

博士学位論文審査要旨

2019年 2月 1日

論文題目： 機関投資家の議決権行使に関する法的検討

学位申請者： 権 容秀

審査委員：

主 査： 法学研究科 教授 川口 恭弘

副 査： 法学研究科 教授 釜田 薫子

副 査： 法学研究科 教授 船津 浩司

要 旨：

生命保険、年金基金、投資信託などの機関投資家は、個人や企業などからの委託を受けて株式投資を行っている。もっとも、従来、機関投資家は、その有する議決権行使には積極的ではなかった。しかし、近年、このような機関投資家の姿勢が批判されるようになった。機関投資家は、資金運用の受託者として、委託者である受益者のために行動することが求められる。株主総会の議決権行使についても、運用先の会社の経営が好ましいものでなければ、株主総会において、それを正すような議決権行使をしなければならない。このことが、中長期的な視点で、受益者の利益に資することとなるからである。

本論文は、このような問題意識から、日本と韓国における機関投資家の議決権行使の実態を検証し、その課題について検討するものである。比較法の対象を日本と韓国に置いたのは、産業構造などから、両国における機関投資家の動向に類似性が見られ、また、近年の法規制の動きなどにも共通点を見出すことができることによる。両国の実態と規制内容を比較検討することは、両国の課題を解決する上において、有益な示唆を与えるものと言える。

本論文の第2章と第3章では、韓国と日本における機関投資家の議決権行使の実態が詳細に分析されている。そこでは、日本と韓国ともに、グループ企業が存在し、これらに関連する議決権行使にゆがみが生じている実態が明らかにされている。そして、第4章では、議決権行使のゆがみが生じている大きな理由が、機関投資家が投資先の企業に何らかの関係を有しているという利益相反問題にあるとして、その問題を解決する手段が検討されている。本論文では、特に、機関投資家の議決権行使を監視する第三者委員会の設置を提唱し、その機能が十分に発揮できるように、機関投資家からの独立性を確保する方策が提案されている。

古今東西、企業不祥事が絶えることはない。この点で、企業統治の在り方、すなわち、コーポレートガバナンスの在り方は、会社法法学の永遠の課題と言える。本論文は、機関投資家の適正な議決権行使という視点から、コーポレートガバナンス問題に切り込む意欲作と言える。かかる観点からの日本と韓国の比較法研究はこれまでになく、この点で、先駆的意義を有するものである。現状分析と問題抽出は丁寧かつ適切になされ、また、問題解決の手法も十分に実務に通用するレベルにある。以上のことから、本論文は博士（法学）（同志社大学）の学位を授与するにふさわしいものと評価する。

総合試験結果の要旨

2019年 2月 1日

論文題目： 機関投資家の議決権行使に関する法的検討

学位申請者： 権 容秀

審査委員：

主 査： 法学研究科 教授 川口 恭弘

副 査： 法学研究科 教授 釜田 薫子

副 査： 法学研究科 教授 船津 浩司

要 旨：

2019年2月1日、約2時間にわたり、口頭審査を実施した。学位申請者から本論文の概要の説明があった後、審査委員との間で質疑応答が行われた。学位申請者は、審査委員からの質問に対して丁寧に応答し、その内容はいずれも十分に説得力があり、適切なものであった。これらの質疑応答により、学位申請者の学識の深さと本論文の意義を確認することができた。語学については、韓国語はもとより、本論文において、必要な英語文献を引用していることから、十分な語学能力を有するものと評価できる。

以上のことから、総合試験の結果は「合格」とであると認める。

博士學位論文要旨

論文題目：機関投資家の議決権行使に関する法的検討

氏名： 権容秀

要旨：

本論文は、受託者責任の履行、企業の価値向上という観点で、機関投資家による議決権行使が注目されている現実から、韓国と日本の機関投資家は適正に議決権を行使しているか、そうでなければ、それを阻害する要因は何なのか、さらに、その要因を解決できる方策は何なのかを検討したものである。

株主総会における議決権行使は、株主の基本的な権利である。それにもかかわらず、一部株主（支配株主など）以外には、その権利行使に無関心な傾向がある。その根本的な背景には、自分の時間・費用を投入して議決権を行使しても、期待する成果が達成できないという認識がある。かつては、機関投資家も、このような認識を共有する株主であった。ところが、近年、機関投資家の議決権行使の意義が大きく変化している。機関投資家が企業に及ぼす影響力が増加した結果、その議決権行使が、コーポレート・ガバナンスの改善などに寄与し、それを通じて顧客（または最終受益者）の中長期的な観点の利益拡大を実現させることができるためである。

機関投資家の影響力が増大し、その議決権行使の有用性が変化した後、どのように機関投資家の議決権行使を後押しするかが重要な課題となった。多くの国は、受託者責任の観点から議決権行使を要請するにとどまらず、議決権行使を後押しする別途の制度を導入してきた。その代表的なものとして、スチュワードシップ・コードの策定を挙げることができる。スチュワードシップ・コードは、機関投資家に対して議決権行使を含む株主関与活動を要請し、さらに、株主関与活動において目指すべき方向性を明確に示している。韓国および日本もスチュワードシップ・コードを策定し、機関投資家に対して、企業の価値向上や持続的な成長を通じた受益者の長期的な観点での利益を追求する方向で議決権を行使することを要請している。

スチュワードシップ・コードが導入されて以来、韓国および日本において、機関投資家の議決権行使は、次第に改善されつつある。たとえば、韓国では、韓国版スチュワードシップ・コードが導入される以前には、議決権行使助言会社の反対勧告率に比べて、機関投資家の反対行使率が大幅に低いといった実情が見られた。反対行使率が低いということ自体は、問題ではない。しかし、議決権行使助言会社の反対勧告率と機関投資家による反対行使率の差がかなり大きいという

こと、同一議案において国民年金や外資系資産運用会社に比べて、国内の資産運用会社の反対行使率が著しく低いということ、市場に大きな影響力を行使する大企業集団の議案についての反対行使率が著しく低いということなどは望ましい現象ではない。ところで、同コードが導入されて以後、国民年金を筆頭に機関投資家の多くがスチュワードシップ責任に立脚して積極的に議決権を行使し始めた。利害関係のある投資対象企業の議案についての反対行使率が全般的に増加し、議決権行使助言会社の反対勧告率より実際の反対行使率が高い議案（社内取締役選任、報酬限度など）もあるなど、肯定的な変化があった。その影響で、コーポレート・ガバナンスを改善し、または株主に親和的な制度を導入する上場企業が増加するなどの変化も現われた。一方、日本では、日本版スチュワードシップ・コードが導入されて以降、議決権行使についての機関投資家の認識が変化し、独自の議決権行使の判断基準を定め、それに基づき、厳格に議決権を行使する機関投資家が増える傾向にある。特に、最近では、同コードの改正および年金基金のようなアセットオーナーの行動変化により、賛否理由を含む議決権行使内訳を個別開示する機関投資家が増えている。

このような状況にもかかわらず、韓国と日本では、依然として、議決権行使に当たって形式的に対応する機関投資家（特に、保険や銀行など）も存在している。特に、韓国では、大企業集団の議案についての低い反対行使率も続いている。その背景には、利益相反問題がある。スチュワードシップ・コードでは、機関投資家に対して、スチュワードシップ責任を果たす過程で直面し、または直面する可能性のある利益相反問題についての明確な方針を策定し、これを公開することを求めている。これを受け、機関投資家の多くは、利益相反防止体制を講じている。このような現実から、本論文では、機関投資家が採用している利益相反防止体制について、その実効的な運用の観点で検討をした。

最近では、大手の資産運用会社を中心に、適切な内部統制手続に従い、議決権行使を客観的な観点で管理・監督する独立した第三者委員会を設置する傾向にある。このような第三者委員会の設置は、利益相反管理という観点で有用な手段と考えられる。もともと、その実効的な機能を期待するためには、第三者委員会の独立性および審議の適正性を確保することが重要である。そのためには、まず、独立性の確保の観点から、委員の欠格事由を明らかにし、独立性を持つ委員が選任されるようにする、独立性を持つ社外委員の過半数で第三者委員会を構成するようにする（独立性の強化の観点からすれば、委員会の代表を社外取締役とすることも必要である）、第三者委員会の業務との利益相反問題を引き起こしかねない業務への兼職は厳しく制限する、委員の任期を安定的に保障する、再任などの回数を制限することで、独立性を一層強化することが必要である。次に、

審議の適正性の確保の観点から、議案を分析できる能力を有する委員を選任することが重要と考える。このような能力を有する人材が十分に確保できないという現実からすると、欠格事由に加えて適格性認定基準を法定するのではなく、この点については、適格性を持つ委員として第三者委員会を構成することを取締役の善管注意義務の一環として認識することも考えられる。

このほかに、零細な機関投資家の議決権行使や利益相反の可能性が特に高い議案においては、議決権行使助言会社を利用する傾向がある。確かに、議決権行使助言会社は、費用面、利益相反管理体制をより明瞭に説明することができる利点もあるなど、活用価値の高い利益相反管理体制であると考えられる。もっとも、議決権行使助言会社自体が、利益相反問題から自由でないことにも留意が必要である。たとえば、議決権行使助言会社の ISS の 100%子会社の ICS が、企業に対してコーポレート・ガバナンスに関する諮問サービスを提供している場面があり、この点で、議決権行使助言会社自体が利益相反に直面せざるを得ないという問題がある。そのため、議決権行使助言会社の助言などの適正性を担保できる適切な規制が必要である。特に、韓国と日本において議決権行使助言会社の影響力が一層拡大している現実を考えると、議決権行使助言会社に対して助言基準策定や利益相反管理などに関する重要情報を開示させる規制の導入を検討する必要があると考えられる。

他方で、機関投資家の議決権行使に有益な影響を及ぼすと考えられる個別開示は、利益相反管理の観点からも有用である。それゆえ、機関投資家の議決権行使による企業価値向上、さらに、受益者の最善の利益実現への期待を考慮しながら、機関投資家に対して、賛否理由を含む議決権行使内訳の充実した個別開示を、市場監視機能が有効に作動する時点に実施するよう要請していく必要があるだろう。