

議決権行使の助言と委任状規則における「委任の勧誘」

－米国の委任状規則・S E Cの見解の変遷を中心に－

保険研究部門 主任研究員 土浪 修
tonami@nli-research.co.jp

＜要旨＞

1. わが国でも機関投資家による適切な議決権行使が求められるようになってきた。米国では、I R R CやI S Sといった、機関投資家に対して議決権行使(委任投票)の助言・代行を行う専門機関が発達しているが、助言(議案に関する分析や賛否の推奨)と委任状規則における「委任の勧誘」との関係は必ずしも明確でなかった。
2. 証券取引所法とそれに基づくS E Cの委任状規則により、委任を勧誘する者は、被勧誘者に対する説明書の提供やS E Cへの届出等が義務づけられる。「勧誘」の定義は、脱法を予防する観点から、徐々に拡大されてきた。56年の規則改正により、「委任の獲得の結果を招くことが合理的に計算された状況において、証券保有者にコミュニケーションを提供する」ことも勧誘に含まれるとされた。その結果、たとえ委任を求める意図がなくても、委任投票に影響を与える行為は、状況次第で勧誘とみなされる恐れが生じた。委任投票の助言、特に議案に対する賛否の推奨は、勧誘に該当するのではないかとも考えられた。
3. 他方で、委任状規則が委任投票のための情報収集や情報交換を阻害しないように、委任状規則の適用除外も整備されてきた。例えば、79年には、金融助言者が行う委任投票助言が委任状規則の適用除外とされた。S E Cは、当初、I S Sのような委任投票助言を専門に行う者は金融助言者には該当しないと判断したが、92年に見解を変更した。その結果、専門会社による委任投票助言は、発行会社や議案に対する利害関係の開示、被助言者以外から報酬を受けない等の条件を満たせば、委任状規則の適用除外となつた。この見解変更の背景には、S E Cの、機関投資家間の自由なコミュニケーションがコーポレート・ガバナンスに果たす役割の重視がある。
4. わが国では、米国に習って、証券取引法と委任状規則が委任の勧誘を規制しているが、勧誘の定義に関する議論は少ない。また、上場企業の多くは、81年に導入された書面投票を利用している。議決権行使の助言・代行と委任状規則の関係について検討すると、助言には特段の制約がない一方、判断の一任については、委任状方式では実質的に不可能、書面投票方式では可能のように考えられるが、解釈論には限界がある。
5. 機関投資家の議決権行使にとって助言・代行機関が有益であるとすれば、当該機関を新たな専門家として積極的に受け入れることが適當であろう。また、助言・代行が適正に行われるためには、法規制や行政監督よりも、利用者たる機関投資家の評価・選択による規律付けに任せることも考えられよう。

<目次>

I.	機関投資家と議決権行使	72
1.	機関投資家とコーポレート・ガバナンス	72
2.	議決権行使の助言・代行	74
(参考1)	エリサ法の受託者責任と議決権行使	76
II.	米国における委任投票助言と委任状規則	78
1.	委任状規制の概要	78
2.	「勧誘」の定義と適用除外	80
3.	委任投票助言と勧誘との関係が問題となった事例	85
4.	証券保有者間のコミュニケーション規制の緩和—1992年委任状規則改正—	90
5.	勧誘の定義、SECの見解の変遷	94
(参考2)	委任投票助言と投資顧問法の投資助言	97
III.	わが国における議決権行使の助言と委任状規則	98
1.	代理人による議決権行使と委任状規則	98
2.	書面による議決権行使	103
3.	議決権行使の助言・代行と委任状規則	104
4.	今後の展望	109
(参考3)	議決権行使と投資顧問業法の投資判断	111
(参考4)	議決権行使の代行と株券等の大量保有に関する開示制度	112

I. 機関投資家と議決権行使

1. 機関投資家とコーポレート・ガバナンス

(1) 「退出」から「発言」へ

バブル崩壊後の企業を巡る不祥事や犯罪の相次ぐ発覚、国際競争が一層激化する中での企業業績の低迷を受けて、わが国のコーポレート・ガバナンスの現状が批判的に論じられるようになってきた。また、企業に対するモニター機能の担い手として、かつての資金不足期における銀行に代わって、証券市場、とりわけ機関投資家⁽¹⁾に対する期待が高まっている。その結果、機関投資家の投資行動やコーポレート・ガバナンスへの関与が注目されるに至った。

所有と経営が分離された株式会社においては、会社の共同所有者たる株主は、最高意思決定機関である株主総会において、基本的な意思決定を行うとともに、自己の代理人となる取締役を選任して会社の経営を委任する仕組みとなっている。

会社の現状に満足できない株主には、「退出(exit)」と「発言(voice)」という二つの選択肢がある。前者は所有株式の売却であり、ウォールストリート・ルールとも称される。後者の例としては株主総会における株主提案や議決権行使、代表訴訟の提起があげられる。

「発言」には、時間や費用、さらに専門的能力を要する場合もあり、成功するとは限らない。また、成功した場合の利益は他の株主にも均てんされるといった問題もある。そこで、これまででは「退出」を選択することが一般的であり、また経済合理性にもかなっていた。ところが、機関投資家においては、投資規模の拡大や分散投資の定着により、マーケット・インパクトやベンチマークからの乖離といった「退出」に伴うデメリットが無視できなくなった。また、機関化現象の進展により「発言」の影響力も増大した。その結果、一定のコストを払ってでも「発言」によって会社運営を改善し、会社価値ひいては自らの投資価値の増大を図ることを選択することが合理的と考えられる状況もでてきた。

(2) 「発言」手段としての議決権行使

株主が有する制度的な「発言」手段として最も基本的なものは議決権であり⁽²⁾、他の手段、例えば株主提案や代表訴訟の提起に比べて容易に行使できる。わが国では、上場企業の株主に対しては、株主総会の議題⁽³⁾やそれに関する参考書類とともに議決権行使指図書

⁽¹⁾ 本稿では、主として、他人から資産運用を委託された専門機関を想定している。

⁽²⁾ わが国の商法を例にとれば、株主は共益権として、株主総会における議決権のほか、会社運営に対する各種の監督是正権(単独株主権として代表訴訟提起権、取締役等の違法行為差止請求権、少数株主権として提案権、総会招集権、取締役の解任請求権等)を有する。

⁽³⁾ わが国においては、株主総会の決議事項は、商法または定款に定められた事項である。前者の例としては、取締役や監査役の選・解任、その報酬の決定、計算書類等の承認(大会社では、貸借対照表および計算書類については原則とし取締役会で確定し、利益処分(損失処理)案についてのみ承認を要する)、定款変更、合併、解散がある。

(または委任状)が送付される。株主は、自ら株主総会に出席しなくても、議決権行使指図書等に賛否の記載をして会社に返送することにより議決権を行使できる。

また、制度的な「発言」以外にも、一方的な意思表明(例えば、会社提案に反対する理由の会社への通知や公表)や、会社が受け入れれば、取締役陣との対話も可能であろう。

(3) 受託者責任と議決権行使

米国では、コーポレート・ガバナンスの担い手として、80年代の敵対的買収を経て、90年代には機関投資家の役割が重視されるようになった。特に、長期的な観点から投資を行う、つまり投資先企業の長期的な成長を望むが經營支配を意図しない投資家の一つとして、年金基金の果たす役割が注目されている。そのような中で、企業年金における受託者責任の一環として議決権行使が求められるようになってきた。

エリサ法を管轄する労働省は、88年のいわゆるエイボン・レター⁽⁴⁾において、「受託者(ファイデューシャリー)が年金資産である株式を管理する行為には、当該株式に関する委任状の投票が含まれる」と表明して以来、議決権の適切な行使を受託者責任の一環と位置づけ、年金基金によるコーポレート・ガバナンスを後押ししてきた⁽⁵⁾。もっとも、いわゆるアクティビストとして活躍しているのは一部の公的年金に止まっている。

わが国においても、近年、厚生年金基金の資産運用に関する受託者責任に対する認識が高まっており、その一環として、基金が保有する株式の議決権行使のあり方について議論が進んできた。たとえば、98年6月に公表された「年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書—議決権行使のための行動指針—」(大和総研。厚生年金基金連合会の委託研究)は、基金によるコーポレート・ガバナンスの必要性を強調し、その第一歩として、議決権の適正な行使を提言した。ただ、わが国の基金は株式の自家運用が認められていないこともあり、自ら議決権行使する仕組みとはなっていない⁽⁶⁾。そのため、同報告書は、当面、運用受託機関を介して実行していくとして、基金の行動指針や運用受託機関の視点を示した。

また、厚生年金基金連合会が本年10月にも改定する新たな運用基本方針においては、「受託機関は専ら投資家である連合会の利益増大のために議決権行使する」旨が明文化されると報じられている⁽⁷⁾。

昨年の株主総会シーズンには、ある信託銀行が企業年金の受託者として、不祥事を起こした5社に対して退職慰労金贈呈議案に棄権票を投じる方針と報道され⁽⁸⁾、波紋を呼んだ。また、本年には、多くの機関投資家が議決権行使ガイドラインの整備を進めて

(4) 1988 ERISA LEXIS 19(Feb. 23, 1988)参照。杉井[1996]30頁以下に原文が掲載されている。

(5) 労働省の見解については、本章末の(参考1)を参照。

(6) なお、基金が議決権行使を指図する場合には、母体企業による影響力行使が問題となろう。

(7) 年金情報 99年8月2日「厚年基金連合会の新運用体制」

(8) 日経新聞 98年6月24日「保有株で議決権行使」

いることや、一部の機関投資家が反対・棄権票を投じたことが報じられた⁽⁹⁾。

わが国においても、機関投資家が議決権を適切に行使することが求められるようになっており、今後は、行使プロセスや結果についてのアカウンタビリティも必要となろう。

2. 議決権行使の助言・代行

(1) 米国の議決権行使助言・代行機関

米国では、議決権行使を始めとするコーポレート・ガバナンスへの関与の必要性が認識される中で、機関投資家向けに議決権行使の助言・代行等を行う専門機関が発達している。議決権の行使に際しては日常的な情報収集、個別議案の分析や評価が必要であるが、それらは、アナリストが通常の投資判断(株式の購入、売却、保有)のために行う情報収集や分析・評価とは異なったものであると考えられているようである⁽¹⁰⁾。

代表的な機関である、I R R C (Investor Responsibility Research Center) と I S S (Institutional Shareholder Services) の概要を紹介する⁽¹¹⁾。

I R R C は 72 年に機関投資家によって設立された非営利団体で、伝統的に人種差別・環境等の社会問題の分析に特徴がある。議案の客観的な分析は行うが、賛否の推奨や代行は行わず(ただし、顧客自身のガイドラインに基づいた推奨や代行は行う)、公平な調査を標榜している。調査対象企業は、米国内 4,000 社、米国外 7,000 社である。

I S S は 85 年に、活動的投資家として著名なモンクス氏(現在は投資会社 L E N S の経営者)によって、当時の委任状規則により議決権行使に関するコミュニケーションが制限されていた機関投資家を間接的に結び付ける場として設立された。当初は非営利団体であったが、現在はトムソン・ファイナンシャルの一員となっており、機関投資家だけでなく企業向けにもサービスを提供している。想定される議案ごとに対応方針を示した詳細な議決権行使ガイドラインを国別に有している。自ら議決権を行使する機関投資家に対しては、議案の分析や賛否の推奨を行う(proxy advisory service)。また、議決権行使の代行業務(voting agent service)も行っているが、これは、分析や推奨の提供に加えて、投票事務や投票結果の記録・報告を代行するものであり、判断の一任を受けるものではない。すなわち、I S S のガイドラインを利用するか否か、I S S の推奨通りに投票するか否かを決定する権限は顧客が留保しており、顧客は推奨と異なった投票を行うように I S S に指示することが可能である。調査対象企業は、米国内 8,000 社、米国外 4,000 社である。

⁽⁹⁾ 日経金融新聞 99 年 4 月 16 日「経営側提案に反対辞さず」、日経新聞 6 月 1 日「株主議決権行使へ指針」、同 6 月 30 日「機関投資家そろり変身」

⁽¹⁰⁾ 投資顧問会社は、委任投票の決定に際しては、情報や分析を提供する外部サービスを利用する場合が多いとされる(Lemke and Lins, Regulation of Investment Advisers(1998ed), WEST GROUPE, 2-104 頁)。また、わが国の特定日集中ほどではないが、米国でも総会の期日は 4~5 月に集中しており、議決権の行使は季節的な業務である。

⁽¹¹⁾ 武井[1999]40-41 頁、藤田[1999]64-66 頁、マホーニー[1997]222-224 頁、年金資金運用研究センター『海外年金資金運用状況 平成 10 年度海外出張報告書』(98 年 12 月)80 頁以下、両団体のホームページ <http://www.irrc.org>、<http://www.iss.cda.co> 参照。

両団体ともに、日常的な情報提供や議決権行使ガイドラインの作成援助等を含めて、コーポレート・ガバナンスに関する幅広い支援業務を提供しており、機関投資家を中心に約500の顧客を有している。議決権行使に関してはオンラインを通じたサービスを提供し、投票事務の削減を図っている。日本企業に関しても分析や推奨を行っており、6月の総会シーズンには日本企業担当者が来日して活動しているという。

議決権行使に関する助言・代行機関の利用は、機関投資家による議決権行使、さらにはコーポレート・ガバナンス全般への関与を容易にし、投資成果の向上が期待される。また、副次的には、議決権行使プロセスの適正さ、ひいては受託者責任の遂行を顧客に示すことにもなる（もちろん、利用することの合理性や適切な選任・監督が必要であり、責任転嫁は許されない）⁽¹²⁾。

（2）議決権行使の助言・代行と委任状規則

米国では、議決権行使の助言と、証券取引所法に基づく委任状規則の定める「委任の勧誘」との関係が問題となり、特に、議案に対する賛否の推奨は「委任の勧誘」に当たるのではないかと考えられた時期があった。

以下の本稿では、まず、米国における議決権行使の助言と委任状規則との関係の歴史を概観する。SECがISSのような専門会社による助言を受け入れていく条件や過程、またその背景が明らかになろう。

わが国の証券取引法や委任状規則は、戦後、米国法を継承して立法、制定された。米国法における経験も踏まえて、わが国における議決権行使の助言・代行業務と委任状規則との関係について、筆者なりの検討を行うこととしたい。

⁽¹²⁾ ISSはホームページで、機関投資家向けのサービスに関して、「委任状という資産の最大化、長期的なポートフォリオ価値の構築、および規制遵守の確保を望む、投資の専門家のため（のサービス）」と述べている。経済的な効用と規制遵守という二つの訴求点が読み取れよう。

(参考1) エリサ法の受託者責任と議決権行使

① エリサ法と受託者責任

米国では、企業年金の加入者保護を目的とするエリサ法(1974年従業員退職所得保障法)が受託者責任についても規定している。具体的には、年金制度の管理や資産運用に裁量権を有する者や、報酬を得て制度資産の投資助言を行う者を広く受託者(fiduciary)と定義し、受託者に忠実義務、注意義務、分散投資義務、制度規定遵守義務等を課している。

年金制度の資産運用に関する主要な受託者としては、制度の責任者である指名受託者(named fiduciary)、制度資産の信託を受ける信託受託者(trustee)、資産運用を委託された投資マネージャー(investment manager、原則として登録した投資顧問会社で、自己が受託者であることを文書で認めなければならない)がある。

② 委任投票(proxy voting)等に関する労働省の見解

エリサ法を管轄する労働省は、1988年のいわゆるエイボン・レター以来、制度資産である株式に係る委任投票を受託者責任の一環と位置づけてきた。94年7月には、委任投票に関する従来の見解を整理統合して、「委任投票の政策または指針を含む、投資政策の文書による表明についての解釈通達」を公表した⁽¹³⁾。そのポイントは次の通りである(下線は筆者)。

(委任投票)

- ・ 株式が年金資産である場合には、当該株式に係る委任投票も、受託者がなすべき制度資産の管理行為に含まれる。
- ・ 委任投票の責任は原則として信託受託者にあるが、制度規定に定めておけば、指名受託者の指示に従う。また、制度資産の管理権限が投資マネージャーに委譲された場合には、指名受託者が自己または他の指名受託者に権限を留保しない限り、委任投票権限は投資マネージャーが有する。その場合には、たとえ契約上投票が求められていないとも、明示的に排除されていない限り、もっぱら投資マネージャーが投票の義務を負い、また、他人の指示に従つたり他人に委任しても責任を免れない。
- ・ 受託者は、制度の投資の価値に影響を与える要因を考慮するとともに、加入者の退職所得における利益を、無関係の目的に劣後させてはならない。投資マネージャーを任命した指名受託者は、委任投票を含む投資マネージャーの活動を定期的に監視しなければならない。また、指名受託者は、制度スポンサーとの関係を考慮することなく、もっぱら加入者の利益のために責任を果たさなければならない。
- ・ この監視義務の履行には、監視対象となる行為の文書化が必要と労働省は考える。したがって、投資マネージャー等は委任投票に関する手続きおよび具体的な行為についての正確な記録を維持することが必要となる。

⁽¹³⁾ 29 CFR 2509.94-2、前文を含む全文は59 FR 38860(Jul. 29, 1994)参照。なお、「年金レビュー」(日興リサーチセンター年金研究所)99年7月号14頁以下に全文の翻訳が掲載されている。

- ・受託者は加入者に対して注意義務や忠実義務を負うため、制度の投資価値に影響を与えるであろう事項について委任投票をしなければならない。外国会社の株式についても基本的には同様であるが、委任投票に追加的な費用を要する場合がある。受託者は、投票により、投票費用を上回る、制度の投資価値における効果が期待できるか否かを考慮しなければならない。さらに、そのような株式の購入に際しては、投票の困難さや費用が市場価格に反映されているか否かを考慮しなければならない。

(投資方針書)

- ・制度の目的や積立方針を推進するために投資方針書を保持することは、受託者の義務に合致する。委任投票方針書は包括的な投資方針書の重要な部分を構成しよう。受託者は、投資マネージャーの選任に際して、委任投票方針ないしガイドラインを含む投資方針書の受諾を条件とすることができます。なお、受託者は、投資方針書がエリサ法に合致する限りにおいて遵守義務を負うのであり、違反する場合には、従っても責任を免れない。
- ・複数の制度の資産を含む集合投資商品(pooled investment vehicle)の投資マネージャーは、相異なる委任投票方針のもとにたつ場合がある。彼は、それらを出来る限り調和させるとともに、必要かつ法律上可能であれば、保有割合に応じて不統一行使する必要があろう。もっとも、投資マネージャーは、あらかじめ、委任投票方針書を含む自己の投資方針書を投資家が受諾することを要求することもできる。

(株主積極主義(shareholder activism))

- ・会社の経営を監視したり影響を与えるための諸活動を目指す投資方針は、当該制度が単独または他の株主と共同して行う監視ないし経営との対話が、それに必要な費用を考慮した上で、制度の投資価値の増大を合理的に期待しうる場合には、エリサ法の受託者の義務に合致する。例えば、株式への投資が長期投資とされている場合や、当該投資を容易に処分できない場合には、合理的期待があろう⁽¹⁴⁾。監視やコミュニケーションの対象になるものとしては、取締役候補者の独立性や能力、取締役会が経営陣を監視するために必要、十分な情報の確保がある。また、経営陣の報酬の適正さ、M&Aに関する方針、…労働者訓練への投資…等があろう。積極的な監視やコミュニケーションにはさまざまな方法があり、それには、株主の法的権利の行使に加えて、経営陣との連絡や会合といった方法が含まれる。

⁽¹⁴⁾ 規則の前文の注で、インデックス・ファンドについてもこれが当てはまる、なぜなら、長期投資なので委任投票権の行使等がポートフォリオ価値増大の唯一の手段となろう、と説明されている。

II. 米国における委任投票助言と委任状規則⁽¹⁵⁾

1. 委任状規制の概要

(1) 州会社法、連邦証券諸法と委任状

米国の会社法は州法として制定される。古くはコモン・ロー上、株主総会に出席し議決権を行使するのは株主自身であることを要し、委任状の利用は原則として認められていなかったという⁽¹⁶⁾。しかし、所有と経営の分離にともない株式が広く分散している現代の大規模公開会社においては、委任状は株主総会の成立に不可欠な制度となっており、今では、州の制定法により委任状の利用が認められている⁽¹⁷⁾。

証券取引の規制については、州法のほか、1933年証券法、1934年証券取引所法等、投資者保護を目的とする連邦証券諸法が重要な役割を果たしている。

証券取引所法制定前の実務慣行では、株主は、必要な情報を提供されることなく委任状に署名して返送することを勧誘されるだけであり、委任状制度は現経営者による会社支配の手段となっていた。これに対して証券取引所法は、14条およびそれに基づいて証券取引委員会(以下、SECという)が制定する規則により、同法上の登録証券⁽¹⁸⁾に関する委任の勧誘を連邦規制の対象とした。

証券取引所法14条の関連部分は次のように規定している。

○ 1934年証券取引所法14条 委任(Proxies)

- (a) いかなる者も、郵便、州際通商の方法もしくは手段または国法証券取引所の施設その他の方を利用し、公益または投資者保護のために必要または適切と認めて委員会が定める規則に違反して、本法12条の規定に基づき登録されている全ての証券(適用除外証券を除く)に関し、委任、同意または授權を勧誘し(solicit any proxy or consent or authorization)、または勧誘するために自己の氏名を利用するなどを許可してはならない。
- (b) (以下略)

⁽¹⁵⁾ 委任状規制全般について、ロス[1989]513頁以下を参照した。なお、proxyには、委任すること、委任状、委任を受けた人(代理人)等の意味があるが、以下では、委任状規則(規制)、委任状説明書という場合等を除いて、委任と訳した。ちなみに、委任投票助言の原語は、proxy voting adviceである。

⁽¹⁶⁾ イギリスの初期の法人が国王の特許状によって設立されたこともあり、政治的な法人に適合される原則がそのまま事業会社に持ちこまれたものとされる(菱田[1960]63頁)。

⁽¹⁷⁾ なお、日本と異なり、「アメリカでは議決権行使の代理人を当該会社の株主に限定することはなさそうである」とされる(証券取引法研究会[1975]、下巻491頁)。

⁽¹⁸⁾ 一般に委任が問題となるのは株式が多いが、債務証券を含む証券全般が規制対象とされている。登録証券とは、当初は証券取引所の上場証券だけであったが、64年の法改正により一定以上の総資産と株主を有する会社の証券も対象となり、店頭取引証券等にも規制が拡大された。

条文の「郵便、州際通商…施設」という限定文言は、合衆国憲法上、連邦の立法権限とされる州際通商との関係で挿入されたものだが、現在では口頭による勧誘も規制対象とされている。

S E Cに対して、「公益または投資者保護のために必要または適切」(な規則)という、準立法的で広範な規則制定権が付与されている。実際、S E Cの権限については、「厳密な意味で委任状を勧誘するかどうかに関係なく、[40年代のある判例⁽¹⁹⁾によれば]『勧誘を結果させる継続的計画の一部をなし、かつその成功の方法を準備する』すべての書類に及ぶことが明らかである」と解されている⁽²⁰⁾。

上記の判例は、1935年公益事業持株会社法に係るものであるが、同法には委任の勧誘に関する証券取引所法と類似の規定があった。株主が、会社側の委任状に署名しないよう、また既に署名した場合には撤回するように他の株主に書簡で要請したのに対して、S E Cが、当該文書は委任の勧誘に該当するとして、その不実記載を理由に差止を求めた。一審の地方裁判所が委任の勧誘には該当しないとしてS E Cの主張を退けたのに対して、控訴裁判所は、当該株主が、自らの要請により総会が定足数未達で延期された場合には、自らが役員に選任されることを目的として委任の勧誘を行う予定であったことを指摘して、上記のように、S E Cに広範な規制権限を認めた。判決は、さもないと、誤った情報を十分にまき散らした後で勧説することにより容易に脱法が可能となる、議会の目的を完全に実現するためには、継続的な目的の実行については初期の段階から規則に服すべきだ、と説明した⁽²¹⁾。

本「判決の意義は、委任状勧説の前段階といえる行為に対して委任状規制、とりわけ不実表示禁止規定を適用しようとする態度が示された点にある」とされる⁽²²⁾。

(2) 委任状規則の哲学

S E Cは35年に最初の委任状規則を制定して以来、規則の改定を重ね、現在では、「規則(regulation)14A 委任の勧説」のほか、委任状説明書に記載すべき内容を規定する付則(schedule)14A等、詳細な規定が整備している。

委任状規制に関するS E Cの基本的な哲学は、証券法の公募発行の規制にもみられるディスクロージャーにあるとされるが、同時に、「S E Cは、委任状手段が総会出席に最も近い代用物になるようにその規則を方向づけた」とされる⁽²³⁾。例えば、次に述べる、一定の情報を記載した委任状説明書の提供(さらに、S E Cへの届出や審査)は前者を、委任状用

⁽¹⁹⁾ SEC v. Okin, 132 F. 2d. 784 (2d Cir. 1943)

⁽²⁰⁾ ロス[1989]518頁。

⁽²¹⁾ なお、本件は、委任をしないこと(委任した場合は撤回すること)の勧説が、その後予定されていた委任の勧説と一体となっていることを重視したもので、委任をしないことの勧説が単独で問題とされたわけではない。後述(2.-(1))のように、S E Cは42年12月に委任の勧説の定義を拡大し、委任の取消や委任しないことの要請を含めたが(適用は43年1月)、本件との関係は明らかでない。

⁽²²⁾ 志谷[1995]148頁。

⁽²³⁾ ロス[1989]516頁。

紙に賛否の記載を可能とすることは後者を、それぞれ実現するものといえよう。「委任状制度による投資家保護には、…情報開示と株主の経営参加機会の確保という二つの面がある」といわれるゆえんである⁽²⁴⁾。

(3) 委任状規則の概要

委任状規則の概要は以下の通りである。

- ・委任の勧誘者は、被勧誘者に対して勧誘と同時または先立って、勧説の対象となる決議事項に応じて一定の情報(付則 14A に規定)を記載した、委任状説明書を提供しなければならない⁽²⁵⁾。
 - ・取締役選任を目的とする年次総会に関して発行会社のために勧説を行う場合には、委任状説明書とともに、一定の情報を記載した年次報告書を送付しなければならない⁽²⁶⁾。
 - ・委任状用紙は、被勧説者が決議事項または取締役の候補者毎に賛否または棄権を記載できる等の一定の様式を備えなければならない。
 - ・勧説者は委任状説明書等を、草稿段階で 10 日前に S E C に届け出るとともに⁽²⁷⁾、使用開始と同時に S E C および上場されている証券取引所に送付しなければならない(公衆縦覧される)。
 - ・一定の要件をみたす株主提案は、経営陣が株主に送付する委任状説明書、委任状用紙に記載しなければならない。
 - ・勧説に際して虚偽または誤解を招く表示をしてはならない(以下、詐欺禁止条項という)。
- なお、規則に反する委任の勧説に対しては、S E C のほか、私人も裁判所に差止命令を求めることができる。また、虚偽または誤解を招く表示については損害賠償請求が可能とされる。

2. 「勧説」の定義と適用除外

(1) 勧説の定義の変遷

「勧説」の定義は、委任状規則の改正に伴って拡大、精緻化されてきた。S E C は、92 年 10 月の委任状規則改正(4. 参照)に際して、定義の変遷を概ね次のように説明した。

- ・35 年に制定された当初の規則は、規則の対象を、委任を「要求」すること、または証券保有者に対して、委任、同意または授權を提供することに限定していた⁽²⁸⁾。

⁽²⁴⁾ 龍田[1968]7 頁。

⁽²⁵⁾ 委任を勧説しないことにより規則に基づく情報開示を回避することを防ぐ観点から、ニューヨーク証券取引所は 55 年に上場規則を改正して、委任の勧説を義務づけた(龍田[1971]79 頁)。つまり、上場企業については、実質的には書面投票が採用されているのと同様のようである。また、委任状の取扱いを含めて、証券取引所がコーポレート・ガバナンスに重要な役割を果たしているようである。

⁽²⁶⁾ 64 年の法改正で 14 条(c) 項が追加され、委任を勧説しない場合にも同様の情報開示が義務づけられた。

⁽²⁷⁾ S E C は草稿段階の審査を 80 年代後半に中止したという(ロス[1989]552 頁)。なお、会社が年次総会に関して行う勧説については、事前届出は原則として不要とされる。

⁽²⁸⁾ 文意がやや不明確である。ちなみに、S E C の SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, Release No. (以下 Sec. Ex. Act Rel. と略記。LEXIS で入手) 378 (Sep. 24, 1935) では、「委任、同意もしくは授權を求めるコミュニケーションまたは要求、または、当該用紙が空白であるか否かにかかわらず委任状用紙を提供すること」と要約されている。なお、LEXIS 版では規則自体の判読は不能である。

- ・38、40年に定義が拡大され、委任権限を勧誘する人によるコミュニケーションであれば、委任状用紙とともになされるコミュニケーションでなくても、勧誘に該当することが明確化された⁽²⁹⁾。
- ・42年には、何の説明も無く定義が拡大され、「委任の取消または委任しないことを要求すること」も勧誘の定義に含められた⁽³⁰⁾。
- ・56年には、定義が大幅に拡大され、委任を行い、拒否または取消すような影響を証券保有者に与えることが「合理的に計算された」とみられる「全てのコミュニケーション」も含まれることとなった⁽³¹⁾。

(2) 現在の定義

委任状規則の適用対象である「委任」や「勧誘」は、現在、次のように定義されている。

○ 規則 14a-1 定義

(f) 委任(proxy)

「委任」とは、法 14 条(a)項の意味する範囲内の全ての委任、同意または授權を含む。当該同意または授權は、異議または反対を記載しないという形式をとることができる。

前段は法と同様の文言であるが、後段は、証券保有者が(積極的に)「委任する」形式だけでなく、(消極的に)「異議を述べない」形式も含まれることを明らかにしている。

⁽²⁹⁾ 40年段階では、「勧誘」の定義は、(1)委任状用紙を伴っているか否か、またはそれに含まれているか否かにかかわらず、委任を求めること、(2)委任の獲得の結果を招くことが合理的に計算された状況において、証券保有者に委任の用紙を提供すること、とされていた(Sec. Ex. Act Rel. 2736(Jan 12, 1940))。

(1)は現在の定義((2)参照)の(i)とほぼ同一文言である。(2)は、現在の定義の(iii)と同様の構造を有するが、(iii)においては、提供の対象として「その他の通信」が含まれ、また、委任の獲得だけでなく、「保留または撤回」が含まれる。

⁽³⁰⁾ 現在の定義の(ii)に対応する規定である。

⁽³¹⁾ 現在の定義の(iii)であり、「その他の通信」「保留または撤回」が追加された。この改正により、「委任を勧誘し、または勧誘を意図している(has solicited or intends to solicit proxies)者による、証券保有者に、…委任の付与、撤回、または留保を勧めることを目的としてなされるステートメントは、委任の付与、撤回、または留保の明示的な要求の有無にかかわらず、当該事実または状況次第で、規制にいう勧誘に該当しうることになったと説明される(Sec. Ex. Act Rel. 5276(Jan 17, 1956))。SECが規制しようとしているのは、実際に勧誘を開始しているか、またはその意図がある者であり、勧誘の意図がない者までを規制対象に含めるわけではないよううに読める。92年の委任状規則の改定に際して、SEC自身がそう述べている(4.-3)参照)。もっとも、規則の条文からはその旨が明らかでない。なお、本改正に際して、「演説、プレスリリース、テレビまたはラジオ台本」については事後届出を認める旨明示された。これらの利用も「勧誘」に該当するということであろう。菱田[1960]91頁参照。

○ 規則 14a-1 定義

(I) 勧誘(solicitation)

(1) 「勧誘」または「勧誘する」の用語には以下のものを含む。

- (i) 委任状用紙(a form of proxy)を伴っているか否か、またはそれに含まれているか否かにかかわらず、委任を求めるこ
- (ii) 委任しもしくは委任しないように、または[それらを]撤回すように、求めること、または、
- (iii) 委任の獲得、保留または撤回の結果を招くことが合理的に計算された状況(circumstances reasonably calculated to result in)において、証券保有者に委任状用紙またはその他のコミュニケーションを提供(furnishing of other communication)すること

(i)は、委任状用紙という物理的な存在の有無を問わないことを明らかにしたもので、注意的な規定といえよう。他方、(ii)は、自己または第三者への委任を求めるに加えて、第三者への委任を差し控えたり、既に行つた委任を取り消すことを求めることも規制対象に含めるものであり、法の用語をやや拡大したように思える。

さらに、(iii)は、「委任の獲得等の結果が合理的に計算された⁽³²⁾状況」、「その他のコミュニケーションの提供」という抽象的な文言を用いることにより、委任状規則の規制対象を、一層拡大するだけでなく、曖昧化したといえよう。

(3) 裁判例

いかなる行為が委任の勧誘に該当するかは、特に、広範かつ抽象的な(iii)の類型について、裁判上の争点となってきた。

ある判例は⁽³³⁾、電力会社の株主総会を控えた時期に行われた、住民団体による原子力発電所反対を内容とする新聞・ラジオを通じた意見広告が勧誘になりうるとした。その理由として、「委任状勧誘規則は、委任の獲得・保留・撤回を直接に求める場合のみならず、かような結果を間接的に達成する、あるいは究極的には達成することを意図した、一連の通信の一環である通信にも適用がある。したがって、当該通信が状況を総合して株主の議決権行使(shareholders' votes)に影響を与えることを合理的に意図して(reasonably calculated)なされたものであるか否かの判断をする。当該通信を行う者の意図(purpose)は、当該通信の性格とそれが行われた状況により決定される」とし、SECの主張も引用して、一般的で直接には株主を対象としていない通信や公益に関するコミュニケーションであっても、委任状

⁽³²⁾ 「合理的に予測される状況」とも訳される(志谷[1995]146頁)。(3)に示した判例からも、勧誘者の主觀的な意図だけでなく、客観的な状況が重視されるようである。

⁽³³⁾ Long Island Lighting Co. v. Barbash, 779 F.2d 793(2d Cir. 1985)。原告は電力会社だが、SECが法定助言者として参加。判決の訳文は志谷[1993]によった(原語は筆者が付加)。「勧誘」に関する判例については、志谷[1993]、[1995](147~150頁)に詳しい。

規則の潜脱を防ぐためには、規制対象となりうるとした。

本判決については、「この見解に従えば、他人が委任状勧誘を行っているかまたは勧誘がまもなく行われるであろうことを知りながら株主総会の審議事項に関連する情報を公開することは、たとえ情報提供者が委任状勧誘の直接の関与者ではなくとも、委任状規制の対象とされる可能性が高くなる」⁽³⁴⁾と指摘される。

つまり、(iii)の定義により、委任を要求する意図のない者の行為であっても、株主の議決権行使に影響を与えるものは、客観的な状況次第で勧説とみなされ、委任状規則が適用される恐れが生じてしまうのである。本稿で扱う機関投資家に対する委任投票助言も、(iii)の定義に触れるのではないかという点が問題となった。

(4) 勧説に該当しない行為

勧説の範囲が広い一方で、勧説に該当しない行為や適用除外も明確化(拡大)されていった。年次報告書や四半期報告書を証券保有者に定期的に送付することは勧説に該当しないと解ってきたほか、SECは56年の委任状規則の改正に際して、委任状規則は新聞報道を規制するものではないと表明した⁽³⁵⁾。

勧説の定義規定は、勧説に該当しない行為を次のように規定している。

○ 規則 14a-1 定義

(1) 勧説(solicitation)

(1) (前述)

(2) ただし、その用語「勧説」または「勧説する」は以下のものを含まない。

- (i) 証券保有者による、勧説を受けずになされた要求(unsolicited request)に応じて、当該証券保有者に対して委任状用紙を提供すること
- (ii) 規則 14a-7 により必要とされる発行者の行為
- (iii) 委任の勧説を行う者のために行われる補助的な行為、または、
- (iv) (14a-2 により適用除外される勧説を除き)他には委任の勧説に関与していない証券保有者によるコミュニケーションで、証券保有者がどのように議決権行使しようとしているか、およびその理由を述べるもの。ただし、そのコミュニケーションが、
 - (A) 公開の場における演説、プレスリリース、または、放送メディア、新聞、雑誌もしくは定期的に配布される他の善意の刊行物における、印刷もしくは放送された意見、声明もしくは広告の方法によること
 - (B) 証券保有者がその保有する発行者の証券の議決権行使(voting of securities)に関する受託者責任を負っている者に向けられたものであること、または
 - (C) 証券保有者により(1)(2)(iv)に従って以前になされた通信に関する、勧説を受けずになされた追加的な情報の要求に対して、答えるものであること

⁽³⁴⁾ 志谷[1993]。

⁽³⁵⁾ ロス[1989]518頁。

(i)は、証券保有者が、勧誘を受けていないにもかかわらず、自発的に委任状用紙を求めてきた場合であり、(ii)(iii)は依頼に基づく行為や勧誘者のためにする事務的な行為である。

(iv)は、株主間のコミュニケーションを促進する92年の委任状規則の改正(後述4.参照)で追加された規定である。自己の議決権行使方針やその理由の公表は、同調者を募るために、つまり他の株主の議決権行使に影響を与えることを「合理的に意図」して行う場合も多かるうが、(A)で、公開の場や公共メディアを通じて行われる場合、いわば衆知性がある場合には、勧誘にはあたらない(委任状説明書の交付やSECへの届出なく自由に行いうるほか、詐欺禁止規定等も含めて委任状規則は一切適用されない)とされている。機関投資家等の見解公表に対する障害を除くものといえよう⁽³⁶⁾。また、(B)の、受託者責任を負っている相手方に対するコミュニケーションの除外は、受託者責任の履行、特に説明責任の履行を後押しするものといえよう。

(5) 適用除外

勧誘に該当する行為であっても、委任状規則の全部または一部が適用されない行為が定められている⁽³⁷⁾。

まず、委任状規則が全面的に適用されない勧誘としては、たとえば実質所有者と名義上の所有者(証券会社、銀行等)との間で行われる勧説、新聞広告を通じて行う一定の勧説がある(規則14a-2(a)(1)~(6))。

次に、詐欺禁止条項(規則14a-9)等を除いて委任状規則の適用除外となる勧説として、たとえば、次のものがある。

- ・代理人として行動する権限を求めず、また、取消、棄権、同意もしくは授権のための用紙を交付したり求めたりしない勧説であって、発行会社またはその取締役・役員が発行会社の費用により行うものでなく、かつ、勧説の成功に個別の利益を有する者が行うものでない等のもの(規則14a-2(b)(1))
- ・発行会社のために行われるものでない、被勧説者の合計が10名以下の勧説(規則14a-2(b)(2))
- ・金融助言者が行う委任投票助言(proxy voting advice)の提供(規則14a-2(b)(3))

第一のものは、92年の委任状規則改正(後述4.参照)で追加されたものである。委任等を求める行為であっても、他の株主の議決権行使に影響を与えることを合理的に意図したものとして勧説とみなされる場合がある。この適用除外の新設により、特別の利害関係のない者による会社経営や議案に関するコミュニケーションが大幅に自由化された。ただし、この適用除外を受けようとする者(勧説の対象となる証券を自己のために500万ドル以上保有する者に限る)が、口頭の勧説および公開の場での演説等(勧説に該当しない行為を定め

⁽³⁶⁾ CalPERSは、今年の株主総会シーズンから、一部の会社について、委任投票に関する賛否の決定を当該株主総会の約2週間前からインターネットで公開している(<http://www.calpers-governance.org>参照)。

⁽³⁷⁾ SECに登録している外国の民間発行者には、原則として委任状規則が適用されない(規則3a12-3(b))。

る、規則 14a-1(1)(2)(iv)(A)の要件と同じ)を除いて、たとえば個別に文書で勧誘を行う場合には、S E Cに対して当該文書を添付した簡易な届出を要する(規則 14a-6(g))。

第二のものは、勧誘の相手方が小人数の場合についての適用除外であり、発行開示に関する小人数私募に類するものといえよう。他方、プロ(適格機関投資家等)私募に類する適用除外はない。

(6) ファイナンシャル・アドバイザーによる委任投票助言の適用除外

第三の適用除外は 79 年に制定されたもので、次の通り規定されている。

○ 規則 14a-2(b)

- (3) ある者(「助言者」)が事業関係(business relationship)を有する他の者に対して提供する委任投票の助言の提供であって、次の要件を満たすもの
- (i) 助言者が事業の通常の過程において金融助言(financial advice)を提供すること
 - (ii) 助言者が、助言の受領者に対して、発行会社もしくはその従属会社または助言がなされる事項に関する証券保有者提案者との全ての重要な関係、および当該事項に関する助言者の重要な利益を開示すること
 - (iii) 助言者は、委任投票の助言に関して、助言の受取人および本項に基づき同様の助言を受け取る者以外の者から特別の報酬または補償を受け取らないこと、かつ、
 - (iv) 委任投票の助言が、委任を勧誘している者または規則 14a-11 の選挙の参加者のためになされるものでないこと

本項は、情報開示や利益相反行為の禁止等による公正の確保を前提として、金融専門家による積極的な助言の提供を可能とするものである。制定の趣旨や個々の要件の意義、委任投票の助言を本業とする者がファイナンシャル・アドバイザーに該当するか否かに関する S E C の見解(否定から肯定への変更)については、後述する(3.-(3)(4)、4.-(4)参照)。

3. 委任投票助言と勧誘との関係が問題となった事例

以下、委任投票に関する助言と委任状規則の関係が問題となった際の S E C の見解(および前述の、ファイナンシャル・アドバイザーの適用除外の新設)を紹介する⁽³⁸⁾。

(1) 証券会社(ブローカー、ディーラー)による助言や資料配布

64 年 1 月、S E C は、証券会社(ブローカー)による助言や資料配布と委任状規則との関係について、概ね次のような見解を明らかにした⁽³⁹⁾。

⁽³⁸⁾ 以下の事例は、Loss[1996]1949 頁で紹介されている S E C の I S S への回答文書((4)参照。ただし、4.-(4)で述べるように、92 年には撤回されていた)から芋づる式に探したもので、体系的でも網羅的でもない。

⁽³⁹⁾ Sec. Ex. Act Rel. 7208(Jan. 7, 1964) その中で S E C は、「証券取引所法 14 条およびこれに基づく規則の目的は、証券保有者による企業の選挙権が十分な情報に基いて行使されるように、証券保有者に対する信頼できる公正な開示を確保することにある」と説明した。

(S E Cの見解)

プローカーは顧客に対して投資に関する助言を行うが、投票助言(voting advice)については、顧客から、勧誘を受けずになされた要求(unsolicited request)を受けて、それに回答するだけなら勧誘には該当しないが、自発的に助言すると勧誘に該当する。

顧客に対する投資助言資料の配布が勧誘に該当するか否かは、資料の性質およびその配布状況次第である。例えば、投票事項についてコメントしたり、いかに投票すべきかを提案する資料を委任勧誘期間に配布すると、勧誘に該当しよう⁽¹⁰⁾。他人の委任資料とともに自己の作成した資料を送付する場合も、ほぼ勧誘に該当しよう。また、委任状争奪戦中でも、争奪戦の利点に何ら言及せず、または争奪戦に関連して、もしくは予想してではなく、会社事業の通常の過程において送付される調査レポートや業界サーベイは、勧誘資料には該当しない。

(検討)

S E Cの見解のうち、前段は、勧誘に該当しない委任状用紙提供について規定する規則14a-1(1)(2)(i)にならって、顧客の自発的な要求の存在を勧誘非該当事由と構成するものである。顧客に対して投資助言を日常的に行う証券会社についても、委任投票助言は顧客の自発的 requirement を受けて始めて行うことができるとされ、特別扱いはされていない。助言者として活用するよりは、むしろ、中立を守らせることが好ましいとの判断であろう。

なお、顧客の要求なく行う委任投票助言については、79年の規則改正(ファイナンシャル・アドバイザーの適用除外、後述(3)参照)により、詐欺禁止条項等を除いて委任状規則の適用除外となった。

(2) I R R Cの株主提案分析レポート

(S E Cの見解)

I R R C(I.-2.-1参照)が会員向けの株主提案分析レポートで、モトローラ社の韓国における事業に人権問題があるとする宗教団体による株主提案を取り上げた。モトローラ社が当該レポートは委任勧誘資料に該当するのではないかと照会したのに対して、S E Cは75年6月、次のように回答した⁽¹¹⁾。

I R R Cの「委任問題サービス(Proxy Issues Services)」レポートは次のようなものであり、委任勧誘資料には該当しない。

- ・ I R R Cは、レポートの対象となる株主提案の結果に対して利害関係を有しない。
- ・ I R R Cは、株主提案に関連の争点に関する公平な記述、客観的な検討や分析の提供を意図している。
- ・ I R R Cは、レポートの読者がいかに投票するべきかについて、何らの推奨もしない。

⁽¹⁰⁾ 企業買収提案を消極的に評価した証券会社のアナリストレポートの、勧誘期間中における顧客への配布が勧誘にあたるとされた事例がある(63年の鉄道会社間の大々的な企業買収合戦に関わる事件)。Union Pacific Ry. Co. v. Chicago & North Western Ry. Co., 226 F. Supp. 400(N.D. Ill. 1964)。なお、このレポートは、当該企業買収に反対する他の会社の協力を得て作成され、証券会社の顧客のみならず、その会社からも配布されたという事情がある。

(検討)

本件は、委任投票助言の専門機関の業務と委任状規則との関係が問題とされた初めての事例である。また、経営陣によって、委任投票助言の専門機関に対する委任状規則の適用が意図されたことも興味深い。

I R R C の情報提供活動が勧誘に該当しない理由として、利害関係がないこと、分析のみで推奨を行わないことが指摘されている。

(3) ファイナンシャル・アドバイザーが行う委任投票助言についての適用除外の新設

79年、S E Cは、株主が議決権を行使したり決議事項に関する情報や助言を得る機会を拡大することを目的とする「株主のコミュニケーション、会社の選挙過程への株主の参加および会社統治全般」に関連する一連の規則改正の一つとして、ファイナンシャル・アドバイザーによる委任投票の助言に関する適用除外(規則 14a-2(b)(2)、現在の 14a-2(b)(3))を新設した⁽⁴¹⁾。その結果、一定の要件をみたす者は、顧客の、勧誘を受けずになされた要求に対応する場合に限らず、自発的な助言の提供が可能となった。

(制定趣旨)

S E Cは、適用除外新設の必要性を次のように説明した。「勧誘」の定義が広いため、ファイナンシャル・アナリストや金融に関する助言の提供を業とする者が、顧客の依頼に基づかないで委任投票助言を行うことは、勧誘に該当しうるため、実行困難となっている。株主、特に機関投資家による投票の、会社選挙やコーポレート・ガバナンス全般に対する潜在的な影響に鑑み、発行会社を熟知しており投票事項に関する有益な情報源となる専門的ファイナンシャル・アドバイザーから株主への情報の流れを阻害しないように、規則を改正する。

(適用除外の具体的な内容)

新たな適用除外は、ファイナンシャル・アドバイザーによる委任投票の助言を、一定の要件のもとで、詐欺禁止条項等を除いて委任状規則の適用除外とするものである。規則の条文は前述(2.-(6))を参照されたい。

用語の意義については、「助言者」とは事業の通常の過程で金融的な助言を提供する者であり、通常、ファイナンシャル・アナリスト、投資アドバイザー、ブローカー・ディーラーが含まれるとされた。なお、この定義に対しては、解釈上の問題が残るとして拡大、縮小(登録した投資顧問に限る)双方のコメントが寄せられたが、S E Cは、「定義は、金融に関する専門能力を有し、投票決定に関する企業の事情についての情報を熟知しているであろう者に焦点を合わせたものだ」と説明して、原案を維持した。なお、委任状規則は通常、顧客と弁護士や会計士との関係には適用されないと述べた。

⁽⁴¹⁾ 1975 SEC No-Act. LEXIS 1431(Jul. 9, 1975)

⁽⁴²⁾ 提案 Sec. Ex. Act Rel. 16104(Aug. 13, 1979)、決定 Sec. Ex. Act Rel. 16356(Nov. 21, 1979)。

また、「事業上の関係」については、例えば、助言者が以前に金融助言サービスを提供したことがあり、被助言者が報酬の支払いその他の方法でサービスの受領に同意したことがある場合には、存在が認められるとされた。

要件の(ii)以下では、発行者や提案者等との関係や助言者自身の利益の開示、被助言者以外からの報酬の受取禁止、委任勧誘者等からの独立が求められている。利益相反を排除し、助言の中立性を確保するための規定と考えられる。因みに、米国証券業協会への回答(後述(5)参照)においては、これらの要件は、「助言の信頼性と高潔さを証券保有者・顧客が評価することを可能とすることを意図されたもの」と説明された。

(検討)

株主、特に機関投資家が議決権を適切に行使するためには金融の専門家による情報提供が有効であり、それを可能とするために、新たな適用除外が設けられた。委任状規制に際して、コーポレート・ガバナンスを重視する姿勢への転換がうかがわれる。

もっとも、助言者の定義は必ずしも明確ではなく、次((4))に示すような解釈上の疑義を生じた。ただ、SECに登録した投資顧問といった限定をせず、いわば機能的な定義に止めたことが、最終的には(4)-(4)参照柔軟な解釈を可能にした。

なお、(1)で示された、顧客の自発的な要求に回答するだけであれば、そもそも勧誘に該当しないとの見解は、本適用除外の制定によっても変更されていないようである((5)の(S ECの見解)参照)。

(4) ISSが行う委任投票助言とファイナンシャル・アドバイザーの適用除外との関係

SECは、ISS(I.-2.-(1)参照)の照会(ノーアクション・レターを求めたようである)に対して、88年12月の書簡で、同社による委任投票助言の提供はファイナンシャル・アドバイザーの適用除外には該当しないとの見解を示した⁽⁴³⁾。

(ISSの主張)

ISSの主張は概ね次のようなものであった。

当社は投資業界を対象とするコンサルティング会社であり、業務の一つは、委任に関する複雑な提案について詳細な分析や推奨を機関投資家に提供することである。また、ストック・オプション計画やポイズン・ピルといったコーポレート・ガバナンス事項に関する分析も提供する。当社の委任投票助言は、以下のような理由により、規則14a-2(b)(2)(現在は(3))の適用除外に該当する。

第一に、助言の相手方は、継続的で密接な接触のある顧客ないし潜在顧客であり、当社と「事業上の関係」が存在する。

第二に、当社は、助言対象を、テークオーバー、報酬その他のコーポレート・ガバナンス事項に限定し、可能な選択肢の経済的な帰結の分析に基いて推奨しているので、これはまさに金融に関する問題である。「金融助言」とは、売却・保持・購入の投資決定に関するものに

⁽⁴³⁾ 1991 SEC No-Act. LEXIS 17(Jan. 2, 1991)

限るとの解釈は時代遅れである。投票決定はしばしば売買決定以上の金融上の重要性を有する(例えば、多くの機関投資家に対して助言した結果ポイズン・ピル条項が削除され、その後、会社が高値で買収された場合を想起せよ)。当社の分析が顧客の発行会社に対する理解を高め、それが売買決定に影響を与えることもある。エリサ法上も、委任投票と売却・保持・購入決定には法的な差異はなく、投資決定と委任投票決定は、重要性および受託者の義務や責任において全く同一である。労働省によれば、投票助言と投資助言に法的差異はない。SECの規則で投資助言が「金融助言」と扱われるのであれば、委任投票助言も同様に扱うべきである。それらを提供する者がファイナンシャル・アドバイザーである。さらに、当社は、他の要件((ii)～(iv))も容易に満たすことができる。

SECは、79年の規則制定時に「助言者」の範囲に関して、「定義は、金融に関する専門能力を有し、投票決定に関する企業の事情についての情報を熟知しているであろう者に焦点を合わせたものである」と説明したが、まさに当社の事業がこれに該当する。

なお、当社は(勧誘には該当しないとされた)IRCと異なり推奨もするが、推奨と同義である「助言」を行う者に適用除外が認められているのだから、推奨することに問題はない。

当社の顧客は、費用対効果から、実際上機関投資家である。SECは、大規模な機関投資家には十分な知識を有するとして、個人投資家に対しては求められる開示規制等の保護を不要としている。当社の製品にとっては市場が最善の規律となる。当社には、厳格な事前規制が必要とされるようになった、事態を混乱させたり扇動的な表現をするインセンティブは全くない。当社の分析や顧客の性質に鑑みれば、そのような規制は不要である。

(SECの見解)

以上のようなISSの主張に対して、SECは概ね次のように回答した。

本適用除外が想定しているのは、委任投票とは全く別ものである金融上の問題に関する助言者としての役割を主とする者が、投票について助言する状況である。規則の文言も「投票助言」と「金融助言」は別ものであることを示しており、適用除外創設に係るSECの提案文書でもそのように認識されていた。したがって、委任投票助言が規則14a-2(b)(2)(現在は(3))の「金融助言」に該当するとのISSの見解には同意できない。委任投票助言の提供がISSの主要業務の一つであることを踏まえれば、ISSが「業務の通常の過程で金融助言を提供」していると判断することはできない。

(検討)

ここでは、ファイナンシャル・アドバイザーの適用除外の対象は、委任投票助言ではない金融助言を行う者が付随的に委任投票助言を行う場合に限るのであり、委任投票助言を主要業務とする者は適用除外の対象とならないとのSECの見解が示されている。なお、後述する(4)-(4))のように、この見解は92年に撤回され、ISSの主張が認められることになった。ISSの主張は日本法の解釈やあり方を考える際にも参考となろう。

(5) ファイナンシャル・アドバイザーの適用除外と利害関係の存在

92年5月、SECは、ファイナンシャル・アドバイザーの適用除外に関する規則14a-

2(b) (2)の要件について、次のような見解を明らかにした⁽⁴⁴⁾。これは、直接には、ロールアップ取引(リミテッド・パートナーシップの組織変更)が提案された際の登録ブローカー・ディーラーによる委任投票助言と委任状規則との関係について、米国証券業協会(NASD)が確認を求めたことに対する回答である。

(S E Cの見解)

金融助言の適用除外の諸要件は、助言の信頼性と高潔さを証券保有者・顧客が評価することを可能とすることを意図されたものである。

ブローカー・ディーラーが発行者その他委任の勧誘を行っている者と緊密な関係を有していたり、委任投票の結果に重大な利害関係を有していたとしても、それらを開示する等の規則の要件を満たす限り、助言が可能である。他方、いくら開示しても、委任の勧説を行う者のために、または、その者等から報酬を受ける場合には、顧客の求めなくして助言してはならない。なお、顧客からいかに投票すべきかについて意見や推奨を求められて、口頭または文書でそれに答えるだけであれば勧説に該当せず、規則の適用除外の要件を満たす必要はない。

(検討)

上記の見解は、いわば利益相反の恐れのある行為について、情報を開示すれば認められるものと、情報開示のいかんにかかわらず禁止されるものの区分を、規則の文言通り解し、拡大解釈しないことを確認したものといえよう。また、顧客の自発的な要求に回答するだけであれば勧説には該当しないとの原則が確認されている。

4. 証券保有者間のコミュニケーション規制の緩和—1992年委任状規則改正—

S E Cは、92年10月、次の2点を目的として委任状規則を改正した

- ・不必要的規制とともに障害を除去し、コーポレート・ガバナンスにおける証券保有者の効率的なコミュニケーションと参画を促進する
 - ・委任状規則を遵守するためのコストを削減する
- 以下、本稿に關係の深い部分をたどってみよう。

(1) S E Cの当初提案(91年6月)⁽⁴⁵⁾

(改正の目的)

S E Cは、改正の背景として、近年、経営陣や州会社法によって証券保有者の議決権が制限されてきたこと、政府が受託者に対して投票の義務を課したこと、巨大なポートフォリオ保有に伴う売却の困難さから、個人・機関投資家とともに、十分な情報を得た委任投票(informed proxy voting)の権利および義務への関心を高め、公開企業の統治においてより積極的な役割を求めていると指摘した。その結果、証券保有者間のコミュニケーションと

⁽⁴⁴⁾ 1992 SEC No-Act. LEXIS 657(May 19, 1992)

⁽⁴⁵⁾ Sec. Ex. Act Rel. 29315(Jun. 17, 1991)

委任状規則との関係に关心が高まったとする。SECは、証券保有や議決権の機関投資家への集中やコーポレート・ガバナンスに関する積極主義の高まりを踏まえて、1年以上をかけて委任状規則の全般的な見直しを行った⁽⁴⁶⁾。その結果、「利害関係のない者」による勧誘を原則として委任状規則の適用除外とすること、SECへの事前届出を要する文書を削減すること等、4項目の改正を提案した。

(利害関係のない者による勧誘の適用除外の新設)

本稿に關係するのは、利害関係のない者による勧誘に関する規制の見直しである。SECは、現在の委任状規則では委任の定義が広範で適用除外が狭いため、証券保有者が意思を伝達する際には適法性が曖昧で法的責任を負う可能性もあるため、建設的な情報の共有が妨げられたとした。そして、委任の定義を維持しつつ、利害関係のない者、つまり、代理人として行動する権限を求めず、重要な経済的利益を持たない者による勧誘については、詐欺禁止条項等を除いて委任状規則の適用除外とすることを提案した。

(委任投票助言の取扱い)

SECは、「利害関係のない」者には、次の者も含まれるとした。

- ・委任投票上の意見やコーポレート・ガバナンス政策に関する見解といった、共通の関心事項についてメンバー間で情報交換を行う、証券保有者または発行者の団体
- ・委任投票に関する情報や推奨を提供する団体を含む、証券保有者に助言サービスを提供する者。ただし投票結果を条件とする報酬をいかなる顧客からも受けないこと。

SECは、後者の例として、「一般的または個別の委任の提案に関する分析を提供するが投票助言は行わない非営利組織であるIRRC」や、「分析とともに委任投票助言も提供する営利組織であるISSやAnalysis Group」を示した。

(検討)

SECは、勧誘の定義が広くて曖昧であることが、株主(実際には機関投資家)間のコミュニケーションに萎縮効果を与えるという弊害を強調している。コミュニケーション規制に関する方向転換を理由付けるものとして興味深い((2)(3)でも繰り返し同様の指摘がなされている)⁽⁴⁷⁾。また、上記の「利害関係のない」者の例示からは、機関投資家のコ

⁽⁴⁶⁾ SECの見直し作業は、各界からの要望も踏まえたものである。たとえば、CalPERSは、89年11月3日の書簡(M. Sargent and D. Honabach, Proxy Rules Handbook(1999ed), West Group, 所収)で、委任状規則全般にわたる改正を要望したが、その中で、ファイナンシャル・アドバイザーの適用除外に関して、SECが、(i)の要件(2)-(6)参照)を「委任投票とは区別された、金融助言を主たる役割とする者」に限定していることに対して、要件の削除ないし助言の性質(金融に限定されている)の拡大を求めた。

⁽⁴⁷⁾ 委任状規則(特に勧誘の定義の(i)(iii))は、「しだいに拡張解釈されて、株主が話し合って経営者に圧力をかけることを困難にする条項になってい」き、「同じ会社の株主は、ビクニックに行って投資先の会社の業績について話すこともできないとまでいわれ」るに至ったという(深尾[1999]、49-50頁)。判決やSECが、年金基金マネージャー間の話し合いが勧誘にあたると判断した事例は無いものの、勧誘の定義が広範で不明確なために経営陣からそのような指摘がなされる懸念や法的なリスクがあることから、年金基金は積極的な活動を躊躇せざるを得ず、機関投資家団体が開催する会議では、特定の会社への不満や総会シーズンでの対応策を論じることもできなかつたとされる(Ball[1991]181-182、188-189頁等)。SECは77年の通牒で「現行規則上、株主が他の株主に対し自己の主張をアピールする方法が制約されていることを認めていたが、具体的な改善策は永らく放置されていた」。志谷[1995]150頁。

一ポレート・ガバナンスへの関与を可能とする環境整備を後押しする姿勢がうかがわれる。

なお、例示の第二点では、分析や推奨を助言サービスと包括して、前述の条件をみたすかぎり、新たな適用除外の対象に含めることを提案している。前述(3.-(2))の I R R C の事例では、分析の提供のみで推奨を行わない等の場合には、そもそも勧誘には該当しないとされていたが、新たな整理がなされたようである(もっとも、S E Cは利害関係のない者の例としてI S SやI R R Cをあげているだけで、それらによる分析や推奨の提供が勧誘に該当すると明示的に述べているわけではない)。

なお、後述の最終規則((3)参照)においては、委任投票助言は、既存のファイナンシャル・アドバイザーの適用除外の対象に含められた。

(2) 再提案(92年6月)

S E Cの提案に対しては、経営者団体が、S E Cの提案は機関投資家による密室でのロビー活動や談合を助長するとして反対した一方で、機関投資家、学界、個人投資家は概ね賛成し、さらなる改正を求めた。これに応えて、92年6月、S E Cは、当初提案の手直しとさらなる改正を含む再提案を行った⁽⁴⁸⁾。本稿に関係があるのは、次の二項目である。

(委任権限を求める者の適用除外に関する修正)

利害関係のない者による勧誘の適用除外として提案されたが、全ての証券保有者は投票事項に経済的利益を有するとして、このような名称に変更された。

S E Cは、現在の勧誘の定義は広範かつ必ずしも明確でなく、会社、経営陣、取締役会に関するコメントが勧誘に該当するかもしれないという潜在的な可能性が、証券保有者間のコミュニケーションに大きな萎縮効果を与え、沈黙を強いていると判断し、自由でオープンなコミュニケーションを促すような規則の仕組みが必要とした。

具体的な修正点としては、適用除外の要件が多少手直しされるとともに、新たに、新聞・雑誌・放送等による勧説や口頭の勧説を除いて、つまり、文書で勧説する場合には原則として簡易な届出を義務づける提案がなされた。経営者側の懸念に配慮したものであろう。

(証券保有者による投票方針・理由公表の勧説非該当規定の新設)

S E Cは、証券保有者がいかに投票しようとしているか、およびその理由を公表することは勧説に該当しないことを明確化するために、その旨の規定の新設を提案した。S E Cは、ある種の受託者が、重要事項についていかに投票するかを公衆や受益者に対して開示することが適切または必要と考えていることを指摘した。

(3) 最終規則(92年10月)⁽⁴⁹⁾

(全般)

S E Cは委任の定義の拡大を振り返るとともに(前述2.-(1)参照)、56年改正による包括的な定義(規則 14a-1(1)(1)(iii))の採用は、選挙戦に関する委任権限の勧説に実際に関与

⁽⁴⁸⁾ Sec. Ex. Act Rel. 30849(Jun. 24, 1992)

⁽⁴⁹⁾ Sec. Ex. Act Rel. 31326(Oct. 22, 1992)

している者による悪用に対処しようとしたものであり、委任の承認等を要求することなく、他の証券保有者の見解に影響を与えることを合理的に計算されたとみなされうる意見表明を行う者までを規制対象とすることは、予見も意図もしていなかつたと思われると説明した。しかし、この定義の文言が広範であったため、公開企業に関する意見の表明は全て委任状規則の対象となりうることになり、委任状規則の遵守コストが高い(特に、公共メディアを通じた「勧誘」は全ての証券保有者を対象にしているとみなされるため、全証券保有者に対する委任状説明書の送付が必要となる)こともあり、証券保有者は、経営陣や会社の成績、投票事項についての話し合いを躊躇させられているとの現状認識を示した。

そして、重要な財産である議決権が十分な情報を得て行使されるためには、詐欺禁止条項があればよいとする。SECは、憲法で保障された言論の自由にも触れつつ、委任状規則の目的は、意見交換で提起された全ての点に対して経営陣が対応できるような規制を課すことではなく、証券保有者や利害関係者間の自由な討議を促進することによって、より良く達成されると述べた。

(委任権限を求める者の適用除外等)

委任権限を求める者の適用除外については、対象者の拡大や届出期間の短縮等若干の修正がなされた(現行規定の概要は2.-5)参照)。証券保有者による投票方針等の公表を勧誘の定義から除外する規定は、無修正で決定された(現行規定は2.-4)参照)。

(4) ファイナンシャル・アドバイザーとされる者の拡大

(SECの新たな見解)

SECは、規則の最終決定における「委任権限を求める者の適用除外」に関する説明の中で、投票事項に関して顧客に提供される助言に対する委任状規則の適用について、次のように述べた。

ファイナンシャル・アドバイザー、投資アドバイザー、投資銀行や証券会社、および法律家が提供する投票事項に関する助言と同様に、通常の業務過程で行われる委任助言サービス(proxy advisory services)についても、他の要件を満たす限り、規則14a-2(b)(2)(改正により(3)に繰り下げ)の適用除外の対象となる。88年12月のISSについてのノーアクション・レター(3.-4)参照)は、効力を失う。

(検討)

委任投票の助言は、当初提案では、一定の要件を満たせば、新設の、利害関係のない者(委任権限を求める者)の適用除外に該当しうるとされていたが、最終決定では、既存のファイナンシャル・アドバイザーの適用除外の対象となるとの見解が示され、以前のISSの照会に対する回答が撤回された。なお、いずれの適用除外においても詐欺禁止条項等が適用されるほか、前者においては、一定の場合SECへの簡易な報告が必要となり、後者で

は、情報開示や禁止行為等の規制がある⁽⁵⁰⁾。

つまり、92年の委任状規則改正に際して示されたSECの見解変更により、委任投票助言の専門機関が提供する助言は、(勧誘に該当する可能性はあるが、たとえ勧誘に該当したとしても)ファイナンシャル・アドバイザーの適用除外の対象になることが明確化された。その結果、発行会社や議案に対する利害関係の開示、被助言者以外から報酬を受け取らないこと等の要件をみたせば、委任状規則(詐欺禁止条項等を除く)に制約されることなく、委任投票助言の提供が可能となった。ただ、分析の提供だけで推奨を行わなければ勧誘に該当しないとの見解(3.-(2)参照)が、91年6月の提案の際の見解((1)参照)によって変更されたのか否かは必ずしも明確でない。

なお、ISSやIRRCへのヒアリングによれば、両機関の助言は、分析にせよ推奨にせよ、いずれも勧誘には該当しないとの見解であった⁽⁵¹⁾。

5. 勧誘の定義、SECの見解の変遷

ここまで説明してきた、委任状規則における勧誘の定義や、勧誘と委任投票助言との関係に関するSECの見解の変遷を振り返り、特徴的な点をまとめておく。わが国でこの問題を考える際には、米国における個々の定義規定やSECの見解もさることながら、規制(緩和)の目的の捉え方やその変化、さらにその背景となる事情も参考となろう。

(1) 委任状規則の規制対象(勧誘の定義)の変遷

・SECは、議会(証券取引所法)から委任の規制に関する広範な裁量権を与えられ、情

⁽⁵⁰⁾ なお、ISSが機関投資家だけでなく、企業にもサービス(例えば、経営者の報酬(の議案)に関するコンサルティング)を提供していることに対しては、利益相反との批判がある(例えば、*Interests in conflict in ISS' governance reviews*(投稿), *Pensions & Investments*, Mar. 21, 1994)。これに対して、ISSは、いずれの活動も株主価値創造を目的とするものであり、また、利益相反を防ぐために、組織分離、議案の草案に対する事前承認や議案公表後のコンサルティングは行わない等の対策を講じていると反論した(*Conflicts and ISS*(前記投稿への回答), P & I, Apr. 18, 1994、武井[1999]41頁)。

上記の回答投稿によれば、ISSは、機関投資家に対して調査対象企業とのコンサルティング等の関係を開示しているとされている。この開示は、委任状規則上の要請(ファイナンシャル・アドバイザーの適用除外の要件(ii))への対応ともなる(もっとも、次注に示すように、ISSは同社の助言は勧誘ではないとしている)。

⁽⁵¹⁾ ISSのエグゼクティブ・バイス・プレジデント兼チーフ・オペレーティング・オフィサーで日本企業の担当でもあるブルース・バブコック氏は概ね次のように説明される(当研究所ニューヨーク事務所大久保副主任研究員のヒアリングによる)。「ISSは87年に助言サービスを開始したが、SECは、ISSの分析や推奨は勧誘にはあたらずレビューする必要はないとの見解を非公式に伝えてきた。88年のSECのレターは、ISSの示した見解に同意はしないと言っただけで、yesともnoとも言っていない。SECからISSの業務に法的な問題があるとの指摘を受けたことはない。92年の規則改正やSECの見解変更による当社業務への直接の影響はない。」

また、IRRCの上級アナリスト兼企画開発マネージャーで日本企業を担当するジョン・テラー氏は概ね次のように説明される(筆者の質問への回答)。「IRRCの会員に対する情報・分析サービスは、議決権の行使を促進したり、賛否の選択を推奨する目的が無いことから、勧誘には該当しない。92年のSECの見解は従来のポリシーを少し明確化したものにすぎない。」

3.4.で紹介してきたSECの見解は、個別案件に関して述べられたものや、中間的・付隨的に述べられたものも多く、十分な法的拘束力を持つものではない。両機関ともリーガル・リスクに自己責任で対処して新たな業務を切り開いてきたのであろう。その点も含めて、米国における委任状規則と委任投票助言の関係をめぐる経緯は、わが国でこの問題を考える際に参考とすべき点が多いと思われる。

報開示と株主の経営参加機会の確保のために、時代の要請に応じて権限を行使してきた。

- ・委任状規則の規制対象となる勧誘の定義は、35年の規則制定から56年の規則改正まで、主として脱法予防を重視する観点から拡大されていった。当初の規則では、勧誘とは、委任を要求するか委任状用紙を提供することに限られていたが、56年に新設された「委任の獲得…の結果を招くことが合理的に計算された状況において、証券保有者に…コミュニケーションを提供する」という広範かつ曖昧な定義により、委任投票に影響を与える行為には、たとえ委任を求める意図がなくても客観的な状況次第で委任状規則が適用される恐れが生じた。委任投票の助言、特に賛否の推奨の提供についても同様である。
- ・その後、拡大された勧誘の定義が、投資家とりわけ機関投資家が委任投票を行う際の情報収集や情報交換を阻害しないように、委任状規則の適用除外が整備されていった。
- ・具体的な適用除外としては、79年のファイナンシャル・アドバイザーの適用除外や、92年の一連の規制緩和(投票方針・理由公表の勧誘の定義からの除外、委任権限を求める者の適用除外の新設)があげられる。
- ・92年の委任状規則改正により、委任状規制の重点が、脱法予防の重視(結果的には、会社経営陣による機関投資家の発言や動向の監視)から、機関投資家等の自由なコミュニケーションの促進へ大きく転換した。コーポレート・ガバナンスに果たす機関投資家の役割を重視したものといえよう。会社の経営陣や株主提案者といった委任状争奪を巡る直接の当事者ではない者については、コミュニケーションに関する規制が大きく(詐欺禁止条項等まで)緩和された。

(2) 委任投票助言に関するS E Cの見解、規則の変遷

委任投票助言と委任状規則との関係に関するS E Cの見解や委任状規則の改正等の変遷を表にとりまとめた。

S E Cが、勧誘の定義を広く維持しつつも、コーポレート・ガバナンスの観点から、委任投票を行う投資家、特に機関投資家に対する有益な情報の提供者として、金融専門家や委任投票助言の専門業者を徐々に認知していった経緯が見て取れよう。

○ 委任投票助言に関するS E Cの見解、規則の変遷

時期	64年	75年	79年	88年	91年	92年
種別	S E C見解	S E C見解	委任状規則改正	S E C見解	委任状規則改正提案等	委任状規則改正等
内容	証券会社による助言	I R R Cの議案の分析	F Aの適用除外新設	I S Sの助言	委任を求める者の適用除外の新設(提案)等	F Aの範囲拡大等
(参照箇所)	(3.-(1))	(3.-(2))	(3.-(3))	(3.-(4))	(4.-(1))	(4.-(4))
F A			○(新規則)			
- U Rあり	◎		(◎維持か)			
- U Rなし	×		○			
委任権限を求める者					○(提案)	○(新規則)
委任投票助言の専門業者				F Aには該当しない	委任権限を求める者に該当	F Aに該当
- 分析		◎			(○か)	(○か?)
- 推奨		(×か)		(×か)	○	○
投票方針・理由の公表						◎(新規則)

(注) F A…ファイナンシャル・アドバイザー、U R…顧客による、勧誘を受けずになされた(委任投票に関する助言の)要求、◎…勧誘に該当しない(委任状規則は一切適用されない)、○…委任状規則は、詐欺禁止条項等を除いて、適用されない、×…委任状規則は適用される

- ・64年には、証券会社が、顧客からの、勧誘を受けずになされた要求に回答する場合には、勧誘に該当しないことが確認された。
- ・75年には、I R R Cの株主提案に関する分析の提供が、推奨を伴わないと等を条件に、勧誘に該当しないとされた。
- ・79年には、前述のように、ファイナンシャル・アドバイザーの適用除外が新設され、一定の条件のもとで、証券会社等による自発的な助言が可能となった。
- ・88年には、ファイナンシャル・アドバイザーとは金融助言を行う者であり、I S Sのような委任投票助言を専業とする者は該当しないとされた。
- ・しかし、その後の92年の委任状規則の改正に際しては、91年の提案段階では委任を求める者の適用除外の対象となるとされていたが、最終的には、88年にI S Sが求めたように、委任投票助言を専業とする者もファイナンシャル・アドバイザーの適用除外の対象となるとされた。つまり、発行会社や議案に対する利害関係の開示、被助言者以外から報酬を受け取らないこと等の要件をみたせば、委任状規則(詐欺禁止条項等を除く)に制約されることなく、委任投票助言の提供が可能となった。

(参考2) 委任投票助言と投資顧問法の投資助言

1940年投資顧問法は、投資顧問(investment adviser)を次のように定義している。

○ 1940年投資顧問法 202条(定義)

(a) 本法における用語は、文脈上別段に解されない限り、次の各号の意義に基づくものとする。

(中略)

(11) 投資顧問とは、報酬を受けて証券の価値に関してもしくは証券に対する投資、購入もしくは売却の可否に関して、直接にもしくは出版物もしくは文書によって他人に助言することを業務とする者、または報酬を受けて経常的業務の一部として証券に関する分析もしくは報告を刊行もしくは公表する者を言う。ただし、次のいずれかに掲げるものは含まない。

(A) (以下略)

米国の投資顧問業務はほとんどが投資一任であるとされるが、法律上は「助言」について規定するだけである(わが国の投資顧問法では、投資助言契約と投資一任契約の双方が規定されている)。

委任投票の助言や代行を行う者は投資顧問には該当せず、したがって、SECへの登録も不要と考えられているようである⁽⁵²⁾。投資顧問業務は、いかなる証券を、いつ、どれだけ売買するかに関する助言の提供を考えると、投票事項の分析や推奨はそれらとは性質が異なることになる。

なお、投資顧問法には、投資顧問の投票義務や投票基準に関する特段の規定はない。SECのスタッフは、89年に、同法206条(詐欺禁止規定)に基づく受託者の義務の一環として、投資顧問は顧客の最善の利益のために委任投票をすることが求められるとの予備的な結論を述べたことがあるが、その後、公式見解は明らかにされていないという⁽⁵³⁾。基本的には、投資顧問と顧客との契約上の問題なのであろう(エリサ法との関係は、(参考1)②参照)。

⁽⁵²⁾ ISSのバブコック氏によると、97年にSECから、同社の委任投票助言は投資助言にあたらず、投資顧問としての登録は不要との判断を得たとのことである。ただし、98年に別の理由から(タフト・ハートレー法による年金基金への投票助言を専業とする会社(PVC、<http://www.pvc.cda.com>参照)を合併した。同社は、年金基金から委任投票に関するエリサ法上の受託者責任を引き受けしており、投資顧問として登録していた。ISSの従来業務では受託者責任を引き受けているという)登録したという。ちなみに、3-(4)に示したISSの見解によれば、投票助言が投資決定に影響を与えることもあるとしつつ、売却・保持・購入といった「投資決定に関する助言」と「投票決定に関する助言」をあわせたものが「金融助言」と整理されている。

また、IRRRCは、前述の3-(2)の文書によると、当時において、分析を提供するが推奨はしないことを明示して、投資顧問として登録していたという。

⁽⁵³⁾ Lemke and Lins, Regulation of Investment Advisers(1998ed), WEST GROUPE, 2-102~103頁。

III. わが国における議決権行使の助言と委任状規則

わが国においては、機関投資家等に対して議決権行使の助言・代行サービスを専門的に提供する機関は存在せず、また証券会社等もその種の助言は行っていないようである⁽⁵⁴⁾。

以下、わが国における議決権の代理行使と書面投票の概要を記すとともに⁽⁵⁵⁾、助言・代行業務と委任状規則との関係を考えてみたい。わが国における助言・代行機関の法的位置づけの検討は今後の課題であり、本稿における検討は予備的なものにすぎない。また、最後に、助言・代行機関が成立する条件や法的位置づけのあり方についても簡単に展望する。

1. 代理人による議決権行使と委任状規則

(1) 代理人による議決権行使と代理人の資格制限

商法は、次のように、総会の決議方法や代理人による議決権行使について規定している。

○ 商法 239 条（総会の決議方法・代理人による議決権の行使）

- ① 総会ノ決議ハ本法又ハ定款ニ別段ノ定アル場合ヲ除クノ外発行済株式ノ総数ノ過半数ニ当ル株式ヲ有スル株主出席シ其ノ議決権ノ過半数ヲ以テ之ヲ為ス。
- ② 株主ハ代理人ヲ以テ其ノ議決権ヲ行使スルコトヲ得。但シ其ノ代理人ハ代理権ヲ証スル書面ヲ会社ニ差出ダスコトヲ要ス。
- ③ 前項ノ代理権ノ授与ハ総会毎ニ之ヲ為スコトヲ要ス。
- ④ 会社ハ株主ガ2人以上ノ代理人ヲ総会ニ出席セシムルコトヲ拒ムコトヲ得。
- ⑤ 取締役ハ総会ノ終結ノ日ヨリ3月間第2項但書ノ書面ヲ本店ニ備置クコトヲ要ス。
- ⑥ 株主ハ営業時間内何時ニテモ前項ノ書面ノ閲覧又ハ謄写ヲ求ムルコトヲ得。

1項は決議の方法を定めている(いわゆる普通決議)。定足数は定款により排除できるが、取締役の選任決議等については制約がある。また、別途、特定の事項については、定足数は同様としつつ多数決の要件が加重され定款によっても緩和が認められない(特別決議)。その結果、わが国においても、株主の議決権行使を容易にするだけでなく、株主総会の定足数を確保して決議の成立を図るために、議決権の代理行使が不可欠となる。

2項は、議決権行使は本来代理に親しむ行為であるとの前提に立って、これを強行法的

⁽⁵⁴⁾ ある信託銀行が、議決権行使の基準作成にあたって I R R C の指導を受けたと報じられている(日経新聞 99年6月21日「株主議決権、企業変える?」)。また、前述のように、I S S や I R R C は日本株について海外投資家向けの助言・代行サービスを提供している。これを受け、外国人機関投資家株主に議案に関する情報を早期に提供するために、「I R R C に直接招集通知を引き渡」した事例がある(商事法務 1510号(1998.11.30)85 頁)。

⁽⁵⁵⁾ 以下の商法、証券取引法に関する記述は、主として『新版注釈会社法(5)会社の機関(1)』176 頁以下(菱田執筆、以下注解・菱田という)によった。

に保障したもので、定款によっても代理行使を禁止することはできないと解されている。

「代理権を証する書面」が委任状である。

一般に、会社は定款によって代理人の資格を株主に限定している。このような定款の効力については、学説では無効説も有力であり、法務省もかつては無効説をとっていたが、判例は、「株主総会が、株主以外の第三者によって攪乱されることを防止し、会社の利益を保護する趣旨いでたものと認められ、合理的な理由による相当程度の制限ということができるから、商法 239 条 3 項[現在の 2 項]に反することなく、有効」と解し、通説も同様である。なお、法人の使用人や官公庁の職員による代理行使については、代理行使を認めることが定款の趣旨に反せず、代理行使を認めないことが事実上議決権行使の機会を奪うことになるとして、定款の制限は適用されないとされている。いずれも最高裁の判例であり、実務上も定着している⁽⁵⁶⁾。

3 項は、議決権の代理行使が会社支配の手段として濫用されることを防ぐための規定で、株主が株主総会招集通知を見て、その都度代理権を授与することを期待したものである。

なお、2 項、3 項は任意代理人に関する規定であり、会社等の法人の代表者や無能力者の法定代理人等は、両項の適用を受けることなく議決権を行使できるとされ、また、会社が外国に居住する株主に対して設置を求める常任代理人についても同様とされる。

(2) 証券取引法と委任状規則

商法は代理人による議決権行使を認めているが、特に大規模な公開会社においては、株主が個人的に代理人を探すことは困難であり、通常、会社(または会社支配の獲得を望む者)が委任の勧誘を行うことになる⁽⁵⁷⁾。これを受けて、証券取引法は、米国の証券取引所法にならい、上場株式の議決権の代理行使の勧誘を規制している⁽⁵⁸⁾。

○ 証券取引法 194 条

何人も、政令で定めるところに違反して、証券取引所に上場されている株式の発行会社の株式につき、自己又は第三者に議決権の行使を代理させることを勧誘してはならない。

⁽⁵⁶⁾ また、同族会社で、高齢・病弱の本人に代わって株主でない親族による代理行使が認められた判例、専門知識に欠ける主婦のための弁護士による代理行使が認められなかった判例がある。商事法務研究会編『株主総会実務全書 3 [判例・先例編]』1998 年、商事法務研究会、405 頁～419 頁参照。

⁽⁵⁷⁾ 会社による委任の勧誘は、会社自身は代理人になれないことから、代理人の委嘱に関する媒介契約の申込であり、株主が委任状用紙に捺印して会社に返送することは承諾にあたり、媒介契約が成立する。会社がこれにもとづいて代理人を選定すると、その者と株主の間に議決権の代理行使に関する委任契約(代理権授与契約)が成立する、と解されている(今井[1971]2-3 頁)。米国の委任状には、代理人として委任委員会(C EO)や総務部長を含む数人のようである)が明示されているが、わが国の委任状は、代理人欄を株主が補充する形式をとっており、通常、補充することなく返送されるようである。

⁽⁵⁸⁾ 立法当初は、米国法のように、「証券取引委員が公益又は投資者保護のために必要且つ適切であると認めて証券取引委員会規則で定めるところに違反して」とされていたが、52 年改正で、証券取引委員会の廃止とともに現在の「政令で定めるところに違反して」に改正された。

規則に違反する勧誘に対しては罰則があり(205条の22号、30万円以下の罰金)、また、金融再生委員会または大蔵大臣は裁判所に対して違反行為の禁止または停止命令を求めることができる(192条)。

本条にもとづく政令の概要は次の通りである。大枠は米国の委任状規則と同様であり、議案の判断に必要な情報の提供⁽⁵⁹⁾と、投資家の判断が代理人による議決権行使を通じて株主総会に反映される仕組みが確保されている。

○ 上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する規則

(昭和23年7月10日証券取引委員会規則13号)(概要)

- ・議決権行使の勧誘者は、勧誘と同時またはそれに先立って、一定の事項を記載した参考書類を被勧誘者に提供しなければならない。
- ・勧誘者が被勧誘者に提供する委任状用紙は、株主総会の目的たる事項の各項目について、被勧誘者が賛否を明記できるものでなければならない。
- ・勧誘者は、参考書類および委任状用紙を被勧誘者に提供すると同時に、その写しを財務局長に提出しなければならない。
- ・勧誘者は、重要な事項について虚偽の記載のある、または誤解を生じせしめる虞がある等の参考書類、委任状用紙、その他の書類を利用して勧誘してはならない。
- ・当規則は、①発行会社またはその役員以外の者が行う、被勧誘者が10人未満の勧誘、②簡単な新聞広告を通じて行う一定の勧誘、③他人の名義により株主を有する者が、その他人に対して当該株式の議決権についてなす勧誘、には適用されない。

(3) 委任状規制の目的

証券取引法による委任状規制の目的については、次のように説明される。

(一般投資家の保護)

商法は議決権の代理行使を認めているが、実際の委任状利用の「慣習が取締役の利益のためだけに悪用されるおそれがあり、また株主に誤解を生じさせることもある」から、「一般投資家に關係するところが大きい」上場株式について規制がなされると説明される⁽⁶⁰⁾。

また、49年度の証券取引委員会報告書は次のように述べている⁽⁶¹⁾。「この制度が実施されるまでは、一般株主は株主総会における議事内容について、なんらの具体的な知識を有することなく、その議決権の行使を白紙委任するのが通例であった。このため、株主総会において、一部の株主による専断的な議決がなされる等の弊害を生じ、一般投資家の保護に欠けることが少なくなかった。このような弊害を防止するために」本条が定められた。

⁽⁵⁹⁾ わが国の参考書類の記載内容については、「アメリカにおける規制がきわめて詳細かつ具体的であるのに比べ、はなはだ抽象的一般的である」との評価がある(浜田[1986]250頁)。

⁽⁶⁰⁾ 田中・堀口[1990]794頁。

⁽⁶¹⁾ 『日本証券史資料戦後編第6巻—証券市場の復興と整備—』(1987年、日本証券経済研究所)613頁。

(株価操縦の防止、大株主に対する行政調査等)

上記の一般的理解に対して、次のような説明もある。「本条の趣旨は、株主から多数の議決権の代理行使を委任された者が、株主総会において自己の思うままに決議を行い、もって株価に影響をなさしめようすることを防ぐこと」にあり、同時に、「証券取引所上場会社の大株主の行動に関する特殊な行政調査手段を定めた規定」であり、「議決権の代理行使の勧誘が行われる場合にその勧誘者がどのような経営策を提案しようとしているのかを市場関係者が知り得るようにして、それが評価できるようにすることも、本項の目的」である。最後の点について、参考書類の写しの証券取引所への送付とそこでの公衆縦覧が規定されていない点は、改善が必要とされる⁽⁶²⁾。

(検討)

前者が、個々の投資家による十分な情報を得た意思決定(いわば、informed proxy voting)の確保を重視しているのに対して、後者は、流通市場における価格形成への影響を重視している。後者の説明における、上場会社の大株主の行動に関する行政による調査、市場関係者への情報提供(現行法では不十分とされるが)という視点は興味深い。前述したように(II.-4.-(1)～(3)参照)、米国の92年の委任状規則改正は、委任状規則が機関投資家間のコミュニケーションを阻害していたとの反省に基づいて行われたものだが、産業界からは、規則の緩和は機関投資家の密室でのロビー活動や談合を助長するとの反対意見もあった。委任状規制は、その具体的な内容次第で、虚偽の説明による無責任な勧誘を規制するに止まらず、会社経営に対する株主のコミュニケーションを萎縮させることにもなる。

委任状規則の変遷を「日本法の緩和」と「アメリカ法の厳格化」と特徴づけ、わが国の委任状制度は「企業経営の維持…の機能を十二分に発揮している」が、「完全な情報開示と株主の経営参加機会を確保するという投資者保護の機能は、ほとんど無視されている」という厳しい評価がある⁽⁶³⁾。そのこととは裏腹に、わが国においては、委任状規則が大株主の行動の調査や開示、さらに進んで抑制手段となることも、少なかつたと考えられる。

(4) 「勧誘」の定義

証券取引法や委任状規則の規制対象となる、「自己又は第三者に議決権の行使を代理させることを勧誘」(以下、勧誘という)の意義については、規則に3種類の適用除外が定められているだけで、法にも規則にも具体的な定義規定はない。いかなる行為が勧誘に該当するかについての議論はあまりないようである⁽⁶⁴⁾。

米国の委任状規則を参考にしつつ、以下の行為は全て勧誘に該当するとする見解(以下龍

⁽⁶²⁾ 野村證券[1997]1343頁。

⁽⁶³⁾ 龍田[1968]13～18頁、38頁。なお、81年の商法改正においては、株主提案権や書面投票制度が導入され、一定の改善も図られた。

⁽⁶⁴⁾ その理由として、「日本では〔証券会社による〕名義貸しが一般的でなく、証券会社が委任状合戦に巻き込まれることが少ないため、アメリカのような問題が現実に生じないのではないか」とされる(証券取引法研究会[1975]、下巻506頁)。なお、会社による委任の勧誘は、「第三者に議決権の行使を代理させることの勧誘」と考えられよう。

田説)がある⁽⁶⁵⁾。

- ア. 委任状用紙を提供して株主の署名を求める行為
- イ. 株主に対して委任状の作成・交付を要請する行為
- ウ. 他人の委任状勧誘に応じないように要請する行為
- エ. 株主に対して単に委任状用紙を提供するだけであっても、周囲の事情から上の要請がうかがえる場合

この見解に対しては「広きに失する」との批判がある⁽⁶⁶⁾。どの部分を指しているのか明確でないが、ウやエであろうか。

他方、米国の規制にならって、「現実の勧誘行為…の前段階としての勧誘の準備的活動(予備的通信)や委任状の付与があったのちの追完的な活動なども、…疑問の余地はあるが、委任状勧誘の統一的目的・計画の一環として行われるものである限り、委任状勧誘の行為に含まれる」との見解がある⁽⁶⁷⁾。

証券取引法や委任状規制は米国法制を継承したものであり、規制のあり方を考える際には、先行している米国における考え方や規定は参考になろう。ただ、勧誘の定義の解釈に際しては、規則による明確化が可能であること(なお、証券取引委員会が廃止された現在、米国法のように広範な(特に、勧誘の定義を拡大する)規則制定権が政令に委任されているか否かは検討を要する)、違反に対して罰則が課されることを考慮すると、米国の委任状規則の定義をそのまま持ち込むには慎重であるべきだろう。

わが国における勧誘の定義としては、法の文言に忠実に、つまり、自己または第三者に対する代理権の授与を要請する明示または默示の意思表示が認められる場合、具体的には、龍田説におけるア、イ、エを勧誘と解してはどうであろうか。また、勧誘していない株主が自発的に代理行使を申し込み、これに応じて委任状用紙を交付することは、勧誘に該当しないと考えてよかろう⁽⁶⁸⁾。

(65) 龍田[1968]18頁、なお同[1971]85頁も同旨。参照文献として、Loss, Securities Regulation(2d ed. 1961)と、証券取引委員会の通ちよう(50年6月15日)が注記されている。通ちよう自体は確認できなかつたが、その解説と思われる、結城義人(大蔵省証券取引委員会総務課)「上場株式の議決権の代理行使に関する規則の一部改正」(財政経済弘報50年7月24日)は、従来からの問題として「株主総会の通知とともに、単に白紙委任状用紙を同封して送付することは『勧誘』に該当するか」を取り上げ、「勧誘する文言は何もないのだから勧誘にならないとの有力説」があることに触れつつ、「アメリカの規則では、議決権の委任を受けることとなると通常考えられる状況の下において、株主に委任状用紙を与えることは、勧誘になる旨を明文でもって規定している」として、「わが国の規則の解釈としても、明文はなくとも、アメリカの規則と同様に解すべきであろう。この場合が勧誘にならないとすれば、この規則全体が、ほとんど空文にひとしくなるおそれがあるからである」と述べている。なお、「アメリカの規則」とは、II-2.-1で説明した、42年改正までを反映した委任状規則と思われる。

(66) 野村證券[1997]1347頁。

(67) 今井[1971]111頁。龍田説では含まれていない、56年の委任状規則改正で追加された、「委任の獲得…の結果を招くことが合理的に計算された状況において、証券保有者に…その他のコミュニケーションを提供すること」(規則14a-1(1)(1)(iii))を勧誘の定義に含めようとするものである。

(68) 米国では、規則14a-1(1)(2)(i)で勧誘に該当しないことが明示されている。

なお、後述の書面投票制度を採用する場合、総会での動議等に対応するため、会社は大株主から包括委任状の提出を受けているようである。その際、委任状規則による参考書類を添付しなかつた事例については、被勧誘者が10名未満の場合とともに、「勧誘によることなく長年の慣行等に従い大株主が自発的に包括委任状を提出している」場合があると推定されている(商事法務1510号(1998.11.30)94頁)。その種の株主に会社が委任状用紙を交付することは、默示の勧誘のようにも思われる(ただし、委任状規則による保護の必要があるとは考えにくい)。

2. 書面による議決権行使

(1) 書面投票制度の導入と目的

81年の商法改正に際して、大手会社(資本の額が5億円以上または負債の合計額が200億円以上の株式会社)であって議決権を有する株主が千人以上の会社について、書面による議決権行使、いわゆる書面投票制度が導入された。書面投票は委任状とは異なり、株主が書面によって直接議案に賛否を投ずるのであって、代表取締役などに投票を委託するものではない⁽⁶⁹⁾。

書面投票制度は、議題に関する質疑応答を経た上で意思決定を行うという会議体の建前には反するが、委任状方式における、株主総会に全ての株主の意思が完全に反映されるわけではないという欠陥⁽⁷⁰⁾を補うことが可能となる。

(2) 書面投票制度の概要

書面投票に関する具体的な規定は以下の通りである。

○ 株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律

21条の2 (株主総会の招集通知への参考書類の添付)

議決権を有する株主の数が千人以上の会社にあつては、株主総会の招集の通知には、議決権の行使について参考となるべき事項として法務省令で定めるものを記載した書類を添付しなければならない。

21条の3 (書面による議決権の行使)

- ① 前条の会社にあつては、株主総会に出席しない株主は、書面によって議決権を行使することができる。
- ② 前項の会社にあつては、株主総会の招集の通知に株主が議決権を行使するための書面を添付しなければならない。
- ③ 書面による議決権の行使は、前項の書面に必要な事項を記載し、これを株主総会の会日の前日までに第1項の会社に提出して行う。
- ④ 書面によって行使した議決権の数は、出席した株主の議決権の数に算入する。
- ⑤ 第2項の書面の様式は、法務省令で定める。
- ⑥ 商法第239条第5項及び第6項の規定は、第3項の規定により提出された書面について準用する。

招集通知に参考書類等を添付しなかったとき、参考書類に記載すべき内容を記載せず、または虚偽の記載をしたとき等の違反に対しては、罰則がある(30条)が、委任状規則によ

⁽⁶⁹⁾ 注解・菱田 201頁。

⁽⁷⁰⁾ 委任の勧誘は会社の任意であり、全ての株主に対して全ての議題に関して勧誘が義務づけられるわけではない。また、代理人が株主の賛否の指示に反した議決権行使をしても決議が当然に無効になるわけでもない。そもそも、会社提案に対して「反対」の表示のある委任状については、会社は代理人を選任しない場合もあるという(商事法務1510号(1988.11.30)86頁参照)。

うな行政官庁への届出等の仕組みは存在しない(もっとも、証券取引法に基づく参考書類や委任状用紙の審査等は、あまり機能していなかったようである)。なお、経過措置として、上場会社が、株主総会の招集通知に委任状用紙を添付して総株主に対して議決権の行使を第三者に代理させることを勧誘した場合には、書面投票の規定は適用されない(81年改正付則 26 条。ただし、参考書類の送付は必要である)。書面投票導入当時は委任状用紙に印紙税負担があったこともあり、多くの会社が書面投票に移行した⁽⁷¹⁾。

参考書類、書面投票用紙(議決権行使指図書)の記載事項は「大会社の株主総会の招集通知に添付すべき参考書類に関する規則」(昭和 57 年 4 月 24 日法務省令第 27 号)に定められている。参考書類の記載内容は、委任状規則に基づく参考書類とほぼ同様であり、書面投票用紙に議案ごとに株主が賛否の別を記載する欄を設けなければならない点も同様である。また、書面には、株主の氏名や持株数が記載され、押印欄が設けられる。

3. 議決権行使の助言・代行と委任状規則

(1) 委任の勧誘と議決権行使の助言等の相違

株主の議決権行使には、株主総会への実際の出席、委任状を利用した代理人による行使、書面による議決権行使の三つの方法がある。議決権行使の助言・代行機関(以下、助言会社という)が、上場企業の株主(主として機関投資家。議決権の行使・指図権限を有する者(投資顧問会社、投資信託委託会社等)を含む。以下同じ)に対して、議決権行使に関する助言・代行サービスを提供する場面を想定して、委任状規則との関係を考えてみたい。なお、委任状については会社から送付された用紙を利用するものとする。

そもそも、委任状規則は助言会社の存在を予定したものではなかろう。委任状規則が想定する状況と議決権行使の助言会社の業務には、例えば次のような相違がある。

	委任状規則が想定する状況	議決権行使の助言会社の業務
勧誘者と目的	会社支配の維持(獲得)を求める者が、自ら議案を提案し、その可決のために、委任状の獲得を求める	議決権行使に関する助言・代行を業とする者が、提案された議案の分析・推奨を提供し、または、議決権行使を行なう。委任状の獲得、会社支配目的はない
対象会社との利害関係	支配の維持(獲得)に伴う利益がある	特別の利害関係はない
被勧誘者	特定の会社の株主(主として大株主であろう)	多数の会社の株式を所有する株主(主として機関投資家であろう)
費用の授受	なし	助言・代行に伴う手数料を徴収
「勧誘」時期	議題公表(総会招集通知)後	議題公表前が普通(継続して利用)

⁽⁷¹⁾ 本年 6 月に株主総会を開催した上場会社 1,993 社中、書面投票採用会社が 1,772 社(88.9%)、委任状採用会社が 221 社(11.1%) となっている(資料版商事法務 184 号(97.7)66 頁)。

また、書面投票は、前述のように株主が直接議案に賛否を投するものであり、委任状を利用した議決権の代理行使とは異なる。したがって、本来、委任状規則は書面投票に適用されるものではない。そのような相違点を踏まえつつ、以下順に検討する。

(2) 株主の意思決定に対する助言

助言会社が株主に対して、株主総会の議案に関する情報・分析、賛否(棄権を含む。以下同じ)の推奨を提供することは、自己または第三者に対する代理権の授与の要請を伴わない限り、勧誘には当たらないと考えられる。

また、株主が助言会社の賛否の推奨通りに議決権を行使することは、株主の自由と考えられる((4)で述べるように、受託者責任の問題は生じうる)。

米国では委任投票助言と勧誘の関係が問題となつたが、それは勧誘の定義が広範かつ曖昧なため(特に規則 14a-1(1)(1)(iii)の定義)、議決権行使に影響を与える行為は、委任権限を求めなくても、客観的な状況により勧誘に該当する恐れがあつたからであった。確かに、わが国においても、賛否の推奨は結果的に会社が選任する者または株主提案を行つた株主への代理権授与に至る場合もある。しかし、助言会社が会社または提案株主のために推奨する場合は別として、勧誘に当たらないと考えてよかろう。

(3) 記入・送付の代行

(委任状用紙の記入・送付の代行)

助言会社が、株主の指示に基いて、委任状用紙への賛否の記入や捺印、委任状用紙の会社への送付を行うことは、株主の意思決定に関わらない機械的な行為の代行であり、そのような事務処理を自己に委託するよう申し込むことは勧誘に当たらないと考えられる。株主は会社の勧誘に応じているのであり、助言会社は株主のために事務処理を代行しているにすぎない。

なお、助言会社が分析と賛否の推奨を提供し、株主から特段の指示がない場合には、その推奨に従つた賛否の記入を行うことについても、株主が自ら検討し、別途の指示を行いうる仕組みがあれば、同様に考えてよかろう⁽⁷²⁾。

(書面投票用紙の記入・送付の代行)

助言会社が、株主の指示に基づいて、書面投票用紙への賛否の記入や捺印⁽⁷³⁾、会社への送付を行うことについても、特段の問題はないと考えられる。

(4) 議案に対する賛否の意思決定の一任

議案に対する意思決定を助言会社に一任することは可能か。また、助言会社が株主に対して、そのようなサービスの提供を申し込むことは勧誘に該当するか。具体的には、(捺印

⁽⁷²⁾ 独禁法 11 条 1 項 4 号は、信託銀行の株式保有の制限の例外として、株式が信託財産である場合で、委託者または受益者が議決権の行使または受託者に対する指図ができる場合を定めている。ここでの条件は、実際に行使ないし指図されることではなく、契約等で行使が可能であればよいとされており、参考になる。ただし、あくまで独禁法の目的との関係で認められた条件であることに留意する必要がある。

⁽⁷³⁾ 押印のない議決権行使書については、有効とする会社、無効とする会社が半々のようである(商事法務 1510 号(1988. 11. 30)、88 頁)。

済の)委任状用紙・書面投票用紙を助言会社に交付して、助言会社が自己の判断に基づいて委任状等に必要事項を記入する方法を想定する。

(株主側)

まず、株主側については、議案に対する賛否の判断を第三者に一任することは、当然には禁止されないと考えられる⁽⁷⁴⁾。

もっとも、他人の委託を受けて資産運用を行う者については、いわゆる受託者責任の一環として、議決権に関する判断の一任は、自己執行義務に反するのではないかとの問題が生じる⁽⁷⁵⁾。ちなみに、投資信託委託業者については、議決権行使の指図義務が明定されている(証券投資信託及び証券投資法人に関する法律 22 条)。ただ、運用指図権限の委託も可能であること(同法 17 条)を踏まえれば、助言会社への議決権行使の一任が当然に禁止されるわけではないとも考えられよう⁽⁷⁶⁾。

なお、助言会社への一任が許される場合においても、助言会社を適切に選任・監督することが必要である⁽⁷⁷⁾。たとえば、自己の議決権行使方針の提示ないし助言会社の議決権行使方針の確認、助言会社における行使プロセスや行使結果の確認等が必要と考えられる。

(委任状の賛否判断の一任)

助言会社が株主に対して、(記名・捺印済の)委任状用紙を自己に交付して賛否の判断を一任するように申し込むことは、勧誘に該当する⁽⁷⁸⁾。したがって、被勧誘者が 10 名未満の場合を除いて委任状規則が適用されよう。なお、代理人欄を記入せず会社に返送すると会社が代理人を選任することになるので、形式的には、(自己ではなく)「第三者」に議決権の行使を代理させることの勧誘となろう。

もっとも、助言会社のいかなる行為を上記の「申し込み」とするかは問題である。助言会社は、通常、総会シーズンに先立って株主に委任状の賛否記入の一任契約(結果の報告、一般的な情報提供等も含みうる)の営業活動を行って基本的な契約を締結し、また、サービスは毎年継続して提供されることとなろう。当初の一任契約の申し込み(またはその誘因)を勧誘と考えると、その時点で参考書類を作成することは不可能である(議案等は未定である。また、その後の売買により保有銘柄が変化するため、対象会社も確定しているとは限らない)。他方、遅くとも対象会社が確定して助言会社が委任状の交付を受ける時点までに

⁽⁷⁴⁾ なお、議決権拘束契約や議決権信託について、違法・不当な意図があつたり会社法の精神や公序良俗に反する場合でない限り、有効と解する説がある(注解・菱田、204 頁)。

⁽⁷⁵⁾ 代理人は、本人の許諾を得た場合、および、やむを得ない事情がある場合に限り、副代理人を選任できる(民法 104 条)。他方、自己に十分な能力がない場合には専門家を利用すべきとの考えもある。

⁽⁷⁶⁾ 受託会社(信託銀行)に議決権の行使(実質的な意思決定)を委ねることの可否については賛否両論ある。鈴木[1967]、鴻[1968]参照。なお、信託銀行に判断を一任すると、独禁法 11 条 1 項 4 号による株式保有制限の除外規定は適用されないこととなろう。

⁽⁷⁷⁾ なお、代理人は、副代理人の選任・監督の責任を負う(民法 105 条 1 項)。

⁽⁷⁸⁾ 一任契約であっても、個別の指示や解約の自由を不当に制約するものであつてはならないと考えられよう。なお、助言会社による働きかけが全くなく、株主が自発的に委任する場合には、勧誘がないことにならうが、助言会社が営業活動を一切行わないことは考えにくい。

勧誘があったとみなすこともできよう。その場合、助言会社は委任状規則に沿った参考書類の作成・交付等が必要となる。しかし、助言会社は多数の上場会社を対象に助言・代行を行うことから、参考書類の作成等は困難であろう。

委任状規則の目的を一般投資家の保護と考えれば、助言会社の顧客は、I S S が主張したように(II.-3.- (4) 参照)、主として機関投資家であり、特別の規制は不要との考えもありえよう⁽⁷⁹⁾。また、助言会社が顧客に開示すべき情報としては、議案の判断に必要な情報は委任状規則に基づく参考書類として会社から送付されることを前提とすれば、その種の情報を改めて助言会社から提供させる実益はない。助言会社が提供すべき情報としては、申し込みの段階では、自己の属性、議決権行使の判断プロセスや判断方針、対象会社との利害関係等であり、事後的には議決権行使の結果や理由の報告であろう。

前述のように、委任状規則は助言会社の存在を予想しておらず、委任状規則をそのまま助言会社に適用することは適当とも思えないが、現行規則を前提とする限り、助言会社が委任状の交付と賛否判断の一任を申し込むことは勧誘に該当し、実質的に実行困難のように考えられる。

もっとも、(3)で述べた、助言と事務代行の組み合わせ(助言に反する指示が可能)を利用すれば、実質的に同じことができるようと考えられる。

(書面投票の賛否判断の一任)

書面投票に関しては、次のように、株主の自由意思を害しないという条件付きで、書面投票自体の勧誘のほか、書面投票用紙の提出や記載の委任の申し込みも可能と解されている⁽⁸⁰⁾。

○ 書面投票用紙の第三者への交付委託

第三者が株主に対して書面投票をなすことの勧誘をすることは、株主の自由意思を害するものでない限り許されるであろう。第三者が株主より書面投票用紙を集めてその委任を受けて賛否を記入することも認められうると解する。…。株主は投票用紙の提出を委任し、またその記載を委任することもできる

他方、第三者が、書面投票における賛否の判断の一任を求めるることは、実質的に、議決権の代理行使の勧誘と同じ効果を有するため、委任状規則との関係が問題となるように思われる。

委任状規制の趣旨とされる、一般投資家の保護や相場操縦の禁止等を確保するためには、書面投票に際しても、少なくとも、株主から書面投票用紙を集める場合には委任状規則(と

⁽⁷⁹⁾ Ball[1991]197-198 頁は、委任状規則においても、発行開示における適格投資家向け私募の開示免除と同様の措置が取られるべきとの Elmer Johnson 見解を紹介し、支持している。

⁽⁸⁰⁾ 注解・菱田 201-202 頁。

同様の規制)が適用されるべきとの立法論はあろう。ただ、委任状規則は、「自己又は第三者に議決権の行使を代理させることを勧誘」する場合を前提としており、株主自らが議決権を行使する(ことを前提とする)書面投票は規制対象とされていない。委任状規則は、拡張的というよりは限定的に解されてきた(勧誘についても、文字通りに解されてきた)。現在の委任状規則をあえて適用しても投資家保護はそれほど期待できまい。現行法制においては、委任状規則は書面投票には適用されないと考えられよう⁽⁸¹⁾⁽⁸²⁾。

(5) 助言会社の名義による行使

(委任状)

助言会社が分析・推奨を超えて、自ら株主総会に出席することは想定したい。また、前述のように、代理人の資格が株主に限られるという制約もある。仮に助言会社が単位株を取得したうえで、株主に対して、議決権行使の助言・代行の一環として、自ら株主総会に出席することを前提として委任状の交付を求める、「自己に議決権の行使を代理させることを勧誘」したことになり、適用除外(勧誘対象が10名未満の場合)に該当しない限り委任状規則が適用されよう。

(書面投票)

書面投票は株主本人が行使することを前提としており、他人の名による行使は予定されていないと考えられる。書面投票用紙に本人による代理権授与の文言を記載し、行使者としての助言会社の名を記載する方法も考えられなくはないが、そのような手間をかける実益はないし、代理人の資格制限との関係も問題となりえよう。

⁽⁸¹⁾ なお、同じく株主に対する議決権行使の要請であっても、委任状によるか書面投票によるかによって規制が異なると考えられる事例として次の見解がある。

米国の機関投資家のように、株主名簿上は米国の株式保管機関の名義で、国内に常任代理人を置いている場合、発行会社が当該実質株主に対して議決権行使(会社提案への賛成を含む)を依頼することと委任状規則との関係について、概ね次のように整理される。河本・今井[1999]66-68頁。

- ・常任代理人による総会出席または委任状提出を前提とする場合
- 投資家に、常任代理人による議決権の代理行使に関し、委任状の作成ないし議決権行使の指示を依頼することは、「広い意味で議決権の代理行使の勧誘をする場合に当たると解せられる余地がある」
- ・書面による議決権行使を前提とする場合
- 常任代理人が、議決権行使書面に外国人株主の指示どおりの記載をして会社に提出することは、株主との関係では議決権行使の代理ないし代行の権限行使になるが、「発行会社との関係では、法律上、…外国人株主自身による書面投票があるにすぎない」。したがって、会社が実質株主に議決権行使の指示(賛成の指示を含む)を依頼しても、議決権の代理行使の勧誘にはあたらない。

なお、いずれも、実質株主自身が意思決定を行うことが前提となっている。

⁽⁸²⁾ ただし、委任状方式と書面投票方式で、実質的に同じ行為に対する規制が異なる点が本当に合理的かといった問題も残る。たとえば、株主提案を行った者が、(委任を勧誘せず)書面投票における支持を求めるに際して虚偽の資料を利用した場合、委任状規則が適用されることは適当であろうか。

4. 今後の展望

本稿を終えるにあたって、わが国において助言会社が成立する条件や、その助言・代行の法的位置づけのあり方について、簡単に展望しておく。

(1) 議決権行使の助言・代行業務が成り立つ条件

わが国で助言会社が利用されるようになるか否かについては、例えば、次のような点の見極めが必要であろう。

(機関投資家は議決権を適切に行使すべきであるとの規範の定着)

他人の資金の運用者である機関投資家は、もっぱら顧客の利益を図るために、相当の注意をもって議決権行使すべきであり、一律の白紙委任や棄権は受託者責任に反するとの規範の定着である。

初めに紹介したように、長期的観点から株式投資を行う機関投資家の投資規模の拡大や分散投資の定着は、「発言」へのインセンティブになる。機関投資家間の連携により効果的発言も可能となろう⁽⁸³⁾。ただ、議決権行使に要する費用を上回る投資成果の向上が合理的に期待できるという経済合理性から議決権行使を義務づけることは、必ずしも容易でないだろう。

むしろ、会社民主主義ないし適切なコーポレート・ガバナンスを確保するために、情報収集や判断能力を有する機関投資家⁽⁸⁴⁾は、その資金の源泉である個人に代わって、費用対効果の点で特段の問題があると考えられない限り、議決権を適切に行使すべきとの考えもありえよう(さもないと、経営者をチェックする株主がいなくなるという理由付けもできよう)。

議決権行使が受託者責任の一環と位置づけられ、受託者責任の遵守という観点から議決権の適切な行使が進む可能性も高いと思われるが、十分な理由付けがない場合には、表面的な対応に止まる可能性も大きかろう。

他方で、機関投資家自身のガバナンスの問題や利益相反等を踏まえれば、機関投資家による議決権行使には期待できない、あるいは期待すべきでないとの考えもありえよう。

(助言会社による分析・推奨の専門性)

助言会社が株主(一般的な機関投資家)にはない独自の専門性を有し、議決権行使のための有益で正確な情報を提供することが必要である。

まず、助言会社による議案の分析と投資判断の専門家が行う企業価値の分析との異同が問題となる。それらが同質ないし類似していれば、機関投資家自身によるインハウス対応

⁽⁸³⁾ なお、議決権の行使は、他の株主の賛成を得て多数派を形成しない限り、株主総会、ひいては会社の意思決定を左右するものではない。特に、株式持合い等による多数派形成がなされている場合には、それ以外の株主が議決権行使しても議案の可否への影響はないだろう。しかし、機関投資家による会社提案に対する反対(や棄権)の意思表示は、長期的に見れば経営陣にとっても無視できないであろうし、また、議決権を適切に行使すること自体の経営陣に対する規律付けの意義も小さくないと思われる。

⁽⁸⁴⁾ 実効的なモニターの主体たりうる条件として、①モニターを行うインセンティブ、②モニターを行うための十分な交渉力、③経営者に対する説得力、の三点があげられる(宍戸[1995]614 頁)。機関投資家はこれらの要件を満たしつつあるのではなかろうか。

が可能であろう⁽⁸⁵⁾。米国では、議決権行使の助言は主としてコーポレート・ガバナンスに関わる問題を対象としており、アナリストの行う企業分析とは異なるとの説明がなされる。日米の株主総会に提出される議案(株主提案を含む)の異同を十分に検討してみる必要がある。

次に、助言会社に独自の専門的能力があっても、議案を判断するために必要な情報開示が不十分であれば的確な分析や推奨は不可能である。また、議決権行使業務の季節性は、一般には助言会社の利用を促進する要因になるが、総会開催時期の極端な集中や議案判断期間の短かさは、助言会社による適切な判断自体を困難にする。議案に関する情報開示の充実や適当な判断期間の確保、さらには、投票手続きの電子化等のインフラ整備も必要となろう。

なお、受託者責任の遵守の観点から評価の高い助言会社を利用することが考えられるが、インハウスとの費用効果対比を経た上で、助言会社を適切に選任・監督することが必要であり、安易な責任転嫁は許されないことに留意すべきである。

(2) 助言会社の法的位置づけのあり方

米国では、勧誘の定義が広くかつ曖昧であったことから、委任状規則と委任投票助言との関係が問題となつたが、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割を重視する観点から、委任投票助言は株主、特に機関投資家にとって有益なものと位置づけられ、助言の公正を確保した上で規制緩和が進められた。

わが国における議決権行使の助言・代行業務と委任状規則との関係については、先に筆者なりの検討を行つたが、今後必要に応じて専門的な検討が望まれる。委任状規則は助言会社を想定したものではなく、また、書面投票は議決権の代理行使とは異なることから、解釈論には限界がある。

委任状規則や書面投票制度の立法趣旨に溯るとともに、近年のコーポレート・ガバナンスに関する議論も踏まえて、助言会社の業務の内容や効用を評価するとともに、予想される顧客の属性にも留意すべきであろう。

助言会社は機関投資家の適切な議決権行使(さらには、コーポレート・ガバナンスへの関与)を助けるものであるとすれば、新たな専門家として積極的に受け入れることが適當であろう。証券市場の拡大、深化にともない、投資顧問会社、証券アナリスト、格付機関といった専門家(機関)が出現し、有益な役割を果たしている。他方、助言会社の助言や代行の適正さ、特に利益相反の防止を確保する仕組みも必要であろう。その場合においても、助言会社の顧客は主として機関投資家と想定されることから、法規制や行政監督よりも、利用者の評価・選択による規律付けに任せることも考えられよう。

⁽⁸⁵⁾ なお、インデックス運用でアナリスト機能を省略した場合、それゆえに運用報酬が低いとすれば、助言会社を利用する意味があるのかとの疑問もある。また、いわゆるフリー・ライドの問題もある。

(参考3) 議決権行使と投資顧問業法の投資判断

① 投資顧問契約、投資一任契約の意義

投資顧問業法は、投資顧問業者を登録制(投資一任業務については認可制)としている。

投資顧問契約、投資一任契約は、次のように定義されている。

○ 有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律 2条(定義)

- ① この法律において、「投資顧問契約」とは、当事者の一方が相手方に対して有価証券の価値等又は有価証券の価値等の分析に基づく投資判断(投資の対象となる有価証券の種類、銘柄、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期についての判断…をいう。…)|に|関|し|、口頭、文書(…)|その他の方法|により助言|を行うことを約し、相手方がそれ|に対し報酬を支払うことを約する契約をいう。
- ④ この法律において、「投資一任契約」とは、次に掲げる契約をいう。
 - 1 投資顧問業者が、顧客から、有価証券の投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該顧客のために投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約
 - 2 (略)

② 議決権行使の助言・代行と投資顧問業法

「投資顧問契約」や「投資一任契約」には、議決権行使に関する助言の提供や判断の一任が含まれるか。含まれるとすれば、登録ないし認可業者でなければそのような業務は行えないことになるように思われる。

投資判断が、上記のように、「投資の対象となる有価証券の種類、銘柄、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期についての判断」とふえんされていることからは、議決権行使は投資判断には含まれず、(投資顧問会社でない)助言会社が議決権行使の助言を提供したり判断の一任を受けることは可能と考えられる。

また、投資一任契約においては、投資判断とともに議決権行使を一任することも、投資判断は一任するが議決権行使は委任しない(顧客またはその委任を受けた助言会社が指図する)ことも、いずれも可能と思われる⁽⁸⁶⁾。

⁽⁸⁶⁾ 投資顧問会社に特定金銭信託の運用を一任する場合の議決権行使の指図については、契約上、厚生年金基金制度や適格年金制度に係る契約については投資顧問会社が、その他の一般事業法人が委託者となる場合には事業法人自身が、行うことになっているようである。

(参考4) 議決権行使の代行と株券等の大量保有に関する開示制度

助言会社は、90年に導入された、証券取引法27条の23以下が定める「株券等の大量保有の状況に関する開示」(いわゆる5%ルール)⁽⁸⁷⁾において報告義務を課される「保有者」に該当するか。

「保有者」には、自己または他人の名義で株券等を所有する者のほか、米国法の実質的保有者(beneficial owner)にならって、次の各号に定める者が含まれる(27条の23 3項)。

1. 金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券の発行者である会社の株主としての議決権を行使することができる権限又は当該議決権の行使について指図を行うことができる権限を有する者(次号に該当する者を除く。)であつて、当該会社の事業活動を支配する目的を有する者
2. 投資一任契約(…)その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資をするのに必要な権限を有する者

1号の例としては、信託財産に属する議決権のみ有して、かつ、当該会社の事業活動支配目的を有する者、2号の例としては、信託財産に属する株券等の取得処分を決定する権限を有する場合の委託者、投資一任契約に基づき投資決定権を有する投資顧問会社があげられる⁽⁸⁸⁾。

助言会社が議決権行使の一任を受ける場合、1号の定義の前半に該当する可能性があるが、後半の「事業活動支配目的」がなく、保有者には該当しないと考えられる。

⁽⁸⁷⁾ 立法に際しては、米国法(証券取引所法13条(d)、およびSEC規則13D、付則13D等)等が参考にされた。なお、米国において、前述の規則14A(委任状規則)とともに規則13Dの適用範囲の曖昧さが、年金基金のコーポレート・ガバナンスへの積極的関与(特に他の年金基金との連携)に萎縮効果を及ぼしているとの指摘がある(Ball[1991])。

⁽⁸⁸⁾ 証券法制研究会[1995]316頁。ちなみに、大量保有報告書に記載する保有目的としては「純投資、政策投資、経営参加、支配権の取得等」と例示される。同314頁。

参考文献

- 稻葉威雄[1998]「株主総会の開示機能」(『商法と商業登記』商事法務研究会、所収)
- 今井宏[1971]『議決権代理行使の勧誘—株主総会の委任状制度に関する法的規制の研究—』商事法務研究会
- 上柳・鴻・竹内編集代表[1986]『新版注釈会社法(5)会社の機関(1)』有斐閣
- 大澤和行[1999]「公的年金自主運用におけるコーポレート・ガバナンスのありかた」(『年金運営の実務課題(上)』年金資金運用研究センター、所収)
- 鴻常夫[1968]「証券投資信託と株主議決権の行使」商事法務研究 445 号
- 加藤修[1995]「議決権代理行使と書面投票」(竹内編『特別講義商法 I』有斐閣、所収)
- 河本一郎・今井宏[1999]『会社法 鑑定と実務』有斐閣
- 黒沼悦郎[1992]「株主間のコミュニケーションと委任状勧誘規則—アメリカにおける機関投資家現象の一断面—」インベストメント 45 卷 6 号
- 小櫻純[1998]「米国従業員退職所得保護法と議決権」(『退職後所得保護の法理—ERISA 研究—』滋賀大学経済学部研究叢書第 29 号)、所収)
- 宍戸善一[1995]「生命保険相互会社のコーポレート・ガバナンス」(落合・江頭・山下編『現代企業立法の軌跡と展望』商事法務研究会、所収)
- 志谷匡史[1993]「委任状『勧誘行為』の意義」商事法務 1330 号
- 同[1995]『マーケットメカニズムと取締役の経営責任』(特に、第 2 部第 1 章 米国委任状勧誘規則の展開)商事法務研究会
- 証券取引法研究会[1975]『アメリカと日本の証券取引法(上巻・下巻)』商事法務研究会
- 証券法制研究会[1995]『逐条解説証券取引法』商事法務研究会
- 陣場隆[1999]「公的年金自主運用における信託の新たな役割」(『公的年金運営の課題(下)』年金資金運用研究センター、所収)
- 杉井敬[1996]「日米の年金基金とコーポレート・ガバナンス—年金基金による株主権行使について—」年金研究(年金資金運用研究センター) 2 号
- 鈴木竹雄[1967]「証券投資信託と議決権」商事法務研究 428 号
- 首藤恵・鈴木裕[1998]「わが国年金基金のコーポレート・ガバナンス」証券アナリストジャーナル 36 卷 8 号
- 武井伸次[1999]「コーポレート・ガバナンスをめぐって」企業年金(厚生年金基金連合会) 18 卷 1 号
- 龍田節[1968]「株式会社の委任状制度—投資者保護の視点から—」インベストメント 21 卷 1 号
- 同[1971]「委任状勧誘の規制」(証券取引法研究会におけるレポート)インベストメント 24 卷 2 号
- 同編[1979]「委任状勧誘に関する規則」証券研究 57 卷
- 田中誠二・堀口亘[1990]『全訂コメントール証券取引法』勁草書房

新山雄三[1994]「議決権行使の代理資格制限」(奥島・宮島編『商法の判例と論理』日本評論社、所収)

日本証券経済研究所編[1998]『図説アメリカの証券市場 1998 版』日本証券経済研究所

野村證券株式会社法務部・川村和夫編、神田秀樹監修[1997]『注解証券取引法』有斐閣

橋本孝一[1998]「株主総会における議決権行使の実際」(『商法と商業登記』商事法務研究会、所収)

橋本基美[1995]「株主提案権にみる日米の株主行動[1]～[3]」商事法務 1385～1387 号

同[1998]「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」証券アナリストジャーナル 36 卷 8 号

浜田道代[1982]「委任状規則」証券研究 65 卷

同[1986]「委任状と書面投票」(龍田・神崎編『証券取引法大系』商事法務研究会、所収)

菱田政宏[1960]『株主の議決権行使と会社支配』酒井書店

深尾光洋[1999]『コーポレート・ガバナンス入門』ちくま新書

藤田利之[1999]『日本企業にモノ申す外国人株主』東洋経済新報社

前田重行[1997]『株主総会制度の研究』(特に、第 3 章 株主総会における議決権行使の機会の保障と書面投票制度)有斐閣

ビル・マホニー、伊藤邦雄監訳・関孝哉訳[1997]『株主の権利と主張—コーポレート・ガバナンス革命—』中央経済社

レイ・ロス、日本証券経済研究所証券取引法研究会訳[1989]『現代米国証券取引法』商事法務研究会

Colleen D. Ball[1991], Regulation 14A and 13D: Impediments to Pension Fund Participation in Corporate Governance, Wisconsin Law Review, Jan. 1991/Feb. 1991(1991 Wis. L. Rev 175)

Louis Loss, Joel Seligman, Securities Regulation(3rd Ed.) Little Brown and Company
特に、[1990]Volume IV、[1996]1996 Supplement

Louis Loss, Joel Seligman[1995], Fundamentals of Securities Regulation(3rd Ed.) Aspen
Law & Business