

論文の内容の要旨

論文題目 議決権行使助言会社の規制
氏名 李 胡興

議決権行使の重要性と株式保有の機関化が高まるにつれて、議決権行使助言会社（PA 業者）は証券市場の重要なプレイヤーとなっている。PA 業者は機関投資家の議決権行使を円滑にする市場のメカニズムとなっている一方、機関投資家との間では情報の非対称性とインセンティブの違いがあり、PA 推奨の質や機関投資家による PA 推奨への依拠に関する懸念も指摘されている。本文はこのような背景を受けて、PA 業者の規制ルールを設計する際の考慮要素を探ってきた。課題の検討に必要な素材を比較法、実証研究及び経済学に求めた。比較法及び経済分析から得られた示唆をもとに、日本法への示唆を考えた。

具体的には、第 1 章はまず日本市場における PA 業者の活動状態を確認する。第 2 章は米国市場を対象とする実証研究及び規制の経緯を考察する。第 3 章は欧州市場を対象とする実証研究及び規制の経緯を考察する。第 4 章は、総会決議の機能とその効率性に関わる要因を確認し、戦略的投票のモデルを生かした研究に基づき、各要因が決議結果の質にどのような影響を与えるのかを考察する。第 5 章は比較法の素材に基づき、またエージェンシー理論の知見を生かして、PA 推奨の質に関する規制ルールの機能と限界を検討する。第 6 章は機関投資家による PA 業者の適切な利用を促すルール作りを検討する。終章はすべての検討を踏まえ、日本法への示唆を述べる。

総会決議の機能に関する理論から見ると、異質的選好の集約機能が期待される決議事項であれば、PA 推奨が投資家顧客の選好を反映すればよく、決議結果の質との関係で投票推奨の質をあまり懸念する必要はない。一方、モニタリング機能及び私的情報の集約機能が期待される決議事項であれば、いわゆる正しい「答え」が存在するため、議決権行使の効率性の問題が生じ、決議結果の質との関係で投票推奨の質が重要となる。議決権行使の効率性にはインフォームド投票、合理的投票、独立的投票、誠実的投票との四つのメカニズムが関わる。投資家は PA 推奨を利用する場合に、PA 推奨の質は投資家のインフォームド投票と合理的投票に影響を与える。また、投資家は PA 推奨に依拠するかまたは自らの判断に従うのかは投資家の独立的投票に関わる。さらに、PA 推奨に依拠して投票する場合に、PA 推奨が抱える利益相反のバイアスは投資家の誠実的投票にも影響する。

インフォームド投票と独立的投票はトレードオフ関係にある。この関係をさらに整理するために、戦略的投票モデルに基づく均衡戦略の分析に求めた。投票判断に関する個人シグナルを生産するかそれとも PA 推奨に依拠するかを判断する際に、個々の株主にとっての最適な選択は必ずしも決議結果の質の向上に資するわけではない。株主間の集合行為問題及び支配的 PA 業者の戦略的価格設定とい

う二つの非効率性が生じるからである。決議結果の質との関係では、PA 推奨を利用することは、当該株主のインフォームド投票に寄与するというポジティブ効果があるとともに、当該株主の個人シグナルの生産を締め出すというネガティブ効果もある。いずれの効果もが支配的なのかは会社の株式保有構造に関係する。株式保有構造は株主が個人シグナルを生産しないほど分散的である場合に、PA 推奨が存在する場面での決議結果の質は常に PA 推奨が存在しない場面での決議結果の質より厳格に高い。PA 推奨の存在は決議結果の質の改善につながる。この場合に、ポジティブな効果が支配的である。一方、株式保有構造がそれほど分散的でない会社では、PA 推奨の精度が十分に高いものでない限り、PA が存在する場合に望ましい総会決議なされる確率は PA 存在しない場合に望ましい総会決議がされる確率より低いこととなり、PA の存在が決議結果の質を毀損させる。この場合に、PA 推奨のネガティブ効果が支配的である。

そこで、PA 業者の規制ルールを検討する際に、PA 業者が投票推奨を作成するインセンティブと機関投資家が個人シグナルを生産するインセンティブとの両方に与える影響を考慮しなければならない。場合によって、PA 推奨の情報生産機能の向上に重点を置くか、それとも投資家の独立的投票に重点を置くかとの選択が必要である。米国法は投資家の独立的投票に重点を置いているのに対し、EU 法では PA 推奨の質、もしくは両方を重視する傾向があるように思われる。

実証研究を踏まえ、PA 市場との構造及び投資家の利用に関する米国と欧州との相違は次のとおりである。米国市場では、**Institutional Shareholder Services (ISS)** と **グラス・ルイス (GL)** 以外にその他の PA 業者も存在するが、市場シェアからすると、ISS と GL は市場をほぼ支配している。欧州市場では類似の構造を見せている。PA 推奨と決議結果との相関関係から見ると、米国市場は欧州市場と比べてより強い相関関係を見せている。これは会社のレベルでは株式保有構造、機関投資家の保有割合、国のレベルでの制度環境の市場志向の度合い、株主の集合行為の仕組みとの代替関係があることは指摘されている。

PA 規制に関する規制ルールを比較すると、米国法と EU 法との相違は次のとおりである。利益相反に関して、PA 業者の利益相反管理措置の構築と顧客に対する情報開示を要請することは米国法と EU 法に共通する。PA 助言の透明性に関して、米国法は委任状勧誘規則に定める反詐欺条項を通じて対処するのに対して、EU 法では PA 業者は改正株主権利指令 (SRD-II) の定めた事項に従って開示する。EU 法と比べて、米国法では透明性開示に関する PA 業者の訴訟リスクが比較的に高い一方、投資家にとって特定の推奨に即した透明性の改善が期待できるとのメリットがある。情報の正確性に関して、米国法は透明性への対処と同様に委任状勧誘規則に定める反詐欺条項を通じて対処する。EU 法では PA 業者の業務体制に関する開示を要請する。ドラフトレポートに関するレビュー権限を調査対象会社に付与するという提案について、米国法と EU 法は直接的には導入していない。しかし、市場および当局からの圧力を受けて、ISS と GL などは自ら段階的に取り組んできている。米国法とは違って、EU 法は行為規範の採用を要請するルールを導入している。

PA 業者に対する投資家のモニタリングに関して、米国法では、信任義務及び投資顧問業法規則 **Rule 206(4)-6** に定める議決権行使関連義務の枠組み内、投資顧問業者が負うデューディリジェンスと継続的監視を強調した。EU 法では、PA 業者の使用に関する説明を機関投資家に対して要請し

た。また、投資家の議決権行使義務との関係で、米国法は PA 業者への過剰な依拠を促したと思われる 2004 年 No-Action Letters を撤回した。それに対し、議決権の行使結果とその理由の説明を要請するルールにおいて、決議事項または保有割合が重要でない場合に関する免除理由を導入し、議決権行使の促進と法令遵守の目的で PA 推奨に機械的に依拠するリスクの抑制とのバランスに配慮した。

日本法への示唆は次のとおりである。PA 推奨の透明性の欠如に関して、米国法のアプローチは投票推奨の提供が委任状勧誘に該当するとの前提においているため、EU 法のアプローチは採用しやすい面がある。利益相反の問題に関して、ISS と GL は米国と欧州市場で採用する手続きを日本市場において採用し、一定の手当てが与えられている。

情報の正確性に関して、現在、日本市場において、ISS の分析レポートの無料提供サービスが利用できるが、ドラフトレポートのレビュー手続きを日本市場で導入していない。GL に関して、現在日本市場で利用できるのが IDR サービスである。IDR サービスを通じて、調査対象会社はドラフトレポートにあるデータの誤りまたは欠落をチェックすることができる。日本市場において ISS の市場シェアがより大きいことに鑑み、ドラフトレポートのレビュー手続きの導入を要請することが考えられる。

上記はいずれもモニタリングのアプローチである。PA サービスのインプットに関する観察可能性に限界がある場合に、学説では提言されている、インセンティブ付き報酬スキームの導入を推奨することが考えられる。

規制を導入するアプローチの選択に関して、株主保有構造など、PA 推奨と決議結果との関係に調整効果を与える要素があること、また、期待ギャップなどの規制コストを考慮して、柔軟性のあるアプローチが望ましい。この観点から、SS コードが望ましい枠組みであるように思われる。

ガバナンス基準の実質的設定者の懸念に関して、発行会社が招集通知や総会の資料または補足説明を生かして会社の見解と論理を表明して対処するのが十分であるように思われる。

投資家による使用に関するルールに関して、議決権行使の促進と法令遵守の目的で PA 推奨に機械的に依拠するリスクの抑制とのバランスを図る観点からすると、議決権行使結果と理由の説明に関する多様性を許容するルールが必要である。SS コード指針 5-3 が柔軟性を提供している。投資家はその枠組み内で決議事項の重要性や保有割合の規模、投資戦略など様々な要素を考慮して公表すれば PA 推奨への過剰な依拠とのバランスが取れるように思われる。PA 推奨が決議結果の質にネガティブ効果を与える要因の一つとして株主の集合行為問題があることに鑑み、投資家の協働を促進する仕組みの構築も視野に入れられる。この観点から、改訂版 SS コードにおける「集团的エンゲージメント」への言及、そして、機関投資家協働対話フォーラムの設立が評価できるといえよう。