

# 議決権行使助言会社の規制をめぐる 議論について

首都大学東京大学院法学政治学研究科准教授

尾崎 悠一



## 1. はじめに

2017年5月29日に改訂スチュワードシップ・コードが確定され<sup>(注1)</sup>、改訂後の指針では、議決権行使助言会社に関する事項（指針5-5）が追加された<sup>(注2)</sup>。本稿では、スチュワードシップ・コードの改訂をめぐる議論をふまえつつ、議決権行使助言会社<sup>(注3)</sup>の規制に関する議論について、若干の検討を試みたい<sup>(注4)</sup>。

改訂前のスチュワードシップ・コードにおいても、議決権行使助言会社について規律が

ないわけではなかった。議決権行使助言会社もコードの対象とされており、実際に、受け入れ表明をしていたため、原則5「機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明白な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである」は、議決権行使助言会社にも当てはまるものとされていた<sup>(注5)</sup>。これに対し、有識者検討会第1回会議における「機関投資家において助言機関のサービスを機械的に適用するような傾向があるとするれば、議決権行使助言機関のガバナンス、適切な議決権行使基準等が策定されるためのプロセスの確保という点もまた重要な課題ではないか」（川田順一メンバー発言）との問題提起を受けて、議決権行使助言会社の規律が第2回会議・第3回会議の議論の対象となり、利益相反の問題、人的資源の不十分さ、形式的な判断等の観点から

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 議決権行使助言会社の展開
3. 米国・欧州における動向
4. 議決権行使助言会社の規制  
結びにかえて

その助言のクオリティーについて問題視され、議決権行使助言会社を対象とする指針5-5が制定された<sup>(注6)</sup>。

## ■ 2. 議決権行使助言会社の展開<sup>(注7)</sup>

### (1) 議決権行使助言会社の誕生と影響力

議決権行使助言という事業を開始し、最も影響力の大きい議決権行使助言会社が、1985年に設立されたISS (Institutional Shareholder Services) である。ISSは、2002年以降、議決権行使助言業務のほかに、会社のコーポレート・ガバナンスの水準を点数化して評価するいわゆるコーポレート・ガバナンス格付を行い、さらに、2006年以降は、会社に対してコーポレート・ガバナンスの改善に向けたコンサルタント事業をも提供している。ISSのほかに、有力な議決権行使助言会社として、2003年に設立されたGlass Lewisが挙げられる (Glass Lewisは、原則として議決権行使助言の対象会社に対してコンサルタント業務を提供しないこととしている)。

議決権行使助言会社が誕生し、その役割を広げていく背景としては、機関投資家の株式保有割合の拡大と機関投資家による議決権行使の拡大が挙げられる。1988年のいわゆるAvon Letterや2003年のSEC規則改正を受けて、年金基金やミューチュアル・ファンドが受託者責任を満たす形で議決権を行使したと示す上で、議決権行使助言会社の

議決権行使助言に依拠して行うのがコスト面でも実際面でも最も合理的であり、議決権行使助言会社の利用が広がった<sup>(注8)</sup>。米国においては議決権行使助言会社の影響力は大きなものであると認識されている<sup>(注9)</sup>。

### (2) わが国における議決権行使助言会社

わが国においても、議決権行使助言会社について言及される機会が増えてきており、その存在感は高まっている<sup>(注10)</sup>。個別の会社における議決権行使助言とは別に、ISSやGlass Lewisの議決権行使助言基準の見直しが報道されることは少なくない<sup>(注11)</sup>。ISSにより会社提案に反対の議決権行使助言がなされたことが発覚した会社では、ISSの勧告に対して反論や補足説明が公表されるケースがある<sup>(注12)</sup>。もちろん、反論等の具体的な内容は各社で異なるものの、しばしばISSの誤解・事実誤認や形式的にすぎる判断が批判の対象となっている。会社側からは、ISSの不適切な助言に振り回されたとの不満もくすぶっており、議決権行使助言会社について何らかの規制を求める意見は会社側には少なからず存在する<sup>(注13)</sup>。また、ISSによる助言内容に対する関心が高まるにつれ、助言結果の分析も少しずつ進められている<sup>(注14)</sup>。

## ■ 3. 米国・欧州における動向

### (1) 米国における動向

2007年にGAO (U.S. Government

Accountability Office、米国会計検査院)は Corporate Shareholder Meetings : Issues Relating to Firms that Advise Institutional Investors on Proxy Votingと題する調査報告を発表し、SECは2010年Concept Releaseを発表して問題提起がなされているものの、規制に向けた具体的な動きはなかった(注15)(注16)。

2017年6月8日に下院で可決された Financial CHOICE Act(注17) 482条は、1934年証券取引所法に新たに15H条を挿入し、議決権行使助言会社に関する規律を設ける(注18)。具体的には議決権行使助言についていわゆる登録制を採用した上で(注19)、提供サービスの信頼性確保のための規律(体制整備義務等)が設けられる。なお、同法案は上院に送付されているが、まだ可決されていないようである(注20)。

## (2) 欧州における動向(注21)

議決権行使助言会社に言及するEUレベルの最初の報告書は、EUにおけるコーポレート・ガバナンスの枠組みに関するグリーンペーパー(2011年)とそれを受けたアクションプラン(2012年)であり、そこでの問題意識を受けて、ESMA(European Securities and Markets Authority、欧州証券市場監督局)がディスカッションペーパー(2012年)と最終報告(2013年)を発表した。最終報告では透明性と開示に関して議決権行使助言業界(proxy advisory industry)が自らの行為規

範(Code of Conduct)を作成することを奨励することとされ、Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysisが2014年3月に策定された(注22)。

2017年5月17日改正されたEUの株主権指令(注23)では、議決権行使助言会社に関する規律が設けられた。多くの機関投資家が議決権行使助言会社のサービスを利用しており、議決権行使助言会社は情報処理コストを削減するのに重要な役割を果たしている一方(注24)、投資家(とりわけ高度に分散されたポートフォリオを持つ投資家や外国人投資家)の投票行動に重要な影響を与えていることから、議決権行使助言会社には透明性が求められるとし、加盟国が議決権行使助言会社について自らが服する行為規範についてその適用状況を報告することを確保するよう要求するとともに、調査助言の準備に関する重要な情報及び準備に影響を与えうる利益相反やビジネス上の関係を開示しなければならず、機関投資家が過去の実績を考慮して助言会社のサービスを選択できるようにそれらの情報は少なくとも3年間利用可能なものとされなければならないとする(注25)。

## ■ 4. 議決権行使助言会社の規制(注26)

### (1) 議決権行使助言会社の勧告の質についての疑問

議決権行使助言会社について規制を求める

議論は、議決権行使助言会社の助言の質についての疑問が出发点となっている。議決権行使助言サービスの質について疑念が生じる根拠としては、①議決権行使助言会社のスタッフ・予算についての制約<sup>(注27)</sup>、②議決権行使助言会社の利益相反<sup>(注28)</sup>、③助言内容の決定プロセスの透明性と妥当性への疑問<sup>(注29)</sup>、④助言の質の確保のための取り組みの不十分性（議決権行使助言会社が助言の基礎とする情報収集にあたって事実誤認や誤解があるのではないかという懸念）が挙げられている。

もっとも、助言の質の問題が直ちに規制を基礎付けるわけではない。投資家は、議決権行使助言会社を利用するかしないかを選択することができ（議決権行使助言会社の利用は義務付けられていない）、利用する場合もよりよい助言を行う会社を選択することができる。議決権行使助言会社を利用する場合も、その助言結果に依拠しないこともできる。議決権行使助言会社のサービスについて費用負担をしているのは投資家であり、議決権行使助言会社が信頼できないのであれば、契約を終了したり、他の議決権行使助言会社と契約することができる<sup>(注30)</sup>。このようなメカニズム<sup>(注31)</sup>が機能するのであれば、議決権行使助言の質の確保を理由として議決権行使助言会社を規律する必要はないであろう。逆にいえば、このようなメカニズムが機能していないからこそ、議決権行使助言会社の規制の必要が主張されていると評価できるが、その

ような前提に立つとしても、質の悪い議決権行使助言に全面的に依拠する機関投資家に問題があるとして、議決権行使助言会社ではなく機関投資家の行為の規制を図る考え方もあり得よう。

## (2) 開示による規律

規制方法については、ヨーロッパの自主規制、改正株主権指令、米国の Financial CHOICE Act（法案）のいずれも主として開示規制をとっている<sup>(注32)</sup>。機関投資家に議決権行使助言会社の選択能力・評価能力はあるが<sup>(注33)</sup>、選択や評価の前提となる情報が十分に提供されていないという場合には、議決権行使助言会社に一定の開示義務（または機関投資家への情報提供義務）を課すことにより状況を改善できるようにも思える。しかしながら、機関投資家に議決権行使助言会社の選択能力・評価能力はあるが選択・評価のための情報が十分でなければ、機関投資家が議決権行使助言会社に情報の提供を要求すればよいのであって、情報開示ないし情報提供に関する規制を導入する根拠に直ちになるとは思えない。規制として情報開示を要求するのは、交渉力の格差により投資家が十分な情報を要求することができないか、投資家に情報が十分か否か判断する能力がないことを前提としているのではないか。仮に機関投資家に議決権行使助言会社の選択能力・評価能力すらないのであれば、情報開示ないし情報提供を議決権行使助言会社に義務付けたとして

も機関投資家はその情報を利用しない（できない）のであって、状況の改善には繋がらないであろう（注34）。

また、開示規制は議決権行使助言会社の事業内容に直接には介入しない比較的マイルドな規制といえようが、それでも規制の副作用はありうる。規制により議決権行使助言会社のサービス提供コストは確実に増加し、議決権行使助言会社を利用する機関投資家、ひいてはその最終受益者の負担が増大することが予想される（注35）。規制を正当化する上では、コストベネフィットの検討も必要であろう。

### (3) 開示規制の先？

現状では、開示規制を超えて、議決権行使助言の内容に関する規制は直ちには想定されていない。そもそも議決権行使助言会社の方法論が判然としない現状において、望ましい・あるべき方法論を議論すること自体が容易ではなく、内容規制を行うことは事実上不可能である。開示規制によりブラックボックスとされてきた議決権行使助言会社のサービス提供のプロセス（とりわけその方法論）が明らかになった後であれば、内容規制が進められる可能性は排除されていないが、議決権行使助言について会計監査における監査基準のようなスタンダードを想定することは難しく、その方法論は信用格付以上に標準化が困難であろう（注36）。

## ■ 結びにかえて

米国における議決権行使助言会社の誕生・発展の経緯に照らしても、議決権行使助言会社のあり方を考えることは、機関投資家の議決権行使のあり方を考えるということにほかならず、多様な機関投資家についてその議決権行使のあり方を詰めることなく議決権行使助言会社の規制について考えることはできない。機関投資家が多様であり、議決権行使に関して機関投資家に期待できることも投資家ごとに異なることを前提に、議決権行使助言会社の規制について考えるのは容易ではない。しかし、議決権行使助言会社の規律付けについて考える上では、利用する機関投資家の多様性は除外することができない考慮要素であろう（注37）。

議決権行使助言会社に対する規制を強く主張する考え方は、少なからぬ機関投資家が議決権行使助言会社の助言に依拠していること（あるいは依拠しているように思われること）を認識の前提としている。助言に依拠する機関投資家は議決権行使にコストをかけることが見合わないと考えからこそ依拠しているのであり、翻って考えると議決権行使が“割りに合わない”と考える機関投資家に議決権行使を強く促すことの当否から遡って考える必要があるのではないだろうか。スチュワードシップ・コードの改訂にあたっては、パッシブ運用のエンゲージメントが主要な論題の

1つになっており、有識者検討会では、パッシブ運用のエンゲージメントのあり方が多様でありうることも指摘されていたところ（注38）、改訂されたコードではパッシブ運用を行う機関投資家のエンゲージメントが多様でありうることについては特に言及していない。このこと自体は、comply or explainというステュワードシップ・コードのアプローチに照らしておかしたことはないかもしれないが（注39）、現状はcomplyの圧力が強くなり（注40）comply or explainとは言いがたい状況であるように思われ、有識者検討会でも問題提起されているように、explainのあり方について検討する必要がある（注41）。本稿の文脈で言えば、議決権行使にコストをかけることは見合わないというexplainは許されないのであろうか。仮におよそ全ての議決権行使を無視することは妥当でないとしても、重要な議案以外については低コストで議決権行使を行う（あるいは議決権行使を行わない）というexplainは十分に合理性があると評価する余地はないのであろうか。ステュワードシップ・コードの持続性を考えるのであれば、機関投資家の多様性を考慮するとともに、利益相反の過度の排除の是正やステュワードシップ活動にかかるコストに対する配慮する必要があろう（注42）。

このような観点から（規制によるか否かは一旦置いて）議決権行使助言会社のあり方を考えるとどうなるであろうか。1つのありうる答えは、議決権行使助言会社は「アクティ

ブマネージャー並みにリサーチを充実させて総会シーズン以外における活動を充実させるべき」というものである（注43）。たしかに、議決権行使助言会社のスタッフの問題が生じるのは、総会シーズンという特定の時期に業務が集中するからであり、総会シーズン以外の活動を充実させることにより、スタッフを維持しやすくなるであろう。議決権行使助言の質の向上はそれ自体は望ましいことである。他方、このような議決権行使助言会社は、現在と比較して、議決権行使助言会社の利用コストを大きく引き上げることになると思われる（注44）。議決権行使に（少なくともコストを上回るベネフィットがありうるという）価値を見出さない機関投資家に対して、（自前で分析を行うよりは安上がりかもしれないとはいえ）議決権行使助言会社の利用に大きな負担を課すことが、ステュワードシップ・コードやステュワードシップ活動の持続性の観点から望ましいことであるかは疑問の余地があろう。助言の質は保障されていないが比較的安価に議決権行使を行う仕組みとして議決権行使助言会社を位置づけ、自ら議案分析と議決権行使を行う機関投資家、議決権行使助言会社の利用を行う機関投資家、（極めて重要な議案を除いて）議決権行使に積極的ではない機関投資家等が共存するというのも1つのありうる姿であり、この場合は、議決権行使助言会社の利用コストを大きく引き上げるような規制には消極的であるべきであろう（規制をしないことも十分にありうるし、

また、規制をすとしても、最低限の情報の開示〔これが何を指すかも慎重に検討をする必要がある〕にとどめるべきであろう。

また、現状及び法制度を離れて一種の理想論をいうのであれば、現在のISSやGlass Lewisの議決権行使助言に問題意識を有する機関投資家を中心として、わが国に独自の議決権行使助言会社を作る試みがあつてよいのではないか。ヨーロッパにおける議決権行使助言会社の状況として、ESMAのディスカッションペーパーでは、米国の議決権行使助言会社のグローバルな存在感がある一方、加盟国ごとに構成された小規模・大規模の助言会社が存在しているとされ、各国ごとの助言会社が存在するのは、各国の法制の差異を反映したものであると同時に、ヨーロッパの機関投資家は複数の投資助言会社と契約するケースが多いためでもあるとされている。ISSやGlass Lewisの議決権行使助言基準は（わが国の状況にあわせているとはいふものの）米国における考え方をベースにしているものであつて、ヨーロッパ同様、わが国の企業についてローカルな判断をする議決権行使助言会社が存在してもいいのではないだろうか（注45）。

（注1）平成26年に制定されたスチュワードシップ・コードにおいてはおおむね3年毎を目途として、本コードの定期的な見直しを検討するなど、適切な対応をとることとされており、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（available at <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/>）、スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（以下、「有識者検討会」という。available at <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>）の検討の後、パブリックコメント手続等を経て改訂された。

（注2）フォローアップ会議意見書（3）においては議決権行使助言会社については、「機関投資家においては、形式的な基準や助言会社のサービスを機械的に適用するのではなく、各企業の状況に着目したきめ細かな判断を行っていくことが重要である。」との指摘がなされているのみであり、議決権行使助言会社に関する指針は有識者検討会の検討で取り上げられたものである。なお、同指針の解説として田原泰雅ほか「スチュワードシップ・コード改訂の解説」商事法務2138号（2017年）22-23頁。

（注3）「議決権行使助言会社」について明確な定義があるわけではないが、「機関投資家向けに、上場会社の株主総会決議に付される議案について、情報の整理ないし独自の分析を行い、どのように議決権を行使すべきかを勧告するというサービスを提供することで、報酬を得るといふ形態の事業を営む者」（高橋真弓「議決権行使助言会社の法的規制論に関する一研究」一橋法学11巻2号（2012年）443頁）ないし「顧客（通常は機関投資家）に対して議決権行使の助言ないし勧告を行うために、上場会社の株主総会に提出される議案を分析する企業」（後述のESMAのディスカッションペーパーの第16段落・第17段落が記述する議決権行使助言会社の機能から構成したもの）という定義が可能であろう。議決権行使助言会社は、主要なサービスとして議決権行使に関する助言・勧告をなすのみならず、付随的なものとして議決権行使のロジスティクスを行うこともあるが、以下の検討との関係では議決権行使助言・勧告のサービスに限定する。

議決権行使助言サービスの手順は、①議決権行使助言基準の設定（議決権行使助言会社が設定するものと、顧客の方針にあわせてカスタマイズし

たもの)と、②議決権行使助言基準に基づく具体的な勧告(主として公開情報を利用して行うものとされている。議決権行使助言会社により会社にアクセスする場合もしない場合もあるとされている)とに大別される。

(注4) 筆者はすでに、議決権行使助言について、拙稿「機関投資家による議決権行使と議決権行使助言会社」岩原紳作・山下友信・神田秀樹編集代表『会社・金融・法(上巻)』(商事法務、2013年)187頁(以下、「拙稿①」として引用する)、拙稿「EUにおける議決権行使助言会社の規律」神作裕之責任編集・公益財団法人資本市場研究会編『企業法制の将来展望——資本市場制度の改革への提言——2017年度版』(財経詳報社、2016年)159頁(以下、「拙稿②」として引用する)において欧米の状況を紹介しつつ若干の検討を試みている。本稿には内容において拙稿①②との重複する部分が少なくない。

(注5) 前文8項、有識者検討会第2回会議議事録(田原企業開示課長発言)

(注6) 有識者検討会第2回会議議事録(田中正明メンバー発言、佃秀明メンバー発言)、第3回会議議事録(田中正明メンバー発言、高山与志子メンバー発言、上田亮子メンバー発言、佃秀明メンバー発言)。

(注7) 詳細は拙稿①・前掲(注4)194-195頁参照。

(注8) Avon Letterや2003年のSEC規則の改正をきっかけとする議決権行使助言会社の利用の拡大については、拙稿①・前掲(注4)195-197頁参照。

(注9) ただし、議決権行使助言会社の影響力についての実証的な研究からはその影響力は必ずしも明らかではない。初期に行われた実証研究においては、議決権行使助言会社の影響力を強調するものが見受けられたものの、近時の実証研究は必ずしも議決権行使助言会社の影響力を強調するわけではない(2013年時点での実証研究の紹介として拙稿①・前掲(注4)198-201頁。近時の実証研究については別稿での検討・紹介を予定している)。

(注10) 2017年6月の株主総会では、ISSが、黒田電気において株主提案に賛成する一方、新日鐵住金や

野村証券ホールディングス等の社外監査役選任議案、川崎汽船の取締役選任議案(会長・社長)に反対するなどして話題になった(日本経済新聞2017年7月12日朝刊12版17面)。

(注11) 例えば、Glass Lewisが2019年から、候補者を含め女性の取締役や監査役がないTOPIX100構成会社の総会では、会長もしくは社長の選任議案に反対票を投じるよう投資家に推奨する旨及び将来は東証1部上場企業全体を対象とする方針である旨が報道されている(日本経済新聞2017年12月1日朝刊13版15面)。

(注12) 個別の反論事例を紹介し、検討するものとして鈴木裕「議決権行使助言業者への会社側からの反論」(2017年6月20日、available at [https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20170620\\_012081.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20170620_012081.pdf))。会社側の補足説明の状況とその議決権行使への効果については、議決権行使実質化検討フォーラム「議決権行使白書—ガバナンス改革のさらなる進展に向けた『議決権行使の実質化』の現状と課題—」(2017年5月25日、available at <http://www.icj.co.jp/news/information/1244/>)。以下、「白書」という)51-57頁。そこでは、会社からの補足説明等は、その出すタイミングや議案の内容等にもよるが、少なからざる場合において機関投資家の議決権行使を反対行使から賛成行使に転換させる効果を発揮しているといえると評価されている(56-57頁)。

(注13) もちろん、補足説明を強いられることがもたらば会社に負担を課す無意味なことであるとは言えず、反対推奨とそれに対する会社のレスポンスを通じて、株主と会社とのコミュニケーションが深まっているとポジティブに評価することも可能である。白書・前掲(注12)51頁も「たとえば機関投資家側や議決権行使助言会社として重要であると考える事項に関する情報が株主総会参考書類に明示されていなかった場合で、特段会社としても当該情報を隠そうという意図もなかったときは、単純なコミュニケーションの齟齬とも言える現象である。しかしこうした場合に無用な反対票が集

まるよりも、会社側からさらなる情報開示の拡充等が行われることは、議決権行使の実質化としてもプラスであると言える」とする。

(注14) 2016年7月から2017年6月の定時株主総会議案を対象に、ISSの実際の助言内容を定量的に集計し、助言基準という定性情報と照らし合わせた分析を行うものとして、濱田裕司・フランク潤「ISS反対・賛成推奨の傾向分析」資料版商事法務401号(2017年)6頁。また、議案ごとに議決権行使助言会社の賛成推奨・反対推奨の状況や反対率について詳細なデータを示すものとして、白書・前掲(注12)19-41頁。また、反対推奨がなされた議案に対する海外・国内機関投資家の反対率、反対推奨がなされた議案の議案全体に占める割合について、同43頁図表4-3-2および図表4-3-3参照。

(注15) GAO報告書やSECのConcept Releaseの所在(URL)や内容については、拙稿①・前掲(注4)204-208頁。

(注16) 従来から、議決権行使助言会社におよそ規律が及ばないわけではなかった。投資顧問業としての規制の余地や委任状勧誘規制による規制の余地について、拙稿①・前掲(注4)209-210頁。

(注17) Financial CHOICE ACTを中心とする米国での近時の動向の詳細については、別稿において検討することを予定している。Financial CHOICE ACTでの議決権行使助言会社に関する規定の概要については、有識者検討会第2回事務局説明資料5頁参照。

(注18) CHOICE Actは1934年証券取引所法を改正し、新設する3条(a)項(83)号において、議決権行使助言会社(proxy advisory firm)を“any person who is primarily engaged in the business of providing proxy voting research, analysis, or recommendations to clients, which conduct constitutes a solicitation within the meaning of section 14 and the Commission’s rules and regulations thereunder, except to the extent that the person is exempted by such rules and regulations from requirements otherwise applicable

to persons engaged in a solicitation”と定義する。

(注19) 議決権行使助言会社が登録を受けることなく委任状による議決権行使の調査、分析、勧告を顧客に提供してはならないとされている(15H条(a)項)。詳細はSEC規則に委ねられているものの、登録に際しては、一定の情報を提供しなければならず、これらの情報はSECにより公開される。

(注20) Financial CHOICE Actを含む米国の金融規制改革関連法案の動向については、松尾直彦「トランプ政権下の米国金融規制改革の展開」神作裕之責任編集・公益財団法人資本市場研究会編『企業法制的将来展望——資本市場制度の改革への提言——2018年度版』(財経詳報社、2017年)第6章参照。

(注21) EUの動向(株主権指令改正を除く)及びそこでの議論の整理およびEUやESMA等の文書の所在(URL)について、拙稿②・前掲(注4)参照。

(注22) 策定主体は、主要な議決権行使助言会社(具体的には、米国のGlass Lewis、ISS、ドイツのIVOX GmbH、英国のManifest Information Services Ltd、PIRC Ltd、フランスのProxinvest)を構成員とするBest Practice Principles Groupである。

(注23) DIRECTIVE (EU) 2017/828 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement.改正株主権指令を中心とする欧州での近時の動向の詳細については、従来のESMAにおける議論との関係も含めて、別稿において検討することを予定している。改正株主権指令での議決権行使助言会社に関する規定の概要については、有識者検討会議・第2回(2017年2月17日)事務局説明資料6頁参照。なお、株主権指令改正の背景については、神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードの規範性について」江頭憲治郎先生古稀記念論文集『企業法の進路』(有斐閣、2017年)1026-1034頁参照。

(注24) ESMAのディスカッションペーパーでも議決権行使会社には会社提案のモニタリングを容易化し、情報コスト・モニタリングコストを低下させ

る機能があると指摘されていた。

(注25) 前文25段落、26段落。なお、EU域外の助言会社と域内の助言会社の対等な競争条件を確保するため、域内の拠点を通じて活動する域外の助言会社にも指令が適用されるべき旨指摘されている(前文27段落)。具体的な規律として、3j条が定められており、同条2項では開示すべき事項が列挙されている。

(注26) 検討の視点については、いかにして機関投資家による適切な議決権行使を確保するかという視点と助言対象となる会社への影響に注目する視点が主として考えられるところ、近時は「インベストメントチェーン」を強調し、議決権行使助言会社もインベストメントチェーンを構成する者として最終受益者との関係で一定の役割ないし義務を果たすべきであるという視点がしばしばとられている。もっとも、議決権行使助言会社の助言対象会社や機関投資家に対する信託義務を認めることは容易ではなく、この点はインベストメントチェーンを強調しても変わらないのではないだろうか。詳細については拙稿①・前掲(注4)202-204、214-215頁、拙稿②・前掲(注4)174-177頁参照。

(注27) サービスの性質上、短期間で大量の委任状説明書その他の資料を分析し、議決権行使助言の方針を適用して勧告内容を決定する必要があるにもかかわらず、議決権行使助言会社は十分なスタッフ・予算を有していないのではないのかという指摘がされている。

(注28) ここでいう利益相反とは、ISSを念頭に、会社に対するコンサルティング業務やガバナンス格付け(及びその向上策のアドバイス)の提供と株主への議決権行使助言業務の提供が利益相反に当たるのではないのかという指摘が中心である。他には、(i) 議決権行使助言会社の役員が対象会社の株主・取締役になること、(ii) 顧客の行う株主提案に対して友好的に評価する可能性、(iii) 金融サービスの提供などの利益相反が指摘されている。

(注29) 助言内容が適切な判断過程を経て決定されたものであること、その決定過程に恣意性がないこ

とを示すためには、議決権行使助言会社が、あらかじめ議決権行使助言に関する基準を設け、個別の議案の賛否については基準を当てはめることによって結論を出すという手法を用いることが考えられる。そして、恣意性を排除するためには、また、利益相反の影響を受けていないことを示すためには、基準をできる限り形式的に定め、その基準を形式的に当てはめることが1つの解決としてはあり得る。しかし、このような規律は、会社ごとの事情を反映しない一律的な(one-size-fits-all)議決権行使助言になる可能性があり、かえって、議決権行使助言の内容が各会社の事情を反映しない不適切な内容となってしまう危険があるとともに、議決権行使助言会社の影響力を恐れてその方針に反するガバナンス行動をとることを回避する会社が見られ、ガバナンスの標準化が進むことになりかねない。また、各議案の当否について形式的な基準を適切に設定できるのかも疑問の余地があろう。

(注30) この点が、情報作成者(会計監査報告や信用格付け)の選択主体・費用負担主体は会社であり、情報の利用者である投資家には選択の余地がない監査法人や信用格付会社等との違いである。詳細については、拙稿②・前掲(注4)183-184頁。

(注31) このようなメカニズムを筆者はかつて「市場」メカニズムと呼び(拙稿①・前掲(注4)206-208頁、拙稿②・前掲(注4)179-180頁)、欧米でも議決権行使助言サービス提供者の市場への新規参入の可否(参入障壁の有無)が検討課題になる(米国のGAO調査では見解が分かれており、欧州においても、競争政策的側面についてはESMAの管轄外とされており、ESMA報告書では最終的な結論は示されていない)など「市場」の失敗の有無が議論されている。しかしながら、既述のとおり、機関投資家には議決権行使助言会社を使用しないという選択肢があり、「市場」という用語がその選択肢の存在になじまないのではないのかという印象をもったので、本稿では「市場」メカニズムという用語は使用しない。

(注32) 高橋真弓「議決権行使助言会社に対する規制

論の根拠と近年の展開」証券アナリストジャーナル2015年11月号38頁は、規制手法を、機関投資家の行動規制を通じて助言会社を規律するもの、直接助言会社に一定の手続きや措置を求めるもの、助言会社の開示を受けたステークホルダーの監視を期待するものに整理する。

(注33) 大規模な機関投資家を中心に投資家による選択能力があると評価する余地はありそうであるが、もっぱら受託者としての義務を尽くすという目的のみで議決権行使助言サービスの提供を受ける機関投資家が、議決権行使助言会社の助言の形成プロセスや助言内容に関心を寄せることは想定しがたい。GAOの調査では、大規模な機関投資家は助言を参考資料の1つとして利用したり、複数の助言会社の助言サービスを受けたり、機関投資家が独自の調査・分析スタッフを擁するなどしており特定の議決権行使助言会社への依存があまり高くないのに対して、小規模な機関投資家は議決権行使助言会社への依存度が高いとされている。また、わが国でも同様の指摘がある（有識者検討会第2回会議（2017年2月17日）議事録〔榊田明敏（アセットマネジメントOne（株）常務執行役員）発言〕）。

(注34) 高橋・前掲（注32）38頁は、「議決権行使助言会社の認識の誤りや判断のゆがみにつき、実際上大きな利害関係を有する対象会社が、最も強い監視のインセンティブを持つものと推測される」と指摘し、議決権行使助言の質の確保における対象会社の役割に期待するようである。わが国における会社側の反論事例をみると、このような期待は正当なものといえようが、議決権行使助言会社と対象会社側で見解が対立したときに機関投資家によるその比較・検討を求めることがどこまで現実的なのかという問題もあり、発行会社のインセンティブを議決権行使助言会社の助言内容の適正化や議決権行使助言会社を利用する機関投資家の議決権行使の適正化に向けてどのように法的・制度的に反映させるかは難問であろう。拙稿②・前掲（注4）46頁参照。

(注35) 投資家のコストを引き上げ、議決権行使助言会社が批判的なコメントをすることを抑圧する可能性があり、さらに、一部の助言会社を廃業に追い込む可能性さえあるとの批判もある（Council of Institutional InvestorsのPaul Ryan下院議長への2017年5月17日付書簡（[http://www.cii.org/files/issues\\_and\\_advocacy/correspondence/2017/05-17-17%20FinChoice%20Letter%20FINAL.pdf](http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2017/05-17-17%20FinChoice%20Letter%20FINAL.pdf)））。

(注36) 信用格付会社の規制との関係では、その事業内容・事業方法への介入が米国等では憲法上の表現の自由との関係でも問題となりうるどころ、議決権行使助言会社の規制でもそのような問題は生じよう。信用格付会社の規制については、弥永真生「信用格付機関の民事責任」神作裕之責任編集・公益財団法人資本市場研究会編『企業法制の将来展望——資本市場制度の改革への提言——2013年度版』（財経詳報社、2012年）第3章、山田剛志「格付会社への規制」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の潮流』（日本経済証券研究所、2015年）128頁など参照。

(注37) ESMAは最終報告において議決権行使助言会社の行為規範のガイドラインとして「議決権行使の責任は投資家にあり、その責任は、スチュワードシップの対象となる資産に関して信託義務によって拘束されない者に移譲することはできないことを前提とすること」「投資家は発行者が株主総会において提出する議案を検討し、十分な情報に基づいた決定をしなければならない」ことを指摘するが、すべての機関投資家にこのような前提が妥当するのかが再検討されるべきであろう。

(注38) 例えば、有識者検討会第2回会議議事録では、パッシブ運用のエンゲージメントという枠組みの中で、エンゲージする価値のない企業は対象から外すアプローチも、スクリーニングして企業価値向上がかなり見込まれる企業については積極的にエンゲージメントするアプローチもあると指摘されている（榊田メンバー発言）。

(注39) comply or explainルールは、強行法規とは異

なり規範の名宛人が理由を示すことにより、規範を実施しないという選択をすることも認めており、規範の名宛人がその個別事情に応じて自己に適さない規範から逃れる自由を認めるという利点に加え、そのような選択を認めることにより、さもなければ実現し得ないような野心的な規範を定めることが可能になるという利点があると指摘するものとして、田中亘「日本版スチュワードシップ・コードの改訂」資料版商事法務398号(2017年)12頁。

(注40) 平成28年12月末時点の集計では、各原則について94%~97%がcomplyしている旨開示しており、開示なしを除くとexplainは1~2%である。また、スチュワードシップ・コード改訂の際に大きな論点となった議決権行使結果の個別開示に大手機関投資家の大部分が応じている(GPIF〔年金積立金管理運用独立行政法人〕が運用受託機関に対して、(1)少なくともGPIFからの受託分に関する個別の議決権行使結果の公表を行うこと、(2)スチュワードシップ・コードの趣旨に則り、GPIF以外の顧客からの受託分も含めた個別の議決権行使結果の公表を行うことが望ましいことを要請していること(2017年6月9日、available at [http://www.gpif.go.jp/topics/2017/pdf/0609\\_unyoujutakukikan.pdf](http://www.gpif.go.jp/topics/2017/pdf/0609_unyoujutakukikan.pdf))の影響が大きいと考えられる)。

(注41) 有識者検討会第1回会議議事録(加藤貴仁メンバー発言、田中亘メンバー発言等)。

(注42) スチュワードシップ活動の費用と便益に着目しスチュワードシップ活動の費用を減らし、期待便益を増やすという地道な作業を積み重ねていく必要を指摘するとともに、顧客・受益者と機関投資家間の多様性に十分な配慮をなすべきであるとするものとして加藤貴仁「スチュワードシップ・コードの理論的考察——機関投資家のインセンティブ構造の観点から」ジュリスト1515号(2018年)19-21頁。

(注43) 北川哲雄「議決権行使助言会社の役割と今後の課題」ジュリスト1515号(2018年)33頁。

(注44) 筆者は現在の議決権行使助言会社の利用コストそれ自体や、議決権行使助言会社のコスト要因

を知る立場にないため、あくまで以下の議論は推測に過ぎない。

(注45) GAO報告書を前提とする限り、すべての会社をカバーするものではなく、かつ、公表情報を中心に分析をするのであれば議決権行使助言産業の参入障壁は禁止的に高くなるわけではないものと考えられる。もちろん、議決権行使助言会社の「新設」にこだわる必要は全くなく、わが国に現に存在している議決権行使助言会社を本文中で述べたような機能のものに“成長”させていくことが試みられてもよいだろう。

\* 注において参照したウェブサイトは2018年3月30日に最終訪問した。

