

# 議決権行使助言会社の 法的規制論に関する一研究

高橋真弓\*

- I はじめに
- II 議決権行使助言会社のビジネスモデル
- III 議決権行使助言会社の法的規制論とその背景
- IV 議決権行使助言会社に関する問題点
- V 議決権行使助言会社規律論のアプローチ
- VI 結びに代えて

## I はじめに

上場会社の株主構成は複合的な要因によって変動し、常に一貫したトレンドを捉えられるものではないが、わが国でも、市場型間接金融の促進とともに、上場会社における機関投資家株主の位置付け、および企業統治の充実という側面からこれに期待される役割が顕著なものとなってきていることは、概ね肯定できるように思われる。

それとともに、年金・投資信託・保険等の機関投資家が、年金加入者・一般投資家・保険契約者等の最終受益者に対して負うべきとされる受託者責任の重要性も増してきている。投資収益率に直接関わる資産運用の側面における責任は勿論であるが、株式投資の対象会社の株主総会における適切な議決権行使を通じた企業統治への関与についても、受託者責任の重要な一要素であるとして、その徹底が求められてきている<sup>1)</sup>。

ところで、こうした機関投資家の適切な議決権行使を補助する機能を担うこと

---

『一橋法学』（一橋大学大学院法学研究科）第11巻第2号2012年7月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学大学院法学研究科准教授

で、上場会社の企業統治実務において徐々に存在感を増してきているプレーヤーに、「議決権行使助言会社 (proxy advisory firms)」が挙げられる。ここ数年、特に米国・EUにおいては、議決権行使助言会社が上場会社の運営に及ぼす影響力の大きさを強調する一方で、これに固有の規制が及んでいないことを問題視し、一定の法的規制の対象とする必要性を唱える論調が強くなってきている。

本稿は、この議決権行使助言会社の特性につき理解を深めるとともに、その活動に関してしばしば批判的となっている側面を明らかにして、これらに対し近時欧米で展開されている法的規制論の方向性を整理・検討することを目的とする。わが国においては、機関投資家による議決権の行使のあり方についての議論自体がなお途上にあるようにも思われるが<sup>2)</sup>、議決権行使助言会社の規律に関する検討は、こうした議論の参考になるところもあるだろう。

以下、まず第Ⅱ章では、主要議決権行使助言会社の活動状況を参考に、議決権行使助言産業の典型的なビジネスモデルを概観する。次いで、第Ⅲ章では、議決権行使助言会社に関する米国ないしEUでの近時の検討状況を俯瞰して、法的規制論の高まりの背景に機関投資家の受託者責任および議決権行使助言会社の影響力への注目があることを明らかにする。そして、上記検討の中で批判の対象となってきた議決権行使助言会社の活動をめぐる具体的諸問題を第Ⅳ章で整理し、第Ⅴ章において、これらの問題に対応するものとして考えられる複数の法的規律のアプローチを検討する。

- 
- 1) 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～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～』(2009年6月)14-15頁参照。
  - 2) 近年、機関投資家ないしその運用受託機関の中には、議決権行使基準の策定・開示、および議決権行使結果の公表に自ら取り組む動きが見られ、また、自主規制機関等がこれらを求めるようになった例もある(例として、投資信託協会「正会員の業務運営等に関する規則」2条2項、「議決権の指図行使に係る規定を策定するに当たっての留意事項」(2003年制定。2010年より議決権行使結果の開示も義務化))。しかし、これらの対応策が受託者責任を十分に充足するものであるか否かは、なお検討の余地がある。

## II 議決権行使助言会社のビジネスモデル

### 1 議決権行使助言会社の典型的サービス

「議決権行使助言会社」の語に厳密な定義はなく、この名称で呼ばれる事業者が提供しているサービスは様々である。しかし、一般には、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、報酬を得るという形態の事業を営む者を指す<sup>3)</sup>。本論文でも、少なくとも一部にこうした事業を営む事業者を議決権行使助言会社の名称で呼ぶ。

一般に、機関投資家は分散投資を進めており（あるいはこれを進めなければならず）、株式投資も多くの銘柄を対象とすることから、投資家によっては、全ての投資対象会社の株主総会における議決権行使にかかる判断や事務処理を行うことが、必ずしも容易な作業とは言えなくなる。国や地域によって程度に差はあるものの、株主総会の開催が一定時期に集中する傾向があることもこうした問題に拍車をかけている<sup>4)</sup>。議決権行使助言会社の提供する議決権行使勧告（voting recommendation）は、それらの問題に直面する機関投資家の議決権行使判断を補助するものである。同じ助言会社が、機関投資家の指図に従った議決権行使の代行事務や、議決権行使記録の作成等の付随的業務を行い、機関投資家の議決権行使にかかる一連の手続を包括的に補助することもある<sup>5)</sup>。

3) U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), CONCEPT RELEASE ON THE U.S. PROXY SYSTEM [Release No. 34-62495] (Jul. 14, 2010), at 106-107, available at <http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf> (last visited Apr. 2, 2012). なお、特定の組織の議決権行使基準が他の投資家等に小さからぬ影響を及ぼすこともありうるが、本稿では、商業ベースで活動し、かつ最終的には個別議案についての議決権行使の具体的勧告まで行う事業者を検討対象とする。

4) 北半球では3月から7月、南半球では9月から11月が株主総会の集中時期となる。See The Millstein Center for Corporate Governance and Performance at Yale School of Management, POLICY BRIEFING NO. 3 VOTING INTEGRITY: PRACTICES FOR INVESTORS AND THE GLOBAL PROXY ADVISORY INDUSTRY (Mar. 2, 2009) [hereinafter cited as "VOTING INTEGRITY"], at 14, available at <http://millstein.som.yale.edu/teaching/workingpapers> (last visited Apr. 2, 2012). 特に日本の上場会社の株主総会開催時期が集中していることは夙に有名である。

5) SEC, *supra* note 3, at 106.

また、議決権行使助言事業を営む事業者が、上場会社等を対象とした企業統治格付け (Corporate Governance Rating) の付与など企業統治に関するリサーチ事業を営むこともある<sup>6)</sup>。株主総会における議決権行使の局面にとどまらず、投資家の投資判断における対象会社の企業統治に関するリスク要因の検討にも影響を及ぼす可能性のあるサービスである。企業統治実務のあり方を定量的に評価・把握することは、非商業ベースでも様々に試みられているが<sup>7)</sup>、議決権行使助言会社がこのサービスを提供する場合には、機関投資家に対する影響力ゆえに、より直截的に対象会社のガバナンスの変革を促す力を持つとの評価もある<sup>8)</sup>。

中核的的事业である議決権行使勧告サービスは、通常、議案ごとの「賛成 (For)」 「反対 (Against)」あるいは「保留 (withhold)」の勧告と、それを裏付ける分析、さらには対象会社の基礎情報・財務情報等の関連資料からなるレポートの交付の形で提供されている。レポートの内容や記述量は国によっても会社・議案によっても異なるようであるが、法規制によって上場会社に求められている開示資料等に比べると、比較的簡潔かつ明快な態様で、各議案に関連する情報が整理・分析

---

6) 本文で後述するように議決権行使助言産業を主導する存在である Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) は、「ガバナンス・リスク指標 (Governance Risk Indicators : GRId)」という企業統治格付けの提供を行っている。GRId は、監査・取締役会・報酬・株主権の4つの分野の様々な項目について、対象会社の実務に照らして一定のスコアを定め、最終的にはこれを「高い懸念」「中程度の懸念」「低い懸念」の三段階評価で示すというものである。See ISS, *Governance Risk Indicators: A New Measure of Governance-Related Risk* (Sep. 15, 2010); *Governance Risk Indicators 2.0* (Mar. 6, 2012), available at [http://www.issgovernance.com/grid/technical\\_document](http://www.issgovernance.com/grid/technical_document) (last visited Apr. 2, 2012).

7) See, e.g., Lucian Bebchuk, Alma Cohen, and Allen Ferrell, *What Matters in Corporate Governance?*, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 491 (2004), available at <http://ssrn.com/abstract=593423> (last visited Apr. 2, 2012). 各評価要素の比重や分析方法などは、提唱される評価の枠組みによって異なるが、商業ベースでの試みも含め、評価の結果である定量的指標と対象会社のパフォーマンスとの相関関係については、否定的な実証研究が少なくない。See, e.g., Robert Daines, Ian D. Gow and David Larcker, *Rating the Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings?* (2010), Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 360, available at <http://ssrn.com/abstract=1152093> (last visited Apr. 2, 2012); Sanjai Bhagat, Brian Bolton and Roberta Romano, *The Promise and Peril of Corporate Governance Indices*, Yale Law & Economics Research Paper No. 367, available at <http://ssrn.com/abstract=1019921> (last visited Apr. 2, 2012).

8) Paul Rose, *The Corporate Governance Industry*, 32 J. Corp. L. 887, 898-899 (2007).

されており、図表の活用など読者の便宜を図った工夫も一部に行われているようである<sup>9)</sup>。

## 2 主要な議決権行使助言会社の事業態様

議決権行使助言産業の歴史は、1985年に Institutional Shareholder Services Inc. (以下「ISS」) が事業を開始したことにはじまるとされる。2007年、ISSは、RiskMetrics Group に買収され、翌年同 Group がニューヨーク証券取引所に上場したことで、上場会社を親会社とする会社となった。現在は同じくニューヨーク証券取引所に上場する会社で、投資判断にかかる各種サポート・ツールを提供する MSCI Inc. の間接的な完全子会社となっている。ISSは、1990年代から2000年代初頭にかけて議決権行使助言産業および自らの地位を確立し、今や世界100カ国以上の国で4万件の株主総会を分析対象とし<sup>10)</sup>、1300以上の機関投資家を顧客として活動しているとされる<sup>11)</sup>。2007年の米国政府監査院 (Government Accountability Office : 以下「GAO」) のレポートによると、ISSの顧客たる投資家が運用しているエクイティ資産は25兆5000億米ドルとされ、他を大きく引き離している<sup>12)</sup>。ISSは、議決権行使勧告の提供のほかに、議決権行使にかかる事務の代行サービスや投資会社の議決権行使結果開示義務<sup>13)</sup>の履行補助等の付随的なサービスを提供している。また、ISSは、米国において、1940年投資顧問業法 (Investment Advisers Act of 1940) に基づき、証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission : 以下「SEC」) に投資顧問業者としての登録を行っている<sup>14)</sup>。

9) 議決権行使助言会社のウェブサイトで公開されているレポートの見本が参考になる。

10) <http://www.issgovernance.com/proxy/advisory> (last visited Apr. 2, 2012).

11) ISS, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 20, 2010), at 1, *available at* <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-154.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

12) U.S. Government Accountability Office (GAO), CORPORATE SHAREHOLDER MEETINGS: ISSUES RELATING TO FIRMS THAT ADVISE INSTITUTIONAL INVESTORS ON PROXY VOTING (2007), at 13, *available at* <http://www.gao.gov/new.items/d07765.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

13) 米国では、ミューチュアル・ファンド等の投資会社に対して、議決権行使結果の記録を毎年開示することがSEC規則上求められており (17 CFR 270.30b1-4, Form N-PX)、2003年の同規則の導入を契機としてこの種のサービスが提供されるようになった。

ISS以外の主要な議決権行使助言会社としては、Glass Lewis & Co., LLC（以下「Glass Lewis」）、Marco Consulting Group、Egan-Jones Proxy Services、PIRC等が挙げられる。いずれの事業規模も、ISSのそれに比較すると相対的には小さいようであるが<sup>15)</sup>、その中であってGlass Lewisは、ISSに次ぐ事業者として認知されてきている。同社は2003年設立の比較的新しい会社であり、一時は中国の金融メディア会社新華ファイナンスの傘下にも入ったが、2007年にカナダのオンタリオ州教職員年金（Ontario Teachers' Pension Plan Board）の間接完全子会社となっている。現在では、Glass Lewisの顧客である投資家が運用する資産は15兆米ドルを上回るとされ、100カ国以上の国で2万3000社以上の企業を対象に議案分析を行い、900を超える機関投資家にこれを提供しているという<sup>16)</sup>。Glass Lewisは、従前はISS同様、投資顧問業者としてSECに登録を行っていたこともあったようであるが、2005年にこれを撤回している<sup>17)</sup>。

議決権行使助言産業のビジネスモデルは、上述の議決権行使助言サービスの提供により機関投資家の側から報酬を受領するという点ではおよそ共通しているが、ISSとGlass Lewisの二社に限ってみても、その事業態様や議決権行使助言の枠組みには相違点が少なくない。

第一に、議決権行使助言の提供以外の事業構成に相違が見られる。特に、ISSは、1997年以来、役員等の報酬額算出モデルや資本構成計画、その他の企業統治問題に関する助言サービス等を、機関投資家の投資対象となりうる上場会社等の側に提供する事業を営んできている<sup>18)</sup>。一方で、機関投資家に対してある上場会社の株主総会における議決権行使につき助言を行いながら、他方で当該上場

---

14) 17 CFR 275. 203-1. 投資顧問業者としての登録の申請にはForm ADVが用いられる。その第2部は、顧客に提供しなければならない会社のパンフレットから成る。ISSのForm ADVの第2部はそのウェブサイトで見ることができる。See <http://www.issgovernance.com/files/ISSADVPartII2011.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

15) GAOの調査では、Marco Consulting Groupの顧客のエクイティ運用額は850億米ドル、Proxy Governance, Inc.の顧客のそれは1兆米ドルとされていた（Egan-Jones Proxy Servicesについては不明）。See GAO, *supra* note 12, at 13. Proxy Governance, Inc.は、2011年に事業を停止し、その顧客はGlass Lewisが引き継いでいる。

16) Glass Lewis & Co., About Us, at <http://www.glasslewis.com/about-glass-lewis/> (last visited May. 20, 2012).

17) GAO, *supra* note 12, at 9.

会社に対して企業統治等に関する助言サービスを提供するという関係を生じることから、この上場会社側に対するサービスの提供は、後述のようにしばしば厳しい批判の対象となっている。2006年、上場会社等を対象に助言サービス等を提供する事業部門は、完全子会社の ISS Corporate Services, Inc. (以下「ICS」) に分割されたが<sup>19)</sup>、同社の売上高は増大してきており、2011年にはMSCIの企業統治関連事業の収益の20%以上を占めるにまで至っている<sup>20)</sup>。

これに対し、Glass Lewisは、上場会社の側に助言等を提供するサービスは行っていない。むしろこの点を強調して、ISSとの差別化を図っているようでもある<sup>21)</sup>。

第二に、議決権行使勧告の提供態様についても相違がある。

ISSは、議決権行使勧告を定めるにあたり、まずは当該年度の特定期域における議決権行使助言方針(基準)を定めて公表し<sup>22)</sup>、これを基礎的枠組みとして、広く一般に入手しうる情報に基づき個々の会社の具体的議案について評価・判断するのを原則とするとしている<sup>23)</sup>。このような方針の策定・公表、そして当該方針を基礎とした議決権行使勧告の形成というプロセスを経ることについては、ISSの分析および議決権行使勧告の透明性・一貫性を確保すると同時に、顧客その他の者が、ISSのレポートの誠実性を継続的に監視・評価することを可能とし

18) *Id.* at 7-8; ISS, Re: Definition of the Term “Fiduciary” Under ERISA (Feb. 2, 2011), at 2, available at <http://www.dol.gov/ebsa/pdf/1210-AB32-104.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

19) GAO, *supra* note 12, at 8.

20) See MSCI Inc., Form 10-K (Annual Report pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934) (Feb. 29, 2012).

21) See Glass Lewis & Co., Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 18, 2010), at 9, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-100.pdf> (last visited Apr. 2, 2012). この点を理由に、議決権行使勧告の提供者をISSからGlass Lewisに変更したとする機関投資家もあるとされる。Tiffany Kary, *ISS Pressed On Conflict By Governance Expert Millstein*, WALL ST. J., Nov. 16, 2005.

22) ISSのウェブサイトには、米国・カナダ・欧州・英国・日本・中国・香港・シンガポール・オーストラリア・ニュージーランド・韓国の地域別議決権行使助言基準が公表されている。See 2012 ISS Policy Information, at [http://www.issgovernance.com/policy/2012/policy\\_information](http://www.issgovernance.com/policy/2012/policy_information) (last visited Apr. 2, 2012).

23) ISS, *supra* note 11, at 8.

て、その判断の誠実性・独立性を確保することにも資すると説明されている<sup>24)</sup>。ISSは、議決権行使助言方針の策定プロセスの概要についても公にしているが<sup>25)</sup>、それによると、同社の方針の策定プロセスは、ボトムアップ型である点に特徴を有しているとされる。すなわち、まず、毎年来るべき総会シーズンの前に、注目に値する新たな問題を特定するべく、複数のチャンネルを通じて機関投資家・株式発行会社・産業関係者を含む様々な市場参加者から情報を集め、それを基礎に各種産業グループや外部の専門家らと会合の場を設けたり、あるいは学術文献その他の実証研究等の検討を行ったりする。また、その上で作成された当該年度の方針の改定案についても、最終方針として公表される前にパブリック・コメントの募集機会を設定し、一般の意見の聴取を行うというものである。

一般的な方針策定は、主要議決権行使助言会社に共通するものであり<sup>26)</sup>、Glass Lewisもこうした方針を定めているが、その方針の全てがウェブサイト等で広く一般に無料で公表されるという形態にはなっていない<sup>27)</sup>。また、その策定プロセスについても、顧客や学者・弁護士・会計士等の専門家からの助言を受けて方針を定めるとはされているが<sup>28)</sup>、広く一般からの意見聴取機会等は特に定められていないようである。

こうした一般的な方針の策定を基本としながら、ISSは、機関投資家の多様な立場を反映するべく、一つの議案に対し複数種類の議決権行使勧告を行う可能性を認めている。まずISSは、ベンチマークとなる上述の一般的議決権行使助言方針に加え、社会的責任投資 (Socially Responsible Investment (SRI)) の議決権行使助言方針や、米国従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act : 以下「ERISA法」)<sup>29)</sup>の規制等により最終受益者に対して受託者

---

24) *Id.*

25) *Id.* at 11; *See also* ISS Policy Gateway: Policy Formulation and Application, at <http://www.issgovernance.com/policy/process> (last visited Apr. 2, 2012).

26) *See* VOTING INTEGRITY, *supra* note 4, at 6.

27) 同社は、発行会社と投資家の仲介者の役割を担おうとするものではないことを強調している。グレゴリー・P・タクシン「グラス・ルイスに今年の議決権行使方針を聞く」商事法務1796号51頁(2007)。

28) タクシン・前掲注27) 51頁。

29) Pub. L. 93-406, 88 Stat. 829.

責任を負う顧客等のための Taft-Harley 顧問サービスの議決権行使方針、さらにはカトリック信仰を基礎とする議決権行使助言方針等、一定のカテゴリーの顧客のニーズに特化した方針 (Specialty Policies) を定めている<sup>30)</sup>。例えば、2012 年の米国の社会的責任投資向け議決権行使助言方針では、ESG (環境・社会・企業統治) リスクを適切に防がなかった、あるいは同リスクを管理できなかった取締役らの再選議案につき、「反対」または「保留」を勧告することが示されているが<sup>31)</sup>、同年の米国の一般的議決権行使助言方針にはこうした項目は挙げられておらず、他方で、役員報酬と環境・社会問題を結びつけるような提案には原則として「反対」票を投じることを勧告するとされている<sup>32)</sup>。

加えて、ISS は、機関投資家自身の定める議決権行使方針に従って、400 以上の特別に調整した議決権行使助言方針を管理・適用している<sup>33)</sup>。このカスタマイズされた方針は、各機関投資家の独自の企業統治哲学を反映したもので、これに基づいてなされる議決権行使勧告は、ベンチマークとなる ISS の一般的議決権行使助言方針に基づくものとは、しばしば異なるものとなる。現在既に、ISS の顧客が運用している株式の過半数については、前述の一定のカテゴリーに特化した方針か、あるいはこのカスタマイズされた方針に基づく勧告が出されているとされており<sup>34)</sup>、同じ会社の同一議案についても、ISS から顧客ごとに様々な勧告がなされていることが窺える。

これに対し、Glass Lewis は、そのレポートに含まれる情報は特定の者に向けたものではなく、特定の顧客の投資戦略に合わせて調整されてもいないとしている<sup>35)</sup>。各対象会社の株主総会につき作成されるレポートは一通のみである。す

30) See 2012 ISS Policy Information, *supra* note 22; ISS, *supra* note 11, at 13.

31) See 2012 SRI U.S. Proxy Voting Guidelines (Jan. 2012), at 12, available at <http://www.issgovernance.com/files/2012ISSSRIUSPolicy.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

32) See 2012 U.S. Proxy Voting Summary Guidelines (Jan. 2012), at 63, available at <http://www.issgovernance.com/files/2012USSummaryGuidelines1312012.pdf> (last visited Apr. 2, 2012). Cf. 2012 SRI U.S. Proxy Voting Guidelines, *supra* note 31, at 57.

33) ISS, *supra* note 11, at 13.

34) *Id.*

35) Glass Lewis & Co., *supra* note 21, at 6-7; Glass Lewis & Co., Re: Definition of the Term Fiduciary (Jan. 20, 2011), at 2, available at <http://www.dol.gov/ebsa/pdf/1210-AB32-053.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

なわち、Glass Lewis の側でカスタマイズされた方針や勧告を用意するのではなく、顧客機関投資家の側が、当該助言会社の方針や具体的勧告例等を検討し、自らの方針に類似する傾向にある、あるいは特定の問題につき自らと同じ「哲学」（例えば、「企業買収防衛策の導入を支持しない」等）を有しているとの判断に基づいて、同社の議決権行使勧告をフォローすることになるというのである。

このような態様の相違は各社の事業戦略にもよるものと推測されるが、ISS のアプローチが、各機関投資家との契約を基礎に当該投資家のニーズに対応した商品の提供を意図するものであるのに対し、Glass Lewis のそれは、独自の議案分析に基づく一つの見解の表明をもってサービスの中身とするもので、情報受領者を限定したメディアに類似するビジネスモデルと言いうるかもしれない<sup>36)</sup>。

各議案に対する議決権行使勧告は更に個別の分析過程を経て出されることになるが、ISS が、分析・勧告における一貫性を確保し、アナリストの潜在的なバイアスを排除するという目的から、予め詳細に定めて公に開示した方針に依拠して分析・勧告を行うとしているのに対し<sup>37)</sup>、Glass Lewis は、一般的な方針を策定しながらも、最終的な議決権行使勧告は個々の会社・議案ごとに個別に判断することを強調する<sup>38)</sup>。学術研究にも、議決権行使助言会社の分析には、評価基準が十分に開示されていない考慮要素が存在し、各考慮項目間の比重も必ずしも明瞭でないため、一般の方針から特定の議案について出される勧告を判断する術はないと指摘する見解がある<sup>39)</sup>。同研究は、逆に実際に出された各議決権行使助言会社の勧告からは、当該助言会社が重視している要素につき一定の傾向を認定

---

36) Glass Lewis が全ての顧客に対し同一のレポートを提供することを強調するのは、議決権行使にかかる最終的判断権限はあくまでも顧客にあり、同社の役割は限定されているため、同社は最終的な受益者に対して信認義務を負うべき立場にはないと主張を裏付けるためとも推測される。See Glass Lewis & Co., Re: Definition of the Term Fiduciary, *supra* note 35, at 2-4.

37) See Response from ISS to the European Commission Consultation on the EU Corporate Governance Framework (Jul. 22, 2011), at 16, available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/individual-replies/iss\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/individual-replies/iss_en.pdf) (last visited Apr. 2, 2012).

38) タクシン・前掲注 27) 52 頁。See also Glass Lewis & Co., *supra* note 21, at 7.

39) Stephen J. Choi, Jill E. Fisch and Marcel Kahan, *Director Elections and The Role of Proxy Advisors*, 82 S. Cal. L. Rev. 649, 658-659 (2009).

しうるものの<sup>40)</sup>、投資家がこれらの傾向を認識していなければ、議決権行使助言会社の存在は十分な情報に基づく株主の議決権行使促進に資するものとはならないとも論じている<sup>41)</sup>。

ただし、いずれの議決権行使助言会社においても、全ての議決権行使勧告を広く一般に公表するものとはしていない<sup>42)</sup>。これは、機関投資家からサービスの対価を受領するという議決権行使助言会社のビジネスモデルに由来する特性であると思われるが<sup>43)</sup>、最終製品としての議決権行使勧告の傾向につき、情報を取得しうる個々の機関投資家以外に、市場からの客観的・批判的分析が容易に行いうる状況には必ずしもなっていないと言える<sup>44)</sup>。

### Ⅲ 議決権行使助言会社の法的規制論とその背景

#### 1 議決権行使助言会社に関する調査・分析と法的規制論の動向

上記に見たように、議決権行使助言産業の歴史自体さほど古いものではなく、議決権行使助言会社を対象とした独自の法規制は世界にも例が少ないようである。しかし、近年これらの会社の存在は急速に注目を集め、法規制の要否も活発に議論されるようになってきている。

米国では、まず、2007年に、GAOが、ある下院議員の要請に対する報告として、議決権行使助言会社に関する諸問題について前掲のレポートを提出・公表している<sup>45)</sup>。同レポートは、(1)議決権行使助言会社について存在する可能性のある潜在的な利益相反と、SECがこれらの会社を監督するために採ってきた措置、

40) *Id.* at 649, 696. 左論文は、結果として出された勧告から、各議決権行使助言会社の勧告についての姿勢ないしその勧告に相対的に大きな影響をもたらす考慮要素を分析している。同論文によれば、ISSは特に企業統治関連の要素を、Glass Lewisは監査・開示関連の要素を重視しているとされる。

41) *Id.* at 697.

42) *See, e.g.*, ISS, *supra* note 11, at 12; Glass Lewis & Co., *supra* note 21, at 8-9.

43) Glass Lewis & Co., *supra* note 21, at 8-9.

44) ただし、ISSの議決権行使勧告を含むレポートは、有料のデータベースサービス *lexis.com* 等を通じて入手することができる。

45) GAO, *supra* note 12.

(2)議決権行使助言産業における競争を阻害または促進する可能性のある要因、(3)機関投資家による議決権行使助言会社のサービスの利用および議決権行使の結果に対する同会社の潜在的な影響力の3点について報告するよう求められ、作成されたものであった<sup>46)</sup>。GAOは、SECの投資顧問業監督担当者への聴取等に加え、10億ドル以上の資産規模を有する機関投資家からミューチュアル・ファンドや企業年金基金など31の機関投資家をタイプ別にランダムに選択してインタビューを行うという調査手法を採って分析を行った。その結果、議決権行使助言会社の実務やこれを取り巻く競争環境につき、大きな問題が実際上表面化していることはなく、その影響力も限定的であるとの認定がなされた<sup>47)</sup>。

GAOがこうした認定を行った根拠の一つとして、従前、SECが、投資顧問業者として登録している議決権行使助言会社について、連邦証券法の重大な違反事例を認めたことがないという事実が挙げられていた<sup>48)</sup>。しかし、2010年7月、今度はそのSECが議決権行使システムに関するコンセプト・リリースの中で、議決権行使助言会社の問題を取り上げた<sup>49)</sup>。このコンセプト・リリースは、株主の議決権行使システムの効率性・透明性を促進し、議決権行使の正確性・誠実性(integrity)を向上させるためのSECルールの改正につき一般にコメントを求めたもので、議決権行使助言会社については、議決権行使システムを支える様々な第三者の一員として機能していること<sup>50)</sup>、また、対象会社に対して経済的利害を持たない者ながら議決権行使に関与していること<sup>51)</sup>の二つの観点からこれに着目し、その議決権行使勧告の有用性を高めるために何らかの措置が必要か、また必要であるとすればどのような措置を採るべきか等の検討課題を掲げて、19の質問につきコメントを求めている<sup>52)</sup>。幅広い検討事項を含むこのコンセプト・リリースに対しては多数のコメントが寄せられているが、議決権行使助言会

---

46) *Id.* at Highlights, 2-3.

47) *See id.* at 3-6.

48) *Id.* at 3-4, 9, 12.

49) SEC, *supra* note 3.

50) *Id.* at 8, 24-25.

51) *Id.* at 104-105.

52) *Id.* at 122-126.

社の規制についても、機関投資家ないしはその団体、上場会社、法律事務所、経営者団体等から、のべ90通を超える意見が提出されている<sup>53)</sup>。

同年9月に公表されたニューヨーク証券取引所の企業統治委員会のレポート<sup>54)</sup>は、さらに踏み込んで、機関投資家は、議決権行使助言会社に議決権行使判断を委ねても、積極的に (constructively)、思慮深く、顧客の利益のために議決権を行使する責任を免除されるものではないとした一方で<sup>55)</sup>、議決権行使助言会社は適切な水準の透明性の確保および説明責任を求められるべきであるとした<sup>56)</sup>。同レポートは、議決権行使助言会社は、少なくとも、①特定の議決権行使勧告を形成するにあたり用いている方針ないし手法、全ての重大な利益相反、および分析ないしその結論に対する対象会社の反応を開示しなければならない、また、②株主と会社の双方と取引するに際しては、厳格な行動規範にしたがって、高度の注意義務を負い、正確性・公正性の確保を図らなければならないとの提言まで行っている<sup>57)</sup>。

議決権行使助言会社に関する法的規制論の隆盛は米国に限られる現象ではない。2010年2月に公表された、OECD（経済協力開発機構）のコーポレート・ガバナンス・ステアリング・グループ（OECD Steering Group on Corporate Governance）の企業統治と金融危機に関するアクション・プランの第三段階に相応する、結論・提言を示したレポート<sup>58)</sup>では、議決権行使助言サービスの影響力が問題視され、競争的市場の確保や利益相反への対応の監視等が規制当局の課題に

53) 提出されたコメントの一覧は、*See Comments on Concept Release on the U.S. Proxy System* [Release Nos. 34-62495], at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410.shtml> (last visited Apr. 2, 2012).

54) REPORT OF THE NEW YORK STOCK EXCHANGE COMMISSION ON CORPORATE GOVERNANCE (Sep. 23, 2010) [hereinafter cited as "CCG REPORT"], available at <http://www.nyse.com/pdfs/CCGReport.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

55) *Id.* at 4 (Principle 3).

56) *Id.* at 6 (Principle 8).

57) *Id.*

58) OECD Steering Group on Corporate Governance, CORPORATE GOVERNANCE AND THE FINANCIAL CRISIS: CONCLUSIONS AND EMERGING GOOD PRACTICES TO ENHANCE IMPLEMENTATION OF THE PRINCIPLES (Feb. 24, 2010), available at <http://www.oecd.org/dataoecd/53/62/44679170.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

挙げられている<sup>59)</sup>。また、2011年4月に公表された欧州委員会のEUの企業統治の枠組みに関するグリーンペーパー<sup>60)</sup>も、企業統治における株主の役割にかかるトピックの中で、議決権行使助言会社に関する投資家や投資対象会社からの問題提起を取り上げ、EU法は、議決権行使助言会社の分析手法、利益相反およびそれに対処するための方針、行動規範適用の有無等について更なる開示を求めべきか否か、また、その他の立法措置を講じる必要があるか否かの2点につき、一般に意見を求めた<sup>61)</sup>。上記グリーンペーパーに対しては409通の回答が寄せられたが<sup>62)</sup>、議決権行使助言会社の規制論について意見を提出した者の4分の3以上が開示規制の強化を支持し、さらに利益相反への対処については、他に実体的規制が必要であるとの意見も多数に上っている<sup>63)</sup>。

こうした流れの中で、2011年3月、フランス金融市場庁(Autorité des marchés financiers: 以下「AMF」)は、議決権行使助言事業が、質の高いサービスを提供する会社により、透明性を保った状態で行われるよう確保すべきであるとして、特にフランスの上場会社を分析対象とする議決権行使助言会社に対し、一定の作為ないし要件の充足を求める具体的な勧告を定めた<sup>64)</sup>。AMFは、2012年の株主総会シーズンから同勧告を本格的に履行することを求めている<sup>65)</sup>。

## 2 議決権行使助言会社に対する法的規制論の背景

### (1) 機関投資家の受託者責任

---

59) *Id.* at 30.

60) European Commission, GREEN PAPER: THE EU CORPORATE GOVERNANCE FRAMEWORK (Apr. 5, 2011) [hereinafter cited as "GREEN PAPER"], available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf) (last visited Apr. 2, 2012).

61) *Id.* at 14-15 (Questions (i8) and (i9)).

62) 提出された回答の概要については、See European Commission, FEEDBACK STATEMENT: SUMMARY OF RESPONSES TO THE COMMISSION GREEN PAPER ON THE EU CORPORATE GOVERNANCE FRAMEWORK (Nov. 15, 2011), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf) (last visited Apr. 2, 2012).

63) *Id.* at 14-15.

64) AMF Recommendation No. 2011-06 of March 2011 on Proxy Advisory Firms, available at [http://www.amf-france.org/documents/general/9915\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9915_1.pdf) (last visited Apr. 2, 2012).

このように、議決権行使助言会社をめぐる法的規制論が注目を集めてきたそもその背景には、機関投資家の受託者責任論の展開・定着がある。例えば、米国の ERISA 法は、同法上の受託者 (fiduciary) の加入者ないし受給権者に対する受託者責任を定めているが<sup>66)</sup>、これに関して、連邦労働省は、1988 年のいわゆる Avon Letter で、ERISA 法が適用される給付制度の資産が株式である場合、これを管理する受託者のなすべき行為には、それに付随する議決権の行使も含まれることを明示した<sup>67)</sup>。ERISA 法についての労働省の解釈指針もこのことを確認する<sup>68)</sup>。議決権の行使・不行使判断についての責任は、指名受託者 (named fiduciary) の指示に服する場合を除き制度受託者 (plan trustee) が、資産の管理・取得・処分権限が指名受託者から資産運用管理者 (investment manager) に委託された場合には、指名受託者による留保のない限り、もっぱらこの資産運用管理者が、それぞれ負うことになるが、そのいずれれもが信託義務の一環として議決権を行使する義務を負うことになる。そして、ERISA 法の定める信託義務は、投資方針に従うものか否かに関わらず、議決権行使の責任を負う受託者が投資の経済的価値に関連する要素のみを考慮してこれを行行使することを求めており、受託者は、加入者ないし受給権者の利益を他の無関係な目的に劣後させてはならない。

SEC も、投資顧問業者に関する 2003 年の規則改正に際して、「投資顧問業者は、〔1940 年〕投資顧問業法に基づき、顧客のために行われる、議決権の行使を含む全てのサービスについて、各顧客に対し、注意義務および忠実義務を負う受託者である<sup>69)</sup>。この注意義務により、議決権行使権限を有する投資顧問業者は、

65) この勧告が、議決権行使助言会社は、最終的な分析レポートを、顧客への送付と同時に可能な限り速やかに対象会社にも送付しなければならない等としているのに対して、フランスの会社についても議決権行使勧告を提供している ISS は、これらの対象会社がインターネットを通じて無料で ISS の最終レポートにアクセスできるよう対応を整備してきているとしている。ISS Updates Compliance with AMF Recommendation No. 2011-06 of 18 March 2011 on Proxy Advisory Firms, at <http://www.issgovernance.com/policy/French-DraftReviewAnnouncement> (last visited Apr. 2, 2012).

66) ERISA Section 404 (a) [29 USC 1104 (a)]. See *infra* note 172 and accompanying text.

67) See Letter from U.S. Department of Labor to Helmut Fandl, Chairman of the Retirement Board, Avon Products, Inc. (Feb. 23, 1988).

68) See 29 CFR 2509.08-2.

会社の事象を監視して、議決権を行使することを求められる。また、投資顧問業者は、その忠実義務を果たすために、顧客の最善の利益になるよう議決権を行使しなければならず、顧客の利益を自らの利益に代えてはならない」と述べて、議決権の行使にかかる投資顧問業者の義務を明確化し<sup>70)</sup>、投資顧問業法に基づき登録している投資顧問業者に対し、議決権の行使が顧客の最善の利益のためになされるように合理的に設計された方針および手続の採択・実行を求めるルールを新設した<sup>71)</sup>。この手続には、当該投資顧問業者の利害と顧客の利害との間に生じうる重大な利益相反への対処方策が含まれなければならない<sup>72)</sup>。

機関投資家等の受託者責任を明確化するとともに、その責任の一環として、機関投資家に対し、最終受益者の最善の利益のために議決権を行使するよう求める傾向は欧州でも同様である<sup>73)</sup>。機関投資家株主の比率が高いイギリスでは、早くから機関投資家等の信託義務が認められていたが、2010年のステューワードシップ・コード (Stewardship Code) は、機関投資家が求めるべき投資対象社会への関わりについてのグッド・プラクティスを、「comply or explain」の規制形式で体系的に提示した<sup>74)</sup>。受託者責任の定着は、信託法の伝統のない大陸法諸国にも見られるところである<sup>75)</sup>。そして、こうした機関投資家の受託者責任の

---

69) See *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 194 (1963).

70) See SEC, Proxy Voting by Investment Advisers, 68 Fed. Reg. 6585, 6586 (Feb. 7, 2003).

71) 17 CFR 275. 206(4)-6(a). この要件を充足せずに、顧客の証券につき議決権を行使することは、投資顧問業法 206条(4)項 [15 USC 80b-6(4)] にいう「偽計的、詐欺的、操作的な行為、実務、または事業過程」にあたり、禁止の対象となる。

72) あわせて、登録投資顧問業者は、顧客に対し、議決権行使結果に関する情報を入手する方法と、その議決権行使方針や手続を提示・提供しなければならないとされている。17 CFR 275. 206(4)-6(b)(c).

73) 関孝哉「株主総会議決権行使を取り巻く環境変化と議決権行使助言会社」商事法務1947号9頁参照(2011年)。

74) Financial Reporting Council, THE UK STEWARDSHIP CODE, available at <http://www.frc.org.uk/images/uploaded/documents/UK%20Stewardship%20Code%20July%2020103.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

75) 例えば、フランスのAMFは、議決権の行使は機関投資家の重要な責任の一つであると、機関投資家は、投資対象会社の株主総会に上程された議案の意義や決議の結果を注意深く調査し、十分な情報に基づいた議決権行使を行うべく、議案の分析のために必要な措置を採らなければならない、としている。AMF, *supra* note 64, at 1.

明確化ないし強化は、最終受益者に対する義務の履行という側面からだけではなく、上場会社のガバナンスの改善というより大局的な視点からも捉えられるようになってきている<sup>76)</sup>。

こうして、保有株式の議決権行使に関する、機関投資家等の受託者責任が強調されるようになるとともに、機関投資家の責任の履行を補助する事業としての議決権行使助言産業は成長を遂げてきた<sup>77)</sup>。分散投資を使命とする機関投資家にとっては、投資対象会社の株主総会で決議に付される全ての議案について、受託者としてどのように議決権を行使すべきであるか、十分な情報に基づいて判断を行うこと、またそのために必要な体制を整備することは、大きなコストを伴う<sup>78)</sup>。また、最終受益者と利益が相反する場合の議決権行使について、自らのみで適切な対処を図るのも必ずしも容易ではない。議決権行使助言会社は、一つの株主総会議案につき複数の機関投資家に対して議決権行使勧告を提供することで、情報収集や分析等に要するコストの重複の回避を可能にする上、第三者としての立場から利益相反問題の緩衝としても機能しうる<sup>79)</sup>。このため、機関投資家にとっては、議案分析業務の少なくとも一部を議決権行使助言会社にアウトソースすることが合理的な選択として確立していったものと推測されるのである。

## (2) 議決権行使助言会社の影響力

こうした機関投資家の需要を受けて議決権行使助言産業が躍進するとともに、議決権行使助言会社の勧告が対象会社における議決権行使の結果や企業統治のあり方に顕著な影響を及ぼすようになってきているとの声も大きくなってきた。

GAOが20の機関投資家や資産運用会社を対象に行ったインタビュー調査に

76) *Id.*

77) GAO, *supra* note 12, at 7.

78) 株主総会の開催時期は集中する傾向にあることから、機関投資家には、本来的に議決権行使にかかる業務に資源を割くことに消極的となるインセンティブがあると推測される。関・前掲注73) 6頁参照。また、一般に、議決権行使助言会社への依存は、国内市場での投資よりも、外国企業への投資における方が大きいとされている。GREEN PAPER, *supra* note 60, at 14-15. 外国企業の株主総会議案の分析の方が、相対的に多くのコストを要するからであろう。

79) SEC, *supra* note 3, at 106.

よると、うち19社は議決権行使助言会社のサービスを利用してはいるが、これが議決権行使の結果に及ぼす影響は限定的であると回答し、助言会社のリサーチや勧告に大きく依存しているとしたのは1社のみであった<sup>80)</sup>。大規模機関投資家の中には、自身のリサーチ・スタッフの分析を補完し、議決権行使判断の際に考慮する多くの要素の一つとして、議決権行使助言会社の提供する調査・分析を利用するに過ぎないもの、また、自ら定めた議決権行使方針を当てはめる場面でのみ、議決権行使助言会社を利用するというものも少なくない。これに対し、小規模な機関投資家は、リソースが限られているため、相対的に議決権行使助言会社への依存が大きく、結果、助言会社の影響力も強く表れる<sup>81)</sup>。しかし、インタビューに応じた機関投資家はいずれも、議決権行使助言会社への依存の程度に関わりなく、顧客の最善の利益のために議決権を行使する信認義務はなお自らにあるとしている<sup>82)</sup>。

同旨の言及は、SECのコンセプト・リリースに対する機関投資家からのコメントにも見られる。例えば、世界最大級の年金基金TIAA-CREF（米国教職員保険年金連合会・大学退職株式基金）は、議決権行使助言会社のサービスは利用しているものの、自らの判断に代替させるような利用態様は採っていないと明言している<sup>83)</sup>。また、コネチカット州退職年金制度・信託基金の受託者である同州財務官からのコメントも、議決権行使助言会社の影響力に関する投資対象会社の懸念には誇張があり、株主の影響力とその議決権の行使を補助する者の影響力は区別されるべきとしている<sup>84)</sup>。議決権行使助言会社自身も、自らの影響力の大きさには否定的な見解を示している<sup>85)</sup>。

---

80) GAO, *supra* note 12, at 15.

81) *Id.* at 16.

82) *Id.* at 16-17.

83) TIAA-CREF, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Nov. 8, 2010), at 5, *available at* <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-263.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

84) Denise L. Nappier, Treasurer, State of Connecticut, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 19, 2010), at 2, *available at* <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-124.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

85) ISS, *supra* note 11, at 13-14; ISS, *supra* note 37, at 12.

これらに対し、議決権行使勧告の対象となる会社の側からは、議決権行使助言会社のもたらす影響力に対して大きな懸念が表明されている。特に米国では、近年、株主総会の運営手続をめぐり様々な改革が進み<sup>86)</sup>、従前に比べて会社経営ないし企業統治における株主総会の意義が高まっていることから、会社議案を作成し決議に付す経営者らの中には、議決権行使助言会社の活動に批判的な目を向ける者が少なくない。例えば、前述のSECのコンセプト・リリースに対するコメントには、当該コメント提出会社の株主総会の議決権の相当数を事実上一つの議決権行使助言会社が支配していることを挙げ、上場会社の行動が単一の見方で定められることは望ましくないとする指摘がある<sup>87)</sup>。また、議決権行使助言会社は、当該決議事項につき自ら経済的利害関係を有するものではなく、必ずしも

86) 従前、米国の株主総会における取締役の選任に際しては、株主は「反対」票を投じることができず、かつ、通常、選任対象数と同数の候補者の選任議案のみが上程されていたため、結果として1個の賛成票しか得なかった候補者が取締役選任されるという可能性すら存在していた。しかし、近年は「保留」票に加え、「反対」票の投票も許容する会社が増加し、候補者は保留票より多くの賛成票を得なければならないとする決議要件の採択も進んでいることから、対抗提案のない会社側からの取締役選任議案についても株主の発言権が大きくなっている。関・前掲注73) 5頁、Choi, Fisch, and Kahan, *supra* note 39, at 655-656.

また、2010年のいわゆるドッド=フランク法(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L. 111-203)の制定により、役員報酬等を株主総会の勧告的決議の議案とすることが求められ(Securities Exchange Act Section 14A [15 USC 78n]; SEC, Final Rule: Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation (Apr. 4, 2011), 17 CFR 229, 240 and 249)、株主による取締役候補者案を委任状勧誘書類(proxy statement)へ記載することについても、SECのノー・アクション・レターの運用を通じて認められるようになった(SEC, Final Rule: Facilitating Shareholder Director Nominations (Sep. 20, 2011 (effective date)), 17 CFR 240.14a-8)。関・前掲注73) 4-5頁。

加えて、ニューヨーク証券取引所では、2010年に、対抗提案のない会社側からの取締役選任議案に対する証券保管ブローカーの裁量的議決権行使を禁止する旨の規則改正がなされ、ドッド=フランク法の制定および2012年の運用改訂を経て、同ルールの対象議案はさらに広がっている(See NYSE, Application of Rule 452 to Certain Types of Corporate Governance Proxy Proposals (Jan. 25, 2012), available at <http://www.nyse.com/nysenotices/nyse/information-memos/list> (last visited Apr. 2, 2012))。ブローカーは一般に会社提案を支持する行動を採ってきたため、これにより経営者らは自動的に得られた得票を失うことになった。

これらの様々な株主総会改革は、米国企業の経営者にとって、株主総会への対策の重要性が著しく高いものとなってきていることを意味している。

十分な知識や分析能力を有してもいない等として、その地位と議決権行使の結果に対する影響力との間に顕著な不均衡があることを指摘する意見<sup>88)</sup>や、そうした議決権行使助言会社の影響力を背景に、会社経営者の側が同助言会社の方針に自らの企業統治を適合させなければならないとの圧力を感じているとの指摘もある<sup>89)</sup>。こうした批判的見解の展開は、議決権行使助言会社の影響力を問題視する議論の輪を広げてきている<sup>90)</sup>。

議決権行使助言会社の影響力を示す実証的証拠として、様々な逸話も例示されている。例えば、SECのコンセプト・リリースに対するある会社のコメントによれば、2009年と2010年の各年において、同社に関するISSのレポートが出された後1事業日以内に、最終的に行使された総議決権のそれぞれ13.5%・11.9%に相応する議決権がISSの勧告に沿う形で行使され、その前5事業日の間には1日平均それぞれ0.2%・0.27%程度の議決権しか行使されていないのに対して顕著な結果を示していることが指摘されている<sup>91)</sup>。当該会社は、実質的にISSが支配している議決権は、株主総会決議の結果に対し、筆頭株主よりも大きな影響力を有していると評している。また別の会社は、企業買収にかかる株主総会議案に対してISSが賛成しない趣旨の勧告を行ったことにより、総会で得られた賛成

---

87) Headwaters Incorporated, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 4, 2010), at 1, *available at* <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-60.pdf> (last visited Apr. 2, 2012); General Mills, Inc., Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 20, 2010), at 5-6, *available at* <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-160.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

88) FedEx Corporation, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 20, 2010), at 2, *available at* <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-157.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

89) tw telecom inc., Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 20, 2010), at 2, *available at* <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-162.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

90) ニューヨーク証券取引所の企業統治委員会のレポートは、大規模公開会社における企業買収防衛策の劇的な減少や、取締役会における独立取締役の増加の要因に、機関投資家や議決権行使助言会社の影響力の拡大を挙げている。CCG REPORT, *supra* note 54, at 16-17. また、AMFが前述の勧告を定めた背景にも、議決権行使助言会社は株主総会における一定の議案の承認に対してインパクトをもたらしようとの認定がある。AMF, *supra* note 64, at 1.

91) IBM, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct.15, 2010), at 3, *available at* <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-84.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

票が66.4%にとどまったとして、ISSの勧告は企業価値の増大をもたらす重要な取引の成否にも影響を及ぼしうるものであるとの強い批判を加えている<sup>92)</sup>。

しかし、これらの逸話は、議決権行使助言会社が直接議決権行使の結果に影響を及ぼしているということの実証には必ずしもなっていないように思われる。機関投資家が議決権行使助言会社の勧告を一つの資料として用いているに過ぎない場合でも、その議決権行使判断が勧告を入手した後になるのは当然である。また、機関投資家自身の議決権行使判断が、議決権行使助言会社のそれと合致する場合も少なからずあると推測されることからすれば、議決権行使助言会社の勧告が投資家の議決権行使結果と一致したからといって、常に前者が後者を決定づけているとは言えないであろう。確かに、特定の議決権行使助言会社の勧告通りに議決権を行使するよう、その実行行為まで依頼している機関投資家も存在するようではある<sup>93)</sup>、この場合にもその依頼自体に投資家自身の判断が反映していると評価する余地がないわけではない。

議決権行使助言会社の影響力を統計的に把握しようとする試みもなされている。上場会社の経営者らの側からは、単一の議決権行使助言会社が総議決権の20ないし35%をコントロールしているとの数値も示されている<sup>94)</sup>、回帰分析による実証研究には、ISSが消極的な勧告を行えば、会社側提案への賛成票が13.6%から20.6%程度減少するなど認定したもの<sup>95)</sup>や、議決権行使助言会社の勧告自体により影響を受ける議決権の範囲の測定を趣旨とした研究で、ISSの勧告は株主の議決権の6ないし10%を左右するにとどまると認定したもの<sup>96)</sup>などがある。

92) Kinross Gold Corporation, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 20, 2010), at 1-3, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-222.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

93) 2006年の時点で、ISSでは、顧客の15%から20%がこうした依頼を行っていると言われていた。Dean Starkman, *A Proxy Adviser's Two Sides: Some Question Work of ISS for Companies It Scrutinizes*, WASH. POST, Jan. 23, 2006, at D1.

94) Business Roundtable, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 20, 2010), at 4, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-152.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

95) Jennifer E. Bethel & Stuart L. Gillan, *The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting*, Fin. Mgmt, Winter 2002, at 29, 30.

以上のように、議決権行使助言会社の影響力については様々な見方が提示されている。一部の機関投資家らが議決権行使にかかる信認義務はなお自らにあると表明しているところからすると、議決権行使助言会社の勧告自体が議決権行使の結果にもたらす影響力は限定的であるとの認定は一定程度説得力のあるものといえるかもしれない。しかし、仮に、総じて議決権行使助言会社の勧告独自のインパクトは限定的であるとの実証研究を支持し、議決権行使勧告は、合理的な機関投資家が個々の議案につき導き出すであろう結論と概ね異なるところがないと解するにしても、個別事案の事実認識や分析につき、議決権行使助言会社の評価に過誤や歪みが介入しないということは断言しえないように思われる。機関投資家の中には、議決権行使助言会社の議案に関する情報収集機能を評価して同社のサービスを利用している者もあり、この側面だけに鑑みても、議決権行使助言会社の事業に一定の規律を及ぼす必要性を検討する余地はあるだろう。

#### IV 議決権行使助言会社に関する問題点

では実際に、議決権行使助言会社の事業態様にはいかなる問題がありうるのか。一般的には、機関投資家等が投資対象会社の企業統治をめぐる判断に際して外部組織に依拠することには、新たなエージェンシー問題を伴うとの懸念が考えられるところであるが<sup>97)</sup>、以下では議決権行使助言会社をめぐる法的規制論に共通して具体的に挙げられている、利益相反の問題・議案の分析手法に関する問題・競争の欠如の問題の3つの点について検討する。

---

96) Stephen Choi, Jill Fisch and Marcel Kahan, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, 59 Emory L.J. 869, 869, 906 (2010). 同研究は、対立する議案が上程されていない、会社からの取締役選任議案につき、4つの議決権行使助言会社が出した勧告自体の有意性を検討したものである。

97) Stephen J. Choi and Jill E. Fisch, *On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governancem*, 61 Vand. L. Rev. 315, 318, 352 (2008).

## 1 利益相反

議決権行使助言産業の事業態様について、最も強く懸念されている問題は利益相反に関するものである。議決権行使助言会社が自己利益の追求を優先させるなどにより、その判断に歪みが生じると、十分な情報に基づく株主の議決権行使は害されるおそれがある<sup>98)</sup>。

特に、議決権行使助言会社が、ある上場会社の株主総会決議に付された議案について機関投資家に議決権行使勧告を提供すると同時に、当該会社に対し、議案の作成、あるいは企業統治の改善等につき、助言サービス等を提供するような場合は、顕著な利益相反の問題が生じる<sup>99)</sup>。かかる状況では、上場会社が、議決権行使助言会社から自らに有利な議決権行使勧告を引き出すことを目的に、助言サービス・その他の製品を購入することになる可能性があり<sup>100)</sup>、他方で、同サービスに対する報酬の獲得を意識した議決権行使助言会社が、適切な議決権行使勧告を示さないおそれもある。

同様の問題は、議決権行使助言会社の顧客である機関投資家が、一定の株主提案を提唱または支持する場合にも起こりうる<sup>101)</sup>。議決権行使助言会社には、当該顧客を維持するために、その便宜を図ろうと、他の顧客（株主）に対し、当該提案を支持する勧告を行う動機が生じうるからである。

さらに、議決権行使助言会社のオーナーや役員らが、当該助言会社が株主総会議案につき議決権行使勧告を出す分析対象会社の株式を大量に保有している場合、もしくはその取締役の地位にある場合、あるいは、当該対象会社と事業上その他の密接な関係を有する場合などにも、潜在的な利益相反の問題が考えられる<sup>102)</sup>。

98) SEC, *supra* note 3, at 114, 116.

99) *Id.* at 116-117; GAO, *supra* note 12, at 4; GREEN PAPER, *supra* note 60, at 15. Proxy Governance, Inc. のサービスを、主要企業 CEO の団体である Business Roundtable のメンバーが集団で利用していたことも、潜在的な利益相反の一例として挙げられている。VOTING INTEGRITY, *supra* note 4, at 9.

100) SEC, *supra* note 3, at 117. 実際に、議決権行使助言会社から助言サービスを購入する上場会社等が、議決権行使勧告や企業統治格付け等において有利な取扱いを受けることを期待していることにつき、VOTING INTEGRITY, *supra* note 4, at 9.

101) SEC, *supra* note 3, at 117; GAO, *supra* note 12, at 12 ; GREEN PAPER, *supra* note 60, at 15.

102) SEC, *supra* note 3, at 117; GAO, *supra* note 12, at 4, 11, 12.

また、さほど例は多くないと思われるが、議決権行使助言会社自身が直接または間接的に対象会社の株式に投資を行っている場合があれば、利益相反の問題は一層顕著であろう<sup>103)</sup>。

上述したように、ISSは、その子会社を通じて上場会社等の側にも助言サービス等を提供していることから、潜在的な利益相反の問題が特に顕著であるとの指摘を受けてきた。また、同社は、上場会社であるMSCIの傘下にあるため、親会社の取締役らが、種々の動機からISSの方針形成や勧告に影響を及ぼすことで、ISSの判断が歪められる可能性も考えられる。

これに対して、ISSは、自主的に様々な対応策を図っているとしている。まず、上場会社等の側にサービスを提供する子会社ICSの事業については、ICSの顧客をISSの分析チームが知ることをしないよう、ファイアウォールの構築による物理的・機能的分離が図られている。すなわち、ICSは独立した事業単位として、ISSの他の部門とは別の建物で別のスタッフにより運営されており<sup>104)</sup>、ICSとISSのスタッフは相互に顧客情報等につき議論することを禁止され<sup>105)</sup>、情報データベースも分離されたものを利用している<sup>106)</sup>。また、ISSは、その顧客に対して、ICSの従業員が議決権行使勧告の形成に関与することはないこと、利益相反に対処するための方針・手続を定めること、議決権の行使に先立ち、ICSと委任状勧誘者との関係に関する事実（報酬額を含む）等につき開示する、または情報を入手しうるようにすることなどを内容とする表明保証を行う<sup>107)</sup>。一方、ICSは、その顧客である上場会社等に対し、議決権行使勧告の内容など何らの保証も行わないとし、顧客にも同社のサービスの利用がISSからの有利な取扱いを保証するものではないことを定めた同意書に署名するよう求めている<sup>108)</sup>。

親会社MSCIの取締役らによる影響力の行使のおそれに対しては、同社取締役会で潜在的利益相反の緩和に関する一定の方針を採択することをもって対応し

---

103) See VOTING INTEGRITY, *supra* note 4, at 9 (Governance for Owners の例)。

104) GAO, *supra* note 12, at 4, 10.

105) ISS, *supra* note 11, at 9.

106) GAO, *supra* note 12, at 4, 10.

107) ISS, *supra* note 37, at 18.

108) *Id.* at 19; GAO, *supra* note 12, at 10-11.

ているとする。この方針には、(i)ISSの議決権行使助言方針の形成・展開・適用、株主総会議案の分析、および議決権行使勧告の作成は、原則として、ISS（およびその経営者と従業員）の責任事項であり、常にISSのコントロール下において、その倫理規範（the Regulatory Code of Ethics）に定められている基準に沿って行われなければならない、(ii)非業務執行取締役は、ISSの議決権行使助言方針・株主総会議案の分析・議決権行使勧告の形成・展開・実行において何らの役割も担ってはならない、(iii)MSCIの非業務執行取締役は、ISSの株主総会議案分析や議決権行使勧告の内容を公表前に知らされるべきではない等の内容が含まれている<sup>109)</sup>。また、ISSは、MSCIの株主総会に関連する分析や議決権行使勧告の提供を自粛し、顧客に対しては競合他社の分析を受領できるよう対応を図っている<sup>110)</sup>。

さらに、ISSは、倫理規範において、その従業員の行動の規律を図っている。倫理規範には、従業員が内部情報や議決権行使勧告等に基づき不適切な取引を行い、これから利益を享受することのないよう、その株式取引を制限する規律等も含まれており、全従業員が同規範を毎年確認するようになっている<sup>111)</sup>。

ISSでは、これらの行動規範に加えて、上記表明保証にも示されているように、顧客に対する情報提供も図られている。ISSの事業内容の概要は、そのウェブサイトやMSCIの開示書類に示されている。また、各議案分析やレポートには、当該分析やレポートの対象会社がISS・ICS・他のMSCIの子会社の顧客またはその親会社・関連会社等である可能性があること、また、株主提案の提案者がISSもしくはその関連会社の顧客、またはISSもしくはその関連会社の顧客と一定の関係を有している者である可能性があることが表示されている<sup>112)</sup>。

投資顧問業者として登録している議決権行使助言会社に対しては、SECの監督・検査権限が及んでおり、これらの一環として、SECは、会社のオーナーや潜在的利益相反の開示の適切性、特定の製品やサービスが利益相反を生じる可能

---

109) ISS, *supra* note 37, at 17.

110) *Id.* at 20.

111) *Id.* at 19.

112) *Id.* at 19-20.

性、議決権行使関連サービスの独立性、潜在的利益相反を緩和するために置かれている対応策等につき検査を行うことができるが、これまでのところ、ISSを含む議決権行使助言会社について顕著な連邦証券法違反の事例は認定されていない<sup>113)</sup>。また、GAOのインタビューによれば、機関投資家は、ISSの利益相反に対する対処方針を精査した上、同社との間で定期的にその方策や新たな利益相反の可能性につき議論する機会を持つことで、同社の対応に概ね満足していた<sup>114)</sup>。

しかし、上記のような議決権行使助言会社の自主的な対応には疑念も示されている。

例えば、ISSによる各レポートにおける利益相反開示の態様は、特定の上場会社との間に何らかの関係を有しているか（または過去において関係を有していたか）どうか、また関係がある場合におけるその性質について、具体的に述べていない。このため、利益相反の可能性を一般的に掲げるだけでは、不十分ではないかとする意見がある<sup>115)</sup>。

しかし他方で、現在のような一般的な可能性の開示にとどまるのは、ICSの顧客情報がISSと共有されないようにするファイアウォールの存在を前提とする以上、避けがたい実務であるようにも思われる。これに対し、ISSは、そのレポートにおいて、議決権行使勧告の対象会社によるICSの製品やサービスの利用に関する詳細情報は、ISSのLegal and Compliance部門から受領しうる旨を併せて示し、このルートを通じて機関投資家顧客がICSと対象会社との取引に関する情報（当該対象会社から受領する対価・報酬額を含む）を取得して、潜在的な利益相反の危険を判断しうるよう配慮しているとする<sup>116)</sup>。工夫された自主規制ではあるが、ファイアウォールを一部犠牲にしたものとの評価も否めないだろう。また、そもそものファイアウォール自体の有効性についても疑問があり、仮にこれによって顧客情報の漏えいを一定程度防いでも、メディアの報道等を通じて、

---

113) GAO, *supra* note 12, at 4, 12.

114) *Id.* at 11.

115) SEC, *supra* note 3, at 117-118.

116) ISS, *supra* note 37, at 20.

ISS と ICS は互いの顧客を認識する場合がありますとの指摘もある<sup>117)</sup>。

## 2 議案分析の手法

議決権行使助言会社が、株主総会議案につき勧告およびレポートを作成するまでに依拠する分析手法についても、その内容と開示をめぐり、様々な議論が行われている。

まず、議決権行使助言会社は、一般に、議決権行使助言方針を定めてこれを基礎に個別議案を検討するというアプローチを採っていることから、各会社の特性や固有の状況等を考慮しない杓子定規な (one-size-fits all) アプローチに基づいているとの批判が強くなされている<sup>118)</sup>。こうしたアプローチについては、個別議案に対する評価の妥当性という点で問題があるのは勿論のこと、個別の事情に即して調整された、あるいは革新的なガバナンス構造の採用を抑制し、柔軟な授権規制の枠組みによりもたらされる競争の利益の一部を減殺することになるとの見解も示されている<sup>119)</sup>。ただし、一貫性を著しく欠く分析や勧告は恣意的評価の疑念を生じさせるものでもあると思われるので、少なくとも議決権行使助言方針を出発点とするアプローチ自体の放棄は困難であろう。この他、地域別に議決権行使助言方針は定められているものの、これに各国固有の事情が充分反映されていないとの指摘もある<sup>120)</sup>。

また、議決権行使助言会社の議決権行使勧告は、しばしば重大な点で不正確な

117) GAO, *supra* note 12, at 11.

118) SEC, *supra* note 3, at 119; GREEN PAPER, *supra* note 60, at 15. SEC のコンセプト・リリースに対して上場会社等の側から寄せられたコメントにも、この点を懸念する意見が多い。See, e.g., Leggett & Platt, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 19, 2010), at 1, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-119.pdf> (last visited Apr. 2, 2012); CIGNA Corporation, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 20, 2010), at 2, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-171.pdf> (last visited Apr. 2, 2012); Pfizer Inc., Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Nov. 23, 2010), at 5, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-277.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

119) Rose, *supra* note 8, at 906, 918-919.

120) Albert Verdam, *An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting* (2006), at 9, available at <http://ssrn.com/abstract=978835> (last visited Apr. 2, 2012).

いしは不完全なデータによっており、機関投資家顧客に提供される分析が重要な点で不正確ないし不完全なものとなる可能性があるとの問題が示されている<sup>121)</sup>。

議決権行使勧告の対象会社には、当該勧告が正確なデータに基づくものとなるように、レポートの草案を事前にレビューする機会の付与など、勧告の基礎となるデータや分析の誤りを修正するための手続を望む者もあり、議決権行使助言会社によっては一部の対象会社にこうした機会を設けている会社もある<sup>122)</sup>。しかし、議決権行使助言会社は、その方針として、分析対象会社からのコミュニケーションの申出を受けること、あるいはかかるコミュニケーションに照らして勧告を再考することに消極的な姿勢を採る場合がある<sup>123)</sup>。対象会社からの不当な影響力行使に屈したという外観を避けるためとも捉えられるが、事実の不完全な理解・分析につながりうることにはなお批判がある<sup>124)</sup>。また、対象会社の側からは、草案のレビューの機会が付与されても、フィードバックのために与えられる時間が限定的であることへの不満も表明されている<sup>125)</sup>。議決権行使助言会社が対象会社からのコメントを受け取り、その勧告を修正するとしても、機関投資家により議決権は既に行使されていることもありうるという<sup>126)</sup>。

SEC 規則によると、一定の要件を満たす議決権行使助言会社には、委任状勧

---

121) SEC, *supra* note 3, at 118. See also, Ball Corporation, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 15, 2010), at 1-2, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-96.pdf> (last visited Apr. 2, 2012); Sidley Austin LLP, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 20, 2010), at 11, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-191.pdf> (last visited Apr. 2, 2012); Exxon Mobil Corporation, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 22, 2010), at 2, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-224.pdf> (last visited Apr. 2, 2012); Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Nov. 4, 2010), at 2, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-261.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

122) See ISS, *supra* note 11 at 12.

123) SEC, *supra* note 3, at 118.

124) Tom D. Seip, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 20, 2010), at 2, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-196.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

125) Ball Corporation, *supra* note 121, at 2; DuPont, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 20, 2010), at 3, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-163.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

126) SEC, *supra* note 3, at 118.

誘規制のうち、反詐欺条項<sup>127)</sup>は適用されるものの、議決権行使勧告を行う前にそのリサーチないし分析が重要な点において正確かつ完全なものとなるよう確保するための一定の手続を求めるルールの適用は、排除される可能性があるように見える<sup>128)</sup>。しかし、SEC 自身は、(少なくとも)登録投資顧問業者である議決権行使助言会社は、受託者として、顧客に対し、その勧告が重要な点で不正確または不完全な情報に基礎付けられていないと判断するために、合理的な調査を行わなければならない注意義務を負っているとしており<sup>129)</sup>、議決権行使助言会社が議決権行使勧告の基礎となるデータの正確な把握のために一定以上の水準の調査を行うことは信認義務により求められると解している。

議決権行使勧告の質を確保するための体制の整備についても議論がある。特に、株主総会の開催時期の集中により、議決権行使助言会社の繁忙期も集中することから、経験に乏しい臨時雇いのスタッフが分析業務に携わることが少なくないとの批判がなされている<sup>130)</sup>。議決権行使助言会社は厳格な監督と研修の実施をもって対応しているとするが、株主総会の開催が集中する時期に対応するに足る数の専門家を常勤で雇用することが不経済である限り、人的リソースへの疑念は完全には払拭されない<sup>131)</sup>。

分析の基準や手法等については、内容の問題だけではなく、その開示が不十分であるとの指摘もある<sup>132)</sup>。Glass Lewis のように議決権行使助言方針を必ずしも公に開示していない議決権行使助言会社もあるが、個々の勧告を形成するに至る

127) 17 CFR 240. 14a-9.

128) SEC, *supra* note 3, at 119. 17 CFR 240. 14a-2(b)(3).

129) SEC, *supra* note 3, at 110, 119.

130) VOTING INTEGRITY, *supra* note 4, at 14. 株主総会の集中開催時期前の繁忙期に、総会議案の形式基準のチェックを行わせるべく大学生アルバイトを利用している議決権行使助言会社の例も指摘されている。金融審議会「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」議事録〔柴田発言〕([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/s\\_group/gijiroku/20081021.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/gijiroku/20081021.html) (最終アクセス日 2012 年 4 月 2 日))。

131) VOTING INTEGRITY, *supra* note 4, at 15.

132) GREEN PAPER, *supra* note 60, at 15; American Bar Association (ABA), Business Law Section, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Dec. 17, 2010), at 28-31, available at <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-283.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

までに用いる方針や手法、分析の基礎となるデータ、対象会社やその株主とのコミュニケーションに関する方針・手続等、より多くの情報開示を求める声は小さくない<sup>133)</sup>。これらの見解の多くは、顧客である機関投資家への情報提供にとどまらず、広く公の情報開示を求めるものと推察されるが、両者を明確に区別して公に開示すべき情報の内容を検討する見解もある<sup>134)</sup>。

### 3 競争の欠如

議決権行使助言産業における競争の欠如も、助言の質ないし投資家のニーズの充足に関連して問題を生じるとされる<sup>135)</sup>。先に示したように、議決権行使助言事業を営む事業体の数は限られている上、ISSが他を大きく引き離れた支配的地位を維持している。このため、ISSの支配的な地位から、議決権行使勧告の対象会社は、より有利な勧告を得るために、ISSのサービスを利用し続けざるを得ないと感じる可能性がある等の指摘がなされている<sup>136)</sup>。

議決権行使助言産業において、ISSが支配的な地位を占めていることについては、複数の理由が推測される。ISSが信頼に足るサービスを提供してきたと評価しうることを理由に挙げる投資家もあるであろうし、長年の関係を選択の根拠とする投資家もあるだろう。GAOは、同社が広範な対象会社の議案についてリサーチないし勧告を提供し、「評判」を獲得してきたこともその理由であると分析している<sup>137)</sup>。ISSと競争しようとする後続の議決権行使助言会社は、当初より多くの会社の議案を対象にサービスを提供しなければならず、ノウハウやシステムの確立に相当の初期投資を要することになるからである。

ただし、他の事業分野と比較したときに、議決権行使助言会社の評判資本

---

133) *See e.g.* FedEx, *supra* note 88, at 4-5; CIGNA corporation, *supra* note 118, at 2; Ball Corporation, *supra* note 121, at 3; CalPERS, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 20, 2010), at 6, *available at* <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-177.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

134) ABA, *supra* note 132, at 29-31.

135) GREEN PAPER, *supra* note 60, at 15.

136) Colin Diamond and Irina Yevmenenk, *Who is Overseeing the Proxy Advisors?*, 3 Bloomberg Corp. L. J. 606, 615 (2008).

137) GAO, *supra* note 12, at 4-5.

(reputational capital) の蓄積が競争を阻害する特段の要因になっているとは必ずしも言えないように思われる。市場の評判仲介者 (reputational intermediaries) 等と称されるプレーヤーの中には、直接の契約の相手方だけでなく、広く市場における信頼性・中立性にかかる評判を主たる資産として評価・分析の価値を維持する形態の事業を営む者がある。例えば、信用格付会社や会計監査人等はこれにあたるものと解される<sup>138)</sup>。しかし、従前、議決権行使勧告はそれ自体広く公に開示されていないものであった上、その「失敗」も必ずしも明確に認識されえないため、議決権行使助言会社が、信用格付会社等と同様に、市場での評判を獲得し、これを必要不可欠の基礎的資産として活動していると言い難い。市場による監視も広範には機能しえず、利益相反に由来する問題のない限り、そのサービスに対する不満を表明して、直接または間接に議決権行使助言会社の改革を引き出す力を有しているのは、現在および将来の顧客たる機関投資家に限られよう。

議決権行使助言産業の競争が限定されているのは、ISS のいわゆる先行者利益 (first-mover advantage) によるところが大きいとも考えられる<sup>139)</sup>。例えば、長らく ISS を利用してきた機関投資家にとっては、他の議決権行使助言会社に変更することに伴って発生する内部の事務処理上のコスト (switching cost) の存在は無視できないであろう。

しかし、いずれにせよ議決権行使助言産業のプレーヤーが乏しいということは、仮に機関投資家の側で、ある議決権行使助言会社の分析に深刻な欠陥が存在する可能性を認識しても、助言会社を変更するという方法による対応が限定されることを意味する。議決権行使助言事業は概ね公開の情報を基礎に展開することができることから、新規参入者の可能性はなお小さくないと思われるが、今後の市場環境次第では<sup>140)</sup>、議決権行使助言会社に対する規律の強化も肯定されよう。

---

138) 拙稿「監査人に対する法的規制の再考察——ゲートキーパー論を参考に——」南山法学 29 卷 4 号 1 頁、5 頁参照 (2006)。

139) Tamara C. Belinfanti, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, 14 Stan. J. L. Bus. & Fin. 384, 412-415 (2009).

140) GAO のレポートは、新規参入者の存在を認めつつ、これらの会社が競争にどのような影響をもたらすか判断するのは時期尚早であるとしている。GAO, *supra* note 12, at 15.

## V 議決権行使助言会社規律論のアプローチ

以上に見てきたような議決権行使助言会社をめぐる諸問題または同助言会社が上場会社の企業統治に及ぼす影響力を重く見て、近時、議決権行使助言会社に一定の規律を及ぼすべきとの議論も盛んに提唱されるようになってきている。しかし、考えられるアプローチは多様で、必ずしも議決権行使助言会社の行動態様に直接具体的な法的規制を及ぼそうとするものばかりではない。そこで、これまでに提示されているアプローチのうち、主要なものを以下に掲げて検討する。

### 1 開示規制を中心とした個別具体的な法的規制

米国SECのコンセプト・リリースは、既存の枠組みを活用する方法、または議決権行使助言会社に特化した新たな規制を置くという方法により、議決権行使助言会社に個別具体的な法規制を及ぼすアプローチを検討している。すなわち、まず、議決権行使助言会社が委任状勧誘規制の一部の適用を除外されるために充足すべきとされている、「株式発行会社、その関係者、または助言が付与される議案を提案した株主との間に重要な関係を有していることを、顧客に対して開示しなければならない」との要件<sup>141)</sup>を、ISSらによる現在の一般的な開示が充足しているかどうか明らかにする解釈上の指針を提示することは、利益相反の問題に対する一つの対応策となりうる<sup>142)</sup>。また、議決権行使助言会社が投資顧問業者としての登録を「要する」ものであるかどうかについても再考し、登録を強制されるものと解することで同事業者に対する規制（あるいはそれを一部修正した規制<sup>143)</sup>）をもって対応するアプローチも検討している<sup>144)</sup>。投資顧問業者としての登録が求められると、開示規制のほか、投資顧問業法違反を阻止・発見

---

141) See 17 CFR 240.14a-2(b)(3)(ii).

142) SEC, *supra* note 3, at 120.

143) 議決権行使助言会社の事業態様に合わせた開示規制への修正を唱える見解として、*See, e.g.,* Cornell Securities Law Clinic, Re: Concept Release on the U.S. Proxy System (Oct. 20, 2010), at 2-5, *available at* <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-190.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

144) SEC, *supra* note 3, at 109-114, 120.

するべく、合理的に設計され、書面に定められた方針や手続の採択・実行および定期的なレビュー、チーフ・コンプライアンス・オフィサー (CCO) の指名等を求められることになる。SEC は、これら既存の枠組みの活用を考える一方で、議決権行使助言会社と、購読者が料金を支払う一部信用格付会社の事業モデルとの類似性にかんがみて、公認信用格付機関 (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations : 以下「NRSRO」) に対する規制を参考に、議決権行使助言会社固有の規制を設けることも規制案の一つの方向性として掲げている<sup>145)</sup>。特に、機関投資家に対するサービスと上場会社等に対するサービスの同時提供は、信用格付会社や会計監査人について批判されてきたところに類似する利益相反の態様であることから<sup>146)</sup>、NRSRO に対する規制を参考に、両者の分離を強制するなど、一定の利益相反を絶対的に禁止する規制も一つの選択肢とされているのである<sup>147)</sup>。

このように、個別具体的な規制にも様々な態様が考えられるが、SEC の上記検討案にも一部うかがえるように、議決権行使助言事業のあり方に対する法的介入を最低限にとどめようとするアプローチとしては、主として開示規制に依拠する規制の枠組みを採ることが想定されよう。開示事項の範囲については、様々な見解がある。SEC のコンセプト・リリースでは、開示の対象とされうる事項として、潜在的な利益相反の存在ないしこれに対処するための方針に関する事項、特定の勧告に関する調査の範囲、対象会社についてのデータの正確性を確保するための統制手段や手続の範囲ないし有効性、対象会社との情報交換・同会社への勧告の伝達方法・勧告に対する異議の取扱い等についての方針ないし手続等が例示されている<sup>148)</sup>。他方、このコンセプト・リリースや欧州委員会のグリーンペーパーに対する回答には、議決権行使勧告を作成する際に用いる手法や議決権行使助言方針、議決権行使結果の記録、行動規範の適用や内部ルールの存在等についても開示を求める意見が少なくない<sup>149)</sup>。AMF も、投資者および議決権行使

145) *Id.* at 121. 同様の見解として、Belinfanti, *supra* note 139, at 431-436.

146) Verdam, *supra* note 120 at 16.

147) See 17 CFR 240.17g-5 (c). 欧州でもこうした見解は有力である。FEEDBACK STATEMENT, *supra* note 62, at 15.

148) SEC, *supra* note 3, at 120-122.

勧告の対象会社が、議決権行使助言会社の勧告の背景にある根拠をより深く理解できるように、議決権行使助言方針と、その内容や適用範囲の理解に寄与する関連情報とを、ウェブサイト上で開示するよう求めている<sup>150)</sup>。あわせて機関投資家の側にも議決権行使助言会社の利用につき開示する義務を課すべきとの主張もある<sup>151)</sup>。

これらに加え、議決権行使勧告自体を公に開示することも考えられている<sup>152)</sup>。主要議決権行使助言会社の現在のビジネスモデルからすると、顧客である機関投資家の議決権行使に先立って議決権行使勧告の公表を求めれば、事業は成立しえない。そこで、顧客による議決権行使後の事後的な開示が認められないかが検討されているものと思われる。議決権行使助言会社の中には、事後的な開示にも否定的な姿勢を示す者があるが<sup>153)</sup>、こうした情報の開示は特定の議案につき票を投じること以外の目的に資する側面もあると評価する意見もある<sup>154)</sup>。

議決権行使勧告の事後開示案に顕著のように、機関投資家と議決権行使助言会社の当事者間の枠組みを抜け出て、公に対する様々な開示を求めるのは、議決権行使助言会社の勧告ないしは機関投資家自身の受託者責任の履行に対する市場の監視を強化することを狙いとする考え方によるものであろう。議決権行使勧告の質的保証を、機関投資家による自発的な議決権行使助言会社の監視に完全に依存することはできないとの発想が背景にあるとも推測される<sup>155)</sup>。

市場の監督を補完し、また、開示規制を実効化する装置として、行政機関の直接的監督をあわせて用いるアプローチも考えられる<sup>156)</sup>。

---

149) FEEDBACK STATEMENT, *supra* note 62, at 14.

150) AMF, *supra* note 64, at 2. AMF の勧告は、議決権行使助言方針の更新時にもこれらを公表するよう求めている。

151) FEEDBACK STATEMENT, *supra* note 62, at 14.

152) SEC, *supra* note 3, at 122.

153) Glass Lewis, *supra* note 21, at 9.

154) ABA, *supra* note 132, at 30.

155) See Belinfanti, *supra* note 139, at 408-411, 427.

156) FEEDBACK STATEMENT, *supra* note 62, at 14. 独自の監督機関の創設を示唆するものとして、Belinfanti, *supra* note 139, at 436-437.

## 2 議決権行使勧告の形成過程の実質に関する規律

1と同様に、議決権行使助言会社の行動を直接具体的に規律することを意図したもののながら、同助言会社の事業のあり方全体につき、より実質に踏みこんで、ベスト・プラクティスを提示し、実務水準の向上を図ろうとする規律態様もある。

Yale 大学 School of Management の Millstein Center for Corporate Governance and Performance が公表している政策提言のアプローチは、その一例に相応すると思われる<sup>157)</sup>。同提言は、議決権行使助言産業のための行動規範案を提示し、実際に議決権行使助言会社に対してその遵守を強く推奨する。この行動規範案<sup>158)</sup>は、「議決権行使勧告の形成過程の質と誠実性」「議決権行使助言者の独立性と利益相反の回避」「顧客および対象会社に対する議決権行使助言者の責任」「行動規範の開示」の4部から成り、52項目に上る詳細な作為・不作為規範を掲げている。特に利益相反については、その開示や対応策の規定を求める一般的な規制に加え、アナリストや従業員の独立性を確保するために具体的かつ厳格な禁止事項を定めており、また、助言会社が議決権行使勧告の対象会社に対し、コンサルティング・サービスを同時提供することは全面的に禁止とする<sup>159)160)</sup>。一方、議決権行使勧告の質の確保については、議決権行使勧告が、議決権行使助言者が合理的に入手することのできる関連情報の徹底した分析に基づくものとなることを確保するべく、分析の手續や手法を文書に定めて採択し、これを実行・遵守すること、厳格で、体系的で、かつ可能であれば、過去の実績に基づく何らかの客観的検証に服しうる勧告につながる手法を用いること、議決権行使助言方針の決

157) VOTING INTEGRITY, *supra* note 4.

158) *Id.* at 22-26 (See “APPENDIX A—A DRAFT CODE OF CONDUCT FOR THE PROXY ADVISORY INDUSTRY”).

159) *Id.* at 24-25 (See “II Advisor Independence and Avoidance of Conflicts of Interests”).

160) この行動規範案は、2004年に証券監督者国際機構 (IOSCO: International Organization of Securities Commissions) が信用格付機関について示したコンサルテーション・ペーパー「信用格付機関の基本行動規範 (CODE OF CONDUCT FUNDAMENTALS FOR CREDIT RATING AGENCIES)」を参考にしてしているが、同基本行動規範が2008年の金融危機につながる信用格付会社の失敗を阻止しえなかったことから、特に利益相反に関しては意識して厳格な規定を定めたと説明されている。VOTING INTEGRITY, *supra* note 4, at 22.

定に至る過程や決定者にかかる情報を開示すること、議決権行使勧告は、対象会社の活動基盤たる地域について勧告を行うに適切な知識と経験を有するアナリストにより形成されなければならないこと、勧告の根拠についての記録を合理的期間保管しなければならないこと、不実の勧告やレポートの発出を回避するための措置を採ること、質の高い勧告を実行するに足るリソースを割り当てること等、議決権行使助言会社ないしその従業員に対して開示要請にとどまらない様々な対応を求める規範が含まれているが<sup>161)</sup>、その多くが手続や分析手法の多様性に相対的に幅を持たせた規範となっている。開示規制を主とする規律のアプローチより踏みこみながらも、なお産業界での継続的革新を妨げることなく、議決権行使勧告の質とレポートの正確性とを確保しようとする試みであると推測される。さらに、議決権行使勧告の形成過程の透明性確保という観点から、当該勧告を基礎付ける重要要素をレポート等で説明することや、事実の誤認等を明確にするために対象会社が関与する時期や頻度につき開示を行うこと等も求められている<sup>162)</sup>。

議決権行使産業における既存のプレーヤーが限られていることに照らすと、モデル行動規範の提示によるベスト・プラクティスの促進も議決権行使助言会社をめぐる問題を解消するための一つの方向と言えるかもしれない。しかし、その一方で、最大の議決権行使助言会社であるISSが上記行動規範案の採択を拒否するなど<sup>163)</sup>、法的拘束力のないものであることによる弱点は否めず、法的規制として定められなければ、上述したような問題点に対する対応としては不十分であるとの評価もありうるかもしれない。

これに対し、フランスのAMFによる勧告<sup>164)</sup>は、行政監督機関によるものであり、前述Ⅰのアプローチに近いものではあるが、ベスト・プラクティスの促進と同様、開示規制にとどまらず、議決権行使勧告の形成過程等にも積極的に介入し、幅広い項目について規制を行っている。

---

161) *Id.* at 22-23 (See “I Quality and Integrity of the Recommendation Process”).

162) *Id.* at 25 (See “III Advisor Responsibilities to Its Clients and Issuers, A. Transparency and Timeliness of Recommendations”).

163) *See id.* at 18, 22.

164) AMF, *supra* note 64.

利益相反の問題に対する AMF の姿勢は、潜在的な利益相反の可能性を明示し、これに対応するための合理的かつ適切な方策を定めてウェブサイト上で開示するという枠組みを基礎としており、上述の Yale 大学 Millstein Center for Corporate Governance and Performance の提言する行動規範案のように、議決権行使勧告の対象会社に対し、議決権行使助言会社が助言サービス等を同時提供することも禁止してはいない<sup>165)</sup>。これに対し、議決権行使勧告の質およびその形成過程の透明性の確保については、相対的に詳細な規律が置かれている。特に、議決権行使勧告の対象会社による同勧告の草案のレビューについては、「議決権行使助言会社は、このようなレビューの機会を与えなかったことをレポート中に明示して、その理由を説明しない限り、レビューの機会を確保しなければならない」、「レビューには 24 時間以上の時間が与えられなければならない、対象会社が要請する場合には、投資家に提示されるレポートに当該議決権行使勧告に対する当該対象会社の簡潔なコメントを包含しなければならない」、「議決権行使助言会社は、レポートに重大な誤りがあればこれを修正し、可能な限り速やかに投資家に提示するようにしなければならない」、等の詳細なルールが定められている<sup>166)</sup>。

### 3 最終受益者の利益のために行動する信認義務

2010 年 10 月、米国連邦労働省は、ある者が従業員給付制度やその加入者に投資に関する助言を行うことにより、ERISA 法上の「受託者 (fiduciary)」<sup>167)</sup>に該当するとされる状況についての定義規定を拡張する規則改正案を提案した<sup>168)</sup>。これは、信認義務を生じることになる投資助言関係 (investment advice relationship) の類型を制限してきた 35 年来のルールを改正しようとするもので、金融産業や、投資助言を受ける制度の管理者 (plan officials) ないし加入者の期待の大きな変化に鑑み、助言者が ERISA 法に基づく信認義務に服する場合についての解釈を広げ、これを明確にすることにより、加入者を利益相反や自己取引か

165) AMF, *supra* note 64 (See "4. Preventing Conflicts of Interest").

166) AMF, *supra* note 64 (See "3. Communicating with Listed Companies").

167) ERISA Section 3 (2)(A) [29 USC 1002 (2)(A)].

168) Department of Labor, Employee Benefits Security Administration, Proposed Rule: Definition of the Term "Fiduciary" (Oct. 22, 2010), 75 Fed. Reg. 65263.

ら保護しようというものである<sup>169)</sup>。

同改正案によれば、報酬その他の対価を受けて、給付制度に帰属する「証券その他の資産の管理に関し、助言を提供し、または勧告をなす者」は、ERISA 法上の受託者に該当する者とされることになる<sup>170)</sup>が、提案は、この助言・勧告に「株式に付随する権利の行使（例：議決権の行使）に関する助言や勧告」が含まれる旨を示しており<sup>171)</sup>、議決権行使助言会社が ERISA 法上の受託者と認定される可能性を示唆しているものと考えられる。

ERISA 法上の受託者とされると、その者は、もっぱら加入者ないしは受給権者の利益を図るべく行動する不可分の忠実義務（a duty of undivided loyalty）や、ブルーデント・マン基準に基づく厳格な注意義務等を負うことになり<sup>172)</sup>、また一定類型の取引を禁じられる<sup>173)</sup>。受託者は、これらの規制に違反して給付制度に損害を被らせた場合には、民事責任を負うことにもなる<sup>174)</sup>。

ISS は、米国連邦労働省の上記提案に対するコメントで、議決権行使助言会社が ERISA 法上の受託者とされると、その事業活動が、受託者の一定の利益相反取引を禁止する規定に抵触することになるおそれがある等の問題を指摘している<sup>175)</sup>。他方で、議決権行使助言会社を同法上の受託者の概念に含めることに肯定的なコメントも見られる<sup>176)</sup>。

しかし、ERISA 法の文言の問題を離れて、議決権行使助言会社に対し、機関投資家の背後に存在する最終的な受益者のために行動する一般的義務（信認義務、あるいは善管注意義務・忠実義務）を課すというアプローチとして考えてみても、これが議決権行使助言会社の行動に対する規律として有効といえるか、疑問も残

---

169) *Id.* at 65263-65264.

170) *Id.* at 65277 (29 CFR 2510.3-21(c)(1)(i)(A)(3)).

171) *Id.* at 65266.

172) ERISA Section 404(a) [29 USC 1104(a)].

173) ERISA Section 406 [29 USC 1106].

174) ERISA Section 409 [29 USC 1109].

175) ERISA Section 406(b)(2)(3) [29 USC 1106(b)(2)(3)]. ISS, *supra* note 18, at 5-6.

176) Business Roundtable, Re: Definition of the Term “Fiduciary” Under ERISA (Feb. 3, 2011), at 2, *available at* <http://www.dol.gov/ebsa/pdf/1210-AB32-139.pdf> (last visited Apr. 2, 2012).

る。なぜならば、議決権行使助言会社に一般的義務を課すことが、利益相反や議案分析の過程ないし能力にかかる問題ゆえに生じうる最終受益者の利益に反する議決権行使勧告の抑止につながると言えるためには、上記義務のエンフォースメントが保証されている必要があろうが、議決権行使助言会社の議決権行使勧告と機関投資家の損害を結びつけるまでには、義務違反の事実、損害の存在、因果関係の存在等の立証を要するという高いハードルが想定されるからである。一般的な信認義務から開示義務などの具体的義務を導き出せば有効な規律として機能しうる可能性もあろうが、より端的に1ないし2のアプローチを採り、規制内容を詳細に規定した方が、最終受益者にとっても議決権行使助言会社にとっても有益な規律となるかもしれない。

上記米国連邦労働省の提案に対しては、更なる検討を求める意見、あるいはSECや商品先物取引委員会(CFTC: Commodities Futures Trading Commission)等との協働を求める意見が多かったため、改めて提案がなされる予定であることが示されている<sup>177)</sup>。

#### 4 機関投資家の受託者責任

議決権行使助言会社を直接規律しようとする上掲のアプローチとは別に、機関投資家の受託者責任を改めて強調することも重要視されている。すなわち、機関投資家は、議決権行使助言会社の利用をもってその責任を免れるものではないとの確認である<sup>178)</sup>。機関投資家が、議決権行使の最終的な責任を負うことを再度強調することにより、直接の契約の相手方である機関投資家自身に議決権行使助言会社のモニターを行う機能を期待するのである。

SECは、前述の投資顧問業者に関する2003年の規則改正に際して、「投資顧問業者が、予め定められた方針に従って、独立した第三者の勧告に基づき議決権を行使するならば、その議決権の行使は利益相反の産物ではないと証明される」

177) News Release: US Labor Department's EBSA to re-propose rule on definition of a fiduciary (Sep. 19, 2011), available at <http://www.dol.gov/ebsa/newsroom/2011/11-1382-NAT.html> (last visited Apr. 2, 2012).

178) CCG REPORT, *supra* note 54, at 3; AMF, *supra* note 64, at 1.

と述べていた<sup>179)</sup>。このような態様で議決権を行使する投資顧問業者は、たとえ当該第三者の勧告が当該投資顧問業者自身の利益に合致するようなものであろうとも、顧客に対する忠実義務に違反することにはならないことになる。よって、その限りで、このような独立した第三者は、投資顧問業者の利益相反問題を解消する存在として期待しうる。

しかし、その一方で、SECは、議決権行使助言会社の一つである Egan-Jones Proxy Services からの問い合わせに対する回答の中で、議決権行使について勧告を受けるべく第三者を利用する投資顧問業者は、当該第三者が実際に当該投資顧問業者から独立していることを実証する合理的な措置を採らなければならないとした<sup>180)</sup>。具体的には、投資顧問業者は、当該第三者が実際に独立した者であるか、自らの顧客の最善の利益になるよう公平に議決権行使勧告を行いうる者であるかを判断できるよう、情報を集め、生じうる利益相反を継続的に把握し、これに対応するための手続を定めて実行しなければならないとしたのである。さらに、この回答書を受けて、ISSが、投資顧問業者は、個々の投資対象会社と議決権行使助言会社との間に存在する関係を自ら分析するまでもなく、議決権行使助言会社が採択した利益相反に対処するための手続に基づいて、当該助言会社は公平な議決権勧告を行いうると判断することができる旨を表明するよう求めたのに対し、SECは、事例ごとの評価が唯一の方法というものではないが、議決権行使助言会社を評価するにあたり、投資顧問業者がいかなる措置を採るべきかは、関係する事実ないし状況により定まるものであるとして、上記手続を評価する場合にも、当該助言会社の固有の条件に照らした実質的検討が必要であるとした<sup>181)</sup>。すなわち、機関投資家は、議決権行使助言会社の勧告を利用するに際しても、一定程度踏み込んでその実質的独立性を検討した上で利用しなければ、議決権行使にか

---

179) See SEC, *supra* note 70, at 6588.

180) SEC, Investment Advisers Act of 1940—Rule 206(4)-6 Egan-Jones Proxy Services (May. 27, 2004), *available* at <http://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/egan052704.htm> (last visited Apr. 2, 2012).

181) SEC, Investment Advisers Act of 1940—Rule 206(4)-6 Institutional Shareholder Services, Inc. (Sep. 15, 2004), *available* at <http://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/iss091504.htm> (last visited Apr. 2, 2012).

かる責任を免除されることはないと思われようのである。

機関投資家による議決権行使助言会社への依存に制約を課し、その監視水準を引き上げようとする考え方は、本来両当事者間の契約関係によりなされる助言であることを考えれば、最も素直な規律態様とも言うように思われる。

しかし、他方で、このような解釈を強調することは、議決権行使助言産業自体を縮小に向かわせる要因となるかもしれない。また、機関投資家の投資運用の場面ではなく、もっぱら議決権行使の場面に着目すると、一般的な信託義務にのみ依拠することは上述 3 の議論同様、最終受益者の実質的保護にならない可能性もある。機関投資家による議決権行使助言会社のモニタリングコスト、あるいは機関投資家がリサーチ部門を自己の組織内に取り込むことに伴うコスト等も勘案した上で、複数のアプローチを組み合わせた規律のあり方を考えるのがより妥当であるように思われる。

## VI 結びに代えて

以上、議決権行使助言会社をめぐる近年の欧米での議論を基礎に、その事業の特徴や問題点、ならびに規律論の状況を整理・概観してきた。21世紀になって以来、相次ぐ企業不祥事ないし金融危機に接して、企業統治や投資家保護にかかる様々な制度改革が世界的に議論されてきたが、中でも会計監査人・証券アナリスト・信用格付会社といった、問題の直接当事者以外のプレーヤーの規律はしばしば注目を集めてきている。こうした流れを背景としてか、機関投資家の議決権行使を補助する機能を担う議決権行使助言会社に関する従前の欧米の議論は、法的規制論が先行しているような印象がある。

しかし、上記の各プレーヤーの果たす機能および事業態様はそれぞれに特徴があり、完全にパラレルな規制論をもって対応することを必然とするものではない。特に議決権行使助言会社は、クライアントである機関投資家との契約に基づき、その意見形成を補助するという事業を営む者であり、その関係にだけ着目すれば、必ずしも、「市場」に対して、一定水準の公正性・正確性を確保した勧告ないしレポートの発出責任を負う者であるとは言えないように思われる。他方で、企業

統治における機関投資家の役割に期待し、これに影響を及ぼしうる者としての議決権行使助言会社についても、単なる補助的サービスの提供者以上の存在と捉えるのであれば、その分析の失敗を減らすための法的方法を検討する必要性も生じよう。株主総会に提出した議案につき、しばしば議決権行使助言会社から「反対」ないし「保留」の議決権行使勧告を示されている会社経営者らの声は大きい。法的規制の必要性ないしそのアプローチについては、他のプレーヤーとの比較も含め、複眼的な考察が求められる。

2011年に日本証券投資顧問業協会が会員を対象としたアンケートによると、議決権行使助言会社を活用していると回答した者は56%にとどまり、今後も活用する予定はないと答えた者も30%ほど存在している<sup>182)</sup>。この結果のみから判断すれば、日本国内の機関投資家に対する議決権行使助言会社の影響力は、欧米に比較すると必ずしも大きいものとはいえないように見える。しかし、機関投資家の議決権行使とその受託者責任との関係は、日本においても注目を集めてきているトピックであり、今後機関投資家のスタンスには変化が生じる可能性もある。また、海外の機関投資家に多くの株式を保有されている日本の上場会社にとっては、議決権行使助言会社の動向に欧米企業と同等の高い関心を持たざるを得なくなる日もそう遠いことではないかもしれない。議決権行使助言会社の法的規制論は、わが国の上場会社の企業統治における機関投資家の役割に関する議論との関係でも、今後更なる検討を要する問題であると思われる。

---

182) 社団法人日本証券投資顧問業協会「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケートの結果の概要及び集計表(平成23年)」(<http://jsiaa.medialgalaxy.ne.jp/osirase/pdf/giketsu23ippan.pdf> (最終アクセス日:平成24年4月2日))。