardship Code-at 30 September 2013-Detailed practical examples*, 12 (2014), https://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/surveys/20140501-02_stewardshipcode.pdf. See also Justin O'Brien & Olivia Dixon, *Deferred Prosecutions in the Corporate Sector: Lessons from LIBOR*, 37 Seattle U. L. Rev. 475, 476 (2014); Brooke Masters et al., *Barclays fined a record [pounds sterling] 290m*, Fin. Times, Jan. 28, 2012, at 1.

代に入りアメリカのリーマン・ショックの影響から金融危機を迎え、投資家と企業の双方の側面からコーポレート・ガバナンスを見直すべき、という理論が発展し、スチュワードシップ・コードの策定へとつながった。このような背景から、イギリスでは、機関投資家と投資先企業との目的を持った対話に基づく良好な関係の構築が資本市場にとって有効であるとの認識が定着していることが理解でき、スチュワードシップ・コードが実務に及ぼす影響は大きく、当該コードの使命が期待される。このような状況から、スチュワードシップ・コード導入に対する FRC の評価のみならず、スチュワードシップ・コードに対する批判論等、学説や問題提起を踏まえ様々な角度からスチュワードシップ・コードを検討する必要がある。本節では、スチュワードシップ・コードにおける論点について検討する。

4.1 機関投資家の内部闘争

機関投資家は、その構造上機関投資家の組織内部に機関、個人、グループという 3 つのレベルで利益相反問題があり、これらの問題は効果的なスチュワードシップを実行する上で障壁となっている⁴¹⁴。以下、これらの問題を順に確認する。

1) 機関レベルの圧力：取引関係圧力

まず、機関投資家の利益相反問題のコアとなっているのが投資マネージャーと投資マネージャーが所属する機関の利益相反問題である。例えば、投資マネージャーが投資先企業の報酬に反対する議決権行使を行おうとすると、投資先企業が投資マネージャーに対し、投資マネージャーの所属する機関が投資先企業の年金プランを応札しようとしていることを想起させる⁴¹⁵。このような取引関係の圧力は、投資マネージャーにスチュワードシップに基づく議決権行使を躊躇させる。

2) 個人レベル圧力

2 番目の利益相反問題は、同一機関内の投資部門の投資マネージャーと CSR (Corporate Social Responsibility) 部門⁴¹⁶のスタッフ間での利益相反問題である。通常、CSR チームは特有の事項に関心を示し、投資部門の利益とは相いれず⁴¹⁷、このような状況は当該機関が株主としてどのように行動するかを複雑にする⁴¹⁸。

3) グループレベルの圧力

⁴¹⁴ Simon CY Wong, *How Conflicts of interest thwart institutional investor stewardship*, J. Int'l. Banking and Fin. L., at 481-482 (2011). Also available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1925485>.

⁴¹⁵ *Id.* at 481.

⁴¹⁶ ESG 問題を含む企業の社会的責任に関する業務に従事する。

⁴¹⁷ Ivanova, *supra* note 205, at 9.

⁴¹⁸ Wong, *supra* note 414, at 481; *Ibid.* Ivanova は、通常 CSR 部門は幹部の支持を得ることが非常に困難である、と指摘する。

最後の利益相反問題は投資機関が金融巨大複合企業（financial conglomerate）に所属するときに発生する。当該利益相反問題は通常、投資銀行の行員たちが関与し、投資銀行の行員たちは彼らの投資マネージャーたちに自分たちのクライアントに反対するような議決権行使をしないように圧力をかける⁴¹⁹

4.2 エンゲージメントに関する法的課題

エンゲージメントは Comply or Explain のアプローチとともにスチュワードシップ・コードの根幹をなす。また、スチュワードシップ・コード実施状況調査からも、機関投資家および企業の双方が、エンゲージメントは有効であると考えている。エンゲージメントは機関投資家と投資先企業の経営陣との間で行われる目的を持った対話を意味し、エンゲージメントの質を向上させることで株主に対し長期的なリターンをもたらす、ガバナンスに対する責任の実行の促進を目的として成立したのがスチュワードシップ・コードである。

機関投資家が投資先企業とエンゲージメント、すなわち目的を持った対話を行う際、その対話で得た情報をいかにコントロールするかは、情報を得た機関投資家にかかっている。言い換えれば、機関投資家はインサイダー取引規制上の問題が生じないように、未公表の自分たちのみが知り得た事実を自分たちの利益のためにのみ使用する、あるいはその事実に基づき他の投資家に影響を与えるような行動をとることは禁じられている⁴²⁰。2012 年 1 月の Financial Services Authority（以下「FSA」という。）によるアメリカのヘッジファンドの David Einhorn 社長への罰金は、投資先企業の未公表の情報に基づくインサイダー取引として、市場関係者に衝撃を与え、イギリスの証券市場の過半数を占める海外投資家とのエンゲージメントと情報のコントロールに関する法的課題を市場関係者に突き付けた。以下、事件の概要を確認する。

1) Greenlight Capital 事件の概要

FSA は、世界有数の有力なアメリカのヘッジファンドである Greenlight Capital Inc.（以下「Greenlight 社」という。）と社長の David Einhorn 氏に対し、投資先企業、Punch Taverns との 2009 年 6 月の取引が金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000)

⁴¹⁹ Wong, *supra* note 414, at 481-482. 例えば、CEO の報酬に反対するような議決権行使。

⁴²⁰ 大崎・前掲注（231）5 頁、参照。

の 118 条 (2) ⁴²¹の違反における市場濫用 (market abuse) に基づき、123 条 (1) ⁴²²に従って、Einhorn 氏自身に 3,638,000 ポンド、また Greenlight 社に 3,650,795 ポンドの罰金を科した⁴²³。

2009 年 6 月 9 日、Einhorn 氏は Punch Taverns の経営陣およびブローカーとの電話ミーティングに“non-wall crossed basis”であることを明白にして参加したが、Punch Taverns が新株発行の最終段階に入っている、という情報が開示された⁴²⁴。その後、Einhorn 氏は Greenlight 社のトレーダーに直接指示を出し、6 月 9 日から 12 日の間に Punch Taverns の 1165 万株を売却し株式保有比率を 13.3%から 8.98%に減少させた⁴²⁵。6 月 15 日、新株発行が公表され Punch Taverns の株式価値は 29.9%下落し、前もってある程度の保有株式を売却していた Greenlight Capital は 580 万ポンドの損失を回避することができた⁴²⁶。

2) インサイダー取引問題

本事件はイギリス企業に投資するアメリカのヘッジファンドに対する罰金制裁であり、市場の国際化、イギリスの証券市場で急速に増加する海外投資家と市場関係者に、イギリスの規定、基準を実行する難しさを浮き彫りにしているといえる。Einhorn 氏は Punch

⁴²¹ Financial Services and Markets Act 2000, §118(2) (Market Abuse). 118 条 (2) は「市場濫用行為の第一の行為の類型は、内部者が、問題となる投資に関する内部情報を基礎とした適格投資 (qualifying investment) あるいは関連投資 (related investment) の取引をする、あるいはしようとする場合である。」と規定する。なお、内部情報について 118 条 C (2) は「内部情報とは次の三条件を正確に有する情報である：(a) 一般には入手可能ではなく、(b) 適格投資の一発行者あるいは複数の発行者と、あるいは一つ以上の適格投資と、直接的あるいは間接的に関係しており、かつ、(c) 一般に入手可能になれば、適格投資の価格あるいは関係投資の価格に重要な影響を及ぼし得る。」と規定する。Financial Services and Markets Act 2000, §118C(2) (Inside Information). また、Einhorn 氏に関し 118 条(2)の違反として、(i)Einhorn 氏は内部者であった、(ii)Einhorn 氏は取引を行った、(iii)Einhorn 氏は内部情報を持っていた、(iv)Einhorn 氏は内部情報に基づき取引を行った、と記されている。Financial Services Authority (FSA), Decision Notice to David Einhorn (12 Jan. 2012)4.Failings.

⁴²² Financial Services and Markets Act 2000, §123(1) (Power to impose penalties). 123 条 (1) は、「当局が、次の条件に満足すれば、ある個人 (以下、「A」という。) が (a) 市場濫用 (market abuse) に携わっている、あるいは携わっていた、あるいは、(b) A が行動を起こそうが行動を取るのを自制しようと、別の 1 人あるいは複数の人々に、A が行えば市場濫用になる行動を取るよう要求してきた、もしくはそう示唆してきた、と納得するならば、A に適切な金額の罰金を科することができる。」と規定する。

⁴²³ FSA, *supra* note 421; Financial Services Authority (FSA), Decision Notice to Greenlight Capital (12 Jan. 2012). Einhorn 氏は個人的に約 360 万ポンドを支払う必要があり、この金額は市場濫用の罪により FSA によって今までに個人に科された金額の中で 2 番目に大きい金額である。Sam Jones & Brooke Masters, *FSA fines Einhorn for insider trading*, Fin. Times, Jan. 26, 2012, at 1; Sam Jones et al., *FSA fulfils vow to bag high-profile City target: General Finaicial*, Fin. Times, Jan. 26, 2012, at 23.

⁴²⁴ FSA, *supra* note 421, at “2. Reasons for the action”. Einhorn 氏は 6 月 8 日にブローカーに、wall crossing procedures でミーティングに参加するよう誘われ、Einhorn 氏はそれを拒絶したにもかかわらず、ミーティングがアレンジされたため、non-wall crossed basis でミーティングは行われた。なお、wall crossing とは会社が合法的に第三者に内部情報を供給することができるプロセスである。その一方で、内部情報を供給される第三者が wall crossing に合意した場合、取引は制限され、当該内部情報が公開されるまで当該会社の株式に関する取引はできない。

⁴²⁵ *Ibid.*

⁴²⁶ *Ibid.*

Taverns のブローカーに、まずはミーティングに参加することを拒否し、拒否にもかかわらずミーティングがアレンジされたため、“non-wall-crossed” basis で、参加するとはっきりと伝えていた。Wall crossing は、2000 年に成立したアメリカの SEC Regulation FD⁴²⁷に基づく⁴²⁸。Einhorn 氏は自身が“non-wall-crossed basis”でミーティングに参加する」と表明したことから、重要な未公開情報は電話会談では開示されないことを前提とし、またアメリカでは Regulation FD により重要な非公開情報の選択的開示が制限されるため、同様に考えていた⁴²⁹。

当該事件において、Einhorn 氏は自分が不正行為を行ったことを否定し、市場濫用に関する違反を行ったということが全く理解できないと主張したが⁴³⁰、実際、Einhorn 氏と同様のケースでアメリカでは違反とされなかった裁判例がある⁴³¹。Cuban 事件は内容において Einhorn 氏の事件とほぼ同様の内容であり、両者とも投資先企業の申し出を拒否し、損失を避けるため増資の公表の前に株式を売却した⁴³²。Einhorn 氏はイギリスにおいて市場濫用に対する違反の罪で罰金を科されたが、Cuban 事件においては、SEC は Cuban が実際に情報を得ることに対し取引をしないことを約束していたという点において裁判所を納得させることはできず、結果としてインサイダー取引違反とはみなされないと判示された⁴³³。

Einhorn 氏が関連した今回の事件においては、Greenlight Capital が保有株式を減少させることにより 580 万ポンドの損失を回避することができただけでなく、Greenlight Capital が売却した 1165 万株式を購入した株主たちに損害を与えた可能性がある。そもそもエンゲージメントは、スチュワードシップ・コードの目的においては機関投資家はその責任を果たす手段であり、効果的なエンゲージメントによる効果的なスチュワードシップの促進が経済全体に利益をもたらすという当該目的の根幹に位置する。イギリスの証券市場では 1990 年代以降、海外の投資家が急速に増加し、1997 年には市場の 28.0%を、2014 年には約 54%を海外の投資家が保有する⁴³⁴。急速に増加する海外の投資家に対して、いかに

⁴²⁷ 17 C.F.R. §243 (Regulation FD). 証券会社あるいは証券会社に代わって行動するいかなる者も、発行会社あるいは発行株式に関するあらゆる重要な非公開情報 (material nonpublic information) を特定のものに開示した場合、1) 意図的である場合は同時に、2) 意図的でない場合は速やかに、発行会社はその情報を開示しなければならない。See *supra* note 424. なお、Regulation FD につき、「第二部アメリカ編第六章 6. エンゲージメントに係る法規制」参照。

⁴²⁸ Dorothy Kelly, *Insider Trading across Borders: How David Einhorn might have avoided FSA investigation and fine*, CFA Inst. Mag. May-June 2012, at 27.

⁴²⁹ *Ibid.*

⁴³⁰ See Alexander Kern, *UK insider dealing and market abuse law: strengthening regulatory law to combat market misconduct*, in Research Handbook of Insider Trading (Stephen M. Bainbridge ed., Edward Elgar, 2013).

⁴³¹ See SEC v. Cuban, 620 F.3d 551 (5th Cir.2010). (以下、「Cuban 事件」という。)

⁴³² Franklin A. Gevurtz, *The Road not Taken: A Comparison of the E.U. and U.S. Insider Trading Prohibitions*, Wash. U. J. of L. & Pol’y Forthcoming 1, 6 (2017).

⁴³³ *Ibid.*

⁴³⁴ For the detailed discussion of “rest of the world”, see *supra* notes 48-54 and accompanying text.

イギリスの規定を理解させ定着させることができるかはイギリスの証券市場にとって喫緊の課題である。

5. スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の状況

2009年に始まるイギリスの金融危機および市場における機関投資家の増加から企業のガバナンスにおける機関投資家の役割および責任の重要性が再認識されるようになった。その後、Walker 報告書の勧告を受けて 2010 年スチュワードシップ・コードが策定され、2012 年には当該コードの改定がなされた。スチュワードシップ・コードは機関投資家が果たす責任の重要性から、その役割を規制することで、アセットオーナーから最終の受益者の利益、敷いてはイギリス経済全体の発展と繁栄を最終目的とするソフトローである。それでは、実際、機関投資家はスチュワードシップ・コードの策定を有益だと考えているのだろうか。スチュワードシップ・コードが策定されることで、例えば機関投資家は投資先企業をモニタリングし、あるいは必要な場合には他の投資家と団結して行動することで、自らの役割を果たすようになったのか。本節では、スチュワードシップ・コードの有用性に疑問を投げかける見解を含め、スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の投資先企業に対する役割を確認する。

1) 市場の動向

2014 年 12 月 31 日現在、イギリスの証券市場における主要な株主は、海外の投資家である⁴³⁵。海外の投資家の株保有率は、1963 年の 7.0%から、その後急成長し 2014 年には約 54%を占めるようになった。一方、イギリスの機関投資家は 30%強である。さらに約 30%のイギリスの機関投資家の内訳では、1990 年代には市場における株式保有割合で二大機関であった保険会社と年金基金はそれぞれ、1990 年代の 20%、32.4%という株式保有割合から、2014 年には市場全体の 5.9%、3%にまでそれぞれ減少している⁴³⁶。この内訳からイギリスの投資家は 1 社に対する保有割合が非常に小さくなっていると考えられる⁴³⁷。

2) スチュワードシップ・コードの実効性に対する疑問

⁴³⁵ For a detailed discussion of “Rest of the World”, see *supra* notes 48-54 and accompanying text.

⁴³⁶ See *supra* text accompanying notes 13-36.

⁴³⁷ イギリスの証券市場におけるイギリスの機関投資家が全体の約 30%になり、しかも大きな割合を保有していた保険会社や年金基金といった機関投資家の保有割合が一桁になったということは、ポートフォリオを組んで投資するこれらの機関が 1 社に保有する割合は非常に小さい、と考えられる。個人の投資家はもともと一社に対する保有割合が機関投資家と比較して小さいので、2014 年現在、イギリスの投資家全体として 1 社に対する保有割合が非常に小さいと考えられる。また、大崎は、大崎禎和「英国における機関投資家と上場企業のエンゲージメント（対話）」公益財団法人 資本市場研究会編『企業法制的将来展望—資本市場制度の改革への提言—』290 頁（財経詳報社、2013）において、海外の投資家の証券市場における存在感の高まりは、エンゲージメントが効果を発揮する余地が少なくなる、と指摘する。

このようなマーケットの状況に注目し、スチュワードシップ・コードの有効性に疑問を呈する見解がある。例えば Cheffins は、約 20 年前、1990 年代はスチュワードシップ・コードの対象となったであろう機関投資家はイギリスをベースとした年金基金や生命保険会社であったが、2010 年現在においてはイギリス企業の主たる株主はヘッジファンドに代表される海外の機関投資家と変化している点を指摘し、機関投資家の構成の変容からスチュワードシップ・コードの有用性に疑問を呈している⁴³⁸。海外の機関投資家は国内の投資家と比較しイギリス政府の影響を受けにくいいため、何かあればイギリスの市場から撤退する、あるいはイギリスの証券市場からは撤退せずともイギリスを拠点とする投資マネージャーから撤退する可能性があり、それがイギリス政府の弱点になっている⁴³⁹。ここで注意しなければならないのは、イギリスをベースとする投資マネージャーは、国内あるいは海外の機関投資家のどちらに属そうとも FCA の規則、ひいては“Comply or Explain”を基礎とするスチュワードシップ・コードに従わなければならないが、アセットオーナーは必ずしもイギリスを本拠地とする投資マネージャーを通して取引を行う必要はなく、また投資マネージャーは海外資産の経営拠点をロンドンに置く必要はない。さらに、海外の投資家について、スチュワードシップ・コードは、スチュワードシップ・コードと同様の目的を持ったその国独自のあるいは国際的なコードを採用する場合はそれを尊重する、としている⁴⁴⁰。

これらの点を鑑みると、スチュワードシップ・コードがアセットオーナーの利益とならないと判断されイギリス市場からの撤退が市場に損失を生む可能性もあり、それゆえ FRC は海外の投資家に対してスチュワードシップ・コードを遵守することをあくまでも希望する (hopes) というベースにとどまる⁴⁴¹。

Cheffins はイギリスの証券市場における海外投資家の増加がイギリス政府による市場の統率の困難さの原因であり、海外投資家の株式保有率の増加がスチュワードシップ・コードのアキレス腱 (The Stewardship Code's Achilles' Heel) であると、表現している⁴⁴²。また、スチュワードシップ・コードはいかようにも解釈できる、と定義のあいまい性を批判する見

⁴³⁸ See Cheffins *supra* note 235, at 1006-1007. See also Lord Myners, *supra* note 379, at 1. Lord Myners がスチュワードシップ・コードが成立する以前の 2004 年 1 月にすでに、イギリスの規制あるいは最善慣行規範の管轄外である海外の投資家の急激な増加を指摘し、議決権行使の在り方について注意喚起している。

⁴³⁹ Paul L. Davies, *Shareholders in the United Kingdom*, in Research handbook on shareholder power 375-376 (Jennifer G. Hill & Randal S. Thomas eds., 2015).

⁴⁴⁰ FRC (2012), *supra* note 370, at ¶9 of Application of the Code. For the details, see *supra* notes 404 and accompanying text.

⁴⁴¹ Financial Reporting Council (FRC), *UK Stewardship Code 2010*, 13 (3. The Coverage of the Code, 3.12) (2010). See Davies, *supra* note 439, at 376. Davies は、海外の機関投資家にはスチュワードシップ・コード遵守するであろうと希望する (hopes) に留まる、と指摘する。

⁴⁴² Cheffins, *supra* note 235, at 1006.

解もある⁴⁴³。しかし、逆に言うと、スチュワードシップ・コードはコーポレート・ガバナンス同様、“Comply or Explain”に基づく柔軟性が長所であり、その説明責任は FRC が判断している。言い換えれば、機関投資家による投資先企業のモニタリングの機能性を FRC がモニタリングし、運用状況を評価し、格付け（tier）はその表れだとも考えられる⁴⁴⁴。

3) ヘッジファンドによるアクティビズム

もともと機関投資家が証券市場の大半の株式を保有するイギリスにおいては、機関投資家が集団でアクティビズムを発揮すれば投資先企業に要求を通すことができるにもかかわらず、フリーライダー問題や係る費用を主要な理由として連携して行動することが少なかった⁴⁴⁵。このような状況に追い討ちをかけるように、2000 年に入りそれまで証券市場の過半を保有していた保険会社や年金基金の株式保有が激減したことで介入の能力が低くなり、変わって介入に関心の低い海外の投資家が過半を占めるようになったことで、ますます機関投資家が連携するにはコストが掛かるようになり、これはスチュワードシップ政策にとってもよい影響を与えなかったが、さらにスチュワードシップ・コード自身が機関投資家の経営介入に圧力を与えるようになった⁴⁴⁶。このような状況の中、市場に登場したのがヘッジファンドであり、ヘッジファンドはこれまでの年金基金等に代表される機関投資家とは異なる特徴を持ち、ヘッジファンドの行動は機関投資家の集団行動のコスト削減に貢献していると考えられるようになった⁴⁴⁷。

機関投資家は攻撃的（offensive）な投資家と防御的（defensive）な投資家の 2 種類に分けられ、ヘッジファンドは前者に、1990 年代にイギリスの証券市場で株式保有率の高かった年金基金や保険会社等は後者に当たる⁴⁴⁸。防御的な従来からのイギリスの機関投資家は投資先企業の経営陣を保護する、あるいは企業の政策に影響を与えるために十分な株式を保有していないが、保有する株式でもって自分たちが主張する政策変更の支持を得ようとする⁴⁴⁹。20 世紀におけるイギリスの年金基金に代表される従来 of 機関投資家と投資先企業

⁴⁴³ Arad Reisberg, *The UK Stewardship Code: On the Road to Nowhere?*, 15 J. Corp. L. Stud. 217 (2015). Reisberg は、たとえ企業が説明的報告（narrative reporting）を実施し、投資家にスチュワードシップを奨励したとしても、投資マネージャーのインセンティブを変えるような構造改革がなければ、イギリスにおける株主のエンゲージメントの状況は変わらないであろう、と指摘する。See also Iris H-Y Chiu, *Reviving Shareholder Stewardship: Critically Examining the Impact of Corporate Transparency Reforms in the UK*, 38 Del. J. Corp. L. 983, 1022 (2014).

⁴⁴⁴ See *supra* note 408 and accompanying text.

⁴⁴⁵ 「第四章 2. 株主アクティビズム：株主の集団的行動」参照。

⁴⁴⁶ See Davies, *supra* note 439, at 375-376. Davies は、イギリス証券市場における 1) 海外投資家の急速な増加、2) 年金基金や保険会社といった主要な国内の機関投資家の株式保有率の減少、3) スチュワードシップ・コード、そして 4) ヘッジファンドの台頭、の 4 つが現在のイギリス証券市場の特徴である、と説明している。

⁴⁴⁷ *Id.* at 376-378.

⁴⁴⁸ John Armour & Brian Cheffins, *The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds*, L. Working Paper No. 136/2009, 1, 2-3 (2009).

⁴⁴⁹ *Id.* at 3.

の経営陣の対立は防御的な株主アクティビズムと特徴付けられる⁴⁵⁰。このような点から、たとえアクティビズムを発揮してもそのアクティビズムの範囲は対象企業における自分たちの現時点保有する投資を守ろうという防御的なものである⁴⁵¹。

これに対し主にヘッジファンドに代表される構成される攻撃的なアクティビズムは対象企業の他の株主の賛同を得て当該対象企業に対する株式価値を増やし経営陣に政策転換を求める行動である⁴⁵²。ヘッジファンドは対象企業の株式保有率を上げるため、他の投資家の賛同を必要としたが、1) これら他の投資家にとってアクティビズムへの参加の阻害要因である費用を肩代わりして、自分たちにフリーライドすることを容認し、2) 総会決議で自分たちを支持することのみを要求して、他の投資家の支持を得た⁴⁵³。ヘッジファンドにとっても介入の費用は決して安くはないにもかかわらず他の投資家がフリーライドすることを承認する理由は、ファンドの株式買い取り価格と成功報酬という報酬形態にある⁴⁵⁴。このような点からヘッジファンドの特徴をまとめると、ヘッジファンドは経営への介入が成功し、その成功が株価に反映するとすぐに株式を売却し具体的に利益を得るが、換言すると、すぐに売却しなければ介入のコストを引き受けることができない、といえる⁴⁵⁵。

このようなヘッジファンドのアクティビズムは、イギリス企業に効果的である、という実証研究も存在する⁴⁵⁶。しかし、まだまだマーケットのメカニズムはアクティビズムに対する懸念を払拭しておらず、ヘッジファンドのアクティビズムに対し株主以外のステークホルダーの利益が考慮されているか、その他のステークホルダーが損害をこうむっていないか

⁴⁵⁰ Brian Cheffins, *Corporate Ownership and Control*, Chapter 11, II. 'Offensive' Shareholder Activism (Oxford University Press, 2008).

⁴⁵¹ Armour & Cheffins, *supra* note 448, at 3.

⁴⁵² Davies, *supra* note 439, at 376.

⁴⁵³ *Ibid.* ヘッジファンドは対象企業の株式を保有する機関投資家に低コストでの経営への介入を取り付け、対象企業の株式を増やしていった。

⁴⁵⁴ *Ibid.* 実際ヘッジファンドにとってもアクティビズムのコストは相当であるが、経営介入が成功した場合の予測を織り込まない価格で他の投資家から株式を獲得している。

⁴⁵⁵ *Id.* at 377. Davies のこの見解については、Bebchuk らは実証研究の結果から、アクティビストは短期的には企業にとって利益をもたらすが長期的には損失を与える、という見解を否定している。これに対し、Davies はアクティビストによる介入が無害であるという見解は理解できない、と批判的である。See Lucian A. Bebchuk et al., *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 Colum. L. Rev. 1085 (2015).

⁴⁵⁶ Igor Filatotchev & Oksana Dodsenko, *Shareholder activism in the UK: types of activists, forms of activism, and their impact on a target's performance*, J. of Mgmt. & Governance, 19(1), pp5-24, DOI: 10.1007/s10997-013-9266-5. Filatotchev らは 1998 年から 2008 年にわたり 217 機関を対象とした 270 のアクティビズムを対象として実証研究を行っている。Filatotchev らによると、1998 年には年間 10 件だったアクティビズムが 2001 年には 21 件になり 2007 年には年間 27 件のアクティビズムが行われている。アメリカではアクティビズムの結果は全体として否定的であるが、Filatotchev らは経営介入のタイプ、経営介入者のタイプ、要求している事項によって区別すると、異なる結果を得ることができる、と説明する。例えば、アクティビズムは業績のよくない企業に対して行われる傾向があり、株主の提案は短期的にも中期的にも企業価値に対して肯定的なインパクトを与えているという結果を得ている。

という懸念が存在し、このような懸念を払拭するために政府は厳しい開示規制⁴⁵⁷を設けている⁴⁵⁸。

⁴⁵⁷ Disclosure Transparency Rules (DTR) §5.1.2. (DTR 5: Vote Holder and Issuer Notification Rules) 3%の株式を保有する実質的な株主は開示が必要。

⁴⁵⁸ Davies, *supra* note 439, at 377. Davies は、政府は所詮、業績不振な企業に対して意見し、政府から問題を取り除いてくれる活動的な投資家 (active investors) を好み、対象企業に明らかに必要ではない効果的な変更を要求することで政府に問題を作るアクティビストは好まない、と批判している。

第七章 小括

イギリスはいち早くコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードを導入し、株主利益最大化を標榜しながらも 2006 年に成立した会社法において、企業は全ての正当な利害関係者に対して考慮義務を負う、と定めるなど、アメリカとは異なった改革を進める。また、証券市場においては、1990 年代後半から市場における保有割合を著しく伸ばし、2014 年 12 月現在では発行株式総額の約 54%を保有するにいたったのが海外の投資家である。この海外投資家のイギリス証券市場での台頭は、スチュワードシップ・コードの運用の基礎となるエンゲージメントにも影響を与えるようになった。

イギリスにおける機関投資家の役割は、スチュワードシップ・コードの 2012 年の改訂版においては、機関投資家の役割を具体的に企業の戦略、業績、リスク等のコーポレート・ガバナンスに関する事項についてのモニタリングおよびエンゲージメント、と明確に規定しているという観点から、効率性の観点からの監視が期待されると考えられる。一方、イギリスの会社の取締役会の重要な構成員である非業務執行取締役は、自らの知見を活かした経営戦略等の助言を行うとともに、会計監査を中心とする財務面での監督であり、経営陣の行為における利益衝突の場面の監督を担う。言い換えれば、非業務執行取締役は、モニタリング機能のうち効率性の観点からの監視および利益相反性の監視という役割を担うといえる。

他方、株主利益最大化を標榜しながらも、2006 年会社法の第 172 条は取締役に「会社の成功を促進すべき義務」を定め、あくまで会社の成功を達成する限りにおいて株主以外のステークホルダーの利益を考慮する義務を課す。172 条に関する判例は、長期的な観点から会社全体の利益につながるかどうかを考慮するよう、判示してきており、株主としての機関投資家の行動に 172 条は一定の制限を課していると考えられる。こうした点から、アメリカでは少数株主の保護が支配株主から少数株主への誠実義務の履行であったのに対し、イギリスでは 2006 年会社法第 994 条において、会社業務が全部または一部の社員の利益を不公正に侵害する方法で執行されている場合、裁判所に対し訴えを提起することができ、多数派株主となった場合の機関投資家の行動は、判例法上の義務ではなく会社法上の少数株主の権利として、ある一定の制限が課されることが考えられる。

アメリカと同様にイギリスにおいても、資産運用者としての機関投資家は、受益者の最善の利益となるよう行動すべき、という受託者としての義務を負う。一方、投資マネージャーはアセットオーナーのみならず、親会社やアセットオーナーの親会社など、複雑な環境に取り囲まれており、このような構造が受託者としての責任を果たすうえでの障壁となる。

アメリカと比較し規制が比較的緩やかなイギリスにおいては機関投資家が集団で行動する場合、各業種の親機関である自主規制機関がその行動を支持してきた。その一方で、直接的費用に加え、対象企業からの圧力に伴う間接的費用、集団を形成する構成員の抜け駆け行為、自主規制機関の役割の変化から徐々に機関投資家は集団で行動することはなくなり、ここに集団的なアクティビズムを通じた株主としての経営のモニタリングの限界があった、といえる。また、機関投資家が受託者としての義務を履行するうえで、機関投資家を取り巻く複雑な構造がその障壁となる。集団的行動における、集団形成のための直接的及び間接的なコストに加え、アセットオーナーとの契約に基づく議決権行使の承認に係る費用、投資マネージャーの親会社との関係において指摘される利益相反の問題等である。

1990年代からイギリスでは企業の不祥事や経営破綻が相次ぎ、コーポレート・ガバナンスの強化からこれらの問題を解決しようとした。ガバナンス強化のために様々な委員会が立ち上がり、2010年企業を規律するコーポレートガバナンス・コードおよび機関投資家を規律するスチュワードシップ・コードが成立する。2つのコードは“Comply or Explain”とプリンシプルベースを基礎とする。また、スチュワードシップ・コードは「機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである」（原則3）と規定する。さらに、効果的なスチュワードシップは企業をはじめ、投資家そして経済全体に利益をもたらす、と定義する。こうした点から、会社法の172条の取締役の義務である長期的な観点から成功を促進する責任とあわせ、企業のガバナンスに貢献できる投資家は、中長期的な投資家であるといえる。

スチュワードシップ・コードはエンゲージメントを基礎としている。効率性の観点からの監視を補完するうえで、エンゲージメントはアウトサイダーである機関投資家にとって、情報の非対称性を克服する機会である。一方、イギリスの証券市場に台頭する海外の投資家に対する2012年のFSAによる罰金制裁は、投資先企業の未公表の情報に基づくインサイダー取引として、エンゲージメントに情報のコントロールに関する法的課題を突き付けた。

エンゲージメントにおけるインサイダー取引規制違反は、企業の情報開示の委縮あるいは機関投資家の情報取得に対する躊躇を生む可能性がある。エンゲージメントにおける情報開示に対する企業の萎縮はインサイダー取引規制に加え2018年度にFDルールを施行する、イギリスに倣いスチュワードシップ・コードを導入した日本にも共通する問題である。

これまでアメリカおよびイギリスにおける機関投資家の行動および行動に対する制限を法規制、機関投資家の内部構造の問題、ステークホルダーとの関係、スチュワードシップ・コードの基礎となるエンゲージメント等の観点から考察してきた。これらを念頭に、第四部では日本の機関投資家の行動について分析を行い、第五部にて検討しまとめる。

第四部 日本編

第一章 はじめに

これまでアメリカおよびイギリス機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割を確認するにあたり、株主利益最大化の下で、中長期的な投資を行う機関投資家は、株主としての権利行使および受託者としての義務の履行から、効率性の観点からの監視を補完することを確認した。日本においても同様に、機関投資家はコーポレート・ガバナンスにおいて取締役のモニタリング機能の効率性の観点からの監視を補完することができるのか。できるのであれば、日本においても企業は株主利益最大化を標榜するといえるのか。ガバナンスを分掌するうえで、今まで誰がその役割を担ってきたのか、機関投資家以外に効率性の観点からの監視という役割を果たすのに適切な内部者あるいは外部者はいないのか、をまずは確認する必要がある。そのうえで、機関投資家が効率性の観点からの監視を補完するとしたら、アメリカやイギリスと同様に、機関投資家が行動するうえで受けた会社法上の制約、ステークホルダーとの衝突の調整、受託者としての責任の影響、さらにイギリスに倣いコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードを採用するにあたり、コードの基礎となるエンゲージメントにおける問題はないのか、を分析・検討する必要がある。

一方、日本は、このようなアメリカやイギリスのマーケット事情や法制度とは異なる独特の制度を構築してきた。古くから、株式持ち合いの制度が進み、メインバンク制を中心としたインサイダーモデルのガバナンスが行われていた。メインバンクは、資金調達のみならず、取引先企業の債権者であると同時に株主として、取引先企業をモニタリングする役割を担ってきた。しかし、1997年の金融危機を経て、株式持ち合いは徐々に解消に向かい、次第にメインバンクは企業に対するモニタリング機能を果たさなくなっていく。このメインバンクが失った機能を新たに担うべく期待されたのが、市場に台頭してきた機関投資家である。その後のリーマン・ショックや、それに続く企業の不正会計事件を経て、平成24年、政府の経済政策の下、コーポレート・ガバナンスの強化が主張され、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードが策定・公表された。両コードの導入にあたり、企業と投資家の建設的な対話（エンゲージメント）を通じて企業の持続的な成長を促すことが目標とされた。

第四部日本編においては、日本がなぜ両コードを導入するようになったのか、今日に至るまでの日本企業のガバナンスの問題点は何であったのか、両コードが何を調整するのか等、趣旨を理解するために、その背景にある価値観をまずは理解する必要がある。このような観点から、まず、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードが成立するまでの法制度とのかかわりにおける市場の構造の変化、日本独特のメインバンク制を中心とした株式持ち合い制度、機関投資家に関連する法制度の展開を確認する。次に、効率

性の観点からの監視を補完するといえる根拠、たとえばアメリカやイギリスは株主利益最大化を標榜していたが、日本においても同様のことが言えるのか、またモニタリング機能を補完することは、機関投資家の責務なのかを確認する。一方、株主としての機関投資家は会社法上の義務はない。義務がなければ、会社法上、機関投資家の行動を制限するものはないのか。資産運用者としての受託者としてはどうなのか。機関投資家がガバナンスに関与することを求められるまでは、だれがその役割を担ってきたのか。例えば、メインバンクは株主であると同時に債権者でもある。株主と債権者の利害が衝突するとき、その調整はいかにして行われたのか。また、機関投資家ではなく内部者、例えば社外取締役や監査役は、モニタリング機能でどのような役割を果たすのか。さらに、機関投資家がガバナンスの一翼を担えるとして、アウトサイダーとしての情報の非対称性をエンゲージメントで埋めることができるのか、あるいはエンゲージメントを行ううえで問題はないのか、について検討する。

第二章では、日本の証券市場の構造と変遷、特にメインバンクの役割を中心に、メインバンクの機能がどのように変化していったのか、その背景には何があったのかについて確認する。第三章では、会社法の沿革から、特にコーポレート・ガバナンスに関連の深い平成 26 年の改正を取り上げる。また、一株主である機関投資家の株主としての権利について確認するとともに、会社法上、機関投資家が行動するうえでの制限について、事例を含め、検討する。また、機関投資家は株主であると同時に、資産の運用者でもあることから、受託者としての責任を委託者に対し、果たす義務がある。こうした義務がモニタリング機能を補完するうえで、どのような影響があるのかを確認する。さらに、本章では直近 10 年間の株主総会白書から株主総会の動向を分析・検討する。第四章では、コーポレートガバナンス・コードについて成立の背景、コードの意義等概要を概観するとともに、当該コードに対する調査から当該コードへの対応状況、特に安定株主の状況について確認する。第五章では日本版スチュワードシップ・コードの策定の背景、概要を確認し、当該コードへの対応状況を機関投資家の議決権行使の結果を中心に分析・検討する。また、エンゲージメントにおける法的な論点を確認し、第六章でまとめる。

第二章 市場と法制的歴史的展開

2016 年 9 月 28 日付データによると、日本の証券市場の主要なプレーヤーは金融機関であり、平成 17（2005）年には徐々に台頭してきた外国人を合わせると、50%を超える¹。このデータと平成 8（1996）年から平成 17（2005）年の統計データ²における株式保有構造を比較すると投資部門別株式保有比率において、1996 年には金融機関³が市場の 41.9%を占め、事業法人⁴の 25.6%を合わせると市場の約 70%を占めていたが⁵（図表 1 参照）、2015 年度には金融機関⁶と事業法人を合わせると約 50%であり、内訳では事業法人は 22.6%と

¹ 株式会社東京証券取引所ほか「2015 年度株式分布状況調査結果の概要」日本取引所グループ、<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000001q8j8-att/report2015.pdf>、(2017.05.08)。

なお、株式会社東京証券取引所ほかには、株式会社東京証券取引所に加え、株式会社名古屋証券取引所、証券会員制法人福岡証券取引所、証券会員制法人札幌証券取引所が含まれる。また、当該概要について、①業種は 2016 年 3 月 31 日時点の所属業種で分類され、②調査対象、各投資部門の定義は以下の通りである。

調査対象：2016 年 3 月末現在において、東京、名古屋、福岡、札幌の 4 証券取引所に上場していた内国上場会社（3,631 社）のうち、当該 4 取引所への新規上場日以降 2016 年 3 月 31 日までに決算期末日が到来していないため、上場後の株主の状況を把握することができない会社等（18 社）を除く 3,613 社の 2015 年度（2015.4.1-2016.3.31）中に到来した最終決算期末現在の上場普通株式。

各投資部門の定義について、以下の通りであり、特に指定しない限り日本取引所グループの株式分布に関する統計データにおいては年度にかかわらず下記の各投資部門の定義を本論文において用いることとする。

- 1) 政府・地方公共団体：国・都道府県・市町村
- 2) 金融機関
 - 都銀・地銀等：銀行法に規定する国内普通銀行
 - 信託銀行：一般社団法人信託協会加盟の信託銀行
 - 投資信託：「投資信託及び投資法人に関する法律」に規定する委託者の信託財産であって、信託業務を営む銀行を名義人（受託者）とするもの
 - 年金信託：厚生年金保険法に規定する厚生年金基金及び確定給付企業年金法・確定拠出年金法に規定する企業年金のうち、信託業務を営む銀行を名義人（受託者）とするもの
 - 生命保険会社：保険業法に規定する生命保険会社
 - 損害保険会社：保険業法に規定する損害保険会社
 - その他の金融機関：上記以外の金融機関。具体的には、信用金庫、信用組合、農林系金融機関、各種共済、政府系金融機関等
- 3) 証券会社：金融商品取引法に規定する金融商品取引業社たる証券会社
- 4) 事業法人等：2) 及び 3) 以外の法人格を有するすべての国内法人
- 5) 外国法人等：外国の法律に基づき設立された法人、外国の政府・地方公共団体及び法人格を有しない団体、並びに居住の内外を問わず日本以外の国籍を有する個人
- 6) 個人・その他：居住の内外を問わず日本国籍の個人及び国内の法人格を有しない団体

株式会社東京証券取引所ほか「2015 年度凡例」日本取引所グループ、<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000001q8j8-att/2015hanrei.pdf>、(2017.05.08)。

株式会社東京証券取引所ほか「2015 年度調査要綱」日本取引所グループ、<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000001q8j8-att/2015tyosayoko.pdf>、(2017.05.08)。

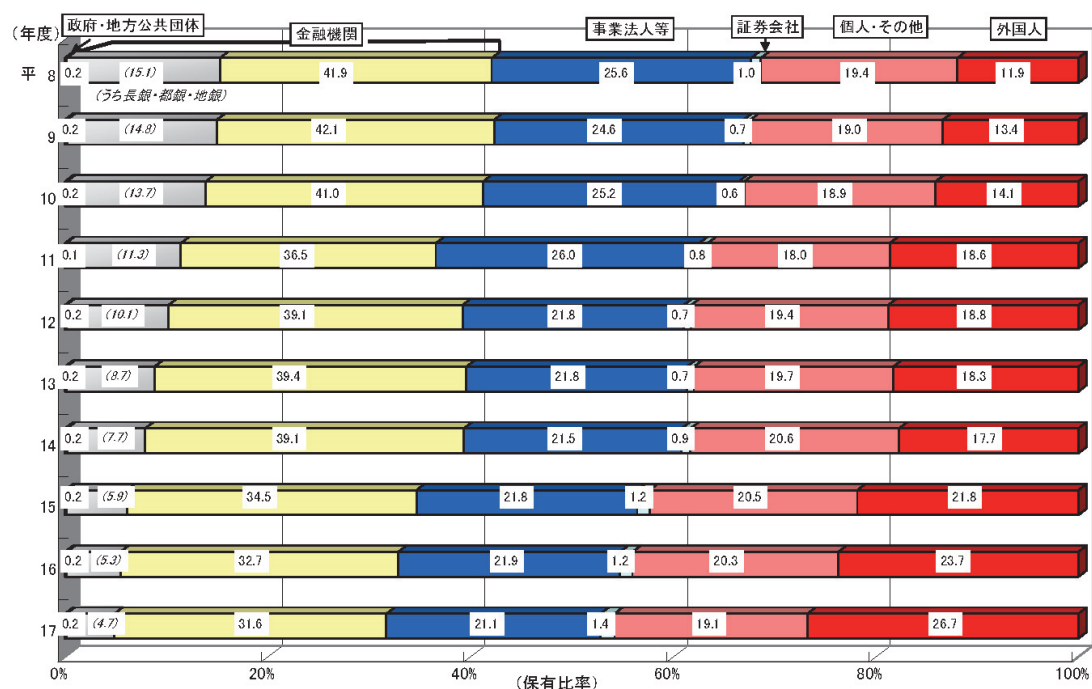
² 株式会社東京証券取引所ほか「平成 17 年度株式分布状況調査の調査結果について」日本取引所グループ、http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/tvdivq00000015gp-att/distribute_h17b.pdf、(2017.05.08)。

³ 銀行法及び長期信用銀行法に規定する国内普通銀行および、信託銀行、投資信託、年金信託、生命保険会社、損害保険会社、その他の金融機関。

⁴ 注（1）参照。

⁵ 株式会社東京証券取引所ほか・前掲注（2）5 頁。

⁶ 都銀・地銀等、信託銀行、生命保険会社、損害保険会社、その他の金融機関。注（1）参照。



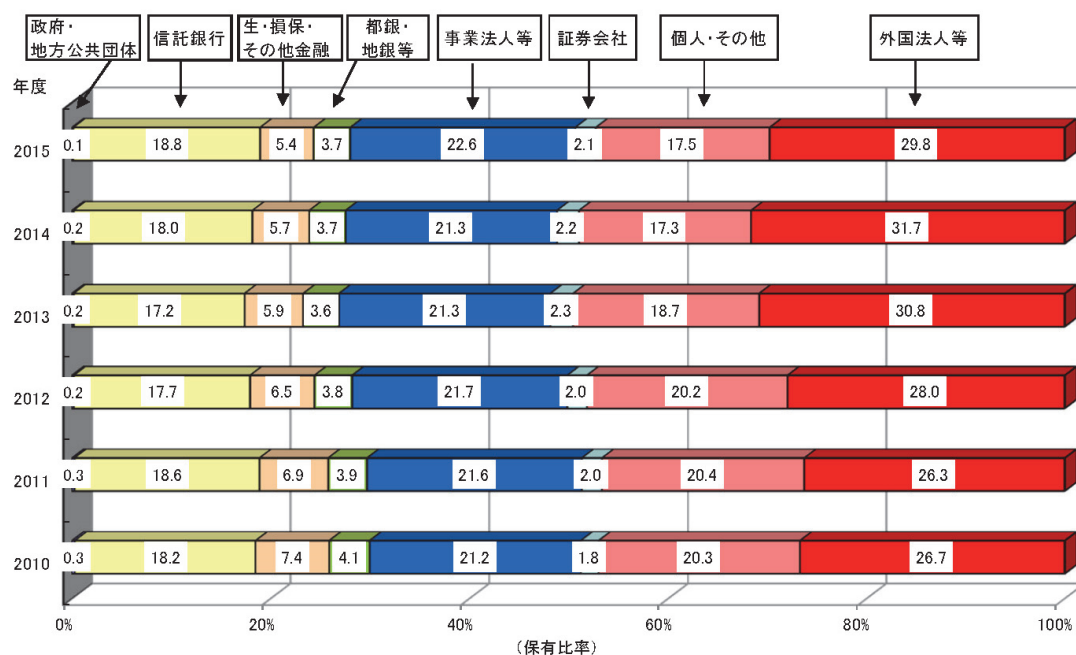
図表 1 投資部門別株式保有比率推移

株式会社東京証券取引所ほか「平成 17 年度株式分布状況調査の調査結果について」日本取引所グループ、5 頁。

大きな変化はないが金融機関が 28%と大きく減少し市場全体における保有比率を低下させている⁷ (図表 2 参照)。これに対し、平成 8 (1996) 年には 11.9%の株式保有率であった外国法人等は 2015 年には約 30%とその比率を急上昇させている⁸ (図表 3 参照)。このような株式保有比率の推移から、1990 年代後半から現代にいたる約 20 年間に日本企業の株式保有構造を大きく変貌させる出来事が起こったと考えられる。

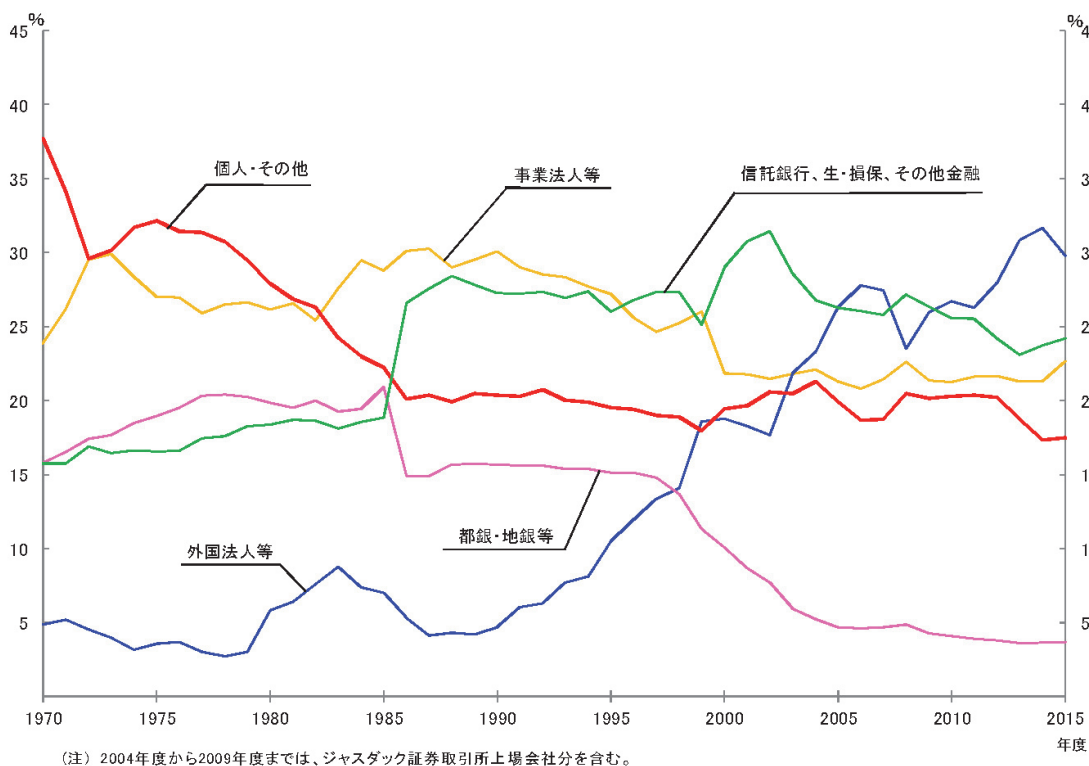
⁷ 株式会社東京証券取引所ほか・前掲注 (1) 4 頁。

⁸ 株式会社東京証券取引所ほか・前掲注 (2) 5 頁、株式会社東京証券取引所ほか・前掲注 (1) 4 頁。



図表 2 投資部門別株式保有比率の推移

株式会社東京証券取引所ほか「2015年度株式分布状況調査結果の概要」日本取引所グループ、4頁。



図表 3 主要投資部門別株式保有比率の推移

株式会社東京証券取引所ほか「2015年度株式分布状況調査の調査結果について」日本取引所グループ 5頁。

日本の金融システムは、第一部および第二部で確認したアメリカ、イギリス型とは対照的に銀行金融の優位を特徴とするシステムであり、この構造は第二次世界大戦後半世紀以上にもわたり継続されてきた⁹。典型的な特徴として、日本企業は特定の銀行と密接かつ持続的な取引を行っていた¹⁰。企業の特定の銀行との密接な関係、すなわちメインバンク¹¹関係による銀行中心の金融システムが 1990 年代後半以降、市場を中心とする金融システムに変貌したと考えられる。実際、1997 年の金融危機¹²をはじめ、その後、銀行の不良債権問題、銀行再編と合併、株式持ち合いの崩壊、外国人投資家の台頭、金融グローバル化の一層の進展、政府主導による「貯蓄から投資へ」運動など、これらは旧来のメインバンクによる銀行中心の金融システムから市場型への移行を推奨すると理解される¹³。また、旧来型の金融システムを「インサイダー保有」、市場型の金融システムを「アウトサイダー保有」と呼び、株式保有構造の劇的な変化の要因を株式持ち合いの解消、投資収益の最大化を目的とする機関投資家をはじめとする株主の台頭に保有構造の推移をみる見解もある¹⁴。

日本企業の株主構成の変化を確認することは、コーポレート・ガバナンス強化における株主の役割を議論するうえで有意義であり、日本企業の株式保有の構造変化には市場動向をはじめとする経済的要因に加え、法制度、会計制度の変更による制度的な要因も影響していると考えられる¹⁵。そこで本章では、日本の株式保有構造がメインバンクを中心とする株式持ち合いから外国法人の証券市場への参入と保有比率の増加までを、株式保有比率の推移に関する統計データからの経済的分析に加え、法制度の観点から保有割合の多い投資家の特徴と傾向を分析する。また、半世紀以上にわたり日本企業の特徴であるとされたメインバンク制度の変遷を確認するとともに、現代の企業におけるメインバンクの役割についての分析からメインバンクがはたしてきた役割の補完について検討する。

⁹ 岡部光明『環境変化と日本の金融』（1999）17 頁。

¹⁰ 岡部・前掲注（9）17 頁。

¹¹ メインバンクについては、「第二章 4.1. メインバンク制」参照。

¹² 1997 年の金融危機については「第二章 4.2.4. 1997 年以降：持ち合い解消」参照。

¹³ 広田真一「日本のメインバンク関係：モニタリングからリスクヘッジへ」独立行政法人経済産業研究所（2009）1 頁、<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/09j023.pdf>、（2017.05.08）。

¹⁴ 宮島英昭＝新田敬祐「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・『復活』と海外投資家の役割」独立行政法人経済産業研究所（2011）1-2 頁、<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/11j011.pdf>、（2017.05.08）。注（75-76）およびその本文参照。

¹⁵ 石本尚「日本企業の株式保有構造の変遷と制度的背景」ファイナンス：財務省広報誌 51 巻 5 号（2015）74 頁。

1. 保険会社

保険会社¹⁶の株式保有比率は、1985年に18%とピークを迎え1990年代前半までは15%強の保有比率を保持していたがその後低下し2001年には10%を切り、2005年からの直近10年では5%前後を推移し、最新のデータである2015年度には合算で3.8%と最低となっている¹⁷（図表4参照）。言い換えれば、1990年代後半および2000年代半ば以降に低下がみられる。この低下における背景に、バブル崩壊による株価の下落とその後の長期低迷による投資としての株式の魅力の減退という採算性の問題に加え、1) ソルベンシー・マージン基準の導入¹⁸、2) 区分経理の導入¹⁹、3) 時価会計の導入²⁰という会計制度的な要因が考えられる²¹。

¹⁶ 生命保険会社および損害保険会社。

¹⁷ 図4の注意書きの通り、2005年度調査まで調査対象会社となっていた株式会社ライブドアによる大幅な株式分割の実施等のため2004・2006年度はその影響を受け増減が大きいものがある。このため、本論文では2004・2006年のデータについては特に記載しない限り対象としないこととする。例えば、日本取引所グループにおける所有者別持ち株比率（単元数ベースの持ち株比率）の状況の調査によると、株式会社ライブドアが平成16年度（2004年度）の調査対象決算期である平成15年（2003年）10月から平成16年9月の間に1:100と1:10の2回の大幅な株式分割を実施したこと等により、同社1社で集計対象会社全体の単元数の33.98%を占め、その後当該調査対象年度の対象決算期である平成16年10月から平成17年（2005年）9月の間において、同社は大量の新株予約権が権利行使され発行済株式数が大幅に増加したこと等により、同社の単元数の占有率は前年度に比べさらに約10%上昇し43.68%となっている。株式会社東京証券取引所ほか・前掲注（2）7頁。

¹⁸ ソルベンシー・マージン基準および区分経理の導入は、保険業法（昭和14年法律第41号）の全部を改正して1996年4月1日に施行された保険業法（平成7年法律第105号）の株式保有に関連する。ソルベンシー・マージン基準とはこの保険業法の施行に伴い、経営の健全性・透明性を確保する観点から生命保険会社に導入された基準である。石野広治「我が国生保会社の90年代以降の資産運用動向」生命保険経営70巻6号（2002）69頁、石本・前掲注（15）79頁。

¹⁹ 区分経理とは事業分野や商品ごとに資産を区分けして管理、運用することで、区分ごとの負債特性に応じた運用である。石野は、かつての生保一般勘定は一括管理型であったことから「どんぶり勘定」と揶揄されていたが、区分経理導入により、保険種類ごとに応じた予定利率、利差配当率の設定が行われるようになるとともに、各資産区分の負債特性に応じた資産運用が求められるようになった、と指摘する。石野・前掲注（18）70、78頁。

²⁰ 会計基準の透明性向上と国際会計基準との調和化を目的として1999年（平成11年）に「金融商品に係る会計基準」が設定され、2000年度決算から時価会計が導入された。「金融商品に係る会計基準」につき、平成18年8月に企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」として改正。平成11年1月22日企業会計審議会「企業会計基準第10号金融商品に関する会計基準」企業会計基準委員会、32頁、<https://www.asb.or.jp/wp-content/uploads/fv-kaiji.pdf>、（2017.05.09）。なお、「金融商品に係る会計基準」の実施について、辻正雄「金融商品会計基準の適用と企業業績への影響（3）」早稲田商学第426号（2010）224頁によると、2000年4月1日以降開始する事業年度から実施されることになったが、その他有価証券に対する財務諸表上の時価評価は、2001年4月1日以降開始する事業年度から適用されることとしながらも、2000年4月1日以降開始する事業年度からの先行適用が認められた。

²¹ 石野・前掲注（18）72-73、78頁。石野によると、バブル崩壊にともなう株価の下落により、1988年度末のピーク時に業界全体で約45兆5000億円（各社発表数値の合計）あった生命保険会社の株式含み益はその後激減するに至り、2001年土松は10社合計でわずか1兆8810億円（各社発表数値の合計）となった。

図表 4 所有者別持株比率の推移

株式会社東京証券取引所ほか「2015 年度株式分布状況調査結果の概要」 日本取引所グループ、9 頁。

単位：%													
年度	政府・地方 公共団体	金融機関	a. 都銀・ 地銀等	b. 信託銀行	a+bのうち		c. 生命保険 会社	d. 損害保険 会社	e. その他の 金融機関	証券会社	事業法人等	外国法人等	個人・ その他
					投資信託	年金信託							
1949	2.8	9.9	—	—	—	—	—	—	—	12.6	5.6	—	69.1
1950	3.1	12.6	—	—	—	—	—	—	—	11.9	11.0	—	61.3
1955	0.4	23.6	—	—	4.1	—	—	—	—	7.9	13.2	1.7	53.2
1960	0.2	30.6	—	—	7.5	—	—	—	—	3.7	17.8	1.3	46.3
1965	0.2	29.0	—	—	5.6	—	—	—	—	5.8	18.4	1.8	44.8
1970	0.2	32.3	15.4	—	1.4	—	11.1	4.0	1.8	1.2	23.1	3.2	39.9
1975	0.2	36.0	18.0	—	1.6	—	11.5	4.7	1.9	1.4	26.3	2.6	33.5
1980	0.2	38.8	19.2	—	1.5	0.4	12.5	4.9	2.2	1.7	26.0	4.0	29.2
1985	0.8	42.2	21.6	—	1.3	0.7	13.5	4.5	2.6	2.0	24.1	5.7	25.2
1986	0.9	43.5	16.1	7.1	1.8	0.9	13.3	4.4	2.6	2.5	24.5	4.7	23.9
1987	0.8	44.6	15.9	8.4	2.4	1.0	13.2	4.3	2.8	2.5	24.9	3.6	23.6
1988	0.7	45.6	16.3	9.9	3.1	1.0	13.1	4.2	2.1	2.5	24.9	4.0	22.4
1989	0.7	46.0	16.4	10.3	3.7	0.9	13.1	4.1	2.1	2.0	24.8	3.9	22.6
1990	0.6	45.2	16.4	9.8	3.6	0.9	13.2	4.1	1.8	1.7	25.2	4.2	23.1
1991	0.6	44.7	16.3	9.7	3.2	1.0	13.2	4.0	1.6	1.5	24.5	5.4	23.2
1992	0.6	44.5	16.2	10.0	3.2	1.1	13.0	4.0	1.3	1.2	24.4	5.5	23.9
1993	0.6	43.8	16.0	10.1	3.0	1.4	12.7	3.8	1.2	1.3	23.9	6.7	23.7
1994	0.7	43.5	15.9	10.6	2.6	1.6	12.2	3.7	1.1	1.1	23.8	7.4	23.5
1995	0.6	41.4	15.4	10.1	2.1	1.8	11.2	3.6	1.2	1.4	23.6	9.4	23.6
1996	0.5	41.3	15.1	10.8	2.0	2.3	10.9	3.4	1.0	1.1	23.8	9.8	23.6
1997	0.5	40.2	14.6	11.1	1.4	3.3	10.2	3.3	1.0	0.8	24.1	9.8	24.6
1998	0.5	39.3	14.0	11.7	1.2	3.8	9.4	3.2	1.0	0.7	24.1	10.0	25.4
1999	0.5	36.1	12.8	10.9	1.6	3.6	8.3	2.9	1.2	0.9	23.7	12.4	26.4
2000	0.4	37.0	11.5	14.3	2.2	4.3	7.6	2.8	0.8	0.8	22.3	13.2	26.3
2001	0.4	36.2	9.4	16.6	2.7	4.9	6.7	2.7	0.7	0.8	23.2	13.7	25.9
2002	0.3	34.1	7.0	18.5	3.4	5.0	5.6	2.4	0.7	0.9	24.8	16.5	23.4
2003	0.3	31.1	5.7	17.4	3.2	4.1	4.9	2.3	0.8	1.1	25.1	19.7	22.7
*2004	0.1	17.6	2.7	9.9	2.2	2.1	2.6	1.2	1.2	0.8	18.4	15.0	48.1
*2005	0.1	17.5	2.1	10.5	3.8	2.2	2.0	0.9	1.9	1.9	20.4	20.5	39.6
*2006	0.2	23.3	3.5	13.6	3.9	2.7	3.6	1.6	1.0	1.8	23.8	24.6	26.4
2007	0.2	23.3	3.5	13.7	3.9	2.8	3.7	1.6	0.8	1.5	24.8	24.7	25.5
2008	0.2	25.5	3.6	15.8	4.1	3.0	3.8	1.5	0.8	1.0	25.2	21.5	26.6
2009	0.2	23.9	3.1	15.1	3.6	2.8	3.5	1.4	0.8	1.5	24.5	22.5	27.3
2010	0.2	22.5	2.8	14.6	3.3	2.7	3.1	1.3	0.7	1.8	24.3	22.2	29.1
2011	0.1	22.9	2.7	15.3	3.4	2.6	3.0	1.2	0.7	2.1	22.5	22.8	29.5
2012	0.2	23.8	2.9	15.7	3.7	2.4	3.1	1.2	0.9	2.3	23.3	24.3	26.2
2013	0.2	22.8	2.8	15.1	3.9	2.0	2.9	1.1	0.8	2.4	23.3	26.9	24.3
2014	0.2	23.8	3.0	16.1	4.0	1.7	2.9	1.1	0.7	2.5	23.1	28.0	22.4
2015	0.2	24.8	3.3	16.9	4.6	1.4	2.8	1.0	0.7	2.3	24.3	26.7	21.7
最高(年度)	3.1(1950)	46.0(1989)	21.6(1985)	18.5(2002)	9.5(1963)	5.0(2002)	13.5(1985)	4.9(1980)	2.8(1987)	12.6(1949)	27.5(1973)	28.0(2014)	69.1(1949)
最低(年度)	0.1(2005)	9.9(1949)	2.1(2005)	7.1(1986)	1.0(1983)	0.4(1982)	2.0(2005)	0.9(2005)	0.7(2002)	0.7(1998)	5.6(1949)	1.2(1952)	21.7(2015)

(注) 1. 1985年度以降は単位数ベース。2001年度から単元数ベース。

2. 1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。

3. 2004年度から2009年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

*2005年度調査まで調査対象会社となっていた(株)ライブドア(4753)が、大幅な株式分割の実施等により、2004年度調査から単元数が大幅に増加し、(株)ライブドア1社の単元数が集計対象会社全体の単元数の相当数を占めることとなったことから、2004年度から2006年度までは、その影響を受け大きく増減している項目がある。

生命保険会社は従来、上場株式について低価法を採用していたことから、株価が値下がりした場合、多額の評価損計上を余儀なくされてきた²²。時価会計の導入以降、株式は損益計算書上、原価法で評価されているが、原価の著しい下落があった場合には減損処理が必要となり、いずれにしろ期末（あるいは3月平均値）の株価水準によって、決算数値に影響が出るというのは好ましいことではなく、時価会計の導入は生命保険会社の株式投資離れの要因となったと考えられる²³。

²² 石野・前掲注(18) 78-79 頁。²³ 石野・前掲注(18) 70-72、78-79 頁。石野によると、大手・中堅生命保険会社10社のうち、3社は1998年度に株式の評価方法を低価法から原価法に変更しているが、原価法を採用する場合でも、株価が著しく下落した場合には、減損処理が必要であり、例えば、2001年度は、株価の大幅な下落により、大手・中堅生命保険会社10社の株式現存処理額は1兆4,560億円（各社発表数値の合計）にまで達したと指摘する。

2. 年金基金

年金基金の株式保有比率の推移について、企業年金基金は年金信託から、また公的年金基金についてはその資産の管理が主として信託銀行名義となると考えられるため、信託銀行の動向から分析することができる²⁴。本節では、企業年金基金、公的年金基金ごとに株式保有比率の推移と、その背景にある制度的要因を述べる。

2.1. 企業年金基金（年金信託）

年金信託の持ち株比率の推移から、1990年代後半から緩やかではあるが保有比率を増加させ2002年には最高の5.0%の保有となるが、この2002年をピークにその後低下を続け、最終調査の2015年度は1.4%と低迷していることがわかる（図表4参照）。このような動向の背景にある制度的要因を、1)保有比率を増加させる要因となった1990年代後半の制度、2)保有比率を現象させる要因となった2000年代の制度に分けて述べる。

まず、保有比率増加の要因となったと考えられる1990年代の制度として、厚生年金基金の資産運用規制の規制緩和・撤廃があげられる²⁵。1990年代には企業年金資産について運用の配分割合の上限を定めた「5・3・3・2規制」があり、厚生年金基金単位および信託銀行ごとに規制が課されていたが、1996年にまず信託銀行に課されている規制が撤廃され、翌1997年には全面的に撤廃された結果、自由な資産運用が可能となり、これが保有比率増加をもたらした可能性が考えられる²⁶。また、2000年代には、企業年金基金は確定給付企業年金法に基づき代行返上が可能になったが、代行返上に伴う国への納付資金の確保のために株式の売却による現金化を進め、これが株式市場における保有比率の低下の要因となった。

2.2. 公的年金基金（信託銀行）

信託銀行の持ち株比率の推移は、1990年代は10%前後で推移しているが、2000年代に入って急上昇し2002年には18.5%と最高値を記録している。その後、やや低下した局面は見受けられるものの直近の2015年も約17%と推移しており堅調さを保持している（図表4参照）。

²⁴ 注（32）およびその本文参照。

²⁵ 石本・前掲注（15）81-82頁。

²⁶ 石本・前掲注（15）82頁。「5・3・3・2規制」は、安全性の高い資産（国債、地方債等）5割以上、株式3割以下、外貨建て資産（外国株式、外国債）3割以下、不動産2割以下、と運用配分割合の上限を定めた規制。

2000 年代に信託銀行が急成長した制度的な要因としては、公的年金の運用に関する制度改革が考えられる²⁷。2000 年 5 月、資金運用部資金法等の一部を改正する法律²⁸が成立し、郵便貯金や年金積立金の資金運用部への預託義務が廃止され、必要な資金を市場から調達し自主運用することとなった²⁹。これを受け 2001 年 4 月に年金福祉事業団に代わり厚生年金および国民年金の積立金の自主運用を行うため年金資金運用基金が設立された³⁰。この設立により、143 兆円（2001 年 3 月末現在）にも上る巨額の公的年金の積立金が、株式債券などの市場を通じて運用されることとなった³¹。公的年金の資産は信託財産として管理されることから、主として信託銀行名義となると考えられる³²。これらを踏まえ、公的年金の預託義務の廃止から自主運用へという運用に関する制度改革が、2000 年度以降、信託銀行の株式保有比率の成長の要因になったと考えられる³³。

3. 投資信託

投資信託の株式保有比率は 1990 年前後には 4%前後で推移していたが、1998 年には 1.2%と低下している。しかし 1998 年を底としてその後徐々に増加し 1990 年頃と同様に約 4%で推移し、直近の 2015 年度においては 4.6%と増加している（図表 4 参照）。

投資信託が 1998 年を底としてその後持ち株保有比率を増加させた背景として、金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律（以下「金融システム改革法」という。）

²⁷ 石本・前掲注（15）81 頁。

²⁸ 平成 12 年法律第 99 号、資金運用部資金法の一部改正。施行日は平成 13 年 4 月 1 日。

²⁹ 岡本直之「財政投融资の改革について—『年金運用部資金法等の一部を改正する法律』について—」ファイナンス 2000 年 6 月号（2000）2・5 頁。

³⁰ ニッセイ基礎研究所「公的年金積立金の自主運用について」ニッセイ年金ストラテジー2001 年 7 月号（2001）4 頁、http://www.nli-research.co.jp/files/topics/35663_ext_18_0.pdf、（2017.05.10）、年金積立金管理運用独立行政法人、<http://www.gpif.go.jp/about/history.html>、（2017.05.10）。なお、年金資金運用基金は平成 18 年 4 月 1 日の年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund: 以下「GPIF」という。）設立に伴い廃止された。

³¹ ニッセイ基礎研究所・前掲注（30）4 頁。

³² 株式会社東京証券取引所ほか「2014 年度株式分布状況調査の調査結果の概要」日本取引所グループ、【特徴点】5. <http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000010nfj-att/bunpu2014.pdf>、（2017.05.08）。なお当該調査によると、GPIF は中期計画における基本ポートフォリオの変更として、運用資産中の国内株式の割合を 12%から 25%に引き上げたことを公表しており、信託銀行の持ち株比率の堅調さに影響を与えていると考えられる。

³³ 石本・前掲注（15）81 頁。

³⁴の施行があげられる。金融システム改革法は、金融システム改革を一体的に進めるうえでの中核的な法律であり、関係法律 24 本の改正を一括化したものとなっている³⁵。

1998 年の金融システム改革法における投資信託の整備において最も株保有比率の増加に貢献したものは、銀行等の投資信託の窓口販売の導入である³⁶。投資信託の窓口販売の解禁により投資信託の市場が拡大、すなわち 資産規模が拡大したことが保有比率の増加要因の一つと考えられる³⁷。また、一投資信託会社が取得できる株式総額の上限が一企業の発行済み株式総数の 10%以下から 50%以下に緩和され³⁸、このような規制緩和も投資信託の株式保有増加に貢献したと考えられる。

ところで、2014 年度の調査結果によると、信託銀行の保有比率が 3 年ぶりに上昇するという結果になった。特に、信託銀行においては、GPIF における国内株式の割合の引き上げが着実に進んでいる状況がうかがえる³⁹。しかし、依然として以前の保有比率には届かず、保有比率はいまだ 2002 年の 18.5%が最高値である（図表 4 参照）。

これまで、保険会社、公的年金基金（信託銀行）、企業年金基金、投資信託の市場におけるそれぞれの保有比率の推移を確認してきた。これらの機関の保有比率の推移は市場というよりむしろ法規制の影響が大きいと考えられる。例えば、企業年金基金の代行返上に伴う株式売却による現金化は、株式市場における保有比率の低下の一要因である。一方、公的年金基金は 2000 年 5 月に成立した資金運用部資金法等の一部を改正する法律により、必要な資金を市場から調達し、自主運用することになった。この結果、巨額の公的年金の積立金が金融市場を通じて運用されるようになり、信託銀行の株式保有比率の増加につながった。こ

³⁴ 平成 10 年法律第 107 号。一部の改正を除き平成 10 年 12 月 1 日施行。

³⁵ 大蔵省「金融システム改革法について」金融庁、http://www.fsa.go.jp/p_mof/low/1f001.htm および http://www.fsa.go.jp/p_mof/low/1f001a1.htm、(2017.05.08)。当該 website は金融庁が大蔵省から引き継いだ情報（金融企画局分）として掲載している。なお金融システム改革法施行に先駆け、政府は政令 3、府令・省令 20、大蔵省令 24 の計 47 政省令を 11 月 20 日と 24 日の 2 日間に公布したが、そのうち証券投資信託に直接関係するのは、証券投資法人（会社型投信）の概念が加わった証券投資信託法関連の「証券投資信託および証券投資法人に関する法律施行令」（平成 10 年 11 月 20 日政令第 370 号。）、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律施行規則」（平成 10 年総理府大蔵省令第 30 号。）、「金融機関の証券業務に関する内閣府令」（平成 10 年総理府大蔵省令第 35 号。）などである。投資信託協会『投資信託 50 年史 1: 概況編』（2002）262 頁。

³⁶ 投資信託協会・前掲注（35）262 頁。「98 年の投信改革」における最大の目玉は、銀行や生命保険会社、損害保険会社といった金融機関の窓口における証券投資信託販売の解禁（窓販解禁）だろう、と指摘する。また木下は、木下信行編『解説 改正銀行法』（1999）92-93 頁において、情報通信技術の革新や金融自由化措置の進展に伴い、顧客が多様で連続的な金融サービスを総合的に享受することを可能にすること等を目的として、金融システム改革における銀行法の改正は、銀行の組織形態の自由度は極力拡大し、銀行グループ会社の業務範囲については、金融関連分野であれば幅広く弾力的に容認しうるような法制度とすることとされていたことから、その一環として銀行等での窓口販売が解禁された。

³⁷ 石本・前掲注（15）82 頁。

³⁸ 投資信託協会・前掲注（35）265 頁。

³⁹ 株式会社東京証券取引所ほか・前掲注（32）11 頁。

のような点から、証券市場をはじめとする金融市場の構造、構成員の割合の変化には法制度が大きな影響を与えているといえる。

4. 銀行と事業法人—株式持ち合いとメインバンク制度

銀行の株式保有比率⁴⁰は 1990 年後半まで 15%前後を保持してきたが、1990 年代後半から徐々に保有比率を低下させ、直近の 2015 年度では 3.3%程度である（図表 4 参照）。このような銀行の株式保有比率の劇的ともいえる低下を検討するうえで、日本経済にとって、かつての高度成長期（1955-1970 年の約 15 年間）以来の一つの大きな特徴、すなわち経済主体間における長期継続的な取引関係の維持を基礎とした各種経済活動の展開、を念頭に置く必要があり、その代表例は、企業と銀行の間におけるメインバンク制、企業と企業の間における企業系列である⁴¹。これらの関係を成立ないし強化する重要な一つの要因として「株式持ち合い」があるが、株式持ち合いは銀行と非金融企業の間において、あるいは非金融企業同士の間において株式の相互保有がなされている現象である⁴²。一方、金融システムには 1) アメリカやイギリスを典型的な例とする公開市場における金融取引を基本とするシステム、2) 日本やドイツにみられる銀行を中心に据えた相対型の金融取引を基本とするシステムの二類型がある⁴³。2) の形態においては、取引当事者である銀行と企業が緊密な関係を維持し、継続的な取引を行い、短期資金だけではなく長期資金の融資においても銀行借入れへの依存度が高く、銀行は取引先企業の株式を「安定的に」保有する場合が多いことが特徴である⁴⁴。その典型的な特徴が、企業による特定の銀行との密接かつ持続的な取引関係、すなわちメインバンク関係による銀行金融の優位を特徴とするシステムであり、それが第二次世界大戦後半世紀以上にもわたり継続してきた⁴⁵。

統計によると、1990 年代後半から銀行は株式保有率を徐々に低下させ直近では 3.3%程度しか保有していない。この数字を見る限り、第二次世界大戦後から継続してきたメインバンク制から別の金融システムへ、すなわち間接金融から市場中心型の直接金融へ移行したと考えられる。本節では、まず半世紀以上にわたり日本の金融システムの特徴とされたメインバンクの役割を確認し、次に間接金融から直接金融へ移行する過程でメインバンクが企業に対して保持していた機能が変化した背景を株式持ち合いの沿革と法制度の観点から述

⁴⁰ 都銀・地銀等：銀行法に規定する国内普通銀行。

⁴¹ 岡部光明『株式持合と日本経済システム』（2002）9 頁。

⁴² 岡部・前掲注（41）9 頁。詳細につき、注（60）参照。

⁴³ 岡部・前掲注（9）11-14 頁。岡部は、1) あるいは 2) のいずれの色彩が濃くみられるかにより、銀行の役割のみならず企業統治（コーポレート・ガバナンス）、ひいては経済システムの差異が生まれてくるので、この類型化は依然一つの有用なモデル化である、と指摘する。

⁴⁴ 岡部・前掲注（9）11-13 頁。

⁴⁵ 岡部・前掲注（9）17 頁。

べる。さらに、現在メインバンクは企業に対してどのような役割を果たしているのかという観点から、直接金融への移行の過程で企業に対して失った機能を確認し、最後に失われた機能があるとすればどのような機能でそれは補完されるべきなのか、を分析する。

4.1 メインバンク制

メインバンクとは、金融機関、企業、規制当局の間で使用される慣用表現であり、銀行と企業がメインバンク関係を有していることに関して、当事者間の間では一般的に合意されるものの、メインバンクの正式なあるいは法的な定義は存在しない⁴⁶。メインバンク制の主要な特徴は、銀行貸し出しをベースとした産業金融のシステムとしてではなく、1) 典型的な企業と取引銀行との間の金融、情報経営上の多様な関係、2) 主要銀行相互間の関係、3) 規制当局と金融界の関係、という3つの要素を包含する関係の束 (a nexus of relationships) としての機能であり⁴⁷、メインバンク関係とは、ある企業にとってその企業に対し最大の貸出シェアを持つ特定の銀行との長期的取引関係である、という信用供与は定義の一つではあるが、これは銀行と企業間の種々の取引の一つの側面に過ぎない⁴⁸。また、多くの場合、企業の借入額に占めるシェアがすべての民間金融機関の中で最大であるのに加え、取引先企業の主要な支払い決済口座を保有していることから、取引先企業の日常の取引操作をモニタリングすることができたといえる⁴⁹。重要な点は相対取引中心の金融システムの特徴である銀行による取引先企業の株式の安定的な保有である⁵⁰。安定的に取引先企業の株式を保有することにより銀行は融資者かつ株主としての立場に立ち、企業の経営に深くかかわる⁵¹。

これはすなわち企業の経営は株式市場ではなくメインバンクによって監視され、規律が与えられることを意味する⁵²。このような点から、メインバンクの機能は企業のファイナンスを担うとともにモニタリング機能を用い企業のガバナンスに深く関与することであるとい

⁴⁶ Masahiko Aoki et al., *The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview*, in *The Japanese Main bank System - Its Relevance for Developing and Transforming Economics 3* (Masahiko Aoki & Huh Patrick eds., 1994). 青木昌彦ほか (白鳥正喜訳)「第1章 日本のメインバンク・システム：概観」青木昌彦ほか編『日本のメインバンク・システム』(1996) 15 頁。

⁴⁷ Aoki et al, *supra* note 46, at 5-24. 青木・前掲注 (46) 18-37 頁。

⁴⁸ Aoki et al, *supra* note 46, at 3. 青木・前掲注 (46) 15 頁。

⁴⁹ 小佐野広＝堀敬一「第1章『メイン寄せ』による規律付けと実証分析」宮島英昭編『日本の企業統治』(東洋経済新報社、2011) 73 頁。

⁵⁰ 注 (44) およびその本文参照。

⁵¹ 岡部・前掲注 (9) 13 頁。

⁵² 岡部・前掲注 (9) 13 頁。Aoki et al, *supra* note 46, at 3. 青木・前掲注 (46) 15-16 頁。青木らは、メインバンクは融資を行うだけでなく株式を保有し、証券市場の参加者および規制当局の視点からは、企業をモニタリングし企業が間違った方向に向かった場合介入することを期待されている、とメインバンクのモニタリング機能を説明する。

える。すなわち、企業のファイナンスおよびガバナンスの観点に立つと、メインバンク制は、相互に関連する 1) 金融取引に不可避の情報の非対称性の問題を軽減することにより、銀行は企業に対してより多くの外部資金をより低いコストで供給できる（投資資金の効率的供給）、2) 株主に代わり銀行が企業の経営を一括してモニタリング、コントロールすることが可能となり、結果、企業経営の効率性の維持を可能とする（企業経営のモニタリング）、3) 企業が経営危機に陥った場合、それが潜在的に再建可能と判断される限り、メインバンク中心となって当該企業の救済活動を行うことから、性急な清算が回避されるとともに、その再建も法的手段による場合よりも迅速かつ効果的に着手できる（企業経営に対する保険提供）、という 3 つの効果を持つシステムである、と評価できる⁵³。

メインバンク制の 3 つの効果は具体的にはどのような便益をもたらしたのか。例えば 1) の投資資金の効率的供給について、特に戦後、資本市場が未発達な状況下において、系列事業会社は優先的に金融機関から資金を調達でき、金融機関にとっては融資・預金ばかりでなく職域取引等周辺業務の獲得ができ、双方にメリットをもたらした⁵⁴。また、高度成長時には、銀行による継続的なモニタリングにより銀行貸出に際してのリスクが低下し、銀行貸出金利、ひいては企業にとっての限界資本コストの低下につながることから投資促進効果を持つと同時に、資金の調達が量的に容易化するという、企業投資を資金コストおよび資金量の両面から促進する効果があった⁵⁵。2) の企業経営のモニタリングについて、特に戦後の日本において、企業にとってメインバンク制度は「乗っ取り」のような市場原理に基づく、手段の欠如を補完しその手段を発展させようとする要求を退けるものであった⁵⁶。最後に 3) の保険機能について、企業にとってはメインバンク関係の維持のコストが保険料として働き、長期的なコスト負担はいざという時の保険のためと考えられる⁵⁷。一方、メインバンクにとっては企業の救済活動において、自行が救済に乗り出すことにより他の取引先銀行の救済への参加を促し、また救済活動が新規の取引先の開拓につながるという点から、救済活動が長期的に見て自らを利するという側面を持っていた⁵⁸。平時にはメインバンクは、通常

⁵³ 岡部・前掲注 (9) 18-24 頁。

⁵⁴ 野村敦子「銀行の出資規制緩和をめぐる議論」JRI レビュー 2 巻 3 号 (2013) 10 頁。

⁵⁵ 岡部・前掲注 (9) 25-33 頁。また、青木らは、Aoki et al, *supra* note 46, at 4-5。青木・前掲注 (46) 16-17 頁において、1950-1970 年の高度成長期をメインバンク・システムの最盛期と呼んでいるが、この時期企業が急速に成長し、投資資金が不足し、かつ金融市場が厳しく規制されていたため、有力な銀行と良好なメインバンク関係を持つこと、あるいは、中小企業の場合、地方銀行とメインバンク関係を持つことは企業の財務戦略のかなめであり、企業が成功するための必要条件であった、と指摘する。

⁵⁶ Aoki et al, *supra* note 46, at 4-5。青木・前掲注 (46) 16-17 頁。

⁵⁷ 岡部・前掲注 (9) 43-45 頁。岡部は、長期的なコスト負担について、メインバンクへの預金の集中、借入実効金利への上乗せ（銀行は、貸出に際して、実効金利を約定金利よりも引き上げるために、拘束性預金の水準を引き上げる場合が少なくない）、銀行増資の引受け、高めの借入残高維持、高額な社債受託手数料の支払い、銀行からの人材受入れ、などの形をとり、コストを負担している、と指摘する。

⁵⁸ 岡部・前掲注 (9) 25-33 頁、42-45 頁。岡部は、メインバンクは救済活動により他の銀行にも貸出残高の維持や緊急融資の一部負担を求めることが可能となり、また救済活動が銀行に対する良い評判を生み、そのような銀行とメインバンク関係を結びたい、という新規取引を希望する顧客の開拓につながると説明すると同時に、メインバンク関係を基にした企業救済は、暗黙の契約であり、またすべての事象に対して

の借入金利に「保険プレミアム」分をプラスした金利を受け取る一方、融資先企業が経営難、特に企業が債務不履行となった場合には、「保険プレミアム」の見返りとして、一定期間、銀行借入に対する利子補給や元本減免を行い、借入額よりも巨額の損失を引き受け、メインバンク以外の他行が負うべき損失の一部をメインバンクが負担した⁵⁹。

金融機関と取引先企業の双方に利するにもかかわらず、メインバンク制から公開市場を中心とする金融システムに移行したのはなぜなのか。その理由を解明するため、移行の背景を戦後の歴史から分析する。

4.2 株式持ち合いの沿革—法制度の観点から

多くの場合、メインバンクは企業の借入額に占めるシェアが最大であると同時に、取引先企業の最大株主である⁶⁰。このような金融機関による事業会社の株式保有は株式持ち合いの一つの形であり、実際、金融機関の株式保有は数量的に見ても株式持ち合いの大きなウエイトを占めていた⁶¹。このような点を鑑みると、メインバンク制の経緯を語るには株式持ち合いの沿革を検証する必要がある。本節では、株式持ち合いの経緯を法制度の観点から確認する。

4.2.1 1970年以前：企業集団による株式持ち合い

第二次世界大戦後、連合国総司令部は占領政策の一環として経済民主化政策である農地改革、労働改革と並んで産業・金融部門においては財閥解体を推し進め、昭和 22（1947）年、財閥解体および過度経済力集中排除によって形成された民主的な経済秩序を恒久的に維持すべき役割を担い、私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律（以下、「独禁法」

双方の権利、義務を事細かく規定していない不完備契約であるので、銀行が救済に乗り出さない場合も起こりうる、と指摘する。

⁵⁹ 小佐野＝堀・前掲注（49）73-74、9-82 頁。小佐野らは、メインバンクが他行の損失一部を負担することにより他行は、メインバンクとともに、経営難に陥った企業への金融支援を継続することができたが、1990 年代に日本の銀行部門が大量の不良債権を抱え込むことにより、借り手企業が経営難に陥るのではないかと疑うと、メインバンク以外の銀行は速やかに貸付金を企業から引き揚げる「メイン寄せ」という行動をとるようになった、と指摘する。

⁶⁰ 岡部・前掲注（41）35-37 頁、岡部・前掲注（9）18-21 頁。岡部は、メインバンク制を特徴づける企業と銀行の関係として、1）当該銀行の融資額シェアが最大であること、2）当該銀行がその企業の最大株主であること、3）融資以外の各種金融取引（当座預金取引など）でも主力の取引関係にあること、4）当該企業に役員としての人材を派遣するなど人的関係を結んでいること、5）当該企業がひとたび経営危機に陥った場合には、緊急融資などの経営支援を行うこと、を挙げている。

⁶¹ 岡部・前掲注（41）35 頁。岡部は、株式持ち合い構造には A）金融機関が金融機関の株式を保有する、B）金融機関が事業会社の株式を保有する（メインバンクのケース）、C）事業会社が金融機関の株式を保有する、D）事業会社が別の事業会社の株式を保有するという 4 つの形態に分類でき、その中でも B）の比率が顕著であったと指摘する。

という。) ⁶²が制定された⁶³。その結果、持株会社の禁止、財閥に集中していた資本や人材、経済力の排除・分散が進められ昭和 21 (1946) 年 8 月に発足した持株会社整理委員会⁶⁴が財閥本社、家族、財閥直系、準直系会社が保有する株式を譲り受ける受け皿となった⁶⁵。その後、経済統制が次第に撤廃され、国内企業の経済活動が活発化するにつれて、産業界から独禁法の緩和的改正の要求の声が大きくなり、昭和 24 年、独禁法改正が行われた⁶⁶。

財閥系保有株式は個人を中心に放出されたが、戦後の疲弊した経済状況の中、個人は株式を手放し、旧財閥系銀行を中心に株式所有による企業の系列化、集団化が急速に進展し、投機筋による株の買い占めへの対抗策などをはじめ経営再建等を契機に、安定株主としてグループ各社間で相互に株式を保有する動き、すなわち持ち合いが進み、旧財閥系企業グループ、銀行を中心とするグループ、あるいは巨大事業会社を中心とするグループによる企業集団が形成されていくこととなった⁶⁷。

ところで、日本に「株式会社」と呼ばれる制度ができたのは、明治 23 年制定 (明治 26 年施行) の旧商法典によってである⁶⁸。その後、明治 32 年、当時のドイツ商法に依拠した現行商法⁶⁹制定以後、平成 17 年の会社法制定に至るまで、株式会社は、商法第 2 編「会社」に規定された会社の一類型として、同法および他の法律より規制され、100 年の間に時代背

⁶² 昭和 22 年法律第 54 号。

⁶³ 根岸哲＝舟田正之『独占禁止法概説』(第 5 版、2015) 6-7 頁。現在の独禁法の目的は、公正取引委員会によると、「公正かつ自由な競争を促進し、事業者が自主的な判断で自由に活動できるようにすることである。言い換えれば、事業者が自らの創意工夫によって、より安く優れた商品を提供して売上高を伸ばそうとし、消費者がニーズに合った商品を選択することができるような事業者間の競争による消費者の利益が確保される市場メカニズムの確保」である。現在の独禁法の目的につき、公正取引委員会「独占禁止法の概要、<http://www.jftc.go.jp/dk/dkgaiyo/gaiyo.html>、(2017.05.20)」。なお、2017 年は独禁法施行 70 周年という年に当たるため、独禁法の沿革、運用、現代における意義と役割、また今後の課題について多くの論文が発表されている。一例として、土田和博「独占禁止法 70 年—日本型競争法の特徴と課題—」、大橋弘「70 年目を迎えた競争政策の評価と課題：経済学の観点」、川合弘造「独占禁止法施行 70 周年—70 年の評価と今後の期的な課題—」。いずれも、公取 801 号 (2017) のそれぞれ 4 頁以下、13 頁以下、19 頁以下。

⁶⁴ 平林英勝『独占禁止法の歴史 (上)』(2012) 61 頁。当該委員会を設置するため、昭和 21 (1946) 年 4 月「持ち株会社整理委員会令」(昭和 21 年勅令 233 号) が公布された。

⁶⁵ 野村・前掲注 (54) 5-6 頁、根岸＝舟田・前掲注 (63) 10 頁。委員会の意見具申に基づき内閣総理大臣によって会社が「持株会社」と指定されると、委員会は那会社が所有する有価証券等を譲受け管理・処分することにより「整理」することになっていた (持株会社整理委員会 1 条) という点につき、平林・前掲注 (64) 62 頁。

⁶⁶ 根岸＝舟田・前掲注 (63) 10 頁。事業会社による株式および社債の保有禁止を特定の場合に限定する等の改正が行われた。

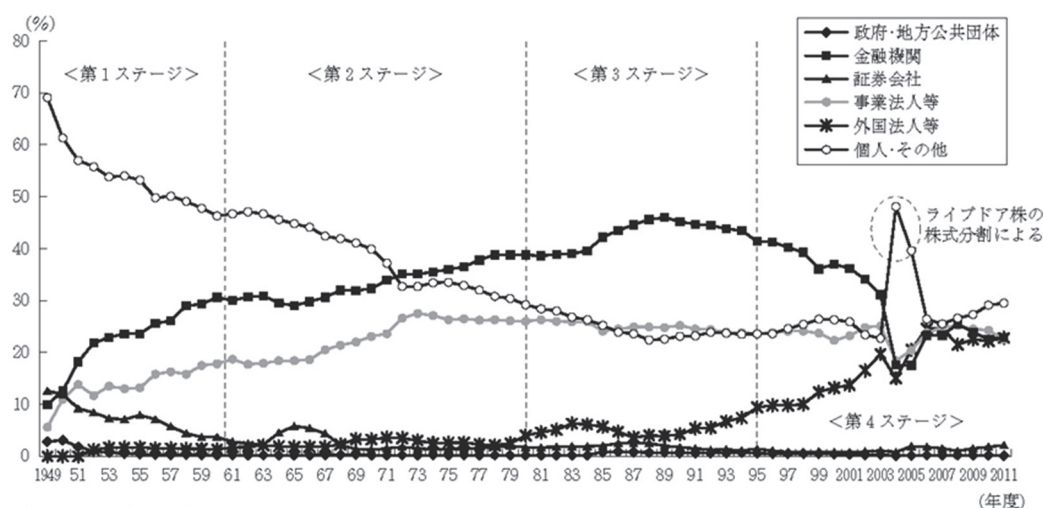
⁶⁷ 野村・前掲注 (54) 6-7 頁。

⁶⁸ 江頭憲治郎『会社法コンメンタール 1—総則・設立 (1)』〔江頭憲治郎編〕(2008) 7 頁。江頭によると、100 年間に株式会社については極めて頻繁に制度改正が行われたが、商法改正の大部分は株式会社制度に関するものであったと言って過言ではない。なお、旧法令および商法改正経過については、江頭憲治郎ほか編『旧法令集—平成改正版』(2012) を参照されたい。

⁶⁹ 明治 32 年法律 48 号。

景に基づき繰り返し改正が行われてきた⁷⁰。昭和 13（1938）年にはドイツ法に倣い有限会社法が成立したが、第二次世界大戦後はアメリカ会社法の影響が強くなり、昭和 25（1950）年ドイツ的立法をアメリカ法的に修正することを目指して改正が行われた⁷¹。戦後、アメリカ法に依拠する形で修正された法律は、会社法制定に至るまでに時代背景に合わせ、この後、繰り返し改正が行われることになる。

一方、銀行の株式保有比率の変化は独禁法 11 条（銀行又は保険会社の議決権保有の制限）⁷²の影響を強く受けている。独禁法 11 条については 1953 年の独禁法改正により、第 11 条に関する銀行業の株式保有制限が 10%に緩和された⁷³。このような法政策のなか、株式持



図表 5 所有者別持株比率の推移

野村敦子「銀行の出資規制緩和をめぐる議論」JRI レビュー2 巻 3 号（2013）7 頁。

⁷⁰ 江頭（2008）・前掲注（68）8 頁、川村正幸『逐条解説会社法 第 1 巻—総則・設立』（酒巻俊雄＝龍田節編）（2008）1 頁。

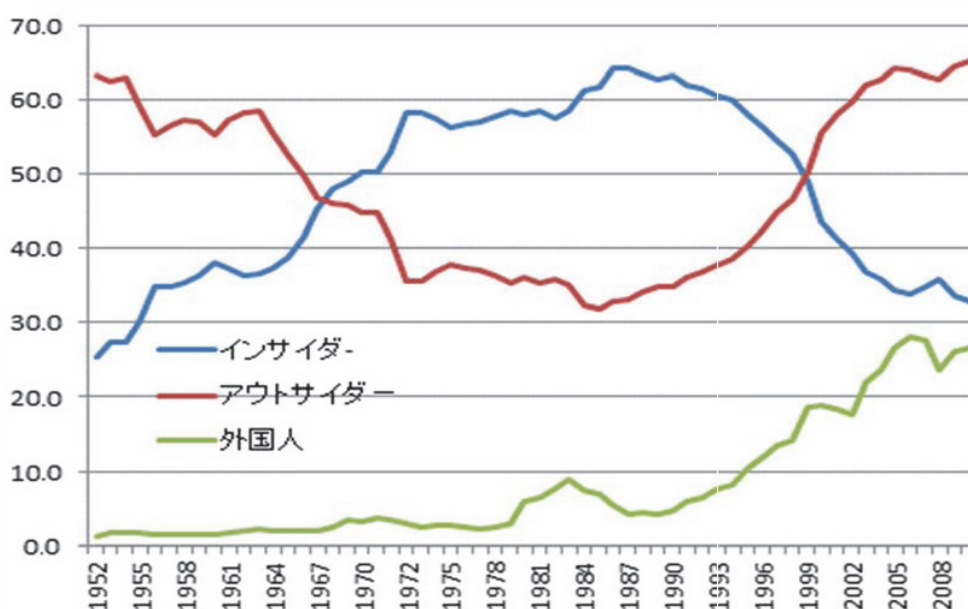
⁷¹ 川村・前掲注（70）1-2 頁。

⁷² 「銀行業又は保険業を営む会社は、他の国内の会社の議決権をその総株主の議決権の百分の五（保険業を営む会社にあつては、百分の十。）を超えて有することとなる場合には、その議決権を取得し、又は保有してはならない。」と規定されている。白石は、白石忠志『独占禁止法』（第 3 版、2016）548-549 頁において、11 条の趣旨、1）銀行や保険会社は事業支配力過度集中を特に起こしやすいとされるため、画一的な厳しい基準で事業支配力過度集中を防止する必要がある、2）特定の市場における競争上の問題の発生を防止するためにも画一的数値規制は有益である、に対し、基本的には一般集中規制でありながら、市場集中規制的な色彩を持つと指摘する。

⁷³ 野村・前掲注（54）14 頁。また、根岸＝舟田・前掲注（63）128 頁、によると、銀行と保険会社は、金融会社以外の一般の事業会社と比べ、事業の特性から巨大な資金力を抱え、かつ事業会社に融資・保障を提供することにより企業支配の可能性を強く有しており、株式保有がこれに加わるとその危険性はさらに高くなることからこれを防止するために独禁法 11 条により、特別の制限を定めた、とその目的を説明している。一方、川濱は、川濱昇「米国における銀行及び銀行持ち株会社保有規制について」公正取引 610 号（2001）9 頁において、独禁法 11 条はそもそもアメリカの規制である銀行と商工業の分離原則を参考にしたものである、と指摘する。

合いの傾向は、資本の自由化に伴う外資参入に対する買収防衛策という点からも 1970 年代にかけて一段と進展していくことになった⁷⁴（所有者別の持株比率につき、図表 5 参照）。

他方で、銀行をはじめとする金融機関や事業法人等による株式持ち合いを中心とする株式保有を「インサイダー保有」、これに対して国内外の機関投資家によるポートフォリオ投資、創業者一族や役員以外の個人の保有分、外国法人の「ブロック所有」は「アウトサイダー保有」と区分される⁷⁵。前者は、「長期的な取引関係を基礎とし、保有先企業の経営に株主として関与しない、非友好的な第三者に株式を売却しないという、経営者間の暗黙の契約によってささえられている企業間関係の維持を目的とした株式保有」であるのに対し、後者は「投資収益の最大化」を目的とすることが特徴である⁷⁶。



図表 6 インサイダーとアウトサイダー保有の推移

宮島英昭＝保田隆明「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか」金融庁金融研究センター（2012）44 頁。

第二次世界大戦後、1960 年半ばまでは財閥が放出した株式を個人が引き受けたことなどからアウトサイダー保有が優位であったが、1965 年の証券不況を境に放出された株式を安定株主として銀行、関係会社等の機関が引き受け、この結果、金融機関、事業法人の保有比

⁷⁴ 野村・前掲注（54）6・7 頁。株価維持対策のための株式買入機関として、1964 年に銀行 14 行と 4 大証券により日本共同証券、1965 年には 4 大証券により日本証券保有組合が設立された。

⁷⁵ 宮島＝新田・前掲注（14）2 頁。宮島らは、都銀・地銀等、生命保険会社、損害保険会社、その他の金融機関、事業法人等の保有比率合計を「インサイダー」、外国人、個人、投資信託、年金信託の保有比率の合計を「アウトサイダー」と区分しその特徴を指摘した。

⁷⁶ 宮島英昭＝保田隆明「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか―内外機関投資家の銘柄選択分析を中心として―」金融庁金融研究センター（2012）6 頁、<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2011/11.pdf>、（2017.05.08）、宮島＝新田・前掲注（14）2 頁。

率が並行して増加、この両者の合計による安定保有比率も顕著に増加し⁷⁷、1970 年には金融機関、事業法人を中心とした相互持合いを特徴とするインサイダー保有優位の上場企業の所有構造となった⁷⁸（図表 6 参照）。

4.2.2 1970-1990 年：インサイダー保有の時代

戦後間もない時期の企業の資金調達手段は、銀行借入を中心とする間接金融が主流であり、その後高度経済成長とともに徐々に直接金融へと資金調達手段が変化していった⁷⁹。1970 年代半ばから、時価発行増資、転換社債の発行、新株引受権付き社債の発行などのエクイティ・ファイナンスが盛んにおこなわれるようになり、調達された大量の資金は株式投資や株式持ち合い、不動産等への投機にも使われ、やがてバブル経済が形成されていくこととなった⁸⁰。このような著しい経済の発展とともに、商法にも改正が行われた⁸¹。

一方、1953 年の独禁法第 11 条による銀行の株式保有制限の緩和により株式持ち合いや巨大企業集団の形成が進み、産業支配力の過度の集中懸念から 1977 年に再び株式保有規制の強化が図られ、上限が 5%に引き下げられた⁸²。他方では、持ち株比率において、1965 年の証券不況の後は急速に安定化が進み、1970 年代初頭までにインサイダー保有を中心とする所有構造が形成され、このインサイダー保有が優位である所有構造に大きな変化はなく 1990 年まで継続していくこととなる⁸³（図表 6 参照）。

⁷⁷ 宮島英昭ほか「戦後日本企業の株式所有構造」財務省財務総合政策研究所フィナンシャル・レビュー（2003）206 頁。宮島らの調査によると、1964-1969 年のメインバンクにのみ、期待収益の高い企業の株式保有をシステマティックに増加させるという関係は、見られた。野村・前掲注（54）6-7 頁。

⁷⁸ 宮島＝保田・前掲注（76）7 頁。野村・前掲注（54）5-7 頁。

⁷⁹ 野村・前掲注（54）8 頁。

⁸⁰ 野村・前掲注（54）8 頁。

⁸¹ 商法は昭和 37 年、昭和 41 年をはじめ、何度も改正が行われているが、昭和 49（1974）年、昭和 56（1981）年、平成 2（1990）年の改正がなかでも重要であることから、本論文ではその概要についてまとめる。これらの改正が重要であることにつき、川村・前掲注（70）1-3 頁。例えば、昭和 49 年には 1960 年代半ばの不況と大型倒産、粉飾決算を受け株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律（旧商法特例法）が制定され、昭和 51 年のロッキード事件等を契機に自主的監視制度の整備が求められるようになり、会社の機関、計算・公開を中心とした多岐にわたる昭和 56 年改正が行われた。この昭和 56 年改正では取締役会の権限強化、監査役の権限強化・独立性強化等が行われ、具体的には、単位制度の導入、相互保有株式の議決権制度の導入、書面投票制度の制定に加え、株主の権利である株主提案権制度および、取締役・監査役の説明義務制度も導入された。その後、法制審議会が公表した「商法・有限会社法改正試案」に依拠した平成 2 年改正が行われ、この改正により最低資本金制度（株式会社 1,000 万円、有限会社 300 万円）が導入された。

⁸² 野村・前掲注（54）14 頁。また、根岸＝舟田・前掲注（63）128 頁、によると、銀行と保険会社は、金融会社以外の一般の事業会社と比べ、事業の特性から巨大な資金力を抱え、かつ事業会社に融資・保障を提供することにより企業支配の可能性を強く有しており、株式保有がこれに加わるとその危険性はさらに高くなることからこれを防止するために独禁法 11 条により、特別の制限を定めた、とその目的を説明している。一方、川濱は、川濱・前掲注（73）9 頁において、独禁法 11 条はそもそもアメリカの規制である銀行と商工業の分離原則を参考にしたものである、と指摘する。

⁸³ 宮島＝新田・前掲注（14）5 頁。インサイダー保有比率は 1970 年代半ばには 55%を超え、これに対して機関投資家等アウトサイダーの保有比率は平均して 35%前後にとどまった。

4.2.3 1990-1996 年：アウトサイダー保有の台頭

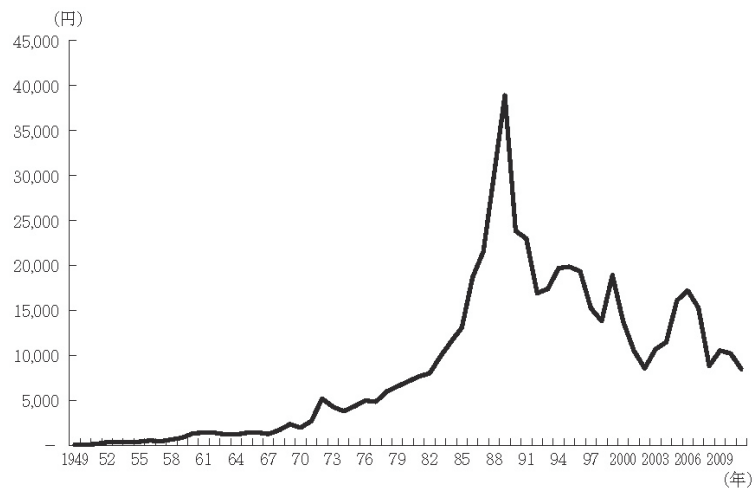
1990 年代に入るとバブル経済の崩壊に伴い、株価は大幅に下落（図表 7 参照）したことから、企業や金融機関の保有株式に含み損が発生し事業会社による銀行株売却に加え、銀行による事業会社株売却が進み相互持合いに大きな影響を及ぼした⁸⁴。同時に海外投資家の保有比率が徐々に増加していった（図表 6 参照）。1990 年に入り、海外投資家の国外投資が急増し、実際、アメリカの海外株式投資残高は、1970 年の 66 億ドルから、1990 年には 1,976 億ドル、1995 年には 7,768 億ドル、さらに 2000 年には 18,304 億ドルに達した⁸⁵。この時期の海外投資家の投資銘柄選択の特徴は、ホームバイアス（home bias）と呼ばれる傾向であり、すでに市場での名声を確立した大規模な企業の株式に好んで投資を行った⁸⁶。このようにして、インサイダー保有優位であった証券市場における株式所有構造は、事業会社や金融機関と企業の関係、海外投資家の台頭により静かに多様化していき、今後この多様な所有構造が重要な意味を持つこととなる⁸⁷。

⁸⁴ 野村・前掲注（54）9 頁。

⁸⁵ Christina Ahmadjian, *Foreign Investors and Corporate Governance in Japan*, in *Corporate Governance in Japan – Institutional Change and Organizational Diversity*, 125, 127 (Masahiko Aoki, Gregory Jackson, and Hideaki Miyajima eds., 2007) (quoting New York Stock Exchange, Fact Book (2001)). Ahmadjian によると 1989 年にはアメリカの投資家は 94%の資産を国内で投資していたが、1990 年初頭から、通貨や経済に渡って自分たちのポートフォリオに多様性を持たせようと海外に投資を始めた。

⁸⁶ Hideaki Miyajima & Fumiaki Kuroki, *The Unwinding of Cross- Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications*, in *Corporate Governance in Japan – Institutional Change and Organizational Diversity*, 79, 86 (Masahiko Aoki, Gregory Jackson, and Hideaki Miyajima eds., 2007); Jun-Koo Kang & Rene M. Stultz, *Why is there a home bias? – An analysis offoreign portfolil equity ownership in Japan*, 46 *Journal of Financial Economics* 3 (1997)。Kang らは 1975 年から 1991 年までの日本の証券市場における海外投資家の株式所有状況を調査し、そこにホームバイアスがあることを確認した。

⁸⁷ 宮島＝新田・前掲注（14）7 頁。



図表 7 日経平均株価の推移

野村敦子「銀行の出資規制緩和をめぐる議論」JRI レビュー2 巻 3 号（2013）9 頁。

4.2.4 1997 年以降：持ち合い解消

1990 年代後半、1997 年の金融危機を境に株式所有構造は大きく変容した⁸⁸。バブル経済の崩壊は株価の大幅な下落を引き起こし（図表 7 参照）、企業や金融機関の保有株式に含み損が発生したことを原因に、事業会社による銀行株式の売却だけではなく、銀行による事業会社株式の売却に拍車をかけ⁸⁹、企業や株式所有構造の中心である持ち合い比率は、1996 年度末の 15.3%から 2004 年度末には 9.4%へと急速に縮小した⁹⁰。いわゆる持ち合いの解消である。1997 年の金融危機から始まる持ち合い解消の要因と経緯を法制度の側面から確認する。

1) 事業会社による銀行株売却

1997 年、後に金融危機と呼ばれた年は、北海道拓殖銀行が都市銀行として初めての経営破綻、ついで四大証券会社の一角であった山一証券株式会社が自主廃業となり、さらに準大手証券会社のひとつであった三洋証券株式会社が経営破綻した。この金融危機を受け、銀行の株価が下落し、銀行株の保有リスクが上昇した⁹¹。第 2 に、会計基準の国際的な統一化などの流れを受け、会計制度が大幅に見直されたことが挙げられる。まず、1999 年度に連結財務諸表制度⁹²、2000 年度には金融商品の時価会計が導入され、さらに 2001 年度には時

⁸⁸ 野村・前掲注（54）9 頁。

⁸⁹ 野村・前掲注（54）9 頁。

⁹⁰ 宮島＝新田・前掲注（14）8 頁。

⁹¹ 宮島＝新田・前掲注（14）8 頁。事業会社は、戦後初めて銀行株を保有し続けるか、売却するかの選択問題に直面した。

⁹² 平野嘉秋『新しい企業会計制度』（大蔵財務協会、2003）37-42 頁。連結財務諸表とは、「支配従属関係にある二以上の会社からなる企業集団を単一の組織体とみなして、親会社が当該企業集団の財政状態及び経営成績を総合的に報告するために作成するもの」と定義される（連結財務諸表原則第一）。連結財務諸表

価会計の適用範囲が拡大され、保有株式の評価損益が決算に反映されることになった⁹³。第3として、金融危機とは前後するが1996年に適債基準の撤廃と財務制限条項の自由化が行われたが、社債の自由化は資金調達先としての銀行との関係性を薄めると同時に、大企業にとって格付けを代表とした市場の評価が重要になっていった⁹⁴。このような点から、事業会社は銀行との株式持合いのリスクについて考えるようになっていった。

2) 銀行による事業会社の株式売却

一方、銀行が事業会社の株式売却に向かった理由としては、1) 不良債権処理のための償却原資としての保有株式の売却、2) 国際決済銀行（Bank for International Settlements）の自己資本比率規制の見直しに伴い、株価変動リスクの把握と削減の要請、3) 1997年の金融危機に伴う銀行法再編の中で、1998年の金融システム改革法に伴う銀行法改正に始まり、銀行の株式保有等に関する制限等の法制度、会計制度の変更等諸改革の実施、が挙げられる⁹⁵。

2) -1 大口信用供与規制

銀行による事業会社の株式売却に関する制度的要因の順を追うと、まず1998年に金融システム改革法⁹⁶が実施され大口信用供与規制⁹⁷が強化された。大口信用供与規制は、信用秩序の維持、預金者保護、金融の円滑、銀行経営の健全性確保など、信用供与の集中を抑制し、銀行資産の危険配分を図るとともに、銀行信用の広く適正な配分に資することを目的とし

の導入は、企業経営の多角化・国際化により企業グループ全体の経営実態の把握が重要となったことから取り入れられた。従来、連結子会社の判定基準は、「持ち株基準」すなわち親会社が直接あるいは間接的に議決権の過半数を保有するか否かという形式的な基準を採用していたが、意図的に持株比率を調整することで業績のよくない子会社を連結対象から除外する、いわゆる『連結外し』を行うことが可能であったため、企業グループの実態を適正に反映しているとはいえないという問題点があった。このため、実質支配力基準、すなわち議決権の所有割合だけでなく会社の意思決定機関の支配の有無という企業支配の実態を加味して子会社の判定を行うという制度が導入されることとなった。なお、実質支配力基準では子会社に該当する場合を i) 議決権の過半数を実質的に所有している場合（連結財務諸表原則第三の2(1)）、ii) 議決権の所有割合が100分の50以下であっても、高い比率の議決権を有しており、かつ、当該会社の意思決定機関を支配している一定の事実が認められる場合（連結財務諸表原則第三の2(2)）と定めている。さらに、投資家にとっても企業集団の財産及び損益状況の開示は重要であり、国内証券市場への海外投資家の参入が増加するなど、企業経営の国際化に伴い国際的にも遜色のない開示が求められるようになったことから、2002年5月に可決された「商法等の一部を改正する法律」により、証券取引法第24条1項の規定により有価証券報告書を内閣総理大臣に提出すべき会社は、連結計算書類（連結貸借対照表および連結損益計算書）を作成し、会計監査人の監査を受けることになった（商法施行規則143条①）。なお、適用は平成16年4月決算会社からである（平成14年法律第44号附則8条）。前田庸『会社法入門』（第12版、2009）【668】612頁。日本銀行金融研究所「『金融機関のグループ化に関する法律問題研究会』報告書」金融研究第24巻法律特集号（2005）18頁。

⁹³ 野村・前掲注（54）9頁。

⁹⁴ 野村・前掲注（54）9頁。

⁹⁵ 野村・前掲注（54）9頁。

⁹⁶ 金融システム改革法については注（34-35）およびその本文参照。

⁹⁷ 銀行法第13条。

ている⁹⁸。当該規制は、銀行や銀行グループが貸出、債務保証、出資などの信用の供与を、ある特定の企業や企業グループに集中して行うのを防止するための措置であり、これらを自己資本の一定割合以内に限り、その枠の範囲内で信用を供与するよう規制している⁹⁹。1998年の改正により、信用供与の範囲に出資（株式）、コマーシャル・ペーパー、デリバティブ等が含まれるようになり、また単体ベースの規制に加え、与信側、受信側の双方で合算を行うグループ規制体系の概念が課され、規制が強化され¹⁰⁰、銀行が株式保有比率を低下させる要因のひとつとなった。

2) -2 銀行の株式保有制限と銀行法

そもそも銀行は、他の業種と異なり、顧客の預金受入、貸出業務とともに決済システムを運営するなど公共性の高い業務を担っており、経済のインフラとして重要な役割を果たしている¹⁰¹。そのような銀行が株式を大量に保有すると、経営が株価の変動に左右されるなどリスクが高まり、その結果、金融システムが不安定になり、日本経済全体に影響が及ぶ可能性がある¹⁰²。このような点から、銀行の株式保有についてはさまざまな制限が設けられた。これらの制限を一つの要因として銀行は株式保有比率を低下させていった。

戦後、独禁法は銀行に大きな影響を与えてきた。例えば、1953年の独禁法第11条の改正により、銀行の株式保有制限は緩和された。しかし、この緩和は株式持ち合いを促進したため、1977年には株式保有規制の強化が行われた。このように独禁法は銀行業務に大きな影響を与えてきたが、独禁法の改正で銀行法に最も影響を与えたのは、1997年の純粋持株会社の解禁である。独禁法第9条では純粋持株会社の設立が一律禁止されていたが（旧9条）¹⁰³、この規制が事業支配力の過度の集中と関係のない持株会社まで禁止する過剰規制であ

⁹⁸ 小山嘉昭『詳解 銀行法【全訂版】』（金融財政事情研究会、2012）256-259頁。石本・前掲15）77頁。

⁹⁹ 小山・前掲注（98）256-259頁。

¹⁰⁰ 小山・前掲注（98）44頁。

¹⁰¹ 野村・前掲注（54）13頁。

¹⁰² 野村・前掲注（54）13頁。

¹⁰³ 旧9条「（第1項）持株会社は、これを設立してはならない。（第2項）会社（外国会社を含む。以下同じ。）は、国内において持株会社となつてはならない。（第3項）第2項において持株会社とは、株式（社員の持分を含む。以下同じ。）を所有することにより、国内の会社の事業活動を支配することを主たる事業とする会社をいう。」大崎禎和「持株会社設立の解禁と金融持株会社」野村資本市場研究所、<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/1998/1998win02.pdf>、(2017.05.23)。実方は、規制の対象となる「会社の事業活動を支配することを主たる事業とする会社」について、かつての通説・実務では9条はいわゆる純粋の持株会社のみが対象であり、事業（兼営）持株会社には適用されないと解していたが、舟橋を引用し、事業（兼営）持株会社も9条違反となる余地はあったと指摘する。実方が引用した舟橋は、舟橋和幸編「独占禁止法による合併・株式保有規制の解説—新ガイドライン・規制事例・届出手続を中心にして」別冊商事法務169号（1995）136頁において、1）「国内の他の会社を支配し、自らも固有の事業を営む会社」であっても、株式の所有により国内の他の会社の事業活動を支配することを「主たる事業」とする場合、2）既存の会社が、従来行ってきた事業のかたわら、同時に持株会社の機能を果たすようになり、「株式所有による他の会社の支配」が「主たる事業」となる場合は、独禁法9条で規制する持株会社に当たると、指摘する。なお、改正後、一定規模以上の持株会社について届出義務などが課せられていること

り、その過剰な部分をけずる必要があると考えられるようになった¹⁰⁴。このため、1997年6月の改正により「事業支配力が過度に集中することとなる持株会社」等を除き、純粋持株会社の設立等が原則として解禁され（改正後の第9条）、その後2002年には「事業支配力が過度に集中することとなる会社」の設立等を一般的に規則する形に改められた（現行法第9条）¹⁰⁵。

銀行は銀行法により経営の健全性確保の観点から他業禁止が課されており、具体的には「銀行又はその子会社は、国内の会社の議決権については、合算して、その基準議決権数（当該国内の会社の総株主等の議決権に百分の五を乗じて得た議決権の数。）を超える議決権を取得し、又は保有してはならない。」（第16条の3）¹⁰⁶と規定されている¹⁰⁷。一方、第52条においては、銀行持株会社について「銀行持株会社又はその子会社は、国内の会社の議決権については、合算して、その基準議決権数（当該国内の会社の総株主の議決権に百分の十五を乗じて得た議決権の数をいう。以下この条において同じ。）を超える議決権を取得し、又

等から、数量的な基準で持株会社の定義を定め、規制の対象となる場合を明確にしている。実方謙二『独占禁止法』（第3版、1995）92-93頁、97-98頁。

¹⁰⁴ 鶴瀬恵子「持ち株会社解禁に係る独占禁止法改正の概要」ジュリ 1123号（1997）9頁。平林英勝『独占禁止法の歴史（下）』（2016）243-244頁。平林によると、公正取引委員会は第9条の運用に慎重な姿勢を取り、同条違反として法的措置をとった事例はないが、注意や改善指導を行っていたようである。

¹⁰⁵ 日本銀行金融研究所・前掲注（92）67-68頁。改正の理由として、持株会社でない会社についても、事業支配力の過度の集中を防止することは引き続き必要であること、改正前の第9条は、持ち株会社グループのみに対する規制であることから、持株会社グループが非持株会社グループに転化することで規制対象外となることを防止する必要があること等から、2002年度の改正がなされた。管久修一ほか「平成14年独占禁止法改正の概要と背景」管久修一＝小林渉編『平成14年改正独占禁止法の解説』（2002）4-5頁、根岸＝舟田・前掲注（63）121頁。なお、独禁法の解釈・運用については、通称ガイドラインと呼ばれる公正取引委員会によって示された具体的な意見や方針がある。ガイドラインは委任立法である告示などと異なり、直接法的効果を有するものではないが、公表による抑止効果や事前相談による指導などを通じ、独禁法の実効性確保に大きな役割を果たし、そこで示された解釈等の適否は国家賠償訴訟で争うことが可能であるほか、その内容が公正取引委員会の最良基準を定めたものと評価される場合には、個別のケースでこれと異なる判断をする場合には、相手方の信頼保護と平等原則の観点から、合理的理由を示す必要がある、とされる。岸井大太郎ほか『経済法—独占禁止法と競争政策』（第3版補訂、2001）40頁。

¹⁰⁶ 銀行法第16条の3（銀行等による議決権の取得等の制限）。小山は、小山・前掲注（98）351-354頁において、百分の五（5%）の議決権まで株式保有を許容するとした理由について、1）銀行及び銀行持株会社グループは一般事業会社を子会社として持つことはできないが株式の保有は可能である、2）議決権の保有比率においてグループ全体で一般事業会社の経営を実質的に支配することにより、実質子会社化の実態をなし他業禁止規定が潜脱のおそれがある、3）株式保有に関する規制が厳しすぎると別会社を通じての業務展開に支障が生じ、なかでも銀行持株会社の場合は株式の取得を通じて銀行活動の活力や国際競争力を強化するという考え方が立法時にあった、という状況の中、0%と50%の間の可能性を探り5%と決定した、と説明する。

¹⁰⁷ 野村・前掲注（54）14-15頁。一方、川濱は、川濱昇「銀行の株式保有規制と銀行の健全性」ジュリ 1240号（2003）3頁において、独禁法11条の目的は金融会社の産業支配の防止および金融会社の影響力の非金融部門での利用の抑制であるのに対し、銀行法16条の3は他業禁止の徹底による健全性の確保を目的とするが、規制の実質的差異は、銀行子会社による議決権保有の合算の有無だけであり、規制内容には重複があると指摘する。日本銀行金融研究所・前掲注（92）121-122頁。

は保有してはならない。」¹⁰⁸と規定されている。これは、先の独禁法第9条の改訂¹⁰⁹を受けた持株会社の設立の解禁に伴う措置であり、独禁法の規制対象は銀行本体に限られるが、持株会社参加の金融機関が5%（保険会社の場合は10%）ずつ株式を保有すると全体の保有率が増大し独禁法の趣旨が損なわれることから、銀行法においては銀行持株会社としてのグループ全体に対して上限が定められた¹¹⁰。

2) -3 1997年以降の株式市場構造

1990年代後半のバブル経済崩壊後の長引く不況、株価低迷を受け、メインバンク制や企業間の株式持ち合いの慣行の下、銀行および企業に多額の含み損が発生し、大手銀行の破綻による金融危機¹¹¹など、日本経済に深刻な影響をもたらした¹¹²。そこで、銀行が株価の影響によりその経営を大きく左右されないよう、金融システム安定化に向けた対策の一つとして、2001年、銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律（以下、「株式保有制限法」という。）¹¹³が成立し、銀行等による株式保有に制限が課され、具体的には「自己資本に相当する額を超える額を保有してはならない」（保有制限法3条・4条、附則1条）とされた¹¹⁴。さらに、株式保有制限法の成立とともに、銀行の同法遵守による保有株式の売却が大幅な株式相場下落を引き起こすことを懸念し、銀行等の保有する株式の買い取り等の業務を行う銀行等保有株式取得機構（保有制限法5条）が設立した¹¹⁵。

¹⁰⁸ 銀行法第52条の24（銀行持株会社等による議決権の取得等の制限）。小山・前掲注（98）39-42頁。小山は、平成9年秋の臨時国会における銀行持株会社制度導入のための法改正と、平成10年の通常国会における金融システム改革法の一環としての法改正の二段階の立法を得て、銀行法の規制体系はこれまでの単体中心の規制から、銀行を銀行グループとしてとらえ、他の会社や他の会社グループに対する株式保有を合算して一定水準までに規制するというグループ規制へと大きく変貌した、と指摘する。

¹⁰⁹ 注（105）およびその本文参照。

¹¹⁰ 野村・前掲注（54）15頁。なお、事業会社が銀行持株会社（銀行を子会社とする持株会社）または銀行主要株主（銀行の総議決権の20%以上を保有するもの）となる場合には銀行法の規制対象となる。神田秀樹「金融制度改革と独禁政策」公正取引512号（1993）4頁。神田は、近時における独禁法の運用強化の動きや規制緩和の潮流の下で、競争原理を導入するという趣旨のもと、競争政策の重要性は従来と比較すると格段に重要となりつつある、と指摘する。なお、独禁法施行後の公正取引委員会の審決例、裁判例のうち金融業に関するものについては、遠藤美光「9 金融業と経済法」日本経済法学会編『経済法の理論と展開（経済法講座1）』（2002）185-187頁、を参照されたい。

¹¹¹ 注（91）およびその本文参照。

¹¹² 野村・前掲注（54）15頁。

¹¹³ 平成13年法律第131号。2006年9月30日施行。

¹¹⁴ 金融庁「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律要綱」、http://www.fsa.go.jp/houan/153/hou153_01b.html、(2017.05.23)。このほか、川濱は、川濱・前掲注（107）2頁において、銀行等による株式等の保有の制限について、銀行等及びその子会社等は、当分の間、株式その他これに準ずるものについては、合算して、その自己資本に相当する額を超える額を保有してはならないこととする。諸外国に比して過大な日本の銀行の株式保有は株価の低下により財務の健全性に悪影響を与えたという銀行による過大な株式保有が金融不安の根本原因の一つとしてあげられることがあるが、このような懸念から株式保有制限法が成立した、と指摘する。

¹¹⁵ 金融庁・前掲注（114）。野村・前掲注（54）17頁。その後、2008年9月のリーマン・ショックに端を発する金融危機を受け銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律の一部を改正する法律（第三次改正）が成立し、銀行等保有株式取得機構の買い取り業務は2006年3月のいったん終了から再開され、2009年7月には株式市場の下支えのための買取範囲の拡大がなされ、優先株式等を含む買取の対象を拡大した。

図表 8 持ち合いネットワークに関する企業行動

宮島英昭＝新田敬祐「株式所有構造の多様化とその帰結」独立行政法人経済産業研究所（2011）47 頁。

	対象 企業数 (社)	企業単位の持ち合い件数(社)				対象企業数比(%)				
		持ち合い なし	変化 なし	純増	純減	持ち合い なし	変化 なし	純増	純減	純増-純 減
1987	1233	32	327	601	273	2.6	26.5	48.7	22.1	26.6
1988	1268	36	292	726	214	2.8	23.0	57.3	16.9	40.4
1989	1307	28	282	832	165	2.1	21.6	63.7	12.6	51.0
1990	1342	24	296	887	135	1.8	22.1	66.1	10.1	56.0
1991	1381	22	448	728	183	1.6	32.4	52.7	13.3	39.5
1992	1387	20	563	610	194	1.4	40.6	44.0	14.0	30.0
1993	1301	12	537	400	352	0.9	41.3	30.7	27.1	3.7
1994	1301	12	569	449	271	0.9	43.7	34.5	20.8	13.7
1995	1322	12	569	457	284	0.9	43.0	34.6	21.5	13.1
1996	1356	13	520	547	276	1.0	38.3	40.3	20.4	20.0
1997	1393	8	485	522	378	0.6	34.8	37.5	27.1	10.3
1998	1405	1	511	403	490	0.1	36.4	28.7	34.9	-6.2
1999	1459	17	437	225	780	1.2	30.0	15.4	53.5	-38.0
2000	1523	28	527	354	614	1.8	34.6	23.2	40.3	-17.1
2001	1549	32	566	379	572	2.1	36.5	24.5	36.9	-12.5
2002	1570	44	494	339	693	2.8	31.5	21.6	44.1	-22.5
2003	1594	80	465	243	806	5.0	29.2	15.2	50.6	-35.3
2004	1687	145	638	349	555	8.6	37.8	20.7	32.9	-12.2
2005	1734	167	649	598	320	9.6	37.4	34.5	18.5	16.0
2006	1768	192	696	627	253	10.9	39.4	35.5	14.3	21.2
2007	1759	196	715	657	191	11.1	40.6	37.4	10.9	26.5
2008	1740	212	776	554	198	12.2	44.6	31.8	11.4	20.5

持ち強化

持ち解消

持ち復活

戦後の財閥解体から始まる株式持ち合いの歴史は、1997 年の金融危機を境に大きく変貌した。会計基準の国際的な統一化などをはじめとする会計基準の見直しや法制度改革は、事業会社に銀行との株式持ち合いのリスク、銀行株保有による多額の含み損のリスクについて考えさせるようになっていった。また、半世紀ぶりの改正となる独禁法の改正、金融システム改革を受け、銀行法がその後複数回にわたり改正されたことで、銀行による事業会社の株式保有が制限されていき、日本特有の株式持ち合いは解消されていった¹¹⁶。さらに、銀行の株式保有制限は銀行の保有株式売却を促し、メインバンクの特徴である安定的な取引先企業の株式保有による融資者かつ株主としての立場から取引先企業の経営に深くかかわるという役割¹¹⁷を徐々に失い、メインバンクを中心としたインサイダー保有によるモニタリングよりもむしろ、市場によるアウトサイダー保有による企業経営のモニタリングへと変わっていった（図表 6 参照）。なお、2005 年前後に持ち合いを復活させる動きが見受けられる（図表 8 参照）が、これは銀行と事業会社の持ち合いではなく、2007 年の三角合併の解禁¹¹⁸等によるアクティビストを中心とした敵対的買収から身を守るため、企業が事業会社間

¹¹⁶ 宮島＝新田・前掲注（14）15-17 頁。See Miyajima & Kuroki, *supra* 86, at 103-105。銀行は保有株式を市場に放出するにあたり、金融危機後の局面で流動化の容易な銘柄の売却を進めた結果、デフォルト・リスクの低い企業を優先することとなり、銀行の株式ポートフォリオが劣化した。

¹¹⁷ 注（49-51）およびその本文参照。

¹¹⁸ 注（152-153）およびその本文参照。

で持ち合いを強めるケースが増えたためとされる¹¹⁹。他方、このような持ち合いは、コーポレートガバナンス・コード策定時に「いわゆる政策保有株式」として明記されることになり、機関投資家と企業との対話に影響を与える可能性を生むことになる¹²⁰。

4.3 メインバンクの役割

株式持ち合いの始まりから解消に至るまでの背景を法制度の側面から整理し、会計基準の変更、独禁法、銀行法の改正による銀行の株式保有制限が、融資者かつ株主として取引先企業のモニタリングを行うというメインバンクの役割を変化させていったことを確認した。その結果、メインバンクが今日、どのような機能を担っているのか、取引先企業とどのような関係を維持しているのか、かつての融資者としての機能、取引先企業に対するモニタリング機能はどのように変化したのか、あるいは取引先企業に対して全く役割を失ったのか。本節では、実証研究からメインバンク制における 3 つの効果、1) 投資資金の効率的供給、2) 企業経営のモニタリング、3) 企業経営に対する保険機能、の変化について論じる。

例えば広田は、35 年間にわたる調査から、企業は 2000 年代の現在もメインバンクとの安定的な取引関係を維持しているが、その関係がモニタリング・ガバナンスから現在では金融サービスの提供・リスクヘッジへと変化したと指摘する¹²¹。換言すれば、メインバンクは企業に対し 3 つの効果のうち、1) 投資資金の効率的供給、および 3) 企業経営に対する保険提供、という効果は現在も維持しているが、2) 企業経営のモニタリング、という機能は以前よりも低下している、という指摘である。現在のメインバンクの機能に関し、2) 企業経営のモニタリング機能、が失われたと考えられる経緯、1) 投資資金の効率的供給、および 3) 企業経営に対する保険提供、という残された機能、ならびにメインバンク機能の変化の背景について分析する。

4.3.1 失われた機能：企業経営のモニタリング

メインバンクのもっとも代表的な機能は、メインバンクが銀行団を代表して企業をモニタリングし、情報の非対称性を緩和して企業の資金調達を容易にする「委託されたモニター

¹¹⁹ 宮島＝新田・前掲注(14) 10-22 頁。例えば、新日本製鉄による住友金属工業、神戸製鋼所との戦略的提携、日立金属と大同特殊鋼による資本提携などがある。また、「株持ち合い縮小 10%割れ—商社・ゼネコン売却加速、成長投資に振り分け」日本経済新聞 2017 年 7 月 16 日朝刊 7 面によると、持ち合い比率はピークであった 1990 年の 34.1%から 2005 年には 11.6%まで低下したが、スティール・パートナーズをはじめとする敵対的買収を仕掛けるファンドへの防衛目的から持ち合いが一部で復活し、2008 年度には 13.0%に上昇した。

¹²⁰ 「第 4 章 3.コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」参照。

¹²¹ 広田・前掲注(13) 16-20 頁。広田は日本の大企業約 500 社とそのメインバンクの取引関係を、1973 年から 2008 年までの 35 年間にわたって調査し、最近の変化を検討している。

(delegated monitor)」であった¹²²。青木によれば、モニタリング機能は1) 事前：プロジェクトの評価、信用調査、2) 中間：企業経営の観察、3) 事後：財務状態の特定、受胎に応じた処罰的・匡正的活動、の三段階の活動に分けられる¹²³。これら三段階のモニタリングが別々の専門化した機関に委任され、高度に分散化されたのが英米型システムである一方、日本のメインバンク・システムは、その最盛期（高度成長期）において、これら企業モニタリングの三段階が高度に「統合化」され、その企業のメインバンクに「専属的に委任」されるシステム（exclusively delegated to the main bank of the firm）であったと特徴づけられる¹²⁴。

しかし、メインバンクが信用情報面の優位性を保持することが、①1970年代以降今日にかけて企業の自己資本の充実により、資金調達における銀行借入比率は著しく低下し、もはや今日においてはメインバンクのモニタリングが資金調達のための必要条件ではなくなりつつあること、②メインバンクだけが情報にアクセスできるといった状況が企業のコンプライアンスの問題から難しくなった、という点からメインバンクの委託されたモニターの役割はかつてと比べ低下していると考えられる¹²⁵。

メインバンクのもう一つの主要な機能である「コーポレート・ガバナンス」への関与について、メインバンクによる従来の状態依存型ガバナンス構造¹²⁶という特徴から、1990年代

¹²² Masahiko Aoki, *Monitoring Characteristics of the Main Bank System in The Japanese Main bank System - Its Relevance for Developing and Transforming Economics* 111-113 (Masahiko Aoki & Huh Patrick eds., 1994). 青木昌彦（白鳥正喜訳）「第4章 メインバンク・システムのモニタリング機能としての特徴」青木昌彦ほか編『日本のメインバンク・システム』（1996）132-134頁。広田・前掲注（13）16頁。

¹²³ Aoki, *supra* note 122, at 111-113. 青木・前掲注（122）132-134頁。青木によると、1) 2) 3) はそれぞれ、1) 投資判断のための投資家による企業から提案された投資計画の評価と選別、2) 資金提供後の投資家による、経営者の行動、企業活動全般、資金使用の使途のチェック、3) 投資行動の結果である財務状況に対する投資家の行動であり、時に懲罰的行動を含む、という機能と説明されている。また、岡部は、青木を参照しメインバンクによる企業モニタリングの特徴の一つとして、時間的な経過を問わず常に同一主体すなわちメインバンクによって担われている、と指摘する。岡部・前掲注（9）36-38頁。

¹²⁴ Aoki, *supra* note 122, at 111-113. 青木・前掲注（122）132-134頁。

¹²⁵ 広田・前掲注（13）16-17頁。

¹²⁶ Aoki, *supra* note 122, at 122-124. 青木・前掲注（122）143-146頁。青木は、企業モニタリングの制度的配置は、コーポレート・ガバナンス構造と密接に結びつき、企業のインサイダーに支配されていない取締役会が、経営者に対するモニタリングとコントロールを半独立的に行う英米型の証券中心システムと比較し、日本は「二次的（dualistic）」、「状態依存的（contingent）」であると性格づける。すなわち、トップ経営者の選任と政策方針についてのガバナンス構造は、終身雇用従業員集団とメインバンクの両者によってコントロールされており、その他の投資家や金融機関はメインバンクにモニタリング機能を委任していると指摘する。Paul Sheard, *Main Banks and the Governance of Financial Distress in The Japanese Main bank System - Its Relevance for Developing and Transforming Economics* 193-204, 213-226 (Masahiko Aoki & Huh Patrick eds., 1994). 青木昌彦=ポール・シェアード（白鳥正喜訳）「第6章 メインバンクと財務危機管理」青木昌彦ほか編『日本のメインバンク・システム』（1996）221-235、247-265頁。また、Sheard は、取引先企業が財務危機に陥った場合のメインバンクの役割の事例、1960年代から1990年代までの42企業の事例を、財務危機におけるメインバンクの役割として、メインバンクと銀行の関与、再建方法について分析し、企業が財務危機に陥った場合、メインバンクが介入し、調整役や監督者としての立場に立ち、時には企業を再建する役割を担い、組織の合理化計画を実行する、と指摘する。

に入り a) 企業の自己資本の充実によるメインバンク借入への依存が低下し、メインバンクにとって介入による便益よりも介入によるコストが上回る状況となったこと（メインバンクのレントの縮小）、b) メインバンクの持ち株比率の低下により¹²⁷ a) と同様に介入コストが上回る状況となったこと、c) 1997 年の銀行危機を中心とした不良債権問題による自らの信用力の回復等に起因する銀行のリスク負担能力の低下、d) 企業の技術と貿易の急速な発展による銀行のモニタリング能力の低下、e) メインバンクの企業支援・介入が問題先送り型の延命策となっているという介入の効率性改善効果の低下を理由に、メインバンクがコーポレート・ガバナンスへの関与という機能を低下させたこと、が指摘されている¹²⁸。もっとも、レントの縮小には外国為替業務規制、社債発行規制、預金金利規制等をはじめとする規制の緩和ないし撤廃により、取引先企業への各種金融サービスの手数料収入は重要であることにはかわりはないが、以前ほど有利かつ確実な収入源とは言えなくなった点も影響している¹²⁹。

かつてメインバンクの役割は委託されたモニターであった。事前、中間、事後という三段階を分散化した英米型とは異なり、メインバンクはこれら三段階の行動を統合化し、企業に対するモニタリング機能を一手に引き受けていた。しかし、1997 年の金融危機を契機に、株式保有のリスクに対する懸念からメインバンクの機能を支えていた条件が規制の撤廃や緩和をはじめとする法制度の変更に伴い、徐々に消滅した。株式保有制限により銀行保有株式は市場に放出され、日本経済の特徴といわれた株式持ち合いが解消され、事業会社にとって銀行は以前のような大株主ではなくなったと同時に、銀行にとっても経営への介入によるレントは大きく低下した。また、銀行そのものの体力が弱体化し、逆に企業は資本の借入れを銀行だけではなく市場から直接行うことができるような体力をつけていった。かつて銀行は債権者かつ株主であり、このポジションが取引先企業のモニタリング機能の主た

¹²⁷ Aoki, *supra* note 122, at 135-137. 青木・前掲注（122）159-162 頁。青木は便益よりもコストが上回る状況について、規制緩和により企業が決済口座を多数の銀行に分散、あるいは負債を市場で流動化するという金融手段をとるようになったことから情報の流れが変わり、その結果メインバンクの企業活動をモニタリングする能力が低下したと指摘する。また同時に、このようなメインバンク離れがメインバンクのレントの機会を低下させ、費用の掛かる処罰、救済活動へのコミットへのインセンティブを弱らせる、と指摘する。

¹²⁸ 広田真一＝宮島英昭「メインバンク介入型ガバナンスは変化したか？—1990 年代と石油ショック後との比較」現代ファイナンス 10 号（2001）38-40 頁。広田らは、1990 年代におけるメインバンクとしての機能低下の可能性の要因として a) から e) の 5 点を挙げている。このうち b) の持ち株比率低下については、1997 年の独禁法の改正を原因とし注（103-105）およびその本文参照、e) についてはメインバンクがゼネコンに金融支援を行った場合に対する批判を根拠にあげているが、介入の効率性改善効果の低下が 1980 年代以前にはなぜ問題にならなかったのかについて解明する必要があるとも指摘している。また、ロウは d) について、マーク・ロウ「企業統治、変革は慎重に」日本経済新聞 1996 年 10 月 5 日朝刊第 28 面（経済教室）において、技術と貿易の形の急速な変化により、金融機関は企業に対してアドバイスが困難になる、と指摘する。

¹²⁹ 岡部・前掲注（9）54-55 頁。さらに、企業をモニタリングする銀行をモニタリングする役割を担っていた規制当局は、北海道拓殖銀行の経営破綻、山一証券株式会社の自主廃業といった 1997 年の金融危機においてそのモニタリング機能に対し批判が高まり、影響力を決定的に喪失した、という指摘もある。

るインセンティブであったが、今やその両方の条件を失い委託されたモニターとしての機能を果たすことが困難になったと考えられる。

ところで、メインバンクは企業経営のモニタリングを実際はたしてきたのか、はたしてきたとして、それは **equity holder** としての立場からだったのか、については疑問がある。確かに、メインバンクは株主であるが、その一方で債権者でもある。いわば、メインバンクという内部構造に株主と債権者が存在し、株主と債権者の利害が対立した場合、銀行という業種から鑑みると、事業活動による利益をより多く受け取ろうとする株主としての立場よりも、確実に貸付を返済してもらう債権者としての立場が優先されると考えられる。債権者としての立場を優先する場合、効率性の観点からの監視はある一定程度まで、すなわち、たとえ成功の確率が高くとも、経営戦略等に関し新たなビジネスへの挑戦に対し助言するというよりもむしろ債務を利子とともに安全に弁済できる範囲の利益を目指す効率性によるものだったのではないかと考えられる。実際、株式持ち合いは企業の経営者に強い裁量権を与え、メインバンクはモニタリング機能を補完するのに十分ではなく、それゆえ、企業経営者が外部の利害関係者をほとんど考慮することなく戦略的な決定ができる「コーポレート・ガバナンスの空白化」という状況が生じたという指摘もあり、現在のガバナンスの強化の主張はガバナンスの空白化の是正という見解もある¹³⁰。

一方、1997年の金融危機を契機に、企業は従来のメインバンク制や株式持ち合いを中心としたインサイダーモデルのガバナンスから、市場がモニタリングするアウトサイダーモデル¹³¹に転換を図ろうとしているともいえ、これはガバナンス空白化の是正とも言われている。実際、2005年から2008年にかけて、事業会社において買収防衛目的から持合が一部で復活したが、銀行という業種で考えると、メガバンクを中心に政策保有株式の保有を大幅に減少させている¹³²。

企業ガバナンス構造はその他の経済的な仕組みと補完関係にあり¹³³、代表的な企業ガバナンス構造を形成するには、株式市場をはじめ、企業の組織構造、雇用構造など、他の制度も

¹³⁰ 岡部・前掲注(41) 68-70、96-98頁以下。岡部は、企業経営者が外部の利害関係者をほとんど考慮することなく戦略的な決定ができる状況を「コーポレート・ガバナンスの空白化」と呼び、市場による経営監視機能の登場はガバナンスの空白化を是正する、と指摘する。

¹³¹ 大塚章男「コーポレートガバナンスの規範的検討：日本型モデルの機能的分析へ」慶應法学 28号(2014) 50頁。モニタリング・システムは、①資本市場の評価を通じたモニタリング(英米型)、②取締役会等による経営者の会社経営を取引先銀行や従業員が監視するモニタリング(日本・ドイツ型)とに分けられ、①を外部者モデル(outsider model)、②を内部者モデル(insider model)という分類の可能性を指摘する。

¹³² 金融庁『「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/>、(2018.08.20)、及び『金融審議会(ディスクロージャーワーキング・グループ)』について(資料2)(平成28年4月)、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base_gijiroku.html、(2018.08.06)。注(395)およびその本文参照。

¹³³ See Masahiko Aoki, Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity: Competitiveness in Japan, the USA, and the Transitional Economies 64 (Stacey Jehlik trans., Oxford

性格を変えることによって初めてそれが可能となる¹³⁴。特定の国における企業ガバナンスのシステムは、その国のおかれた条件に依存して形成されたもの、すなわち、経路依存的（path-dependence）であるとの認識が強まっている¹³⁵。

4.3.2 残された機能

広田の実証研究によると、企業に対する今日のメインバンクに残された役割は i) リスクヘッジの機能、ii) 情報と新しい金融サービスの提供¹³⁶の 2 つである¹³⁷。前者は、A) 一時的に流動性が不足あるいはマーケットが機能しなくなった場合にも通常時と同様に企業に資金の調達が可能である、B) 経営危機に陥った場合、企業を救済すべく積極的に融資を行う、という企業の直面するリスクヘッジの機能である。言い換えれば、メインバンク制における 3 つの効果のうち、1) 投資資金の効率的供給である日々の銀行取引を基礎とした 3) 企業経営に対する保険の提供が今日までメインバンクの機能として残されている。

University Press, 2000) (1995); 青木昌彦『比較制度分析序説—経済システムの進化と多元性』(2008) 134-135 頁。青木は、日本におけるメインバンクを中心とした法人株主の安定保有という構造において企業価値最大化という効率性を考えるうえで、コーポレート・ガバナンスの問題を単に株主と経営者のあいだの法的関係としてのみ見るのではなく、企業の内部構造や、それを取り巻く金融制度や労働市場の制度との相対的な関連においてみる必要があると、説明している。

¹³⁴ 岡部・前掲注 (9) 59 頁。

¹³⁵ 岡部・前掲注 (9) 60 頁。岡部は、経路依存を強調しすぎるとシステムの改革は不可能というロジックに陥るという危険性を指摘し、現時点では改革は必要であり、斬新的に進めることにより大きな利点もたらされると、強調する。なお、岡部は経路依存を path-specific と記している。なお、path dependence につき、Lucian A. Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 Stan. L. Rev. 127 (1999)、参照。Bebchuk らは経路依存には構造によるもの (structure driven) と規制によるもの (rule driven) があるとし、例えば、企業の規則 (Corporate Rules) がコーポレート・ガバナンスに影響を与え、企業の所有構造も規則により異なる、と指摘する。また、Black & Coffee Jr. もイギリスの投資家の行動について、Path dependence を用い、すでに高度に専門化された機関における構造や行為を変えるのはたやすいことではない、と指摘する。Bernard S. Black & John C. Coffee, Jr., *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation*, 92 Mich. L. Rev. 1997 (1997)。

¹³⁶ 広田・前掲注 (13) 10-16, 18-20 頁。具体的には、企業の顧客の情報、決済の効率化、融資以外の金融サービス、投資銀行的な業務、M&A、キャッシュマネジメントなどを指す。

¹³⁷ 広田・前掲注 (13) 16-20 頁。広田はメインバンクと企業との関係、メインバンクの企業における機能が 2000 年代に入りどのように変化しているのかを分析するため、2005 年 2 月および 11 月に日本を代表する世界的企業である上場製造業企業（上場大手メーカー）2 社の財務担当者各 1 名にインタビューをおこなっている。また、銀行サイドとしては、2005 年 12 月にメガバンクの一つである銀行の融資企画部勤務者 5 名に、2006 年 4 月に同じメガバンクの融資企画部勤務者 2 名、2008 年 10 月に別のメガバンクの融資企画部勤務者 3 名にインタビュー調査を行っている。なお、1990 年代後半から 2000 年（1997 年、1999 年、2000 年）に行われた日本のメインバンク関係に関するインタビュー調査の結果によると、1990 年代後半においても依然として企業とメインバンクの関係は強いことが報告されている。詳細は、広田真一「第 2 章 企業財務戦略と金融機関の関係」黒田晃生ほか著『企業財務戦略ビッグバン—コーポレート・ファイナンスの再構築』(東洋経済新報社、1998) 37-60 頁、広田真一「銀行中心の金融システムは変化していくのか?—インタビュー結果を中心にした考察」早稲田商学 383 号 (1999) 143-168 頁、広田真一「メインバンク関係の現状と将来—理論、アンケート、インタビューによる考察」早稲田商学 391 号 (2001) 455-489 頁、を参照されたい。

4.4 メインバンク制度を補完するもの

メインバンクは1) 投資資金の効率的供給、2) 企業経営のモニタリング、3) 企業経営に対する保険提供という3つの機能を持っていたが、現在メインバンクが果たす役割は1) 投資資金の効率的供給を基礎にした3) 企業経営に対する保険提供、ならびに情報の提供である。それでは、メインバンクに代わり失われた2) 企業経営のモニタリングの役割を果たすのは、誰なのであろうか、という疑問が残る。これに対し、議論の過程から、メインバンクに代わりその機能を補完することが期待されているのが機関投資家等の株主の存在であるという議論がある¹³⁸。

株式保有の推移から市場の構造を分析すると、1997年の金融危機を境に持ち合いの解消が進み（図表8参照）、インサイダー保有優位からアウトサイダー保有の優位へと変化している。このアウトサイダーの中でも高い保有率を誇るのが海外投資家である。海外投資家の保有比率が多いほど純資産利益率（Return on Asset）が大きく改善したという調査結果から、海外投資家は従来の株主と異なり、企業経営に対する発言や議決権行使などの積極的なモニタリング行動を取り、企業経営者に株式市場の重要な機能を改めて意識させたと考えられ、いったん海外投資家が企業統治メカニズムに組み込まれると、経営者の努力水準の引き上げや、取締役会の改革、適切な経営・組織戦略の採用が促され、経営効率の改善効果を発揮するようになったという見解が示されている¹³⁹。

日本企業のガバナンス強化を目指し、社外取締役や社外監査役の社外性の要件を強化する一方、平成26年の会社法の一部を改正する法律（以下「平成26年改正会社法」という。）¹⁴⁰において「事業年度の末日において監査役会設置会社（公開会社であり、かつ、大会社で

¹³⁸ 岩原紳作『商事法論集Ⅰ 会社法論集』（2016）71頁。岩原は、企業を厳しく監視し、時に経営にも発言する機関投資家等の株主の存在が、モニタリングモデルを可能にする、と指摘する。また江頭は、江頭憲治郎「上場会社の株主」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（2013）3-4頁において、今日の米英においては、株主は経営者を支配しているわけではないが、経営者により支配されているわけでもないという認識であり、株主が社外取締役等へのサポートができないほど弱いのであれば、いくら法令で社外取締役の選任等を義務付けても、結局それらは機能しないのではないかと指摘する。また、宮島は、機関投資家に期待が高まっている理由として、i) 高齢化とともに年金資産の蓄積が進み、信託銀行や保険会社をはじめとした機関投資家にとって株式投資が重要な運用対象となっていること、ii) 機関投資家に顧客資産を忠実に注意深く運用するという受託者責任の意識が強まり、この受託者責任の一環として議決権行使などによる「経営への発言」に取り組む姿勢を強めている、という点を挙げている。これらの指摘につき、宮島英昭「多様化する日本企業の統治構造—高まる機関投資家への期待とガバナンス評価の試み」RIETI 独立行政法人経済産業研究所（2003）、<http://www.rieti.go.jp/jp/papers/journal/0307/rr01.html>、（2017.08.20）。

¹³⁹ 宮島＝新田・前掲注（14）31-32頁。宮島らは、海外投資家たちの投資には大規模で業績が良いといったホームバイアスの傾向に加え、取締役会の規模が小さい、あるいは社外取締役の独立性が高いといった企業統治要因を株式投資における重大な決定要因とする傾向が見受けられ、実際この海外投資家のプレゼンスの上昇が経営の規律付け効果を持ち、企業パフォーマンスを優位に引き上げていたという報告もある。また、海外投資家の内訳について、機関投資家が保有比率を大幅に増加させているという実証研究もある。宮島英昭＝保田隆明「株式所有と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—」財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」121号（2015）7-10頁。詳細については、「第二章 5. 外国資本の証券市場参入」参照。

¹⁴⁰ 平成26年法律第90号。平成27年5月1日施行。

あるものに限る。)であって金融商品取引法第 24 条第 1 項の規定によりその発行する株式について有価証券報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないものが社外取締役を置いていない場合には、取締役は、当該事業年度に関する定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならない。」¹⁴¹と規定された¹⁴²。しかし、社外取締役を 1 人任用するだけで企業のガバナンスが強化できるはずはなく、社外取締役を支える体制とともに、企業を監視し、必要な場合には経営に関与するというメインバンクが担ってきた機能を誰かが担うことが必要である¹⁴³。日本においては、2014 年 2 月、機関投資家向けの行動原則を規定した日本版スチュワードシップ・コードが、2015 年 6 月にはコーポレートガバナンス・コードが策定され適用開始となり、機関投資家に投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことが期待されている¹⁴⁴。このような議論の過程から、メインバンクに代わり機関投資家に企業経営のモニタリングの役割が期待されるようになった。

機関投資家はメインバンクに代わり経営陣に対するモニタリング機能を果たすことができるのか、またそれは機関投資家の役割なのか。次節では、日本の証券市場の特徴であった株式持ち合いの解消後に放出された株式を保有した海外の機関投資家の持株比率の推移からその傾向を分析する。また、次章においては法制度における機関投資家の株主としての権利を確認し、企業における機関投資家の役割の検討を進める。

5. 外国資本の証券市場参入

外国法人等の日本の株式保有の推移について分析する（図表 3 参照）¹⁴⁵。1990 年代に入り上昇をはじめ、1996 年から 2005 年の外国法人等の売買動向では差引金額が 18,067 億円から 5 倍以上の 100,572 億円へと急増し、なおかつ持ち株比率の推移においては長銀・都銀地銀が 15.1%から 4.7%へ、事業法人が 25.6%から 21.1%へとそれぞれ減少し、両者を合算して 14.9%減少する一方、外国法人等が 11.9%から 26.7%と 14.8%増加させている¹⁴⁶。すなわち、この 10 年間に時価総額ベースで全上場会社の約 15%にのぼる金融機関や事業法人等が保有していた株式が市場に放出され、そのほとんどすべてを外国法人等が引き受けた形となっている¹⁴⁷。外国法人等は 2000 年に入り、やや低下したものの堅調に推移

¹⁴¹ 会社法 327 条の 2。

¹⁴² 岩原・前掲注（138）67 頁。平成 26 年会社法改正につき、「第三章 1.2 会社法—平成 26 年改正」を参照。

¹⁴³ 岩原・前掲注（138）70-71 頁。

¹⁴⁴ スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（平成 29 年 5 月 29 日）「「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」3 頁 <http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>、（2017.06.08）。

¹⁴⁵ 図表 3 には、信託銀行、生命保険会社、損害保険会社その他の金融機関が合算されているため、前節までの保険会社をはじめとする各金融機関については図表 4 を使用した。

¹⁴⁶ 株式会社東京証券取引所ほか・前掲注（2）6、12 頁。

¹⁴⁷ 株式会社東京証券取引所ほか・前掲注（2）12 頁。

し、2007 年度には約 25%を保有するに至った。その後、2008 年にはいったん落ち込むものの再び保有を増やし、2014 年度には 28.0%に至っている¹⁴⁸。このような状況を念頭に置きながら、本節では日本の法制度が日本の株式市場に投資する外国法人の投資行動に与えた影響について検討する。

まず 1996 年から 2005 年にかけて金融機関や事業法人が市場に株式を放出し、外国法人にこれを保有する機会を与えたのは、日本の株式の所有構造の大きな特徴といわれていた株式の持ち合いが解消に向かったためと考えられる¹⁴⁹（図表 8 参照）。実際、時価総額ベースで全上場会社の約 15%に上る金融機関や取引先が保有していた株式が市場に放出され、そのほとんどすべてを外国人が引き受けた形となっている¹⁵⁰。

株式持ち合いの解消が進む中、持ち合い解消により放出された株式が海外投資家に保有されるようになるという構造は、証券市場に大きな変化をもたらした。すなわち、経済活動のグローバル化に伴う海外投資家の国際分散投資の進展も手伝い、海外投資家のプレゼンスが上昇したことにより、株式持ち合いという慣行が投資家からの強い批判にさらされ、説明責任が求められるようになったのである¹⁵¹。

海外投資家は 2000 年から 2007 年にかけて着実に保有を増やし 2007 年に 25%に到達した。また、2005 年の会社法成立¹⁵²によって、組織再編の対価の柔軟化として完全親会社の株式以外の金銭等も、対価として利用することが認められるようになり¹⁵³、対価の柔軟化を理由に、外国人投資家による日本企業に対する積極的なアプローチが増えていった¹⁵⁴。実

¹⁴⁸ 海外からの投資割合の増加により日本の株式市場は日本国内のファンダメンタルズ等の要因とは別にアメリカ等の国際情勢に大きく左右される傾向がさらに強まっていると考えられる。株式会社東京証券取引所ほか「平成 18 年度株式分布状況調査の調査結果の概要」日本取引所グループ、12 頁、http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/tvdivq000000kxu7-att/distribute_h18b.pdf、(2017.05.11)。例えば、2015 年には、回避はされたがギリシャの債務不履行、それに関するユーロ圏の調整の動向、中国経済の減速に対する不安、とこの減速の影響による世界的な株安、最近ではイギリスの EU 離脱など、海外投資家の増加により日本の証券市場は国際情勢の影響をさらに受けやすくなっていると考えられる。株式会社東京証券取引所ほか・前掲注（32）11 頁。株式会社東京証券取引所ほか・前掲注（1）12 頁。

¹⁴⁹ 株式会社東京証券取引所ほか・前掲注（2）12 頁。なお、株式の持ち合いについて、「第二章 4.2. 株式持ち合いの沿革—法制度の観点から」参照。

¹⁵⁰ 株式会社東京証券取引所ほか・前掲注（2）5、12 頁。

¹⁵¹ 宮島＝新田・前掲注（14）6-8 頁。

¹⁵² 会社法平成 17 年法律第 86 号。

¹⁵³ 会社法 749 条 1 項 2 号、758 条 4 項、768 条 1 項 2 号。なお、会社法平成 17 年法律第 86 号は平成 18 年 5 月から施行されていたが、組織再編の対価の柔軟化に関する条項は外資系企業による日本企業買収への懸念を背景とし、それより 1 年遅れの平成 19 年 5 月から施行されることとなった（会社法附則 4 条）。金銭等とは、典型的には金銭であるが、その他、完全親会社の社債、新株予約権、新株予約権付社債、完全親会社の完全親会社株式（三角株式交換）などが用いられることが一般的である。中東正文『会社法コンメンタル 17—組織変更、合併、会社分割、株式交換等（1）』〔森本滋編〕（2010）418 頁。

¹⁵⁴ 株式会社東京証券取引所ほか・前掲注（148）12 頁。

際、2007 年、アメリカの投資ファンドが全持株を保有する有限責任会社のスティー爾・パートナーズ・ジャパンが、ブルドックソース株式会社に対し、全株取得を目標とした公開買付の発表や、イギリスのヘッジファンドが電源開発株式会社に対し、アクティビズムを発揮した件などに代表されるような、これまで日本においてはなじみの薄かった外国人投資家による行動が日本の証券市場においても行われるようになり、外国人投資家に対し日本企業は買収という脅威を感じるようになったなどが懸念の背景にある。これら 2 つの事件については、機関投資家に関する事例として、第三章で検討する¹⁵⁵。

このように、着実に日本の証券市場における株式保有率を増やしてきた海外投資家であったが、2007 年のサブプライム問題、2008 年のリーマン・ショックの影響を受け、大規模な売却を実施し、2008 年の 13.9%から 2009 年には 11.7%へと株式保有率が低下した¹⁵⁶。その後、世界経済の回復とともに、保有比率を回復し、2014 年の統計結果では 28%と、日本の証券市場においてもはや無視できない存在となっている¹⁵⁷。

¹⁵⁵ 「第三章 5. 機関投資家に関する事例」参照。

¹⁵⁶ 宮島＝新田・前掲注（14）11 頁。同時に日経平均株価も同期間において 13,702 円から 8,109 円へと 38%の下落となった。

¹⁵⁷ 宮島＝保田・前掲注（139）7-10 頁。一口に海外投資家といっても、そこには海外の機関投資家をはじめ、事業法人等が含まれる。このうち海外の機関投資家の保有比率と標準偏差を調査した実証研究によると、持ち合い解消株を主として購入したのは海外の機関投資家であり、海外機関投資家の保有比率は、1980 年代には 5%以下であったが、持ち合い解消が進んだ 1990 年代を通じて緩慢に上昇し、1997 年 3 月には 7.1%まで増加し、その後 2002 年からは急激に上昇し 2006 年度にかけての 4 年間で、単純平均で 8.1%上昇している。また、当該実証研究によると、2006 年における海外機関投資家の平均保有比率は 14.6%であり、標準偏差は 11.8%である。宮島らは、事業法人と機関投資家では投資行動や目的が異なることから、海外機関投資家等の所有構造について、各社の公表する株式保有分布データ、大株主データ、企業間の相互保有関係を識別したデータ等を組み合わせ、より厳密な独自の所有構造のデータを作成した結果、このような機関投資家の保有比率に関するデータが得られた。なお、当該保有比率の平均と標準偏差につき、集計対象は三市場 1 部上場企業（除く金融銘柄）、保有株数ベースの単純平均の数値、自己株式は保有比率算出における分母から控除、各社の有価証券報告書で報告されている外国人保有比率から、外国籍の事業会社及び 3%以上を保有する大口外国籍個人の保有分を除いたもの、という条件のもと算出された数字である。

第三章 会社法における株主

一株主である機関投資家が効率性の観点からの監視を保管することができるのか、を検討するにあたり、アメリカやイギリスと同様に株主利益最大化を標榜するのかが検討する必要がある。標榜するのならばそのうえで、機関投資家はどのような立場から監視を補完するのか。モニタリングを補完するという役割を果たすことは機関投資家の責務なのか、という観点から機関投資家が持つ会社法上の権利と義務を確認する必要がある。

こうした点から、本章では、株主の権利を規定する会社に関する一般的法規である会社法について、コーポレート・ガバナンスの強化を中心の一つとした平成 26 年の改正に関し確認する。そのうえで、平成 26 年の会社法の改正においても議論となった社外取締役の役割をモニタリング機能という観点から確認し、最後に、会社法上の株主の権利、と受託者の義務を直近 10 年間の株主総会白書の分析を通して検討し、機関投資家に関する事例を取り上げる。

1. 会社法の沿革

1.1 会社法の成立

「会社法」¹⁵⁸が成立したのは平成 17（2005）年 6 月 29 日である。同日、会社法とともに、商法その他の関係法律の整備等を内容とする「会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」（以下、「整備法」という。）も、成立し、平成 18 年 5 月 1 日に施行されるに至った¹⁵⁹。

¹⁵⁸ 平成 17 年法律第 86 号、平成 17 年 7 月 26 日公布。なお、日本に「株式会社」と呼ばれる制度ができたのは、明治 23 年制定の旧商法典によってである。その後、商法は何度も改正を行い、昭和 56（1981）年には株主の権利である株主提案権、そして質問権とは表裏一体の取締役の説明義務が定められた。その後、平成 17（2005）年、会社法が成立し、平成 26（2014）年にはコーポレート・ガバナンスの強化を一番の目標として会社法の改正が行われた。この改正により、一部の大企業では社外取締役を置く、あるいは置かない場合には置くことが相当でない理由を説明することが義務付けられた。

¹⁵⁹ 江頭憲治郎『逐条解説会社法 第 1 巻—総則・設立』〔酒巻俊雄＝龍田節編〕（2008）15-16 頁。会社法 1 条は「会社の設立、組織、運営及び管理については、他の法律に特別に定めがある場合を除くほか、この法律の定めるところによる。」と規定するように、会社法は会社の設立、組織、運営および管理について定める基本法である。また、会社法制定は、近時議員立法によるものも含め、短期間に多数回にわたる改正が積み重ねられてきたことから、その全体的な整合性を図り、改めて体系的に全面的な見直しを行うことを踏まえ、最近の社会経済情勢の変化に対応するため、会社法制度の各種制度を見直し、再編成することを目的とした点につき、相澤哲＝郡谷大輔「新会社法の開設（1）会社法制度の現代化に伴う実質改正の概要と基本的な考え方」商事 1737 号（2005）11-12 頁。相澤らは、会社法制定には整合性に加え、①片仮名の文語体から利用者にわかりやすい平仮名の口語体による表記に改め、②会社法性に関する重要な規定が各法律に散在していたものをわかりやすいようまとめるということも主要な理由であった、とも指摘する。

1.2 会社法—平成 26 年改正

平成 26 (2014) 年、会社法は、1) リーマン・ショック以降、明確になった日本企業の競争力の低下の一つの原因としてのコーポレート・ガバナンスの弱さ、2) 株主による経営陣へのモニタリング機能が働かず、株主利益を軽視した経営¹⁶⁰への機関投資家を中心とする批判、3) ライブドア、オリンパス等の大型粉飾決算¹⁶¹等を要因とし、平成 26 年改正会社法が成立した¹⁶²。平成 27 年は、この平成 26 年改正会社法の施行、東京証券取引所の有価証券上場規定に取り込まれたコーポレートガバナンス・コードの適用、またすでに平成 26 年から施行されているスチュワードシップ・コード、と併せて「コーポレートガバナンス元年」あるいは「企業統治元年」と呼ばれている¹⁶³。

平成 26 年改正会社法の主要な改正点は複数あるが、最大の意義の一つは、コーポレート・ガバナンスの強化である¹⁶⁴。中でも、社外取締役選任の促進について議論され、最終的には、近年最大の論点であった社外取締役をめぐる規律が改正に盛り込まれることとなった¹⁶⁵。

¹⁶⁰ 岩原紳作「総論—会社法性見直しの経緯と意義」ジュリ 1439 号 (2012) 15-16 頁。例えば、実態が不透明な海外ファンド等を割当先とする第三者割当増資、行使価額修正条項付新株予約権附社債 (Moving Strike Convertible Bond: 以下「MSCB」という。) の発行等既存の株主等の利益を損なう危険がある不正ファイナンスを行う企業が多く出現し、経営者による株主利益の軽視として内外の投資家の批判を集めることとなった。第三者割当増資には、投資家の利益を害する等、不適切なものが含まれるとの懸念を受け、2009 年 7 月東京証券取引所は、規制面および運用面において不適切な第三者割当ての未然防止に向けて対応を強化した。また MSCB は一時期、敵対的企業買収事案における買収企業側のファイナンス手段として新興企業を中心に用いられた。第三者割当増資、MSCB について、大杉謙一「大規模第三者割当増資」岩原紳作＝小松岳志『会社法施行 5 年理論と実務の現状と課題』ジュリスト増刊 (2011) 81 頁以下、中山龍太郎「新株予約権を用いた資金調達」岩原紳作＝小松岳志『会社法施行 5 年理論と実務の現状と課題』ジュリスト増刊 (2011) 89 頁以下を適宜参照されたい。

¹⁶¹ ライブドアにつき最判平成 24 年 3 月 13 日金融・商事判例 1390 号 16 頁。オリンパスは一連の粉飾決算に関し旧取締役 19 名に対し、2011 年、損害賠償請求訴訟を提起し、その後裁判所からの和解勧告を受け 2016 年 3 月、19 名のうち 13 名については和解。一方、旧取締役 6 名について訴訟が継続していたが 2017 年 4 月 27 日、東京地方裁判所にて判決が言い渡され、総額約 590 億円をオリンパスに支払うよう命じられた。東京地判平成 29 年 4 月 27 日資料版商事法務 400 号 119 頁。オリンパス株式会社「当社旧取締役に対する損害賠償請求訴訟の判決に関するお知らせ」<https://www.olympus.co.jp/ir/data/announcement/2017/contents/ir00005.pdf>、(2017.06.07)。

¹⁶² コーポレート・ガバナンスの強化のほかには、親子会社に関する規律等の整備等に関する改正がなされた。法務省「法務省だより あかれんが」vol.47 (2014) <http://www.moj.go.jp/KANBOU/KOHOSHI/no47/2.html>、(2017.06.20)、岩原・前掲注 (160) 13-17 頁、岩原・前掲注 (138) 64-66 頁。また江頭は、江頭憲治郎「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法時 86 卷 11 号 (2014 年) 60 頁において、従来会社法を取り仕切ってきた法務省事務当局と日本経済団体連合会を中心とする経済界とが、ともに法改正にさほど意欲を持たない中で改正作業がスタートしたことは一つの特色である、と指摘する。

¹⁶³ 神作裕之「ダブルコード適用下のコーポレートガバナンスにかかわる制度面の動向」商事 2101 号 (2016) 5 頁。なおコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードにつき、それぞれ「第四章 コーポレートガバナンス・コード」、「第五章 日本版スチュワードシップ・コード」参照。

¹⁶⁴ 岩原・前掲注 (138) 66-73 頁。なお、平成 26 年会社法改正についてまとめたものにはいくつかあるが、例えば、稲葉威雄「平成 26 年会社法改正を考える」法時 86 卷 11 号 (2014 年) 66 頁以下、を適宜、参照されたい。

¹⁶⁵ 三浦聡「成長戦略と企業法制」商事 2021 号 (2014) 59-60、64 頁。この改正を受け、平成 25 年 7 月 1 日から平成 26 年 6 月 30 日までに定時株主総会を開催した 2,456 社のうち 1,756 社の、アンケートに対する回答によると、社外取締役を新たに選任した会社がさらに増加しており、社外取締役の選任が大きな

1.3 モニタリングにおける社外取締役の役割

機関投資家は効率性の観点からの監視を補完する、という議論は、コーポレート・ガバナンスの強化の一つである。同様にコーポレート・ガバナンスの強化として重視されるようになったのが、社外取締役である。社外取締役は、他企業で培った知見を活かした経営戦略等の助言を通じてモニタリング機能における効率性の観点からの監視を行う。また、監査役設置会社以外の委員会設置会社において、社外取締役の役割が特によく適合するのが、利益相反性の監視である¹⁶⁶。

社外取締役がコーポレート・ガバナンスにおいて担う役割は、効率性の観点からの監視に加え、利益相反性の監視である。コーポレートガバナンス・コードにおいても、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことが期待されている¹⁶⁷。また、当該コードにおいて、独立社外取締役の役割として、i) 経営の方針や経営改善に関し、知見に基づく助言を行うこと、ii) 経営陣幹部の選解任、その他の取締役会の重要な意思決定を通じた経営の監督、iii) 経営陣・支配株主等との間の利益相反の監督、iv) ステークホルダー等の意見の取締役会への反映、といった効率性の観点からの監視および利益相反性の監視の双方からの監視が要請されている¹⁶⁸。

ところで、アメリカやイギリスでコーポレート・ガバナンスにおいて取締役会のモニタリング機能強化を中心に展開してきたのとは対照的に日本の会計・業務監査の中心は監査

流れになっている。この結果に対し、ガバナンスの点から、社外取締役選任を中心とした取締役会改革に加え、株主総会の改革の重要性を指摘するものとして、高橋均「新しい株主総会のあり方に向けて―『2014年版株主総会白書』を読んで―」商事 2054 号（2014）4 頁、11 頁。なお、会社法改正に伴う社外取締役をめぐる規律については様々な議論が交わされている。例えば、日本企業のコーポレート・ガバナンスの見直しを後押しするための改正として、岩原・前掲注（138）68-70 頁、業務執行全般の監督機能、利益相反の監督機能が社外取締役に大きく求められる役割とする、松山遥ほか「座談会改正会社法の成立と社外取締役（上）」ビジネス法務 12 月号（2014）41 頁、46 頁〔高橋均発言〕。また、平成 14（2002）年の商法特例法の改正時において、アメリカのエンロン事件を引き合いに社外取締役に置くことで直ちに企業のガバナンスがよくなるという保証はない、社外取締役が経営者の監視、監督に有益であっても取締役の過半数が社外取締役であると、非効率な経営となる可能性の指摘につき、川村正幸「改正商法によるコーポレート・ガバナンス改革」企業会計 54 巻 3 号（2002）338 頁、川村正幸「会社法大改正の経緯と意義」金判 1160 号（2003）10 頁 注（5）。

¹⁶⁶ 川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋ほか編『企業の健全確保と取締役の責任』（有斐閣、1997）3、25-26 頁。なお、近年においては特に、社外取締役に、取締役会と機関投資家のエンゲージメントのパイプ役という重要な役目が期待されている点につき、三瓶裕喜「わが国における建設的対話における諸論点」商事 2136 号（2017）48 頁。三瓶の所属する投資信託では、エンゲージメントで社外取締役とのミーティングが多く、企業においても社外取締役がパイプ役となるという意識改革が進むことを期待すると述べる。同様に、投資家との窓口という役割が、今後、社外取締役の重要な役割の一つになるという指摘につき、大杉謙一ほか「座談会 コーポレート・ガバナンスの潮流と上場企業の課題（下）」商事 2101 号（2016）32 頁〔江良明嗣発言〕。

¹⁶⁷ コーポレートガバナンス・コード基本原則 4（取締役会等の責務）。

¹⁶⁸ コーポレートガバナンス・コード原則 4-7。コーポレートガバナンス・コードの詳細につき「第四章 コーポレートガバナンス・コード」参照。

役であったが、利益相反性の監視を監査役や専門家としての第三者に委ねるのが適切であると考えられている¹⁶⁹。いずれにしろ、企業のガバナンスを分掌するうえで、機関投資家が効率性の観点からの監視を補完するのに対し、社外取締役や監査役がその役割として担うのは、モニタリング機能における効率性の観点からの監視および利益相反性の監視である。

2. 株主利益最大化

アメリカやイギリスにおいては、株主利益最大化が標榜されていることを確認したが、日本でも同様であるのかを、政策、学説、並びに裁判例から論じる。

アメリカにおける会社の目的は株主利益最大化に基づく効率性という価値規範の追求であり、効率性をもたらすのは契約の自由であることから、会社法規は原則として任意法規である¹⁷⁰。これに対して、日本では、所有と経営の分離による利害衝突において、所有者である株主を経営者からいかに保護するかという権限分配説を基礎とした公正性の追求が会社法の目的の一つであることから強行法規である、という違いがある¹⁷¹。また、日本では実務上も、経営者は、会社従業員の利益を株主の利益に優先させ、私益よりも国益を優先させてきた¹⁷²。ところが、1997年に「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子」が発表され、「【株主主権】株式会社は株主のものであって、株式会社の主権者は株主とする」（原則1）、「【株主利益の最大化】株式会社は、株主の利益を最大にするように統治されなければならない」（原則1'）として株主主権および株主利益最大化が強調された¹⁷³。このような傾向は市場のグローバル化により、アメリカに影響を受けたともいえ、株主利益最大化は、マーケット・メカニズムが機能するための前提条件であり、資本

¹⁶⁹ 大塚・前掲注（131）52頁。川濱・前掲注（166）4-6頁、等参照。

¹⁷⁰ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 1-4 (1991). 大塚・前掲注（131）35-36頁、参照。

¹⁷¹ 伝統的株式会社法が採用してきたパラダイムは一般株主を擁護するシステムを制度設計してきているのであり、それを強行法規の体系として守ろうとしたということができ、また制度そのものをサステイナブルなものにすることができるという指摘につき新山雄三「株式会社法の基本的性格と法としての任務—株式会社法はなにゆえに強硬放棄の体系として存在してきたのか」永井和之ほか編『会社法学の省察』（中央経済社、2012）22-24頁。大塚・前掲注（131）35-36頁、参照。

¹⁷² 森本章「株主権と取締役会の業務執行権」大証金融商品取引法研究会1号（2010）1-2頁。また、大隅は、「会社法は社員の経済的利益の保護助成を任務の一つとするが、社員の営利目的の追求は公益に反しない範囲内においてのみ認められることは言うまでもない。...会社はいわば国民経済の主たる担い手であって、労働者・従業員およびその家族の生計はこれに依存し、...会社の社会上・経済上占める地位は極めて重要であり、その運営の適否は社会公共の利益に関するところがきわめて大きい。」と指摘する。大隅健一郎＝今井宏『会社法論 上巻』（第3版、1991）5頁。

¹⁷³ 自由民主党法務部会商法に関する小委員会「資料1 コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子」商事1468号（1997）27頁。

市場が企業を評価する基準でもあることから、会社経営者はアメリカと同様にグローバル化した資本市場から監視されることになる¹⁷⁴。

学説においても、例えば江頭は、株式会社・有限会社は営利（対外的企業活動で得た利益を構成員に分配すること）を目的とするところから、対外的企業活動における利潤最大化を始めとする「株主（社員）の利益最大化」が、会社を取り巻く関係者の利害調整の原則になる、その原則の具体的な法的効果として、①株主（社員）の利益最大化に反する定款・総会決議は無効であり、②取締役・執行役の善管注意義務・忠実義務とは、株主（社員）の利益最大化を図る義務を意味する、ということが導かれる、と会社法において株主利益最大化を強調する¹⁷⁵。

次に、例えば **Management Buyout**（以下、「**MBO**」という。）の裁判例においても以下のように判示されている。東京地判平成 23 年 2 月 18 日金判 1363 号 48 頁は以下のとおりである¹⁷⁶。事案の概要は、**MBO** において吸収合併された会社の株主が、所有する株式を低廉な価格で手放すことを余儀なくされたため、公正な価格との差額の賠償と遅延損害金の支払いを求めて、被告会社に対し会社法 350 条または民法 709 条、吸収合併された会社の代表取締役に対し会社法 429 条 1 項または民法 709 条に基づき、同じく吸収合併された会社の取締役または監査役に対し会社法 429 条 1 項に基づき訴えを提起した。これに対し東京地裁は、請求を棄却し、株式会社の取締役は、株主の共同利益に配慮する義務を負っているという一般論を採用する一方、**MBO** においては、（対象会社の）取締役は、合理的に得られる最高の価格になるように公開買付け先と価格交渉をする義務があるといえるのかどうかは疑問がある、と判示した初めての裁判例である。

株主利益最大化の点に焦点を当てると、上記の裁判所は、株式会社の取締役は会社に対し善管注意義務および忠実義務を負い、その「一環として、株主の共同利益に配慮する義務を負っているものというべきである」と判示した。これは取締役の善管注意義務（会社法 330 条）および忠実義務（同 355 条）にいう「株式会社」とは、個々の具体的な株主ではなく、会社関係者の一員であるグループとしての「株主」と解し、取締役は株主の利益

¹⁷⁴ 森本・前掲注（172）2-3 頁。

¹⁷⁵ 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』（有斐閣、第 4 版、2005）15-16 頁、江頭憲治郎『株式会社法』（有斐閣、第 6 版、2015）22、24 頁 注（3）。森本・前掲注（172）3 頁、参照。

¹⁷⁶ 控訴審につき、東京高裁平成 25 年 4 月 17 日金判 1420 号 20 頁（控訴棄却）。

最大化につき株主に対して経営上の注意義務である善管注意義務および忠実義務を負うと解する立場¹⁷⁷、とほぼ同じ趣旨なのではないかと推測される、という見解がある¹⁷⁸。

政策、学説、並びに裁判例から株主利益最大化を考察したが、いずれにおいても近年、日本においても株主利益最大化論が法学においては有力であるといえる¹⁷⁹。なお、株主利益最大化と効率性の観点からの監視については第五部で論じる。

3. 株主の権利 — 機関投資家との関連から

株主の議決権行使は、それを行使するか否かを含めて、原則として各株主の自由に委ねられている¹⁸⁰。この議決権を行使することで株主は自らの意見を企業活動に反映させる機会を得る。

株主は株主総会に議題・議案を提出することで経営陣に対する意見提起を行うことができ、これを総称して株主提案権と呼ぶ。通常、株主総会においては、会社側すなわち取締役会が決定した議題・議案が提出されるのが原則であるが¹⁸¹、株主は一定の要件のもと議題や議案を株主総会に提出することが認められている¹⁸²。なお株主提案権のほか、総会招集権があるが¹⁸³、総会招集権は、1) 株主自ら裁判所の許可を得て株主総会を招集することは困難であり¹⁸⁴、2) 株主提案権と比較して行使要件が厳しく¹⁸⁵、3) 招集・開催に係る費用等

¹⁷⁷ 落合誠一「企業の目的」岩村正彦ほか編『現代の法（7）』（岩波書店、1998）3、23-25頁。落合は、日本の会社法においても法規制として株主利益最大化原則を肯定し、経営者は株主利益最大化につき経営上の注意義務を負うとすべきであり、株主利益最大化原則は、強行法規的原則であると解すべきと主張する。

¹⁷⁸ 弥永真生「取締役の価格交渉義務」ジュリ 1422号（2011）102-103頁。

¹⁷⁹ 留意すべき点は株主利益最大化論が有力だからと言ってステークホルダー理論が誤りというわけではなく、判例法理の確立を待つべきであるという指摘につき、大塚・前掲注（131）48頁。同様に株主利益最大化論を唱える江頭も、「次善の策」に過ぎず、例外を伴った緩い原則にとどまらざるを得ない、と指摘する。江頭（2015）・前掲注（175）24頁 注（3）。なお、機関投資家が効率性の観点からの監視を資本多数決の枠内にて行うことにつき、矢野善一「大株主の権利行使」ジュリ 1050号（1994）142頁以下。矢野は、少数株主である大株主として機関投資家がコーポレート・ガバナンスにおいて果たしうる役割は経営者に対するモニタリング機能であり、少数株主権は株式所有に基づくモニタリングを補強するものであるが、その程度はあくまでも資本多数決の枠内にとどまる、と指摘する。

¹⁸⁰ 江頭（2015）・前掲注（175）336頁。

¹⁸¹ 会社法 298条 1項、4項。

¹⁸² 会社法 303-305条。

¹⁸³ 会社法 297条。

¹⁸⁴ 会社法 297条 4項。

¹⁸⁵ 株主が株主総会を招集する場合に当たっては、会社法 298条 1項の規定に従い取締役に代わり当該株主が 298条から 302条までの条文に掲げる事項を定めなければならない。

も原則として自ら負担せざるを得ない¹⁸⁶。このような点を鑑みると、株主提案権のほうが総会招集権よりも行使要件が厳しくなく、手続的にも費用的にも利便性が高い¹⁸⁷。また、機関投資家のアクティビズムにおいて株主提案権の行使は関連性が深く、なおかつ機関投資家の提案は自分たちの利益にのみ資するものでないか、という議論も聞かれることから、本節では、株主の議決権の行使、株主提案権を中心に株主の権利を確認するとともに、これらの権利の濫用について判例から検討する。

3.1 議決権の行使

3.1.1. 1株1議決権の原則

株主は一部の例外を除き、株主総会においてその有する株式1株につき1個の議決権を有する¹⁸⁸。1株1議決権の原則は、株主が行使できる議決権の数について、保有する株式の数に応じて株主を平等に扱うことを要求することから¹⁸⁹、株主平等原則が具体的に表れた規定といえる¹⁹⁰。明治23年旧商法から会社法に至るまで、1株1議決権の原則は、株主が行使できる議決権の数に関する基本原則であり続けている¹⁹¹。その根拠として、学説では、1) 株式会社の資本団体としての特質・株主平等原則、2) 資金調達の便宜、3) 株主の残余権者性、といった説明がなされている¹⁹²。具体的には、1) 株主平等原則につき、議決権は自益権の量であり、資本の負担額に比例させることが公平である、2) 資金調達の便宜につき、1人1議決権ではなく1株1議決権である理由は大口の出資者の出資を促すためである、3) の株主の残余権者性については、出資比率が高い支配株主は、企業価値の向上を目

¹⁸⁶ 江頭（2015）・前掲注（175）322頁。江頭は、決議が成立した場合、または取締役解任議案が否決された後に解任請求が任用された場合（会社法854条1項）等、会社にとり有益な費用であったときは、株主は会社に対し合理的な額を求償できると解すべきである（民法702条）と指摘する。

¹⁸⁷ 稲葉威雄『改正会社法』（金融財政事情研究会、1982）130頁。稲葉は、総会招集の手続きは、①要件も厳しく（発行株式総数の100分の3以上）、②現実に臨時総会を招集することは手続的にも費用的にも非常に困難であり、③負担が大きい、すなわち時間と費用の無駄である、と指摘する。また、龍田は、当該商法改正より20年前に、株主に提案権があれば、取締役会が株主総会に提出しない議題についても総会で決議でき、株主が望む議題を討議するためにわざわざ総会を開催する必要はなく、費用負担も少なくすむため、もの言う株主にとって便利だけでなく、会社の不必要な出費を抑えることができ、ひいては株主全体の利益になる、と指摘する。龍田節「株主の総会招集権と提案権（二）」法学論叢第71巻第2号（1962）45頁。また、解釈上の争点も株主提案権に係るものが多いという指摘として、出口正義「株主提案権と少数株主による株主総会の招集」ジュリスト増刊（2009）108頁。

¹⁸⁸ 会社法308条、1株1議決権の原則。

¹⁸⁹ 加藤貴仁『会社法コンメンタール7—機関（1）』（岩原紳作編）（商事法務、2013）126-127頁。

¹⁹⁰ 森本滋『逐条解説会社法 第2巻—株式・1』（酒巻俊雄＝龍田節編）（中央経済社、2008）105-106頁。森本は、株主の平等に関する会社法109条1項につき、会社法は、議決権、剰余金配当請求権、残余財産分配請求権、新株・新株予約権の株主割当て、および新株・新株予約権の無償割当てについて、1株に1個など、持ち株数に応じて割り当てる等、個別具体的に株主を平等に取り扱わなければならない旨、規定するとしているが、この109条1項に定める株主平等原則が議決権において具体的に表れた規定が308条1項である。

¹⁹¹ 加藤・前掲注（189）131頁。なお、議決権の配分の沿革については、加藤貴仁『株主間の議決権配分』（商事法務、2007）を参照されたい。

¹⁹² 加藤・前掲注（189）131-133頁、加藤・前掲注（191）65-71頁。

的とした議決権行使のインセンティブを有する、といえる¹⁹³。一方、株主平等原則といえども、株主総会決議はいわゆる資本多数決によってなされ、少数の大株主が株主総会の決議を支配できることになり、資本多数決の下では、株主の経営に対するコントロールが回復されるとしても、株主総会の決議を支配し得る一部の株主による経営のコントロールの確保にとどまる、という指摘もある¹⁹⁴。

3.1.2. 株主総会等の決議の取消しの訴え

機関投資家は、一般投資家に比べ、株式保有比率が高いことから、自分たちの利益のために他の株主に不利益が生じるような議決権の行使を行う場合、言い換えれば、自らの利のためだけに行動し株主全体の利益を考慮しないような議決権の行使を行う場合、それは多数決の濫用である。このような多数決の濫用は、決議の取消しの訴えの要因となる可能性がある。この観点から、株主総会の決議取り消しの訴えの原因のうち「株主総会等の決議について特別の利害関係を有する者が議決権を行使したことによって、著しく不当な決議がされたとき」¹⁹⁵を取り上げる。

会社法には株主総会決議においてこのような多数決による決定が濫用的に行使され、不当な決議が成立した場合、「株主総会等の決議取り消しの訴え」¹⁹⁶を提起できるか。第3号は、特別利害関係人の議決権行使により著しく不当な決議が成立した場合であり、訴えをもってのみ、その決議を取り消しえんとする¹⁹⁷。

「株主総会等の決議取り消しの訴え」は、明治32年の新商法¹⁹⁸による商法163条「決議無効の宣告を求める訴え」の新設、明治44年の商法163条の全部改正¹⁹⁹による「決議無効の訴え」の創設に始まり、改正が重ねられたが、昭和56年の改正²⁰⁰により、現在の831条に至る内容が確立した²⁰¹。当該改正により、831条1項3号における特別利害関係人につ

¹⁹³ 加藤・前掲注（189）131-135頁。

¹⁹⁴ 鳥山恭一「フランス株式会社法における資本多数決原則の形成と展開——株一議決権原則の再検討——」早法59巻1・2・3合併号（1984）81、83-84頁。また、柳は、1株1議決権原則の根拠との関係で議決権数の異なる差別的議決権が認められるかについて批判的に検討し、差別的議決権を全面的に禁止する説得的な根拠は存在しないとしながらも、利益相反に代表されるような差別的議決権の潜在的な危険性を無視して無制限に認めることには賛成しておらず、望ましい規制枠組みの構築が必要となる、と指摘する。柳明昌「差別的議決権の理論的検討」法学67巻6号（2004）65頁以下。

¹⁹⁵ 会社法831条第1項第3号。なお、第1号は、株主総会等の招集の手続又は決議の方法が法令若しくは定款に違反し、又は著しく不公正なとき、第2号は、株主総会等の決議について特別の利害関係を有する者が議決権を行使したことによって、著しく不当な決議がされたとき、である。

¹⁹⁶ 会社法831条。

¹⁹⁷ 酒巻俊之『逐条解説会社法 第9巻—外国会社・雑則・罰則 §§17-979』〔酒巻俊雄＝龍田節編〕（中央経済社、2016）129頁。

¹⁹⁸ 明治32年法律48号。

¹⁹⁹ 明治44年法律73号。

²⁰⁰ 昭和56年法律74号。

²⁰¹ 酒巻・前掲注（197）127頁。

いても、原則として株主総会における特別利害関係人の議決権行使を許容し、裁判所が決議内容を不当と判断した場合に、決議を取り消す制度となった²⁰²。

特別利害関係人の定義は、総会の決議につき株主たる資格と関係のない純個人的利益を有する株主である²⁰³。具体的には学説、判例によると、①役員退職慰労金支給決議におけるその対象者たる株主、②株主である取締役の不法行為責任を免除する決議における当該株主、などが該当する²⁰⁴。これらの事例は、特別利害関係を有する株主の利益相反的な議決権行使による不当な決議を伴うことが多い²⁰⁵。ただし、判例によると、利益相反的な議決権行使があれば必ずしも特別利害関係が認定されるとは限らないことから、利益相反的な議決権行使は、特別利害関係を認定する際の必要条件ではあっても十分条件とはなりえない、と考えられる²⁰⁶。

検討するにあたり、問題となるのは「特別の利害関係を有する者」に対する解釈である。訴えの対象につき、学説によると著しい不当性とは多数決濫用と理解する見解もあれば²⁰⁷、多数決濫用にまで範囲が広がるということは議論していない、という見解もある²⁰⁸。前者の見解における多数決の濫用とは、決議によって一部の株主が合理的な理由なく利を得、それによって他の株主が不当に損害を被る場合を意味し²⁰⁹、このような多数決の濫用により決議の効力が否定される一場面を明文で規定したのが当該規定であると考えるのであろう²¹⁰。

昭和 56 年の会社法の改正に至る沿革を確認すると、それまで特別利害関係があることを理由として議決権を行使できないという事前排除の制度に対する疑問から、特別利害関係人の株主総会での議決権行使を認め、その結果として著しく不当な決議が成立した場合を

²⁰² 江頭（2015）・前掲注（175）366 頁。なお、831 条の「株主総会等の決議取り消しの訴え」の沿革については、酒巻・前掲注（197）122 頁以下、を参照されたい。

²⁰³ 酒巻・前掲注（197）138 頁、参照。

²⁰⁴ 酒巻・前掲注（197）138-139 頁。品谷篤哉『論点体系 会社法 6 組織再編 II、外国会社、雑則、罰則』（江頭憲治郎＝中村直人編）（第一法規株式会社、2012）159 頁。①②の判例として、それぞれ①東京地判昭和 48 年 2 月 16 日判タ 291 号 232 頁、浦和地判平成 12 年 8 月 18 日判時 1735 号 133 頁、②神戸地尼崎支判平成 10 年 8 月 21 日判タ 1009 号 250 頁、大阪高判平成 11 年 3 月 26 日金判 1065 号 8 頁などがある。

²⁰⁵ 江頭（2015）・前掲注（175）365 頁。

²⁰⁶ 品谷・前掲注（204）159 頁。

²⁰⁷ 龍田節＝前田雅弘『会社法大要』（有斐閣、第 2 版、2017）【064-213】207 頁、品谷・前掲注（204）159 頁。

²⁰⁸ 鴻常夫ほか「会社法改正要綱をめぐって―第二回」ジュリ 737 号（1981）105 頁〔竹内昭夫発言〕。

²⁰⁹ 龍田節「株主総会における議決権ないし多数決の濫用」末川先生古希記念論文集刊行委員会『末川先生古希記念 権利の濫用（中）』（有斐閣、1962）136-138 頁。龍田は、多数決濫用が問題になる主要な事項として、1）役員報酬、2）合併・営業譲渡、3）計算書類の承認・清算承認、4）第三者に対する新株引受権の付与、5）資本減少等を挙げて、説明し、抽象的に用件を命題化すれば、多数決の濫用とは、一部の株主には利益である一方、他の一部の株主には不当な不利益な結果となる決議、とまとめている。

²¹⁰ 前田・前掲注（92）【450】394 頁。

取消し事由とする変更を行ったことに対応した、というものである²¹¹。確かに、著しい不当性の要件の加味により、多数決にまで範囲が及ぶという見解もあるが、多数決にまで範囲が広がるということは議論していない、という見解もある。こうした改正の背景および資本多数の原理から鑑みると「特別の利害関係を有する者」を多数決の場合に拡張解釈することが望ましいとは考え難い。

議決権の行使と株主総会等の決議の取消しの訴えについては、機関投資家が多数派株主となった場合の少数株主の保護の問題として 3.5（権利の濫用）で検討し、第五部で更に詳しく検討する。

3.2 株主提案権

次に、株主の権利の中でも機関投資家の積極的な株主活動の一つである株主提案権を取り上げる。株主提案権には、議題提案権、議案提出権、および議案通知記載請求権があり²¹²、取締役会設置会社では制度上、株主は原則的に経営にかかわらないことが予定されていること、また濫用的な提案権行使の危険を考慮し、議題提案権については特に要件が厳格化されている²¹³。

従来、商法は総会の招集を取締役会の専属的権限とし、議案の提出権および決定権は取締役会に専属すると解されてきた²¹⁴。しかし、昭和 56（1981）年の商法改正により、株主提案権は経営者と株主あるいは株主相互間のコミュニケーションを図るという趣旨のもと、開かれた株式会社の実現を目的として導入された²¹⁵。

²¹¹ 酒巻・前掲注（197）121, 126-127 頁。

²¹² 会社法 303-305 条、議題提案権（303 条）、議案提出権（304 条）、および議案通知請求権（305 条）。

²¹³ 田中亘『会社法』（東京大学出版会、2016）162 頁。議題提案権については、議案を伴わない議題のみの提案が許されるかという問題に対する検討として、A）議案のない議題提出は無意味、B）大規模会社の場合は株主提案制度の本来の趣旨からいえば、無駄な提案であるともいえるが、小規模会社においては、株主提案の開示や他の株主に対するコミュニケーションの目的はある程度達することができるという意味では、株主提案権の行使として必ずしも無意味ではない、という見解に分かれていた。A）につき、森田章「提案権による株主提案の範囲」上柳克郎先生還暦記念『商事法の解釈と展望』（有斐閣、1984）60 頁、B）につき前田重行「株主提案権について」北澤正啓先生還暦記念『現代株式会社法の課題』（有斐閣、1986）197 頁。ほかに、株主総会会場で株主が提案することができる議案は、通知された議題から合理的に予測できる範囲内のものに限られる、という見解として、大隅健一郎ほか『新会社法概説』（有斐閣、第 2 版、2010）149-150 頁。

²¹⁴ 龍田節「V 株主の総会招集権と提案権」リチャード・W・ジェニングズ＝北沢正啓編『アメリカと日本の会社法』（商事法務研究会、1960）145 頁、森田・前掲注（213）56 頁。森田は、これを言い換えれば、総会決議事項であっても、総会は、召集の通知または公告に会議の目的たる事項として記載された事項しか決議できず、株主には追加議案提出権はないと解されてきた、と指摘する。

²¹⁵ 稲葉・前掲注（187）131 頁。松井秀征「株主提案権の動向」ジュリ 1452 号（2013）41 頁。議題提案権および議案の要領の通知請求権は、昭和 56 年の商法改正により導入され、株主が株主総会の会場において議案を提出できることは、会議体の構成員として当然と考えられていたことから、平成 17 年改正前商法では株主が株主総会の会場において議案を提出できることについて特に規定していなかった。青竹正一『会社法コンメンタール 7—機関（1）』（岩原紳作編）（商事法務、2013）98-111 頁。

他方で、株主は提案権の行使により取締役の経営上の裁量を拘束し、会社にとっての最良の判断を逸するという危険性も指摘されている²¹⁶。このような批判に対し、株主提案は株主全体の利益が大きく損なわれる状況でかつ明確な解決策がある場合に限定されるべきである、という見解もある²¹⁷。

株主提案権は、昭和 56（1981）年の商法改正により導入された、株主が株主総会に議題・議案を提出することで自らの意思を示す権利である²¹⁸。一方で濫用的な行使に対して備えの乏しい制度であるという指摘が多数ある中²¹⁹、平成 27 年、株主の提案権が侵害されたことを理由に、会社ないし関係した取締役に損害賠償請求がなされたが、株主に対する不法行為責任が否定され、株主提案権の行使が権利の濫用に当たるものとして初めて判断されるに至った^{220, 221}。権利の濫用に関する当該裁判例については、まずはその他の株主の権利を確認し、次に、直近 10 年間ににおける株主提案権の変遷を株主提案数と提案内容から機関投資家との関係を分析し、その後で論じることとする。

3.3 その他の株主の権利

株主の権利の履行に対し、株主はある一定の義務、例えば誠実義務を果たすべきなのか。株主の会社法上の権利は議決権行使や株主提案権だけではない。株主の権利としては、ほかに帳簿閲覧請求権、株主名簿の閲覧等請求権も含まれる。これらの株主の権利は濫用に関し、どのように規定しているのか。その規定は義務を果たすことによる権利行使なのか、あるいは議決権の行使と同様に濫用に対する備えを持つのかを検討する。

3.3.1. 帳簿閲覧請求権

²¹⁶ 松井・前掲注（215）45 頁。松井は、①会社法 29 条はある事項が会社法の規定に違反しないかどうか定款記載に対する 1 つの制約となる、と規定しているということはすなわち、それ以外には制約はなく、広く定款への記載が可能、②取締役には定款の遵守義務があり（会社法 355 条）、その変更には株主総会特別決議が必要（会社法 309 条 2 項 11 号、会社法 466 条）、という 2 点から株主が取締役の判断を拘束する可能性を指摘する。また、会社法 29 条では、「その他の事項でこの法律の規定に違反しないもの」についても定款に記載できると定めるが、これは会社法に定めのない事項について、会社法に違反しない限り定款に記載できることを定めた規定である、と解されるという点については、森淳二郎『会社法コンメンタール 1—総則・設立（1）』〔江頭憲治郎編〕（商事法務、2008）334・335 頁、相澤哲＝岩崎友彦「会社法総則・株式会社の設立」商事 1738 号（2005）12・13 頁を参照されたい。

²¹⁷ 武井一浩「株主提案権の重要性と適正行使」商事 1973 号（2012）56・57 頁、「株主提案を考え直す」日本経済新聞 2012 年 7 月 12 日朝刊 17 面。株主は事業に関する専門的知識に乏しいことなどを踏まえ、経営上の意思決定は取締役に委ね、不満がある場合は取締役解任という方法に出るのが株式会社の基本であるとし、株主提案の正当性について問いかける。

²¹⁸ 会社法 303 条（議題提案権）、304 条（議案提案権）、305 条（議案通知請求権）。

²¹⁹ 「第四部日本編 第三章 3.2 株主提案権」参照。

²²⁰ 東京高判平成 27 年 5 月 19 日金判 1473 号 26 頁。

²²¹ 「第四部日本編 第三章 3.5 権利の濫用」参照。

総株主の議決権の 100 分の 3 以上の議決権又は発行済み株式の 100 分の 3 以上の数の株式（ともに定款によりその割合の引き下げは可能）を有する株主は、会社の営業時間内はいつでも、会計帳簿またはこれに関する資料の閲覧又は謄写を請求することができる²²²。株主は、会社の基本的な意思決定に参加するのみならず、会社の業務執行に対する各種の監督は正権を有しており、これらの権利を有効適切に行使するためには会社の業務、財産等に関する正確かつ詳細な情報を入手しておく必要がある²²³。このように、株主による情報入手のための帳簿・書類閲覧権の迅速な実現を可能にすべく手続法上の立法の必要性が議論されていた²²⁴。

帳簿閲覧請求権は、昭和 25 年商法改正によりアメリカ法に倣い導入されたが、アメリカが単独株主権であるのに対し、日本では会社荒らし等による権利濫用の危険に対する考慮から、濫用を抑制することを必要とし、少数株主権に修正して導入された²²⁵。少数株主が帳簿閲覧の請求をする場合には、閲覧目的および閲覧させるべき資料の範囲を会社が認識できる程度に具体的に示す必要がある²²⁶。その一方で、請求の理由を基礎付ける事実が客観的に存在することについての立証の必要はない²²⁷。他方、請求理由との関連から見て無関係な会計帳簿の範囲については、会社は積極的に閲覧に供する必要はない²²⁸。また、株式買取請求権も議決権行使と密接な関係を有し、少数株主への圧迫を要因とする場面での行使が多いことから、株式買取請求権の行使自体を理由とする閲覧請求を否定し除外することは妥当ではない²²⁹。これらの点を鑑みると、株主がどのような理由により閲覧請求をするかにより、対象となる会計帳簿等をどこまで特定すべきかが決まる、といえる²³⁰。

判例としては、1) 相続により取得した譲渡制限株式の売却に備え株式の適正な価格の算定を目的とした会計帳簿・資料の閲覧請求が、株主の権利の確保・行使に関する調査として

²²² 会社法 433 条 1 項。当該請求の理由を明らかにしなければならない。

²²³ 久保田光昭『会社法コンメンタール 10—計算等（1）』（江頭憲治郎＝弥永真生編）（商事法務、2011）131 頁。

²²⁴ 久保田光昭「帳簿・書類閲覧権に関する立法論的考察—その実効性確保のために—」石田満先生還暦記念論文集『商法・保険法の現代的課題』（文眞堂、1992）196 頁。

²²⁵ 鈴木竹雄＝石井照久『改正株式会社法解説』（日本評論社、1950）285 頁、久保田・前掲注（223）131-135 頁。少数株主要件を充たす一人の株主が単独でこの権利を行使することができるのに加え、数人の株主が有する議決権または株式を合算した場合に少数株主要件を充たす場合には、その数人が共同して会計帳簿の閲覧を請求することもできる。

²²⁶ 最判平成 2 年 11 月 8 日判時 1372 号 131 頁。

²²⁷ 最判平成 16 年 7 月 1 日民集 58 卷 5 号 1214 頁。立証の必要がない理由は、少数株主は、閲覧後に予定された株主権の行使を通じてその有無を明らかにしようとしているからである。久保田・前掲注（223）139 頁。

²²⁸ 石井照久『会社法 下巻（商法 III）』（勁草書房、1967）245 頁、江頭（2015）・前掲注（175）702-703 頁。

²²⁹ 鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法』（有斐閣、第三版、1994）389 頁、久保田・前掲注（223）141 頁。

²³⁰ 久保田光昭「会計帳簿・書類閲覧謄写権の行使方法」ジュリ 944 号（1989）137 頁。

認められた最判平成 16 年 7 月 1 日民集 58 卷 5 号 1214 頁²³¹、2) 433 条 2 項 3 号の閲覧拒絶事由に該当すると認められるにはこの 3 号を充たす客観的事実が認められれば足りる、とする最決平成 21 年 1 月 15 日民集 63 卷 1 号 1 項などがある²³²。

株主の会計帳簿の閲覧権の行使は、会社の正当な利益、円滑な業務の執行の阻害、営業秘密の漏洩の危険を鑑み、権利保護上、真に必要な場合にのみ認められるべきである²³³。その一方で、取締役が権利の濫用を口実に不当に株主の正当な請求を拒否することを懸念し、法は、会社が閲覧請求を拒絶することができる場合を限定的に列举し、それに該当することを立証した場合のみ、請求を拒むことができるものとしている²³⁴。制度の基本は 1) 請求者が権利の確保または行使に関し調査を成すため認められる権利であり、かつ 2) 会社の業務の遂行を妨げ、株主共同の利益を害する目的の請求であれば認められない、という 2 点であり、請求の権利濫用の防止を制度化しているといえる²³⁵。

3.3.2. 株主名簿の備置き及び閲覧等

会社法は、株式会社は株主名簿をその本店（株主名簿管理人がある場合にはその営業所）に備え置かなければならない旨、および、株主・債権者は、一定の要件の下で株主名簿の閲覧等を請求することができる旨を定めている²³⁶。株主・債権者は、会社の営業時間内はいつでも、株主名簿の書面の閲覧または謄写を請求することができる一方、閲覧等の請求が不当な意図・目的によるものであるなど、その権利を濫用するものと認められる場合には、会社は請求を拒絶することができる²³⁷。本条の趣旨は、直接的には株主や債権者の保護を図るものであり、間接的には個別の公示を通じて株主等に会社の状態を監視させ、ひいては会社の利益を保護することが、既定の趣旨である²³⁸。

株主名簿の閲覧請求に関する裁判例として、例えば 1) 長崎地決昭和 63 年 6 月 28 日判時 1298 号 145 頁、2) 最判平成 2 年 4 月 17 日裁判集民 159 号 449 頁等がある。いずれも

²³¹ 注 (227) 参照。

²³² 2) につき、請求者に会計帳簿の閲覧・当社によって知り得る情報を自己の競業に利用するなどの主観的意図があることを要しない。江頭 (2015)・前掲注 (175) 702-703 頁。松中学「会計帳簿閲覧謄写請求権の要件」〔飯田秀聡ほか編〕『会社法判例の読み方—判例分析の第一歩』(有斐閣、2017) 344 頁以下。

²³³ 江頭 (2015)・前掲注 (175) 698-699 頁。

²³⁴ 会社法 433 条 2 項、4 項。石井・前掲注 (228) 247 頁。

²³⁵ 5 つの拒絶理由が会社法 433 条 2 項に定められている。1 号及び 2 号が 1) に該当し、3 号から 5 号は、1 号および 2 号に該当する具体的事由のうち特に典型的な場合として、具体的細目的な適用を規定したものである。江頭 (2015)・前掲注 (175) 702-703 頁、鈴木＝石井・前掲注 (225) 288 頁、久保田・前掲注 (223) 140 頁。

²³⁶ 会社法 125 条。前田雅弘『会社法コンメンタール 3—株式 (1)』〔山下友信編〕(商事法務、2013) 289 頁。

²³⁷ 前田・前掲注 (236) 291-295 頁。

²³⁸ 志谷匡史『逐条解説会社法 第 2 巻—株式 (1)』〔酒巻俊雄＝龍田節編〕(中央経済社、2008) 205 頁。山口幸五郎『新版 注釈会社法 (6) —株式会社の機関 (2)』〔上柳克郎ほか編〕(有斐閣、1987) 200 頁。

違法・不当な目的あるいは不当な意図・目的による株主名簿等の閲覧謄写請求であり、権利の濫用として許されないと判示されている。一方、敵対的公開買付けにおいて買収者は会社法における「株主の権利」を行使し、公開買付の勧誘目的で閲覧謄写請求権を行使することができるのかという問題に対し、それを認める決定を初めて下した判例として東京地決平成 24 年 12 月 21 日金判 1408 号 52 頁、がある²³⁹。

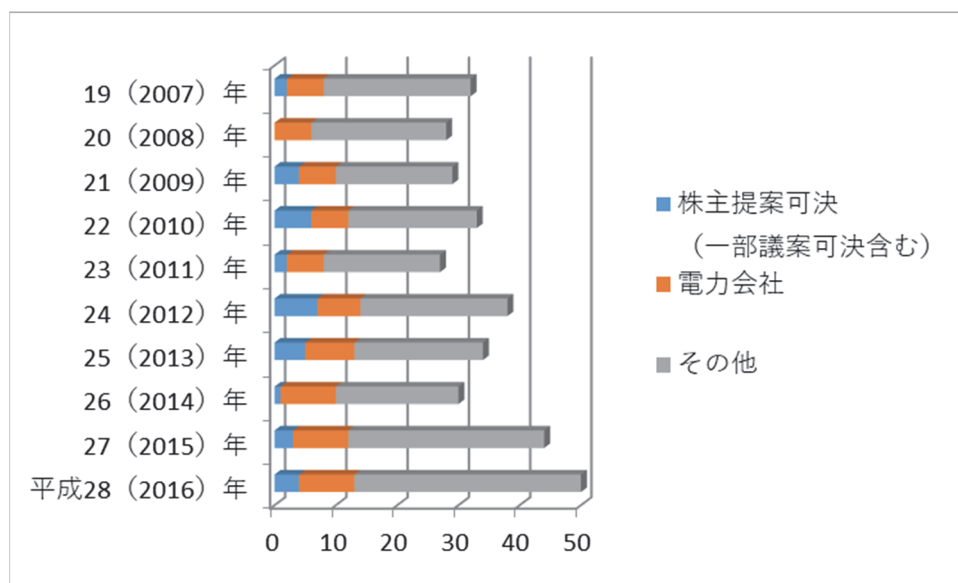
次に、直近 10 年間における株主提案権の変遷を株主提案数と提案内容から、機関投資家との関係を分析する。

3.4 株主提案権の行使状況

実際の株主総会の運営状況から、株主提案の変遷を分析すると、まず全体の流れとして、最近 10 年間の株主提案の動向において提案数としては、平成 23（2011）年度まで 30 件前後で推移し落ち着いていたが、平成 24（2012）年度に約 10 件増加し 38 件となり、その後減少するも平成 27（2015）年度に 44 件、そして平成 28（2016）年度には 50 件と再び増加傾向にある²⁴⁰。（図表 9 参照）。次に、このような直近 10 年間の流れにおける株主提案に関する具体的な特徴を、法制度を中心とした背景から分析する。

²³⁹ 判例評釈として、木村真生子「公開買付勧誘目的の株主名簿閲覧請求」ジュリ 1462 号（2014）108 頁以下。なお、木村真生子「公開買付けにおける敵対的買収者による株主名簿閲覧請求権の行使」筑波ロー・ジャーナル 17 号（2014）37 頁以下は、当該事件を金融商品取引法との関連から論じている。

²⁴⁰ 商事法務研究会では 1971 年より総会に関する実務・実態調査を行っている。例えば、2016 年版（平成 27（2015）年 7 月 1 日から平成 28（2016）年 6 月 30 日までに開催の総会を対象）においては 2,595 社の全国証券取引所上場会社（新興市場除く）のうち 1,755 社から回答を得ている。商事法務研究会編「株主総会白書 2016 年度版」商事 2118 号（2016）3 頁、参照。なお、本論文では、平成 19 年（2007）年度から最新の平成 28（2016）年度版の 10 年間を比較検討する。



図表 9 株主提案数

商事法務研究会編「株主総会白書」2118号、2085号、2051号、2016号、1983号、1949号、1916号、1883号、1850号、1817号より筆者作成。

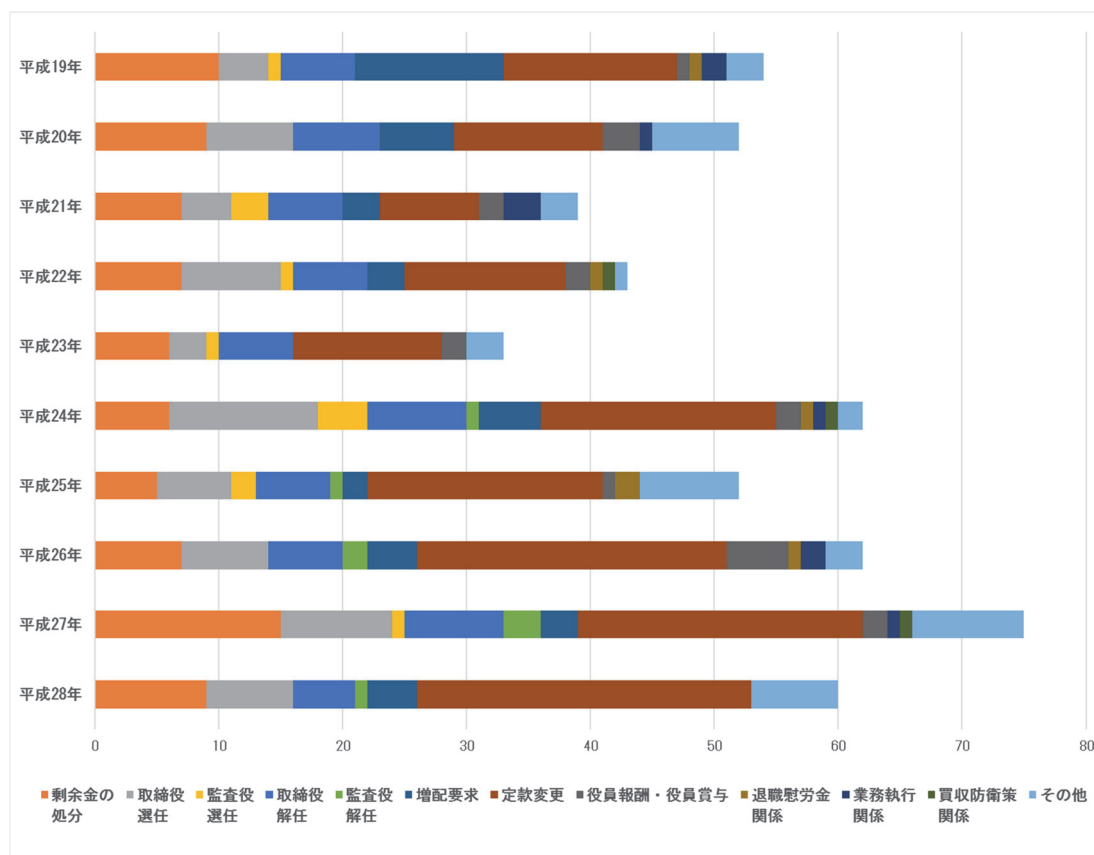
平成 19 (2007) 年度の株主提案は 32 社 34 件 (図表 9) である。前年度は 18 社 19 件であり、14 社 15 件の大幅な増加が見られるが、これは機関投資家や投資ファンドを中心として株主提案権が活発に行使されるようになったことが原因である²⁴¹。これらの提案は多くが海外の投資ファンドにより行使されたが、そのほかには 2007 年の三角合併解禁によるアクティビストを中心とした敵対的買収に備えた企業の買収防衛策に対する議案²⁴²、取締役の選解任に関する提案などが、注目に値する²⁴³。一方、株主提案権行使は一定の株主に限定されており、一般株主にはハードルが高い、と考えられる²⁴⁴。また、平成 27 (2015) 年は

²⁴¹ 前年度の提案数 (18 社 19 件) につき、商事法務研究会編「株主総会白書 2007 年版」商事 1817 号 (2007) 14 頁。

²⁴² 最判平成 19 年 8 月 7 日民集 61 巻 5 号 2215 頁 (いわゆるブルドックソース事件) を受け、買収防衛策を導入する場合には総会決議を経ることが多くなるであろうが、総会に付議する意味において取締役会の機能および株主総会の機能とその関係を十分に検討する必要である、と近藤は、近藤光男「対立と対話の株主総会—『2007 年版株主総会白書』を読んで—」商事 1820 号 (2007) 4 頁において、指摘する。

²⁴³ 商事法務研究会編・前掲注 (241) 14-17 頁。配当の増額を求め、投資ファンドを中心に合計 10 社で、また剰余金の処分、配当に関する提案は 4 社、さらに経営権をめぐる争いや経営参画を意図する意味での取締役の選解任については 9 社 (電力会社 3 社を含む) で提案されている。また、三角合併解禁による企業の動向につき、注 (118-119) およびその本文参照。

²⁴⁴ 柴田和史「株主総会をめぐる諸相と敵対的企業買収防衛策」商事 1753 号 (2005) 5 頁、近藤・前掲注 (242) 8 頁。これらは、2007 年現在にはまだ権利濫用に関する裁判例が無いこともあり、株主提案の要件が厳しいことを示唆する。株主提案権の行使を促進することを推奨する理由は、一般株主が経営に対し望むことを知り、総会に付議することによりこれに賛成する株主の占める割合を知ることができることから、取締役にとっても意義があるとする。一方、今日では権利濫用を取り上げ、より厳しい提案要件を突きつけるものもある。注 (281) およびその本文参照。



図表 10 株主提案権行使の働きかけ—提案権の内容
(総会に付議されるに至らなかったものも含む)

商事法務研究会編「株主総会白書」2118号、2085号、2051号、2016号、1983号、1949号、1916号、1883号、1850号、1817号より筆者作成。

権利の濫用と判示された事件²⁴⁵の年であり、一社に対し多くの株主提案が提出されるという年であった。その流れを反映する形で平成28(2016)年度の株主提案権には、外国人機関投資家を中心に13社の剰余金処分(配当)に関する提案と、1社の自社株買戻しを含む自己株式取得が6社ある²⁴⁶。平成19(2007)年以降の株式提案権行使には、外国人機関投資家の増加に伴い、より積極的な取締役選任、買収防衛策廃止といった提案がなされるようになったこと、コーポレートガバナンス・コードの影響による役員報酬の開示に関する定款変更議案の提出、といった傾向がみられる(図表10)。

²⁴⁵ 「第三章 3.5 権利の濫用」参照。

²⁴⁶ 商事法務研究会編・前掲注(240)17-24頁。

3.5 権利の濫用

これまで、議決権の行使、株主提案権をはじめ株主提案権の行使状況を含み、分析検討した。会社法上、株主に権利はあるが出資義務以外の義務はない。だからといって、株主が権利を主張するとき、そのすべてが認容されるわけではない。株主の権利のうち議決権行使と提案権を取り上げ、これらの権利の行使が濫用とみなされる場合、法はどのように株主の権利を制限するのかを確認する。

3.5.1. 学説からの検討

支配株主は、一種の付随義務として会社およびほかの株主に対し誠実義務を負うとする学説がある²⁴⁷。誠実義務に関する学説を整理すると、誠実義務は、古くは、高田源清²⁴⁸、龍田節²⁴⁹、別府三郎²⁵⁰、神田秀樹²⁵¹、出口正義²⁵²、南保勝美²⁵³においてその見解が論じられ、最近においては加藤貴仁²⁵⁴が株主間のエージェンシー問題について論じている。また柴田和史は、どのような裁判所の検討および法理論の展開のもと、大株主に忠実義務の一つである情報開示義務が認められるようになったのかについて検討を行っている²⁵⁵。

例えば、株主の議決権行使との関係において誠実義務理論の目的は多数決濫用の抑制という点にあり、誠実義務の理論的存否や誠実「義務」という用語の当否という問題よりも、議決権行使にあたって、株主が考慮すべき会社の利益の範囲はどこまでか、そしてまた、他の株主の利益の範囲はどこまでか、という問題のほうが重要である、という指摘がある²⁵⁶。このような学説を経て現在、誠実義務は支配株主の権利行使の際の行動基準または限界を画すると理解することにより、企業の組織再編における諸問題の解決を図ろうとする見解

²⁴⁷ 江頭（2015）・前掲注（175）130頁。

²⁴⁸ 高田源清「株主の誠実義務」大隅健一郎編『竹田先生古希記念 商法の諸問題』（有斐閣、1947）121頁以下。それまで権利濫用を正面から株主の誠実義務として説くものはほとんどなかった中、これを正面から取り上げた。

²⁴⁹ 龍田節「資本多数の濫用とドイツ法（一）」法学論叢 68 巻 1 号（1960）69 頁以下。ドイツ法からの多数決濫用の問題、多数決原理と密接な関係を持つ株主平等の原則、誠実義務について論じる。

²⁵⁰ 別府三郎「少数株主の保護について—西ドイツ新株式法を中心として—」鹿児島大学法学論集 5 巻 2 号（1970）27 頁以下、別府三郎「大株主（または支配株主）の抑制法理（積極的義務）の展開（英米法に関連して）」鹿児島大学法学論集 14 巻 2 号（1979）23 頁以下、別府三郎『大株主権力の抑制措置の研究』（嵯峨野書院、1992）ほか。

²⁵¹ 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整（3）」法学協会雑誌 98 巻 10 号（1981）1296 頁以下。

²⁵² 出口正義「株主の誠実義務（一）」商学討究 33 巻 1 号（1982）45 頁以下、ほか。

²⁵³ 南保勝美「ドイツにおける株主の誠実義務の理論」法律論叢 66 巻 6 号（1994）1 頁以下。

²⁵⁴ 加藤貴仁「支配株主と少数派株主のエージェンシー問題に関する覚書—社外取締役などにどこまで期待できるのか?—」東京大学法科大学院ローレビュー 11 巻（2016）222 頁以下。

²⁵⁵ 柴田和史「取締役及び大株主の情報開示義務（一）」法曹時報 55 巻 1 号（2003）1 頁以下、ほか。

²⁵⁶ 神田・前掲注（251）1310 頁。神田は、ドイツ文献（vgl. Zöllner, Schranken S. 337ff.; ders. in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 1976, §243 Anm. 189 ff; Schilling in Aktienfgesetz Großkommentar, 3. Aufl., 1973, §243 Anm. 18f.）を参照し、このように指摘する。

である一方、一般条項的な性格から要件が不明確である等の理由で、日本においては未だ判例等の承認を得るに至っていない²⁵⁷。

3.5.2. 議決権の濫用

会社法では、「株主総会等の決議について特別の利害関係を有する者が議決権を行使したことによって、著しく不当な決議がされたとき」株主は訴えを以ってその決議取り消しを請求することができる²⁵⁸。機関投資家が議決権の行使において多数決で持ってその権利を濫用した場合も、会社法 831 条 1 項 3 号の適用の可能性はあるか。問題は、「特別の利害関係を有する者が議決権を行使したことによって」の部分である。機関投資家による議決権行使の多数決の濫用の場合においては、機関投資家は必ずしも特別利害関係人となるわけではない。

特別利害関係人となるわけではない多数決の濫用も会社法 831 条 1 項 3 号（旧商法 247 条 1 項 3 号）が適用されるのかとの問題は、1) 決議取消し事由とすると 3 ヶ月の提訴期限（831 条 1 項 柱書）が適用されるが、そう考えるのは妥当か、2) 株主以外の第三者に決議の瑕疵を主張させる必要性はあるのか等を論点と関連し²⁵⁹、昭和 56 年商法改正後にもその対象を決議取消しと解すべきか、あるいは決議無効に解すべきかにつき見解に争いがある²⁶⁰。また、このような争いの中、多数決の濫用における瑕疵の大小に注目し、民法一条の信

²⁵⁷ 江頭（2015）・前掲注（175）130-131 頁。

²⁵⁸ 会社法 831 条 1 項 3 号（昭和 56 年改正後商法 247 条 1 項 3 号）。昭和 56 年改正後商法 247 条 1 項 3 号および商法改正経過につき、江頭ほか編・前掲注（68）259 頁、388-391 頁。なお、株主総会等の決議の取消しの訴えにつき、「第 4 部日本編 第三章 3.1.2 株主総会等の決議の取消しの訴え」参照。

²⁵⁹ 大塚章男「少数株主の締め出しと株主平等に関する一考察（上）」商事 1878 号（2009）33 頁。なお、2) に対して、竹内は、大株主と小株主という会社の内部紛争の問題のため、その必要はないのではないかと指摘する。鴻常夫ほか『株主総会 改正会社法セミナー（2）』（有斐閣、1984）209 頁〔竹内昭夫発言〕。

²⁶⁰ 大塚・前掲注（259）33 頁。なお、決議取消しと解する見解として、i) 大株主の議決権の濫用が認められる限り、そこに多数者の個人的動機が存在し、ひいては特別利害関係が存在するものとみて、取消の訴えに服するものと解すべき、ii) 特別利害関係人が関与した結果著しく不当な決議がなされたときに、瑕疵として取消事由となり、特別利害関係人が関与しない場合の決議が、瑕疵として重いほうの無効原因になるというのはおかしい、iii) 実際問題として取消しで解決するのではないかと、がある。i) ii) iii) につきそれぞれ、大隅健一郎＝今井宏『会社法論 中巻』（有斐閣、第三版、1992）119 頁、鴻常夫ほか「会社法改正要綱をめぐって—第二回」ジュリ 737 号（1981）106 頁〔龍田節発言〕、鴻ほか・前掲注（259）217 頁〔竹内昭夫発言〕、決議の内容であり決議の方法ではないことから、著しく不当な決議においても、改正後商法 247 条 1 項 3 号の類推適用の可能性を指摘する見解として、210 頁〔河本一郎発言〕。なお、多数決の濫用がなされたときは、その決議の効力はどのようになるのかについては、種々の学説が対立していたが、改正後商法（247 条 1 項 3 号）の下においては、多数株主の議決権濫用が認められるときには、多数株主の個人的動機が存在し、ひいては特別利害関係が存在するものと見て、かかる決議は取消の訴えに服すると解する説（大隅＝今井の説）を支持すべきであろう、と指摘するものとして、小島孝『新版 注釈会社法（5）—株式会社の機関（1）』（上柳克郎ほか編）（有斐閣、1986）388 頁。これに対し、決議無効と解すべき見解として、少数株主の締め出しのための多数株主による株式併合決議は法令違反（民法 1 条 3 項の権利濫用）による瑕疵であり、無効確認の訴えによるべきとする、田中誠二『再全訂 会社法詳論（上巻）』（勁草書房、1982）504-505 頁。ほかに、改正後商法 247 条 1 項 3 号の規定が、小株主の追放のための株式併合の決議における多数決の濫用の場合をも包摂しうるかを疑問視する見解として、北沢正啓『会社法』（青林書院、第 6 版、2001）338-339 頁。

義誠実の原則や権利濫用の原則に違反する場合は無効原因となるが、そのような程度に達しない場合には取消しではないか、という見解もあった²⁶¹。いずれにしろ、会社法 831 条 1 項 3 号は特別の利害関係人という条件付きで多数決の濫用の要件、すなわち株主間の利害調整の問題を定めているという見解もある²⁶²。こうした点については、第五部で詳しく検討する。

3.5.3. 株主提案権の濫用

株主提案権の導入にあたり、事業に関する情報や専門的知識に乏しい株主による提案であるから問題のある提案がなされる事態は想定されていたが²⁶³、株主に対して能動的な参加の機会を保障し²⁶⁴、株主に意見表明の機会を与えること事態に意味があった²⁶⁵。濫用的な行使に対して備えの乏しい制度である、という意見が多数ある一方²⁶⁶、近年においては、導入当初の懸念が現実となるような、一株主による内容の乏しい大量の提案による企業の費用および準備負担の増加が問題となっている²⁶⁷。

²⁶¹ 鴻ほか・前掲注 (259) 208 頁〔稲葉威雄発言〕。また、昭和 56 年改正以前の見解として、公序良俗違反として無効とするが、無効を広く認めるのを避け盟約な場合に限定するという見解として、田中誠二『新会社法論 (上)』(勁草書房、1951) 247 頁。良俗違反を理由に決議の無効ないし、取消しの事由として認めることに解釈論として賛成し得ないとする見解として、石井輝久「株主総会決議の瑕疵」田中耕太郎編『株式会社報講座 (第三巻)』(有斐閣、1956) などがあつた。なお、多数決濫用による総会決議取消と決議無効の経緯につき、大塚・前掲注 (259) 33 頁を参照されたい。

²⁶² 龍田・前掲注 (209) 136-138 頁、岩原紳作「株主総会決議を争う訴訟の構造 (9・完)」法学協会雑誌 97 巻 8 号 (1980) 1073 頁、大塚・前掲注 (259) 33 頁、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整 (5)」法学協会雑誌 99 巻 2 号 (1982) 288-289 頁。神田は、昭和 56 年商法改正により議決権排除制度が廃止されると共に多数決濫用決議の取り消しに関する実定法規定が導入された (改正後商法 247 条 1 項 3 号) ことにつき、このような規定がなくても多数決濫用決議は瑕疵を帯びる、と指摘する。また、特別利害関係を広く解釈すること、多数決の濫用を組み込むべきではないか、という議論につき、鴻ほか・前掲注 (260) 104-105 頁〔前田庸発言〕、〔龍田節発言〕。

²⁶³ 稲葉・前掲注 (187) 131 頁。経営に素人の株主の出す提案であるから、経営者としては噴飯ものの場合もありえようが、真摯に対応することが望ましいこと、また、単独株主権ではなく少数株主権としたことは濫用への経済界の懸念を反映している、と説明している。濫用の弊害を懸念する意見としてほかに、竹内昭夫ほか「経済界からみた会社機関改正試案の問題点」商事 836 号 (1979) 540 頁、547 頁〔佐土井滋発言〕参照。ほかに、正井章作「株主提案権」別冊ジュリスト 149 号 (1998) 60 頁、61 頁。

²⁶⁴ 龍田節「株主総会の正常化」ジュリ 747 号 (1981) 106 頁、107 頁。龍田は、株主に能動的な参加の機会を保障する意義は大きいと指摘する。

²⁶⁵ 松井・前掲注 (215) 41-42 頁。また、稲葉は、稲葉威雄ほか「会社法の改正—理論を中心として」ジュリ 747 号 (1981) 46 頁、47-48 頁〔稲葉威雄発言〕において、改正の問題意識として、株式会社における経営のコントロール、会社運営の適正化を挙げている。

²⁶⁶ 松井秀征『会社法コンメンタール 7—機関 (1)』〔岩原紳作編〕(2013) 240-269 頁。松井・前掲注 (215) 42 頁。松井は、株主の質問内容次第で説明拒絶が認められる取締役等の説明義務 (会社法 314 条、会社法施行規則 71 条) の場合と制度の構造において大きく異なる、と指摘している。また、江頭は、江頭 (2015)・前掲注 (175) 328 頁、330 頁において、会社は、提案された議題が総会の決議事項でない時はそれを議題とする必要がないこと、また会社法 304 条但し書きについて、同条は株主総会の構成員としての株主に認められた権利であり、自己の議案を提出できることは当然であるため、規定の意義は、むしろこの拒絶事由にある、としている。同様の点につき、高木康衣「株主提案権の行使が権利濫用とされた事例」熊法 11 号 (2016) 51 頁。ほかに、青竹・前掲注 (215) 98-115 頁、弥永真生『コンメンタール 会社法施行規則・電子公告規則』(商事法務、第 2 版、2015) 466-472 頁、参照。

²⁶⁷ 「株主提案権 乱用防ぎ—回数制限など企業、負担軽く」日本経済新聞 2017 年 2 月 10 日朝刊第 1 面。株主提案が多すぎて総会の進行が滞る事例も相次いでいるため、企業側からは濫用的提案への規制を求め

他方で、導入時に懸念されていたように株主提案権を用いて株主が提案できる範囲については、解釈論および立法論から今日においてもなお議論の余地を残しており、解釈論としても、一般条項である権利の濫用による制約の検討の余地がある²⁶⁸。

東京高判の事件は、株主の提案権の行使に対して権利の濫用と判示し、会社ないし関係した取締役の責任を否定した初めての事件である。当該事件は個人株主に関連するが、判例を通して、機関投資家が企業のガバナンスに関与するうえでの影響を検討する。

・東京高判平成 27 年 5 月 19 日金判 1473 号 26 頁

本判決は、株主提案権が侵害されたことを理由に損害賠償請求を任用した初めての判決の控訴審²⁶⁹であり、株主提案権の行使が権利の濫用にあたるとして、会社ないし関係した取締役の責任²⁷⁰を否定し、株主の損害賠償請求を棄却した裁判例である。また、株主提案権の行使が権利の濫用に当たるものとして初めて判断した公判裁判例として意義を有する。

本件は、株主提案権（会社法 304 条～305 条に規定）の行使に対する会社の取り扱いの是非が問題となった事案である。具体的には、一人の株主が会社に対し 114 個の議案を提出し、協議後 20 個に削減したが、残る議案の一部を付議するのに不適法と判断した会社がその議案を招集通知に記載しない旨、当該株主に通知したうえで株主に対し発送した。これを当該株主は株主提案権の侵害として主張し、会社は個人的目的による株主提案の行使は権利濫用と主張し、裁判所は「株主総会の活性化を図ることを目的とする株主提案権の趣旨に反する」ことから、これを「権利の濫用として許されない」と判示した²⁷¹。

る声が上がっている。例えば、野村ホールディングス株式会社は一株主から商号を「野菜ホールディングス」への変更を求める県をはじめとする 100 個の提案を受け、そのうち株主総会に付議するための要件を満たすもののみを第 2 号議案から第 19 号議案として招集通知に掲載している。野村ホールディングス株式会社「第 108 回定時株主総会（平成 24 年 6 月 27 日（水）開催）招集ご通知」、<http://www.nomuraholdings.com/jp/investor/shm/2012/data/report108.pdf>、（2017.08.17）。

²⁶⁸ 松井秀征「株主提案権の行使と権利濫用」重判解 1492 号（2016）100 頁、松井・前掲注（215）46 頁。

²⁶⁹ 評釈として、弥永真生「株主提案権の行使と権利濫用」ジュリ 1486 号（2015）2 頁、松井・前掲注（268）99 頁、小林史治「株主提案権とその権利の濫用—東京高判平成 27 年 5 月 19 日の検討—」商事 2079 号（2015）43 頁、岩田合同法律事務所「株主提案権の侵害を認めたうえで株主に対する取締役の損害賠償責任を肯定した第一審判決を取り消して当該損害賠償責任を否定した事例（HOYA 株主提案権侵害控訴事件）」商事 2079 号（2015）76 頁、原弘明「株主提案権の侵害による会社および取締役の損害賠償責任が否定された事例」金判 1489 号（2016）2 頁、高木・前掲注（266）49 頁、伊勢田道仁「株主提案権の行使と権利の濫用」セレクト 2015 II（2016）18 頁、鳥山恭一「株主提案権の濫用 HOYA 株式会社事件」法セ 731 号（2015）113 頁。紹介として、大塚和成「株主提案権を侵害されたという株主の会社および取締役に対する損害賠償請求を一部理由があるとして一部認容した第一審判決が、控訴審において、当該株主提案権の行使は権利濫用に当たることを理由に取り消された事例（上告・上告受理申立て）（東京高判平成 27・519 金判 1473 号 26 頁）」銀法 21 798 号（2016）100 頁。

²⁷⁰ 株主に対する不法行為責任、会社法 429 条の責任。

²⁷¹ 本判決においては、第一審判決による取締役への損害賠償命令と異なり、当該株主の提案が株主提案権を濫用するものであったとして、取締役の責任を否定し、当該株主の請求を一部認容した第一審判決を取り消し、当該株主の請求を全部棄却している。

当該事件の株主提案権を共益権という性格に照らすと、株主たることと関係のない利益を追求してこれを行行使することにより会社利益を侵害することは許されなく、このような権利の行使は株主権の濫用にほかならない²⁷²。また、権利行使が権利濫用に該当するかどうかは、主観的要素と客観的要素の両視点から検討する必要がある²⁷³。本判決における主観的要素は、株主の個人的な不満等を解決する目的であり、客観的要素は当事者間の利益状況の比較、すなわち権利行使者である株主の利益と権利行使される会社の利益との衡量である²⁷⁴。前者の権利行使者である株主の利益は、個人的な目的の追求、あるいは会社を困惑させる目的の存在が看守できることからその要保護性は高くはないと考えられる一方、後者の権利行使される会社の利益については、不相当に多数の議案が株主より提案された場合、会社がすべてをそのまま受け入れなければならないのであれば、①招集通知の印刷および送付に関する費用は莫大なものになる、②株主総会の運営に無用な時間がかかり適正な運営が阻害される、③こうした①②の点から対応可能な程度に提案議案数を絞り込むように会社が求めることは合理性がある、といえる²⁷⁵。また、株主提案権が導入された目的を鑑みると、その目的は株主総会の活性化であったにもかかわらず、当該株主の提案の目的は提案権の目的に合致しているか疑問である。

²⁷² 大隅健一郎『会社法の諸問題』（有信堂高文社、新版、1983）169-170 頁。荒谷裕子「株主権の濫用」判タ 917 号（1996）30 頁。荒谷は、大隅を参照し、この共益権に関する制約は、株主たる資格と関係のない利益を追求してはならないという消極的なものであって、専ら会社の利益のためにその権利を行行使しなければならないという積極的なものではないと解される、と指摘する。また、近藤は、近藤光男『会社支配と株主の権利』（有斐閣、1993）7-10 頁において、株主提案権には株主の意見が聞けるという利益からこれを広く認めるべきであるようにも思われるが、濫用的な提案に対しては注意が必要である、と指摘する。例えば、勧告的提案を認めるべきであるという意見もあるが、現行法上取締役は勧告するだけの株主総会決議は考え難く、たとえ勧告的提案であっても総会で可決されれば取締役はそれに従う義務があり決議を無視すれば善管注意義務違反としての責任を追及される、と指摘する。なお、株主は勧告的形式の提案をなしうるという見解として、森田・前掲注（213）56 頁、69-71 頁、参照。学説上の有力説は、勧告的提案の形式で株主提案を行うことは許されないとする見解であるが、勧告提案という形式を認める余地もありうるとして、前田重行『新版 注釈会社法（5）』（上柳克郎ほか編）（有斐閣、1986）70 頁。共益権の点から、権利濫用となる具体例として、例えば株主としての資格と関係のない純個人的な利益の保護ないしは追及の手段として株主提案権を株主が行行使する場合があげられる。小林・前掲注（269）47、51-52 頁、実方正雄「少数株主権の濫用」末川先生古希記念論文集刊行委員会『末川先生古希記念 権利の濫用（中）』（有斐閣、1962）161-162 頁、武井・前掲注（217）56 頁。

²⁷³ 四宮和夫＝能見義久『民法総則』（弘文堂、第 8 版、2010）18-19 頁、松井・前掲注（215）46 頁参照。また、我妻は、我妻栄『民法総則』（岩波書店、1965）35 頁において、民法の解釈として、権利を行使者の主観に拘泥することなく、言い換えれば、自分の必要からの行為で他人に損害を与えることを意図しない場合においても、客観的な立場から、権利者が権利行使によって得ようとする利益とそれにより他人に与える損害を比較考量し、その権利の存在意識に照らして判断されなければならない、としている。ほかに、遠藤浩『民法（1）総則』（遠藤浩ほか編）（有斐閣、第 4 版増補補訂 3 版、2004）27 頁は、民法 1 条 3 項の説「権利ノ濫用ハ之ヲ許サス」について、権利行使者の心理状態という主観的要素に加え、当該行為により権利者の受ける利益と相手の被る損害とを比較考量し、公共の福祉という標準により権利濫用の成否を判断する。

²⁷⁴ 松井・前掲注（268）100 頁、松井・前掲注（215）46 頁。

²⁷⁵ 松井・前掲注（268）100 頁。一人の株主が 1 回の株主総会で提案できる議案の個数に制限を設ける見解として、田中・前掲注（213）164 頁、松井・前掲注（215）41 頁、松尾健一「株主提案権制度の見直しの可否—近時の特徴的な行使事例を踏まえて」法時 86 巻 3 号（2014）51-53 頁。

昭和 56 年商法改正により導入された株主提案権制度および取締役の説明義務（株主の質問権）は株主総会が情報開示および情報交換の場であるという前提で設けられている²⁷⁶。株主総会における情報開示および情報交換は、経営者に対するコントロールという観点からも重要な意味を持ち、提案権、質問権の決定は情報開示、情報交換という機能を発揮するための手段としても位置づけられる²⁷⁷。質問権である「取締役等の説明義務」は、株主の質問内容次第で説明拒絶が認められる²⁷⁸。一方、株主提案権は、制度の構造において「取締役の説明義務」と大きく異なり、会社法における権利の濫用防止制度は、議題の提案権自体に関する会社法 303 条、議案提案権自体に関する同 304 条、議案の要領の通知請求権に関する同 305 条などによってのみ規定されており、例えば濫用的な提案にはほとんど効果がないのが実情である²⁷⁹。当該事件のような提案を含め、近年における一株主による内容の乏しい多数の株主提案は、大概にして企業の全株主の利とはなっておらず、逆に株主共同の利益が侵害されている。このような日本の株主提案権と比較し、アメリカおよびイギリスでは株主提案権の要件に厳しい制限が課されている。例えば、アメリカでは株主は 500 語以内の 1 つの提案、イギリスでは 1000 語以内で提案する必要がある²⁸⁰。

あまりに多くの株主提案がされることは、正常な株主総会の運営を阻害する恐れがあり、株主提案権の濫用的行使を防止するため、またアメリカやイギリスの提案権の比較から、提案議案数に一切の制限がない点の見直しは喫緊の課題として、立法による解決を検討する見解もあり、このような状況を受け、株主提案権の濫用的行使を防止するため、法制審議会に株主総会手続きの改善を含む会社法改正が諮問された²⁸¹。当該事件は個人株主による株主提案が権利の濫用と判示された例であるが、株主共同の利益を侵害するような一株主による行動の積み重ねは、全株主の正当な意見提起の機会を限定することになりかねず、一株

²⁷⁶ 江頭憲治郎『新版 注釈会社法 (5)』〔上柳克郎ほか編〕（有斐閣、1986）19-21 頁。松井秀征『株主総会制度の基礎理論：なぜ株主総会は必要なのか』（有斐閣、2010）388 頁。松井は当該書籍において、株主および株主総会について 3 つの疑問を提起している。そのうちのひとつが株主の「所有者」性から企業経営への参与権が導かれるのか、という疑問であり、所有には出資した財産に対する管理権が含まれ、企業経営への参与権が導かれる、という解答を導き出している。株主総会における株主提案権についてもこの検討を基礎とする。

²⁷⁷ 山下友信「総会の権限—株主総会の機能」民商 85 巻 5 号（1982）727 頁、745 頁。山下は、昭和 56 年の商法改正における株主総会の位置づけについて、株主総会の権限を縮小することに伴う経営者への権限集中は回避すべきであり、そのためには株主総会の情報開示、情報交換が重要な意味を持つ、と論じている。山下を参照して同旨として、松井・前掲注（276）388-389 頁。また、弥永は、弥永真生「株主総会正常化と今後の課題第 4 回（下）—株主総会の活性化は必要か」資料商事 338 号（2012）6 頁、12 頁において、株主総会は、取締役の選解任についての意思決定機関としての役割を有するのにとどまり、主として取締役が受託者としての説明責任を果たす場としての機能、ならびに株主の質問に答える情報提供の場としての機能が求められる、としている。

²⁷⁸ 会社法 314 条、会社法施行規則 71 条。取締役等の説明義務については、「第三章 3.6. 取締役の説明義務」参照。

²⁷⁹ 澤口実「株主提案権の今」資料商事 340 号（2012）25 頁、参照。

²⁸⁰ アメリカの株主提案権につき「第二部アメリカ編 第四章 1.4.3. 株主提案」、イギリスの株主提案権につき、「第三部イギリス編 第四章 1. 株主の権利」参照。

²⁸¹ 会社法改正につき、日本経済新聞・前掲注（267）第 1 面。

主である機関投資家が企業のガバナンスに関与するうえで、影響を及ぼす可能性がないとは言えない。

従来、株主提案権は労働運動や市民運動といったごく限られたケースで行使されていたが、2000年代に入り海外の投資家をはじめ機関投資家の持株比率が増えるに伴い、純粋に株主利益の観点から、具体的には剰余金の配当、役員選任といった株主提案が行われるようになり、提案が可決されるケースも見られるようになった²⁸²。

3.6 取締役の説明義務

株主の権利として、議決権の行使、決議の取消しの訴え、株主提案権、提案権に関する問題と行使状況について分析、検討を行ってきた。会社法における「取締役等の説明義務」²⁸³は、株主の質問権とも言われている。本節では、株主提案権の導入と同年の昭和56年の商法改正時に導入された取締役等の説明義務について確認し、行使状況について分析、検討を行う。

一般株主にとって、株主総会が企業との対話の場となる²⁸⁴。株主総会の場で、出席した株主が、質問をし、質問に対し説明を受けることは、会議体の一般原則として当然のことであるが、会社法ではこれを明文化で確認するとともに、一定の場合について除外規定を設けている²⁸⁵。「取締役、会計参与、監査役及び執行役は、株主総会において、株主から特定の事項について説明を求められた場合には、当該事項について必要な説明をしなければならない」²⁸⁶、と規定される。取締役の説明義務は、株主の質問権と表裏一体の関係にあるが、取締役等の説明義務という形で規定が置かれたのは、株主の「権利」とすると、濫用の危険が

²⁸² 田中亘「IV 機関」落合誠一編『会社法 Visual Materials』（有斐閣、2011）64-65頁、「アデランス再建 混迷—取締役選任、スティーラ案承認」日本経済新聞 2009年5月29日朝刊9面。例えば、上場会社において現取締役会と対立する株主提案が総会で可決された例として、アデランスホールディングスの株主総会決議において筆頭株主のスティーラ・パートナーズが推す取締役全員の選任が承認されたケースがある。田中・前掲注（213）164頁。

²⁸³ 会社法 314条、会社法施行規則 71条。

²⁸⁴ 川村力「III 取締役の説明義務」法教 421号（2015）22-23頁。

²⁸⁵ 田中・前掲注（213）180頁。会社法 314条但し書き以下、会社法施工規則 71条で除外規定が設けられている。除外規定につき松井は、松井・前掲注（266）249-255頁において、取締役等が説明を拒むことを認められる場合は、①株主の共同の利益を著しく害する場合、②説明のための調査を要する場合、③説明のための調査を要する場合、④株式会社その他の者の権利を侵害する場合、⑤質問が反復されている場合、⑥その他正当な理由がある場合、であるが、③については、客観的に見て当然認識しておくべきであったといえる事項、株主が株主総会の日より相当の期間前に質問事項を株式会社に対して通知していた場合は、取締役等は説明を拒絶することはできない、と説明する。また、取締役等の説明義務の範囲、程度、説明義務違反の効果等についてまとめたものとして、高橋英治「取締役等の説明義務の限界」浜田道代＝岩原紳作編『別冊ジュリスト増刊 新・法律学の争点シリーズ 5 会社法の争点』（有斐閣、2009）110頁以下、を参照されたい。

²⁸⁶ 会社法 314条。

あるとの懸念からである²⁸⁷。このような沿革からすると、株主の質問権を認めたのと同趣旨であるといえる²⁸⁸。

過去 10 年分の株主総会白書から、実際に株主総会においてどれくらいの数の株主が何件くらいの、どのような内容の質問がなされ、実際に回答しているのかを、コーポレート・ガバナンスとの関係を中心に分析する。

3.6.1. 説明の内容・程度

取締役等はどのような内容をどの程度尽くせば、説明義務を果たしたことになるのかの程度については、株主の質問内容、すなわち説明義務の対象は株主総会の目的である事項に限り、これに関しないものである場合、説明により株主の共同の利益を著しく害する場合その他正当な理由がある場合には、説明拒絶が認められる²⁸⁹。判例は、その判断基準には客観性が要求され、また株主総会が多数の株主により構成される機関であり、説明の相手方が多数人であることを考え併せると、原則として、平均的な株主が基準とされるべきである、と判示している²⁹⁰。すなわち、対象となる議題に関して、議案の賛否に関する合理的な判断に客観的に必要な情報を説明することで、平均的な株主において議案の賛否に関する合理的判断ができるかどうかをもって、説明義務を尽くしたことになる²⁹¹。

3.6.2. 株主総会における議案等に関する質問状況

それでは実際、株主総会においてどれくらいの株主が何件くらいの質問をし、またその内容はどのようなものなのか、直近 10 年間のデータから、議案等に対して質問した株主数、質問件数および質問内容、ならびに質疑打ち切りに関し、運用状況から分析・検討を行う（図表 11、図表 12、図表 13 参照）。

²⁸⁷ 松井・前掲注（266）244-245 頁、竹内昭夫『改正会社法解説』（有斐閣、新版、1981）106 頁。竹内は、説明義務と規定することについて、質問権という権利を明定すると総会屋の武器として利用され、議事運営上混乱を生ずるのではないかという経済界の不安、を理由の一つとして挙げている。

²⁸⁸ 松井・前掲注（266）244-245 頁。なお、定時株主総会における「社外取締役を置くことが相当でない理由」に対する説明義務は、株主からの質問を待たずに、取締役が積極的に口頭で説明しなければならない、につき、坂本三郎『一問一答 平成 26 年改正会社法』（商事法務、第 2 版、2015）84-85（Q54）。

²⁸⁹ 会社法 314 条但し書き。会社法施行規則 71 条。

²⁹⁰ 判例として東京地判平成 16 年 5 月 13 日金判 1198 号 18 頁（以下「東京スタイル事件」という）。なお、東京スタイル事件の評釈として、得津晶「既知事項質問に対する取締役の説明義務と議長の議事運営—東京スタイル決議取消訴訟事件」ジュリ 1312 号（2006）165 頁以下、がある。

²⁹¹ 松井・前掲注（266）261 頁。なお、東京スタイル事件では、「会議の目的たる事項が決議事項である場合には、原則として、平均的な株主が基準とされるべき」と判示する一方、「当該質問株主が平均的な株主よりも多くの知識ないしは判断資料を有していると認められるときには、そのことを前提として、説明義務の内容を判断することも許されると解すべきである」とも述べている。この点に関し批判的な見解として、得津晶・前掲注（290）166 頁以下、参照。

まず、議案等に対して質問した株主数について、「質問なし」が 10 年前の 1,238 社から 2016 年の 411 社と 1/3 に減少している（図表 11 参照）。また平成 27（2015）年度の総会

図表 11 議案等に対して質問した株主数

商事法務研究会編「株主総会白書」2118 号、2085 号、2051 号、2016 号、1983 号、1949 号、1916 号、1883 号、1850 号、1817 号より筆者作成。

社数、青字は%																
		回答 対象期間	質問等 なし	1人	2人	3人	4人	5人	6人	7人	8人	9人	10人	11人 以上	無回答	回答社数
平成28	2016	2015.7.1.-2016.6.30	411	274	206	178	128	111	84	55	52	49	48	153	6	1755
			23.4	15.6	11.7	10.1	7.3	6.3	4.8	3.1	3.0	2.8	2.7	8.7	0.3	100.0
27	2015	2014.7.1.-2015.6.30	646	254	149	128	106	74	71	45	41	35	38	113	4	1704
			37.9	14.9	8.7	7.5	6.2	4.3	4.2	2.6	2.4	2.1	2.2	6.6	0.2	100.0
26	2014	2013.7.1.-2014.6.30	1061	270	115	75	52	32	29	19	14	12	9	43	25	1756
			60.4	15.4	6.5	4.3	3.0	1.8	1.7	1.1	0.8	0.7	0.5	2.4	1.4	100.0
25	2013	2012.7.1.-2013.6.30	1172	269	93	64	39	27	29	20	14	10	10	25	20	1792
			65.4	15.0	5.2	3.6	2.2	1.5	1.6	1.1	0.8	0.6	0.6	1.4	1.1	100.0
24	2012	2011.7.1.-2012.6.30	1198	245	130	65	57	27	20	10	20	17	11	26	19	1845
			64.9	13.3	7.0	3.5	3.1	1.5	1.1	0.5	1.1	0.9	0.6	1.4	1.0	100.0
23	2011	2010.7.1.-2011.6.30	1127	295	137	71	48	39	29	22	7	22	13	28	11	1849
			61.0	16.0	7.4	3.8	2.6	2.1	1.6	1.2	0.4	1.2	0.7	1.5	0.6	100.0
22	2010	2009.7.1.-2010.6.30	1229	265	127	72	30	32	25	20	11	12	4	27	14	1868
			65.8	14.2	6.8	3.9	1.6	1.7	1.3	1.1	0.6	0.6	0.2	1.4	0.7	100.0
21	2009	2008.7.1.-2009.6.30	1243	275	140	86	41	29	16	12	10	9	10	15	11	1897
			65.5	14.5	7.4	4.5	2.2	1.5	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.8	0.6	100.0
20	2008	2007.7.1.-2008.6.30	1254	313	151	73	49	26	16	21	11	11	12	20	5	1962
			63.9	16.0	7.7	3.7	2.5	1.3	0.8	1.1	0.6	0.6	0.6	1.0	0.3	100.0
19	2007	2006.7.1.-2007.6.30	1238	296	149	83	48	23	20	19	17	7	7	30	15	1952
			63.4	15.2	7.6	4.3	2.5	1.2	1.0	1.0	0.9	0.4	0.4	1.5	0.8	100.0

では平成 25（2013）年に「社外取締役の任用について報告書に記載すること」が決定した後の初の総会であったことから質問者の人数が増加し、平成 23（2011）年のオリンパス事件、平成 27（2015）年の東芝事件といった企業の不正会計も質問人数の増加の一要因と考えられる。

次に、議案等に対する質問件数について分析、検討する（図表 12 参照）。この 10 年間で急増している年が平成 27（2015）年度である（グリーンハイライト部分）。10-14 件の質問数と回答した企業が 14.7%、また 15-19 件という回答が 7.4%を占める。この年は、前述の東京高判平成 27 年 5 月 19 日金判 1473 号 26 頁の裁判が行われた年であり、権利の濫用に対する議論が交わされた年でもあることから、一株主における質問件数が多いとも考えられる。また、平成 27（2015）年は改正会社法の施行、コーポレートガバナンス・コードの適用が開始され、それらが平成 27（2015）年度は会期中であったことから、また、平成 28（2016）年度に至っては適用開始後初の株主総会として注目されたことも平成 27（2015）

年のみならず平成 28（2016）年の総会における質問数が急増の一つの要因であると考えられる。これらを念頭に次に、具体的な質問事項について分析する。

図表 12 議案等に対する質問件数

商事法務研究会編「株主総会白書」2118 号、2085 号、2051 号、2016 号、1983 号、1949 号、1916 号、1883 号、1850 号、1817 号より筆者作成。

社数、青字は%																
	1件	2件	3件	4件	5件	6件	7件	8件	9件	10-14件	15-19件	20-24件	25件以上	無回答	回答社数	Remarks
平成28	120	144	120	107	71	73	77	58	66	207	114	50	37	94	1338	(該当なし417社除く)
	9.0	10.8	9.0	8.0	5.3	5.5	5.8	4.3	4.9	15.5	8.5	3.7	2.8	7.0	100.0	
27	113	114	83	73	73	57	34	35	34	155	78	34	22	149	1054	(該当なし650社除く)
	10.7	10.8	7.9	6.9	6.9	5.4	3.2	3.3	3.2	14.7	7.4	3.2	2.1	14.1	100.0	
26	157	104	62	40	42	29	18	22	11	66	31	14	7	67	670	(該当なし1086社除く)
	23.4	15.5	9.3	6.0	6.3	4.3	2.7	3.3	1.6	9.9	4.6	2.1	1.0	10.0	100.0	
25	170	73	52	44	26	19	11	17	11	62	23	12	2	78	600	(該当なし1192社除く)
	28.3	12.2	8.7	7.3	4.3	3.2	1.8	2.8	1.8	10.3	3.8	2.0	0.3	13.0	100.0	
24	137	91	62	53	33	27	22	15	13	65	25	11	10	64	628	(該当なし1,217社除く)
	21.8	14.5	9.9	8.4	5.3	4.3	3.5	2.4	2.1	10.4	4.0	1.8	1.6	10.2	100.0	
23	140	106	71	55	36	29	24	21	10	62	40	17	8	92	711	(該当なし1,138社除く)
	19.7	14.9	10.0	7.7	5.1	4.1	3.4	3.0	1.4	8.7	5.6	2.4	1.1	12.9	100.0	
22	140	76	62	45	38	24	26	21	18	51	26	12	7	79	625	(該当なし1,243社除く)
	22.4	12.2	9.9	7.2	6.1	3.8	4.2	3.4	2.9	8.2	4.2	1.9	1.1	12.6	100.0	
21	167	89	71	47	35	26	12	17	9	46	19	11	6	88	643	(該当なし1,254社除く)
	26.0	13.8	11.0	7.3	5.4	4.0	1.9	2.6	1.4	7.2	3.0	1.7	0.9	13.7	100.0	
20	160	119	55	42	41	38	28	18	17	45	31	15	9	85	703	(該当なし1259社除く)
	22.8	16.9	7.8	6.0	5.8	5.4	4.0	2.6	2.4	6.4	4.4	2.1	1.3	12.1	100.0	
19	153	112	73	53	25	28	28	12	16	43	33	10	12	101	699	(該当なし1,253社除く)
	21.9	16.0	10.4	7.6	3.6	4.0	4.0	1.7	2.3	6.2	4.7	1.4	1.7	14.4	100.0	

総会で実際に株主から出された質問事項（図表 13 参照）で 10 年を通し継続して多いものは、経営政策・営業政策、株価動向、配当政策・株主還元、財務状況、子会社・関連会社等である。

図表 13 総会で実際に株主から出された質問事項（複数回答）

商事法務研究会編「株主総会白書」2118号、2085号、2051号、2016号、1983号、1949号、1916号、1883号、1850号、1817号より筆者作成

平成	質問等なし	経営政策・営業政策	増資・資金調達	株価動向	配当政策・株主還元	財務状況	政策保有株式関係	役員の指名関係	役員報酬・賞与	役員退職慰労金	役員の兼務の状況	社外役員・独立役員関係	役員の構成関係	取締役会の実効性評価関係	政治献金・寄付金	株主総会の運営方法等	リストラ・人事・労務	環境問題・社会貢献	子会社関連会社関係	クレーム・事件・事故	内部統制状況・リスク管理体制	監査役等の関係	会計監査人関係	個人情報保護関係	買収防衛策	震災・節電関係	機関設計関係	株価電子化関係	その他	無回答	回答社数	平成	
28	397	1021	62	326	541	333	31	133	116	31	20	145	141	7	4	174	259	105	252	173	142	72	53	N/A	21	N/A	N/A	50	N/A	359	15	1755	28
27	445	975	67	289	528	309	N/A	153	116	26	12	193	N/A	N/A	7	142	258	97	237	146	166	42	6	N/A	20	N/A	N/A	25	N/A	313	18	1704	27
26	484	955	70	278	527	319	N/A	N/A	115	35	21	165	N/A	N/A	6	151	297	95	260	152	132	36	8	N/A	31	N/A	N/A	N/A	N/A	319	11	1756	26
25	536	931	56	227	437	293	N/A	N/A	110	29	13	107	N/A	N/A	6	127	246	90	237	129	110	38	6	N/A	20	N/A	61	N/A	N/A	335	25	1792	25
24	546	957	49	289	455	317	N/A	N/A	140	37	25	111	N/A	N/A	11	159	217	118	273	139	123	58	19	N/A	26	N/A	194	N/A	N/A	330	15	1845	24
23	555	921	71	322	451	288	N/A	N/A	149	50	22	92	N/A	N/A	12	142	197	138	221	142	109	58	12	N/A	27	N/A	468	N/A	N/A	292	16	1849	23
22	623	913	78	262	420	314	N/A	N/A	237	59	22	101	N/A	N/A	6	123	203	133	243	172	80	43	14	N/A	6	N/A	31	N/A	2	328	18	1868	22
21	640	899	69	256	425	349	N/A	N/A	196	90	21	113	N/A	N/A	12	152	208	171	230	185	123	56	26	N/A	8	N/A	27	N/A	15	321	19	1897	21
20	658	939	52	388	554	314	N/A	N/A	145	113	20	105	N/A	N/A	5	173	186	180	238	195	143	64	21	15	96	N/A	N/A	N/A	13	292	8	1962	20
19	699	836	77	329	506	252	N/A	N/A	154	138	17	83	N/A	N/A	6	150	176	136	206	196	139	73	35	15	182	45	N/A	N/A	N/A	289	18	1952	19

社外取締役の独立性に関する開示記載が定められた平成 25（2013）年以降、コーポレートガバナンス・コードの影響もあり、社外役員・独立役員関係の質問が急増している。また、三角合併が解禁²⁹²になった平成 19（2007）年には、買収防衛策に対する質問が 182 件あったが、翌年からはその半分になり、直近では約 20 件前後で推移していることがわかる。これは、近年、買収防衛策を廃止する企業が増加していることにも関係すると考えられる。買収防衛策の相次ぐ廃止理由としては、1) M&A が企業の成長戦略として根付いたこと、2) 以前から買収防衛策に批判的であった海外投資家のみならず、国内の投資家にも同様の意識変化が起こりつつあること、3) 金融庁による株主総会の個別議案に対する賛否開示の要請等、が挙げられ、防衛策なしに買収を阻止しようとするれば、企業価値（時価総額）を高めることにより、買収されにくくするしかないといった企業の危機感を投資家も歓迎している²⁹³。

4. 受託者としての義務

会社法において株主には出資義務以外の株主の義務はない。一方、資産運用機関である機関投資家は受託者としての責任を負う。例えば、「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン（1997 年 4 月）」²⁹⁴、および「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン（2002 年 3 月）」²⁹⁵といった厚生労働省からの通達は、基金の運用関係者に対する受託者責任の具体的な規範となっている²⁹⁶。受託者の責任は、法律的には英米でいう fiduciary duty（受託者の義務）に該当し、一般的に言えば「他人のために仕事をする者」の責任であり、金融分野では金融資産を運用する立場にある者はすべて fiduciary に含まれる²⁹⁷。受託者の義務においては、1) 注意義務、2) 忠実

²⁹² 注（118-119）およびその本文参照。

²⁹³ 「『買われる覚悟』を買う」日本経済新聞 2017 年 5 月 24 日朝刊 18 面。

²⁹⁴ 一部改正につき、厚生労働省年金局長「『厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて』の一部改正について」（年発第 0926 第 4 号 平成 24 年 9 月 26 日）。<http://www.smtb.jp/business/pension/pamail/PEN-NEWS/120926gaidorainn.pdf>、(2017.12.31)。2012 年 2 月に発覚した AIJ 投資顧問事件を契機に受託者責任徹底のため一部改正がなされた。なお、AIJ 事件につき「第 5 章 4.3 アセットオーナーの受託者責任」参照。

²⁹⁵ 見直しにつき、「『確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン』の見直し」、<http://www.mhlw.go.jp/file/06-Seisakujouhou-12500000-Nenkinkyoku/0000183798.pdf>、(2017.12.31)。

²⁹⁶ 春日俊介「機関投資家の受託者責任と議決権行使の関係」金融庁金融研究センター（2014 年 7 月）5 頁、<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2014/03.pdf>、(2017.12.31)。

²⁹⁷ 神田秀樹「いわゆる受託者責任について：自金融サービス法への構想」（財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」）3 月号（2001）98 頁。

義務、3) 事故執行義務、4) 分別管理義務、が中心的な義務であり、その中でも重要な義務は1) 注意義務、2) 忠実義務である²⁹⁸。

一方、受託者としての義務はアメリカが ERISA 法と州法で横断的に規定しているのに対し、日本の法制は未熟であった²⁹⁹。具体的には、日本において一般法のレベルで、1) から4) の義務を定めるのは信託法のみであり³⁰⁰、信託以外の受託者について明文規定があるのは原則として民法における委任契約の受任者の善管注意義務³⁰¹のみであった。忠実義務については、各運用機関の業法が、例えば厚生年金基金の理事及び運用機関の責任³⁰²、確定給付企業年金の事業主、基金の理事、運用機関の責任を³⁰³、個別に定めていた³⁰⁴。ところが、運用機関の業者としての義務を規定する各根拠法には、善管注意義務と忠実義務の両方が明確に規定されていなかった³⁰⁵。例えば、厚生年金基金を主として運用するのは、信託銀行、投資顧問会社、生命保険会社である。このうち信託銀行は前述の信託法で、投資顧問会社は民法の善管注意義務に加え投資顧問業法における忠実義務³⁰⁶が定められている一方、生命保険会社の年金運用については、保険業法に受託者責任の規定はなく、厚生年金基金保険契約に基づき、民法上の「信義誠実の原則」に基づき資産は運用されていた³⁰⁷。

そのような中、2006 年、これまでの縦割り業法から投資家保護のための横断的・包括的な金融商品取引法が成立した³⁰⁸。金融商品取引法は投資性が認められる金融商品・投資サービスを可能な限り法の対象として、販売・勧誘、資産運用、投資助言に至る横断的・包括的

²⁹⁸ 1) につき「思慮分別のある人であればそうするであろう判断をし、そういう注意を払って行動する」といういわゆる *prudent man rule* のもとで資産運用を行う。2) につき、自分の利益または第三者の利益と「その他人」の利益（例えば年金の場合には加入員の利益）が衝突するような場合には、「その他人」（加入員）の利益のほうを優先させなければいけない、という内容の義務。神田・前掲注（297）99 頁、春日・前掲注（296）5 頁。

²⁹⁹ 神田・前掲注（297）99-100 頁。なお ERISA 法につき、「第二部アメリカ編第二章 2.1ERISA 法の構成」参照。

³⁰⁰ 例えば、善管注意義務につき信託法第 29 条。忠実義務につき同第 30-32 条。

³⁰¹ 民法第 644 条。

³⁰² 厚生年金保険法 120 条の 2、同 120 条の 3、同 121 条の 3、同 136 条の 5。

³⁰³ 確定給付企業年金法第 69 条、同 70 条、同 71 条、同 72 条、同 73 条。

³⁰⁴ 春日・前掲注（296）5-6 頁。

³⁰⁵ 橋本基美「運用機関の受託者責任—受託者責任研究会の議論と成果を踏まえて—」野村総合研究所資本市場研究室、資本市場クォーターリー夏号（2000）1 頁、5 頁、<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2000/2000sum19.pdf>、（2017.12.31）。

³⁰⁶ 投資顧問業法第 21 条（投資助言）、同第 30 条の 2（投資一任）。

³⁰⁷ 橋本・前掲注（305）5 頁。生命保険会社の運用に関し、特別勘定分は運用リスクを契約者である年金基金が負担することになるため、生命保険会社に受託者としての誠実運用義務が生じるが、これは法律上の義務ではなく、協定書に依頼する。また、神田は、保険会社が注意義務、忠実義務をはじめとする 4 つの義務を負うと解釈することは伝統的な法理論からは相当困難であり、業者ではなく何が行われるかに応じて、アメリカのように横断的な受託者責任のルールを明記するために法律を改正して対応する必要がある、と指摘する。神田・前掲注（297）109 頁。

³⁰⁸ 「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成 18 年法律第 65 号）。「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」（平成 18 年法律第 66 号）。

な業規制及び行為規制の体系の構築を基礎とした³⁰⁹。金融商品取引法においては、受託者の義務である 1) 注意義務、2) 忠実義務に関しては、金融商品取引業者は顧客に対する誠実公正義務を負う、すなわち「金融商品取引業者等並びにその役員及び使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」と規定されている³¹⁰。そのうえで、投資助言業、投資運用業、ならびに有価証券等管理業に対し、以下の通り忠実義務等の受託者の義務を定める。例えば、投資助言業務に関して、顧客に対する義務として忠実義務である「金融商品取引業者等は、顧客のため忠実に投資助言業務を行わなければならない。」³¹¹、および善管注意義務である「金融商品取引業者等は、顧客に対し、善良な管理者の注意をもって投資助言業務を行わなければならない」と定める³¹²。また、投資運用業者等に関しては金融商品取引法 42 条 1 項において忠実義務、同 42 条 2 項において善管注意義務を定める³¹³。さらに、有価証券等管理業務に対しては同 43 条において善管注意義務を定める³¹⁴。

³⁰⁹ 小立敬「金融商品取引法案のポイント」資本市場クォーターリーSpring (2006) 43 頁。

³¹⁰ 金融商品取引法第 36 条第 1 項。誠実公正義務は、a) 金融商品取引業者等やその役職員が顧客に対して負うもっとも基本的な義務であり、具体的な行為規則では捕捉しにくい行為を規制する際の根拠規定になる、b) 証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions : IOSCO) の定めた誠実公正原則に倣い「顧客の最善の利益」のみならず「市場の健全性という観点も踏まえ、業者は誠実かつ公正に行動すべきである、c) 善管注意義務・忠実義務 (金融商品取引法第 41・42・43 条) との関係において幅広く誠実公正義務を課したうえで、一方が他方の判断に頼る関係が典型的に認められる場合においては、善管注意義務や忠実義務 (有価証券等管理業に関しては善管注意義務) を明文で課し、強硬法的性格を一層明確にしたものである、また d) 当該義務に違反した場合、罰則はないが行政処分の対象にはなりうる (同 51 条・51 条の 2・52 条・52 条の 2)。河村賢治『金融商品取引法コンメンタール 2—業規制§§22-66 の 49』[神田秀樹ほか編] (商事法務、2014) 216-217、220-222 頁。

³¹¹ 金融商品取引法第 41 条 1 項。忠実義務は、顧客に対し、金融商品取引業者等は忠実に投資助言業務を行わなければならないと定める。なお、忠実義務については、利益相反状況において自己の利益を顧客の利益に優先してはならないという狭義に解釈するか、こうした点に加え助言に関し自ら利を得てはならないというぎむまでふくむという広義に解釈するか、という問題を基礎とし、投資助言業者の忠実義務の解釈論にはなお不明な部分が多く存在するという指摘もある。船津浩司『金融商品取引法コンメンタール 2—業規制§§22-66 の 49』[神田秀樹ほか編] (商事法務、2014) 391-393 頁。

³¹² 金融商品取引法第 41 条 2 項。41 条 2 項の意義は、①対価の支払義務を負う顧客から見れば当然である、投資助言業務を行うに当たり専門家としての注意義務を払わなければならない、という義務内容が委任の有無等に関係なく存在していること、②その違反の効果として、金融商品取引法上の監督上の処分、すなわち行政的な処分が可能であること、が明らかにされたことにある。船津・前掲注 (311) 393-394 頁。なお、①につき、当然求められるべき中心的義務が明確に規定され、受託者責任の重要性が明らかになったという指摘につき、石田眞得「投資顧問契約と投資一任契約」『金融商品取引法の理論と実務』河本一郎＝龍田節編 (経済法令研究会、2007) 95 頁。また、①につき、顧客に対して善良なる管理者の注意をもって投資助言業務を行わなければならないという規定は平成 18 年に廃止された証券投資顧問業法では、法定されていなかったこと、および②につき、神崎克郎ほか『金融商品取引法』(青林書院、2012) 859 頁。

³¹³ 権利者に対する義務として、「金融商品取引業者等は、権利者 (次の各号に掲げる業務の区分に応じ当該各号に定める者をいう。以下この款において同じ。) のため忠実に投資運用業を行わなければならない。一 第 2 条第 8 項第 12 号に掲げる行為を行う業務 同号イ又はロに掲げる契約の相手方、二 第 2 条第 8 項第 14 号に掲げる行為を行う業務 同号に規定する有価証券に表示される権利その他の政令で定める権利を有する者、三 第 2 条第 8 項第 15 号に掲げる行為を行う業務 同号イからハ迄に掲げる権利その他同号に規定する政令で定める権利を有する者」(金融商品取引法第 42 条 1 項)、「金融商品取引業者等は、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。」(同第 42 条 2 項)、と定める。なお、投資助言業と異なり、顧客ではなく権利者に対する義務である点に留意が必要である。

³¹⁴ 「金融商品取引業者等は、顧客に対し、善良な管理者の注意をもって有価証券等管理業務を行わなければならない。」(金融商品取引法第 43 条)。

資産運用機関は受託者としての責任を負い、顧客の利益のみを考えて投資を行う必要がある。運用機関の受託者責任は資産保有機関の最善の利益をもたらすよう資産運用を行うことであり、言い換えれば投資先企業における株主利益最大化である。資産運用者および資産保有者としての機関投資家はすなわち、受託者の責任として、モニタリング機能の一つである効率性の観点からの監視を補完する、といえる³¹⁵。なお、第四章ではスチュワードシップ・コードを踏まえ、法的課題として、アセットオーナーとスチュワードシップ責任の観点から、受託者責任、すなわち受託者としての義務の履行を検討する。

5. 機関投資家に関する事例

日本の証券市場において、2000 年代初頭は 1997 年の金融危機を境に株式持ち合いが解消に向かい、メインバンクも以前ほど企業に対して影響をおよぼさなくなりつつあった時代である。また、この時代は、コーポレート・ガバナンス強化を目的とする会社法の改正をはじめ、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードが、まだ成立しておらず、メインバンク制を中心としたインサイダー優位の時代と、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードという 2 つのコードによるアウトサイダーによる対話を通じた企業への関与への転換期であったと考えられる。

このような転換期に機関投資家の存在は日本企業およびその株主たちにどのように考えられていたのだろうか。本章では、両コードが成立する以前のガバナンスの転換期に機関投資家の行動はどのように企業および株主に受け止められていたのかを検討するため、2 つのケースを取り上げ、機関投資家の行動に対する司法の判示を検討する。コーポレート・ガバナンスにおけるモニタリング機能の転換期のケースを検討することで、機関投資家に何らかの役割が期待される現在、どのような投資家が企業の価値を高め、中長期的成長に貢献するのかを検討する手掛かりが期待できる。当時と比較し、両コードが導入された現在、機関投資家に対する考え方は変わりつつあるのか、日本企業に対する機関投資家の行動として、2000 年代における日本企業に対するアクティビズムにおいて最も社会的関心を引き寄せたとされるブルドックソース事件および J パワー事件³¹⁶を取りあげる。

³¹⁵ 例えば、資産運用者は資産保有者の、資産保有者は最終受益者である年金加入者等の最善の利益となるよう、受託者としての責任を果たさなければならない。

³¹⁶ John Buchanan et al., *Agency Theory in Practice: a Qualitative Study of Hedge Fund Activism in Japan*, 22 Corp. Governance: An Int'l Rev. 296, 301(2014)。Buchanan はこれら 2 つの事件が日本企業への経営介入を代表する事件というよりもむしろ社会的関心が最も高い事件であるという裏付けとして、2007 年の日本経済新聞朝刊、夕刊にブルドックソース事件は 280 回、J パワー事件は 670 回取り上げられたことを挙げる。

5.1. ブルドックソース事件

まず、最二小判平成 19 年 8 月 7 日民集 61 巻 5 号 2215 頁（以下「ブルドックソース事件」という。）の裁判を取り上げる³¹⁷。ブルドックソース事件は、買収者であるスティール・パートナーズ・ジャパン（以下「スティール」という。）の公開買付けに対し、ブルドックソース株式会社（以下「ブルドックソース」という。）が新株予約権の無償割当てという、スティールにとっては差別的な内容³¹⁸となる新株予約権の無償割当てを防御策として行ったことに買収防御策を発動したことに端を発する事件である³¹⁹。ブルドックソースは、スティールが日本において会社経営の経験はなく、ブルドックソースを自ら経営する意図もなく、また経営権取得後の経営計画もなければ、日常的な業務を自ら運営する意図を有していないことから、スティールの公開買付けがブルドックソースの企業価値をき損し、ブルドックソースおよび株主の共同の利益を害するものと判断し、株主総会の承認を得て、この防御策が最高裁においても適法と判断された³²⁰。

なお、当該事件においては、第一審および控訴審ともに、買収防御策としての必要性和相当性を備えているという論理を展開しているが、その根拠には大きな違いがある³²¹。まず、第一審の東京地裁においては、現経営陣と買収者のいずれに経営を委ねるべきかの判断につき、「株主総会は、その株主によって構成される株式会社の最高意思決定機関であるから、特定の買収者による経営支配権の取得が企業価値を損なうおそれがあるという対抗手段の必要性の判断については、原則として株主総会に委ねられるべきであり、当該株主総会の判断が明らかに合理性を欠く場合に限り、対抗手段の必要性が否定されるものというべきである。」、「本件新株予約権無償割当ては、株主総会の特別決議に基づき行われるものであって、債権者関係者の有する株式の数に応じて適正な対価が交付され、株主としての経済的

³¹⁷ 東京高決平成 19 年 7 月 9 日民集 61 巻 5 号 2306 頁（控訴審）、東京地決平成 19 年 6 月 28 日民集 61 巻 5 号 2243 頁（第一審）。

³¹⁸ スティールは会社法 247 条の規定の適用あるいは類推適用されるところ、株主平等の原則に反して法令および定款に違反し、かつ著しく不公正な方法によるものであると新株予約権無償割当ての差止めを求める仮処分命令の申し立てをした。

³¹⁹ 田中亘 (a)「ブルドックソース事件の法的検討 (上)」商事 1809 号 (2007) 4 頁以下、田中亘 (b)「ブルドックソース事件の法的検討 (下)」商事 1810 号 (2007) 15 頁以下。またブルドックソース事件の詳細につき、この 2 つの判例批評、関連するシンポジウムのディスカッション、東京地裁決定から東京高裁決定、最高裁決定に至るまでの申立書・答弁書等裁判資料をまとめたものとして別冊商事法務編集部編「ブルドックソース事件の法的検討—買収防御策に関する裁判経過と意義—」別冊商事法務 311 号 (2007) を参照されたい。

³²⁰ 白井正和「買収防御策としての新株予約権の無償割当ての差止め」飯田秀聡ほか『会社法判例の読み方—判例分析の第一歩』(有斐閣、2017) 110 頁以下。白井は、本決定は、本件新株予約権無償割当てが株主平等原則の趣旨に反するものかどうかを判断するにあたり、買収防御策の必要性和相当性を判断する枠組みを採用しているとし、その両枠組みにおいて株主総会の特別決議を経たうえでなされた価値判断であり、採用された措置であったことから、本判決においては、株主総会の判断が重要視されている、と指摘する。なお、定時株主総会における新株予約権の無償割当てに関連する議案に対し、株主の議決権の約 88.7%、議決権総数の約 83.4%の賛成により可決された。

³²¹ 東京高決平成 19 年 7 月 9 日民集 61 巻 5 号 2306 頁（控訴審）および東京地決平成 19 年 6 月 28 日民集 61 巻 5 号 2243 頁（第一審）、参照。

利益が平等に確保されていると一応認められるから、当該新株予約権無償割当ては、株主平等原則や会社法 278 条 2 項の規定に違反するものということとはできない。」「本件新株予約権無償割当てにおいては、債権者にも株主としての経済的利益が平等に確保されていること、本件新株予約権無償割当てが本件公開買付けに対する対抗手段として必要性、相当性を欠くものということとはできない」と判示した。東京地裁は、株主としての経済的利益は平等に確保されていることを理由に、株主平等原則に反するものではなく、経営支配権の争いにおける誰に経営を委ねるべきかの判断は、株主によってなされるべきという原則を強調したといえ、特別決議による防衛策の意義を重視した³²²。

これに対し、東京高裁は、「真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、専ら当該会社の株価を上昇させて当該株式を高値で会社関係者等に引き取らせる目的で買収を行うなどのいわゆる濫用的買収者が、株式を買い占め、多数派株主として自己の利益のみを目的として濫用的な会社運営を行うないし支配することは、会社の健全な運営などという観点を欠く」ことから株主平等原則に反しないとし、なおかつ「本件公開買付けは容認し難い不当なものと評価すべきであって、これに対抗する本件新株予約権無償割当てはやむを得ない手段であり、手続的な観点からも少なくとも株主総会の特別決議を経て導入されたものである」、また「本件新株予約権無償割当てを違法とするような不利益を与えるものとはいえないことなどを考慮すると、本件新株予約権無償割当ては相当性を有する対抗策であるというべきである」ことから買収防衛策は相当性を欠くものではない、と判示した。東京高裁は、スティールが「濫用的買収者」であることから、防衛策の必要性が正当化され、買収防衛策が株主総会の特別決議を経て導入されたこと、および新株予約権無償割当てがスティールに違法となるような不利益を与えるものではない点を考慮し対抗策は相当であると判示した³²³。

東京高裁では、裁判所自身が、スティールおよびその関係者を濫用的買収者であると判断し、必要性が充たされるとしたのに対し、最高裁では、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い……会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合」には、「その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものではない限り、これを直ちに同原則（株主平等の原則）に反するものということとはできない。」と判示した³²⁴。前者が必要性の

³²² 大崎禎和「ブルドックソースによる買収防衛策の発動」野村資本市場研究所（2007）20-21 頁 <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2007/2007sum02.pdf>、（2018.2.18）。鈴木裕「買収防衛策は適法—伝家の宝刀の抜き方—」大和総研（2007 年 7 月 11 日）3-6 頁、<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/esg/cg/07071102strategy.pdf>、（2018.2.18）。

³²³ 大崎・前掲注（322）20-22 頁、鈴木・前掲注（322）5 頁、参照。

³²⁴ 伊藤靖史「差別的行使条件付新株予約権の無償割当て」ジュリ 205 号（2011）202-203 頁、田中（a）・前掲注（319）8 頁。

要件、後者が相当性の要件になる³²⁵。さらに、必要性の要件については、「最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適性を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである」と判示した。また、新株予約権無償割当ては、スティールの関係者も意見を述べる機会のあった株主総会における議論を経たこと、ブルドックス関係者以外のほとんどの既存株主は、スティールの経営支配権の取得によるブルドックスの企業価値のき損を防ぐために必要な措置として是認した点を考慮しこの判断は相当であると判示した³²⁶。

ブルドックス事件は、買収防衛策が実際に発動され、かつ最高裁まで争われたため、多くの議論を巻き起こした。例えば、本判決に対し、1) 経営支配権の取得に伴い企業価値がき損されるか否かは、「会社の利益の帰属主体である株主」により判断されるべきであるとしても、その判断は公開買付けに応じるかどうかの決定を通じて行えばよく、株主総会で行う必要があるのか³²⁷、2) 株主総会の承認を得て発動した買収防衛策であれば適法と認められるのであれば、経営陣による安定株主工作、株式持合工作を助長するのではないか³²⁸、3) 望ましい買収かどうかは株主総会という場で判断すべきか³²⁹、といった疑問が呈されている。

ところで、スティールという機関投資家が当該事件においてブルドックスという企業とその株主、および日本の証券市場に及ぼした影響について考えると、スティールの行動は日本の企業や株主に良い印象を与えたとは言い難い。スティールは、買収に際し、会社経営の経験が全くなければ、経営する意図もなく、なおかつ経営権取得後の経営計画もないと

³²⁵ 田中・前掲注 (a) (319) 8 頁。

³²⁶ 伊藤・前掲注 (324) 203 頁。

³²⁷ 田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、2012）245-248 頁。

³²⁸ 田中・前掲注 (327) 297-316 頁、胥鵬「第9章 ブルドックスは企業価値の番犬か」田中亘＝中林真幸編『企業統治の法と経済—比較制度分析の視点で見るガバナンス』（有斐閣、2015）241 頁以下。田中は、ブルドックス株式会社の株式持ち合いについて、詳細な分析を行い、58%に上るインサイダー持株の存在があったことを明らかにした。また、株主総会の圧倒的多数の裏には安定株主工作が存在し、たとえ裁判でブルドックスが負けたとしても、このような株主構成の下では、スティール・パートナーズ・ジャパンの敵対的買収は成功しえなかったと、まとめている。また、胥は、同様の点を指摘し、その後のブルドックス株式会社の業績および株価動向を検証し、①ブルドックス株式会社の買収防衛は、短期的にも長期的にも企業価値の向上にはつながらなかった、②ブルドックス株式会社は、企業価値よりも経営陣の経営支配権の維持であると批判する。

³²⁹ 近藤光男『株主と会社役員をめぐる法的課題』（有斐閣、2016）136-140 頁。近藤は、ブルドックス事件の判決を、①裁判所の示した立場は本件事案の解決として妥当か、だとうであったとしても企業買収をめぐる議論を一般的整合的にどこまで解決しきれるのか、②現在の会社法の解釈としてはどのような場合にどのような買収防衛策が採り得るのか、③立法論としていかにあるべきか、という3点から検討しているが、最高裁の立場によれば、大多数の株主による決議と経済的利益の平等確保があれば、それでよいという判断になってしまう恐れがあるのではないかと指摘する。

いった意思表示が、高裁においてはそれが「濫用的買収者」に該当すると判示されている。スティールがブルドックスの全株式を取得することを目的として公開買付けを実施した際、ブルドックスは、質問事項を記載した意見表明報告書を関東財務局長に提出しているが、スティールの対質問回答報告書には、i) 経営支配権取得後の経営計画、ii) 経営する意思、iii) 投下資本の回収方針、に係る具体的な記載がなかったことから、ブルドックスの取締役会は、当該公開買付けは、企業価値をき損し、企業の利益ひいては株主の共同の利益を害するものと判断し、公開買付けに反対することを決議したからである。すなわち、スティールのこの対質問回答報告書の内容は、ブルドックスのみならず、それまであまり機関投資家の行動を把握しきれていなかった日本の証券市場に関連する機関や株主に、「機関投資家は企業に中長期的利益をもたらし、対象会社の株主の利益となるために行動するのではなく、ただ自分たちの利益のためだけに行動する」という印象を与えた、と推測される。このため、安定株主の存在があったとはいえ、ブルドックスの株主たちも約90%という高い比率の議決権で経営陣に賛同した、と考えられる³³⁰。

アメリカの投資ファンドであるスティールが日本企業に残した印象は、海外の投資ファンドは、買収後に企業の価値を向上させる秘策をもって企業の成長のために買収を行うのではなく、私的利益の追求にのみ関心があるグリーンメーラー的な印象を株主たちに与えなかったとは言い難い。また、企業も機関投資家は脅威であり、企業がいかに無策であるのかを思い知らされた、と考えられる。さらに、そのような株主や企業への印象は、今後、日本企業の価値を高めようとする機関投資家にとっても、困難な状況を産み出しかねない。当該事件により、企業や株主がすべての機関投資家を排除するという方向にもっていくのであれば、それは問題である。こうした点から、当該事件はどのような機関投資家が企業の中長期的成長に貢献できるのかを改めて考える機会を企業及び株主に与えたといえよう。

5.2.J-Power 事件

次に、イギリスのヘッジファンドである The Children's Investment Fund (以下「TCI」という。)の電源開発株式会社(以下「J-Power」という。)へのアクティビズムについて取り上げる。

³³⁰ 一方、なぜブルドックス事件において、アクティビズムが失敗に終わったのか、という要因をスティールによるターゲット企業の見誤り、とする見解がある。胥は、ソニー株式会社(以下「ソニー」という。)との比較において、ブルドックスがその株式所有構造が株式持合いに守られ、中長期的利益、株主、従業員を含むステークホルダーの利益を盾に機関投資家を拒絶するなら、まずは株式持合いの所有構造にメスを入れることが先決であり、株式所有構造改革からブルドックスの株価の長期低迷を打開する必要があった、と指摘する。すなわち、ソニーのような機関投資家の持ち株比率の高い企業においては、アクティビストが他の外国人機関投資家と協働することにより、株主利益を促進する株主提案が可決される公算は高いと推測できるが、ブルドックスにおいてはそのような株式所有構造になっていなかったことに、スティールが間違ったターゲットを選んだという理由があるという指摘である。当該指摘につき、胥・前掲注(328) 257-259頁。

2006 年現在、J-Power の 9.9%の株式を保有する TCI は増配等の要求をするも、J-Power に反対を受け、その後、2008 年には株式保有率を 20%に引き上げるため外国為替法による届け出を行ったが、経済産業省より「公の秩序の維持が妨げられる可能性」から中止命令を受け、これに従った³³¹。その後、2008 年の定時株主総会において新たに提案を行うも否決された³³²。TCI によると TCI による 5 つの株主提案に対し 20-40%の議決権の賛成を得たものの、株式持合いおよび取引関係者で構成される 40%の主要株主の賛成を得ることができなかったと考えられる³³³。同年 10 月 31 日、J-Power は TCI の保有する全株式を買い取ることを発表し、一連の攻防に終止符が打たれた³³⁴。

TCI の J-Power に対する戦略はスティールのブルドックソースに対するアクティビズムとは異なる³³⁵。しかし、ブルドックソース事件と同様に、株式持合いによる株式保有構造によって提案を否決されている点は共通する。すなわち、持合い等を理由とする経営陣側に立つ主要株主により、どのような提案内容であれ、経営陣を支持する意見でなければ提案は否決されるであろう、ということが判明したとも言える。

TCI が一連の J-Power との攻防に決着をつける際、もう一つ大きな課題を一般投資家に残している。J-Power の株式買い取りは一株 3830 円（総額 631 億円）³³⁶で実施されたが、その後 J-Power 株は大きく下落したため、結局 TCI の株式売却は 10 月 31 日の終値を 1,000 円近く上回った³³⁷。買い取り価格が時価を大幅に上回ったことで、他の株主から反発が出る可能性を残した結果となった。ヘッジファンドは、それ自体の株式保有率はそれほど大きくないため、アクティビズムを成功させようとするれば他の株主の協力が必須である。今回のような終焉は、それが TCI に起因するものではないとはいえ、ファンドは最後には自分たちの利益のために行動するのでは、という懸念を日本の投資家に残しかねない。このようなケースが蓄積されると、ファンドが他の株主の協力を得にくくなるのではないか、という課題を残したように思われる³³⁸。

³³¹ 『株主選び』コスト高く—J パワー株買い増し中止勧告」日経産業新聞 2008 年 4 月 17 日 26 面。

³³² Buchanan et al., *supra* note 316, at 302.

³³³ Michiyo Nakamoto, *J-Power investors reject TCI proposals*, Fin. Times, Jun. 27, 2008, at 18.

³³⁴ 「英投資ファンド TCI J パワー株売却へ」日本経済新聞 2008 年 11 月 1 日朝刊 4 面。

³³⁵ Buchanan et al., *supra* note 316, at 302。スティールは、ブルドックソースの余剰資金と低い市場価値を明らかにしたが、TCI は J-Power の巨大で複雑な組織構成の詳細を分析し、経営および財務の弱さを明らかにし改善するように要求した。

³³⁶ 買い取り価格は請求があった直前日から過去 3 か月の平均株価に設定された。

³³⁷ 日本経済新聞・前掲注 (334) 4 面。10 月 31 日終値は 2,895 円であった。

³³⁸ 2017 年の改訂で日本版スチュワードシップ・コードにおける集团的エンゲージメントがコードに追加されたが、集团的エンゲージメントには、機関投資家同士の協力が不可欠である。集团的エンゲージメントにつき、「第五章 2.1. スチュワードシップ・コードの枠組み、改訂版」参照。

5.3.二つの事例における分析と検討課題

日本企業に対する機関投資家のアクティビズムとして、ブルドックソース事件およびJパワー事件の2つを取りあげた。2つの事例において機関投資家の要求は通らず、最終的には対象企業から撤退した。まず、両事件に共通していえることは、株式保有構造が株式持合い等により経営陣を支持する株主が多数を占めている、という点である。もっとも、日本企業の経営陣は長期にわたって持続的に企業を成長させる責任を感じる一方、株主の代理人として行動すべきであるという考えには懐疑的である³³⁹。すなわち、日本国内の機関投資家は、本質的に経営陣を支持し、投資により株式リターンを得るといっても、それは長期的投資であり、株式売買や増配を通して短期的な株主価値を目的とするファンドとは異なる、という見解である³⁴⁰。この見解からすると、日本の企業の経営陣が企業の持続的成長に責任を感じ、国内機関投資家は基本的に経営陣を支持し、短期的ではなく長期的な投資を目指す、と考えられる。その結果、ブルドックソース事件において、スティールは自分たちの利益のためだけに投資したと考えられ、賛同を得ることができなかったともいえる。

この2つの事件を通して既存の株主が望んでいる投資家は、企業の持続的成長を促す長期的な投資を目指す投資家であるという可能性が高い。一方、安定株主の存在は、両事件のような短期的投資家だけではなく、企業や株主たちが望む長期投資家をも排除してしまう可能性がある。コーポレート・ガバナンスの強化を目指した平成26年の会社法改正、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードの成立は、企業や株主が望む企業価値に貢献する中長期的な投資家を排除することなく、企業の持続的成長に貢献できるよう、企業と投資家の関係を規律しようとする一方、安定株主の問題については、両コードが成立した現在においても機関投資家と企業のガバナンスの関係に大きな影響を及ぼしている。安定株主の問題については、第四章の「いわゆる政策保有株式の運用状況」において現在の状況を分析し、また、どのような機関投資家が効率性の観点からの監視を果たし、企業の中長期的成長に貢献できるのかについては、第五章「日本版スチュワードシップ・コード」において確認し、これらを踏まえ、第五部にて詳しく検討する。

³³⁹ Buchanan et al., *supra* note 316, at 308.

³⁴⁰ *Ibid.*

第四章 コーポレートガバナンス・コード

平成 27 (2015) 年 3 月 5 日、「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」(座長・池尾和人慶応義塾大学経済学部教授)において、「コーポレートガバナンス・コード原案—会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために—」(以下「コーポレートガバナンス・コード」という。))が、策定・公表された³⁴¹。ここでコーポレート・ガバナンスとは「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえたうえで、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組み」をいう³⁴²。コーポレートガバナンス・コードは実効的なコーポレート・ガバナンスの実現を図るうえで意義を有し、プリンシプルベース・アプローチやコンプライ・オア・エクスプレインなどの仕組みを採用している³⁴³。すでに 2014 年 2 月に金融庁の有識者検討会において策定された、機関投資家に対して企業との対話を通じた責任ある行動を促すスチュワードシップ・コードに対し³⁴⁴、コーポレートガバナンス・コードは経営者に対し、会社の持続的な成長のために起業家精神を発揮することを促している³⁴⁵。これら 2 つのコードが車の両輪となり、企業価値の向上という共通の目標に向けて取り組む時代に入ったといわれている。本章では、コーポレート・ガバナンスについて、策定の経緯、意義、特徴、構成を機関投資家に関係する点を中心に概説し、コーポレート・ガバナンス策定後の対応状況について分析、検討を行う³⁴⁶。

³⁴¹ 油布志行「コーポレートガバナンス・コードについて」商事 2068 号 (2015) 5 頁。油布によると、「コーポレートガバナンス・コード (原案)」について、これを内容とする各証券取引所のコーポレートガバナンス・コードが策定されるということが想定されているため、「原案」とついているがこれ自体が最終成果物である、と説明している。本件につき、金融庁の website、コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「コーポレートガバナンス・コード原案—会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために—の確定について」金融庁 (平成 27 年 3 月 5 日)、<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1.html>、(2017.07.21)、も参照されたい。なお、現在はコードの原案ではなくコードとして確立しているため、本論文ではコーポレートガバナンス・コードという。

³⁴² コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議・前掲注 (341)。

³⁴³ 油布志行ほか『『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説 [I]』商事 2062 号 (2015) 47 頁。なお、プリンシプルベース・アプローチやコンプライ・オア・エクスプレインなどの仕組みについては、「第四章 2.1 プリンシプルベース・アプローチ」、「第四章 2.2 コンプライ・オア・エクスプレイン」参照。

³⁴⁴ スチュワードシップ・コードについて、「第五章日本版スチュワードシップ・コード」参照。

³⁴⁵ 神作・前掲注 (163) 4 頁以下〔唐津恵一「ダブルコード時代の攻めのコーポレートガバナンス—本シンポジウムの趣旨・目的」商事 2101 号 (2016) 4-5 頁。〕。

³⁴⁶ コーポレートガバナンス・コードの詳細については、コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議・前掲注 (341)、神田秀樹「コーポレートガバナンス・コードについて」監査 642 号 (2015) 4 頁以下、油布・前掲注 (341) 4 頁以下、油布ほか・前掲注 (343) 47 頁以下、油布志行ほか (a) 『『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説 [II]』商事 2063 号 (2015) 51 頁以下、油布志行ほか (b) 『『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説 [III]』商事 2064 号 (2015) 35 頁以下、油布志行ほか (c) 『『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説 [IV 完]』商事 2065 号 (2015) 46 頁以下、油布志行＝浜田宰『『コーポレートガバナンス・コード原案』の概要及び同原案における海事関係の規律』、<http://www.fsa.go.jp/frtc/kikou/20150518-1.pdf>、(2017.07.22) (『週刊経営財務 3212 号 2015 年 5 月 18 日号』掲載。)、中村直人＝倉橋雄作『コーポレートガバナンス・コードの読み方・考え方』(商事法務、2015)等を参照されたい。

1. コーポレートガバナンス・コード策定の背景

1.1 経緯

平成 24（2012）年の安倍内閣総理大臣の就任記者会見で表明された三本の矢からなる経済政策における 7 つのテーマの一つである「産業の新陳代謝の促進」においては、産業の新陳代謝の主役は民間であるとの認識の下、経営の規律に関する施策であるコーポレート・ガバナンスの強化が強調された³⁴⁷。平成 26（2014）年 6 月に閣議決定された『日本再興戦略』改定 2014』において、有識者会議³⁴⁸が基本的な考えかたを取りまとめ、東京証券取引所が「コーポレートガバナンス・コード」を策定することを支援するとの施策が盛り込まれた³⁴⁹。その後、各証券取引所からコーポレートガバナンス・コードが策定・公表され、平成 27（2015）年 6 月から適用開始されている³⁵⁰。なお、『日本再興戦略』改定 2014』においては、「OECD コーポレート・ガバナンス原則」³⁵¹に沿って、コーポレートガバナンス・コードを策定すると明記されており、これに沿ってパブリックコメントを反映させ、平成 27 年 3 月 5 日にコーポレートガバナンス・コードが最終確定された³⁵²。

1) イギリスにおける企業のモニタリングの特徴

イギリスは、諸外国から多くの投資を呼び込みイギリス経済を豊かにするために、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードを基礎に、コーポレート・ガバナンスの強化を図った。柔軟性のあるソフトローを基礎とすることで、多様なビジネスモデルを持つ機関投資家への対応が試みられた。一方、これらのコードの柔軟性に対し、定義の曖昧性を批判する見解もあるが、コードにコンプライできない場合は説明責任を求め、そ

³⁴⁷ 三浦・前掲注（165）60 頁。三浦は、産業振興は、通常、規制緩和といったインセンティブ系の施策が想定されるが、経営の規律に関する施策が強調されたことは今回の成長戦略の特徴であったと、指摘する。なお、コーポレート・ガバナンスの強化につき、注（164-165）およびその本文参照。

³⁴⁸ 東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする。

³⁴⁹ コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議・前掲注（341）。

³⁵⁰ 清野 一ほか「社内規定の整備—平成 26 年改正会社法・CG コード等を受けて」別冊商事法務（水川 聡編）422 号（2017）3-4 頁。

³⁵¹ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD (2016)), 「G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則」, OECD Publishing, Paris, http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd_9789264250659-ja, (2017.08.20)。

³⁵² コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議・前掲注（341）。油布ほか・前掲注（343）47-48 頁。なお、有識者検討会議は計 8 回にわたり議論を重ね、コード（原案）とりまとめに当たっては、和英領分によるパブリックコメントを実施し、合計 121 の個人・団体（和文が 80、英文が 41）から意見が寄せられた。パブリックコメントについては金融庁 website に掲載の以下の「パブリックコメントの概要」、「主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答」、「主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答」を参照されたい。「コーポレートガバナンス・コード（原案）パブリックコメントの概要」、<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/01.pdf>, (2017.07.21)、「コーポレートガバナンス・コード（原案）主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答」<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/02.pdf>, (2017.07.21)、「コーポレートガバナンス・コード（原案）主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答」、<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/03.pdf>, (2017.07.21)。

の説明を FRC が客観的に判断し、機関を評価する点において、一つの監視が働いていると考えられる³⁵³。

2) 日本の選択

市場の監視が働くアメリカ、コードにより規律されるイギリスというモニタリングの特徴において、日本企業が長期にわたりメインバンクに依拠してきたことを鑑みると、アメリカの、市場による監視は日本のモニタリング・システムとは相いれ難いと言わざるを得ず、また、ルールベースで機関投資家ごとの、あるいは機関投資家のポリシーごとのルールをすべて決めることが妥当であるのかに疑問があり、さらに「コンプライ・オア・エクスプレイン」は日本としても初めての試みではあるが、柔軟性をもたせエクスプレインを許容することによりエンゲージメントや企業のガバナンスに関する透明性が高まる³⁵⁴。そもそも日本は株主よりもむしろステークホルダーである従業員の利益を重んじる傾向がある³⁵⁵。こうした点から、株主利益最大化を謳うアメリカよりもむしろ株主利益最大化を標榜しながらも会社法において企業は全ての正当な利害関係者に対して考慮義務を負うと定めるイギリスのシステムを受け入れやすい傾向にある、などを考慮すると、日本再興戦略においてイギリスに倣い 2 つのコードを基礎としたコーポレート・ガバナンスの強化にかじを切ったことは評価できる。

かつてイギリス政府はイギリス経済を豊かにするためにイギリスの証券市場に世界の投資を呼び込もうと、2 つのコードを基礎としたコーポレート・ガバナンスの充実を図った。同様に、日本の証券市場に、今やグローバルで動く投資資金を呼び込むには、魅力的な投資

353 「第三部イギリス編 第五章 1.4 コーポレートガバナンス・コード（2010）」、「第三部イギリス編第六章 5 スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の状況」参照。

354 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードの規範性について」江頭憲治郎先生古希記念『企業法の進路』（有斐閣、2017）1021-1022 頁。神作は、日本版スチュワードシップ・コードの説明において、「コンプライ・オア・エクスプレイン」のメリットとして、1) すべての企業にとって有効なベスト・プラクティスが存在しているわけではないことを正面から受け止め、原則からの離脱を許容する柔軟性を有する点、2) エクスプレインによる透明性、3) エクスプレインが市場関係者により高く評価される場合には原則の改善や改訂がなされ得る、という点を指摘する。なお、デメリットについては、「第五章 2.1. スチュワードシップ・コードの枠組み、改訂版」参照。

355 岩原・前掲注（138）73 頁。例えば岩原は、平成 26 年改正会社法について、日本の会社経営において株主利益と従業員集団の利益のバランスがやや従業員集団に傾きすぎていたのを、株主利益の一層の重視の方向へ一歩踏み出そうとしたものに過ぎない、と指摘する。また、大杉は、株主利益最大化論とステークホルダー論の検討において、株主利益の最大化を貫徹することには問題が多く、不完全な原則でしかないものを貫徹することは、「株主利益の最大化」という手段を「社会厚生 of the 最大化」に優先させる考え方であり、益よりも害が大きいというべきであると、批判する。大杉謙一「会社は誰のものか―株主利益最大化と短期主義批判、会社の社会的責任（CSR）に関する覚書」落合誠一先生古希記念『商事法の新しい礎石』（有斐閣、2014）31 頁。一方、柳川は、従業員や債券者等の他のステークホルダーと異なり、株主の取り分は事前に契約で規定されておらず、残余をとる権利を持つという意味で「残余請求権者」と呼び、残余請求権者に決定権を持たせれば一番効率的な決定が行われる、という議論に対し、実際は労働者や債券者に代表されるその他の請求権者の取り分も確定しているわけではなく様々な要因によって事後的に変動することから、株主がすべてに対し決定権を持つのが望ましいとは必ずしも言えない、と指摘する。柳川範之『法と企業行動の経済分析』（日本経済新聞社、2006）32-33 頁。

先を増やすとともに、上場企業のコーポレート・ガバナンスには、市場環境の整備の側面が否定しがたく、競争相手となる他国の市場と差異の少ない環境を整備することが不可欠である³⁵⁶。そのためにもコーポレート・ガバナンスの強化は不可欠であり、これを支持する2つのコードの検討は重要である。

1.2 コードの意義と目的

コーポレートガバナンス・コードとは、実効的なコーポレート・ガバナンスの実現に資する主要な原則を示すもの、すなわち実効的でよいガバナンスに資する原則、いわゆる「最善の実務（ベスト・プラクティス）」をまとめたものであり、厳格な法規範ではなく、プリンシプルベース・アプローチやコンプライ・オア・エクスプレインなどの仕組みを採用したソフトローに属する規範である³⁵⁷。

一方、企業統治に関し、主要なグローバルスタンダード・セッターが OECD である³⁵⁸。OECD コーポレート・ガバナンス原則においては、「コーポレート・ガバナンスは、会社経営陣、取締役会及び株主その他のステークホルダー間の一連の関係にかかわるものである」と定義され、IV 章はステークホルダーの役割として 1 章が割かれている³⁵⁹。これに倣い、日本のコーポレートガバナンス・コードも株主だけではなく、各ステークホルダーの立場を踏まえ、会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定の促進を通じて、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応を通じ、経済全体の発展に寄与することを目的としている³⁶⁰。

³⁵⁶ 大杉ほか・前掲注（166）34頁〔澤口実発言〕。澤口は、長期的には主要国と大きな差異のないコーポレート・ガバナンスに収斂していくのではないかと推測する。

³⁵⁷ 油布ほか・前掲注（343）48頁、神作裕之「コーポレートガバナンス・コードの法制的検討—比較法制の観点から—」商事 2068号（2015）14-16頁。神作は、コーポレートガバナンス・コードのようなソフトローは、自律的・自発的に形成された慣習や観光を文言かしたのではなく人工的に策定された「人為的なソフトロー」であり、そのようなそふとろーの実効性をどのように確保するかは、非常に難しい問題であると、指摘する。

³⁵⁸ 油布・前掲注（341）7頁。なお、コーポレート・ガバナンスを考えるにおいて、効果的なエンフォースメントの達成と柔軟性の維持の間の衝突に対する対処方法と法の役割、法と社会規範の相互作用を対象とし、ソフトローの意義を検討したものとして、野田博「コーポレート・ガバナンスにおける法と社会規範についての一考察」ソフトロー研究 / 東京大学大学院法学政治学研究科グローバル COE プログラム「国家と市場の相互関係におけるソフトロー・私的秩序形成に関する教育研究拠点形成」事務局編 1号（2005）105頁以下。

³⁵⁹ 最新版は、OECD（2016）・前掲注（351）。

³⁶⁰ コーポレート・ガバナンスでは、リスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面よりもむしろ、健全な起業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いた、経営陣が健全な起業家精神を発揮しつつ、経営手腕を振るえるような環境を整えることを狙いとした「攻めのガバナンス」の実現を目指すという点が大きな特徴である、と指摘する。コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議・前掲注（341）。清野ほか・前掲注（350）3-4頁。一方、神作は、神作・前掲注（357）15頁において、日本の場合、国際比較における日本企業のパフォーマンスの低さに対し、効率性の観点からコーポレート・ガバナンスに問題があるのではないかとという認識が広く共有されたことから、攻めのガバナンスや成長戦略との結びつきが強調されたのではないかと、指摘する。

また、中長期の投資を促す効果をもたらすことを期待している点において、市場の短期主義化が懸念される昨今において、会社にとって重要なパートナーとなりえる存在である、スチュワードシップ・コードに基づく中長期保有の株主（機関投資家）との建設的な「目的を持った対話」によって、会社は、ガバナンス上の課題の有無を検討し、自律的に対応するという取り組みをさらに充実させることが可能となり、このような点から、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードは「車の両輪」といえる³⁶¹。

2. コーポレートガバナンス・コードの概要

コーポレートガバナンス・コードは、「基本原則」、「原則」、「補充原則」の三層構造から成り、全部で 73 の原則がある。本節では、コードの最大の特徴である「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」について概要を確認し、原則については機関投資家の対極にある安定株主に関連する政策保有株式に関する原則 1-4. および機関投資家のエンゲージメントに関係の深い基本原則 5 およびその補充原則について確認する。

2.1 プリンシプルベース・アプローチ

プリンシプルベース・アプローチは、法令のように厳格な定義を置くのではなく、まずは株主等のステークホルダーに対する説明責任を負うそれぞれの会社が、コーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されており、株主等のステークホルダーも企業との対話に当たり、その意義を十分に踏まえることが望まれる³⁶²。言い換えれば、プリンシプルベースの下では、「抽象的で大掴みな原則」により規範が示され事案に応じた柔軟な解釈が可能となる一方、ルールベースよりも解釈の幅が広いと、その対象者が自らの活動が当該原則に則しているか否かを主体的に判断する必要がある³⁶³。プリンシプルベース・アプローチは、ソフトローの枠組みを通じてその実効性を確保することを前提とし、各社それぞれが株主と対話する中で着地点を探していく必要があると考えられる³⁶⁴。

³⁶¹ コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議・前掲注（341）。

³⁶² コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議・前掲注（341）。

³⁶³ 油布＝浜田・前掲注（346）2 頁。由布らは、このようなプリンシプルベース・アプローチを理解するうえで、ルールベースとプリンシプルベースの意義とその特質を理解することが有益であるとし、プリンシプルベースに対し、ルールベースについて、ある行為がルールに沿っているか否かについての明確な基準が示されるため明確性や予見可能性の確保という点において優れている一方、柔軟性に欠け、規制の対象範囲が過大・過小となりがちであり、制度の「抜け穴」を狙う行動を将来しがちである、と説明する。

³⁶⁴ 油布＝浜田・前掲注（346）2 頁、油布・前掲注（341）9-11 頁。由布は、プリンシプルベース・アプローチの趣旨は、自らの活動が形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして大丈夫かということをもメルクマークにすることである、と指摘する。

2.2 コンプライ・オア・エクスプレイン

コーポレートガバナンス・コードには 73 の原則があり、少なくとも東証の本則市場に上場している上場会社については対象になるが、対象会社がすべての原則を一律に実施することには困難を伴うことは理解できることから、73 の原則のうち一部の原則を実施しないことも想定する、という設計になっている³⁶⁵。重要な点は、企業側は、なぜその項目を実施しないのか、実施しない理由の説明を、「ひな形」的な表現により表層的に説明するのではなく、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫すべきであり、他方、株主は原則の一部を企業が実施していないことのみをもって、実効的なコーポレート・ガバナンスが実現されていないと、機械的に評価すべきではない、という 2 点である^{366, 367}。

また、コーポレートガバナンス・コードは、このようなコンプライ・オア・エクスプレインの遵守と上場契約に基づく原則の尊重という民事法的な側面と、金融商品取引法上の自主規制機関である金融商品取引所によって策定された自主規制の遵守および執行という二面性を有している³⁶⁸。

2.3 いわゆる政策保有株式

ガバナンス上の課題の有無を検討するには、企業と投中長期的な投資家の建設的な「目的を持った対話」、すなわち両者の真摯な議論が不可欠である。しかし、実際には、企業には持ち合い制度が解消に向かったとはいえ、まだまだ強固な安定株主が存在し、企業と投資家の議論の実効性が十分確保できない場合がある³⁶⁹。

コーポレートガバナンス・コードでは、このような安定株主、いわゆる政策保有株式について、a) その方針の開示、b) 中長期的な経済合理性や将来の見通しの検証と、これを反映した保有のねらい・合理性の説明、c) 政策保有株式に係る議決権の行使についての基準の策定・開示、を求めている³⁷⁰。政策保有株式の問題は、経済学的観点からは市場全体の流動

³⁶⁵ 油布・前掲注 (341) 9-10 頁。コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議・前掲注 (341) 4 頁 (序 12 項)。

³⁶⁶ コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議・前掲注 (341) 4 頁 (序 12 項)。

³⁶⁷ なお、Q&A 形式による、コンプライ・オア・エクスプレインの判断の前提となる各原則の趣旨や背景、関連する事項の参考につき、澤口実ほか「コーポレートガバナンス・コードへの対応に向けた考え方〔I〕」商事 2066 号 (2015) 4 頁以下、澤口実ほか「コーポレートガバナンス・コードへの対応に向けた考え方〔II〕」商事 2067 号 (2015) 61 頁以下、澤口実ほか「コーポレートガバナンス・コードへの対応に向けた考え方〔III〕」商事 2068 号 (2015) 42 頁以下、を参照されたい。

³⁶⁸ 神作・前掲注 (354) 1018 頁。金融商品取引所は定款その他の規制に基づき自主規制業務を行うことができ (金融商品取引法 84 条 1 項)、一方自主規制における利益相反問題の対処として、自主規制法人制度 (金融商品取引法 85 条 1 項、同 102 条の 2 以下) と自主規制委員会制度 (金融商品取引法 105 条の 4 以下) の選択肢を提供していることにつき、当該文献、注 (31) 参照。

³⁶⁹ 上田亮子「2016 年株主総会の課題—株主は今何を望んでいるのか」ビジネス法務 3 月号 (2016) 14-15 頁。

³⁷⁰ 原則 1-4. いわゆる政策保有株式。コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議・前掲注 (341) 11 頁 (原則 1-4.)。また横山は、横山淳「CG コード開示の動向③政策保有株式に関する方針等

性に歪みを与え、コーポレート・ガバナンスの観点からは全業種の上場会社に該当する重要な問題である³⁷¹。この点については、「3.2.原則 1-4. いわゆる政策保有株式」において運用状況から分析する。

2.4 株主との対話

コーポレートガバナンス・コードにおいては、「株主との対話」という章が第 5 章に設けられている。一方、日本が倣った OECD コーポレート・ガバナンス原則では、一つの章を割いて「株主との対話」が特記されてはおらず、日本においてはコーポレートガバナンス・コードに先駆けスチュワードシップ・コードが制定されたことから、企業と株主との対話が重要視されてきている環境にあることを踏まえ、両コードがお互いを補完しあいながら機能することで日本のコーポレート・ガバナンスの改善を目指していくという姿勢がうかがえる³⁷²。

具体的には「株主との対話」は、上場会社は、企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきであり、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべき、という基本原則に基づく³⁷³。基本原則 5 の下には、「原則 5-1. 株主との建設的な対話に関する方針」および「原則 5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表」が定められ、原則 5-1.にはこれを補完する補充原則が定められている。この補充原則の中でも、機関投資家のエンゲージメント³⁷⁴に関連の深い「対話に際してのインサイダー情報の管理に関する方策」³⁷⁵について述べる。

の現況」大和総研（2016 年 3 月 25 日）23 頁、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20160325_010757.pdf、（2017.07.27）において、上場会社が保有する「いわゆる政策保有株式」について、2010 年に開示制度の見直しがあったにもかかわらず、なぜ再度コーポレートガバナンス・コードによる開示が必要になったのか、と疑問を投げかけている。

³⁷¹ 上田・前掲注（369）14-15 頁。上田は、コードでは、政策保有株式を保有する側だけを対象としているが、保有される側についての視点も重要であると指摘する。なお、同様の指摘につき、金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第 3 回）議事録」、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20151124.html>、（2017.07.24）。また、株式の持ち合いの解消は正しい改革方向であるが、ブロック保有まで否定されるべきではないとの指摘につき、宮島英昭「ポスト持ち合いにおける 2 つの課題—新たな長期株主とブロック株主」宍戸善一＝後藤元編『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』（商事法務、2016）37 頁。

³⁷² 油布志行・前掲注（341）7 頁。なお、日本版のコーポレートガバナンス・コードが、OECD の構成に類似するが株主との対話が挙げられている点で、OECD の 2014 年の改正案（当時）を先取りしたものとなっていることにつき、神作・前掲注（357）23 頁 注（40）。最新版である OECD コーポレート・ガバナンス原則においても、「株主との対話」に対して 1 章は割かれていない。最新の原則は、OECD（2016）・前掲注（351）。

³⁷³ コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議・前掲注（341）27 頁（基本原則 5）。

³⁷⁴ エンゲージメントについては「第五章 1.2. コードの意義と目的：スチュワードシップ責任」参照。

³⁷⁵ 補充原則 5-1. ②(v)。

「対話に際してのインサイダー情報の管理に関する方策」の目的は、インサイダー取引規制に抵触することを防止することである³⁷⁶。上場企業は企業の未公表の重要事実の取り扱いについて、株主間の平等を図ることを基本としており、株主との対話では基本的には未公表の重要事実の伝達には慎重に考えるべきである³⁷⁷。慎重に考えたうえでなお、未公表の重要事実を伝える場合には、株主の側で、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置が講じられているか等を確認する必要がある、未公表の重要事実が伝達されると株主の側でも取引が制限されるなどの制約が生じかねないため、未公表の重要事実の提供に際し、事前に株主の同意を得ておくなど、上場会社においては、対話におけるインサイダー情報の管理の方策を定めることが求められる³⁷⁸。なお、株主との対話におけるインサイダー情報の管理に関する方策については「3.3 原則 5. 株主との対話」において運用状況を確認するとともに、インサイダー取引規制における重要事実の取り扱いについては、第五章においてエンゲージメントの観点から取り上げ、また第五部において FD ルールとの関連で詳しく検討する。

2.5 その他の概要

これまで論じてきた概要以外に、株主および株主以外のステークホルダーとの関係について、コーポレートガバナンス・コードが規定する内容について言及したい。

まず、第一章として株主の権利についての章が設けられている。上場会社は「少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。」と定める³⁷⁹。このような少数株主や外国人株主に対する配慮は、資本提供者である株主はコーポレート・ガバナンスの規律における主要な起点であることから、上場会社は、株主が有する様々な権利が実質的に確保されるよう配慮し、持続的な成長に向けた取り組みのため株主との適切な協働を確保する必要があることから、規定されている³⁸⁰。また、株主総会における機関投資家の権利行使について、「信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家が、株主総会において、信託銀行等に代わって自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場合に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検

³⁷⁶ 油布ほか (c)・前掲注 (346) 54 頁。

³⁷⁷ コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議『「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低成長を促すために—』金融庁 (平成 19 年 5 月 29 日) 13-14 頁、指針 4-5.および注 (13)、<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>、(2017.7.24)。

³⁷⁸ 油布ほか (c)・前掲注 (346) 54 頁。中村＝倉橋・前掲注 (346) 182 頁。中村らは、由布の解説を引用するとともに、「株主との対話」の例としてサントリー食品インターナショナル株式会社の「コーポレート・ガバナンス方針」を紹介している。

³⁷⁹ 基本原則 1 (株主の権利・平等性の確保)。

³⁸⁰ 基本原則 1 (株主の権利・平等性の確保) の「考え方」。

討を行うべきである。」と定め、上場会社は株主総会における権利行使に係る適切な環境整備を行うよう要請されている³⁸¹。さらに、上場会社がその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、会社や株主共同の利益を害することのないよう、取締役会はあらかじめ適切な手続を定めてその枠組みを開示し、同時にその手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべき、と定める³⁸²。

次に、株主以外のステークホルダーとの協働について触れておく。上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出において、ステークホルダーとの適切な協働に努めるべき、と第二章において定められている³⁸³。こうした原則は、上場会社がステークホルダーによるリソースの提供や貢献が企業価値の創出につながることを認識し適切な対応を行うことで、その結果、会社自身にも利益がもたらされるという好循環の実現に資する、という考え方を基礎とする³⁸⁴。

3. コーポレートガバナンス・コードへの対応状況

東京証券取引所は、2015 年 6 月 1 日より市場第一部、市場第二部、マザーズおよび JASDAQ の上場会社に対し、コーポレートガバナンス・コードを適用開始した。上場会社は、定時株主総会終了後、速やかにコーポレート・ガバナンスに関する報告書において対応状況を開示するものとされ、適用初年度は 12 月まで猶予された³⁸⁵。ガバナンスコードの実効性確保には、コンプライ・オア・エクスプレインが手法として採用されているが、東京証

図表 14 コーポレートガバナンス・コードへの対応状況

東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」2015 年 9 月 24 日、2016 年 1 月 20 日、2017 年 1 月 16 日より筆者作成。

市場区分	2016年12月31日現在	2015年12月31日現在	2015年8月31日現在	コンプライ・オア・エクスプレインの対象
市場第一部	2,002社	1,476社	66社	全 7 3 原則（基本原則：5原則、原則：30原則、補充原則：38原則）
市場第二部	528社	382社	2社	
マザーズ	227社	105社	8社	基本原則：5原則
JASDAQ	755社	522社	35社	
合計	3,512社	2,485社	111社	

³⁸¹ 原則 1-2.（株主総会における権利行使）。補充原則 1-2⑤。

³⁸² 原則 1-7.（関連当事者間の取引）。

³⁸³ 基本原則 2（株主以外のステークホルダーとの適切な協働）。

³⁸⁴ 基本原則 2（株主以外のステークホルダーとの適切な協働）の「考え方」。

³⁸⁵ 株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2015 年 12 月末時点）」（2016 年 1 月 20 日）、<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/20160120-1.pdf>、（2017.7.25）。渡邊浩司「開示情報から見るコーポレートガバナンス・コードへの対応状況」ビジネス法務 7 月号（2016）95 頁。

券取引所の調査委員会によると市場区分別の開示状況は(図表 14)のとおりである³⁸⁶。2015 年 6 月 1 日に適用開始になって以来、初年度である 2015 年は 12 月まで開示が猶予されていたこともあり、同年 8 月までの開示が 111 社であるのに対し、同年 12 月末には 2,485 社が開示し、2016 年 12 月末までにはさらに 348 社増え 3,512 社が開示している³⁸⁷(図表 14)。

3.1 コンプライ・オア・エクスプレインの状況

全 73 原則をコンプライ・オア・エクスプレインの対象とする市場第一部、第二部のガバナンス報告書提出会社 2,530 会社について分析すると、504 社(19.9%)が全原則を実施し、1,839 社(64.8%)が全原則の 90%以上を実施しており、ガバナンス報告書提出会社のうち実に 84.7%が、9 割以上の原則を実施している³⁸⁸。

さらに、時価総額別の状況では、時価総額 1 兆円以上の会社の 71.3%が全原則を実施しているのに対し、100 億円未満の会社では 5.3%とその差は歴然であることをはじめ、時価総額が大きい会社ほど実施している原則が多いことがわかる。

一方、コンプライ・オア・エクスプレインが日本ではなじみがあまりないという状況にもかかわらず、このような高いコンプライ率の状況に対し、フルコンプライが良いという評価をし、フルコンプライそのものが目的化しているケースが見受けられるのではないかと疑問を呈する投資家もいる³⁸⁹。

³⁸⁶ 株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2016 年 12 月末時点)」(2017 年 1 月 16 日)、<http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu0000027kxe-att/nlsgeu0000027kzz.pdf>、(2017.7.25)、株式会社東京証券取引所・前掲注(385)、株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況及び関連データ」(2015 年 9 月 24 日)、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryu/20150924/04.pdf>、(2017.7.25)。なお、コンプライ・オア・エクスプレインの対象は図表 14 が示す通り、市場区分により異なる。

³⁸⁷ 以下、コーポレート・ガバナンスへの対応状況においては、主にコーポレート・ガバナンスへの対応状況においては、主に東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2017」(2017 年 3 月)、<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/white-paper17.pdf>、(2017.07.26)を用い分析を行う。なお、TOPIX100 構成銘柄企業における対応については、澤口実ほか「TOPIX100 構成銘柄企業のコーポレートガバナンス・コード対応の傾向」商事 2100 号(2016) 21 頁以下を、TOPIX500 構成銘柄企業のコード対応のコーポレート・ガバナンス報告書の記載事例および分析については森・濱田松本法律事務所「コードに対応したコーポレート・ガバナンス報告書の記載事例の分析〔平成 28 年版〕」別冊商事法務 416 号(2017)を参照されたい。

³⁸⁸ 株式会社東京証券取引所・前掲注(387) 11 頁。

³⁸⁹ 大杉謙一ほか「座談会 コーポレート・ガバナンスの潮流と上場企業の課題(上)」商事 2100 号(2016) 13 頁〔江良明嗣発言〕。江良は、投資家にとっては、フルコンプライよりむしろ、企業のガバナンス体制が持続的な成長にどのように貢献しているかという取り組みが重要であり、そういった点から会社が自分の言葉で書いたガバナンス報告書は積極的に評価できると、指摘する。

3.2 原則 1-4. いわゆる政策保有株式

いわゆる「政策保有株式」については、機関投資家の関心が高い原則の一つであり、上場企業が株式を政策保有することは、原則として禁止すべきという意見が寄せられていた³⁹⁰。原則 1-4 は、企業が合理的な説明責任を果たそうと取り組む中で、「政策保有が合理的ではない」ということに気づいて自立的に政策保有解消に向かうための重要な原則である³⁹¹。具体的に実施率 95.4%を分析すると、政策保有株式の保有を前提に保有方針を示している会社は同原則実施の 89.9% (1,942 社) であり、保有しないことを前提としている会社は 10.1% (217 社) にとどまる³⁹²。保有する理由としては、取引関係等を踏まえ保有の意義を確認するとした会社は 69.7% (1,505 社)³⁹³、中長期的な観点から 49.2% (1,062 社)、企業価値と回答する会社が 48.5% (1,047 社) であった³⁹⁴ (図表 15)。一方で、銀行業や保険業といった金融機関を中心に、政策保有株式の削減を基本方針としていく旨の方針を開示するものも見られ、大手メガバンクにおいては、4 社中全社が政策保有株式の売却・処分等に関及していた³⁹⁵。これに対し、事業会社の事例では、中長期的な企業価値向上に資する場合は

図表 15 政策保有に関する方針のキーワードによる分類

株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況 (2016 年 12 月末時点)」の 23 頁の図表 20 である。(2017 年 1 月 16 日)

項目	社数	該当比率
原則1-4を実施している会社	2,159社	100%
■保有の方針		
保有を前提とした記載	1,942社	89.9%
保有を前提としない記載	217社	10.1%
■売却・処分	362社	16.8%
■保有する理由		
取引に関するキーワード (取引/営業等)	1,505社	69.7%
中長期	1,062社	49.2%
企業価値	1,047社	48.5%
経済合理性	468社	21.7%
総合的に判断・勘案	446社	20.7%
戦略に関するキーワード (事業戦略等)	410社	19.0%
リスク	332社	15.4%
地域等 (地域/地元)	103社	4.8%
株価・市場動向等	124社	5.7%
配当	64社	3.0%

³⁹⁰ 金融庁・前掲注 (371)。

³⁹¹ 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議 (第 3 回) 配布資料 2、5 頁」、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20151124/07.pdf>、(2017.07.24)。

³⁹² 株式会社東京証券取引所・前掲注 (387) 18-24 頁。

³⁹³ このような回答から、多くの会社において現状の保有先の多くが取引先であるとみられる。

³⁹⁴ 株式会社東京証券取引所・前掲注 (387) 18-24 頁。

³⁹⁵ 渡邊・前掲注 (385) 99 頁。株式会社東京証券取引所・前掲注 (387) 18-24 頁。上場会社が政策保有株の見直しを行う背景としては、「保有の経緯・理由が不明」、「過去の取引先と株式の持ち合いを行ったが、事業環境の変化で、現状は取引がなく持ち合い株式だけがのこっている」、「過去は少額の持ち合い株式だったが、先方の株価が急騰し、財務諸表に占める割合が大きくなってしまった」等、株主・投資家に対して保有の意義を説明困難な政策保有株を保有していることが挙げられる。

政策保有を行う、という回答も見られ³⁹⁶、コーポレートガバナンス・コードの施行に伴いメガバンクが原則として政策保有株式を保有しないことを表明し、金融機関と事業会社の株式持ち合いは減少しているものの、依然として事業会社間の持合株式は少なくなく、それが実効的な株主の議決権行使を妨げているという批判がある³⁹⁷。また、事業会社の業種別では、特に相互持ち合いの比率が高いのが、工業品、金融・保険業、および電力・ガス業であり、有価証券報告書の記載では「資金調達上の関係強化」、「金融機関との関係維持」といった記載も少なくなく、メガバンクが株式持ち合いを積極的に解消するという現状に反し、かつてほどの規模ではないとされるものの依然として金融機関を中心とした系列志向は存在していることを示している³⁹⁸。また、金融・保険業、電力・ガス事業は、グループ間の持ち合い状況においても相互持ち合いの比率が高く、いずれも時価総額規模の大きな会社の間で顕著であることから、これがグループ間の多角的保有につながったと考えられる³⁹⁹。このような事業会社の状況につき、投資家からは、例外的な戦略的提携の場合を除き、合理性の説明は困難であり、売却を進めるべきという意見が多く出されている⁴⁰⁰。

他方で、実効的なコーポレート・ガバナンスの観点から政策保有株式を保有される側の問題はより深刻であるにもかかわらず、保有する側だけを対象としていることに対して、疑問を呈する見解もある⁴⁰¹。政策保有株式保有者は保有される会社と取引関係にあることが多く、株式の取得、保有、売却に伴う意思決定および株主権の行使には、保有者の独立した判断ではなく、株式を所有される会社側の意思の介入を許すことになるからである⁴⁰²。具体的には、例えば持ち合いは「保有させている」側と「保有させられている」側になり、この場合、取引条件の交渉力は「保有させている」側にあり、この「保有させている」側の立場は強い⁴⁰³。こうなると、最終的な議決権行使において暗黙のうちに「保有させている」会社では、当該会社の経営陣に対する支持票を確保しているという状況が作り出されている⁴⁰⁴。す

³⁹⁶ 株式会社東京証券取引所・前掲注（387）18-24 頁。

³⁹⁷ 神作・前掲注（354）1013 頁。

³⁹⁸ コーポレート・プラクティス・パートナーズ「上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの現状分析〔平成 27 年版〕」別冊商事法務 398 号（2015）152-155 頁以下。これに対し、株式相互持ち合いの比率が低い業種は情報・通信業やサービス業など、新規事業分野における業種であった。

³⁹⁹ コーポレート・プラクティス・パートナーズ・前掲注（398）156-159 頁以下。

⁴⁰⁰ 大杉ほか・前掲注（389）17 頁〔田原泰雅発言〕。

⁴⁰¹ 上田・前掲注（369）14-15 頁、金融庁・前掲注（371）、三瓶裕喜＝大堀龍介「企業によるコーポレートガバナンス・コード対応への投資家への評価と期待」金融庁（スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第 3 回）議事次第、資料 3、8 頁）、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20151124/03.pdf>、（2017.07.26）。

⁴⁰² 上田・前掲注（369）14-15 頁。

⁴⁰³ 金融庁・前掲注（371）、三瓶＝大堀・前掲注（401）。

⁴⁰⁴ 金融庁・前掲注（371）、三瓶＝大堀・前掲注（401）。フォローアップ会議では、持ち合いが「保有されている」側と「保有させられている」側の問題であるのなら、「保有されている」側と「保有している」側の問題は、取引条件よりもむしろ保有しているという事実からその力関係が構築される可能性であり、議決権を保有することから、「保有している」側が有利な取引条件を引き出すということが考えられ、かつ、この関係は解きにくい関係である、と指摘された。

なわち、株主総会の議決権行使では、このような「保有させられている」側のほぼ全員が「保有させている」会社の経営陣に対する賛成投票を行うことになり、これらの株主は株主自身の判断による議決権行使を行う純投資家ではなく、「保有させられている」という関係性により行為する「安定株主」として存在することになる⁴⁰⁵。上田は、このような状況について、個別の機関投資家が投資先企業と対話を行う際、相対的な存在感が薄く、対話の成果を十分に得られるのか、と懸念を表明する⁴⁰⁶。

かつてインサイダーからアウトサイダーによるモニタリングの転換期に、三角合併の解禁等を契機としたアクティビストを中心とした敵対的買収から身を守るため、企業は持ち合いを復活させた⁴⁰⁷。しかし、今日においては、持ち合いによる安定株主の存在は、長期的視野を持つ投資家を排除してしまう恐れがある⁴⁰⁸。コーポレートガバナンス・コードは「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するためには、株主との間で建設的な対話を行うべき」と明記する⁴⁰⁹。今日の企業にとって、アクティビストに対抗するためには、長期的視野を持つ投資家、すなわち、短期的視野を持つアクティビストへの対抗により企業の経営資源が費やされることを懸念するメインストリームの長期投資家の理解を得ることが重要であり、対話の実効性を減殺する安定株主の存在は大きな問題である、と考えられる⁴¹⁰。こうした対応状況から分析される「いわゆる政策保有株式」の問題については、第五部で詳しく検討する。

405 上田・前掲注(369) 14-16 頁。上田の推計によると、このような安定株主の比率は市場全体の 34.9% であるのに対し、機関投資家の比率は国内外を加えても 29.3% に過ぎない。なお、この推計は、1) 東証 1 部上場会社を対象とし、2) 便宜的に安定株主を地方公共団体、保険会社者、銀行等、事業法人等とし、機関投資家を国内年金、国内投信、外国法人等と考え、3) 各社の有価証券報告書より、上田が作成したものである。また、上田によると、上記の数値には個人株主は含まれないため、創業者・家族が存在する場合等には安定株主比率はより高くなり、外国法人には、海外の親会社等が含まれる場合も考慮すると、その比率はより低くなる。

406 上田・前掲注(369) 15-16 頁。この見解は日本版スチュワードシップ・コード(改訂版)公表(平成 29 年 5 月 29 日)以前のものであり、集团的エンゲージメントについての規定がない時のものである。上田は、集团的エンゲージメントについての規定がないため、「基本的には個別の機関投資家が投資先企業と対話を行うことになるが」という条件付きでこの見解を述べている。改訂版には原則 4(指針 4-4.)に「ほかの機関投資家と協働して対話を行うこと(集团的エンゲージメント)が明記されるようになったが、集团的エンゲージメントにも問題はある。改訂につき、「第五章 2.1 スチュワードシップコードの枠組み、改訂版」、集团的エンゲージメントにおける問題点につき、「第五部総括 第五章 2.3 集团的エンゲージメント」参照。

407 「第二章 4.2.4. 1997 年以降 持ち合い解消」参照。

408 上田・前掲注(369) 15-16 頁。

409 基本原則 5。

410 上田・前掲注(369) 15-16 頁。上田は、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(第 3 回)においても、「保有される側」に関するコード改正の必要性を指摘する意見が出され、これに対する反論も見られなかったことを勘案すると、今後、コードのみならず開示制度も含めたさらなる見直しを求める意見が強まることが予想される、と指摘する。金融庁・前掲注(371)。

3.3 原則 5. 株主との対話

原則 5.では、株主と上場会社との建設的な対話の実現を求めている。上場会社の経営陣・取締役が株主と接する機会は限られているため、株主との間で建設的な対話を行うことにより、株主の関心・懸念を把握し、その内容を踏まえ適切な対応を行うことは、上場会社の継続的な成長において極めて有益であると考えられる⁴¹¹。

まず、基本原則 5 の全体として、基本原則 5 に対する 2016 年 12 月末時点での対応状況によると、基本原則 5-1 に属する補充原則を含むすべての原則において実施率は 98.42% から 99.76% であり、原則 5-2 については約 90% といずれも高くフルコンプライに近い実施率である⁴¹²。次に補充原則については、建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針には少なくとも補充原則 5-1②に列挙された事項を含む必要がある⁴¹³。補充原則 5-1②に基づき分析すると、「(i) 建設的な対話の実現するよう目配りを行う経営陣・取締役の指定」には、実施会社の 14.5% (324 社) が IR 担当の役員等を指定し、「(ii) 社内の関係部署の有機的な連携のための方策」については、社内関連部署との情報共有の記載を行う会社が 11.9% (265 社) と多く、「(iii) 個別面談以外の対話の手段の充実」については、多くの会社が「説明会」あるいは「株主総会」と記載し、それぞれ 55.2% (1,230 社)、16.3% (363 社) であった⁴¹⁴ (図表 16)。また、「(iv) 株主の意見・懸念の取締役会等へのフィー

図表 16 株主との建設的な対話に関数する方針の補充原則 5-1 2 ②の視点による分類

株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況 (2016 年 12 月末時点)」の 123 頁の図表 118 である。(2017 年 1 月 16 日)

項目	社数	該当比率
原則5-1を実施している会社	2,230社	100%
■建設的な対話を総括する経営陣・取締役の指定		
IR担当	324社	14.5%
■社内の関係部署の有機的な連携のための方策		
(情報等の) 共有	265社	11.9%
■個別面談以外の対話の手段		
決算説明会	1,230社	55.2%
株主総会	363社	16.3%
■株主の意見・懸念の取締役会等へのフィードバックの方策		
必要に応じ	370社	16.6%
定期的	132社	5.9%
■インサイダー情報の管理に関する方策		
規程等 (規定・規則)	839社	37.6%
サイレント・沈黙	268社	12.0%

⁴¹¹ 油布ほか (c)・前掲注 (346) 53 頁。

⁴¹² 株式会社東京証券取引所・前掲注 (386) 4 頁。

⁴¹³ 森・濱田松本法律事務所・前掲注 (387) 384 頁以下。各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書の開示事例も掲載されているので、参照されたい。

⁴¹⁴ 株式会社東京証券取引所・前掲注 (387) 121-126 頁。

ドバックの方策」については定期的というよりもむしろ必要に応じて機会を設定する会社が 16.6% (370 社) であり、「(v) インサイダー情報の管理の方策」については社内規定等の整備・運用している旨を記載する会社が 37.6% (839 社) と高い比率を示す⁴¹⁵ (図表 16)。

「(v) インサイダー情報の管理の方策」の事例では、「財務担当役員及び IR 担当者は、インサイダー情報が外部へ漏洩することを防止するため、情報管理責任者と連携を図り情報管理を徹底する」あるいは「株主とのコミュニケーションを行うものは、インサイダー情報について、社内規定に基づき厳重に管理する」といった規定等による運用を記載する会社がある一方、「個別株主との対話ではインサイダー情報の開示は行わず、かつ漏洩防止のため決算期末日の翌日から決算発表日までを沈黙期間とする」というように沈黙期間を設けていることを明示する会社もあり、いずれにしろ慎重な対応がなされている⁴¹⁶。

⁴¹⁵ 株式会社東京証券取引所・前掲注 (387) 121-126 頁。

⁴¹⁶ 株式会社東京証券取引所・前掲注 (387) 121-126 頁。

第五章 日本版スチュワードシップ・コード

平成 27 年はコーポレート・ガバナンス元年と言われるが、平成 26 年改正会社法、コーポレートガバナンス・コードに先駆けすでに平成 26 年から施行されているのがスチュワードシップ・コードである。スチュワードシップ・コード、は、平成 26（2014）年 2 月 26 日、金融庁に設置された「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（座長 神作裕之東京大学大学院法学政治学研究科教授）において「『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—」（以下、「日本版スチュワードシップ・コード」という。）が、策定・公表された⁴¹⁷。

日本版スチュワードシップ・コードは、スチュワードシップ責任を「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する」と定義している⁴¹⁸。また、日本版スチュワードシップ・コードは、自らのスチュワードシップ責任をその実質において適切に果たすことができるよう、イギリスのスチュワードシップ・コードと同様、「プリンシプルベース・アプローチ（原則主義）」や「コンプライ・オア・エクスプレイン」の仕組みを採用する点で、法令等とは性格を異にし、各機関投資家が切磋琢磨しながら、創意工夫を重ね、「責任ある機関投資家」にふさわしいベストプラクティスの普及・追及を可能とする新たな手法を取り入れている⁴¹⁹。

機関投資家に対して企業との対話を通じた責任ある行動を促すスチュワードシップ・コードは、経営者に対し、会社の持続的な成長のために起業家精神を発揮することを促すコーポレートガバナンス・コードにとともに、2 つのコードが車の両輪となり、中長期的な投資リターンの拡大、すなわち企業価値の向上、ひいては日本経済全体の成長につながることを

⁴¹⁷ 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 2029 号（2014）59 頁、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「『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—」金融庁（平成 26 年 2 月 27 日）、<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>、（2017.07.28）。

⁴¹⁸ 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「『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—」金融庁（平成 26 年 2 月 26 日）1 頁、<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>、（2017.07.28）。

⁴¹⁹ 笠原・前掲注（417）61-62 頁。また、情報開示が、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードの時代において、極めて重要な論点であり、コーポレート・ガバナンスにおける透明性の確保は中心的な課題である点につき、神作・前掲注（163）10 頁。神作は、主要な論点として、1）決算短信および四半期決算短信のあり方、2）有価証券報告書の記載事項のあり方、3）非財務情報の開示のあり方、を挙げている。

期待される。本章では、日本版スチュワードシップ・コードの趣旨、何を目的としそこにはどのような問題があり、何をどのように調整し、コードの背後にある価値観は何なのかを理解するために、まずは日本版スチュワードシップ・コードについて、策定の経緯および背景、コードの目的、枠組みを概説し、次にスチュワードシップ・コード策定後の対応状況について分析し、最後にコードの運用における法的課題を検討する⁴²⁰。

1. 日本版スチュワードシップ・コード策定の背景

1.1 経緯

2008年の世界的金融危機であるリーマン・ショックを契機に、各国では経済再生の議論が行われた。日本では、2008年に金融庁の金融審議分科会の下に「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」が設置され、上場会社等のコーポレート・ガバナンス強化についての検討が行われた⁴²¹。当該スタディグループは、2009年6月に、証券市場に台頭してきた機関投資家に対し適切な議決権行使を徹底する観点から、議決権行使に関するガイドラインの作成・公表、議決権行使結果の公表などの提言を示唆するとともに、株主・投資者による経営との対話の充実に関する指摘、すなわち株主・投資者においては議決権行使を通じた経営監視にとどまらず、日常から経営者との対話の中で、経営についての建設的な議論を充実させていくことが重要という、日本版コードの方向性を指し示す報告書を公表し⁴²²、機関投資家と企業の「対話」に基づく相互理解をさらに進めるべきとの指摘がなされるようになった⁴²³。

こうした中、平成25（2013）年6月14日、機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップ・コード）について検討し、年内に取りまとめることが閣議決定された⁴²⁴。これを踏まえた検討の場として2013年8月、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会が金融庁に

⁴²⁰ 日本版スチュワードシップ・コードの詳細については、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（418）、上田亮子「スチュワードシップ・コードについての研究—投資連鎖における価値向上の観点からの制度的分析—」（2013）、<http://doi.org/10.15086/00005090>、（2017.07.28）、笠原・前掲注（417）59頁以下、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2030号（2014）11頁以下。神作・前掲注（354）1005頁以下、田中亘「日本版スチュワードシップ・コードの検討—機関投資家の役割についてのアンビヴァレントな見方」監査役629号（2014）66頁以下、宮島英昭ほか（a）「企業統治制度改革のゆくえ（上）」商事2045号（2014）6頁以下、宮島英昭ほか（b）「企業統治制度改革のゆくえ（下）」商事2046号（2014）42頁以下等を参照されたい。

⁴²¹ 金融審議会金融分科会『我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ』報告の公表について」金融庁（平成21年6月17日）、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1.html、（2017.07.30）。・

⁴²² 金融審議会金融分科会・前掲注（421）17-18頁。

⁴²³ 笠原・前掲注（417）59-60頁、神作・前掲注（420）12頁。

⁴²⁴ 神作・前掲注（420）12頁、日本経済再生本部「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」（平成25年6月14日）12頁、http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf、（2017.07.30）。

設置され⁴²⁵、また同年 11 月には、目指すべき市場経済システムに関する専門調査会から「目指すべき市場経済システム」に関する報告が公表され、日本版スチュワードシップ・コード検討に際し、「イギリスのスチュワードシップ・コードを参考にしつつ、機関投資家との建設的な対話を通じた企業の持続的成長」の重視が望ましいとし⁴²⁶、日本の実情に即したバランスの取れたコード策定を目指し検討が進められ、平成 26（2014）年 2 月 26 日、日本版スチュワードシップが日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会により策定・公表された⁴²⁷。

1.2 コードの意義と目的：スチュワードシップ責任

コーポレートガバナンス・コードが会社経営者と会社のコーポレート・ガバナンスに関する行動規範と諸原則を定めるのに対し、スチュワードシップ・コードは、機関投資家の投資先企業に対するエンゲージメントに関する行動規範を諸原則として定めたものであり、スチュワードシップ責任、すなわち最終的な資金の出し手（委託者）に対する責任を明記し、その資金の受託者である機関投資家が、株主として、議決権行使などを通じて、企業に適切に働きかけることを推し進めるものである⁴²⁸。また、スチュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する⁴²⁹。重要な点は、「目的を持った対話」が行われることを促すものであり、機関投資家が投資先企業の経営の細部にまで介入することを意図するものではない、という点である⁴³⁰。

スチュワードシップ責任と受託者責任との関係あるいはその違いについて問題になることがあるが、スチュワードシップ・コードはインベストメント・チェーンにおける関係者を

⁴²⁵ 日本版スチュワードシップ策定にあたり、和英両文によるパブリックコメントを実施している。パブリックコメントにつき、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会『「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の確定について—最終版の確定及びパブリックコメントの概要について」、<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>、(2017.07.30)。

⁴²⁶ 目指すべき市場経済システムに関する専門調査会「目指すべき市場経済システム」（平成 25 年 11 月 1 日）、<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/houkoku.pdf>、(2017.07.30)。

⁴²⁷ なお、アメリカではスチュワードシップ・コードは存在せず、市場による監視に加え、ハードローである SEC の規制により登録投資顧問業者に対してスチュワードシップに係る法的責任を課している。また、ERISA 法上の受託者も受益者に対してスチュワードシップに係る法的義務を負うとされるが、信託義務の一環として課されるスチュワードシップに係る義務の違反に対しては民事法上・監督法条及び救済法上、厳格な責任が生じえる点に注意が必要である。当該指摘につき、神作・前掲注（354）1023 頁。

⁴²⁸ 神作・前掲注（354）1006 頁、三浦聡「2014 年商事法務展望 成長戦略と企業法制」商事 2021 号（2014）65 頁。

⁴²⁹ 日本版スチュワードシップ・コード（序 4 項）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（418）3 頁（序 4 項）。

⁴³⁰ 笠原・前掲注（417）61 頁。同様の見解として、宮島ほか（a）・前掲注（420）23-24 頁〔小口俊朗発言〕。

広く包含し、そこに金融機関の定義を置くことはなく、顧客に対し善管注意義務・忠実義務を負わない場合であってもスチュワードシップ責任を負い得る点において法的意味における受託者責任とは異なる⁴³¹。このように、日本版スチュワードシップ・コードにおいては、スチュワードシップ責任を企業価値の向上及び持続的成長の促進を通じた投資リターンの拡大を図る責任と明確に位置付けている点が特徴であり⁴³²、インベストメント・チェーンを行使するすべての当事者がスチュワードシップ責任を全うすることにより、完結した信頼を確保できると考えられている⁴³³。

スチュワードシップ責任の投資先企業の企業価値の向上や持続的成長の促進に鑑みると、具体的には、経営戦略、研究開発、コスト削減といった企業の中長期的な成長に関連する事項に対して助言を行い、企業が企業価値を向上させる方向に進むようにモニタリングする、という役割が機関投資家には期待されていると考えられる⁴³⁴。実際、長期的投資活動を行う投資信託によると、育児用品メーカーとのエンゲージメントを通じて海外戦略を推奨し、海外成長戦略という方法で経営を改善すると、企業の業績が向上し、それまで成熟企業としか判断されていなかった当該企業の株価も急上昇した、という実績がある⁴³⁵。また、投資信託によるエンゲージメントの内容についての集計によると、主要な議題はi) 社外役員から見た経営課題、ii) 資本アロケーション方針の妥当性、iii) 投資意思決定・モニタリング、リスク管理体制等、であり、この集計を分析するとエンゲージメントの過半は中長期の経営の戦略・方針を議題にしている、といえる⁴³⁶。さらに、エンゲージメントを行う際、エンゲージメントの進展とともに社外取締役面に面談を申し込む機会が増加傾向にあり、社外取締役が重要な役割を果たす傾向にある⁴³⁷。

431 神作・前掲注(354) 1014 頁。また、神作は、神作・前掲注(420) 13 頁において、スチュワードシップ責任を、「受託者責任 (fiduciary duty)」と親近性のある概念であるが、私法上は必ずしも「受託者 (fiduciary)」に該当しない者も含むいわゆる投資の連鎖、すなわちインベストメント・チェーン (investment chain) 全体を視野に入れ、投資家と投資先企業との建設的な対話であるエンゲージメントを促進し、投資先企業のガバナンスの向上に資そうとするものである、と説明する。なお、日本版コード策定にあたり参考とされたイギリスのスチュワードシップ・コードにはスチュワードシップ責任について明確な定義がなされていないが、日本版では直接的な委託・受託関係を基礎とする「受託者責任」のみではなく、より広く、機関投資家が運用する資金の「Ultimate Providers (根源的な提供者)」に対する責任を含む概念として、スチュワードシップ責任との表現を用いていることにつき、笠原・前掲注(417) 61、70 頁 注(8)。

432 神作・前掲注(420) 17 頁。

433 神作・前掲注(354) 1014 頁。

434 宮島ほか(a)・前掲注(420) 23-24 頁 [小口俊朗発言]。小口は、機関投資家はアウトサイダーであって、日々の経営や事業の細部に介入することはできないし、やるべきではない、と指摘したうえで、コードの指針 3-3.にあるように、ガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、そして社会・環境問題に関連するリスクを含むリスクへの対応が対話の内容になるというのが、一つの答えである可能性を指摘する。

435 中神康議「投資される経営、売買される経営」商事 2136 号 (2017) 34 頁、39-40 頁。

436 三瓶・前掲注(166) 42-44 頁。

437 株式会社東京証券取引所「上場会社と投資家の建設的な対話のベストプラクティス」(2017 年 1 月 23 日) 4-5 頁、http://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/seminar/management/tvdivq0000005pdc-tt/20170123_lecture_report.pdf、(2017.11.19)。

日本版スチュワードシップ・コードに定める機関投資家の責務と、企業価値の向上を図る企業の責務とは、「車の両輪」であり、両社が適切に相まって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られることが期待される⁴³⁸。

1.3 イギリス版コードとの違い

日本版スチュワードシップ・コードは、イギリスのスチュワードシップ・コードに倣い、日本の実情に合うように修正して策定されたことから、原則を並べてみると非常によく似ている⁴³⁹。よく似ている一方、相違点として、1) 日本版においては、「企業の持続的成長」⁴⁴⁰を促すことが重要である旨を強調したこと、2) 機関投資家と企業との間の「建設的対話」を重視したこと、3) 企業にとっても有益な対話となるよう、機関投資家側の一定の努力についても記載したことなどが、挙げられる⁴⁴¹。1) に関しては、日本版では「顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大」に並列するものとして、投資先企業の「持続的成長」に資するということが強調され、イギリスのコードが「最終受益者に帰属する価値の保全・最大化」という目的一本に掲げているのとは、かなり目立った差異がある⁴⁴²。また、この「持続的成長」が定義されていることに関し、日本版では、「持続的成長」を通じてスチュワードシップ責任を果たすことが求められている点に特色があり、これは機関投資家に対して一種の啓蒙的・教育的要素、あるいは機関投資家が果たすべき役割に対し自覚を促す要素と考えられる、という見解もある⁴⁴³。

さらに、イギリス版では「エンゲージメントの強化」という表現とともに、株主権行使、特に株主提案や、場合によっては取締役交代を求めるというような例示がされているのに対し、日本版ではそのような例示は除かれ、企業との「対話」の重要性を強調している、という相違点も挙げられている⁴⁴⁴。

⁴³⁸ 日本版スチュワードシップ・コード（序5項）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（418）2頁（序5項）。

⁴³⁹ 宮島ほか（a）・前掲注（420）20-21頁〔田中亘発言〕。なお、日本版のコードとイギリスのコードの相違点についての詳細は、田中・前掲注（420）66頁以下、を参照されたい。

⁴⁴⁰ 日本版スチュワードシップ・コード、原則7。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（418）13頁（原則7）。

⁴⁴¹ 由布志行「2014年商事法務展望 ディスクロージャー・企業会計等をめぐる動向」商事2021号（2014）56頁。なお、2017年の日本版スチュワードシップ・コードの改訂版の策定に伴い、「他の投資家と共同して要求を行うことを支持する原則は取り入れていないこと」（集団エンゲージメント）がコードに追加された。

⁴⁴² 田中・前掲注（420）69頁以下。

⁴⁴³ 神作・前掲注（420）16-17頁以下。

⁴⁴⁴ 宮島ほか（a）・前掲注（420）20-21頁〔田中亘発言〕。田中は、日本版とイギリス版の相違点を強調しながらも、大局的に見ればそのような相違は小さい部分かもしれないとし、その理由として、エンゲージメントを公に推奨するものができたという事実には意義がある、と意見している。また田中は、田中・前掲

これらに加え、非常に大きな特徴として、対象となる機関投資家の範囲に、海外投資家もコードの対象となる、という点である⁴⁴⁵。日本のマーケットで存在感を増す海外投資家も対象となることで、コードの得られる効果が高まると期待される。

2. 日本版スチュワードシップ・コード概要

日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」としてスチュワードシップ責任を果たすにあたり有用であるとされる諸原則を定め、コーポレートガバナンス・コードと同様に、「プリンシプルベース・アプローチ」および「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用している⁴⁴⁶。当該コードは、7つの「原則」とその原則をサポートする「指針」から成る。また、当該コードはおおむね3年毎を目途として、コードの定期的な見直しを検討することが期待されているが⁴⁴⁷、実際、平成29（2017）年5月29日、改訂版が策定・公表された⁴⁴⁸。本節では、コードの概要を確認するとともに、規範としての、スチュワードシップ・コードの拘束力および「コンプライ・オア・エクスプレイン」の機能について、改訂点を踏まえ、コーポレートガバナンス・コードとの比較から確認する。

2.1 スチュワードシップ・コードの枠組み、改訂版

スチュワードシップ・コードは、イギリスのスチュワードシップ・コードと同様に、機関投資家が各自の状況に応じ、対応できるような枠組みを設定し、具体的には、1) 機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意であり、2) 機関投資家がとるべき行動については、原則主義であるプリンシプルベース・アプローチを採用し、3) 機関投資家に対し、個別の原則ごとに、「原則を実施するか、あるいは実施しない場合にはその説明を説明するか」というコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用する⁴⁴⁹。

注（420）69 頁において、日本版で例示が除かれたことにつき、日本版では、株主と経営陣その他の会社関係者の協調的行動を促すことを重視している、と指摘する。

⁴⁴⁵ 日本版スチュワードシップ・コード、（序8）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（418）3 頁（序8）。神作・前掲注（420）17-18 頁。

⁴⁴⁶ 由布・前掲注（441）55 頁。

⁴⁴⁷ 日本版スチュワードシップ・コード（序15.）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（418）4-5 頁（序15.）。

⁴⁴⁸ 金融庁「スチュワードシップ・コード（改訂版）の確定について」（平成29年5月29日）、<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529.html>、（2017.08.05）。

⁴⁴⁹ 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第1回）資料3」、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20150924.html>、（2017.08.05）。ただし、機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意であるが、金融庁でコードの受け入れを表明した「機関投資家のリスト」を公表し、これを3か月毎に更新する仕組みを通じて、コードの受け入れを促す。また、プリンシプルベース・アプローチにつき、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断するという意義がある。一覧リストにつき、「第五章 2.3 ソフトローとしてのスチュワードシップ・コード」参照。

このような枠組みの中、コンプライ・オア・エクスプレインに対しては多くの批判があるが、特に、機関投資家が議決権行使助言会社の勧告に盲目的に従い、議決権の行使することが懸念されている⁴⁵⁰。日本版スチュワードシップ・コードは、「機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。」と、規定している⁴⁵¹。一方、膨大な数の議案を精査する必要がある機関投資家に議決権行使助言会社が大きな影響を与えることを考慮し、改訂版においては、a) 議決権行使助言会社のは十分な経営資源を投入し、適切にサービスを行うこと、b) 議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取り組みを公表すべきである、という内容を織り込んだ指針が追加された⁴⁵²。なお、議決権行使助言会社に関する対応状況については次節で検討する。

改訂版でさらに追加された注目すべき点は、平成 26 年の日本版スチュワードシップ・コード時には組み入れられなかった「集团的エンゲージメント」が今回、追加された点である⁴⁵³。平成 26 年の日本版コード策定時に、集团的エンゲージメントがコードに組み込まれなかったのは、必ずしも日本の実情になじまないのではないかと、また実務的にも行われていないのではないかと議論あったが、一方では指針 7-3 で「必要に応じ、機関投資家が他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる」と明記することで、集团的エンゲージメントの意義を認めている⁴⁵⁴。

集团的エンゲージメントについては、経済産業省が取り組む「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（座長：伊藤邦雄 一橋大学大学院商学研究科教授）における約 1 年にわたる議論を経てまとめられた「最終報告（伊

⁴⁵⁰ 神作・前掲注（354）1021-1022 頁。神作は、コンプライ・オア・エクスプレインに対する批判として、議決権行使助言会社への盲目的な依存以外に、デメリットとして、紋切り型の説明による受益者に対する有益でない情報の提供の危険、適切な説明が、最終投資家あるいは資産保有者の適切な判断や行動を導く保証がないこと、市場関係者等の一部が株主との対話を通じ、この制度を濫用する恐れ、があることを指摘する。

⁴⁵¹ 日本版スチュワードシップ・コード（指針 5-4.）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（418（指針 5-4.））。

⁴⁵² 2017 年度改訂版の日本版スチュワードシップ・コード（以下「日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）」という。）（指針 5-5.）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会『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—金融庁（平成 29 年 5 月 29 日）16 頁（指針 5-5.）<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>、（2017.07.31）。詳細につき、「第五章 3.2 議決権行使助言会社」を参照。

⁴⁵³ 日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）（指針 4-4.）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（452）16 頁（指針 4-4.）。

⁴⁵⁴ 宮島ほか（b）・前掲注（420）44 頁〔小口俊朗発言〕。小口はまた、集团的エンゲージメントにおいては、アセットオーナーの支持がないまま、アセットマネージャー同士が協調することのむずかしさを指摘する。

藤レポート)」においても、投資家間の協調行動が示されている⁴⁵⁵。また、集团的エンゲージメントが組み込まれていない日本版スチュワードシップ・コード改訂版策定前に、「いわゆる政策保有株式」に対する議論において、個別の機関投資家が投資先企業と対話を行う際、安定株主に対して相対的な存在感が薄く、対話の成果を十分に得られるのか、という懸念があった⁴⁵⁶。集团的エンゲージメントが改訂版に追記されることにより、安定株主に対して存在感を示し、対話の成果を十分に得られるように投資家の協働を促進すべきである。その一方で、集団を形成する際に大量保有報告制度の共同保有者に当たらないかという問題⁴⁵⁷、さらにイギリスにおける集团的行動において問題であったように、お互い競争相手である機関投資家の集団におけるリーダーシップ、集団の統率をだれがどのように行うかという問題があり⁴⁵⁸、集团的エンゲージメントを形成し企業を規律する有効な手段とするためには、これらの問題を克服する必要がある。こうした点については、イギリスからの示唆を基礎に、第五部にて検討する。また、アセットオーナーに関しても重要な改訂がなされているが、そうした点については「コーポレートガバナンス・コードとの相違点」においてまとめる。

2.2 コーポレートガバナンス・コードとの相違点

日本版スチュワードシップ・コードは、法規範ではなく機関投資家が自らその受容れを表明することにより、自らを拘束する「自己拘束」に過ぎず、当該コードの実効性は、スチュワードシップ責任を各機関投資家がいかに果たすかを開示し、実際にどのように行動したのかを開示することにより支えられている⁴⁵⁹。これに対し、コーポレートガバナンス・コードは東京証券取引所の有価証券上場規定に取り込まれ取引所による監視とエンフォースメントがなされ、その拘束力やエンフォースメントはかなり担保されている⁴⁶⁰。このように、スチュワードシップ・コードは、エンフォースメントを行う特定の主体が存在しないという特徴があるため、規範性や実効性は脆弱である可能性が否定できず、スチュワードシップ・

⁴⁵⁵ 経済産業省「『持続的成長への競争力とインセンティブ企業と投資家の望ましい関係構築―』プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書（平成26年8月）」、<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002.html>、(2017.08.06)。主要メッセージ、提言の一つとして、日本版スチュワードシップ・コード等で求められる対話・エンゲージメントの目的、取り扱うべき事項、方法、企業と投資家に求められる姿勢と実力等を包括的に取りまとめている。伊藤レポートでの投資家側の協調行動につき、宮島ほか（b）・前掲注（420）43-44頁〔宮島英昭発言〕。

⁴⁵⁶ 注（405、406）およびその本文参照。

⁴⁵⁷ 金融商品取引法27条の23第5項。

⁴⁵⁸ 三瓶・前掲注（166）47-48頁。

⁴⁵⁹ 神作・前掲注（354）1007頁。

⁴⁶⁰ 神作・前掲注（354）1007-1008、1015-1017頁。神作は、コーポレートガバナンス・コードは、市場による評価と、契約及び自主規制機関による組織型のエンフォースメントという複合的なメカニズムによって支えられている一方、金融商品取引所は金融商品取引法上の監督に服しており、この点において、コーポレートガバナンス・コードは、国家と結びついている、との見解を示し、また、東京証券取引所の上場会社は上場契約を媒介として、公的規制・監督と連結した自主規制の一環としてのコーポレートガバナンス・コードの適用を受け、東京証券取引所の審査およびエンフォースメントに服するという構造になっている、と指摘する。

コードとコーポレートガバナンス・コードでは、コードの定める規範の性質とエンフォースメントの構造は大きく異なる⁴⁶¹。

例えば、コーポレートガバナンス・コードにおいて、市場関係者は、上場会社のコーポレート・ガバナンス報告書の記載、また必要な場合は、経営陣との対話等を通じて、当該会社のコーポレート・ガバナンスを評価することが期待されるのに対し、スチュワードシップ・コードの場合には、スチュワードシップに係る活動の開示は顧客・受益者に対しなされ、エクस्पラインにより提供された情報をだれがどのように利用するのが問題になる⁴⁶²。従って、資産保有者であるアセットオーナーが運用機関に運用を委託している場合、スチュワードシップ・コードの実効性の確保には、アセットオーナーの行動が重要となる⁴⁶³。この点を踏まえ、「アセットオーナーによる運用機関の実効的なチェックの推進」がコードの改訂の際に追加された⁴⁶⁴。

アセットオーナーによるスチュワードシップ・コード採用における政策の利点は、①運用会社は運用受託を目指し競争することから、アセットオーナーの判断で運用会社は大きく従うことになる、②アセットオーナーがスチュワードシップ・コードを採用することで、最終受益者にとってアセットオーナーの投資顧問会社の選択基準と選択理由が明らかになる、③アセットオーナーが運用会社の開示を要求することで企業に至るまでのインベストメント・チェーンがすべて説明責任、アカウンタビリティでつながり、活発に機能するようになる、④これらを踏まえ、「経済全体の成長にもつながる」好循環が生まれるという点である⁴⁶⁵。以上の点を基礎に、アセットオーナーがスチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、運用会社の評価や選別を行うことで、スチュワードシップ活動の質は必ず向上すると考

⁴⁶¹ 神作・前掲注(354) 1007-1008、1018-1019 頁。具体的には「機関投資家が、中長期的な視点に立ち投資を行うことを妨げていると考えられるもの等について」という質問事項に対し、i) ロングターミズムへの体制面の不備（機関投資家は投資により利益をえることにあり、その利益は毎期の目標が設定されており、中長期的な投資を行うにはリスクが伴う等）、ii) 運用による弊害（アセットオーナーにおけるパフォーマンスの短期志向等）、他にも、人事・評価・報酬面での不備、高水準のボラティリティといった市場環境に関する事項等、様々な障害が指摘されている。これらの指摘につき、日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第2回）の結果について」（平成27年10月実施分）43-45 頁、http://www.jiaa.or.jp/osirase/pdf/steward_enq27.pdf、(2017.08.05)、参照。また、高橋は、公的なあるいはそれに準ずる組織による監視やコード受容れの働きかけ、あるいはアセットオーナーによるアセットマネージャーの監視強化の要請などを方策として提案する。高橋真弓「ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード」自由と正義 67 巻 7 号（2016）45 頁。

⁴⁶² 神作・前掲注(354) 1019-1020 頁。このような活動の開示に対し、スチュワードシップの責任を果たすための方針やその際管理すべき利益相反に係る方針公表が求められている。

⁴⁶³ 神作・前掲注(354) 1019-1020 頁。

⁴⁶⁴ 日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）14 頁。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注(452) 14 頁。なお、改訂に至る詳細および具体的な年金基金（GPIF）の対応につき、「第五章 4.3. スチュワードシップ責任—アセットオーナーの観点から」参照。

⁴⁶⁵ 注(466) 参照。

えられることから、改訂版の採用をどこまで促進できるかが、最重要課題と考えられる⁴⁶⁶。こうした点についてはアセットオーナーに関するスチュワードシップ・コードにおける法的論点で再考し、第五部にて詳しく検討する。

2.3 ソフトローとしてのスチュワードシップ・コード

スチュワードシップ・コードは、「機関投資家の責任として、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、『責任ある機関投資家』として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである」⁴⁶⁷と定める一方、各機関投資家が情報の受け手の側に立ち、時には試行錯誤も重ねながら、自ら議論し、また工夫し、コードの趣旨・精神を踏まえ、それぞれの状況に応じ適切にスチュワードシップ責任を果たせるよう、「プリンシプルベース・アプローチ」および「コンプライ・オア・エクスプレイン」といった法的拘束力のないソフトローの手法をとっている⁴⁶⁸。このような手法を採用するにあたり、透明性を確保するため、スチュワードシップ責任を果たすための方針等を定め公表するとともに、原則に従わない場合はその理由を説明するよう求めている⁴⁶⁹。具体的には、コードを受け入れる機関投資家に対して、1)「コードの各原則に基づく公表項目」（実施しない原則がある場合にはその理由の説明を含む）を自らの website に公表すること、2) 当該公表項目について、毎年、見直し・更新を行うこと、3) 当該公表を行った website のアドレス (URL) を金融庁に通知すること、を求めており、さらに、金融庁は当該公表を行った機関投資家の一覧リストを公表して可視化することで、透明性を確保する⁴⁷⁰。これには、マー

⁴⁶⁶ 宮島ほか (a)・前掲注 (420) 22-23、26-27 頁〔小口俊朗発言、宮島英昭発言〕〔小口俊朗発言〕。小口は、伊藤レポートにおける国内の機関投資家には短期志向化を促すインセンティブが働いており課題が多い、という指摘を取り上げ、これにはアセットオーナーによる短期的な評価が影響を与えており、投資マネージャーは顧客であるアセットオーナーの要請がなければ長期的思考に積極的にならない、と指摘する。また、神作は、資産保有者が資産運用者に運用を委託している場合において、資産保有者がどのような行動をとるかがスチュワードシップ・コードの実効性を確保するに当たり重要なポイントになる、と指摘する。当該指摘につき、神作・前掲注 (354) 1020 頁。なお、伊藤レポートでは企業が中長期的な収益構造を確固たるものにし、そのような企業への投資を通じて資本市場においても持続的な利益を得られるように好循環を生み出していくことが今後の成長の課題であることを前提として課題克服のための施策が議論されたことにつき、岩間陽一郎「資産運用業界の役割と責任—コーポレートガバナンスの強化に向けて—」証券アナリストジャーナル 11 月号 (2015) 11 頁。ほかに、顧客、受益者からの監視が十分に機能しなければ、エンフォースメントは限られることになる、という指摘につき、高橋・前掲注 (461) 45 頁。また、スチュワードシップ・コードの実効性は、金融機関と契約関係にある者により確保されることが期待されるという点につき、神作・前掲注 (354) 1020-1021 頁。

⁴⁶⁷ 日本版スチュワードシップ・コード。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注 (418)。

⁴⁶⁸ 笠原基和＝木村祐基「機関投資家と投資先企業との『対話』の充実にむけて」法時 86 巻 3 号 (2014) 20-21 頁、日本版スチュワードシップ・コード (序 9-15 項)。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注 (418) 3-5 頁 (序 9-15 項)。

⁴⁶⁹ 神作・前掲注 (420) 17 頁。

⁴⁷⁰ 日本版スチュワードシップ・コード (序 14 項)。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注 (418) 4 頁 (序 14 項)、笠原＝木村・前掲注 (468) 20-21 頁、一覧につき、金融庁「スチュワードシップ・コードの受容れを表明した機関投資家のリストの公表について (平成 28 年 12 月 27 日更新)」、<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1.html>、(2017.07.28)。

ケットプレッシャーを通じて、機関投資家にコードの受け入れを促すといった効果も期待できる⁴⁷¹。さらに、機関投資家の多様なビジネスモデルや会社の個別性に鑑み、企業にとって最も有効なベスト・プラクティスが存在しているわけではないことを認め、原則からの離脱を許容する柔軟性を有し、コンプライされずにエクスプレインされたことが市場関係者によって高く評価される場合には、原則の改善や改定もなされ得る⁴⁷²。また、コンプライ・オア・エクスプレインのルールは、コーポレート・ガバナンス等に関する最低限の規範を提示するとともに、説明と開示及びそれに対する評価を通じ、より高度のベスト・プラクティスを促進するためのメカニズムであるといえる⁴⁷³。

他方、ソフトローとしてのスチュワードシップに関する規範をハードロー化することに対しては、多くの問題点がある一方、スチュワードシップ・コードに基づくスチュワードシップ責任には法的拘束力がないとはいえ、法的地位によっては、民事法または監督法上、スチュワードシップに係る法的義務が一定の範囲で生じ、機関投資家は顧客または受益者に対しそれを負うことになることから、それらの者に対する法的義務がソフトローのスチュワードシップ責任によって緩和される方向で修正されることはない⁴⁷⁴。

日本版スチュワードシップ・コードの趣旨、コードの背後にある価値観を理解するために、これまでスチュワードシップ・コードの概要とその枠組みおよびソフトローとして特徴を確認してきた。これらの点を踏まえ、次に、当該コードが導入後の機関投資家のコードへの対応状況を、議決権行使結果から分析する。

3. 日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況—機関投資家の議決権行使結果の動向を中心に

金融庁は、スチュワードシップ・コードの受容れを表明した機関投資家のリストを定期的に更新し公表している。現在公表されている一覧は平成 28 年 12 月 27 日に公表されたもので、業態別には信託銀行等 7 社、投信・投資顧問会社等 152 社、生命保険会社 18 社、損害保険会社 4 社、年金基金等 26 社、その他（議決権行使助言会社他）7 社の合計 214 社である⁴⁷⁵。

⁴⁷¹ 笠原＝木村・前掲注（468）20・21 頁。

⁴⁷² 神作・前掲注（354）1021-1022 頁。もっとも、神作は、メリットだけでなくデメリットも指摘している。デメリットにつき、注（450）参照。

⁴⁷³ 神作裕之「第 3 章 日本版スチュワードシップ・コードと資本市場」神作裕之＝資本市場研究会『企業法制的将来展望』（2015）133 頁。

⁴⁷⁴ 神作・前掲注（354）1022 頁以下。

⁴⁷⁵ 金融庁・前掲注（470）。

日本版スチュワードシップ・コードでは「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。」と定義する⁴⁷⁶。これに基づき、大半の機関投資家は自身の website で議決権行使結果を公表・非公表にかかわらず自らの顧客・受益者に個別報告を行っている⁴⁷⁷。

本節では、まずコンプライ・オア・エクスプレインの状況を概観し、次に、企業統治の元年といわれる 2015 年の株主総会を中心に機関投資家の議決権行使を業態別に反対率の高い議案あるいは前年比で反対率が上昇している議案について分析・検討を行うとともに、機関投資家の利用が今日では一般的となっている議決権行使助言会社の傾向について分析・検討を行う。

3.1. 国内運用機関

例えば、信託銀行は、議案別にみると、2014 年と比較し、①取締役選任議案への反対が 22.5%から 25.9%へと上昇し、②役員退職慰労金支給議案の反対率は 41.0%から 49.7%へと 8.7%上昇する一方、③買収防衛策については 46.6%から 35.5%へと低下していることから、このような推移は、それぞれ①ROE などの業績基準の見直しや社外取締役の独立性、②機関投資家は一般的に、監査役や社外取締役には経営の監視・監督を期待しているため、長期勤続することをインセンティブ化し、かつ報酬の後払いとなる制度に対して否定的であること、一方③に対しては、業績やガバナンス体制の改善が進んだことが要因として考えられる⁴⁷⁸。

次に、国内系投信投資顧問で際立っているのが退職慰労金支給議案における反対率の上昇で、30.7%から 40.9%へと 10.2%の上昇がみられるが、この理由は、信託銀行と同様に、機関投資家は長期勤続することをインセンティブ化し、かつ報酬の後払いとなる制度に対して否定的なためである⁴⁷⁹。

⁴⁷⁶ 日本版スチュワードシップ・コード（原則 6）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（418）12 頁（原則 6）。日本版スチュワードシップ・コードの改訂版は平成 29（2017）年 5 月 29 日に確定のため、ここでは平成 26 年版を参照する。

⁴⁷⁷ 倉橋雄作＝日本シェアホルダーサービス「2016 年株主総会機関投資家対応」別冊商事法務 407 号（2016）198 頁。当該ジャーナルは、機関投資家の議決権行使の動向を整理・分析したものであるが、このような分析が可能となったのは、2014 年にスチュワードシップ・コードが策定・公表されたことをきっかけに、機関投資家の中で、コードの受容れを表明し、議決権行使の基準と結果を公表する取り組みが急速に広がったことが大きい、と指摘する。

⁴⁷⁸ 小西池雄三「機関投資家による議決権行使結果の状況と臨時報告書から見た株主総会」商事 2081 号（2015）31-33 頁。

⁴⁷⁹ 小西池・前掲注（478）31-34 頁。国内系投信投資顧問の 15 社についての分析。

2016 年について、信託銀行のケースでは、取締役選任議案への反対は 25.8%と高く、議決権行使の数が 1,000 を超える三菱 UFJ 信託銀行、みずほ信託銀行、りそな銀行、三井住友信託銀行の 4 行がいずれも議決権行使基準において、社外取締役の独立性および社外取締役の取締役会への出席状況を考慮することとされており、独立性や出席状況に問題のある社外取締役候補者に反対票が集まったことが要因と考えられる⁴⁸⁰。また、同様の理由で、国内投信・投資顧問会社等の取締役議案については、反対率が高かった⁴⁸¹。

3.2. 議決権行使助言会社

これまで、国内および海外の運用機関の議決権行使の状況と分析を行ってきたが、これらの運用機関に影響を及ぼしているのが議決権行使助言会社である。現在、インデックス投資を行う機関投資家にとっては膨大な投資対象企業の議案に対し、議決権行使助言会社のサービスを利用し、議決権行使やその判定を委託することは一般的になりつつある⁴⁸²。特に、二大議決権行使助言会社である ISS や Glass Lewis（以下、「GL」という。）の影響力は大きく、二社の議決権行使助言基準の改定は機関投資家に、ひいては各企業の議決権行使に大きな影響を与えている。一方、議決権行使助言会社は議決権に対する開示がますます進む中で、機関投資家を中心に影響を与えるが、以下に論じる日本版スチュワードシップ・コードの改訂版において解決が図られている。こうした点から、エンゲージメントにおける論点は別のところ、例えばインサイダー取引規制や FD ルールといった点にあり、こうした論点については次節で論じることとする。以下、議決権行使助言会社に関する問題点と、日本版スチュワードシップ・コードの改訂版におけるそうした問題点に対する解決の試みについて論じる。

日本版スチュワードシップ・コードでは、機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、自らの責任と判断のもとで議決権を行使すべきであり、サービスを利用する場合には議決権行使結果の公表に合わせ、当該サービスをどのように活用したのかについても公表する必要がある⁴⁸³。議決権行使助言方針は、実際に議決権行使を行う機関投資家に助言を与えることが仕事であるため、総会にて議決権の行使を行うわけでは

⁴⁸⁰ 倉橋＝日本シェアホルダーサービス・前掲注（477）199-201 頁。

⁴⁸¹ 倉橋＝日本シェアホルダーサービス・前掲注（477）201-202 頁。候補者の集計を公表している 17 社での反対率は平均 6.2%にとどまっているのに対し、一括集計によって一部反対を反対・棄権とみなした結果を公表している 52 社については反対率の平均が 25.6%と高くなっている。

⁴⁸² 投資対象企業が膨大な数になり、個別の議案を精査することが困難な場合、機関投資家は議決権行使助言会社の助言サービスを利用することができるという点につき、森・濱田松本法律事務所「機関投資家の議決権行使方針及び結果の分析〔平成 29 年版〕」別冊商事法務 423 号（2017）8-9 頁。また、投資家が議決権行使助言会社を利用する理由として投資先企業が多く精査する議案が膨大であることが主たる理由として挙げられるが、ほかにも総会日の集中等の要因がある。株主総会における議決権行使の障害として、株主総会日の集中、議案の検討期間の不足、Empty Voting を挙げるとともに、解決策を示唆するものとして、神作・前掲注（163）7-9 頁。

⁴⁸³ 日本版スチュワードシップ・コード指針 5-4。

ない。本節においては、議決権行使助言会社のどのような方針が、これまで確認してきた運用機関の議決権行使の結果に影響を与えたのかを、主に 2016 年および 2017 年の助言会社のポリシーの改定点から確認する。

ポリシー改定案の概要としてはそれぞれ、a) 2016 年 2 月開催の株主総会から、取締役会に複数の社外取締役がないすべての企業の経営トップに反対を推奨する、b) 買収防衛策の内容、取締役会、特別委員会、その他の防衛策、情報開示の観点から買収防衛策を評価する⁴⁸⁴、c) 2017 年 2 月開催の株主総会から、原則として相談役・顧問制度を新たに定款に規定しようとする場合、その定款変更反対を推奨する⁴⁸⁵、である。

具体的な影響として、ISS の原則として反対を推奨するとしている買収防衛策の導入について、反対推奨率は 2015 年が 99.1%、2016 年が 100.0%と極めて高くなっている⁴⁸⁶。また、2016 年の株主総会を前に、ROE 基準を満たさない約 400 社の取締役選任議案に反対を推奨しているが、ISS が反対を薦めた議案は、総会での賛成率が下がる傾向にある⁴⁸⁷。さらに、前述の c) についていえば、2017 年 2 月開催の株主総会から、原則として相談役・顧問制度を新たに定款に規定しようとする場合、その定款変更反対を推奨、という ISS の方針に対して、海外投資家の懸念の後押しもあり、東京証券取引所は、上場企業が相談役・顧問の役割を開示する制度を設けると発表した⁴⁸⁸。ISS と同様に GL でも方針について、2017 年度から監査役会設置会社の独立性基準、指名委員会等設置会社における指名委員会

⁴⁸⁴ Institutional Shareholder Services (ISS) 「ISS 議決権行使助言方針（ポリシー）改定に関する日本語でのオープンコメントの募集について（2015.10.26）」、<https://www.issgovernance.com/file/policy/japan-comment-period.pdf>、(2017.07.29)。取締役会については、ISS 基準に基づき独立かつ出席率に問題のない社外取締役が取締役の 3 分の 1 以上（かつ 2 名以上）を占めること。なお、現行は 5 分の 1 以上（かつ 2 名以上）。特別委員会については、買収提案を評価する特別委員全員が ISS 基準に基づき独立していること（現行）に加え、なおかつ出席率に問題のない社外取締役もしくは社外監査役であること、を追加。また、情報開示については、招集通知が総会の 3 週間以上前に発送されていること、であったが、招集通知が総会の 4 週間以上前に証券取引所のウェブサイトに掲載されていること、と変更された。また、買収防衛策については、2017 年のポリシーでは、買収防衛策に関連する定款変更は、その企業の買収防衛策に賛成を推奨する場合を除き、原則として反対を推奨する、と記載されている。Institutional Shareholder Services (ISS) 「Japan Proxy Voting Guidelines 2017 年版日本向け議決権行使助言基準（2017 年 2 月 1 日施行）」<https://www.issgovernance.com/file/policy/2017-japan-voting-guidelines-japanese.pdf>、(2017.07.29)。

⁴⁸⁵ ISS・前掲注（484）。また、2017 年の ISS の議決権行使助言方針につき、石田猛行「2017 年 ISS 議決権行使助言方針と背景にある考え方」商事 2126 号（2017）4 頁以下、参照。

⁴⁸⁶ 森・濱田松本法律事務所・前掲注（482）398 頁。なお、ISS 及びグラス・ルイスの議決権行使基準として、特に注意が必要な議案につき、倉橋＝日本シェアホルダーサービス・前掲注（477）205 頁以下、を参照されたい。

⁴⁸⁷ 「株主総会の取締役選任議案 米 ISS、400 社に反対」日本経済新聞 2016 年 6 月 27 日朝刊 15 面。

⁴⁸⁸ 「相談役・顧問の役割開示」日本経済新聞 2017 年 8 月 3 日朝刊 1 面、「海外投資家懸念後押し—相談役・顧問の役割開示」日本経済新聞 2017 年 8 月 3 日朝刊 13 面。また、経済産業省は、上場企業を対象に顧問や相談役の役割を明示する用促すルールづくりに乗り出し、具体的には東京証券取引所が企業に毎年提出を求めているコーポレート・ガバナンスに関する報告書に新しい項目をもうける案を想定していることにつき、「相談・顧問の役割明示—経産省、透明性確保ヘルール」日本経済新聞 2017 年 5 月 22 日朝刊 5 面。

と報酬委員会の委員長、取締役・監査役の兼任数および株式型報酬制度についての改定を行っている⁴⁸⁹。

助言会社の利用について、実際、機関投資家へのアンケート調査結果でも回答した機関のうち、「判断の参考にする」という回答を含め 47% (43 社) が助言会社を利用している⁴⁹⁰。議決権行使助言会社の影響が大きくなるにつれ、議決権行使助言会社の問題点が議論されるようになり、主要な問題点として挙げられたのが、利益相反、議案分析の手法、競争の欠如、の 3 点であった⁴⁹¹。

第一の問題として、議決権行使助言会社の利益相反問題に関する批判は、議決権行使助言会社が、ある対象会社の株主総会議案について、機関投資家に議決権行使推奨を提供すると同時に、当該対象会社に対し、議案の作成や企業統治の改善等についてコンサルティングサービスを提供するような場合には、顕著な利益相反の問題が生じる、という点である⁴⁹²。このような状況においては、対象会社のコンサルティングサービスに関する契約の獲得を意識した議決権行使助言会社が機関投資家に対し、適切な推奨を示さない恐れがあり、なおかつ、機関投資家が、株主提案を提出または支持する場合にも、機関投資家も議決権行使助言会社の顧客であることから、同様の問題が起こる可能性がある⁴⁹³。スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会でもこれを重く受け止め、アメリカおよび欧州の対応に対する

⁴⁸⁹ 改訂点の解説につき、上野直子「2017 年グラス・ルイス議決権行使助言方針と日本のコーポレート・ガバナンス改革」商事 2126 号 (2017) 19 頁以下、Glass Lewis「JAPAN 2017 年度版 議決権行使助言方針」(2017) http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/02/Guidelines_Japan_Japanese.pdf、(2017.08.04)。

⁴⁹⁰ 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (a)「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (第 2 回) 議事録」金融庁 (平成 29 年 2 月 17 日) (田原泰雅発言)、<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20170217.html>、(2017.08.04)。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (b)「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (第 2 回) 事務局資料」金融庁 (平成 29 年 2 月 17 日) 4 頁 <http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20170217/01.pdf>、(2017.08.04)。日本投資顧問業協会による会員アンケート結果で関連する質問に回答した 126 社中 (調査対象 212 社)、日本株投資残高があるのは 92 社であり、そのうち 43 社が議決権行使助言会社を利用しており、外国株式にのみ活用している社が 11 社含まれる。なお、43 社の回答は、a) 必ず、助言内容に沿って議決権行使を指図する (3%、3 社)、b) まれに異なるときもあるが、基本、助言内容に沿って議決権行使を指図する (14%、13 社)、c) 議決権行使指図の判断の際、参考とする (22%、20 社)、d) その他、運用会社のガイドラインに沿って議決権行使案の作成を委託等 (8%、7 社)、である。

⁴⁹¹ 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」一橋法学第 11 巻 2 号 (2012) 462-471 頁。ほかに、助言会社の法的規制に関し、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」岩原紳作ほか編『会社・金融・法 (上巻)』(2013) 187 頁以下、佐藤勤「議決権行使助言会社に対する規制とその在り方」南山邦楽 36 巻 3・4 号 (2013) 203 頁以下、を参照されたい。

⁴⁹² 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」日本証券アナリスト協会 11 月号 (2015) 32-33 頁、鈴木裕「ISS とは何者か 機関投資家の主体性を失わせる議決権行使助言会社の独占」エコノミスト (2015.7.21) 44-45 頁。

⁴⁹³ 高橋・前掲注 (492) 32-33 頁、高橋・前掲注 (491) 463-467 頁。このような批判に対し、例えば ISS は、自主的に機関投資家への助言業務と、対象会社へのコンサルティング業務にファイアウォールを構築するという措置をとり、対応しているという。

調査を行い、アメリカについては、議員立法で、議決権行使助言会社を登録制として、利益相反管理方針の策定、十分なスタッフの確保、対象企業による助言案へのコメントの機会の付与などを含む体制の整備等を義務付ける法案が審議されていること、報酬については、議決権行使助言会社に、行動規範の有無・適用状況を毎年 website 上で開示させる等の議論が行われていることが有識者検討会で報告されている⁴⁹⁴。

日本版スチュワードシップ・コードには議決権行使助言会社に関する記載がすでにあったが⁴⁹⁵、このような状況を受けて、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会では、議決権行使助言会社に関し議論を重ね⁴⁹⁶、当該コードの改定の際、議決権行使助言会社に関する指針が新設された⁴⁹⁷。

第二の問題点としての議案分析の手法については、議決権行使助言会社がまず方針をさだめ、これに基づき個別の議案を検討することから、各対象会社の特定固有の状況等を考慮しない構子定規な (one-size-fits-all) アプローチに基づいているとの批判は強い⁴⁹⁸。この件については、アセットオーナーに期待がかかる。今回の日本版スチュワードシップ改訂版において、アセットオーナーによる実効的なチェックが追加された。運用機関が議決権行使を議決権行使助言会社に機械的に依存するのではなく、そのサービスを利用しながらも自ら判断しているのかを、アセットオーナーがモニタリングする役目を担うことにより問題の解決が図られると期待される。実際、GPIF は、議決権の行使として行使結果の公表について、「各運用受託機関に開示を支持・要請する方向で検討」していると改訂版への対応についてコメントを公表し⁴⁹⁹、なおかつ実際に、受託機関に議決権の開示を求めた⁵⁰⁰。

⁴⁹⁴ 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (a)・前掲注 (490 (田原泰雅発言))。

⁴⁹⁵ 日本版スチュワードシップ・コード (序 8.、原則 5.、指針 5-4.)。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注 (418) 序 8.、原則 5.、指針 5-4.)。

⁴⁹⁶ 例えば、第 2 回 スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会、<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170217.html>、(2017.08.04)。

⁴⁹⁷ 日本版スチュワードシップ・コード (改訂版) 16 頁 (指針 5-5.)。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注 (452) 16 頁 (指針 5-5.)。指針 5-5 は、「議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである。」と定める。

⁴⁹⁸ 高橋・前掲注 (492) 32 頁、高橋・前掲注 (491) 467 頁。

⁴⁹⁹ 第 117 回運用委員会「日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応について」GPIF (平成 29 年 4 月 26 日) <http://www.gpif.go.jp/operation/committee/pdf/kanri02iinkai1172.pdf>、(2017.08.04)。

⁵⁰⁰ 「株主総会で資産運用会社 議案賛否の基準厳しく一判断開示へ 企業統治向上促す」日本経済新聞 2017 年 5 月 27 日朝刊 7 面、「物言う公的年金、議決権開示迫る」日本経済新聞 2017 年 6 月 23 日朝刊 7 面。これらは主に GPIF が運用会社と投資先企業のなれ合いを監視するために個別開示を要請していることに言及するが、個別開示により、同時に GPIF は運用会社の議決権行使状況を把握することができ、議決権行使助言会社の利用の場合にもここで批判されている画一的な判断の防止につながると期待される。

最後に、競争の欠如であるが、今後、運用会社に対する個別開示要請が進むと、議決権行使助言会社のサービス活用は増加する可能性がある⁵⁰¹。議決権行使助言会社の抱える 3 つの問題点に対しては、日本版スチュワードシップ・コード改訂版が示すように徹底的な開示が重要なカギとなる。開示により、機関投資家の議決権行使が議決権行使助言会社との関係でいかに行われているのかを可視化することで双方の関係が規律されるであろう。さらにこの開示方法を一般の投資家（市場）が関心を持つようより分かりやすくすることにより、市場から機関投資家および議決権行使助言会社に対するモニタリングが働き、より一層、証券市場の規律が高まると考える。

3.3. 機関投資家の議決権行使結果の動向

国内および海外の運用機関の動向、および議決権行使助言会社のポリシーの改定について分析・検討を行った。社外取締役の独立性および社外取締役の取締役会への活動状況への考慮がなされた結果として、国内の運用機関の取締役選任議案に反対していることがわかった。また、ISS をはじめとする議決権行使助言会社の動向も、社外取締役がいないすべての企業の経営トップに反対を推奨していることから、社外取締役を含む取締役会構成要件に対する厳格化がみられる。現在、一般化しているといわれる機関投資家の議決権行使助言会社のサービス利用を考えると、今後も議決権行使助言会社のポリシーの改定には目が離せない状況にあり、その影響は大きいと考えられる⁵⁰²。その一方で、日本版スチュワードシップ・コードの改定版が示す徹底的な開示による業務の可視化が市場の規律を高める可能性から鑑みると、機関投資家の議決権行使における問題はむしろ企業からどれだけの情報を得られるのか、というエンゲージメントにおける情報収集であり、情報収集に影響を与えるであろうインサイダー取引規制規制や FD ルールが論点になると考えられる。こうした点については、次節で問題提起し、第五部にて詳しく検討する。

4. スチュワードシップ・コードにおける法的論点

コーポレート・ガバナンスにおいて機関投資家が果たす役割と期待は、市場における機関投資家の台頭とともに高まっている⁵⁰³。また、機関投資家の増加は日本企業の株式所有構

⁵⁰¹ 高橋・前掲注（491）471 頁。新規参入者の可能性はなお小さくないと思われるが、今後の市場環境次第では、議決権行使助言会社に対する規律の強化も肯定されるであろう、と指摘する。

⁵⁰² なお、ISS は監査等委員会設置会社について、「①社外取締役の数が 4 名未満の場合、②社外取締役の割合が三分の一未満の場合、あるいは③社外取締役の数が 4 名未満かつ三分の一未満の場合、経営トップに反対」を推奨していたが、これを見送り、現行の「社外取締役 2 名」のままとした。ISS が今後方針を変える場合、投資家ひいては投資先企業に影響を与える可能性がある。依馬直義「機関投資家による議決権行使の状況」商事 2116 号（2016）40-41 頁。

⁵⁰³ 神作・前掲注（354）1005 頁。化学、電気機器および機械の三業種における連結売上高を基準とする会社の規模の大小と同社の非安定大口株主の持株比率との間には、高い相関があること、非安定大口株主

造の変化の大きな特徴であり、機関投資家が 2000 年代の企業統治の整備の一つの原動力になったという見解もある⁵⁰⁴。機関投資家がこのようなコーポレート・ガバナンスにおける一定の役割を果たすことを期待し、法的拘束力を有する法規範ではなく、ソフトローの側面から機関投資家を規律するよう策定されたのが日本版スチュワードシップ・コードであり、コードは「建設的な目的を持った対話」すなわちエンゲージメントを基礎とする。

当該コードにおいても、「機関投資家が、投資先企業はその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な目的を持った対話（エンゲージメント）などを通じ」当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を、スチュワードシップ責任と定め⁵⁰⁵、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長、並びに受益者の中長期的な投資リターンの拡大の基礎となるのが「目的を持った対話（エンゲージメント）」である。

エンゲージメントの重要性が強調される一方、エンゲージメントの背景にある政策上の要請と機関投資家の利益ないし能力の調和に対し疑問を投げかける見解もある⁵⁰⁶。投資運用会社の役割は、例えば、多様なポートフォリオの利点を生かし個人に退職金を証券市場に投資する機会を促すことであるのに対し⁵⁰⁷、集中とコミットメントを求めるスチュワードシップ責任という形でのエンゲージメントの「義務化」は企業価値向上に貢献するのかと、疑問を呈する見解もある⁵⁰⁸。

本節では、このような指摘を背景に、機関投資家がコーポレート・ガバナンスにおいて一定の役割を果たすうえで問題となるであろう、スチュワードシップ・コードの核となるエンゲージメントにおける主要な論点を取り上げる。

である機関投資家が企業のガバナンスに対し一定の影響（例えば、独立取締役選任）を有している可能性を示唆するものとして、江頭・前掲注（138）3、6-16、22-23 頁。

⁵⁰⁴ 宮島・前掲注（371）37 頁。

⁵⁰⁵ 日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）3 頁。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（452）3 頁。

⁵⁰⁶ 江口高頭「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割—スチュワードシップとコンプライ・オア・エクスプレインを巡って」宍戸善一＝後藤元編『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』（2016）54 頁。

⁵⁰⁷ Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 Colum. L. Rev. 863, 885-886, 896 (2013)。Gilson らは、コストを抑えたポートフォリオによる分散投資が個人にミューチュアル・ファンドなどを媒介とした市場への投資を促した、と指摘する。

⁵⁰⁸ 江口・前掲注（506）54 頁。運用会社のビジネスモデルは浅く広く投資することであるのに対し、スチュワードシップ責任が求めているのは、個々の会社との経営内容に踏み込んだエンゲージメントである、と指摘する。ほかに、スチュワードシップ・コードに関する批判として、顧客・受益者の投資リターンの拡大と、個々の投資先企業の持続的成長における緊張関係の指摘につき、田中・前掲注（420）69 頁、神作・前掲注（354）1031 頁、高橋・前掲注（461）43-44 頁。

4.1 エンゲージメントとインサイダー取引規制

エンゲージメントに関する原則 4 の指針 4-3 は、「一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な『目的を持った対話』を行うことが可能である。」と明記する⁵⁰⁹。一方、「未公表の重要事実」に関し、金融庁は、機関投資家の活動に関し、インサイダー取引規制等を日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた金融商品取引法上の論点の一つとして挙げている⁵¹⁰。インサイダー取引規制に関し、金融商品取引法は、A) 会社関係者が「未公表の重要事実」を知った場合、その事実が「公表」されるまでは当該企業の株式等の売買等を行うことを禁止し⁵¹¹、B) 公開買付者等関係者が「公開買付等の実施（中止）に関する事実」を知った場合、その事実が「公表」されるまでは、その上場株式等の買付け等（中止の場合は売付等）を行ってはならないと定め⁵¹²、違反者は、刑事罰⁵¹³や課徴金⁵¹⁴の対象となる⁵¹⁵。また、2014 年 4 月より導入された、情報伝達・取引推奨行為に対する規制は、「未公表の重要事実」を知った会社関係者（公開買付者等関係者）が、当該事実の公表前に、他人に取引されることにより、当該他人に利益を得させる等の目的をもって（主観的要件）、情報伝達・取引推奨を行うことを禁止する⁵¹⁶。当該他人（情報伝達・取引推奨を受けた者）が、実際に売買等を行った場合（取引要件）、情報伝達・取引推奨を行った者は、刑事罰⁵¹⁷や課徴金⁵¹⁸の対象とされる⁵¹⁹。このため、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会における議論において、

⁵⁰⁹ 日本版スチュワードシップ・コード（指針 4-3）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（418）10 頁（指針 4-3）。なお、日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）では指針 4-5 にあたる。日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）（指針 4-5）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（452）15 頁（指針 4-5）。

⁵¹⁰ 金融庁「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（平成 26 年 2 月 26 日）<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20140227/06.pdf>、（2017.07.31）。金融庁は機関投資家の活動に関し、日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた金融商品取引法上の論点として、インサイダー取引規制等以外には、大量保有報告制度の重要提案行為、大量保有報告制度の共同保有者・公開買い付け規制の特別関係者の合計 3 項目を挙げている。

⁵¹¹ 金融商品取引法 166 条。

⁵¹² 金融商品取引法 167 条。なお、会社関係者、公開買付者等関係者に加え、これらの者から重要事実の伝達を受けた者についても、同様の規制が課される。（それぞれ、金融商品取引法 166 条 3 項、167 条 3 項。）

⁵¹³ 金融商品取引法 197 条の 2 第 13 号。

⁵¹⁴ 金融商品取引法 175 条。

⁵¹⁵ なお、平成 24 年 7 月末の証券取引等監視委員会事務局によると、インサイダー取引に係る課徴金納付命令勧告は平成 17 年から 24 年（7 月 6 日）までの期間で合計 133 件で平成 21 年が 38 件と最も多く、また告発状況については、平成 16 年、平成 21 年が両年とともに 7 件と最も多く、平成 4 年から平成 24 年までの合計は 71 件である。インサイダー取引に係る勧告事案の課徴金額別件数では平成 17 年から 24 年（7 月 6 日）までの期間で、合計 133 件であり、このうち 500 万円を超える課徴金が課された件数が 13 件である。これらの情報につき、証券取引等監視委員会事務局「説明資料」（平成 24 年 7 月 31 日）http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryou/20120731/03.pdf、（2017.08.01）。

⁵¹⁶ 金融商品取引法 167 条の 2。

⁵¹⁷ 金融商品取引法 197 条の 2 第 14、15 号等。

⁵¹⁸ 金融商品取引法 175 条の 2。

⁵¹⁹ 横山淳「日本版スチュワードシップ・コードと金融商品取引法」大和総研（2014 年 4 月 17 日）5-6 頁 http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140417_008441.pdf、（2017.07.31）。

インサイダー取引規制等が、機関投資家と投資先企業との間での踏み込んだ対話を萎縮させてしまう可能性があるのではないかと指摘がなされた⁵²⁰。この指摘は、企業側の、機関投資家への「未公表の重要事実」の伝達による 情報伝達・取引推奨規制への抵触への恐れ、一方、機関投資家の立場からは、「未公表の重要事実」の受領に伴う当該事実の公表前の売買に関するインサイダー取引規制への抵触の恐れに基づくものと整理され⁵²¹、これらを踏まえたうえで、日本版スチュワードシップ・コードでは、企業との対話において、「未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきである」と明記された⁵²²。さらに、当該指針に関し、「投資先企業との特別な関係等に基づき見公表の重要事実を受領する場合には、当該企業の株式の売買を停止するなど、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じたうえで、当該企業との対話に臨むべき」とする⁵²³。

しかし、インサイダー取引規制上の重要事実の範囲は、形式的に確立されているわけではなく、すなわち、対話の前に重要事実該当するのかを正確に予測することは困難なことであり、事後的に、対話で話された情報が未公表の重要事実の授受に該当すると判断されるリスクを完全に拭い去ることは困難であるという見解もある⁵²⁴。また、有識者検討会においても重要提案行為について議論されているが、金融庁関係者から、発行者が主体的に設定した株主との「対話」（例えば、決算報告会、IR ミーティング）は重要提案行為にはあらず、これは、投資家からミーティングを申し入れた「対話」とでは性質が異なるという趣旨の発言がなされている⁵²⁵。

これらに加え、企業と機関投資家の間で行われる「対話」は株主総会での議論などとは異なり、企業と機関投資家の両者だけで行われる非公開、水面下の対話である。非公開であるが故、株主提案などと比較し、費用負担も少なく、率直に意見交換ができるというメリットがある。他方で、水面下の対話は、一般投資家が「全株主に公平に利益となる対話がなされているのか」、「自分たち（対話を行う機関投資家）だけが利する情報が交錯していないか（すなわちインサイダー取引が行われていないか）」という不信感を生む要因になりかねず、運

⁵²⁰ 金融庁・前掲注（510）13 頁。

⁵²¹ 金融庁・前掲注（510）13-14 頁。

⁵²² 日本版スチュワードシップ・コード（指針 4-3）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（418）10 頁（指針 4-3）。なお、日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）では指針 4-5 にあたる。日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）（指針 4-5）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（452）15 頁（指針 4-5）。

⁵²³ 日本版スチュワードシップ・コード（指針 4-3. 注（10））。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（418）10 頁 指針 4-3. 注（10）。なお、日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）では指針 4-5. 注（13）にあたる。日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）（指針 4-5. 注（13））。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（452）14 頁（指針 4-5. 注（13））。

⁵²⁴ 横山・前掲注（519）4 頁。

⁵²⁵ 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（第 4 回）議事録」金融庁（平成 25 年 11 月 27 日）（由布志行発言）、<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20131127.html>、（2017.08.01）。

用には注意が必要である⁵²⁶。インサイダー取引規制に抵触する可能性、一般投資家からの疑念を払しょくするには、対話の公開による透明性の確保であるが、開示とエンゲージメントの利点である費用の最小化と開示との両立、また、そもそも平素からの対話を重んじるエンゲージメントとその公開の両立は容易ではない⁵²⁷。

4.2 エンゲージメントとフェア・ディスクロージャー・ルール

4.2.1. 経緯

エンゲージメントは密室の対話であり、そこには「未公表の内部情報」が含まれていることもあり得る。エンゲージメントを行うことができる特定の株主だけにそのような情報が提供されれば、一般株主を含む市場参加者間の公平性が失われることになり、それはすなわち証券市場に対する信頼の損失につながり、その結果、健全な市場の発展を阻害する要因になる⁵²⁸。そこで、発行者側の情報開示ルールが整備・明確化されることで、発行者による早期の情報開示、ひいては投資家との対話が促進されるという積極的意義があり、個人投資家や海外投資家を含めた投資家に対する公平かつ適時な情報開示を確保し、すべての投資家が安心して取引ができるよう導入されたのが、FD ルールである⁵²⁹。本節では、機関投資家の視点から、FD ルールとエンゲージメントにおけるスチュワードシップ活動について整理し、機関投資家が抱える法的課題について取り上げる⁵³⁰。

⁵²⁶ 横山・前掲注（519）7 頁。エンゲージメントの運用を誤ると、投資先企業と一部の機関投資家との間の「密室の会話」に対して、一般投資者が強い不信任・不公平感を抱くであろう、と指摘する。

⁵²⁷ 上野・前掲注（489）26-27 頁。上野は、エンゲージメントの積み重ねが企業にとって友好的な郷土化を増やすことにつながり、取締役会への理解も深まることから、企業と多くの株主がよりよい関係を気づくことが最大の買収防衛策であり、問題が起きた時の突発的なエンゲージメントではこのような効果は期待できない、と指摘する。

⁵²⁸ 神作裕之「フェアディスクロージャー制度の導入とスチュワードシップ活動」商事 2135 号（2017）17 頁以下〔唐津恵一「企業と投資家の建設的対話の発展に向けて—フェアディスクロージャー制度を踏まえて—本シンポジウムの趣旨・目的」商事 2135 号（2017）18 頁。〕。

⁵²⁹ 金融商品取引法第 27 条の 36。金融庁「金融商品取引法第 27 条の 36 の規定に関する留意事項（フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン）」4 頁 http://www.fsa.go.jp/news/29/syouden/20171024_13.pdf、（2017.12.07）。金融審議会 市場ワーキング・グループ「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告—投資家への公平・適時な情報開示の確保のために—」金融庁（平成 28 年 12 月 7 日）2 頁（2. 本ルール導入の意義）http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/03.pdf、（2017.08.02）。なお、フェア・ディスクロージャー・ルールを FD ルールと記すことにつき、「第一部 1. 問題の指摘と本論文の目的」参照。

⁵³⁰ 本論文においては、フェア・ディスクロージャーに関し、エンゲージメントを中心とした機関投資家に関する論点に限定して取り上げるため、金融審議会 市場ワーキング・グループ・前掲注（529）に加え、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入の経緯、目的、実務の対応等の詳細は、第 53 回東京大学比較法政シンポジウム「企業と投資家の建設的対話の発展に向けて—フェアディスクロージャー制度を踏まえて—」（2017 年 2 月 23 日開催）における講演内容であり、旬間商事法務に掲載された、以下を参照されたい。神作・前掲注（528）17 頁以下、佐藤淑子「我が国における IR/SR の諸課題とフェアディスクロージャー」商事 2135 号（2017）31 頁以下、中神・前掲注（435）34 頁以下、三瓶・前掲注（166）42 頁以下、武井一浩「フェアディスクロージャーを踏まえた実務対応上の諸論点」商事 2137 号（2017）32 頁以下、総括として、神田秀樹「総括に代えて」商事 2137 号（2017）39 頁以下。これらに加え、大崎禎和（2016）「第 3 章フェア・ディスクロージャー・ルールは何をもたらすか」宍戸善一＝後藤元『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』（2016）75 頁以下、大崎禎和（2017）「骨子が固まったフェア・ディスクロージャー・ルール」Financial markets 金融市場 1 月号（2017）6 頁以下、荻

FD ルールを導入すべきであるとの直接的な契機となったのは、企業の内部情報を顧客に提供して勧誘を行った証券会社に対する金融商品取引法等⁵³¹に関する行政処分であった⁵³²。これらの行政処分を通じ、金融商品取引業者等が投資判断に影響を及ぼす未公表の情報を提供して顧客を勧誘することは禁止されているが⁵³³、同様の情報を企業が提供することは禁止されていない点について規制の欠缺があると認識されるようになり⁵³⁴、2017 年 5 月 17 日、FD ルールの導入が盛り込まれた「金融商品取引法の一部を改正する法律」⁵³⁵が可決、成立し、同 24 日に公布された。

4.2.2. 具体的内容

本ルールの対象となる情報の範囲は、「インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲と基本的に一致させつつ、それ以外の情報のうち発行者又は金融商品に関係する未公表の確定的な情報であって、公表されれば発行者の有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるものを含める」ことが想定されている⁵³⁶。

4.2.3. 法的論点

そもそも FD ルールの導入の意義は、「発行者側の情報開示ルールを整備・明確化することで、発行者による早期の情報開示を促進し、ひいては投資家との対話を促進する」ことであるにもかかわらず⁵³⁷、FD ルールはエンゲージメントにおいて企業を萎縮させるという負の効果に対する複数の議論がある。例えば、アメリカにおいて同様のレギュレーションが制

野昭一「導入されるフェア・ディスクロージャー規制」ARES 不動産証券化ジャーナル 37 号 (2017) 118 頁以下、田原泰雅「金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告の概要」商事 2105 号 (2017) 4 頁以下、横山淳 (a)「フェア・ディスクロージャーの論点」大和総研 (2017 年 2 月 23 日)、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170223_011751.pdf、(2017.07.31)、横山淳 (b)「フェア・ディスクロージャー・ルールの導入」大和総研 (2017 年 6 月 8 日)、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170608_012052.pdf、(2017.07.31)を参照されたい。

⁵³¹ 金融商品取引法 38 条 8 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 117 条第 1 項第 14 号。

⁵³² 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告—建設的な対話の促進に向けて—」金融庁 (平成 28 年 4 月 18 日)16 頁、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20160418-1/01.pdf、(2017.08.02)。神作・前掲注 (528) 19 頁、大崎 (2016)・前掲注 (530) 78 頁注 (8)。具体的には、クレディ・スイス証券会社に対する業務改善命令 (2016 年 4 月 25 日)、ドイツ証券会社に対する業務改善命令 (2015 年 12 月 15 日)。

⁵³³ 金融商品取引業等に関する内閣府令 117 条第 1 項第 14 号。

⁵³⁴ 金融審議会・前掲注 (532) 15-16 頁。

⁵³⁵ 平成 29 年法律 37 号。なお、FD ルールの施行は公布の日 (2017 年 5 月 24 日) から起算して一年を超えない範囲内において政令で定める日から施行されるが、金融庁の予定では現在、平成 30 年 4 月 1 日の予定である。金融庁「平成 29 年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等の公表について」(平成 29 年 10 月 24 日)、<http://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20171024.html>、(2017.11.06)。

⁵³⁶ 金融審議会 市場ワーキング・グループ・前掲注 (529) 2-3 頁。なお、モザイク情報 (その情報のみでは、直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報) は、対象外である。

⁵³⁷ 金融審議会 市場ワーキング・グループ・前掲注 (529) 2 頁。

定された当初、上場企業が後ろ向き対応に陥るのではないかと懸念が一部で現実になったことを例に取り上げ、日本においても、上場企業とアナリストの対話において、上場企業が FD ルールへの抵触を恐れて萎縮し、アナリストへの十分な情報提供がなされず、アナリストが上場企業の企業価値と成長性に関する専門的な判断を下すことが今より困難になり、その結果、投資家が入手できる情報の質や量の低下につながるのではないかと懸念する見解がある⁵³⁸。このような、アナリストや投資家が事前に情報を入手しにくくなり、その結果、市場における公正・円滑な価格形成に悪影響が及ぶ、といった懸念あるいは批判に対し、問題の本質は FD ルールそのものよりも、i) 不十分な情報開示あるいは早期開示が可能であるにもかかわらず、恣意的に遅らせるという対応がなされている、ii) 適時の開示が適切に行われていない、ということが原因ではないかと指摘するとともにこれらの解決には開示制度の充実しかない、という見解もある⁵³⁹。

一方、FD ルールの導入に対するエンゲージメントへの影響として、発行体企業と投資家との間に「情報のセキュリティ・ゲート」となりうる、という見解がある⁵⁴⁰。この「情報のセキュリティ・ゲート」により、企業がアクティビストと条件交渉する際に、FD ルールに抵触しないよう「情報は出さない」という企業の選択肢がより明確に意識されるため、インサイダー取引規制だけが存在する環境ではアクティビスト側にあった主導権が、企業側に移行する可能性を指摘する⁵⁴¹。

このような FD ルールの導入に関する、企業の萎縮による、提供される情報の減少に関する懸念、あるいはアクティビストとの交渉に対する主導権は、どちらかというと、企業主体の議論である。機関投資家にとって問題はさらに深い。すなわち、FD ルールの開示の主導権が企業側にあること、である。

⁵³⁸ 大崎（2016）・前掲注（530）99-100 頁。同様の見解として、「アナリスト受難の時代（下）細る役割 独自分析磨く」日本経済新聞 2017 年 6 月 29 日朝刊 7 面。また、開示を先送りする口実として FD ルールが利用されないか等の懸念につき、金融審議会『『ディスクロージャーワーキング・グループ』（第 3 回）議事録』金融庁（平成 28 年 2 月 19 日）（大崎委員発言、石田委員発言、熊谷委員発言）、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/gijiroku/20160219.html、（2017.08.02）。

⁵³⁹ 横山（a）・前掲注（530）33-34 頁。市場における公正・円滑な価格形成に悪影響が及ぶという事象に対しては、アナリストや機関投資家が（選択的開示を通じて）他の市場参加者に先行して情報を入手することができるという特権を喪失したこと（公平性追求の負の側面）、も挙げているが、この弊害は、例えばモザイク情報については FD ルールを適用しないといった運用を行うことなどで、ある程度、対処可能であろう、と指摘する。

⁵⁴⁰ 三瓶・前掲注（166）45 頁。

⁵⁴¹ 三瓶・前掲注（166）46-47 頁。三瓶は、FD ルールの存在により、インサイダー情報の入手側であるアクティビストが株式売買を行わないと主張しても、その情報を選択的に伝えてよいかの発行体企業の判断がより重くなることで、条件交渉の中でも、「情報は出さない」という選択肢がより明確に意識されるようになるのではないかと、また選択的開示等について取締役会で決議するなどの慎重な方法をとることによりアクティビストとの条件交渉に不用意に巻き込まれることがなくなるのではないかと意見する。

第一に、企業側に主導権があることによって、FD ルールにより重要情報の伝達を受けた者（情報受領者）は特段の義務が発生するわけではないが、情報受領者も伝達を受けた情報の内容によっては、他の規制、例えばインサイダー取引規制⁵⁴²、法人関係情報規制⁵⁴³などの影響を受けることが想定される⁵⁴⁴。具体的には上場会社は FD ルールに抵触したと判断した場合、その情報を公開する必要があるが、公開方法として自社の website への掲載も認められている⁵⁴⁵。一方、インサイダー取引上の公表手続きは、a) 会社の代表取締役等が、重要事実を所定の報道機関 2 以上に対して公開してから 12 時間が経過（いわゆる 12 時間ルール）、b) 上場会社等が取引所の規則に従い重要事実を取引所に通知し、当該取引所により電子的に公衆縦覧される、c) 重要事実に関する事項が記載された有価証券報告書、臨時報告書などが公衆縦覧に供される、などいずれかの方法が行われた場合に、重要事実が公表されたことになることと定められている⁵⁴⁶。Website で公開された情報は FD ルール上の公表ではあるが、インサイダー取引規制にとっては公表されていないことになる。また、FD ルールの対象となる情報の範囲が、「公表されれば発行者の有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるもの」とされており、インサイダー取引規制上の情報の範囲とイコールではなく、インサイダーよりも広い範囲が含まれていることから⁵⁴⁷、これらの境界領域に属する事柄について上場会社と機関投資家の間に見解の相違が生まれる可能性がある⁵⁴⁸。実際、FD ルール上の重要情報は「重要な事実」ではなく「重要な情報」であって、投資者の投資判断に「著しい影響」ではなく「重要な影響」を及ぼすものを対象としている⁵⁴⁹。この

⁵⁴² 金融商品取引法 166、167 条。

⁵⁴³ 金融商品取引業等に関する内閣府令 1 条 14 号、117 条第 1 項第 14 号、14 号の 2、15 号、16 号、123 条 1 項 5 号等。

⁵⁴⁴ 横山 (a)・前掲注 (530) 17 頁。

⁵⁴⁵ 金融商品取引法 27 条の 36 第 4 項。金融庁「平成 29 年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等の公表について（平成 29 年 10 月 24 日）」、<http://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20171024.html#1>、(2017.12.07)。

⁵⁴⁶ 金融商品取引法 166 条第 4 項、同 167 条第 4 項。横山淳「いまさら人に聞けないインサイダー規制の Q&A」大和総研（2012 年 6 月 20 日）12 頁、<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/securities/12062001securities.pdf>、(2017.07.31)。12 時間ルールにおいては、報道機関 2 社以上に対して「公開」してから 12 時間が経過した場合に、「重要事実」が「公表」されたことになる。ただし、最近では、もっぱら b) の方法が一般的である。

⁵⁴⁷ 武井・前掲注 (530) 33 頁。また注 (536) およびその本文参照。

⁵⁴⁸ 横山 (b)・前掲注 (530) 8-9 頁、参照。インサイダー取引規制が「重要な事実」であり投資者の投資判断に「著しい影響」を及ぼすものを対象としているのに対し、FD ルールは「重要な情報」であり投資者の投資判断に「重要な影響」を及ぼすものを対象にしている。この相違点をどのように理解すべきか、基本的にはタスクフォース報告 (3 頁) を受けたものと考えられる、と指摘する。なお、相違点につき注 (549) の横山の指摘も参照。また、タスクフォース報告書として、金融審議会 市場ワーキング・グループ・前掲注 (529) 2-3 頁。

⁵⁴⁹ 横山 (b)・前掲注 (530) 9 頁。横山は、FD ルールは「インサイダー取引規制の対象となる情報プラスアルファ」と考えられるとしており、この見解は武井 (注 (547) およびその本文) と同様の見解である。また、武井は、武井・前掲注 (530) 37 頁において、何が FD ルールの射程となる「重要な情報なのか」については重要な論点となる、と指摘すると同時に、「重要な情報」に対し投資家の属性はさまざまであり、FD ルール違反を問われるのが企業側であるのに、投資家の投資判断に重要だけではうまく働かないのではないかと指摘する。一方、FD ルールが実行されても短期的な投資家と異なり、すぐに株式売買を行うわけではないので、特に問題はない、という投資家もいる。当該意見につき、中神・前掲注 (435) 37 頁。

ような点から、機関投資家が受領した情報が重要事実該当するのではないかと疑問を抱いた場合には、エンゲージメントにおける企業との確認が重要であり、当該発行体企業の株式売買を差し控えるなど、機関投資家にとっては非明示的な制約条項となる可能性がある。

第二に、上記のインサイダー取引規制、FD ルールの「重要な事実」と「重要な情報」の境界の定義がはっきりしないため、企業の萎縮により機関投資家に提供される情報が少なくなる可能性がある。

FD ルールにおける「重要な情報」をガイドラインに従い解釈すると、最低限の情報管理の範囲は「インサイダー取引規制の対象となる情報」プラス「決算情報であって有価証券の価額に重要な影響を与える情報」ということになる⁵⁵⁰。一方、FD ルールのタスクフォース報告によると、FD ルールの対象となる情報の範囲は「発行者と投資家の対話の中で何が重要な情報であるかについて、プラクティスを積み上げることができるようにすることが望ましい」と指摘されていることから、ガイドラインの最低限の情報管理の範囲を基礎に投資家との対話を通じ重要情報に関するコンセンサスづくりを進め、積極的な開示へと向かうことが重要である、という指摘もある⁵⁵¹。また、中長期的な企業戦略等企業の将来に関する議論等の取り扱いについても、公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のある情報を対象とすることから一般的には本ルールの対象となる情報に該当しない、としながらもその情報自体が投資判断に活用できるものであり公表直前に伝達するような場合は重要情報の伝達に該当する可能性がある、との留保が付け加えられている⁵⁵²。さらに、重要情報に該当するかどうかの見解が企業と投資家で分れた場合には、両者の対話を通じて同意の上、公表あるいは公表しないことを決定する、と定められているが、同意しなかった場合の規定はない⁵⁵³。こうした点から、重要な情報の範囲を理解するのは容易ではない。

本節においては、2018 年度から施行される FD ルールに関し、インサイダー取引規制との境界について、2 つの問題を提起した。より重要であるのは第二の企業の萎縮により提供される情報が減少することである。企業のアウタサイダーである機関投資家はその情報取得の場の多くをエンゲージメントに依存することになることから、企業の萎縮は大きな問題である。取得できる情報が減少すれば、効率性の観点からの監視を補完することも困難になり、なおかつ受認者としての義務の履行も難しくなるからである。本節で行った問題提起については、第五部でインサイダー取引規制と合わせ、詳しく検討する。

⁵⁵⁰ 金融庁・前掲注（529）4 頁（問 2）。

⁵⁵¹ 金融審議会 市場ワーキング・グループ・前掲注（529）2 頁。横山淳「（詳細版）フェア・ディスクロージャー細則案」大和総研（2017 年 11 月 14 日）、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20171114_012449.pdf、（2017.12.7）。

⁵⁵² 金融庁・前掲注（529）5-6 頁（問 4）。

⁵⁵³ 金融庁・前掲注（529）5 頁（問 3）。同意しなかった場合の指摘につき、横山・前掲注（551）12 頁。

4.3 アセットオーナーの受託者責任

4.3.1. スチュワードシップ責任と受託者責任

平成 29 年 5 月 29 日、日本版スチュワードシップ・コードの改訂版が公表された。主要な変更内容の一つに、「アセットオーナーによる運用機関の実効的なチェックの推進」がある⁵⁵⁴。スチュワードシップ・コードの実効性の確保にはアセットオーナーの行動が重要であることを確認してきたように⁵⁵⁵、アセットオーナーに関する変更内容は、コードの改訂における最重要ポイントの一つであり、今後アセットオーナーがどのような方針で資金を委託するかを明確にする契機となることが期待される⁵⁵⁶。なぜなら、運用機関は、巨大な資産を持つ年金基金等アセットオーナーの運用受託を目指してしのぎを削っており、アセットオーナーの判断で運用会社は大きく動くことになるからである⁵⁵⁷。アセットオーナーの巨額な資産の運用受託をアセットマネージャーが目指すことから、アセットオーナーを巻き込むことによりアセットマネージャーにスチュワードシップ責任を果たさせよう、例えばバイアスのかかった議決権行使を行わないようにさせよう、というのがその目的である。

例えば、今回の改訂を踏まえて、アセットオーナーと運用機関との間での適切なコミュニケーションを図ることが機関投資家に特に期待される対応の一つとして挙げられている⁵⁵⁸。特に、スチュワードシップ活動に関して、アセットオーナー全体としてはスチュワードシップ・コードの受け入れは進んでいるものの、アセットオーナーのうち企業年金基金によるスチュワードシップ・コードの受け入れは十分とは言えない⁵⁵⁹。スチュワードシップ・

⁵⁵⁴ 日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）14 頁。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（452）14 頁。なお、改訂前からの変更点の参照につき、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会『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」金融庁（平成 29 年 5 月 29 日）<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/02.pdf>、（2017.07.31）。

⁵⁵⁵ 注（462-466）およびその本文参照。

⁵⁵⁶ 宮島ほか（a）・前掲注（420）22 頁〔宮島英昭発言〕。

⁵⁵⁷ 宮島ほか（a）・前掲注（420）22 頁〔小口俊朗発言〕。例えば、国家公務員共済年金には 7 兆円、私学共済年金には 3 兆円を超える運用資産がある。

⁵⁵⁸ 高福中「SS コード改訂と機関投資家への期待」商事 2137 号（2017）62 頁。

⁵⁵⁹ 具体的には、アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべき（指針 1-3）、アセットオーナーは、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や運用委託契約の締結に際し、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべき（指針 1-4）、また、アセットオーナーは、運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべき（指針 1-5）などである。日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）（序 7. 指針 1-3、1-4、1-5）。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会・前掲注（452）14 頁（序 7. 指針 1-3、1-4、1-5）。

⁵⁶⁰ 高福中・前掲注（558）62 頁。平成 27 年 11 月末付の統計では、受容れ機関 201 機関のうち 12%の 24 機関が、年金基金である。なお、201 機関のうち、70%の 141 機関が投資顧問、年金基金に続き多いのは 11%を占める 22 機関の生命保険及び損害保険会社である。統計につき、金融庁総務企画局企業開示課「スチュワードシップ・コード受容れ機関の取組み方針・活動内容の公表状況」金融庁（平成 28 年 2 月 18 日）3 頁 <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20160218/02.pdf>、（2017.07.31）。なお、直近（平成 29 年 7 月 1 日現在）の企業年金の現況では、厚生年金基金は 71 基金である。このデータにつき、企業年金連合

コードが成立し、当該コードの受容れに焦点を絞った議論が展開されているが、問題はもっと深いところにあることを認識すべきである。すなわち、受託者の責任という観点から、議論を進めるべきである。

そもそも、年金基金のマネジメント層および運用担当者は、年金の受給者に対して受託者としての重い責任を負い、それは運用会社にスチュワードシップ活動を含む投資運用を委ねることで免責されるものではない⁵⁶¹。言い換えれば、スチュワードシップ・コードを受け入れようと受け入れまいと、年金基金の受託者としての責任に変わりはない。また、投資マネージャーにしても同様である。スチュワードシップ・コードの受容れ表明に関係なく、原則的にアセットオーナーに対して受託者としての責任を負う⁵⁶²。アセットマネージャーの受託者としての責任の履行はアセットオーナーの利益最大化であり、これを通じて連鎖的にアセットオーナーは最終受益者に最善の利益をもたらす。例えば、アセットマネージャーのバイアスのかかった議決権行使を防ぐためには、まず、受託者責任が果たされているかを議論すべきである。

4.3.2. AIJ 事件と受託者責任

従前から、アセットオーナーが運用機関のスチュワードシップ活動をどのようにモニタリングするののかという点についての議論がなされていない、という指摘があった⁵⁶³。実際、改訂版が策定・公表されるまでに複数の機関で幾度となくアセットオーナーの役割について、議論がなされてきた⁵⁶⁴。また、近年、国際的にも、例えば年金基金のマネジメント層および運用担当者が年金受給者に対して負う *fiduciary duty* だけに焦点を当てるよりもむしろ、インベストメント・チェーンに含まれるすべての者が、顧客のベスト・インタレストのために行動することが重要である、とされてきている⁵⁶⁵。例えば、アメリカの ERISA 法は、

会数理部数理課「企業年金の現況（平成 29 年 7 月 1 日現在）」（平成 29 年 7 月 10 日）
<https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/nenkin/files/genkyo.pdf>、（2017.07.31）。

⁵⁶¹ 高福中・前掲注（558）62 頁。

⁵⁶² 「第三章 4. 受託者としての義務」参照。

⁵⁶³ 日興リサーチセンター「日本のコーポレートガバナンスとスチュワードシップ活動に関する英国からの示唆」SMBC 日興証券グループ（2016 年 3 月）19 頁、<http://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/09/download20160331a.pdf>、（2017.07.31）。

⁵⁶⁴ 金融庁総務企画局「事務局説明資料（国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー）」（平成 28 年 7 月 6 日）http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20160706/02.pdf、（2017.07.31）。例えば、今後、資産保有者から資産運用先という「インベストメント・チェーンに含まれるすべての金融機関等が、顧客のベスト・インタレストのために行動する」というプリンシプルを定着させて行くことが課題となるのではないか、という議論がなされている。また、具体的にアセットオーナーによる実効的なチェックとして a) アセットオーナーによる実効的なスチュワードシップ活動の確保、b) アセットオーナーが運用機関に求める事項の明示、c) 運用機関に対する実効的なモニタリングといった取組みを進めていく必要がある、という議論につき、金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議—機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方 企業の持続的な成長に向けた『建設的な対話』の充実のために 意見書（3）」（平成 28 年 11 月 30 日）http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_3.pdf、（2017.07.31）。

⁵⁶⁵ 金融庁総務企画局・前掲注（564）9 頁。

投資アドバイザーや投資マネージャーは、委託者であるアセットオーナーに対してのみならず、最終受益者（年金受給者）に対しても、直接、fiduciary duty を負うとされている⁵⁶⁶。このような中、年金基金の受託者責任が問われる事件、通称 AIJ 事件が起こった⁵⁶⁷。AIJ と年金投資一任契約を締結していた北信越管工事業厚生年金基金は、32 億 9,000 万円の損失を被り、一般に信託銀行で管理されている年金資産が喪失し、その報告書が改ざんされるわけがないという信頼関係が裏切られた。運用に失敗し、当局並びに顧客に虚偽の報告を行った AIJ に問題がないわけではない。しかし、AIJ 事件で注視されたのは、当該年金基金の受託者としての責任である。被害にあった年金基金の最大の原因は、基金の理事の多くが天下りで受託者責任を全うする能力を有していたのか疑わしく、その証拠に、被害にあった当該年金基金は AIJ のパフォーマンスを信用し、それだけで AIJ を採用したという⁵⁶⁸。この点につき、運用哲学あるいは運用の手法などについて AIJ に質問するなど、受託者としての責任のほんの一端を果たしさえすれば、AIJ 事件は避けられたのではないだろうか、との指摘がある⁵⁶⁹。

スチュワードシップ責任にはエンゲージメントに関する行動規範の諸原則の一つとして、最終的な資金の出し手（委託者）に対する責任が明記されるが、例えば AIJ 事件の場合、委託者と資産運用会社の間位置するアセットオーナーの責任が問われ、アセットオーナーが委託者に対し、受託者としての責任、すなわち受託者としての義務を履行していたかが、問題である。こうした点からも、まずはアセットオーナーおよびアセットマネージャーが受託者としての責任を果たしているかを再考すべきである。

4.3.3. 受託者責任に基づくスチュワードシップ責任

ところで、受託者責任については、従前から、年金受給者の保護を促進するために、日本においても、ERISA 法に倣い、企業年金法制において、運用機関が直接の契約相手ではない加入者に受託義務を負うという仕組みを導入することが適切ではないか、という議論が幾度となくなされてきたが、法制度や年金を取り巻く環境が異なることから、日本の年金制

⁵⁶⁶ 金融庁総務企画局・前掲注（564）10 頁。なお ERISA 法につき「第二部アメリカ編第二章 2.1. ERISA 法の構成」参照。

⁵⁶⁷ AIJ 投資顧問事件、東京高判平成 28 年 6 月 8 日（平成 28 年（ネ）第 528 号）、東京地判平成 27 年 12 月 25 日平成 25 年（ワ）23164 号。投資顧問会社である AIJ は当該年金資産の運用の失敗に対し、当局および顧客に虚偽の報告を行った。

⁵⁶⁸ 菅原周一「日本株式市場のリスクプレミアム」日本証券アナリスト協会 6 月号（2012）55-57 頁。菅原は、受託者責任を導入した当事者である厚生省が運用にかかわる知識や能力も問わずに天下りをさせたとしたら、それこそ受託者責任が問われかねない、と指摘する。

⁵⁶⁹ 菅原・前掲注（568）55-57 頁。

度への ERISA 法導入に疑問を呈す意見もあった⁵⁷⁰。一方で、スチュワードシップ責任⁵⁷¹を旗印とする日本版スチュワードシップ・コードが策定され、さらには今回の改訂版の最大の意義の一つがアセットオーナーの資金委託の方針の明確化であることも手伝い、アセットオーナーに関する議論は、むしろ、基金がスチュワードシップ責任をいかに果たすかに移行してきたようである。

他方、厚生年金と国民年金の積立金の管理・運用を行う GPIF は日本版スチュワードシップ・コードに受け入れを表明している⁵⁷²。また、改訂版で追加されたアセットオーナーによる実効的なチェックについても、i) 運用受託機関向けの「スチュワードシップ活動原則」の策定を行う（指針 1-4.）、ii) 議決権の行使結果の開示を各運用受託機関に指示・要請する方向で検討（指針 5-3.）と受け入れに前向きな姿勢を示しており⁵⁷³、実際、運用受託機関に個別開示を要請している⁵⁷⁴。

実際の企業との対話や議決権行使は主に運用会社が行うが、それを評価するのは年金基金等のアセットオーナーである。アセットオーナーがスチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、運用会社の評価・選別を正確に行うことで、スチュワードシップ活動の質は必ず向上すると考えられている⁵⁷⁵。一方で、スチュワードシップ・コードの改訂をいくら行ったとしてもそもそも当該コードを受け入れていない機関投資家との関係では効果は生じず、そういった意味では、現状、アセットオーナーである民間の年金基金の受容れは十分とは言えない状況にある⁵⁷⁶。こうした点からも、スチュワードシップ・コードの導入、改訂を契機に、改めて、資産保有者および資産運用者が負う受託者としての責任という根本的な議論を行うべきである。もっとも、スチュワードシップ責任をアセットマネージャーに負われる主要

570 土浪修「年金基金と運用機関の『受託者責任』の分担—米国エリサ法・判例とわが国におけるあり方—」ニッセイ基礎研 5 月号（2003）6-8 頁。土浪は、ERISA 法に倣うことに疑問を呈する理由として、①米国特有の事情（例えば連邦制や金融機関の監督権限の分属）、②金融法制に基づく監督を受けている運用機関に対する年金法制による規制に対する懸念、③金融法制に不備があるならば企業年金法制による年金制度に限定した保護策ではなく、すべての顧客を保護対象とする金融法制自体の見直しで対応すべき、等を挙げている。また、日本においても 2001 年に成立した確定給付企業年金法による基金の理事、事業主等の忠実義務の規定、またその施行令による、分散投資や政策的な資産構成割合の策定と専門的知識を有する経験者を置く努力義務、これに民法の委任の規定による注意義務を重ね合わせると ERISA 法とほぼ同様の受託者責任規定が整備されている、という見解につき、「企業のガバナンスと年金のガバナンス」ニッセイ年金ストラテジー99号（2004）4-5 頁。

571 スチュワードシップ責任が私法上は必ずしも「受託者（fiduciary）」に該当しない者も含むいわゆる投資の連鎖、すなわちインベストメント・チェーン（investment chain）全体を視野に入れていることにつき、注（431）を参照。

572 GPIF「投資原則・行動規範（4）株式投資においては、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。」http://www.gpif.go.jp/about/philosophy_chap04.html、（2017.08.04）。

573 第 117 回運用委員会・前掲注（499）。

574 日本経済新聞（2017.05.27）・前掲注（500）7 面。

575 宮島ほか（a）・前掲注（420）22 頁〔小口俊朗発言〕。

576 高福中・前掲注（558）62 頁。

な理由の一つに「投資先企業の中長期的成長への貢献」がある。その一方で、スチュワードシップ・コードの制度としての脆弱さを悪用し、当該コードの受容れを表明するもスチュワードシップ責任を果たさず、コードの受容れをビジネスのために利用するという運用会社もある。こうした点に関し、例えばイギリスでは2012年を最後にスチュワードシップ・コードの改訂は行われず、機関投資家がコードを忠実に順守しているかという実地状況を確認することに焦点を当て、実際、機関投資家が提出する報告書から投資家の格付け(Tiering)を行っている⁵⁷⁷。このようなコードのメンテナンスは、日本にとって重要な示唆となる。こうした点については、アメリカおよびイギリスからの示唆を参考に第五部で機関投資家の内部構造から検討する。

アセットオーナーに対するスチュワードシップ責任の受容れを検討することが悪いわけではないが、その前に、まずはスチュワードシップ責任の土台となる受託者としての責任を再考し、そのうえでアセットオーナーからの圧力ではなく受益者の最善の利益という観点から自発的に資産運用者が受託者責任を果たさなければ、企業価値向上や持続的成長を促すスチュワードシップ責任は果たされないのではないかという点を指摘した。スチュワードシップ・コードの受容れを表明していなくとも、年金基金等のアセットオーナーは受託者としての義務を履行しなければならない。運用会社は、エンゲージメントを通じ、投資先企業の中長期的な成長に貢献することが期待される一方、このようなスチュワードシップ責任を果たす大前提として受託者の責任を果たす必要がある。

エンゲージメントにおけるもう一つの問題は、スチュワードシップ・コードの実効性の確保であり、アセットオーナーの行動が重要な課題となる。アセットオーナーの運用受託を目指し、運用会社は競争を繰り広げることから、アセットオーナーの判断で運用会社は大きく左右されることになるからである。言い換えれば、アセットオーナーがカギであるという意味は、より多くの運用会社にスチュワードシップ・コードの受け入れ表明を行わせ、アセットマネージャーからアセットオーナーそして最終受益者に対するインベストメント・チェーンの実効性の確保である。だとすれば、問題はもっと深いところにあることを認識し、受託者の責任という観点から、議論を進めるべきである。そもそも、年金基金のマネジメント層および運用担当者は、年金の受給者に対して受託者としての重い責任を負い、それは運用会社にスチュワードシップ活動を含む投資運用をゆだねることで免責されるものではなく、原則として投資マネージャーもアセットオーナーに対し受託者としての責任を負う。投資マネージャーのバイアスのかかった議決権行使に対する疑念は、まずは受託者責任の確実な履行により、払拭され则认为すべきである。運用者が負う受託者としての責任という根本的な議論を行う必要があり、例えばアメリカの制度からは得られる示唆がある。

⁵⁷⁷ 「第三部イギリス編第六章 2.2.2 スチュワードシップ・コード(2012)の特徴」参照。

インサイダー取引規制と FD ルール、および、スチュワードシップ・コードに端を発する受託者としての責任については、第五部で詳しく検討する。

第六章 小括

日本にはかつてメインバンク制という独特の制度が存在した。取引先企業の株式保有率、融資率が最も高い銀行がそのように呼ばれ、メインバンクは取引先企業の株主でもあり、債権者でもあり、なおかつ企業の監視役でもあった。取引先企業の日々の取引を保有する口座から確認することができるメインバンクは、アウトサイダーというよりむしろインサイダーとして企業に関与することができた。しかし、メインバンクによる取引先企業の監視は株主というより債権者の観点から行われ、これをガバナンスの空洞化という見解もある。

しかし、1997年の金融危機を機に、メインバンクは取引先企業の株式を市場に放出し、また事業会社にも株式持ち合いの解消が進み、メインバンク制は終焉を迎えたといわれる。証券市場の構造からも、1996年には金融機関が過半数の市場の株式を保有していたが、2015年のデータによると30%に満たないことがわかる。変わって、市場に台頭してきたのが外国人投資家を含む機関投資家である。市場における主要なプレーヤーとなった機関投資家の存在を市場のみならず、企業そして政府も無視できなくなった。

2008年のリーマン・ショックの影響を受け、日本経済も低迷が続く中、日本はコーポレート・ガバナンスの強化に企業の持続的成長、経済発展を見出し、平成26年の改正会社法、スチュワードシップ・コード、そして翌年に適用開始となったコーポレートガバナンス・コードと合わせて平成27年は「コーポレートガバナンス元年」と呼ばれるようになった。その一方で、従来、取引先企業のインサイダーとしてメインバンクが担ってきた企業に対するモニタリング機能の担い手として、利益相反性の監視という観点から監査役や社外取締役、さらに効率性の観点から証券市場の主要なプレーヤーである機関投資家に期待がかかるようになった。一方、機関投資家は業として株式売買における差益を求めるものであり、遅かれ早かれ購入した株式を売却する⁵⁷⁸。全ての投資家が、企業価値向上を目指す経営者を後押しして、企業の価値向上に貢献するという重要な責務を果たせるわけではなく、売ることを射程に入れている投資家とどのように対話を継続するかという点が経営者にとっては重要である⁵⁷⁹。また、機関投資家は完全なるアウトサイダーであり、そこには情報の非対称性が存在する。

⁵⁷⁸ 投資家フォーラムの第5回会合では「中長期で株式を保有することと、中長期の視点で対話に臨むことは、分けて考えた方がよい。投資家は様々な観点にもとづきポジションを組んでおり、一定のタイミングで売却することは当然ある。ただ、株式の売却後も関心を持って経営状況を見続けてゆくのであれば、対話の時点で企業の株式を保有していなくとも、示唆の多い対話のパートナーとなりうる。」という見解が表明されている。投資家フォーラム「投資家フォーラム 第5回会合 報告書（2016年5月25日）」3頁、<http://investorforum.jp/>（2017.09.19）。

⁵⁷⁹ 江口高顕「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割—日本における新しい投資像構築を目指して」商事2109号（2016）30頁。

会社法上、株主には権利はあるが出資義務以外の義務はない。だからといって、あらゆる権利行使が許されるわけではなく、自己の利益のみを求める行き過ぎた権利行使は権利の濫用とみなされ、こうした点から、会社法は機関投資家の行動を制限する。株主の権利として、議決権や株主提案権があるが、これらの権利に対して権利の濫用の議論がある。例えば、議決権の濫用に対しては、決議取り消しを請求することができる。また株主の提案権の行使に対して権利の濫用に当たるとして会社ないし関係した取締役の責任を否定した裁判例もある。機関投資家は株主であると同時に資産保有者あるいは資産運用者であり、受益者の最善の利益のために行動する必要があるが、機関投資家の複雑な内部構造により、例えば投資マネージャーの議決権行使に対して疑念がもたれる。

コーポレートガバナンス・コードは上場会社を、スチュワードシップ・コードは機関投資家を規律し、この 2 つが車の両輪となり、エンゲージメントと呼ばれる目的を持った対話を通して企業と機関投資家が相互理解を深め、企業価値を高め、企業の持続的成長を促すことを目指している。一方、コーポレートガバナンス・コードには、安定株主（いわゆる政策保有株）の問題がある。安定株主の存在は中長期的視点で企業の価値向上に貢献しようとする機関投資家の相対的な存在を薄め、企業に必要な機関投資家を排除するのではないかと、という問題を生ぜしめる。スチュワードシップ・コードが 2017 年に改訂され、集团的エンゲージメントが認められるようになったことから、企業、また市場に対する規律を高めるため、機関投資家の協働の促進が期待されるが、法規制及び集団のリーダーシップの問題等をいかに克服するかは検討の価値がある。

機関投資家と企業のエンゲージメントは相互理解の基礎である。その一方で、エンゲージメントの非公開性という特徴から、インサイダー取引規制違反および、FD ルールとの境界の問題は企業の萎縮という観点から今後の検討事項である。また、機関投資家のスチュワードシップ・コードの受け入れの促進は、アセットオーナーに依存する部分が大いことから、改訂版ではアセットオーナーに関する事項が大幅に修正されている。一方、スチュワードシップ責任の受け入れの検討の前に受託者責任を再考する必要がある。なぜなら、年金基金の受託者責任は投資運用会社に運用をゆだねることで免責されるものではないからである。他方、投資マネージャーが受託者としての責任を果たせるかどうかは、資産保有者としてのアセットオーナーとの力関係にも関連し、この関係はアメリカおよびイギリスにおける取引関係圧力、受託者としての義務の貫徹の問題を彷彿させる。

第 5 部では、これまでアメリカ編およびイギリス編での検討を基に、日本への示唆を踏まえ、横断的に比較法の観点から検討する。

第五部 総括

第一章 本論文における課題

本論文では、機関投資家がコーポレート・ガバナンスに関与する、すなわち効率性の観点からの監視を補完することは、有効的・実効的なのかを比較法の観点から横断的に明らかにすることを目的とし、4つの課題を提示してきた。特に、機関投資家が効率性の観点からの監視を補完するためには、機関投資家の取るそのような行動を支持する仕組みが必要であり、なおかつ一株主である機関投資家の利益が他の投資家にとっても利益になり、ひいては企業全体の利益につながる必要がある。

第一部で提起した4つの主要な課題を再掲する。第一の課題は、機関投資家のモニタリング機能の補完である。なぜ機関投資家に効率性の観点からの監視であるモニタリング機能を補完することができるのか、機関投資家は責務としてモニタリング機能を補完するのか、どのような機関投資家がモニタリング機能を補完するのか、機関投資家にこのような役割が期待される以前は誰がこの役割を果たしていたのか、社外取締役等の内部者の役割との関連性はあるのか、という課題である。

第二の課題は、会社法上、株主には権利はあるが義務はないという前提のもと、株主である機関投資家の行動が制限されることはないのか。例えば、一つの会社に大きなポジションを持つ機関投資家が支配株主となる場合、少数株主の利益をいかにして保護するのか。支配株主には少数株主の利益を保護する義務があるのか。また、支配株主に至らない場合も株主相互間の義務はあるのか。支配株主を事実上あるいは実質上いかに定義するのか、という課題である。

第三の課題は、受託者としての義務の履行による、機関投資家の行動の制限についてである。機関投資家は株主であると同時に資産保有者あるいは資産運用者として受託者の義務を履行する必要がある。機関投資家が受益者の最善の利益のために行動するとき、機関投資家を取りまく環境からの圧力、利益相反行為をどのように回避するのか。また、機関投資家にとって受益者の最善の利益と投資先企業の持続的成長が合致しない場合、機関投資家の行動はどうあるべきか、という課題である。

第四の課題は、エンゲージメントに関する課題である。企業にとってアウトサイダーである機関投資家の情報取得の機会エンゲージメントである。非公開性という特徴を持つエンゲージメントに関連し、近年様々な法規制が成立する中、機関投資家はエンゲージメントで情報の非対称性を解消することができるのか、法規制は企業を萎縮させ情報公開を躊躇させることはないのか、という問題である。

こうした機関投資家をめぐる主要な4つの課題について、第二部アメリカ編、第三部イギリス編、第四部日本編で行った分析・検討結果をもとに、本第五部では横断的に分析、検討を行い、機関投資家が企業のガバナンスに関与するうえで、有効的・実効的に役割を果たすことができるように、解釈論を論じるとともに提案・提言を行う。

第二章で、まず、機関投資家のモニタリングについて検討する。取締役会に求められる3つのモニタリング機能、1) 効率性の観点からの監視、2) 利益相反性の監視、3) 会社運営の適法性の確保、のうち、機関投資家は経営陣に効率的な経営を行わせるため経営戦略等の助言を通じて、効率性の観点からの監視を補完することが期待される。法と経済学の観点からのモニタリングを分析することで、どのような機関投資家が企業のモニタリングの一翼を担うことができるのか、を論ずる。さらに社外取締役等の内部者の役割分担との関係から企業のガバナンスにおける役割について、分析する。

第三章では、機関投資家の行動に対する会社法上の制限について検討する。会社法上、株主には権利はあるが義務はない。だからと言って、株主のあらゆる権利行使が容認されるわけではない。株主の行き過ぎた行動は会社法上、どのように制限されるのか。また、機関投資家が事実上あるいは実質上支配株主となった場合、機関投資家の利益が少数株主にとっての利益となるとは必ずしも言えず、逆に少数株主の利益が侵害される可能性もないとは言えない。株主に義務はない、という会社法上の大前提のもと、少数株主の利益はいかにして保護されるのか。支配株主から少数株主に対する信託義務について検討する。また、ステークホルダーとの関係において、会社として最優先されるものは何か、株主利益最大化なのか、について分析する。

第四章では、受託者としての機関投資家の義務の履行を取り上げる。機関投資家は株主であると同時に受託者であり、原則的にどのような障害があろうと受託者としての義務を履行する必要がある。一方、機関投資家は、投資マネージャー、アセットオーナー、親機関など、一言に機関投資家と言っても、それぞれの機関をめぐる環境から様々な圧力を受ける。これらの圧力は機関投資家の複雑な内部構造に係るという観点から、圧力を回避し、義務を履行すべく、アメリカからの示唆を基に提案を行う。また、受益者の最善の利益と企業の持続的成長は必ずしも合致せず、この2つが衝突する場面における機関投資家の行動について検討する。

第五章では、機関投資家と企業の相互理解の場であるエンゲージメントにおける2つの規制、インサイダー取引規制とFDルールの法的論点を取り上げる。これら2つの規制が企業と機関投資家に与える影響について、最も懸念されることは企業の萎縮により機関投資家に開示される情報が減少することである。機関投資家がエンゲージメントから取得す

る情報の減少による問題点を列挙し、これらの問題点の解決の一助となるよう、解釈論を展開する。また、2017年度から認められるようになった集团的エンゲージメントについて、イギリスから得た示唆をもとに集団形成における問題点をとり上げ、安定株主との関係の観点から実効的な集团的エンゲージメントの課題について検討する。

第六章では、第一部で提起した課題に対し、第五章までに明らかにした点をまとめたうえで、残された課題について指摘する。

第二章 モニタリング機能の補完

機関投資家が効率性の観点からの監視を補完することができるという点についての根拠、またその根拠に基づきどのような機関投資家が企業のモニタリングの一翼を担うことができるのか、機関投資家にこのような大役が期待されるまで、こうした役割を日本の企業で果たしていたのは誰なのか、また社外取締役等の内部者の役割との関係、例えば助言はどのように行われていたのかについて、まとめる。

1. 効用の最大化と株主利益最大化

機関投資家の効率的なモニタリングについて法と経済学の観点から検討する。機関投資家は、モニタリング機能のうち効率性の観点からの監視を補完する。また、機関投資家が自らの利益を追求するうえで機関投資家が企業をモニタリングすることは、理論上、株主（プリンシパル）自らがマネジメントをモニターすることであり、取締役会に代わり自らがモニターすることで、エージェンシーコストを抑制するという効果をもたらす。こうした点からも機関投資家によるモニタリングは効率的なモニタリングに貢献する。一方、アメリカ、イギリスのみならず日本においても企業価値最大化は株主利益最大化であるとされる。株主は、会社の所有者として残余財産の請求者（residual claimant）に過ぎず、他のステークホルダーに対し資産および利益に対する請求が劣後することから、会社価値に対し最も関心のある株主の利益最大化を図ることは、会社の価値の最大化と同じ意味を持つ¹。

まず、各国の株主利益最大化についてまとめる。例えば、アメリカでは株主利益最大化理論を採用した。判例としては古くは *Dodge v. Ford Motor Co.*,²がある。法律論においても

- 1) 株主は所有者であり株主の代理人である経営者は株主の最善の利益のために行動する、
- 2) 株主は会社の所有者として残余財産の請求者であることから、会社価値最大化はすなわち株主価値最大化であり、よって会社価値に対し最も関心のある株主の利益最大化を図ることは、会社の価値の最大化となる、
- 3) エージェンシー理論においてエージェンシーコストをいかに削減するかという観点からエージェントの権限行使を適切に制御するといことが重要である。

また、イギリスにおいても 2006 年に成立したイギリスの会社法は、ステークホルダーの利益考慮を積極的に取締役の義務として規定する一方、正当な利害関係者への考慮義務は

¹ 伊藤秀史「現代の経済学における株主利益最大化の原則」商事 1535 号（1999）5 頁。

² *Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich.459; 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

あくまで株主利益の促進することを目的とすることから、やはり株主利益最大化を標榜している³。また、中長期の株主利益、さらに、2012年のスチュワードシップ・コード改訂版は、機関投資家の役割を企業の戦略、業績、リスク等のコーポレート・ガバナンスに関する事項についてのモニタリングおよびエンゲージメント、と具体的に明確に定義している⁴。

日本においては、経営者は株主利益よりも会社従業員の利益を優先させる傾向があった。しかし、1997年に「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子」が発表され、政策として株主主権および株主利益最大化が有力視されるようになった。また、学説においても、例えば、株式会社・有限会社は営利を目的とするところから、対外的企業活動における利潤最大化に通ずる「株主（社員）の利益最大化」が、会社を取り巻く関係者の利害調整の原則になるとして、わが国会社法においても株主利益最大化が重要な基準であるとい立場が有力となっている⁵。さらに、MBOながら裁判例においても、裁判所は、株式会社の取締役は会社に対し善管注意義務および忠実義務を負い、その「一環として、株主の共同利益に配慮する義務を負っているものというべきである」と判示し、株主利益最大化の立場が是認された⁶。

次に、機関投資家のモニタリングの機能について検討する。効率的なモニタリングとは、エージェンシーコストと経営陣の権利行使の制御のバランスにおける効用の最大化である。エージェンシー理論においては、モニタリング・コストやボンディング・コストといったエージェンシーコスト問題が最大の論点となる。経済組織の研究においては、Williamsonは以下のように説明する⁷。

限定合理性 (bounded rationality) において、全ての複雑な契約は不可避免的に不完備である。機会主義 (opportunism) の下では、約束としての契約は信頼性の高い確約 (credible commitments) によって裏打ちされていなければ絶望的である。この点を踏まえると、取引を限定合理性に基づいて経済的に利用すると同時に、機械主義から生ずる危険性から取引を保護するように取引を組織化すべき、という組織上の必然性が導かれる。

³ 「第三部イギリス編第一章」参照。

⁴ 「第三部イギリス編第六章 2.2.1. 2010 年度版からの改正点」参照。

⁵ 落合誠一「企業の目的」岩村正彦ほか編『現代の法 (7)』(岩波書店、1998) 3, 23-25 頁。江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』(第4版、2005) 15-16 頁、江頭憲治郎『株式会社法』(第6版、2015) 24 頁注 (3)、参照。

⁶ 東京地判平成 23 年 2 月 18 日金判 1363 号 48 頁。

⁷ Oliver E. Williamson, *The Firm as a nexus of Treaties: an Introduction, in The Firm as a Nexus of Treaties* 1, 12 (Masahiko Aoki et al. eds., Sage Publications, 1990). なお、機械主義とは自己利益追求の特性 (self-interest-seeking attribute) を意味し、他にはモラルハザードあるいはエージェンシーともいわれるという指摘につき、Oliver E. Williamson, *The Mechanisms of Governance* 56 (Oxford University Press, 1996).

契約主義に基づいた組織論である上記の議論をエージェンシーコストの観点から検討すると、経営陣と株主の関係性において将来見通しについては不完全（限定合理性）であるから、経営陣が裁量権に基づき自己利益にはしらないように（機会主義に陥らないように）、経営陣の行動をモニターする（credible commitments）必要がある。

こうした観点から、効率的なモニタリングとは経営陣の権限行使の制御とコストのバランスにおける効用の最大化である、ということが導かれる⁸。

2. 効率性の観点からの監視を補完する機関投資家

機関投資家と一口に言ってもその種類、投資戦略、運用方法はさまざまである。本論文では、企業年金基金、公的年金基金、ミューチュアル・ファンド、銀行、保険会社、ヘッジファンドなど多くの機関投資家についての行動を考察した。こうした機関投資家の中で、どのような投資家が効率性の観点からの監視を補完することができるのか、についてまとめる。

アメリカにおいて機関投資家はかつて **Wall Street Rule** と呼ばれる株式売却の **Exit** 戦略をとってきたが、株式保有率が高くなるにつれ、株式売却よりもむしろ **Voice** 戦略、すなわち株式を保有したまま経営陣に経営戦略等の助言を行い効率的な経営を行わせようとする傾向が強くなった。また、イギリスにおいては 2006 年会社法には 172 条に、イギリスの会社の取締役は長期的な観点から成功を促進する責任がある、と規定している。こうした指摘を踏まえ、スチュワードシップ・コードは、目的として長期的な企業の成功を促進することであり、効果的なスチュワードシップは企業をはじめ、投資家そして経済全体に利益をもたらす、と述べている。こうした点から、企業のガバナンスに貢献できる投資家は、中長期的な投資家である機関投資家であると言える⁹。また、日本においても、コーポレートガバナンス・コードが中長期的な企業価値の向上を目標として成立されたコードであり、スチュワードシップ・コードにおいても、投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促すことにより、受益者の中長期的な投資リターン拡大を図る責任を意味することがスチュワードシップ

⁸ See Stephan M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U.L. Rev. 547, 583-584 (2003). 効率性の 2 つの考え方、パレート効率性基準（Pareto efficient）とカルドア＝ヒックス基準（Kaldor-Hicks efficient）について説明する。パレート効率性基準は少なくとも一人の人の利益となると、他の誰も犠牲にならない状態であることを仮定する。一方、カルドア＝ヒックス基準は、資源の再配分により誰も悪い状態にならないことを効果的に保証する。すなわち、ある経済的变化により損失を被るものが出ても、利益を得る誰かがその損失を補償しても、社会全体の利益が増すことを仮定する。

⁹ イギリスにつき「第三部イギリス編第六章 2.2. 2012 年度版スチュワードシップ・コード」参照。

責任と定めることから、そのような役割を果たすことができるのは中長期的な投資家である¹⁰。

アメリカおよびイギリスと同様に、日本においても中長期的な投資を行う機関投資家が効率性の観点からの監視を補完することができると言える。一方、機関投資家の種別によって可否につきラベリングを行うのは困難である。すなわち、例えば、企業年金基金、保険会社といった種別で中長期的な投資に適すると断定することは適切であるとは言えない。例えば、ヘッジファンドについて、アメリカでは短期的投資思考あるいは **Empty Voting** といった観点から企業のガバナンスへの貢献には適切ではないという批判がある一方、ヘッジファンドは経営陣をモニターすることおよび具体的に対象企業特有の問題解決のための代替案を提示できることで、企業価値の向上に重要な役割を果たすことが期待される¹¹。また、イギリスにおいてもヘッジファンドのインセンティブや投資方法に着目し、集団行動のコスト削減に貢献することが期待されるという見解もある¹²。こうした観点からも、投資先企業のモニタリング機能を補完するという役割にふさわしいのは、中長期的な機関投資家である。

3. 会社内部者の役割

機関投資家に企業のモニタリング機能の補完が期待されるまで、こうした役割を日本企業で担ってきたのは誰だったのか。また内部からのモニタリングはどのように行われてきたのかについて、まずは社外取締役の役割について確認する。

アメリカにおける独立取締役の役割の一つは他企業あるいは他業種での経験および知見を活かした効率性の観点からの監視であり、もう一つは経営陣の利益相反の監視である。すなわち、取締役会に求められる 3 つのモニタリング機能のうち、効率性の観点からの監視および利益相反性の監視の機能である¹³。また、イギリスについては会計不祥事による企業の経営破綻の経験から、古くは **Higgs 報告書**、**Cadbury 報告書** を経て、経営者の行為に対し疑いが生じるという利益衝突の場面における監督としての役割が社外取締役に期待されるようになり、コーポレートガバナンス・コードにおける非業務執行取締役の役割は、財務

¹⁰ 日本につき「第四部日本編第四章コーポレートガバナンス・コード」および「第五章スチュワードシップ・コード」参照。

¹¹ 白井正和「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」商事 2109 号 (2016) 34 頁以下。「第二部アメリカ編第二章 5.1.ヘッジファンド」参照。

¹² 「第三部イギリス編第六章 5 スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の状況」参照。

¹³ 「第二部アメリカ編第二章 2.2.2 独立取締役の役割」参照。

情報が適切か、リスクマネジメントが企業を防御するよう働いているかといった点に関して責任を負い、業務執行役員の業績を精査・監督することである、と明記されるに至った¹⁴。こうした点から、アメリカと同様に他企業あるいは他業種での経験および知見を活かした効率性の観点からの監視という役割に加え、利益相反性の監視という役割を担うと言える。日本においても同様に、社外取締役がモニタリング機能においてその役割が最もよく適合するのが、効率性の観点からの監視および利益相反性の監視である。コーポレートガバナンス・コードにも独立社外取締役の役割・責務として、「経営の方針や経営改善に関し、知見に基づく助言を行うこと」「会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること」と明記されている¹⁵。

会社内部者の役割として、社外取締役の役割は3か国共通して、効率性の観点からの監視および利益相反性の監視という機能であることを論じた。また、日本の企業においては監査役がガバナンスにおける会計・業務監査の中心であったが、監査役もまた利益相反性の監視において役割を果たしてきた¹⁶。日本においては、こうした状況において内部者として有効にモニタリング・助言を行ってきたのは社外取締役でも監査役でもなくメインバンクであった。メインバンクは取引先企業の株主であり、債権者であり、同時に取引先企業の日々の取引を保有する口座から確認することができたことから、取引先企業のアウトサイダーというよりもインサイダーとして監視役という役割を果たしてきた。一方、メインバンクによるモニタリングは、メインバンクの内部で株主と債権者の利害が対立するとき、債権者としての側面が優先され、十分な監視が働かず、経営陣に強い裁量権を与え、その結果「コーポレート・ガバナンスの空白化」という状況が生じたという指摘もある¹⁷。このように、機関投資家にモニタリング機能の補完が期待されるようになるまで、日本の企業においてはメインバンクが内部者として、その役割を担ってきたと言える。

コーポレート・ガバナンスにおいて、会社内部の詳細を知る者が内部統制システムの構築および運用を通じて会社運営の適法性の確保を行い、社外取締役が利益相反性の観点からの監視および効率性の観点からの監視を行い、機関投資家は社外取締役との協力において効率性の観点からの監視を補完することを期待される。機関投資家が有効に社外取締役との協力のもと、効率性の観点からの監視を保管するためには、機関投資家が役割を果たせるような仕組みづくりが必要であり、機関投資家のみならず他の株主にとっても同様に利益となるよう、すなわち企業全体の利益となるよう行動できるかが重要である。こうした点を踏まえ、次章から、第一章で提起した疑問を順に検討する。

¹⁴ 詳細については、「第三部イギリス編第五章 1.4.3)C 非業務執行取締役」参照。

¹⁵ コーポレートガバナンス・コード原則 4-7。コーポレートガバナンス・コードの詳細につき「第四部日本編第四章コーポレートガバナンス・コード」参照。

¹⁶ 日本につき「第四部日本編第三章 1.3. モニタリングにおける社外取締役の役割」参照。

¹⁷ 「第四部日本編第二章 4.3. メインバンクの役割」参照。

第三章 機関投資家の行動に対する制限

1. 会社法における制限

日本の会社法においては株主には権利はあるが出資義務以外の義務はない。会社法が株主の義務を定めていないことを根拠に、機関投資家のあらゆる権利行使は容認されるのだろうか。他の株主にとって利益とならない場合、利害関係者との間に機関投資家の行動に対する制限はあるのかを、これまでの検討をふまえて自説を述べる。

1.1 権利の濫用と支配株主から少数株主への信認義務

機関投資家が取引先企業の多数派株主となり、取締役会に強い影響を与え、自己の利益となる議案を多数決により成立させるとき、少数株主の利益が害される可能性がある。例えば、支配株主あるいは多数派株主としての機関投資家の少数株主に対する多数決の濫用の可能性が生じる。

会社法は①「株主」対「経営者」、②「株主」対「債権者」、③「株主」対「株主」という利害関係の調節を行う¹⁸。機関投資家が支配株主あるいは多数派株主となったとき、私的利益を追求する可能性を完全に否定することはできず、この場合、機関投資家と一般株主の利益は完全には一致しないことから、③の株主間の利益衝突が起こりうる¹⁹。機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの関与における株主間の利害関係の問題の解決には、少数株主の利益の保護について検討する必要がある。

株主の権利と義務に関し、会社法上、株主には議決権の行使に始まり、株主提案権²⁰、帳簿閲覧請求権²¹、株主名簿の閲覧等請求権²²などの少数株主の権利が定められている一方、株主に出資義務以外の義務はない²³。株主になるには、例えば上場企業であれば、マーケッ

¹⁸ 田中亘『会社法』(2016) 17-20 頁。①から③の利害対立を適切に解決あるいは未然に防止することが、会社法の重要な課題となる。

¹⁹ 加藤貴仁「支配株主と少数派株主のエージェンシー問題に関する覚書—社外取締役などにどこまで期待できるのか?—」東京大学法科大学院ローレビュー11 巻 (2016) 223 頁。

²⁰ 会社法 303-305 条、議題提案権 (303 条)、議案提案権 (304 条)、および議案通知請求権 (305 条)。「第四部日本編第三章 3.2. 株主提案権」参照。

²¹ 会社法 433 条 1 項

²² 会社法 125 条 1 項。原則として、総株主の議決権の百分の三 (これを下回る割合を定款で定めた場合にあっては、その割合) 以上の議決権を有する株主又は発行済株式 (自己株式を除く。) の百分の三 (これを下回る割合を定款で定めた場合にあっては、その割合) 以上の数の株式を有する株主における権利。また、取締役の説明義務も株主の質問権と考え、ここに含まれる。

²³ 龍田節=前田雅弘『会社法大要』(第 2 版、2017) 【071.22】218-219 頁。株式を引き受ければ払込義務を負うが、それは株主になる前に履行する。

トから自由に株式を購入することで、原則的にはだれでも株主になることができる。企業経営の専門家ではない一株主である機関投資家に一定の役割を果たすことを期待し、例えば支配株主としてガバナンスの権限を委譲すれば、多数決の原理から自己あるいは一部の株主にのみ利益を与え、少数株主の利益が保護されない可能性がある。投資によるリターンが最大の関心事である機関投資家が支配株主になれば、多数決濫用という問題が生じる可能性があることを鑑みると、機関投資家は株主としての権利行使に関し、支配株主として何らかの義務を少数株主に果たす必要があるのか、を検討する必要がある。

機関投資家がある企業において支配株主である場合、議決権を行使する際に多数決の濫用を行い不当な決議が成立した場合、利益を害された少数株主がとることができる措置について検討する²⁴。まず、日本の法制度から少数株主の保護を論じ、次に、海外ではこのような多数決の濫用から少数株主はどのように保護されているのか、続いて海外の制度から示唆を得ることができるかを検討する。またこれらの検討に加え、次の段階として、機関投資家が支配株主と認定されない場合においても、やはり株主として他の株主に信託義務（誠実義務）を負うのか、という株主相互間の義務について検討する。

1.2 権利濫用

支配株主の信託義務の理論の目的は多数決濫用の抑制であり、重要な問題は「義務」という用語の当否よりも会社の利益に対する考慮であり少数株主の保護である、という指摘がある²⁵。株主の権利である議決権行使、帳簿閲覧請求権²⁶、株主名簿の備置き及び閲覧²⁷、ならびに株主提案権に関する株主の権利行使に関しそれが濫用された場合、法制度上は何らかの義務の履行違反ではなく権利の濫用である。一方、それぞれの権利は権利の性質の重要性から権利を行使できる場合の議決権保有割合に差異が設けられている²⁸。また、各権利行使が拒否された場合の株主にとっての不利益も異なるため、どのような場合に会社が請求を拒絶することができるのかを法は権利ごとに列挙する。こうした点から、会社法においては株主には義務はなく権利のみであるとしても、その権利の行使が行き過ぎる、例えば自己の利益のみを追求し会社全体の利益を害する権利行使である場合、それは権利の濫用であ

²⁴ 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整（5）」法学協会雑誌 99 巻 2 号（1982）223, 288 頁。ドイツ、フランス、アメリカと異なり、日本の場合、多数決濫用に関する判例がほとんど存在しない、と指摘する。

²⁵ 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整（3）」法学協会雑誌 98 巻 10 号（1981）1296 頁以下。

²⁶ 会社法 433 条。制度の基本は 1) 請求者が権利の確保または行使に関し調査を成すため認められる権利であり、かつ 2) 会社の業務の遂行を妨げ、株主共同の利益を害する目的の請求であれば認められない、という 2 点であり、請求の権利濫用の防止を制度化していると言える。5 つの拒絶理由が会社法 433 条 2 項に定められている。裁判例を含む詳細につき「第四部日本編第三章 3.3.1 帳簿閲覧請求権」参照。

²⁷ 会社法 125 条。閲覧等の請求が不当な意図・目的によるものであるなど、その権利を濫用するものと認められる場合には、会社は請求を拒絶することができる。裁判例を含む詳細につき「第四部日本編第三章 3.3.1 株主名簿の備置き及び閲覧等」参照。

²⁸ 例えば、帳簿閲覧請求権は 100 分の 3 以上、株主提案権は 100 分の 1 以上もしくは 300 個以上の議決権保有、というように権利行使に対する議決権保有割合が異なる。

るとされ、ここに株主としての行動は制限される。これらに加え、議決権行使における多数決の濫用については、その効力に対し見解に争いがあるものの総会決議取消しあるいは総会決議無効という解決が適用される可能性も指摘した。

1.3 アメリカ、イギリスにおける少数株主の保護

アメリカでは少数株主の保護として、支配株主は会社および少数株主に対して信認義務（誠実義務）を負う。支配株主が取締役会に影響を与え、自己の利益のために支配権を不正に利用する可能性があることから、取締役同等の信認義務を負う。支配株主から、少数株主への信認義務はスクイズアウトのような場面だけではなく、平時においても同様であることが判例により確立されている。その一方で、投資先企業の何パーセントの株式を保有すれば支配株主である、という明確な基準が必ずしもあるわけではない²⁹。

次にイギリスにおける少数株主の保護を確認する。イギリスにおいては、会社の業務が社員の利益を不公正に侵害する場合の救済について、不公正な損害に対する保護が会社法において規定されている（会社法 994 条）。この会社法 994 条は、会社の業務執行によって株主の利益が侵害される場合に、株主が被った不公正な侵害に対する保護の救済を裁判所に申し立てることを認める、イギリス法系会社法に特有の制度である³⁰。多数株主の少数株主に対する不公正な損害に対する行為に対し、イギリス法の下では多数派株主は信認義務に対する判決と同様の方法で判例法によって規律されてきた³¹。

以上のように、アメリカが多数派株主の義務として少数株主を保護するのに対し、イギリスでは会社法上の株主の権利として訴えを提起することで保護されている³²。

アメリカでは支配株主の義務は制定法ではなく判例で認められている。一方、イギリスでは判例法によって規律され、現在は会社法に少数株主の権利として裁判所への申し立てが認められている。イギリスでは法定されているが、法定されていなくても、アメリカのように判例で認められ、日本で少数株主の保護が可能となるであろうか、検討する。

²⁹ アメリカにおける少数株主の保護につき、「第二部アメリカ編第四章第 1.3 支配株主の信認義務」参照。

³⁰ Geoffrey Morse et al., *Palmer's Company Law: Annotated Guide to the Companies Act 2006* 734 (Sweet & Maxwell, 2007). イギリス会社法制研究会編『イギリス会社法—解説と条文—』（2017）699-700 頁。

³¹ *Palmer's Company Law Manual* para. 6-087 (Richard Smerdon ed., Sweet & Maxwell, 2000).

³² 会社の社員による申立につき、「第三部イギリス編 第四章 1.2 会社の社員による申立」参照。

1.4 日本における支配株主の少数株主への信認義務の採用についての検討

日本の法制度においては株主平等原則³³が、支配株主の資本多数決の濫用による差別的扱いから一般株主を守る作用を営むとされてきた³⁴。日本においては、支配株主から少数株主への信認義務という構成には、株主の有限責任原則³⁵との関係で理論的問題があると考えられるため³⁶、株主平等原則が、支配株主の少数株主への信認義務、すなわち支配株主から少数株主への信認義務の概念の欠如を補う機能を有していると、指摘される³⁷。一方、アメリカでは、取締役や支配株主の信認義務違反が問われる。他方、株主平等は州によってとらえ方が異なり³⁸、また真っ向から論じられることはあまりない。

日本において支配株主の少数株主に対する信認義務を認めることが困難である理由は第一に、会社法においては株主には権利はあるが、出資義務以外に義務はない、という大前提である。すなわち、日本の会社法においては、支配株主から少数株主への信認義務は株主が会社成立後は会社に対して何等の義務を負わないという会社法の大前提との間に抵触が生じる³⁹。第二に、資本多数決の原理⁴⁰、第三に、役員等の株式会社に対する損害賠償責任、すなわち取締役等の任務懈怠に対する責任である⁴¹。後者については、アメリカと同様に支

³³ 会社法 109 条 1 項。

³⁴ 鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法』（有斐閣、第三版、1994）106 頁、江頭（2015）・前掲注（5）131 頁。株主の地位が均一な割合的単位の形を取り、それゆえ株式の平等すなわち各株式の包含する権利の同一を、その帰属者である株主の面から表現したものである。大塚章男（a）「少数株主の締め出しと株主平等に関する一考察（下）」商事 1879 号（2009）28 頁注（49）。また、支配株主による少数株主への誠実義務（支配株主から少数株主への信認義務）に代わり、ドイツ法に示唆を得、株主平等の原則（会社法 109 条 1 項）が少数株主保護に大きな役割を果たすことを期待する見解がある。高橋英治「我が国会社法額の課題としての株主平等原則」商事 1860 号（2009）6-7 頁。ドイツ株式法 53 条 a には、「株主は同一条約のもとにおいては同一に取り扱われなければならない」との規定がおかれている。ドイツでは株主と会社との関係における誠実義務や株主相互間の誠実義務を認めるのが支配的であり、株主平等原則は誠実義務の一部となっているとされる。大塚章男（b）「少数株主の締め出しと株主平等に関する一考察（上）」商事 1878 号（2009）38 頁注（40）。

³⁵ 会社法 104 条。

³⁶ ドイツ法では、誠実義務（支配株主から少数株主への信認義務）が平等原則の不完全性を補う法理として広い適用領域を有する。高橋英治『ドイツと日本における株式会社法の改革：コーポレート・ガバナンスと企業結合法制』（商事法務、2007）135 頁。高橋は、服部榮三博士の指摘を引用し、誠実義務は、株主が会社成立後は会社に対して何等の義務を負わないという会社法の大前提との間に抵触が生じる、と指摘する。高橋・前掲注（34）7 頁。

³⁷ 高橋・前掲注（34）6 頁。大塚は、少数株主のスクイーズアウトからも、信認義務・誠実義務（支配株主から少数株主への信認義務）の裏返しとしての株主の権利、ここでは株主平等原則の違反を検討する余地があるだろう、と指摘する。大塚（b）・前掲注（34）34 頁。

³⁸ 例えば、Delaware 州においては、会社は 2 種類以上の種類株式を発行している場合には、種類株式によって経済的利益も異なり、取締役が信認義務をいかに果たすかに関して厄介な問題となる場合がある。また、優先株主は結局のところ取締役と同様の忠実義務を一般株主に負う、と明記したうえで、第一に、取締役は取締役の裁量権について一般的に企業の利益という点においてのみ、適切に評価される、と明記されている。David A. Drexler et al., Delaware Corporation Law and Practice at §15.13 (LexisNexis, 2016). Chapter 15, The Proper Exercise of Directors' Responsibilities に含まれる。

³⁹ 注（36）参照。

⁴⁰ 会社法 309 条。

⁴¹ 会社法 423 条 1 項。

配株主は取締役と同等の義務を負うのであれば、この義務の履行を怠った場合、信認義務違反とされ、支配株主は損害賠償の責任を負うのか。責任を負うとした場合、いくつか議論すべき点が生じる。支配株主といった場合の支配とはいかなる内容・程度の「支配」をいうのか、という疑問がある。また、信認義務違反について支配株主に経営判断原則が適用されるのか、という問題がある。さらに、侵害される権利は何で、侵害される株主をどのように認定できるのかも問題となる。

そもそも、アメリカでは取締役は誰に対して義務を負うのか、明確ではないところがある。日本では取締役は善管注意義務、忠実義務を会社に対して負うと規定する⁴²。例えば、忠実義務の会社法における規定においても「取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない。」⁴³と、忠実に職務を行う相手は株式会社であることが明確に記されている。同様に、会社法 423 条においても「取締役、会計参与、監査役、執行役または会計監査人（以下この節において「役員等」という。）は、その任務を怠ったときは、株式会社に對し、これによって生じた損害を賠償する責任を負う。」と、明確に「株式会社に對して」と定められている。

日本では取締役は会社に対し義務を負うのに対し、アメリカでは、信認義務は誰にあるいは何に対して負うのか、会社であるのか株主であるのかが意識されずに使用されてきた⁴⁴。アメリカにおける支配株主から少数株主への信認義務については、スクイーズアウトに関する裁判例である *Singer* 事件や *Weinberger* 判決、また、会社の売却における少数株主への信認義務として *McMullin* に関する事件を分析した。さらに、このような有事の事件に限らず、平時における裁判例として *Zahn* 事件および *Sinclair* 事件を分析した。Delaware 州における支配株主から少数株主への信認義務について、*Zahn* 事件において支配株主による少数株主への信認義務があること、*Sinclair* 事件において「自己取引」と判断された場合支配株主は少数株主の受けた不利益に対して責任を負うこと、*Weinberger* 判決においてスクイーズアウト時の少数株主の保有するに不公正な価格における株式買取りについて支配株主が責任を負うことが、各裁判を通じ確立されたという見解もある⁴⁵。

⁴² 善管注意義務につき、会社法 330 条。忠実義務につき、会社法 355 条。

⁴³ 会社法 355 条。

⁴⁴ 大塚章男「コーポレート・ガバナンスにおける今日的課題—権限集中と利益調整原理—」筑波ロー・ジャーナル 10 号 (2011) 51, 73 頁。

⁴⁵ Stephan M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U.L. Rev. 547, 570 note 114 (2003). アメリカにおける支配株主の信認義務の分析、検討につき、「第二部 アメリカ編 1.3 支配株主の信認義務」参照。なお、本文で取り上げた裁判例につき、*Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969, 980 (Del. 1977), *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), *McMullin v. Beran*, 765 A.2d 910 (Del. 2000), *Zahn v. Transamerica Corporation* 162 F.2d 36 (3d Cir. 1947), *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971)、参照。なお、取締役は慎重に行動し関連する法を遵守しているだけでは取締役の行動が有効であるという理由には不十分である、と判示された 3 つの裁判例に *Weinberger* 判決が含まれている。*Siegel* は Delaware 州における 3 つの裁判例が取締役の行動が無効であ

アメリカで平時において支配株主から少数株主への信認義務が認められた事件の代表的なものに **Sinclair** 事件がある。日本の機関投資家がある企業において支配株主となり、多数決の濫用により少数株主が不利益を被るというケースを検討するにあたり、このようなケースは有事に限らず平時においても起こりうる。こうした点から、平時の裁判例である **Sinclair** 事件の概要を概観し、日本において **Sinclair** 事件と同様に支配株主から少数株主への信認義務を採用することができるのか、採用するとして問題点はないのか、を検討する。

1.4.1. Sinclair 事件の概要⁴⁶

Sinclair 事件は、親会社である **Sinclair** に対しベネズエラの子会社である **Sinven** の少数株主が、**Sinven** による多額の配当の継続的な支払等、3 点を理由に損害賠償請求の訴えを提起した事件である。この訴えに対し、**Delaware** 州の最高裁判所は、「限界テスト」を採用した。このテストは親会社が子会社の支配関係を利用し、子会社から何らかのものを得るときに、子会社の少数株主を排除し、または、不利益を被らせる場合、「自己取引」と判断し、自己取引が行われている場合に内在的公正性基準を適用するというものである。なお、多額の配当の継続的な支払に関しては、限界テストの結果、経営判断原則が適用され **Sinclair** は信認義務違反に問われなかった。

Sinclair 事件は、親会社と子会社の少数株主の事件であったが、本論文において検討すべきは親会社と子会社の少数株主に限定した問題ではなく、一般的に支配株主が平時において少数株主に信認義務を負うか、という問題に関する裁判例である。したがって、平時における支配株主の少数株主に対する信認義務の問題である⁴⁷。

1.4.2. Sinclair 事件の検討

限界テストの下では、内在的公正性基準が適用される場合には支配株主の信認義務違反が認められ、経営判断原則が採用される場合には信認義務違反が認められる可能性は低い

る理由としてそれぞれ異なる理由を述べているのは興味深いと指摘する。3 つの裁判例として a) *Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.*, 285 A.2d 430 (Del. Ch. 1971), *rev'd*, 285 A.2d 437 (Del. 1971), b) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), c) *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988). Siegel は、それぞれの裁判例の理由として、a) **Delaware** 州最高裁が取締役の行動が不公平であった、と判示した、b) **Delaware** 州最高裁が取締役および支配株主が忠実義務を違反した、と判示した、c) **Delaware** 州衡平法裁判所が取締役は誠意をもって行動し取締役の忠実義務違反は故意ではなかったという理由のもと、忠実義務違反を判示した、と指摘する。Mary Siegel, *Why Delaware Courts should Abolish the Schnell Doctrine*, 5 Am. U. Bus. L. Rev. 159, 161-162 (2016).

⁴⁶ **Sinclair** 事件については「第二部アメリカ編第四章 1.3 支配株主の信認義務」参照。

⁴⁷ なお、日本における、親会社及び親会社取締役の子会社株主・債権者に対する責任に関する裁判例としては、東京高判平成 17 年 1 月 18 日金判 1209 号 10 頁、京都地判平成 4 年 2 月 5 日判時 1436 号 115 頁、がある。

48. また、自己取引の要件についても親会社である支配株主の利益相反の場合でかつ、子会社の少数株主が不利益を被っている場合という要件を満たす必要があるとするとこの要件のハードルは高くなり、したがって経営判断原則が適用される余地が高くなるように思われる。具体的には、限界テストは手数がかかり、例えば、完全公正性基準（*entire fairness*）は「取引の公正性（*fair dealing*）」と「価格の公正性（*fair price*）」という2つの側面から構成されるが、この基準を適用する場合には、支配株主が少数株主を公正に取り扱い、公正な価格を供給したことを立証する責務を負っていたので、支配株主にとって費用と時間がかかり、なおかつ限界テストを行使すれば、多数の取引の公正性を評価する必要があることから、裁判所はこれに忙殺されるようになり、結果として限界テストを採用する裁判所は内在的公正性基準よりもむしろ経営判断原則が適切であると判断するようになった、という指摘がある⁴⁹。実際、その後のスクイーズアウトに関する *Weinberger* 判決⁵⁰において、自己取引が明らかであったこともあり、限界テストを採用することなく完全公正性基準によって判断された⁵¹。また、*Sinclair* 事件の後、*Sinclair* 事件の誠実性、限界テストを行い「自己取引」であるのかどうかを判断し、経営判断原則あるいは内在的公正性基準を適用するという方法に倣った裁判例はほとんどない、という指摘もある⁵²。

そうした経緯もあり、*Sinclair* 事件における限界テストはその後無視され、特に少数株主が不利益を被ったという立証対象（*detriment prong*）は無視され限界テストが希薄化されていった、という指摘もある⁵³。

1.4.3. 支配株主から少数株主への信認義務

⁴⁸ Mary Siegel, *The Erosion of the Law of Controlling Shareholders*, 24 Del. J. Corp. L. 27, 27-28, 65-66 (1999). 加藤貴仁『企業結合法制に関する調査研究報告書』（商事法務、2010）50-52頁。加藤は、子会社の少数株主が除外されたり、不利益を被ったりすることは内在的公正性を欠いていると評価されるため、自己取引と評価される取引について、内在的公正性の証明は困難である、と指摘する。なお、Siegel は当該論文の 27-28 頁においては、内在的公正性基準（*intrinsic fairness*）ではなく完全公正性基準（*entire fairness*）の用語を用いているが、*Sinclair* 事件においては内在的公正性基準が適用されたため、また内在的公正性基準と完全公正性基準は現在においては意味するところは同じであるという指摘から、本論文においては内在的公正性基準と記す。内在的公正性基準と完全公正性基準が同じ意味で用いられているという指摘については Dibadj を参照。See Reza Dibadj, *Networks of Fairness Review in Corporate Law*, 45 San Diego L. Rev. 1, 6-7 (2008).

⁴⁹ See Siegel *supra* note 48, at 30, 50.

⁵⁰ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

⁵¹ Siegel, *supra* note 48, at 56-59. *Weinberger* 判決と同様に、支配株主が関係する取引であることから *Sinclair* 事件でのテストを行わずに公正性の基準を適用されたものに、*In re MAXXAM Inc.* 659 A.2d 760 (Del. 1995) や *Kahn v. Termont Corp.*, 694 A.2d 422 (Del. 1997) がある。

⁵² *Id.* at 59, note 165. Siegel は、*Sinclair* 事件に倣った裁判例として、例えば、*Gabelli & Co. v. Liggett Group Inc.*, 479 A.2d 276 (Del. 1984)（現金対価による合併（*cash-out merger*）以前の無配当が自己取引かどうかを限界テストで評価）、*Trans World Airlines, Inc. v. Summa Corp.*, 374 A.2d 5 (Del. Ch. 1977)（親会社が少数株主の費用で利益を得たかどうかを限界テストで評価）、など7つの裁判例を挙げる。

⁵³ *Id.* at 31.

まず、信認義務に対し、取締役と支配株主の相違点を確認する必要がある。アメリカ会社法においては、信認義務 (fiduciary duty) として忠実義務 (duty of loyalty) と善管注意義務 (duty of care) の 2 つの義務があり、取締役は善管注意義務と忠実義務を会社に対して負う。善管注意義務を違反したとされる場合も免責事由として経営判断原則の適用があり、他方で、忠実義務違反の場合には経営判断原則は適用にならない。しかし、取締役が会社法に規定される忠実義務を違反する場合はほぼ例外的であると言える。

一方、支配株主は投資家であり、その最大の関心事は投資先企業への投資に対するリターンの最大化である。支配株主のこうした立場から考えると、最優先すべき自己の投資リターンの最大化のために少数株主の利益を侵害する場合もあり得ないとは言えない。例えば、Sinclair 事件のように、経営判断原則が認められたものの継続的な多額の配当の支払いが全ての株主に平等であったとしても少数株主にとっては不公正な侵害である場合もありえる。あるいはグリーンメーラーといった支配株主の存在を否定することはできない以上、支配株主の専横に対する歯止めとして、信認義務を検討する余地があることは否定できない。このような観点から、支配株主の忠実義務を含む、支配株主の少数株主に対する信認義務は必要であると考ええる。

株主には権利はあるが義務はない。これはわが国会社法の大前提である。支配株主は会社の経営を支配していることから取締役と同様の立場にある。また、支配株主の行為は取締役と同等と考えられることから、取締役と同様の信認義務を負う。それゆえ、誠実に業務執行する取締役と類似した立場から会社の利益となるように影響力を行使する必要がある。支配株主は取締役と同様に権限の行使において少数株主と信認関係にある。したがって、一株主としてではなく支配株主として、支配株主から少数株主への信認義務 (誠実義務) は認めるべきである。

次に、資本多数決の原理においては議決権の行使は自由である。しかし、資本多数についても現行法上の制限がある。行き過ぎた株主の権利行使は権利濫用であり、例えば、議決権の濫用に対しては、「株主総会等の決議について特別の利害関係を有する者が議決権を行使したことによって、著しく不当な決議がされたとき」株主は訴えを以ってその決議取り消しを請求することができる⁵⁴。したがって、資本多数決だからと言って株主に義務が無いとは言えない。

また、日本ではアメリカと異なり、取締役は会社に対して善管注意義務および忠実義務を負う、と規定する。これは取締役の会社に対する責任であり、本件の支配株主の株主に対する義務とは場面が異なる。取締役は前述の 2 つの義務に関する会社法上の規定からも、い

⁵⁴ 会社法 831 条 1 項 3 号。

かに経営者の権限行使を適切に制御し企業価値の最大化という目的のもと、自らの利益ではなく会社全体の利益のために働くことが義務である。一方、支配株主となる機関投資家の目的は投資に対するリターンの最大化であり、受託者としての義務の履行である。こうした取締役と支配株主である機関投資家との立場の違い、および各々の行動における目的および義務の違いから、条文上、取締役は会社に対して義務を負う一方、支配株主が他の株主に対して義務を負わないと考えることが適切であるとは言い難い。

こうした点から、機関投資家が支配株主となる今日においては、会社法上の株主には義務はないという大前提や資本多数決の原理、また、会社に対して取締役は義務を負うという条文の下においても、支配株主の少数株主に対する信託義務は認めるべきである⁵⁵。なお、支配株主の「支配」の内容および程度について、また経営判断原則の適用については、後述する。

それでは、支配株主の少数株主への信託義務に対しそれを違反しているのかどうかという判断に、アメリカの **Sinclair** 事件において採用された限界テストを維持すべきなのだろうか。限界テストとは、「自己取引」の存在の判断である。すなわち **Sinclair** 事件においては親会社・子会社間の取引であったが、支配株主と少数株主のケースに当てはめると、「自己取引」とは「支配株主が取締役に強い影響を与え、少数株主を排除し、または不利益を被らせる」と言えるかであろう。限界テストにおいて自己取引であると判断されれば、内在的公正性基準が適用され、自己取引が認められなければ経営判断原則が適用される。

支配株主は少数株主への信託義務を負うとして、その次の段階で、アメリカで実施されている限界テストを採用すべきであろうか。限界テストは非常に手数がかかり、裁判所からも敬遠されているという指摘もある。実際、**Sinclair** 事件以降、同事件の判決に倣って判示された裁判例はほとんどない。また、支配株主が公平に少数株主を取り扱ったことを立証する責任を負うため、支配株主にとって費用と時間がかかる。

例えば、日本版スチュワードシップ・コードにおいては、スチュワードシップ責任を、エンゲージメントを通じて投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任、と規定する。スチュワードシップ・コードの受容れを表明する投資家も多く存在することを考えると、取締役に影響を及ぼす支配株主に信託義務が認められても、その違反と判断される場合は少ないかもしれない。しかし、支配株主は投資家であり、投資家の最大の関心事は自己の投資リターンの最大化であ

⁵⁵ なお、アメリカにおいても取締役は会社に対し信託義務を負う、という見解もある。See Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law* 166 (Foundation Press, 2nd ed. 2009).

る。この目的が最優先されるとき、支配株主が少数株主の利益を侵害する可能性を否定できず、限界テストを実行した場合、内在的公正性基準が適用される可能性も捨てきれない。

1) 限界テストの採用と内在的公正性基準の適用

金銭的及び時間的コストの観点から、Sinclair 事件を分析すると、果たして限界テストによる内在的公正性基準の適用は、少数株主にとって利益となるのか、という疑問もある。前述したように、内在的公正性基準が適用された場合、司法のみならず支配株主にとっても費用と時間がかかる。支配株主による費用と時間の負担は会社利益にとっても負の効果をもたらす。支配株主が取締役会に影響を与えているのであれば、その間、取締役会の決定を遅らせ業務に影響を与える可能性が否定できない。会社全体の利益にとって負の効果を与えることはすなわち、少数株主に対しても負の影響を与える⁵⁶。

費用の観点から、少数株主の利益、不利益を鑑みると、支配株主の存在は必ずしも少数株主に不利益に働くわけではない。支配株主が存在する会社には経営陣と株主というエージェンシー問題に加え、支配株主と被支配株主（少数株主）という 2 つのエージェンシー問題があるという見解がある⁵⁷。支配株主の存在は経営陣・株主間のエージェンシー問題を緩和する一方、支配株主の私的利益追求という問題を生むことから、2 つのエージェンシー問題はトレードオフの関係にある⁵⁸。被支配株主である少数株主は、経営陣・株主間のエージェンシーコストが支配株主により緩和され、その緩和から生じる利益が支配株主の私的利益追求のコストを上回る限りにおいて、支配株主の存在が容認される⁵⁹。支配株主に内在的公正性基準が適用された場合に生じる、少数株主にとっての費用と便益を比較すると、必ずしも内在的公正性基準が適用されることが、少数株主の便益になるとは言えないようである⁶⁰。

取締役と同等の責任を負うとされる支配株主に過度に信認義務違反が問われるようであれば、支配株主も経営陣に経営戦略等の助言を行うことが困難になると考える。なぜなら、支配株主は投資家として自らの投資リターンの回収を優先するため助言を行うのであり、また、受託者責任を果たすため助言を行うことがあっても、その助言が必ずしも企業の収益に結びつくという保証はないからである。経営陣が自らに課された義務の違反に対して萎

⁵⁶ 支配株主による間接的な負の効果だけではなく、独立取締役によって構成される委員会が関係している場合、立証責任は原告に移行することから、少数株主にとってはさらに大きな負担となる。See Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc., 638 A.2d 1110, 1116-1117 (Del. 1994).

⁵⁷ Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. Pa. L. Rev. 785, 785-786, 789-793 (2003). Sinclair 事件においても経営陣・株主間のエージェンシーコストと支配株主の私的利益追求コストを基に経営判断と判示された、と指摘する。

⁵⁸ *Id.* at 785.

⁵⁹ *Id.* at 785-786. 加藤・前掲注 (48) 54 頁 注 (262)、参照。

⁶⁰ 加藤・前掲注 (48) 54 頁、参照。

縮するとそれがビジネスチャンスであってもリスクのある経営が行えなくなるように、支配株主である投資家が責任を問われるのを恐れて萎縮し、エンゲージメントにおいて経営戦略に対する助言を控える可能性もある。

支配株主から少数株主への信託義務を認める一方、内在的公正性基準の適用は支配株主である投資家の萎縮を生み、ひいては会社全体のコスト高となり不利益となる。こうした点から、支配株主の信託義務を認めつつも内在的公正性基準を適用せず、原則として経営判断原則のみを適用することを提案する⁶¹。

2) 経営判断原則からの検討

取締役の経営に対する判断は不確実で流動的な状況で迅速な決断を迫られることが多い。企業活動は、利益獲得をその目的としていることから、一定のリスクを伴う。したがって、善管注意義務違反又は忠実義務違反の有無の判断に当たっては、行為当時の状況に照らし、合理的な情報収集・調査・検査等が行われたか、そのような状況に照らし、選択決定に不合理が無かったかを基準になされるべきであり、事後的あるいは結果的な評価がなされてはならない⁶²。取締役の判断が行為当時の状況において十分な情報収集が行われ、妥当な判断であった場合、取締役の行為は、経営判断の原則のもと、任務懈怠とは判断されない。

Sinclair 事件では、支配株主から少数株主への信託義務の有無の判断において、限界テストが採用され、自己取引の有無を判断し、経営判断原則あるいは内在的公正性基準のいずれかを適用するとした。一方、限界テストは手数であること、また費用の面から、徐々に経営判断原則が採用される傾向にある。一方、支配株主の行為に対し経営判断原則が適用されることは、少数株主にとって不利益なのだろうか。ここで、経営判断原則が企業において果たしてきた役割を考察し、経営判断原則の役割について検討する。

経営判断原則は、経営において十分な情報に基づき妥当な判断をした場合、任務懈怠とはせず司法は経営陣の決定に従うという原則をいう⁶³。冒険的な経営判断に対し結果責任を問うことは経営陣に萎縮効果をもたらす。経営陣がリスクのある経営判断を行えるように設けられたルールであるとも言える。言い換えれば、経営判断の原則は会社法の中心的な原理であり、司法は経営の専門家ではないということが経営判断原則を伝統的に正当化してき

⁶¹ これはいわば取締役の忠実義務の場面であるから、経営判断原則は適切とはいえないが、株主対株主の関係する場面も含め経営判断原則でよいと考える。

⁶² 江頭（2015）・前掲注（5）464頁、東京池判平成16年9月28日判時1886号112頁。

⁶³ Stephen M. Bainbridge, The Business Judgement Rule, Stephen bainbridge's Journal of Law, Religion, Politics, and Culture (Feb. 19, 2018, 11:00 PM), <http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/>.

た⁶⁴。経営陣が意思決定権を持つことは効率的なコーポレート・ガバナンスの必然であり、それを支持してきたのが経営判断原則である⁶⁵。例えば、経済学者の Arrow は、説明責任 (accountability) は誤りを正すことはできるが権限 (authority) が持つ真の価値を壊すべくではなく、仮に全ての“A”に関する決定が“B”によって再調査されるならば、決定権は“A”から“B”に移行され、当初の問題の解決とは全くなならない、と accountability と authority の関係を説明する⁶⁶。言い換えれば、過度の accountability、会社でいうならば経営陣が株主に毎回お伺いを立て、逐一、説明をするのであれば、エージェントとして選ばれた専門家である経営陣が裁量をもって企業価値の向上に貢献できないのではないかと考える。

accountability と authority はいわばトレードオフの関係にあり、企業価値の最大化においていかにこの 2 つのバランスを取るかが重要であり、このバランスをコントロールするのが法規制の一つの役割であり、経営判断原則は経営陣から司法に裁量権が移行するのを阻んできた⁶⁷。accountability を果たす、すなわち自らの意思決定に責任を持つことにより、その判断は企業価値最大化を考慮したものとなる。逆に、経営陣が経営判断でもって決断せず、司法に裁量を委ねるとき経営の専門家ではない司法の判断により企業に生じるかもしれない不利益に対して誰が責任を持つのか、という疑問もある⁶⁸。こうした点から鑑みると、経営判断原則が適用されることは、少数株主にとって不利益ではなく、むしろ利益ともなり得る。

以上のように、支配株主がその議決権を背景にした影響力を行使して取締役を支配する状況が生じるとすれば、その支配株主は取締役と同様に信認義務を負うべきである。そして、経営判断原則を伴った信認義務を課すことは、経営判断原則の柔軟性ととともに、支配株主の少数株主への専横を阻止する法的な歯止めとなると考える。このような点から、支配株主の少数株主への信認義務 (誠実義務) を認めるべきである。ただし「支配」の内容・程度については、個々の事案ごとに、取締役への具体的な影響を分析・判断するしかない。そして、経営判断の原則を適用する際に、支配株主が accountability を果たすことを通じて、自らの決定に責任を持たせることにより、少数株主の保護とのバランスをとるべきであると考えられる。

⁶⁴ *Ibid*; Stephen M. Bainbridge Corporation Law and Economics 336 (Foundation Press, 2002). Bainbridge は経営判断の原則は裁判所がビジネスの専門家ではないということから伝統的に正当化される、と指摘する。

⁶⁵ *Ibid*.

⁶⁶ Kenneth J. Arrow, The Limits of Organization 78 (W.W. Norton, 1974).

⁶⁷ See Bainbridge, *supra* note 63.

⁶⁸ 例えば、アメリカの最高裁判事の有名な発言で、「我々は決して絶対的に確実である (infallible) から最終決断を下すのではなく、われわれが最終的な決断を下すものであるという理由によってのみ我々は絶対確実である。」という発言がある。See *ibid*.

1.5 株主相互間の義務

少数株主への保護の観点から機関投資家が支配株主となった場合、少数株主への信託義務を認めるべきかについて論じてきた。機関投資家は個人の投資家と比較し、相対的に多くの株式を保有していると言える。だからと言って、機関投資家が必ずしも投資先企業の支配株主になるとは限らない。こうした点から、機関投資家が支配株主に至らない場合においても他の株主への信託義務を認めるべきなのか、あるいは認められないのかを検討する。わが国会社法上、株主には出資義務以外の義務はないことから、支配株主とみなされる場合と同様にアメリカの裁判例から示唆を得ることができるかを検討する。

第二部および本章の 1.3 において述べたように、アメリカでは少数株主の保護として、支配株主は会社および少数株主に対して、スクイズアウトのような有事の場面のみならず平時においても信託義務（誠実義務）を負うことが、判例において確立されている。それ故に、支配株主に該当するかどうかという判断は株主にとって極めて重要である。議論を整理すると、支配株主は取締役会への影響力が大きく、会社を支配することも可能であることから少数株主の保護が必要であり、支配株主から少数株主への信託義務を認める必要がある。こうした観点から、支配株主でなければ特定の株主、例えば機関投資家が会社を支配する可能性は原則として小さく、少数株主の保護という議論は必要とされないと言える。すなわち、支配株主の定義が必要かつ重要である。しかしながら、投資先企業の何パーセントの株式を保有すれば支配株主である、という明確な基準が必ずしもあるわけではなく、保有株式数というよりもむしろ取締役会の独立性が重要視されている、という指摘もある⁶⁹。

何パーセント株式を保有していれば自動的に信託義務を負うという判断基準はないが、Delaware 州の最高裁は一定の判断基準として、*Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp* において「Delaware 州法の下では、投資先企業の株式を過半数保有しているか、さもなければ当該企業の経営に対し支配力を行使するという条件を満たすときのみ、株主は信託義務を負う」と判示した⁷⁰。*Ivanhoe* 事件は、Boon Pickens Jr.が代表を務める *Ivanhoe Partners*（以下、「*Ivanhoe* 社」という。）による TOB（株式公開買付け）を用いた鉱業会社である *Newmont Mining Corp.*（以下「*Newmont* 社」という。）に対する敵対的買収事件である⁷¹。*Newmont* 社は *Ivanhoe* 社が同社を買収後、同社の大部分を売却し再編する計

⁶⁹ アメリカにおける少数株主の保護につき、「第二部アメリカ編第四章第 1.3 支配株主の信託義務」参照。

⁷⁰ *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334, 1344 (Del. 1987) (citing *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946,958 (Del. 1985)) 取締役会のメンバーである取締役が多数株主であるという理由だけで当該取締役が利害関係があるとは言えず、またそのような事実だけで、経営判断原則を無効にするようなことにはならないと、買収防衛策を容認した *Unocal Corp* の事件を引用し、このように判示している。

⁷¹ *Ivanhoe*, 535 A.2d 1334, 1342 (Del. 1987). なお Boon Pickens Jr.は *Unocal Corp* の事件においてもグリーンメーラーと推認されている。

画を知り、買収防衛策を実施し、Delaware 州最高裁は買収者である Ivanhoe 社をグリーンメーカーであるとして、Newmont 社の買収防衛策を支持した⁷²。買収防衛策として Newmont 社は 26%の株式を保有していた Gold Fields PLC（以下、「Gold Fields 社」という。）の株式保有率を 49.7%にまで増やした⁷³。これに対し、Ivanhoe 社は、Newmont 社の株式を一举に買い占める（street sweep）戦略は株主に対する信認義務違反であると訴えた⁷⁴。Delaware 州最高裁は、Gold Fields 社は過半数の株式を保有しておらず、また実質的に会社の経営を支配していないとして、Gold Fields は Newmont 社の他の株主に対して信認義務を負っていない、すなわち Gold Fields は実質的に会社の経営を支配していない、と判示した⁷⁵。

また、株式公開買付けにおいて保有株式を売却あるいは現金に交換した株主のクラスアクションにおいて、支配株主の信認義務について判示された裁判例がある。Citron をはじめとする株主たちは、Fairchild Camera & Instrument Corp.（以下、「Fairchild 社」という。）の取締役が株主に Schlumberger グループ（以下「Schlumberger」という）による Fairchild 社の株式の公開買付にあたり、Schlumberger のバイアウトを受け入れるように推奨したことは取締役の信認義務違反であるとして訴えた。Delaware 州最高裁は取締役の意思決定に対して経営判断原則を適用し、訴えを退けた⁷⁶。Citron らは Schlumberger の信認義務違反を主張したが、最高裁は Delaware 州法の下では株式公開買付けの結果が出るまで、Schlumberger は Fairchild 社の株主に対して信認義務を負わないこと、言い換えれば、株式保有率が 50%未満の株主は信認義務を負う支配株主とはならず、そのような場合、原告は株主（Schlumberger）の実質的な支配を主張しなければならない、と判示した⁷⁷。

こうした判例法理から、確かに支配株主の判断基準として固定された株式保有率はないが、株主がある企業に対し過半数の株式を有している、あるいは 50%未満の株式保有率である場合は取締役会に多大な影響を与えるなど、当該企業の経営を支配していることが証

⁷² *Id.* at 1342.

⁷³ *Ivanhoe*, 535 A.2d 1334, 1337 (Del. 1987).

⁷⁴ *Id.* at 1344.

⁷⁵ *Ibid.*

⁷⁶ *Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp.*, 569 A.2d 53, 64 (Del. 1989).

⁷⁷ *Id.* at 70. なお、Delaware 州衡平法裁判所の支配株主についての判示に以下の裁判例がある *Gilbert v. El Paso Co.*, 490 A.2d 1050, 1055 (Del. Ch. 1984) (50%未満の株式保有率である株主（被告）に対しては、原告が、被告が会社を支配していること、を証明する責任があり、その証明でもって支配株主とみなされる。) ; *Puma v. Marriott*, 283 A.2d 693, 695 (Del. Ch. 1971) (原告は、被告が 46%の株式を保有すること以外に、被告が社外取締役を支配していることあるいは会社の取引条件を指図していることなどの証拠を提示することができなかった。) *See also* Mary Siegel, *Going Private*, 4 N.Y.U. J.L. & Bus. 399, 449 note 187 (2008); Siegel, *supra* note 48, at 34-35. Siegel はこれらの判例から、どれくらいの株式を保有すれば自動的に信認義務を負う支配株主になるというように固定した保有率はないけれども標準的なラベリングとして支配株主とは取引条件を指図することができる者である、と指摘する。

明されない場合は、支配株主とは言えず、支配株主とみなされなければ他の株主に対し信認義務を負うとは言えない。

そもそも機関投資家が支配株主となった場合、最大の関心事である投資リターン最大化のもと少数株主に損害を与える可能性が否定できず、いかにして少数株主を保護するか、というところから出発した議論である。支配株主とみなされない場合、企業的意思決定に大きな影響を与える可能性は低く、少数株主の保護を議論する必要はない。不必要に議論することで、会社の経営陣への発言や議決権行使につき株主に過度の萎縮を生むだけではなく、株式市場の活発化を妨げ、株式の流動性に負の影響を与える。会社法上の、株主には義務はない、という大前提のもと、いかに支配株主から少数株主を保護するか、という議論から出発したことを鑑みると、少数株主の保護という考慮が必要なければ、支配株主以外の株主の義務は認められない⁷⁸。

こうした点から日本においても支配株主であると認められる場合は支配株主の少数株主に対する経営判断原則を伴った信認義務を認めるべきである一方、支配株主とみなされるに至らない場合は、株主相互間の信認義務は認められない。

2. ステークホルダーとの関係

2.1 アメリカにおける株主とステークホルダーの関係

アメリカの株主利益最大化論は、判例としては古くは *Dodge v. Ford Motor Co.*, の裁判⁷⁹がある。その後長きにわたり株主利益最大化の理論は広く司法によって受け入れられてきた。企業の社会的貢献に関する支出が不当でないことが認められるようになったのは 1953 年である。その後、複数の裁判で社会貢献が企業の目的を合理的に促進するとみなされた場合には支持を得られるようになった。また、衡平裁判所は「取締役は株主の長期的な利益を最大化しようとすべきである」と判示してきた。

判例だけではなく、ステークホルダーの考慮においては、ほかにも公開買い付けにおいて株主以外の者の利益に考慮範囲を拡張する規定（*Constituency Statute*）があり、当該規定を 30 州以上の州が採用している。また、「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」においても、一定の条件の下で利害関係人の利益の考慮を許容する。

⁷⁸ 現行法上、少数株主の保護は少なくとも会社法 831 条 1 項 3 号で十分対象とされている。

⁷⁹ *Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich.459; 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

アメリカにおいては株主利益最大化なのか、ステークホルダーの利益を考慮すべきかという観点ではなく、経営判断の原則のもとで会社全体の利益の考慮が重要視されている。

2.2 イギリス：取締役の会社の成功を促進すべき義務

イギリスの2006年会社法は、172条において取締役に必要な義務の一つである会社の成功を促進すべき義務を定める。一方、172条は、あくまでも株主利益のために会社を成功させることを目的とした法的義務の規定であることに留意する必要がある。アメリカでは、取締役は株主、会社に対して信託義務を負い⁸⁰、イギリス会社法において取締役は会社に対し受託者としての義務（fiduciary duty）を負い、これに加えて会社の成功を促進する義務がある。

ステークホルダーの利益考慮はあくまで株主利益の促進のためであるという点は、留意すべきである一方、株主利益最大化の観点から必ずしもステークホルダーの利益が認められないわけではない。172条が最終的に「長期的」な「会社構成員全体の利益のための会社の成功」、と定義したように、判例もまた長期的な観点から会社全体の利益につながるかどうかを考慮し、判示してきた。こうした点から、株主の利益に、172条は一定の制限を課していると考えられる⁸¹。

3. 長期的な会社全体の利益

アメリカおよびイギリスにおける株主とステークホルダーとの利害調整は、制定法および判例のいずれの立場から、株主利益最大化を標榜しながらも、重視するのは「長期的な」「会社全体の利益」の考慮である。こうした点から、必ずしもいつも株主の利益が優先されるわけではなく、株主の行動にある一定の制限を与え得ると言える。日本においても、a) 会社は法規的な活動が続けるという前提のもと、株主利益は長期的なものと考えべきであり、b) 会社が全債権者に対する弁済能力を失ったとき（insolvency of the corporation）取締役は株主ではなく、債権者に対して優先的に履行すべき義務を負うなど、ステークホルダーとの関係において株主の利益は一定の制限を受ける⁸²。

⁸⁰ 大塚・前掲注（44）51、73頁。日本では取締役の善注意義務・忠実義務は会社に対して負うとされてきたのに対し、アメリカでは会社が株主を意識されずに信託義務が使用されている点を指摘し、この議論の実益は会社の存在意識の解明の一助ともなう、と述べている。

⁸¹ イギリスにつき、「第三部イギリス編第三章2. 取締役の義務：会社の成功を促進すべき義務」参照。

⁸² 落合誠一「企業の目的」岩村正彦ほか編『現代の法（7）』（1998）3、23-25頁。取締役は株主利益最大化原則につき株主に対して善管注意義務、忠実義務を負うとする場合、どのような解釈上の問題が生じるかについて検討している。

機関投資家の一番の関心ごとは投資に対する最大のリターンである。一つの会社に対する株式保有率が増えるにつれ、機関投資家は Exit 戦略を採ることが困難になり、経営を改善することで株式価値を上げ投資を回収しようと Voice 戦略を採るようになった。経営戦略等、自らの知見を活かした助言を投資先企業の経営陣に対して行い、企業の効率を上げる、すなわち取締役のモニタリング機能のうち効率性の観点からの監視を補完するようになった。おりしも、日本においては 1997 年の金融危機を境にメインバンクが企業をモニターするという役割を担わないようになり、代わって市場における主要なプレーヤーである機関投資家にその役割が期待されるようになった。それでは、機関投資家は責務としてモニタリング機能を補完しうるのだろうか。わが国会社法上、株主には権利はあるが出資義務以外の義務はない。また、株主として機関投資家は株主提案権の行使や議決権行使により時にアクティビズムと呼ばれる行為に出ることもあり、会社法上、機関投資家は株主の権利として投資先企業に関与する、ことになる。

会社法上、株主には権利はあるが出資義務以外の義務はない。だからと言ってあらゆる権利行使が自由に許されるわけではない。例えば株主の行き過ぎた提案権の行使は権利濫用であり、提案権に関する判決においても、株主たることと関係のない利益を追求した権利行使により会社利益を侵害されることは許されないと判示されている。会社法における会社利益を侵害するような権利濫用は株主の行動に関する一定の制限とも言え、一株主である機関投資家もあてはまる。また、企業の価値最大化、すなわち株主利益最大化は会社の規範（norm）であるが、これを根拠に常に株主利益最大化が優先されるわけではない。例えば、ステークホルダーとの関係において、株主の行動は一定の制限を受ける。例えば、会社が弁済資力を失うとき、取締役は株主ではなく優先して債権者に対して義務を負う。他にもステークホルダーとの関係においては、コミュニティへの貢献や研究所の設立等、将来のための投資なども現在は取締役の信認義務違反とは考えられず、その根拠は、株主利益最大化は長期的なものと考えられている点にある。一方、ステークホルダーの利益はどこまで確保できるかは、取締役の義務が会社の利益を図るため、という点から鑑みると難しい問題でもある。例えば、企業再編を行わずに従業員を雇用し続け、その結果株主の利益を犠牲にする、あるいは環境を最優先して投資を行い株主の利益を犠牲にする場合、これは忠実義務違反なのか、といった議論も生じる。

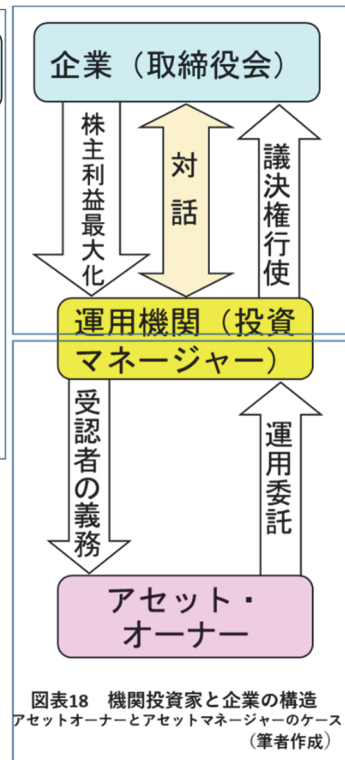
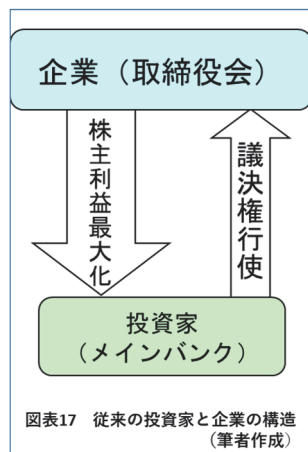
株主利益最大化を標榜しながらも、アメリカ、イギリスをはじめ日本においても、株主とステークホルダーの利害関係の調整において優先されるのは両者の利益ではなく、長期的な会社全体の利益であり、こうした点からも機関投資家の行動はある意味制限を受ける。一株主である機関投資家の行動は、権利行使の濫用、およびステークホルダーとの利害調整において長期的な会社全体の利益の考慮の前に制限される。

第四章 受認者としての義務の履行

機関投資家は、株主であると同時に資産保有者、あるいは資産運用者である。受託者として、機関投資家は委託者に対しあるいは最終受益者に対し、受認者としての義務を負う。にもかかわらず、例えばアメリカでは投資マネージャーとアセットオーナーをめぐる関係者からの圧力により受益者の最善の利益ではなく、バイアスのかかった議決権の行使が強要されるという報告があった。また、イギリスでは圧力こそ多くはないものの、議決権行使に関しアセットオーナーへの報告および承認に伴うコストと時間がリターンに見合わず、投資マネージャーは受益者にとって最善であると理解しながらも反対票を投じるという行動に出るのは難しいというジレンマがあった。さらに、日本においても投資マネージャーにいかにかに受認者としての義務を履行させるか、という観点からアセットオーナーにスチュワードシップ・コードの受容れを期待すべく 2017 年には当該コードが改訂された。本章においては、まず、受認者の義務の履行という観点から、機関投資家の行動に対する制限を述べ、機関投資家の内部構造から問題点を分析・検討する。次に、アメリカから得た示唆を基礎とした提案を行い、最後に、スチュワードシップ・コードに対する批判を含め、受益者の最善の利益と企業の持続的成長が合致しない可能性について言及し、機関投資家の行動はどうあるべきか、について自説を述べる。

1. 内部構造における利益相反とエージェンシー問題

機関投資家の利益相反の問題を解決するには、機関投資家が最終受益者へとつながる受託者としての義務（fiduciary duty）を果たしていくことが必要である⁸³。受託者としての義務の履行は何においても最優先されるべきである一方、受託者の義務の履行は容易ではない。例えば、運用会社の投資マネージャーがアセットオーナーの利益を最重要視して働くとき、そこには親会社からの圧力、アセットオーナーからの圧力に加え自社の利益との衝突、抱える投資先企業の数から時間と費用の制限など多くの問題がある。これら他のすべてにおいて受託者としての義務を優先して履行することは、投資マネージャーの行動への一定の制限となる。



スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議では、運用機関（投資マネージャー）が金融グループに所属する場合、親会社の金融機関と運用機関の間の利益相反は不可避であると議論されている⁸⁴。特に日系の運用会社は、系列金融機関の子会社として設立されている場合が多く、運用会社の株主、例えば親会社である系列金融機関と受益者・顧客の利益相反の発生が避けられない場合がある⁸⁵。

このような利益相反問題は、言い換えれば、機関投資家の内部構造におけるエージェンシー問題とも言える⁸⁶。すなわち、従来は株主である投資家と取締役の利益が衝突する場面で、

⁸³ スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第8回）「フォローアップ会議 利益相反を巡るこれまでの議論（資料1）」（平成28年6月1日）1頁、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20160601/01.pdf>, (2017.10.25)。

⁸⁴ スチュワードシップ・コード及びコーポレート・ガバナンス・コードのフォローアップ会議（第8回）・前掲注（83）1頁。

⁸⁵ 岩間陽一郎「資産運用業界の役割と責任—コーポレートガバナンスの強化に向けて—」証券アナリストジャーナル11月号（2015）16頁。岩間は、顧客・受益者の利益を優先して行動することが運用会社、さらには株主の長期的利益に寄与するという事業特性を十分に理解認識しなくてはならない、と指摘する。

⁸⁶ See Leo E. Strine Jr., *Can we do better by ordinary investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law*, 114 Colum. L. Rev. 449 (2014). Delaware州衡平法裁判所の判事であった（のちにDelaware最高裁判所の長官となる）Strineは、Lucian A. Bebchukを批判し、機

取締役が自己の利益のみを図る場合、エージェンシー問題が発生する（図表 17）。一方、現在は株主（投資マネージャー）と企業（経営陣）という構造の下部構造として、新たに投資マネージャーとアセットオーナーという関係が構築され、その構造はより複雑になっている（図表 18）⁸⁷。

この下部構造では、契約に基づきアセットオーナーの資産を投資マネージャーが運用し、その投資リターンをアセットオーナーに還元する。このような資産運用に加え、運用機関である投資マネージャー（エージェント）はアセットオーナー（プリンシパル）に対し受認者としての義務を負う。特に運用機関（投資マネージャー）の親会社が金融機関である場合、運用機関の親会社であり株主でもある系列金融機関と、運用機関の受益者であり顧客であるアセットオーナーとの利益相反が避けられない場合、そのような場合においても、アセットオーナーのエージェントとして運用機関（投資マネージャー）は顧客・受益者の利益を優先して行動する必要がある⁸⁸。その一方で、投資マネージャーが受認者としての義務に基づき行動しようとしても、運用機関（投資マネージャー）の親会社の圧力から受認者としての義務を果たすべく、議決権の行使が困難な場合が生じ、ここにアセットオーナー（プリンシパル）と投資マネージャー（エージェント）のエージェンシー問題が生じる。

このような、企業と株主の構造と類似の構造が、その下部構造として、投資マネージャーとアセットオーナーの間にあることから、下部構造においてもエージェンシー問題が生まれ、企業と株主の関係において 2 つのエージェンシー問題が生まれる可能性がある。具体的には、株主と企業の関係において株主の利益を考慮せず企業が行動するような場合と、投資マネージャーが受認者としての義務を果たさずに親会社の金融機関の圧力からバイアスのかかった議決権行使を行うような場合であり、今日、より複雑な取引構造の中で機関投資家の議決権行使にバイアスがかかり、機関投資家がコーポレート・ガバナンスの一翼を担うためには、この問題を解決する必要がある。

2. アセットオーナーによる投資マネージャーへの圧力

ところで、投資マネージャーへの圧力は親会社の金融機関からの圧力だけではない。アセットオーナーによる投資マネージャーへの圧力は、アセットオーナーが資産保有者であり、

関投資家による公開会社の株式保有比率が高いことを挙げ、機関投資家と年金加入者と受給者の間にエージェンシー問題があることを指摘する。

⁸⁷ 例えば、メインバンクの場合は構造（図表 17）は単純であるが、機関投資家はこれまでの企業と投資家という一つの構造に、それを上層構造とする下部構造（投資マネージャーとアセットオーナー）という構造（図表 18）があり、それが問題を複雑にしている。

⁸⁸ 岩間・前掲注（85）16 頁。

投資マネージャーが資産運用者であることから起こる。投資マネージャーたちにとっての最重要課題であり関心事は、いかに多くの資産をアセットオーナーから提供してもらい運用するか、そこからどれだけ多くの投資リターンをあげるかである。これが要因となり、投資マネージャーはアセットオーナーの要求を拒絶することに躊躇する傾向がある。

一方、投資マネージャーには受託者としての義務がある。特に ERISA 法の下、アメリカの投資マネージャーはアセットオーナーのみならず、最終受益者に対して受託者としての義務を負う。日本ではアメリカの ERISA 法と異なり、直接契約のない最終受益者に対し投資マネージャーは受託者としての義務を負うことはないが、アセットオーナーに対し受託者としての義務を果たし、アセットオーナーの資産を投資運用において最大化するよう努力し、ひいては最終受益者の利益となるよう、行動する必要がある。

これまでのアメリカの機関投資家の行動に関し、主要な問題とされたのが、資産保有者であるアセットオーナーから資産の運用機関である投資マネージャーへの圧力であった。また、イギリスでは圧力とまではいかないものの、議決権行使においてアセットオーナーの承認を得ることが費用的にも時間的にも大きなコストとなっていた。アメリカでは、企業年金基金において、年金基金の母体企業（投資マネージャーにとってのスポンサー企業）と投資先企業に取引関係がある場合、企業（経営陣）の意向に沿った議決権行使を行うよう、年金基金を通し投資マネージャーに圧力がかけられた⁸⁹。また、公的年金基金においては、社会的投資という名目のもと年金制度の受給者の経費で特定のグループを利するように年金制度の資産を使用するよう、州・地方政府は公的年金基金に圧力をかけた。例えば New York 市の教員退職年金基金である TRS は、New York 市の破産回避を目的に 8 億 6 千万ドルを市に投入した。TRS は退職者の年金基金を市からの将来の税収に依存しており、市の破産は TRS の破綻を意味したからである。社会的投資のみならず、州・地方政府は公的年金基金に年金基金の投資先企業の議決権行使についても圧力を及ぼした。例えば、New York 州は、議決権行使に関し、投資先企業の支配権争いにおける年金基金の敵対的買収者支持を批判した。アメリカの公的年金基金においては、CalPERS をはじめ自ら基金の一部の資産運用を行っている年金基金もあり、TRS の例からも公的年金基金がその資産を依存するのは州あるいは地方政府である点を鑑みると、考え方として企業年金基金と同様に、アセットオーナーとアセットマネージャーの関係に当てはめることができる⁹⁰。

⁸⁹ アメリカの企業年金基金につき「第二部アメリカ編 第三章 1.2.取引関係の圧力」参照。

⁹⁰ アメリカの公的年金基金につき「第二部アメリカ編 第三章 2. 公的年金基金の投資行動に対する圧力」参照。また、最近ではアメリカの CalPERS は今年 9 月に運用方針につき、従来、自前で行っていた運用部分に関しアウトソースを検討すべく Black Rock Inc., と交渉を始めたことが報道されている。CalPERS がこれを決定すれば、他の大手年金基金もこの方針に追随することが予想される。このような傾向がアメリカの年金基金を中心に広まれば、本論文で取り上げた年金基金というアセットオーナーと投資運用機関であるアセットマネージャーの間にエージェンシー問題や取引関係圧力が起こる可能性がある。CalPERS

また、イギリスでは、議決権の行使権利を与えられている年金基金の投資マネージャーの場合、契約に基づき、異論の多い問題についてクライアントであるアセットオーナーの意見を聞く必要がある。経営陣に反対する議決権の行使はほぼ間違いなくクライアントと論争になるため、クライアントとの関係を良好に保つには議決権行使を行う前にクライアントの意見を聞くほうが良いことを投資マネージャーは理解している。しかし、何十ものクライアントの意見を聴くには多大な時間を要し、また年金基金という仕事の獲得には激しい競争があることから容易にクライアントに議決権行使に係るコストを転嫁することはできず、このジレンマが投資マネージャーに議決権を積極的に行使することを躊躇させていた⁹¹。

このようなアメリカおよびイギリスのアセットオーナーと投資マネージャーの関係を鑑みると、機関投資家の内部構造に問題がないとは言えない。投資マネージャーがアセットオーナーの圧力によりバイアスのかかった議決権を行使することは、企業価値の向上につながらず、ひいては受託者としての義務を果たしているとは言えず、それはすなわち受益者への投資リターンにもつながらない。

3. safe harbor 条項

日本においては、系列金融機関の子会社としての運用会社の投資マネージャーと親会社である系列金融機関と受益者・顧客の利益相反が指摘されるが、このようなバイアスのかかった議決権行使を是正するために、スチュワードシップ責任の履行を求め、より多くの機関投資家にスチュワードシップ・コードの受容れを求める傾向がある。これにはアセットオーナーの協力が不可避であり、2017年にはスチュワードシップ・コードが改訂された。しかし、バイアスのかかった議決権行使の問題は、スチュワードシップ責任より前提たる受託者としての義務を履行しているかであり、逆に履行していれば、バイアスのかかった議決権行使に対する疑念を抱くことなく、スチュワード責任の主要な部分、すなわち受益者の最善の利益のための行動は果たされることになる。また、スチュワードシップ・コードと受託者責任、すなわち受託者としての義務の履行の主要な相違点は、スチュワードシップ・コードにおいては、インベストメント・チェーンにおいて顧客に対し善管注意義務・忠実義務を負わない場合であってもスチュワードシップ責任を負う可能性があるとするが⁹²、受託者責任を

の運用方針の転換につき、Reuters, *Largest US pension fund CalPERS in talks with BlackRock to outsource buyout business, source says*, CNBC, (Nov. 19, 2017, 9:00 AM), <https://www.cnbc.com/2017/09/07/largest-us-pension-fund-calpers-in-talks-with-blackrock-to-outsource-buyout-business.html>.

⁹¹ イギリスの投資マネージャーの行動につき「第三部イギリス編 第四章3.1.投資マネージャーへの圧力」参照。

⁹² 「第四部日本編第五章 1.2 コードの意義と目的：スチュワードシップ責任」参照。

果たせずして、スチュワードシップ責任が果たされるとは言い難い。加えて、関係する各機関が受認者としての義務を履行していれば、例えば、投資マネージャーからアセットオーナー、アセットオーナーから最終受益者というようにそれぞれ受託者の最善の利益となるよう行動すれば、主要な責任は果たされることになる⁹³。こうした点から、根本的なエージェンシー問題の解決のために、またアメリカやイギリスで報告されたアセットオーナーとの関係における問題の解決のために、すべてにおいて最優先されるべき受認者としての義務を履行すべくアメリカから得た示唆に基づき提案を行う。

バイアスのかかった議決権行使は、企業価値の向上につながらず、ひいては受益者への投資リターンにもつながらないと言える。また、何より最優先すべく受益者の最善の利益に対する受認者としての義務の履行違反である。アメリカでは、このようなバイアスのかかった議決権行使をはじめ受益者の最善の利益とならないような行動を回避させるべく、2005年私的証券訴訟改革法（PSLRA）のもと、機関投資家に **Lead Plaintiff** として集団訴訟を提起しそれを取りまとめる権限を与えた。これにより、例えば、アセットオーナーは投資マネージャーの議決権行使に疑念を抱くとき、あるいは自らが資産保有者であり資産運用者でもある時、発行体に対して主体的に訴訟を提起できるようになった。このようなアセットオーナーの権限が投資マネージャーたちへの規律の一助となり得る。

一方、重要なのは、訴訟の濫用防止のための **forward-looking statements** に対する **safe harbor** 条項である。これは、疑念を持たれた投資マネージャー等が、将来予想に関する記述（**forward-looking statements**）に関し、それが妥当で合理的であれば、投資マネージャーは免責されるというものである。確かに **safe harbor** 条項が無くとも裁判になった場合、投資マネージャーが自分の行動が合理的な判断に基づくことを立証することができれば、すなわち議決権行使にバイアスのかかっていないことを立証できれば、責任を問われることはないであろう。しかし、**safe harbor** 条項があれば投資マネージャーの責任の範囲が明確化される。

アセットオーナーが投資マネージャーの行動に疑念を抱き、投資マネージャーに議決権行使について問いただす場合、投資マネージャーはなぜそのような行動に出たのか、アセットオーナーに対する **accountability** を果たす必要があるが、その場合、投資マネージャーを萎縮させないためにも、免責事項をつくり、投資マネージャーの免責条件を明示しておくことが重要である。こうした点から、投資マネージャーに対する **safe harbor** 条項の導入を日本においても検討することを提案する⁹⁴。

⁹³ 日本のアセットオーナーの観点からのスチュワードシップ責任につき「第四部日本編第五章 4.3 アセットオーナーの受託者責任」参照。

⁹⁴ PLSRA に関する内容につき、「第二部アメリカ編第四章 1.2 受認者としての義務に基づく効率性の観点からの監視」参照。

アセットオーナーと投資マネージャーでは資産保有者であるアセットオーナーが有利な立場にいることは、前述のアメリカ、イギリス、日本編で分析した。アセットオーナーが投資マネージャーに様々な要請を行い、あるいは圧力をかける場合もあった。lead plaintiff の制度はクラスアクションに基づくため、これらの制度がないわが国では導入は困難である。しかし、アセットオーナーから投資マネージャーに対する議決権行使をはじめとする開示要請等が行われており、これをより強固にするために **safe harbor** 条項は有効であると考えられる。

第一に、投資マネージャーは **safe harbor** 条項によって、妥当で合理的な判断を行ったことにより免責されることから、投資マネージャーの受認者としての義務の履行に対する萎縮を回避できる。第二に、親会社が圧力により、例えばバイアスのかかった議決権行使を要請するとき、免責事項にならないことを理由に親会社からの要請を拒否する機会を投資マネージャーに与える。第三に、アセットオーナーの圧力による要請は免責事項とならないことがアセットオーナー自身にわかっているため、そのような要請をそもそも行わなくなる。**safe harbor** 条項は、投資マネージャーを免責すると同時に、投資マネージャーの責任の範囲を明確にすること、また投資マネージャーに対する圧力を抑制するという 2 つの点において、有効である。

4. 企業の持続的成長と受認者としての義務の履行の衝突

最後に、受益者の最善の利益と企業の持続的成長とが合致しない場合、機関投資家の行動はどうあるべきか、についてまとめる。

機関投資家が投資先企業に経営戦略等の助言を行うとき、そのような行動は投資先企業の短期的というよりもむしろ中長期的な会社の成長から投資リターンを得ようとしている。日本版スチュワードシップ・コードにおいても、「企業の持続的成長」を促すことが重要である、と強調する。一方、持続的成長の促進は受益者の利益最大化に合致しない可能性がある⁹⁵。すなわち、受益者の利益最大化を目的に受認者としての義務を履行しようとする資産運用会社である機関投資家の行動とスチュワードシップ・コードの持続的成長が合致しない場合がある、と指摘する。指摘によると、投資家にとっては資本コストを上回るリターンを得る限りにおいてのみ投資先企業の持続的成長を図ることができ、

⁹⁵ 田中亘「コーポレート・ガバナンスの観点から見た日本版スチュワードシップ・コード」信託フォーラム 1 号 (2014) 35、38 頁。スチュワードシップ・コードに対する指摘あるいは疑問につき、「第四部日本編第五章 4. スチュワードシップ・コードにおける法的論点」参照。

そうしたリターンを期待できないのであれば、企業はむしろその事業を縮小ないし売却して株主に資金を返還し、株主が資本コストを上回るリターンをあげつつ成長すると期待できる他の企業に資金を投資できるようにするほうが望ましい、とその理由を述べる⁹⁶。

確かに、投資にかかるコストを上回るリターンを企業があげていない場合、機関投資家は持続的成長をサポートし続けることができるのか、というのは難しい問題である。一方、スチュワードシップ・コードが投資家に求めているのは短期的ではなく、中長期的な受益者へのリターンと企業の持続的成長である。投資先企業の経営に関与する機関投資家も中長期的な会社の成長から中長期にわたるリターンを得ようとする投資家である。言い換えれば、現在投資リターンを回収できていなくとも、長期的に考えた場合、利益を上げる投資となるかもしれない。そういう意味で、中長期的な受益者へのリターンにおいて資産運用会社は受託者責任を果たしており、持続的成長は受任者としての義務の履行に合致するとも考えられる。また、アセットオーナーに義務違反を指摘された場合に **safe harbor** 条項により免責される事項になると考える。

5. 受認者としての義務の履行と **accountability**

機関投資家が投資先企業の経営に関与する根拠は、会社法上、株主としての権利行使という側面に加え、受益者の最善の利益に基づく受託者責任、すなわち受認者としての義務の履行という側面もある。資産保有者あるいは資産運用者として機関投資家は受託者としての責任を負う。言い換えれば、受認者としての義務を履行する必要がある、この義務の履行は何にもまして優先される。例えば、投資マネージャーは親会社である系列金融機関と受益者・顧客の利益相反の発生が避けられない場合であっても、取引関係圧力や政治的圧力等を受けたとしても、顧客受益者を最優先して行動する義務がある。こうした点から、機関投資家が効率性の観点からの監視を補完することは議決権や提案権のような株主の権利行使であると同時に受認者としての義務の履行であると言える。一方、複雑な内部構造を持つ機関投資家にとって、受認者としての義務の履行を最優先することは簡単ではない。そこで、アメリカから示唆を得た **safe harbor** 条項を採用することを提案した。**safe harbor** 条項を明確に定義することにより、投資マネージャーを義務の履行から萎縮させず、アセットオーナーや運用会社の親会社からの圧力を除去し、バイアスのかかった議決権行使をはじめとする受益者の最善の利益に反する行動を抑制する。

⁹⁶ 田中・前掲注（95）38頁。田中は、**sustainable** という表現は、企業の成長が資本コストを上回るリターンを挙げることを前提にしているのかもしれない、そう解するなら持続的成長と受益者の利益とは矛盾しないことになる、と付け加える。

safe harbor 条項は投資マネージャーの免責事項が示されると同時に投資マネージャーに accountability を迫るものでもある。すなわち、免責とするのであれば、その免責事項を達成すべく行動したことに他ならないからである。

機関投資家の行動は、何よりも優先して受益者の最善の利益のために行動するという、受託者としての義務の履行に自らの行動を制限される。こうした制限に対し、免責事項の提供は機関投資家の行動に裁量を持たせる。言い換えれば、accountability の機会を与えることで、行動の萎縮を回避し、真の受益者の最善の利益のための行動を導くことになる。

第五章 エンゲージメントに関する課題

1997年の金融危機を契機に、かつてのメインバンクによるモニタリングに代わり、機関投資家が投資先企業をモニターする、言い換えればメインバンク制を中心としたインサイダーモデルから外部者によるアウトサイダーモデルへとモニタリング機能は変化しつつある⁹⁷。メインバンクは企業の内部者として、また債権者として、企業が経営で大きな賭けに出て莫大な利益を得、飛躍的に成長するよりもむしろ、企業が銀行の融資した金額を利子とともに返済し、内部統制を整えた健全な経営を行い中長期的に成長することを目標としてきた。すなわち、株主というより債権者として取引先企業を監視してきたと言える。機関投資家をメインバンクの代替という意見もあるが、企業のインサイダーとしてのメインバンクとアウトサイダーである機関投資家とはそもそも企業のガバナンスへの関与の方法が異なる。

アウトサイダーはインサイダーに比べ情報の非対称性があり、インサイダーに対し圧倒的に質および量において情報量の少ない中、企業のガバナンスに関与するには何らかの方法で、十分な情報を入手する必要がある。投資先企業の価値を向上させるような提案をするには、公開情報に加え、企業に関するより詳細な情報が必要であり、企業と相互理解を高める必要がある⁹⁸。その情報収集と相互理解の場が「目的を持った対話」すなわちエンゲージメントであり、日本版スチュワードシップ・コードもまたこのエンゲージメントを基礎とする。

本章ではまず、機関投資家の情報獲得と企業との相互理解の場であるエンゲージメントに関するインサイダー取引規制とFDルールの法規制を取り上げ、この2つの法規制が交差する「事実」と「情報」の境界における法的論点と企業の情報開示を後退させる危険性について検討し、企業の萎縮により機関投資家に十分な情報が提供されないリスクを回避す

⁹⁷ 例えば宮島は、アウトサイダー株主の増加は、日本の上場企業の経営の規律の中心になりつつあるとしつつも、ポートフォリオ投資家と、投資先企業の情報獲得と対話に資源を投入し影響力を行使するブロック株主との適切な組み合わせを見出し、その実現をどのように促進していくかが、政策的にも、企業の株主政策からも今後重要な課題となる、と指摘する。宮島英昭「第1章 ポスト持ち合いにおける2つの課題—新たな長期株主とブロック株主」 宍戸善一＝後藤元編『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』（2016）31頁以下。

⁹⁸ 笠原基和＝木村祐基「機関投資家と投資先企業との『対話』の充実に向けて—機関投資家の『スチュワードシップ責任』の定着に向けた取組み」法時86巻3号（2014）20頁。スチュワードシップ・コードは、機関投資家を対象とした原則であるが、企業側に対する期待についても触れている。すなわち、取締役会が執行役を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を企業は有しており、このような企業側の責務と機関投資家の責務が適切にあいまって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と、顧客・受益者の長期的な投資リターン確保が図られていくことが期待される。

べく自説を論じる。次に、2017 年の日本版スチュワードシップ・コードの改訂により可能となった集团的エンゲージメントを取り上げ、その実効性と問題点について指摘する。

1. インサイダー取引規制と FD ルール

エンゲージメントにおける企業と機関投資家との情報交換を規制する、インサイダー取引規制と FD ルールについて取り上げる⁹⁹。インサイダー取引規制は、金融商品取引法で定められ、会社関係者および公開買付者等が、その職務や権限に関連し、投資判断に「著しい影響」を及ぼす「重要な事実」を知った場合、その事実が公表されるまでの間は、当該会社の株式等の売買を行ってはならない、とする¹⁰⁰。一方、FD ルールは投資家の公平性の維持から選択的開示に関するルールとして、2017 年 5 月に成立した「金融商品取引法の一部を改正する法律」により導入されることになった。その内容は上場会社等が、その業務に関し取引関係者に投資者の投資判断に「重要な影響」を及ぼす未公表の「重要な情報」の伝達を行う場合は、伝達と同時に、その情報を公表しなければならない、とする¹⁰¹。ここでいう情報の範囲については、金融審議会の見解によれば「インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲と基本的に一致させつつ、それ以外の情報のうち、発行者または金融商品に係る未公表の確定的な情報であって、公表されれば発行者の有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるものを含めることが考えられる」¹⁰²。

エンゲージメントとインサイダー取引規制の関係につき、金融庁は「企業が機関投資家との間で行う踏み込んだ対話についても、通常の場合には、『重要事実の公表前に（機関投資家に）売買等をさせることにより他人（機関投資家）に利益を得させる』等の目的を欠くと考えられるため、基本的に、情報伝達・取引推奨規制の対象にならないものと考えられる」という見解を示す一方、「機関投資家が、投資先企業との踏み込んだ対話を行うために『未公表の重要事実』を受領する必要があると考える場合には、当該企業の株式の売買を停止するなど、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じたうえで対話に臨む必要がある」としている¹⁰³。金融庁のこのような見解を踏まえ、日本版スチュワードシップ・コードはエンゲージメントにおいて「未公表の重要事実」を受領することについて、

⁹⁹ エンゲージメントにおける法的論点につき、「第四部日本編第五章 4.1. エンゲージメント：インサイダー取引規制」、「第四部日本編第五章 4.2. エンゲージメント：フェア・ディスクロージャー・ルール」参照。

¹⁰⁰ 金融商品取引法 166 条および 167 条。

¹⁰¹ 金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項。

¹⁰² 金融審議会 市場ワーキング・グループ「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告」（平成 28 年 12 月 7 日）3 頁 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/03.pdf (2017.10.13)。

¹⁰³ 金融庁「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（平成 26 年 2 月 26 日）14 頁 <http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20140227/06.pdf> (2017.10.13)。

「基本的には慎重に考えるべき」としたうえで、「投資先企業との特別な関係等に基づき『未公表の重要事実』を受領する場合には、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置に講じたうえで、対話に臨むべき」と記載している¹⁰⁴。

インサイダー取引規制と FD ルールの相違点は、インサイダー取引規制が投資者の投資判断に「著しい影響」を及ぼすものを対象とした「重要な事実」であるのに対し、FD ルールは「重要な影響」を及ぼすものを対象とした「重要な情報」である、という点である¹⁰⁵。この相違点の境界に位置する事実あるいは情報に対する判断あるいは理解が企業と機関投資家において異なるとき、機関投資家にリスクはないのか。日本よりもいち早く、Fair Disclosure に関する Reg. FD を取り入れたアメリカについて検討する。

1.1 アメリカのインサイダー取引と Reg. FD 義務

アメリカで Reg. FD が導入された経緯は、情報提供者が信認義務違反を犯した場合で、情報受領者が情報提供者の違反を知っていた、あるいは知りえる状況にあった場合の情報の授受に限り、インサイダー取引規制違反となる、という連邦最高裁の判決に起因する¹⁰⁶。しかしながら、アメリカのインサイダー取引規制および Reg. FD と日本のインサイダー取引規制および FD ルールの関係は、アメリカにおいては信認義務違反をインサイダー取引規制違反の要件とすることから、日本のインサイダー取引規制および FD ルールと同じ関係とは言えない。しかし、アメリカにおいてもインサイダー取引規制と Reg. FD にはかなり重複する部分があることを SEC 自身も認めている。また、Reg. FD の制定を疑問視する見解もあり、制定時から現在に至るまでなお Reg. FD に対しては立法論的当否を巡り、意見の対立がある¹⁰⁷。その一方で、企業と機関投資家のエンゲージメントに萎縮効果を与えないよう、Reg. FD 違反については証券詐欺に基づく私的訴訟を提起して民事制裁を追及することはできず、SEC による行政的な制裁が課されるに過ぎない¹⁰⁸。

アメリカのインサイダー取引規制は、「重要な非公開情報に基づき私的利益を得てはならない」と規定する。また、重要な非公開情報を「非公開情報は一般的な認識においては重要 (important) である必要はない。しかし、インサイダー取引規制違反の下では、『合理的な

¹⁰⁴ 日本版スチュワードシップ・コード (改訂前指針 4-3 及び注 (10)、改訂後指針 4-5 及び注 (13))。

¹⁰⁵ 金融審議会 市場ワーキング・グループ・前掲注 (102) 2-3 頁。横山淳「フェア・ディスクロージャー・ルールの導入」大和総研 (2017 年 6 月 8 日) 8-9 頁 http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170608_012052.pdf, (2017.7.31)。「重要な情報」の範囲は「重要な事実」の範囲よりも広い。

¹⁰⁶ このような最高裁の判決はアナリストの活動を萎縮させないためであったといわれている。アメリカにおける Reg. FD の導入経緯につき、「第二部アメリカ編第三章 6.2. Regulation FD 制定の背景」参照。

¹⁰⁷ 「第二部アメリカ編第三章 6.2. Regulation FD 制定の背景」参照。

¹⁰⁸ 神作裕之「フェアディスクロージャー制度の導入とスチュワードシップ活動」商事 2135 号 (2017) 21 頁。「第二部アメリカ編第三章 6.3. Reg. FD の内容」参照。

投資家』であれば、情報全体（“total mix” of information）に著しく影響を及ぼすと考えられる情報であるとき、非公開情報は法的に重要（material）である。」と規定する¹⁰⁹。

1.2 アメリカのエンゲージメントにおける2つの規制の法的論点

1.2.1. エンゲージメントの非公開性とFDルール

アメリカの規制においては信認義務を伴うかどうか、インサイダー取引規制と Reg. FD の相違点であり、この点で日本の規制とは異なる。このような点から、アメリカから日本への示唆を得るのは難しそうである¹¹⁰。一方、アメリカと日本において共通している点は、FD ルールの導入によりエンゲージメントにおいて企業を萎縮させる可能性が生じるという負の効果である。FD ルールにおける「未公表の重要な情報に関する選択的開示」の公開は企業の責任であることから、企業はFD ルールに抵触しないよう、機関投資家への情報の提供を抑制する可能性がある。機関投資家にとって企業のモニタリングを行ううえで重要な情報の獲得はエンゲージメントに依存していると言っても過言ではなく、企業が萎縮し供給される情報が少なくなった場合、適切なモニタリングがなされるのか疑問がある。

FD ルールが成立した趣旨はエンゲージメントが非公開であることにも一因がある。非公開なエンゲージメントにおいてそこに参加する機関投資家に選択的開示が行われたとしても、誰もそれを知る術がない。そのため、法は選択的開示が行われた場合、企業にその情報を公開することを促し、市場に透明性を持たせ、すべての投資家に公平に情報を与えようとした。その一方で、エンゲージメントの非公開性とFD ルールが機関投資家の企業に対するモニタリングに負の効果をもたらす可能性がある。また、アメリカにおける最近の研究で指摘されるようにエンゲージメントが非公開という特徴は、一般投資家からの疑念を生み、日本においても今後その可能性がないとは言えない¹¹¹。

1.2.2. インサイダー取引規制とFDルール

FD ルールの趣旨は、健全な市場の発展のための一般投資家を含む市場参加者間の公平性の確保である。一方、「重要な事実」と「重要な情報」の具体的な違いについては議論がある。実際、日本取引所グループ等からインサイダー取引規制に関する重要事実一覧表等が公表されているが、インサイダー取引規制上の重要事実の範囲は、形式的に確立されているわけではなく、エンゲージメントの前に正確に重要事実該当するかどうかを判断することは難しく、事後的にエンゲージメントにおける内容が重要事実であると判断されるリスクを完全にぬぐい去ることは困難である。

¹⁰⁹ Henry S. Davis, *Chapter 6: Materiality*, in 162 Insider Trading Law and Compliance Answer Book 2011-2012 (Harry S. Davis ed., 2011).

¹¹⁰ 信認義務違反かどうかの観点から、インサイダー取引規制違反か Reg. FD 違反かという判断をすることはある意味2つの違いは分かりやすい。

¹¹¹ 「第二部アメリカ編第三章 6.5. Reg. FD の問題点と機関投資家の行動に与える影響」参照。

2018 年度から施行される FD ルールに関し、最も重要な問題は企業の萎縮により提供される情報が減少することである。企業のアウトサイダーである機関投資家はその情報取得の場の多くをエンゲージメントに依存することになる。企業の萎縮により情報量が減少した場合、機関投資家は効率性の観点からの監視を補完することはもとより、エンゲージメントのコストに対する投資リターンの確保、さらには受託者としての義務の履行も困難になる。

金融商品取引法 27 条の 36 によると、FD ルールの情報の範囲は「未公表の①確定的な情報であり、公表されれば発行者の有価証券の価額に、②重要な影響を及ぼす蓋然性があるものを含める」である¹¹²。とすると、①後日、必ず事実となりうるであろう情報であり、②投資判断において重要な影響があると判断される確率が非常に高いもの、という解釈が可能と考える。企業がエンゲージメントにおいて開示した情報が 100 パーセント事実となりうるという可能性があるとは言えず、あるいは投資家の投資判断に重要である確率が高いとは言えない、と判断された場合、公開する必要はないと考えられる。そもそも、企業による一部の投資家への開示をすべて公開すべきかどうかには疑問が残る。

FD ルールはもともと、市場参加者間の公平で公正な取引による健全な市場の発展を目指し、市場における公正・円滑な価格形成を理由に導入された点を鑑みると、逆に絶対的に事実となると言い切れない情報を公開することで、市場に混乱という負の影響を及ぼす可能性もある。公開された情報は専門家だけではなく一般の投資家にも共有されることから、後日、恣意的ではないにしろ情報が事実とならなかった場合を考えると、情報の公開が逆に投資家の保護として働かず、公正性があるのか疑問である¹¹³。また、企業の立場に立って考えると、例えばエンゲージメントにおいて機関投資家の助言を得るために開示する必要があるが、現段階で公表するのは躊躇されるような情報について、企業の萎縮を生み開示に消極的になる可能性を否定できない。

情報の公開が逆に投資家の保護として働かず、また企業の萎縮を生むといった状況を解決するようにガイドラインを解釈すると、「重要情報には該当するものの、公表が適切でない」と考える場合には、当該情報が公表できるようになるまでの間に限って、当該取引関係者に守秘義務及び当該上場会社等の有価証券に係る売買等を行わない義務を負ってもらい、

¹¹² ①②の挿入は筆者による。

¹¹³ 神作裕之「フェア・ディスクロージャー・ルールにおける『公正』の意義」法教 2016 号 (2017) 1 頁、参照。神作は、FD ルールにおける「公正」の意味、実務で行われているどのような行為がなぜ問題とされるべきであるか、合理的な実務に是正し誘導してゆくにはどのような規範を採用すべきかという観点から具体的な論点を挙げて議論を進めてゆく必要があると指摘する。

公表を行わない」といった対応をとることを検討すべきである¹¹⁴。さらに、守秘義務に関してガイドラインは、法令または契約により重要情報の公表は不要と規定している¹¹⁵。以上の点から、FD ルールに該当する「重要な情報」について、「後日、必ず事実となりうる情報であり、投資判断において重要な影響があると判断される確率が非常に高い情報である一方、公表することで市場に混乱をもたらしかねないという点から公表が適切でないと考えられる場合は、当該情報を守秘義務の契約により一定の期間、公開は不要とすることができると」という解釈が可能であると考えられる。このように解釈することで、企業が投資家とエンゲージメントを行ううえで投資家に情報を開示することを萎縮するのを軽減し、投資家もエンゲージメントにおいて情報を取得しモニタリング機能を補完することができると考える。

情報の公表に関して、企業が確定的な情報と判断し、それが恣意的ではなく後日「事実」とならなかった場合、その情報を開示したことにより市場の混乱を招く可能性もあり、逆に専門家でない投資家の保護に働かず、市場の公正性とは何か、という疑問を提起する。こうした点から「発行者又は金融商品に係る未公表の確定的な情報であって、公表されれば発行者の有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるものを含める」という重要な情報の範囲につき、企業が投資家とエンゲージメントを行ううえで投資家に情報を開示することを萎縮するのを軽減し、機関投資家もエンゲージメントにおいて情報を取得し、効率性の観点からの監視を補完することができるよう、ガイドラインから解釈論を展開した。

最後に、FD ルールの規制の枠組みについて、諸外国では、いわゆるインサイダー取引規制の補完あるいは関連する規制として位置づけられることがあるのに対し、日本では金融商品取引法において、インサイダー規制とは別の章に定められているという特徴がある¹¹⁶。他方、アメリカの FD ルールは 15 年以上前に導入され、企業の側からむしろ積極的に株主とコミュニケーションを図ろうという動きが活発になってきており、まさに建設的対話が双方向になってきている¹¹⁷。日本において FD ルールが適用開始となるのは、2018 年である。FD ルールが、ここで挙げた法的論点を念頭に、アメリカのように建設的な対話が双方

¹¹⁴ 金融商品取引法第 27 条の 36。金融庁「金融商品取引法第 27 条の 36 の規定に関する留意事項（フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン）」5 頁（問 3）http://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20171024_13.pdf, (2017.12.07)。

¹¹⁵ 金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項ただし書。金融庁・前掲注（114）7 頁（問 7）。

¹¹⁶ 横山・前掲注（105）4 頁。インサイダー取引規制に関する金融商品取引法 166 条、167 条は「第 6 章 有価証券の取引等に関する規制」として、不公平取引に対する規制の一つと位置付けられている。他方で、FD ルール（金融商品取引法第 27 条の 36）は、新たに独立した「第 2 章の 6 重要情報の公表」が設けられ、その中で規定されている。インサイダー取引規制の立法趣旨は、証券市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼の確保であることにつき、松尾直彦『金融商品取引法』（第 4 版、2016）577 頁以下。金融商品取引法における FD ルールの位置づけに対し、米国法がルール・ベース・アプローチの下で発展してきたのに対し、日本の FD ルールはプリンシプル・ベースに近い考え方がとられようとしている、という指摘につき、神作・前掲注（108）27 頁。

¹¹⁷ 武井一浩「フェアディスクロージャーを踏まえた実務対応上の諸論点」商事 2137 号（2017）36 頁。

向になり、企業の価値向上に資するよう、金融商品取引法の体系に整合性のある運用がなされるべきである¹¹⁸。

本節においては、2018 年度から施行される FD ルールに関し、インサイダー取引規制との相違点に関する見解から、FD ルールにより企業が萎縮し十分な情報が機関投資家に提供されないリスクを回避するため、解釈論からの解決を試みた。今後の課題としては、増加する海外投資家に対し、エンゲージメントをどのように規律するかである。例えば、イギリスにおけるヘッジファンドのインサイダー取引規制違反がイギリスの証券市場に法的課題を突き付けたように、インサイダー取引規制のみならず、2018 年度から施行される FD ルールにおいても、その趣旨の通り公平で公正な市場の活性化となるよう、施行後の法のメンテナンスも重要である。

2. 集団的エンゲージメントと安定株主

2017 年の日本版スチュワードシップ・コードの改訂に伴い、集団的エンゲージメントがコードの指針に新設された¹¹⁹。必要な場合は、機関投資家はその行動において協働することができる。一方、金融商品取引法における大量保有報告制度との関連から、機関投資家の協働を抑制する可能性が高い。機関投資家がガバナンスに関与する際の集団的エンゲージメントの実効性の観点から、協働を抑制する法規制との関連、イギリスの集団的行動から得た示唆を踏まえ、安定株主との関係における集団的エンゲージメントの実効性と実行のための指摘を行う。

2.1 モニタリングを空洞化させる、いわゆる政策株式

コーポレートガバナンス・コード（原案）原則 1-4.では「いわゆる政策保有株式」について、a) その方針の開示、b) 中長期的な経済合理性や将来の見通しの検証と、これを反映した保有のねらい・合理性の説明、c) 政策保有株式に係る議決権の行使についての基準の策定・開示、を求めている。メインバンク制を中心とした株式持ち合いが戦後から 1990 年代後半まで長期にわたり日本企業を中心であったことから、持ち株制度が解消に向かったとは言え、まだまだ企業には強固な安定株主が存在し、企業と投資家の議論の実効性が十分確保できない場合がある。コーポレートガバナンス・コードの施行に伴いメガバンクが原則として政策保有株式を保有しないことを表明し、金融機関と事業会社の株式持ち合いは減少しているものの、依然として事業会社間の持ち合い株式は少なくなく、それが実効的な株主の議決権行使を妨げているという批判もある。

¹¹⁸ 神作・前掲注（108）27 頁。アメリカ法等を参考に、場合によっては、投資家の属性を考慮する可能性を指摘する。

¹¹⁹ 日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）（指針 4-4.）

持ち合いによる安定株主の存在は、長期的視野を持つ投資家を排除してしまう恐れがある。例えば、いわゆる政策保有株式に関する最新の調査によると、2007 年の政策保有株主比率は 36.3%であり、2016 年には 34.1 に低下した¹²⁰。これに対し、2016 年の機関投資家比率は 2007 年の 27.0%から 31.9%へと上昇したとは言え、依然、政策保有株主の存在感は大きい¹²¹。今日の企業にとって、アクティビストに対抗するためには、長期的視野を持つ投資家、すなわち、短期的視野を持つアクティビストへの対抗により企業の経営資源が費やされることを懸念するメインストリームの長期投資家の理解を得ることが重要であり、対話の実効性を阻害する安定株主の存在は大きな問題である¹²²。

2.2 政策的対応による解決

いわゆる政策保有株式の問題は持ち合いによる安定株主の存在が、長期的視野を持つ投資家を排除してしまう可能性がある。例えば、かつて、三角合併の解禁等を契機に敵対的買収から身を守るため、企業は持ち合いを復活させた。このような買収防衛策としての同業者同士の株式持ち合いは、中長期的な投資を行う投資家の、企業の成長にとって有益な助言を排除する恐れがあるという点で、重要な課題である。

最新の調査においても、機関投資家の比率に対し、政策保有株主の存在は大きい。この問題に対し、いわゆる政策保有株式の売却を加速させるために、優遇税制を提案する見解がある。ドイツでは、株式売却時のキャピタルゲイン非課税政策が導入され、政策の効果により株式持ち合いの解消が促進したのに倣い、優遇税制のようなインセンティブを付与することが、安定株主の問題解決の検討に値するという見解である¹²³。また、フランスが実施しているように、上場企業同士の株式保有に法的制限を加える等¹²⁴の政策的対応の必要性を訴える見解もある¹²⁵。

¹²⁰ 上田亮子＝小林慶一郎「経済教室・企業統治と安貞株主―持ち合い解消へ税優遇も」日本経済新聞 2017 年 8 月 30 日朝刊 26 面。また、安定株主比率の推計および安定株主比率の業種別の推計を詳細に調査したものとして、濱口大輔「株式市場の構造改革（安定株主体制の縮減）の必要性和共同（集团的）エンゲージメント体制創設の提案」日本投資顧問業協会 拡大版コーポレートガバナンス研究会（平成 28 年 9 月 27 日）http://www.jiaa.or.jp/cg_society/pdf/coo280927.pdf, (2017.10.02)。濱口は、東証一部上場企業全体の平均で安定株主の比率は少なくとも 35%程度で実態はこれ以上に高い可能性があり、これはあくまで平均であり、個別企業では 40%台、50%台、60%台と高いケースも相当あると推測される、と指摘する。

¹²¹ 上田＝小林・前掲注（120）26 面。

¹²² 「第 4 部日本編 第四章 3.2. 原則 1-4. いわゆる政策保有株式」参照。

¹²³ 上田＝小林・前掲注（120）26 面。ドイツでは 2000 年代のシュレーダー政権下で資本市場改革の一環として、株式売却時のキャピタルゲイン非課税政策が導入され、持ち合いの解消が促進された結果、金融機関を中核とした構造的な政策保有株式の比率は低下し、機関投資家の保有比率が上昇した。

¹²⁴ または上場規則で対応、あるいはこのような保有についての議決権に制限を加える。

¹²⁵ 濱口・前掲注（120）。濱口は、ドイツの優遇制およびフランスの株式保有に法的制限を紹介し、政策的対応も必要であることを指摘する。

さらに潜在的な問題として存在するのが安定株主としての日本銀行（以下「日銀」という。）による株式保有である。平成 28 年 3 月現在で、日銀の株式保有状況は簿価で 13,445 億円、時価で 25,770 億円である¹²⁶。その後も日銀の日本株買いは止まらず、平成 29 年 6 月現在では保有する上場投資信託を含めると、上場企業の 4 社に 1 社で日銀が「安定大株主」となっている¹²⁷。このような状況につき、経済の観点からは株式の流動性についての議論が活発である¹²⁸。一方、コーポレート・ガバナンスの観点から鑑みると、機関投資家の活躍を推進するスチュワードシップ・コードに対し、対話の実効性を阻害する安定株主の存在は大きな問題であり、現在の日銀の株式保有状態は、いったい誰に企業のモニターを期待するのかという問題を惹起する。

スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第 3 回）においても政策保有株式を保有する側だけを対象とするのではなく、保有される側についての視点も重要であると指摘されており、投資家からもいわゆる「政策保有株式」について、合理性の説明は困難であり、売却を進めるべきという意見が多く出されている¹²⁹。日本はかつてのメインバンク制からコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードを軸とするコーポレート・ガバナンスの強化に舵を切ったのであり、機関投資家にスチュワードシップ責任の下で企業の持続的成長の促進への貢献を期待するのであれば、それを阻害する安定株主の存在を引きずるべきではなく、政策として企業に合理的な説明を求めるべきである。いわゆる政策保有株式を保有し続ける限り、機関投資家の貢献を得ることは企業にとって困難となる。

2.3 集団的エンゲージメント

集団的エンゲージメントの利点は、限られたリソースしか持たない機関投資家が企業との対話・交渉を実効的に行うための有益な手段であり、集合行為問題を解消しないまでも軽減する機能がある¹³⁰。安定株主が企業において高い株式保有比率を保持する場合、個別の機

¹²⁶ 大森健吾「銀行等の保有株式の買取りと処分の動向―買取り期限の延長を受けて―」国立国会図書館調査と情報 November 934 (2017.1.19) 6 頁。

¹²⁷ 「日銀、株買い一辺倒 4 社に 1 社で『超安定株主』に」日本経済新聞 2017 年 6 月 24 日朝刊 1 面。

¹²⁸ 日本経済新聞・前掲注（127）1 面。一部のヘッジファンドの運用担当者からは、割安になればすかさず動く日銀に対し、「民間の投資機会を奪っている」と不満が聞かれる。

¹²⁹ 大杉謙一ほか「座談会 コーポレート・ガバナンスの潮流と上場企業の課題（上）」商事 2100 号（2016）17 頁〔田原泰雅発言〕。投資家フォーラム「政策保有株式に関する意見」（2015.9.11）<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20151124/07.pdf>, (2017.09.15), 金融庁「『スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議』（第 3 回）議事録」<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20151124.html>, (2017.09.15)。

¹³⁰ 田中亘「集団的エンゲージメントと法規制―大量保有報告制度の『共同保有者』概念を中心に―」ディスクロージャー&IR 2 巻 8 月号（2017）1 頁、3-4 頁。田中は、集合行為問題の軽減につき、複数の機関投資家がエンゲージメントの費用を分担することにより、ある機関投資家の費用負担で行った活動の成果に他の機関投資家が「ただ乗り」してしまうという問題を解消しないまでも軽減する、と指摘する。

関投資家がエンゲージメントをするうえで相対的な存在感が薄れるため、集团的エンゲージメントに期待がかかる¹³¹。一方、金融商品取引法との関連から機関投資家が集团的エンゲージメントを躊躇する可能性がある。

2.4 金融商品取引法との関係

金融商品取引法の大量保有報告制度は、上場会社等に対する株券等保有割合が5%を超える場合に大量保有報告書の提出により、保有状況の開示を求める制度である¹³²。開示において、集团的エンゲージメントの論点となるのは、大量保有報告制度上の、実質基準による共同保有者に該当するかどうかである¹³³。集团的エンゲージメントにおいて集団の構成員である機関投資家が共同保有者に該当するとみなされた場合、合算した保有割合が5%を超えると、保有状況の開示が必要となる¹³⁴。共同保有者とみなされ、大量保有者とみなされた場合、当該機関投資家は「重要提案行為等」を行っているといわれ、特例報告制度¹³⁵を利用できない可能性がある。この結果、集团的エンゲージメントは抑制される^{136, 137}。一方、集

¹³¹ 「第四部日本編第四章 3.2.原則 1・4.いわゆる政策保有株式」参照。

¹³² 金融商品取引法 27 条の 23 第 1 項。

¹³³ 金融商品取引法 27 条の 23 第 5 項。

¹³⁴ なお、「共同保有者」につき、1)「共同して株主としての議決権その他の権利を行使すること」を合意している必要があり、その場合「共同保有者」に該当する。したがって、法令上の権利の行使以外の株主としての一般的な行動についての合意に過ぎない場合には、基本的に「共同保有者」には該当しない、2)「他の投資家」との話し合い等において、各々の議決権行使の予定を伝え合い、それがたまたま一致したに過ぎないような状況では、基本的に「共同保有者」には該当しない、という見解が示されている。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（第 2 回）事務局資料」金融庁（平成 29 年 2 月 17 日 11 頁 <http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170217/01.pdf>, (2017.08.04)。

¹³⁵ 金融商品取引法第 27 条の 26、金融商品取引法施行令第 14 条の 8 の 2 第 2 項。株券等保有割合については基準日（原則として各月の第 2、第 4 月曜日、あるいは各月の 15 日及び末日）時点で 5%を超えた場合基準日から 5 営業日以内に報告書を提出する必要がある。基準日ベースで判断すればよいと、基準日以外のタイミングで 5%を一時的に超過（1%ポイント以上変動）しても、次の基準日までに 5%以下（1%ポイント未満）に戻れば、原則、大量保有報告書（変更報告書）の提出は不要。横山淳「集団エンゲージメントを巡る論点」大和総研（2017 年 8 月 9 日）15-16 頁 http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170809_012204.pdf, (2017.11.17)。

¹³⁶ 田中・前掲注（130）1 頁、3-4 頁。アセットオーナーの支持がないまま、アセットマネージャー同士が協調することのむずかしさを指摘する見解もある。宮島英昭ほか「企業統治制度改革のゆくえ（下）」商事 2046 号（2014）44 頁〔小口俊朗発言〕。「第四部日本編 第 5 章 2.1. スチュワードシップ・コードの枠組み、改訂版」参照。

¹³⁷ 規制と機関投資家の行動に関する指摘はアメリカにおいてもなされており、マーケットのルールに任せ規制を減らすことにより、機関投資家はより積極的な行動がとれる、と指摘されている。「第三部イギリス編第二章市場の構造」参照。Bernard S. Black & John C. Coffee, Jr., *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation*, 92 Mich. L. Rev. 1997, 2002 (1997); David William Roberts, *Agreement in Principle: A Compromise for Activist Shareholders from the UK Stewardship Code*, 48 Vand. J. Transnat'l L. 543, 558 (2015). また、田中が指摘するように、日本と異なりイギリスの大量保有報告における共同保有者は、「保有する議決権の共同行使を通じ、発行者の経営に対して継続して共通の方針を取ることを相互に義務付ける合意」をした場合に限定されている。田中・前掲注（130）7 頁。Financial Conduct Authority, *Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook*, (2017) DTR 5.2.1 (a), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf#search=%27Financial+Conduct+Authority%2C+Disclosure+Guidance+and+Transparency+Rules+sourcebook%2C+%282017>

团的エンゲージメントの実効性から、共同保有者に該当し得ない、という解釈論も展開されている¹³⁸。こうした解釈論から安定株主に対し集团的エンゲージメントの有益性を活かすことができるのか、次にイギリスから得られた示唆より検討する。

2.5 イギリスにおける機関投資家の集团的行動の関係

イギリスでは 1980 年代にはすでに機関投資家の集团的行動が確立していた。この集团的行動を支持したのは、ABI や NAPF といった各業種の親機関である自主規制機関であった。これらの親機関は、集団の統率、費用問題およびフリーライド問題の解決という側面から集团的行動を支持してきたが、自主規制機関がこの機能を果たさなくなったことが原因の一つとなり、徐々にイギリスにおいて集团的行動は行われなくなった。

イギリスの自主規制機関の役割の変更がイギリスの集团的行動の限界のひとつの要因であった点を考えると、日本版スチュワードシップ・コード改訂版に指針が設けられたところで、ABI のような自主規制機関無しに日本において集团的行動が活発に行われるのか、という疑問がある。集团的行動を統率する親機関がなければ、イギリスと同様にフリーライダー問題やコストの均等割りの問題を解決し、集団構成員の売り抜け行為等を回避するのは困難であり、何より集団の主催者に大きな負担となる。そもそも集団を形成する機関投資家同士は競争相手でもある。今回新設された集团的エンゲージメントは、イギリスと異なり集団を形成するのは同業種とは限らないことから、集団の形成・統率は当時のイギリスよりも、主催者に対して負担であり、自発的に主催者となる機関投資家がいるのか疑問がある。こうした点から、日本版スチュワードシップ・コードに新設され、集团的エンゲージメントを有益とした解釈論も展開されているにもかかわらず、日本の機関投資家が集団を形成できるかどうか疑問がある。

2.6 集团的エンゲージメントを有効にするために

集团的エンゲージメントが抑制されるのであれば、安定株主が存在する日本企業においては、機関投資家が活躍するのは困難であろう。また、そのような企業は、企業の持続的成長に貢献するメインストリームの長期投資家の理解を得る機会が減少し、長期的な観点からプラスの効果を得るのは難しい。企業が真に機関投資家とともに企業価値を高めようと

%27. なお、DTR 5.2.1 (a)は、Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004, Official J. of European Union, Article 10 (Acquisition or disposal of major proportions of voting rights) に由来する。ほかに、集团的エンゲージメントを行うにあたり、問題となり得る金融商品取引法上の諸論点について検討したものとして、谷口達哉「集团的エンゲージメントに関する金融商品取引法上の諸論点」商事 2158 号 (2108) 15 頁以下。

¹³⁸ 田中・前掲注 (130) 6-7 頁。例えば、「機関投資家が株主権を行使することはない以上、機関投資家が何らかの合意をしたとしても『共同の議決権行使の合意』をしたとは解し得ず、共同保有者には該当し得ない」という解釈。なお、解釈論の展開の詳細につき、同論文の 6 頁以下を参照されたい。

するのであれば、まず、いわゆる政策株式の保有について再考すべきである。また、集团的エンゲージメントを活かすには、スチュワードシップ・コードを改訂するだけでは十分ではなく、かつてイギリスで問題になった集団の統率に係る様々な問題を解決すべきである¹³⁹。

第一に、集团的エンゲージメントの直接的および間接的な費用の問題がある。直接的費用としては、集団でエンゲージメントを行うにあたって個別のエンゲージメントに比べ、費用に加え時間的なコストがかかる。また、常日頃、競争相手である機関投資家と集合体を形成しそれを維持していくには時間とともにリーダーシップが必要である。第二に、集団の主催者のリーダーシップの問題がある。イギリスでそのリーダーシップを担っていたのが、各業種の親機関に当たる自主規制機関であった。イギリスの集団的行動において、機関投資家たちが直面したのが集合体の統率であり、その集合体が大きくなるほど、投資先企業にとっての影響力は大きくなるが、集合体を統率する主催者の負担は大きくなった。機関投資家の集合体に対し、上層機関である自主規制機関であれば、そのような統率も可能であった。例えば、主催者は、投資先企業の機関投資家たちに参加を呼びかけ、各機関の幹部職員と相談の機会を持つ。また、集団行動を起こすにはある一定の資金が必要であるが、各機関には各機関の事情があり、参加する全ての機関が同金額の費用負担を容易に受け入れることは困難である。また、日ごろ競争相手である集団のメンバーが集団行動に必要とされるすべての情報を開示してくれるという保証はない。第三に、主催者の負担の問題がある。投資マネージャーたちが投資する銘柄は、当時のイギリスでは50・150銘柄であった。このような運用以外にも、報告書の作成や内部のミーティングに参加などの時間が必要であり、主催者となる投資マネージャーはこれらに加え、プラスアルファとして主催者の仕事を担う。繰り返しになるが、集団を形成するのは競争相手である機関投資家である。主催者となる投資マネージャーが主催者の仕事に従事している間に、主催者にフリーライドし、競争相手である投資マネージャーは優良株の選定を行っている可能性がある。第五に、売り抜け競争の問題がある。ある機関投資家がリーダーシップをとり集団株主行動を起こそうと他の機関投資家を誘うとき、その勧誘は「売り抜け競争（race to the exit）」を引き起こす可能性がある。主催者である投資マネージャーが集団のために時間を費やしている間に、対象企業の株式を売却してしまい、気が付いたら残ったのは主催者である投資マネージャーのみ、という状況が起こった。

大量保有報告制度等、集団形成を抑制する法規制との関係に関する解釈をさらに詳細に至るまで明確にするとともに、日本においても集团的エンゲージメントをスチュワードシップ・コードの改訂版において、集团的エンゲージメントを容認するだけでなく、このよ

¹³⁹ 本節のイギリスにおける集団的行動の問題点につき、「第三部イギリス編第四章 2 株主アクティビズム：株主の集団的行動」参照。

うなイギリスでの集团的行動における問題点から示唆を得、さらに考えられる問題点を洗い出し、解決策を講じる必要がある。機関投資家が集団を形成できるよう、当該コードの改訂とともに集团的行動の土台をまずは形成すべきである¹⁴⁰。

¹⁴⁰ なお、集团的エンゲージメントに対し日本の証券市場に台頭する海外投資家である、アメリカ最大の公的年金基金である CalPERS とイギリスの運用会社 3 社が、社外取締役の数を全体の 1/3 以上にするよう共同で要請し、応じない企業には 2017 年の株主総会で役員選任議案に原則反対票を投じることを決定した。「米英投資家が共同歩調―日本企業の総会 投票行動」日本経済新聞 2017 年 6 月 9 日朝刊 1 面。6 月現在、日経平均株価を構成する 225 社でこの条件を満たすのは約 4 割にとどまる。また、集团的エンゲージメントではないが、やはり海外の大手ヘッジファンドが日本企業の株式を 5%保有したことが報道され、海外投資家の今後の展開には目が離せない。「タカ派株主、日本に的一選択と集中」日本経済新聞 2017 年 9 月 14 日朝刊 18 面。「物言う株主」として知られるアメリカのヘッジファンド、エリオット・マネジメントが日立国際電気株を 5%保有。また、アメリカの大手議決権行使助言会社は、「業務を執行していない社外取締役が 6 社以上を兼務する場合、選任議案に反対推奨する」と公表し、別の助言会社は社外取締役の独立性をめぐり日本企業と見解が分かれた。「総会の焦点・④社外取締役―独立性巡り割れる見解」日本経済新聞 2017 年 6 月 9 日朝刊 19 面。

第六章 結語

本論文では、機関投資家がコーポレート・ガバナンスに関与する、すなわち効率性の観点からの監視を補完することは有効的・実効的なのかという研究課題に対して、比較法の観点から横断的に明らかにするために、4つの課題—機関投資家がモニタリング機能を補完する根拠、会社法上の機関投資家の行動に対する制限、受認者としての義務の履行、エンゲージメントに関する課題—の解決策について論じてきた。

具体的には、第一に、一株主である機関投資家がコーポレート・ガバナンスに関与する根拠は、株主の権利行使であり、なおかつ受認者としての義務の履行であることを明らかにした。そのうえで、投資先企業のガバナンスに有効・有益に関与できるのは中長期的な投資を行う機関投資家であり、社外取締役等の内部者との協力のもと効率性の観点からの監視を補完する。また、社外取締役は効率性のみならず利益相反性の観点からの監視も行うが、機関投資家がガバナンスへの関与を期待されるまではメインバンクが内部者としてモニターの役割を担っていたという点を論じた。

第二に、一株主である機関投資家には会社法上、権利はあるが出資義務以外の義務はない。だからと言ってあらゆる行動が容認されるわけではなく、会社全体の利益という目的の下、行き過ぎた行動は権利の濫用として制限され、なおかつステークホルダーとの関係においても制限されることを論じた。特に、少数株主の保護に関して、株主相互間の信認義務を認めるべきかは、重要な論点となる。過半数の株式保有率あるいは会社の経営に対する実質的な支配が認められるとき、そのような株主は支配株主とみなされ、少数株主に対する経営判断原則を伴った信認義務を課すことが支配株主の少数株主への専横を阻止する法的な歯止めとなるという点から、支配株主から少数株主への信認義務を認めるべきである、と論じた。一方、支配株主に至らない場合、投資先企業に対する提案等に関する株主の過度の萎縮、株式の流動性への負の影響等から、また企業において支配株主が認められない場合は、そもそも少数株主に対する考慮が必要ではないことから支配株主以外の株主の信認義務は認められない、と論じた。

第三に、複雑な構造を持つ機関投資家の受認者の義務の確実な履行にはそれを免責する仕組みが不可欠である。本論文では、アメリカから示唆を得た **safe harbor** 条項の適用の可能性を指摘し、さらに中長期的な投資という観点から受認者の義務である受益者の最善の利益と企業の持続的成長は合致することを明らかにした。

最後に、機関投資家の行動の基礎となる企業とのエンゲージメントに関して指摘を行った。まず、エンゲージメントにおける法規制による企業の萎縮は情報の非対称性を拡大し、

機関投資家の効率性の観点からの監視のみならず受認者としての義務の履行を妨げることから、これを回避すべく、FD ルールの解釈論を展開した。次に、安定株主との関係の観点から実効的な集团的エンゲージメントの課題についてイギリスから得た示唆から解決すべき点を指摘した。

4つの課題に対する解決策を得るなかから、次の2つの重要な施策を指摘することができる。第一に、法規制が機関投資家に対して義務の履行を要請できないのであれば、何らかの責任を課し、逆に、法規制が行動に一定の制限を課するのであれば、免責に関する規制を織り込み、両者のバランスを取ることで、機関投資家に **accountability** を促す¹⁴¹という施策である¹⁴²。第二に、コーポレート・ガバナンスの強化はコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードといった2つのコードを成立させるだけでは十分ではなく、各コードが既存の法規制とどのような補完関係にあるのかを明らかにすることで、機関投資家が企業に有効に関与できるような基盤を作るという施策である。

法規制が、システムとしてコーポレート・ガバナンスが経路依存的 (**path-dependence**) 発展を遂げていることを念頭に、機関投資家の行動に対して、義務と免責のバランスのとれた基盤を提供することで、機関投資家は、社外取締役等と協力し合い、企業のガバナンスにおいて有効的・実効的な役割を果たし、株主の権利かつ受認者としての義務から投資先企業のガバナンスに貢献し、効率性の観点からの監視を補完することができる。

特に、2018年から施行されるFDルールをはじめエンゲージメントに関し論じるべき点がある。機関投資家にとって企業の萎縮および情報の非対称性の拡大は大きな問題である。機関投資家が取締役のモニタリング機能の一つである効率性の観点からの投資先企業の監視を補完するうえで、企業のインサイダーと大きく異なる点は圧倒的な情報量の差である。アウトサイダーである機関投資家がこの情報の非対称性を解決するには、エンゲージメントによるところが大きい。ところが、FDルールの成立により企業が萎縮し提供する情報量を削減すれば、機関投資家はモニタリング機能を補完することが困難になるだけでなく、資産の運用機関として受認者の義務の履行も困難になる。資産運用機関は資産保有者のために行動するという排他的目的を持ち、資産保有者の資産の増加には投資先企業からの投

¹⁴¹ 機関投資家の **accountability** は、例えば、エンゲージメントにおいて投資先企業に対し効率性の観点から行う経営戦略等の助言や提案に対して、どのような根拠に基づき、なぜそのような助言を行うと判断したのかに加え、妥当な結果が導き出せなかった場合にその理由を企業に対して納得させることができるような説明を行うことと言えよう。

¹⁴² 機関投資家の助言の結果、妥当な結果が得られなかった理由として機関投資家の戦略に対する判断や見積もりの甘さだけではなく、気候などの自然に関する要因、社会情勢、それ等を原因とした外国為替相場の乱効果など、判断を下した時には想定することができなかった外部的要因も考えられる。川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋ほか編『企業の健全確保と取締役の責任』(1997) 28, 35-36 頁 注 (76)、参照。川濱は Eisenberg を引用して、モニタリングの趣旨を説明する。See Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis* 165 (Little Brown, 1976).

資リターンの最大化が不可欠である。投資リターンの最大化の有力な手段は投資先企業の経営の改善であり、このために資産運用者は効率性の観点からの監視を補完する。ここで、監視すなわちモニタリングに必要となる投資先企業の情報は、エンゲージメントに大きく依存するにもかかわらず、企業の萎縮により情報の提供量が減少すれば、効率性の観点からの監視を補完することが困難になる。これは、すなわち、投資リターンを回収するために適切な提案や助言を行うことが困難になることを意味し、ひいては受託者としての義務の履行に支障をきたす。

情報開示後の非対称性の拡大は、機関投資家の投資リターンを大きく左右する。投資先企業がある機関投資家とのエンゲージメントにおける選択的情報の開示により、それを公開した場合、現在のシステムにおいては一瞬で株価が上下する¹⁴³。これを根拠に、後日、恣意的ではないにしろ事実とならなかった場合の影響を考慮し、エンゲージメントにおける機関投資家への情報の開示に対して企業が萎縮し消極的になる可能性がある。なぜなら、後日、情報が事実とならなかった場合、情報の公開が逆に投資家の保護とはならないからである。

情報の開示に対する企業の萎縮・消極性という問題に対し、一つの解決策として、エンゲージメントを非公開ではなく公開にすることが考えられる。しかし、エンゲージメントの主要な利点の一つは非公開による費用負担の削減であることから鑑みると、この選択は困難である。二つ目の選択として、エンゲージメントそのものをやめ、例えば、アクティビズムに戻る、という選択もあり得る。しかし、エンゲージメントが 1990 年代以降アメリカで盛んになった理由は、企業および機関投資家の双方がエンゲージメントに利を見出したからである。すなわち、企業側は、中長期的投資を行う主要株主の意見が経営の改善に有益である、と考えるようになり、中長期的な機関投資家もまた、エンゲージメントが運用手法として不可欠であるとの認識を持つようになったためである。スチュワードシップ・コードといったエンゲージメントに関するソフトローが存在しないアメリカにおいてでさえこのような傾向があることから、スチュワードシップ・コードが存在する日本においてはなおさらエンゲージメントは不可欠である。また、今後有効的なエンゲージメントを日本において進めるためには、イギリスの Greenlight 社の事件に倣い、現在証券市場の主要なプレーヤーとなりつつある海外投資家への適切な対応に留意すべきである。

¹⁴³ Kevin S. Haeberle & Todd M. Henderson, *Information-Dissemination Law: The Regulation of How Market-Moving Information Is Revealed*, 101 Cornell L. Rev. 1373, 1405-1406, 1417 (2016). 今日では、株式売買の取引はコンピュータによる頻度の高い株式取引 (high-frequency trading) に取って代わられたため、とその理由を説明する。「第二部アメリカ編 6.5 Reg. FD の問題点と機関投資家の行動に与える影響」参照。

今後、日本の企業は海外とのビジネスを進める中で、益々グローバルなルールに影響を受け、その中で会社法も世界の様々なルールを採用していくことになるであろう。企業ガバナンス構造はその他の経済的な仕組みと補完関係にあり、代表的な企業ガバナンス構造を形成するには、株式市場をはじめ、企業の組織構造、雇用構造など、他の制度も性格を変えることによって初めてそれが可能となる¹⁴⁴。各国の企業ガバナンスのシステムは、経路依存的（path-dependence）発展を遂げているのであるから、会社法も日本の他のシステムと補完関係になるよう、今後、グローバルなルールを「日本化」しながら採用していくことが重要である。

例えば、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードに関しても、両コードを輸入するだけではなく、いかにして他の仕組みと補完関係を保つかが重要である。イギリスでは、FRC はスチュワードシップ・コードに関しては、機関投資家にコードが定着することを目指し、コードの改訂ではなく、スチュワードシップ・コードを採用する機関投資家等を Tiering（格付け）するように方向転換を図った¹⁴⁵。FRC の Tiering の見習うべき点は単に Tier に当てはめる、あるいは一定期間ごとに与えられた Tier を見直すだけにとどまらず、Tier からの削除、すなわちスチュワードシップ・コードの受容れを表明しても、内容が乏しければ受容れ表明機関のリストに掲載されない、と明言した点である¹⁴⁶。2016 年 11 月に事前通告をした通りに、2017 年 8 月、FRC は運用会社の Tier 3 のカテゴリーそのものを格付けから削除することを公表している¹⁴⁷。日本においても両コードを定

¹⁴⁴ 「第四部日本編 第二章 4.3 メインバンクの役割」参照。

¹⁴⁵ FRC の Tiering につき、「第三部イギリス編第六章 2.2.2 スチュワードシップ・コード（2012）の特徴」参照。

¹⁴⁶ 今後、FRC はこの格付け自体が適切であるかどうかも含めスチュワードシップ・コードに関する見直しを行い、2018 年に公表する予定である。Financial Reporting Council (FRC), *FRC removes Tier 3 categorisation for Stewardship Code signatories* (3 Aug. 2017) <https://www.frc.org.uk/news/august-2017/frc-removes-tier-3-categorisation-for-stewardship> (2017.09.17).

¹⁴⁷ *Ibid.* 2015 年 12 月、FRC は各投資家等のスチュワードシップ活動に関する報告書を評価することを公表につき、Financial Reporting Council (FRC), *FRC promotes improved reporting by signatories to the Stewardship Code* (14 Dec. 2015) <https://www.frc.org.uk/news/december-2015/frc-promotes-improved-reporting-by-signatories-to>, (2017.09.17). 格付けまでに一定の期間を設けて各機関投資家たちに改善する猶予を与え、約 1 年後の 2016 年 11 月に格付けを発表につき、Financial Reporting Council (FRC), *Tiering of signatories to the stewardship Code* (14 Nov. 2016) <https://www.frc.org.uk/news/november-2016/tiering-of-signatories-to-the-stewardship-code>, (2017.09.17). 3 段階に格付けされたのはアセットマネージャーのみで、アセットオーナーおよびサービス提供機関の格付けは 2 段階の格付けであった。また格付け (Tier) の評価内容は、Tier 1: スチュワードシップに対するアプローチ、および必要に応じ代替のアプローチの説明はともに質が高く透明性がある、Tier 2: 期待される水準にほとんどが達しているがスチュワードシップへのアプローチに対し透明性に欠ける、あるいはコードの原則を遵守しない場合の説明に欠ける、Tier 3: スチュワードシップに対するアプローチには大幅な改善が必要であり、より透明性が求められる。レポート内容を改善するための過程に欠け、その内容は一般的であり、コードを遵守しない場合の説明が全くないあるいは非常に貧弱である。また、2016 年の公表においては約 300 の機関がサインアップしていたが、そのうち 120 を超える機関が Tier 1 に格付けされた。

着させるべく、日本の条件に合ったコードのメンテナンスが必要である¹⁴⁸。このようなグローバルスタンダードに法制度を合わせていくことは、それぞれの国ごとの制約があり、一筋縄では行かない。EU 各国が EU 指令 にそれぞれの法制度に合致するよう整備するのに苦労しているように、2 つのコードを我が国の法制度と合致するように法整備が不可欠である。

イギリスで採用された **Tiering** は日本においても有効である。**Tiering** されることにより、機関投資家に対する評価が可視化され、**Tiering** による機関投資家のリスト化は専門家のみならず一般の投資家にとってもわかりやすいことから、機関投資家の行動に対し、発行体のみならず市場からのモニタリングを可能にする。さらに、単に機関投資家に監視という圧力によって行動を規律させるのではなく、**Tiering** そのものが機関投資家のより良き監視者としての行動に対するインセンティブになる。**Tiering** を採用するのであれば、金融庁から機能を分離させた機関、例えば独立行政法人のような機関を設立し、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードをはじめとするコーポレート・ガバナンスに特化した専門機関にまずは **Tiering** を一任するのが良いであろう¹⁴⁹。FRC の機能に日本の

¹⁴⁸ 宍戸善一「モニタリング・ボード再考—内部ガバナンスと外部ガバナンスの補完性の観点から」江頭憲治郎先生古希記念『企業法の進路』（2017）239-241 頁、参照。宍戸は次のように指摘する。企業のガバナンス構造はその他の経済的な仕組みと補完関係にあり、特定の国における企業ガバナンスのシステムは、その国のおかれた条件に依存して形成された経路依存的現象（path-dependence）である。例えば、取締役会の構造一つをとっても、アメリカにおいて外部ガバナンスの強いモニタリング・ボードが定着したのも、日本において内部ガバナンスを行う潜在的能力が高いマネジメント・ボードが定着したのも、法制度、社会規範、株式市場、労働市場等の外部環境が補完的に作用した経路依存的現象である。それぞれの国の特徴として例えば、アメリカでは、1) 労働市場の流動性が高く、雇用保護法制も弱いため従業員の転職率は高く、従業員が長期的な利益の観点から企業価値最大化を望むということはあまり考えられない、2) 株式所有構造のうえで、機関投資家の保有比率が高く、株主利益最大化を目指すことが社会規範として受け入れられている、3) 会社法では取締役会優先主義をとっており、独立取締役が少なくとも過半数を占める、というような環境の下で、経営者の解任権限をてこに株主利益最大化の観点から CEO をモニタリングする、というような特徴がある。それに引き換え日本では、内部ガバナンスの範囲が格段に広く、かつ機能が強力である。例えば、外部労働市場の流動性が低く、雇用保護法制が強力であり、いわゆる終身雇用で従業員を守ることが経営者の最大の任務であると考えられてきた。会社構成員の長期的なコミットメントと CEO の内部昇進により内部のガバナンスは機能していたのに対し、外部ガバナンスは脆弱であり、長い間メインバンクによるモニタリングが続いていたが、倒産の危険がない経営状態が続いている限り、メインバンクは債権者の利益の観点から、内部ガバナンスに介入しなかった、という特徴がある。また、笠原は、日本版スチュワードシップ・コードを策定した当時、有識者検討会では、イギリスのスチュワードシップ・コードの直輸入ではなく、日本の実情に応じたバランスのとれたコード策定を目指していた、と指摘する。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 2029 号（2014）60 頁。

¹⁴⁹ 現在、発行体の格付けを行う格付け機関（credit rating agencies）のような株式会社ではなく独立行政法人のような機関から始めることを勧める理由は、例えば以下のアメリカにおける報告等を考慮し、格付けに対して発行体や機関投資家の影響を受けることのない公正、公平さを求めるからである。例えば、アメリカにおける格付けの過程に格付け機関の大株主の影響を懸念する報告につき、Simi Kedia et al., *Large shareholders and credit ratings*, 124 J. of Fin. Econ. 632 (2017). 格付け機関の一つである Moody's は NYSE に上場をしているが、2001 年から 2010 年にかけて Berkshire Hathaway と Davis Selected Advisors が Moody's の株式の 23.5%保有し大株主であった。これら的大株主が投資していた機関が発行した債券に対する Moody's の格付けが、別の格付け機関である Standard and Poor's (S&P) や Fitch の格

条件に合った機能を追加するとすれば、一般投資家の情報の非対称性を克服するために、機関投資家に関するニュースの提供は検討の価値がある。提供されるニュースは機関投資家の行動に対する単なる事実の提供にとどめ、ニュースに関する判断はあくまで投資家に任せることで、公平・公正な機関が Tiering やこのようなニュースを提供するという信頼が担保される。例えば、ある機関投資家がグリーンメーラー的な行動を行うのであれば、少数株主の保護はこのような情報提供によってむしろ可能となるであろう¹⁵⁰。

今日においては、取締役会に求められるモニタリング機能のうち効率性の観点からの監視には、機関投資家の存在が有効であるという見解が複数ある¹⁵¹。本論文は機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの関与に関し、機関投資家の行動が有益となるよう、その前提となる仕組みづくりについて主要な問題点から論じた。一方、すべての問題を解決できたわけではない。残された課題として、モニタリングにおける効用の最大化と株主利益最大化との関係に関し法と経済学、実証研究における経済学、経営学などの分野の研究も重要である。また、今後、ETI 投資 (Economically Targeted Investments) や ESG (Environmental, Social, Governance) 投資¹⁵²といった観点からの検討も重要であると考え。これらの分野や観点を通して、多角的な視点から機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割についてさらに研究を進めていきたい。

付けに比べ、非常に高く格付けされていた。また、S&P は親会社である McGraw-Hill に対しより良い格付けを行っているという事実が判明したという報告もある。さらに、格付け機関への手数料を投資家が払っている場合に比べ、発行体が払っている場合のほうがより高い格付けが与えられていたという報告につき、John (Xuefeng) Jiang, Does it matter who pays for bond ratings? Historical evidence, 105 J. of Fin. Econ. 607 (2012). Jiang らは格付け機関への手数料に関連し、投資家ではなく発行者が手数料を払っている場合、その発行機関に対して高い格付けが行われることを実証研究から報告する。

¹⁵⁰ 近年、経営者は従来よりも株主の意向を意識し始めたといわれ、その結果、経営が短期志向に、あるいは大衆迎合的になるというリスクもあるという指摘もある。このような指摘についても市場からの監視は有効であると考え。当該指摘につき、石綿学「十字路・株主権復活の予兆」日本経済新聞 2017 年 6 月 29 日朝刊 5 面。

¹⁵¹ 機関投資家の存在が有効であるという見解につき例えば、岩原紳作『商事法論集 I 会社法論集』(2016) 71 頁、宮島英昭「多様化する日本企業の統治構造—高まる機関投資家への期待とガバナンス評価の試み」RIETI 独立行政法人経済産業研究所 (2003) <http://www.rieti.go.jp/jp/papers/journal/0307/rr01.html>, (2017.08.20)、宍戸善一「大株主の権利行使」ジュリ 1050 号 (1994) 142 頁以下。岩原は、企業を厳しく監視し、時に経営にも発言する機関投資家等の株主の存在が、モニタリングモデルを可能にすると指摘し、宮島は機関投資家の受託者としての責任をその根拠の一つとして挙げる(「第四部日本編第二章 4.4 メインバンク制度を補完するもの」参照)。また、宍戸は、資本多数決の枠内にて機関投資家が効率性の観点からの監視を行うと指摘する(「第四部日本編第三章 3.株主の権利—機関投資家との関連から」参照)。ほかに、株主利益の観点から、取締役はただ単に独立しているだけでなく責任を負うべきであり、機関投資家に支持された、技術と時間に加え株主の代わりに経営陣のパフォーマンスを監視するインセンティブを持った専門的な取締役を、投資家のポートフォリオの企業の取締役として選任するという提案につき、Ronald J. Gilson and Reiner Kraakman, *Reinvesting the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 Stan. L. Rev. 863 (1991). See Alfred F. Conard, *A Behavioral Analysis of Directors' Liability for negligence*, 1972 Duke L.J. 895, 916-919 (1972).

¹⁵² 「第二部アメリカ編」で述べたように、DOL は ETI 投資を ERISA 法の fiduciary duty に反するものではない、と公表した。See Federal Register, Interpretive Bulletin 2015-01, F.R. vol.80 No.206, 65135-65137 (Oct. 26, 2015).

参考文献

日本語文献

- 相澤哲＝岩崎友彦「会社法総則・株式会社の設立」商事 1738 号（2005） 11 頁。
- 相澤哲＝郡谷大輔「新会社法の開設（1）会社法制の現代化に伴う実質改正の概要と基本的な考え方」商事 1737 号（2005） 11 頁。
- 青木昌彦『比較制度分析序説—経済システムの進化と多元性』（講談社学術文庫、2008）。
（Masahiko Aoki, Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity: Competitiveness in Japan, the USA, and the Transitional Economies 64 (Stacey Jehlik trans., Oxford University Press, 2000) (1995).)
- 青竹正一『会社法コンメンタール 7—機関（1）§§295-347』[岩原紳作編]（商事法務、2013） 98 頁。
- 荒谷裕子「株主権の濫用」判タ 917 号（1996） 30 頁。
- イギリス会社法制研究会編『イギリス会社法—解説と条文—』（成文堂、2017）。
- 新山雄三「株式会社法の基本的性格と法としての任務—株式会社法はなにゆえに強行法規の体系として存在してきたのか」永井和之ほか編『会社法学の省察』（中央経済社、2012） 1 頁。
- 石井輝久「株主総会決議の瑕疵」田中耕太郎編『株式会社報講座（第三巻）』（有斐閣、1956） 939 頁。
- 石垣修一『年金資産運営のためのエリサ法ガイド』（東洋経済新聞社、2003）。
- 石田眞得「投資顧問契約と投資一任契約」『金融商品取引法の理論と実務』河本一郎＝龍田節編（経済法令研究会、2007） 90 頁。
- 石田猛行「2017 年 ISS 議決権行使助言方針と背景にある考え方」商事 2126 号（2017） 4 頁。
- 石本尚「日本企業の株式保有構造の変遷と制度的背景」ファイナンス：財務省広報誌 51 巻 5 号（2015） 74 頁。
- 石野広治「我が国生保会社の 90 年代以降の資産運用動向」生命保険経営 70 巻 6 号（2002） 65 頁。
- 石山卓磨「英国会社における取締役の義務規定の改革—取締役の注意・技量・勤勉義務を中心として—」石山卓磨ほか編『酒巻俊雄先生古希記念 21 世紀の企業法則』（商事法務、2003） 81 頁。
- 伊勢田道仁「株主提案権の行使と権利の濫用」セレクト 2015 II（2016） 18 頁。
- 井出正介『アメリカのポートフォリオ革命』（日本経済新聞社、1986）。
- 伊藤秀史「現代の経済学における株主利益最大化の原則」商事 1535 号（1999） 5 頁。
- 伊藤靖史「子会社の少数株主の保護」森本滋編『企業結合法の総合的研究』（商事法務、2009）。
- 伊藤靖史「差別的行使条件付新株予約権の無償割当て」ジュリ 205 号（2011） 202 頁。
- 稲葉威雄ほか「会社法の改正—理論を中心として」ジュリ 747 号（1981） 46 頁。
- 稲葉威雄『改正会社法』（金融財政事情研究会、1982）。

稲葉威雄「平成 26 年会社法改正を考える」法時 86 巻 11 号（2014 年）66 頁。

依馬直義「機関投資家による議決権行使の状況」商事 2116 号（2016）31 頁。

岩田合同法律事務所「株主提案権の侵害を認めた上で株主に対する取締役の損害賠償責任を肯定した第一審判決を取り消して当該損害賠償責任を否定した事例（HOYA 株主提案権侵害控訴事件）」商事 2079 号（2015）76 頁。

岩原紳作「株主総会決議を争う訴訟の構造（9・完）」法学協会雑誌 97 巻 8 号（1980）1073 頁。

岩原紳作「総論—会社法性見直しの経緯と意義」ジュリ 1439 号（2012）15 頁。

岩原紳作『商事法論集 I 会社法論集』（商事法務、2016）。

岩間陽一郎「資産運用業界の役割と責任—コーポレートガバナンスの強化に向けて—」証券アナリストジャーナル 11 月号（2015）16 頁。

上田亮子「スチュワードシップ・コードについての研究—投資連鎖における価値向上の観点からの制度分析」千葉商科大学（2014）47 頁。

上田亮子「2016 年株主総会の課題—株主は今何を望んでいるのか」ビジネス法務 3 月号（2016）14 頁。

上野直子「2017 年グラス・ルイス議決権行使助言方針と日本のコーポレート・ガバナンス改革」商事 2126 号（2017）19 頁。

鵜瀬恵子「持ち株会社解禁に係る独占禁止法改正の概要」ジュリ 1123 号（1997）9 頁。

上妻義直「英国 2006 年会社法における CSR 情報の開示規定」會計、第 173 巻第 6 号（2008）869 頁。

江頭憲治郎『新版 注釈会社法（5）—株式会社の期間（1） §§230 の 10-253』〔上柳克郎ほか編〕（有斐閣、1986）19 頁。

江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣、1995）。

江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』（有斐閣、第 4 版、2005）。

江頭憲治郎『逐条解説会社法 第 1 巻—総則・設立 §§1-103』〔酒巻俊雄＝瀧田節編〕（中央経済社、2008）12 頁。

江頭憲治郎「序論」『会社法コンメンタール 1—総則・設立（1） §§1-24, §§25-31』〔江頭憲治郎編〕（商事法務、2008）3 頁。

江頭憲治郎ほか編『旧法令集—平成改正版』（有斐閣、2012）。

江頭憲治郎「上場会社の株主」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、2013）3 頁。

江頭憲治郎「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法時 86 巻 11 号（2014 年）60 頁。

江頭憲治郎『株式会社法』（有斐閣、第 6 版、2015）。

江口高顕「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割—日本における新しい投資像構築を目指して」商事 2109 号（2016）24 頁。

江口高顕「第 2 章 エンゲージメントの時代における機関投資家の役割—スチュワードシップとコンプライ・オア・エクスプレインを巡って」宍戸善一＝後藤元編『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』（商事法務、2016）43 頁。

- 遠藤浩『民法（１）総則』〔遠藤浩ほか編〕（有斐閣、第４版増補改訂３版、2004）。
- 遠藤美光「９ 金融業と経済法」日本経済法学会編『経済法の理論と展開（経済法講座１）』（三省堂、2002）170 頁。
- 大崎禎和「英国における機関投資家と上場企業のエンゲージメント（対話）」公益財団法人資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言—』（財経詳報社、2013）290 頁。
- 大崎禎和「第３章フェア・ディスクロージャー・ルールは何をもたらすか」宍戸善一＝後藤元『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』（商事法務、2016）75 頁。
- 大崎禎和「骨子が固まったフェア・ディスクロージャー・ルール」Financial markets 金融市場 1 月号（2017）6 頁。
- 大杉謙一「大規模第三者割当増資」岩原紳作＝小松岳志『会社法施行 5 年理論と実務の現状と課題』ジュリスト増刊（2011）81 頁。
- 大杉謙一「会社は誰のものか—株主利益最大化と短期主義批判、会社の社会的責任（CSR）に関する覚書」落合誠一先生古希記念『商事法の新しい礎石』（有斐閣、2014）1 頁。
- 大杉謙一ほか「座談会 コーポレート・ガバナンスの潮流と上場企業の課題（上）」商事 2100 号（2016）13 頁。
- 大杉謙一ほか「座談会 コーポレート・ガバナンスの潮流と上場企業の課題（下）」商事 2101 号（2016）34 頁。
- 大隅健一郎『会社法の諸問題』（有信堂高文社、新版、1983）。
- 大隅健一郎ほか『新会社法概説』（有斐閣、第２版、2010）。
- 大隅健一郎＝今井宏『会社法論 上巻』（有斐閣、第三版、1991）。
- 大隅健一郎＝今井宏『会社法論 中巻』（有斐閣、第三版、1992）。
- 大塚章男「スクイーズアウトにおける『事業目的基準』の有用性」筑波ロー・ジャーナル 2 号（2007）21 頁。
- 大塚章男「少数株主の締め出しと株主平等に関する一考察（上）」商事 1878 号（2009）31 頁。
- 大塚章男「少数株主の締め出しと株主平等に関する一考察（下）」商事 1879 号（2009）24 頁。
- 大塚章男「コーポレート・ガバナンスにおける今日的課題—権限集中と利益調整原理—」筑波 10 号（2011）51 頁。
- 大塚章男「コーポレートガバナンスの規範的検討：日本型モデルの機能的分析へ」慶應法学 28 号（2014）50 頁。
- 大塚章男「イギリス 2006 年会社法における取締役の責任—会社の成功促進義務を中心として—」国際商事法務 42 巻 3 号（2014）359 頁。
- 大塚和成「株主提案権を侵害されたという株主の会社および取締役に対する損害賠償請求を一部理由があるとして一部認容した第一審判決が、控訴審において、当該株主提案権の行使は権利濫用に当たることを理由に取り消された事例（上告・上告受理申立て）（東京高判平成 27・519 金判 1473 号 26 頁）」銀法 21 798 号（2016）100 頁。

- 鴻常夫ほか「会社法改正要綱をめぐって—第二回」ジュリ 737 号 (1981) 106 頁。
- 鴻常夫ほか『株主総会 改正会社法セミナー (2)』(有斐閣、1984)。
- 大橋弘「70 年目を迎えた競争政策の評価と課題: 経済学の観点」公取 801 号 (2017) 13 頁。
- 大森健吾「銀行等の保有株式の買取りと処分の動向—買取り期限の延長を受けて—」国立国会図書館調査と情報 November 934 (2017.1.19) 6 頁。
- 岡部光明『環境変化と日本の金融』(日本評論社、1999)。
- 岡部光明『株式持合と日本経済システム』(慶応義塾大学出版会、2002)。
- 岡本直之「財政投融资の改革について—『日金運用部資金法等の一部を改正する法律』について—」ファイナンス 2000 年 6 月号 (2000) 2 頁。
- 荻野昭一「導入されるフェア・ディスクロージャー規制」ARES 不動産証券化ジャーナル 37 号 (2017) 118 頁。
- 奥乃真弓「機関投資家とアクティビズム—アメリカの企業年金基金、公的年金基金を中心に—」国際商事法務 44 巻 8 号 (2016) 1191 頁。
- 奥乃真弓「イギリス機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割」国際商事法務 45 巻 8 号 (2017) 1154 頁。
- 小佐野広=堀敬一「第 1 章『メイン寄せ』による規律付けと実証分析」宮島英昭編『日本の企業統治』(東洋経済新報社、2011) 73 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」岩原紳作ほか編『会社・金融・法 (上巻)』(商事法務、2013) 187 頁。
- 落合誠一「企業の目的」岩村正彦ほか編『現代の法 (7)』(岩波書店、1998) 3 頁。
- 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 2029 号 (2014) 59 頁。
- 笠原基和=木村祐基「機関投資家と投資先企業との『対話』の充実にむけて」法時 86 巻 3 号 (2014) 18 頁。
- 春日俊介「機関投資家の受託者責任と議決権行使の関係」金融庁金融研究センター (2014 年 7 月) 5 頁、<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2014/03.pdf> (2017.12.31)。
- 加藤貴仁『株主間の議決権配分』(商事法務、2007)。
- 加藤貴仁『企業結合法制に関する調査研究報告書』(商事法務、2010)。
- 加藤貴仁『会社法コンメンタール 7—機関 (1) §§295-347』[岩原紳作編] (商事法務、2013) 126 頁。
- 加藤貴仁「支配株主と少数派株主のエージェンシー問題に関する覚書—社外取締役などにどこまで期待できるのか?—」東京大学法科大学院ローレビュー 11 巻 (2016) 222 頁。
- 川合弘造「独占禁止法施行 70 周年—70 年の評価と今後の期的な課題—」公取 801 号 (2017) 19 頁。
- 川内克忠『経営参加と会社法—イギリスにおける一展開—』(同文館出版、1981)。
- 川島いづみ「イギリス会社法における取締役の注意義務」比較法学 41 巻 1 号 (2007) 1 頁。

川島いづみ＝中村信男「イギリス 2006 年会社法（1）」比較法学 41 巻 2 号（2008）362 頁。

川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋ほか編『企業の健全確保と取締役の責任』（有斐閣、1997）3 頁。

川濱昇「米国における銀行及び銀行持ち株会社保有規制について」公正取引 610 号（2001）9 頁。

川濱昇「銀行の株式保有規制と銀行の健全性」ジュリ 1240 号（2003）2 頁。

河村賢治『金融商品取引法コンメンタール 2—業規制 §§28-66 の 49』（神田秀樹ほか編）（商事法務、2014）216 頁。

川村力「III 取締役の説明義務」法教 421 号（2015）18 頁。

川村正幸「改正商法によるコーポレート・ガバナンス改革」企業会計 54 巻 3 号（2002 年）338 頁。

川村正幸「会社法大改正の経緯と意義」金判 1160 号（2003 年）4 頁。

川村正幸『逐条解説会社法 第 1 巻—総則・設立 §§1-103』（酒巻俊雄＝瀧田節編）（中央経済社、2008）34 頁。

神崎克郎ほか著『金融商品取引法』（青林書院、2012）。

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 2030 号（2014）11 頁。

神作裕之「第 3 章 日本版スチュワードシップ・コードと資本市場」神作裕之＝資本市場研究会『企業法制の将来展望』（資本市場研究会、2015）104 頁。

神作裕之「コーポレートガバナンス・コードの法制的検討—比較法制の観点から—」商事 2068 号（2015）13 頁。

神作裕之「ダブルコード適用下のコーポレートガバナンスにかかわる制度面の動向」商事 2101 号（2016）4 頁。

神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードの規範性について」江頭憲治郎先生古希記念『企業法の進路』（有斐閣、2017）1005 頁。

神作裕之「フェアディスクロージャー制度の導入とスチュワードシップ活動」商事 2135 号（2017）17 頁。

神作裕之「フェアディスクロージャー・ルールにおける『公正』の意義」法教 2016 号（2017）1 頁。

神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整（3）」法協 98 巻 10 号（1981）1296 頁。

神田秀樹「合併と利害調整の基準—アメリカ法」鴻常夫先生還暦記念『八十年代商事法の諸相』（有斐閣、1985）331 頁。

神田秀樹「金融制度改革と独禁政策」公正取引 512 号（1993）4 頁。

神田秀樹「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」フィナンシャル・レビュー 56 号（2001）98 頁。

神田秀樹「コーポレートガバナンス・コードについて」監査 642 号（2015）4 頁。

神田秀樹「総括に代えて」商事 2137 号（2017）39 頁。

岸井大太郎ほか『経済法—独占禁止法と競争政策』（有斐閣、第 3 版補訂、2001）。

北沢正啓『会社法』（青林書院、第6版、2001）。

木下信行編『解説 改正銀行法』（日本経済新聞社、1999）。

木村真生子「公開買付勧誘目的の株主名簿閲覧請求」ジュリ 1462 号（2014）108 頁。

木村真生子「公開買付けにおける敵対的買収者による株主名簿閲覧請求権の行使」筑波ロー・ジャーナル 17 号（2014）37 頁。

清野訟一ほか「社内規定の整備—平成 26 年改正会社法・CG コード等を受けて」別冊商事法務〔水川聡編〕422 号（2017）3 頁。

久保田光昭「会計帳簿・書類閲覧謄写権の行使方法」ジュリ 944 号（1989）137 頁。

久保田光昭「帳簿・書類閲覧権に関する立法論的考察—その実効性確保のために—」石田満先生還暦記念論文集『商法・保険法の現代的課題』（文眞堂、1992）171 頁。

久保田光昭『会社法コンメンタール 10—計算等（1） §§431-444』（江頭憲治郎＝弥永真生編）（商事法務、2011）129 頁。

倉橋雄作＝日本シェアホルダーサービス「2016 年株主総会機関投資家対応」別冊商事法務 407 号（2016）198 頁。

黒沼悦郎「アメリカにおける株主総会に関する規整—デラウェア州法を中心として—」商事 1584 号（2001）9 頁。

黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂、第2版（一部補訂）、2006）。

コーポレート・プラクティス・パートナーズ「上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの現状分析〔平成 27 年版〕」別冊商事法務 398 号（2015）152 頁。

小島孝『新版 注釈会社法（5）—株式会社の機関（1） §§230 の 10-253』（上柳克郎ほか編）（有斐閣、1986）382 頁。

小立敬「金融商品取引法案のポイント」資本市場クォーターリーSpring（2006）43 頁。

小西池雄三「機関投資家による議決権行使結果の状況と臨時報告書から見た株主総会」商事 2081 号（2015）27 頁。

小林史治「株主提案権とその権利の濫用—東京高判平成 27 年 5 月 19 日の検討—」商事 2079 号（2015）43 頁。

小山嘉昭『詳解 銀行法【全訂版】』（金融財政事情研究会、2012）。

近藤光男『会社支配と株主の権利』（有斐閣、1993）。

近藤光男「対立と対話の株主総会—『2007 年版株主総会白書』を読んで—」商事 1820 号（2007）4 頁。

近藤光男『株主と会社役員をめぐる法的課題』（有斐閣、2016）。後藤元「取締役の債権者に対する義務と責任をめぐるアメリカ法の展開」金融研究 7 月号（2010）123 頁、154 頁。

斎藤達弘「アメリカの公的年金基金のアクティビズム」証券経済研究 5 号（1997）143 頁。

酒巻俊之『逐条解説会社法 第9巻—外国会社・雑則・罰則 §§817-979』（酒巻俊雄＝瀧田節編）（中央経済社、2016）121 頁。

坂本三郎『一問一答 平成 26 年改正会社法』（商事法務、第2版、2015）。

- 佐賀卓雄「第 1 章 証券市場の歴史」日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場 2016 年版』（日本証券経済研究所、2016）2 頁。
- 佐久間巖「米国労働省の「1974 年従業員退職所得保障法に関する解釈通達」29CFR Part2509 [解釈通達 94-2]」年金レビュー1999 年 7 月号（1999）14 頁。
- 笹倉淳史「キャドベリー報告書とその展開—開示内容を中心として—」産業経理 56 巻 3 号（1996）59 頁。
- 佐藤勤「議決権行使助言会社に対する規制とその在り方」南山法学 36 巻 3・4 号（2013）203 頁。
- 佐藤淑子「わが国における IR/SR の諸課題とフェアディスクロージャー」商事 2135 号（2017）31 頁。
- 実方正雄「少数株主権の濫用」末川先生古希記念論文集刊行委員会『末川先生古希記念 権利の濫用（中）』（有斐閣、1962）150 頁。
- 実方謙二『独占禁止法』（有斐閣、第 3 版、1995）。
- 澤口実「株主提案権の今」資料商事 340 号（2012）18 頁。
- 澤口実ほか「コーポレートガバナンス・コードへの対応に向けた考え方〔I〕」商事 2066 号（2015）4 頁。
- 澤口実ほか「コーポレートガバナンス・コードへの対応に向けた考え方〔II〕」商事 2067 号（2015）61 頁。
- 澤口実ほか「コーポレートガバナンス・コードへの対応に向けた考え方〔III〕」商事 2068 号（2015）42 頁。
- 澤口実ほか「TOPIX100 構成銘柄企業のコーポレートガバナンス・コード対応の傾向：ガバナンス報告書の開示事項を中心に」商事 2100 号（2016）21 頁。
- 三瓶裕喜「わが国における建設的対話における諸論点」商事 2136 号（2017）42 頁。
- 宍戸善一「大株主の権利行使」ジュリ 1050 号（1994）142 頁。
- 宍戸善一「モニタリング・ボード再考—内部ガバナンスと外部ガバナンスの補完性の観点から」江頭憲治郎先生古希記念『企業法の進路』（有斐閣、2017）231 頁。
- 志谷匡史『逐条解説会社法 第 2 巻—株式（1）§§104-187』（酒巻俊雄＝龍田節編）（中央経済社、2008）204 頁。
- 品谷篤哉『論点体系 会社法 6 組織再編 II、外国会社、雑則、罰則 §§803-979』（江頭憲治郎＝中村直人編）（第一法規株式会社、2012）152 頁。
- 四宮和夫＝能見義久『民法総則』（弘文堂、第 8 版、2010）
- 柴田和史「取締役および大株主の情報開示義務（一）」法曹時報 55 巻 1 号（2003）1 頁。
- 柴田和史「株主総会をめぐる諸相と敵対的企業買収防衛策」商事 1753 号（2005）4 頁。
- 自由民主党法務部会商法に関する小委員会「資料 1 コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子」商事 1468 号（1997）27 頁。
- 証券取引法研究会国際部会訳編『コーポレート・ガバナンス：アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究』（日本証券経済研究所、1994）。
- 商事法務研究会編「株主総会白書 2007 年版」商事 1817 号（2007）3 頁。

商事法務研究会編「株主総会白書 2008 年版」商事 1850 号（2008）3 頁。
 商事法務研究会編「株主総会白書 2009 年版」商事 1883 号（2009）3 頁。
 商事法務研究会編「株主総会白書 2010 年版」商事 1916 号（2010）3 頁。
 商事法務研究会編「株主総会白書 2011 年版」商事 1949 号（2011）3 頁。
 商事法務研究会編「株主総会白書 2012 年版」商事 1983 号（2012）3 頁。
 商事法務研究会編「株主総会白書 2013 年版」商事 2016 号（2013）3 頁。
 商事法務研究会編「株主総会白書 2014 年版」商事 2051 号（2014）3 頁。
 商事法務研究会編「株主総会白書 2015 年版」商事 2085 号（2015）3 頁。
 商事法務研究会編「株主総会白書 2016 年版」商事 2118 号（2016）3 頁。
 白井正和「信託を用いた株式の議決権と経済的な持分の分離」神作裕之編『商事法・法人法の観点から見た信託』（トラスト 60、2014）93 頁。
 白井正和「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」商事 2109 号（2016）34 頁。
 白井正和「買取防衛策としての新株予約権の無償割当ての差止め」飯田秀聡ほか著『会社法判例の読み方—判例分析の第一歩』（有斐閣、2017）106 頁。
 白石忠志『独占禁止法』（有斐閣、第 3 版、2016）。
 管久修一ほか「平成 14 年独占禁止法改正の概要と背景」管久修一＝小林渉編『平成 14 年改正独占禁止法の解説』（商事法務、2002）3 頁。
 菅原周一「日本株式市場のリスクプレミアム」証券アナリストジャーナル 50 巻 6 号（2012）63 頁。
 関孝哉「英国コーポレート・ガバナンスの展開（下）ロナルド・ハンペル卿に聞く」取締役の法務 78 号（2000）54 頁。
 鈴木竹雄＝石井照久『改正株式会社法解説』（日本評論者、1950）。
 鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法』（有斐閣、第三版、1994）。
 鈴木裕「ISS とは何者か 機関投資家の主体性を失わせる議決権行使助言会社の独占」エコノミスト 93 巻 29 号（2015）44 頁。
 首藤恵「アングロアメリカン型企業統治と機関投資家の役割—米国型と英国型の比較—」中央大学経済學論纂 41 巻 3・4 合併号（2000）129 頁。
 関孝哉「英国コーポレート・ガバナンスの国際性とハンペル中間報告書」商事 1471 号（1997）23 頁。
 関孝哉「英国コーポレート・ガバナンスの展開（上）エイドリアン・キャドバリー卿に聞く」取締役の法務 75 号（2000）38 頁。
 関孝哉「英国コーポレート・ガバナンスの展開（中）リチャード・グリーンブリー卿に聞く」取締役の法務 76 号（2000）63 頁。
 関孝哉「英国コーポレート・ガバナンスの展開（下）ロナルド・ハンペル卿に聞く」取締役の法務 78 号（2000）54 頁。
 関孝哉「英国スチュワードシップ・コードが示す論点」監査役 619 号（2013）11 頁。

- 高木康衣「株主提案権の行使が権利濫用とされた事例」熊法 11 号（2016）49 頁。
- 高崎亨「英国企業年金政策の展開」保険学雑誌 604 号（2009）125 頁。
- 高田源清「株主の誠実義務」大隅健一郎編『竹田先生古希記念 商法の諸問題』（有斐閣、1947）121 頁。
- 高橋英治「親子会社法制の展開に向けて」永井和之ほか編『企業法学の省察』（中央経済社、2012）450 頁。
- 高橋英治『ドイツと日本における株式会社法の改革：コーポレート・ガバナンスと企業結合法制』（商事法務、2007）。
- 高橋英治「わが国会社法額の課題としての株主平等原則」商事 1860 号（2009）4 頁。
- 高橋英治「取締役等の説明義務の限界」浜田道代＝岩原紳作編『新・法律学の争点シリーズ 5 会社法の争点』ジュリスト増刊（有斐閣、2009）110 頁。
- 高橋均「新しい株主総会のあり方に向けてー『2014 年版株主総会白書』を読んでー」商事 2054 号（2014）4 頁。
- 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。
- 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）27 頁。
- 高橋真弓「ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード」自由と正義 67 巻 7 号（2016）41 頁。
- 滝川靖「スチュワードベーカーの変身ー資本戦争下の受難者たちー5」エコノミスト 45 巻 38 号（1967）70 頁。
- 武井一浩「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流（上）ーウルフパック戦術（群狼戦術）と金融商品取引法ー」商事 1840 号（2008）74 頁。
- 武井一浩「株主提案権の重要性と適正行使」商事 1973 号（2012）52 頁。
- 武井一浩「フェアディスクロージャーを踏まえた実務対応上の諸論点」商事 2137 号（2017）32 頁。
- 竹内昭夫ほか「経済界からみた会社機関改正試案の問題点」商事 836 号（1979）540 頁。
- 竹内昭夫『改正会社法解説』（有斐閣、新版、1981）。
- 龍田節「資本多数の濫用とドイツ法（一）」法学論叢 68 巻 1 号（1960）69 頁。
- 龍田節ほか「V 株主の総会招集権と提案権」リチャード・W・ジェニングズ＝北沢正啓編『アメリカと日本の会社法』（商事法務研究会、1965）122 頁。
- 龍田節＝前田雅弘『会社法大要』（有斐閣、第 2 版、2017）。
- 田中誠二『新会社法論（上）』（勁草書房、1951）。
- 田中誠二『再全訂 会社法詳論（上巻）』（勁草書房、1982）。
- 田中亘「ブルドックソース事件の法的検討（上）」商事 1809 号（2007）4 頁。
- 田中亘「ブルドックソース事件の法的検討（下）」商事 1810 号（2007）15 頁。
- 田中亘「IV 機関」落合誠一編『会社法 Visual Materials』（有斐閣、2011）55 頁。

- 田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、2012）。
- 田中亘「コーポレート・ガバナンスの観点から見た日本版スチュワードシップ・コード」信託フォーラム 1 号（2014） 35 頁。
- 田中亘「日本版スチュワードシップ・コードの検討—機関投資家の役割についてのアンビヴァレントな見方」監査役 629 号（2014） 66 頁。
- 田中亘『会社法』（東京大学出版会、2016）。
- 田中亘「集团的エンゲージメントと法規制—大量保有報告制度の『共同保有者』概念を中心に」ディスクロージャー&IR 2 巻 8 月号（2017） 1 頁。
- 田邊真敏「会社法の強行法規性と株主権の放棄—英国・ドイツ・オランダの比較法的考察—」修道 32 巻 1 号（2009） 430 頁。
- 谷口達哉「集团的エンゲージメントに関する金融商品取引法上の諸論点」商事 2158 号（2018） 15 頁。
- 田原泰雅ほか「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告の概要」商事 2105 号（2015） 4 頁。
- 辻正雄「金融商品会計基準の適用と企業業績への影響（3）」早稲田商学第 426 号（2010） 223 頁。
- 出口正義「株主の誠実義務（一）」商學討究 33 巻 1 号（1982） 46 頁。
- 土田和博「独占禁止法 70 年—日本型競争法の特徴と課題—」公取 801 号（2017） 4 頁。
- 出口正義「株主提案権と少数株主による株主総会の招集」浜田道代＝岩原紳作編『新・法律学の争点シリーズ 5 会社法の争点』ジュリスト増刊（有斐閣、2009） 108 頁。
- 投資信託協会『投資信託 50 年史；1：概況編』（日経出版販売、2002） 262 頁。
- 得津晶「既知事項質問に対する取締役の説明義務と議長の議事運営—東京スタイル決議取消訴訟事件」ジュリ 1312 号（2006） 164 頁。
- 徳本穰『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版会、2000）。
- 土浪修「年金基金と運用機関の『受託者責任』の分担—米国エリサ法・判例とわが国におけるあり方—」ニッセイ基礎研 report 74 号（2003） 14 頁。
- 鳥山恭一「フランス株式会社法における資本多数決原則の形成と展開—一株一議決権原則の再検討—」早法 59 巻 1・2・3 合併号（1984） 81 頁。
- 鳥山恭一「株主提案権の濫用 HOYA 株式会社事件」法セ 60 巻 12 号（2015） 113 頁。
- 中神康議「投資される経営、売買される経営」商事 2136 号（2017） 34 頁。
- 中東正文「(1) §§743-774」森本滋編『会社法コンメンタール 17—組織変更、合併、会社分割、株式交換等』（商事法務、2010） 416 頁。
- 中村直人＝倉橋雄作『コーポレートガバナンス・コードの読み方・考え方』（商事法務、2015）。
- 中村信男ほか、イギリス会社法制研究会（代表者 川島いづみ）「イギリス 2006 年法（7）」比較法学 43 巻 3 号（2010） 269 頁。
- 中村信男＝菊田秀雄＝イギリス会社法制研究会（代表者 川島いづみ）「イギリス 2006 年法（5）」比較法学 43 巻 1 号（2009） 178 頁。

- 中村信男＝田中庸介＝イギリス会社法制研究会（代表者 川島いづみ）「イギリス 2006 年法（2）」比較法学 41 巻 3 号（2008）189 頁。
- 中山龍太郎「新株予約権を用いた資金調達」岩原紳作＝小松岳志編『会社法施行 5 年理論と実務の現状と課題』ジュリスト増刊（2011）89 頁。
- 南保勝美「ドイツにおける株主の誠実義務の理論」法律論叢 66 巻 6 号（1994）1 頁。
- 日本銀行金融研究所「『金融機関のグループ化に関する法律問題研究会』報告書」金融研究 24 巻法律特集号（2005）18 頁。
- 根岸哲＝舟田正之『独占禁止法概説』（有斐閣、第 5 版、2015）。
- 野崎彰「OECD コーポレート・ガバナンス原則改訂の動向」商事 2073 号（2015）4 頁。
- 野田博「コーポレート・ガバナンスにおける法と社会規範についての一考察」ソフトロー研究 1 号（2005）105 頁。
- 野村敦子「銀行の出資規制緩和をめぐる議論」JRI レビュー 2013 巻 2 号（2013）2 頁。
- 橋本基美「株式提案のガイドラインを示す米国 SEC 規則の改正」資本市場クォーターリー 2 巻 1 号（1998）142 頁。
- 橋本基美「運用機関の受託者責任—受託者責任研究会の議論と成果を踏まえて—」資本市場クォーターリー 4 巻 1 号（2000）282 頁、<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2000/2000sum19.pdf> (2017.12.31)。
- 八田進二＝橋本尚訳「英国キャドベリー委員会報告書『企業統治の財務的側面』—上—」駿河台経済論集 7 巻 1 号（1997）165 頁。
- 八田進二＝橋本尚訳「英国キャドベリー委員会報告書『企業統治の財務的側面』—下—」駿河台経済論集 7 巻 2 号（1998）243 頁。
- 八田進二＝橋本尚訳「英国ハンペル委員会報告書『コーポレート・ガバナンス規定』」駿河台経済論集 8 巻 2 号（1999）177 頁。
- 八田進二＝橋本尚訳「英国グリーンベリー委員会報告書『取締役の報酬』」駿河台経済論集 9 巻 1 号（1999）143 頁。
- 八田進二＝橋本尚『英国のコーポレート・ガバナンス』（白桃書房、2000）。
- 原弘明「株主提案権の侵害による会社および取締役の損害賠償責任が否定された事例」金判 1489 号（2016）2 頁。
- 春田祥策「第 2 章 社外取締役の活用による取締役会の監督機能の強化」小林秀之＝高橋均編『コーポレート・ガバナンスにおけるソフトローの役割』（中央経済社、2013）35 頁。
- 樋口範雄『アメリカ信託法ノート I』（弘文堂、2000）。
- 平野嘉秋『新しい企業会計制度』（大蔵財務協会、2003）。
- 平林英勝『独占禁止法の歴史（上）』（信山社、2012）。
- 平林英勝『独占禁止法の歴史（下）』（信山社、2016）。
- 広田真一＝宮島英昭「メインバンク介入型ガバナンスは変化したか？—1990 年代と石油ショック後との比較」現代ファイナンス 10 号（2001）35 頁。

- 広田真一「第2章 企業財務戦略と金融機関の関係」黒田晃生ほか著『企業財務戦略ビッグバン—コーポレート・ファイナンスの再構築』（東洋経済新報社、1998）37頁。
- 広田真一「銀行中心の金融システムは変化していくのか？—インタビュー結果を中心にした考察」早稲田商学 383号（1999）475頁。
- 広田真一「メインバンク関係の現状と将来—理論、アンケート、インタビューによる考察」早稲田商学 391号（2001）69頁。
- 藤川信夫「忠実義務と非業務執行取締役の考察」日法 80巻3号（2015）439頁。
- 藤田友敬「契約・組織の経済学と法律学」北法 52巻5号（2002）480頁。
- 船津浩司『金融商品取引法コンメンタール 2—業規制§§22-66の49』（神田秀樹ほか編）（商事法務、2014）391頁。
- 舟橋和幸編『独占禁止法による合併・株式保有規制の解説—新ガイドライン・規制事例・届出手段を中心にして』（別冊商事法務 169号、1995）。
- 別冊商事法務編集部編『ブルドックソース事件の法的検討—買収防衛策に関する裁判経過と意義—』（別冊商事法務 311号、2007）。
- 別府三郎「少数株主の保護について—西ドイツ新株式法を中心として—」鹿児島大学法学論集 5巻2号（1970）27頁。
- 別府三郎「大株主（または支配株主）の抑制法理（積極的義務）の展開（英米法に関連して）」鹿児島大学法学論集 14巻2号（1979）23頁。
- 別府三郎『大株主権力の抑制措置の研究』（嵯峨野書院、1992）。
- 前田重行「株主提案権について」北澤正啓先生還暦記念『現代株式会社法の課題』（有斐閣、1986）197頁。
- 前田重行『新版 注釈会社法（5）§§230の10-253』（上柳克郎ほか編）（有斐閣、1986）58頁。
- 前田庸『会社法入門』（有斐閣、第12版、2009）。
- 正井章作「株主提案権」鴻常夫ほか編『会社判例百選 第6版』（別冊ジュリスト 149号（1998）60頁）。
- 松井秀征『株主総会制度の基礎理論：なぜ株主総会は必要なのか』（有斐閣、2010）。
- 松井秀征「株主提案権の動向」ジュリ 1452号（2013）41頁。
- 松井秀征『会社法コンメンタール 7—機関（1）§§295-347』（岩原紳作編）（商事法務、2013）240頁。
- 松井秀征「株主提案権の行使と権利濫用」重判解 1492号（2016）99頁。
- 松尾健一「株主提案権制度の見直しの要否—近時の特徴的な行使事例を踏まえて」法時 86巻3号（2014）48頁。
- 松尾健一「II. イギリスにおける株主提案権制度」一般財団法人 比較法研究センター『株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書』
<http://www.moj.go.jp/content/001182033.pdf>, (2017.1.5), 51頁。
- 松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、第4版、2016）。

- 松中学「会計帳簿閲覧謄写請求権の要件」飯田秀聡ほか『会社法判例の読み方—判例分析の第一歩』（有斐閣、2017）344 頁。
- 松山遥ほか「座談会 改正会社法の成立と社外取締役（上）」ビジネス法務 14 巻 12 号（2014）41 頁。
- 三浦聡「2014 年商事法務展望 成長戦略と企業法制」商事 2021 号（2014）59 頁。
- 溝渕彰「受託機関としての生命保険会社とコーポレート・ガバナンス—米国における株主アクティビズムの動向を踏まえて—」生命保険論集 164 号（2008）35 頁。
- 溝渕彰「米国 ERISA における受託者の義務と年金加入者及び年金受給者の保護—エンフォースメントと救済の観点を中心に—」生命保険論集 182 号（2013）1 頁。
- 宮島英昭ほか「戦後日本企業の株式所有構造」フィナンシャル・レビュー 68 巻（2003）203 頁。
- 宮島英昭ほか「企業統治制度改革のゆくえ（上）」商事 2045 号（2014）6 頁。
- 宮島英昭ほか「企業統治制度改革のゆくえ（下）」商事 2046 号（2014）42 頁。
- 宮島英昭＝保田隆明「株式所有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—」フィナンシャル・レビュー 2015 巻 1 号（2015）3 頁。
- 宮島英昭「第 1 章 ポスト持ち合いにおける 2 つの課題—新たな長期株主とブロック株主」宍戸善一＝後藤元編『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』（商事法務、2016）17 頁。
- 三和裕美子「アメリカの年金基金と証券市場—コーポレート・ガバナンスに関連して—」証券経済学会年報 32 号（1997）341 頁。
- 三和裕美子「アメリカ機関投資家の資産運用とコーポレート・ガバナンス」経営學論集 71 巻（2001）118 頁。
- 三和裕美子「米国における機関投資家の株主アクティビズムの現状—ヘッジファンドによる株主アクティビズムを中心に—」証券アナリストジャーナル 47 巻 1 号（2009）17 頁。
- 森淳二郎「総則・設立（1）§§1-24, §§25-31」江頭憲治郎編『会社法コンメンタール 1』（商事法務、2008）321 頁。
- 森・濱田松本法律事務所『コードに対応したコーポレート・ガバナンス報告書の記載事例の分析〔平成 28 年版〕』（別冊商事法務 416 号、2017）。
- 森・濱田松本法律事務所『機関投資家の議決権行使方針及び結果の分析〔平成 29 年版〕』（別冊商事法務 423 号、2017）。
- 森田章「提案権による株主提案の範囲」上柳克郎＝川本一郎編『商事法の解釈と展望—上柳克郎先生還暦記念』（有斐閣、1984）56 頁。
- 森田章「株主権と取締役会の業務執行権」大証金融商品取引法研究会 1 号（2010）1 頁。
- 森田章「公開企業の取締役会権限の優越性—敵対的企業買収の防衛策を中心として」商事 1785 号（2006）20 頁。
- 森本滋「1 §§104-187」酒巻俊雄＝瀧田節編『逐条解説会社法 第 2 巻—株式』（中央経済社、2008）103 頁。
- 弥永真生「取締役の価格交渉義務」ジュリ 1422 号（2011）102 頁。

弥永真生「株主総会正常化と今後の課題第4回（下）—株主総会の活性化は必要か」資料商事 338号（2012）6頁。

弥永真生「株主提案権の行使と権利濫用」ジュリ 1486号（2015）2頁。

弥永真生『コンメンタール 会社法施行規則・電子公告規則』（商事法務、第2版、2015）。

柳川範之『法と企業行動の経済分析』（日本経済新聞社、2006）。

柳明昌「差別的議決権の理論的検討」法学 67巻6号（2004）65頁。

柳瀬典由「米国の企業年金制度における支払保証」文研論集 132号（2000）169頁。

山下友信「総会の権限—株主総会の機能」民商 85巻5号（1982）727頁。

山口幸五郎「(2) §§254-280」上柳克郎ほか編『新版 注釈会社法（6）—株式会社の機関』（有斐閣、1987）199頁。

由布志行「2014年商事法務展望 ディスクロージャー・企業会計等をめぐる動向」商事 2021号（2014）51頁。

油布志行ほか「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説〔I〕」商事 2062号（2015）47頁。

油布志行ほか「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説〔II〕」商事 2063号（2015）51頁。

油布志行ほか「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説〔III〕」商事 2064号（2015）35頁。

油布志行ほか「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説〔IV 完〕」商事 2065号（2015）46頁。

渡邊浩司「開示情報から見る コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」ビジネス法務 16巻7号（2016）95頁。

高福中「SSコード改訂と機関投資家への期待」商事 2137号（2017）62頁。

胥鵬「第9章 ブロドックは企業価値の番犬か」田中亘＝中林真幸編『企業統治の法と経済—比較制度分析の視点で見るガバナンス』（有斐閣、2015）241頁。

「企業のガバナンスと年金のガバナンス」ニッセイ年金ストラテジー99号（2004）4頁。

その他

- 飯田秀聡「米国 SEC 規則 10b-5 に関する最近の判例」、日本取引所グループ金融商品取引法研究会(2015年12月25日)、http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu00000111e9-att/20151225_2.pdf、(2017.08.30)。
- 岩井浩一「米国機関投資家によるエンゲージメント活動の実態」(2014)、<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2014/2014spr03web.pdf>、(2017.1.4)。
- 上田亮子「スチュワードシップ・コードについての研究—投資連鎖における価値向上の観点からの制度的分析—」(2013)、<http://doi.org/10.15086/00005090>、(2017.07.28)。
- 大蔵省「金融システム改革法について」金融庁、http://www.fsa.go.jp/p_mof/low/1f001.htm および http://www.fsa.go.jp/p_mof/low/1f001a1.htm、(2017.05.08)。
- 大崎禎和「持株会社設立の解禁と金融持株会社」野村資本市場研究所(1998)、<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/1998/1998win02.pdf>、(2017.05.23)。
- 大崎禎和「ブルドックソースによる買収防衛策の発動」野村資本市場研究所(2007)、<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2007/2007sum02.pdf>、(2018.2.18)。
- 大崎貞和「アメリカにおける投資ファンドの規制」東京大学法科大学院ローレビュー3 巻(2008)、<http://www.sllr.j.u-tokyo.ac.jp/03/papers/v03part10.pdf>、(2017.08.31)。
- 大崎貞和「英国スチュワードシップ・コードの運用実態について」野村総合研究所(2013)、<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/02.pdf>、(2017.03.15)。
- 大崎禎和「第3章 フェア・ディスクロージャー・ルールは何をもたらすか」宍戸善一＝後藤元編『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』(商事法務、2016) 91 頁
- 小野正昭「エリサ法の成立と展開」退職給付ビッグバン研究会 2009 年度年次総会(2009)、http://www.ier.hit.ac.jp/pie/stage2/Japanese/d_p/dp2009/dp449/text.pdf、(2016.08.26)。
- オリンパス株式会社「当社旧取締役に対する損賠償請求訴訟の判決に関するお知らせ」、<https://www.olympus.co.jp/ir/data/announcement/2017/contents/ir00005.pdf>、(2017.06.07)。
- 株式会社東京証券取引所ほか「平成 17 年度株式分布状況調査の調査結果について」日本取引所グループ、http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/tvdivq000000l5gp-att/distribute_h17b.pdf、(2017.05.08)。
- 株式会社東京証券取引所ほか「2014 年度株式分布状況調査の調査結果について」日本取引所グループ、<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000010nfj-att/bunpu2014.pdf>、(2017.05.08)。
- 株式会社東京証券取引所ほか「2015 年度株式分布状況調査結果の概要」日本取引所グループ、<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000001q8j8-att/report2015.pdf>、(2017.05.08)。
- 株式会社東京証券取引所ほか「2015 年度凡例」日本取引所グループ、<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000001q8j8-att/2015hanrei.pdf>、(2017.05.08)。

株式会社東京証券取引所ほか「2015 年度調査要綱」日本取引所グループ、
<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000001q8j8-att/2015tyosayoko.pdf>、(2017.05.08)。

株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況及び関連データ」
 (2015 年 9 月 24 日)、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20150924/04.pdf>、
 (2017.7.25)。

株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況 (2015 年 12 月末時点)」(2016 年 1 月 20 日)、<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/20160120-1.pdf>、(2017.7.25)。

株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況 (2016 年 12 月末時点)」(2017 年 1 月 16 日)、<http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu00000027kxe-att/nlsgeu00000027kzz.pdf>、(2017.7.25)。

株式会社東京証券取引所「上場会社と投資家の建設的な対話のベストプラクティス」(2017 年 1 月 23 日)、
http://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/seminar/management/tvdivq0000005pdc-att/20170123_lecture_report.pdf、(2017.11.19)。

株式会社東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2017」(2017 年 3 月)、
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/white-paper17.pdf>、
 (2017.07.26)。

企業年金連合会数理部数理課「企業年金の現況 (平成 29 年 7 月 1 日現在)」(平成 29 年 7 月 10 日)、
<https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/nenkin/files/genkyo.pdf>、(2017.07.31)。

金融審議会『ディスクロージャーワーキング・グループ』(第 3 回) 議事録」金融庁 (平成 28 年 2 月 19 日)、
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/gijiroku/20160219.html、(2017.08.02)。

金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告—建設的な対話の促進に向けて—」金融庁 (平成 28 年 4 月 18 日)、
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20160418-1/01.pdf、(2017.08.02)。

金融審議会 市場ワーキング・グループ「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告—投資家への公平・適時な情報開示の確保のために—」金融庁 (平成 28 年 12 月 7 日)、
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/03.pdf (2017.08.02)。

金融審議会金融分科会『我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ』報告の公表について」金融庁 (平成 21 年 6 月 17 日)、
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1.html、(2017.07.30)。

金融庁「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律要綱」、
http://www.fsa.go.jp/houan/153/hou153_01b.html、(2017.05.23)。

金融庁『スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議』、
<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/>、(2018.08.20)。

金融庁『金融審議会 (ディスクロージャーワーキング・グループ)』について (資料 2)」(平成 28 年 4 月)
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base_gijiroku.html、(2018.08.06)。

金融庁「コーポレートガバナンス・コード (原案) パブリックコメントの概要」、
<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/01.pdf>、(2017.07.21)。

金融庁「コーポレートガバナンス・コード（原案）主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答」、<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/02.pdf>、
（2017.07.21）。

金融庁「コーポレートガバナンス・コード（原案）主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答」、<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/03.pdf>、
（2017.07.21）。

金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第1回）資料3」、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20150924.html>、
（2017.08.05）。

金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第3回）議事録」、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20151124.html>、
（2017.07.24）。

金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第3回）配布資料2」、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20151124/07.pdf>、（2017.07.24）。

金融庁「スチュワードシップ・コード（改訂版）の確定について」（平成29年5月29日）、<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529.html>、（2017.08.05）。

金融庁「スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリストの公表について（平成28年12月27日更新）」、<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1.html>、
（2017.07.28）。

金融庁「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（平成26年2月26日）、<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20140227/06.pdf>、
（2017.07.31）。

金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議—機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方 企業の持続的な成長に向けた『建設的な対話』の充実のために 意見書（3）」（平成28年11月30日）、http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_3.pdf、（2017.07.31）。

金融庁「金融商品取引法第27条の36の規定に関する留意事項（フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン）」4頁、http://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20171024_13.pdf、（2017.12.07）。

金融庁「平成29年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等の公表について（平成29年10月24日）」、<http://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20171024.html#1>（2017.12.07）。

金融庁総務企画局「事務局説明資料（国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー）」（平成28年7月6日）、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160706/02.pdf、（2017.07.31）。

金融庁総務企画局企業開示課「スチュワードシップ・コード受入れ機関の取組み方針・活動内容の公表状況」金融庁（平成28年2月18日）、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20160218/02.pdf>、（2017.07.31）。

スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第8回）「フォローアップ会議 利益相反を巡るこれまでの議論（資料1）」（平成28年

6月1日)、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20160601/01.pdf>、(2017.10.25)。

経済産業省「『持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—』プロジェクト(伊藤レポート)最終報告書(平成26年8月)」、<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002.html>、(2017.08.06)。

公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構「米地方公務員年金に関する調査研究」、http://www.nensoken.or.jp/pastresearch/pdf/h26/H_26_02f.pdf、(2016.08.08)。

公正取引委員会「独占禁止法の概要」、<http://www.jftc.go.jp/dk/dkgaiyo/gaiyo.html>、(2017.05.20)。

厚生年金基金「厚生年金基金の資産運用に係る受託者 責任ガイドライン研究会報告書(平成9年3月31日)」、厚生労働省、<http://www1.mhlw.go.jp/shingi/s9703/s0331-1.html>、(2016.08.23)。

厚生労働省年金局長「『厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて』の一部改正について」(年発第0926第4号 平成24年9月26日)、<http://www.smtb.jp/business/pension/pamail/PEN-NEWS/120926gaidorainn.pdf>、(2017.12.31)。

厚生労働省年金局企業年金・個人年金課「『確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン』の見直し」、<http://www.mhlw.go.jp/file/06-Seisakujouhou-12500000-Nenkinkyoku/0000183798.pdf>、(2017.12.31)。

コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「『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低成長を促すために—」金融庁(平成19年5月29日)、<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>、(2017.07.24)。

コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「コーポレートガバナンス・コード原案—会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために—の確定について」金融庁(平成27年3月5日)、<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1.html>、(2017.07.21)。

三瓶裕喜＝大堀龍介「企業によるコーポレートガバナンス・コード対応への投資家への評価と期待」金融庁(スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(第3回)議事次第、資料3)、<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20151124/03.pdf>、(2017.07.26)。

証券取引等監視委員会事務局「説明資料」(平成24年7月31日)、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryoku/20120731/03.pdf、(2017.08.01)。

鈴木裕「買収防衛策は適法—伝家の宝刀の抜き方—」大和総研(2007年7月11日)、<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/esg/cg/07071102strategy.pdf>、(2018.2.18)。

第117回運用委員会「日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応について」GPIF(平成29年4月26日)、<http://www.gpif.go.jp/operation/committee/pdf/kanri02iinkai1172.pdf>、(2017.08.04)。

- 投資家フォーラム「政策保有株式に関する意見」（2015.09.11）、
<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20151124/07.pdf>、（2017.09.15）。
- 投資家フォーラム「投資家フォーラム 第 5 回会合 報告書（2016.05.25）」
<http://investorforum.jp/>、（2017.09.19）。
- 得津晶「株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点についての調査研究報告書」公益社団法人商事法務研究会（2013）、<http://www.moj.go.jp/content/000111182.pdf>、
（2016.08.17）。
- 日興リサーチセンター「日本のコーポレートガバナンスとスチュワードシップ活動に関する英国からの示唆」SMBC 日興証券グループ（2016 年 3 月）19 頁、<http://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/09/download20160331a.pdf>、（2017.07.31）。
- ニッセイ基礎研究所「公的年金積立金の自主運用について」ニッセイ年金ストラテジー2001 年 7 月号（2001）、http://www.nli-research.co.jp/files/topics/35663_ext_18_0.pdf、
（2017.05.10）。
- 日本銀行信用機構局（現「金融機構局」）金融市場局「ヘッジファンドを巡る最近の動向」（2005 年 7 月）、https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2005/data/ron0507b.pdf、
（2015.11.07）。
- 日本経済再生本部「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」（平成 25 年 6 月 14 日）、
http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf、（2017.07.30）。
- 日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第 2 回）の結果について」（平成 27 年 10 月実施分）、
http://www.jiaa.or.jp/osirase/pdf/steward_enq27.pdf、（2017.08.05）。
- 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「『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—の確定について 最終版の確定及びパブリックコメントの概要について」、
<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/01.pdf>、（2017.07.30）。
- 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（第 2 回）議事録」金融庁（平成 29 年 2 月 17 日）、
<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20170217.html>、（2017.08.04）。
- 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（第 2 回）事務局資料」金融庁（平成 29 年 2 月 17 日）4 頁、
<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170217/01.pdf>、（2017.08.04）。
- 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（第 4 回）議事録」金融庁（平成 25 年 11 月 27 日）、
<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20131127.html>、（2017.08.01）。
- 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「『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—」金融庁（平成 26 年 2 月 27 日）、<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>、（2017.07.28）。
- 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「『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—」金融庁（平成 29 年 5 月 29 日）、

- <http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>、(2017.07.31)、
<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/02.pdf>、(2017.07.31)。
- 年金積立金管理運用独立行政法人、<http://www.gpif.go.jp/about/history.html>、(2017.05.10)。
- 野村資本市場研究所「米国における機関投資家の投資先企業に対するエンゲージメントのあり方に関する調査」(2013)、
<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20131127/09.pdf>、(2016.12.12)。
- 野村ホールディングス株式会社「第108回定時株主総会(平成24年6月27日(水)開催)招集ご通知」、<http://www.nomuraholdings.com/jp/investor/shm/2012/data/report108.pdf>、(2017.08.17)。
- 橋本基美「運用機関の受託者責任—受託者責任研究会の議論と成果を踏まえて—」野村総合研究所資本市場研究室、資本市場クォーターリー夏号(2000)1頁、5頁、
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2000/2000sum19.pdf>、(2017.12.31)。
- 濱口大輔「株式市場の構造改革(安定株主体制の縮減)の必要性和共同(集团的)エンゲージメント体制創設の提案」日本投資顧問業協会 拡大版コーポレートガバナンス研究会(平成28年9月27日)、http://www.jiaa.or.jp/cg_society/pdf/coo280927.pdf、(2017.10.02)。
- 広田真一「日本のメインバンク関係：モニタリングからリスクヘッジへ」独立行政法人経済産業研究所(2009)、<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/09j023.pdf>、(2017.05.08)。
- 藤川信夫「第3章 米国における企業統治の現状と課題」末永敏和＝藤川信夫『コーポレート・ガバナンスの世界的動向—欧米、中国・韓国における法制度を中心とする最近の展開ならびに「会社法性の現代化に関する要綱試案」の動向—』経済経営研究25巻3号(2004)、19-20頁、日本政策投資銀行設備投資研究所、http://www.dbj.jp/ricf/pdf/research/DBJ_EconomicsToday_25_03.pdf、(2016.08.26)。
- 平成11年1月22日企業会計審議会「企業会計基準第10号金融商品に関する会計基準」企業会計基準委員会、
<https://www.asb.or.jp/jp/wp-content/uploads/fv-kaiji.pdf>、(2017.05.09)。
- 法務省「法務省だより あかれんが」vol.47(2014)、<http://www.moj.go.jp/KANBOU/KOHOSHI/no47/2.html>、(2017.06.20)。
- 松尾健一「II. イギリスにおける株主提案権制度」一般財団法人 比較法研究センター『株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書』、
<http://www.moj.go.jp/content/001182033.pdf>、(2017.1.5)。
- 宮島英昭＝保田隆明「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか—内外機関投資家の銘柄選択分析を中心として—」金融庁金融研究センター(2012)、
<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2011/11.pdf>、(2017.05.08)。
- 宮島英昭「多様化する日本企業の統治構造—高まる機関投資家への期待とガバナンス評価の試み」RIETI 独立行政法人経済産業研究所(2003)、<http://www.rieti.go.jp/jp/papers/journal/0307/rr01.html>、(2017.08.20)。

宮島英昭＝新田敬祐「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・『復活』と海外投資家の役割」RIETI 独立行政法人経済産業研究所（2011）、<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/11j011.pdf>、（2017.05.08）。

目指すべき市場経済システムに関する専門調査会「目指すべき市場経済システム」（平成25年11月1日）、<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/houkoku.pdf>、（2017.07.30）。

油布志行＝浜田宰「『コーポレートガバナンス・コード原案』の概要及び同原案における海事関係の規律」、<http://www.fsa.go.jp/frtc/kikou/20150518-1.pdf>、（2017.07.22）（「週刊経営財務 3212 号 2015 年 5 月 18 日号」掲載。）

横山淳「いまさら人に聞けないインサイダー規制の Q&A」大和総研（2012 年 6 月 20 日）、<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/securities/12062001securities.pdf>、（2017.07.31）。

横山淳「日本版スチュワードシップ・コードと金融商品取引法」大和総研（2014 年 4 月 17 日）、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140417_008441.pdf、（2017.07.31）。

横山淳「CG コード開示の動向 1 政策保有株式に関する方針等の現況」大和総研（2016 年 3 月 25 日）、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20160325_010757.pdf、（2017.07.27）。

横山淳「フェア・ディスクロージャーの論点」大和総研（2017 年 2 月 23 日）、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170223_011751.pdf、（2017.07.31）。

横山淳「フェア・ディスクロージャー・ルールの導入」大和総研（2017 年 6 月 8 日）、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170608_012052.pdf、（2017.07.31）。

横山淳「集団エンゲージメントを巡る論点」大和総研（2017 年 8 月 9 日）、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170809_012204.pdf、（2017.11.17）。

横山淳「（詳細版）フェア・ディスクロージャー細則案」大和総研（2017 年 11 月 14 日）、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20171114_012449.pdf、（2017.12.07）。

Glass Lewis「JAPAN 2017 年度版 議決権行使助言方針」（2017）、http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/02/Guidelines_Japan_Japanese.pdf、（2017.08.04）。

GPIF「投資原則・行動規範（4）株式投資においては、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。」、http://www.gpif.go.jp/about/philosophy_chap04.html、（2017.08.04）。

Institutional Shareholder Services (ISS)「ISS 議決権行使助言方針（ポリシー）改定に関する日本語でのオープンコメントの募集について（2015.10.26）」、<https://www.issgovernance.com/file/policy/japan-comment-period.pdf>、（2017.07.29）。

Institutional Shareholder Services (ISS) 「Japan Proxy Voting Guidelines 2017 年版日本向け議決権行使助言基準 (2017 年 2 月 1 日施行)」、<https://www.issgovernance.com/file/policy/2017-japan-voting-guidelines-japanese.pdf>、(2017.07.29)。

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD (2016)) 「G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則」、OECD Publishing, Paris、http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd_9789264250659-ja、(2017.08.20)。

「『確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン』の見直し」、<http://www.mhlw.go.jp/file/06-Seisakujouhou-12500000-Nenkinkyoku/0000183798.pdf>、(2017.12.31)。

英語文献

- Loch Adamson, *German Leader Stakes A Position In The Growing Debate About Disclosure*, Institutional Investor, Mar., 2007.
- Sardar Ahmad et al., *Does Governance make a difference to corporate performance in the financial crisis? UK Evidence*, in Brit. Acct. & Fin. Ass'n Ann. Conf. (2016).
- Sardar Ahmad et al., *Non-compliance, board structures and the performance of financial firms during crisis: UK Evidence*, in Risk in Financial Markets and Institutions: New challenges, New solutions (International Finance and Banking Society, 2016).
- Christina Ahmadjian, *Foreign Investors and Corporate Governance in Japan*, in Corporate Governance in Japan – Institutional Change and Organizational Diversity, 125 (Masahiko Aoki, Gregory Jackson, and Hideaki Miyajima eds., Oxford University Press, 2007).
- Joseph W. Aidlin, *The Constitutionality of the 1942 Price Control Act*, 30 Cal. L. Rev. 648, (1942).
- American Bar Association, Model Business Corporation Act: Official Text with Official Comment and Statutory Cross-References Revised through 2002 (American Bar Association. Committee on Corporate Laws., 2002).
- American Law Institute, Restatement of the law third, trusts: prudent investor rule (American Law Institute Publishers, 1992).
- American Law Institute, 2 Principles of Corporate Governance Analysis and Recommendations IX (American Law Institute Publishers, 1994).
- Masahiko Aoki et al., *The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview*, in The Japanese Main bank System - Its Relevance for Developing and Transforming Economics, 3 (Masahiko Aoki & Huh Patrick eds., Oxford University Press, 1994). (白鳥正喜訳「第1章 日本のメインバンク・システム：概観」青木昌彦＝ヒュー・パトリック編『日本のメインバンク・システム』(東洋経済新報社、1996) 15 頁。)
- Masahiko Aoki, *Monitoring Characteristics of the Main Bank System*, in The Japanese Main bank System - Its Relevance for Developing and Transforming Economics, 109 (Masahiko Aoki & Huh Patrick eds., Oxford University Press, 1994) (白鳥正喜訳「第4章 メインバンク・システムのモニタリング機能としての特徴」青木昌彦＝ヒュー・パトリック編『日本のメインバンク・システム』(東洋経済新報社、1996) 129 頁。)
- Masahiko Aoki, Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity: Competitiveness in Japan, the USA, and the Transitional Economies (Stacey Jehlik trans., Oxford University Press, 2000) (1995); (青木昌彦『比較制度分析序説—経済システムの進化と多元性』(講談社学術文庫、2008) 131-132 頁)。
- Jennifer Arlen & Eric Talley, *Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice*, 152 U. Pa. L. Rev. 577 (2003).
- John Armour & Brian R. Cheffins, *The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds*, ECGI - L. Working Paper No. 136/2009 (2009).
- John Armour et al., Principles of Financial Regulation (Oxford University Press, 2016).

- Bruce E., Aronson, *What Can We Learn from U.S. Corporate Governance? A Critical Analysis*, 2 U. of Tokyo J.L. & Pol. 47-48 (2005), <https://ssrn.com/abstract=920865>.
- Kenneth J. Arrow, *The Limits of Organization* (W.W. Norton, 1974).
- R.E. Artus, *Tension to Continue*, in *Creative Tension?* 12 (National Assn. of Pension Funds, Ltd., 1990) also available in *Creative Tension? 25 years go* 91 (London Stock Exchange Group, 2016).
- The Association of Investment Trust Companies, the Office of Fair Trading, the Department of Trade & Industry, & the Trades Union Congress, *Evidence from the Association of British Insurers, Papers prepared for the Inquiry into Corporate Takeovers in the United Kingdom No.4*, Hume Occasional Paper 18 (The David Hume Inst., 1990), <http://www.davidhumeinstitute.com/wp-content/uploads/1990/01/HOP-18-Evidence-from-the-Association-of-British-Insurers-Bannock-et-al-1.pdf>.
- Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics* (Foundation Press, 2002).
- Stephan M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U.L. Rev. 547 (2003).
- Stephen M. Bainbridge, *Response to Increasing Shareholder Power: Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 Harv. L. Rev. 1735 (2006).
- Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice* (Oxford University Press, 2008).
- Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law* (Found. Press, 2nd ed. 2009).
- Stephen M. Bainbridge, *Corporate Governance after the Financial Crisis* (Oxford University Press, 2012).
- Stephen M. Bainbridge, *Insider Trading Law and Policy* (Found. Press, 3rd ed. 2014).
- Stephen M. Bainbridge, *Preserving director primacy by managing shareholder interventions*, in *Research Handbook on Shareholder Power* 231 (Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas eds., Edward Elgar Pub., 2015).
- Douglas G. Baird & M. Todd Henderson, *Other People's Money*, 60 Stan. L. Rev. 1309 (2008).
- Lucian A. Bebchuk & Jasse M. Fried, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, 2004).
- Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 U. Pa. L. Rev. 1271 (2017).
- Lucian A. Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 Stan. L. Rev. 127 (1999).
- Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 Harv. L. Rev. 833 (2005).
- Lucian A. Bebchuk, *Response to Increasing Shareholder Power: Reply: Letting Shareholders Set the Rules*, 119 Harv. L. Rev. 1784 (2006).
- Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 Va. L. Rev. 675 (2007).
- Lucian A. Bebchuk, *The Myth That Insulating Boards serves Long-Term Value*, 113 Colum. L. Rev. 1637 (2013).

- Lucian A. Bebchuk et al., *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 Colum. L. Rev. 1085 (2015)
- Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, *The modern corporation and private property* (Mcmillan, 1932).
- Emerson H. Beier, *Terminations of Pension Plans: 11 Years' Experience*, 90 Monthly Lab. Rev. 26 (1967).
- Adolf A. Berle, Jr., *The 20th Century Capitalist Revolution* (Harcourt, Brace & World Inc, 1954).
- Sanjai Bhagat & Bernard Black, *The Non-Correlation between Board independence and Long-term Firm performance*, 27 J. Corp. L. 231 (2002).
- John Birds, *The Reform of Directors' Duties*, in *The Reform of United Kingdom Company Law* (John de Lacy ed., Cavendish, 2002).
- Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 Mich. L. Rev. 520 (1990).
- Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. Rev. 811 (1992).
- Bernard S. Black & John C. Coffee, Jr., *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation*, 92 Mich. L. Rev. 1997 (1997).
- Bernard S. Black, *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, in 3 *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* 459 (Peter Newman ed., Palgrave Macmillan, 1998).
- Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 Va. L. Rev. 247 (1999).
- Ray G. Blakey & Gladys C. Blakey, *The Federal Revenue Act of 1942*, 36 Ame. Pol. Sci. Rev. 1069 (1942).
- Nicholas Bourne, *Bourne on Company Law* (Routledge, 7th ed. 2016).
- William W. Bratton, *Enron and the Dark Side of shareholder Value*, 76 Tul. L. Rev. 1275 (2002).
- William W. Bratton, *Hedge Funds and Governance Targets*, 95 Geo. L. J. 1375 (2007).
- Alon Brav et al., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, 63 J. Fin. 1729 (2008).
- James A Brickley & Christopher M .James, *The Takeover Market, Corporate board Composition, and ownership Structure: The Case of Banking*, 30 J. L. & Econ. 161 (1987).
- Victor Brudney, *The Independent Director-Heavenly City or Potemkin Village?*, 95 Harv. L. Rev. 597 (1982).
- Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, *A Restatement of Corporate Freezeouts*, 87 Yale. L. J. 1354 (1978).
- Victor Brudney, *Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations*, 71 Cal. L. Rev. 1072 (1983).
- John Buchanan et al., *Agency Theory in Practice: a Qualitative Study of Hedge Fund Activism in Japan*, 22 Corp. Governance: An Int'l Rev. 296 (2014).

- Andreas Cahn & David C. Donald, *Comparative Company Law: Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA* (Cambridge University Press, 2010).
- Serdar Çelik & Mats Isaksson, *Institutional investors and ownership engagement*, 2013 OECD J.: Fin. Mkt. Trends 93 (2014).
- CFA Institute Center for Financial Market Integrity, *The Corporate Governance of Listed Companies, Manual for Investors* (2nd ed. 2009) <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2009.n12.1>. (邦訳として CFA 協会（金融市場規範センター）『上場企業のコーポレート・ガバナンス投資家のためのマニュアル』（第 2 版、2009） https://www.cfasociety.org/japan/publications/CG%20Manual_V2%20JA.pdf, (2017.03.28)。)
- Nihel Chabrak & Russell Craig, *Student imaginings, cognitive dissonance and critical thinking*, 24 *Critical perspectives on Accounting* 91 (2013).
- Jonathan Charkham, *Corporate Governance and the Market for companies: Aspects of the Shareholders' Role*, Bank of Eng. Discussion Paper No.44 (1989).
- Jonathan P. Charkhan, *Keeping Better Company: Corporate Governance Ten Years On* (Oxford University Press, 2nd ed. 2005).
- Brian R. Cheffins, *Company Law: Theory, Structure, and Operation* (Oxford University Press, 2000).
- Brian R. Cheffins, *'Offensive' Shareholder Activism, in Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Chapter 11 (Brian R. Cheffins, Oxford University Press, 2008).
- Brian R. Cheffins, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, 73 *Mod. L. Rev.* 1007 (2010).
- Ron Chernow, *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance* (Grove Press, 1990).
- Iris H-Y Chiu, *Reviving Shareholder Stewardship: Critically Examining the Impact of Corporate Transparency Reforms in the UK*, 38 *Del. J. Corp. L.* 983 (2014).
- Stephen J. Choi, *A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*, 1 *Berkeley Bus. L. J.*, 45 (2004).
- Stephen J. Choi & Adam C. Pritchard, *Lead Plaintiffs and Their Lawyers: Mission Accomplished or More to Be Done?*, NYU Law & Econ. Res. Paper No. 17-11; U of Michigan Law & Econ Res. Paper No. 17-006 (2017).
- Stephen J. Choi et al., *Do Institutions Matter? The Impact of the Lead Plaintiff Provision of the Reform Act*, 83 *Wash L. Rev. Q.* 869 (2005).
- Christopher P. Clifford, *Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists*, 14 *J. Corp. Fin.* 323 (2008).
- Michael J. Clowes, *The Money Flood : How Pension Funds Revolutionized Investing* (John Wiley & Sons, 2000).
- Jerry Coakley & Laurence Harris, *The City of Capital: London's Role as a Financial Centre* (Oxford University Press, 1983).
- Jay Conison, *Employee Benefit Plans in a Nutshell* 250 (Thomson West, 3rd ed. 2003).

- John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications*, ECGI – L. Working Paper No. 266/2014 (2014); Columbia L. & Econ. Working Paper No.489 (2014).
- John C. Coffee, Jr., *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 Colum. L. Rev. 1277 (1991).
- Alfred F. Conard, *A Behavioral Analysis of Directors' Liability for negligence*, 1972 Duke L.J. 895 (1972).
- James D. Cox & Thomas Lee Hazen, *Corporations: including unincorporated forms of doing business* (Aspen Publishers, 2nd ed. 2003).
- Theodore W. Cousins, *How Far Corporations may Contribute to Charity*, 35 Va. L. Rev. 401 (1949).
- Rafel Cresi-Cladera & Luc Renneboog, *Corporate monitoring by shareholder coalitions in the UK*, ECGI - Fin. Working Paper No. 12/2003 (2003).
- Rafel Crespi & Luc Renneboog, *Is (Instititlnal) Shareholder Activism New?: Evidence from UK Shareholder Coalitions in the Pre-Cadbury Era*, 18 Corporate Governance: An International Review 274 (2010).
- Henry S. Davis, *Chapter 6: Materiality*, in *Insider Trading Law and Compliance Answer Book 2011-2012* (Harry S. Davis ed., Practising L. Inst., 2011).
- Paul L. Davies, *Institutional Investors in the United Kingdom*, in *Institutional Investors and Corporate Governance* 257 (Theodor Baums, Richard M. Buxbaum & Klaus J. Hopt eds., Walter de Gruyter, 1994).
- Paul L. Davies, *Institutional Investors as Corporate Monitors in the UK*, in *Comparative Corporate Governance: essays and materials* 47 (Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch eds., Walter de Gruyter, 1997).
- Paul L. Davies, *Shareholders in the United Kingdom*, in *Research Handbook on Shareholder Power* 355 (Jennifer G. Hill & Randal S. Thomas eds., Edward Elgar Publishers, 2015).
- Paul L. Davies and Sarah Worthington, *Gower's Principles of Modern Company Law* (Sweet & Maxwell, 10th ed. 2016).
- Paul L. Davies et al., *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*, in *The Anatomy of Corporate Law* 205 (Reinier Kraakman eds., Oxford University Press, 3rd ed. 2017).
- Aaron A. Dhir, *Realigning the Corporate Building Blocks: Shareholder proposals as a Vehicle for Achieving Corporate Social and Human Rights Accountability*, 43 Am. Bus. L. J. 365 (2006).
- Reza Dibadj, *Networks of Fairness Review in Corporate Law*, 45 San Diego L. Rev. 1 (2008).
- David A. Drexler et al., *Delaware Corporation Law and Practice at §15.13* (LexisNexis, 2016).
- Peter F. Drucker, *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America* (Butterworth-Heinemann, 1976).

- Peter F. Drucker, *Reckoning with the Pension Fund Revolution*, Harv. Bus. Rev., Mar./Apr. 1991, 106 (1991).
- Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (Harvard University Press, 1991).
- Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis* (Little Brown, 1976)
- Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N.Y.U.L. Rev. 733 (2005).
- Luca Enriques et al., *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*, in *The Anatomy of Corporate Law* 79 (Reinier Kraakman eds., Oxford University Press, 3rd ed. 2017)
- Jorge Farinha, *Corporate Governance: A Survey of the Literature*, Universidade do Porto Economia Discussion Paper No. 2003-06 (2003), DOI/10.2139/ssrn.470801.
- Federal Register, Interpretive Bulletin 2015-01, F.R. vol.80 No.206, (Oct. 26, 2015).
- Igor Filatotchev & Oksana Dodsenko, *Shareholder activism in the UK: types of activists, forms of activism, and their impact on a target's performance*, 19 J. Mgmt. & Governance 5 (2015).
- Jill Fisch, *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, 31 J. Corp. L. 637 (2006).
- Daniel Fischel & John H. Langbein, *ERISA's Fundamental Contradiction: The Exclusive Benefit Rule*, 55 U. Chi. L. Rev. 1105 (1988).
- Tamar Frankel, *Fiduciary Law* (Oxford University Press, 2011).
- R. Edward Freeman, *Strategic Management: a Stakeholder Approach* (Pitman, 1984)
- Franklin A. Gevurtz, *The Road not Taken: A Comparison of the E.U. and U.S. Insider Trading Prohibitions*, Wash. U. J. of L. & Pol'y Forthcoming 1, 6 (2017), also available at <https://scholarlycommons.pacific.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1337&context=facultyarticles>
- Stuart L. Gillan, & Laura T. Starks, *Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: the Role of Institutional Investors*, 57 J. Fin. Econ. 275 (2000).
- Stuart L. Gillan & Laura T. Starks, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States* (2007). DOI:10.2139/ssrn.959670.
- Ronald J. Gilson and Reiner Kraakman, *Reinvesting the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 Stan. L. Rev. 863 (1991).
- Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. Pa. L. Rev. 785 (2003).
- Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 Colum. L. Rev. 863 (2013).
- Jeffrey N. Gordon, *Corporations, Markets, and Courts*, 91 Colum. L. Rev. 1931 (1991).

- Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 Stan. L. Rev. 1465 (2007).
- Simon Goulding, *Company Law* (Taylor & Francis, 2nd ed. 1999).
- Joseph A. Grundfest, *Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates*, 45 Stan. L. Rev. 857 (1993).
- Steven M. Haas, *Toward a Controlling Shareholder Safe Harbor*, 90 Va. L. Rev. 2245 (2004).
- Kevin S. Haeberie & Todd M. Henderson, *Information-Dissemination Law: The Regulation of How Market-Moving Information Is Revealed*, 101 Cornell L. Rev. 1373 (2016).
- Robert W. Hamilton, *The Law of Corporations in a Nutshell* (West Publishing Co., 3rd ed. 1991).
- Robert W. Hamilton, *Corporate in America 1950-2000: Major changes But Uncertain Benefits*, 25 J. Corp. L. 349 (2000).
- Kristine Watson Hankins at el., *The Effect of Fiduciary Standards and Institutions' Preference for Dividend-Paying Stocks* (2007), DOI:10.2139/ssrn.686966.
- Leslie Hannah, *Investing Retirement: The Development of Occupational Pensions in Britain* (Cambridge University Press, 1986).
- Brenda M. Hannigan, *Company Law* (Oxford University Press, 3rd ed. 2012).
- James E. Heard, *Executive Compensation: Perspective of the Institutional Investor*, 63 U. Cin. L. Rev. 749 (1995).
- Usan B. Heyman, *Rethinking Regulation Fair Disclosure and Corporate Free Speech*, 36 Cardozo L. Rev. 1099 (2015).
- Jennifer G. Hill, *The Rising Tension between shareholder and Director Power in the Common Law World*, 18 Corp. Gov. 344 (2010).
- House of Commons Treasury Committee, *Banking Crisis: reforming corporate governance and pay in the City* (Ninth Report of Session 2008-09) (Treasury Committee Publications, 2009).
- Henry T.C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. Cal. L. Rev. 811 (2006).
- Henry T.C. Hu & Bernard Black, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, 61 Bus. Law. 1011 (2006).
- Henry T.C. Hu & Bernard Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 U. Pa. L. Rev. 625 (2008).
- Henry T.C. Hu & Bernard Black, *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, 13 J. Corp. Fin. 343 (2007).
- Henry T.C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 U. Pa. L. Rev. 625 (2008).

- Mila R. Ivanova, *Institutional investors as stewards of the corporation: Exploring the challenges to the monitoring hypothesis*, 26 Bus. Ethics: A Eur. Rev. 176 (2017).
- Michael C. Jansen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3. J. Fin. Econ. 305 (1976).
- Alfred Jaretzki, Jr., *The Investment Company Act of 1940*, 26 Wash. L. Rev. 303 (1941).
- John (Xuefeng) Jiang, *Does it matter who pays for bond ratings? Historical evidence*, 105 J. Fin. Econ. 607 (2012).
- Victor Joffe, *Minority Shareholders: Law, Practice and Procedure* (Butterworths, 2000).
- James F. Jorden, et al., *Handbook on ERISA Litigation*, 2015 Supplement (Aspen Publishers, 3rd ed. 2007).
- Marcel Kahan & Edward B. Rock, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, 69 U. Chi. L. Rev. 871 (2002).
- Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment*, 152 U. Pa. L. Rev. 473 (2003).
- Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. Pa. L. Rev. 1021 (2007).
- Jun-Koo Kang & Rene M. Stultz, *Why is there a home bias? – An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan*, 46 J. Fin. Econ. 3 (1997).
- Kevin Keasey et al., *The Development of Corporate Governance Codes in the UK*, in *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons* 25 (Kevin Keasey eds., John Wiley & Sons, 2005).
- Andrew Keay, *Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach'*, 29 Sydney L. Rev. 577 (2007).
- Andrew Keay, *Moving towards Stakeholderism? Constituency Statutes, Enlightened Shareholder Value, and all that: Much Ado About Little?*, Working Paper, U. of Leeds, January 4, 2010 (2010).
- Simi Kedia et al., *Large shareholders and credit ratings*, 124 J. Fin. Econ. 632 (2017).
- Dorothy Kelly, *Insider Trading across Borders: How David Einhorn might have avoided FSA investigation and fine*, CFA Inst. Mag., May-June 2012, 27 (2012).
- Alexander Kern, *UK insider dealing and market abuse law: strengthening regulatory law to combat market misconduct*, in *Research Handbook of Insider Trading* (Stephen M. Bainbridge ed., Edward Elgar, 2013).
- Ajay Khorana et al., *Rising Tide of Global Shareholder Activism* (Citi's Financial and Strategy Group, 2013).
- William J. Kilberg and Paul D. Inman, *Preemption of State Laws Relating to Employee Benefit Plans: An Analysis of ERISA Section 514*, 62 Tex. L. Rev. 1313 (1984).
- William A. Klein et al., *Business Associations* (Foundation Press, 7th ed. 2009).
- Daniel Candee Knickerbocker, Jr., *Trust Law with a Difference: an Overview of ERISA Fiduciary Responsibility*, 23 Real Prop. Prob. & Tr. J. 633 (1988).

- Reinier Kraakman, *Taking Discounts Seriously: The Implications of “Discounted” Share Prices as an Acquisition Motive*, 88 Colum. L. Rev. 891 (1988).
- Naomi R. Lamreaux et al., *Beyond Markets and Hierarchies: Toward a new Synthesis of American Business History*, 108 Am. Hist. Rev. 404 (2003).
- John H. Langbein & Richard A Posner, *Social Investing and the Law of Trusts*, 79 Mich. L. Rev. 72 (1980).
- John H. Langbein, The Conundrum of Fiduciary Investing under ERISA, in *Proxy Voting of Pension Plan Equity Securities* (Dan M. McGill ed., Univ of Pennsylvania Press, 1989).
- John H. Langbein, *The Contractarian Basis of the Law of trusts*, 105 Yale L. J. 625 (1995).
- John H. Langbein, et al., *Pension and Employee Benefit Law* (Foundation Press, 4th ed. 2006).
- Jenifer A. Leahy, *ERISA’s Fiduciary Provisions and the Duty to Disclose: Circumstances When an Employer Is Subject to Fiduciary Standards*, 34 Suffolk U. L. Rev. 595 (2001).
- Ian B. Lee, *Peoples Department Stores v. wise and The “Best Interests of the Corporation”*, 41 Can. Bus. L. J. 212 (2005).
- Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target’s Boardroom*, 35 Bus. L. 101 (1979).
- Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target’s Boardroom: An Update After One Year*, 36 Bus. L. 1017 (1981).
- Martin Lipton & William Savitt, *The Many Myths of Lucian Bebchuk*, 93 Va. L. Rev. 733 (2007).
- John Lowry, *The Duty of Loyalty of Company Directors: Bridging the Accountability GAP through Efficient Disclosure*, 68 Cambridge L. J. 607 (2009).
- Petri Mäntysaari, *Comparative Corporate Governance: Shareholders as a Rule-maker* (Springer, 2005).
- John H. Mathesen & Brent A. Olson, *Corporate law and the Long term shareholder Model of Corporate Governance*, 76 Minn. L. Rev. 1313 (1992).
- Tonello Matteo, *Hedge Fund Activism: Findings and Recommendations for Corporations and Investors*, The Conference Board Research Working Group Series (2008). DOI:10.2139/ssrn.1107027.
- Alissa Mickels, *Beyond Corporate Social responsibility: Reconciling the Ideas of a For Benefit Corporation with Director Fiduciary Duties in the U.S. and Europe*, 32 Hastings Int’l & Comp. L. Rev. 271 (2009).
- Paul Milgrom & John Roberts, *Economics, Organization and Management* (Prentice-Hall, 1992).
- Ira M. Millstein, *Our Money’s Worth: The Report of the Governor’s Task Force on Pension Fund Investment* (New York State Industrial Cooperation Council, 1989).
- Richard Minns, *Pension funds and British Capitalism: the ownership and control of shareholdings* (Heinemann, 1980).

- Austin Mitchell et al., *Ethical Statements as Smokescreens for Sectional Interests: The Case of the UK Accountancy Profession*, 13 J. Bus. Ethics 39 (1994).
- Lawrence E. Mitchell, *A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes*, 70 Tex. L. Rev. 579 (1992).
- Hideaki Miyajima & Fumiaki Kuroki, *The Unwinding of Cross- Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications*, in *Corporate Governance in Japan – Institutional Change and Organizational Diversity* 79 (Masahiko Aoki, et al. eds., Oxford University Press, 2007).
- Robert A.G. Monks, *Corporate Governance and Pension Plans*, in *Positioning Pensions for the Twenty-First Century* 107 (Michael S. Gordon, et al. eds., University of Pennsylvania Press, 1997).
- Geoffrey Morse et al., *Palmer's Company Law: Annotated Guide to the Companies Act 2006* (Sweet & Maxwell, 2007).
- Maya Mueller, *The Shareholder proposal Rule: Cracker Barrel, Institutional Investors, and the 1998 Amendments*, 28 Stetson L. Rev. 451 (1998).
- Brian Murphy & Carolyn Kay Brancato, *Institutional Investors: Where the growth is*, 33 Across the Board 56 (1996).
- David Newberger, *The Reform of Directors' Duties*, in *The Reform of United Kingdom Company Law* (John de Lacy ed., Routledge, 2002).
- Steven L. Newbitt, *Long-Term Rewards from Shareholder Activism: A study of the "CalPERS Effect,"* 6 J. Applied Corp. Fin. 75 (1994).
- Justin O'Brien & Olivia Dixon, *Deferred Prosecutions in the Corporate Sector: Lessons from LIBOR*, 37 Seattle U. L. Rev. 475 (2014).
- Jennifer Ralph Oppold, *The Changing Landscape of Hedge Fund Regulation: Current Concerns and a Principle-Based Approach*, 10 U. Pa. J. Bus. & Emp. L. 833 (2008).
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris (2015) (【日本版】OECD, 「G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則」 (OECD Publishing, 2016)
- ONS, *Share Ownership: a Report on the Ownership of Shares at 31st December 1998* (Ian Hill & Shane Duffield eds., Her Majesty's Stationery Office, 1998)
- ONS, *Share Ownership: Share Ownership: A report on ownership of UK shares as at 31st December 2006* (Her Majesty's Stationery Office, 2007).
- Nikos Passas, *The Genesis of the BCCI Scandal*, 23 J. L. & Soc'y 57 (1996).
- Eric Pichet, *Enlightened Shareholder Theory: Whose Interests Should Be Served by the Supporters of Corporate Governance?*, 8 Corp. Ownership and Control 353 (2011), available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1262879>.
- Renginee G. Pillay, *Hampel Report (UK) and CSR*, in *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility* (S.O. Idowu et al. eds., Springer, 2013).

- Arthur R. Pinto, *Corporate governance: Monitoring the Board of Directors in American Corporations*, 46 Am. J. Comp. L. Supp. 317 (1998).
- Arthur R. Pinto, *An Overview of United States Corporate Governance in Publicly Traded Corporations*, 58 Am. J. Comp. L. 257 (2010).
- Arthur R. Pinto & Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law* (LexisNexis, 2nd ed. 2004) (米田保晴訳『アメリカ会社法』(レクシスネクシス・ジャパン、2010)。
- Arthur R. Pinto & Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law* (Lexis Nexis, 4th ed. 2013).
- Stan Polit, *Friends, Followers, and Fairness: SEC Fair Disclosure Requirements in a Changing Information Marketplace*, 17 U. Pa. J. Bus. L. 619 (2015).
- Arad Reisberg, *The UK Stewardship Code: On the Road to Nowhere?*, 15 J. Corp. L. Stud. 217 (2015).
- David William Roberts, *Agreement in Principle: A Compromise for Activist Shareholders from the UK Stewardship Code*, 48 Vand. J. Transnat'l L. 543 (2015).
- Ronald I. Robinson, *Postwar Market for State and Local Government Securities* (Princeton University Press, 1960).
- Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 Geo. L.J. 445 (1991).
- Edward B. Rock, *America's Shifting Fascination with Comparative Corporate Governance*, 74 Wash. U. L. Q. 367 (1996).
- Mark J. Roe, *Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies*, 27 J. Fin. 7 (1990).
- Mark J. Roe, *Political Elements in the Creation of a Mutual Fund Industry*, 139 U. Pa. L. Rev. 1469 (1991).
- Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 Colum. L. Rev. 10 (1991).
- Mark J. Roe, *Foundations of Corporate Finance: The 1906 Pacification of the Insurance Industry*, 93 Colum. L. Rev. 639 (1993).
- Mark J. Roe, *The Modern Corporation and Private Pensions*, 41 UCLA L. Rev. 75 (1993).
- Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance* (Princeton University Press, 1994).
- Roberta Romano, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 Colum. L. Rev. 795 (1993).
- Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 Yale L. J. 2359 (1998).
- Roberta Romano, *Less is More: Making Institutional Investor Activism a valuable mechanism of Corporate Governance*, 18 Yale J. on Reg. 174 (2001).
- Paul Rose, *Common Agency and the Public Corporation*, 63 Vand. L. Rev. 1355 (2010).
- Mark A. Sargent, *Lawyers in the Perfect Storm*, 43 Washburn L.J. 1 (2003).

- Stewart J. Schwab & Randall S. Thomas, *Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions*, 96 Mich. L. Rev. 1018 (1998).
- John Scott, *Capitalist Property and Financial Power: a Comparative Study of Britain, the United States, and Japan* (New York University Press, 1986).
- Joel Seligman, *The New Corporate Law*, 59 Brook. L. Rev. 1 (1993).
- Paul Sheard, *Main Banks and the Governance of Financial Distress, in The Japanese Main bank System - Its Relevance for Developing and Transforming Economics* 188 (Masahiko Aoki & Huh Patrick eds., Oxford University Press, 1994). (白鳥正喜訳)
「第 6 章 メインバンクと財務危機管理」青木昌彦＝ヒュー・パトリック編『日本のメインバンク・システム』(東洋経済新報社、1996) 215 頁。)
- Saleem Sheikh, *A Guide to the Companies Act 2006* (Routledge, 2008).
- Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *A survey of Corporate Governance*, 52 J. Fin. 737 (1997).
- Mary Siegel, *The Erosion of the Law of Controlling Shareholders*, 24 Del. J. Corp. L. 27 (1999).
- Mary Siegel, *Going Private*, 4 N.Y.U. J.L. & Bus. 399 (2008).
- Mary Siegel, *Why Delaware Courts should Abolish the Schnell Doctrine*, 5 Am. U. Bus. L. Rev. 159 (2016).
- Michael S. Sirkin, *The 20 Year History of ERISA*, 68 St. John's L. Rev. 321 (1994).
- Richard Smerdon ed., *Palmer's Company Law Manual* (Sweet & Maxwell, 2000).
- Michael P. Smith, *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*, 51 J. Fin. 227 (1996).
- Judd F. Sneirson, *Green Is Good: Sustainability, Profitability, and a New Paradigm for Corporate Governance*, 94 Iowa L. Rev. 987 (2009).
- Jill Solomon, *Corporate Governance and Accountability* (John Wiley & Sons, 2nd ed. 2007).
- A.A. Jr. Sommer, *Who's "In Control"? - S.E.C.*, 21 Bus. L. 559, 568 (1966).
- Geof P. Stapledon, *Institutional Shareholders and Corporate Governance* (Clarendon Press, 1996).
- Lynn A. Stout, *The Mythical Benefits of Shareholder Control*, 93 Va. L. Rev. 789 (2007).
- Lynn A. Stout, *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, 75 S. Cal. Rev. 1189 (2002).
- Lynn A. Stout, *Takeovers in the Ivory Tower: How Academics are Learning Martin Lipton May be Right*, 60 Bus. L. 1435 (2005).
- Leo E. Strine Jr., *Can we do better by ordinary investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law*, 114 Colum. L. Rev. 449 (2014).
- Study Group on Directors' Remuneration, Richard Greenbury (Sir.), *Directors' Remuneration: Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury* (Gee Publishing, 1995) http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury_less_recommendations.pdf

- Bob Tricker, *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices* (Oxford University Press, 3rd ed. 2015).
- Michael Useen, *Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America* (Basic Books, 1996).
- United States. Securities and Exchange Commission, 3 Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission 122 (1971).
- E. Norman Veasey, *Directors' Standard of Care under 35 of the Model Business Corporation Act*, 4 Del. J. Corp. L. 665 (1979).
- E. Norman Veasey & Christine T. Di Guglielmo, *What happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992-2004? – A Retrospective on Some Key Developments*, 153 U. Pa. L. Rev. 1399, 1481 (2005).
- Julian Velasco, *Shareholder Ownership and Primacy*, 2010 U. Ill. L. Rev. 897 (2010).
- James A. Ward, *The fall of the Packard Motor Car Company* (Stanford University Press, 1995).
- David H. Webber, *The Use and Abuse of Labor's Capital*, 89 N.Y.U. L. Rev. 2106 (2014).
- Elliot J. Weiss & John S. Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, 104 Yale L. J. 2053 (1995).
- Cynthia A. Williams, *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 Harv. L. Rev. 1197 (1999).
- Cynthia A. Williams & John M. Conley, *An Emerging Third Way – The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct*, 38 Cornell Int'l L. J. 493 (2005).
- Oliver E. Williamson, *The Firm as a nexus of Treaties: an Introduction*, in *The Firm as a Nexus of Treaties* 1 (Masahiko Aoki et al. eds., Sage Publications, 1990).
- Oliver E. Williamson, *The Mechanisms of Governance* (Oxford University Press, 1996).
- Simon CY Wong, *How Conflicts of interest thwart institutional investor stewardship*, Butterworths J. Int'l. Banking and Fin. L. 481. (Sept. 2011).
- James A. Wooten, *The Most Glorious Story of Failure in the Business: The Studebaker-Packard Corporation and The Origins of ERISA*, 49 Buff. L. Rev. 683 (2001). (ジェイムズ・A・ウーテン (みずほ年金研究所訳)『エリサ法の政治史』(中央経済社、2009)).
- James A. Wooten, *The employee retirement income security act of 1974: A Political History* (University of California Press, 2004).
- Yuan Zhao, *Corporate Governance and Directors' Independence* (Kluwer Law International, 2011).

その他

Paul M Barrett, *Delaware Moves Closer to Adopting Law to Deter Hostile Takeovers*, Wall St. J., Dec. 9, 1987, at 41 col. 4.

Alistair Blair, *A coalition versus a dictator*, Fin. Times (London), May 27, 1992, at 13.

David Blake, The United Kingdom Pension System: Key Issues (May 2003), <http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/discussionPapers/fmgdps/dp452.pdf>.

Adam Bryant, *Colt's in Bankruptcy Court Filing*, N.Y. Times, Mar. 20, 1992, at D1.

British Corporate Governance: Punters' Progress, The Economist; London, Sep 7, 1991.

Build to Suit the Unions?, Wall St. J., Dec. 17, 1992, at A18.

Kate Burgess, *Myners urges 'absentee landlord' shareholders to be more involved*, Fin. Times, Apr. 22, 2009, at 17.

Paul R. Carey, *Fair Disclosure or Flawed Disclosure: Is Reg FD Helping or Hurting Investors? Before the Subcomm. on Capital Mkts, Ins., and Gov't Sponsored Enterprises of the H. Comm. on Fin. Servs.*, 107th Cong. 18 (2001) (written statement of Paul R. Carey, Comm'r, Sec. & Exch. Comm'n), also available at SEC as <https://www.sec.gov/news/estimony/051701wssec.htm>.

Juliet Chung & David Benoit, *Activist Investors Add to Their War Chests*, Wall St. J., Sep. 12, 2014.

Michael J. Clawes, *Fidelity Wins 401(k) Sweepstakes*, Pensions & Investments, Aug 3, 1992, at 17, c.1.

City of London, Insurance companies and pension funds as institutional investors: global investment patterns (2011), <http://www.cityoflondon.gov.uk/economicresearch> (last visited Apr., 4, 2017).

Norma Cohen, *Getting directors on board-when the time comes for shareholders to stand up and be counted*, Fin. Times, Apr. 6, 1992 at 12.

Norma Cohen, *Investors Urged behave like Owners*, Fin. Times May 7, 1992, at 8.

Norma Cohen, *Of hats and heads*, Fin. Times, Feb. 5, 1993, at 10.

Norma Cohen, *Auditing role urged for non-executive directors*, Fin. Times, Mar. 22, 1993, at 6.

Committee on Corporate Governance, Committee on Corporate Governance: Final Report (Gee Publishing, 1998), <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf>

Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Gee Publishing, 1992).

Committee on Corporate Governance, The Combined Code Principles of Good Governance and Code of Best Practice (2000), http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code.pdf.

Companies Act 2006, CHAPTER 46, http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf, (2006). (邦訳として、川島いづみ＝中村信男「イギリス 2006 年会社法（1）」比較法学 41 巻 2 号（2008）362 頁、中村信男＝田中庸介＝イギリス会

社法制研究会(代表者 川島いづみ)「イギリス 2006 年法(2)」比較法学 41 巻 3 号(2008) 189 頁、中村信男＝菊田秀雄＝イギリス会社法制研究会 (代表者 川島いづみ)「イギリス 2006 年法 (5)」比較法学 43 巻 1 号 (2009) 178 頁、中村信男ほか、イギリス会社法制研究会 (代表者 川島いづみ)「イギリス 2006 年法 (7)」比較法学 43 巻 3 号 (2010) 269 頁。)

Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004, Official J. Eur. Union, Article 10 (Acquisition or disposal of major proportions of voting rights).

Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:EN:PDF>.)

Directive 2014/56/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 amending Directive 2006/43/EC on Statutory audits of annual accounts and consolidated accounts (2014). <http://eurlex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/PDF/?uri=ELEX:32014L0056&from=EN>.

Division of Corporate Finance, Securities and Exchange Commission (SEC), Staff Legal Bulletin No.14 (CF), July 13, 2001.

Clare Dobbie, *Inside the City: Bridge between City and industry still unfinished*, the Independent (London), Mar. 4, 1991, at 23.

Clare Dobie, *Why laggard GEC needs new boss*, the Independent (London), Sept. 2, 1991, at 19.

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub.L. 111–203, H.R. 4173, 124 Stat. 1376 enacted July 21, 2010.

Dvorchak, *States Trapped in a Losing Game with Corporations Holding All Aces*, New Haven Reg., Oct. 4, 1992, at F1, F4.

Financial Conduct Authority, Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook, (2017) DTR 5.2.1 (a), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf#search=%27Financial+Conduct+Authority%2C+Disclosure+Guidance+and+Transparency+Rules+sourcebook%2C+%282017%27>.

Financial Reporting Council (FRC), appointed group chaired by Sir Robert Smith, Audit Committees Combined Code Guidance, (2003), http://www.ecgi.org/codes/documents/ac_report.pdf.

Financial Reporting Council (FRC), The Combined Code on Corporate Governance (2003) http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code_final.pdf.

Financial Reporting Council (FRC), Internal Control Revised Guidance for Directors on the Combined Code (2005), <https://www.frc.org.uk/getattachment/5e4d12e4-a94f-4186-9d6f-19e17aeb5351/Turnbull-guidance-October-2005.aspx> (last visited Feb., 8, 2017).

- Financial Reporting Council (FRC), The Combined Code on Corporate Governance at 23 (2006) http://www.ecgi.org/codes/documents/frc_combined_code_june2006.pdf.
- Financial Reporting Council (FRC), The UK Corporate Governance Code, June 2010, at Comply or Explain 1 (2010), http://www.afarak.com/site_media/media/cms_page_media/37/UK-corporate-governance-code-2010.pdf.
- Financial Reporting Council (FRC), Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors (2010), <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Consultation-on-a-Stewardship-Code-for-Institution-File.pdf>.
- Financial Reporting Council (FRC 2010), The UK Stewardship Code (2010) <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/The-UK-Stewardship-Code.pdf>.
- Financial Reporting Council (FRC 2012), The UK Stewardship Code (2012). <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf>.
- Financial Reporting Council (FRC), The UK Corporate Governance Code, Sept. 2012 (2012), <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.aspx>. (last visited Jan.31, 2017).
- Financial Reporting Council (FRC 2013), Developments in Corporate Governance 2013, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-overnance/Developments-in-Corporate-Governance-2013.pdf>
- Financial Reporting Council (FRC 2014), Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewardsh.pdf>
- Financial Reporting Council(FRC), The UK Corporate Governance Code, Sept. 2014 (2014) <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>.
- Financial Reporting Council (FRC), Annual Report and Accounts (2014), <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/FRC-Board/FRC-Annual-Report-and-Accounts-2013-14-print-versi.pdf>.
- Financial Reporting Council, The FRC and its Regulatory Approach (2014), <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/FRC-Board/The-FRC-and-its-Regulatory-Approach.pdf>.
- Financial Reporting Council (FRC), FRC promotes improved reporting by signatories to the Stewardship Code (14 Dec. 2015). <https://www.frc.org.uk/news/december-2015/frc-promotes-improved-reporting-by-signatories-to>, (2017.09.17).
- Financial Reporting Council (FRC), Developments in Corporate Governance and Stewardship 2015. [https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewa\(1\).pdf](https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewa(1).pdf).
- Financial Reporting Council (FRC), The UK Corporate Governance Code, Sept. 2016 (2016). <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>. (last visited Feb. 3, 2017).
- Financial Reporting Council (FRC), Tiering of signatories to the stewardship Code (14 Nov. 2016), <https://www.frc.org.uk/news/november-2016/tiering-of-signatories-to-the-stewardship-code> (2017.09.17).

- Financial Reporting Council (FRC), Revised UK Corporate Governance Code, Guidance on Audit Committees, and Auditing and Ethical, Standards. <https://www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2016/April/Revised-UK-Corporate-Governance-Code-Guidance-on.aspx>, (last visited Feb.03, 2017).
- Financial Reporting Council (FRC), Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016. [https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewa-\(2\).pdf](https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewa-(2).pdf).
- Financial Reporting Council (FRC), Consultations and Revisions to the UK Stewardship Code, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Corporate-Governance-Reporting/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/Consultations-and-Revisions-to-the-UK-Stewardship.aspx> (last visited Mar., 27, 2017).
- Financial Reporting Council (FRC), UK Stewardship Code statements, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Corporate-Governance-Reporting/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/UK-Stewardship-Code-statements.aspx> (last visited Mar., 27, 2017).
- Financial Reporting Council (FRC), FRC removes Tier 3 categorisation for Stewardship Code signatories (3 Aug. 2017), <https://www.frc.org.uk/news/august-2017/frc-removes-tier-3-categorisation-for-stewardship> (2017.09.17).
- Financial Services Authority (FSA), The Listing Rules, April 2002, <https://www.fca.org.uk/publication/ukla/listing-rules-august-2002.pdf>.
- Financial Services Authority (FSA), Investment Entities (listing Rule and Conduct of Business) Instrument 2003 (FSA 2003/61), https://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2003/2003_61.pdf.
- Financial Services Authority (FSA), Decision Notice to David Einhorn (12 Jan. 2012).
- Financial Services Authority (FSA), Decision Notice to Greenlight Capital (12 Jan. 2012).
- Jill E. Fitch, Regulation FD: An Alternative Approach to Addressing Information Asymmetry (2013), Fac. Scholarship Paper 407. http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/407
- John Gapper, *CalPERS to track foreign groups*, Fin. Times, June 8, 1995, at 27.
- Denise Gellene, *Q & A: A Guide to the State Retirement System*, L.A. Times, June 19, 1991, at D1.
- Richard Gourlay, *Institutions launch bid to oust Tace board*, Fin. Times, May 4, 1991, at 10.
- Government Actuary's Department, <https://www.gov.uk/government/organisations/government-actuarys-department/about> (last visited Feb., 25, 2017).
- Richard Gourlay, *Tace board quits at angry EGM*, Fin. Times, June 20, 1991, at 23.
- Mark Goyder & Philip Goldenberg, *Dacbury: A Testbed for Stewardship*, Wall St. J. Europe, Jan. 7, 2010, at 2
- Sir Derek A. Higgs, Review of the role and effectiveness of non-executive directors (2003), <http://www.ecgi.org/codes/documents/higgsreport.pdf>.

- H.R. REP. No. 533, 93d Cong., 1st Sess. (1973), reprinted in 2 Legislative History of The Employee Retirement Income Security Act of 1974 2348 (1976), also in 1974 U.S. CODE CONG. & ADMIN. NEWS 4639.
- H.R. REP. No. 807, 93d Cong., 2d Sess. (1973) 236, reprinted in 2 Legislative History of The Employee Retirement Income Security Act of 1974 3115 (1976), also in 1974 U.S. CODE CONG. & ADMIN. NEWS 4670
- Simon Holberton, *Corporate Governance: why the ideal board remains so elusive*, Fin. Times, July 4, 1990, at 10.
- Simon Holberton, *Why the ideal board remains so elusive*, Fin. Times July 4, 1990, at 10.
- Jennifer Hughes, *FSA chief lambasts uncritical investors*, Fin. Times, Mar. 12, 2009, <https://www.ft.com/content/9edc7548-0e8d-11de-b099-0000779fd2ac>.
- ICAS, Non Executive Directors, Their Role and Responsibilities in a Private Company (2009). https://www.icas.com/__data/assets/pdf_file/0014/2417/Non-Executive-Directors-Roles-and-Responsibilities-in-a-Private-Company-ICAS.pdf.
- Institute of Chartered Accountants, Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code (1999), <http://www.ecgi.org/codes/documents/turnbul.pdf>.
- Institutional Shareholders' Committee, The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents-Statement of Principles, (1991). http://www.ecgi.org/codes/documents/isc_statement_of_principles.pdf.
- Institutional Shareholders' Committee, The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles, (2007), http://www.plsa.co.uk/PolicyandResearch/DocumentLibrary/~/_media/Policy/Documents/0039_ISC_Statement_of_Principles_2007_0607.ashx (last visited Mar. 15, 2017).
- Investment Association (IA), Adherence to the FRC's Stewardship Code-2014 (2015). https://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/surveys/20150526-fullstewardship_code.pdf.
- Investment Association (IA), History of the Investment Association, <https://www.theinvestmentassociation.org/about-the-investment-association/history-of-the-investment-association.html> (last visited Mar. 26, 2017).
- Investment Management Association (IMA), Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2013 (2014). https://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/surveys/20140501-01_stewardshipcode.pdf.
- Investment Management Association (IMA), Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2013 – Detailed practical examples (2014). https://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/surveys/20140501-02_stewardshipcode.pdf.
- Sam Jones & Brooke Masters, *FSA fines Einhorn for insider trading*, Fin. Times, Jan 26, 2012, at 1.
- Sam Jones et al., *FSA fulfils vow to bag high-profile City target: General Financial*, Fin. Times, Jan 26, 2012, at 23.

John Kay, The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report (2012), https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf.

April Klein & Emanuel Zur, *Hedge Fund Activism* (2006), <http://web-docs.stern.nyu.edu/clb/docs/06-017.pdf>.

Levitt Now Considering the Use of Pension Funds to Rescue State Agencies, N.Y. Times, Jan.21, 1976, at 43.

Law Commission, Shareholder Remedies Consultation, CP142. http://www.lawcom.gov.uk/wp-content/uploads/2015/03/cp142_Shareholder_Remedies_Consultation.pdf.

Law Commission, Shareholder Remedies Report, LC246 (24 Oct. 1997). http://www.lawcom.gov.uk/wp-content/uploads/2015/03/lc246142_Shareholder_Remedies_Consultation.pdf.

Law Commission, *Shareholder remedies: report on a reference under section 3(1)(e) of the Law Commissions Act 1965* ¶3.30 (Stationery Office, 1997).

Law Commission, *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries Executive Summary* 2-14 (Law Com No 350 Summary, July 2014), https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-11jsxou24uy7q/uploads/2015/03/lc350_fiduciary_duties_summary.pdf.

Law Commission and The Scottish Law Commission, TRUSTEES' POWERS AND DUTIES, LAW COM No 260, SCOT LAW COM No 172 (May 12, 1999), https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-11jsxou24uy7q/uploads/2015/03/lc260_Trustees_Powers_and_Duties.pdf

Law Commission, <https://www.lawcom.gov.uk/> (last visited Jan.12.2018).

Bronwen Maddox, *Like a Thief taking \$2B in the Night: Robert Maxwell took all the pension assets he could sell fast*, Fin. Post, June. 17, 1992.

Brooke Masters et al., *Barclays fined a record [pounds sterling] 290m*, Fin. Times, Jan 28, 2012, at 1.

Richard A. Melcher, Yankee Style Activists Strike Boardroom terror Abroad, Bloomberg, Mar. 15, 1993. <https://www.bloomberg.com/news/articles/1993-03-14/yankee-style-activists-strike-boardroom-terror-abroad>. (last visited Feb., 25, 2017.)

Lord Paul Myners, Institutional investment in the United Kingdom: A Review (2001), <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20130129110402/http://www.hm-treasury.gov.uk/media/2F9/02/31.pdf>.

Lord Paul Myners, Review of the impediments to voting UK shares (2004). http://www.shareholdercoalition.com/sites/default/files/Myners%20Report%201-04_0.pdf.

Michiyo Nakamoto, *J-Power investors reject TCI proposals*, Fin. Times, Jun. 27, 2008, at 18.

New York Stock Exchange Institutional Investor Fact Book, Holdings of corporate equities in the U.S., (Aug. 22, 2016, 18:00). http://www.nyxdata.com/nysedata/asp/factbook/viewer_edition.asp?mode=table&key=2672&category=12.

NYSE, Listed Company Manual. <http://wallstreet.cch.com/LCM/>.

John O'Doherty, *State to own 43% of merged Lloyds-HBOS*, Fin. Times, Jan.12, 2009, <https://www.ft.com/content/845e7956-e079-11dd-b0e8-000077b07658>.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), The OECD Private Pensions Outlook 2008 (2009), <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/42169565.pdf>.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), Pension Markets in Focus (July 2010, Issue 7). <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/45637367.pdf>.

The Office for National Statistics (ONS), Ownership of UK Quoted Shares: 2014 (2015). http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20160105160709/http://www.ons.gov.uk/ons/dcp171778_415334.pdf.

Scot J. Paltrow, *Pension Experts Troubled by Plan to Tap CalPERS*, L.A. Times, June 19, 1991, at D1.

Pennsylvania Pension Funds Offer VW \$135 Million Loan to Help Set Up Plant, Wall St. J., July 9, 1976, at 5.

Pension Governance, Incorporated and The Michel-Shaked Group, ERISA LITIGATION STUDY (2009), <http://www.pensionriskmatters.com/uploads/file/LD%20ERISA%20Litigation%20Study%20041509.pdf>.

Tom Petruno, *Reforming CalPERS: A Case of Fixing What Ain't Broke*, L.A. Times, June 21, 1991, at D1.

Pub. L. 104-67, 109 Stat. 737 (1995).

Pub. L. 107-204, 116 Stat. 745, enacted July 30, 2002.

Pub. L. 77-729, 56 Stat. 765, enacted October 2, 1942 §10.

Pub. L. No. 93-406, 88 Stat. 829 (1974) (codified as amended in scattered sections of 5, 18, 26, 29, 31 & 42 U.S.C.).

Pub. L. No. 85-836, 72 Stat. 997 (repealed 1976).

Rita Raagas De Ramos, *Concerns Over Hedge Funds Rise As Market Volatility Rises Globally*, Wall St. J., June. 15, 2006, at C5.

Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: Netflix, Inc., and Reed Hastings, Securities and Exchange Act of 1934 Release No. 69279 (Apr. 2, 2013).

Regulation (EU) No 537/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on specific requirements regarding statutory audit of public-interest entities and repealing Commission Decision 2005/909/EC, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0537&from=EN> (last visited Feb. 4, 2017).

- David S. Ruder, Chairman, The Impact of Institutional Investors on Large Corporation, Remarks before the 27th Annual Corporate Counsel Institute, News Release, United States Securities and Exchange Commission (October 11, 1988) (on file with SEC website).
- Richard W. Stevenson, *Pension Funds Becoming a Tool for Growth*, N.Y. Times, Mar. 17, 1992, at D1.
- Ruth Sunderland, *A plea to Sir David: save our schools, jobs and pensions from Britain's timid investors*, Observer, July 12, 2009. <https://www.theguardian.com/business/2009/jul/12/david-walker-banking-regulation> (last visited Jan.21.2017).
- U.S. Department for Business, Energy & Industrial Strategy (BEIS), Corporate Governance Reform, Green Paper (2016).
- U.S. Government Accountability Office (GAO), Report to Congressional Requesters, GAO-08-692 *Defined Benefit Pension Plans: Guidance Needed to Better Inform Plans of the Challenges and Risks of Investing in hedge Funds and Private Equity* (2008), <http://www.gao.gov/assets/280/279601.pdf>.
- U.S. Department of Labor, *Department of Labor's Letter on ERISA Fiduciary Standards ('the Avon letter')* (Feb. 6, 2016, 9:00 AM), <http://www.lens-library.com/info/dolavon.html>.
- U.S. Department of Labor, *U.S. Department of Labor Monks Ltr. - Advisory Opinion Pension and Welfare Benefits Administration* (Feb. 28, 2016, 8:00 AM), <http://www.lens-library.com/info/dolragm.html>.
- U.S. Securities and Exchange Commission, Complaint against Phillip Stevens, SEC News Digest (March 19, 1991) Issue 91-53 <https://www.sec.gov/news/digest/1991/dig031991.pdf>.
- U.S. Securities and Exchange Commission, Final Rule: Amendments to Rules on Shareholder Proposals, 17 CFR Part 240 Release No.34-40018.
- U.S. Securities and Exchange Commission, Final Rule: No. S7-25-97, RIN 3235-AH20 at "Reversal of Cracker Barrel" section (May 21, 1998).
- U.S. Securities and Exchange Commission, Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, 17 CFR Part 240, 243, and 249 Release Nos. 33-7881, 34-43154, Invest Company Act Release No.24599, File No. S7-31-99, RIN 3235-AH82 (Aug. 15, 2000).
- U.S. Securities and Exchange Commission, Office of Investor Education and Advocacy, SEC Pub No.139: Investor Bulletin Hedge Funds, also available at <https://www.sec.gov>.
- U.S. Securities and Exchange Commission, Office of Inspector General Office of Audits, *Review of the SEC's Section 13(f) Reporting Requirements Report No.480*, Sept. 27, 2010. <https://www.sec.gov/oig/eportspubs/480.pdf>.
- U.S. Securities and Exchange Commission, Statement by SEC Chairman Mary L. Schapino on Proxy Access Litigayion, Exchange Act Release No. 2011-179, (Sept. 6, 2011), <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-179.htm>.

U.S. Securities and Exchange Commission, SEC Says Social Media OK for Company Announcements if Investors Are Alerted, (Apr. 2, 2013) <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-51htm>.

Anice C. Wallace, *Talking Business: with Millstein of Pension Fund Task Force*, N.Y. Times, July 18, 1989, at D2.

Sir David Walker, A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations, (2009), http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+ /http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf.

Leslie Wayne, *Have Shareholder Activists Lost Their Edge?* N.Y. Times, Jan. 30, 1994.

Gregory Zuckerman, *Big Shareholders Are Shouting Ever Louder -- Activists Pressure Executives to Unlock Value, Even Using Pirate, Bulldog in the Monikers*, Wall St. J., Nov. 23, 2005, at C1.