

ミューチュアル・ファンドと コーポレート・ガバナンスの法規制

畠 田 公 明*

- 1 はじめに
- 2 ミューチュアル・ファンドの意義と仕組み
- 3 インデックス・ファンドとコーポレート・ガバナンス
- 4 ミューチュアル・ファンドにおける利益の衝突 - 結びにかえて -

1 はじめに

1930年代に、バーリ（Berle）＝ミーンズ（Means）は、当時の大規模株式会社の株式の所有が広範囲に分散され、個々の株主が少数の株式を有することが促進されたこと⁽¹⁾、その会社の株式が広範囲に分散されることによって、会社の経営を支配するのに十分な株式を有する者がいなくなり、所有と支配の分離が生じること⁽²⁾、その結果、経営者が会社を支配しているということ⁽³⁾を指摘した⁽³⁾。すなわち、株式の分散により、株主は、経営者が支配する会社の富（wealth）を受動的投資（passive investment）として保有する

*福岡大学法学部教授

(1) Adolf A.Berle, Jr.and Gardiner C.Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 47-68 (MacMillan, 1932) (以下、Berle and Means (バーリ＝ミーンズ) という)。

(2) Id.at 84, 88.

(3) Id.119-25.

者にすぎないことになる⁽⁴⁾。

上記のような所有と経営の分離により、プリンシパル=エージェント (principal-agent) 問題が生じ、経営者 (エージェント) がいつも株主 (プリンシパル) の指図に完全に従うとは限らない⁽⁵⁾。さらに、グループとしての株主のために利得の可能性があるにもかかわらず、各株主は企業および全株主にもたらされる利得のほんの一部分のみを得るにすぎないであろうという理由で、各株主にとって単独で行動するとき何もしないことが合理的である、といわれる株主間の集団的行動問題 (collective action problems) が指摘されている⁽⁶⁾。株主は個々にごく少数の株式を有するにすぎないので、経営陣のパフォーマンスを監視したり、集団的に監視することを困難にする調整コストに立ち向かうことができず、分散化された株主が経営陣に対して最適の監視をすることが妨げられる⁽⁷⁾。

しかしながら、前記のバーリ=ミーンズにおける分散化した株主の時代とは異なり、今日では、アメリカの公開会社の株式の大多数は大規模な機関投資家 (institutional investors) の掌中に統合されている⁽⁸⁾。ところで、機関投資家という用語には、多様な構造および動機を有する機関が含まれる⁽⁹⁾。

(4) Mark J.Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, 6 (Princeton University Press, 1994).

(5) Dorothy S. Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 J. Corp. L. 493, 498 (2018); Roe, *supra* note 4, at 7.

(6) See, e.g., Robert C. Clark, *Corporate Law*, 390-94 (Little, Brown and Company, 1986) (集団的行動問題には、合理的無関心 (Rational Apathy) 問題、フリー・ライダー (Free Rider) 問題および株主間の公正性 (Fairness) 問題を含める); Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 Geo. L.J. 445, 453-57 (1991); Roe, *supra* note 4, at 6.

(7) Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 Colum. L. Rev. 863, 864-65 (2013); Lund, *supra* note 5, at 498.

(8) Gilson and Gordon, *supra* note 7, at 865; Lund, *supra* note 5, at 498.

(9) See, e.g., Edward B. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, U.P.A. Carey

その類型として大別すれば、①公開会社である営利の資産管理者(asset managers)⁽¹⁰⁾、②非営利の相互管理会社(mutual and nonprofit management companies)⁽¹¹⁾、③公務員年金基金(pension funds)⁽¹²⁾および④組合関連基金(union-related funds)⁽¹³⁾の類型が挙げられる。本稿では、上記類型③・④以外のいわゆるミューチュアル・ファンドを中心に検討する。なお、ヘッジ・ファンド(Hedge Fund)もまた機関投資家ではあるが、上記の年金基金やミューチュアル・ファンドのような伝統的な機関投資家とは異なり、長期的投資というより、支配権変更の取引の脅威を与えるなどの方法で短期間で迅速に経済的利益を得ることを目的とするものである⁽¹⁴⁾。

ミューチュアル・ファンドの歴史として、その始まりは1770年代のオランダにさかのぼり、あるオランダ商人がクローズド・エンド(closed-end)⁽¹⁵⁾

Law School, Penn Law: Legal Scholarship Repository 1, 2-7 (2015).

https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2459&context=faculty_scholarship; Lund, supra note 5, 498 n.16.

- (10) 類型①の例として、BlackRock と State Street が挙げられる。なお、Fidelity Management & Research Company のように非公開会社の場合もあるが、この会社は、ミューチュアル・ファンド(mutual funds)のFidelityファミリーに対する投資顧問(investment advisor)として行為するものであり、また、このグループには営利目的の保険会社および貯蓄機関も含まれる。Rock, supra note 9, at 5-6.
- (11) 類型②の例として、Vanguard funds 所有の管理会社が挙げられるが、この会社は Vanguard の参加者(投資家)によって間接的に所有され、他方、College Retirement Equity Fund (CREF) は非営利会社であり、その受託者は参加者によって直接選任される。Rock, supra note 9, at 6.
- (12) 類型③の例として、例えば CalPERS の取締役会は政治家により指名されるか、または投票者により直接選出される。これらの基金は政治的圧力に反応するのが一般的である。Rock, supra note 9, at 6; Lund, supra note 5, at 498 n.16.
- (13) 類型④の例として、例えば American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations (AFL-CIO) は典型的に労働課題を追求する。Rock, supra note 9, at 6; Lund, supra note 5, at 498 n.16.
- (14) See, e.g., Alon Brav, Weo Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, 63 J.Fin.1729, 1735 (2008); Lund, supra note 5, at 498 n.16.
- (15) クローズド・エンド型ファンドの意味については、本稿 7-8 頁参照。

の初期型のミューチュアル・ファンド (mutual fund) を考案して公衆に売却したといわれている⁽¹⁶⁾。アメリカでは、1924年にボストンの金融業者がアメリカで最初となるミューチュアル・ファンドの Massachusetts Investors Trust を設立した⁽¹⁷⁾。その後、1929年アメリカの株価大暴落が発生し、この暴落に対応するため、証券業の連邦規制が行われた⁽¹⁸⁾。投資家の信頼を回復させるために、まず、1933年証券法 (Securities Act in 1933)⁽¹⁹⁾、次に1934年取引所法 (Exchange Act in 1934)⁽²⁰⁾、また、ミューチュアル・ファンド業については、1940年に投資会社法 (Investment Company Act [ICA])⁽²¹⁾ および投資顧問法 (Investment Advisers Act [IAA])⁽²²⁾ が制定された。

機関投資家は、1950年にはアメリカの株式市場の7%の割合を占めていたにすぎなかったが⁽²³⁾、1996年には50%を超えて⁽²⁴⁾、2017年当時の機関投資家は合わせて70-80%の割合を占めている⁽²⁵⁾。その中で、アメリカの代表的な機関投資家である Black-Rock, Vanguard および State Street が合わせてアメリカのすべての公開会社の少なくとも40%の大株主となっている⁽²⁶⁾。とり

(16) Sean J. Griffith, Opt-In Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority, 98 Tex. L. Rev.983, 996 n.65 (2020).

(17) William A. Birdthistle, Compensating Power: An Analysis of Rents and Rewards in the Mutual Fund Industry, 80 Tul. L. Rev.1401, 1412 (2006).

(18) Birdthistle, supra note 17, at 1412-13; Griffith, supra note 16, at 996.

(19) 15 U.S.C.A. § § 77a-77aa.

(20) 15 U.S.C.A. § § 78a-78qq.

(21) 15 U.S.C.A. § § 80a-1 to 80a-64.

(22) 15 U.S.C.A. § § 80b-1 to 80b-21.

(23) Eric A. Posner, Fiona M. Scott Morton, and E. Glen Weyl, A Proposal to Limit the Anti-competitive Power of Institutional Investors, 81 Antitrust L.J.669, 673 (2017); Assaf Hamdani and Sharon Hannes, The Future of Shareholder Activism, 99 B.U. L. Rev.971, 973 (2019).

(24) Paul A. Gompers and Andrew Metrick, Institutional Investors and Equity Prices.116 Q.J. Econ.229, 230 (2001); Lund, supra note 5, at 498.

(25) Posner, Morton, and Weyl, supra note 23, at 674; Hamdani and Hannes, supra note 23, at 973,979.

(26) Posner, Morton, and Weyl, supra note 23, at 674.

わけ、インデックスファンド・マネージャー（index fund managers）のビッグ・スリー（Big Three）といわれる Blackrock、Vanguard および State Street Global Advisors（SSGA）は、S&P500の会社において、1998年には5.2%の割合を占めていたが、2019年当時にはその4倍の25%の割合を占めるようになってきている⁽²⁷⁾。

前述したようにバーリ＝ミーンズによって指摘された株式分散による所有と経営の分離、経営者支配の場合に、前記のエージェンシー・コスト（agency cost）問題および株主間の集团的行動問題が生じることが論議された。しかしながら、現在のように大規模な機関投資家に株式が集中することになった場合では、上記の問題は解消されるのであろうか。これに対し、ガバナンスに対して受動的アプローチをとる受動的ファンド（passive funds）の増大により、新たな集团的行動問題や複雑な規制に対処するためのガバナンス介入費用の増加などの問題が指摘されている⁽²⁸⁾。

本稿では、まず、ミューチュアル・ファンドの意義と仕組みについて概観して、次に、インデックス・ファンドとコーポレート・ガバナンス⁽²⁹⁾について、ファンドの投資家の権利、ファンドの運営、および投資顧問によるファンドの有する株式の議決権行使などを検討し、最後に、結びにかえて、ミューチュアル・ファンドにおける利益の衝突を考察する。

(27) Lucian Bebchuk and Scott P. Hirst, Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy, 119 Colum. L. Rev. 2029, 2033 (2019); Lucian Bebchuk and Scott Hirst, The Specter of the Giant Three, 99 B.U. L. Rev. 721, 724 (2019).

(28) See e.g., Lund, *supra* note 5, at 499-501.

(29) アメリカのコーポレート・ガバナンス論の変遷について、拙稿「コーポレート・ガバナンスと社会的営利会社法」福岡大学法学論叢66巻1号92頁以下（2021）参照。

2 ミューチュアル・ファンドの意義と仕組み

(1) ミューチュアル・ファンドの意義

ミューチュアル・ファンド (mutual fund) は、多くの投資家からの資産をプール (pool) するものであり⁽³⁰⁾、投資会社法 (Investment Company Act [以下「ICA 法」とする])⁽³¹⁾に従って証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission [以下「SEC」とする]) によって規制される、アメリカの州法のもとで設立される投資会社 (investment company)⁽³²⁾である。

ICA 法は、投資会社について、①証券の投資・再投資または取引に主として従事するかまたは従事する目的がある証券発行者、②分割払型 (installment type) の額面証券⁽³³⁾の発行に従事するかあるいは従事する目的があり、またはそのような社外の分割払型証券を有する証券発行者、または③証券の

(30) See, e.g., Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, and Scott Hirst, The Agency Problems of Institutional Investors, *J. Econ. Persp.* 89, 94 (2017); Jill Fisch, Assaf Hamdani, and Steven Davidoff Solomon, The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors, 168 *U. Pa. L. Rev.* 17, 22 (2019); Michal Barzuza, Quinn Curtis, and David H. Webber, Shareholder Value(S): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance, 93 *S. Cal. L. Rev.* 1243, at 1254 (2020); SEC, Mutual Fund and ETFs: A Guide for Investors, <https://www.investor.gov/sites/investorgov/files/2019-02/mutual-funds-ETFs.pdf>, 4, 49-50.

(31) 15 U.S.C.A. § 80a-1 to-64 (1940).

(32) 15 U.S.C.A. § 80a-2 (8) (「company」とは、株式会社 (corporation)、組合、社団 (association)、ジョイント・ストック・カンパニー (joint-stock company)、信託ファンド、法人格の有無にかかわらず組織化された人の集団 (group) などであるとの定義を規定する); Jill E. Fisch, Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries, 158 *U. Pa. L. Rev.* 1961, 1967 (2010) (典型的な例として株式会社 (corporation) および事業信託 (business trust) を挙げる)。投資会社は、原則として登録が義務づけられる。

(33) 額面証券 (face-amount certificate) とは、ある一定のまたは確定可能な額の定期的分割払の支払の対価として、証券発行日後24ヶ月以後の固定したまたは確定可能な日に、一定のまたは確定可能な額を支払う発行者側の債務を表示する、証書、投資契約、またはその他の証券を意味する (当該証券は「分割払型」(installment type) の額面証券として知られるものである)。または、一括払の支払を対価として、額面証券会社側の同様の債務を表示する証券を意味する (当該証券は「全額払込」(fully pay) 額面証券として知られる)。15 U.S.C.A. § 80a-2 (15).

投資・再投資・保持または取引に従事するかまたは従事する目的を有し、そして、政府証券⁽³⁴⁾および現金項目を除く総資産の価格の40%を超える価格を有する投資証券を所有したまたはその投資証券を取得する目的がある証券発行者、と定義する⁽³⁵⁾。その上、ICA法により、投資会社について、三つの主要な種類として、額面証券会社（face-amount certificate company）、ユニット（単位）型投資信託（unit investment trust）および管理型会社（management company）に分類される。①額面証券会社は、分割払型の額面証券の発行に従事するかあるいは従事する目的があり、またはそのような社外の分割払型証券を有する投資会社を意味し⁽³⁶⁾、②ユニット（単位）型投資信託（unit investment trusts（UITs））は、①信託証書、保管もしくは代理の契約書、または類似の証書のもとで設立されたものであり、②取締役会を有せず、また、③一単位の特定の証券における未配当の利益を表示する各証券のみを償還可能な証券（redeemable securities）⁽³⁷⁾を発行する投資会社を意味し（議

(34) 政府証券（government security）とは、合衆国により発行され、または合衆国議会により承認された権限に従って合衆国政府の支配または監督のもとで合衆国政府の機関として行動する者により発行される証券、または、元本または利息に関して合衆国または上記の者により保証されている証券を意味し、または上記の者のための譲渡可能定期預金証書（certificate of deposit）を意味する。15 U.S.C.A. §80a-2 (16)。

(35) 15 U.S.C.A. § 80a-3 (a) (1)。投資会社は、原則としてSECの登録が義務づけられる。15 U.S.C.A. § § 80a-7, 80a-8。

(36) 15 U.S.C.A. § § 80a-2 (15), 80a-4 (1), 80a-28。

(37) 償還可能証券（redeemable security）とは、短期証券（short-term paper）以外の証券で、証券所持者がその証券発行者または当該発行者により指定された者に対する当該証券の呈示に基づき、おおよそ当該発行者の現在の純資産に対する当該証券保有者の比例的持分、またはそれに相当する現金を受領する権利を有する証券を意味する。15 U.S.C.A. § 80a-2 (32)。なお、短期証券とは、支払猶予日を除き、一覧払いまたは発行日から9ヶ月以内の満期である約束手形、支払指図書、為替手形または銀行の引受手形、またはこれらの書換証書で、一覧払いもしくは同様に制限された満期のある上記の証券を意味する。15 U.S.C.A. § 80a-2 (38)。また、SECが規則（rules）およびレギュレーション（regulations）によって指定するもので、投資的性質よりもむしろ商事的性質を有するその他の種類の証券も短期証券とする。Id.

決権信託⁽³⁸⁾を除く)⁽³⁹⁾、③管理型会社は、額面証券会社または単位型投資信託以外の投資会社を意味する⁽⁴⁰⁾。

また、上記③の管理型会社は、オープン・エンド型会社 (open-end company) とクローズド・エンド型会社 (closed-end company) とに分けられる。オープン・エンド型会社は、償還可能証券の売付申込 (offering for sale) または当該証券を社外に発行している管理型会社を意味すると定義され⁽⁴¹⁾、他方、クローズド・エンド型会社は、オープン・エンド型会社以外の管理型会社を意味すると定義される⁽⁴²⁾。

これに対し、SEC は、オープン・エンド型投資会社またはオープン・エンド型ファンド (open-end investment companies or open-end funds (ミューチュアル・ファンドと大部分のETFs))、クローズド・エンド型投資会社またはクローズド・エンド型ファンド (closed-end investment companies or open-end funds) およびユニット型投資信託 (unit investment trusts (一部分のETFs)) の類型に分ける。SEC では、オープン・エンド型投資会社またはオープン・エンド型ファンドはファンド (またはファンドのためのブローカー (broker)⁽⁴³⁾を通して) から購入される株式およびそのファンドに

(38) 議決権信託 (voting trust) について、模範事業会社法によれば、1人または2人以上の株主が、信託の規定 (信託の目的と一致するもの含む) を示す合意書 (agreement) に署名して当該株主の有する株式を受託者に移転することにより、当該株主のために議決権行使またはその他の行為を行う権利を受託者に付与して、議決権信託を設定できると規定される。See Model Bus. Corp. Act Ann., § 7.30, at 7-209 (5th Edition 2020) (議決権信託の効力は原則として10年間と制限されている)。

(39) 15 U.S.C.A. § 80a-4 (2), 80a-26. ユニット型投資信託は、ユニットと呼ばれる特定の一定数の償還証券のみに関する一定期間の募集をし、ユニット型投資信託が設けられた時に特定される日に終了するものである。SEC, *supra* note 30, at 5, 52.

(40) 15 U.S.C.A. § 80a-4 (3).

(41) 15 U.S.C.A. § 80a-5 (a) (1).

(42) 15 U.S.C.A. § 80a-5 (a) (2).

(43) 15 U.S.C.A. § 80a-2 (a) (6) (broker の用語は1934年証券取引所法3条に定められた意味と

よって償還される株式を、継続的に売付（sell）をするものであると定義される⁽⁴⁴⁾。他方、クローズド・エンド型投資会社またはクローズド・エンド型ファンドは、売却のための株式を継続的に提供するものではなく、New York Stock Exchange または Nasdaq Stock Market のような 2 次市場（secondary market）⁽⁴⁵⁾で後に取引される一定数の株式をある時期（第一次募集（initial public offering））に売付をするものであると定義される⁽⁴⁶⁾。

ミューチュアル・ファンドは、オープン・エンド型投資会社であり⁽⁴⁷⁾、クローズド・エンド型投資会社とともに、前記③の管理型投資会社に分類される。また、ETFs（exchange-traded funds）は、一般にオープン・エンド型ファンドとして設立されるが、また、ユニット型投資信託として設立されうることもある⁽⁴⁸⁾。

（2）ミューチュアル・ファンドと ETFs の仕組み

（ア）ミューチュアル・ファンド　ミューチュアル・ファンドは、多くの投資家からの資金をプールし、その資金を、株式、債券、短期金融市場証券、その他の証券もしくは資産、または、これらの投資を組み合わせたものに投資する、SEC 登録オープン・エンド型投資会社（SEC-registered open-end investment company）であるとされる⁽⁴⁹⁾。ミューチュアル・ファンド

同様であるとする。ただし、ある者が 1 または 2 以上の投資会社のための引受人（underwriter）である事実の理由のみでは、当該者はブローカーに含まれない。ブローカーは、買主・売主間の仲介者として行為する人であり、通常、取引を実行するために手数料（commission）を請求する。SEC, supra note 30, at 46.

(44) SEC, supra note 30, at 5, 50.

(45) 2 次市場とは、既存の証券が売却される市場である。SEC, supra note 30, at 51.

(46) SEC, supra note 30, at 5, 46.

(47) Id.at 5, 49-50.

(48) Id.at 5-7, 48-49.

(49) Id.at 4-5. オープン・エンド型会社（Open-End Company）は、投資会社の一種類であり、ミューチュアル・ファンドおよび大部分の ETFs についての法的名称である。Id.at 5, 50.

が所有する証券および資産の組合わせはポートフォリオ (portfolio)⁽⁵⁰⁾として知られ、SEC 登録投資顧問 (SEC-registered investment adviser)⁽⁵¹⁾によって管理される。

ミューチュアル・ファンドの投資家は、一般的に、そのファンドが発行する株式 (shares) をそのファンドから直接またはブローカーのような投資専門家を通して購入し、その資金はファンドの資産となる。これらの資産は多数の証券に投資されるが、ミューチュアル・ファンドは上場会社の株式 (equity) に投資することが多い⁽⁵²⁾。ミューチュアル・ファンドの投資家は、ファンドから購入したその株式について買主を見つける必要はなく、いつでも当該株式の償還をファンドに請求して、ファンドの時価の純資産価額の比例的配分を金銭等で受け取ることができる⁽⁵³⁾。

(イ) ETFs ETFs とは、ミューチュアル・ファンドと同様に、株式、債券、その他の証券もしくは資産、または、これらの投資を組み合わせたものに投資するファンドに、投資家の資金をプールする方法の申込をその投資家に行い、その代わりに、その投資プールにおける利益を受け取る SEC 登録投資会社 (SEC-registered investment company) であるとされる⁽⁵⁴⁾。しかしながら、ミューチュアル・ファンドとは異なり、ETFs は、個々の株式を

(50) ポートフォリオは、個人または組織体が株式・債券または他の証券および資産の組合わせを保有するものをいう。SEC, *supra* note 30, at 50.

(51) 投資顧問 (investment adviser) は、一般に、株式、債券またはミューチュアル・ファンドに投資することに関して特定の者に個々の目的に合った助言を与えることに対して報酬を受け取る個人または組織体をいう。15 U.S.C.A. § 80b-2; SEC, *supra* note 30, at 48.

(52) See, e.g., Investment Company Institute, 60th edition Investment Company Fact Book 11 (2019), https://www.ici.org/system/files/attachments/pdf/2020_factbook.pdf (2019年の Total Net Assets of Worldwide Regulated Open-End Funds の45%が Equity である); Barzuza, Curtis, and Webberr, *supra* note 30, at 1254.

(53) 15 U.S.C.A. § 80a-2 (a) (32); SEC, *supra* note 30, at 4; Barzuza, Curtis, and Webberr, *supra* note 30, at 1254.

(54) SEC, *supra* note 30, at 6.

小口投資家（retail investors）に直接に売付を行ったり、あるいは、小口投資家から直接にその個々の株式を償還したりすることはない。その代わりに、ETFs 株式は、証券取引所の取引日の間、その株式の純資産価額と同一であるかどうかとは無関係の市場価格で取引される⁽⁵⁵⁾。

ETFs のスポンサー（sponsors）は、一または二以上の公認参加者（Authorised Participants）⁽⁵⁶⁾と契約関係を締結する。一般的に、公認参加者がETFs から直接に株式の購入および償還を行う。その上、公認参加者は、一般的に設定ユニット（creation unit）⁽⁵⁷⁾と呼ばれる大きなブロック（例えば50,000 ETFs 株式）においてのみ購入および償還をすることができ、また、一般的にETFs のポートフォリオを反映する証券および他の資産の一グループまたはバスケット（basket）と同種の交換で、通常、設定ユニットのために支払をする⁽⁵⁸⁾。

いったん公認参加者がETFs 株式のブロックを受け取ると、公認参加者は投資家に第2市場でETFs 株式の売付を行うことができる。ETFs 株式は、その市場価格が原持株の価額よりも高いとき、プレミアム付きで取引される。ETFs 株式は、その市場価格が原持株の価額よりも低いとき、割引して取引される。ETFs が経験するプレミアム付きと割引の混在する履歴、すなわち、一株当たり市場価格の終値と比較されたETFs の一株当たり純資産価額は、

(55) Id.

(56) 公認参加者（Authorised Participants）は、一般的には大規模なブローカー・ディーラー（broker-dealers）である金融機関であり、ETFs 株式の設定ユニット（creation unit）の買入れおよび償還をするためにETFs と契約関係を締結する。SEC, supra note (30), at 45.なお、1934年証券取引所法3条は、participant の用語について、証券取引の清算または決済、証券の譲渡・担保・貸付けなどを行うため証券取引代理店（clearing agency）を用いる者を意味すると定める。15 U.S.C.A. § 78c (a) (23) (24).

(57) 設定ユニット（creation unit）は、ETFs の株式の大きなブロックであり、一般的に50,000 株式またはそれ以上で、通常、公認参加者に現物交換において売却される。SEC, supra note 30, at 47.

(58) SEC, supra note 30, at 6.

通常、ETFs またはそのスポンサーのウェブサイトで見られる⁽⁵⁹⁾。

(ウ) ミューチュアル・ファンドの組織構造 ICA 法は、ミューチュアル・ファンドの取締役会の構成員の中に、少なくとも40%の利害関係を有しない者の選任を要求する⁽⁶⁰⁾。その取締役会は、投資顧問(investment advisor)との当該ファンドの契約⁽⁶¹⁾、ファンド資産の評価⁽⁶²⁾、およびファンドの投資方針の遵守の監視に関して責任を負う⁽⁶³⁾。なお、ICA 法によって、ファンドの投資目的または方針などの変更⁽⁶⁴⁾、報酬などに関する投資顧問との契約⁽⁶⁵⁾について、投資会社の株主の議決権の過半数の承認が要求される⁽⁶⁶⁾。

個々のミューチュアル・ファンドは、当該ファンドの資産に権原を有する別個の法的主体であるが、そのファンド自体は流動資産(liquid assets)のプールをしたものにすぎず、ミューチュアル・ファンドは外部の第三者である投資顧問によって運営される⁽⁶⁷⁾。投資顧問は、顧問契約にしたがって当該ファンドの投資および取引決定などを行う⁽⁶⁸⁾。

(3) 投資顧問・投資マネージャーおよびファンド・ファミリー

(ア) 投資顧問・投資マネージャー 投資顧問については、ICA 法⁽⁶⁹⁾の定義によれば、証券の価格に関して、または証券への投資、証券の購入また

(59) Id.

(60) 15 U.S.C.A. § 80a-10 (a) (2006) (投資会社に利害関係を有する者が取締役会の構成員の60%以上である場合には、投資会社の登録が認められないと規定する。)

(61) 15 U.S.C. A. § 80a-15 (1987).

(62) 17 C.F.R. § 270. 22c-1 (2018).

(63) Fisch, *supra* note 32, at 1968.

(64) 15 U.S.C.A. § 80a-13 (a) (2010).

(65) 15 U.S.C.A. § 80a-15 (a) (1987).

(66) Fisch, *supra* note 32, at 1968.

(67) Id.

(68) Id.

(69) 15 U.S.C. A. § § 80b-1 to -21 (1940).

は売却に関して、直接に、または出版物もしくは書面のいずれかによって他の者に助言する業務に従事する者、または、報酬のため、および正規の業務の一部として、証券に関する分析もしくは報告の発表もしくは公表をする者を意味するとされる⁽⁷⁰⁾。投資顧問は登録されることが要求される⁽⁷¹⁾。SECの説明によれば、投資顧問は、「一般に、株式・債券またはミューチュアル・ファンドに投資することに関して特定の者に適合する個々の助言を与えることに対して報酬を受け取る人または組織体。投資顧問のなかには、また、ミューチュアル・ファンドを含む、証券のポートフォリオを管理するものもある」とされる⁽⁷²⁾。

ミューチュアル・ファンドはその取締役会を有するが、一般的に、そのファンドの管理は外部の投資顧問（または管理会社（management company））によって行われている⁽⁷³⁾。ファンドに代わって投資決定をするのは、投資顧問および投資顧問によって雇用されたポートフォリオ・マネージャー（portfolio managers）である⁽⁷⁴⁾。これらの者は、投資マネージャー（investment managers）といわれることがある⁽⁷⁵⁾。

また、単一の投資顧問は、しばしば異なる投資戦略を用いて異なる組の投資家を有する多重のファンドを管理しており、投資顧問のなかには、年金基金、保険会社などのような他の顧客に代わって資産を管理するものもある⁽⁷⁶⁾。

(70) 15 U.S.C. A. § 80b-2 (a) (11) (2010)（銀行・ブローカー・ディーラーなどは除かれる）。

(71) 15 U.S.C. A. § 80b-3 (a) (2019).

(72) SEC, *supra* note 30, at 48.

(73) John Morley, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Funds Structure and Regulation*, 123 *Yale L.J.*1228, 1232, 1236, 1252 (2014); Marcel Kahan and Edward B. Rock, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders Be Shareholders*, 100 *B.U. L. Rev.*1771, 1779 (2020); Bebchuk, Cohen, and Hirst, *supra* note 30, at 94.

(74) John Morley and Quinn Curtis, *Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds*, 120 *Yale L.J.*84, 92 (2010); Kahan and Rock., *supra* note 73, at 1779.

(75) Bebchuk, Cohen, and Hirst, *supra* note 30, at 94.

(イ) ファンド・ファミリー ファンド・ファミリー (fund family) は、管理およびファンド株式売却のシステムを共有するミューチュアル・ファンドのグループであり、ファミリーにおける各ファンドは投資目的が異なり、異なる戦略に従うものを意味する⁽⁷⁷⁾。また、共通の管理の下にあるファンドのグループとして、ファンド複合体 (fund complexes) という用語が使われることもある⁽⁷⁸⁾。實際上、一般に、ミューチュアル・ファンドは多数のファンドを管理する複合体によって運営されており、同一のファンド・ファミリーにおけるファンドは、一般的に同一の取締役会構成員を有する⁽⁷⁹⁾。投資顧問は、しばしばファンド・ファミリーと連携しており、例えば、FMR Inc. (「FMR」)は大部分の Fidelity ファンドのための投資顧問であり、また、Vanguard Group, Inc. (「VGI」)は大部分の Vanguard ファンドのための投資顧問であり、さらに、Fidelity Contrafund、Vanguard Primecap Fund、および Vanguard 500 Index Fund は、全てミューチュアル・ファンドの例である⁽⁸⁰⁾。

(4) 受動的ファンドと活動的ファンド

ミューチュアル・ファンドは、大別すると2つに分類される。平均よりも利益を生みそうである株式を選ぶことによって市場に打ち勝つことを求めて活動的に運営されるファンド (actively managed funds or active funds) と、可能な限り最低のコストで市場に連動することのみを求める受動的なファン

(76) Kahan and Rock, *supra* note 73, at 1779.

(77) SEC, *supra* note 30, at 30 (ファンドの中には、ファンドのファミリー内で、株主の投資目的またはリスク変更の許容として、その株主があるファンドから他のファンドへ持株を直接に譲渡することができる交換権を提供するものもあるとする)。

(78) Donald W. Glazer, A Study of Mutual Fund Complexes, 119 U. Pa. L. Rev. 205, 206-07 (1970).

(79) Morley and Curtis, *supra* note 73, at 92; Kahan and Rock, *supra* note 73, at 1780 n.28; Barzuzza, Curtis, and Webber, *supra* note 30, at 1254.

(80) Kahan and Rock, *supra* note 73, at 1780.

ド（passive funds）である⁽⁸¹⁾。受動的ファンドは、市場指数に連動するインデックス・ファンド（index funds）と上場投資信託（exchange traded funds〔以下「ETFs」とする〕）を含む用語であり、他方、活動的ファンドは、活動的なヘッジ・ファンド（hedge funds）やミューチュアル・ファンドである⁽⁸²⁾。

受動的ファンド（passive fund）と活動的ファンド（active funds）の違いについては、受動的ファンドは、その名称が意味するように、ポートフォリオ会社（portfolio companies）に活動的に関与することを避け、最低限にコストを削減を必要とする投資戦略を、投資家に低い手数料で提供することによって、投資家を誘引するものである⁽⁸³⁾。これとは反対に、活動的ファンドは、金融市場において独特の役割を演じるものであり、そのポートフォリオ会社の業績（performance）を監視し、コーポレート・ガバナンスの改善を意図されたイニシアティブに参加する⁽⁸⁴⁾。その関与の多くは、投票に基づく積極主義（activism）よりもむしろ、経営陣とのコミュニケーションを通じての探知による⁽⁸⁵⁾。

受動的ファンド（passive funds）と活動的ファンド（active funds）の違

(81) Barzuza, Curtis, and Webber, *supra* note 30, at 1255（active funds と index funds とに分類する）；Asaf Eckstein, *The Virtue of Common Ownership in an Era of Corporate Compliance*, 105 *Iowa L. Rev.* 507, 538-39 (2020)（passive index funds と actively managed funds とに分類する）；SEC, *supra* note 30, at 19-21.

(82) Lund, *supra* note 5, at 494, 506; Fisch, *supra* note 30, at 17, 19（インデックス・ミューチュアル・ファンドとETFsをひとまとめにして、インデックス・ファンド（index funds）または受動的ファンド（passive funds）という）。

(83) Adi Libson and Gideon Parchomovsky, *Reversing the Fortunes of Active Funds*, 99 *Tex. L. Rev.* 581, 588 (2021). 受動的ファンドは、活動的ファンドと比較して、低い手数料により、競争的に優位性を継続しているといわれる（Lund, *supra* note 5, at 508）。

(84) Libson and Parchomovsky, *supra* note 83, at 588.

(85) *Id.* at 588 n.22. 2016年当時の調査では、長期的な主眼を有する非常に大規模な機関投資家がほとんどである143の回答者のうち、63%の回答者が、過去5年に経営陣との直接の議論に関与したと述べており、また、63%の回答者が、経営陣の出席を除いた会社の取締役会

いについて、以上のような説明がなされるが、ファンドはコーポレート・ガバナンスの観点からは主要な役割を演じているわけではない。一般的に、ファンドはその投資顧問によって管理されているのであり、また、受動的ファンドと活動的ファンドの両者を同一の投資顧問がしばしば兼ねている。したがって、受動的か活動的であるかはファンドの種類により区別されるというよりも、受動的なものから活動的なものを担当する投資顧問の間の区別に関連するものであるといえるであろう⁽⁸⁶⁾。

3 インデックス・ファンドとコーポレート・ガバナンス

(1) ファンドの投資家の権利

インデックス・ファンド (index funds) は、インデックスに連動するインデックス・ミューチュアル・ファンドとETFsをひとまとめにした用語である⁽⁸⁷⁾。ミューチュアル・ファンドとして一般的に知られている投資会社は、投資家から集めた資金をもって株式等の証券の投資・再投資または取引に従事する⁽⁸⁸⁾。ミューチュアル・ファンドは、そのファンドの投資家に代わってポートフォリオ会社の株式を所有し、他方、ファンドの投資家は、ポートフォリオ会社の株式について議決権を得ることはない。ファンドの投資家は、ポートフォリオの資産の投資収益 (performance) (すなわち純資産価値 (Net Asset Value [NAV]) から利益を得ることができるにすぎない⁽⁸⁹⁾。通常の会社の株主とは異なり、ミューチュアル・ファンドにおける投資家株主は、

と個人的な議論をしたと述べている (Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner and Laura T. Starks, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preference of Institutional Investors*, 71 J. Fin. 2905, 2906 (2016)).

(86) Kahan and Rock, *supra* note 73, at 1779.

(87) Bebchuk and Hirst, *supra* note 27, at 2044; Fisch, *supra* note 30, at 19.

(88) 15 U.S.C.A. § 80a-3 (a) (1) (C) (2018).

(89) Griffith, *supra* note 16, at 992 n.47 (純資産額は、ミューチュアル・ファンドの社外株式

自己の株式を直接そのファンドに譲渡し、それと引換えに支払われる当該株式の純資産価額に等しい金銭を受け取ることができる権利、すなわち当該株式の償還権を有するにすぎず、いったん株主が償還すると、もはやファンドの株主ではなくなる⁽⁹⁰⁾。

(2) ファンドの運営

ミューチュアル・ファンドの日々の運営は、一般的に、ファンドとは法的組織体が異なる専門的な投資顧問（advisors）によって管理され、ファンドはポートフォリオの選定および管理などのサービスについて投資顧問と契約を締結する⁽⁹¹⁾。ICA法によれば、投資顧問契約の締結に関して、ファンドの株主である投資家の議決権の過半数の承認が要求される⁽⁹²⁾。しかしながら、實際上、投資顧問の関係者に最初の株式の全部を分配して、株式が公衆に売付される前に顧問契約に関する議決を止めることによって、ファンドが開始されるときに顧問契約および取締役の選任に関する株主の議決権を回避する方法で、ファンドはその投資顧問により一般的に設立され、ファンドの取締役会は投資顧問によって最初に選出される⁽⁹³⁾。また、大部分の投資顧問会社は、通常、例えばFidelity、Vanguard、またはBlackRockのような一つのファンド複合体（fund complex）における単一のブランド（brand）のもとで市場取引される複数のミューチュアル・ファンドに助言を与える⁽⁹⁴⁾。なお、投資顧問会社は、ファンドの純資産の一定の割合で評価される契約上の費用

の数により分割されるファンドの純資産の価額全体であるとする）。

(90) Quinn Curtis and John D. Morley, *The Flawed Mechanics of Mutual Fund Fee Litigation*, 32 *Yale J. on Reg.* 1, 15 (2015)（純資産額は、ファンドの純資産全体の中の各株式に対応する部分にすぎないとする）。

(91) Morley and Curtis, *supra* note 74, at 92; Griffith, *supra* note 16, at 991.

(92) 15 U.S.C.A. § 80a-15 (a) (1987).

(93) Morley and Curtis, *supra* note 74, at 92-94.

(94) Ann M. Lipton, *Family Loyalty: Mutual Fund Voting and Fiduciary Obligation*, 19 *Trans-*

のみを請求することができるにすぎず、業績要素を含めることはできない⁽⁹⁵⁾。

(3) 投資顧問によるファンドの有する株式の議決権行使

(ア) 投資顧問の議決権の代理行使 投資顧問がその顧客の証券に関する議決権を行使するためには、(a)顧客の最善の利益のために顧客の証券の議決権を行使することを確実にするため合理的に立案された書面の方針および手続を採用・実施し、その手続には顧問の利益とその顧客の利益との間で生じる重要な衝突にどのように対処するかということが含められなければならないこと、(b)顧問が顧客の証券に関する議決権をどのように行使するかということについて、顧客が顧問からの情報をどのように得ることができるのかということを経営者に開示すること、および(c)顧問の議決権代理行使の方針および手続を顧客に説明し、請求がありしだいその方針および手続のコピーをその要請する顧客に提供することが要求されることが、規則に規定されている⁽⁹⁶⁾。

SECによれば、投資顧問とその顧客の間の関係、すなわち信託および信任の関係において、投資顧問は信任義務 (fiduciary duty) を負い、その信任義務は原則として投資顧問とその顧客の間の全ての関係に適用されると解されている⁽⁹⁷⁾。その信任義務は、投資顧問とその顧客の間の関係の概要に従い、投資顧問とその顧客の間の関係は完全且つ公正な開示および情報に基づ

actions: Tenn. J. Bus. L.175, 181 (2017); Morley and Curtis, supra note 74, at 92; Griffith, supra note 16, at 991.

(95) キャピタルゲインなどに基づく投資顧問に対する報酬は制限される。15 U.S.C.A. § 80b-5 (a) (1) (2018). Morley, supra note 73, at 1257 n.72; Morley and Curtis, supra note 74, at 92 (投資顧問とファンドとの間の法的区別は、その意味において、ファイナンシャル・アドバイザーとその顧客の間、銀行とその顧客の間、および信託会社とその顧客の間のような区別に類似しているとする) ; Griffith, supra note 16, at 991-92.

(96) 17 C.F.R. § 275.206 (4)-6 (2003).

(97) Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Re-

く同意があることを条件として、合意による上記関係を定めることができる⁽⁹⁸⁾。したがって、投資顧問は、顧客が議決権の代理行使を約束するかどうかにかかわらず、顧客の証券の議決権行使権限を承諾することを要求されず、また、投資顧問が議決権行使権限を承諾した場合には、投資顧問は、代理行使をする事項の種類を含む議決権行使の取決めに、全ての公正な開示および情報に基づく同意に従って、その顧客と同意することができる⁽⁹⁹⁾。

SECは、ファンドの取締役・投資顧問などのような者がファンドに関して違法行為を伴う信任義務違反となる行為を行ったことを主張して訴訟を提起することが認められる⁽¹⁰⁰⁾。また、ファンドの投資顧問は、ファンドまたはその証券保持者によって投資顧問またはその関係者に対して支払われる報酬または支払の受領に関して信任義務があるとみなされる⁽¹⁰¹⁾。

また、前記のように、ミューチュアル・ファンドの有するポートフォリオ会社の株式の議決権について、投資顧問がファンドのために議決権の代理行使をする場合、投資顧問は、顧客のために、その方針および手続（投資顧問・顧客間の利益の衝突の対処方法も含む）を採用・実施することが要求されている⁽¹⁰²⁾。さらに、SECは、ミューチュアル・ファンドに、ポートフォリオ会社の株式について、その議決権代理行使の方針および手続を開示すること

lease No.5248 (S.E.C.Release No.), Release No.IA-5248, 2019 WL 3779889, 17 C.F.R. Parts 276, at 3 (June 5, 2019).

(98) Id.

(99) Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release No.5325 (S.E.C.Release No.), Release No.33605, Release No. IA-5325, Release No. IC-33605, 2019 WL 4303125, 17 C.F.R. Parts 271 and 276, at 4 (Aug.21, 2019);Griffith,supra note 16, at 999-1000.

(100) 15 U.S.C.A. § 80a-35 (a) (2010).

(101) Id. § 80a-35 (b). Barzuza, Curtis, and Webber, supra note 30, at 1260 (ミューチュアル・ファンドは、その投資家に代わって株式を所有し、投資家の利益のためにその所有権を行使する信任義務を負うとする)。

(102) 17 C.F.R. § 275.206 (4)-6 (2003).なお、ここで述べる「衝突」は、ファンドのスポンサー

を要求し、ファンドの投資家がファンドの代理行使の方法を知ることができようになり、さらに、各ファンドがその議決権の代理行使の記録を SEC に提出することを要求し、この記録をその株主に利用できるようにしている⁽¹⁰³⁾。SEC は、議決権行使の代理行使の際に利益の衝突が生じることが認められることから、上記の一連の規則の制定により、議決権行使の柔軟な取決めを認めながらも、投資顧問などの議決権行使の責任を明確にすることを意図している⁽¹⁰⁴⁾。

(イ) プロキシシー・アドバイス会社 (i) プロキシシー・アドバイス (proxy advices) とは、証券所有者の承認が勧誘される特定事項に対するその議決権行使・同意または承認に関して、その証券所有者に勧告し、他の投資助言の方法とは別個に、当該議決権の代理行使の助言の提供者としてその専門知識を売買する者によって提供され、手数料のためその議決権の代理行使の助言を売ることを意味する⁽¹⁰⁵⁾。プロキシシー・アドバイス会社 (proxy advisory firms) とは、このような代理行使の助言を提供する者をいう⁽¹⁰⁶⁾。

今日では、プロキシシー・アドバイス会社は、投資顧問および他の機関投資家によって、広範囲に利用されるようになり、プロキシシー・アドバイス会社

が、その行為がファンドの投資家の利益のためではないときでも、顧客としてのファンドの経営陣の欲心を買うためにその議決権を行使する場合を意味する。Sean J. Griffith and Dorothy S. Lund, *Conflicted Mutual Fund Voting in Coporate Law*, 99 B.U. L. Rev.1151, 1157 (2019)(これを「Corporate Client Conflict」という)；Griffith, *supra* note 16, at 999 n.84.

(103) Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, 68 FR 6564-01, 2003 WL 255221 (F.R.), 6564, 6566-69 (2003).

(104) Griffith, *supra* note 16, at 998-99.

(105) 17 C.F.R. § 240.14a-1 (l) (1) (iii) (A) (2020).

(106) 17 C.F.R. § 240.14a-2 (b) (9) (2020)は議決権代理行使の助言提供者についてそのプロキシシー・アドバイス企業 (proxy advice business) という用語を使用しているのに対し、SEC は、プロキシシー・アドバイス会社 (proxy advice firm) という用語に統一して使用する。Supplement to Commision Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release No.5547 (S.E.C. Release No.), Release No. IA-5547, 2020, WL 4289696, 17 CFR Part 276, 1 n.4 (July 22, 2020).

により提供されるサービスも拡大されている⁽¹⁰⁷⁾。

(ii) 議決権代理行使の助言の提供 プロキシ・アドバイス会社により提供される議決権代理行使の助言が連邦証券取引所法の下での委任状規則(proxy rules)規則における規則14条 a (委任状の勧誘)の勧誘(solicitation)にあたるかということが問題となりうるが、SECは勧誘の定義の範囲内に含まれると定めている⁽¹⁰⁸⁾。また、同規則14条 a-9 (虚偽および誤解させる陳述)も議決権代理行使の助言に提供され、したがって、議決権代理行使の助言に従事する者は、例えば、その助言の基礎にある情報またはその分析・判断に影響を及ぼすであろう情報で、その助言を誤解させないように要求されるような、重要な虚偽または誤解させる陳述を行うことまたは重要な事実を省略することをしてはならない⁽¹⁰⁹⁾。

SECによれば、議決権行使の勧告または議決権の実施サービスを提供するためにプロキシ・アドバイス会社を保有する投資顧問は、投資顧問の議決権行使の決定が議決権が行使される前に、その議決権行使の方針および手続に一致し、顧客の最善の利益に合致しているかどうかを評価するために、付加的な手段を考慮すべきであるとされる⁽¹¹⁰⁾。さらに、投資顧問がプロキ

(107) Commission Interrelation and Guidance Regarding the Applicability of the Proxy Rules to Proxy Voting Advice, Release No.86721 (S.E.C. Release No.), Release No.34-86721, 2019 WL 8587445, 17 CFR Part 241, 1 (August 21, 2019).

(108) 17 C.F.R. § 240.14a-1 (l) (1) (iii) (A) (2020); Commission Interrelation and Guidance Regarding the Applicability of the Proxy Rules to Proxy Voting Advice, supra note 106, at 2.

(109) 17 C.F.R. § 240.14a-9 (2020); Commission Interrelation and Guidance Regarding the Applicability of the Proxy Rules to Proxy Voting Advice, supra note 106, at 4 (規則14条 a-9の違反の可能性を回避するために、①その情報の省略が議決権行使の助言を重要な虚偽または誤解させることになる特定の事項に関する議決権行使の助言を立案するために用いられる方法の説明、②議決権行使の助言が、第三者の情報源のような、公式の開示以外の情報に基づいた程度、③議決権行使の助言の提供に関連して生じる重要な利益の衝突に関する開示のような種類の情報を、開示する必要があるとする)。

(110) Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers,

シー・アドバイス会社の保有またはその継続的保有を考慮する場合、とりわけ、その投資顧問が議決権行使の責任を負う事項について、プロキシー・アドバイス会社の十分な検討能力・技能の有無を、投資顧問会社が考慮すべきであると考えられている⁽¹¹¹⁾。

また、投資顧問がプロキシー・アドバイス会社の勧告の根底にある事実を理解できるような、議決権行使の勧告を立案する際におけるその方法論について、プロキシー・アドバイス会社が投資顧問に十分な開示をしているかどうかを、投資顧問は考慮すべきであるとされる⁽¹¹²⁾。さらに、プロキシー・アドバイス会社を保有するかどうかに関する投資顧問の決定は、一般的に、どのようにプロキシー・アドバイス会社が利益の衝突を明らかにして対処しているかに関する、プロキシー・アドバイス会社の方針および手続の合理的な検討を含めるべきであるといわれる⁽¹¹³⁾。また、プロキシー・アドバイス会社の利用を再検討する際には、投資顧問は、プロキシー・アドバイス会社の議決権行使の勧告が基づいている、その調査に含まれる事項に関する現時の正確な情報について、その情報を得るためのプロキシー・アドバイス会社の方針および手続の実効性を考慮すべきであるといわれる⁽¹¹⁴⁾。

(iii) 利益の衝突　プロキシー・アドバイス企業 (proxy voting advice business) の利益がその顧客の利益と衝突する状況が生じる場合、プロキ

supra note 99, at 7-8.(投資顧問がそのコンプライアンスを評価するために用いることができる手段として、例えば、①議決権行使前にプロキシー・アドバイス会社の電子投票プラットフォーム (electronic voting platform) にあらかじめ入力された投票の定期的なサンプリングの評価、②特定の提案に関して利用可能な付加的な情報の考慮、③顧客に代わって議決権行使することがその顧客の最善の利益ための行使となるかどうかを評価するために必要または適切な一層高度の分析が挙げられる。)

(111) Id.at 8.

(112) Id.at 9.

(113) Id.

(114) Id.at 10.

シー・アドバイス企業の助言の客観性および信頼性が問題となってくる⁽¹¹⁵⁾。プロキシー・アドバイス企業の利益が、その助言を利用する顧客の利益と重要な相違が生じる状況の例として、次のような状況が挙げられる。

①プロキシー・アドバイス企業が登録者（registrant）⁽¹¹⁶⁾の年次総会（annual meeting）で考慮されるべき提案に関してその顧客に議決権行使の助言を提供し、同時にまたコーポレート・ガバナンスおよび報酬方針に関する助言の提供に対して登録者から報酬を得ている（または報酬を得ることを求めている）当該プロキシー・アドバイス企業⁽¹¹⁷⁾の場合である。

②プロキシー・アドバイス企業の関係者（affiliate）⁽¹¹⁸⁾または当該企業の一つまたは複数の顧客以上の顧客が、プロキシー・アドバイス企業の顧客または顧客グループによって進められ、または積極的に支持される企業取引または株主提案のような重要な利害関係を有する事項に関し、議決権行使の助言を提供する当該プロキシー・アドバイス企業⁽¹¹⁹⁾の場合である。

③プロキシー・アドバイス企業が登録者のコーポレート・ガバナンスの実

(115) See, e.g., Amendments to Exemptions From the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, Release No.87457 (S.E.C. Release No.), Release No.34-87457, 2019 WL 5869793, 17 CFR Part 240, 12 (November 5, 2019); 84 FR 66518-01, 2019 WL 6496922 (F.R.), 66525 (December 4, 2019); Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, Release No.89372 (S.E.C. Release No.), Release No.34-89372, 2020 WL 4289684, 17 CFR Part 240, 23 (July 22, 2020).

(116) 登録者（registrant）とは、委任状が勧誘されうる証券の発行者を意味する。17 C.F.R. § 240.14a-1 (j) (2020).

(117) Amendments to Exemptions From the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, supra note 115, 84 FR at 66525; Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, supra note 115, at 23.

(118) 関係者（affiliate）とは、直接または1人もしくは2人以上の媒介者を通じて間接に特定の者を支配し、または当該特定の者によって支配され、または当該特定の者と共通の支配下にある者、と定義される。17 C.F.R. § 240.12b-2 (2021).

(119) Amendments to Exemptions From the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, supra note 115, 84 FR at 66525; Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, supra note 115, at 23.

施について機関投資家に対して評定を提供し、また同時に登録者のコーポレート・ガバナンスの評定の増加に役立つ報酬で評定の主体である当該登録者とコンサルタントを行い、またはコンサルタントを求める当該プロキシー・アドバイス企業⁽¹²⁰⁾の場合である。

④プロキシー・アドバイス企業が登録者の株主総会に関して議決権行使の助言をし、また同時に当該プロキシー・アドバイス企業の関係者が当該登録者に重要な所有権益を保有し、当該登録者の取締役会の一員となり、またはその議決権代理行使の助言に含まれる提案を提出する株主と関係を有する当該プロキシー・アドバイス企業⁽¹²¹⁾の場合である。

⑤プロキシー・アドバイス企業またはその関係者が、ある問題または当該問題において申し込まれた取引条項をどのように構築するかについて、登録者・提案者または他の当事者に対し助言を提供した当該問題に関して、議決権行使の助言を提供する当該プロキシー・アドバイス企業⁽¹²²⁾の場合である。

以上のようなプロキシー・アドバイス企業の利益がその顧客の利益と衝突する状況が生じる場合を踏まえた上で、規則14 a - 2(b)(9)(i)は、(a)特定の利益、取引または関係の観点から議決権代理行使の助言の客観性を評価するために重要である、プロキシー・アドバイス会社（または関係者）の利益、取引または関係に関する情報、および(b)対処のためにとられた手段に加えて、そのような利益、取引または関係から生じる重要な利益の衝突を明らかにするために用いられる方針および手続に関する重要な開示を、議決権代理行使

(120) Amendments to Exemptions From the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, supra note 115, 84 FR at 66525; Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, supra note 115, at 23.

(121) Amendments to Exemptions From the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, supra note 115, 84 FR at 66525; Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, supra note 115, at 23.

(122) Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, supra note 115, at 23.

の助言において要求する⁽¹²³⁾。SECは、議決権行使のプロセスにおいてプロキシ・アドバイス会社が重要な役割を果たしていることを認識して、明確な最小限の開示基準を明瞭にすることは提供される情報における透明性・正確性および完全性並びに議決権行使のプロセスの健全性を一層よく保証するものと考えている⁽¹²⁴⁾。また、情報がプロキシ・アドバイス会社の客観性の評価にとって重要であるかどうかの決定はSECの開示の枠組みの核心であり、重要性の評価に関して利益衝突の開示に基づかせることをプロキシ・アドバイス会社に要求することは、その顧客が与えられた議決権行使の助言を考量するのに十分な情報を有することを保証するために一層効果的であると考えられている⁽¹²⁵⁾。

(iv) ミューチュアル・ファンドが退職金積立計画 (retirement plan) の資産を管理する場合、ファンドは、SECの規制に加えて、従業員退職所得保障法 (ERISA) を執行する責任を負う労働省 (Department of Labor) による規制を受けることになる⁽¹²⁶⁾。とくに集中的な方針を有する大規模なファンド・ファミリーにおいては、退職金積立計画の資産を管理しないファンドの議決権実施は、その計画資産を管理するファンドに関する労働省の要件に従う必要がある当該ファミリーにより影響される傾向があるとされる⁽¹²⁷⁾。労働省によって課される規制的要件は、議決権の事項に関して、SECによる要件とは異なり、労働省は、明確に、退職金積立計画の資産の管理者にポートフォリオ会社の株式の議決権行使を要求する⁽¹²⁸⁾。

(123) 17 C.F.R. § 240.14a-2 (b) (9) (i) (2020).

(124) Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, *supra* note 115, at 26.

(125) *Id.* at 27.

(126) Anita K. Krug, The Other Securities Regulator: A Case Study in Regulatory Damage, 92 Tul. L. Rev. 339, 340-41 (2017); Griffith, *supra* note 16, at 997.

(127) Griffith, *supra* note 16, at 997.

(128) Interpretive Bulletin Relating to the Exercise of Shareholder Rights and Written State-

(ウ) スチュワードシップ・グループ 以前は、会社の選択を分析し、投資家顧客の株式の議決権行使の方法に関する助言をするプロキシー・アドバイザー (proxy advisors) が、コーポレート・ガバナンスの世界において、潜在的に強力な新たなプレーヤーといわれたことがあった⁽¹²⁹⁾。しかし、プロキシー・アドバイザーのモデルは、プロキシー・アドバイス会社における利益衝突、プロキシー・アドバイスのサービスが一般的に多くの情報に基づく議決権行使につながっていないことなどが指摘されていた。近年では、ファンド・ファミリーがそのファミリー内で議決権の決定を行い、しばしば集中化されたスチュワードシップ・グループ (stewardship group) に、議決権行使の責任が割り当てられているが、このスチュワードシップ・グループはその責任の膨大さに対し小規模のグループであると指摘されている⁽¹³⁰⁾。スチュワードシップ・グループは再発するガバナンス問題に対する標準アプローチを準備するガイドラインから業務を行うが、スチュワードシップ・グループのガイドラインは、議決権行使の際に、しばしば活動的ファンドと受動的ファンドとの間の区別をすることなく、ファミリー内の全てのファンドにわたって、ガバナンス事項に対して画一的なアプローチが適用され、スチュワードシップ・グループは統一的な達成を目指している⁽¹³¹⁾。

ments of Investment Policy, Including Proxy Voting Policies or Guidelines, 81 FR 95879-01, 2016 WL 7453352 (F.R.), 95882 (December 29, 2016)(会社の株式である退職金積立計画の資産を管理する信任行為は、その株式に付属する議決権の管理を含むとする); Griffith, *supra* note 5, at 997.

(129) Stephen Choi, Jill Fisch, and Marcel Kahan, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, 59 *Emory L.J.* 869, 870 (2010).

(130) Griffith, *supra* note 16, at 1001 n.98 (たとえば、ビッグスリーでは、2016年現在、スチュワードシップ・グループのメンバーにつきポートフォリオ会社投資の割合は、Black Rock では700、Vanguardでは867、State Streetでは900であるとする)。

(131) *Id.* at 1001-1004.

4 ミューチュアル・ファンドにおける利益の衝突 — 結びにかえて —

現代では、大規模な機関投資家がアメリカの公開会社の株式の大多数を有している。かつてバーリ＝ミーンズが指摘した株主の分散化、それに伴う所有と経営支配の分離の状況のもとで、エイジェンシー問題と株主間の集团的行動（合理的無関心、フリーライダーなどを含む）が論議されてきた。これらの問題は、今日では、大規模な機関投資家の台頭により、解消されたとはいえず、ファンドと投資家との間、ファンドと投資顧問（プロキシー・アドバイザー企業を含む）との間でも、同様の問題が生じる⁽¹³²⁾。

SEC 規則により、投資顧問はその顧客の証券に関する議決権の代理行使に関する事項を顧客に開示しなければならない⁽¹³³⁾。投資顧問とその顧客の間の関係において、投資顧問は信任義務（fiduciary duty）を負い、原則として投資顧問とその顧客の間の全ての関係に適用されると解されている⁽¹³⁴⁾。投資顧問とその顧客との間の利益の衝突については、交差所有（Cross-Ownership）衝突、会社顧客（Corporate Client）衝突、統一方針（Uniform Policy）衝突に分類され得る⁽¹³⁵⁾。

交差所有衝突とは、ファンドがある取引について両方の側に利益を有したり、または競業者とともに利益を有する状況で、真の当事者の利益を害して他の会社における投資に利益となるようにファンドの議決権が行使される場合をいう⁽¹³⁶⁾。会社顧客衝突とは、ファンドがポートフォリオ会社の経営者のために進める利益を有する状況で、投資家の最善の利益（ファンドの利益最大化）とはならないときであっても、ファンドのスポンサーがしばしば会

(132) Rock, *supra* note 6, at 469-79; Griffith and Lund, *supra* note 102, at 1169-72.

(133) 17 C.F.R. § 275.206 (4)-6 (2003).

(134) Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, *supra* note 97, at 3.

(135) Griffith and Lund, *supra* note 102, at 1151, 1157.

(136) *Id.* at 1151, 1157, 1172.

社の経営陣をサービスのための顧客と考慮して、そのスポンサーが経営陣の歡心を買うためにその議決権を行使する場合をいう⁽¹³⁷⁾。統一方針衝突とは、ファンドのスポンサーが個々のファンドの目的に関係なく統一的議決権方針を実施する状況で、多くのミューチュアル・ファンドのスポンサーが採用しているが、集中化されたファンドの広範囲の議決権方針に固執することは、ファンドの受益者的所有者 (beneficial owner) がファンドの中で異なりまた部分的に重なり合うのはまれであることから、統一的な議決権はしばしば投資家の中のある者またはグループの利益の最大化を害し、他の投資家またはグループの利益の最大化に合致することが考えられる⁽¹³⁸⁾。

SEC は、利益の衝突に対処するため、ファンドに、ポートフォリオ会社の株式について、その議決権代理行使の方針および手続を開示することを要求し、また、各ファンドがその議決権の代理行使の記録を SEC に提出することを要求することによって、この記録をその株主に利用できるようにしている⁽¹³⁹⁾。また、プロキシ・アドバイス企業の利益がその顧客の利益と衝突する状況が生じる場合を踏まえた上で、規則14a-2(b)(9)(i)は、プロキシ・アドバイス会社（または関係者）の利益、取引または関係に関する情報、および、そのような利益、取引または関係から生じる重要な利益の衝突を明らかにするために用いられる方針および手続に関する顕著な開示を、議決権代理行使の助言において要求する⁽¹⁴⁰⁾。特定の利益、取引または関係の観点から議決権代理行使の助言の客観性を評価するために重要であり、明確な最小限の開示基準を明瞭にすることは提供される情報における透明性・正確性および完全性並びに議決権行使のプロセスの健全性を一層よく保証する

(137) Id.

(138) Id.

(139) Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, *supra* note 103, at 6564, 6566-69.

(140) 17 C.F.R. § 240.14a-2 (b) (9) (i) (2020).

ものといえる⁽¹⁴¹⁾。

最後に、機関投資家の中でとりわけ受動的ファンドとしてのインデックス・ファンドは、ポートフォリオ会社のガバナンスにおいて、積極的な監視をせず、その議決権行使の際にその会社の経営陣を支持する傾向があると指摘されている⁽¹⁴²⁾。この点について、受動的投資の増大は、会社の経営者の規律にとって重大な影響力となる市場を低下させまた歪曲させる可能性を有しており、その結果、エージェンシー・コストを増加させてまた株主の福利を害することになること、活動的に運営されるファンドに投資する資産の額は目下のところ歪曲のリスクを改善しているとはいえ、受動的ファンドへの資金の急速な流入は、まもなくこの一時的なバランスを破壊することになりうるということが指摘されている⁽¹⁴³⁾。

さらに、受動的ファンドの議決権を制限することを主張する見解からは、その議決権を制限することにより、かえって利益をもたらすコストを削減できるとし、また、受動的ファンドの議決権の制限によって、受動的投資の増大により生じるガバナンスの歪曲のリスクを削減できると主張される⁽¹⁴⁴⁾。

また、大規模な機関投資家による資本市場の集中は今日の新たな反トラスト（antitrust）の主要な難題であるという問題意識から、寡占状態にある實際上単一の企業を上回る企業に投資する機関投資家は、当該市場株式の1%を上回るものを所有することができないことを提案する見解がある⁽¹⁴⁵⁾。こ

(141) Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, *supra* note 115, at 26.

(142) Bebchuk and Hirst, *supra* note 27, at 2037, 2059, 2139.

(143) Lund, *supra* note 5, at 536（立法者は法的な干渉が認められるかどうかを検討すべきであるとする）。

(144) *Id.* at 493, 536（また、それは、経営者の規律のための影響力、および所有と支配の分離によって生じるエージェンシー問題に対する保護手段として、情報に通じた機関投資家の声を保護するであろうとする）。

(145) Eric A. Posner, Fiona M. Scott Morton, E. Glen Weyl, A Proposal to Limit the Anticompetitive Power of Institutional Investors, 81 *Antitrust L.J.* 669, 669-70, 724-25 (2017)(当該企業

の見解によれば、非常に影響力の大きい機関投資家に単一の企業の株式のみを所有させることになり、寡占的な市場を競争の状態に戻すことができること、ミューチュアル・ファンド業界は多数の機関投資家に細分化され、機関投資家はすべて完全に分散化されたポートフォリオを有することになると主張される⁽¹⁴⁶⁾。

このような提案に対しては、それは、共同所有（common ownership）と関連する反トラスト問題を緩和する助けとなりうるであろうが、實際上、大規模の資産管理者がポートフォリオ会社に有益な関与となるものを行う能力を破壊することになるであろうと指摘されている⁽¹⁴⁷⁾。受動的ファンドの議決権を制限することは、会社の内部者、活動的なヘッジ・ファンドおよび活動的なファンド・マネージャー（これらの者は、社会事業を追求する資産管理者と同じインセンティブを有しない）の掌中に権限を集中することになって、これにより実質的に消極的な影響を及ぼすことになり、有益なことはあまりないことを理由として、ポートフォリオ会社に影響を及ぼす資産管理者の能力を制限する要求に対しては、抑制されるべきであると主張する見解がある⁽¹⁴⁸⁾。

近年の受動的ファンドとしてのインデックス・ファンドの増大により、受動的ファンドの議決権の制限について上記のような見解の対立があるが、議決権の制限をすることにより、会社の内部者や活動的なヘッジ・ファンドなどの一部の関係者のみによって会社運営がなされるよりは、受動的ファンドにも議決権を認めるほうが結果として全般的に健全なガバナンスの実行を期待することができるものと考えられる。また、その実効性を確保するために、

の経営者とコミュニケーションをとることもできないとする）。

(146) Id.724.

(147) Nathan Atkinson, IF Not the Index Funds, Then Who?, 17 Berkeley Bus. L.J. 44, 88 (2020).

(148) Id.

前述のように、SECは、規則などにより、投資顧問の議決権の代理行使の顧客への開示、利益衝突の対処として代理行使の方針・手続の開示などを要求してきている。したがって、受動的ファンドの増大による弊害はそれほど多くないと思われる。さらに、實際上、一般に、ミューチュアル・ファンドは多数のファンドを管理する複合体によって運営されており、ガバナンスに係る費用も軽減され、かつ、プロキシ・アドバイス企業の活用により効率的で質の高い議決権行使も可能となるのではないかと思われる。