

【別紙 2】

審査の結果の要旨

氏名 李胡興

本論文は、議決権行使助言会社の規制のあり方を分析する研究である。スチュワードシップ・コードの策定などを契機に、機関投資家による株主総会での議決権行使の重要性が注目され、議決権行使助言会社の役割についても実務的・学術的な関心が高まっているにもかかわらず、日本の会社法学においては、議決権行使助言会社の規制のあり方に関する本格的な研究はほとんどなされてこなかった。本論文は、このような状況において、開拓者的な研究を行うものである。本論文は、米国及び欧州の状況について比較法研究を行うとともに、議決権行使助言会社の機能および株主総会の機能について法と経済学・ファイナンス理論におけるモデル分析及び実証分析を丁寧に渉猟しながら分析を展開し、議決権行使助言会社の規制のあり方の方向性を提示する。本論文は、序章から終章までの 8 章から成る。

序章は、導入と本論文の構成の説明である。ここでは、本論文は、議決権行使助言会社の議決権行使の推奨および投資家による議決権行使助言会社の使用に関するダイナミックな構造をつかもうとするものであることが宣言される。

第 1 章は、日本市場における議決権行使助言会社の活動状況を描写する。すなわち、議決権行使助言会社の具体的な業者の紹介、議決権行使助言会社の推奨への依拠を動機づける法的ルールの紹介、および、日本市場において議決権行使助言会社の影響力があることについて事例分析を中心とした分析が示される。

第 2 章は、米国の動向と規制の経緯を考察する。米国における議決権行使助言会社の活動状況や株主総会における決議結果に対する影響力について分析した実証研究を幅広くレビューする。たとえば、取締役選任決議において、議決権行使助言会社が留保推奨をすると、取締役候補者の賛成率が平均約 20%減少したとする研究が紹介され、議決権行使助言会社の推奨には影響力があることが描き出される。また、たとえば、議決権行使助言会社の助言が *one-size-fits-all* であって適切ではないのではないかという懸念については、実証的にはその懸念は過剰なものであることを示す研究などが紹介される。さらに、規制の経緯については、SEC の動きが紹介される。SEC は、2003 年に、投資顧問業者の議決権行使に関する信託義務を強化する規則を導入し、投資顧問業者が議決権行使の際にかかえる利益相反のおそれを解消する措置の一例として、独立した第三者の推奨に従って投票することに言及した。そして、議決権行使助言会社が、発行会社に対して有料で企業統治に関する

助言を提供する事実だけでは、議決権行使助言会社の独立性は損なわれまいとする SEC のノーアクション・レターが出された。しかし、SEC は、2018 年にこれらのレターを撤回し、2019 年、新たに、①投資顧問業者が議決権行使助言会社のサービスを利用する際に考慮すべき事項に関する指針、および、②議決権行使助言会社の助言の提供が委任状勧誘規則における「勧誘」に該当するという解釈を明確にし、同規則における反詐欺条項の適用についての指針を公表したことなど、最新の動向も明らかにされる。

第 3 章は、欧州市場の動向と規制を考察する。ここでも、実証研究を渉猟し、米国との違いも存在するところ、議決権行使助言会社の推奨が投資家の投票行動に影響を与えるという点では共通することなどを示す研究が紹介される。また、規制の経緯については、EU の各加盟国の国内法における動向の紹介とともに、EU の株主権利指令において、議決権行使助言会社の透明性についての条文が導入され、議決権行使助言会社が開示すべき情報などが規定されたことが明らかにされる。

第 4 章は、議決権行使助言会社の推奨と決議結果の質についての理論モデルに関する先行研究をレビューする。株主総会の機能には、①モニタリング機能、②私的情報の集約機能、③異質の選好を集約する機能があるとする先行研究を紹介する。①および②の場面では客観的に正しい答えが存在する一方で、③の場面では客観的に正しい答えがあるわけではなく、投資家の選好を反映すれば足りる。議決権行使助言会社の規制としては、③についてはエージェンシー問題の観点から規制を考えれば十分であって、助言の質はあまり問題にならないものの、①と②の場面では、客観的に正しい答えが決議で選び出されるような議決権行使の助言をしているかという質が問題となる。そして、戦略的投票のモデルを生かした研究に基づき、株主総会決議の効率性に関わる要因として、インフォームド投票、合理的投票、独立的投票、誠実的投票という 4 つがあることを本章は紹介する。さらには、それらと議決権行使の助言と決議結果の質についての数理モデルが紹介される。そこでは、議決権行使助言会社の推奨には、株主のインフォームド投票に寄与するという積極的な効果がある一方で、株主の個人シグナルの生産を締め出すという消極的な効果もあるというトレードオフ関係に立つことなどが明らかにされる。

第 5 章は、議決権行使会社の助言の質を向上させるルールを検討する。本章では、エージェンシー理論の枠組みを用いて、米国と欧州の比較法の素材を整理し、議決権行使助言会社の推奨の質に関する規制の機能と限界が検討される。具体的には、助言の透明性の向上を目的とするルール、利益相反問題への対応としてチャイニーズ・ウォール規制や開示規制など、および、規制のコストなどが検討される。

第 6 章は、議決権行使助言会社の推奨と独立的投票を検討する。本章は、機関投資家による議決権行使助言会社の適切な利用を促すルールを検討する。本章は、第 4 章で提示された理論モデルに基づいて、米国と欧州の比較法を素材とした分析を提示する。そして、

本章では、議決権行使助言会社の推奨がインフォームド投票に資する場合にはその推奨への依拠を許容する一方で、機関投資家がアクティブ投票することができる場合にはその推奨への機械的な依拠をさせないようにするという方向でのルール設計が好ましいという筆者の意見が示される。

終章は、日本法への示唆である。第1に、理論モデルから得られた知見として、議決権行使業者の規制を検討する際には、議決権行使助言会社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する必要があることを本章は指摘する。第2に、議決権行使助言会社の利益相反問題・透明性の問題については、情報開示規制、投資家によるモニタリング、行為規制などの様々なアプローチがあり得るところ、議決権行使助言会社の推奨と決議結果との関係に調整効果を与える要素として株主保有構造の違いなどがあること、および、規制コストがあることを考慮して、柔軟性のあるアプローチが好ましく、スチュワードシップ・コードが日本では望ましい枠組みであると本章は主張する。第3に、投資家による議決権行使助言会社の助言の使用に関するルールについては、議決権行使を促進する必要がある一方で、法令遵守の目的で議決権行使助言会社の推奨に機械的に依拠するリスクを抑制する必要もあるため、両者のバランスを図る必要があるとする。そこで、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り、スチュワードシップ・コードの枠組みにおいて、投資家が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議決権行使結果を公表すれば、このバランスがとれると本章は主張する。

以上が本論文の要旨である。本論文の長所としては、特に次の3点を挙げることができる。

第1に、日本において議決権行使助言会社についての具体的な規制もなければ判例もなく、先行研究の少ないテーマについて、本論文が本格的な研究を行ったことである。機関投資家の存在感の高まりは世界的な傾向であり、機関投資家が議決権行使に際して議決権行使助言会社の助言を利用していることもこれまた世界的な傾向であって、これらの現象が日本でもすでに観察されている。そして、本論文のテーマは、株主総会の決議のあり方という株式会社の仕組みの根幹についての重要な領域に属する問題であるにもかかわらず、先行研究が欠落していたものであり、本論文はこのギャップを埋めるものとして大きな価値がある。

第2に、本論文が、法と経済学・ファイナンス理論を丁寧に紹介し、そこから得られる知見に依拠して、米国と欧州の比較法の素材を整理していることである。特に、株主総会決議の機能として、モニタリング機能、私的情報の集約機能、異質の選好を集約する機能という枠組みを先行研究に基づいて紹介している。この枠組みは、日本では従来あまり紹

介もされてこなかったものであり、これを紹介したこと自体に大きな価値がある。さらには、この枠組みを用いて実証研究や比較法の素材を整理してみせ、この枠組みの有用性を本論文自体が例証することに成功している点が、高い評価に値する。

第3に、本論文は、米国と欧州の比較法研究に際して、単に法的な議論を紹介するにとどまることなく、実証研究を丁寧にレビューすることにより、議決権行使助言会社の実態や、現実の株主総会決議に与えている影響などを説得的に描き出し、資本市場の動態に関して深度のある分析がなされている。

もっとも、本論文にも短所がないわけではない。

第1に、本論文の用いる理論モデルは、先行研究のものに完全に依拠するものであり、オリジナルのものではない。そして、その先行研究のモデルは、各株主が1票を持っているというものである。株式の分散保有が進んでいる場合には、このモデルが妥当する場合が多い可能性はあるものの、上位株主の株式が集中しており、その連携により自由に決議内容を左右できる場合もあり得るし、さらには株主が株式を買い集めることで議決権を増やすことができるといった特徴が現実にはあるはずであり、このような特徴をモデルに取り込んだ場合に結論に影響がないのかといったことについてまでは検討がなされていない。もっとも、経済学やファイナンス理論においても、株主総会の投票モデルは十分に発展してきているわけではなく、この点に関する不十分さを法学研究者の博士論文で克服することを要求するのは必ずしも公正であるとはいえず、これはむしろ法学・経済学の学界全体の課題というべきであろう。

第2に、やや形式的なことではあるが、本論文のテーマについての本格的な先行研究はほぼなく、断片的に欧米の動向の紹介がなされるにとどまっているという学界の議論状況につき、まとめて説明する記述がなかったため、この分野に明るい読者以外には本論文の位置づけがいささかわかりにくい。また、理論モデルや実証研究の紹介がともすると羅列的な印象を与え、各先行研究の紹介がいかなる目的で行われているのかについて、読者が理解するのに努力を要する面もある。しかし、この点は、記述の巧拙といった性格が強いもので、本論文の価値を大きく損なうものではない。

以上から、本論文は、その筆者が自立した研究者としての高度な研究能力を有することを示すものであることはもとより、学界の発展に大きく貢献する特に優秀な論文であり、本論文は博士（法学）の学位を授与するにふさわしいと判定する。