

博士論文

機関投資家の議決権行使に関する法的検討

同志社大学大学院法学研究科博士課程
後期課程

私法学専攻 2016 年度 1205 番

氏名 権 容 秀

目次

第一章 序論	(1)
第一節 問題意識	(1)
第二節 論文の構成	(2)
第三節 受託者責任とスチュワードシップ責任	(3)
1 機関投資家の受託者責任	(3)
2 機関投資家のスチュワードシップ責任	(5)
第二章 韓国の機関投資家の議決権行使の現状	(9)
第一節 機関投資家の影響力	(10)
1 株式市場において機関投資家が占める比重	(10)
2 企業に対する機関投資家の影響力	(12)
第二節 機関投資家の議決権行使に関する規制	(18)
1 機関投資家の議決権行使に関する法律	(19)
2 ソフトロー	(26)
第三節 機関投資家の議決権行使の現状	(31)
1 議案別の議決権行使の現状	(32)
2 機関投資家別の議決権行使の現状	(35)
3 企業別の反対の議決権行使の現状	(39)
第三章 日本の機関投資家の議決権行使の現状	(43)
第一節 機関投資家の影響力	(43)
1 株式市場において機関投資家が占める比重	(43)
2 機関投資家の姿勢の変化	(46)
3 影響力から見た機関投資家の議決権行使	(47)

第二節 機関投資家の議決権行使に関する規制	(49)
1 機関投資家の議決権行使に関する法律	(51)
2 ソフトロー：日本版スチュワードシップ・コードを中心に	(54)
第三節 機関投資家の議決権行使の現状	(64)
1 議案別の議決権行使の現状	(64)
2 機関投資家別の議決権行使の現状	(72)
第四章 機関投資家の適正な議決権行使に向けた利益相反防止体制	(97)
第一節 機関投資家の議決権行使に係る課題	(97)
第二節 機関投資家の利益相反防止に関する検討	(98)
1 スチュワードシップ・コードの要請	(99)
2 具体的な利益相反防止体制	(100)
第三節 議決権行使内訳等の開示規制	(121)
1 議決権行使の内訳等の開示対象	(122)
3 開示の時期	(124)
むすび	(128)

第一章 序論

第一節 問題意識

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。マクロ的な観点から見れば、機関投資家の議決権行使は、上記の期待を現実化させることができると思う。さらに、資本市場と経済全般の成長と発展にも寄与することができるだろう。

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も、機関投資家の議決権行使は、次第に改善されつつある。ここでは、利害関係のある投資対象企業の議案についても反対議決権を行使し、さらに、賛否理由まで含めて議決権行使内訳を開示する機関投資家が増えている。しかし、両国の機関投資家には形式的に議決権行使をするものも少なくなく、改善されるべき課題が残されている。

本論文は、このような認識のもと、韓国と日本の機関投資家の議決権行使の現状の分析をもとに、機関投資家の議決権行使を阻害する要因とその解決策を明らかにしようとするものである。ここでは、特に、利益相反問題に焦点を当てて、検討をすることにした。

第二節 論文の構成

本論文の構成は、次のとおりである。

第1章では、本論文の問題意識およびその構成を述べた後、第2章以下の検討の前提としてスチュワードシップ・コードの意義を確認しておきたい。韓国と日本では、インデックスをベンチマークとするなどのパッシブ投資戦略を採用する機関投資家が証券市場での存在感を高めている。このような機関投資家の株式投資では、ポートフォリオの分散度は高く、議決権行使による投資先企業に対する影響力を期待することができないため、投資先の企業経営に不満があっても、それに積極的な関与（エンゲージメント）をするよりは、株式を売却する（ウォールストリート・ルール）選択で対処する傾向にある。機関投資家は、「受益者の利益のために」行動する義務を負うところ、かかる受託者責任のもとでは、機関投資家のこのような行動を否定することはできない。他方で、近年、受託者責任の内容として、機関投資家は、企業の価値向上を通じた中長期的な観点で受益者の利益の極大化を図るべきとした上で、その手段の一つとして、投資先の企業の株主総会での議決権行使が注目されている。このような流れの中で、韓国と日本では、機関投資家による適正な議決権行使を要請するため、スチュワードシップ・コードを導入した。以上のことから、機関投資家は、受託者責任とスチュワードシップ責任を負うこととなるが、本章では、両者の関係を検討・整理し、機関投資家による適正な議決権行使の意義を明らかにすることとしたい。

第2章では、第1章で明らかにした適正な議決権行使を前提として、まず、韓国の機関投資家の議決権行使の現状を分析する。そこでは、「議案別の議決権行使の現状」のほか、「機関投資家別の議決権行使の現状」および「企業別の反対の決定権行使の現状」を取り上げる。「機関投資家別の議決権行使の現状」では、投資対象企業と利害関係のある機関投資家とそうでない機関投資家の議決権行使の現状を分析することで、利益相反問題が機関投資家の適正な議決権行使を阻害する要因の一つとなっていることを指摘することとしたい。また、韓国では、「財閥」と呼ばれる企業集団が経済の全般に大きな影響を及ぼしており、機関投資家とも密接な関係を有している。「企業別の反対の議決権行使の現状」では、ここで生じる利益相反問題によって、韓国の機関投資家の議決権行使が阻害されている状況を明らかにすることとしたい。

ところで、本章では、機関投資家の議決権行使の現状の分析に先立ち、機関投資家が企業に対して及ぼす影響力を確認することとしたい。このような影響力が確認できなければ、機関投資家の議決権行使の重要性を問題にする必要がないからである。さらに、本章では、機関投資家の議決権行使の前提となる法規制についても紹介することとしたい。このような規制は、第4章で、様々な改善策の基礎となるものであるからである。

第3章では、日本の機関投資家の議決権行使の現状を分析する。ここでの検討項目は、基本的に、第2章のものと同様である。ただし、日本では、もはや、韓国のような「財閥」と呼ばれる企業集団は存在しないため、「企業別の反対の議決権行使の現状」は分析しない。

第4章では、第2章と第3章の現状の分析をもとに、機関投資家の議決権行使を阻害する要因を検討し、その改善案を議論することにする。ここでは、利益相反問題に焦点を当てて、その改善案として、「第三者委員会」および「第三者専門機関」の実効的な活用について検討することにしたい。まず、「第三者委員会」は、機関投資家による議決権行使を客観的な観点で管理・監督するためのものである。このような第三者委員会が十分に機能するためには、その独立性および審議の適正性を確保することが重要となる。次に、「第三者専門機関」については、特に、議決権行使助言会社を中心に検討する。近年、機関投資家の適切な議決権行使のために議決権行使助言会社を利用することが有用であると言われることが多い。他方で、その助言サービスの適正性については議論もある。そこで、本稿では、議決権行使助言会社の助言サービスの適正性を担保するための規制を提案することにした。

なお、本章では、機関投資家の適正な議決権行使の個別開示についても言及する。利益相反防止のためには、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要求することが適切であるという考えによるものである。

第三節 受託者責任とスチュワードシップ責任

1 機関投資家の受託者責任

他人の財産を管理・運用する機関投資家に対しては、受託者責任が要請される¹。その理由は、①機関投資家が、受益者(顧客)の財産または権限を濫用するリスク、②機関投資家の誤った行動や任務怠慢などによって、受益者が損失をこうむるリスクを軽減させることで、受益者の利益を保護するためである²。一般的に、受託者責任は、受益者の利益を前提とする忠実義務(①から派生したもの)と善良な管理者としての注意を前提とする注意義務(②から派生したもの)とに区分される。ここにいう忠実義務とは、受益者の利益だけのために行動すること³を要請す

¹ Tamar Frankelは、①財産または権限が委託されること、②委託者が受託者を信頼していること、③委託によって委託者がリスクを負担することを受託者責任に根拠としている(能見善久=樋口範雄=神田秀樹編『信託法制の新時代：信託の現代的展開と将来展望』(2017、弘文堂)224頁)。

² 能見=樋口=神田編・前掲注(1)224頁；神田秀樹=折原誠『信託法講義』(2014、弘文堂)73頁。

³ 忠実義務では、顧客の利益と受託者の利益が衝突する利益相反行為の禁止、受託者の自分の利益のため

る一方、受益者の利益に反する行動を禁止する義務をいう⁴。この義務は、利益相反リスクが内在されているすべての状況において、機関投資家が何をために行動すべきかを提示する基準となる。

受託者責任は、受益者の利益の保護という観点で非常に有用なものである。しかし、受託者責任、なかでも、忠実義務については、かかる義務は、すべての状況において、受益者の利益だけを優先することを要請するものであるのかといった疑問が生じる。仮にそうであるとすれば、機関投資家は、受益者の利益だけのために株価パフォーマンスや配当性向を念頭に置いて行動すべき（いわゆる「短期志向投資」）ということになりそうである。こうした疑問に答えるためには、受託者責任をめぐる解釈論の変化を検討することが有用である。

受託者責任が「受益者の利益」を前提とする責任であるということには、昔も今も変わりがない。しかし、「受益者の利益」という概念に関する考え方には変化が見られる。過去には、受託者自身や第三者の利益のために行動してはならないという消極的・禁止的側面が強調されていた⁵。この考え方によれば、受託者の行為の時点において、たとえば、企業の価値向上と受益者の利益が一致しない場合には、受益者の利益を優先すべき必要がある（以下「専ら受益者の利益のために」という。これは、短期的な観点での受益者の利益と関係がある）。しかし、このような考え方は、中長期的な観点での受益者の利益の極大化（以下「受益者の最善の利益」という）のために必要な合理的な行為さえ制限する⁶不合理な結果を招くおそれがある⁷。このような理由から、近年では、「受益者の利益」を、「受益者の最善の利益のために」とみるべきという考え方が有力となっている⁸。これに加えて、最近では、受益者の最善の利益が、安定的かつ回復力のある資本市場や健全かつ持続可能な社会・環境システムなどに依存するという考え方が述べられている⁹。これは、株価は将来キャッシュ・フローに基づく現在の価値という考え方、または中長期的な企業価値の向上が保障されない限り、株式のリターンが発生しないと

めの行為の禁止、顧客ではない第三者の利益のための行為禁止などを原則としている。詳細は、道垣内弘人編＝大村敦志[ほか]『条解信託法』（2017、弘文堂）185頁以下参照。

⁴ 能見＝樋口＝神田編・前掲注（1）225頁。

⁵ 道垣編＝大村[ほか]・前掲注（3）193頁。

⁶ 伝統的考え方によると、機関投資家は、資本コストを上回るリターンを創出が期待できる投資チャンスがあるにもかかわらず、専ら受益者の利益という観点から、多くの利益配当を要請する不合理な選択をしなければならない状況に直面することになる。

⁷ 道垣編＝大村[ほか]・前掲注（3）198頁。

⁸ 道垣編＝大村[ほか]・前掲注（3）198頁。

⁹ Rory Sullivan・Will Martindale・Elodie Feller and Anna Bordon, *Fiduciary Duty in the 21st Century*, UNEP Inquiry・Principles for Responsible Investment・UN Global Compact and UNEP Finance Initiative (2015) p. 7.

いう考え方が主流となっている結果である¹⁰。以上のことから、議決権などの株主権行使を通じた企業価値向上に重点を置いた受託者責任の重要性が強調されるようになっている。

2 機関投資家のスチュワードシップ責任

上記のように受託者責任に関する解釈論は変化している。もっとも、注意すべきことは、「受益者の利益」という核心的概念に変わりはなく、それについての解釈は、受益者の状況や価値観によって変化する可能性があることである¹¹。また、受益者が機関投資家に対して特別な要請をした場合は、それを念頭に置いて行動する必要もある。そうだとしたら、受託者責任の名のもとに、もっぱら、企業価値の向上や持続的成長に寄与し、これを通じて受益者の中長期的な観点の利益拡大を追求するために機関投資家の議決権の行使を義務づけることが難しい場面が想定できる。すなわち、機関投資家として、適正な議決権行使をしたとしても、受益者によっては、その利益に合致しない可能性もある。これに対して、スチュワードシップ責任は、「専ら受益者の利益のために」という観点で行われる株価パフォーマンスだけを念頭に置いた短期志向投資を止揚するとともに、適正な議決権行使のような企業関与活動を通じた企業価値の向上や持続的成長を一次目標（原則）にしている。すなわち、そこでは、受託者責任と異なり、機関投資家による適正な議決権行使による企業活動への関与は必須的事項となる。

近年では、機関投資家の適正な議決権行使についての期待が世界的に高まっている。46カ国の現況を調査したOECDの報告書を見ると¹²、調査対象国のうち、67%が機関投資家に対して、議決権行使政策を開示するように要求しており、41%は議決権行使結果まで開示するように要求している¹³。特に、チリ、イスラエル、スイスなどでは、機関投資家による議決権行使を義務付けている¹⁴。

これらの背景には、議決権行使を通じて経営陣の監視やコーポレート・ガバナンスの改善が

¹⁰ 井口譲二「スチュワードシップ・コードの運用上の論点」法の支配186号（2017、日本法律家協会）105頁。

¹¹ 忠実義務の一般論として、「専ら受益者の利益のために」から「受益者の最善の利益のために」と転換されたと断言できないというものとして、道垣編＝大村[ほか]・前掲注（3）200頁。

¹² 以下の内容は、OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2017*, <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Factbook.pdf>（検索日：2018年6月1日）pp. 84、87～90参照。

¹³ 要請方法には、Law/regulation、Requirement by industry association、Codeがあったが、Law/regulationとCodeによる方式が大半であり、両者の中では、Law/regulation方式を採用している国が若干多く見られた。

¹⁴ OECD, *supra note 12*, pp. 83、84。一方、スウェーデンでは、AP7（公的年金）について、スウェーデン企業に対する議決権行使を禁止している。

期待できることに加えて、受託者責任の履行という観点からの議決権行使の重要性が大きくなっていることを指摘できる。受託者責任の履行という観点で適正な議決権行使を強調するのは、議決権の行使を通じて、自己が望むことを得られるほど機関投資家の影響力が増加したことに加えて、パッシブ運用の増加により売却(exit)上の困難が深刻化¹⁵したためである。現在では、機関投資家が保有株式全部を市場に売却すること自体が難しいだけでなく、売却後、ポートフォリオを再構成するのに、相当な費用がかかる恐れがある。特に、指数をベンチマークとするパッシブ運用では、企業の成果や経営戦略、ガバナンスなどが期待に及ばないとして、ウォールストリート・ルールによる売買戦略を選択することが一層難しい。そのため、パッシブ運用では、市場収益率を向上させる長期投資戦略に関心を持たざるをえないことになる¹⁶。一方、保有株式をすぐに売却できるとしても、それは、株価や市場安定に否定的な影響力を与える可能性があり、その影響は、現在の利益実現の以外に、自己の将来投資にまで及ぼす可能性がある。そのため、株式の売却には慎重にならざるを得ない。このような理由から、機関投資家は、必然的に、継続保有を前提に投資対象企業の経営を監視し、コーポレート・ガバナンス改善などを要請する戦略を選択する必要に迫られることとなる¹⁷。このような理由から、機関投資家の適正な議決権行使が、受託者責任の履行の有用な手段と認識されることとなった。

機関投資家の適切な議決権行使は、つぎの点で受益者の利益に資するものと考えられる。まず、議決権行使という手段は、コストがあまりかからない（以下の[表1]参照）。議決権行使は、株主総会において上程される案件について、賛否の意思を表示するのみで、消極的株主権行使ともいわれている。このような議決権行使は、株主のより積極的な行動である書信や私的対話¹⁸に比べて、費用の負担が大きくない。

[表1]株主権行使方式のスペクトル

← 費用減少	費用増加 →
← 低い持分率	高い持分率→

¹⁵ キムソンウ=イギファン=イミヨン「議決権行使が認められて以来、国内機関投資者の所有持分比率と企業価値に関する研究」企業経営研究19巻3号（2012、韓国企業経営学会）248頁。

¹⁶ ソンホンソン『スチュワードシップ・コードと機関投資者の株主権行使』（2018、資本市場研究院）11頁。

¹⁷ ソンホンソン・前掲注（16）11頁。

¹⁸ ソンホンソン・前掲注（16）41頁。

議決権行使	書信	私的対話	株主提案	訴訟	キャンペーン	委任状 争奪戦
-------	----	------	------	----	--------	------------

出典：ソンホンソン『スチュワードシップ・コードと機関投資者の株主権行使』（2018、資本市場研究院）40頁。

このように、議決権行使が、コスト面においてメリットがあったとしても、それを通じて得られること、すなわち、費用を上回る投資リターンを期待できないなら、受益者の利益という面で正当化されないだろう。この点、先行業績によれば、機関投資家は、議決権行使を通じて、自分が目標とする、例えば、取締役会の構成や配当性向などを達成する可能性がある¹⁹。これは、韓国において、非常に重要な意味を持つ。韓国では、低い配当性向や後進的な企業経営など²⁰によって韓国上場企業の株価が不当に低く評価される現象が生じている（これを「Korea Discount」という）。ガバナンスや配当性向などが改善されると、この韓国の慢性的な問題が緩和・解消されることが期待される²¹。機関投資家による議決権行使によるKorea Discountの緩和は、受益者の最善の利益に適うものと言える。機関投資家が、ヘッジファンドなどの他の機関投資家と連携することで、このような効果はより期待できるものとなる²²。

¹⁹ 林寿和「「実質的」なスチュワードシップ活動とESG評価の役割—運用機関における仕組みの現在—」ビジネス法務2018年3月（2018、中央経済社）50、51頁。この論文では、①報酬委員会の委員長や委員である取締役に対する賛成率が低いと低いほど、翌年度のCEOの報酬が減少する傾向がある、独立取締役に対する賛成率が低いと低いほど、翌年度のCEO交替確率が高まる、ガバナンス委員会に属する取締役に対する賛成率が低いと低いほど、翌年度まで買収防衛策の一つであるポイズン・ピルを廃止する企業が増加する傾向があることを証明した研究論文（業績、株価パフォーマンス、業種などの違いによる影響を排除した分析）、②取締役選任議案に対する賛成率が低いと低いほど、翌年度に退任する取締役が増加する傾向がある、また、M&A関連議案に対する賛成率が低いと低いほど、発表したM&Aを撤回する傾向があることを証明した研究論文（米国以外に、43カ国の議決権行使においても、同様の傾向が現れる）を紹介している。

²⁰ Korea Discountの原因としては、地政学的リスク、先進国と新興国の間に挟まれた韓国のサンドイッチ経済構造、景気の変動に敏感な輸出製造企業を中心の産業構造、高い外国人の需給への依存度と国内の需給の脆弱さのほかに、企業の透明性、低い配当性向や後進的な企業経営などが列挙されている。この問題は、国内証券市場の上昇の足を引っ張る主要原因に数えられている。

²¹ キムヨルメ＝キムジュンソプ「スチュワードシップ・コードの導入、海外の事例と展望—海外の年金基金と機関投資家の施行事例—」ユジン投資証券（2017年6月7日）43頁；ジャンソウ「支配構造の改善・配当性向の拡大によって、Korea Discountの解消」Newsis（2018年5月30日）、http://www.newsis.com/view/?id=NISX20180530_0000322151&cID=10401&pID=10400（検索日：2018年5月30日）；キムディモデ「韓半島の平和と配当拡大が定着すれば、Korea Discountの半分の解消」Business Post（2018年5月30日）、http://www.businesspost.co.kr/BP?command=article_view&num=84006（検索日：2018年5月30日）。

²² ヘッジファンドの行動主義は、短期的観点での利益だけでなく、中長期的観点での利益拡大においても、肯定的であるというものとして、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

なお、韓国では、機関投資家の反対議決権行使自体が、受益者の利益に貢献できることを示す研究結果が複数発表されている²³。例えば、国民年金が反対議決権を行使すると、その後、10取引日の間、約2%の株式超過収益率（abnormal return）²⁴を得て、特に、合併および分割に関する案件では、約6%の高い超過収益率を得た²⁵。このような超過収益率は、株式市場が、機関投資家の反対議決権行使を、企業に対する監視機能の作動と認識して肯定的に反応したことによるものである²⁶。

ナンス」商事法務2109号（2016、商事法務研究会）39、40頁。もっとも、最近の5件の実証研究を分析した結果により、2件の研究では、統計的に有意な+の長期収益率を得ることができたが、残りの3件では、統計的に有意な結果を得られないというものとして、ソンホンソン・前掲注（16）62頁。

上記に照らしてみると、まだ断定的に言えないが、ヘッジファンドの行動主義が、中長期的観点での利益の拡大にも寄与できると言い得る。ところで、ヘッジファンドの行動主義が、中長期的観点での利益の拡大に貢献することができるのであれば、機関投資家が、ヘッジファンドの行動主義の内容を検討する価値はあると考える。このような検討は、機関投資家の議決権行使に内在するインセンティブという問題を緩和する手段になることもできる。実際、最近では、インセンティブの観点で、ヘッジファンドと機関投資家の役割分担が議論されている（白井・前掲注（22）40頁）。

²³ ヨンカンフム＝キムハンナ「機関投資家の議決権反対行使の経営監視機能」企業支配構造レビュー77号（2014、韓国企業支配構造院）；ヤンチョロン「国民年金の議決権行使に対する実証分析」韓国財務学会学術大会（2018、韓国財務学会）。機関投資家の積極的な議決権行使が、企業価値に直接的な影響を及ぼしたというものとして、キムソンウ＝イギファン＝イミヨン・前掲注（15）249頁。

²⁴ 超過収益率は、正常収益率を超える収益率として、当該株式の実際の日別収益率でリスクを調整した正常収益率を差し引く方式で計算する。

²⁵ 詳細は、ヤンチョロン・前掲注（23）参照。株式市場が、国民年金の反対議決権行使より集合投資業者のような民間機関投資家の反対議決権行使について、より敏感に反応したというものとして、ヨンカンフム＝キムハンナ・前掲注（23）10、11頁。

²⁶ ヨンカンフム＝キムハンナ・前掲注（23）15頁。

第二章 韓国の機関投資家の議決権行使の現状

韓国では、株主の権利のうち、議決権は、株主総会に出席し、決議に参加できる権利として、最も重要な共益権である。そこでは、株主はその意思どおりに議決権を行使することができる。しかし、機関投資家の議決権については特別の配慮が求められることに注意が必要である。機関投資家の場合、一般株主とは異なる地位（受託者としての地位）と影響力を持っているためである。

1997年のIMF経済危機前、韓国では機関投資家について否定的な側面が強調され²⁷、その議決権行使を法的に規制する必要があるという認識が強かった²⁸。その結果、旧証券投資信託業法の改正で機関投資家（投資信託会社）の議決権の行使を原則的に制限したこともあった。しかし、1998年を基点に機関投資家の議決権行使に対する認識が変化し²⁹、それ以降、機関投資家の議決権行使を後押しする方向で法改正が行われてきた。たとえば、1998年には、旧証券投資信託業法の改正によって機関投資家の議決権行使を解禁し³⁰、2005年1月には、旧基金管理基本法を改正し、公的年金などの議決権行使および議決権行使内容の開示に関する規定を導入した（同法3条の6）。また、2013年5月には、資本市場法を改正し、機関投資家が「投資者の利益を保護するために、集合投資財産に属する株式の議決権を忠実に行使しなければならない」とする規定（同法87条1項）を定め、さらに、その議決権行使の内容の開示に関する規定を整備した（同条

²⁷ 大株主や特定勢力が、証券関係法令を巧みに回避し、対象会社の経営権掌握や維持の手段として機関投資家の議決権を悪用する事例があった。

²⁸ グォンキボム「機関投資家の議決権行使に関する研究」商事法研究14輯2号（1995、韓国商事法学会）132頁。

²⁹ 韓国は、IMF経済危機をきっかけに、コーポレート・ガバナンスの改善の必要性を強く認識するようになった。その後、韓国では、機関投資家の企業経営への参加を誘導し、これを通じて大株主中心のコーポレート・ガバナンスを改善する方策について検討してきた（ソンホシン「機関投資家の議決権行使に対する法的課題」経営法律23輯4号（2013、韓国経営法律学会）36、37頁）。

³⁰ 旧証券投資信託業法25条2項では、合併・営業資産の全部または一部譲渡等により信託財産に損失を招くことが明白な場合を除いては、投資信託会社の議決権行使を制限していた。1998年9月、旧証券投資信託業法を改正し、投資信託会社が信託財産で保有している株式について議決権を行使できるようにした。しかし、当時の改正では、合併・役員を選任などの経営権変更と関連して議決権を行使しようとする場合には、これを事前に開示しなければならず、さらに投資信託会社が株式を発行した会社を系列会社に編入しようとする場合には、従来と同様に議決権行使を制限していた。2002年4月改正で、相互出資制限企業集団に属した投資信託会社であっても、信託財産の損失が予想されるときは、議決権を行使できるようにした（ただし、その系列会社の特殊関係人と合わせ、当該系列会社の発行株式総数の30%の範囲内で、合併・営業譲渡・役員任免・定款変更に限る）。<http://www.law.go.kr/lsInfoP.do?docType=J0&lsiSeq=50930&jNo=003300#J33:0>（検索日：2016年10月6日）。

8項)。最近では、機関投資家が議決権行使を図ることができる効率的な方策について協議が進められ、2016年12月に「韓国版スチュワードシップ・コード」が導入された。

このように韓国は、機関投資家の適切な議決権行使を図るための努力を続けてきた。そのため、機関投資家の議決権行使が一部改善されたと言える。しかし、依然として機関投資家の議決権行使が消極的に行われているという批判も存在する³¹。

以下では、韓国の機関投資家の議決権行使をめぐる現状を具体的に分析したい。

第一節 機関投資家の影響力

1 株式市場において機関投資家が占める比重

[表2]韓国における投資主体別の株式保有割合（単位:%）

年度	機関投資家	個人	外国人	一般法人	政府および 政府管理企業
2003	16.7	19.7	40.1	19.0	4.5
2004	17.6	18.0	42.0	18.0	4.4
2005	19.6	18.4	39.7	18.3	4.0
2006	22.0	17.9	37.3	18.5	4.3
2007	21.2	21.8	32.4	21.5	3.1
2008	12.4	27.1	28.8	28.9	2.9
2009	12.5	31.0	32.7	22.0	1.9
2010	14.0	21.2	33.0	28.3	3.5
2011	13.6	20.7	32.9	30.2	2.6
2012	16.7	20.3	34.7	24.7	3.6
2013	17.1	19.7	35.2	24.4	3.6

出典：金融投資協会「韓米日の投資主体別の株式市場の比重の比較」金融投資協会報道資料

³¹ 機関投資家の消極的な議決権行使は、受託者としての責任を尽くさないことを意味する。したがって、法律により機関投資家の受託者責任を要求している韓国では、消極的な議決権行使は法規定の違反に該当するおそれがあるという指摘がある。チョンユンモ『機関投資家の受託者責任とスチュワードシップ・コードの導入』（2016、資本市場研究院）4頁。

(2015年1月21日) 2頁。

韓国の場合、投資需要を誘発できる優良企業の株式の供給量は少ないため³²、多くの機関投資家は、株式よりも安全性の高い資産への投資比率を高く維持してきた³³。そのため、韓国の株式市場において機関投資家が占める割合は、2013年では17.1%にすぎず、「政府および政府管理企業」を除けば、最も低い水準に止まっている。これは、同期間の株式市場において機関投資家が占める割合が47.1%である米国の場合と比較し、非常に低い水準である³⁴。

しかし、韓国の株式市場において機関投資家が占める比重と影響力は、徐々に増加すると予想される。金融委員会は、2014年11月、「株式市場の発展案」の一つとして、機関投資家の役割を強調し³⁵、年金基金の株式投資の活性化等を推進した³⁶。その結果、2001年に導入された「(公的)年金基金投資プール」制度³⁷のほかに、共済会、私立大学積立基金、企業の社内福祉基金等、約1800社に達する中小型年金基金の余剰資金の効率的運用を支援する「民間の年金基金投資プール」制度³⁸が2015年9月に導入された³⁹。これによって、預貯金等という低収益で安全な資産に投資されてきた中小型年金基金の余剰資金⁴⁰が、株式市場に流入する道が開かれた。また、2015

³² 韓国の場合、上場要件が厳格なため、新生革新企業が株式市場を通じて成長資金を調達しにくい状況にある。また、一部の優良上場企業の場合、高い価格や過度な自社株の買い付けなどによって、その株式の流動性が低く、需要に比べて供給が不足した状況にある(金融委員会「株式市場の発展案」別添資料(2014年11月)6頁)。

³³ 金融委員会・前掲注(32)6頁。

³⁴ 金融投資協会「韓米日の投資主体別の株式市場の比重の比較」金融投資協会報道資料(2015年1月21日)3頁。

³⁵ 長期的な観点から見ると、機関投資家が株式市場において占める比重が増加すれば、外国人の資金の流入による株式市場の変動性を緩和できるという点で肯定的な面がある。

³⁶ 金融委員会・前掲注(32)12頁以下参照。

³⁷ 1999年の基金運用評価では、基金資産運用について、①基金資産運用政策の不在や資産運用の担当人材の専門性の欠如、②全ての基金が過度に多い運用資金を定期預金等に短期で運用、③危険・収益率の分析が不十分し、専門性の欠如で債券・株式等への直接投資不足、④特定金融機関に対して余裕資金を排他的、または優先的に配分して運用する等の問題点が指摘された。このような問題から、基金政策審議会は、基金資産運用の専門性の確保や収益性向上のために「(公的)年金基金投資プール」制度を導入することに決定した。同制度は、2001年12月に導入された。<https://www.investpool.go.kr/introduction/concept/view01.jsp> (検索日:2016年11月8日) 参照。

³⁸ 「民間の年金基金投資プール」は、「(公的)年金基金投資プール」と同様に、個々の基金が投資プールを通じて、主幹運用会社の統合ファンドに余裕資金を預け、主幹運用会社が当該資金を下位ファンドに配分して運用するFund of Funds構造を取っている。

³⁹ <http://stock.hankyung.com/news/app/newsview.php?aid=2015090113341> (検索日:2016年11月8日)。

⁴⁰ 国民年金基金等の一部の公的年金基金を除いて大半の年金基金は、資産規模や運用能力等を考慮するとき、基金の資金を株式市場に投資しにくい状況にある。そのため、大半の年金基金は、余裕資金を預金等の低収益で安全な資産に投資してきた(金融委員会・前掲注(32)12頁)。

年9月には、郵政事業本部の株式への投資限度が、預金者の資金の10%から20%までに拡大された（郵便局預金保険に関する法律施行規則15条の2第1項）。

これらの制度的支援のほか、低金利の状況が長期化する中、株式投資の比重が低かった機関投資家の動きに変化が見られる。一例として、「（公的）年基金投資プール」の株式関連商品の投資比重の推移を見ると、2013年第1四半期には、総受託資金12兆6350億ウォンのうち2兆6824億ウォンを株式関連商品に投資し、また、2015年第4四半期には、総受託資金18兆5522億ウォンのうち7兆5902億ウォンを株式関連商品に投資した。このように、投資プールにおいて、株式関連商品が占める割合は、2013年第1四半期21.1%から2015年第4四半期41.2%まで大幅に増加した⁴¹。韓国の株式市場において、機関投資家が占める比重と影響力は、リーマン・ショックによる経済危機以後、徐々に増加する傾向にある。

2 企業に対する機関投資家の影響力

上場会社のうち、時価総額上位の30社の場合、最大株主等の支配株主の平均持分率は30.4%、外国人投資家の平均持分率は36.7%である。この点で、17%以上の持分を持っている機関投資家は、重要な事案においてキャスティングボート(casting vote) を握るため、すでにかんがりの影響力を持っていると考えられる⁴²。もっとも、今後機関投資家が企業に及ぼす影響力は、機関投資家が株式市場において占める割合の増加や以下のような事情などによって、一層増大すると期待される。

(1) シャドーボート制度の廃止

韓国では、株主総会決議の不成立を防ぐために、韓国預託決済院の「シャドーボート制度」(Shadow Voting) を運営してきた。これは、企業が要請する場合、韓国預託決済院が株主総会に出席した株主の議決権行使の割合（賛成・反対の割合）どおりに、預託株式の議決権を行使する制度である。多数の企業は、3%ルール⁴³が適用される監査役または監査委員の選任

⁴¹ <https://www.investpool.go.kr/status/scale/view.jsp>（検索日：2016年11月8日）。

⁴² チョンウヨン「機関投資家の受託者責任に関する原則（案）に対する討論」スチュワードシップ・コードの導入に向けた第2次公聴会（2016年12月5日）2頁。

⁴³ 監査役または監査委員を選任する場合、議決権のない株式を除いて発行株式総数の3%を超過する数の株式を持っている株主は、その超過の株式については、議決権を行使できない。

(商法409条2項、542条の12第3項および4項)等において、同制度を有効に利用してきた⁴⁴。しかし、2018年1月1日から、上記の「シャドーボーティング制度」が廃止された⁴⁵。その結果、今後、企業は他の方法により株主総会決議の成立に必要な議決権を確保しなければならない。しかし、少額株主の株主総会への出席に期待することは、短期投資を通じた短期差益を目的とする少額株主が大半を占めている状況を考慮すれば、現実的に、難しいと考えられる。また、事前に株主総会決議の成立要件の充足するかどうかを確実に知ることができない書面投票や電子投票の活用も限界があると思われる。そこで、実務界では、①議決権の代理行使勧誘制度の活用(66.6%)、②保有株式が多い株主に対する議決権行使の要請(64.4%)、③機関投資家に対する議決権行使の要請(42.2%)等が効率的な代案と考えられている⁴⁶。これらの代替案は、いずれも機関投資家の役割が重視される案といえる。なぜなら、①の場合には、少額株主を対象としたものについては大きな効果を期待し難いため、機関投資家についても代理行使勧誘をする必要があり、②の場合には、保有株式が多い株主の代表例は機関投資家であるためである。このような面から見れば、機関投資家が企業に及ぼす影響力が一層増大される可能性が高い。

(2) 国民年金のステュワードシップ・コードの採用

国民年金は、2018年7月末にステュワードシップ・コードを採用した。その背景には、①国民年金は市場の影響などを考慮して株主権行使に消極的であったという批判、②国内株式市場

⁴⁴ 2015年12月の決算上場法人の定時株主総会において、韓国預託決済院の「シャドーボーティング制度」の利用現状を見ると、1,965社のうち、457社(23.3%)が同制度を利用した。そして、457社のうち、監査役等の選任において、同制度を利用した法人が378社(82.7%)もあった。これについては、韓国預託決済院「15年12月の決算上場法人の定時株主総会のシャドーボーティングの現状一要請社、前年比145社(312社→457社、46.5%)増加」韓国預託決済院報道資料(2016年4月28日)参照。

⁴⁵ 「韓国預託決済院のシャドーボーティング制度」は、株主総会の不成立という社会的な問題を解決するために、1991年に法理的な問題を完全に解決しないまま、導入された。その結果、様々な法的問題が提起された(法的問題については、ユンスンヨン「シャドーボーティング制度の廃止の当為性とその代案」CGSReport4巻14号(2014、韓国企業支配構造院)3頁；バクチョルヨン「シャドーボーティングの廃止と株主総会の活性化」BFL60号(2013、ソウル大学金融法センター)49頁以下)。このような理由から、2013年5月、資本市場法の改正では、上場企業の株主総会の充実した運営のための障害要因であると指摘されてきた同制度を2015年から廃止することにした。しかし、同制度の廃止を控えて激論が行われ、その過程で電子投票制度、または電子委任状勧誘制度の導入等、一定の要件を満たす企業に限って、同制度を2017年12月31日まで猶予することにした(資本市場法付則(法律11845号、2013年5月28日)18条)。

⁴⁶ 韓国上場会社協議会およびコスダック協会が、2014年の株主総会を開催した有価証券市場およびコスダック市場の上場法人について、2014年3月7日から4月18日まで、1,731社の上場法人を対象として実施したアンケート調査の結果である(922社の上場会社から回答)。これについては、チェジュンソン「株主総会の決議制度の改正方向」商事法研究33巻2号(2014、韓国商事法学会)36、44頁。

において占める割合が増加するなど、市場影響力の拡大によって買い受け・売り渡しを通じた運用幅が制限されていることから、株主活動を通じた長期的な収益性向上の必要性の増加、③三星物産合併や大韓航空事件などを契機に、国民年金の株主権行使についての社会的関心の増加などがあった⁴⁷。

国民年金は、市場の影響や基金本部の組織・人材の状況⁴⁸を考慮し、株主権行使の範囲を段階的に拡大していく方針であるが、資本市場に莫大な影響力を行使する国民年金がスチュワードシップ・コードを採用したこと自体だけで、市場に相当な影響を及ぼす可能性がある⁴⁹。すでに、機関投資家の議決権行使の適正化という観点で、肯定的な変化が見えている。資産運用会社や保険会社が、コードへの参加に積極的な姿を見せ始めた⁵⁰。参加機関投資家がコードを誠実に履行するかについては、疑問もあるが、コードの履行についての政府・市場の関心が高まったことから、今後、機関投資家は、議決権行使を含むコードの履行に積極的に臨む可能性がある。

(3) 国民年金による責任投資重視の傾向

責任投資は、財務的な要素に加えて、非財務的（ESG）要素まで考慮することを前提とする投資方式である⁵¹。現在では、責任投資は、ウォールストリート・ルールを乗り越えるもの、投資リスクを効率的に管理するもの、多様な利害関係者の理解を満たすもの、持続可能な投資

⁴⁷ 保健福祉部国民年金公団「国民年金基金の受託者責任に関する原則（スチュワードシップ・コード）導入案」（2018年7月30日）16頁。

⁴⁸ 現在、基金本部の議決権・株主権行使専従組織は、9人で構成されている1チーム（責任投資チーム）しかないため、業務処理に限界があると判断される。

⁴⁹ 国民年金のスチュワードシップ・コードの採用については、期待と憂慮が混在している。もっとも、現時点で明らかなのは、国民年金のスチュワードシップ・コードの採用自体が、投資対象企業の価値向上に肯定的な影響を及ぼしているということである。詳細は、キムヒョンソク＝イムヒョンイル「国民年金のスチュワードシップ・コードの導入が企業価値に及ぼす影響（5%以上の持分保有の企業を中心に）」ESG最新懸案分析2018年8月（2018、韓国企業支配構造院）参照。

⁵⁰ 63機関投資家がコードに参加し、43機関投資家が参加を予定している（2018年10月3日基準）。詳細は、韓国企業支配構造院、韓国スチュワードシップ・コードへの参加現状、<http://sc.cgs.or.kr/participation/investors.jsp>（検索日：2018年10月3日）。

⁵¹ 責任投資原則（Principles for Responsible Investment ; PRI）は、持続可能な投資という観点からESG要素を分析・ESG投資戦略の実行を要求する、すなわち、投資家の責任を強調する投資原則である。この原則は、2006年4月にUN事務総長コフィー・アナン（Kofi Annan）の全幅的な支援のもと、ニューヨーク証券取引所（New York Stock Exchange）で発表された（詳細は、権容秀「企業の社会的責任の具現に関する法的研究」（2015、建国大学）111、112頁）。韓国では、国民年金が2009年7月にこの原則を採択した。国民年金基金の議決権行使の指針では、「基金は、長期的、かつ安定的な収益率向上に向けて、環境、社会、企業支配構造等の責任投資の要素を考慮し、議決権を行使する」と規定している（同指針4条の2）。

収益実現に寄与するものとした評価が一般化している。

2009年に、国民年金は、責任投資に関する国際的イニシアティブのUN責任投資原則に加入し、2015年1月には、国民年金法の改正で国民年金の責任投資に関する法的根拠も設けた（同法102条4項および105条1項5号）。現時点では、国民年金の責任投資が活性化されたとはいえないものの⁵²、今後、責任投資の本格的な活性化が期待される。すなわち、保健福祉部が、2017年12月に、第7次国民年金基金運用委員会を開催し、社会責任投資専門委員会の設置方向や責任投資の活性化策などを本格的に論議し始めた⁵³。何より、三星物産と第一毛織の合併事件や大韓航空事件以降、国民年金の責任投資についての社会的要求が高まっており、スチュワードシップ・コードの導入以降、企業価値向上や持続的成長の観点から、国民年金の役割を強調することを考えると、上記の論議は結実を結ぶ可能性がある⁵⁴。

責任投資の戦略には、①ESGの体内化（ESG Incorporation）、②株主関与活動（Shareholder Engagement）があるが⁵⁵、今後は、②を強調する可能性が大きい。その理由は、①は信認義務との関係において不明な点があるためである。たとえば、①の戦略の中、ネガティブ・スクリーニングは、ESGにおいて否定的に評価される企業を投資対象から排除する方式であるため、ポートフォリオの多角化を制限することで、収益率の低下や資本市場の発展に否定的な影響を及ぼす余地がある。もちろん、①の戦略の中、たとえば、ポジティブ・スクリーニングは、伝統的な投資と同様に、収益とリスクを考慮し、ESGが優秀な企業に投資する方式ということで、伝統的な投資以上の収益率を期待することもできる⁵⁶。しかし、比較的一貫して株主価値を向上させると評価されている②（たとえば、企業関与や株主行動など）に比べては、信認義務との関係が不明であるということをお否定できない⁵⁷。

国民年金の責任投資が活性化され、その戦略として機関投資家の議決権行使などを想定している②が強調されると、今後、国民年金の議決権行使においては、ESG要素の顧慮が一層厳格化する可能性がある。

⁵² イジョンオ＝キムテハン＝カンカギョン『2016年、韓国の社会責任投資市場の現状および展望』（2017、韓国社会責任投資フォーラム）16頁。

⁵³ 保健福祉部「第7次基金運用委員会、社会責任投資専門委員会の設置方向、責任投資・スチュワードシップ・コード研究の中間報告など論議」報道資料（2017年12月1日）7頁。

⁵⁴ イジョンオ＝キムテハン＝カンカギョン・前掲注（5 2）16頁。

⁵⁵ 権容秀・前掲注（5 1）114頁。

⁵⁶ 権容秀・前掲注（5 1）120頁。

⁵⁷ 高麗大学産学協力団「国民年金責任投資活性化およびスチュワードシップ・コードの導入案に関する政策討論会」（2017、高麗大学産学協力団・国民年金）9頁。

(4) 私募ファンドに関する規定整備の推進

2018年9月に、金融委員会は、私募ファンド制度再編の推進方向を発表した⁵⁸。核心は、既存の私募ファンド規制を果敢に改革することで、革新成長と雇用創出を強く支援することであるが⁵⁹、その内容を見れば、機関投資家である私募ファンドの議決権行使を含む株主関与活動の活性化が期待される。

現在、資本市場法では、私募ファンドを、経営参加型私募ファンド(PEF)と専門投資型私募ファンド(ヘッジファンド)に区分し、それぞれ別の運用規制を設けている⁶⁰。ここでは、私募ファンドの議決権行使という観点で、問題となる規制がある。たとえば、①PEFについては、議決権のある株式10%以上を取得し、それを6ヵ月以上保有することを義務づける規制、②ヘッジファンドについては、保有株式のうち、10%超過分についての議決権行使を制限する規制がある(いわゆる「10%ルール」)。このような規制は、不合理な状況を招く危険性がある。

たとえば、①について、国内PEFは、資金負担の点で、時価総額が大きい大企業に投資するのが困難なため、国内大企業の支配構造改善において、大企業オーナーと海外資本の対決だけが強調される特異な現象がしばしば発生している⁶¹。これは、機関投資家の議決権行使の全体に否

⁵⁸ 以下は、金融委員会「革新成長と雇用創出を後押しするための「私募ファンドの発展方向の討論会」開催」報道資料(2018年9月27日)参照。

⁵⁹ 私募ファンド制度再編推進の背景には、市場の浮動資金が生産的分野へ流れない「資金の需要と供給のミスマッチ」が、韓国経済の活力(革新成長や雇用創出など)を低下するという批判があった。

⁶⁰ 現在の私募ファンド規制は、基本的に、2015年7月24日の一部改正によるものといえる(詳細は、資本市場法7章(私募集合投資機構などについての特例)参照)。2015年7月の改正前には、私募ファンドを、一般私募ファンド、専門私募ファンド(ヘッジファンド)、私募集合投資専門会社(PEF)および企業財務安定私募投資専門会社(企業財務安定PEF)に区分したが、改正法では、これを経営参加型私募ファンド(PEF)と専門投資型私募ファンド(ヘッジファンド)に区分し、従来の複雑な規律体系を単純化した。また、ヘッジファンド運用会社の市場進入規制緩和(認可制から登録制)や私募ファンドの設立規制緩和(事前登録制から事後報告制)など、私募ファンドについての規制を緩和した。

⁶¹ 国内PEFは、投資対象会社の議決権のある株式を10%以上取得すべきとされているため、三星のように時価総額の大きい大企業を投資対象にするのは、現実的に難しい。そのため、こうした大企業の支配構造をめぐる議論においては、海外資本だけが強調される傾向がある。ところで、最近の韓国の法制度の整備の動向を見ると、海外資本がより強調される可能性がある。三星を例として説明する。三星は、循環出資の解消に関する政府の要請を受け、2018年に3回にわたって系列会社の持分を売却した。2018年4月には、三星SDIが保有している三星物産株の全量を5,600億ウォンで売却し、5月には、三星生命と三星火災が保有している1兆4000億ウォン相当の三星電子株を売却した。さらに、9月には、三星電機と三星火災が保有している三星物産株の4%を売却し、循環出資を解消した。ところが、今後、「保険業法改正案」(保険会社が非金融系列会社の持分(時価基準)を総資産の3%以上保有できないようにすること)が成立すれば、三星生命は、時価基準で14兆3,000億ウォンの三星電子株を、三星火災は、1兆6,000億ウォンの三星電子株を売却しなければならない。そうなれば、李在鎔副会長などオーナー一家とその特殊関係人の三星電子の持分率は15%を下回ることになる。これは、海外資本が三星の支配構造改善などに取り組むインセンティブを

定的な影響を及ぼす恐れがある。大企業オーナーと国内受益者の利益に無関心な海外資本の対決が形成されれば、国内機関投資家は、国内受益者の利益という観点で、やむを得ず大企業の味方をせざるを得ない状況に直面する可能性もあるためである。

他方で、②について、韓国の現実からして、ヘッジファンドについての規制が必要であるということは理解できないことではない⁶²。もっとも、大企業の支配力の拡張防止のために、公正取引法で利害関係者（系列会社など）に対する議決権行使を原則禁止していることなどを考えると、資本市場法で、ヘッジファンドに対する10%ルールを規定する必要があるのかについて疑問もある。

ところで、2018年9月に、金融委員会は、PEFとヘッジファンドの規制を一元化し、10%ルールを廃止するなどの私募ファンド制度再編の推進方向を提案した⁶³。さらに、私募ファンド自体が活性化されるように、投資者数基準も49人以下から100人以下に拡大する方向を提示した⁶⁴。このような方向で制度整備が行われると、今後、私募ファンドが企業価値向上や支配構造改善に積極的に乗り出す道が開かれることになる。私募ファンドが企業価値向上や支配構造改善の先鋒将になれば、インセンティブを理由に議決権行使を躊躇する機関投資家のより積極的な議決権行使も期待できると考えられる⁶⁵。

（5）その他要因

低金利・高齢化社会が進む韓国では、資産運用産業が脚光をあびている。2004年、旧間接投資資産運用法が導入されて以後、本格的に資産運用産業を育成するための制度的支援を推進してきた。しかし、グローバル金融危機の以後、公募ファンド市場に対する信頼度が下落し、資産運用の産業の発展が停滞した。金融委員会は、公募ファンド市場の低迷が資産運用産業の活

提供することになる。ちなみに、実務では、海外資本から経営権を安定的に守れる持分率を30%程度と認識している。

⁶² 韓国では、2004年にPEF制度を導入したとき、大企業集団がPEF制度を悪用して支配力を拡張する可能性があるという懸念があった。国内の批判的な世論を回避するため、大企業集団がPEFに投資家として参加し、PEF運営会社に影響力を行使することで、事実上のPEFの投資対象会社を支配する可能性があるからである。このような懸念は、ヘッジファンドの場合も同様である。この点で、ヘッジファンドを規制する必要性がある。

⁶³ 詳細は、金融委員会・前掲注（58）参照。

⁶⁴ 詳細は、金融委員会・前掲注（58）参照。

⁶⁵ 機関投資家が議決権行使に消極的な姿勢に臨むのは、議決権行使にかかる費用対利益が明らかでないためである。ところが、私募ファンドが投資対象会社と対立すれば、その過程で私募ファンド側の勢力と投資対象会社側の勢力が明らかになる。これは、機関投資家の費用対利益をより明らかにする。

力の向上を制約する要因であると判断し、公募ファンド市場の活性化を図るための規制改善を実施した⁶⁶。その一つとして、公募証券ファンドの分散投資規制が改善された。従来は、公募証券ファンド（ETFを除く）は、国債等の優良証券を除いて、同一種目について10%以上投資できなかった。2015年4月の資本市場法の改正では、投資家の保護やファンドの財産の安定的運用のために必要であれば、ファンド財産の50%以上を他の種目に5%ずつ分散投資する場合に限り、残りの財産については、同一種目に25%まで投資できるようにした（資本市場法81条1項1号、法施行令80条1項3の2号）。これによって、公募ファンドが特定企業に及ぼすことができる影響力の増加への道が開かれた。

第二節 機関投資家の議決権行使に関する規制

機関投資家は、信託法（善管注意義務（32条）および忠実義務（33条））、資本市場法（金融投資業者の信義誠実義務等（37条）、集合投資業者の善管注意義務および忠実義務（79条）、信託業者の善管注意義務および忠実義務（102条））、民法（受任者の善管注意義務（681条））などの規定に基づいて、受託者としての責任を負担する。そのために機関投資家は、顧客（受益者）の利益という観点から、顧客の資産を忠実に管理・運営しなければならない。

機関投資家の受託者責任の具体的な内容には適切な議決権行使が含まれるというのが一般的見解である⁶⁷。これによると、機関投資家が受託者責任を果たすためには、顧客（受益者）にとって最も利益になることが何かを考慮した上で、適切に議決権を行使しなければならない。しかし、韓国の場合は、機関投資家の受託者責任に対する認識不足や費用負担、利益相反問題などによって、議決権の行使に消極的な態度を取ってきた。この点を是正するため、機関投資家の受託者責任に関する法解釈を通じて機関投資家の議決権行使を要請するほか、国家財政法、資本市場法などの法律を通じて機関投資家の議決権行使に関する直接的な明文規定を置いている。

以下では、機関投資家の議決権行使に関する直接的な明文規定を概観する。

⁶⁶ 公募ファンドの活性化のためには、根本的には、株式市場の回復や家計可処分所得の増加等、非制度的な要件が解決されなければならない（金融委員会「資産運用産業の活力回復のための規制合理化案」報道添付資料（2015年3月5日）1頁）。

⁶⁷ 機関投資家の議決権行使が、資産運用行為の一部であるということが多くの国での一般的な認識である。たとえば、米国では、労働部の解釈指針で、投資資産の価値に影響を及ぼす議案についての議決権行使は、ERISA法上の年基金の信託義務（fiduciary duty）に含まれるということを明確にしている。<http://www.issgovernance.com/file/duediligence/iss-statement-hfsc-17-may-2016.pdf>、A-14以下参照（検索日：2016年10月7日）。

1 機関投資家の議決権行使に関する法律

機関投資家は、公的機関投資家（公的年金基金など）と民間機関投資家（資産運用会社など）に区分することができる。韓国では、前者には国家財政法、後者には資本市場法が適用される。

（1）国家財政法

韓国では、予算会計法をはじめとする財政関係法令を通じて、国家財政を運営してきた。しかし、何度もの改定にかかわらず、これでは財政規模と内容の変化等、韓国をめぐる諸般事情の変化に能動的に対応できないと指摘されてきた。このような状況で、1997年のIMF経済危機によって、財政の健全性が大幅に悪化すると、財政制度の全般についての改革の必要性が強く主張された⁶⁸。以上の背景から財政運用の効率性・健全性・透明性の向上および先進財政制度の基盤づくりのために国家財政法が制定された。

国家財政に関する基本法である国家財政法は、従来の予算会計法と基金管理基本法を統合して制定された。その結果、国家財政法は単に予算・会計だけでなく、基金の管理・運用に関する事項まで規定するものとなっている。

国家財政法は、基金管理主体に対して、その基金の設置目的と公益に合わせて基金を管理・運用し、安定性・流動性・収益性および公共性を考慮して基金の資産を透明かつ効率的に運営しなければならないという原則を定めている（同法62条1項および63条1項）。国家財政法では、その具体的方策として、次のような基金の議決権行使の原則や資産運用指針の制定等に関する規定を置いている。

1) 基金の議決権行使の原則

韓国では、2005年1月に、旧基金管理基本法が改正される前には、原則的に基金の株式投資が禁止されており⁶⁹、そのため、同法で基金の議決権行使に関する規定を置く必要がなかった。し

⁶⁸ 国会予算政策処『国家財政法の理解と実際』（2014、聖地文化史）15頁。

⁶⁹ 2005年1月、旧基金管理基本法の改正前には、個々の基金法で、株式投資を許容する（総57のうち）25の基金（国民年金、公務員年金基金、国民住宅基金等）を除いては、原則的に、基金財産の株式投資が禁止された（当時、個々の基金法上の株式投資の許容可否に関しては、ユビョンゴン「基金管理基本法の改正法律案（政府提出）検討報告」（2004、国会運営委員会）7頁）。

かし、①画一的かつ一律的な規制を撤廃し、個々の基金に対して基金運用の自主的選択を付与するのが望ましい、②低金利の傾向を考慮する際、株式を含めた多様な資産に対する分散投資を許容することにより、リスク管理と適切な受益率を確保する必要がある、③資本市場において公的基金が機関投資家として適正な役割を果たせば、資本市場の安定的な成長と企業経営の透明性を向上できる等を理由として、基金の株式投資を許容すべきとの主張がなされた⁷⁰。それと関連して、基金資産運用の効率性と透明性を確保できる案の必要性が指摘された。このような背景により、旧基金管理基本法は2005年の改正で基金の株式投資を許容するとともに、基金資産運用の効率性と透明性確保という側面から基金の議決権行使およびその行使内容の開示に関する規定を導入した。

国家財政法は、旧基金管理基本法の上記の規定を継承し、公的基金の管理主体⁷¹に対して基金の利益のために保有株式の議決権を誠実に行使し、その行使の内容を開示するように要求している（同法64条）。ここにいう、基金の利益は、各基金の特性および設置目的、その所有権の帰属主体によって変わらざるを得ない。もっとも、広い意味で、基金管理主体は究極的に国民から基金の管理・運用の委託を受けた主体と言え、基金の利益は当該国民の利益であると解釈できるだろう。このような観点から見ると、議決権の誠実な行使は、国民の利益に反しない方向で、信義誠実の原則に依拠して議決権を行使しなければならないと解することができる。

2) 資産運用指針の制定

基金の株式投資の許容と関連して、基金資産運用の効率性や透明性を高める方策の必要性が強調された。このような背景から、国家財政法は、資産運用業務を遂行する場合において遵守すべき資産運用指針を定め、国会の所管常任委員会に提出するように求めている。資産運用指針には、保有株式の議決権行使に対する基準や手続きに関する事項を記載しなければならない（同法79条1項および3項4号）。

上記の規定に基づいて、各公的基金は、資産運用指針を定めている。たとえば、代表的な公

⁷⁰ ①公的基金の性格上、安定的な運用が特に重要であるため、リスクの面から株式投資を許容することは望ましくない、②政府が証券市場を浮揚のために公的基金を活用する可能性がある、③公的基金が議決権を行使する過程で民間企業の経営権に政府が直接的に介入するおそれがあるという等の批判が提起された（ユビョンゴン・前掲注（69）5頁）。

⁷¹ 国民年金基金、公務員年金基金、軍人年金基金、雇用保険基金、賃金債権保障基金等の管理主体をいう。

的基金である国民年金⁷²の場合、議決権行使についての基準や手続きに関する事項を含めた「国民年金基金運用指針」を定めている。当該運用指針では、基本的に議決権行使の主体⁷³に対して、①基金資産の増殖を目的として⁷⁴、②受益者の利益のために信義に則し、誠実に、かつ、③長期的に株主価値の増大に寄与する方向で議決権を行使しなければならないという原則を定めている（同指針17条の2第1項ないし3項）。さらに、具体的な議決権行使の基準⁷⁵、方法⁷⁶および手続き⁷⁷については、基金運営委員会が別途に定めた「国民年金基金の議決権行使の指針」に従うものとされている（運営指針17条の2第4項）。

（2）資本市場法

韓国政府は、2003年3月、金融市場を規律している約40の金融関連法律を統合し、金融市場についての規律体系を機能別かつ体系的に改編するために、金融統合法の制定作業を推進することに決定した⁷⁸。その後、政府は、それに必要な基礎作業を経て、2005年から本格的な金融統合法の制定作業を推進した。この過程の中、銀行業や保険業に比べて弾力的で柔軟な規律体系が必要な資本市場から段階的に推進することが、より現実的ということで意見の一致が見られ、2

⁷² 国民年金は、2016年、561兆3,981億ウォン（時価基準）の資金を運営している。このうち、33.1%（185兆6,009億ウォン）を株式に投資している（保健福祉部「2017年度国民年金基金運用計画（安）」（2016年5月16日）16頁）。

⁷³ 国民年金基金が保有している株式の議決権は、原則的に、国民年金公団が基金運用本部に設置した投資委員会の審議・議決を経て行使する（国民年金基金の議決権行使の指針8条1項）。しかし、基金運用本部が、賛成、または反対することが困難な議案については、議決権行使専門委員会に決定を要請することができる（同条2項）。国民年金基金は、基本的に、議決権を行使する場合において、外部の議決権行使諮問機関の諮問を受けることができる（同条3項）。

⁷⁴ 最近、国民年金基金については、リスク管理と長期的な投資収益のために環境、社会、支配構造（ESG）等の要素を考慮する投資（責任投資）が要求されている。それによって、議決権行使に関する規定の改善が要求されている（パクテヨン＝イジョンファ『国民年金基金運用指針の改善策』（2015、国民年金公団国民年金研究院）82頁）。

⁷⁵ 国民年金基金の議決権行使の指針では、議決権行使の基本原則として、①株主価値の減少をきたさないで、基金の利益に反しない場合には賛成、②株主価値の減少のおそれがある場合、または基金の利益に反する場合には反対、③①、②のいずれかに該当しない場合には、中立、または機関の意思表示ができると規定している（同指針6条1号ないし3号）。

⁷⁶ 国民年金基金は、原則的に、直接議決権を行使しなければならないが、必要な場合には委任状に基金の意見を記載し、議決権行使を委任することができる（国民年金基金の議決権行使の指針9条）。

⁷⁷ 国民年金基金は、議決権行使の指針や上場株式についての議決権行使の内訳を国民年金公団のインターネットホームページに開示しなければならない（国民年金基金の議決権行使の指針10条1項）。上場株式についての議決権行使の内訳は、株主総会后、14日以内に開示すればよい。ただ、必要に応じて議決権行使の内容を株主総会の開催前に公開することもできる（同条3項）。

⁷⁸ 以下は、資本市場統合法研究会『資本市場統合法解説書』（2007、韓国証券業協会）4、5頁参照。

005年5月に各界の専門家として構成された「資本市場統合法T/F」と「実務T/F」が設置された。

当該T/Fは、海外8つの国⁷⁹の資本市場関連の法例を調査・分析し、これとともに韓国の資本市場の実情を勘案し、資本市場統合法制定案を用意した。当該制定案は数回の修正を経た後、2006年2月に発表され、以降説明会および公聴会を経て、2006年6月に立法予告された。このような一連の過程を経て、2007年8月、証券取引法、間接投資資産運用業法、先物取引法、信託業法、総合金融会社に関する法律および韓国証券先物取引所法等の資本市場に関する法律を統合した「資本市場と金融投資業に関する法律」（以下、「資本市場法」）が制定され、2009年2月から施行されている。

資本市場法は、資本市場を規律する基本法として、「資本市場においての金融革新と公正な競争を促進し、投資者を保護し、金融投資業の健全に育成することにより、資本市場の公正性・信頼性および効率性を高め、国民経済の発展に貢献」することを目的とする法律である（同法1条）。

1) 機関投資家の受託者責任の規制体系

資本市場法の最大のテーマの一つは、顧客（受益者）の保護である。資本市場法は、顧客の保護方策として開示規制や不公正行為規制などに関する規定を置いているが、顧客の保護のためには、根本的に資本市場の従事者の責任意識が向上しなければならない。このような観点から見れば、機関投資家の受託者責任は、重要な意味を持っているといえる。

資本市場法は、民間機関投資家の受託者責任を、二重的な構造として規定している。

すなわち、資本市場法は、金融投資業者⁸⁰について共通に適用される信義誠実義務および顧客（受益者）の利益の侵害禁止を規定している（資本市場法37条）。その上で、集合投資業者や信託業者に対して、別途の善管注意義務および忠実義務を規定している（同法79条・102条）。

また、集合投資業者や信託業者については、善管注意義務および忠実義務に関する規定のほか、以下に述べるように議決権行使やその行使の内容の開示に関する規定を置いている（同法87条および112条）。

⁷⁹ 海外8つの国は、金融法の統合を推進した英国、オーストラリア、部分的に証券取引法と先物取引法を統合したシンガポール・香港、韓国と同時期に資本市場統合法の制定を推進した日本、その他米国、ドイツ、フランスである。

⁸⁰ 資本市場法では、利益を得る目的で継続的・反復的な方法で行う行為として投資売買業、投資仲介業、集合投資業、投資諮問業、投資一任業、信託業のいずれかに該当する業を金融投資業であると規定している（同法6条）。

2) 機関投資家の議決権行使

①原則

機関投資家の議決権行使は、従来、基本的に受託者責任という側面から要求されてきた。しかし、資本市場に対する顧客の信頼性を高めるため、資産運用産業の規制体系を整備しなければならないという声が高まり、その過程で顧客の利益保護のための集合投資業者の議決権行使の強化に関する意見が提示された⁸¹。このような背景から、資本市場法では、2013年5月の改正で、「集合投資業者（投資信託や投資、匿名組合の集合投資業者に限る⁸²）は、顧客の利益を保護するために、集合投資財産に属する株式の議決権を忠実に行使しなければならない」という規定を定めた（同法87条1項）。当該規定は、機関投資家が議決権を行使する際、考慮すべき基本的な事項（顧客の利益を保護する方向で忠実に）を法文に明示したという点において、その意義が大きいものである⁸³。

資本市場法は集合投資業者のほか、信託業者の議決権行使に関しても別途の規定を設けている（同法112条）。その内容は集合投資業者の場合と類似している。

②例外

韓国の場合、産業資本が金融資本を支配する傾向があるために、機関投資家の議決権行使が濫用される恐れがある。資本市場法では、この点を考慮し、集合投資業者と投資対象会社間の利害関係によって、議決権が濫用される恐れがある特別な場合⁸⁴においては、法人の合併、営業の譲渡・譲受、役員任免、定款の変更、その他これに準ずる事項として顧客の利益に明白な影響を及ぼす事項を除き⁸⁵、機関投資家の議決権行使を制限している（同法87条2項および3項）。

⁸¹ 資本市場と金融投資業に関する法律一部改正法律案（代案）（2013年4月30日）参照。

⁸² 基本的に、投資信託財産または投資匿名組合財産に属する株式の議決権行使は、その投資信託または投資匿名組合の集合投資業者が行使するが、投資会社等の集合投資財産に属する株式の議決権行使は、その投資会社等が行使するためである（資本市場法184条1項）。

⁸³ ソンミンギョン「機関投資家の議決権行使の内容の開示の改善案：開示期限、開示事項を中心に」CG SReport5巻12号（2015、韓国企業支配構造院）2頁。

⁸⁴ 議決権が濫用される恐れがある特別な場合とは、集合投資業者とその利害関係者等が、その集合投資財産に属する株式を発行する法人を系列会社に編入するための場合、投資対象会社とその集合投資業者について事実上の支配力を行使する場合（系列会社の関係、集合投資業者の大株主）などをいう（資本市場法87条2項1号ないし3号）。

⁸⁵ 法人の合併、営業の譲渡・譲受、役員任免、定款の変更、その他これに準ずる事項として顧客の利

ここにいう議決権行使の制限とは、「株主総会に出席した株主が所有する株式数において、集合投資財産に属する株式数を控除した株式の数の決議内容に影響を与えないように議決権を行使しなければならない」ことを意味する（シャドーボーティング⁸⁶）。これを違反した場合には、金融委員会は6ヵ月以内の期間を定め、その株式の処分を命ずることができる（同法87条6項）。金融委員会にこのような是正措置権を与えるのは、権利救済のための民事訴訟が活性化していないという点、訴訟を提起しても、判決までに相当の期間がかかるという点などを考えるとき、議決権の制限規定の実効性を確保することができる制度的装置が必要であったためである⁸⁷。

3) 議決権行使内容の開示

①議決権行使内容の記録・維持および開示

資本市場法は、機関投資家の議決権行使の適正化を図るための制度的装置として議決権行使の内容などに関する開示規定を置いている。その内容は次のとおりである。

集合投資業者は、各集合投資財産において、5%または100億ウォン以上を占める株式を発行した法人（以下「議決権開示対象法人」）に対する議決権行使の有無およびその内容（議決権を行使しない場合には、その理由）を営業報告書に記録・維持しなければならない（資本市場法87条7項、法施行令90条）。また、集合投資業者は、議決権行使の有無およびその内容を記載した営業報告書を、四半期終了後2ヵ月以内に金融委員会に提出しなければならない（同法90条1項）。

さらに、集合投資業者は議決権開示対象法人が発行した株式の議決権行使の内容など（議決権行使に関する具体的な内容およびその理由、議決権を行使しない場合には、その具体的な理由）を開示しなければならない（同法87条8項、法施行令91条1項⁸⁸）。集合投資業者は、当該開

益に明白な影響を及ぼす事項であっても、独占禁止法上の相互出資制限企業集団に属する集合投資業者の場合には、その系列会社に対して発行株式総数の15%（その系列会社の特殊関係人が行使できる株式数を合わせる）を超過しない議決権だけを行使、または中立投票の方式で議決権を行使しなければならない（資本市場法87条3項ただし書）。

⁸⁶ 韓国預託決済院の「シャドーボーティング制度」と機関投資家の「シャドーボーティング制度」は、その根拠規定が異なる。

⁸⁷ チョンユンモ・前掲注（31）43頁。

⁸⁸ 韓国取引所の有価証券市場の開示規定82条、コスタック市場の開示規定68条およびコネクス市場開示規定43条では、集合投資業者が各市場の上場法人の株主総会で議決権を行使する場合、その行使内容等を韓国取引所に申告するように要求している。

示をする場合、顧客がその議決権行使の適正性を把握するのに必要な資料（議決権行使の指針、集合投資業者が議決権の行使と関連して集合投資機構別に所有している株式数や証券預託証券の数、集合投資業者と議決権行使対象法人の関係に関する資料）を添付しなければならない（同法87条9項、法施行令91条4項）。

旧間接投資者産運用業法では、議決権開示対象法人の基準を、5%または10億ウォン以上と規定していた（同法94条7項、法施行令80条1項）。しかし、上場株式数と株式型ファンドの規模が拡大されたという点を勘案し、資本市場法では、その基準を5%または100億ウォン以上に緩和した。なお、機関投資家の議決権行使の内訳の開示の現状を分析した韓国企業支配構造院⁸⁹の調査によれば、9.82%の開示は法令上の議決権開示対象法人により行われたが、それ以外の90%以上の開示は議決権開示対象法人の以外によって行われた（12月決算法人が開催した2015年定時株主総会の基準⁹⁰）。このような点を考えるとき、あえて議決権開示対象法人を別途に規定する必要があるのか、その範囲を拡大すべきなのではないかについて疑問がある⁹¹。

②開示期限

機関投資家の議決権行使の内容をいつ開示すべきかは、顧客の保護という観点から、重要な意味を持つ。例えば、機関投資家が議決権行使の内容を株主総会の前に開示した場合、言論と市場の監視機能により、不適切な方向での議決権の行使が困難となり、その結果、顧客（受益者）の利益に肯定的に作用することが可能となる⁹²。しかし、大多数の上場企業が株主総会の議案と関連した情報・資料を株主総会日の2週間前に伝達・公開する状況があったため、株主総会日の前に議決権行使の内容を開示することは、実際上困難であった。資本市場法は、この点を考慮し、2012年6月29日、集合投資業者の議決権行使内容の開示期限を「株主総会日5日前まで」

⁸⁹ 2002年6月に設立された韓国企業支配構造院は、コーポレートガバナンス・コードなどの制定・改正、ESG評価および優秀企業の授賞、議案分析サービス、調査・研究などを行うことで、コーポレート・ガバナンスの改善および資本市場の発展に寄与しており、最近では、スチュワードシップ・コードの制定および支援機関として注目されている。社員機関としては、韓国取引所、韓国預託決済院、韓国証券金融、金融投資協会、韓国公認会計社会、韓国上場会社協議会、コスダックなどがある。

⁹⁰ イスウォン「資産運用会社の議決権行使の開示分析：議決権開示対象法人の拡大を中心に」CGS Report 6巻3号（2016、韓国企業支配構造院）14頁。

⁹¹ 米国の場合、Form N-5で登録した小規模投資会社を除いて、すべての投資会社では、毎年8月31日まで、直前年度の6月30日から該当年度6月30日までのすべての議決権行使の内訳を開示しなければならない（SEC “Final Rule : Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies” Form N-RX）。議決権開示対象法人が、別に規定されているわけではない。

⁹² 詳細は、ソンミンギョン・前掲注（83）3、4頁。

から「株主総会日から5日以内」までと改正した。

しかし、これにとどまらず、資本市場法は、2015年10月の改正で、当該の開示期限を「毎年4月30日まで」に変更し、さらに、直前の年度の4月1日から1年間行使した議決権行使の内容等に関して証券市場を通じて開示するようにした（同法87条8項後段、法施行令91条2項）。したがって、現在は、集合投資業者が議決権行使の内容等を株主総会別に開示するのではなく、1年に1回、一括開示すればよい⁹³。このような改正の背景には、低金利・高齢化社会の到来による資産運用産業の重要性の高まりがある。すなわち、資産運用産業の重要性が高まり、その活性化のために運用会社などの負担を緩和しなければならないという意見が出られ、その結果、他の国に比べて過度な側面があると指摘されてきた機関投資家の議決権行使の内容の開示規制が整備された⁹⁴。

信託業者も議決権行使の内容などを開示しなければならない。ただし、信託業者の場合には、集合投資業者と異なり、合併、営業の譲渡・譲受、役員を選任など、経営権の変更と関連された事項について議決権を行使する場合にのみ、その議決権行使の内容などを開示すればよい（同法112条7項）。その開示は、議決権を行使しようとする法人が株券上場法人である場合には、株主総会日から5日以内に証券市場を通じて議決権行使の内容などを開示しなければならないが、株券上場法人でない場合には、これを遅滞なくインターネットホームページに開示し、一般人が閲覧できるようにしなければならない（同法施行令114条）。

2 ソフトロー

韓国では、法的拘束力を持たないものの、機関投資家の議決権の行使に関連して意味を持つソフトローがある⁹⁵。これには、2016年12月に導入された「韓国版スチュワードシップ・コード」をはじめとして、「コーポレート・ガバナンス模範規準」、「CGSの議決権行使ガイドライン」が挙げられる。以下では、それぞれのソフトローの内容を見てみよう。

（1）韓国版スチュワードシップ・コード

⁹³ 金融委員会「資産運用産業の規制合理化のための資本市場法令等の立法予告」金融委員会報道資料（2015年3月5日）4頁。

⁹⁴ 詳細は、金融委員会・前掲注（66）23、24頁参照。

⁹⁵ ソフトローの場合、法的拘束力はないが、これを遵守するかどうかによって、市場における評価が異なることもあるため、その影響力を見ずごすことはできない。

韓国では、機関投資家の受託者責任の履行を支援するために、関連法制度の整備を推進してきた。しかし、それにもかかわらず、機関投資家の議決権行使等は大きく改善されなかった。このような状況で、関連法制度が立法趣旨に沿った形で、有効に作用できるように支援する装置として、スチュワードシップ・コードの導入が必要であるという意見が提示された⁹⁶。

金融当局は、「1次コード制定委員会」を構成し、2015年3月から韓国版スチュワードシップ・コード⁹⁷（以下「韓国版コード」）の導入を本格的に論議した。当該制定委員会は、同年12月に韓国版コードの草案を発表したものの、経済界等の反発⁹⁸によって、その導入は難航した。この過程で、金融当局が韓国版コードの制定作業から外されることになって、民間中心の「2次コード制定委員会」が構成された。「2次コード制定委員会」は、2016年8月からコードの制定作業を推進し、同年11月にその制定案を発表した。原則中心のアプローチ（Principle-based approach）方式を取った当該制定案では、①機関投資家と会社間の相互コミュニケーション、②機関投資家、株主活動の信頼度の向上、③韓国版コードの履行調査機関の役割の明確化⁹⁹等を通じた韓国版コードの履行の実効性の向上、④資産所有者と資産運用者間の役割・責任の分担、⑤法的な不確実性の解消に向けた共同の努力等に関する内容を盛り込んだ¹⁰⁰。そして、当該制定案が2016年12月から導入・施行されている。

韓国版コードは、基本的に、機関投資家が受託者責任を効果的に履行するために、要求される基本原則とその具体的な内容の提示を目的としている（韓国版コード[導入目的と意義]4）。韓国版コードで提示する基本原則は、以下の通りである。

⁹⁶ チョンウヨン・前掲注（42）2頁。

⁹⁷ 正式名称は「機関投資家の受託者責任に関する原則」である。

⁹⁸ 経済界では、韓国版スチュワードシップ・コードの導入を次のような理由で反対した。①実質的な規制導入の過程において利害関係者の意見聴取の手続きが不備である、②機関投資家の議決権行使が、企業価値を高めるかが不確実である、③5%ルールの回避や内部者取引等の問題がある、④議決権行使諮問会社の影響力が過度に拡大されるおそれがある、⑤政府の影響力が拡大されるおそれがある。全国経済人連合会・中小企業中央会・コスダック協会・韓国上場会社協議会・韓国中堅企業連合会「スチュワードシップ・コード導入についての経済団体共同提案—企業支配構造院の制定案（15年12月2日）中心—」（2016年5月）参照。

⁹⁹ 韓国版スチュワードシップ・コードでは、①同コードの履行の動向を調査・点検する機関を韓国企業支配構造院に明示し、2年周期でコードの細部内容の適正性を点検すること、②韓国企業支配構造院は、必要な場合、コードの細部内容の理解と実際の履行を支援できるように解説書を作成・公開し、海外の事例を紹介するなどの措置を取ること、③同コードに明示された業務のほかに、機関投資家等に対する個別の履行点検業務の必要性および担当機関や業務範囲などに関しては、今後議論することを勧告している。

¹⁰⁰ ソンミンギョン「スチュワードシップ・コードの導入の方向と制定案の細部内容—機関投資家の受託者責任に関する原則—」スチュワードシップ・コードの導入に向けた第2次公聴会発表資料（2016年12月5日）参照。

[表3]韓国版スチュワードシップ・コード

1. 機関投資家は、顧客・受益者等の他人の資産を管理・運営する受託者として責任を忠実に履行するための明確な政策を策定し、これを公開すべきである。
2. 機関投資家は、受託者として責任を履行する過程において、実際に直面する、または、直面する可能性がある利益相反の問題をどのように解決するかについて効果的で明確な政策を策定し、その内容を公開すべきである。
3. 機関投資家は、投資対象会社の中長期的な価値を向上し、投資資産の価値を保存・向上できるように投資対象会社を定期的に点検すべきである。
4. 機関投資家は、投資対象会社との共感の形成を目指しつつも、必要な場合、受託者責任の履行に向けた活動展開時期と手続き、方法に関する内部指針を設けなければならない。
5. 機関投資家は、忠実な議決権行使のための指針・手続き・細部基準を含めた議決権に関する政策を策定し、これを公開しなければならない。また、議決権行使の適正性を把握できるように議決権行使の具体的な内容とその理由を共に公開すべきである。
6. 機関投資家は、議決権行使と受託者責任の履行の活動に関して、顧客と受益者に周期的に報告すべきである。
7. 機関投資家は、受託者責任の積極的で効果的な履行に向けて必要な力量と専門性を備えなければならない。

韓国版コードは、機関投資家だけでなく、機関投資家の受託者責任の実施を支援する議決権諮問機関や投資諮問会社などについても適用される（韓国版コード[適用]2）。もっとも、韓国版コードには法的拘束力がなく、また、これを採択した機関投資家に限って適用される（韓国版コード[適用]3）。韓国版コードを採択した機関投資家等は、「原則の遵守または例外説明」（comply or explain）方式によって、基本的に原則を遵守しなければならないが、例外的に、原則を遵守することができない場合には、その理由を説明しなければならない（韓国版コード[適用]4）。

（2）コーポレート・ガバナンス模範規準

コーポレート・ガバナンス模範規準は、望ましいコーポレート・ガバナンスの方向を提示するために、1999年9月に制定・発表されて、2003年に1次改正が行われた。その後、13年間改定が行われなかったものの、2016年7月に2次改正が行われた。この間、韓国企業の支配構造が脆

弱という指摘が絶えず提起されてきたためである¹⁰¹。

同模範規準の2次改正は、資本市場法、商法など国内の支配構造関連法令の改正事項とともに、OECDコーポレート・ガバナンスの原則（G20/OECD Principles of Corporate Governance）¹⁰²やICGNガバナンスの原則（ICGN Global Governance Principles）¹⁰³の改正など、支配構造関連の海外動向を反映したものである¹⁰⁴。

同模範規準は、2次改正において機関投資家に対するセクションを新設した¹⁰⁵。これによると、機関投資家は投資対象企業に対する議決権行使の指針を制定・公表し、信義誠実の原則に従って積極的に議決権を行使し、その行使の内容を開示しなければならない（同模範規準V.3.1）¹⁰⁶。議決権行使の指針の制定・公表は、投資対象企業経営陣の意思決定や行動の方向設定の重要な羅針盤となり、議決権行使の内容などの開示は、顧客が機関投資家を選択する参考資料になりうる。また、同模範規準では議決権行使と関連して特定の議案が顧客（受益者）に及ぼす影響を専門的に分析する必要があることから、外部専門機関から諮問を受けることが望ましい¹⁰⁷と勧告している。

また、同模範規準は、機関投資家が利害関係を持つ投資対象企業について議決権を行使する場合、その利害関係の内容と議決権行使内容などを詳細に開示するように勧告している（同模範規準V.3.3）。機関投資家を系列会社に所有している企業集団は、機関投資家の保有株式を利用して当該企業の支配権を獲得したり、その利害関係者の利益を凶る恐れがあるので、他の株主および顧客（受益者）保護という観点で、このような行為が適切に規制されなければならないためである。

その他にも同模範規準は、一定規模以上の資産を保有した機関投資家について議決権行使に

¹⁰¹ 韓国では、コーポレート・ガバナンスに関する問題が常に指摘されてきた。アジアコーポレート・ガバナンス協会（ACGA）のガバナンスの評価においては、11カ国のうち、8位（2014年基準）と評価された。

（http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2016/09/12/2016091200002.html（検索日：2016年10月12日））

¹⁰² <http://www.oecd.org/daf/ca/principles-corporate-governance.htm>（検索日：2016年10月13日）。

¹⁰³ <https://www.icgn.org/policy>（検索日：2016年10月13日）。

¹⁰⁴ チョンジェギョ「コーポレート・ガバナンス模範規準の改正案の主要内容」韓国企業支配構造院発表資料（2016年4月18日）10、11頁。

¹⁰⁵ 2014年6月に改正された「ICGNガバナンスの原則」（ICGN Global Governance Principles Section B）および2015年11月に改正された「OECDコーポレート・ガバナンスの原則」（G20/OECD Principles of Corporate Governance III.）の場合にも、機関投資家に関するセクションを新設した。

¹⁰⁶ 同模範基準は、株主権行使全体を対象としている。

¹⁰⁷ 同模範規準では、「～望ましい」という表現を頻繁に使用することにより、その遵守を事実上強制しているという指摘として、全国経済人連合会「コーポレート・ガバナンス模範規準改正（安）に対する意見—企業支配構造院の改正（安）（16年4月18日）中心—」全国経済人連合会資料（2016年5月）2頁。

についての専門の機構の設置を勧告し（同模範規準V.3.4）、意思決定の独立性が損なわれるおそれがある支配構造を保有している機関投資家に対してその改善案（独立性確保方策）を講じるように勧告している（同模範規準V.3.5）。

（3）CGSの議決権行使ガイドライン

韓国の機関投資家は、議決権行使の必要性が高まったにもかかわらず、大半の株主総会の議案について無条件で原案に賛成する態度を示してきた。これは株主総会の議案を専門的に分析し、議決権行使の方向を提示する市場インフラの不足に起因したものと見える。そのため韓国企業支配構造院は、2012年から機関投資家の適切な議決権行使を支援するため、議決権行使の諮問サービスを開始し、その延長線上で議案分析の細部指針を盛り込んだ「CGSの議決権行使ガイドライン」を制定した¹⁰⁸。

韓国企業支配構造院は同ガイドラインを2012年3月に制定した後、同年12月に改正を行った¹⁰⁹。1次改正では、社外取締役候補の欠格事由に関する内容を改正した。その後、韓国企業支配構造院は、2014年2月、改正商法の施行（2012年）、資本市場法改正（2013年）などによる変化を反映することにより、ガイドラインの法的整合性を高めるために2次改正を実施した。2次改正では、取締役会の構成、役員などの報酬開示、配当政策などに関する内容を改正した。

現在の同ガイドラインは、取締役会・監査委員会・取締役会内委員会、取締役・監査役、役員報酬・成果補償、財務諸表・配当、資本構造、企業構造調整、株主総会および株主の権利、企業内部統制に関連された議案分析の細部指針を盛り込んでいる。その具体的な例として、「次の欠格事由¹¹⁰の一つ以上に該当する社内取締役候補については反対する」（同ガイドラインII.7.1）、「資本金減少の案に対して、次の一つ以上に該当する場合¹¹¹を除いては反対する」

¹⁰⁸ 韓国企業支配構造院「「議決権行使ガイドライン」制定」報道資料（2012年3月9日）参照。

¹⁰⁹ 以下は、<http://www.cgs.or.kr/情報センター→E-BOOK→模範規準/ガイドライン>参照（検索日：2016年10月13日）。

¹¹⁰ 同ガイドラインでは、当該欠格事由として、①法規違反で法令上の欠格事由に準ずる行政的・司法的制裁を受けた場合、またはその執行の免除を受けた場合、②株主総会で承認された株主提案事項を履行せず、その適切な理由も提示していない場合、③会社の財務状態、取締役会の議決関連事項など、株主が議決権行使のために考慮しなければならない主要情報を意図的に歪曲した場合、または隠した場合などを列挙している。

¹¹¹ 同ガイドラインでは、当該場合として、①企業再生、資本調達、構造調整のために避けられない場合、②上場廃止を避けるために実施している場合、③株主価値を毀損しない有償減資の場合を列挙している。

(同ガイドラインV. 21. 1)、「法令上の遵法支援人¹¹²の設置義務がない会社が遵法支援人を置く案について賛成する」(同ガイドラインVIII. 34. 2)などが挙げられる。

各企業の状況が異なるという点を考慮すれば、同ガイドラインに法的拘束力を認められないことは当然である。しかし、前述の資本市場法上の機関投資家の議決権行使の内容などの開示規定を考える時、同ガイドラインが実務で持つ影響力を否定することはできない。

第三節 機関投資家の議決権行使の現状

韓国では、2016年から株主総会および機関投資家の議決権行使に関する情報を一括的に提供する「議決権情報広場 (Voting Information Plaza、VIP)」サービスが行われている。株主総会の議案について適切な議決権行使を図るためには、議決権行使に関する情報へのアクセスを容易にすることで、市場の監視機能を強化し、これを通じて機関投資家の自発的努力を誘導する方策を構築しなければならないという声が高まった結果である¹¹³。

当該サービスは、過去から現在までの機関投資家の議決権行使の内訳とその理由、上場企業の株主総会の関連情報¹¹⁴、機関投資家の議決権行使の充実度の関連指標等を提供している。以下

¹¹² 2011年4月の商法改正では、倫理経営を強化する世界的な傾向に合わせて大規模な企業に対しても遵法経営を担保するために遵法支援人制度を導入した。同改正商法上の遵法支援人制度は、金融会社支配構造に関する法律や資本市場法上の遵法監視人制度とは区別される。

遵法支援人は、企業がこれを置かなくても、罰則やその他不利益を受けてはいないが、商法でその選任を強制しているということには、疑問の余地がない(イチョルソン『会社法の講義』第24版(2016、博英社)864頁)。しかし、遵法支援人の義務的選任の妥当性については議論があり、その他にも遵法支援人と監査役または監査委員会との機能重複や関係不明確、遵法支援人の資格などについて見解の対立がある(ユンソンスン「改正商法上の遵法支援人制度の問題点」企業支配構造レビュー通巻60号(2012、韓国企業支配構造院)61頁以下；キムイス「遵法支援人制度導入の正当性と改善方向」企業支配構造レビュー通巻第64号(2012、韓国企業支配構造院)26頁以下)。

商法542条の13第1項では、最終事業年度の末日の資産総額が5千億ウォン以上の上場会社(商法施行令39条)は、法令を遵守し会社経営を適正にするために、役職員がその職務を遂行する際に従うべき遵法統制基準を用意するように要求し、同条2項では、その遵法統制基準の遵守に関する業務を担当する遵法支援人を1人以上置くように要求している。また、同条では、遵法支援人の資格(弁護士、5年以上勤務した法学教授、その他法律的知識と経験が豊富な人[同条5項])と選任(取締役会決議[同条4項])、任期(3年常勤[同条6項])、職務の範囲(遵法統制基準の遵守を点検する業務およびその点検結果の理事会への報告[同条2項および3項])、職務の遂行方法(独任制の機関としてその職務を遂行[同条9項])、義務(善管注意義務[同条7項]、職務上知り得た会社の営業上秘密漏洩禁止[同条8項])、身分保障(同条10項)などについて規定している。

¹¹³ 韓国企業支配構造院「議決権情報広場 (VIP) の概要および活用説明会の資料」参照。

¹¹⁴ 株主総会の議案に関する詳細情報、議案提案者(取締役会、株主)、電子投票制度施行の有無等をいう。

の機関投資家の議決権行使の現状は、基本的に当該サービスの内容をもとに、検討することとする。

1 議案別の議決権行使の現状

[表4]韓国企業支配構造院の反対勧告率および反対行使率

		2016		2017		2018	
		反対 勧告率	反対 行使率	反対 勧告率	反対 行使率	反対 勧告率	反対 行使率
定款変更		17.69%	3.4%	7.76%	11.6%	12.2%	7.2%
役員 選任	社内取締役	6.64%	5.4%	4.28%	7.9%	4.7%	4.8%
	社外取締役	33.52%	4.6%	39.37%	7.5%	30.5%	6.8%
	監査委員	40.52%	4.2%	39.79%	6.2%	28.6%	6.0%
	監査役	40.74%	9.0%	38.46%	13.1%	34.6%	15.6%
財務諸表 利益配当		3.69%	0.6%	3.09%	2.3%	2.1%	1.1%
報酬 限度	取締役	4.20%	1.4%	2.79%	5.3%	2.1%	6.6%
	監査役	2.60%	0.9%	2.22%	4.2%	0.0%	2.8%
その他		43.24%	2.7%	33.85%	3.8%	48.3%	10.7%

出典：韓国企業支配構造院「2017年の1四半期の定時株主総会の議案分析結果」報道資料（2017年4月18日）2頁；韓国企業支配構造院「2018年の1四半期の定時株主総会の議案分析結果」報道資料（2018年4月3日）1頁；議決権行使情報広場（VIP）、<http://vip.cgs.or.kr/main/main.asp>（検索日：2018年10月3日）。

（1）韓国企業支配構造院の議案別の反対勧告率

一般的に、韓国企業支配構造院で各案件について反対勧告をする理由は、次の通りである¹¹⁵。

¹¹⁵ 以下は、韓国企業支配構造院「2016年第1四半期の定時株主総会の議案の分析結果」報道資料（2016

定款変更に関する案件については、主に会社価値の毀損や株主権の侵害の恐れを理由として反対を勧告する。具体的には、①転換株を導入し、その転換の理由を買収合併が懸念されている場合に明示する等、正当な企業合併を不当に制限する目的で悪用される恐れがあると判断される場合、②取締役や監査役の責任減輕等の株主総会の承認事項を合理的な理由や説明もなく取締役会決議事項に変更すること、書面投票制度の廃止、集中投票制排除等の株主権の侵害の恐れがあると判断される場合が該当する。

役員を選任に関する案件については、主に会社または最大株主との利害関係¹¹⁶や長期在任¹¹⁷等によって独立性が不足した場合、低い出席率等によって忠実性が問題になる場合が挙げられる。その他にも、株主権侵害の憂慮、行政的・私法的制裁等、過度な兼任等が問題になる場合、反対の勧告がなされる。

財務諸表・利益配当に関する案件については、「過小配当」または「過剰配当」¹¹⁸を理由として反対の勧告をする。韓国企業支配構造院は、会社の純利益指標、財務諸表、今後の投資計画および投資規模、資本および利益剰余金の規模、同種業界の配当性向等を総合的に考慮し、配当の「過小」または「過剰」を判断している。

報酬限度に関する案件については、過度な取締役の報酬の上限¹¹⁹、長期インセンティブ支給基準の取締役会への委任、登記役員以外の役員や従業員を含めた報酬の上限の提示を理由として反対を勧告する。登記役員以外の役員や従業員を含めて報酬の上限を提示する場合には、登記役員の報酬の上限を分離して把握できないため、個別登記役員の権限と能力、責任等を考慮した上で、報酬の水準を策定したのかを把握できないという理由が挙げられている。

ところで、近年（韓国版コードの導入後）では、韓国企業支配構造院の反対勧告率が減少傾

年4月6日）5頁以下参照。

¹¹⁶ 会社または最大株主との利害関係は、役員を選任に関する案件についてのすべての反対勧告の理由の中、40.53%を占めた。利害関係が問題になったケースとしては、会社または最大株主と法律諮問や訴訟代理等の取引関係があった法務法人や法律事務所の特殊関係人が50件として最も多かった。

¹¹⁷ 長期再任している社外取締役および監査役（監査委員）の場合、独立性の維持が難しいと判断される。CGS議決権行使ガイドラインでは、新規の任期を含めて連続在任している期間が7年（金融業種の場合には、5年）を超過する場合、長期再任であると判断している（同ガイドライン8.1）。

¹¹⁸ 過剰配当として反対の勧告を行った事例は、次のとおりである。放送サービス業を営むC社は、最近5年間、3回の当期純損失を記録し、2015年会計年度にも当期純損失を記録した。このような状況であるにもかかわらず、C社が支払った配当金の総額は、会社が保有している現金および現金性資産の3分の1水準に及んだ。しかも、C社は、物的分割で会社が保有している現金および現金性資産の相当部分を分割新設会社に移転する計画であった。また、C社の場合、最大株主と特殊関係者の持分が42.86%であり、そのうち、法人である最大株主の持分は39.36%であった。

¹¹⁹ CGS議決権行使のガイドラインでは、会社と取締役会の規模、経営成果等を総合的に考慮した上で、報酬の上限を判断するようにしている（同ガイドライン13.1および13.4）。

向にある。特に、2018年の全体反対勧告率（14.2%）は、前年（18.0%）に比べてかなり減少した。その背景には、議決権行使ガイドラインの改正によって取締役会などの出席率基準が緩和されたことに加えて¹²⁰、独立性が問題になっている長期在任に該当する社外取締役や監査役の候補が大幅に減少し、さらに、政府の財閥改革の基調に対応して、三星（サムスン）、現代（ヒョンデ）自動車、SK、ハンファ、CJ、LSなどの大企業集団が株主権益の強化に本格的に取り組む姿勢を見せたことが挙げられる¹²¹。

（2）機関投資家の議案別の議決権行使

2016年の機関投資家の議案別の議決権行使の現状を見ると、全体的に反対の議決権行使の割合が低く、定款変更や役員を選任に関する案件に比べて、利益配当や役員報酬に関する案件についての反対の議決権行使の割合が低くなっている。国内の上場会社の配当性向や配当収益率が他国に比べて低いという点を考えれば、利益配当の案件についての反対の議決権行使の割合が低いことは、望ましい現象とはいえない¹²²。しかし、韓国企業支配構造院の反対勧告率についての、より本質的な問題は、各議案別の機関投資家の反対の議決権行使の割合が全般的にかなり低いという点である。

さらに、機関投資家は、議決権行使の内訳だけでなく、その賛否理由¹²³を開示しなければならないにもかかわらず、その賛否理由を忠実に開示していないという点も問題である。韓国企業支配構造院が、2013年8月29日から2015年8月29日まで、2年間の臨時株主総会および定時株主総会での議決権行使の内訳開示の件を分析した結果によると¹²⁴、充実していない反対理由¹²⁵の開示

¹²⁰ 従前には、在任期間のうち、年間出席率が1回でも75%未満の場合において反対勧告をしたが、改正ガイドラインでは、3年間の平均出席率が75%未満の場合に限り反対勧告するとした基準に変更した。

¹²¹ 三星は、社外取締役を取締役議長に選任することで、代表取締役と取締役会議長を分離し、取締役会の運営の独立性と監督機能を強化した。また、四半期配当制度を導入し、50：1の株式額面分割を決定した。現代自動車は、企業支配構造憲章を宣言し、株主還元推進策を発表した。SK、ハンファ、CJ、LSなどは、株主にやさしい経営強化の観点から、株主総会の分散開催などを実施した。その他にも、SKは、取締役会傘下にガバナンス委員会を設置し、創立以来初めての中間配当を実施するなど、株主価値の極大化を強調する姿を見せた。

¹²² アンサンヒ＝キムインヨン「機関投資家の議決権行使で見た本株主価値、そして今後の課題」ISSUE REPORT（2016年6月7日）（2016、大信経済研究所）2頁。

¹²³ 韓国では、機関投資家の義務と責任を強化するために、2013年、資本市場法の改正で機関投資家の議決権行使に関する開示の範囲を拡大した。したがって、機関投資家は、議決権行使の内容に加えて、その理由まで開示しなければならない（資本市場法87条8項1号ないし3号）。

¹²⁴ イムジャヨン「機関投資家の反対の議決権行使についての理由開示の現状分析」CGSReport5巻12号（2015、韓国企業支配構造院）20～23頁。

¹²⁵ 充実していない反対理由の開示は、反対理由が具体的でない場合および反対理由を開示しなかった場

比率が23.61%に達した。

どこかで、近年（韓国版コードの導入後）では、機関投資家の議決権行使においては、反対行使率が全般的に増加し、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。もっとも、上記の肯定的な変化は、公務員年金や国民年金のような公的機関投資家を筆頭にした一部機関投資家の議決権行使による結果であり、その他の多くの機関投資家は、株主総会の議案について、一件も反対議決権を行使しなかった¹²⁶。

2 機関投資家別の議決権行使の現状

以下の機関投資家別の議決権行使の現状は、基本的に以下のVIPの公開資料を参考にして分析する。

[表5]機関投資家別の議決権行使反対率および充実度

機関投資家名	2017年度反対率 (%)	議決権行使の充実度
メリッツ資産運用	19.41	3
公務員年金公団 *	19.30	3
バリューパートナーズ資産運用	16.67	2
国民年金公団 *	16.60	6
三星資産運用	15.66	4
トゥロストーン資産運用	10.45	5
ハナ生命保険	9.71	3
ラザードコリア資産運用	9.13	4
ベアリング資産運用	7.25	9
メットライフ生命保険	6.99	3
イーストスプリング資産運用・コリア	6.98	3
ユギョンピエスジ資産運用	5.41	3
三星アクティブ資産運用	5.15	4
DB資産運用	4.44	4

合をいう。具体的でない場合とは、反対した実質的な根拠を明示しない場合をいう。例えば、反対理由として、①「変更事項が株主利益に合致しないと判断」、②「監査委員としての独立性の欠如」等のように記載した場合を挙げる。①の場合、どのような問題が株主利益に合致しないのかについて分からない、②の場合、どのような問題によって独立性が欠如されるのかについて分からないためである。

¹²⁶ 議決権行事情報広場（VIP）、http://vip.cgs.or.kr/investor/ivt_invest.asp（検索日：2018年10月4日）。

KB資産運用	3.92	2
・	・	・
・	・	・
・	・	・
・	・	・
教保生命保険	0.00	1
ING生命保険	0.00	1
DB生命保険	0.00	1
東洋生命保険	0.00	1
アイビーケイ年金保険	0.00	2
三星ヘッジ資産運用	0.00	2
現代人ベストメント資産運用	0.00	3
ライナ生命保険	0.00	1

出典： 議決権情報広場 (Voting Information Plaza、VIP)

* 公的機関投資家

(1) 民間機関投資家の反対の議決権行使

国民年金や公務員年金等のすべての公的機関投資家は、株主総会の議案について1件以上の反対の議決権を行使した反面、民間機関投資家の場合には102社のうち、37社のみが1件以上の反対の議決権を行使した。このような現象の原因は多様であるが、基本的に資産運用会社、銀行、保険会社等の民間機関投資家の場合、国民年金等の公的機関投資家に比べて投資対象企業との利害関係（所有関係または事業関係等）が複雑なためだと考えられる。こうした側面から見れば、投資対象企業との利害関係という根本的な問題が解消されない限り、民間機関投資家が反対の議決権行使を行わないという問題は簡単に改善される性質のものではない。

このような傾向は、2016年の株主総会においても同様であった。韓国企業支配構造院は、2016年1四半期に開催された12月決算法人237社（有価証券市場の上場企業190社、コスダック市場の上場企業47社）の定時株主総会の案件を分析し、賛否勧告を盛り込んだ議案の分析報告書を機関投資家に提供した。当該議案の分析報告書では、237社の1,675件の案件のうち、304件（18.15%）の案件に対して反対投票を勧告した¹²⁷。しかし、2016年、上場法人の定時株主総会において、機関投資家の議決権行使の内訳をみると¹²⁸、国民年金等の公的機関投資家の場合、計3,740

¹²⁷ 韓国企業支配構造院・前掲注（115）1頁。

¹²⁸ 2016年第1四半期の上場企業の定時株主総会での機関投資家の議決権行使の内訳に限定したものではない。

件の議案のうち、320件（反対率8.6%）について反対の議決権を行使したのに対して、資産運用会社等の民間機関投資家の場合、計18,234件の議案のうち、401件（反対率2.2%）に対してのみ反対の議決権を行使した¹²⁹。韓国企業支配構造院の反対勧告率に比べて、全体的に議案に対する反対の議決権行使の割合が低く、特に民間機関投資家の反対の議決権行使の割合が低いことを指摘することができる。

（2）保険会社・銀行およびグループ系列の資産運用会社の反対の議決権行使

民間機関投資家の中では、基本的に資産運用会社に比べて、保険会社や銀行の反対の議決権行使の割合が非常に低調である。[表5]によれば、株主総会の議案について1件以上に反対した機関投資家は、主として資産運用会社であり¹³⁰、保険会社の場合には22社のうち、7社のみが1件以上の反対の議決権を行使した¹³¹。さらに、銀行の場合には、反対の議決権行使が全くない実情である。保険会社の場合、資産運用者ではないものの、資産所有者として委託運用会社を選定・管理し、これを通じて運用会社の議決権行使に重要な影響を及ぼしかねない存在である。このような点を考えるとき、保険会社の低い反対の議決権行使の割合は、機関投資家の議決権行使の強化という観点から、決して望ましい現象ではない¹³²。

また、資産運用会社の場合には、外国系・独立系資産運用会社なのか、グループ系列の資産運用会社なのかによって、反対の議決権行使の割合の差が相当大きい。ベアリング資産運用（7.25%）等の外国系資産運用会社またはトゥロストン資産運用会社（10.45%。2015年においては反対の議決権行使の割合が16.15%として最高）等の独立系資産運用会社の場合、KB資産運用（3.92%）等の金融グループ系列の資産運用会社または現代人ベストメント資産運用（0.00%）等の大企業グループ系列の資産運用会社¹³³に比べて反対の議決権行使の割合が高かった。このような現象は、金融グループや大企業グループ系列の資産運用会社の場合、所有関係や事業関係等の利

¹²⁹ http://www.deri.co.kr/content/dc#str_34（検索日：2016年10月17日）。

¹³⁰ 1件以上に反対した40社の機関投資家の中、30社が資産運用会社である。

¹³¹ もっとも、保険会社の反対行使率は、概ね1%程度に止まっている。

¹³² 韓国企業支配構造院「2015年機関投資家の議決権行使の現状分析および時事点」報道資料（2016年2月19日）7頁。

¹³³ 大企業グループ（直前事業年度の貸借対照表上の資産総額が5兆ウォン以上の相互出資債務保証制限企業集団）は、65個である（2016年4月1日基準）（公正取引委員会「2016年、相互出資制限および債務保証制限企業集団指定現状」別添資料（2016年4月4日）参照）。65個の大企業グループのうち、上位の32個の大企業グループは、169社の金融・保険会社を持っている。特に、三星、現代等のオーナー一家のある26個の大企業グループが139社を持っている。（http://www.ftc.go.kr/news/policy/competiveView.jsp?news_no=2995&news_div_cd=1（検索日：2016年11月15日））。

益相反問題によって、経営陣提案案件に反対することが容易ではないからだと推察される¹³⁴。

(3) 機関投資家の議決権行使の充実度

1) 充実度の評価

機関投資家の議決権行使を評価する上においては、どのような原則と手続きによって、どれだけ忠実に議決権を行使しているのか、その原則と手続きは適切なのか等がもっと重要な問題である。この点について、VIPサービスでは反対の議決権行使の割合だけでなく、各機関投資家の議決権行使の充実度を評価し、その内容を公開している。充実度の判断基準としては、責任投資原則の制定・公開の状況、議決権行使の指針の制定・公開の状況、利益相反防止政策の制定・公開の状況、議決権行使の専従組織（社員）の設置の有無、議決権行使助言機関の利用およびその依存度、議決権行使ガイドライン制定・公開の状況、議決権行使の内訳の公開およびその内容の充実度、株主総会の議案についての反対率等が活用されている。

VIPサービスの議決権行使の充実度の評価では、ベアリング資産運用が最も高い評価を受けている。ベアリング資産運用の場合、原則的にISSの推薦によって、議決権を行使するが、例外的に、ポートフォリオマネジャーが、ISSの推薦が顧客の最善の経済的利益に合致しないと判断する場合、その推薦に従わないとしている（議決権行使規定・手順13および15）。また、ISSが利益相反によって議決権行使に関する推薦をせず、または、忌避する場合には、担当ポートフォリオマネジャーと議決権行使委員会が当該会社との利益相反の可否を確認し、当該会社との利益相反が問題にならないと判断した場合¹³⁵に限って、担当のポートフォリオマネジャーが議決権行使に関する判断ができるようにしている（同規定・手順14および17）。そして、議決権行使をしない特殊な場合（同規定・手順5¹³⁶）を明示するなど、他の機関投資家に比べて、議決権の行使

¹³⁴ 韓国企業支配構造院・前掲注（132）9頁。

¹³⁵ 議決権行使の対象会社が当社の顧客である場合、当社の職員が議決権行使の対象会社の役員または職員を兼ねている場合、議決権行使に参加するポートフォリオマネジャー（またはそのパートナー、配偶者等）が議決権行使の対象会社の役員または職員である場合、議決権行使の対象会社がベアリング資産運用にサービスを提供する会社である場合には、利益相反が存在するとみなされる。

¹³⁶ 米国の一部の企業では、議決権行使について株主または受託会社に対して手数料を要求する場合がある。また、株主が議決権行使の意思を通報した後、一定期間、該当株式の譲渡または処分を禁止する場合もある。さらに、一部の企業では、機関投資家の議決権行使を許可する前に実質株主の名義のある有価証券申告書を要求することもある。このような場合には、議決権を行使することが顧客の利益に合致しないため、議決権を行使しないことがある。ただ、議決権を行使しない場合には、その理由を記録・保管しな

と関連された事項を詳細に規定している。このように、ベアリング資産運用は、ISSの活用や利益相反政策の制定等を通じて投資対象企業との利益相反問題を最小化し、議決権行使のガイドラインにISSの推薦排除や議決権行使の専従組織、議決権を行使しない特殊な場合等を明示することで、顧客の最善の経済的利益を効率的に図っているという点で高い評価を受けている。

2) 充実度および反対の議決権行使の割合の関係

機関投資家の議決権行使の充実度は、単に反対の議決権行使の割合だけでなく、議決権行使に関する原則と方法・手続き等を総合的に考慮し、判断しなければならない。したがって、反対の議決権行使の割合が高い場合でも、充実度が高いと見ることはできない。[表5]によれば、反対の議決権行使の割合が19.41%であるメリッツ資産運用の場合、充実度が3である一方、その割合が7.25%のベアリング資産運用の場合、充実度が9と最も高かった。

ところで、[表5]を見ると、反対の議決権行使の割合が低い場合には、充実度も低いことが分かる。株主総会の案件について1件以上の反対の議決権を行使した機関投資家の場合（105社のうち、40社）には、平均3以上の充実度を示した反面、反対の議決権行使の割合が0である機関投資家の場合（105社のうち、65社）には、その平均充実度が2以下にとどまった。また、後者の場合、すべての充実度が3以下と評価された上で、1と評価された機関投資家がおおよそ21社もあった。

3 企業別の反対の議決権行使の現状

(1) 30大グループの系列所属の企業に対する反対の議決権行使

大信経済研究所の調査によると¹³⁷、機関投資家は2016年株主総会において、649社の投資対象企業に対して議決権を行使し、このうち、227社に対して反対の議決権を行使した（2016年4月30日基準）。ここで、注目すべき点は、機関投資家が行使した反対の議決権の70.93%が30大グループの系列所属以外の企業に集中していたということである。このような現象は、機関投資家と投資対象企業との間の利害関係によるものと評価されている。

なお、グループ系列の機関投資家の場合には、同一グループの所属企業に対して反対の議決

なければならない（議決権行使規定・手順5）。

¹³⁷ 以下は、アンサンヒ=キムインヨン・前掲注（122）7頁参照。

権を全く行使しなかった。グループ系列の機関投資家の場合、独占禁止法¹³⁸や資本市場法により、同一グループの所属企業に対する議決権の行使が制限されるといった制度的限界があるからである。

このような現象は、韓国版コードの導入後にも、改善されていない。30大グループの系列所属の企業の議案についての議決権行使の現状を見ると、国内機関投資家の反対行使率は（5.8%）、海外機関投資家の反対行使率（10.9%）よりかなり低かった¹³⁹。特に、株主総会において否決された案件（4件）を見ると、国内機関投資家が、大企業集団の案件に対する反対行使に躊躇していることをより確実に知ることができる。

[表6]株主総会において否決された案件についての国内・外機関投資家の議決権行使内訳(単位：%)

会社名	株主総会案件名	議決権行使 内訳	議決権行使持分		
			国内機関	海外機関	計
G社	監査委員会の議員選任 (〇〇〇 社外取締役)	賛成	9.46	1.37	10.83
		反対	12.07	26.66	38.73
	監査委員会の議員選任 (△△△ 社外取締役)	賛成	11.38	1.37	12.75
		反対	10.15	26.66	36.81
	監査委員会の議員選任 (□□□ 社外取締役)	賛成	11.38	1.37	12.75
		反対	10.15	26.66	36.81
H社	財務諸表承認	賛成	4.79	19.91	24.70

¹³⁸ 独占禁止法では、グループ企業が、その系列機関投資家の顧客資産を利用して系列会社を拡大しようとする誘因を減少させて、支配株主と系列機関投資家の顧客との間の利益相反問題を防止するために、1986年12月にグループの系列機関投資家の同一グループ所属企業に対する議決権行使の制限制度を導入した（1986年の改正法7条の5）。1986年12月に同制度が導入された後、2002年1月の改正前までは、同制度によって、グループの系列機関投資家の同一グループ所属企業に対する議決権行使が全面禁止された。2002年の改正では、国内の優良企業の経営権防御を支援するために経営権に関する事項（役員を選任・解任、定款の変更、合併や営業譲渡）に限って、特殊関係人の持分を含めて30%まで議決権を行使できるようにした。しかし、産業資本の金融支配による経済力の集中、不公正競争、金融資源配分の歪曲、産業不実による金融会社の相次ぐ不渡り事態等の問題が提起された。そこで、議決権行使の許容限度を30%から15%に縮小した。同制度は、韓国の特殊な企業構造を考慮して導入されたものであるが、その正当性に関しては争いがある。これについては、ハングワンソク『株式の議決権行使について差別的規制と解消案』（2006、韓国経済研究院）20～29頁。

¹³⁹ 企業集団局開示点検課「大企業集団コーポレート・ガバナンス現状分析」（2017、公正取引委員会）16頁。

	(株主提案)	反対	7.90	12.36	20.26
--	--------	----	------	-------	-------

出典：企業集団局開示点検課「大企業集団コーポレート・ガバナンス現状分析」（2017、公正取引委員会）16頁。

(2) 三星物産や第一毛織の合併

2015年上半期、韓国では、国内最大のグループ企業である三星グループ¹⁴⁰の系列会社である三星物産と第一毛織の合併が実務界および学界の多大な関心を集めた。当該合併には、さまざまな争点があったが、特に不公正な合併比率¹⁴¹が問題とされ、当該合併に反対すべきという意見が提起された。代表的にエリオット・マネジメントが不公正な合併比率を指摘し、当該合併に反対し¹⁴²、国民年金と議決権の諮問契約を結んでいる¹⁴³議決権行使の諮問会社であるISS (Institutional Shareholder Services Inc.) や韓国企業支配構造院等でも同様な問題を指摘し、当該合併について反対意見を明らかにした。

当該合併の件についての機関投資家の反対の議決権行使の現状を見ると¹⁴⁴、計58社の機関投資

¹⁴⁰ 公正取引委員会によると、三星グループの場合、59社の系列会社を持っている国内第1位グループ企業である。(http://www.ftc.go.kr/info/dataopen/openOpniList1.jsp (検索日:2016年11月21日))。

¹⁴¹ 第一毛織は、特に、個人大株主の持分率が高い非上場企業であった。ところが、2014年12月18日に上場をし、その後、6ヵ月ぶりに合併を発表した。この過程で第一毛織の株価は、約10万6千ウォン（上場初日）から約16万9千ウォン（合併の起算日頃（2015年4月24日））まで、50%程度上昇した。一方、三星物産の株価は、約7万ウォンから約5万9千2百ウォンまで、次第に下落した。これをもとに、第一毛織と三星物産は、1株当たり価格を159,294ウォン対55,767ウォンで算定し、合併比率を1:0.3500885に決定した（イサンフン「三星物産の合併を通じて眺めた株主利益の保護の問題点と改善方向」商事法研究34巻3号（2015、韓国商事法学会）125頁）。当該合併比率によって合併が承認されると、エリオット・マネジメントは、合併比率が不公正であると主張し、合併無効の訴を起こした。しかし、地方裁判所と高等裁判所は、エリオット・マネジメントの主張を受け入れなかった（ソウル中央地方裁判所2015.7.1.자2015카합80582決定；ソウル高等裁判所2015.7.16.자2015라20485決定；ソウル中央地方裁判所2015.7.7.자2015카합80597決定；ソウル高等裁判所2015.7.16.자2015라20503決定）。判断に対する評釈として、チェジュンソン「エリオット・マネジメント対三星物産（株）事件—ソウル高等裁判所2015.7.16.2015라20485、20503決定—」法曹65巻7号（2016、法曹協会）692頁以下；グオンジェヨル「三星物産対エリオット決定—主要争点の再検討—」商事判例研究28集4巻（2015、韓国商事判例学会）21頁以下参照。

¹⁴² これと関連し、当時、国内では、外国投機資本が国内企業の経営権を脅かしているという指摘があった。チョンガプユン議員が代表発議した2015年8月4日の商法の一部改正法律案（議案番号16309）でも、このような表現が使われている。しかし、三星物産と第一毛織の合併についてのエリオットやISSの反対意見は、あくまでも合併に焦点を置いたもので、国内企業の経営権威嚇を言及するのは適切ではない。同旨グオンジェヨル・前掲注（141）5頁。

¹⁴³ 国民年金基金の議決権行使の指針第8条第3項では、国民年金が議決権行使について議決権専門機関の諮問を受けることができると規定している。

¹⁴⁴ http://vip.cgs.or.kr/stockholder/shd_before.asp (検索日:2016年11月22日) 参照。

家の中、5社の機関投資家だけが反対の議決権を行使した。反対の議決権を行使した5社の機関投資家のうち、外国機関投資家が4社（APG、CPPIB、CalPERS、NBIM）であり、国内機関投資家では国民銀行が唯一であった。国民銀行の場合にも、基本的に当該合併について賛成したものの、500株の委託者が反対意見を表示することによって反対の議決権を行使したに過ぎなかった。これを考慮すれば、実際、国内機関投資家の中、当該合併について反対した機関投資家はなかったと考えられる。

国民年金は諮問契約を結んでいるISSや韓国企業支配構造院が反対を勧告したにもかかわらず、当該合併に賛成したことが、批判の対象となっている。そこでは、国民年金が慣例に反して議決権を行使したという点、賛成の根拠を示さなかったという点に批判がある。国民年金の場合、通常、基金運用本部の投資委員会の審議・議決を経て、議決権の行使の方向を決定し（国民年金基金の議決権行使の指針第8条第1項）、賛成または反対することが困難である、社会的な耳目が集中された大企業の主要案件については、議決権行使専門委員会に対して、その決定を要請してきた（同条2項）。これが従来慣例であった¹⁴⁵。しかし、当該合併は、社会的な耳目が集中された大企業の主要案件だったにもかかわらず、異例的に基金運用本部の投資委員会において、その議決権の行使の方向を決めたものである¹⁴⁶。

¹⁴⁵ グォンジョンホ「エリオット事態に照らして、本機関投資家の議決権行使の争点—国民年金の議決権行使とスチュワードシップ・コードを素材として—」経営法律26巻2号（2016、韓国経営法律学会）48頁。

¹⁴⁶ 国民年金は、当該合併と類似したSKとSKC&Cの合併については、議決権行使専門委員会に対して議決権行使の方向についての決定を要請した。

第三章 日本の機関投資家の議決権行使の現状

第一節 機関投資家の影響力

1 株式市場において機関投資家が占める比重

[表7]投資主体別の株式保有割合（市場価格基準、単位：％）

年度	機関投資家	証券会社	個人	外国人	一般法人	政府および 政府管理企業
1970	31.6	1.3	37.7	4.9	23.9	0.6
1980	38.2	1.5	27.9	5.8	26.2	0.4
1990	43.0	1.7	20.4	4.7	30.1	0.3
2000	39.1	0.7	19.4	18.8	21.8	0.2
2010	29.7	1.8	20.3	26.7	21.2	0.3
2011	29.4	2.0	20.4	26.3	21.6	0.3
2012	28.0	2.0	20.2	28.0	21.7	0.2
2013	26.7	2.3	18.7	30.8	21.3	0.2
2014	27.4	2.2	17.3	31.7	21.3	0.2
2015	27.9	2.1	17.5	29.8	22.6	0.1

出典：日本取引所グループ「株式分布状況調査（市場価格ベース）、投資部門別株式保有比率及び保有金額の推移（長期統計）」より作成¹⁴⁷

日本では、1965年の証券不況を契機に、株式市場の所有構造が個人株主優位構造から、企業と利害関係のある機関投資家（企業との取引関係のある銀行・保険会社など）・事業法人優位構造へ変化した¹⁴⁸。1970年代の初めには、企業と利害関係のある機関投資家・事業法人優位構造

¹⁴⁷ 日本取引所グループ「調査レポート」、<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>（検索日：2017年4月3日）。

¹⁴⁸ 詳細は、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

がほぼ完成し、1990年代まで維持された。

しかし、1990年代のバブル崩壊とともに、株式の持ち合いの解消が進展し¹⁴⁹¹⁵⁰、浮動株が増加し、株式市場の所有構造に変化が生じた。機関投資家のうち、銀行・保険会社の比重は激減した一方、信託銀行・年金信託の割合は急増した¹⁵¹。その結果、機関投資家の部門別の割合も大きく変化した。また、事業法人の割合は急減したものの、米国最大公的年金のCalPERS（カルフォルニア公務員退職年金基金）などの海外運用の拡大¹⁵²によって、外国人（海外機関投資家と言える）の割合は急増したことも大きな特徴である¹⁵³。

[表8]機関投資家各部門の状況

年度	銀行	信託銀行			生命保険	損害保険	その他
			投資信託	年金信託	会社	会社	
1970	15.8	-	2.1	-	10.0	3.7	2.1
1979	20.2	-	2.3	0.5	11.3	4.8	2.2
1986	14.9	7.3	1.9	1.0	12.8	4.0	2.5
1990	15.7	9.8	3.7	0.9	12.0	3.9	1.6

銘柄選択の分析を中心として」FSA Institute Discussion Paper Series（2012、金融庁金融研究センター）7頁参照。

¹⁴⁹ 以降の推移については、伊藤正晴「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進展—株式持ち合い構造の推計：2010年版—」大和総研調査季報2011年新春号Vol.1、www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/cho1101_04a11.pdf（検索日：2018年1月19日）参照。

¹⁵⁰ 1990年代、株式の持ち合いの解消は、1997年の銀行危機が主要原因であり、その中心には、企業・銀行間の持ち合いの解消および生命保険会社の保有株式売却があった。詳細は、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・レビュー平成27年1号（通巻121号）（2015、財務省財務総合政策研究所）9頁；宮島英昭＝保田隆明「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 Discussion Paper Series 11-J-011（2011、独立行政法人経済産業研究所）7頁以下参照。

¹⁵¹ 1997年12月、厚生年金基金において、いわゆる「5・3・3・2規制」（安定性の高い資産5割以上、株式3割以下、外貨建て資産3割以下、不動産等2割以下）が撤廃されたことにより、全ての基金は自己責任に基づいて自由に資産配分ができるようになった。また、2001年には、年金資産運用基金（現在の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF））が設立され、国内株への運用が本格化する過程で、その運用が主に信託銀行・投資顧問会社に委託された。このような背景から信託銀行の保有比率が急増することになったと見ることができる。詳細は、宮島＝保田・前掲注（148）8頁参照。

¹⁵² CalPERSは、1990年初めから海外投資を拡大し、投資国として英国と日本の株式市場に注目した。詳細は、宮島＝保田・前掲注（148）7頁参照。

¹⁵³ 2003年ごろ世界景気が回復し、外国人の比重は一層増加した。2008年のリーマンショックによって、その比重が減少した時期もあるが、現在は日本の株式市場で最も高い割合を占めている。

2000	10.1	17.4	2.8	5.5	8.2	2.7	0.7
2010	4.1	18.2	4.4	3.2	4.5	1.9	1.0
2011	3.9	18.6	4.5	3.0	4.3	1.8	0.8
2012	3.8	17.7	4.5	2.5	4.1	1.6	0.8
2013	3.6	17.2	4.8	2.1	3.7	1.4	0.7
2014	3.7	18.0	4.8	1.8	3.6	1.4	0.7
2015	3.7	18.8	5.6	1.5	3.4	1.3	0.7

出典：日本取引所グループ「株式分布状況調査（市場価格ベース）、投資部門別株式保有比率及び保有金額の推移（長期統計）」より作成

このような変化によって、機関投資家の比重は1990年の43.0%から2015年には27.9%まで減少した。しかし、数値的な減少にもかかわらず、機関投資家が株式市場や企業に及ぼす影響力はむしろ強化されたと考えられている。その理由としては、第一に、投資収益を得ること以上に企業との関係を重視し、企業経営に異議をはさまない傾向が強い銀行・保険会社の割合は減少したものの、投資収益率の最大化に向けて積極的な売買戦略を展開し、企業経営に関与する信託銀行・投資信託の比重が急増したことが挙げられる¹⁵⁴。第二に、銀行のスタンスの変化が挙げられる。すなわち、これまで、企業との安定的な関係維持の手段として融資と政策保有株の保有というセットを活用してきた銀行も、最近では企業との対話を通じた企業価値の向上を重視するように、その姿勢を変化させている¹⁵⁵。

2013年以降、機関投資家が株式市場において占める割合は、再び増加している。その背景には、個人金融資産の活用を目的に、「貯蓄から投資へ」を促進しようとする日本の金融市場の新しい潮流があると考えられる¹⁵⁶。実際に、このような潮流は、公的・準公的資金（GPIFなど）の運用などにも影響を及ぼした。例えば、世界最大規模の公的年金基金であるGPIFは¹⁵⁷、2014年

¹⁵⁴ これは株式持ち合いの解消と関係がある。株式持ち合いの解消がコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響については、川口恭弘「株式の相互保有とコーポレートガバナンス」監査役265号（2016、日本監査役協会）7頁参照。

¹⁵⁵ 高田創「日本の金融市場を巡る新たな潮流と信託」信託265号（2016、信託協会）39頁。

¹⁵⁶ 高田創・前掲注（155）29頁。

¹⁵⁷ 2015年度末基準、GPIFは134兆7,475億円の資産を運用している（年金積立金管理運用独立行政法人「平成27年度業務概況書」（2015）7頁）。

10月に、基本ポートフォリオを再検討・変更し¹⁵⁸、国内株式への投資比率を大幅に拡大した¹⁵⁹。それによって、134兆円以上の資産を運用するGPIFの資産構成割合のうち、国内の株式の割合は2013年16.47%¹⁶⁰から2015年21.75%¹⁶¹まで大幅に増加した。

2 機関投資家の姿勢の変化

1990年代後半まで、機関投資家が企業に及ぼす影響力はそれほど大きくはなかった。機関投資家は、議決権行使についての認識が不足¹⁶²、企業との関係などを考慮してあまり企業経営に関与する姿勢を見せなかったためである。しかし、前述のように、1990年代のバブル経済の崩壊とともに、株式の持ち合いが急速に解消され、急増した外国人投資家が日本企業について議決権を行使し始め、国内機関投資家の役割についても従来の姿勢が改めて問われる事態となった¹⁶³。そのため、国内機関投資家は、企業統治や受託者責任という観点で議決権を行使し、経営成果が低調な企業に対して経営の改善を要求するなどの動きを見せ始めた¹⁶⁴。このような状況で、2005年には、株主総会にあける会社提案の議案が否決されるケースも発生した¹⁶⁵。

なお、金融庁が2009年6月に公表した「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」という報告書では、受託者責任に基づく適切な議決権行使とともに、議決権行使結果の公表などを提言した¹⁶⁶。これを受けて、議決権行使結果の公表を要求する業界ルールの改正が行わ

¹⁵⁸ 年金積立金管理運用独立行政法人「平成26年度業務概況書」（2014）25頁以下参照。

¹⁵⁹ 2014年10月に変更された基本ポートフォリオでは、資産構成割合のうち、国内株式の割合を12%（±6%）から25%（±9%）まで大幅に拡大した（年金積立金管理運用独立行政法人・前掲注（158）3頁）。

¹⁶⁰ 年金積立金管理運用独立行政法人「平成25年度業務概況書」（2013）5頁。

¹⁶¹ 年金積立金管理運用独立行政法人・前掲注（157）15頁。

¹⁶² 1990年、投資一任会社が厚生年金基金および厚生年金基金連合会の資産運用に参入する際、日本関係当局では、旧投資顧問業法2条4項に規定する「当該顧客のために投資を行うのに必要な権限」に、議決権行使の指示の権限が含まれ、その結果、投資一任会社にその指示権限が委任され得るという見解を示した。しかし、当時は、顧客と投資一任会社は、議決権行使の指示を株式運用において付随的に発生する行為程度として認識するに過ぎなかった。詳細は、社団法人日本証券投資顧問業協会議決権等株券行使研究会「投資一任会社の議決権等株券行使について」（平成14年4月）1頁参照。

¹⁶³ 1999年には、厚生年金基金連合会が運用基本方針で議決権行使に関する事項を定め、2000年には、厚生省の「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会」で議決権行使について検討を行った。社団法人日本証券投資顧問業協会議決権等株券行使研究会・前掲注（162）2頁。

¹⁶⁴ 汪志平「日本の企業統治における機関投資家の役割と課題」経済と経営45巻2号（2015、札幌大学経済・経営学会）40頁。

¹⁶⁵ このような事態を契機に、現金保有が多い一部の企業は、再び株式持ち合いを活用し始めた。詳細は、宮島＝保田・前掲注（148）9頁参照。

¹⁶⁶ 金融庁は、報告書で①受託者責任に基づく適切な議決権行使の徹底、②議決権行使に関するガイドラインの作成および公表、③議決権行使の結果の公表、④上場会社などによる株主総会議案の議決結果の公

れた¹⁶⁷。例えば、投資信託協会では、2010年3月に「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」（2003年3月制定）を一部改正し、日本投資顧問業協会では、2010年1月に「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」（2002年4月制定）を一部改正した。これらによって、2010年以降から多数の機関投資家（投資信託、投資顧問など）は、議決権行使方針および議決権行使結果を公表した¹⁶⁸。

以上の過程を経て、日本では、機関投資家が企業に及ぼす影響力が増大したものの、依然として機関投資家によるエンゲージメントが不十分であるという指摘がなされていた。そのため、金融庁は2014年2月に日本版スチュワードシップ・コードを公表するに至った¹⁶⁹。これによって、機関投資家は、投資対象企業の持続的成長と顧客（受益者）の利益を両立するための積極的な役割が求められることになった。

日本では、現在、機関投資家は企業の様々な局面において実質的な影響を及ぼしている。たとえば、合併・分割などのような組織再編や過大な社内留保などのような財務政策において直接的な影響を行使し、社外取締役の増加などのようなコーポレート・ガバナンス改善を求めるようになった¹⁷⁰。これに応じて、企業は株主である機関投資家の意見を反映するための努力を行うようになった。企業が機関投資家の意見を無視する場合、今後、資本市場からの資金調達に支障が発生する恐れがあるためである¹⁷¹。

3 影響力から見た機関投資家の議決権行使

（1）機関投資家の議決権行使の重要性

日本では、機関投資家が株式市場において占める割合が増加する傾向にあり、企業に対して相当な影響力を及ぼしている。このような機関投資家の議決権行使は、コーポレート・ガバナ

表、⑤議決権行使に係る環境整備、⑥議決権電子行使プラットフォームの利用促進などを提言した。詳細は、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～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」(2009、金融庁) 14頁以下参照。

¹⁶⁷ 鈴木裕「機関投資家の議決権行使結果開示の意義：議決権行使結果開示のコストとベネフィット」DIR (2016、大和総研) 3頁。

¹⁶⁸ 2010年の以前にも、議決権行使の結果を整理・集計し、これを公表した機関投資家は存在していた。しかし、その数は少数に過ぎなかった。金融審議会金融分科会・前掲注(166) 15頁。

¹⁶⁹ 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードと資本市場」2016年春季学術大会の企業競争力強化に向けた立法努力の発表資料(2016、韓国企業法学会・韓日産業金融法フォーラム) 27頁。

¹⁷⁰ 機関投資家が日本企業行動に及ぼす影響について、汪志平・前掲注(164) 39頁参照。

¹⁷¹ 汪志平・前掲注(164) 40頁。

ンス改善などに貢献すると考えるのが相当である。もっとも、機関投資家は、株主総会の議案の可否を決定できる絶対的な力を持っておらず、さらに、短期投資の性向が強い。このような状況で、機関投資家の積極的な議決権行使が最終受益者の利益という観点で、必ず必要なのかどうかについて疑問があり得よう。

しかし、機関投資家が株主総会の議案の可否を決定できる絶対的な力を持っていないという点については、企業が外部の視線や圧力に全く影響を受けず、さらに、いつでも株主総会決議に必要な定足数を確保できている状況の下でのみ、その疑問が現実の問題となりうるのではないかと思う。企業側が株主総会決議の定足数を確保していない状況なら、機関投資家の議決権行使が議案の可否の決め手にならざるを得ないためである。株主総会においては議決権行使に無関心な株主（例えば、個人投資家など）や法律により議決権行使が制限される株主（例えば、自己株式、議決権排除・制限に関する種類株式、相互保有株など）などが存在し、さらには、株主総会の議案についての株主の間の対立もあり得るため、機関投資家を除いては決議の定足数を確保することが困難な場合は十分に想定できる。そうだとすると、機関投資家は企業に対して相当な影響力を持つと見てよいであろう。場合によっては、株主総会の議案の決定権を握っていると見ることができる。

一方、企業側で、いつでも決議の定足数を確保できるとしても、企業は外部の視線や圧力から自由でないということに注目する必要がある。機関投資家が特定企業の株主総会の議案について反対すれば、当該情報が機関投資家の開示やマスコミの報道などを通じて市場に伝達される。企業の立場から見ると、その影響力は無視できないものがある。IT技術が発展し、消費者の認識が変化した今日では、特定の案件についての機関投資家の反対情報が瞬時、かつ広範囲に広がって、事案によっては企業の評判や売上などに相当な打撃を与えかねないためである。このような面から見ると、機関投資家が積極的な姿勢で議決権行使に臨む状況の下では、企業が機関投資家の意見を反映して自発的にコーポレート・ガバナンスを改善し、または株主総会の議案を上程する可能性がある。機関投資家の議決権行使についての積極的な姿勢は、企業がそれを肯定する態度に出るという変化を引き出し、少なくとも企業価値の低下を防止するのに寄与すると見ることができる¹⁷²。

機関投資家は、短期利益を追求する傾向が強いという点については、機関投資家がいつでも

¹⁷² スチュワードシップ・コードを導入した国家では、バリュエーションの再評価が行われ、企業価値が上昇したことが分かった。一方、同コードを導入した国家では、企業の配当性向と配当収益率が増加し、最終受益者の利益にも肯定的な影響を及ぼしている。例えば、英国では配当性向の52%、配当収益率の0.5%、カナダではそれぞれ10.2%および0.3%、南アフリカ共和国ではそれぞれ24.0%および0.1%が上昇した。詳細は、キムヨルメ＝キムジュンソプ・前掲注（21）参照。

保有している株式を売却できる状況の下でのみ、その疑問が妥当だと思う。基本的に、投資家は、投資先企業の見通し等を総合的に考慮して当該企業の株式への投資を決定する。そうだとすると、短期投資の性向が強い機関投資家として、長期的な観点での企業価値の向上を疎かにした場合には、株式の短期売買を通じた利益の実現にも困難を来す可能性がある。このような面から見ると、機関投資家は株式売買による利益を得ようとする場合でも、企業価値を向上させる方向で行動せざるを得ないと考えられる。

(2) 機関投資家の議決権行使を後押しする方策の必要性

議決権行使についての機関投資家の認識は、機関投資家が市場において占める割合や企業に対して及ぼす影響力に応じて異なる可能性がある。個人投資家が議決権行使に無関心なのは、企業に対する影響力が限られるため、議決権を行使しても得られる利益が不透明であるからだろう。これは、機関投資家にとっても大きく変わらないと思う。機関投資家の場合にも、議決権行使にかかる費用に比べ、得られる利益が明らかでないならば議決権行使に無関心となる可能性が高い。このような前提の下で見ると、日本のように、機関投資家が株式市場において占める割合が30%を下回り、かつ機関投資家間の連携によって株主総会の議案を可決または否決させることができない状況の下では、費用と短期的利益との関係が明らかではないため、議決権行使についての機関投資家（特に、短期的な投資性向を持つ機関投資家）の深みある理解とその理解の進展、積極的な姿勢などを期待することは難しい。実際、機関投資家が株式市場において占める割合が高い米国に比べ¹⁷³、日本の機関投資家は、議決権行使において消極的な姿勢をみせてきた。それなればこそ、日本では、議決権行使についての認識が不足した多くの機関投資家が存在するという前提のもとに、受託者責任の規定とは別に、このような機関投資家の議決権行使を後押しする実効的な規制を検討する必要があると思う。

第二節 機関投資家の議決権行使に関する規制

¹⁷³ 米国では、2018年1月1日からスチュワードシップ・コードが導入される予定である (<https://www.isgframework.org/> (検索日：2017年10月25日))。しかし、米国の機関投資家は、スチュワードシップ・コードの導入に関する検討の以前から、議決権行使を活発に行ってきた。例えば、米カリフォルニア公務員年金CalPERSは、運営資金の約60%以上を株式に投資し、1980年半ばからコーポレート・ガバナンスに係る株主総会議案について議決権行使などを積極的に行ってきた。

近年、受託者¹⁷⁴責任の内容や範囲は徐々に具体化・拡大化される傾向にある¹⁷⁵。機関投資家に資金を委ねる最終受益者の利益が将来の社会状況、たとえば、安定的かつ回復力のある資本市場や健全かつ持続可能な社会・環境システムに依存するという考え方が¹⁷⁶一方、このような最終受益者の関心が投資収益自体にとどまらず、投資対象企業のESG¹⁷⁷など財務関係以外の方針にまで向けられるようになったためである。このような流れの中で、コーポレート・ガバナンスの改善などを期待できる議決権行使は、受託者責任の主要の要素として認識されている。日本の民法（受任者の注意義務に関する644条）、信託法（受託者の注意義務に関する29条、忠实義務に関する30条など）、金融商品取引法（資産運用業に関する42条など）、その他の関係法令（年金積立金管理運用独立行政法人法（以下「管理運用法人法」という）22条¹⁷⁸など）の受託者責任に関する規定は、機関投資家の議決権行使を規律する法的根拠となる。

しかし、前述のように、機関投資家の影響力や投資性向によって議決権行使に関する機関投資家の理解や姿勢が異なることがある。そのため、議決権行使についての機関投資家の適切な姿勢を期待するためには、上記のような受託者責任の規定のほかに、機関投資家の議決権行使

¹⁷⁴ ここで受託者という用語は、信託法上のTrusteeではなく、英米法上のFiduciaryを意味する。

¹⁷⁵ 最近、米国では、退職者の老後生活資金になる個人退職勘定（Individual Retirement Account、IRA）の運用について助言を行うブローカーが、自己の利益のために高い手数料の契約を勧誘することによって、特定個人に不利益をもたらす問題が指摘された。さらに、高齢化という社会的問題の深化は、上記のような問題の深刻性を一層強調した。このような背景から、2016年4月にオバマ政権は、今まで受託者でないとい認識されてきた証券会社などのような金融商品販売業従事者を、受託者責任の履行主体とするとともに、利益相反が発生する助言を行う場合に、報酬の受け取りを禁止する内容などを盛り込んだ受託者責任規則（「Definition of the Term "Fiduciary" ; Conflict of Interest Rule-Retirement Investment Advice」。同規則については、<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2016-04-08/pdf/2016-07924.pdf>（検索日：2017年4月7日）参照）を制定した。2017年2月、トランプ政権により上記の規則の撤回または変更要求された（The White House「Presidential Memorandum on Fiduciary Duty Rule」、<https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/02/03/presidential-memorandum-fiduciary-duty-rule>（検索日：2017年4月7日））。このような一連の動きは、状況により、受託者責任の履行方法や主体は変化し得るということを示唆するものである。

¹⁷⁶ Rory Sullivan・Will Martindale・Elodie Feller and Anna Bordon, *supra note 9*, p.7。日本でも、受託者責任に関する議論の進展が認識されている（企業年金連合会「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード」スチュワードシップ検討会報告書（2017）160頁）。

¹⁷⁷ ESGとは、非財務的な要素である環境（Environmental）、社会（Social）、支配構造（Governance）をいう。最近では、財務的な要素に加えて非財務的な要素を考慮するSRI投資への注目が高まっている。

¹⁷⁸ 管理運用法人法22条では、管理運用法人は信託契約、投資一任契約などを締結するとき、その契約相手方に対して慎重な専門家としての注意とともに、管理運用法人を向けて忠実にその職務を遂行しなければならない旨の規定を定めるように要請している。これにより当該契約相手方は、管理運用法人に対して注意義務および忠实義務を負担しなければならない。一方、同法11条では、管理運用法人の役員などについて慎重かつ細心の注意を要求し、全力を尽くしてその職務を遂行しなければならないと規定している。これは、管理運用法人で管理・運用する資金が、厚生年金保険や国民年金の被保険者から徴収された保険料の一部であり、将来の給付の貴重な財源となるためである。

を促進するための制度を決めることが有用である。この観点から、日本では、各業界団体の規則が改正され、スチュワードシップ・コードのようなソフトローが制定された。

以下では、これらの規制を概観しておくことにしたい。

1 機関投資家の議決権行使に関する法律

(1) 厚生年金保険法など

1) 年金基金の資産運用原則

日本の公的年金制度は、基礎年金制度（国民年金）と被用者年金制度（厚生年金）¹⁷⁹に区別される。公的年金制度の積立金は年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）に代表される運営管理法人（以下「年金基金」という）¹⁸⁰により管理・運用されている（厚生年金保険法（以下「厚年法」という）79条の3第1項、国民年金法（以下「国年法」という）76条1項など参照）。ここでは、公的年金制度が国民の老後生活を支援する重要な財源ということを考慮して年金基金に対して格別な責任が課せられている¹⁸¹。

例えば、厚年法などでは、年金基金に対して受益者の利益のために長期的な観点で安定かつ効率的に積立金を管理・運用するように要請している（厚年法79条の2第1項、国年法75条、管

¹⁷⁹ これまで被用者年金制度は、厚生年金や共済年金（国家公務員共済組合、地方公務員等共済組合、私立学校教職員共済）に区分された。しかし、2015年10月、被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律の施行により被用者年金制度は、厚生年金に一元化された（厚生労働省「年金制度の改正について」、<http://www.mhlw.go.jp/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/topics/2012/tp0829-01.html>（検索日：2017年4月4日）参照）。一本化の意義は、「今後の少子・高齢化の一層の進展等に備え、年金財政の範囲を拡大して制度の安定性を高めるとともに、民間サラリーマンや公務員を通じ、同じ保険料を負担し、同じ年金給付を受けるという年金制度の公平性を確保することにより、公的年金に対する国民の信頼を高める」ことにある（国家公務員共済組合連合会「被用者年金制度の一元化など」、<http://www.kkr.or.jp/seidokaikaku/27ichigenka/#kounen-kaisei>（検索日：2017年4月4日）参照）。

¹⁸⁰ 管理運用法人では、GPIF、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会および日本私立学校振興・共済事業団がある。

¹⁸¹ 年金基金に対して要請される責任は、受託者責任である。ここでいう受託者責任は、米国ERISA法のfiduciaryと相当部分にあって一致すると考えられる。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）では、受託者責任ガイドラインの策定に当たって、米国ERISA法のfiduciaryの定義や義務、責任などは日本でも参考すべきことが多く、その基本的な考え方や精神は最大限の参考にすることが望ましいと指摘した。もっとも、同報告書では、国によって受託者責任の概念と制度が異なるため、各国家ごとの現行法がガイドライン策定の基準になるべきことを明確にしている。

理運用法人法21条1項参照)。さらに、厚生労働大臣は、積立金基本指針を定めることとし(厚年法79条の4第1項)¹⁸²、年金基金については、その指針に合致する管理運用方針を定めることを求めている(厚年法79条の6)。

上記の規定に基づき厚生労働省は、積立金基本指針¹⁸³を定めている。同指針は、積立金の管理運用に関する基本方針のほかに、年金基金が遵守しなければならない基本的な事項についても定めている。その事項の一つとして、議決権行使などへの適切な対応とともに、日本版スチュワードシップ・コードの実践に向けた基本方針の策定および公表についての検討が要求されている(同指針2条7項)。そのため、年金基金は同指針に合致する管理運用方針を定めなければならない。すなわち、年金基金は管理運用方針の内容として議決権行使などに関する事項を盛り込む必要がある。例えば、GPIFの管理運用方針¹⁸⁴3.2.(2)③などでは、議決権行使についての基本的な考え方と運用受託機関の議決権行使に関する方針、議決権行使の状況把握などが定められている¹⁸⁵。

2) 議決権行使に関する原則

厚年法などでは、年金基金の議決権行使などを直接に規定していない。もっとも、企業経営に直接影響を及ぼすという懸念を解消するために、年金基金は、年金資産の運用を委託した民間運用機関に議決権行使に関する判断を委任している¹⁸⁶。

厚年法では、年金基金に対して各事業年度の決算完結後遅滞なく、株式に係る議決権行使の状況などを記載した業務概況書の作成・公表を要求することで(厚年法79条の8、管理運用法人法26条、厚年法施行規則89条の4第8号参照)、年金基金による年金資産運用委託機関の議決権行使の監督を図っている。実際に、年金基金は、毎年、当該業務概況書の作成・公表を行って

¹⁸² 国年法77条では、「積立金の運用に係る行政事務に従事する厚生労働省の職員は、積立金の運用の目的に沿って、慎重かつ細心の注意を払い、全力を挙げてその職務を遂行しなければならない」と規定している。

¹⁸³ 現在の名称は、「積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針」である。

¹⁸⁴ 正式名称は、「年金積立金の管理及び運用に関する具体的な方針」であるが、総じて「業務方針」という。

¹⁸⁵ 運用受託機関が議決権行使などを適切に行っているかは、運用受託機関の選定および評価等に係る事項である。

¹⁸⁶ 年金積立金管理運用独立行政法人・前掲注(157)39頁。現実的に、年金基金が直接企業経営を判断することは困難であろう(地方公務員共済組合連合会「平成27年度厚生年金保険給付積立金業務概況書」23頁)。

おり、その作成に際して、運用を委託した民間運用機関に対し議決権行使の方針や行使の状況などの報告を要求している¹⁸⁷。さらに、年金基金は、当該民間運用機関を評価するとき、その議決権行使の方針や行使の状況を盛り込むことにより、民間運用機関による適正な議決権行使を図っている。

(2) 投資信託及び投資法人に関する法律

日本では、前述のような年金基金に対して民間運用機関の議決権行使の状況などを記載した業務概況書の作成・公表を要求するほかには、機関投資家に対して議決権行使やその行使内訳の開示を要請している法律は存在しない。資本市場を規律する代表的な法律である金融商品取引法は、有価証券報告書を提出している会社（同法24条1項）に対して、株主総会の決議があった場合に、その決議においての議決権行使の結果を臨時報告書に記載するよう要求しているのみである（同法24条の5第4項、企業内容等の開示に関する内閣府令19条2項）¹⁸⁸。

しかし、投資信託の議決権行使については、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」）¹⁸⁹で特別な規定を置いている。すなわち、投信法10条は、投資信託委託会社が投資信託

¹⁸⁷ 年金積立金管理運用独立行政法人・前掲注（157）40頁；地方公務員共済組合連合会・前掲注（186）23頁；日本私立学校振興・共済事業団「平成27年度業務概況書（厚生年金保険給付積立金）」28頁；国家公務員共済組合連合会「平成27年度業務概況書[厚生年金保険給付積立金]」47頁。

¹⁸⁸ 株主総会の議決権行使の結果は、2010年3月の「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正により臨時報告書の記載事項となった。内閣府令19条2項9号の2では、臨時報告書提出会社の株主総会で決議事項が決議された場合、①当該株主総会が開催された年月日、②当該決議事項の内容、③当該決議事項に対する賛成、反対及び棄権の意思の表示に係る議決権の数、当該決議事項が可決されるための要件並びに当該決議の結果、④③議決権の数に株主総会に出席した株主の議決権の数の一部を加算しなかつた場合には、その理由を記載するよう要求している。

④の規定を設けた理由は、次の通りである。株主総会出席株主の議決権行使の現状について集計・加算することは、技術的に相当な負担があり、出席株主の議決権行使の結果を詳細に把握して開示する必要性があるかについての疑問もあった。実務では、事前に行使された議決権数のみを把握し、当日出席した株主全員の賛否までは集計しないことが定着していた（藤島裕三「開示府令の要点② 議決権行使の結果開示～2010年3月期株主総会後の対応～」DIR（2010、大和総研）2頁）。④は、このようなことを考慮したといえる。

¹⁸⁹ 「投資信託及び投資法人に関する法律」は、1951年に制定された「証券投資信託法」の名称が変更されたことである。日本版「金融ビッグバン」の具体策として、「金融システム改革法」が施行された1998年に、「証券投資信託法」の名称は、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」に改正された。その後、2000年には、対象資産を不動産などへと拡大し、その名称で「証券」という用語を除いた。一方、「投資信託及び投資法人に関する法律」では、2007年から施行された金融商品取引法に、当該法律上の業規制を移管したということに注意する必要がある。金融審議会「投資信託・投資法人法制の現状」金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」（第1回）議事配付資料3（平成24年3月7日）3頁。

財産として保有する株式の議決権行使について指図を行うと規定している¹⁹⁰。同規定は、証券不況により低迷した投資信託を活性化するための施策として¹⁹¹、1967年8月の改正で導入された¹⁹²。同規定の意義は、投資信託委託会社と受託会社のうち、誰が議決権行使について判断するかという議論¹⁹³を解消することにある¹⁹⁴。他方で、機関投資家の議決権行使が注目されている最近では、受託者責任の一つとして議決権行使の指図を要求する規定と解する見解もある¹⁹⁵。

2 ソフトロー：日本版スチュワードシップ・コードを中心に

日本では、具体的かつ体系的なソフトローを制定・運用することにより、機関投資家の議決権行使の充実化を図っていることが注目される。代表的なものとしては、2014年に導入された「日本版スチュワードシップ・コード」（以下、日本版コードという）が挙げられる。その他にも、投資信託協会のガイドライン「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」¹⁹⁶、日本投資顧問業協会の規則「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使に

¹⁹⁰ この規定については、法によって、受託会社の任務が投資信託委託会社の任務に変更されたという考え方と、投資信託委託会社の任務を確認したにすぎないという考え方があり。投資信託の特性や議決権行使と投資信託財産の運用との関係などから、後者が妥当であるという見解（元柳祐介『別冊商事法務No. 376：投資信託法制の現状と展望』（2013、商事法務）131頁）が適切であると考えられる。

¹⁹¹ 朝倉智也「議決権行使は投信運用会社の重要な受託者責任のひとつ！」証券アナリストジャーナル51巻10号（2013、日本証券アナリスト協会）71頁。

¹⁹² 1967年の改正投信法17条の2では、議決権等の指図行使に関する事項を規定した。一方、当時改正法17条では、「委託会社は、証券投資信託の受益者のため忠実に信託財産の運用に係る指図を行なわなければならない」という規定も設けていた。「証券投資信託法の一部を改正する法律」（昭和42・8・1・法律116号）、<http://www.houko.com/00/01/S42/116.HTM>（検索日：2017年5月1日）。

¹⁹³ 委託者の財産が受託者に移転される信託の特性によって、投資信託では、投資信託委託会社でなく、受託会社が株式発行会社との関係において株主としての地位に立つ。そのため、議決権は受託者の名義で行使される。そこで、受託者が委託会社の指図に基づいて議決権を行使すべきとすれば、議決権の不統一行使をすべき場合が生じるしかない。受託者は、多数の投資信託委託会社と信託契約を締結しているためである。問題は、1966年の商法改正によって、不統一行使が法的に認定される前までは議決権の不統一行使を認めないのが通説であり、このような解釈の下では、議決権行使に対する委託会社の指図権を認めることは困難したということである。しかし、投資信託は、専門性を持つ運用会社（＝投資信託委託会社）が顧客から委任を受けた権限を活用し、当該顧客の利益のためにその資産を専門的に運用する制度である。したがって、合併や営業譲渡、資本減少などのように、投資信託財産の価値に直接的な影響を及ぼしかねない事案については、運用会社がこれを決定するようにするのが制度の本質に照らして望ましい。これについては、北村光正「投資信託組入株式の議決権行使」商事法務研究569号（1971、商事法務研究会）9頁以下参照。

¹⁹⁴ 社団法人日本証券投資顧問業協会議決権等株券行使研究会・前掲注（162）8頁参照。

¹⁹⁵ 詳細は、朝倉・前掲注（191）70、71頁参照。

¹⁹⁶ 投資信託協会では、2003年3月に議決権行使方針の作成と開示に関する業界ガイドライン「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」を策定した。2003年に導入されたガイドラインで

ついて」¹⁹⁷、信託協会の倫理綱領¹⁹⁸などの業界団体の規則が存在する。

は、議決権行使の結果の開示についての特別な決めはなかった。しかし、2009年6月に、金融庁が報告書で機関投資家の議決権行使の結果の開示を要請し、これに応じて、同協会は2010年3月に同ガイドラインを大幅に改正した。改正ガイドラインでは、議決権の指示行使に関する規定の作成上の留意事項に加えて、議決権行使の結果についての開示を要請している。

一方、同協会は、2008年3月に「正会員の業務運営等に関する規則」を制定した。同規則では、投資信託委託会社等会員に対して議決権の指図行使の基本的考え方及び意思決定に係る権限等に関する規定を定め（同規則2条2項）、これに基づいて投資信託財産として有する株式に係る議決権行使について指図を行うことを要求している（同条1項）。そこで、議決権の指図行使の基本的考え方などを定めるにあたっては、上記のガイドラインを参考にすることとなる。

今後、投資信託市場は株式・債券市場の長期的な上昇や家計金融資産蓄積の展開、投信販売チャンネルの拡充などによって、徐々に拡大されていくことが予想される。最近では、投資信託について今より積極的な行動（スチュワードシップ・コードの履行など）が要求され、これを通じて株式価値の向上に寄与することが期待される。すでに、市場の時価総額に連動するインデックス運用においては、積極的な議決権行使が要請されている。このような面から見ると、会員に対して影響を及ぼしかねない上記の規則などは重要な意味を持つといえる。

¹⁹⁷ 日本投資顧問業協会では、「投資一任会社が厚生年金基金等の資産運用に参入するに当たり、議決権の適正かつ円滑な行使指図の遂行を図るため」、1990年11月に業務等に関する規則として「年金投資一任契約に係る議決権の適正な行使について」を策定した。しかし、当時は、議決権行使についての顧客の関心も低く、投資一任会社も議決権行使を株式運用に付属するものぐらいにしか認識しておらず、上記の規則に積極的に対応しなかった。

しかし、資本市場の環境の変化、英米の株主重視やコーポレート・ガバナンスの確立などの動きが強くなり、投資一任会社についてより積極的な議決権等行使の指示などが要請された。このような背景から、同協会は、投資一任会社の議決権等行使に関係された当時の課題を整理し、その対応策を講じるために「議決権等株株券行使研究会」（以下「研究会」）を設置した。研究会では、「投資一任会社の議決権等株株券行使について」という報告書を提出した。当該報告書では、投資一任会社に対して顧客の理解と協力を求めながら、積極的に議決権等行使を活用することを要請した。

このような経緯を経て、同協会は上記の規則を廃止し、2002年4月に、協会会員が投資一任契約に係る議決権等の行使の指図を行う際、最低限の遵守すべき事項を盛り込んだ新たな規則「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」を策定した。以降、同協会は、2009年12月の改正で「議決権行使ガイドラインの基本的な考え方の公表」に関する事項を新設し、2010年1月の改正で「議決権行使集計結果の公表」に関する事項を新設した。現在、同規則では、①投資一任契約書等において議決権等の行使指図の取扱い、②議決権等の行使指図のガイドラインの策定、③ガイドラインの基本的な考え方の公表、④ガイドラインの顧客に対する提示および調整、⑤議決権等の行使指図のあり方、⑥議決権等の行使指図の集計結果の公表、⑦根拠データの保存などを規定している。

もともと、⑥においては、次の点に留意する必要がある。同規則では、原則として議決権等の行使指図の集計結果の公表を要求するものの、「3月末時点において、国内株式を運用対象とする投資一任契約の契約数が5件以下又は国内株式の運用残高の合計が250億円（時価評価額）以下の場合」には、その例外を認めている。

¹⁹⁸ 信託協会では、投資信託協会や日本投資顧問業協会のようなルールを置いてはいない。しかし、信託協会は、2004年12月に信託協会の加盟会社が遵守すべき倫理綱領を制定し、各加盟会社の忠実義務の履行という面で議決権行使を要請した（倫理綱領I.第2）。倫理綱領の解説によると、各加盟会社は、適切な議決権行使のために「議決権行使に関するガイドラインの作成および公表」、「発行体との対話の内容等を踏まえた適切な議決権行使」、「議決権行使結果の公表」を行うべきとされている。

もっとも、日本版コードの導入によって業界団体の規則が持つ意義は薄れており¹⁹⁹、さらに、第二章で論じる韓国との比較法的の検討の必要性から、以下では、日本版コードについてのみ検討することとする。

(1) 日本版コードの沿革

日本版スチュワードシップ・コード（以下「日本版コード」という）の策定の直接的きっかけとなったのは、2013年の日本再興戦略である。同戦略では、「成長への道筋」に沿った主要施策として「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（日本版コード）について検討し、年内に取りまとめる」という方針を提示し、「株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、本年秋まで提言を得る」などを要請した²⁰⁰。これを受け、金融庁は2013年8月に、「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」を設置し、同有識者検討会の議論を経て、2014年2月に日本版コードが確定された。

日本版コードの策定に関する議論は、機関投資家によるエンゲージメント（engagement）が不十分であるという認識と、エンゲージメントによって企業価値が向上するという期待から始まった²⁰¹。そのため、日本版コードでは、エンゲージメントによる企業価値の向上や持続的成長

一方、最近の信託協会の定例記者会見では、議決権行使の開示の強化・拡大の必要性が指摘されている。たとえば、2016年10月の定例記者会見では、池谷幹男会長が「現状も結果に関する開示はございますが、これを今後、政府の諸会議のご議論も踏まえつつ、例えば、アセット・オーナーさんにご議論することをはじめ、開示の強化・拡大ということを検討していく必要がある」と指摘し（池谷会長定例記者会見（平成28年10月20日）、<http://www.shintaku-kyokai.or.jp/news/kaiken281020.html>（検索日：2017年6月1日））、2017年4月の定例記者会見では、飯盛会長が「運用機関のガバナンス、利益相反管理、エンゲージメントの拡大並びに議決権の行使結果の開示、こういったところについては業界各社も確りと対応をしているところでございますが、新たなスチュワードシップ・コード改訂版、これはまだ（案）の段階ではございますが、これを確り受け止めて対応していきたい」と明らかにしている（飯盛会長就任記者会見（平成29年4月4日）、<http://www.shintaku-kyokai.or.jp/news/kaiken290404.html>（検索日：2017年6月1日））。

¹⁹⁹ 日本版コードの導入によって、業界団体の規則が持つ意義が消えたものではない。なぜなら、日本版コードと当該規則は、規定方式（内容など）に相違点があるためである。日本版コードでは、一般的な原則と指針を定めているに対して、当該規則では、議決権等行使指図のあり方、開示の視点や様式、事務手続きなど、より明確かつ具体的な内容を提示している。このような面から見ると、当該規則は、日本版コードの履行などに関する機関投資家の理解を助け、その実効的な履行を支援する役割を有していると言える。

²⁰⁰ 「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」（2013年6月14日）12頁。

²⁰¹ 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コード：英国コードとの比較を中心として」日本取引所金融商品取引法研究6号（2016、日本取引所金融商品取引法研究）192、193頁。

という目的を前面に掲げている²⁰²。このような考え方は、2009年6月に金融審議会金融分科会の「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」の報告書の「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」で示された。同報告書では、上場会社などのガバナンスを向上させるためには、機関投資家の受託者責任²⁰³に基づいた適切な議決権行使、ひいては「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」と指摘している²⁰⁴。この点はスチュワードシップ・コードに採用され、特に「建設的な議論」という考え方はスチュワードシップ責任の重要な要素である「建設的な対話」として表現された。

(2) 日本版コードの特徴

日本版コードには、次のような特徴がある²⁰⁵。

第一に、日本版コードは、スチュワードシップ責任の定義を明らかにしている。日本版コードによると、スチュワードシップ責任は「目的を持った対話」を通じて当該企業の「企業価値の向上や持続的成長」を促進することによって、最終受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることである²⁰⁶。この責任は、最終受益者の利益拡大を最終的な目標にしているということ²⁰⁷で受託者責任と変わらない。もっとも、企業価値の向上や持続的成長の促進を前提としている点や後述するインベストメント・チェーンの全体を視野に置いている点で、伝統的な受託者責任とは区別される。

ここにいう「持続的成長」については、更なる言及が必要であろう。持続的成長が何かによって、スチュワードシップ活動の方向性が決定されるためである。私見では、持続的成長は会

²⁰² 英国のスチュワードシップ・コードと区別される日本版コードの特徴である。これについては、神作・前掲注（201）193、196頁。

²⁰³ ここでの受託者責任は、スチュワードシップ・コードのスチュワードシップ責任と、実質的に同一、または類似の概念という。神作・前掲注（201）196頁。

²⁰⁴ 金融審議会金融分科会・前掲注（166）13～18頁。

²⁰⁵ 日本版コードの特徴については、神作・前掲注（201）203頁以下参照。

²⁰⁶ 基本的に、スチュワードシップ責任は、顧客・受益者の利益を害しない範囲内で企業価値の向上や持続的成長を図るべきものである。日本再興戦略2016では、「機関投資家が、顧客・受益者（最終受益者を含む）の利益を第一に考えてスチュワードシップ責任を適切に果たす」べきと指摘した（「日本再興戦略2016—第4次産業革命に向けて—」（平成28年6月2日）145頁）。

²⁰⁷ この点は、非常に重要な部分である。機関投資家の議決権行使に関しては多様な利益相反の状況が発生し得るため、最終受益者の利益を最終目標とするといった機関投資家の行動基準を明らかにしておく必要がある。

社の事情と会社をめぐる利害関係などを考慮し²⁰⁸、最終受益者の最善の利益を図る方向で²⁰⁹、会社の成功（資本コストを上回るリターン創出²¹⁰）を図ることといえる。このように解釈することで、持続的成長という概念がスチュワードシップ・コードをめぐる多くの利害関係者の同意を引き出すことができる一方、法で要請されている受託者責任とも矛盾しないものとなる。

第二に、日本版コードは、機関投資家に対してのみ適用されるのではなく、インベストメント・チェーンの各当事者を視野に入れている。日本版コードは、基本的に日本上場株式へ投資する機関投資家を念頭に置いているが、その機関投資家から業務を委託された議決権行使助言会社などについても適用されることを明らかにしている。現代社会は、資産保有者から最終受益者にのぼる投資の構造がかなり複雑化され、「所有と所有の分離」現象が進んでいる。このような現象は、インベストメント・チェーンに内在されたリスクを増加させる恐れがある²¹¹。この点を考えると、日本版コードがその適用対象を機関投資家に限定しなかったのは、「所有と所有の分離」現象によって引き起こされる恐れがある弊害を抑制し、顧客・受益者の利益を保護するという点で望ましい。

第三に、日本版コードは、機関投資家の規模や運用方針²¹²によって、コードの履行の態様が異なり得ることを考慮して、「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している（日本版コード9、10）。それゆえ、機関投資家は各々の置かれた状況に応じて、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せば足りる（日本版コード10）。このような原則主義は、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することを念頭に置いている（日本版コード10参照）。しかし、機関投資家のスチュワードシップ活動の経験が不十分な面もあり、原則主義自体が馴染みの薄い面もある日本では、抽象的で大掴みな原則だけで機関投資家の実効的な原則の履行を

²⁰⁸ 日本版コードには、「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」と書かれている。

²⁰⁹ 日本版コードでの持続的成長という概念は、単に最終受益者の利益だけを念頭に置いたことではないと考えられる。しかし、機関投資家は、最終受益者の利益を最優先しない場合、受託者責任が問題になる可能性がある。最近では、機関投資家は、ROEの向上や株式報酬のような業績連動型報酬の導入などを要求した。このようなことは、株主の利益に近く要素であると考えられる。

²¹⁰ 資本コストを上回るリターンを期待できない成長は、株主の支持を得られないため、持続可能できないという指摘として、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：英国コードとの差違に着目して」信託フォーラム1号（2014、日本加除出版）38頁。

²¹¹ 「所有と所有の分離」は、インベストメント・チェーンの各当事者がどのように行動するかによって、最終受益者の利益を効率的に向上させる可能性もあるとするものとして、神作裕之「商事信託の展望：「信託」と「受託者責任」の意義再考」信託265号（2016、信託協会）9、10頁参照。

²¹² 長期運用であるか短期運用であるか、アクティブ運用であるかパッシブ運用であるかをいう。

期待することは難しい。そのため、日本版コードでは、原則に加えて、指針を置いている。このような面から見ると、日本版コードは、細則主義が加味されている原則主義を採用しており、その原則は、関係者が共有すべき理念や価値の以上のもの、言い換えれば遵守すべき行動規範であると理解することが適切であろう。

第四に、日本版コードは、法的拘束力を持っていないため、その採用は、機関投資家の自由に委任されている（日本版コード11）。また、機関投資家は、日本版コードを採用しても、すべての原則を遵守しなければならないのではなく、自分の事情に照らして特定原則を実施することが適切でない場合には、その理由を説明し、当該特定原則を実施しないことも可能である（「コンプライ・オア・エクスプレイン」原則、日本版コード12）。しかし、コンプライ・オア・エクスプレイン原則は、コードの原則を遵守しない場合、その理由を説明するようにすることで、市場の影響力がその履行に及ぶことができるようにする。言い換えれば、同原則は、市場の影響力を念頭に置いている規制手法として機関投資家がコードを履行するようにする効果を持っているといえる²¹³。

（3）日本版コードの内容

日本版コードの原則は以下のとおりである。

[表9]日本版スチュワードシップ・コード

²¹³ アンスヒョン「「機関投資者の受託者責任に関する原則」の検討—韓国スチュワードシップ・コードの円滑な施行と定着に向けて—」証券法研究18巻1号（2017、韓国証券法学会）6頁。

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6. 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。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

日本版コードは、英国のスチュワードシップ・コード（以下「英国版コード」）を参考にし、策定された²¹⁴。そのため、各原則の内容は英国版コードとほぼ同一といえる²¹⁵。もっとも、英国版コード原則5は、「機関投資家は必要に応じて他の投資家と協働しなければならない」と定めているが、日本版コードではこれを規定せず、代わりに、「原則7」を置いている。

英国版コード原則5は、企業に対する機関投資家の影響力を向上させることで、他の原則から

²¹⁴ 2013年4月、日本では、持続的成長を実現する市場経済システムのあり方を明確にするため、経済財政諮問会議の下に「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」（以下「専門調査会」）が設置された。専門調査会は、報告書で中長期的な企業価値の向上のためには、機関投資家による企業ガバナンスの向上が重要であるということを指摘し、その具体的方策の一つとして、日本版スチュワードシップ・コードの策定を挙げた。さらに、日本版スチュワードシップ・コードの策定にあたっては、「既に英国において策定されているスチュワードシップ・コードを念頭に置きつつも、機関投資家と企業との建設的なコミュニケーションによって企業の持続的成長を実現することを重視し、日本の実情に応じた日本版スチュワードシップ・コードが策定されることが望まれる」と指摘した。報告書は、日本版コードが英国版コードを参考にして日本の実情に合わせて策定されなければならないという方向性を提示したことである。詳細は、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に関する報告」（2013年11月1日）12頁参照。

²¹⁵ 日本版コードと英国版コードを比較・検討したこととして、神作・前掲注（201）197頁以下参照。

要請される議決権行使や建設的な対話などの実効性を確保できるという意義がある²¹⁶。この点で、日本版コードの策定にあたっては、当該原則の導入が強く主張された。しかし、日本の機関投資家は、投資対象企業との信頼関係や秘密維持の必要性という観点から、他の機関投資家と協力して議決権を行使するなどの戦略は行っていなかった²¹⁷。そのような背景から、実務界の強力な反対のゆえに、日本版コードでは、当該原則を導入しないことにした。一方、英国版コードには存在しない日本版コード原則7は、実務界、特に投資対象企業の要請により導入された原則と言える²¹⁸。機関投資家が投資対象企業やその事業環境などについて十分に理解するのは、スチュワードシップ責任に係る費用に比べて最大の利益を実現する前提であり、この点で、当該原則の存在意義を見出すことができる。

(4) 2017年の改正

日本版コードの課題はその普及や定着であった。「日本再興戦略2015」では、「昨年2月に策定・公表された「スチュワードシップ・コード」及び本年6月に適用が開始された「コーポレートガバナンス・コード」が車の両輪となって、投資家側と会社側双方から企業の持続的な成長が促されるよう、積極的にその普及・定着を図る必要がある」と指摘した²¹⁹。そのような背景から、日本では、日本版コードの普及や定着状況を調査し、必要な施策を検討・提言する目的で「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」（以下「フォローアップ会議」）を設置し、2015年9月から検討が進められた²²⁰。

日本版コードが導入されて3年が過ぎた時点で、多くの機関投資家がコードの受入れを表明し

²¹⁶ 英国の多くの上場会社では、支配株主や会社に影響力を行使できる株主がいないという指摘がある (Iain MacNeil, "Activism and collaboration among shareholders in UK listed companies", *Capital Markets Law Journal* Vol. 5 No. 4 (2010) pp. 420, 421)。このような構造では、同原則の存在意義が大きいと考えられる。しかし、同原則には、市場の乱用 (Market Abuse)、内部情報 (Inside information) の利用、機密流出 (confidentiality/leaks) のような潜在的リスクがある (Collective Engagement Working Group, *Report of the Collective Engagement Working Group December 2013*, IME (2013) pp. 14 ~17, 19)。現実的に、このようなリスクは、完全に統制することが不可能である。さらに、機関投資家の集团的エンゲージメントを規制により要請するのではなく、自主性に委ねることでの批判も考えられる。

²¹⁷ 神作・前掲注(201) 206頁。

²¹⁸ 詳細は、神作・前掲注(201) 206頁参照。

²¹⁹ 「「日本再興戦略」改訂2015—未来への投資・生産性革命—」(平成27年6月30日) 43頁。

²²⁰ 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) 議事次第 事務局説明資料」(平成27年9月24日) 7頁。

ている²²¹。これからの課題は、企業価値の向上を促すことにより、顧客の中長期的な投資リターンの拡大を図ることについて、日本版コードがより実質的に機能できるように、コードに係る課題を検討・改善していくことである。このような問題意識から、2016年11月に、フォローアップ会議は「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」という意見書を公表し、日本版コードの再検討を提言した²²²。

フォローアップ会議の提言を受け、金融庁は2017年1月から日本版コードの改正作業を推進し、同年3月に改正案を公開した。当該改正案は、意見聴取を経た後、2017年5月に確定された。

改正日本版コードでは原則自体を修正しなかったが、原則ごとの指針を大幅に修正した。その中には、機関投資家の議決権行使に関係のある事項も含まれている。

第一に、原則1の指針では、運用機関の議決権行使に関係のあるアセットオーナーの役割を強化した。これは、インベストメント・チェーンにおいて最終受益者と近くに位置しているアセットオーナーの役割によって、最終受益者の利益が変わる可能性があるという考え方に立脚したものである²²³。

第二に、原則2の指針では、運用機関の利益相反管理を一層強調した。ここでいう利益相反には、運用機関と投資対象企業との関係からもたらされる利益相反のほかに、運用機関内の各部門で担当する業務の違いからもたらされる利益相反も含まれる²²⁴。改正指針では、最終受益者の利益の確保や利益相反防止のため、議決権行使の意思決定や監督を向けた第三者委員会などのガバナンス体制の整備を要請した。利益相反は、機関投資家の議決権行使の適正性を毀損する核心的な要因である。この点で、今回の改正には大きな意義がある。

第三に、原則4の指針では、機関投資家に対して「パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである」と述べている。近年、日本ではパッシブ運用の比重が高まっており²²⁵、そのようなパッシブ運用では、アクティブ運用と

²²¹ 2017年12月基準で、日本版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は、信託銀行など6社、投資信託・投資顧問会社など153社、生命保険会社18社、損害保険会社4社、年金基金など26社、議決権行使助言会社など7社で、計214社に達する（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29年12月21日時点）、<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>（検索日：2018年1月22日））。

²²² 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）6頁。

²²³ 詳細は、田原泰雅＝染谷浩史＝安井桂大「スチュワードシップ・コード改訂の解説」商事法務2138号（2017、商事法務研究会）17、18頁参照。

²²⁴ 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・前掲注（222）2頁。

²²⁵ 田原＝染谷＝安井・前掲注（223）20頁。

異なり、株式を売却する選択肢が制限されている²²⁶。この点で、パッシブ運用の場合は、対話や議決権行使などで企業価値を向上させる必要性が高いといえる。一方、改正指針では、集团的エンゲージメント²²⁷の必要性についても触れている。機関投資家の集团的エンゲージメントでは、市場濫用や大量保有報告制度などに係るリスクが存在するが²²⁸、企業側の取り組みの面での効率性、パッシブ運用上の合理性、政策保有株主が存在する日本の事情からの必要性²²⁹、国際的な整合性などの面で、その必要性が提起されてきた²³⁰。改正日本版コードでは、指針4-4を追加し、集团的エンゲージメントを明示することで、機関投資家の共同行動を図ることとした²³¹。

そして、第四に、原則5の指針では、機関投資家に対して議決権行使の結果を、個別の投資対象企業および議案ごとに公表（以下「個別開示」）するよう要求している。2014年に、日本版コードを策定する際にも、個別開示まで要求するかが議論された。しかし、イギリスでも個別開示を行っている機関投資家は半数に達しないということもあり、最終的に個別開示までは求めないことにした²³²。そのため、2014年に策定された日本版コードの下では、議案の主な種類ごとに整理・集計する形で、議決権行使の結果を公表すればよかった。しかし、議決権行使をめぐる利益相反についての懸念を払拭し、最終受益者に対する透明性が必要との観点から、個別開示の重要性が指摘された²³³。改正日本版コードでは、個別開示を原則として、さらに、個別開

²²⁶ パッシブ運用は、株価指数や特定のセクターに基づいて収益を上げる運用であり、市場平均収益率が目標である。一方、アクティブ運用は、株価の上昇が期待される銘柄を選定し、当該銘柄ごとの投資金を調整して収益を上げる運用であり、市場収益率以上の収益率が目標である。前者は、分散投資効果を極大化する運用として投資先企業の株式を売却する選択肢が制限的である。

²²⁷ 集团的エンゲージメントは、他の機関投資家と協働して対話を行うことをいう。

²²⁸ 大量保有報告制度などに係る法的論点に対する解釈を明確化したこととして、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）参照。

²²⁹ 富山和彦「スチュワードシップ・コード改訂に関する意見書」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）議事次第（平成29年2月17日）参照。

²³⁰ 機関投資家の集团的エンゲージメント体制の必要性については、濱口大輔「「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」資料」（平成29年1月31日）、<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170131/05.pdf>（検索日：2017年5月26日）参照。

²³¹ 「そもそも現在のコードや法制度のもとでも、集团的エンゲージメントが行えないということではないわけですが、一方で、コードに集团的エンゲージメントという文言が形式上存在しないということで、こうした取組みは行えないのではないかとのご指摘も頂戴しているところでございます。今回の改訂に当たって確認的に集团的エンゲージメントの文言を盛り込むことにさせていただいたものでございます」（スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（第3回）議事録、<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20170322.html>（2018年1月21日）参照）。

²³² 神作・前掲注（201）205頁。

²³³ 個別開示については、フォローアップ会議では、「個別の議決権行使結果の公表により、賛否の結果のみに過度に関心が集まり、運用機関による形式的な行使を助長したり、企業と運用機関の対決色が強調されるなど、円滑な対話が阻害されるのではないかと懸念」があるなどの否定的見解も出されたが、原則として個別開示すべきとの結論に至った。

示においては、議決権行使の結果だけでなく、その賛否の理由についても開示することを勧奨することにした。可視性の向上の観点からは議決権行使の賛否の理由の説明を求めることが望ましいことによる²³⁴。

一方、改正指針では、受託者責任の主体でない議決権行使助言会社についても、「企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。また、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」と述べている。ここで注目すべき点は、議決権行使助言会社に対してその業務体制や利益相反管理などに関する開示まで要求していることである。これは、議決権行使助言会社の影響力の増加を考慮して第3回スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会でその必要性が提起された結果である²³⁵。

第三節 機関投資家の議決権行使の現状

1 議案別の議決権行使の現状

2000年代の初めまで、国内機関投資家は、企業側の提案について反対することはほとんどなく、議決権行使自体を白紙委任する場合も少なくなかった。年金積立金管理運用独立行政法人の業務概況書によると、2001年には、株主総会において取締役選任議案に対する反対・棄権率は0.1%、退職慰労金贈呈議案に対する反対・棄権率は4.2%に過ぎなかった。他方で、白紙委任率は22.9%に達した²³⁶。しかし、最近では、機関投資家の議決権行使に変化が見られるようになった。

以下では、主要議案別の反対の議決権行使の現状を具体的に分析することにする。

²³⁴ 詳細は、田原＝染谷＝安井・前掲注（223）22頁参照。議決権行使の賛否の理由の説明には、機関投資家のエンゲージメント活動や投資先企業の状況も反映される可能性がある。例えば、投資先企業が選任しようとする取締役が、議決権行使判断基準を満たさない場合には、機関投資家は、その取締役選任議案を反対すべきだろう。しかし、機関投資家が、投資先企業に対するエンゲージメント活動を通じて、当該企業の取締役会がしっかり機能していることを確認することもある。その場合は、賛成の理由を説明した上で、当該議案を賛成することができる。そこでは、機関投資家のエンゲージメント活動、投資先企業の取締役会に関する情報が反映されるしかない。これについては、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（231）参照。

²³⁵ 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（231）参照。

²³⁶ 年金積立金管理運用独立行政法人・前掲注（158）51頁。

[表10]議案別のISSの反対勧告率及び議決権行使の結果

	2014		2015		2016	
	ISS	結果	ISS	結果	ISS	結果
取締役選任	7.1%	-	7.6%	15.8%	8.7%	15.7%
監査役選任	32.0%	-	30.9%	16.1%	29.3%	14.5%
会計監査人選任	5.6%	-	2.0%	0.2%	7.8%	0.3%
役員報酬枠	11.0%		2.6%	4.2%	1.5%	4.1%
役員賞与	0.4%		0.0%		0.0%	
退職慰労金	90.3%		92.2%		93.1%	
株式型報酬	21.0%		24.3%		15.4%	
買収防衛策	99.5%	-	99.1%	39.8%	100.0%	54.4% ²³⁷
剰余金処分	0.2%	-	0.4%	3.9%	0.4%	4.4%
定款変更	7.2%	-	6.6%	3.1%	5.3%	3.4%
組織再編・再構築	7.8%	-	17.3%	6.2%	19.4%	2.3%

* 出典：ISS「2015年版 日本向け議決権行使助言基準」（2015年2月1日施行）26頁；ISS「2016年版 日本向け議決権行使助言基準」（2016年2月1日施行）27頁；ISS「2017年版 日本向け議決権行使助言基準」（2017年2月1日施行）27頁；森・濱田松本法律事務所『別冊商事法務No. 423：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）（2017、商事法務）4頁。

**ISSの場合、役員選任については、議案数でない候補者総数を基準に反対率の算定

（1）役員を選任

1）取締役を選任

近年、日本では、攻めのコーポレート・ガバナンスが強調され、この観点から取締役に関する議論が盛んである。そこでは、特に社外取締役の複数選任やその独立性などが重視されてい

²³⁷ 54.4%は、買収防衛策のほかに、株式合併、第三者割当増資、資本金減少などの議案に対する反対率を含むものである。したがって、買収防衛策議案に対する反対率は、54.4%より高い可能性がある。これについては、森・濱田松本法律事務所『別冊商事法務No. 423：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）（2017、商事法務）399頁参照。

る。このような背景から、機関投資家は、取締役選任において取締役の構成割合や社外取締役の独立性などを厳格に判断している。このことから、取締役選任議案に対する反対率は、他の議案に比べて相対的に高い水準となっている。

上記の[表10]を見ると、取締役選任議案においては、国内機関投資家の反対行使率がISSの反対勧告率より高く、2015年と2016年の国内機関投資家の反対行使率はほぼ同様の水準を維持している。このことは、第一に、国内機関投資家が社外取締役の独立性においてISSの助言基準より厳しい基準を採用している可能性²³⁸がある、第二に、国内機関投資家の議決権行使の基準が厳格になっているにもかかわらず²³⁹、反対の行使率がかえって0.1%減少したことから、日本企業が機関投資家の意見を反映して取締役候補者の選定を厳格化していることを示唆するものである。

2016年の株主総会では、①ROEなどの業績基準を満たさないケース、②社外取締役が複数選任されないケース、③社外取締役の独立性が問題になるケースにおいて、高い反対率となった²⁴⁰。もっとも、③は、監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社において顕著なものであったが²⁴¹、監査役設置会社においては、ISSが社外取締役の独立性を問わないなど²⁴²の理由から反対率が相対的に低かった²⁴³。一方、機関投資家の反対行使率は、議決権行使の基準を設定している機関投資家とそうでない機関投資家において明確な違いがある。機関投資家は、積極的な議決権行使を念頭に置いて議決権行使基準を設定する 경우가多く、当該基準が具体的であればある

²³⁸ ここでいう厳しい基準を適用している可能性は、社外取締役の独立性を判断する基準そのものを言うのではなく、ISSが機関設計によっては、社外取締役の独立性そのものを問わないケースについても、国内機関投資家は、その独立性を問う場合があることを言う。

²³⁹ 投資顧問業協会の2015年10月の調査では、48%の機関投資家が、2016年10月の調査では27%の機関投資家が、議決権行使基準を改正したことが分かった。改正内容は①独立性基準の見直し、独立性要件を強化・追加、②複数の社外取締役が不在の場合には取締役選任議案に反対、③再任される社外役員の取締役会、監査役会への出席率基準を新設、④取締役選任に反対の要件として、社外取締役であって、株主からの面談要請を拒絶している場合などを追加、⑤社外取締役もしくは監査役に対する退職慰労金支給、ストックオプションの権利付与に反対など、取締役の選任基準を厳格化することであった。投資信託協会「投資信託委託会社における議決権行使アンケート調査結果」（平成28年10月）28頁。

²⁴⁰ 依馬直義「機関投資家表形式による議決権行使の状況：二〇一六年の株主総会を振り返って」商事法務2116号（2016、商事法務研究会）38頁。

²⁴¹ 2015年6月の株主総会の分析資料によると、指名委員会等設置会社の場合、反対率が高かった30議案のうち、29議案が社外取締役選任に係るものであり、そこでは独立性が問題になったケースが多かった。監査等委員会設置会社の場合にも、指名委員会等設置会社と同様に、社外取締役の独立性が問題になったケースが多かった。倉橋雄作＝日本シェアホルダーサービス『別冊商事法務No. 407：2016年株主総会機関投資家対応』（2016、商事法務）253、255頁。

²⁴² 倉橋＝日本シェアホルダーサービス・前掲注（241）252頁。

²⁴³ 2014年に、三菱UFJフィナンシャル・グループは、監査役設置会社から指名委員会等設置会社に移行した。その後、株主総会においては、同一候補者に対する賛成率が低下した。これは、機関投資家が監査役設置会社より指名委員会等設置会社に対して厳格な基準を適用していることを示している。

ほど、反対行使率が高い傾向にある²⁴⁴。

2) 監査役の選任

監査役選任議案は、機関投資家の反対行使率が高い代表的な議案である。その反対行使率は、2015年の16.1%、2016年の14.5%で、取締役選任議案の反対行使率と同様の水準にある。もっとも、監査役選任議案においては、取締役選任議案と比較して次のような特徴があることに留意が必要である。

第一に、監査役選任議案においては、ISSの反対勧告率が2015年の30.9%、2016年の29.3%で、取締役選任議案と比較して格段に高い。その背景には、①ISSが社外取締役については機関設計によって独立性を問わないこともあるが、社外監査役についてはそのようなことがないこと、②多くの国内機関投資家とは異なり、ISSは冷却期間²⁴⁵を採用していないため、退職後、一定期間が経過している者の独立性の判断についても、その独立性を否定する可能性が高いということがある²⁴⁶。後者は、ISSの反対勧告率と機関投資家の反対行使率との間に差が存在する理由の一つである。

第二に、取締役選任議案の場合と同様に、社内監査役よりは社外監査役が問題になるケースが多かった。特に、社外監査役については、その独立性が問題とされている²⁴⁷。国内機関投資家は、独立性のある社外監査役の選任数・比率を判断する際、在任期間、出席率、兼務の状況などを考慮している²⁴⁸。

第三に、監査役選任議案について具体的な基準を定めている機関投資家は、反対行使率が高い傾向にある²⁴⁹。このような傾向は、取締役選任議案においても同様であった。この点は、機関

²⁴⁴ 森・濱田松本法律事務所・前掲注(237)108、109、111頁。

²⁴⁵ ここでいう冷却期間(クーリングオフ期間)とは、特定企業の大株主や役員、または当該企業と関係のある取引先の出身者などの独立性を否定する期間をいう。多くの国内機関投資家は、冷却期間を採用しており、その期間が経過していれば、独立性があると判断している。一方、ISSと異なり、グラス・ルイスは冷却期間(「利益相反要因となる当該企業との重要な取引関係に対しては3年、当該企業との雇用関係に対しては5年の期間と定めている。ただし、その関係性が終了した時期の明確な開示がない場合、その関係性は直近まで継続していたものと判断し、クーリングオフ期間は適用されない。」)を採用している。

²⁴⁶ 依馬・前掲注(240)39頁。

²⁴⁷ 大株主、主要借入先や取引先、顧問契約関係の弁護士事務所や会計事務所、寄付を行った大学などの出身者に対して反対したケースが多かった。詳細は、依馬・前掲注(240)38、39頁参照。

²⁴⁸ 森・濱田松本法律事務所・前掲注(237)241頁。

²⁴⁹ 監査役選任議案について具体的な基準を定めている機関投資家の反対行使率は、2015年の16.8%、2016年の16.2%であった。一方、反対行使率が高い機関投資家は、監査役選任と関連して、「株主に代わって

投資家の議決権行使の改善にあたって、議決権行使基準の具体化が重要な機能を果たすということを示唆している。

3) 会計監査人の選任

大会社、監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社を除いて、会計監査人の設置は任意であり（会社法327条5項および328条）、一度選任すれば別段の決議がない限り、当該会計監査人は再任される仕組みとなっている（会社法338条2項参照）。そのため、会計監査人選任議案は、株主総会であまり扱われない議案である。しかし、金融庁は、IPOをめぐった会計上の問題や会計不正事件など²⁵⁰をきっかけに、会計監査の信頼性が問題となっていることを考慮して、会計監査の在り方に対する提言を得る目的で「会計監査の在り方に関する懇談会」（以下「懇談会」）を設置した。当該懇談会では、監査法人の強制ローテーション制度の導入²⁵¹に対する検討を提言した²⁵²。その提言を受け、金融庁は、2017年7月に監査法人のローテーション制度に関する調査報告（第一次報告）²⁵³を公表した。会計監査の信頼性や会計監査人の独立性などが強調

取締役の業務を監査することのできる適切な人材であり、十分な機能を果たすことが期待されます。企業に反社会的行為があった場合等において、監査担当役員がその反社会的行為に責任を有すると認められる場合、あるいは十分な監査監督機能を果たさなかったと認められる場合においては、当該監査担当役員の再任について否定的に判断します。社外監査担当役員については、経営陣からの独立性が確保されることが望まれます。社外監査担当役員の全員が独立性に欠けると判断されるような監査委員会・監査役会の構成は望ましくありません。社外監査担当役員の独立性については、大株主を代表するものでないか、役員報酬以外に高額報酬を得ていないか、他の役員の親族でないか等を総合的に考慮して判断します。監査担当役員を減員する場合は、その理由が妥当なものであることを要します」（野村アセットマネジメント「議決権行使の基本方針」、https://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility_investment/vote.html#vote04（検索日：2017年8月21日）参照）のような具体的な基準を策定している傾向にある。詳細は、森・濱田松本法律事務所・前掲注（237）241、242頁参照。

²⁵⁰ 会計不正事件の背景には、会計不正に関与していたCF0が監査委員長に就任する、財務・経理に関する適切な知識を持つ監査委員の不在などがあった（金融庁「一会計監査の信頼性確保のために―「会計監査の在り方に関する懇談会」提言」会計監査の在り方に関する懇談会（平成28年3月8日）12頁）。最近では、東芝の会計不正事件が社会的問題になった。当該事件については、松村勝弘「東芝不正会計事件はなぜ起こったのか」証券経済学会年報第51号、http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv51/m85_11.pdf（検索日：2018年1月21日）参照。

²⁵¹ 監査法人の強制ローテーション制度とは、企業が監査契約を締結する監査法人を一定期間ごとに交代させることを義務化する制度をいう。EUでは、ローテーション制度を定めている新EU法定監査規則を2014年6月から施行している。新EU法定監査規則17条では、会計監査人の任期を最長10年で規定し（同条1項）、交代された会計監査人は4年が過ぎる前に再び会計監査人として任命できないようにしている（同条3項）。

²⁵² 金融庁・前掲注（250）10頁。

²⁵³ 2006年に、日本では、監査法人のローテーション制度を検討したことある。しかし、①監査法人の交代により監査人の知識・経験の中断が発生しかねないということや、②大手監査法人の数などの制約要因

されている中、会計監査人選任議案は増加する傾向にある²⁵⁴。

なお、[表10]を見ると、会計監査人選任議案に対する反対行使率はかなり低いのが実情であり、ISSの反対勧告率とも相当な差がある。これ自体が問題とは言えない。しかし、会計監査人の変更に関して、①ISSが重大な懸念がない限り、当該案件に賛成しているにもかかわらず、機関投資家の反対行使率がISSの反対勧告率より顕著に低い、②一部の機関投資家のほかには、反対行使が皆無である、③特別の議決権行使基準が定められていないこと²⁵⁵を考えると、会計監査人の選任議案に対する機関投資家の議決権行使には、問題があるといえる。

(2) 役員の報酬

日本の役員報酬は、株主価値との連動性が低い固定報酬の比率が高いと言われている。そのため、役員報酬関連議案においては、固定報酬の割合が高い場合に反対が集中する傾向にある²⁵⁶。もっとも、このことは、機関投資家が株主価値との連動性が高い株式型報酬について無条件的に賛成することを意味するものではない。[表10]をみると、むしろ株式型報酬に対する2016年のISSの反対勧告率は21.9%、機関投資家の反対行使率は12.8%で、役員報酬関連議案についての反対行使率より高いことが分かる。機関投資家は、①株式価値を希釈させる程度²⁵⁷、②行使価格

を考えると、現実的に監査法人の交代が困難になる恐れがあるといった問題があることから、その導入には至っていない。その代わりに、日本では、企業の監査を担当するパートナーを、監査法人の内で一定期間ごとに交代させることを義務化するパートナーローテーション制度を強化した。調査報告では、パートナーローテーション制度などの日本の会計監査の現状を検討・分析し、監査法人のローテーション制度を導入しているEUの現状を検討・分析した。詳細は、金融庁「監査法人のローテーション制度に関する調査報告（第一次報告）」（平成29年7月20日）参照。

²⁵⁴ 森・濱田松本法律事務所の調査によると、会計監査人選任議案について議決権を行使した機関投資家は、2015年の約25社から2016年の約70社までに急増した（森・濱田松本法律事務所・前掲注（237）292頁）。投資信託協会の調査によると、会計監査人選任議案は、2015年の236件から2016年の772件までに急増した（投資信託協会「投資信託委託会社における議決権行使アンケート調査結果」（平成27年10月）4頁；投資信託協会・前掲注（239）5頁）。

²⁵⁵ 一般的に、機関投資家は、会計監査人の独立性や会計監査の信頼性に懸念がある場合を除いて、それまでの会計監査人の再任を支持する傾向にある（森・濱田松本法律事務所・前掲注（237）292頁）。

²⁵⁶ ①固定報酬の割合が高い場合のほかには、②業績や株価が低迷した場合、③法令違反や不祥事などが発生した場合、④合理的な理由なく役員報酬を増加する場合などにおいて反対が集中する傾向にあった。詳細は、依馬・前掲注（240）39、40頁参照。

²⁵⁷ 株式価値を希釈させる程度については、5%または10%以上をその基準に設定している機関投資家が多い。

258、③付与対象者などを考慮して株式型報酬議案に対する賛否を判断している²⁵⁹。③の付与対象者については、社外取締役に期待される役割・機能によって評価が異なる。社外取締役に期待する役割・機能が、①経営陣に対する監督・監視機能である場合には、企業価値向上についてインセンティブを付与する株式型報酬は否定的に評価されているが²⁶⁰、②企業価値向上のために企業経営を進化させる加速ペダルとしての役割である場合には、株式型報酬は肯定的に評価されている²⁶¹。機関投資家の大部分は、①に該当する。

一方、役員報酬関連議案のうち、退職慰労金贈呈議案に対する反対行使率は相当に高いものとなっている。企業が退職慰労金を贈呈することで、社外役員と友好的な関係を維持する可能性のあることを考えると、議案に反対することは当然の結果といえる。当該議案に対するISSの反対勧告率は90%を上回って、国内機関投資家の反対行使率は2016年の株主総会において50%を上回った²⁶²。当該議案では、その対象者が社外取締役や監査人であるケース²⁶³、退職慰労金の総額が表示されていないケースなどにおいて反対票が集中している。

(3) 買収防衛策

日本では、買収防衛策を導入している企業が2008年から徐々に減少している。その背景には機関投資家の高い反対行使率がある。買収防衛策議案に対するISSの反対勧告率はほぼ100%であ

²⁵⁸ 機関投資家は、ストックオプションの行使価格が市場価格を下回っているのか（たとえば、1円ストックオプション）、未行使分の行使価格を引き下げるものであるかなどを考慮している。株式型報酬に対する反対行使率は、本文の①または③の場合より、②の場合に高かった。これについては、森・濱田松本法律事務所・前掲注（237）336頁参照。

²⁵⁹ 森・濱田松本法律事務所・前掲注（237）337頁。

²⁶⁰ 森・濱田松本法律事務所・前掲注（237）338頁。①によると、監査等委員会設置会社では、監査等委員である取締役とその他の取締役を区別して報酬を定めることが望ましい。2015年の株主総会の分析資料によると、監査等委員会設置会社が、監査等委員である取締役に対しても株式型報酬を支給しようとした場合に反対率が高いことが分かった。これについては、倉橋＝日本シェアホルダーサービス・前掲注（241）257頁参照。

²⁶¹ みさき投資株式会社の議決権行使ガイドライン（2017年5月改定）では、「社外取締役の役割を欧米型の経営牽制機能、「ブレーキ」役であると定義する場合にはインセンティブ付与は必ずしも適切ではありませんが、コーポレートガバナンス・コードにも明記されているとおり、日本企業においては、社外取締役の役割は、企業価値向上に向けて企業経営を進化させる「アクセル」としての役割が強調されており、その観点からは株主と利害一致を図り、企業価値向上の果実を享受することはむしろ望ましいと考えています」と明示している。詳細は、みさき投資株式会社「議決権行使ガイドライン」、<http://www.misaki-capital.com/documents.html>（検索日：2018年1月22日）参照。

²⁶² 依馬・前掲注（240）39頁。

²⁶³ 倉橋＝日本シェアホルダーサービス・前掲注（241）258頁。

り、国内機関投資家の反対行使率は2016年の株主総会において50%を上回っている。これは主要議案のうち、最も高い反対行使率である。

機関投資家の中には、買収防衛策議案について原則的に反対する基準を設定しているものもあり、当該議案を個別検討するにあたって考慮すべき事項を厳格化しているものもある²⁶⁴。海外および外資系機関投資家の大部分は前者であり、その結果、外国人保有比率と議案賛成率の反比例関係が顕著となる傾向にある²⁶⁵。国内機関投資家の中には後者も多く、そこでは、社外取締役の数や構成比率、対抗措置の発動要件、業績や株価パフォーマンスなどを主な考慮要素として列挙している。

上記のような背景から、株主総会において買収防衛策議案を上程する企業が積極的に事前説明を行っているにもかかわらず²⁶⁶、反対率はむしろ増加している。

(4) 剰余金処分

剰余金処分議案に対する機関投資家の反対行使率は、4.4%であり、それほど高くないが、ISSの反対勧告率である0.4%と比べると、高い数値となっている。この点は、機関投資家の低い反対行使率自体が、不誠実な議決権行使を意味するわけではないということを示唆する。機関投資家の低い反対行使率の背景には、剰余金処分議案への注目が高まっている中、企業の配当性向などが改善されたことがあると考えられる。現在、企業の平均配当性向は、多くの機関投資家から要請されている30%水準を維持している。

一方、剰余金処分議案については、配当性向のほかに、自己資本比率、資本効率などを考慮し²⁶⁷、ISSや国内機関投資家の基準はその点において大同小異である。反対行使率が高い機関投資家において特別な基準が設定されているものもない²⁶⁸。もっとも、配当性向については、ISSは15%~100%を基準としている一方、多くの国内機関投資家は30%以上を基準としている点で明確な違いがあった。この点で、ISSの反対勧告率と機関投資家の反対行使率との間に差が発生し

²⁶⁴ 依馬・前掲注(240)40頁；森・濱田松本法律事務所・前掲注(237)401頁。

²⁶⁵ 倉橋＝日本シェアホルダーサービス・前掲注(241)260頁。

²⁶⁶ 投資信託協会の調査によると、議案について事前説明を行う企業は次第に増加している傾向にある。事前説明としては、買収防衛策や社外取締役候補者の独立性に関する説明が最も多かった。これについては、投資信託協会・前掲注(239)14頁。

²⁶⁷ 森・濱田松本法律事務所・前掲注(237)73頁。

²⁶⁸ 反対率が高い機関投資家と他の機関投資家の議決権行使基準を分析した結果、基準の内容には特別な差がなかった。また、反対率が高い機関投資家が具体的な基準を設定していることもなかった。これについては、森・濱田松本法律事務所・前掲注(237)74頁参照。

たとえられる。

(5) 定款変更

2016年の株主総会では、定款変更議案に対するISSの反対勧告率は5.3%、機関投資家の反対行使率は3.4%であった。前年度よりISSの反対勧告率は1.3%減少し、機関投資家の反対行使率は0.3%増加した。2014年6月の会社法の改正により監査等委員会設置会社が導入されて以降²⁶⁹、監査等委員会設置会社への移行のために定款変更議案を上程した企業が多かった。当該議案については、機関投資家の反対がほとんどなかった²⁷⁰。一方、定款変更議案には、発行可能株式総数の変更、剰余金配当の決定機関変更、役員任期や責任の変更など、様々な内容が含まれており、これらでは多数の項目が同時に上程されている。これらのうち、一つでも問題があると判断したとき、反対する議決権行使がなされている²⁷¹。

反対率が高い機関投資家とそうでない機関投資家との間に議決権行使基準に大きな差はなかった²⁷²。一般的に、機関投資家は定款変更議案を判断する基準として、①発行可能株式総数（授權枠）の増加に関する基準、②剰余金配当の決定権限を取締役に付与する旨の変更に関する基準、③株主総会特別決議の定足数の引き下げに関する基準、④取締役数の増減に関する基準、⑤取締役任期の変更に関する基準、⑥取締役の解任決議要件の加重に関する基準などを設定している。特に、①の基準を設定している機関投資家が多く、そこでは、増加の理由や目的、必要性、増加の程度などが考慮要素として列挙されている。一方、②の基準を設定している機関投資家の大部分は、剰余金配当の決定権限を取締役に付与することが株主の関与を制限するという点で、否定的な基準を設定している。そのため、剰余金配当の決定権限を取締役に付与し、またはその授權の範囲を拡大する定款変更議案については、反対行使率が高いという傾向がある²⁷³。

2 機関投資家別の議決権行使の現状

²⁶⁹ 監査等委員会設置会社は、2014年6月の会社法の改正により導入され、2015年5月から適用されている。

²⁷⁰ 依馬・前掲注（240）39頁。

²⁷¹ 倉橋＝日本シェアホルダーサービス・前掲注（241）250頁。

²⁷² 以下は、森・濱田松本法律事務所・前掲注（237）362～364頁参照。

²⁷³ 剰余金配当の決定権限を取締役に付与し、またはその授權の範囲を拡大する定款変更議案の場合には、その目的が株主価値向上にあるかを把握しやすい。そのため、株主の理解が得られない限り、反対表が集中されやすい。種類株式発行に関する定款変更の場合にも、同じ理由から反対率が高い状況である。これについては、倉橋＝日本シェアホルダーサービス・前掲注（241）250頁参照。

(1) 機関投資家別の反対議決権行使

[表11]機関投資家の類型別の反対行使率²⁷⁴

	2015	2016
信託銀行	11.1%	15.1%
国内AM	9.5%	13.9%
海外AM	20.1%	12.4%
生命・損害保険	3.8%	2.8%
年金基金	6.8%	9.2%
全体	10.3%	11.9%

* 出典：森・濱田松本法律事務所『別冊商事法務No. 423：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〕（2017、商事法務）3頁。

** AM：アセットマネジメント

機関投資家の株主総会の議案に対する平均反対行使率は、2015年の10.3%から2016年には11.9%に増加した。もっとも、機関投資家を類型別に見てみると、その反対行使率が減少したのものもある。

第一に、生命・損害保険の反対行使率は、平均反対行使率を大きく下回った。生命・損害保険の場合には、企業との複雑な利害関係（所有関係や事業関係など）があるため、企業側提案議案を厳格に判断し反対することが難しい²⁷⁵。その点で、反対行使率が平均値を大きく下回ったと言える。なお、日本版コードが導入されて以降は、生命・損害保険において議決権行使を厳格化する動きがあるため、今後の変化に注目する必要がある。例えば、第一生命は、2017年5月の改正日本版コードで要請されている個別開示の実施を明らかにし、2017年7月には、スチュワードシップ活動に関するガバナンス高度化等を目的に設置している責任投資委員会に社外委員2

²⁷⁴ 機関投資家の類型別の反対行使率については、分析者によって異なる結果となることがあるという点に留意する必要がある。例えば、本文の[表11]によると、信託銀行の反対行使率は2015年の11.1%から2016年には15.1%までに増加したが、依馬・前掲注（240）33頁によると、それは、15.4%から13.4%までに減少した。このような結果は、分析者によって、調査対象の機関投資家の範囲が異なるためである。ちなみに、後者は、4社の信託銀行のみを基準に平均値を算定したものである。

²⁷⁵ 依馬・前掲注（240）37頁。

人を就任させた²⁷⁶。一方、年金基金の反対行使率は、平均値を下回ったが²⁷⁷、前年度より反対行使率が増加し、その増加幅（2.4%）は平均増加幅（1.6%）を上回った。

第二に、海外AMの反対行使率は激減した一方、信託銀行や国内AMの反対行使率は急増した。また、反対行使率の上位の機関投資家の中には、日本企業との利害関係より、株主の利益を優先する外資系機関投資家など²⁷⁸が多かった。しかし、平均反対行使率は、海外AMより信託銀行や国内AMが高かった。海外AMの反対行使率が減少したのは、コーポレートガバナンス・コードや会社法の改正、機関投資家の意見などに対応する企業が増加しているためであると考えられる。もっとも、そのような企業が増加しているにもかかわらず、信託銀行や国内AMの反対行使率が増加したのは、議決権行使についての国内機関投資家の認識が変化し、その結果、議決権行使基準が次第に厳格化されているためであろう。

（2）機関投資家による議決権行使の内容の充実度

機関投資家の議決権行使の充実度は、単に高い反対行使率だけで判断できない。その充実度は、議決権行使基準等の策定およびその内容の充実度、議決権行使の内訳等の開示およびその内容の充実度、利益相反防止政策の策定・公開、議決権行使の専従組織の設置の有無、議決権行使助言会社の利用およびその依存度などの複合的な要素を基準に判断しなければならない。

以下では、機関投資家の議決権行使の充実度を判断するために、上記の要因のうち、議決権行使基準および議決権行使の内訳等の開示の状況について検討する。二つの要因を検討しようとする理由は次のとおりである。前者は、議決権行使基準の具体化・厳格化が取締役選任に関する案件などに対する反対行使率の増加要因であるという上記の現状分析から、その具体的な内容およびコーポレート・ガバナンスの改善に及ぼす影響を確認して、韓国への示唆を見出すためである。後者は、2017年5月の日本版コードの改正の主要項目である個別開示について、日本の機関投資家が積極的に対処しているかを確認するためである。

一方、機関投資家の議決権行使基準の検討においては、議決権行使助言会社の助言基準も検

²⁷⁶ 第一生命「「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）に対する当社取組方針の改定および責任投資委員会における社外委員の選任」News Release（2017年5月30日）、http://www.dai-ichi-life.co.jp/company/news/pdf/2017_007.pdf（検索日：2017年8月25日）参照。

²⁷⁷ 基本的に、年金基金は、議決権行使の判断を外部運用機関に委任している。したがって、年金基金の反対行使率は、外部運用機関の反対行使率であるといえる。

²⁷⁸ 反対行使率の上位の機関投資家には、外資系機関投資家のほかに、アクティブ運用比率が高い機関投資家が多かった。依馬・前掲注（240）36頁。

討する必要がある。機関投資家の多くは、当該基準の策定において議決権行使助言会社の助言基準を参考にしているためである²⁷⁹。他方で、議決権行使助言会社の影響力が徐々に増加しているなか²⁸⁰、議決権行使助言会社の助言基準を検討することで、日本企業や機関投資家の変化などを予測することが可能となる。なお、議決権行使助言会社の規模や影響力²⁸¹、SECへの登録の有無²⁸²などを考慮して、本稿では、基本的に、ISSの助言基準を中心に検討する²⁸³。

1) 議決権行使基準

① 役員の選任

取締役や監査役は、コーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たしている。そのため、取締役や監査役の選任においては、取締役会への出席率（75%基準）、株主価値の毀損を伴う不正や犯罪行為などの企業不祥事への関与、株主の利益に反する行為、ROEなどを総合的に考慮し、さらに、社外取締役や社外監査役選任においては、独立性まで総合的に考慮している。

²⁷⁹ 森・濱田松本法律事務所・前掲注（237）5、8頁。

²⁸⁰ 投資信託協会のアンケート調査結果によれば、会員の25%が（投資信託協会・前掲注（239）10頁）、投資顧問業協会のアンケート調査結果によれば、会員の40%が（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3回）の結果について（平成28年10月実施分）」32頁）、助言機関を活用している。一方、機関投資家の株式保有割合の増加、分散投資の拡大や国境を越えた株式投資による議決権行使件数の増加、投資チェーンの変化および議決権行使を促進する規制（たとえば、日本版コードなど）の導入により、機関投資家の議決権行使の負担が増加する現実に照らしてみると、議決権行使助言会社の影響力は増大する可能性が高い。このため、日本では、議決権行使助言会社の影響力の増大を認識し、それに対する規制を要請するなど、従来までは見られなかった動きが現れている。2017年の改正日本版コードでは、議決権行使助言会社の規制を強化する考え方を採用した。議決権行使助言会社については、改正前の日本版コードにおいても、コードの各原則が当てはまる旨が示されていたが、改正日本版コードでは、議決権行使助言会社についての指摘（たとえば、機械的・形式的な判断がしばしばみられる、企業に対してコンサルティングサービスを提供している助言会社においては、より高度な利益相反管理が求められるなど）を踏まえ、新たな指針5-5が設けられた。これについては、田原＝染谷＝安井・前掲注（223）22、23頁参照。

²⁸¹ 業界1位と2位のISSとグラス・ルイスの従業員を比較してみると、ISSは900人以上、グラス・ルイスは350人以上である。一方、ISSは、約115カ国の39,000社以上について議決権行使助言業務を行っている。詳細は、United States Government Accountability Office, *CORPORATE SHAREHOLDER MEETINGS: Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices* (November 15, 2016) pp. 6, 7参照。

²⁸² グラス・ルイスは、SECに登録されている業者ではない（*Ibid.*, p. 10）。

²⁸³ グラス・ルイスがISSと異なる基準を公表している場合には、グラス・ルイスの基準を取り上げることもある。

実際、社外取締役の選任に反対する主な理由の一つとしてその独立性を指摘するケースが多い²⁸⁴。

問題は、社外取締役の独立性を判断する基準である²⁸⁵。機関投資家の多くは、東京証券取引所の「独立性基準」などを参考にして独自の判断基準を策定したものである。そこでは、個別ケースに応じて柔軟に適用・判断する傾向がある²⁸⁶。このような機関投資家の態度は、企業との対話を促進させる効果を持つ。企業の立場から見ると、選任しようとする社外取締役などが、機関投資家の独立性基準を充足しない場合にも、当該社外取締役の必要性等を十分に説明することで、機関投資家の賛成を得て、議案として上程する余地があるため、社外取締役などの選任と関連して機関投資家との対話などに積極的に取り組むインセンティブがある。実際、企業は、国内機関投資家の同意を引き出すために、「社外取締役候補の独立性」について事前説明を行う場合が多い²⁸⁷。

一方、最近では、社外取締役の選任に関する機関投資家の新しい動きがある。その背景には、会社法の改正とコーポレートガバナンス・コードや日本版コードの制定などがあるが、ISSの新助言基準の影響もある。以下では、ISSの新助言基準の策定およびそれが日本企業のガバナンスや機関投資家の議決権行使に及ぼした影響を検討する。

④社外取締役の選任基準の厳格化

²⁸⁴ 依馬・前掲注（240）38頁。

²⁸⁵ ISSでは、その基準として、①「会社の大株主である組織において、勤務経験がある」、②「会社のメインバンクや主要な借入先において、勤務経験がある」、③「会社の主幹事証券において、勤務経験がある」、④「会社の主要取引先である組織において、勤務経験がある」、⑤「会社の監査法人において勤務経験があった」、⑥「コンサルティングや顧問契約などの重要な取引関係が現在ある、もしくは過去にあった」、⑦「親戚が会社に勤務している」、⑧「会社に勤務経験がある」を提示している。①ないし⑦の基準は、社外監査役の独立性を判断する際にも適用される。

注目すべき点は、ISSが日本の特有の事情を考慮して、機関設計によって、社外取締役の独立性の基準を変えているということである。具体的には、社外取締役を選任すべき法的義務がない監査役設置会社には、社外取締役の独立性を問題としていない。社外取締役の独立性を問題にすれば、社外取締役の選任自体を放棄するなどの逆効果を招きかねないと判断したためである。ところが、これが社外取締役の独立性を問わない理由なら、法で2人以上の社外取締役の選任を要請している指名委員会等設置会社や監査等委員会設置会社にとっては、社外取締役の独立性を問わない理由はない。そのため、監査役設置会社と異なり、指名委員会等設置会社や監査等委員会設置会社については、社外取締役の独立性を問題としている。一方、監査等委員会設置会社にとっては、「監査等委員の社外取締役」と「その他の社外取締役」を区分し、前者に対してのみ独立性を要求している。前者は、その選任が法的義務事項であるが、後者はそうではない点で、監査役設置会社と同様の問題が存在するという点を考慮したものである。

²⁸⁶ 投資信託協会・前掲注（239）9頁。

²⁸⁷ 投資信託協会・前掲注（239）14頁。

2011年12月に、ISSは監査役設置会社において「総会後の取締役会に社外取締役が一人もいない場合、経営トップ²⁸⁸である取締役」について反対するという内容の新ポリシーを発表した²⁸⁹。その背景には、他の国と比較して日本企業の社外取締役の割合が過度に低いという事情があった²⁹⁰。もっとも、新ポリシーでは、日本企業の事情を考慮して、社外取締役の独立性までは問わず、さらに、その適用は日本企業への周知を高めるために2013年まで猶予した。

その後、2014年6月に社外取締役を選任しない場合、その理由を説明するという内容を盛り込んだ会社法の改正²⁹¹、2015年6月に2人以上の独立社外取締役の選任を要求するなどの内容を盛り込んだ新たなコーポレートガバナンス・コードの施行が加わり²⁹²、日本企業の社外取締役をめぐる環境は急変した²⁹³。企業において、複数の社外取締役を選任する傾向が目立ち²⁹⁴、さらに、国内機関投資家では、社外取締役の選任を必須とする新たな基準の策定が増加した。このような変化に応じて、ISSは、2016年に監査役設置会社に対する一層強化された新しい基準を導入した。ここでは、「総会後の取締役会に最低2名の社外取締役がいない場合、経営トップである取締役」について反対を推奨している²⁹⁵。もっとも、ISSは、社外取締役の選任義務がない監査役設置会社について社外取締役の独立性まで問題視する場合、むしろ社外取締役の選任自体を放棄する可能性²⁹⁶、さらに企業が社外取締役候補者の形式上の独立性にのみ注力して資質を軽視する可能

²⁸⁸ 2013年の日本向け議決権行使助言基準では、経営トップについて次のように説明している。「一般的には社長を指すが、会長や他の代表取締役、さらには親会社出身者や支配株主本人が対象となることもある」。

²⁸⁹ ISS「2013年日本向け議決権行使助言基準（概要）」（2013年2月1日施行）8頁。

²⁹⁰ 詳細は、ISS・前掲注（289）7頁参照。

²⁹¹ 会社法327条の2では、監査役会設置会社について社外取締役を置いていない場合には、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明するよう要求している。

²⁹² コーポレートガバナンス・コード原則4-8参照。

²⁹³ 生命保険協会の調査によると、コーポレートガバナンス・コードを受け、企業が株式価値向上の観点から変更もしくは強化した取り組みは、取締役会の実効性評価、独立した社外役員、取締役会の人数・構成、役員報酬決定体系などであった。生命保険協会「平成28年度生命保険協会調査：株式価値向上に向けた取り組みについて」3頁。

²⁹⁴ たとえば、2015年1～6月に株主総会を開催した日本企業（ISSの調査対象企業に限る）のうち、複数の社外取締役を選任した企業の割合は、前年比20%以上増加し、55%となった。詳細は、ISS「2016年版日本向け議決権行使助言基準」（2016年2月1日施行）7、8頁参照。一方、2016年1～6月に株主総会を開催した日本企業では、当該比率が83%に達した（ISS「2017年版日本向け議決権行使助言基準」（2017年2月1日施行）7、8頁）。

²⁹⁵ 取締役会の構成要件を厳格化する基準の導入は、2015年版日本向け議決権行使助言基準（2015年2月1日施行）で発表された。もっとも、当時は、具体的な基準の内容が決定されていない状況であった。単に、①独立性は問わず、2人の社外取締役を要求する案、②2人の社外取締役のうち、少なくとも1人は独立社外取締役を要求する案などが検討中であった。

²⁹⁶ ISS「2016年版日本向け議決権行使助言基準」（2016年2月1日施行）8頁。

性もあるということ²⁹⁷などを考慮して、社外取締役の独立性までは問わなかった。

⑥自己資本利益率（ROE）基準の導入

2015年に、ISSは「資本生産性が低く（過去5期平均の自己資本利益率（ROE）が5%を下回り）かつ改善傾向にない場合、経営トップである取締役」について反対を推奨するという新しい基準を導入した。この基準では、投資家が許容できる最低限の資本生産性の水準としてROE5%を提示し²⁹⁸、多くの国内機関投資家は、それを参考にしてROEが一定水準（5～8%以上）を上回っていない場合、代表権のある取締役や在任取締役について反対するという基準を置いている²⁹⁹。ISSのROE基準の導入の背景には、日本企業の資本生産性が欧米企業に比べて相対的に低く³⁰⁰、これが日本企業の持続的成長において障害要因として作用するという認識があった³⁰¹。例えば、2014年8月に、経済産業省が発表した「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～」プロジェクトの最終報告書（通称「伊藤レポート」）は、ROEが高い企業は利益率も高いことを指摘し³⁰²、日本企業の第一歩として8%³⁰³を上回るROEを達成し、ひいては企業の持続的成長につなげていくことが重要であると述べた³⁰⁴。一方、企業年金連合会の株主義決権行使基準では、その前から「当期を含む過去3期連続赤字決算かつ無配、あるいは過去5期において当期最終利益を通算してマイナスであり、株主価値の毀損が明らかな場合、取締役の

²⁹⁷ 形式上の独立性は備えているが、ビジネス経験がない弁護士、公認会計士、大学教員、有名人などが社外取締役に選任されるケースを指摘している。ISS「2017年版日本向け議決権行使助言基準」（2017年2月1日施行）9頁。

²⁹⁸ 詳細は、ISS「2015年版日本向け議決権行使助言基準」（2015年2月1日施行）7頁参照。

²⁹⁹ 依馬直義「ISS・グラスルイス議決権行使助言基準の改定のポイント：スチュワードシップ・コード改定に備えて」ビジネス法務2017年3月（2017、中央経済社）35頁。

³⁰⁰ これについては、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～」プロジェクトの最終報告書（伊藤レポート）」（2014）36～38頁。日本企業のROEが低い要因としては、企業の収益力・競争力に課題がある、低収益事業からの撤退において解雇が難しい、サプライチェーンにおいて特定企業が優れた収益を上げることに対する批判的経営風土がある、長期的な取引関係でマージンを長期的に平均化する傾向がある、制度などの面での高いコスト構造などが列挙されている。また、日本企業の過大な内部留保なども列挙されている。伊藤レポートによると、米国では、①高い利益率によりROEが平均以上を維持し、または②株主から自社株購入のような提案がある場合に限り、過大な内部留保が行われているという。

³⁰¹ ISS・前掲注（298）6、7頁。

³⁰² 経済産業省・前掲注（300）38頁。

³⁰³ ROEが8%を超える場合には、約90%のグローバル投資家が想定する資本コストを上回ることになる（経済産業省・前掲注（300）45頁）。

³⁰⁴ 経済産業省・前掲注（300）6、13頁。

再任議案には、肯定的な判断はできない」、「ROEが長期に亘り低迷している企業については、その原因や対応策を含め、事業計画や資本政策等について納得のいく説明あるいは取り組みが認められない場合、取締役の再任議案には、肯定的な判断はできない」という基準を置いていた（同基準1.aおよびb）。

もっとも、ROEは、企業の業績を判断する唯一の基準になるものではない。この点で、機関投資家によっては、ROEとともに、株価やPBR（株価と1株当たり純資産を比較して示した割合）を、業績判断の要素として考慮する動きもある³⁰⁵。

◎監査等委員会設置会社についての論議

日本では、2014年6月の会社法の改正により、監査等委員会設置会社が導入される前まで、98%の企業が監査役設置会社であった。しかし、監査等委員会設置会社が導入された以降、多くの監査役設置会社が監査等委員会設置会社へ移行した³⁰⁶。これについて移行企業は、監督機能を強化することに目的があると説明したが、機関設計において現職の社外監査役を社外取締役を選任する（いわゆる「横滑り」）など、その目的の純粋性を疑うしかない部分があった³⁰⁷。この点についての投資家の懸念を考慮して、ISSは、2017年の議決権行使の基準策定に当たって、監査等委員会設置会社についての新しい基準の導入を検討した³⁰⁸。

監査役設置会社では、2人以上の社外監査役（監査役の半数以上、会社法335条3項）および、2人以上の独立社外取締役の選任が要請されている。2人以上の独立社外取締役の選任は、法律上の義務ではないが、コーポレートガバナンス・コード（原則4-8）の要請事項として上場会社ではこれを無視し難い状況にある。一方、監査等委員会設置会社では、法律によって2人以上の社外取締役の選任が要求され、当該社外取締役が独立性要件を備えた場合には、上記のコーポレートガバナンス・コードの要請も充足することになる³⁰⁹。この点で、監査等委員会設置会社は、監査役設置会社に比べて社外役員要件が緩和されているといえる。

³⁰⁵ 投資信託協会・前掲注（239）9頁。

³⁰⁶ 2016年7月基準、2002年に導入された指名委員会等設置会社は、上場企業の2%（70社）について、2015年に導入された監査等委員会設置会社は、上場企業の18.2%（637社）である（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、富士プリント株式会社）1、60頁）。

³⁰⁷ 石田猛行「二〇一七年ISS議決権行使助言方針と背景にある考え方」商事法務2126号（2017、商事法務研究会）9頁。

³⁰⁸ 石田・前掲注（307）9頁。

³⁰⁹ 監査等委員会設置会社への移行の理由は、コーポレートガバナンス・コードの二名以上の独立社外取締役設置の要求を満たしやすいこととして、江頭憲治郎『株式会社法』第7版（2017、有斐閣）582頁。

上記のような矛盾を解消するために、ISSは、監査等委員会設置会社において、①社外取締役4人、または②社外取締役が取締役の数の3分の1未満の場合に、経営トップである取締役に対して反対を推奨するという新しい基準の導入を検討した³¹⁰。しかし、このような厳格な基準の導入については、①監査等委員会設置会社は経営資源が不十分である企業のガバナンス改善を図ることができる制度であり³¹¹、社外役員の基準を厳格化する場合には、そのような企業の監査等委員会設置会社への移行が阻害され、長期的な観点でガバナンス改善を後退させることになる、②現実的に有能な社外取締役を確保しにくいなどを理由に慎重でなければならないという指摘があった³¹²。これらの点を考慮して、ISSは、2017年の議決権行使助言基準策定においては、上記のような基準の導入を回避した。しかし、ISSは、2019年2月より、監査等委員会設置会社について、3分の1以上の社外取締役選任を要求する新しい基準を導入する予定である³¹³。なお、グラス・ルイスは、すでに監査等委員会設置会社について、3分の1以上の独立役員選任を要求している³¹⁴。

④女性役員の選任

グラス・ルイスは、2018年版議決権行使助言基準において、ジェンダー・ダイバーシティ（Gender Diversity）に関する考え方を明確化した³¹⁵。女性役員が1人もいない上場企業に対しては、その責任があると思われる取締役³¹⁶の選任について反対するという基準を取り入れたのである。もっとも、女性候補者を探すのに一定時間がかかることを考慮して、2019年から当該基準を適用する予定であるとされている。

一般的に、女性役員の選任に関する議論は、女性に対する差別の撤廃という観点で始まった³¹⁷。

³¹⁰ 詳細は、石田・前掲注（307）9、18頁参照。

³¹¹ 経済産業省のアンケート調査によると、連結売上高5,000億円以上の企業では7.2%、連結売上高1,000億円以上5,000億円未満の企業では14.6%、連結売上高1,000億円未満の企業では25.8%が監査等委員会設置会社であった。一方、連結売上高が少ないほど、社外取締役の役割に対する満足度が低いことが明らかになった。詳細は、経済産業省「コーポレートガバナンスに関する企業アンケート調査結果」（平成29年3月10日）4、96頁参照。

³¹² 依馬・前掲注（299）35、36頁。

³¹³ ISS「2018年版日本向け議決権行使助言基準」（2018年2月1日施行）6頁。

³¹⁴ Glass Lewis「JAPAN2017年版：議決権行使助言方針：要約日本語版」4、5頁。グラス・ルイスの独立性基準は、ISSの独立性基準に比べて厳格な面がある。

³¹⁵ Glass Lewis「2018GUIDELINES 日本語版」1頁。

³¹⁶ 責任があると思われる取締役は、監査役設置会社と監査等委員会設置会社の会長（会長がない場合は、社長）、指名委員会等設置会社の指名委員会委員長をいう。

³¹⁷ チョンソンスク「欧州と我が国において企業女性役員割当制の法的動向に関する研究—ノルウェーの

しかし、少子高齢化が進められている今日では、労働人口を維持し有能な人材を確保することにより、企業競争力を強化する観点で女性の活躍推進が一層重要視され、その延長線上で女性役員の選任が議論されることもある³¹⁸。日本の場合にも、国家の成長という観点で女性の活躍推進を強調し³¹⁹、2015年9月には「女性の職業生活における活躍の推進に関する法律」³²⁰も制定した。このような現実的な背景や機関投資家が企業に及ぼす影響力³²¹などを考えると、グラス・ルイスの上記基準によって日本企業の女性役員の選任は、加速化する可能性がある³²²。

② 役員の報酬

日本では、近年、中長期的な企業価値の向上に向けた攻めの経営の促進という観点から役員の報酬体系の見直しが議論されている。そこでは、株式報酬のような業績連動型報酬の導入が要請されている³²³。業績連動型報酬は、役員の利益と株主の利益を連動させることにより、株主

立法例を中心に」経済法研究15巻1号（2016、韓国経済法学会）264頁。

³¹⁸ 女性役員の選任が企業経営に肯定的な効果を及ぼすという研究調査を整理したものとして、チョンソンスク・前掲注（317）268頁。また、女性活躍推進は、売上高営業利益率、実績配当利回り、株価変動リスクにおいて肯定的であるというものとして、経済産業省・jpx「平成28年度なでしこ銘柄」（平成29年3月）4頁以下参照。

³¹⁹ 首相官邸「第68回国連総会における安倍内閣総理大臣一般討論演説」（平成25年9月26日）、http://www.kantei.go.jp/jp/96_abe/statement/2013/26generaldebate.html（検索日：2017年12月6日）参照。

³²⁰ 同法1条では、「この法律は、近年、自らの意思によって職業生活を営み、又は営もうとする女性はその個性と能力を十分に発揮して職業生活において活躍すること（以下「女性の職業生活における活躍」という。）が一層重要となっていることに鑑み、男女共同参画社会基本法（平成十一年法律第七十八号）の基本理念にのっとり、女性の職業生活における活躍の推進について、その基本原則を定め、並びに国、地方公共団体及び事業主の責務を明らかにするとともに、基本方針及び事業主の行動計画の策定、女性の職業生活における活躍を推進するための支援措置等について定めることにより、女性の職業生活における活躍を迅速かつ重点的に推進し、もって男女の人権が尊重され、かつ、急速な少子高齢化の進展、国民の需要の多様化その他の社会経済情勢の変化に対応できる豊かで活力ある社会を実現することを目的とする」と規定している。

³²¹ 海外機関投資家の中には、すでに日本上場企業に女性役員の選任を要求するものもいる。例えば、「米運用大手ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは11月、投資先の日本企業で女性役員がいない場合は、指名委員会の委員長取締役選任議案に反対する方針を発表した」（日本経済新聞「女性役員ゼロ」総会で反対票を 米助言大手が推奨」（2017年12月6日）、<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ024096520Q7A131C1MM8000/>（検索日：2017年12月6日）参照）。

³²² 日本経済新聞・前掲注（321）参照。

³²³ 会社法では、株式発行時の募集事項として、「募集株式の払込金額又はその算定方法」、「金銭以外の財産を出資の目的とするときは、その旨並びに当該財産の内容及び価額」を規定している（会社法199条1項2号および3号）。そのため、株式の無償発行や労務出資は認められないと解釈される。この点で、日本では、株式型報酬の導入を図るために法解釈を明確化し、実務において活用できる手法を整理した。その手法については、経済産業省産業組織課「攻めの経営」を促す役員報酬—企業の持続的成長のためのイ

の観点からの経営を促進し、中長期的業績向上に寄与できるためである³²⁴。日本のCEOの報酬のうち、業績連動型報酬が占める割合は、他の先進国に比べて低いのが実情である³²⁵。そのため、機関投資家は、ストックオプション制度のような業績連動型報酬の導入を要請し³²⁶、当該議案については、基本的に賛成の立場を採っている³²⁷。日本では、コーポレートガバナンス・コードの原則4-2および補充原則4-2①の影響³²⁸、業績連動型報酬の導入を促進させるための会社法³²⁹および税法の整備の影響などによって、役員報酬改定議案が大幅に増加する傾向にある³³⁰。

ISSは、役員の報酬に関して、上記の事項のほかに、役員賞与、役員報酬枠、退職慰労金についての基準も提示している。そこでは、役員賞与や役員報酬枠の増加については、否定的でない。役員賞与については、株価の急落や業績の大幅な悪化、株主の利益に反する行為などが無いことを条件に賛成することを勧告している。また、役員報酬枠の増加については、増加自体を問題視するのではなく、業績と連動しない固定報酬の増加を問題視している³³¹。このような立場は、業績連動型報酬の導入や増加を支持することで、企業による業績連動型報酬の採用が促進されることを期待するものである³³²。しかし、退職慰労金については、否定的である。その根

ンセンティブプラン導入の手引一」（平成29年4月28日時点版）10頁。

³²⁴ 経済産業省産業組織課・前掲注（323）7頁。

³²⁵ 2015年の売上高等1兆円以上企業を基準に、各国のCEO報酬の状況を見ると、日本の場合には58%が固定報酬であるが、フランスは29%、ドイツは28%、英国は25%、米国は11%のみが固定報酬である。詳細は、経済産業省産業組織課・前掲注（323）6、7頁参照。

³²⁶ 業績連動型報酬について、機関投資家は、「日本では経営者が自社株を持っていない」、「経営者の株式保有数は投資の一判断要素である」、「経営陣に株主目線での経営を促したり、中長期の業績向上インセンティブを与えるなど、非常に有効な手段」、「経営者に中長期的な成長を志向するよう促すには、自社株をどれだけ保有させるかが、重要なポイント」などを指摘した。経済産業省産業組織課・前掲注（323）7頁。

³²⁷ しかし、ストックオプションは、株主の持分率を希釈させる恐れがあり、少数株主に不利益をもたらす恐れがある。そのため、ISSは、ストックオプションの権利行使条件が不明し、その内容が開示されない場合には、反対することを勧告した。ISS・前掲注（297）17頁。

³²⁸ コーポレートガバナンス・コードの原則4-2では「経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである」と規定し、補充原則4-2①では「経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである」と規定している。

³²⁹ 日本では、会社法上、無償で株式を発行すること（会社法199条1項2号）や出資の目的として労務を提供すること（会社法199条1項3号）は、認められないと解釈されている。その結果、役員に対して、報酬として株式そのものを直接交付することは制約があった。

³³⁰ 角田大憲「2016年の実務からみる総会実務見直しのポイント」ビジネス法務2017年3月（2017、中央経済社）15頁。

³³¹ ISS・前掲注（297）18頁。

³³² ISS・前掲注（297）18頁。

本的な理由は、企業の多くが個別支給額や総支給額を開示しない実務慣行にあると思う。このような慣行の下では、退職慰労金の支給を期待する取締役や監査役は、企業と友好的な関係を形成し、その関係を退職時まで維持する可能性がある。退職慰労金の支給については、原則として、賛成することを推奨しているにもかかわらず、ISSの2014年～2016年の議案反対勧告率が90%を超えたのは、上記の実務慣行と関係があるといえる³³³。

③買収防衛策

一般的に、日本企業の買収防衛策は、発動のハードルが相対的に高く（以下の図1参照）、有効期限は明確であり、デッドハンド条項³³⁴がないため、制度設計の自体は大きな問題にならない。もっとも、取締役会の独立性や情報開示などの問題により、制度運用に関する投資家の懸念がある³³⁵。すなわち、買収防衛策が株主の価値を高める買収³³⁶や効率的な経営を阻害し、経営者の保身の道具として活用されることがないかが懸念されている³³⁷。そのため、機関投資家は、買収防衛策について、原則的に反対するという方式、または相当厳しい基準に基づいてその賛否を判断するという方式を選択している³³⁸。もっとも、結論的には、両方式のいずれも買収防衛策案件について、独立役員の割合や数、株主価値の向上への寄与、適切な情報開示および株主意思の反映の有無、経営者の恣意性を排除する措置などの厳格な基準を充足する場合に限り、

³³³ 例外的に、ISSは、対象者に社外取締役や社外監査役が含まれる場合、個別支給額や総支給額が開示されていない場合、株価の極端な下落や業績の大幅な悪化など経営の失敗が明らかな場合や株主の利益に反する行為に責任があると判断される者が対象者に含まれる場合には、反対を勧告している。もっとも、対象者に社外取締役や社外監査役が含まれる場合については、個別支給額や総支給額が開示すれば賛成を勧告している。詳細は、ISS・前掲注（297）16頁参照。

³³⁴ デッドハンド条項とは、敵対的買収者により新たに選任された取締役が買収防衛策を中止できないようにする条項をいう。詳細は、ソワンソク「ポイズン・ピルの適法性と導入の可能性」成均館法学18巻3号（2006、成均館大学比較法研究所）397頁参照。

³³⁵ ISS・前掲注（297）22、23頁。

³³⁶ 買収の目的や手法によっては、株主の利益や会社の利益を毀損する恐れもある。その例として、特定の企業の株式を買い集めて、その企業に対して当該株式の高値での買取りを要求するグリーンメールや2段階買収などを活用した敵対的買収が挙げられる。

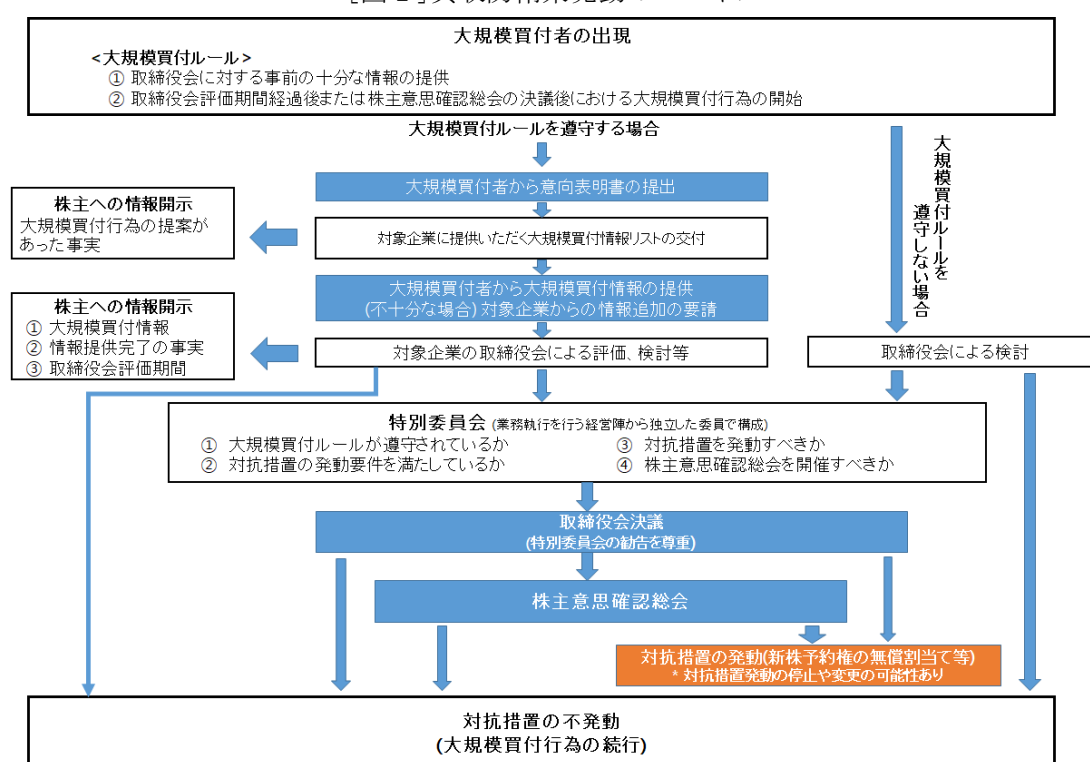
³³⁷ 経済産業省・法務省では、適法性・合理性の高い買収防衛策のあり方を提示するために、2005年5月に「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を策定した。同指針については、経済産業省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」の策定について」、http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/shishin_sakutei.html（検索日：2017年2月15日）参照。一方、企業年金連合会では、買収防衛策の導入を判断する具体的な基準を提示するために、2005年4月から「企業買収防衛策に関する株主議決権行使基準」（当時の名称は、「企業買収防衛策に関する株主議決権行使の判断基準」）を策定・運用している。

³³⁸ 森・濱田松本法律事務所・前掲注（237）401頁。

当該案件を賛成するという事で変わらない³³⁹。前者の場合にも、上記のような基準を充足する案件については、例外的に、賛成しているためである。

ISSは、形式審査と個別審査を経て、買収防衛策に関する案件の賛否を判断している³⁴⁰。2018年の基準では、買収防衛策の有効期間に加えて、総継続期間を3年に制限する基準を新設することで、形式審査基準が一層強化された³⁴¹。これによると、たとえば、2年前から買収防衛策を導入している企業の場合には、有効期間が1年以内である買収防衛策案件を株主総会に上程しない限り、形式審査基準を充足することはできなくなった。株主の利益を守るための買収防衛策については、一時的な手段として認めることもあり得るが、買収防衛策を漫然と継続するのは、絶対に認められないとの決意を明らかにしたものといえる³⁴²。

[図1] 買収防衛策発動のハードル



³³⁹ 各機関投資家の具体的な基準については、森・濱田松本法律事務所・前掲注（237）401頁以下参照。

³⁴⁰ ISSは、買収防衛策について、独立社外取締役の比率、取締役の任期、買収防衛策の発動水準、有効期間などの形式審査条件と、買収防衛策の目的や効果についての説明およびその妥当性などの個別審査条件を全て充足しない限り、反対すると勧告してきた。

³⁴¹ ISSは、買収防衛策案件について、「有効期限が3年以内である」との基準に加えて、「総継続期間が3年以内である」との基準を新たに設ける。

³⁴² 鈴木裕「2018年以降の株主総会向け議決権行使基準改定動向」DIR（2017、大和総研）4頁。

出典：王子ホールディングス株式会社「当社株式の大規模な買付行為に関する対応方針（買収防衛策）継続の件」（2017年5月12日）、https://www.ojiholdings.co.jp/Portals/0/resources/content/files/news/2017/170512_3.pdf（検索日：2018年1月20日）2頁より作成

日本では、銀行など（友好的勢力）の持株比率の低下や内外機関投資家の持株率の増加など、上場会社の株主構成変化によって敵対的買収に対する脅威が顕在化したため、買収防衛策の導入が2005年から急増した³⁴³。2008年には、買収防衛策を導入した企業数が569社に達したこともあった。しかし、2008年以後から買収防衛策を導入した企業数は、減少する傾向にある。言い換えれば、2008年以降からは、買収防衛策を導入する企業より既存の買収防衛策を中止する企業が多い。

[表12] 買収防衛策の新規導入と中止の企業数推移

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
新規導入 (年間)	4社	6社	6社	9社	5社	8社	6社	3社
中止 (年間)	29社	27社	13社	11社	23社	23社	30社	45社
買収防衛策 保有企業	542社	521社	514社	512社	494社	479社	455社	413社

* 出典：茂木美樹＝谷野耕司「敵対的買収防衛策の導入状況：二〇一七年六月総会を踏まえて」商事法務2152号（2017、商事法務研究会）32頁より作成

** 新規導入と中止の企業数は、各年度7月末基準の数値である。

上記の表のように、買収防衛策を導入した企業数は、継続して減少しており、2017年7月末には、413社のみが買収防衛策を導入している。特に、2017年には、買収防衛策を導入した企業は3社にすぎず、中止した企業は45社で歴代最大を記録した。一般的に、企業が買収防衛策を中止する理由として、「金融商品取引法による大量買付行為に関する規制の整備が浸透し、必要な情報と時間の確保という防衛策の導入目的が一定程度担保されている」、「コーポレート・ガ

³⁴³ 詳細は、田中亘『企業買収と防衛策』（2012、商事法務）5～9頁参照。そこでは、合併の増加=買収防衛策の導入と見ることは難しく、敵対的買収の脅威の可能性が実現される時点で、買収防衛策の導入が増加されるということを指摘している。

バランスの整備・強化に取り組むことこそが企業価値・株主共同の利益の確保・向上につながるものと考え、防衛策の継続が必要不可欠ではない」などが挙げられる³⁴⁴。さらに注目されるのは、上記のほかに、「機関投資家などの株主の意見」³⁴⁵もその理由とされていることである³⁴⁶。このことは、企業が買収防衛策の導入・中止を判断することに当たって、株主の声を考慮していることを意味している³⁴⁷。この点でも、機関投資家の議決権行使は、企業に影響を及ぼしていると評価できる。

④剰余金処分

2016年度の生命保険協会の調査³⁴⁸によると、国内機関投資家は、経営において重視すべき指標として、ROE（78.5%）に続いて、配当性向（40.9%）³⁴⁹を挙げている³⁵⁰。また、機関投資家の多くは、剰余金処分と関連して、配当性向の30%以上³⁵¹という基準を策定している。その影響によ

³⁴⁴ MARR online「買収防衛策の導入状況～導入社数は437系とピーク時から9年連続の減少、CGコードの普及により、防衛策の導入・継続にはその必要性・合理性の説明がより一層求められる」M&Aトピックス（2017年4月28日）参照。本文の中止理由は、自主中止に係るものである。もっとも、買収防衛策の中止事由には、自主中止のほかに、広義のM&A（合併、株式交換、会社分割等の組織再編により買収防衛策保有企業が消滅等により上場廃止となる場合など）、議案の否決・撤回による廃止、倒産などもある。詳細は、茂木美樹＝谷野耕司「敵対的買収防衛策の導入状況：二〇一七年六月総会を踏まえて」商事法務2152号（2017、商事法務研究会）32頁参照。

³⁴⁵ たとえば、カブコンは、買収防衛策の廃止理由について次のように述べている。「今回有効期限満了を迎えるにあたり防衛策の是非について国内外の機関投資家などと積極的に対話を進め、防衛策に対する海外投資家などの姿勢が一段と厳しくなっていることに加え、国内の機関投資家もスチュワードシップ・コードの影響等により議決権行使基準を厳格化する傾向にあるなど、防衛策を取り巻く環境が変化していることを実感するとともに、現防衛策の継続について理解を得るのは容易ではないと判断した」。これについては、MARR online・前掲注（344）参照。

³⁴⁶ MARR online・前掲注（344）参照。

³⁴⁷ 既存の買収防衛策を中止した一部企業は、外国人の持株比率が30%以上、または20～30%に高く、前年度定時株主総会において買収防衛策に対する賛成の割合が50%後半～60%前半と低迷した。MARR online・前掲注（344）参照。機関投資家（国内+海外機関投資家）の保有比率+機関投資家の議決権行使基準の厳格化は、買収防衛策議案の賛成率低下の大きな要因といえる。詳細は、茂木＝谷野・前掲注（344）34、35頁参照。

³⁴⁸ 本調査は、2016年10月4日から11月4日まで、上場企業1,088社（572社回答）、機関投資家167社（93社回答）を対象に実施した。

³⁴⁹ 配当性向は、当期純利益のうち、どれだけを配当金の支払いに向けたかを示す指標として、1株当たり配当額÷1株当たり当期純利益×100（%）の計算式により算出される。

³⁵⁰ 生命保険協会・前掲注（293）18、27頁。

³⁵¹ 配当性向については、特定の基準を要求していない機関投資家の割合が37.6%として最も多く、30%以上～40%未満の配当性向を要求している機関投資家の割合が32.3%としてそれに続いた。しかし、30%以上の配当性向を要求している機関投資家の割合は45.2%に達している。詳細は、生命保険協会・前掲注（293）

るものと考えられるが、最近の上場企業の配当性向は、平均的に30%水準を維持している³⁵²。さらに、配当性向の30%以上を目標として公表している企業は、2006年の21%から2016年の43%までに増加した³⁵³。

もっとも、剰余金処分の適正性を判断するに当たっては、配当性向のほかに、企業の成長に向けた投資の必要性や内部留保の水準など、企業の事情を総合的に考慮する必要がある。特に、配当性向の強調は、株主還元の側面では肯定的であるが、企業の中長期的な成長の側面では、投資が低下し、経営が短期業績主義（short-termism）を中心に運営されるおそれがあるなど、否定的な立場もあることに注意する必要がある。国内機関投資家の場合にも剰余金処分の適正性を判断するに当たっては、配当性向の水準だけでなく、「投資機会の有無」、「剰余資金を抱えているかどうか」、「事業の成長ステージ」などを重視している³⁵⁴。もっとも、企業と機関投資家の剰余金処分の適正性を判断する観点には、配当性向の水準の以外の事項において一致していないため³⁵⁵、配当性向の水準が強調されたのではないかと思われる。

一方、ISSの助言基準を見ると、剰余金処分については、「十分な説明がなく、配当性向が継続的に低い場合」や「配当性向があまりに高く、財務の健全性に悪影響を与えうる場合」以外には、原則的に賛成することを勧告し、配当性向の判断基準は15%~100%の幅広い基準としている³⁵⁶。このような助言基準は、国内機関投資家の基準より緩和されており、ISSの反対勧告率は国内機関投資家の反対の割合より顕著に低い（[表10]参照）。

⑤定款変更

日本では、債権者の利益の保護や支配株主の専横を防止するために、定款自治を厳しく制限

30頁参照。

³⁵² JPXの統計情報によると、2016年3月期配当性向は33.54%、2017年3月期配当性向は31.01%である（JPX「2017年3月期決算短信集計【連結】《合計》（市場第一部・市場第二部・マザーズ・JASDAQ）（4）」参照）。もっとも、2016年生命保険協会の調査によると、配当性向の平均値は30%を超過しているが、20%以上~30%未満の場合が最も多かった（生命保険協会・前掲注（293）29頁）。

³⁵³ 上場企業時価総額上位1,200社を対象に実施した調査結果である。詳細は、生命保険協会・前掲注（293）27頁参照。

³⁵⁴ 生命保険協会・前掲注（293）30、31頁。

³⁵⁵ 企業は株主還元の適正性を「株主還元・配当の安定性」、「総還元性向・配当性向の水準」などの観点から説明している。しかし、「株主還元・配当の安定性」は、機関投資家が株主還元の適正性を評価することにおいて「総還元性向・配当性向の水準」などより後に置く要素である。生命保険協会・前掲注（293）30、31頁。

³⁵⁶ ISS・前掲注（297）4頁。

すべきという見解が支配的な時代があった³⁵⁷。しかし、定款自治に肯定的な米国の影響も受け、1990年代以降からは定款自治に関する見方が変化し始めた³⁵⁸。2005年6月に制定された会社法では、基本的に、広範囲な定款自治を認めるという立場を採用した（会社法27条ないし29条）³⁵⁹。

日本企業は、コーポレート・ガバナンスに関する多くの事項を定款で定めている。そのため、株主総会には、機関設計や各機関の構成・権限・責任、株主総会関連事項など多様な内容の定款変更議案が提出されている。基本的に、機関投資家は、定款変更について、変更事由の妥当性や株主価値への影響などを考慮して、その賛否を判断している。もっとも、授権枠の増加に関する定款変更、剰余金の配当決定権限を取締役に付与する旨の定款変更、株主総会特別決議の定足数の緩和に関する定款変更などについては、具体的な基準を策定している機関投資家が多い³⁶⁰。ISSでも、定款変更議案に対する基本原則と重要な定款変更に対する基準を提示し、買収防衛策関連や授権枠関連などの定款変更については精査を推奨している。上記のような定款変更議案は、株主の利益などに重大な影響力を及ぼす恐れがあるためである。

一方、ISSは、2017年に、「取締役の役職として提案される場合」を除いて³⁶¹、相談役³⁶²制度の新設についての定款変更において反対を推奨するという基準を導入した。2016年9月の経済産業省のアンケート調査によると、62%程度の上場企業が顧問・相談役を置いており、当該顧問・相談役は、役員経験者の立場から現経営陣への指示・指図などを行っている³⁶³。しかし、このような慣行については、現経営陣の迅速な経営判断が阻害される可能性がある、実質的影響力を持つ相談役に対して責任を問うこともできない、マクロレベルでみると社外取締役などの経営人材を確保するのが難しい日本企業の事情を深刻化させる³⁶⁴、相談役の独立性を担保することが

³⁵⁷ 代表権の所在や配当規制などのような外部関係に関する規定は、取引の安全や債権者の利益の保護の観点から、機関の権限・責任や意思決定の手続きなどのような内部関係に関する規定は、大株主の専横防止などの観点から、強行法規であるべきという立場が主流であった（酒巻俊雄＝龍田節（編集代表）『逐条解説会社法〈第1巻〉』（江頭憲治郎の執筆部分）（2008、中央経済社）20頁）。

³⁵⁸ 詳細は、酒巻＝龍田（編集代表）・前掲注（357）20、21頁参照。

³⁵⁹ 相澤哲＝郡谷大輔「新会社法の解説（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」商事法務1737号（2005、商事法務研究会）16頁。

³⁶⁰ 森・濱田松本法律事務所・前掲注（237）363頁。

³⁶¹ この場合には、株主総会の決議を経なければならず、株主代表訴訟の対象となるなど、その責任を問うことができるためである（依馬・前掲注（299）35頁；石田・前掲注（307）5頁）。

³⁶² ISSでは、相談役だけでなく、顧問、名誉会長、ファウンダーのように活動の実態を把握しにくい地位が対象になることを明らかにしている。

³⁶³ 経済産業省「企業の「稼ぐ力」の持続的な向上に向けたコーポレートガバナンス改革について」「企業関連制度改革・産業構造改革―長期投資と大胆な再編の促進」会合（第2回）配布資料3（2016、未来投資会議構造改革徹底推進会合）6頁。

³⁶⁴ 経済産業省は、「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGS ガイドライン）」で、「社外取締役の人材市場の拡充が必要となる中で、実際に経営に携わっていた経営経験者は、経営戦略の

できない³⁶⁵などが問題になった³⁶⁶。ISSが示す上記の基準は、このような問題に対する投資家の懸念をメッセージとして伝えることで、その意義があるといえる³⁶⁷。最近、日本の政府は「コーポレート・ガバナンスに関する透明性向上の観点から、退任した社長・CEOが就任する相談役、顧問等について、氏名、役職・地位、業務内容等を開示する制度を株式会社東京証券取引所において本年夏頃を目途に創設し、来年初頭を目途に実施する」という方針を設定した³⁶⁸。これを受けて東京証券取引所では、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」記載要領の一部改訂を行って相談役・顧問等に関する記載欄を新設した³⁶⁹。

2) 2017年の日本版コードの改正への対応

経営陣が提案した議案についての反対行使率の単純平均値のみを見ると、反対行使率は、2016年（16.3%）から2017年（15.8%）に減少した。もっとも、このような背景には、反対行使率の算定方式の変更による影響³⁷⁰などがあつた³⁷¹。

近年において、注目すべきことは、反対行使率の変化ではなく、議決権行使をめぐる利害関係者（機関投資家、企業など）の行動変化である。たとえば、アセットオーナーの役割を明確化し、運用機関のガバナンス・利益相反管理の強化などを督励する改正スチュワードシップ・コードの影響によって、アセットオーナーの多くは、運用委託機関に対して個別開示を要請す

策定や経営の評価を行う社外取締役の有力候補であり、そういった人材が積極的に他社の社外取締役になることで、社外取締役の人材市場が拡充されていくことが期待される。この点、これまでのように、各企業が経営経験者を会長や相談役・顧問などとして囲い込んでいては社外取締役の人材市場の拡充はおぼつかない。」「経営陣から退任した後は、相談役・顧問として自社に残るよりも、他社の社外取締役に就任して、その長年の経営で培った経営の知見を活用することが、社会への貢献という観点からも有益である。」とした。詳細は、経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGS ガイドライン）」（平成29年3月31日）21、22、36～41頁参照。

³⁶⁵ 現経営陣は、前経営陣である相談役・顧問に対して、既存事業から撤退して別の新規事業に投資することを相談する場合もあるだろう。そこでは、相談役が撤退しようとする既存事業への投資を決定した当事者なら、過去の自分の決定から独立性を持って当該事業の是非を判断できるかどうか疑問である。

³⁶⁶ 詳細は、石田・前掲注（307）4、5頁参照。

³⁶⁷ 依馬・前掲注（299）35頁；石田・前掲注（307）6頁。

³⁶⁸ 「未来投資戦略2017—Society 5.0の実現に向けた改革—」（平成29年6月9日）32、115頁。

³⁶⁹ 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書記載要領」（2017年8月改訂版）11、12頁。

³⁷⁰ 最近では、たとえば、①取締役選任議案を1つの議案として、反対行使率を算定するより、②各候補者を基準に反対行使率を算定している。こうなれば、A・B・Cを取締役に選任する議案において、Aの選任を反対するケースの反対行使率は、①は100%、②は約33.3%となる。

³⁷¹ 森・濱田松本法律事務所『別冊商事法務No. 434：機関投資家の議決権行使方針及び結果の分析』（平成30年版）（2018、商事法務）5、6頁。

るなど実効的なチェック手段の構築に取り組んでいる³⁷²。このような動きは運用委託機関が自らスチュワードシップ活動を再検討するように仕向ける効果もある³⁷³。金融庁によると、2017年12月の時点で、ほぼ全ての国内大手運用機関を含めて70社以上の機関投資家が個別開示を実施しており、その他個別開示を実施する予定である機関投資家も10社を超えた³⁷⁴。さらに、機関投資家の多くは、ホームページへの掲載などの方法で議決権行使基準も公表している³⁷⁵。他方で、経営陣が提案する議案に対する反対行使率が高い機関投資家の中に、朝日生命保険（2017年の反対行使率30.9%）やりそな銀行（17.5%）など、企業との利害関係を重視する保険や銀行が含まれていることも注目される³⁷⁶。

もともと、個別開示を実施している機関投資家であっても、賛否理由まで開示しているものは一部に過ぎず、その場合にも、議決権行使基準の当該部分を簡単に記載するものがほとんどであった³⁷⁷。日本では、機関投資家がアセットオーナーや規制当局へのアピールのために個別開示を活用し、または劇場型議決権行使が盛んに行われる恐れがあるなど、個別開示の副作用に対する懸念があることを考えると、今後、賛否理由の開示についての議論が必要と考えられる³⁷⁸。また、保険や銀行の多くは、依然として、経営陣の提案議案について無条件的に賛成する傾向があることにも留意が必要である³⁷⁹。

①個別開示の事例分析

①野村アセット

日本の大型機関投資家の中では、野村アセットが最初に議決権行使の結果を個別開示した。その個別開示項目は次の通りであり、他の機関投資家の個別開示項目はそれと大きく変わらない。

³⁷² 森・濱田松本法律事務所・前掲注（371）3、4頁；金融庁「スチュワードシップ・コード改訂への対応状況について、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13回）資料2（平成29年12月21日）8頁。

³⁷³ 森・濱田松本法律事務所・前掲注（371）3頁。

³⁷⁴ 金融庁・前掲注（372）6頁。

³⁷⁵ 議決権行使基準を公表している機関投資家は110社を超えている（森・濱田松本法律事務所・前掲注（371）6頁参照）。

³⁷⁶ 森・濱田松本法律事務所・前掲注（371）7、8頁。

³⁷⁷ 森・濱田松本法律事務所・前掲注（371）6頁。

³⁷⁸ 村田敏一「機関投資家の議決権行使」商事法務2175号（2018、商事法務）22頁。

³⁷⁹ 森・濱田松本法律事務所・前掲注（371）8～10頁。

[表13] 2017年1月～3月 議決権行使結果

企業コード	企業名	総会種類	総会日	提案者名	親議案番号	子議案番号	議案分類	賛否
・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・
4189	KHネオケム	定時総会	20170324	会社提案	3	1	監査役選任	賛成
4189	KHネオケム	定時総会	20170324	会社提案	3	2	監査役選任	反対
4189	KHネオケム	定時総会	20170324	会社提案	4		退職慰労金支給	賛成
4215	タキロン	臨時総会	20170224	会社提案	1		組織再編関連	反対
4215	タキロン	臨時総会	20170224	会社提案	2		定款一部変更	反対
4215	タキロン	臨時総会	20170224	会社提案	3	1	取締役選任	反対
4215	タキロン	臨時総会	20170224	会社提案	3	2	取締役選任	反対
4215	タキロン	臨時総会	20170224	会社提案	3	3	取締役選任	反対
4215	タキロン	臨時総会	20170224	会社提案	3	4	取締役選任	反対
・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・

出典：野村アセット「2017年1月～3月 議決権行使結果」、http://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility_investment/pdf/vote2017.pdf（検索日：2017年8月31日）。

[表14] 2017年4月～6月 議決権行使結果

企業コード	企業名	総会種類	総会日	提案者名	親議案番号	子議案番号	議案分類	賛否
-------	-----	------	-----	------	-------	-------	------	----

³⁸⁰ もっとも、機関投資家の中には、役員選任議案において候補者が社内なのか社外なのか、新任なのか
在任なのかを区分して表示するもの（大和投資信託）もある。

・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・
6104	東芝機械	定時 総会	20170623	会社 提案	1	9	取締役選任	賛成
6104	東芝機械	定時 総会	20170623	会社 提案	1	10	取締役選任	賛成
6104	東芝機械	定時 総会	20170623	会社 提案	2	1	監査役選任	反対
・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・

出典：野村アセット「2017年4月～6月 議決権行使結果」、http://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility_investment/pdf/vote2017_q2.pdf（検索日：2017年8月31日）。

この個別開示では次の点が注目される。

第一に、グループ内の系列企業と利害関係のある企業側議案に対する議決権行使の内訳が明らかにされている。すなわち、野村グループ内の系列企業と利害関係のある議案であっても、少数株主の利益を軽視または毀損する議案、社外役員の独立性が低いといったコーポレート・ガバナンスに問題がある議案などについては反対票を投じたものがある³⁸¹。

第二に、たとえば、不正会計といった社会的問題を引き起こした企業に対して、企業側提案の一部を反対したものがある³⁸²。

個別開示によって、利害関係のある投資対象企業、または社会的に問題となった不祥事を引き起こした投資対象企業に対する機関投資家の議決権行使内訳など、多くの情報が市場に提供された。このことは、企業に対する市場監視機能の強化という面で積極的に評価されてよいものである。他方で、市場監視機能の強化は、機関投資家の不適切な議決権行使を抑止し、利益相反リスクに関する懸念を解消することにも寄与するものである。

ところで、野村アセットの個別開示は、情報の量のほかに、情報の提供時期という点でも注目される。野村アセットは、2017年1～3月の議決権行使結果および4～6月の議決権行使結果を

³⁸¹ たとえば、野村証券が助言業務を行ったタキロンとシーアイ化成のM&A議案、野村証券が主幹事であるサントリー食品インターナショナルの取締役選任議案の一部については、反対票を投じた（日本経済新聞「野村アセット、議案賛否を個別開示野村証券助言の合併反対も」（2017年4月29日）、<https://www.nikkei.com/article/DGKKZ015912160Y7A420C1DTD000/>（検索日：2017年8月31日）参照）。

³⁸² 会計不正事件を引き起こした東芝に対して、監査役選任に関する企業側提案を反対した。

区分し、前者の開示を先行させた³⁸³。これも市場監視機能の強化という点から高く評価されてよいものである。特定の株主総会案件に対する関心は、その株主総会の開催後、徐々に薄れていくことを考えると、情報開示が株主総会の開催日に近ければ近いほど、市場監視機能の観点から有用であることは間違いないところである。

⑥三井住友トラスト・アセットマネジメント及び三井住友信託銀行

[表15] 三井住友トラスト・アセットマネジメント 2017年4月～6月 議決権行使結果

証券コード	企業名	総会種類	総会日	議案種類	議案番号	議案分類	候補者番号	行使判断	(参考)取引先 ³⁸⁴
・	・	・	・	・	・	・	・	・	
・	・	・	・	・	・	・	・	・	
・	・	・	・	・	・	・	・	・	
1821	三井住友建設	定時総会	20170629	会社提案	1	剰余金処分		賛成	○
1821	三井住友建設	定時総会	20170629	会社提案	2	定款一部変更		賛成	○
1821	三井住友建設	定時総会	20170629	会社提案	3	その他会社提案		賛成	○
1821	三井住友建設	定時総会	20170629	会社提案	4	取締役選任	1	反対	○
1821	三井住友建設	定時総会	20170629	会社提案	4	取締役選任	2	賛成	○
・	・	・	・	・	・	・	・	・	
・	・	・	・	・	・	・	・	・	
・	・	・	・	・	・	・	・	・	

出典：三井住友トラスト・アセットマネジメント 株式会社「国内株式の議案別議決権行使状

³⁸³ 野村アセットは、四半期ごとに、議案分類ごとの集計結果と、個別の投資先企業および議案ごとの判断結果を、それぞれ開示している（野村アセット、https://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility_investment/vote.html#vote04（検索日：2018年1月22日）参照）。

³⁸⁴ 取引先とは、同社の投資信託商品の販売会社、借入金額が最も多くの金融機関が三井住友信託銀行である企業、株主名簿管理人が同行グループである企業を言う。

況」、<http://www.smtam.jp/shared/images/company/policy/voting/images/2017Q1.pdf>（検索日：2017年8月31日）。

[表16] 三井住友信託銀行 2017年4月～6月 議決権行使結果

取引先	コード	社名	総会種類	総会日程	提案者	議案番号	子議案番号	議案分類	当社ガイドラインに基づく行使内容	
									賛否	判断理由
・	・	・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・	・	・
○	1821	三井住友建設	定時	201706	会社	1		剰余金処分	賛成	
○	1821	三井住友建設	定時	201706	会社	2		定款一部変更	賛成	
○	1821	三井住友建設	定時	201706	会社	3		その他会社提案	賛成	
○	1821	三井住友建設	定時	201706	会社	4	1	取締役選任	賛成	
○	1821	三井住友建設	定時	201706	会社	4	2	取締役選任	賛成	
・	・	・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・	・	・
○	1826	佐田建設	定時	201706	会社	1		剰余金処分案等	賛成	
○	1826	佐田建設	定時	201706	会社	2	1	取締役選任	反対	社外取締役人数基準
○	1826	佐田建設	定時	201706	会社	2	2	取締役選任	反対	社外取締役人数基準
○	1826	佐田建設	定時	201706	会社	2	3	取締役選任	反対	社外取締役人数基準
・	・	・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・	・	・	・	・	・

出典：三井住友信託銀行「平成29年4月～6月株主総会における議決権行使結果状況（国内株式）」より作成

三井住友トラスト・アセットマネジメントや三井住友信託銀行の個別開示には、野村アセットと比較して次のような特徴がある。

第一に、利害関係のある企業（取引先）については別の項目として表示している。このように取引先を区分することにより、利益相反の可能性がある企業に対する議決権行使の状況がより明確になる。機関投資家は利益相反に対する投資家の懸念を払拭させ、顧客からの信頼を得るために、取引先に対する議決権行使をより慎重に判断するようになるという効果も期待できる。[表16]を見ると、通常は、反対の議決権行使をすることが困難と思われる取引先について、すべての取締役候補者に対して反対票を投じたものも見受けられる。

第二に、反対理由が開示されている。反対理由の開示は、機関投資家の議決権行使が適切かどうか、特定企業のコーポレート・ガバナンスにどのような問題があるかどうかを明確にすることに役立つものである。例えば、[表16]を見ると、佐田建設の取締役選任議案について社外取締役人数を理由に反対した。これによって、最終受益者は、佐田建設において社外取締役の比率などに問題があり得ることを推し量ることができる。

機関投資家は、議決権行使の内訳などその詳細を開示し、できるだけ多くの情報を具体的に提供することが望ましい。そのためには、開示内容をより具体化させ、拡大するための規制のあり方を議論することが有用である。

②個別開示の影響

上記の事例分析によると、個別開示は、利害関係のある企業に対する議決権行使内訳など、より多くの情報を市場に提供する。このことは、市場監視機能の強化に寄与することによって、機関投資家が、利害関係のある企業の株主総会議案について、無条件的に賛成することを阻止する。このような面から見れば、個別開示は、株主総会議案に対する機関投資家の反対行使率の増加に影響を及ぼす可能性がある。議決権行使の電子プラットフォームを運営する株式会社ICJによると、個別開示開始の2017年は、監査役選任議案以外のすべての種類の株主総会議案で前年より反対行使率が上昇した³⁸⁵。

もともと、機関投資家それぞれの反対行使率を見れば、買収防衛策議案に対する反対行使率は大幅に上昇したが、その他の議案に対する反対行使率は上昇幅が小さく、またはその反対行使率が低下した場合もあった³⁸⁶。個別開示が機関投資家の反対行使率の増加に影響を及ぼすとい

³⁸⁵ 中村文香「機関投資家の議決権行使状況（2017年）買収防衛策議案で反対率が激増し、他の議案でも増加傾向が明らか」DIR（2017、大和総研）2頁。

³⁸⁶ 中村・前掲注（385）3頁。

う前提の下で見ると、このような分析結果は、次の点を示唆する。第一に、従来から機関投資家は合理的な判断基準を策定し、それに則して適正に議決権を行使していた³⁸⁷。第二に、機関投資家が買収防衛策議案に対する判断基準を一層厳格化している³⁸⁸。第三に、株主総会に上程される議案をめぐる課題（たとえば、社外役員の独立性、役員報酬、配当性向など）が、次第に改善されている。特に、個別開示では、企業が特定議案に反対した機関投資家を特定し、さらに、反対理由を分析することも可能であるため、今後機関投資家の意思が反映される株主総会議案が上程され、または機関投資家に対する事前説明が行われるなど、肯定的な変化が期待される³⁸⁹。

³⁸⁷ 依馬直義「スチュワードシップ・コード改正を踏まえた議決権行使結果の個別開示状況」ビジネス法務2018年3月（2018、中央経済社）30頁。

³⁸⁸ 中村・前掲注（385）3頁。

³⁸⁹ 依馬・前掲注（387）35頁。

第四章 機関投資家の適正な議決権行使に向けた利益相反防止体制

第一節 機関投資家の議決権行使に係る課題

一般論として、韓国と日本の機関投資家の議決権行使は適正化に向けて改善される傾向にある。しかし、機関投資家のなかには、依然として、議決権行使に無関心なものも少なくない。これにはつぎのような背景が考えられる。

第一に、経済的動機の不足を挙げることができる。これは、①機関投資家の短期投資性向、②投資戦略、③議案検討に関する業務負担が原因である。すなわち、韓国や日本の機関投資家は、①として、株式保有期間が短く、②として、パッシブ運用の割合が高い。①は、議決権行使による中長期的な利益拡大と矛盾するものであるため、適正な議決権行使を阻害する要因として作用する可能性がある。また、②は、投資対象企業に対する機関投資家の大きな影響力を期待することはできない投資戦略であるため³⁹⁰、議決権行使に対するインセンティブを弱める可能性がある。さらに、③として、両国においては、主要国に比べ、機関投資家の議案の検討期間がかなり短いという特別な事情も存在する³⁹¹。これは、議案検討に関する業務負担の増加を意味するものであり、議決権行使についてのインセンティブを一層弱める可能性がある。機関投資家の運用資産の規模拡大を考えると、これらの経済的動機の不足は、将来的に、機関投資家の適正な議決権行使に向けて解決すべき課題といえる。

第二に、利益相反問題がある。韓国と日本の機関投資家の議決権行使の現状を見ると、保険・銀行など、投資対象企業との利害関係を重視する機関投資家の反対行使率が著しい。これは、投資対象企業との利害関係などから発生する利益相反が、機関投資家の適正な議決権行使を歪めていることを示唆している。

³⁹⁰ パッシブ運用は、目標値に係る市場の大多数の銘柄を、少しずつポートフォリオに編入させる投資戦略である。そのため、機関投資家が各投資（対象企業）において占める比重は大きくない。

³⁹¹ 韓国や日本では、株主総会の2週間前に招集通知を発送すればよい（韓国の商法363条、日本の会社法299条）。そのため、招集通知から定時株主総会開催日までの間の期間（以下、「株主総会開催期間」）は、2～3週間ほどしかない。これは、米国の約43日、英国の約42日、ドイツの約45日、フランスの約49日に比べてかなり短い（経済産業省「対話先進国の実現に向けて」株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書（2016）64頁）。この点、招集通知発送前の早期Webの開示や議決権電子行使プラットフォーム（ICJ）を利用することで、議案検討期間を確保する余地はある。もっとも、株主総会開催期間が増えない限り、グローバル水準の議案検討期間の確保は不可能である（経済産業省「基準日変更に関する考え方」第4回株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会事務局提出資料（平成28年3月4日）2頁）。

両国では、国内機関投資家が投資対象企業と様々な形で利害関係を持つ場合が多い。たとえば、日本では、資産運用会社の大部分は、金融機関の100%子会社、持株会社傘下で金融機関と並列関係（兄弟）にある会社、または複数の金融機関の共同出資により設立された会社であり、金融機関と深い関係にある。このような構造では、金融機関が何らかの形で資産運用会社の経営と投資について影響力を行使する可能性があり、資産運用会社が議決権行使などにおいて親会社である金融機関と投資対象企業との関係に配慮する可能性も否定できない。また、企業年金等で資産運用委託機関を選定するに当たっては、母体企業と利害関係を持つ金融機関の子会社を選定する可能性もある。言い換えれば、日本では、機関投資家の議決権行使に関して、潜在的に利益相反が発生し得る環境にある。このような利益相反問題は機関投資家による議決権行使の阻害要因として解決すべき課題である。

また、韓国では、機関投資家と大企業グループとの間の利害関係（所有・支配関係だけでなく、取引関係等）が、複雑に絡み合っている。例えば、2016年7月7日、公正委員会の発表によると、オーナー一族のある金融・産業複合集団（26個）は、139個の金融・保険会社を保有しており、これを通じた非金融系列会社に対する出資が増加している。多数の大企業グループが、依然として機関投資家などを活用し、複雑な出資を通じて所有構造を維持している。これは、所有・支配関係による機関投資家と投資対象企業との間の利害関係を如実に示すものである。このような所有・支配関係のほかにも、機関投資家と投資対象企業との間では、利害関係が存在する。例えば、企業の退職年金商品を取り扱う機関投資家は、当該商品の受注等の点で特定企業との取引関係を形成・維持するために、当該企業に対して友好的に行動するしかない。以上の現実にかんがみ、機関投資家が投資対象企業の経営陣の提案案件に、反対の議決権を行使することが困難な面があることは容易に想像できることである。

以上のことから、次節以下において、機関投資家の議決権行使を適正化させるための方策として、利益相反問題をいかにして解決すべきか、問題点を探ることとしたい。

第二節 機関投資家の利益相反防止に関する検討

前節で明らかにしたように、機関投資家の適正な議決権行使を阻害する主な要因は、経済的動機の不足や利益相反問題である。このうち、前者の機関投資家の経済的動機の不足を補うアイデアとして、近年、ヘッジファンドと伝統的な機関投資家の役割分担が注目されている。これは、ヘッジファンドが、株主利益の観点で投資企業の事業戦略に関する具体的な提案を行って、伝統的な機関投資家が当該提案内容を分析・評価して賛否の議決権を行使するというもの

である³⁹²。もっとも、韓国において、ヘッジファンドを利用する考えについては、慎重な態度が必要である。韓国では、企業の買収防衛策が認められておらず、ヘッジファンドの活動を自由に行わせることに大きな抵抗があるからである。したがって、この問題については、買収防衛策の導入の是非を含めた、総合的な検討が不可欠で、これについては今後の課題としたい。なお、経済的動機の不足を解消できる方策として、議決権行使助言会社の活用が考えられる。これは利益相反問題の解消とも密接な関連があるため、本稿で検討対象とすることにしたい。

以下では、韓国と日本のスチュワードシップ・コードからの要請事項を中心に、両国共通の問題として、実効的な利益相反管理体制のあり方について具体的に検討することにしたい。

1 スチュワードシップ・コードの要請

日本版コードは、「機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである」と規定している(日本版コード原則2)。また、韓国版コードは、「機関投資家は、受託者として責任を履行する過程において、実際に直面し、または直面する可能性がある利益相反問題をどう解決するかについて、効果的かつ明確な政策を実施し、その内容を公開しなければならない」と規定している(韓国版コード原則2)。

両国の原則を見ると、表現の差はあるものの、機関投資家に対して明確な利益相反管理方針の策定・公開を要請している点で共通点が見られる。それゆえ、機関投資家は、所有・支配関係や取引・契約関係により、利益相反が実際に発生し、または発生する可能性のある場合³⁹³を把握し、これを実効的に管理できる明確な方針を策定・公開する必要がある。さらに、顧客(ま

³⁹² 白井・前掲注(22)40、41頁。

³⁹³ 韓国版コードに関して、具体的に、①機関投資家が系列会社の株主総会で議決権を行使する場合、②機関投資家が(潜在的)事業関係にある会社、またはその系列会社の株主総会で議決権を行使する場合、③機関投資家が系列会社と事業関係にある会社の株主総会で議決権を行使する場合、④機関投資家の経営陣、最大株主(特殊関係人含む)が取締役として在任中の会社の株主総会で議決権を行使する場合、⑤機関投資家が系列会社、または関連機関の役員や従業員を社外取締役候補に推薦する場合などが挙げられている(韓国企業支配構造院「韓国スチュワードシップ・コード第1回解説書」(2017年6月)32頁)。これに対して、日本版コードでは、「スチュワードシップ活動を行うに当たっては、自ら所属する企業グループと顧客・受益者の双方の影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが重要である」(指針2-1)「機関投資家は、こうした認識の下、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように管理するのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである」(指針2-2)としているものの、その具体的な措置については規定されていない。この点、韓国の具体例が参考になると思われる。

たは受益者)の信頼確保という観点から見ると、上記の方針には、「利益相反管理の必要性と目的」、「利益相反問題の点検及びその結果の公開」、「利益相反管理体制、利益相反管理方針の制定・改正」、「履行点検に関する組織体系・権限・責任・報告などに関する事項」および「受託機関・諮問機関などの利益相反管理に関する事項」など、具体的な内容を盛り込むことが望ましい³⁹⁴。

2 具体的な利益相反防止体制

(1) 独立した第三者委員会の設置

韓国版および日本版コードが想定している利益相反管理策として、独立した取締役会や議決権行使の意思決定や監督に向けた第三者委員会の設置など、ガバナンス体制の整備がある(日本版コード指針2-3、韓国版コード原則2案内指針に関する解説³⁹⁵)。このような体制整備を行い、適切な内部統制の手続きに従って議決権行使を事前的・事後的に管理・監督することは、利益相反管理の観点で有用である。

上記のようなコードの要請から、日本の大手資産運用会社の多くは、利益相反管理のために議決権行使判断を客観的な視点で監督できる体制を構築している³⁹⁶。そこでは、利益相反の恐れがある議案、または議決権行使判断基準に定めがない議案に対する諮問・監督などを行う第三者委員会の設置が注目されている。たとえば、日本では、Nissay Asset ManagementやMitsubishi UFJ Trust and Bankingなどが、社外有識者や社外役員として構成される独立した第三者委員会を設置し、議決権行使についての諮問・監督などを行うこととしている³⁹⁷。また、韓国では、国民年金が既存の議決権専門委員会の役割を拡大・強化した受託者責任専門委員会を設置し、議決権行使についての適正性を高めている³⁹⁸。このような韓日の機関投資家の動きは、利益相反管理の観点から肯定的に評価することができる。

もっとも、このような第三者委員会が実効的に機能し、利益相反管理に実質的に寄与するこ

³⁹⁴ 韓国企業支配構造院・前掲注(393)33頁。

³⁹⁵ 韓国企業支配構造院・前掲注(393)34頁。

³⁹⁶ 井口・前掲注(10)112頁。

³⁹⁷ Nikkei, Japan's asset managers seek to vote more independently, Asian Review (June 20, 2017), <https://asia.nikkei.com/Business/Trends/Japan-s-asset-managers-seek-to-vote-more-independently> (検索日:2018年3月27日)。

³⁹⁸ 受託者責任専門委員会は、各界の代表として推薦された専門家で構成することで、独立性を強化している。

と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。そこで、以下では、まず、この問題を検討することにした。

1) 第三者委員会の独立性確保

第三者委員会については、高いレベルの独立性の確保を要請する必要があると考えられる。そう判断した根拠は、次の通りである。一般上場会社と異なり、機関投資家は、顧客の資産を基盤に運営され、その不適切な経営は国民経済の全般に影響を及ぼしかねない。そのため、機関投資家の支配構造に関する事項については、厳格な基準を示すことが妥当である。他方で、第三者委員会は、利益相反管理の観点から、機関投資家による議決権行使を管理・監督し、その適正性を確保することで、「最終受益者の利益」を目的とする。それゆえ、第三者委員会は、機関投資家の大株主や経営陣から独立していることに加えて、機関投資家そのものから独立して受益者の利益という観点から行動することが要請される。このような事情を総合すると、第三者委員会については、特に、高いレベルの独立性を要請する必要がある、以下では、こうした考え方にに基づき検討する。

①独立性を持つ委員の選任

第三者委員会は、独立した客観的な立場で、利益相反が発生し得る議案に対する議決権行使を判断・監督できる能力を備えている必要がある。そこでは、第三者委員会の独立性を確保することが何より重要な課題だろう。

第三者委員会の独立性を確保するためには、その前提として、構成員が機関投資家から独立性を持つことが不可欠である。問題は、どのような基準で独立性を判断するのかである。これについては、韓国と日本との法体系の差を考慮して、両者を区分して検討することとする。

②日本

日本における第三者委員会の委員について、証券取引所が上場企業に要求する独立役員の要件が参考になる。たとえば、東京証券取引所（以下、「東証」という）の有価証券上場規程では、一般株主と利益相反が発生する恐れのない会社法上の社外取締役や社外監査役を独立役員と規定している（以下の[表17]参照）。同じく利益相反の防止が必要な第三者委員会においては、少なくともこれに該当する委員を選定する必要があると考えられる。

もっとも、次の点においてさらなる検討が必要である。第一に、東証の「上場管理等に関するガイドライン」によると、上場企業は、同ガイドラインに抵触する者も、事前相談を行うなどの一定要件を満足する場合、独立役員として選任することができる（以下では、同ガイドラインの要件を「事前相談要件」という）³⁹⁹。これに対して、第三者委員会は、「利益相反が発生する可能性が高い企業など」に対する議決権行使の適正性を確保するためのものであり、一般的な独立役員に比べて、より高いレベルの独立性が要求される⁴⁰⁰。このような観点から見ると、第三者委員会の委員を選定するときは、同ガイドラインの要件を「事前相談要件」ではなく、これは、最低限の基準に過ぎないと理解することが妥当である⁴⁰¹。すなわち、第三者委員会の委員を選任するにあたっては、この基準を上回る基準を独自に策定し運用する必要がある。

第二に、有価証券上場規程施行規則によると、同施行規則に抵触する者を独立役員として選任する場合には、「その旨及びその概要」を開示しなければならない（以下、「開示加重要件」という）。開示加重要件では、上記の「事前相談要件」と異なり「過去に〇〇であった者」、「主要株主」、「寄付を受けた者」など、その外観上の独立性が疑われる者を広く規定している⁴⁰²。この点、第三者委員会については、高いレベルの独立性を要請する必要があるという考えには変わりがないが、これらのものをすべて認めないとするには疑問もある。たとえば、「過去に〇〇であった者」を独立性を持つ委員として認められないとすれば、機関投資家が、第三者委員会の委員の選定することにおいて、困難を来す可能性が高いためである⁴⁰³。したがって、この規定は、第三者委員会の委員を選定する際、遵守するのが望ましい推奨基準を表示しているものと理解する必要がある。

[表17]独立性に関する規定

³⁹⁹ 以下は、横山淳「コーポレートガバナンス・コードと金商法、会社法の論点②—独立社外取締役について—」DIR（2015、大和総研）31頁参照。

⁴⁰⁰ 本稿の第三者委員会は、M&Aにおいて活用される第三者委員会のように理解できるだろう。M&A関連第三者委員会の委員については、より高度な独立性が要求されると理解すべきというものとして、白井正和＝仁科秀隆＝岡俊子『M&Aにおける第三者委員会の理論と実務』（2015、商事法務）145頁。

⁴⁰¹ 横山淳・前掲注（399）31頁。

⁴⁰² 詳細は、横山淳・前掲注（399）32、33頁参照。

⁴⁰³ 開示加重要件を厳格に適用すると、当該会社またはその子会社・親会社・兄弟会社の業務執行者であった者（業務執行者でない取締役であった者・会計参与・監査役なども含まれる可能性がある）を第三者委員会の委員に選任できない。資産運用会社の大部分は、金融機関の100%子会社、持株会社傘下で金融機関と並列関係（兄弟）にある会社、または複数の金融機関の共同出資により設立された会社である現実を考えると、開示加重要件の厳格な適用は、人材の確保の困難につながる可能性があると考えられる。

会社法	有価証券 上場規程	有価証券上場規程施行規則	上場管理等に関する ガイドライン
社外取締役の要件	独立役員	開示加重要件	事前相談要件
2条15号	第436条 の2	第211条4項6号	Ⅲ 5 (3) の2
<p>株式会社の取締役であって、次に掲げる要件のいずれにも該当するものをいう。</p> <p>イ 当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役（株式会社の第三百六十三条第一項各号に掲げる取締役及び当該株式会社の業務を執行したその他の取締役をいう。以下同じ。）若しくは執行役又は支配人その他の使用人（以下「業務執行取締役等」という。）でなく、かつ、その就任の前十年間当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役等であったことがないこと。</p> <p>ロ その就任の前十年内のいずれかの時において当該株式会社又はその子会社の取締役、会計参与（会計参与が法人であるときは、その職務を</p>	<p>一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役をいう</p>	<p>独立役員確保の状況（独立役員として指定する者が、次の a から j までのいずれかに該当する場合は、その旨及びその概要を含む。）</p> <p>a 過去に当該会社又はその子会社の業務執行者（会社法施行規則（平成18年法務省令第12号）第2条第3項第6号に規定する業務執行者をいう。以下この章において同じ。）であった者（社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、業務執行者でない取締役であった者又は会計参与であった者を含む。）</p> <p>b 過去に当該会社の親会社の業務執行者であった者（業務執行者でない取締役であった者を含み、社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、監査役であった者を含む。）</p> <p>c 過去に当該会社の兄弟会社の業務執行者であった者</p> <p>d 過去に当該会社を主要な取引先とする者の業務執行者であった者又は当該会社の主要な取引先の業務執行者であった者</p> <p>e 当該会社から役員報酬</p>	<p>施行規則第436条の2の規定に基づき上場内国株券の発行者が独立役員として届け出る者が、次の a から d までのいずれかに該当している場合におけるその状況</p> <p>a 当該会社を主要な取引先とする者若しくはその業務執行者又は当該会社の主要な取引先若しくはその業務執行者</p> <p>b 当該会社から役員報酬以外に多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント、会計専門家又は法律専門家（当該財産を得ている者が法人、組合等の団体である場合は、当該団体に所属する者をいう。）</p> <p>c 最近において次の（a）から（c）までのいずれかに該当していた者</p> <p>（a） a 又は b に掲げる者</p> <p>（b） 当該会社の親会社の業務執行者（業務執行者でない取締役を含み、社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、監査役を含む。）</p> <p>（c） 当該会社の兄弟会社の業務執行者</p> <p>d 次の（a）から（f）</p>

<p>行うべき社員)又は監査役であったことがある者(業務執行取締役等であったことがあるものを除く。)にあっては、当該取締役、会計参与又は監査役への就任の前十年間当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役等であったことがないこと。</p> <p>ハ 当該株式会社の親会社等(自然人であるものに限る。)又は親会社等の取締役若しくは執行役若しくは支配人その他の使用人でないこと。</p> <p>ニ 当該株式会社の親会社等の子会社等(当該株式会社及びその子会社を除く。)の業務執行取締役等でないこと。</p> <p>ホ 当該株式会社の取締役若しくは執行役若しくは支配人その他の重要な使用人又は親会社等(自然人であるものに限る。)の配偶者又は二親等内の親族でないこと。</p>		<p>以外に多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント、会計専門家又は法律専門家(法人、組合等の団体であるものに限る。)に過去に所属していた者</p> <p>f 当該会社の主要株主(当該主要株主が法人である場合には、当該法人の業務執行者等(業務執行者又は過去に業務執行者であった者をいう。)をいう。以下この章において同じ。)</p> <p>g aから前fまでに掲げる者(重要でない者を除く。)の近親者</p> <p>h 当該会社の取引先又はその出身者(業務執行者又は過去10年内のいずれかの時において業務執行者であった者をいう。以下この章において同じ。)</p> <p>i 当該会社の出身者が他の会社の社外役員である場合の当該他の会社の出身者</p> <p>j 当該会社から寄付を受けている者(当該寄付を受けている者が法人、組合等の団体である場合は、出身者又はそれに相当する者をいう。以下この章において同じ。)</p>	<p>までのいずれかに掲げる者(重要でない者を除く。)の近親者</p> <p>(a) aから前cまでに掲げる者</p> <p>(b) 当該会社の会計参与(社外監査役を独立役員として指定する場合に限る。当該会計参与が法人である場合は、その職務を行うべき社員を含む。以下同じ。)</p> <p>(c) 当該会社の子会社の業務執行者(社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、業務執行者でない取締役又は会計参与を含む。)</p> <p>(d) 当該会社の親会社の業務執行者(業務執行者でない取締役を含み、社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、監査役を含む。)</p> <p>(e) 当該会社の兄弟会社の業務執行者</p> <p>(f) 最近において(b)、(c)又は当該会社の業務執行者(社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、業務執行者でない取締役)に該当していた者</p>
---	--	---	--

⑥韓国

韓国では、独立役員の要件を定める法律は存在しない。もっとも、商法や「金融会社の支配

構造に関する法律」（以下「金融会社支配構造法」）⁴⁰⁴が、社外取締役の欠格事由を規定することで、役員の実効性を確保している。第三者委員会については、商法より厳格な欠格事由を規定している金融会社支配構造法が定める基準が適用されるべきであろう。顧客の財産を基盤に運営される機関投資家の支配構造に関する事項については、より厳格な基準を適用するのが妥当であり、何よりも機関投資家は金融機関に該当するためである。

[表18]独立性に関する規定

商法	商法施行令	金融会社支配構造法
社外取締役の欠格事由	商法542条の8第2項第7号関連	金融会社社外取締役の欠格事由
542条の8第2項	第34条第5項	第6条第1項
1～4の欠格事由は、独立性より会社の信用秩序に関する事項として取り除いている。 5 筆頭株主およびその特殊関係人 ⁴⁰⁵ 6 主要株主およびそ	1 当該上場会社の系列会社の常務に携わる取締役・執行役員・監査役及び被用者であり、または過去2年以内に系列会社の常務に携わる取締役・執行役員・監査役及び被用者であったもの 2 次に掲げる法人等の取締役・執行役員・監査役及び被用	1 筆頭株主およびその特殊関係人 2 主要株主およびその配偶者と直系尊属・卑属 ⁴⁰⁶ 3 当該金融会社、またはその系列会社の常勤役職員や非常任取締役 ⁴⁰⁷ や最近の3年以内に常勤役職員・非常任取締役であつ

⁴⁰⁴ リーマン・ショック以降、世界的に金融会社の支配構造の重要性が強調された。そのような背景から、韓国では、金融会社の取締役会や監査委員会のような支配構造に関する規律強化の必要性が指摘された。これを受け、政府は、取締役会の社外取締役の比率や役員の実効要件など、個別金融業界別に異なる支配構造に関する事項を統一かつ体系的に規定し、金融業間の均衡性を向上させることにした。その結果、2015年7月に、「金融会社の支配構造に関する法律」が制定され、2016年8月から施行されている。同法律の主要内容は、業務執行責任者の実効要件および主要業務を担当する業務執行責任者の選任手続きを設け、社外取締役の実効要件の強化および役員候補推薦手続きの改善、社外取締役中心の取締役会の構成や取締役会の権限強化、支配構造に関する内部規範の策定および開示、監査委員の実効要件および選任手続きの改善、リスク管理制度および報酬体系の改善、大株主の実効性の審査制度の導入などである。

⁴⁰⁵ 商法上の特殊関係人の範囲は非常に広い。たとえば、本人が個人である場合には、①配偶者、②六親等内の血族、③四親等内の姻戚、④本人と①～③の者が100分の30以上を出資し、または事実上の影響力を行使している法人・団体の取締役、執行役員、監査役、⑤本人と①～④の者が100分の30以上を出資し、または事実上の影響力を行使している法人・団体の取締役、執行役員、監査役を特殊関係人と規定している（商法施行令34条4項）。

⁴⁰⁶ 支配権のない主要株主は、社外取締役の欠格事由から排除すべきこととして、ゴドンワン「金融持株会社の経営支配構造に関する法的検討」銀行法研究5巻1号（2012、銀行法学会）11頁。

⁴⁰⁷ 非常任取締役は、社内取締役や社外取締役以外に、常時的な業務に従事しない取締役をいう（金融会社支配構造法2条3号）。

<p>の配偶者又は直系尊属・卑属</p> <p>7 その他社外取締役としての職務を忠実に遂行することが困難であり、または上場会社の経営に影響を及ぼしうる者として、大統領令で定める者</p>	<p>者であり、または過去2年以内に取締役・執行役員・監査役及び被用者であったもの</p> <p>イ 最近の3つの事業年度において、当該上場会社との取引実績の合計額が資産総額、または売上高の100分の10以上の法人</p> <p>ロ 最近の事業年度において、当該上場会社と売上高の100分の10以上の金額に相当する単一の取引契約を締結した法人</p> <p>ハ 最近の事業年度において、当該上場会社が金銭、有価証券、その他証券又は証書を貸し、または借り入れた金額と担保提供などの債務保証をした金額の合計額が資本金の100分の10以上の法人</p> <p>ニ 上場企業の定時株主総会日において、その会社が資本金の100分の5以上を出資した法人</p> <p>ホ 当該上場会社と技術提携契約を締結している法人</p> <p>ヘ 該当上場会社の監査人に選任された会計法人</p> <p>ト 当該上場会社と主な法律諮問・経営者門などの諮問契約を締結している法務法人等</p> <p>3 当該上場会社以外の2社以上の他社の取締役・執行役員・監査役として在任しているもの</p> <p>4 当該上場会社に対する会計</p>	<p>た者⁴⁰⁸</p> <p>4 当該金融会社の役員の配偶者および直系尊属・卑属</p> <p>5 当該金融会社の役職員が非常任取締役を務めている会社の常勤役職員</p> <p>6 当該金融会社との重要な取引関係があり、または事業上の競争関係や協力関係にある法人の常勤役職員・最近の2年以内に常勤役職員であった者</p> <p>7 <u>当該金融会社で6年以上の社外取締役として在職し、または当該金融会社やその系列会社で社外取締役として在職する期間を合算して9年以上である者*</u></p> <p>8 その他、金融会社の社外取締役として職務を忠実に履行することが困難であり、またはその金融会社の経営に影響を及ぼしうる者</p>
--	---	--

⁴⁰⁸ 従来は、金融持株会社の役職員や非常任取締役も、社外取締役の要件を満たすものとされていた。しかし、このような者が社外取締役になることは、社外取締役制度の趣旨に反するという批判があった。詳細は、ギムホンギ「健全な金融会社支配構造の原則と運用方案—金融会社の支配構造に関する法律を中心に—」商社判例研究28集3巻（2015、韓国商社判例学会）34頁。

	監査又は税務代理をし、またはその上場会社と法律諮問・経営者門などの諮問契約を締結している弁護士、公認会計士、税理士、その他諮問業務を提供しているもの 5 当該上場会社の発行株式総数の100分の1以上の株式を保有しているもの 6 該当上場会社との取引残額が1億ウォン以上のもの	
--	---	--

* 日本では、2018年9月に改訂された「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」で、再任上限の設定を推奨している⁴⁰⁹。

金融会社支配構造法の社外取締役の欠格事由は、具体的かつ包括的なものであり、第三者委員会の委員の独立性を判断する基準で参考にする価値がある。もっとも、上記の日本の独立役員判断基準と比較すると、追加的な検討が必要な部分もある。

このうち、3や6では、選任制限期間（いわゆる「冷却期間」）が規定されている。金融会社支配構造法の制定前には、個別金融業権別の法令では、冷却期間を2年に規定していた⁴¹⁰。しかし、これについては、主要国の冷却期間に比べ、その期間が短く⁴¹¹、独立性強化の観点から、その期間を延長する必要があるという指摘があった⁴¹²。このような背景から、2015年に制定された金融会社支配構造法では、上記の③の冷却期間を2年から3年に延長した。しかし、3年の冷却期間をさらに延長すべきとの見解があり⁴¹³、筆者もこれに賛成したい。基本的に、金融会社で長期

⁴⁰⁹ コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針では、「社外取締役の再任上限を設定した上で、それぞれの交代のタイミングをずらし、一定のサイクルで社外取締役が入れ替わるような仕組みを設けることで、社外取締役が中心となって社外取締役の選解任や再任を行うことに伴う社外取締役ポストの既得権益化といった問題を解消し、社外取締役の独立性を確保しやすくするとともに、取締役会の新陳代謝を実現するという観点からも、上限を設けることは有意義であると考えられる」と言及している（経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」（平成30年9月28日改訂）85頁）。

⁴¹⁰ チョンハンドク「金融会社の支配構造に関する法律」主要懸案検討—保険会社を中心に—法学論総36集（2016、崇実大学法学研究所）403頁；ウンソンウク「金融会社の取締役についての独立性規制」YG BL5巻2号（2013、延世大学校グローバルビジネスと法センター）38、49頁。

⁴¹¹ 主要国の冷却期間は、米国3年、英国5年、ドイツ2年、フランス5年など、概ね3年以上であった（グボンセン＝イシヨン『金融会社支配構造改善法制定の必要性』（2010、韓国金融研究院）27頁）。

⁴¹² グボンセン＝イシヨン・前掲注（411）27頁；ギムホンギ・前掲注（408）34頁。

⁴¹³ 上場会社の社外取締役の欠格事由と関連して冷却期間を2年から5年に延長すべきとの見解がある（イ

間にわたって常勤役職員として勤めた者は、当該金融会社から完全に独立した存在とはみなせず、3年という時間で、当該金融会社との利害関係が完全に解消できるかどうか疑問であるためである。現在の冷却期間をめぐる議論を考えると、特に高い独立性が求められる第三者委員会の委員に対しては、冷却期間をより延長する必要もあると考えられる⁴¹⁴。もっとも、適切な能力を有する人材が十分でない状況では、冷却期間の延長が金融会社の人材確保の困難につながりかねないため、特別な装置が必要かもしれない。これと関連して、日本のように、ソフトローなどで法律より厳しい冷却期間を要求した上で、人材確保の困難などを考慮して当該ソフトローに抵触する者もその旨と概要を開示すれば独立役員として選任できるようにすることも、検討の価値があると考えられる。たとえば、韓国では、2014年12月に、すべての金融会社への適用を念頭に置く「金融会社支配構造コード」を策定した。同コードを改訂することで、社外取締役の独立性を判断する基準をより厳格化し、例外を認める方式が考えられる。1997年のIMF経済危機を経験した韓国では、金融会社支配構造の重要性についての社会的なコンセンサスが形成されていることを考えると、その実効性も期待できると考えられる⁴¹⁵。

②その他の検討事項

第三者委員会の独立性を強化するためには、独立性を持つ委員を選定するほかにも、考慮すべきことがある。この点は、韓国と日本とで大きな差はないと判断されるため、両者の区分なく検討を行うこととする。

第一に、第三者委員会の構成（社外取締役の比率等）に関する問題である。実務では、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ことで、その独立性を確保する例が多いようである⁴¹⁶。筆者としては、これらのものは、望ましい対応であると考えられる。もっとも、同委

ヒョギョン「社外取締役制度の争点と課題—社外取締役候補推薦委員会の委員と社外取締役の資格制限の問題点—」経営法律27巻2号（2017、韓国経営法律学会）20頁）。金融会社の社外取締役には、上場会社の社外取締役以上の独立性が要請されることを考えれば、この見解は、金融会社の冷却期間を5年以上に延長する必要があるというものと理解することができる。

⁴¹⁴ CGS議決権行使ガイドラインでは、過去5年以内に当該会社、またはその系列会社・非営利法人において社外取締役職のほか、勤務経歴のある役員、その配偶者および直系尊・卑属を社外取締役の欠格事由としている。

⁴¹⁵ 大部分の金融会社は、金融会社支配構造法で定める要件を遵守しており、一部の金融会社は、たとえば、監査委員会の監査委員についての専門性の判断および分離選任において、金融会社支配構造法より厳しい方針を適用している。このため、金融会社の法遵守の意識は良好であると評価されている（金融行政革新委員会「金融行政革新報告書」（2017）77頁）。

⁴¹⁶ MUFG「三菱UFJ信託銀行スチュワードシップ報告書2018」（2018）16頁；Nissay Asset Management、<https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/stewardship.html>；野村アセットマネジメント、h

員会の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⁴¹⁷。一方、韓国では、社外委員の割合を「3分の2以上」とすることも検討する必要がある。金融会社支配構造法では、監査委員会に対して「3分の2以上」の社外取締役を原則としており(同法19条2項)、2018年9月に提出された同法改正案では、役員候補推薦委員会に対して「3分の2以上」の社外取締役を原則としている。第三者委員会が受益者の利益に影響を及ぼしかねないことを考えれば、同委員会も「3分の2以上」の社外取締役を原則とする必要があるだろう⁴¹⁸。

第二に、第三者委員会委員の兼職に関する問題である。基本的に、兼職を認めることは独立性の観点から望ましくない⁴¹⁹。他方で、人材の活用という観点で見れば、兼職を厳しく制限することは、機関投資家の負担となりかねない⁴²⁰。特に、兼職を制限すれば、規模の小さい機関投資家は、第三者委員会の設置・運営をあきらめるしかないだろう。こうしたことを考えると、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一方で、たとえば、リスク管理統括部門の役職員との兼職は許容する余地もあると考えられる。

第三に、委員の任期である。委員の任期は、委員の独立性の確保という観点で、重要な意味を持つ。たとえば、韓国と日本の会社法は、監査役の任期を取締役の任期より長期のものと規定している(日本では4年⁴²¹、韓国では3年⁴²²)。その背景には、監査役の地位を長期間にわたって安定的に保障することで、監査役の独立性を確保できるという考え方があった⁴²³。これは、第三者委員会の委員においても変わらないと考えられる。とすれば、当該委員の任期は、少なく

<https://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/conflict/>; 三井住友トラスト・アセットマネジメント、<http://www.smtam.jp/company/policy/coi/> (検索日: 2018年11月1日)。

⁴¹⁷ 経済産業省・前掲注(409)17頁; 韓国の金融会社支配構造法では、金融会社に対して各委員会の代表を社外取締役とするよう規定している(同法16条4項)。

⁴¹⁸ 第三者委員会の社外取締役の割合を「過半数」から「3分の2以上」とすることは、実務に負担として作用する可能性も大きくない。こうした社外取締役の比率の強化が実務に負担となるには、第三者委員会が5人以上で構成されなければならない。

⁴¹⁹ 他方で、たとえば、監査委員が取締役会内の他の委員会の委員を兼職すれば、監査委員としての業務に専念できる時間自体が減ることになり、これは業務専門性にも否定的な影響を及ぼす可能性が高い(カンヒジュ=チョジュンウ「銀行支配構造についての所論」証券法研究12巻3号(2011、韓国証券法学会)241、242頁)。

⁴²⁰ ゴドンワン・前掲注(406)22頁。

⁴²¹ 監査役の任期に関する日本の改正や趣旨については、川口恭弘「監査役 of 地位の独立性」同志社法学68巻1号(2016、同志社法学会)252頁。

⁴²² 1995年の商法改正では、監査役の任期を従来の2年から3年までに延長した。その理由は、監査の独立性を確保し、監査の実効性を向上することにあつた。詳細は、グオンジョンホ『監査法制解説』(2014、韓国上場会社協議会)56頁参照。

⁴²³ 弁護士法人大江橋法律事務所『コンパクト解説会社法3監査役・監査委員・監査等委員』(2016、商事法務)40頁; 川口・前掲注(421)252頁; グオンジョンホ・前掲注(422)56頁。

とも2年以上で安定的に保障することが望ましい。一方、委員の任期の設定だけでなく、それが確実に保障されるようにすることが重要である。この点で、監査役と同様に、当該委員の任期も短縮できないとするのが妥当である。さらに、任期を延長することも禁止することが適当である。これを許容する場合には、当該委員が経営者との密接な関係を形成する恐れがあるためである⁴²⁴。

第四に、委員の再任である。委員の地位の安定という観点から見ると、委員の再任は許容する必要がある。しかし、独立性の観点から見ると、委員の再任を許容することにより、長期間その地位を維持できる手段を提供することは、慎重に対応する必要がある。再任を望む委員は、機関投資家をめぐる利益を完全に排除することが難しく、長期間にわたって在任しながら、機関投資家と特別な関係を形成する恐れもあるためである。そのため、その再任を制限することが望ましい。

2) 第三者委員会の審議の適正性の確保

第三者委員会は、利益相反が発生しうる議案などについて、事前的な適正性判断や諮問まで独立した立場から、その妥当性を適正に判断することが期待されている。これらの期待に応えるためには、第三者委員会による審議の適正性が確保されていなければならない。このためには、少なくとも、①議案を分析できる能力を持っている委員を選定する（適格性）、②議案に関する十分な情報提供及びその情報を分析できる十分な時間確保の体制を構築するなどの措置が必要と思われる⁴²⁵。

①委員の適格性

第三者委員会の委員には、企業経営、金融、財務会計、法律などの分野で高い見識や豊富な経験を持つ者を選定する必要がある。このことは、第三者委員会が担当する業務およびその重要性を考えれば、自明のことである。

ただし、独立性の判断基準と異なり、適格性の判断基準を事前に決定することは適切ではない。適格性の判断基準を提示することは容易ではなく⁴²⁶、適切な人材が不足している状況では、

⁴²⁴ 弁護士法人大江橋法律事務所・前掲注（4 2 3）40頁。

⁴²⁵ これについては、井口・前掲注（1 0）112、113頁参照。

⁴²⁶ コーポレートガバナンス・コードでは、監査の基準として「適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識」を規定している（同コード原則4-11）。しかし、適切な経験・能力、必要な財

そのような基準の設定が第三者委員会の設置自体を困難にする恐れがあるためである。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必要があると考えられる⁴²⁷。第三者委員会の目的は「受益者の利益のために」ということを考えると、その委員の選任を、取締役が「会社の利益のために」負担すべき善管注意義務の一環として認識することに疑問があるかもしれない。しかし、第三者委員会は顧客の信頼と密接な関係があり、顧客の信頼は顧客の資産をもとに運営される機関投資家の利益と密接な関係があるため、これを不適切であるとする理由はない。

他方で、機関投資家の社外役員を第三者委員会の委員として選定することができるかどうかも問題となる。MBOに関連する第三者委員会においては、対象会社の社外取締役や社外監査役を適格性が認定される社外委員として選定できるという見解がある⁴²⁸。対象会社の価値向上を任務としてきた社外取締役は、MBOが対象会社の価値向上に寄与できるかどうかを判断することにおいて、他の委員よりも適切に判断できる情報・能力を持っていると考えられるからである。しかし、本稿で取り扱う第三者委員会は、これと同一に見ることができないと思う。なぜなら、機関投資家における第三者委員会は、受益者の利益という観点で、議決権行使の適正性を管理・監督しなければならない。また、機関投資家の価値向上を任務とすることと受益者の利益を念頭に置いた第三者委員会の任務は、利益相反の関係にあるといえる。このような面からすれば、第三者委員会においては、少なくとも機関投資家の価値向上を任務としてきた社外役員を、適格性を持つ者とみなす理由はない。

②議案についての十分な検討

韓国と日本では、株主総会が集中日に開催されるだけでなく⁴²⁹、招集通知の方法や時期⁴³⁰、議

務・会計・法務に関する知識が、正確に何を意味するのかが不明である。これについて検討したものとして、松中学「求められる「資質」「連携」とは？監査役等の機能発揮」企業会計70巻7号（2018、中央経済社）。

⁴²⁷ 白井＝仁科＝岡俊子・前掲注（400）146頁。

⁴²⁸ 詳細は、白井＝仁科＝岡俊子・前掲注（400）148頁以下参照。

⁴²⁹ 多くの機関投資家がパッシブ運用を行っている状況では、株主総会の分散開催時期が適正な議決権行使の観点でより重要な意味を持つ。たとえば、計量的に種目を抽出し、インデックス連動ポートフォリオを構築する「層化抽出型パッシブ運用商品」の場合には、1000銘柄以上の投資対象企業を保有している。そのため、このようなパッシブ運用商品を運用する機関投資家は、株主総会の開催が集中する6月21日に30社以上に対して議決権行使を行わなければならない事態となっている。さらに、インデックスの採用種目をほぼすべて保有している「完全型パッシブ運用商品」の場合には、より多くの上場企業に対して議決権行使を行わなければならない。詳細は、井口・前掲注（10）113頁参照。

⁴³⁰ 権容秀「韓国の機関投資家の議決権行使の現状と課題」同志社法学392号（2017、同志社法学会）21

議決権行使の方法⁴³¹などによって、機関投資家が十分な議案検討期間を確保することが困難な状況が見られる。このような現実から、両国では、委員会による事前的な諮問・監督等の適正性を期待し難いという問題がある。

上記の事情からすると、第三者委員会による審議の適正性を期待するためには、株主総会の手続きを全般的に改善する必要がある。この点に関して、最近、両国では、機関投資家の議決権行使、さらに、第三者委員会による審議の適正性の確保という面で、肯定的に作用する変化が見え始めている。たとえば、日本では、株主総会の分散化に向けて、「決算日＝基準日」という実務慣行を改善することで、7月の定時株主総会の開催を可能とする議論が進んでいる。また、会社法施行規則の改正では、公開会社が株主総会の集中日に定時株主総会を開催する場合、該当日を選択する理由について取締役会決議を要請する規定が導入された（会社法298条1項5号および会社法施行規則63条1号）。また、韓国では、2018年1月、上場会社の議決定足数の確保手段として活用されてきたシャドーボーディング制度が廃止された。これによって、株主の株主総会への参加率の向上、さらに、株主総会の活性化についての関心が高くなっており、その結果、株主総会の分散開催や議決権行使の電子化⁴³²など、株主総会をめぐる環境が急変している。

韓国と日本において、株主総会が決算日から3ヵ月以内に開催されてきたのは実務慣行に過ぎない⁴³³。しかし、このような実務慣行は、韓国や日本の以外では、その例が見あたらないものであり、厳しい批判を受けている⁴³⁴。機関投資家の立場から見れば、このような慣行が改善されて

0、211頁。

⁴³¹ 議決権行使の方法は、直接的な関係がないと思うかもしれない。しかし、株主総会が特定日に集中する状況では、多くの人材を確保している機関投資家であっても、すべての投資対象企業の株主総会に出席し、議決権を行使することはできない。この場合には、書面投票や電子投票などの方法で議決権を行使することを想定することができるが、書面投票は郵送する期間等が必要ですので、議案検討期間を短縮させるしかない。

⁴³² 最近、韓国では、議決権行使の電子化をめぐる論議が特に注目されている。

電子投票の実施有無などのような上場企業の議決権行使に関する環境は、随時開示や事業報告書、ガバナンス報告書などで確認できる。しかし、当該情報が様々な報告書に分散しており、さらに、電子投票の実施有無を記載しない場合もあるため、上場企業ごとの議決権行使環境を比較評価しにくい面がある。上場企業の議決権行使環境に関する情報は、市場に十分露出されていない、そのため、上場企業は、議決権行使に関する環境改善についての市場の圧迫から比較的自由であった。こうした背景から、規制当局は、毎年3月末に、各上場企業の議決権行使に関する環境を比較・分析した報告書を公表し、特に、株主総会の集中日に株主総会を開催し、さらに、電子投票を実施しない上場企業の情報を市場に提供することにより、企業の自発的な議決権行使環境改善を誘導するという方針を明らかにした。他方で、有価証券市場上場企業については、2019年から段階的にコーポレート・ガバナンスの開示を義務化し、報告書の必須的記載事項として株主総会の分散開催や電子投票の実施有無などを規定することに決定した。

⁴³³ 両国の法では、基準日の効力期間を3ヵ月以内と規定しているため、決算日を基準日とすれば、決算日から3ヵ月以内に株主総会を開催しなければならない。

⁴³⁴ このような実務慣行が形成された背景には、「定時株主総会で剰余金配当について議決権を行使し配

株主総会の開催時期が分散化されれば、企業との対話の質の向上や議案検討時間を確保することが可能となる。この点の改善策として、現状では、早くても株主総会3週間前ほどに招集通知の発送を期待するしかない⁴³⁵。株主総会の開催時期が分散化し、また、開催時期を遅らせることができれば、特定時期に検討すべき議案数の減少や1ヵ月前の招集通知の発送も期待できる⁴³⁶。このような法改正は、機関投資家の適正な議決権行使に大いに資するものであり、機関投資家としても、株主総会の開催の環境改善に向けて、影響力を行使すべきと思われる。

(2) 第三者専門機関（議決権行使助言会社）の活用

当を受ける者は、定時株主総会の時点の株主ではなく、決算時点の株主でなければならない」という考え方があった（キムスンソク「利益配当の決定と基準日制度の改善策」証券法研究14巻2号（2013、韓国証券法学会）53頁；福島洋尚「会社法における基準日制度と株主総会」法学教室421号（2015、有斐閣）7頁）。しかし、近年では、上記の実務慣行に対する有力な批判が提起されている。たとえば、①決算日を基準日とする慣行は、定時株主総会の集中を起こして機関投資家などの適正な議決権行使を阻害する（森田多恵子「基準日変更の留意点：7月総会の本格的検討」ビジネス法務2017年3月（2017、中央経済社）29頁；福島・前掲注（434）7頁）、②基準日時点の株主と総会当日の株主の間に3ヵ月の乖離が存在する現実から、株主総会当日において株主でない者は議決権を行使する一方、株主である者は議決権を行使できない場合が生じる恐れがあるため、株主総会の意思決定が現株主の利益に反する恐れがある（森田・前掲注（434）29頁）、③定時株主総会においては、剰余金配当のほか、役員選任など、今後、企業経営に相当の影響を与える議案と一緒に想定されるが、基準日後に株主になっている現株主は、こうした議案について議決権を行使できなくなる（福島・前掲注（434）8頁）、④基準日後に、株式を譲渡した株主が剰余金配当に関する議決権を行使することで、配当政策の歪曲を引き起こす可能性がある（福島・前掲注（434）8頁）などがある。

剰余金の配当は、配当時点において会社に存在する利益を株主に対して分配することである。これに対して、決算期は、一定の時点の会社財産状態をもとに、分配可能額が決定されるという意味を持つことだけであるため、に過ぎない。そのため、決算期時点の株主が、配当の決定および受領の対象にならなければならない必然性はない（田中亘「株主総会の改革：総会開催日程と基準日の問題を中心に」ビジネス法務2015年3月（2015、中央経済社）19頁）。

⁴³⁵ 日本と韓国の株主総会は同じ時期に開催されている。日本では、現在の実務慣行を前提とする場合、株主総会3週間前より早い時点で招集通知を発送することが困難なものと評価されている。これについては、福島・前掲注（434）9頁参照。

⁴³⁶ 機関投資家が、全ての上場企業に対して、一律的に、決算日を基準日とする実務慣行を改善し株主総会を現行より遅い時期に開催することを要請することは、望ましくないこともあり得る。株主総会の開催時期を現行より遅らせる効果以上のものを得られない可能性もあるためである。韓国では、招集通知の期限を2週間から4週間までに延長する議員立法案が提出されたものの（パクヨンジン議員代表発議「商法の一部改正法律案」（議案番号12908））、これについては、株主総会の集中を3月末から4月末に移転させたことで、法案が念頭に置いた株主総会の分散開催効果までは得られないとの指摘がある（韓国上場会社協議会「（株主名簿の閉鎖や基準日の制度変更等）商法の一部改正法律の議員発議案についての意見：パクヨンジン議員代表発議、議案番号2012908号」（2018年5月））。直前事業年度の確定財務諸表を基準とする1四半期決算業務および四半期報告の提出期限を考えると、上場企業としては、遅くとも5月初めまで定時株主総会を終えようとする可能性があるという点で妥当な指摘と思う。

韓国版コードは、利益相反管理策として第三者専門機関の活用を提言している（韓国版コード原則2の案内指針）。日本版コードでは、明示的な言及はないが、機関投資家が議決権行使助言会社のサービスを利用する方式や議決権行使助言会社の責務が言及されており、第三者専門機関の活用を想定したものとなっている（日本版コード5-4、5-5）⁴³⁷。

第三者専門機関の活用は、前述した独立的な第三者委員会の設置に比べて、コスト面の利点があり⁴³⁸、利益相反管理体制をより明瞭に説明できるため⁴³⁹、活用の価値がある⁴⁴⁰。実際、機関投資家の株式所有割合やその分散度が高くなるにつれて、機関投資家が第三者専門機関、すなわち、議決権行使助言会社を活用するケースが増加している⁴⁴¹。

このような議決権行使助言会社の利用が、利益相反管理の面において、さらに、適正な議決権行使の面において、実効的に機能するためには、議決権行使助言会社に対する適切な規制についても議論する必要がある。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

⁴³⁷ 一方、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、海外の利益相反管理の事例として、「外部の第三者機関に自らの議決権ガイドラインを示すなどの工夫を行いながら、その第三者機関の判断を活用」などが紹介されている。これについては、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「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）3頁。

⁴³⁸ たとえば、構成員の選任に関する業務負担はない。

⁴³⁹ 議決権行使助言会社の助言サービスを利用する場合には、監督機関や顧客・最終受益者が機関投資家の議決権行使を問題とすることが難しい局面がある。機関投資家が議決権行使助言会社の専門的な助言サービスを受け、それによって議決権を行使したといえ、機関投資家に対して、その議決権行使の是非を問うことは限界がある。そのため、機関投資家が、将来の損害賠償責任などのリスクを回避する目的で議決権行使助言会社を活用することもある。チェムンヒ「議決権諮問会社に関する立法課題と法的争点」ソウル大学校法学57巻2号（2016、ソウル大学法学研究所）198頁。

⁴⁴⁰ 鈴木裕「議決権行使助言業者への会社側からの反論：機関投資家の自律ある賛否判断を期待する上場会社側の焦燥」DIR（2017、大和総研）5頁。

⁴⁴¹ 制度的要請によって、機関投資家が、議決権を忠実に行使すべき状況に直面したことが、根本的な原因である。機関投資家が、議決権を行使する必要がなければ、コストと利益の観点から、議決権行使自体を放棄してもよい。しかし、機関投資家が忠実に議決権を行使する必要があるならば、コストと利益の観点から、直接の株主総会議案を分析し、議決権を行使するか、そうでなければ、議決権行使助言会社を活用して議決権を行使するか選択する必要があるためである。後者を選択することが増加している原因は、機関投資家の株式保有比重や分散度の増加にあると考えられる。投資対象企業の株主総会議案を分析すべきインセンティブがない場合には、機関投資家が、時間、力量、費用を投入し、直接の議案を分析し、議決権を行使することに消極的にならざるを得ないためである。

定時株主総会が、短期間に集中的に開催さ、さらに、株主総会議案が多様化・複雑化する現象が、議決権行使についての機関投資家の消極的な姿勢を深化させているという指摘として、チェムンヒ・前掲注（439）194頁。

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ためである。

1) 議決権行使助言会社をめぐる課題

韓国と日本では、スチュワードシップ・コードの導入後、議決権行使助言会社の影響力が大きく増加した⁴⁴²。特に、韓国では、企業価値と株主権益の向上を目標とする文在寅政府の政策基調の影響が加わった結果、議決権行使助言会社が財界の権力者として急激に存在感を増している。そのなかで、ISSだけでなく、韓国取引所傘下の韓国企業支配構造院やソスティンベストなどが⁴⁴³、議決権行使助言市場の絶対的な権力者として登場し、株式市場に相当な影響力を行使し始めた⁴⁴⁴。

議決権行使助言会社の利用拡大や影響力の増大については、機関投資家の適正な議決権行使や利益相反管理に貢献するという期待がある。しかし、次のような懸念もある。ここでは、アメリカやEUの例も参考しながら、課題を紹介することにしたい。

まず、議決権行使助言会社の助言基準は、単に、議案分析の資料として活用されるのにとどまらず、機関投資家の独自の議決権行使の判断基準の形成や企業の先制的なガバナンス改善などにまで影響を及ぼすものである。このため、議決権行使助言会社は、機関投資家や上場企業、その他の利害関係者など、市場参加者の意見を参考にして助言基準を策定し、それを確定する前に上場企業の意見を反映する手続きを経てきた⁴⁴⁵。しかし、最近までは、助言基準の策定作業に関与した市場参加者は、一部に過ぎず、上場企業の意見が反映されない場合も多かった⁴⁴⁶。

⁴⁴² 日本では、1990年代から、議決権行使助言会社が活動してきたが、資本市場で注目されたのは、2014年の日本版コードの発表後からである(北川哲雄「議決権行使助言会社の役割と今後の課題」ジュリスト1515号(2018、有斐閣)30頁)。これは、議決権行使助言会社が、機関投資家の適正な議決権行使の強調によるコスト増加問題に対処する受け皿として存在感を増大してきたためである(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、日本証券アナリスト協会)30頁)。現在は、ISSやグラス・ルイスなどの議決権行使助言会社が大きな影響力を持っている(藤田友敬「特集にあたって(特集機関投資家とコーポレート・ガバナンス)」ジュリスト1515号(2018、有斐閣)15頁)。

⁴⁴³ 韓国では、韓国企業支配構造院、ソスティンベスト、大信支配構造研究所などの国内議決権行使助言会社が活動している。もっとも、大信支配構造研究所は、大信金融グループの傘下の議決権行使助言会社であるため、適切な助言について疑問がある。現在は、国民年金と諮問契約を結んでいる韓国企業支配構造院が最大の影響力を行使している。

⁴⁴⁴ チュムンヒ・前掲注(439)200頁。その他にも、グラス・ルイス、大臣支配構造研究所、良い企業支配構造研究所などの議決権行使助言会社がある。

⁴⁴⁵ United States Government Accountability Office, *supra note 281*, pp.19, 20.

⁴⁴⁶ 少数の機関投資家のみが、ISSの助言基準の策定作業に参加しているという指摘がある(United States Government Accountability Office, *supra note 281*, p.23)。他方で、一部上場企業は、意見を表明

このような現実から、特に、上場企業から懸念が示されてきた。この点については、近年、ISSとグラス・ルイスは、上記の懸念を払拭させるために、カンファレンスの開催、resourceウェブサイトの開発、Q&Aサイトの開設、help deskの運営など、上場企業意見を取り入れた基準を作成するための積極的な広報活動を繰り返している⁴⁴⁷。

つぎに、議決権行使助言会社の助言が適切であるのかについて、多様な観点から、問題点が提起されている。例えば、①議決権行使助言会社の助言が、個別の上場企業の特長や固有の状況を考慮しないone-size-fits-all Approachに基づいている⁴⁴⁸、②助言の基礎となった情報に不備がある⁴⁴⁹、③議案分析に投入する人的資源の資質や力量が不足している⁴⁵⁰、④助言の真実性を毀損させ得る潜在的な利益相反が存在しているといった懸念が示されている⁴⁵¹。もっとも、①②③の懸念を和らげる動きが見られる。すなわち、ISSやグラス・ルイスは、上場企業との協力および透明性の向上の観点から、上場企業やその代理人が助言報告書の正確性を検討し、フィードバックすることができる手続きを導入した⁴⁵²。特に、グラス・ルイスは、上場企業が、分析完了前に、データ専用助言報告書の草案を受けられるようにする新しいプロセスを2015年に開発した⁴⁵³。しかし、④の懸念は、このような措置で解消され難く、別途の対策が要請される。ISSをめぐる利益相反問題とは、(i) 親会社の取締役会がISSの政策策定・適用に影響を与える可能性がある、(ii) ISSの顧客である機関投資家（以下、「機関顧客」）が他の機関顧客への助言に影響を与える可能性がある⁴⁵⁴、(iii) 上場企業に対して、コーポレート・ガバナンス

しても、それが必ず反映されるものではないという問題も指摘されている。

⁴⁴⁷ 詳細は、United States Government Accountability Office, *supra note 281*, p.22参照。

⁴⁴⁸ 高橋・前掲注(442)32頁。もっとも、one-size-fits-all Approachにも意義はある。例えば、社外取締役の独立性に関する問題と配当性向に関する問題を考えてみよう。前者の場合には、企業の持続的成長の観点から、上場企業の特長や固有の状況を考慮するより、最低限の社外取締役の独立性基準を一律に適用する必要がある。一方、後者の場合には、基本的に、上場企業の特長や固有の状況を十分に考慮することが、企業の持続的成長の観点から有益であろう。

⁴⁴⁹ チェムンヒ・前掲注(439)211頁。一例として、日本では、「主要株主である会社の「嘱託」であったという経歴が、「former executive (元役員)」に翻訳された結果、当該社外取締役候補の独立性が問題視された事例があった（詳細は、大崎貞和「問い直されるべき議決権行使助言会社のあり方」NRI(2015年9月9日)、<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2015/20150909.html>（検索日：2018年4月11日）参照）。

⁴⁵⁰ ハンチャンリョル「[議決権諮問会社の「独立性」議論②]影響力は膨大なのに… 管理・規制の根拠もなく」韓国経済TV(2017年8月3日)、<http://www.wowtv.co.kr/NewsCenter/News/Read?articleId=A201708030111&resource=>（検索日：2018年4月4日）。

⁴⁵¹ Stephen Choi・Jill E.Fisch and Marcel Kahan, "Director Elections and the Role of Proxy Advisors", *82 S. Cal. L. Rev.* 649 (2009) p. 650.

⁴⁵² United States Government Accountability Office, *supra note 281*, pp.27, 28.

⁴⁵³ United States Government Accountability Office, *supra note 281*, p.28.

⁴⁵⁴ ISSは、その場合として、「regarding advice on their parent company's general meeting or re

スに関するコンサルティングを行うISS Corporate Solutions, Inc. (「ICS」)が、機関顧客への助言に影響を与える可能性があるなどがあるといったものである⁴⁵⁵。一方、グラス・ルイスについては、(i) 親会社であるOntario Teachers' Pension Plan (「OTPP」)とAlberta Investment Management Corp. (「AIMCo」)が、相当持分を所有している投資対象会社の株主総会の議案について、議決権行使を勧告する際、利益相反のおそれがある、(ii) グラス・ルイスの研究諮問会議や戦略会議のメンバーとして、OTPPとAIMCoの代表が活動している、(iii) グラス・ルイスの機関顧客が、株主提案を行使し、または委任状競争の反対勢力である、ビジネス関係がある⁴⁵⁶といったような利益相反の懸念がある⁴⁵⁷。

最後に、議決権行使助言会社を適切に規制することができるかといった問題が残されている。すなわち、議決権行使助言会社は、企業に対して、強力な影響力を行使できるにもかかわらず、不実助言や利益相反などによる不適切な助言などを規制する法的根拠が存在しないといった問題である。議決権行使助言会社は、機関投資家と助言契約を締結するものの⁴⁵⁸、これを根拠に議決権行使助言会社に信認義務などを要求することは難しい⁴⁵⁹。現在では、議決権行使に関する最終的な判断は、機関投資家の責任であると認識されている⁴⁶⁰。なお、韓国では、ISSやグラス・ルイスといった海外のものに加えて、国内の議決権行使助言会社が助言を行っている。しかし、このような国内の議決権行使助言会社の4社の職員が、200人程度に過ぎず、実際、株主総会議案を分析する人材は、1社当たり20人以下に過ぎないと言われている⁴⁶¹。特に、株主総会シーズ

garding shareholder resolutions filed by clients」を挙げている。ISSは、機関投資家に対して議決権行使助言サービスを販売し、それから利益を得る。こうした事情を考慮すれば、ISSは、機関顧客に係る議案については、機関顧客が希望する方向で議決権行使の助言を行う可能性がある。そうでなければ、議決権行使助言サービスの販売が難しくなる可能性があるからである。

⁴⁵⁵ ISS, ISS Compliance Statement : Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis (19 April 2017), <http://bppgrp.info/wp-content/uploads/2017/04/Best-Practices-Principles-ISS-Compliance-Statement-April-2017-Update.pdf> (検索日: 2018年4月19日) at 19。

⁴⁵⁶ 前掲注(454)参照。

⁴⁵⁷ Glass Lewis, BEST PRACTICE PRINCIPLES FOR PROVIDERS OF SHAREHOLDER VOTING RESEARCH&ANALYSIS: GLASS LEWIS STATEMENT OF COMPLIANCE FOR THE PERIOD OF 1 JANUARY 2016 THROUGH 31 DECEMBER 2016, http://bppgrp.info/wp-content/uploads/2017/03/GL_BPP_Compliance_Statement_FY-2016_0317.pdf (検索日: 2018年4月19日) at 18。

⁴⁵⁸ 契約には、一般的に、準拠法 (governing law)、開示事項の提供方法、契約期間、紛争解決方法などが含まれる。詳細は、ISS, *supra note 455*, p.5参照。

⁴⁵⁹ 詳細は、チェムンヒ・前掲注(439)213、214頁参照。

⁴⁶⁰ ISS, *supra note 455*, p.4; Glass Lewis, *supra note 457*, p.6。

⁴⁶¹ ハンチャンリユル・前掲注(450); チェソクチョル「議決権諮問会社の声が強まっている、透明かつ専門性は疑問」Business Post (2018年3月23日)、http://www.businesspost.co.kr/BP?command=article_view&num=76885 (検索日: 2018年3月29日)。

ンには、契約職を採用して助言サービスについての需要に対応⁴⁶²しているため、その助言の質に問題が生じ得る。国内の議決権行使助言会社は、ISSとは異なり、投資顧問業でなく、コンサルティング業や世論調査業などの登録で営業を展開しているため、金融当局が管理監督権限を有さないことが重大な課題となっている⁴⁶³。こうした理由から、規制の必要性についての声が高まっている⁴⁶⁴。

2) 課題に対する改善案

議決権行使助言会社に関する根本的な課題は、助言基準や助言サービスの透明性と適正性をどのように確保するかである。これは、韓国と日本のみならず、世界的な共通の課題である。この課題については、①議決権行使助言会社の適切な行動を勧告する⁴⁶⁵、②利益相反解消や助言サービス全般について具体的に規律する⁴⁶⁶、③重要情報の開示を義務づける⁴⁶⁷、④議決権行使助言会社を直接規制するのではなく、機関投資家の規制を通じて間接的に規制する⁴⁶⁸などを指摘する見解がある⁴⁶⁹。近年は、主要国で、登録制の導入や開示規制などを通じて、議決権行使助言会

⁴⁶² ハンチャンリユル・前掲注(450)；チェソクチョル・前掲注(461)参照。

⁴⁶³ ハンチャンリユル・前掲注(450)参照。

⁴⁶⁴ イチョンフン「株主総会の隠れた権力」議決権諮問会社の大解剖」韓経Business(2018年3月27日)、<http://news.naver.com/main/read.nhn?mode=LSD&mid=sec&sid1=004&oid=050&aid=0000047252>(検索日：2018年3月29日)。

⁴⁶⁵ これは、韓国と日本のスチュワードシップ・コードが採用するところである。しかし、議決権行使助言会社の影響力は急増しており、助言サービスの市場は独占化していることを考えれば、適切な案ではないと考えられる。

⁴⁶⁶ これは、米国の「金融選択法(案)」(Financial Choice Act of 2017)が採用するものである。すなわち、そこでは、議決権行使助言会社を登録制として金融当局の監督下に置き、透明性確保の観点から、助言基準の策定、組織構造、利益相反の管理体制などが規制されている。これは、議決権行使助言サービスの信頼性と正確性を高める実効的な案であるといえる。しかし、新たな議決権行使助言会社の市場進入を阻害し、助言サービスの利用費用の増加を招きかねないという批判がある。

⁴⁶⁷ これは、EUの「株主権利に関する指令」(Shareholders' Rights Directive)が採用するものである。すなわち、そこでは、利益相反管理に関する指針、助言基準の策定などに関する事項の開示が義務づけられている。

⁴⁶⁸ これは、機関投資家に対して、議決権行使助言会社に関する事項、たとえば、議決権行使助言会社の名称および委託する業務内容、選任基準・手続き、監督方法、議決権行使助言会社と顧客および議決権行使対象会社との利益相反の状況やその管理方法などを開示することを義務づけることをいう。これについては、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、南山大学法学会)235頁。

⁴⁶⁹ 各見解についての評価は、キムスンソク「議決権行使諮問会社の活用および規制」証券法研究16巻2号(2015、韓国証券法学会)118、119頁参照；参考に、2011年11月、ECが公開したGREEN PAPERを見ると、議決権行使助言会社に対して透明性を要求する必要があるのかという質問について、4分の3以上が「そう

社の助言基準の策定および助言サービス手続きの透明性と適正性を確保するとともに、顕在化したまたは潜在的な利益相反を管理する案が盛んに議論されている。

たとえば、2016年6月、米国では、議決権行使助言会社に対する規制などを盛り込む「コーポレート・ガバナンス改革と透明化に関する法律案」(The Corporate Governance Reform&Transparency Act of 2016 (H.R. 5311))⁴⁷⁰が、下院金融サービス委員会で可決された⁴⁷¹。当該法律案は立法に至らなかったものの、議決権行使助言会社に対する規制は、2017年6月、米国下院で233対166で可決された「金融選択法(案)」(Financial Choice Act of 2017)(以下「Act of 2017」)⁴⁷²に引き継がれている。その内容の核心は、議決権行使助言会社に対する登録制の導入である(Act of 2017 Sec. 482⁴⁷³)⁴⁷⁴。SECへの登録のためには、①正確な情報に基づいて一貫性のある助言を提供できる十分な財務・経営資源を保有しているとの証明(同条(b)(1)(B)(i))、②助言基準の策定プロセスおよび方法論(会社規模についての考慮の有無およびその方法を含む)(同条(b)(1)(B)(ii))、③組織構造(同条(b)(1)(B)(iii))、④倫理規定の有無(倫理規定を設けない場合には、その理由)(同条(b)(1)(B)(iv))、⑤顕在化したまたは潜在的な利益相反(企業コンサルティングサービスの有無および関連収益を含む)(同条(b)(1)(B)(v))、⑥利益相反管理政策および手続き(同条(b)(1)(B)(vi))などに関する情報をSECに提出しなければならない。さらに、「金融選択法(案)」では、利益相反管理および助言サービスの信頼性の確保に関する特別な定めを置いて(同条(f)および(g))、これによって用意すべき政策および手続きを管理す

だ」と回答した。その案としては、登録制の導入や開示規制などが提案された、さらに、利益相反に関する案としては、企業コンサルティングサービスと議決権行使の助言サービスの分離などが提案された。詳細は、European Commission, Feedback Statement Summary of Responses To the Commission GREEN PAPER on The EU Corporate Governance Framework (Brussels, November 15, 2011), http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf (検索日: 2018年4月25日)、Question 18/19, pp. 14, 15参照。

⁴⁷⁰ H.R. 5311, <https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/bills-114hr5311ih.pdf> (検索日: 2018年4月19日)。

⁴⁷¹ 鈴木裕「米国における議決権行使助言業への規制法: 議決権行使助言業の業務適正化への関心が高まる」DIR (2016、大和総研) 5頁; The BPP Group, Best Practice Principles for Shareholder Voting Research, Global Investors criticise proposed US proxy advisor regulations, <http://bppgrp.info/global-investors-criticise-proposed-us-proxy-advisor-regulations/> (検索日: 2018年4月19日)。

⁴⁷² H.R. 10-Financial CHOICE Act of 2017, <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/house-bill/10/text?r=38> (検索日: 2018年4月24日)。「金融選択法(案)」の目的は、2008年の金融危機以降に制定されたドッド・フランク法(Dodd-Frank Act)の規制を緩和することにある。

⁴⁷³ 金融選択法(案)が制定されれば、当該条文は、1934年法のSec. 15Gの後に、Sec. 15Hで新設される。

⁴⁷⁴ 従来から、SECは、議決権行使助言会社が潜在的な利益相反の存在について開示すること、1940年投資諮問業者法の投資諮問業者として登録する必要があることを示唆していた。現在、ISSなど一部の議決権行使助言会社は、1940年投資諮問業者法の投資諮問業者として登録されている。詳細は、チェムンヒ・前掲注(439)222頁参照。

ることを専門とする人材を配置することを要請している(同条(h))。

一方、2017年3月、EUでは、「株主権利に関する指令」(Shareholders' Rights Directive)が圧倒的多数(賛成646、反対39、棄権13)の支持を受けて改正された⁴⁷⁵。そこでは、各加盟国が、議決権行使助言会社について、行動規範(code of conduct)の有無や運用状況(行動規範を策定していない場合、または当該行動規範によって対応しない場合には、その理由を説明)を毎年更新し、ウェブサイトにて無料開示することを要請する(同指令Article 3j 1.)。さらに、議決権行使助言会社が、調査・助言・議決権行使勧告に適用する方法論やモデルの本質的な特徴、助言サービスに利用する主要情報院、サービスの質および関連職員の専門性を確保するための手続き、各国の市場・法律・規制・対象企業の特有の事情についての考慮の有無、各市場に適用する議決権行使助言方針の本質的な特徴、調査・助言・議決権行使勧告を目的とした対象企業・利害関係者との対話の有無、利益相反の予防および管理方針を開示することを要請している(同指令Article 3j 2.(a)ないし(g))。これらは、機関顧客に対して、議決権行使助言会社の活動の正確性と信頼性を適切に知らせるためのものである。また、同指令では、助言サービスに影響を及ぼす可能性のある顕在化したまたは潜在的な利益相反やビジネス関係、それを除去・緩和・管理するために実施している対応などの内容を機関顧客に遅滞なく開示することを要請している(同指令Article 3j 3.)。

また、2013年2月に結成された自主規制機関のBPPG(Best Practice Principles for Shareholder Voting Research Group)⁴⁷⁶は、議決権行使助言会社について、①顧客との合意内容に応じてサービスを提供し、調査方法や議決権行使助言方針を公表すること、②顕在化したまたは潜在的な利益相反への対応手続き、利益相反管理方針を策定・公表すること、③上場企業、利害関係者、公的機関等とのコミュニケーションの方針を策定・公表することを要請している⁴⁷⁷。

現時点において、韓国や日本では、スチュワードシップ・コードが議決権行使助言会社にも適用が予定されていることから、議決権行使助言会社には適切な行動をとることが要請されている。しかし、両国において、議決権行使助言会社の影響力が一層拡大していることを考えると、議決権行使助言会社に対する規制案を本格的に議論する時期が到来しているように思われる。そこでは、議決権行使助言会社に対する追加的な規制が議決権行使の助言市場の活性化を

⁴⁷⁵ European Parliament, Stronger rights for shareholders in EU companies, Press Releases (2017), <http://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20170308IPR65673/stronger-rights-for-shareholders-in-eu-companies> (検索日:2018年4月24日)。

⁴⁷⁶ The BPP Group, <http://bppgrp.info/> (検索日:2018年4月26日)。

⁴⁷⁷ The BPP Group, Best Practice Principles for Shareholder Voting Research, <http://bppgrp.info/the-principles/> (検索日:2018年4月26日)。現在、議決権行使助言会社であるISS、グラス・ルイス、Manigest、PIRC、Proxinvestが、同原則を採用している。

阻害し、または助言サービスの利用コストを増加させる危険性があることを踏まえて⁴⁷⁸、規制の実益を十分に検討する必要がある。現時点での私見は、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、重要情報に関する開示を要請することが適切であると考え。この方策は、規制費用および実効性の面から望ましいと評価されるだけでなく⁴⁷⁹、助言基準や助言サービスの透明性と適正性を確保し、さらに利益相反問題を最小化できる効果が期待できるためである。議決権行使助言会社の規制の在り方のさらなる研究は、後日に改めてその成果を公表することにしたい。

第三節 議決権行使内訳等の開示規制

最後に、議決権行使の内訳などを個別に開示する規制について言及することにした。議決権行使結果の公表を充実させることが機関投資家の議決権行使の透明性を高め、特に、利益相反についての懸念を払拭させる有効な手段として期待されるからである⁴⁸⁰⁴⁸¹。

議決権行使結果の開示については、①個別開示が賛否結果についてのみに関心が集中する結果、形式主義を助長して建設的な対話を阻害する、②機関投資家の反対議決権行使が、市場に否定的なメッセージとして伝わり、株価下落などにつながる、③小型株アクティブ運用の場合、個別開示によって投資対象企業名が明らかになれば、フリー・ライドする者があり得るなど、実務的に説得力のある指摘もある⁴⁸²。このことから、議決権行使結果の個別開示を強制するのではなく、選択肢の一つに留めるべきとの意見もある⁴⁸³。

他方で、上記①の懸念は、賛否判断の理由などを具体的に明らかにすることで、一定程度の解消することができる、また、上記②の懸念は、機関投資家の反対議決権行使が株価上昇につながることを示す実証研究があるといった反論も考えられる。また、③は「説明、または遵守」原則をどうみるか、たとえば、遵守を担保する手段と見るか、ベストプラクティスを探し出すための手段と見るかによって、問題になる可能性が変わるしかない。たとえば、(i)では、個別開示が義務と理解されるため、③が現実化する可能性があるものの、(ii)では、個別開示が選

⁴⁷⁸ キムスンソク・前掲注（４６９）118頁；ユクテウ「議決権行使諮問会社の現況および欧米先進国における規制に関する比較法的考察」江原法学49巻（2016、江原大学比較法学研究所）561頁。

⁴⁷⁹ キムスンソク・前掲注（４６９）119頁。

⁴⁸⁰ 森・濱田松本法律事務所・前掲注（３７１）2頁。

⁴⁸¹ 村田・前掲注（３７８）22頁。

⁴⁸² 村田・前掲注（３７８）22頁；詳細は、三瓶裕喜「議決権行使結果の開示」ジュリスト1515号（2018、有斐閣）25頁参照。

⁴⁸³ 村田・前掲注（３７８）22頁。

択肢として理解されるため、③は現実化する可能性がない⁴⁸⁴。

筆者としては、諸外国と比べて、利益相反の問題がより深刻な韓日両国では、開示すべき情報の量・質を改善し、市場の監視機能が効率的に発揮できるように個別開示を促進するための制度を整備していくことが有要と考える。そのため、以下では、このような観点から、議決権行使結果の個別開示について検討することにしたい。

1 議決権行使の内訳等の開示対象

(1) 韓国特有の問題

日本では議決権行使結果の開示対象に関する制限を設けていない。これに対して、韓国の資本市場法では、集合投資業者が集合投資財産に属する株式の議決権行使結果を開示しなければならないと規定している（同法87条1項）。もっとも、非上場法人が発行している株式については、その例外を認めている（同法87条参照）。このような措置は、開示に係る負担を緩和することによって開示内容の充実や開示制度の効率性を高めるためのものと考えられる。しかし、上場法人が発行している株式のうち、各集合投資機構（たとえば、ファンド）の資産総額の5%または100億ウォン未満の株式を所有している上場法人が発行している株式に関する議決権行使の内訳等も開示対象から除外されている。かかる適用除外の妥当性には疑問がある。

大型機関投資家が多くのファンドを運用している現実を考えると、上記のような開示対象の制限は、機関投資家の議決権行使についての市場監視機能を過度に弱体化させるおそれがある。例えば、機関投資家であるAが、ファンドの1、2、3、4、5を運用する場合を考えてみよう。Aは、1ファンドにおいては資産総額の5%または100億ウォン以上を上場法人であるXの株式に投資する一方、2～5ファンドにおいては資産総額の5%または100億ウォン未満をXの株式に投資することができる。この場合には、Aは1ファンドの議決権行使の内訳等だけを開示し、2～5ファンドの議決権行使の内訳等は開示しなくてもよい。このように、Aの議決権行使の内訳等の開示からは、Aが所有しているすべてのXの株式に関する議決権行使の内訳は分からない。これは、AがXとのビジネス関係などを考慮し戦略的に議決権を行使しても、これを十分に監視できないことを意味する。利益相反問題などが存在する韓国の現実を考えると、このような規制の空白は望ましくない。

⁴⁸⁴ 韓国と日本では、「説明、または遵守」原則を(i)の観点からのみ見る傾向がある。しかし、今後、個別開示規制に関する検討するのに必要なリアルデータの蓄積という面を考えると、「説明、または遵守」原則を(ii)の観点から見る必要もあると考えられる。

現行制度の維持が正当化されるためには、議決権行使の内訳等の開示利益より費用などの負担が大きくなければならないだろう。しかし、韓国の機関投資家の中には、自発的に法律上の開示対象より広い範囲で議決権行使の内訳等を開示するケースが多いことが注目される。このことは、開示対象を拡大したとしても、追加的な負担は大きくないことを示唆するように思われる⁴⁸⁵。また、これまでも、機関投資家の開示に係る負担を緩和する立法が持続的に行われており、資本市場法の施行当時より機関投資家の開示業務負担は相当に緩和されている（以下の[表19]参照）。これらのことから、機関投資家の開示コスト負担の増加を考慮することなく、開示対象の範囲を広げることにも合理性を見出すことができるように思われる。たとえば、議決権行使及びその内訳等の開示などを担当する人材の採用自体が困難な零細機関投資家についてのみ例外を設けるとする案⁴⁸⁶、または機関投資家が自発的に開示している範囲を参考にして開示対象を拡大する案などが考えられる。

（２）日本特有の問題

韓国では、機関投資家は議決権行使の内訳およびその理由、その他議決権行使の適正性などを把握するうえにおいて必要な議決権行使に関する内部指針、議決権行使の対象法人との関係などを開示する必要がある（資本市場法87条8項・9項、同法施行令91条4項など）。

一方、日本では、機関投資家は議決権行使に対する明確な方針と議決権行使の内訳だけを開示すればよい。日本版コードでは、機関投資家に対して、議決権行使についての明確な方針を策定・公表すること（指針5-2）、議決権行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すること（指針5-3）のみを要請しているためである⁴⁸⁷。日本版コード指針5-3では、「議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる」としているが、これは賛否の理由を開示しなければならないというものではない。したがって、機関投資家が賛否の理由を開示することは自由であり、開示しなくても、その理由を説明する必要はない⁴⁸⁸。ところが、市場の監視機

⁴⁸⁵ イスウォン・前掲注（90）14、15頁。

⁴⁸⁶ 米国の場合、Form N-5を通じて登録した小規模投資会社を除いたすべての投資会社は、毎年8月31日まで、直前年度の6月30日から該当年度6月30日までの議決権行使の内訳を開示しなければならない（SEC「Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies」Form N-RX）。

⁴⁸⁷ もっとも、機関投資家はその理由を説明し、個別開示を実施しないことも可能である（日本版コード指針5-3）。

⁴⁸⁸ 浜田宰「議決権行使結果の個別開示をめぐる議論と機関投資家の対応状況」商事法務2145号（2017、

能を活用した機関投資家の適正な議決権行使の実現という観点から見ると、機関投資家が開示する情報の量は多ければ多いほど良い。特に、賛否の理由は、多くの機関投資家が反対する議案について賛成し、またはその反対の場面などにおいて不要な対立を緩和し、機関投資家の議決権行使の結果を納得させることができる重要な資料となる。もちろん、特定議案について賛成する場合には、特別な異議がないからなど、その具体的な理由を提示することが容易ではないケースも想定できる。しかし、反対する場合には、明確な理由があるはずである。議案に反対の理由を開示するときは、可能な限り、具体的な情報を含むことが望ましい⁴⁸⁹。

2 開示の時期

(1) 事前開示⁴⁹⁰

市場への情報提供は、早ければ早いほどよい。特定案件に関する機関投資家の反対情報が株主総会前に市場に提供されると、機関投資家の判断に対する評価はもとより、当該案件に対する関係専門家の深度のある分析と意見が提示される可能性が高くなる。このことは、機関投資家の議決権行使が不適切な方向で行われることを防止する一方、個人投資家の議決権行使の判断にも寄与するものである。このように、機関投資家の議決権行使内訳等の事前開示は、機関投資家の適切な議決権行使以上の意味を持つものと言える⁴⁹¹。

しかし、韓国や日本の株主総会の運営実態を考えると、事前開示は、過度な実務の負担をもたらす可能性がある。韓国や日本では、上場企業の多くは、法の要請で、株主総会の2~3週間前に招集通知を発している⁴⁹²。このような状況で、事前開示を要求すれば、機関投資家は1週間

商事法務研究会) 38頁。

⁴⁸⁹ 韓国の機関投資家の2013年8月から2015年8月までの賛否理由の開示を見ると、23.61%において、「配当政策の改善を通じて株主価値を向上しなければならない」、または「変更事項が株主の利益に符合しないと判断する」といった、具体的な情報のない形式的な理由を提示するか、または賛否の理由自体を提示しなかった。

⁴⁹⁰ 事前開示とは、機関投資家が株主総会の開催前に議決権行使内訳等を開示することをいう。

⁴⁹¹ 機関投資家が株主総会前に議決権行使の内訳等を開示することを検討すべきとするものとして、アンサンヒ=ファンウンギョン「Governance Issue：国内上場企業の支配構造改善に向けた提言（II）」ISSUE REPORT（2017、大信支配構造研究所）4頁がある。議案の分析力や情報力が劣る個人投資家が議決権を行使する際、機関投資家の行使内訳を参考にすることができると、その議決権行使に肯定的な影響を及ぼす可能性がある。一方、機関投資家の事前開示をためには、株主総会の議案に関連する資料を少なくとも取締役会決議（韓国では、通常、株主総会の30日前）までに公開することを検討しなければならない。

⁴⁹² 権容秀・前掲注（430）210、211頁。

以内⁴⁹³に議案の分析を終え、議決権行使内訳等を開示しなければならなくなる。議決権行使の担当者が十分であれば、このような業務処理が可能かもしれない。しかし、機関投資家の費用負担などを考えると、十分な人材配置を期待するのは難しい。招集通知の発送期限や株主総会の電子化などの諸般事情が改善されない限り、事前開示を要求することは現実的に困難と言わざるを得ない。むしろ、機関投資に対して事前開示を要請することは、時間的な制約から、機関投資家の形式的な議決権行使を助長し、その行使内訳等の開示の放棄をもたらす弊害もある。

もつとも、議決権行使を担当する人員を確保する余力のある国民年金などに対しては、事前開示を原則とすることも考えられる。実際、米国のCa1PERSやCa1STRS、カナダのCPPIB、ノルウェーのNBIMなど、海外の主要年金基金は、議決権行使の方向などを株主総会前に開示している実績がある⁴⁹⁴。

(2) 事後開示⁴⁹⁵：韓国特有の問題

[表19]韓国の議決権行使結果の開示規制の動向（緩和傾向）

	改正前	2012年6月改正 (1次改正)	2015年10月改正 (2次改正)
開示類型	件別開示	件別開示	一括個別開示
開示期限	株主総会の開催日の5 日前まで	株主総会の開催後の5 日の以内	毎年4月30日まで
事後開示	不可	可能	可能
根拠規定	資本市場法第87条第8項及び同法施行令第91条など		
開示対象	議決権開示対象法人が発行している株式の議決権行使の内訳等の開示		

市場監視機能は、監視対象に対する関心度によって異ならざるを得ない。たとえば、A会社が2017年5月に臨時株主総会を開催し、B会社との合併案件を上程したケースを考えてみよう。両社の合併案件に対する市場の関心は、当該案件が実施された2017年5月と1年後の2018年4月と

⁴⁹³ 議案分析のためには、追加的に資料を収集する必要もある。この点を考えると、議案分析のための時間の確保は、事実上不可能かもしれない。

⁴⁹⁴ バクギョンソなど『国民年金の責任投資とスチュワードシップ・コードに関する研究（II）』（2018、国民年金公団国民年金研究院）165頁。

⁴⁹⁵ 事後開示とは、機関投資家が株主総会の開催後に議決権行使内訳等を開示することをいう。

において異なることは当然である。[表19]の2次改正によると、機関投資家は、当該案件についての議決権行使内訳等を、市場の関心が低下した2018年4月に開示することができる。これでは、開示による市場監視機能は期待し難い。議決権行使についての機関投資家の認識が低い状況では、それが議決権行使に否定的な影響を与える恐れがある。実際に、2次改正が機関投資家の反対議決権行使に及ぼす影響の分析によると⁴⁹⁶、2次改正の以後、機関投資家の反対議決権行使の割合は減少した。また、2015年には前年比の反対行使率が増加した機関投資家の割合が70%以上であったが、2017年にはその比率が30%未満に減少した。

2次改正の背景には、資産運用業の成長が不可欠な国内の事情及び韓国の議決権行使の内訳等の開示規制が行き過ぎという評価⁴⁹⁷があった。世界の中に類を見ない速度の高齢化を経験している韓国では⁴⁹⁸、老後の生活資金の安定的な運用のために、資産運用業の成長は急務な課題である⁴⁹⁹。そのため、開示に関する資産運用業者の業務負担を緩和することによって、資産運用業の活性化を図る必要があるという立場を理解できないわけではない。しかし、他の国に比べて、韓国において、開示規制が過剰に行われ、その結果、機関投資家の業務負担が過度に重くなったかどうかについては疑問がある。韓国の機関投資家は、日本と比較すると、議決権行使の対象会社の数が少なく、海外企業について議決権を行使すべき負担はない⁵⁰⁰。特に、機関投資家の多くは、まったく反対議決権を行使しておらず、そもそも、議案の分析に大きな負担を感じてい

⁴⁹⁶以下の内容については、イムジャヨン「議決権行使内訳の開示方式の変更による国内の民間機関投資家の反対率の変化」CGSReport7巻7号（2017、韓国企業支配構造院）12頁以下参照。

⁴⁹⁷ 議決権行使の内訳等の開示に関する他国の規制

区分	米国	英国	豪州	日本	台湾	シンガポール
監督当局への報告	年単位のSECのホームページへの開示	なし	なし	年単位の協会への報告	なし	なし
開示	年単位の会社のホームページへの開示	なし	年単位の会社のホームページへの開示	年単位の会社のホームページへの開示	なし	なし

出典：金融委員会「資産運用産業の活力回復のための規制合理化案」報道添付資料（2015年3月）23頁参照。

⁴⁹⁸ 高齢化社会になるために、フランスは115年、米国は73年、日本は24年を要した。しかし、韓国では、17年しかかからなかった。マジヒェ＝バクスンヒョン「[韓国も、来月の高齢社会入り]高齢化も「早く早く」…米国は73年がかかった高齢社会入り、韓国は17年」韓国経済（2017年4月7日）、<http://newslab1.hankyung.com/news/app/newsview.php?aid=2017040609881>（検索日：2017年10月16日）参照。

⁴⁹⁹ 金融委員会・前掲注（66）1頁。

⁵⁰⁰ ソンミンギョン・前掲注（83）9頁。

なかった。開示規制により業務負担が増えたというならば、それは、機関投資家の多くが議決権行使の専従職員を置いていないという事実によるものと考えられる。

むすび

以下では、これまでの検討結果をまとめて、本論文のむすびとしたい。

近年では、機関投資家の影響力が増加した結果、その議決権行使が企業の価値向上や支配構造の改善に寄与し、さらに、受益者の最善の利益を実現する有用な手段として認識されている。このことから、受託者責任の履行という観点で、機関投資家の議決権行使が強く要請されている。さらに、適正な議決権行使は、スチュワードシップ責任に基づき行うべきとの考えが定着しつつある。すなわち、短期的な観点での受益者の利益のために議決権を行使するのではなく、企業の価値向上や持続的成長を通じた中長期的な観点での受益者の利益の極大化のために議決権を行使しなければならないということである。

機関投資家の多くは、スチュワードシップ・コードを採用しており、その議決権行使は、過去に比べて明らかに改善されていることは間違いないの事実である。たとえば、韓国では、スチュワードシップ・コードが導入されて以来、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。その影響で、支配構造を改善し、または株主に親和的な制度を導入する企業が増加するなど、肯定的な変化も現われた。一方、日本では、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、スチュワードシップ・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。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、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。もっとも、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、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。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。

本論文は、受託者責任の履行、さらに、企業の価値向上という観点において、機関投資家による適正な議決権行使が持つ有用性から、機関投資家の議決権行使の現状と課題を分析した。もっとも、機関投資家の議決権行使が持つ有用性を期待するためには、現状と課題を分析し、それについての改善策を提示するほかに、適正な議決権行使が何であるかをより具体化する議論が必要と考えられる。これと関連して、最近では、ESG課題の改善を目標とする議決権行使が注目されている。韓国と日本のスチュワードシップ・コードでは、コーポレート・ガバナンス改善を含むESG課題についての深い理解を土台にしたスチュワードシップ活動が、企業の価値向上や持続的成長に寄与するという考え方を採用している⁵⁰¹。たとえば、日本版コードでは、2017

⁵⁰¹ 最近では、ESG課題の改善が中長期的な観点で企業の価値向上や持続的成長に寄与するという研究結果が、支配的である。ESG要素と投資成果との関連性に関する影響力のある研究論文をまとめたUN環境計画金融イニシアチブ (UNEP Finance Initiative) とMMC (MARSH&McLENNAN Companies) の子会社のMERCERの報告書によると、両者の関連性を否定的に評価した研究論文は、20本のうち、4本に過ぎなかった (詳細は、UNEP Finance Initiative and MERCER, *Demystifying Responsible Investment Performance: A review of key academic and broker research on ESG factors*, UNEP FI and MERCER (2007) pp.13、14参照)。さらに、4本の研究論文は、Screening方式を想定したものであった。機関投資家がESG要素を考慮する段階は、大きく投資判断段階とインゲイジメントのような株主行動段階に区分できる。Screening方式は、投資判断段階と関連した方式の一つである。言い換えれば、インゲイジメントのような株主行動段階でのESG要素の考慮が、投資成果に否定的に作用するという研究論文はないというものである。また、最近、年金積

年の改正前から社会・環境問題に係るリスクについて把握することを要請し、さらに、2017年の改正コードでは、リスク・収益機会の両面について把握することを要請している（日本版コード指針3-3）。また、韓国版コードでは、主要財務・非財務経営事項 に関して投資対象企業との共感を形成することを要請している（韓国版コード原則4の案内指針）。

もつとも、ESGは、抽象的な概念である。そのため、ESG課題の改善という目標を効率的に達成するためには、何よりESGデータを具体化し、それについての企業と機関投資家との間の相互信頼と共感帯形成が必要と考えられる。そうでなければ、機関投資家のESG課題の改善が、企業の過度な費用負担を招くだけで、企業の持続的成長(具体的に、資本コストを上回るリターン
の創出)には寄与しない恐れがあるためである。このような課題については、今後の課題としたい。

立金管理運用独立行政法人（GPIF）と世界銀行グループの共同研究報告書でも、ESGの統合によって経済的利益が犠牲となることではなく、むしろ、より安定的な経済的利益追求のために、包括的な信用リスク分析の一環としてESG要素を考慮する必要があることを指摘した（詳細は、GPIF・World Bank Group, Incorporating ENVIRONMENTAL, SOCIAL and GOVERNANCE (ESG) Factors into FIXED INCOME INVESTMENT, World Bank Group (2018) 参照。この報告書は、債権投資へのESG要素の統合を研究したものであるが、ESGの考慮の有用性を説明する一つの資料になることはできる）。

参考文献（年順）

I 韓国語文献

「著書」

- 1 ハングワンソク『株式の議決権行使について差別的規制と解消案』（2006、韓国経済研究院）
- 2 資本市場統合法研究会『資本市場統合法解説書』（2007、韓国証券業協会）
- 3 グボンセン=イシヨン『金融会社支配構造改善法制定の必要性』（2010、韓国金融研究院）
- 4 国会予算政策処『国家財政法の理解と実際』（2014、聖地文化史）
- 5 グオンジョンホ『監査法制解説』（2014、韓国上場会社協議会）
- 6 バクテヨン=イジョンファ『国民年金基金運用指針の改善策』（2015、国民年金公団国民年金研究院）
- 7 イチョルソン『会社法の講義』第24版（2016、博英社）
- 8 チョンユンモ『機関投資家の受託者責任とスチュワードシップ・コードの導入』（2016、資本市場研究院）
- 9 イジョンオ=キムテハン=カンカギョン『2016年、韓国の社会責任投資市場の現状および展望』（2017、韓国社会責任投資フォーラム）
- 10 バクギョンソなど『国民年金の責任投資とスチュワードシップ・コードに関する研究（II）』（2018、国民年金公団国民年金研究院）
- 11 ソンホンソン『スチュワードシップ・コードと機関投資者の株主権行使』（2018、資本市場研究院）

「論文」

- 1 グオンキボム「機関投資家の議決権行使に関する研究」商事法研究 14 輯 2 号（1995、韓国商事法学会）
- 2 ソワンソク「ポイズン・ピルの適法性と導入の可能性」成均館法学 18 卷 3 号（2006、成均館大学比較法研究所）
- 3 カンヒジュ=チョジュンウ「銀行支配構造についての所論」証券法研究 12 卷 3 号（2011、

韓国証券法学会)

- 4 ゴドンワン「金融持株会社の経営支配構造に関する法的検討」銀行法研究 5 巻 1 号 (2012、銀行法学会)
- 5 キムソンウ=イギファン=イミョン「議決権行使が認められて以来、国内機関投資者の所有持分比率と企業価値に関する研究」企業経営研究 19 巻 3 号 (2012、韓国企業経営学会)
- 6 キムイス「遵法支援人制度導入の正当性と改善方向」企業支配構造レビュー通巻第 64 号 (2012、韓国企業支配構造院)
- 7 ユンソンスン「改正商法上の遵法支援人制度の問題点」企業支配構造レビュー通巻 60 号 (2012、韓国企業支配構造院)
- 8 キムスンソク「利益配当の決定と基準日制度の改善策」証券法研究 14 巻 2 号 (2013、韓国証券法学会)
- 9 バクチョルヨン「シャドーボーディングの廃止と株主総会の活性化」BFL60 号 (2013、ソウル大学金融法センター)
- 10 ソンホシン「機関投資家の議決権行使に対する法的課題」経営法律 23 輯 4 号 (2013、韓国経営法律学会)
- 11 ウンソンウク「金融会社の取締役についての独立性規制」YGBL5 巻 2 号 (2013、延世大学校グローバルビジネスと法センター)
- 12 ヨンカンフム=キムハンナ「機関投資家の議決権反対行使の経営監視機能」企業支配構造レビュー77号 (2014、韓国企業支配構造院)
- 13 ユンスンヨン「シャドーボーディング制度の廃止の当為性とその代案」CGSReport4 巻 14 号 (2014、韓国企業支配構造院)
- 14 チェジュンソン「株主総会の決議制度の改正方向」商事法研究 33 巻 2 号 (2014、韓国商事法学会)
- 15 グォンジェヨル「三星物産対エリオット決定—主要争点の再検討—」商事判例研究 28 集 4 巻 (2015、韓国商事判例学会)
- 16 キムスンソク「議決権行使諮問会社の活用および規制」証券法研究 16 巻 2 号 (2015、韓国証券法学会)
- 17 ギムホンギ「健全な金融会社支配構造の原則と運用方案—金融会社の支配構造に関する法律を中心に—」商社判例研究 28 集 3 巻 (2015、韓国商社判例学会)

- 18 ソンミンギョン「機関投資家の議決権行使の内容の開示の改善案：開示期限、開示事項を中心に」CGSReport5 卷 12 号（2015、韓国企業支配構造院）
- 19 イサンフン「三星物産の合併を通じて眺めた株主利益の保護の問題点と改善方向」商事法研究 34 卷 3 号（2015、韓国商事法学会）
- 20 イムジャヨン「機関投資家の反対の議決権行使についての理由開示の現状分析」CGSReport5 卷 12 号（2015、韓国企業支配構造院）
- 21 グォンジョンホ「エリオット事態に照らして、本機関投資家の議決権行使の争点—国民年金の議決権行使とスチュワードシップ・コードを素材として—」経営法律 26 卷 2 号（2016、韓国経営法律学会）
- 22 アンサンヒ=キムインヨン「機関投資家の議決権行使で見た本株主価値、そして今後の課題」ISSUE REPORT（2016年6月7日）（2016、大信経済研究所）
- 23 ユクテウ「議決権行使諮問会社の現況および欧米先進国における規制に関する比較法的考察」江原法学 49 卷（2016、江原大学比較法学研究所）
- 24 イスウォン「資産運用会社の議決権行使の開示分析：議決権開示対象法人の拡大を中心に」CGS Report6 卷 3 号（2016、韓国企業支配構造院）
- 25 チョンソンスク「欧州と我が国において企業女性役員割当制の法的動向に関する研究—ノルウェーの立法例を中心に—」経済法研究 15 卷 1 号（2016、韓国経済法学会）
- 26 チョンハンドク「金融会社の支配構造に関する法律」主要懸案検討—保険会社を中心に—」法学論総 36 集（2016、崇実大学法学研究所）
- 27 チェムンヒ「議決権諮問会社に関する立法課題と法的争点」ソウル大学校法学 57 卷 2 号（2016、ソウル大学法学研究所）
- 28 チェジュンソン「エリオット・マネジメント対三星物産（株）事件—ソウル高等裁判所 2015.7.16. 2015 라 20485、20503 決定—」法曹 65 卷 7 号（2016、法曹協会）
- アンスヒョン「機関投資者の受託者責任に関する原則」の検討—韓国スチュワードシップ・コードの円滑な施行と定着に向けて—」証券法研究 18 卷 1 号（2017、韓国証券法学会）
- 29 イムジャヨン「議決権行使内訳の開示方式の変更による国内の民間機関投資家の反対率の変化」CGSReport7 卷 7 号（2017、韓国企業支配構造院）
- 30 イヒョギョン「社外取締役制度の争点と課題—社外取締役候補推薦委員会の委員と社外取締役の資格制限の問題点—」経営法律 27 卷 2 号（2017、韓国経営法律学会）

31 キムヒョンソク＝イムヒョンイル「国民年金のステュワードシップ・コードの導入が企業価値に及ぼす影響（5%以上の持分保有の企業を中心に）」ESG 最新懸案分析 2018 年 8 月（2018、韓国企業支配構造院）

「その他」

1 高麗大学産学協力団「国民年金責任投資活性化およびステュワードシップ・コードの導入案に関する政策討論会」（2017、高麗大学産学協力団・国民年金）

2 韓国企業支配構造院「韓国ステュワードシップ・コード第 1 回解説書」（2017 年 6 月）
金融行政革新委員会「金融行政革新報告書」（2017）

II 日本語文献

「著書」

- 1 酒巻俊雄＝龍田節（編集代表）『逐条解説会社法〈第 1 巻〉』（2008、中央経済社）
- 2 田中亘『企業買収と防衛策』（2012、商事法務）
- 3 元柳祐介『別冊商事法務 No. 376：投資信託法制の現状と展望』（2013、商事法務）
- 4 神田秀樹＝折原誠『信託法講義』（2014、弘文堂）
- 5 江頭憲治郎『株式会社法』第 7 版（2017、有斐閣）
- 6 白井正和＝仁科秀隆＝岡俊子『M&A における第三者委員会の理論と実務』（2015、商事法務）
- 7 倉橋雄作＝日本シェアホルダーサービス『別冊商事法務 No. 407：2016 年株主総会機関投資家対応』（2016、商事法務）
- 8 弁護士法人大江橋法律事務所『コンパクト解説会社法 3 監査役・監査委員・監査等委員』（2016、商事法務）
- 9 道垣内弘人編＝大村敦志[ほか]『条解信託法』（2017、弘文堂）
- 10 能見善久＝樋口範雄＝神田秀樹編『信託法制の新時代：信託の現代的展開と将来展望』（2017、弘文堂）
- 11 森・濱田松本法律事務所『別冊商事法務 No. 423：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〕（2017、商事法務）
- 12 森・濱田松本法律事務所『別冊商事法務 No. 434：機関投資家の議決権行使方針及び

結果の分析』〔平成 30 年版〕(2018、商事法務)

「論文」

- 1 北村光正「投資信託組入株式の議決権行使」商事法務研究 569 号 (1971、商事法務研究会)
- 2 相澤哲＝郡谷大輔「新会社法の解説 (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」商事法務 1737 号 (2005、商事法務研究会)
- 3 朝倉智也「議決権行使は投信運用会社の重要な受託者責任のひとつ!」証券アナリストジャーナル 51 巻 10 号 (2013、日本証券アナリスト協会)
- 4 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、南山大学法学会)
- 5 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：英国コードとの差違に着目して」信託フォーラム 1 号 (2014、日本加除出版)
- 6 汪志平「日本の企業統治における機関投資家の役割と課題」経済と経営 45 巻 2 号 (2015、札幌大学経済・経営学会)
- 7 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、日本証券アナリスト協会)
- 8 田中亘「株主総会の改革：総会開催日程と基準日の問題を中心に」ビジネス法務 2015 年 3 月 (2015、中央経済社)
- 9 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・レビュー平成 27 年 1 号 (通巻 121 号) (2015、財務省財務総合政策研究所)
- 10 福島洋尚「会社法における基準日制度と株主総会」法学教室 421 号 (2015、有斐閣)
- 11 依馬直義「機関投資家表形式による議決権行使の状況：二〇一六年の株主総会を振り返って」商事法務 2116 号 (2016、商事法務研究会)
- 12 川口恭弘「株式の相互保有とコーポレートガバナンス」監査役 265 号 (2016、日本監査役協会)
- 13 川口恭弘「監査役地位の独立性」同志社法学 68 巻 1 号 (2016、同志社法学会)
- 14 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コード：英国コードとの比較を中心として」日本取引所金融商品取引法研究 6 号 (2016、日本取引所金融商品取引法研究)

- 15 神作裕之「商事信託の展望:「信託」と「受託者責任」の意義再考」信託 265 号 (2016、信託協会)
- 16 権容秀「韓国の機関投資家の議決権行使の現状と課題」同志社法学 392 号 (2017、同志社法学会)
- 17 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」商事法務 2109 号 (2016、商事法務研究会)
- 18 高田創「日本の金融市場を巡る新たな潮流と信託」信託 265 号 (2016、信託協会)
- 19 依馬直義「ISS・グラスルイス議決権行使助言基準の改定のポイント: スチュワードシップ・コード改定に備えて」ビジネス法務 2017 年 3 月 (2017、中央経済社)
- 20 井口讓二「スチュワードシップ・コードの運用上の論点」法の支配 186 号 (2017、日本法律家協会)
- 21 石田猛行「二〇一七年 ISS 議決権行使助言方針と背景にある考え方」商事法務 2126 号 (2017、商事法務研究会)
- 22 角田大憲「2016 年の実務からみる総会実務見直しのポイント」ビジネス法務 2017 年 3 月 (2017、中央経済社)
- 23 田原泰雅=染谷浩史=安井桂大「スチュワードシップ・コード改訂の解説」商事法務 2138 号 (2017、商事法務研究会)
- 24 浜田宰「議決権行使結果の個別開示をめぐる議論と機関投資家の対応状況」商事法務 2145 号 (2017、商事法務研究会)
- 25 茂木美樹=谷野耕司「敵対的買収防衛策の導入状況: 二〇一七年六月総会を踏まえて」商事法務 2152 号 (2017、商事法務研究会)
- 26 森田多恵子「基準日変更の留意点: 7 月総会の本格的検討」ビジネス法務 2017 年 3 月 (2017、中央経済社)
- 27 北川哲雄「議決権行使助言会社の役割と今後の課題」ジュリスト 1515 号 (2018、有斐閣)
- 28 三瓶裕喜「議決権行使結果の開示」ジュリスト 1515 号 (2018、有斐閣)
- 29 林寿和「「実質的」なスチュワードシップ活動と ESG 評価の役割—運用機関における仕組みの現在—」ビジネス法務 2018 年 3 月 (2018、中央経済社)
- 30 松中学「求められる「資質」「連携」とは? 監査役等の機能発揮」企業会計 70 巻 7 号 (2018、中央経済社)

31 村田敏一「機関投資家の議決権行使」商事法務 2175 号（2018、商事法務）

「その他」

1 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—上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて—」（2009、金融庁）

2 藤島裕三「開示府令の要点② 議決権行使の結果開示—2010 年 3 月期株主総会後の対応—」DIR（2010、大和総研）

3 宮島英昭＝保田隆明「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 Discussion Paper Series 11-J-011（2011、独立行政法人経済産業研究所）

4 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の分析を中心として—」FSA Institute Discussion Paper Series（2012、金融庁金融研究センター）

5 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—」プロジェクトの最終報告書（伊藤レポート）」（2014）

6 横山淳「コーポレートガバナンス・コードと金商法、会社法の論点②—独立社外取締役について—」DIR（2015、大和総研）

7 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードと資本市場」2016 年春季学術大会の企業競争力強化に向けた立法努力の発表資料（2016、韓国企業法学会・韓日産業金融法フォーラム）

8 経済産業省「対話先進国の実現に向けて」株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書（2016）

9 鈴木裕「米国における議決権行使助言業への規制法：議決権行使助言業の業務適正化への関心が高まる」DIR（2016、大和総研）

10 鈴木裕「機関投資家の議決権行使結果開示の意義：議決権行使結果開示のコストとベネフィット」DIR（2016、大和総研）

11 鈴木裕「2018 年以降の株主総会向け議決権行使基準改定動向」DIR（2017、大和総研）

12 鈴木裕「議決権行使助言業者への会社側からの反論：機関投資家の自律ある賛否判断を期待する上場会社側の焦燥」DIR（2017、大和総研）

III 英語文献

「著書」

1 UNEP Finance Initiative and MERCER, *Demystifying Responsible Investment Performance : A review of key academic and broker research on ESG factors*, UNEP FI and MERCER (2007)

2 Rory Sullivan・Will Martindale・Elodie Feller and Anna Bordon, *Fiduciary Duty in the 21st Century*, UNEP Inquiry・Principles for Responsible Investment・UN Global Compact and UNEP Finance Initiative (2015)

「論文」

1 Stephen Choi・Jill E.Fisch and Marcel Kahan, "Director Elections and the Role of Proxy Advisors", *82 S. Cal. L. Rev. 649* (2009)

2 Iain MacNeil, "Activism and collaboration among shareholders in UK listed companies", *Capital Markets Law Journal Vol. 5 No. 4* (2010)

「その他」

1 European Commission, Feedback Statement Summary of Responses To the Commission GREEN PAPER on The EU Corporate Governance Framework (Brussels, 2011)

2 Collective Engagement Working Group, *Report of the Collective Engagement Working Group December 2013*, IME (2013)

3 United States Government Accountability Office, *CORPORATE SHAREHOLDER MEETINGS : Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices* (2016)

4 European Parliament, Stronger rights for shareholders in EU companies, Press Releases (2017)

5 Glass Lewis, BEST PRACTICE PRINCIPLES FOR PROVIDERS OF SHAREHOLDER VOTING RESEARCH&ANALYSIS : GLASS LEWIS STATEMENT OF COMPLIANCE FOR THE PERIOD OF 1 JANUARY 2016 THROUGH 31 DECEMBER 2016 (2017)

6 ISS, ISS Compliance Statement : Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis (2017)

7 OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2017* (2017)

8 GPIF ・ World Bank Group , *Incorporating ENVIRONMENTAL , SOCIAL and GOVERNANCE(ESG)Factors into FIXED INCOME INVESTMENT*, World Bank Group (2018)

以上