

(米国に見る) 投資家保護等についての当面の課題

— 「SEC 投資家助言委員会 (IAC)」の問題意識—

平成 21 年 10 月 19 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

(米国に見る) 投資家保護等についての当面の課題
— 「SEC 投資家助言委員会 (IAC)」の問題意識—
(要約)

米国 SEC (証券取引委員会) は、証券行政に投資家の声をより大きく反映させるため、機関投資家・個人など幅広い投資家代表 17 名から成る「SEC Investor Advisory Committee (SEC 投資家助言委員会、以下「IAC」)」を 09 年 6 月 3 日に設置した。

IAC が「当面の検討課題」として挙げている事項には、現時点での米国における投資家保護等に関する問題意識が強く反映されているように思われる。たとえば受託者義務の問題 (証券業者が投資顧問サービスを提供する場合に投資顧問業者と同じ受託者義務を課すか)、ディスクロージャー (投信の販売時点における利益相反の可能性の開示・上場会社の持続可能性に関する情報開示)、議決権行使 (その手続き・有効性・機関投資家の議決権行使結果の開示) などがある。

こうした問題の中には、既に政府の金融改革プログラムの中に取り入れられて法制化に進みつつあるものがあり、また IAC の検討課題に含まれていないが、法制化が提案されているテーマ (紛争前仲裁合意契約の禁止、投資家の利益に反する販売慣行・報酬体系の禁止など) もある。米国における投資家保護規制は多元的にすすむ気配を見せている。

(米国に見る) 投資家保護等についての当面の課題

— 「SEC 投資家助言委員会 (IAC)」の問題意識—

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

はじめに

米国 SEC (証券取引委員会) は、証券行政に投資家の声をより大きく反映させるため、個人・機関投資家など幅広い投資家代表 17 名から成る「SEC Investor Advisory Committee (SEC 投資家助言委員会、以下「IAC」)」を 09 年 6 月 3 日に設置した。

報道されているように、オバマ新政権は金融消費者保護庁 (Consumer Financial Protection Agency、略称 CFPA) を新設し、幅広い金融商品について消費者保護を強化しようとしている (ただし、同庁はクレジットカード、不動産担保ローンなどを規制する機関であり、投資商品・投資サービスについては従来どおり SEC の規制下におくことにしている)。こうした新政権の消費者重視の姿勢の中で、SEC は従来にも増して消費者 (投資家) 重視の姿勢を徹底するため IAC を設置することになったものと思われる。

IAC は 7 月 27 日に第一回会合を開き、当面の検討課題を決定した。この「当面の課題」には、現時点での米国における投資家保護等に関する問題意識が強く反映されているように見える。

そこで以下、先ず IAC の枠組みを紹介したうえで、当面の検討課題および主要テーマについて問題の背景・論点等を整理し、わが国において今後の投資家保護策等を考えるうえでの参考に供したい。

1. IAC の概要

(1) IAC 設立の目的

IAC 発足にあたって SEC が 6 月 24 日に定めた IAC 規定 (charter) には、IAC の活動目的および範囲として次の 3 点が謳われている。

- (1) 証券市場について「投資家が関心を持っている事項は何か」につき SEC に助言する。
- (2) 証券規制に関する投資家の最新の意見を SEC に具申する (ただし SEC のエンフォースメント (規制執行) については意見具申の対象に含めない)。
- (3) 証券規制プログラムについて投資家の立場から SEC に情報提供・提言を行う。

以上のように IAC 規定はかなり抽象的であるが、その後、オバマ政権 (財務省) が 7 月

10日に発表した2009年投資家保護法案（Investor Protection Act of 2009、以下「投資家保護法案」）の中にもIACに関する事項が盛り込まれた。ここではIAC設立の目的として「次の3項目についてSECへの助言およびSECとの協議を行うこと」が謳われ、IAC規定よりは幾分明確になっている。

- (1) 規制の優先順位、および新商品・トレーディング戦略・フィー体系・ディスクロージャーの有効性に関する事項
- (2) 投資家利益の保護を徹底するための方策
- (3) 市場への投資家の信頼度を向上させるための方策

(2) IACの開催頻度、存続期間

SECのIAC規定は「四半期に1回開催を予定」と述べており、投資家保護法案では「最低年2回開催」と記述している。

存続期間については、SECのIAC規定は2年間（2011年6月24日まで、ただし延長可能）としている。一方、6月17日に財務省が発表した金融規制改革プラン（Financial Regulatory Reform）においては、「IACを恒久化すべきである」と述べており、前述の投資家保護法案においてはIACの存続期限を定めていない。

(3) IACのメンバー

IAC規定は、「様々な投資家の異なる利益を効果的に反映できるように選出する20名以内のメンバーで構成する」として、具体的には「投信・年金など幅広い機関投資家またはその代表、地域・規模・投資戦略などが異なる投資家の代表、および個人投資家」を挙げている。

当初選出されたメンバーは17名で、Rechar(Mac)Hisey（AARP¹ Financial Incorporated, AARP Funds 社長）と Hye-Won Choi（TIAA-CREF² 専務兼コーポレート・ガバナンス長）を共同委員長とし、委員として Kurt Stocker（ニューヨーク証券取引所・個人投資家助言部会長）、Barbara Roper（全米消費者連盟・投資家保護部門長）、Mark Latham（個人投資家の議決権行使を支援する非営利団体プロクシー・デモクラシーのディレクター）、Abe Friedman（パークレーズ・グローバル・インベスターズ社コーポレート・ガバナンスおよび議決権行使部門長）、Adam Kanzer（社会的責任投資の先駆者であるドミニク社会投資 LLC 専務）、Mercer Bullard（ファンド・デモクラシー社創立者・社長）、Kurt Schacht（全米アナリスト協会専務）、Ann Yerger（機関投資家評議会常務）、Dallas Salisbury（年金調査機関 EBRI 社長）などが含まれている。

¹ AARP は 1958 年に創設された全米退職者協会が衣替えした団体で、50 歳以上の人々の生活改善に貢献しようとする非営利団体。現在の会員数は 4 千万人。

² Teachers Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Fund の略。主に学術・医学・文化・調査などの分野に携わる人々に金融商品・サービスを提供している機関。

2. IAC の当面の検討課題と小委員会設置

(1) 当面の課題

09年7月27日に開催された第1回IAC会合において、当面の課題として次の事項を検討することが決定され、7月29日付でSECからプレス・リリースされた。

(イ) 受託者義務 (Fiduciary Duty)

顧客に投資顧問サービスを提供する金融サービス業者は、すべて同一の受託者義務を負うべきか。またその義務はどのように定義されるべきか。多くの投資家は投資決定にあたってフィナンシャル・アドバイザーに大きく依存しているが、ブローカーと投資顧問に適用される基準が異なっていることを理解していない可能性がある。

(ロ) 適切なディスクロージャー

投資家が現在、投資の意思決定の前後で入手している情報は投資家のニーズにフィットしているか、もしそうでないなら投資家が「必要とするときに必要な情報」を入手できるようにするため如何なる改善が必要か。

(ハ) テクノロジー

投資家との情報の双方向フローを改善するために、もっとテクノロジーを活用できるか。

(ニ) 金融リテラシー

「投資家情報」と「投資家教育」は区別されるべきか。もしそうなら如何に区別すべきか。金融リテラシーの役割は何で、SECは初期教育をどう推進できるか。

(ホ) 資産評価の重要性についての投資家の理解

投資家はポートフォリオやファンドの組入れ資産の評価の役割を完全に理解しているか。たとえば変額年金の最低支払い保証は保有資産（投信など）が一定額以上値下がりした場合には必ずしも有効でないことを理解しているか。確定利付き証券の保有者は高利回り債ファンドが他の債券投資よりリスクが高いことを理解しているか。また確定利付き証券は株式より流動性が薄いこと、したがって株式のよう確実な評価が困難であることを理解しているか。

(ヘ) 会社役員の過半数賛成投票による選任

役員を選任について株主の過半数賛成投票を要件とすることを米国の全企業に強制すべきか。現在、大企業については大部分が役員選出について過半数賛成投票制を採用しているが、大企業以外については多くが多数決制によって役員が選出されている。

(注)米国企業の取締役選任は、Plurality Voting（多数決）によって行われる結果、無競争選出の場合には1票でも賛成があればその取締役は選任されることになっている。一方、株主の意思反映のために、積極的賛成が過半数を占めることを要件とする方法がMajority Voting（過半数賛成投票制）である。

(ト) 企業の経営陣と投資家のコミュニケーション

企業の経営陣と投資家のコミュニケーションをもっと効率的にする方法があるか、

また企業の経営陣と投資家の利益を合致させることに役立つ対話を促進するため SEC は何ができるか。

(チ) 議決権行使

投資家（機関投資家・個人投資家の両方）は十分な情報を知らされた上で議決権を行使しているか、その議決権行使は企業経営陣の説明責任を果たさせることに有効に機能しているか。議決権行使のプロセスや制度は、投資家が十分な情報を持った上で行使することを可能にしているか。投資家がどう議決権を行使したかについてもっと公開されるべきか。議決権行使助言機関の役割は何か、この機関は SEC のより強い監視下に置かれるべきか。

(リ) SEC の資源

SEC は投資家保護の使命を効率的に達成するために必要な資源を持っているか。

(2) 三つの小委員会設置

以上のような課題を検討するため、SEC は問題のテーマ別に IAC に三つの小委員会を設置することを 9 月 15 日に発表した。その三つとは次の通りであり、(1)に掲げた当面の課題以外の検討項目も列記している。

(イ)「投資家教育」小委員会・・・金融リテラシー、種々の投資家がレベルの異なる必要に応じた情報を入手できるような多層的教育資源の有効性、証券の発行会社や経営陣が投資家と意思疎通する方法、教育に利用できるテクノロジーに関連する事柄を扱う。

(ロ)「証券購入者としての投資家」小委員会・・・投信・ヘッジファンド・MMF などの投資商品、あるいはブローカレッジ・投資顧問・フィナンシャルプランニングなどの投資サービスの購入者の視点から投資家ニーズを検証し、併せて投資顧問サービス提供者の受託者責任、販売時点前その他の情報開示、仲介フィー、報奨慣行、証券仲裁、テクノロジー問題を検討する。

(ハ)「株主としての投資家」小委員会・・・委任状勧誘および企業の情報開示、議決権行使とそのプロセスに関わる事項（議決権行使助言機関の役割を含む）、過半数賛成投票制、レギュレーション FD（公正開示）、役員報酬、株主責任、国際的問題、株主情報伝達および株主投票に関わるテクノロジー問題を検討する。

以下、4～5 頁に掲げた IAC の「当面の課題」のうち、現在に至るまで様々の経緯があった受託者義務・ディスクロージャー・議決権行使の三つを中心に、問題の背景・議論の内容等について筆者の理解しているところを紹介する。

3. 受託者義務 (Fiduciary Duty) をめぐる問題

(1) 問題の背景と過去の経緯

米国では、証券会社の営業スタイルが以前の株式売買委託手数料（フロー）中心の営業から資産管理型（ストック）営業に移行するにつれ、証券会社の役割が投資顧問に接近している。このため両者の区分が曖昧になりつつあることから、証券業者の受託者義務をめぐる問題を生じていた。

証券業者と投資顧問業者の区分は理論的には明快である。“ブローカー”とは「他人に代わって証券取引を行う者」と定義され、“ディーラー”は「自分の勘定で証券を売買する者」と定義される。そして“投資顧問”は「他人に証券に関する助言（advice）を与える者」と定義されている。ブローカー・ディーラーと投資顧問は異なる連邦法によって規制されており、ブローカー・ディーラーは1934年証券取引所法（Securities and Exchange Act of 1934）により、投資顧問は1940年投資顧問法（Investment Advisers Act of 1940）により規制されている。

さてブローカー・ディーラーは、投資顧問の場合と異なり、法規制や判例によっては顧客に対する受託者義務が課せられていない。一方、連邦政府に登録している投資顧問業者（2,500万ドル以上の運用資産を有する投資顧問業者であり、「運用資産2,500万ドル未満」の場合は州当局の規制対象となっている。現在、この境界を「運用資産1億ドル」に引き上げることにより、州当局が監督する業者数を増やしたかどうかという提案が主に州当局サイドから出ている）は、ブローカー・ディーラーと異なり、法によって本来的に顧客に対する受託者義務を負う。したがって投資顧問業者は①顧客の投資目的に沿い、顧客の利益のみを考えて行動しなければならず、②自らを利する推奨を行う誘因となる一切の利益相反（直接・間接を問わず）を生じないようにしなければならない。

上記のように定義と規制根拠が異なるので、ブローカー・ディーラーと投資顧問との境界は長い間重要なものとされてきた。しかし、90年代初頭以降に金融サービス市場において起きた変化（業界が市場ニーズや規制環境に対応して常に業務を進化させ、顧客に様々な商品やサービスを一括提供するようになったこと）により両者の区分は不明確になっている。そこでSECは、ブローカー・ディーラーと投資顧問の区別をはっきりさせるため99年に新たな規則を提案し、05年にそれを一部修正して「特定のブローカー・ディーラーは投資顧問とみなさない」規則を定めた。しかし、この規則はフィナンシャル・プランナーの団体であるFinancial Planning Association(FPA)からの異議申し立てに遭い裁判所によって覆されて、無効となってしまった。

そこでSECはその後の規制等のあり方を考えるため、証券と投資顧問のビジネスの実態、投資家が両者の相違をどの程度理解しているかについて大調査を行った。その作業は米国のシンクタンクRANDコーポレーションに委託され、08年1月に同社の調査報告（“Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers”）が発表された³。

³ RAND レポートの内容については、杉田浩治「米国における証券と投資顧問の接近の実態（SEC委託調査・RANDレポートより抜粋）」日本証券経済研究所ホームページ・トピックス欄2008年3月掲載、において詳しく紹介している。

同報告書は、①証券・投資顧問業界は企業形態・規模等が多様であるだけでなく、顧客に提供しているサービス・商品も多様で異質の企業群から成り立っている（不均一産業である）こと、②業界のビジネスモデルや提供しているサービスが多様であるが故に、投資家は一般的に（連邦規制が定義しているようには）ブローカー・ディーラーと投資顧問の違いを認識できないでいることを指摘していた。またブローカーのうち投資顧問業者としても登録している二重登録業者の割合が高まっていることも指摘していた。

そして RAND 社がインタビューした関係者の過半数は、ブローカー・ディーラーと投資顧問の役割が今や（特に投資家から見れば）同じであるにもかかわらず規制上は別扱いになっていることを問題点として指摘していた。また大部分の関係者は、前述の「無効になった 2005 年 SEC 規則」が、1940 年法の適用除外とするブローカー・ディーラーの基準を報酬形態に置いていたことが間違いであり、規制方法を決める要素は報酬形態ではなく、提供するサービスの種類であるべきだと主張していた。すなわち提供されるサービスが同じなら同じ規制が適用されるべきだ—何故なら投資家の期待(expectation)が同じであるからだというのが関係者多数の意見であった。

以上が「顧客に対する受託者義務が、法的には投資顧問業者には存在して証券業者には存在しないこと」をめぐる現在までの経緯である。

一方、受託者義務だけに関わる事項ではないが、証券業と投資顧問業の規制上の相違点として、「証券業における FINRA (Financial Industry Regulatory Authority、金融取引業規制機構) のような自主規制機関が投資顧問業界には存在していない」ことを問題視する声も、主として証券業界側に存在している。

(2)政府の新提案

上記の状況下、オバマ政権は 09 年 6 月 17 日に発表した財務省の「金融規制改革プラン (Financial Regulatory Reform)」の中で受託者義務の問題を取り上げ、「投資助言 (investment advice)をおこなうブローカー・ディーラーに対し受託者義務を課し、投資顧問とブローカー・ディーラー間の規制の調和を図るべきである」と指摘した。

そして 7 月に発表した「投資家保護法案」の中に、「1934 年証券取引所法および 1940 年投資顧問法の改正により、“ブローカー・ディーラーと投資顧問業者は、顧客に対し証券に関する投資助言 (investment advice) を行うにあたり、自らの利益を顧みず顧客の利益のためにのみ行動しなければならない” との行為基準を SEC が定めることができる旨を両法に規定する」という条文を盛り込んでいる。

(3)業界の反応

証券業者の団体である米国証券業金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association、略称：SIFMA) は、7 月 17 日に政府提案を支持するプレス・リリースを発表し、「投資家が個人別の投資助言を受ける場合には、その助言を与える者がプロ

一カー・ディーラーであろうと投資顧問業者であろうと、同じサービスについては同じ受託者基準のもとに保護されるべきである」と述べた。そして「SEC シャピロ委員長が 6 月 18 日のスピーチで述べたように、顧客別投資助言 (personalized investment advice) における“受託者義務の定義”が新しく規定されるものと理解している」と付け加えていた。

一方、投資顧問業者の団体である米国投資顧問業協会 (Investment Adviser Association、略称 IAA) は、以前から「投資助言をおこなう証券業者は投資顧問と同じ受託者義務を負うべきだ」と主張していたので、当然政府提案に賛成の立場にある。

ただし、IAA は FP 協会など 2 団体と共同で、7 月 29 日付 SEC プレス・リリースの中の“受託者義務に関する表現” (4 頁参照) に異議を唱える意見書を 8 月 6 日に SEC 宛提出した。その内容は次のとおりであり、“受託者義務の定義”の設定に反対している。

「SEC のプレス・リリースの表現は、受託者義務についての法執行可能な基準を設けるために“受託者義務”の定義を定めるように読める。しかし投資顧問業者をはじめとするプロフェッショナルに適用される受託者義務は、厳密な定義によって成り立っているのではなく、数百年にもわたる判例の集積 (コモン・ロー) の上に根付いてきたものである。我々は、詐欺禁止義務の正確な定義づけを主張することが適切でないことと同様に、受託者義務の正確な定義づけを主張することは適切でないと考え。何が受託者義務や詐欺禁止違反を構成するかは、個別の事実や個別の状況へのコモン・ロー適用の問題であり、ずっとそう扱われてきたのである。受託者義務の全てをカバーするように特定の定義を決めたり、適用方法や義務の内容を列挙することは (それに抵触しさえしなければ良いという業者態度を生み) 投資家保護を損なう恐れがある。投資顧問法の下での受託者義務は、投資顧問業者についての SEC 規則に加え、過去 40 年以上にわたる裁判所および SEC の解釈の積み上げによって形成されてきた。これこそが投資家を保護する適切なベンチマークであると考える」。

IAA は以上の主張のほか、7 頁で触れた投資顧問業界の自主規制機関に関連して、証券業の自主規制機関である FINRA が投資顧問業に対してもその権限を拡げる案を含め、投資顧問業界に自主規制機関を設置することに対して従来から反対を唱えてきた。そして IAC 第 1 回会合に向けて 7 月 17 日付で SEC 宛に送った声明書においても「投資顧問の規制機関は SEC に一元化しておくべきであって、SEC の資源充実により対応すべきである (自主規制機関は必要ない)」との主張を繰り返している。なお 6 月の財務省「金融規制改革プラン」および 7 月発表の「投資家保護法案」の中には、投資顧問業界に自主規制機関を設けることは盛り込まれていない。

4. ディスクロージャーをめぐる問題

IAC の第 1 回会合 (09 年 7 月 27 日) において、SEC はディスクロージャー制度についての検討課題の例として、(1)投資商品および仲介業者に関する情報開示、(2) 上場企業の持

続可能性 (sustainability) についての情報開示の二つを掲げていた。以下、この二点について SEC の問題提起の内容および現在に至る経緯を紹介する。

(1) 投資商品および仲介業者に関する情報開示

本件については、SEC は早期に検討すべき課題の例として IAC の第 1 回会合に次の三点を示していた。

①投信の販売時における情報開示 (ブローカーと投資家間の利益相反—ブローカーが受取報酬の高いファンドを顧客にすすめること—の可能性についての開示、②投信保有期間中のコストの情報開示 (ファンド資産から毎年支払われる販売促進費用である 12b-1 フィー、ポートフォリオ取引により証券会社が受取る手数料などに関わる開示) ③401k (企業型確定拠出年金) 加入者への情報開示 (401k 適格商品およびそのコスト、レベニュー・シェアリング (関係者間での収入分配)、ターゲット・デート・ファンド等についての開示) である。

このうち、長年にわたって議論されてきた①投信の販売時における情報開示について、現在までの経緯・論点をまとめると次のとおりである。

[投信の販売時における情報開示 (内容とタイミング) について]

SEC は 04 年に「投信の販売者と投資家間の利益相反の可能性 (販売者が販売報酬の多いファンドを売ろうとして、投資家にとって最適のファンドを奨めない可能性があること)」を、販売者が販売時点で投資家に開示することの義務付けを提案し、検討を進めてきた。

そして 09 年 3 月末からの実施を認めた投信の「要約目論見書」の記載項目の一つとして、「ファンドまたは 投信会社から販売会社への報酬支払いに関する記述」(「投資家が証券会社や銀行などを通じてファンドを買う場合は、投信会社から販売業者へ販売報酬が支払われる場合があり、それは販売業者のファンド推奨に影響を与える利益相反を生じさせる可能性があること」) の掲載を義務付けた。

以上は、販売時点開示の内容の問題であるが、今回、財務省が発表した金融規制改革プランの中では、新しく情報開示のタイミングに関して「現在は投信の要約目論見書をふくむ大部分の証券発行目論見書が売買報告書に添えて (すなわち販売契約後に) 投資家に交付されているが、SEC は、投資家の理解促進に役立つと判断するなら、販売契約時またはそれ以前に目論見書を交付すべきことを規定する権限を与えられるべきである」と記され、さらに投資家保護法案の中に「SEC は “投信購入者への文書または情報交付は販売時点以前に行われなければならない” と規定する権限を持つ」ことが織り込まれた。

これに対し、ICI (米国投信協会) は従来から販売時点開示の内容について、「投信に限って利益相反可能性の開示義務を負わすことは、販売者がそうした規制のない年金保険など他商品の販売にシフトする事態を引き起こすので、利益相反可能性の開示義務は全投資

商品に適用すべきである」と主張してきた。

今回新しく提起された情報開示タイミングの問題についても、ICI は IAC 向け声明書の中で「投信だけに事前交付義務を課すことは、販売者に他の投資商品推奨に向かわせることになる。販売時点開示規制は商品について中立的であるべきだ。全ての商品について投資家保護を徹底するため、IAC は議会に対し販売時点開示の範囲を全ての個人向け商品に広げるよう働きかけるべきである。また、販売時点開示は、投資商品の販売が主に電話やネットを通じて行われている実態に則して行われるべきであり、目論見書の物理的事前交付を義務付けることは、投資家の機動的取引に支障をきたすとともに販売事務に過重な負担を負わせることになる」と主張している。

(利益相反にかかわる問題についての私見)

前述のように ICI は、利益相反の可能性について開示するのであれば、投信だけでなく全ての投資商品に適用すべきであると主張している。開示要件が販売者の商品推奨に対し中立的であるべきだという意見は説得力があると思われる。

ところで話は少し広がり、ディスクロージャーの問題ではないが、米国では同じ「利益相反」の観点から「資産運用会社は株式を上場すべきでない」という主張がある。米国第 2 位の投信会社バンガード・グループの創業者であり元社長のボーグル氏が展開しているもので、その理由として同氏は「投信購入者など顧客側からすれば運用報酬は低い方がよい。しかし株式を公開すれば株主は高い運用報酬（会社の高収益）を求めるであろう。したがって運用会社の顧客と株主の間に利益相反が生じるからだ」と述べている（この論旨にそって運用会社バンガード・グループは、同社が運用している会社型ファンド（＝顧客）を運用会社の資本持分者とする一種の相互会社形態により運営されている）。

このボーグル氏の主張について筆者は、顧客利益と株主利益の対立の問題は資産運用会社に限らず、あらゆる業種に共通であろうと考える。「顧客のためには製品あるいはサービスを安い（利幅の薄い）価格で提供すべきであるし、株主のためには高い（利幅の厚い）価格で提供したほうがよい」ことは、全てのメーカーやサービス業について言えることである。それを「利益相反だから問題」というなら、全ての会社が株式を公開できない（突き詰めれば株式会社は成立しない）ことになってしまう。

筆者は、この問題は市場機能により調整される事柄と考える。すなわち、顧客利益を無視したビジネスを続けていけば、その企業は顧客から見放されてしまうであろうし、一方で株主の利益を無視し続ければ株主から見放されて資本調達ができなくなってしまうであろう。この両者の利益の均衡は、「多数の会社間の厳しい競争」を通じた市場原理の働きにより妥当に保たれるのではないだろうか。

(2) 上場企業による持続可能性についての情報開示

SEC は IAC の第 1 回会合において、ディスクロージャーについての検討課題例の二番目に「上場企業の環境・社会的責任・ガバナンスについての情報開示」を挙げた。環境問題

について消極的であったブッシュ政権からオバマ政権に変わり、新政権の環境問題重視の姿勢が反映されていると見ることもできよう。以下、SECがIAC第1回会合に提出した資料の中から、本件についてのSECの見解を紹介する。

現在米国では、持続可能性のディスクロージャーについては、特別の開示項目等を定めた規則は存在しない。そのため「1933年証券法および1934年証券取引所法に基づくSEC規則で定めた項目に加えて、投資家にとって重要な情報は開示しなければならない」という重要事項開示原則の範疇の中で行われている。

しかし過去数年間にわたり、SECへは環境・社会的責任・ガバナンスについての情報開示を強化すべきであるとの意見が多数寄せられてきた。“持続可能性報告 (sustainability reporting)”、あるいは“企業責任報告 (corporate responsibility reporting)”などと呼ばれるこの種のディスクロージャーの支持者は、「こうした事柄が企業にとっての重大なリスクを示すかもしれない、あるいは投資家の意思決定や議決権行使にあたっての重要な要素であろう」と主張している。また「この種の情報の開示が、企業業績への影響についての投資家の理解を促進する」とも主張している。

さて「持続可能性」開示に含まれる事項としては一般的に次の項目が挙げられる。

- ☆気候変動リスク
- ☆環境への影響・責任
- ☆労働慣行
- ☆職業病・安全性
- ☆人権
- ☆サプライ・チェーン管理
- ☆多様性・機会の平等
- ☆地域との関連
- ☆公共政策に対する態度とそれへの参加
- ☆製造物責任

世界的に持続可能性報告への関心が高まる中で、これを支持・促進する団体が幾つか設立されている。有名な団体として、「環境に責任を持つ経済のための連合 (Coalition for Environmental Responsible Economies : 略称 CERES、セリーズ)」や「GRI (Global Reporting Initiative)」がある。そしてGRIの「持続可能性報告ガイドライン (Sustainability Reporting Guidelines)」と「報告の枠組み (Reporting Framework)」は国際基準として認知されているように思われる。

今や多数のグローバル企業が持続可能性報告を発表している。米国上場企業についていえば、アンホイザーブッシュ、AT&T、GM、インテル、ジョンソン&ジョンソン、マクドナルド、ナイキ、ペプシコなどがある。これらの企業は持続可能性報告を自主的に行っているのが一般的である (一部の新興国の証券取引所では上場要件としている)。しかし近年、欧州諸国の中では、持続可能性報告を支持する傾向が高まっているように見られる。

以上が持続可能性開示について SEC が IAC に提出した資料の要約である。

(注) 日本では、05 年 4 月から施行された「環境配慮促進法」により、大企業については「環境報告書」を自主的に公表する努力規定が設けられている。環境省の 2007 年度「環境にやさしい企業行動調査結果」によれば、上場企業のうち「環境報告書」を作成・公表している企業数は 562 社であった。

5. 議決権行使結果の開示をめぐる問題

議決権行使に関しては、最近日本でも議論されている「機関投資家による議決権行使結果の開示」について述べたい。

米国では投信について、04 年から「保有株式にかかる議決権行使の結果の開示」が義務付けられた。すなわち各年 6 月 30 日に終了する 12 ヶ月間のファンド組入れ株式についての個別の議決権行使記録を 8 月 31 日までに SEC に提出することが義務付けられている。この内容は SEC のホームページを通じ誰でも閲覧することができる。

開示内容は全投資証券について、① 議決権行使議案についての簡単な説明、② 議案が会社・株主のどちらから提案されたものか、③ ファンドが議決権を行使したか、④ どのように行使したか（賛成・反対・棄権など）、⑤ ファンドは経営に対して賛否どちらに行使したかの記録である。

この制度が導入された背景には、2001 年のエンロン事件など米国企業の不祥事発生があった。こうした事態の再発を防止するため、サーベンス・オクスリー法（企業改革法、略称 SOX 法）が制定されたことは良く知られているとおりである。そして SEC は機関投資家に対し、適切な議決権行使を通じて米国企業のコーポレート・ガバナンス強化の役割を担わせる狙いもこめて、米国上場企業発行株式の約 2 割を保有する最大の機関投資家である投信に、議決権行使結果の開示の義務づけることを提案した。これに対し投信業界は、「議決権行使結果の開示を求める投資家は少ない、個別企業・個別議案ごとの開示は運用を阻害する恐れがある（企業との関係を悪化させて企業情報を得にくくなることなど）、議決権行使の妥当性確保はファンド取締役会の機能である」などの反対論を展開した。しかし SEC は「議決権行使結果の開示が透明性を向上させるとともに、ファンドの“組入れ企業に対するガバナンスへの関与”を投資家が監視できるようになるので投資家の利益に沿う」として実施に踏み切った。

ICI は今回、IAC に向けた意見書の中で、「投信だけに開示義務を負わせているのは妥当でなく、もし議決権行使の結果開示が公的政策目標の観点から望ましいと考えるなら、全ての機関投資家に広げるべきである」と主張している。

【日本における議論と今後の展開】

機関投資家の議決権行使結果の開示については、最近日本でも議論が行われた。すなわ

ち09年6月に発表された「金融審議会 金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」の中の「IV.投資者のよる議決権行使をめぐる問題の 2. 議決権の行使を通じたガバナンスの発揮」において次のような記述が入った。

(3) 議決権行使結果の公表

機関投資家がガイドラインの公表に加えて、実際の議決権行使結果を公表することには、機関投資家が適切に議決権を行使しているか否かについての可視性を高めるとの効果が期待される。

我が国では、現状、いくつかの機関投資家において議決権行使結果を整理・集計の上、公表している例が見られるが、その数は少数にとどまっている。今後、各機関投資家においては、議決権行使を通じたガバナンスの一層の向上を図る観点から、議決権行使結果を整理・集計の上、公表することについて、業界ルール等の整備が進められるべきである。

なお、米国では、2003年以降、SEC規則で投資会社に対して、個別議案ごとの議決権行使結果の公表が義務付けられている。しかしながら、我が国において同様のルール化を図ることについては、発行会社や各種外部団体等から投資会社等に対して、議決権行使に関する圧力がかかるリスクが増大し、議決権行使の自由がかえって阻害されるおそれがある等の懸念が示されており、なお幅広い観点から検討される必要がある。

この報告にもとづき今後、投信・投資顧問・信託・生保の各業界において、議決権行使結果を整理・集計のうえ公表することについて業界ルール等の整備を行い、2010年から各社ベースでの公表が始まることが想定されている。開示内容・様式等は未定であるが、投資信託協会および日本証券投資顧問業協会がすでに会員会社の議決権行使状況についてのアンケート集計結果を公表しており、これが参考となろう。ちなみに投資信託協会の公表形式は別掲のとおりである。

[参考] 投資信託協会発表の

「投資信託委託会社における議決権行使状況アンケート調査結果（2008年）」（抜粋）

1. 議案（株主提案以外）に対する行使状況について

【対象社66社総計】

議案名称	賛成 (A)	反対 (B)	棄権 (C)	反対・棄権計 (D) (B) + (C)	議案数合計 (E) (A) + (B) + (C)	反対等比率 (D) / (E) %
剰余金処分案等	27,619	839	26	865	28,484	3%
取締役選任※1	65,384	4,750	105	4,855	70,239	7%
監査役選任※1	28,480	7,624	27	7,651	36,131	21%
定款一部変更	11,380	1,631	63	1,694	13,074	13%
退職慰労金支給	10,045	3,612	173	3,785	13,830	27%
役員報酬額改定	10,678	285	15	300	10,978	3%
新株予約権発行	3,684	1,066	7	1,073	4,757	23%
会計監査人選任	1,200	6	2	8	1,208	1%
再構築関連※2	717	35	1	36	753	5%
その他の会社提案※3	11,239	2,565	53	2,618	13,857	19%
合 計	170,426	22,413	472	22,885	193,311	12%

※1・・・「取締役選任」・「取締役解任」の「反対」には、「一部反対」も含む

※2・・・合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割

※3・・・自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、補欠監査役選任等

2. 株主提案に対する行使状況について

【対象社66社総計】

議案名称	賛成 (A)	反対 (B)	棄権 (C)	議案数合計 (D) (A) + (B) + (C)	賛成比率 (A) / (D) %
増 配	181	199	4	384	47%
自己株式取得	90	28	1	119	76%
役員報酬額の開示等	185	134	2	321	58%
取締役（会）問題※4	88	605	2	695	13%
監査役（会）問題	21	11	0	32	66%
退職慰労金の削減等	25	32	0	57	44%
その他の定款一部変更等	202	1,572	54	1,828	11%
合 計	792	2,581	63	3,436	23%

※4・・・取締役の解任等

6. その他の問題

以上が IAC の検討課題と幾つかのテーマについての背景・論点等である。なお IAC の当面の検討課題として挙げられなかった事項で、政府の「金融規制改革プラン」および「投資家保護法案」の中に盛り込まれている重要な事項があるので、それを掲げておく。

第一は証券仲裁に関わる問題である。現在、米国証券業界においては、顧客が証券会社に新規口座を開設する際に、「顧客と証券会社との間に将来紛争が発生した時には（裁判訴訟でなく）仲裁により解決する」旨の紛争前仲裁合意契約（predispute arbitration agreements）を一律に結んでいる。これについて、今回、政府は金融規制改革プランおよ

び投資家保護法案の中で「SEC は（強制仲裁条項により投資家の利益が害されているか等の調査を行ったうえ）強制仲裁条項が投資家の利益に反すると認めるときは、これを禁止する権限を持つ」ことを提案している。これについては当然証券界から反対の意見が出ている。

（注）米国では消費者契約全般について強制仲裁条項を禁止する法案が 07 年にも提出された（成立しなかった）ことがある。このとき SIFMA（米国証券業金融市場協会）は、「証券仲裁に関する白書（"WHITE PAPER ON ARBITRATION IN THE SECURITIES INDUSTRY"）」を発行して「証券仲裁は有効に機能している」と反論していた⁴。今回も 07 年と同様に消費者契約全般について強制仲裁条項を禁止する法案（The Arbitration Fairness Act 2009）が議会上程されている。

第二に利益相反に関わる問題である。今回、政府は 9 頁に記述した「投資商品販売時における利益相反の可能性についての情報開示の義務付け」に加え、金融規制改革プランおよび投資家保護法案の中で、利益相反行為を禁止する提案を行っている。すなわち「SEC は（調査・検証のうえ）適切であると認めるときは、投資家の利益に反する販売慣行・報酬体系（販売仲介者の利益になるが、投資家の利益にならない商品販売を促進するような報酬体系）を禁止する規則を定める権限を持つ」ことを盛り込んでいる。

おわりに

本稿は、米国の IAC 設立とその枠組み、投資家保護に関する当面の検討課題等について述べてきた。文中で指摘したように、当面の検討課題の中には受託者責任・投信販売時の情報開示など既に法制化が提案されている事項もあれば、金融教育など中長期的課題もある。また IAC の当面の課題には入っていないが、証券仲裁の見直しなど政府が投資家保護法案に盛り込んでいる問題もある。

金融危機をふまえてマクロ・プルーデンス規制（金融システム全体の安全性・健全性を維持するための規制）の重要性が強く認識されているが、規制のもともとの目的であり柱である投資家保護についても、多角的に規制の再検討・提案が進められていくことになろう。そして議会がその提案をどう判断していくか（法として成立させるかどうか）が注目される。

⁴ 証券仲裁白書の内容については、杉田浩治「証券仲裁は有効に機能している（米国「証券仲裁白書」の主張）日本証券経済研究所ホームページ・トピックス欄 2007 年 12 月掲載、において詳しく紹介している。