

米国委任状勧誘規則による 議決権行使助言会社の規制

高 橋 真 弓^{*}

- I はじめに
- II 法規制の必要性
- III 本規則による規制の枠組み
- IV 利益相反規制
- V 対象会社に対する議決権行使助言の提供とその応答を顧客機関投資家に知らせるメカニズム
- VI 虚偽記載等の禁止
- VII おわりに——米国における本規則制定からの示唆

I はじめに

近年、上場会社などの株主総会における機関投資家の議決権行使判断に関連して、一定の推奨ないしリサーチを提供することを事業とする議決権行使助言会社の存在感が増大し、世界各国でその影響力の行使に対する法的規律の要否及びその内容をめぐる議論が活発になっている¹⁾。日本においても、2020年に『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》が改訂されて、「機関投資家向けサービス提供者」を代表する存在として議決権行使助言会

『一橋法学』（一橋大学大学院法学研究科）第20巻第1号 2021年3月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学大学院法学研究科准教授

- 1) 従前の議論については、拙稿「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）441頁、「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53巻11号（2015年）27頁、尾崎悠一「議決権行使助言会社の規制をめぐる議論について」月刊資本市場392号（2018年）36頁、森田多恵子「議決権行使助言のあり方に関する欧米の制度改正動向と潮流の変化（上）（下）」商事法務2218号（2019年）44頁、同2220号（2020年）36頁等参照。

社に対する規律がより具体化され、特に指針8—1から8—3において、利益相反の特定・管理に係る方針の策定・体制の整備・取組みの公表、人的・組織的体制の整備、助言策定プロセスの公表、企業との積極的な意見交換等が求められたほか、企業から要求された場合にはこれに対して前提情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業の意見を顧客に提供することなども促されるに至っている。

しかし、主要な議決権行使助言会社を共通にしても、各国におけるその規制論は、なお必ずしも統一的な方向性を示していない。そもそも法的規制は必要か、必要であるとしてハード・ローによるべきかソフト・ローによるべきか、行政当局への登録規制、直接的な行為規範や組織要件、あるいは開示規制のいずれのアプローチが望ましいのか、議論の収斂は未だ見通せない状況にある。

そのような中で、米国では、連邦証券法制のうちに議決権行使助言会社を独自の存在と位置付け、固有の法規制を導入して登録を義務付けるという内容の立法の試みもなされたが²⁾、法案は成立にまで至らなかった。そこで、2019年以降、米国証券取引委員会（Securities Exchange Commission：以下、「SEC」という）は、既存の連邦証券法制の枠組みの中でその指針及び規則の制定をもって対応を図る方向へと舵を切った³⁾。2019年8月の「議決権行使助言に対する委任状勧誘規則の適用に関するSEC解釈と指針」（以下、「本指針」という）⁴⁾、及び同年11月の「議決権行使助言についての委任状勧誘規則の例外規定の改正案」（以下、「本規則案」という）⁵⁾を経て改正に至った今般のSEC規則（以下、「本規則」という）⁶⁾は、そうした動きを受けたものである。

2) H.R.4015 - Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017.

3) See Chairman Jay Clayton, SEC Rulemaking Over the Past Year, the Road Ahead and Challenges Posed by Brexit, LIBOR Transition and Cybersecurity Risks (2018), *available at* <https://www.sec.gov/news/speech/speech-clayton-120618>.

4) SEC, Commission Interpretation and Guidance Regarding the Applicability of the Proxy Rules to Proxy Voting Advice, Release No. 34-86721 (Aug. 21, 2019) [84 FR 47416 (Sept. 10, 2019)] (“Guidance”).

5) SEC, Amendments to Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, Release No. 34-87457 (Nov. 5, 2019) [84 FR 66518 (Dec. 4, 2019)] (“Proposing Release”). なお、本指針を紹介した文献として、黒沼悦郎「議決権行使助言会社に関するSECの2つのリリースとその日本への示唆」資料版商事法務 428号（2019）6頁。

ただし、本規則案をめぐっては世論の激しい対立が見られた。論争の過熱とそれによる混乱は、本規則案について行われたパブリック・コメント⁷⁾の手續中にも顕著に現れており、直接にはごく僅かな数のプレーヤーを対象とする規則改正にもかかわらず、極めて多数の意見が提出された上に⁸⁾、コメントの真正をめぐって疑義が唱えられるなど⁹⁾、支持派と反対派の論争が泥仕合の様相を呈するにまで至った。さらに、代表的な議決権行使助言会社の一つである Institutional Shareholder Services Inc. (以下、「ISS」という)は、本指針、ひいては本規則の制定をめぐって、SEC を相手取って提訴まで行っており、争いはなお継続している¹⁰⁾。

本論説は、SEC 規則の改正をめぐって展開された論争とこれを受けて制定された本規則の概要を紹介・検討し、株主総会における議決権行使という場面¹¹⁾を介した、株主・議決権行使助言会社・会社経営者・世論等の意見の形成のあり方を考えるための一材料とすることを目的とする。

-
- 6) SEC, Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, Release No. 34-89372 (Jul. 11, 2020) [85 FR 55082 (Sep. 3, 2020)] (“Final Rule”).
 - 7) Comments on Proposed Rule: Amendments to Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, Release No. 34-87457 (“Comments”), *available at* <https://www.sec.gov/comments/s7-22-19/s72219.htm>.
 - 8) 2019 年 11 月 5 日から 2020 年 7 月 10 日までの期間に延べ 667 件のコメントが提出されている。
 - 9) パブリック・コメントの募集に対して提出された文書の一部がアストロターフィング (astroturfing) ないしは偽造によるものである可能性が指摘され、SEC 監察官の調査に付されている。実際、規制導入に反対する立場から 4 通、規制導入を支持する立場から 116 通のほぼ同じ文面のコメントが複数提出されていることが認定されている。See Comments: ISS (Jan. 30, 2020); Glass Lewis (Feb. 3, 2020).
 - 10) Institutional Shareholder Services Inc., v. Securities and Exchange Commission and Walter Clayton III (ISS v. SEC), *available at* <https://www.issgovernance.com/iss-files-suit-over-august-sec-guidance/>. 本規則の制定まで訴訟は中断されていたが、同規則の制定後、その無効を宣言する判決を求める訴えに変更されて再開されている。See Deutsche Börse to back ISS in lawsuit against SEC, Financial Times (Nov. 21, 2020).
 - 11) なお、本規則は、株主総会の開催によらず、提案された行為を発効させるために用いられる株主の投票・同意・授権に関する推奨にも適用されるが、以下では言及を省略する。

II 法規制の必要性

そもそも、議決権行使助言会社の規律に関して、何らかの法的規制を定めるか否かについては、国際的にも複数の立場がみられる。例えば、欧州証券市場監督局 (European Securities and Markets Authority) は、2013年、議決権行使助言会社に対して拘束力のある法的規制を及ぼす必要はないとし、助言会社の業界による行動規範の策定と署名者の拡大を促してきたが¹²⁾、2017年、EUは、「上場会社における株主の権利行使に関する指令」¹³⁾を改正して¹⁴⁾、各加盟国に対し、議決権行使助言会社が、その行動規範を公に示し、当該規範の適用状況を報告するか、不適用・不遵守の場合にはその理由や代替措置等を示すこと、一定の情報¹⁵⁾を毎年公表すること、そして利益相反を特定しその緩和措置とあわせて遅滞なく顧客に開示すること等を確保するよう求めるに至った。他方、カナダは直接的な法的規制を定めず、なお議決権行使助言会社のための比較的緩やかな行動指針を定めることをもって対応している¹⁶⁾。

12) See European Securities and Markets Authority, Final Report: Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry (2013). これを受けて、2014年、助言会社の業界による行動規範として、Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis が定められた。同原則は、本文に後述するEU指令の改正等を反映して、2019年に改訂されている。The Best Practice Principles Group, Best Practice Principles for Shareholder Voting Research, *available at* <https://bpggrp.info/>.

13) Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies (OJ L 184, 14.7.2007, p. 17).

14) 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 (OJ L 132, 20.5.2017, p. 1).

15) 少なくとも、適用する手法やモデル、利用する主たる情報源、リサーチ・助言・推奨の質及びスタッフの資質を確保するための手続、各国の市場・法規制・会社固有の条件をどのように考慮しているか、各市場に適用される議決権行使方針の重要な特徴、対象会社あるいはそのステークホルダーと対話を持つ可否及びその範囲や性質、潜在的な利益相反の阻止及び管理に関する方針を自社のウェブサイトで公表することが求められている。See *id.*, Article 3j (Transparency of proxy advisors).

16) See Canadian Securities Administrators, National Policy 25-201 Guidance for Proxy Advisory Firms (2015).

米国においても、特に議決権行使助言の主たる利用者である機関投資家の間では、ハード・ローによる法的規制を及ぼすことに消極的、あるいは強く反対する見解が多かった。本規則案に対するパブリック・コメントに際してこれらの見解を唱えた者は、そもそも議決権行使助言には、特段の法的規制を必要とするような高い頻度での過誤や重大な欠陥の証拠があるわけではなく、顧客たる機関投資家は、従来の議決権行使助言会社の助言の質にも、議決権行使助言会社による自主的な利益相反等の課題に対する取り組みにも不満を持っていないことを強調している¹⁷⁾。2018年にSECが開催し、各界の代表者が出席した議決権行使プロセスに関するラウンドテーブルで、議題の一つとして議決権行使助言会社の問題が取り上げられたときにも、議決権行使助言会社による利益相反等の自主的な開示は改善してきており、強制的な拘束力のある規制の必要性はないことが指摘され、法的規制を求める強い声はほぼ見られなかったところであった¹⁸⁾。これを背景に、SECの投資家諮問委員会 (Investor Advisory Committee) も、本規則案に対し、問題が存在「しているかもしれない」と述べるだけでなく、改正の必要性を裏付ける証拠を示すべきであると厳しく断じた上で、本規則案は議決権行使助言会社の事業継続を危うくし、市場の寡占を強め、結果、より画一的な議決権行使につながりかねないと評価した¹⁹⁾。同様の懸念は株主権の保護・拡大を奉じる研究者らからも示され²⁰⁾、さらに本規則案は、訴訟リスクやコストの引き上げにつながりうることから、これらを恐れる議決権行使助言会社のレポートの内容が、議決権行使助言の対象となる会社 (以下、「対象会社」という) の経営者側に偏った形で歪められる可能性があるとの指摘もなされた²¹⁾。

17) See, e.g., Comments: AFL-CIO (Feb. 3, 2020); CalPERS (Feb. 3, 2020); California State Teachers' Retirement System (Feb. 3, 2020); Council of Institutional Investors (CII) (Jan. 30, 2020); New York State Comptroller (Feb. 3, 2020); Third Point LLC (Feb. 3, 2020); ValueEdge (Jan. 31, 2020).

18) SEC, Roundtable on the Proxy Process [transcript] (Nov. 15, 2018), available at <https://www.sec.gov/files/proxy-round-table-transcript-111518.pdf>, at 214, 238, 250, 251.

19) Comments: Recommendation of the SEC Investor Advisory Committee (IAC) Relating to SEC Guidance and Rule Proposals on Proxy Advisors and Shareholder Proposals (January 24, 2020).

20) See, e.g., Comments: Lucian Arye Bebchuk (Feb. 3, 2020); Anat Admati, et.al (Jan. 15, 2020) (総計 62 名の研究者の連名によるコメント).

議決権行使助言会社の法的規制の要否については、SEC 委員の中ですら意見が分かれたようであったが²²⁾、最終的に SEC は、今日、議決権行使助言事業者 (proxy voting advice business) が、米国の上場会社の相当数の株式を保有する機関投資家の議決権行使判断ないしその執行に影響を及ぼしうる独自の地位を取得してきていることに鑑みると、株主が、議決権行使前にその判断に関連する情報を十分に取得し、これを評価した上で議決権を行使することを可能とするよう、当該事業者委任状勧誘規則を通じた規制を及ぼす必要があるとしている²³⁾。議決権行使助言事業者の活動や自主組織による規律に看過しがたいほど大きな問題点があるとの認定に専ら依拠することはせず、本規則の制定をあくまで投資者の有する情報の改善に根拠づけたものである。すなわち、議決権行使助言における過誤の発生確率に関わらず、議決権行使判断を行う際に投資者が入手し得る情報の信頼性や完全性を促進するよう設計された合理的な方策を規制をもって一律に求めるのは適切であり、議決権行使助言事業者・その顧客及び対象会社たる登録会社 (registrant) の間での対話や情報共有を促進するよう設計された本規則は、議決権行使システムを改善し、最終的にはより豊富な情報に基づく投資者の意思決定につながる、との規制趣旨を前面に出している²⁴⁾。

本規則案を支持する対象会社やその関係団体からは、議決権行使助言には看過しがたい事実認識の誤りや分析の過誤が少なからず見られ、また分析の指針や手法自体にも適切でない点が多く、画一的な評価枠組みにもなっているなどとする懸念が強く示されていた²⁵⁾。中には、対象会社が補足委任状説明書を提出した

21) See Comments: Bebchuk (Feb. 3, 2020).

22) 本規則案に対する反対声明として、Commissioner Robert J. Jackson Jr., Statement on Proposals to Restrict Shareholder Voting (2019), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-jackson-2019-11-05-open-meeting>; Commissioner Allison Herren Lee, Statement on Shareholder Rights (2019), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-lee-2019-11-05-shareholder-rights>.

23) Final Rule, *supra* note 6 at 55082-55083.

24) Final Rule, *supra* note 6 at 55107-55108.

25) See, e.g., Comments: American Council for Capital Formation (Jan. 27, 2020); Business Roundtable (Feb. 3, 2020); U.S. Chamber of Commerce Center for Capital Markets Competitiveness (Jan. 31, 2020); Center on Executive Compensation (Feb. 3, 2020); Exxon Mobil Corporation (Feb. 3, 2020); National Association of Manufacturers (Feb. 3, 2020).

事例を網羅的に調査し、議決権行使助言会社のレポートに多くの問題が存在することを指摘した分析を引用している意見もある²⁶⁾。確かに、議決権行使助言会社の検討が不十分な個別事例が存在している旨の指摘はあるが²⁷⁾、他方で意見の不一致にすぎないと評価されうるケースも多く²⁸⁾、また、社外の第三者が公表事実を短期間で、かつコストを抑制しながら分析するものであることに鑑みれば、議決権行使助言会社のレポートは完全なものではなく、本来的に限界があるとも評しうる。議決権行使助言自体の質を向上させるためには、組織体制の充実や個々の会社とのエンゲージメントを義務づけるようなアプローチもありうるが、ルールベースでこれらを強制すれば、コストを抑えるための助言会社の利用がかえって高くつくという状況にもなりかねない。

株主から経営を付託されてもない議決権行使助言会社が、まるで立法者のごとくルールを定め、一方的に会社の経営を左右しているという側面があるとすれば、それは確かに適切ではないが、その一方で議決権行使助言の利用は義務付けられているものでもなく、費用負担を著しく引き上げ、助言の独立性を損なうような規制が導入されれば、機関投資家は議決権行使助言会社の補助を利用しなくなり、経営に対する批判的視点をもった分析の可能性も減殺される。究極的に、株主の権利行使の限界を正面から認めて、機関投資家自身が一から調査・分析を行うことによるコストを負担しようとするような顕著な事例でのみ株主の判断が意味を持てばよいと割り切るのか、議決権行使助言会社の利点を認めつつ、コストを抑えながらその制約の中で効果的な議決権行使助言会社の規律を目指すのか。SEC は、2014 年の Staff Legal Bulletin や本指針とともに示された「投資顧問業

26) Comments: American Council for Capital Formation (Jan. 27, 2020) (referring to its 2018 paper: Frank Placenti, Are Proxy Advisors Really a Problem? (2018), *available at* http://accfcorgov.org/wp-content/uploads/2018/10/ACCF_ProxyProblemReport_FINAL.pdf).

27) 梅本剛正「議決権行使助言会社の規制」証券レポート 1717 号 (2019 年) 44 頁以下参照。

28) See Comments: Council of Institutional Investors (Jan. 30, 2020). 注 26) の分析が事実認識・分析の誤りとして掲げる事例の多くも意見の不一致が原因であるように思われる。See Frank Placenti, Analysis of Proxy Advisor Factual and Analytical Errors in 2016, 2017 and 2018 (2018), *available at* http://accfcorgov.org/wp-content/uploads/2018/10/Analysis-of-Proxy-Advisor-Factual-and-Analytical-Errors_October-2018.pdf.

者の議決権行使責任に関するSEC指針」では、投資顧問業者は全ての議決権を必ず行使しなければならないというものではないことを明示していたが²⁹⁾、正式な規則である本規則の制定にあたっては後者の立場によっているように見える³⁰⁾。しかし、立法事実の分析についてもコスト分析についても³¹⁾異論に十分応えないまま、最終的には規制反対派に一部譲歩しつつ本規則を制定したという感は拭いきれない。別のアプローチ——例えば、議決権行使助言会社の議決権行使助言方針や推奨につき事後的な検証とその開示を求めるというようなアプローチ³²⁾——が幅広く検討されたのかも不透明であり、本規則の制定は過熱する議論に迅速に対応することが優先されたものとも評価しうる。

Ⅲ 本規則による規制の枠組み

1 議決権行使助言は委任状勧誘か

本規則は、一般的な議決権行使助言は、1934年証券取引所法14条(a)項³³⁾の意味での「勧誘」(solicitation)に該当し、よって連邦委任状勧誘規制に服すると解釈を明文化した上で³⁴⁾、一定の開示・手続要件の遵守を条件に、当該規則に基づく委任状説明書(proxy statement)等のSECへの届出及び株主(被勧誘者)への提供要件の適用を除外する、という枠組みを通じて、議決権行使助言事業者に対する規律を法定している。

29) SEC, Division of Investment Management, Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms, Staff Legal Bulletin No. 20 (2014), Question 2 and Answer; SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release No. IA-5325 (2019), Question 6 and Answer. なお、黒沼・前掲注5)9頁は、日本のスチュワードシップ・コードの下では、機関投資家に議決権を行使しないという選択肢はないとしている。

30) Final Rule, *supra* note 6 at 55084.

31) なお、主要議決権行使助言会社の一つであるGlass Lewisは、本規制案の制定による同社の時間的負担は、SECの見積もりの240倍に上ることを指摘していた。Comments: Glass Lewis (Jan. 7, 2020).

32) 梅本・前掲注27)52頁も株主総会後の推奨内容の開示を提唱している。

33) 15 U.S.C. 78n (a).

34) 17 CFR 240.14a-1 (l) (1) (iii) (A).

委任状勧誘規制における「勧誘」の語の定義は、一部の市場参加者が、正式に委任状の付与を要請する前に、株主の議決権行使判断に影響を及ぼすことを意図したコミュニケーションを行っているとの認識から、1956年以降、委任状を「要請」することだけでなく、「委任状の獲得、留保または取消しに至るよう合理的に計算された状況下での証券保有者に対するコミュニケーション」まで含むものと拡張されてきた³⁵⁾。ただし、この定義は広範で、かえって株主の情報源を制約することになりかねないことから、SEC規則は、1934年証券取引所法規則14a-9が定める詐欺禁止条項の適用の余地は残しつつも、委任状説明書の届出・提供要件の適用除外を複数定めてきた³⁶⁾。

2019年、SECは、本指針を公表し、議決権行使につき一定の推奨を示す議決権行使助言は、議決権行使助言会社がその顧客たる機関投資家の議決権行使を補助するために決議事項を調査・分析する専門能力を売り出しているもので、顧客の多くは、議決権行使に係る助言を含む様々な問題についての詳細な分析を得るためにこれらの事業者を利用しているが、議決権行使推奨は株主総会の直前に提供されることから、顧客の議決権行使判断に影響を及ぼす可能性が高いとし、これらの要素より、議決権行使助言は一般に、「委任状の獲得、留保または取消しに至るよう合理的に計算された」コミュニケーションであり、委任状勧誘規制にいう「勧誘」に該当しうると断じていた³⁷⁾。本規則はこれを再度肯定し、明文化したものであると説明されている³⁸⁾。

これに対して、議決権行使助言は「勧誘」に包含されないと解する見解も少なからず見られた。例えば、本指針は、「勧誘」の定義中の「委任状の獲得、留保、または取消しに至るよう合理的に計算された」の文言を広げて「代理人として行動する権限を求めているかどうかに関わらず、株主による議決権行使に影響を及ぼそうとする」ことまでを意味するものと解釈している³⁹⁾が、SECは、現在の

35) See Adoption of Amendments to Proxy Rules, Release No. 34-5276 (Jan. 17, 1956) [21 FR 577 (Jan. 26, 1956)], at 577.

36) 17 CFR 240.14a-2.

37) Guidance, *supra* note 4, at 47418, Final Rule, *supra* note 6, at 55088.

38) Final Rule, *supra* note 6, at 55091.

39) See Guidance, *supra* note 4, at 47417.

「勧誘」の定義が上場会社に関するほとんどすべての意見の表明を規制対象とするおそれがあることを自認しており⁴⁰⁾、本指針及び本規則案はその姿勢に反するものであるとの指摘がなされた⁴¹⁾。また、顧客との信認関係の中で提供される議決権行使助言は委任状の勧誘とは異なるものであり⁴²⁾、議決権行使助言事業者は、利害関係者のためにアドボカシーの役割を果たす者でもなく⁴³⁾、「勧誘」を行う者には相当しないとされた。

この点、日本法では、「勧誘」の語は「自己又は第三者にその議決権の行使を代理させること」の勧誘（金融商品取引法 194 条、金融商品取引法施行令 36 条の 2 第 1 項）と定義されており、米国の法のような適用除外規定もないことから、「勧誘」の語は文字通りに解さざるを得ず、その射程の中で議決権行使助言会社を規律するのは難しいように思われる⁴⁴⁾。

しかし、SEC 自身も、議決権行使助言事業者に委任状勧誘規制の柱である委任状説明書の届出・提供要件を及ぼすことが本来的に必要であると考えているものではないようである。この点は、仮に、議決権行使助言を SEC に届け出ることを求め、すべての対象会社の株主に委任状説明書を頒布するという要件を課せば、推奨やレポートの無料頒布を強制することにつながり、議決権行使助言事業者の現在の活動を大きく変容させ、そのビジネスモデルに著しいマイナス影響を及ぼしかねないことを認めている点に現れている⁴⁵⁾。また、委任状説明書により求められる完全な開示がなくとも、議決権行使助言事業者が本規則の適用除外要件に従えば、株主がより透明・正確・十分な情報を受領できるよう確保するという目的は実現されうるとも述べている⁴⁶⁾。他方で、SEC は、1934 年連邦証券所法 14 条(a)項が、株主に対する議決権行使判断に関するコミュニケーションが実質的に完全かつ正確な情報を包含するよう確保することを趣旨とする規定であ

40) SEC, Regulation of Communications Among Shareholders, Release No.34-31326 [57 FR 48276 (Oct. 22, 1992)], at 48277-48278.

41) Comments: Glass Lewis (Feb. 3, 2020); ISS v. SEC, *supra* note 10 at 40.

42) ISS v. SEC, *supra* note 10 at 45-48.

43) Comments: Council of Institutional Investors (Jan. 30, 2020).

44) 黒沼・前掲注 5) 9 頁。

45) Final Rule, *supra* note 6, at 55085.

46) Final Rule, *supra* note 6, at 55085, 55118.

ることからすれば、多くの株主に対して、その議決権行使判断の要素になるとの予測をもって広く助言を提供・販売する者は、14条(a)項の射程内に含まれるべきとし、あくまで議決権行使助言は委任状の「勧誘」に該当することを強調している⁴⁷⁾。また、SECは、議決権行使助言は、顧客たる機関投資家の利益を超えて、その背後にいる受益者、当該対象会社、同社の他の株主、さらには議決権行使システム一般に潜在的に影響を及ぼすものであることから、議決権行使助言事業者と顧客投資者の間の信認関係だけで捉えるのではなく、委任状勧誘規制による規制を及ぼすのが適切であるとする⁴⁸⁾。

これらの説明から推量すると、SECは、議決権行使助言事業者に正面から委任状勧誘規則を適用しようとしているのではなく、固有の規制を定める立法のない中で、連邦法上広範な規制権限を与えられている⁴⁹⁾連邦委任状勧誘規制の趣旨に関連付けながら、その真の目的は、議決権行使助言事業者に一定の開示・手続要件を課すことにあったものと考えられる。

2 本規則の規制対象

なお、本規則は、委任状勧誘規制の「勧誘」の概念に、「証券保有者の承諾が勧誘される特定の事項に対する議決権行使、同意または授権に関して、当該証券保有者に推奨を行う議決権行使助言⁵⁰⁾で、他の形式の投資助言とは別に、かかる議決権行使助言の提供者としてその専門知識を売りにし、有償でこれらの助言を販売している者により提供されるもの」が含まれるとし⁵¹⁾、この議決権行使助言を提供する者を議決権行使助言事業者(proxy voting advice business)と定義して⁵²⁾、これらの者は一定の要件を充足しない限り、委任状説明書の届出・

47) Final Rule, *supra* note 6, at 55093.

48) Final Rule, *supra* note 6, at 55086.

49) ISSは、1940年投資顧問業法の方が議決権行使助言会社にとっては適切な規制枠組みであると主張し、実際同法に基づく登録を行ってきたが、今般SECはその適用可能性を認めつつも、これを理由に委任状勧誘規制が適用されないとの論理には明示的に反対している。Final Rule, *supra* note 6, at 55086.

50) 「議決権行使助言」の語には、株主総会上程議案に関する議決権行使推奨のほか、これを基礎づける分析やリサーチも含まれる。Final Rule, *supra* note 6, at 55083 n7.

51) 17 CFR 240.14a-1(l)(1)(iii)(A),

提供要件の適用除外規定に依拠することができないとしている。

また、SECは、議決権行使助言事業者が、1以上の議決権行使助言方針を用いて議決権行使助言を出す場合、あるいは顧客である機関投資家ごとに異なる方針（カスタムポリシー）に基づいて議決権行使助言を示す場合にも、各方針やガイドラインに従って形成された議決権行使助言はそれぞれ別の「勧誘」を構成すると捉えている⁵³⁾。したがって、これらの議決権行使助言についても、それぞれに後述Ⅳ以下にみる規制が及ぶのが原則となる。ただし、カスタムポリシーに基づく議決権行使助言には、後述Ⅴに述べる要件の適用はない。

他方で、議決権行使推奨を提供するものではなく、顧客に代わって議決権行使権限を行使するだけのサービスは「議決権行使助言」に該当せず、投資顧問業者・ブローカー・ディーラーらが投資助言に付随するサービスとして行う議決権行使助言、また、議決権行使助言事業者のマーケティング活動により促されたのではなく、顧客の自発的な要請に応じて提供した議決権行使助言は、「勧誘」には当たらないとされている⁵⁴⁾。

Ⅳ 利益相反規制

しばしば、議決権行使助言会社は、その助言の客観性または信頼性に影響を及ぼすと合理的に想定されうる活動や関係を有していると指摘されてきた。例えば、①機関投資家の投資先会社の株主総会に上程される議案につき議決権行使助言を提供する一方で、当該対象会社に対してコーポレート・ガバナンスや報酬方針につき助言を提供することで報酬を得ること、②議決権行使助言会社の関係者や1以上の顧客が提案または積極的に支持する事業取引や株主提案等につき議決権行使助言を提供すること、③議決権行使助言会社の関係者が大株主である、あるいは取締役の地位に就いている対象会社の株主総会議案について議決権行使助言を提供すること等が挙げられている⁵⁵⁾。これらの状況はいずれも、議決権行使助

52) 17 CFR 240.14a-2(b) (9).

53) Final Rule, *supra* note 6, at 55091.

54) Final Rule, *supra* note 6, at 55095-55096.

言会社の助言の客観性・独立性に疑念を生じる可能性があることから、顧客である機関投資家が、受領した助言に対する利益相反の影響やその重大性を合理的に評価できるよう、その活動や関係につき情報を得られるようにする必要がある。

そこで、SEC は、本規則案において、議決権行使助言事業者が、委任状説明書の届出・提供要件の適用除外規定に依拠するためには、その議決権行使助言「及び」当該助言を伝達するのに用いられる電磁的方法において、(イ) 特定の利害、取引または関係の状況に照らして、議決権行使助言の客観性を評価する上で重大となる、議決権行使助言事業者（またはその関係者）の利害、取引または関係に関する情報、及び(ロ) これらの利害、取引または関係から生じる重大な利益相反を特定するための方針・手続、及びそれらに対処するためにとられた措置等の一定事項を目立つように開示しなければならないとの要件を定めることを提案した⁵⁶⁾。そして、これらの規定に基づく開示は、議決権行使助言事業者の顧客が、受領する議決権行使助言の客観性や信頼性を適切に評価できるよう、十分詳細で、その利害関係、取引または関係の性質及び範囲を理解できるようなものでなければならない、「こうした関係や利害が存在するかもしれないし、しないかもしれない」と述べるような定型文は、適用除外のための条件を充足する上で十分とは言えないとしていた⁵⁷⁾。

しかし、機関投資家や議決権行使助言事業者の側からは、議決権行使助言事業者は既に相当の利益相反回避措置及び顧客への開示措置をとってきており、SEC 規則による詳細な利益相反の開示規制は不要である旨を主張する意見も見られ⁵⁸⁾、さらに提案による利益相反の開示要件は、利益相反のリスクを緩和するべく議決権行使助言事業者において設定してきた内部のファイアウォールを損な

55) Final Rule, *supra* note 6, at 55096.

56) Proposing Release, *supra* note 5 at 66526. 提案の段階では、対象会社や株主提案者との間の重大な取引・関係など利益相反の例示も掲げられていたが、本規則ではこれらは(イ)の要件に含まれるものとして集約されている。Final Rule, *supra* note 6, at 55100.

57) Proposing Release, *supra* note 5 at 66526-66527.

58) See, e.g., Comments: Colorado PERA (Feb. 3, 2020); CalSTRS (Feb. 3, 2020); ISS (Jan. 31, 2020); Glass Lewis (Feb. 3, 2020). ただし、既存の措置が不十分とは考えないものの、開示要件を規定することは支持すると述べる立場もみられる。See, e.g., Council of Institutional Investors (Jan. 30, 2020).

うことも指摘された⁵⁹⁾。例えば、ISSでは、株主総会議案に係るリサーチの担当者が、対象会社側にガバナンス関連サービスを提供している同社の子会社であるISS Corporate Solutions, Inc. (ICS)の顧客を認識しないようファイアウォールを設計しているが、ICSの事業の詳細を公に開示すれば、その目的実現が危うくなり、結果として対象会社の経営者寄りに偏った推奨につながる可能性があるというものである。加えて、利益相反に関わる事項の開示として取引上の機密の開示を迫れば、競争上有害な影響をもたらすおそれがあるともされた⁶⁰⁾。

結局、本規則では、議決権行使助言「または」それを伝達するのに用いられる電磁的方法のいずれかにおいて開示されれば足りるとされ、その点でコストの節約が図られたものの、上記本規則案の開示要件の法定自体は維持された⁶¹⁾。ただし、重大性 (materiality) の基準に基づくプリンシプル・ベース (principles-based) の規定であることが一層強調されている。

すなわち、本規則では、議決権行使助言事業者自身が、助言の客観性を脅かす可能性のある利益相反の重大性を判断するのに、自らの事実認識に基づいて判断することを許容するものとし⁶²⁾、利益相反を特定するのに用いられる方針・手続及びこれらに対処するための措置の開示についても、顧客がこれを理解するに足る開示を提供していれば、特定のあり方を要求するものではないとされている⁶³⁾。原則としては、議決権行使助言事業者自身が、具体的な状況に照らして議決権行使助言の客観性を評価する上で何が重大であるかと考えるかを判断して開示事項を決めるというもので、ビジネスモデルに合わせて競争を損なわないような開示の工夫などを図る柔軟な裁量の余地も一定範囲では認められているものと思われる⁶⁴⁾。

ただし、本規則の下でも、議決権行使助言事業者は、各対象会社及び議案ごとに、助言の客観性を損なう可能性のある重大な利益相反の有無及び開示内容を判

59) ISS (Jan. 31, 2020); Glass Lewis (Feb. 3, 2020).

60) See, e.g., Comments: Colorado PERA (Feb. 3, 2020); CFA Institute (Feb. 3, 2020).

61) 17 CFR 240.14a-2(b) (9) (i).

62) Final Rule, *supra* note 6, at 55099.

63) Final Rule, *supra* note 6, at 55101.

64) *Id.*

断する必要があると解されているため⁶⁵⁾、利益相反の可能性が存在することを一般的に開示するだけでは足りないことになる。SECは、具体的なケースによっては、特定の取引等で受領した金額を開示しなければならないような事例もありうる⁶⁶⁾、例えば争いのある取締役の選任議案等につき推奨を発する前に特定の顧客投資家と対話の機会を持ったことが当該推奨に影響を及ぼす利益相反と解されうる事例があることも示唆している⁶⁷⁾。プリンシプル・ベースの要件が法制化されて事例ごとにより厳密な実質的判断が求められるようになったことは、柔軟性を付与された反面、自主的に個別的な利益相反の開示を行ってきたとする主要議決権行使助言事業者⁶⁸⁾にとっても一定の負担増となるかもしれない。

また、開示の態様についても、議決権行使助言またはそれを伝達する電磁的方法のいずれかにおいて目立つように開示することは求めたが、その具体的な場所や表示・伝達のあり方については、議決権行使助言事業者が最適と判断する方法によることを認めている⁶⁹⁾。これは、顧客が容易にアクセスできるような態様で、議決権行使助言の一部として提供される限り、助言の客観性を保持するための内部ファイアウォールの構築など、議決権行使助言事業者自身が置いているメカニズムと衝突しない態様で、顧客に対して利益相反を開示する裁量の余地を与えるべきと考えられたためである。これにより、例えば、議決権行使プラットフォームなどの議決権行使助言を伝達するのに用いられている電磁的方法を通じて開示を行い、特定の者のアクセスを制限するように情報を遮断するという態様によることもできるとされる⁷⁰⁾。

65) Final Rule, *supra* note 6, at 55099, n220.

66) *Id.*

67) Final Rule, *supra* note 6, at 55099, n216.

68) ISSは、その議決権行使プラットフォームを通じて、ファイアウォールを保全しながら、顧客が、ICSの顧客やそれらの者が支払っている金額・受領しているサービスなど、潜在的な利益相反の詳細を認識しうる仕組みを構築しているとする。Comments: ISS (Jan. 31, 2020). 他方、Glass Lewisは議決権行使助言を伴うレポートの表紙にそれぞれ潜在的な利益相反について開示していると述べている。Glass Lewis, Re: SEC Staff Roundtable on the Proxy Process (Nov. 14, 2018), *available at* <https://www.sec.gov/comments/4-725/4725-4649188-176490.pdf>.

69) Final Rule, *supra* note 6, at 55100.

70) Final Rule, *supra* note 6, at 55101. ISSの仕組みにつき、注68)参照。

V 対象会社に対する議決権行使助言の提供と その応答を顧客機関投資家に知らせるメカニズム

1 対象会社に対する議決権行使助言の提供

従前、対象会社側からは、株主総会の決議前に会社側から議決権行使助言に対応する機会が完全に保証されておらず、または、一部の主要議決権行使助言会社が導入を進めていたフィードバックプログラム⁷¹⁾等を通じてたとえ事前に助言案を入手できたとしても、これに対応するための時間が極めて短期間であるがために、結果として株主が入手することになる情報の正確性・透明性・完全性が妨げられているとの問題点が指摘されてきた⁷²⁾。特にこの見解は、先述したように、議決権行使助言会社の推奨の信頼性に重大な影響をもたらし、望ましくない決議結果につながる可能性のある、事実認識の誤り・分析の不完全性または手法上の欠点などの存在が顕著であることを前提に、これら議決権行使助言の欠陥への対処が限られていることを強調する⁷³⁾。

SECは、本規則案で、顧客が入手しうる情報を改善し、十分な情報に基づく議決権行使判断を行うことができるようにするという目的を掲げて⁷⁴⁾、議決権行使助言事業者が、委任状説明書の届出・提供要件の適用除外規定に依拠するためには、(1) 顧客機関投資家への頒布前に、登録会社(対象会社)やその他委任状勧誘者に対して議決権行使助言の写しを提供し、さらに受領者がこれを検討して、フィードバックを行うための一定の検討期間を与えなければならないとする提案を行った。この検討期間は、登録会社その他の委任状勧誘者が、株主総会より45日以上前に委任状説明書を届け出ている場合には少なくとも5事業日、株主総会より25日以上45日未満前に届け出ている場合には少なくとも3事業日と

71) 米国内で、Glass Lewisは参加する登録者にデータのみからなる特別なバージョンの議決権行使助言を提供している。Glass Lewis, Issuer Data Report (IDR), *available at* <https://www.glasslewis.com/issuer-data-report/>. 他方、ISSはS&P500インデックスを構成する会社にそのレポート案を事前にレビューする機会を付与してきた。See *Proposing Release*, *supra* note 5 at 66529.

72) See *Proposing Release*, *supra* note 5, at 66529-66530.

73) See *Proposing Release*, *supra* note 5 at 66528-66529, n. 94.

74) See *Proposing Release*, *supra* note 5 at 66528-66530.

された⁷⁵⁾。加えて、(2) この検討期間の後に、議決権行使助言事業者が助言を変更した場合には当該変更を含む最終的な議決権行使助言を、顧客への提供より少なくとも2事業日前に登録会社その他委任状勧誘者に対して通知し、顧客投資者への提供前に当該助言への対応措置を図るかどうかを判断する時間を与えなければならないとする提案もなされた。その一方で、議決権行使助言事業者は、助言を提供する条件として、1以上の顧客への提供までの間に限り、当該助言につき秘密を保持し、公の場で言及しないよう求める旨の、顧客との間の秘密保持合意以上に制約的でない秘密保持合意の締結を求めることができるともされた⁷⁶⁾。

事実上、議決権行使助言事業者に、議決権行使助言の草案を顧客機関投資家への提供前にすべての対象会社その他の委任状勧誘者に提供するよう法的に義務付け、対象会社らに一定のレビュー・フィードバックの権利を付与する本規則案は、当然対象会社側からは歓迎され、議決権行使助言を基礎づける情報の完全性・正確性・信頼性を改善し、結果として、機関投資家による一層の情報に基づく議決権行使判断を促進するものと評価された⁷⁷⁾。

しかし、これに対しては、利益相反の開示の点以上に多様な反対意見がみられた。対象会社に事前に議決権行使助言をレビューする機会を付与すれば、経営者側に不公正な偏りを生じ、利害関係のない独立した助言を提供する議決権行使助言事業者の能力を損なうことになり、事実確認以外の目的でアナリストの公表前のリサーチレポートを対象会社がレビューすることを禁止する規則⁷⁸⁾にも矛盾する上⁷⁹⁾、非公開情報に基づく内部者取引のリスクも引き上げる⁸⁰⁾。また、対

75) SECによれば、多くの登録会社は株主総会より35日から40日前に確定版の委任状説明書を届け出ているとされており、その点で本改正案は、対象会社その他の者に委任状説明書の提出を可能な限り早めようとするインセンティブを与えると説明された。なお、25日未満の場合には議決権行使助言事業者に助言の提供義務はないとされた。Proposing Release, *supra* note 5 at 66531 n114.

76) 以上の規則案につき、Proposing Release, *supra* note 5 at 66530-66533.

77) See, e.g., Comments: Business Roundtable (Feb. 3, 2020), Center on Executive Compensation (Feb. 3, 2020); U.S. Chamber of Commerce Center for Capital Markets Competitiveness (Jan. 31, 2020).

78) FINRA Rule 2241(b)(2)(N).

象会社の経営者を議決権行使助言事業者と顧客らの関係に介入させる規制スキームは、合衆国憲法修正第1条に基づく議決権行使助言事業者の言論の自由を侵害し、あるいは、補償なく私有財産を公共の利益に供することで同修正第5条に抵触する、との批判まで展開された⁸¹⁾。

更に、議決権行使プロセスの時間的制約の観点からみても、本規則案は、議決権行使助言事業者がタイムリーで質の高い助言を顧客に提供することを妨げ、結果として、顧客が当該助言を十分に考慮し、情報に基づく判断を行えなくなるとの問題が指摘された⁸²⁾。加えて、仮に本規則案に基づくプロセスを実現できるとしても、これに伴う大きなコストは顧客投資家に転嫁されることになり、議決権行使助言事業者間の競争に負の影響をもたらすとの懸念が挙げられた⁸³⁾。

最終的に、SECは、対象会社がタイムリーに議決権行使助言を受け取り、当該助言に対する応答 (response) を作成する機会を確保することは、議決権行使システムの参加者間に、機関投資家は、議決権行使判断にとって重要となる、透明・正確・完全な情報へのタイムリーなアクセスを有するとの信頼を増大させる利点があり、この点、議決権行使助言事業者が自主的に行ってきたフィードバックプログラムは、統一的に提供されているものではなく、法的規制が必要であると断じた⁸⁴⁾。

その一方で、SECは、株主総会シーズンがピークとなる非常に短い期間内に、対象会社、議決権行使助言事業者、及びその顧客が、広範なトピックに関する

79) See, e.g., Comments: AFL-CIO (Feb. 3, 2020); Council of Institutional Investors (Jan. 30, 2020); Olshan Shareholder Activism Group (Feb. 3, 2020).

80) See, e.g., Comments: Council of Institutional Investors (Jan. 30, 2020); ISS (Jan. 31, 2020). 秘密保持合意の標準化は、対象会社の側に立つ立場からも求められた。See also, Comments: Exxon Mobil Corporation (Feb. 3, 2020); Nasdaq, Inc. (Feb. 3, 2020).

81) See, e.g., Comments: CII (Jan. 30, 2020); CalPERS (Feb. 3, 2020). 修正第1条との関係については、SEC自身も「株主・その助言者その他の者の間における決議事項に関するすべてのやり取りや対話にSECのスタッフや会社経営者を介入させる規制のあり方は言論の自由を規定する修正第1条の下で深刻な問題を生じる」としていたことが指摘されている。SEC, Regulation of Communications Among Shareholders, *supra* note 40, at 48279.

82) See, e.g., New York City Comptroller (Nov. 20, 2019); T. Rowe Price (Jan. 29, 2020); As You Sow (Feb. 3, 2020); Investment Company Institute (Feb. 3, 2020).

83) See, e.g., Anat Admati, et.al (Jan. 15, 2020).

84) Final Rule, *supra* note 6, at 55107-55108.

様々な情報を伝達・理解・検討しなければならない状況に置かれていることに鑑みると、詳細過ぎる規律は議決権行使助言事業者が顧客に対してタイムリーに議決権行使助言を提供することを妨げる懸念があるため、プリンシプル・ベースのアプローチによる規制が適切であるとした⁸⁵⁾。

その結果、本規則では、委任状説明書の届出・提供要件の適用除外規定に依拠するための要件の一つとして、議決権行使助言事業者が、議決権行使助言が議決権行使助言事業者の顧客に頒布されると同時にまたはその前に、当該助言の対象である登録会社⁸⁶⁾がその助言を入手しうるように確保するべく、合理的に設計された方針及び手続を書面化して採択し、これを公に開示したことが掲げられ⁸⁷⁾、爾後議決権行使助言が改訂されても、改定後の助言を提供する必要はないことが注記として明示された⁸⁸⁾。これもまた、開示規制の枠組みの中でプリンシプル・ベースの要件が定められており、各議決権行使助言事業者と対象会社とのやり取りの態様は具体的に規定されず、議決権行使助言事業者の裁量で、顧客のニーズや個々のビジネスモデルに合わせて最善の方針・手続を選択できるものとされている⁸⁹⁾。

なお、議決権行使助言事業者は、登録会社が、(a)株主総会の少なくとも40日前に、確定版の委任状説明書を届け出、かつ(b)当該議決権行使助言の写しを、社内利用の目的及び（または）当該勧誘に関連してのみ使用し、この写しを公表したり、登録会社の従業員や助言者以外の者と共有したりしない旨に同意したこ

85) Final Rule, *supra* note 6, at 55107.

86) なお、SECは、対象会社以外の複数の委任状勧誘者にも議決権行使助言を提供するよう求めるのは議決権行使助言事業者にとってコスト負担が重く、手続の流れにも混乱が生じうる等として、対象会社以外の勧誘者については議決権行使助言の提供および当該助言に関する応答の参照のいずれの要件も求めないこととした。Final Rule, *supra* note 6, at 55109 n338.

87) 17 CFR 240.14a-2(b) (9) (ii) (A).

88) 17 CFR 240.14a-2(b) (9) (ii) (A) Note.

89) なお、本規則案の段階では、制御不能な技術的複雑さゆえに、例えば議決権行使助言のレビュー期間が要件に数時間足りないというような事態が発生しかねないことから、14a-2(b) (9) の条件につき不遵守があった場合にも、一定の場合には委任状説明書の届出・提供要件の適用除外規定の適用を許容する提案がなされていたが、本規則案ではプリンシプル・ベースのアプローチがとられたことから削除された。Final Rule, *supra* note 6, at 55114 n385.

と⁹⁰⁾を条件として、議決権行使助言をその顧客に頒布するときまでに、登録会社に対して、その議決権行使助言の写しを無償で提供するように合理的に設計されている方針及び手続を書面化して定めていれば、適用除外に依拠するための上記要件を充足したものとみなすという、排他的でない一種のセーフ・ハーバー規定も置かれた⁹¹⁾。当然、多くの議決権行使助言事業者がこの規定に依拠することを想定したものであろう。無償で助言の写しを提供することが掲げられてはいるが、(a)の条件の許容は、本規則案に比し、対象会社と顧客に対する同時提供を許容したことと合わせて現在の議決権行使助言作成・提供のスケジュールに変動がないようにしたものと解され⁹²⁾、また、(b)の条件の許容は、上記プリンシプル・ベースの要件に沿う限りで顧客への議決権行使助言提供後にも及ぶ秘密保持合意を結ぶ余地を認め、議決権行使助言事業者のビジネスモデルを損なわないようにも配慮したものと評価できる⁹³⁾。

これらの規定は特に、対象会社が議決権行使助言を入手できるタイミングにつき、2回にわたる提供を断念し、顧客への提供と同時にすることを許容した点が特に注目に値する。この点、SECからは、同時提供を許容することで、顧客に対する議決権行使助言の提供が遅れるという問題がなくなる上、顧客への提供に先立った対象会社への提供が当該助言の独立性を損なうという機関投資家側からの懸念を緩和でき、先述のアナリストに係る規制にも矛盾しないと説明されている⁹⁴⁾。また、内部者取引のリスクを引き上げるという問題にも一定程度対処することができ⁹⁵⁾、本規則案に比べレビュー・フィードバックの語も削除されて、憲法への抵触のおそれもなくなったという⁹⁶⁾。議決権行使助言事業者に及ぶコストの増大はなお不可避ではあるが、確かに議決権行使助言の独立性や、元來時間的制約の大きな議決権行使プロセス全体に影響を及ぼす懸念は、完全ではなく

90) この点は、議決権行使助言の事前提供が義務付けられないことと合わせて、合衆国憲法修正第5条に抵触するとの批判にも対応しているとされている。Final Rule, *supra* note 6, at 55110.

91) 17 CFR 240.14a-2(b) (9) (iii).

92) 前掲注 75) 参照。

93) Final Rule, *supra* note 6, at 55104, 55112.

94) Final Rule, *supra* note 6, at 55112 n368.

95) Final Rule, *supra* note 6, at 55110.

とも、相対的には小さくなったといえよう。他方で、規則改正の目的であった、対象会社の意見提供の機会を実質的に確保し、それが機関投資家の議決権行使の判断材料となるような制度変更となったのかは明瞭でない。株主は、議決権行使助言に対応して対象会社が補足委任状説明書を提出した後も含め、総会前であればいつでもその投票を変更することができるが、相当数の議決権は、議決権行使助言の提供から数日内に行使されてしまい、その後の変更はほとんど生じない、とされてきたからである⁹⁷⁾。

上記米国での議論をみるに、機関投資家・議決権行使助言会社・対象会社全てにとっての具体的な最適解を見出すのは一般的にも容易でないが、議決権行使のフローは幾分異なるものの、招集通知の発送から株主総会の開催までの期間がより短期間で、かつ上場会社の開催日がなお集中傾向にあるわが国では一層困難な作業になるようにも思われる。

ところで、ISSは、S&P500社に対して、2021年の株主総会より、従前行っていた事前のリサーチレポート案の提供を停止する旨を伝えたと報じられている。その理由について、ISSは、情報源の充実により対象会社からのフィードバックが不要となったことや、対象会社のロビー活動を誘発していたこと、対象会社に検討時間を付与するよりも顧客に提供すべきと判断したこと、これまでも多くの機関投資家顧客は草案の事前提供に反対してきたこと等を挙げているようである⁹⁸⁾。この対応は対象会社の立場からみれば「後退」に映るが、ISSは、本規則につき訴訟を提起していることから、整合的な対応を図ったものと推察される。

96) Final Rule, *supra* note 6, at 55117. この点は、セーフ・ハーバー規定が議決権行使助言の提供の条件として秘密保持合意の締結を求めることを許容していることと合わせて、合衆国憲法修正第5条に抵触するとの批判にも対応しているとされている。Id. at 55117 n412.

97) Proposing Release, *supra* note 5 at 66530 n107. SECは、実行可能な限り事前提供を行うことが望ましいとしている。Final Rule, *supra* note 6, at 55109.

98) See John R. Ellerman and Szu Hui Ho, S&P 500 Companies No Longer Receive Drafts of Proxy Advisory Reports During 2021 Proxy Season, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/11/25/sp-500-companies-no-longer-receive-drafts-of-proxy-advisory-reports-during-2021-proxy-season/>.

2 対象会社の応答を顧客機関投資家に知らせるメカニズム

本規則案は、委任状説明書の届出・提供要件の適用除外規定に依拠するためには、議決権行使助言事業者は、1に述べた議決権行使助言の事前提供および最終版の提供に加え、登録会社（対象会社）その他委任状勧誘者から求められた場合に、議決権行使助言及びその助言を伝達するのに用いられる電磁的方法において、当該助言についての見解を示す登録会社その他勧誘者の作成した文書へのリンクその他の類似の電磁的方法を包含しなければならないとの提案も伴っていた⁹⁹⁾。顧客機関投資家はこれによって、議決権行使判断を行う前に、議決権行使助言と同時に対象会社の見解を考慮することができるというのが提案の理由であった。対象会社らによる、議決権行使助言が依拠する事実認識の誤りの指摘、議決権行使助言事業者の手法に対する異なる意見、当該助言に関連するその他の視点の指摘、また対象会社が概ね議決権行使助言事業者の手法や結論に賛同する場合にも、その情報自体へのアクセスを可能にすることが、顧客投資家の利益に資するというのである¹⁰⁰⁾。

この提案は、議決権行使助言事業者の顧客に対し、当該助言に関する彼らの見解や評価を伝える、タイムリーで有効な方法を持たないと主張する対象会社側からは、概ね支持された¹⁰¹⁾。これに対して、議決権行使助言事業者や機関投資家の側からは、対象会社は補完委任状説明書のほか議決権行使助言への意見を表明する手段を持っていることからこうした要件は不要であり、むしろ議決権行使助言の提供を遅らせる上、議決権行使助言事業者のコストを引き上げることになるとの批判がなされた¹⁰²⁾。また、ここでも、賛成しない言論へのアクセスの付与を強制することは合衆国憲法修正第1条に反するという憲法問題が指摘された¹⁰³⁾。

99) Proposing Release, *supra* note 5 at 66533-66534.

100) Final Rule, *supra* note 6, at 55113.

101) See, e.g., Comments: Center on Executive Compensation (Feb. 3, 2020); Exxon Mobil Corporation (Feb. 3, 2020).

102) See, e.g., Comments: ISS (Jan. 31, 2020); Glass Lewis (Feb. 3, 2020); CII (Jan. 30, 2020).

103) See, e.g., Comments: ISS (Jan. 31, 2020); Glass Lewis (Feb. 3, 2020).

本規則の制定に際し、SEC は、議決権行使助言事業者は、その議決権行使助言を提供するタイミングを自らコントロールしうることから、彼らこそが、顧客に対して、タイムリーに議決権行使助言に対する対象会社の応答を認識するようになることと期待されうるメカニズムを提供するに最も適した立場にあると判じて、この点についても法的規制の必要性を肯定した¹⁰⁴⁾。そして、本規則は、委任状説明書の届出・提供要件の適用除外規定に依拠するための要件の一つとして、議決権行使助言事業者が、株主総会の前にタイムリーな態様で、議決権行使助言の対象となる登録会社による当該助言に関する文書を認識させると合理的に期待されうるメカニズムを顧客に対して提供するように確保するべく、合理的に設計されている方針及び手続を書面化して採択し、公に開示することを求めることとした¹⁰⁵⁾。ここでも、プリンシプル・ベースの開示規定が定められ、議決権行使助言事業者がその運営に最も適した、すなわちコスト効率がよく、顧客の利益に資すると考える仕組みを設計することを認めることで、柔軟かつ介入を最小限としたものになっていると説明されている¹⁰⁶⁾。**1**とあわせて公表することにより、議決権行使助言事業者の顧客となろうとする者が、各助言者のサービスを評価する際に、また、顧客機関投資家の受益者が、当該投資家の議決権行使判断が議決権行使助言とそれに対する対象会社の応答の両方から情報を得たものであるかどうかを評価する際に資すると考えられている¹⁰⁷⁾。なお、**1**および**2**の開示要件は、例えば議決権行使助言事業者のウェブサイトで公開されていれば、充足される¹⁰⁸⁾。

なお、この要件についてもセーフ・ハーバー規定が定められている。すなわち、議決権行使助言の対象である登録会社が、議決権行使助言事業者に対して、当該議決権行使助言に関する登録会社の声明を示した追加的な勧誘資料を SEC に届け出ようとしている¹⁰⁹⁾、あるいは届け出たことを通知する場合には、当該議決権行使助言事業者は、その電子的プラットフォーム上で、または電子メールその他

104) Final Rule, *supra* note 6, at 55108.

105) 17 CFR 240.14a-2(b) (9) (ii) (B).

106) Final Rule, *supra* note 6, at 55113.

107) Final Rule, *supra* note 6, at 55113 n375.

108) Final Rule, *supra* note 6, at 55109 n340.

の電磁的手段を通じて、当該登録会社が追加的な勧誘資料を届け出る予定である、あるいは届け出たことを当該議決権行使助言を受領する顧客に通知し、利用可能な場合にはEDGAR (Electronic Data-Gathering, Analysis, and Retrieval system: 連邦証券所法に基づく文書提出システム) 上のそれらの資料に対するリンクを包含することで、これを知らせよう合理的に設計されている方針及び手続を文書化して定めていれば、適用除外に依拠するための上記の要件を充足しているものとみなされる¹¹⁰⁾。なお、こうしたリンクの包含自体では、それによって議決権行使助言事業者が、リンク先の登録会社の文書の内容につき責任を負うものではない¹¹¹⁾。

このセーフ・ハーバーは排他的なものではなく、一部の議決権行使助言事業者は既に、その電子的プラットフォームを通じて自動的に、補完的な委任状資料を含む対象会社の届出書類へのアクセスを付与しているとされるが、SECはこの方法も上記要件を充足しうるものと捉えている¹¹²⁾。このことやセーフ・ハーバー規定の内容からすると、米国では、議決権行使助言事業者が議決権電子行使プラットフォームを大規模に提供していることも対象会社の文書への言及・リンクが求められた一因であるように思われるが、この点日本では事情が異なる。やはり議決権行使助言と対象会社の反論文書が同時に提供されるのでない場合に、議決権行使助言会社に上記のような義務を課すことが、情報に富む議決権行使の確保のためにどの程度有効な手段であるか、更なる考察が必要となろう。

上記1及び2の条件につき、SECは、このプリンシプル・ベースの規範の遵守を判断する要素として、登録会社側が議決権行使助言に対して対応するための時間をどの程度有するか、議決権行使助言事業者の方針が登録会社に対する情報の即時伝達を確保しているかどうか、顧客に提供されるメカニズムが、登録会社の文書が届け出られたときにこれを認識するよう合理的に期待されうる効率的な

109) 対象会社から追加的な勧誘資料を届け出る予定についての通知があった場合には、議決権行使助言事業者は提出の意図と、実際の届出と両方を別々に通知する必要があることになる。Final Rule, *supra* note 6, at 551134 n381.

110) 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(iv)(A)(B).

111) Final Rule, *supra* note 6, at 55114.

112) Final Rule, *supra* note 6, at 55117-55118 n413.

手段である程度（顧客は当該文書を考慮するのに十分な時間を有するか等）、議決権行使助言事業者が議決権行使助言の写しを受領する条件として登録会社に対して請求する料金の合理性等といった点を例示列举している¹¹³⁾。

3 適用除外

本規則では、以上の議決権行使助言の提供及び登録会社（対象会社）の応答を知らせるためのメカニズムに係る規律は、①当該議決権行使助言が各顧客に固有のカスタムポリシーに依拠する場合、及び②委任状説明書の届出・提供要件の適用を除外されない、一定の M&A や争いのある議案に関する委任状勧誘につき議決権行使助言を提供する場合には、適用がないものとされている¹¹⁴⁾。

本規則では、上述のように、カスタムポリシーに基づく議決権行使助言も委任状勧誘規制上の「勧誘」の概念に該当するとされたが、議決権行使助言事業者からは、カスタムポリシーは助言事業者自身のものではなく顧客から開示を禁止されている、機関投資家自らが選択した手法や仮定を対象会社が精査することを認めるのは投資者保護の観点から疑念があるとの指摘がある、また、議決権行使助言事業者にカスタムポリシーに基づく議決権行使助言をその対象会社と共有するよう義務付けるのは、顧客の秘密情報を開示するよう義務付けるもので合衆国憲法に抵触する等の理由から、特に議決権行使助言の提供及び対象会社の応答に係る規律をカスタムポリシーに適用することに強い反対が示された¹¹⁵⁾。SEC は、これらの主張に賛同して、カスタムポリシーについての例外を定めたものである。

主要議決権行使助言事業者が標準的な議決権行使助言方針（ベンチマークポリシー）を策定し、カスタムポリシーに基づく議決権行使助言を受け取る顧客の多くにこのベンチマークポリシーに基づく議決権行使助言をも提供している以上、本規則による規制の適用は免れ得ず、また、カスタムポリシーによる議決権行使助言を基礎づけるデータ・リサーチ・分析はベンチマークポリシーによる議決権行使助言を基礎づけるものと共通していることから、後者につき対象会社の見解

113) Final Rule, *supra* note 6, at 55115.

114) 17 CFR 240.14a-2(b) (9) (v) and (vi).

115) Comments: ISS (Jan. 31, 2020). See Final Rule, *supra* note 6, at 55115, 55117.

が示されれば、前者の助言を検討材料とする顧客の議決権行使判断にも影響を及ぼすことが想定される¹¹⁶⁾。議決権行使助言会社自身、ベンチマークポリシーを策定・公表することにより、市場での評判や存在感を確立してきたと評価できることから、即時にそのビジネスモデルを大きく転換することには至らないであろう。ただし、ISSは400以上のカスタムポリシーを適用しており、2019年10月1日現在で、同社の顧客上位100社の約88%が独自の議決権行使方針を利用しているとされている¹¹⁷⁾。カスタムポリシーの適用による収益が、議決権行使助言事業者の事業収益の相当部分を占めているならば、本規則の制定によりその傾向は一層進む可能性もある。なお、顧客機関投資家がベンチマークポリシーや特定の視点に特化した専門ポリシーを、独自のポリシーとして採択した場合には、ここにいう「カスタムポリシー」には該当しないとされているが¹¹⁸⁾、一部にベンチマークポリシー等と共通する要素を内包する独自のポリシーを採択した場合には、その区分が微妙になることも想像される。

他方、M&A議案についての勧誘や、対立する議案が提案されている場合の取締役選任議案等に関する勧誘の場合は、一般に状況の変化が目まぐるしく、短期間に頻繁な変更も生じうるので、議決権行使助言事業者は、レポートの提供を遅らせたり、随時修正することで、短期間内に顧客に議決権行使助言を提供しなければならず、株主総会まで十分な余裕が確保できないことが多い¹¹⁹⁾。そのため、各プロセスに具体的な期間を定めた、本規則案におけるレビュー・フィードバックの制度化は、これらの議案に対する議決権行使助言の場合には、実務上の課題や混乱を引き起こすおそれが特に高く、加えて重大な非公開情報の漏洩に関するリスクも高いとの懸念が示された¹²⁰⁾。SECは、本規則では事前のレビュー・フィードバックの機会の付与が必須とはされなかったことから、問題は完全に排除されるとまでいかなくとも大きく緩和されるとしながら、なお、委任状説明書の

116) Final Rule, *supra* note 6, at 55115-55116.

117) Comments: ISS (Jan. 31, 2020).

118) Final Rule, *supra* note 6, at 55115 n394.

119) Final Rule, *supra* note 6, at 55116, Comments: Glass Lewis (Feb. 3, 2020).

120) See, e.g., Comments: CII (Jan. 30, 2020); ISS (Jan. 31, 2020); Glass Lewis (Feb. 3, 2020); Elliott Management Corporation (Jan. 31, 2020).

提供義務がある委任状勧誘で、1933年証券法規則145条(a)項¹²¹⁾に定められた取引（証券の種類の変更、合併、株式移転、及び資産譲渡等に分類される一定のM&A取引）の承認議案についての勧誘、あるいはSECの委任状勧誘規則に服する他の者による勧誘に反対する勧誘に係る議決権行使推奨を行う議決権行使助言については、当該議決権行使助言の提供ないし対象会社の応答に係る規律の適用がないものと定めた¹²²⁾。

なお、Ⅳの利益相反に係る規制と、Ⅴの対象会社への議決権行使助言の提供及びその応答を知らせるためのメカニズムに係る規制の施行日は、いずれも2021年12月1日とされ、2022年の株主総会シーズンに向けた準備期間が定められている。

Ⅵ 虚偽記載等の禁止

上述Ⅲ 1に示したように、議決権行使助言は、委任状勧誘規制の「勧誘」に該当することが明文化されたことで、委任状説明書の届出・提供要件の適用除外規定の適用を受けてもなお、「勧誘」が、当該時点において、ないしその状況に照らして、重大な事実につき虚偽もしくは誤解を生じさせる表示を含む、または、ある表示を虚偽または誤解を生じさせるものとしないようにするために必要な、もしくは同じ株主総会や決議事項についての委任状勧誘に関する先に行われたコミュニケーション中の表示が虚偽または誤解を生じさせるものとなった場合にこれを修正するために必要な重大な事実を記載していない、委任状説明書その他のコミュニケーションにより行われることを禁ずる、1934年証券取引所法規則14a-9に服することが確認された。議決権行使助言のような株主の議決権行使判断に影響を及ぼす可能性のあるコミュニケーションが、重大な点で虚偽または誤解を生じさせるものとならないよう確保するためには、14a-9も必要な規制であるとされている¹²³⁾。

121) 17 CFR 230.145(a).

122) 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(vi)(A) and (B).

123) Final Rule, *supra* note 6, at 55118-55119.

本規則案において、SECは、議決権行使助言事業者が14a-9に違反しないようにするために開示しなければならない種類の情報の例を掲げることを提案した¹²⁴⁾。すなわち、具体的な事実や状況にはよるものの、当該議決権行使助言事業者の手法・情報源・利益相反、そしてSECが定める（あるいは国内証券取引所の上場基準などSECが承認する）関連基準や要件と重大な点で異なる基準の利用など、議決権行使助言に関する重大な情報を開示していない場合は、14a-9における意味での「誤解を生じさせる」ものとなりうる、という注記の追加である。

この点についても評価は分かれた。本規則案を支持する見解は、議決権行使助言事業者がその助言中の誤解を生じさせる表示に責任を負うことで、顧客機関投資家はより一層情報に基づく議決権行使判断を行えるようになることから、本規則案は有益であると考えた¹²⁵⁾。また特に、対象会社がSEC規則等の定める要件を遵守しているにもかかわらず否定的な議決権行使推奨が行われた場合には、これが法規制の水準を充足していない場合と誤解されることのないようにする開示は必要であるとの意見も少なからず見られた¹²⁶⁾。

他方で、反対論は、本規則案は、議決権行使助言事業者の法的不確実性を高め、訴訟リスクを引き上げることになると断じた¹²⁷⁾。また、議決権行使助言事業者の顧客である機関投資家は、当該助言事業者が用いる基準が法規制の基準よりしばしば厳格であることを十分に認識し、認識しているからこそ助言事業者を利用しているとの指摘もなされた¹²⁸⁾。

最終的に、「SECが定める、あるいは承認する、関連基準や要件と重大な点で異なる基準の利用」の文言は削除されて、例示規定が置かれることとなった¹²⁹⁾。

124) Proposing Release, *supra* note 5, at 66538.

125) See, e.g., Comments: American Council for Capital Formation (Jan. 27, 2020); Nasdaq, Inc. (Feb. 3, 2020).

126) See, e.g., Comments: General Motors Company (Feb. 25, 2020).

127) See, e.g., Carl C. Icahn (Feb. 7, 2020); CalPERS (Feb. 3, 2020); Glass Lewis (Feb. 3, 2020).

128) See, e.g., Comments: CalPERS (Feb. 3, 2020); Pension Investment Association of Canada (Jan. 23, 2020).

129) Final Rule, *supra* note 6, at 55121. 17 CFR 240.14a-9 note e.

こうした文言は明確性を欠き、議決権行使助言事業者と対象会社の双方にとっての訴訟リスクを高めることから、議決権行使助言事業者の提供する分析の質に影響を及ぼす可能性もあるため、具体的な事実・状況に応じてケース・バイ・ケースで判断することとされたのである¹³⁰⁾。このため、議決権行使助言事業者の開示に重大な点で欠陥があることから、投資家が、当該助言事業者がその分析に法規制と異なる基準を適用していることを理解するとは合理的に期待しえず、かかる誤解に基づいて議決権を行使する可能性がある場合には、なお 14a-9 の規制が及ぶ可能性はあると解されている¹³¹⁾。法に抵触しない独自の基準と既存の法規制との異同を説明する責任を一般的に広く民間事業者に負わせる可能性があるのであれば、やや疑問の残る解釈である。

Ⅶ おわりに——米国における本規則制定からの示唆

本規則の制定をめぐる議論は、議決権行使助言会社に対し、ハード・ローをもって強制力のある一律の行動規制や開示規制を課すべきかという基本的な問題について、なお顕著な議論の対立があることを示している。その中で、議決権行使助言会社のサービスを利用する機関投資家の側が、現状のサービスの内容・水準及び議決権行使助言会社の自主的な開示に概ね満足している旨を表明しているのは顕著であった。勿論、議決権行使助言会社に利益相反の開示や対象会社の応答に係る情報提供を法的に義務付ければ、情報開示の拡大を促進し、機関投資家に簡便な情報アクセスの手段を付与することにはつながりうるため、その点は重要であるが、“機関投資家が議決権行使助言会社の助言を鵜呑みにして議決権を行使する”という問題が、規制論の発端となっている議決権行使助言会社の過大な影響力の原因なのだとすれば、機関投資家が実際にこれらの情報を精査することになるのか、必ずしも楽観的な見通しが立つわけではない¹³²⁾。

130) Final Rule, *supra* note 6, at 55121.

131) Final Rule, *supra* note 6, at 55121-55122.

132) 尾崎・前掲注 1) 39-40 頁。紙幅の制約上、議決権行使助言を利用する機関投資家側の規律については詳述できなかったが、SEC の試みとして、注 29) の Staff Legal Bulletin や指針等を参照。

議決権行使助言会社に対する主たる不満は、助言会社が時に法規制を上回る水準をもって独自に定めているベンチマークポリシーの内容や、個別具体的な議案の分析が、少なくとも会社経営者の立場から見て——場合によっては客観的にも——適切な分析になっていないということにあるのだろうが、機関投資家がこれを質の低い一意見として捉えれば、そうした助言を提供する議決権行使助言会社は市場において淘汰されてきたはずである。フリーライドの問題や厳しい競争環境の存在から本来的に議決権行使に大きなコストをかけるインセンティブに乏しく、また、多くの投資対象会社の株主総会をめぐるスケジュールの厳しさから精度の高い分析を妨げられる、機関投資家の多数の票が、個々の機関投資家らには利用できない規模の経済を有する第三者たる議決権行使助言会社の助言を契機に、対象会社側議案への反対に集中する可能性を生じることが、容易に止めがたいようにも思われる¹³³⁾。このように解すれば、開示により機関投資家の精査を期待するよりも、分析の精度向上につながるよう議決権行使助言会社の利益相反や組織体制等を直接規律する態様も考えられるであろう。

他方で、議決権行使助言会社により具体的・介入的な法的規制を導入し、その結果、議決権行使助言のコストが大幅に上昇すれば、これに依存する機関投資家は減少する可能性がある。しかし、機関投資家の能動的・積極的な議決権行使を促そうとする政策をとるのであれば、コスト節減の方策を奪うような法制度は、その障害ともなりうる。SEC自身も、今般の規制は議決権行使助言事業者の言論を認めないという趣旨ではなく、むしろ同事業者が今日果たしている重要な機能を認めた上で課すものであるとも述べている¹³⁴⁾。改正の過程からは、対象会社からの不満に対応するべく具体的な法的規制に踏み込みつつも、議決権行使助言会社の事業を抑圧しすぎないように配慮を試みた跡が見てとれる。

133) 特に、小規模機関投資家は独自のリサーチを行うリソースが限られており、議決権行使助言会社の提供するリサーチや推奨に依存する傾向が強いとされている。U.S. Government Accountability Office, *Corporate Shareholder Meetings: Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices*, GAO-17-47, at 2. (2016), available at <https://www.gao.gov/assets/690/681050.pdf>.

134) Final Rule, *supra* note 6, at 55118.

※脚注中に引用したウェブサイトは、全て2021年2月11日に最終閲覧した。

わが国では、スチュワードシップ・コードをもって機関投資家株主にも議決権行使助言会社にも一定のコスト負担を求めつつ、他方でその「遵守」は必須とされず、「説明」の選択肢も含め、相当程度に広い裁量を認めている。その反面として、日本における拠点の設置や十分かつ適切な人的・組織的体制の整備、あるいは企業との積極的な意見交換や前提情報の確認機会の付与の要請など、本規則よりも踏み込んだ規範を置くことが可能になっているともいえる。これもまた機関投資家のエンゲージメントを促しつつ、議決権行使助言会社の存在を肯定していく一つのアプローチであると考えられるが、これらの規範の趣旨が十分担保されているかという点は別である。米国の今般の改正が機関投資家の行動にどのような影響を及ぼすかは、わが国における更なる法的規律の要否を考える際の一つの試金石となろう。

機関投資家に株主総会議案の精査やそのための調査を期待することができないというのであれば、本来的には株主総会の権限や決議要件の再考も含めた見直しが必要になる問題であるようにも思われる。このことは、米国における議決権行使助言会社をめぐる批判が、ドット＝フランク法によるいわゆる Say on Pay の導入以降、特に顕著なものとなってきていることにも対応している。ただし、株主総会決議事項を限定し、株主提案権を抑え込んでも、議決権行使助言会社が定める一定の基準を充足しないことの影響は経営者選任議案への反対推奨に集約されることになり、問題は完全には解消されない。なお機関投資家株主の役割を強調するならば、権利行使に伴うコストを節減する一定の方策は許容しつつも、更なるコスト負担を正面から求める仕組みを考えることも必要と解される。

議決権行使助言会社の助言は、本来的には機関投資家の議決権行使判断を拘束するものではない。その法的規制をめぐる論争は、コーポレート・ガバナンスに対する株主の直接・間接の関与をどこまで積極的に捉えるべきであるかという、古くて新しい基本的課題が形を変えて現れているものともいえるだろう。

* 学生の時分より親炙に浴して参りました山部先生・布井先生、玉稿を通じて私淑致しました宍戸先生に、謹んで名誉教授称号授与をお祝い申し上げます。