

博士論文（要約）

議決権行使助言会社の規制

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（以下は「PA 業者」）は機関投資家の議決権行使を円滑にするための重要な市場のメカニズムとなっている。一方、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。日本版スチュワードシップ・コード（以下は「SS コード」）は 2014 年に策定された当初から、PA 業者等に対してもあてはまるとし、また、機関投資家が PA 業者の助言に機械的に依拠するのではなく自らの責任と判断のもとで議決権を行使すべきであることを強調し、PA 業者のサービスを利用する旨及びどのように活用したのかについて公表する義務を課した。2017 年改訂版では、企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入すべきであることを強調し、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関する自らの取り組みを公表するよう要請した。

本文はこのような背景を受けて、PA 推奨が総会決議に与える影響を見る際に、PA 業者と機関投資家との相対関係のみならず、総会決議という集団的意思決定の仕組みの特徴を踏まえた分析が必要であると考え、総会決議の機能や効率性に関する理論、そして、PA 推奨が決議結果の質に与える影響に関する経済学的分析を探ってきた。また、米国法と EU 法を対象とした比較法的考察から、PA 業者の規制ルールを設計する際の考慮要素とアプローチを探ってきた。

考察から得られた示唆及び、PA 業者に関する規制ルールを検討した結果は次のとおりである。

第一に、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に影響を与える。また、投資家は PA 推奨に依拠するの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。規制ルールを策定する際に、インフォームド投票と独立的投票がトレードオフ関係にあることを考慮すべきである。

第二に、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均衡戦略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。この場合に、PA 推奨の存在は決議結果の質の改善につながり、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の選択が必要である。

第三に、実証研究を踏まえ、PA 市場の特徴及び投資家の利用に関する米国と欧州との類似点と相違点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。これは会社レベルでは株式保有構造、機関投資家の保有割合、国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等に係る。日本市場では、2010年以降、PA業者はISSとGLしかいないため、米国市場と欧州市場と比べて一層集中的な構造を見せる。機関投資家の保有割合は米国と英国ほど高いものではないが、近年高まっている傾向である。体系的な検証を行う研究がないが、PA推奨と決議結果との相関関係が観察されており、またアジェンダ設定機能を示唆する証拠もある。PA業者間の競争や評判など市場のメカニズムがPA推奨の質に一定の規律効果を与えているのは事例的証拠と実証的証拠に裏付けられている。しかし、寡占市場では、プリンシパルとエージェントとの間にエージェンシー問題があれば、エージェント間の競争が不完全なものにとどまる恐れがある。評判のメカニズムの実効性はエージェントの仕事の観察可能性の程度と係る。そこで、市場のメカニズムのみに委ねることが足りず、エージェンシー問題を緩和するための規制の必要性がなお存在する。

第四に、PA規制に関する規制ルールを比較すると、米国法とEU法との類似点と相違点は次のとおりである。利益相反への懸念に関して、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

(Rule 14a-9 of Securities Exchange Act of 1934)を通じて、重要事実に関する意見を提供する際に、当該意見を裏付ける事実や、仮設、限界その他の情報を提供するように対処するのに対して、EU法ではPA業者に対して改正株主権利指令(SRD-II)第3j条2項に定めた事項を公表するように要請した。米国法と比べ、EU法はPA推奨に関する情報以外に、議決権行使ガイドラインや業務体制に関する透明性要件を要請した。米国法は個別のPA推奨を対象にしており、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。それに対し、EU法はPA推奨一般を対象にしており、公表される情報が特定のPA推奨との関連性が薄い恐れがあると考える。開示すべき事項の予測性に関して、EU法は事前に明確に定めているのに対して、米国法は事後的判断に委ね、透明性に関するPA業者の訴訟リスクが比較的に高い。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法は直接的には要請していない。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導入している。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。エージェンシー理論の観点から、上記の規制は全てプリンシパルのモニタリングに資する内容である。それに対して、学説では、インセンティブ付き報酬スキームが提案されている。モニタリングのアプローチの実効性は委任される業務の透明性と複雑性、さらにプリンシパルの監視のインセンティブに依存するとの限界がある。インセンティブ付き報酬スキームは PA 推奨の質の測定可能性に依拠し、より編著な株価の変動が伴う決議事項に限り適用性があるとの限界がある。

機関投資家による PA サービスの活用に関して、機関投資家によるモニタリングに関するルールでは、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義務を強調した。米国法は、信任義務を満たしながら PA 業者を利用する手続きを明確にしており、PA 業者の活用自体を抑える意図はないように思われる。それに対し、EU 法は機関投資家に対して、PA 業者の使用に関する説明を要請した。米国法と比べて、PA 業者の利用を抑える効果があると考えられる。また、PA 推奨への過剰な依拠に対処するために、米国法は 2004 年 No-Action Letters を撤回した。EU 法では、議決権の行使結果の公表に関して、決議事項または保有割合が重要でない場合の免除規定理由を設け、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。

最後に、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立っているため、EU 法のアプローチは採用しやすい面がある。ただし、開示事項の内容を策定する際に、それと特定の PA 推奨との関連性が薄いとの問題に対処する必要がある。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開示と手続きを日本市場においても採用し、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 は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 Issuer Data Report (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。

前述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PA業者の使用に関して、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ながら公表を行えば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。

(5年以内に出版予定)