

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

議決権行使助言会社（3）－理論的検討（その1）－
アメリカ・EUにおける議決権行使助言会社の規制

2021年11月26日（金）15:00～16:39

オンライン開催

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授

議決権行使助言会社（3）－理論的検討（その1）－

「アメリカ・EUにおける議決権行使助言会社の規制」

甲南大学共通教育センター教授

梅 本 剛 正

目 次

- | | |
|---|--|
| <p>I. 議決権行使助言会社と規制上の論点について</p> <ol style="list-style-type: none">1. はじめに2. 議決権行使助言会社が利用される背景3. 議決権行使助言会社の影響力の源泉<ol style="list-style-type: none">(1) 機関投資家の株式保有・比率の拡大(2) 機関投資家の事務作業の議決権行使助言会社へのアウトソーシング4. 議決権行使助言会社の規制上の論点 <p>II. アメリカの規制状況</p> <ol style="list-style-type: none">1. 法規制の試み2. SECによる規則改正<ol style="list-style-type: none">(1) 「勧誘」の定義規定の変更(2) 利益相反の開示(3) 助言内容の正確さ 会社への事前通知など(4) 詐欺禁止規定の改正 | <ol style="list-style-type: none">3. 政権交代とSEC規則の再改正 <p>III. EU株主権ディレクティブ (Shareholder Rights Directive)</p> <ol style="list-style-type: none">1. 規制趣旨2. 適用対象3. 登録審査 <p>IV. 高速取引行為者の業務に関する規制</p> <ol style="list-style-type: none">1. 業務管理体制の整備2. 業務の運営に関する規制3. 行動規範4. 助言業務に関する利益相反等の開示5. 最良慣行原則の概要とISSのコンプライアンスステートメント<ol style="list-style-type: none">(1) 原則1 「サービスの質」(2) 原則2 「利益相反」(3) 原則3 「コミュニケーション方針」6. EU規制の評価 <p>討論</p> |
|---|--|

○川口 定刻になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を開催したいと思います。

本日は、甲南大学の梅本先生から「議決権行使助言会社（3）－理論的検討（その1）－「アメリカ・EUにおける議決権行使助言会社の規制」と題してご報告いただきます。

それでは、よろしくお願いいいたします。

○梅本 よろしくお願いたします。甲南大学の梅本でございます。

9月にISSの石田様より助言会社のご報告をいただきまして、また10月に、ブラックロックの江良様、藤木様より助言会社の利用者の立場からご報告をいただきました。これらを踏まえて、「議決権行使助言会社の理論的検討」というテーマで今月と来月の2回にわたりまして研究報告を

させていただきます。

今月は、議決権行使助言会社の規制で先行しますアメリカと EU について検討することとしまして、来月は主として日本法について検討したいと考えております。

I. 議決権行使助言会社と規制上の論点について

1. はじめに

まず、「議決権行使助言会社とは」ということですが、定義規定として、日本では明確な定義はなされておきませんが、EU の株主権ディレクティブによりますと、「専門職かつ商業ベースで、議決権行使に関するリサーチ・助言・議決権推奨を提供することを通じて投資家の議決権判断に資することを目的に、上場会社の情報開示やその他の情報を分析する法人のこと」を指すと定義されており、わが国でも参考になるかと思われま

す。世界における議決権行使助言業というのは、ISS (Institutional Shareholder Services) とグラスルイスの2社が事実上の寡占状態にあって、わが国でも同じであるということは皆様ご承知のとおりです。

2. 議決権行使助言会社が利用される背景

議決権行使助言会社が利用される背景につきましては、これも言い古されたことですが、1985年にアメリカの厚生省の元幹部が、コーポレートガバナンスと機関投資家の議決権行使の質の向上を目的としてISSを設立したことに始まります。その後、1980年代後半にERISA法解釈通牒エイボンレターや1940年投資顧問法規則改正など一連の規制改正において、保有する株式の議決権を資産保有者や資産運用者が適正に行使することも受託者責任の一内容であることが示されて、それ以降、機関投資家らによる議決権行使の外部委託が増加するようになりました。

アメリカでは、法規制によって受託者責任の一内容として保有する株主の議決権行使が求められるようになっていますが、アメリカ以外の国にお

いても、法規制によるカスチューワードシップ・コードなどのソフトローによるかは別としまして、機関投資家の議決権行使は規範として確立していると言ってよい状況かと思われま

す。日本はイギリスと同様、カスチューワードシップ責任、カスチューワードシップ活動の一内容として、事実上、議決権行使が求められているという理解になるかと思われま

3. 議決権行使助言会社の影響力の源泉

(1) 機関投資家の株式保有数・比率の拡大

アメリカにおいて議決権行使助言会社の上場会社に対する影響力が大きくなった主たる理由は、助言会社の利用者である機関投資家の株式保有数、株式保有比率が拡大したことが挙げられるかと思われま

す。欧米諸国のみならずわが国におきましても、投資信託や保険会社、年金基金など機関投資家による上場会社の株式保有数・保有比率は上昇傾向にあります。これは確定拠出年金や確定給付年金などの年金制度の拡充や人口の高齢化などを背景としていますけれども、機関投資家による上場会社株式の保有比率が大きくなるに従って機関投資家が上場会社の株主総会の議案の成否を握るとともに、会社経営陣に対して影響力が増大していくのは必然的なことと言ってよいかと思われま

(2) 機関投資家の事務作業の議決権行使助言会社へのアウトソーシング

他方、保有資産に含まれる株式の議決権行使を求められるようになった機関投資家は、効率的にその作業を行う必要があります。わが国の上場会社は6月下旬に定時株主総会を開催するものが極めて多く、多数の銘柄を保有する機関投資家がそれらの会社の議案全てに目を通して賛否を決定するのは困難で、事実上、議決権行使助言会社にアウトソースしているものと考えられます。アメリカにおきましても、上場会社の株主総会は4月、5月の時期に相当程度集中しているということで、

程度の差こそあれ、事情は似ているように思われます。

自ら個々の上場会社の議案について情報収集・分析して判断する能力を有している大手機関投資家におきましても、大きな争点のない議案についてはおおむね議決権行使助言会社の判断に従うのが合理的であることは、先月の研究会でのご報告からわかるとおりです。

このように、機関投資家の株式保有が拡大し、同時に保有株式の議決権行使を適正に行うことが義務付けられるようになったため、業務の一部が助言会社にアウトソースされ、その結果、助言会社の推奨内容が上場会社の株主総会における議案に影響力を持つようになったと言えるかと思えます。

4. 議決権行使助言会社の規制上の論点

助言会社の推奨内容が株主総会の議案の成否を決めるほど大きな影響があるとすると、当該推奨内容は正しい情報と適切な評価に基づいて形成されることが望ましく、国・地域を問わずそのために何らかの規制が必要だという主張がなされるのは合理的なことです。それは単に個々の機関投資家の判断が正しくあるべきだということを超えて、国内産業の根幹を担っているような上場会社の重要な意思決定が不正確な情報に基づいて左右されるべきではないという、より高度な要請に基づいているのではないかと思われます。

議決権行使助言会社に対する規制は、欧米において近年ようやく整備が進められてきたところで、アメリカでは、ご承知のように依然として紆余曲折を経ているところです。

議決権行使助言会社の規制の必要性を解く見解は、次のような理由を挙げています。

第1に、助言会社の利益相反問題です。ISSのようにコンサルティング業務をグループ内で提供している場合、子会社の取引先の株主総会議案に対する推奨内容がゆがめられるおそれがあります。また、助言会社の役員や親会社の関係会社が上場

会社であれば、同じように評価がゆがみかねない。また、機関投資家が上場会社であれば、助言会社が推奨サービスを締結している機関投資家とそうでない機関投資家とで評価が異なる可能性もあります。

第2に、助言会社の物的・人的資源が十分か否かもしばしば問題になるところです。限られた期間内に多くの上場会社の様々な議案を分析し推奨するものですから、助言業務を適正に行うためにはスタッフの質と量を一定以上確保するなど十分なリソースが求められるはずですが、仮にそれが不十分であれば、提供されるサービスの信頼性が低下することになります。

第3に、助言会社の推奨内容が事実誤認等に基づいているのではないかということも、評価対象となった会社から指摘されることがあります。助言会社は、公表資料以外にも直接会社を訪問したり、メール・電話等の手段でインタビュー等を行ったりしていますが、必ずしも全ての会社で実地調査を行っているわけではありません。調査を行ったとしても、事実誤認や評価の誤りが残ることもあります。対象会社が助言会社の推奨内容や分析に異議を申し立てることがわが国でも少なくないところです。

第4に、似たようなことですが、助言会社の推奨内容が形式的・画一的な基準の適用に終始しがちで、実質面を評価していないという不満も対象会社から聞かれるところです。基本的に助言会社は、事前に定めた議決権行使方針に従って個々の会社の議案を評価しますが、会社の置かれた状況によっては、形式基準を当てはめることが適当でない場合もあるということです。

これに対して、議決権行使助言会社を規制すること自体に否定的な見解も強く主張されているところです。その理由は、顧客である機関投資家は洗練された投資家であり、推奨に盲目的に従うとは限らないこと。助言会社が果たしている役割が重要で、規制で縛るべきではないこと。規制により増加するコストが顧客に転嫁されるため、関係

者の利益にならないこと、などです。

本日紹介しますアメリカと EU につきましても、規制の趣旨、あるいはそれに対する批判というものがある背景にあった結果、現在のような規制が加えられているということではないかと考えられます。

II. アメリカの規制状況

それでは、アメリカの規制の状況について見ていきたいと思います。

1. 法規制の試み

アメリカでは、2007 年 6 月の会計検査院 (GAO) の報告において議決権行使助言会社の問題点が様々に指摘され、その後、助言会社に対する規制の是非について盛んに議論がなされてきました。2017 年 10 月、2018 年 11 月に助言会社の規制を含む法案が議会に提出されましたが、これら法案の内容は、助言会社を SEC への登録制にすること、助言会社に関する情報開示を図ること、スタッフ等の確保を求めその人数等を SEC に年次報告すること、助言方針等を届け出て公表すること、対象会社の事前レビューとコメントの機会提供をすることなど、GAO の報告書以後問題とされてきた論点を踏まえたものでした。ところが、いずれの法案も、前述した規制そのものに対する批判などを理由に、会期終了に伴い廃案となっています。

皆さまご承知のとおり、インサイダー取引規制の改正法案が何度も連邦議会で廃案になっていることから分かりますように、意見対立の大きな事項について連邦証券諸法を改正することは容易ではありません。議決権行使助言会社の規制についてもそのように言うことができるかと思われま

2. SEC による規則改正

証券諸法の改正が無理となると、SEC の規則制定権限でできる限りのことをしようとするのがアメリカの規制当局の常套手段でありまして、議決権行使助言会社の規制についても、SEC 規則の改

正で対応していくことに方針を変更しました。具体的には、1934 年証券取引所法の委任状勧誘規則改正で対応しようとした。その成果の一つが、2020 年 SEC 規則改正による議決権行使助言会社の規制だと言えるかと思えます。

1934 年証券取引所法の委任状勧誘規則では、「勧誘」(規則 14a-1(1)(i)(iii))に該当する行為を行う場合、SEC に対して一定の書式に基づく情報提供を義務付けられるなど煩雑な手続が必要となっています(規則 14a-2~規則 14a-6)。議決権行使助言会社の助言行為は、詐欺禁止規定(14a-9)は適用されるものの、委任状勧誘規制については適用除外されると従来解されてきました。しかしながら、前述のように、近年では資産運用者の保有株主について議決権行使が求められるようになるなど、かつてに比べて議決権行使助言会社の影響力が大きくなったため、従来の適用除外規定は当てはまらなくなるのではないかという見解が SEC 内では有力となってきました。

2019 年 11 月 5 日に SEC は、委任状勧誘規則の改正案を公表しました。改正案においては、原則として議決権行使助言会社の助言行為は委任状勧誘の「勧誘」に該当するものと明記されることになりました。もちろん、議決権行使助言会社の助言内容を委任状勧誘規則に基づいて公衆開示等をさせようということではありません。そのようなことをすれば、議決権行使助言会社のビジネスモデルそのものを否定することになってしまいます。規則改正の主たる目的は、助言会社が同規則の適用除外を受ける要件を幾つか定めることにより、一定のルールを遵守させることにありました。つまり、利益相反などを開示すること、評価対象会社との対話手続等のルールに従うこと等を求めることにしたわけです。

2020 年に最終的に決まった規則(以下「2020 年規則」)は、2019 年の規則案に対するパブリックコメントを受けて、要件の細目を定めていたものなどをプリンシプルベースの規制に改める修正を経るなどしたうえで、次のようなものとなり

ました。

(1) 「勧誘」の定義規定の変更(規則 14a-1(1)(iii)(A))

議決権行使助言は、委任状勧誘規則の勧誘に該当するとの規定が設けられました。株主が議決権行使の前にその判断に関連する情報を十分に取得し、これを評価したうえで議決権を行使することが可能となるよう、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、その趣旨が示されています。

具体的には、「証券保有者の承諾が求められている特定事項に関する議決権行使、同意、授権で、証券保有者に対する推奨となる全ての議決権行使助言で、かつ当該議決権行使助言が議決権行使助言の提供者として専門的スキルを販売する者により提供され、他の形式の投資助言とは別に提供されるもので、かかる議決権行使助言を有償で販売するもの」が、委任状勧誘規則の「勧誘」に含まれるものとなりました。

翻訳がちょっとこなれていないところがありますが、以上の定義が「議決権行使助言ビジネス」と他の条文でも称されているところです。

この改正につきましては、ISS が証券取引所法 14 条 a 項の立法趣旨に反する等々、訴訟を提起するなどして議論になっているところですが、アメリカ法特異のテクニカルな議論なので深入りせず、委任状勧誘規則を根拠に SEC は議決権行使助言会社の規制をしようとしているということを確認すれば、さしあたりは足りるかと思われます。

(2) 利益相反の開示(規則 14a-2(b)(9)(i))

2020 年規則におきましては、議決権行使助言会社は自らの利益相反状況を明らかにするために、以下の情報を開示することが求められています。

・特定の利害関係、取引関係、関わり (relationship) の状況に照らして、議決権助言の客観性を評価するに当たり重要となる議決権助言ビ

ジネス(関連会社を含めて)との利害関係、取引関係、関わりに関する全ての情報(規則 14a-2(b)(9)(i)(A))

・利害関係、取引関係、関わりの重要な利益相反の問題に対応する手段のみならず、それを認識するために用いられる全ての方針・手続(規則 14a-2(b)(9)(i)(B))

具体的に開示される内容につきましては、後ほど見ます EU 法の開示内容と似たものになるのではないかと推測されます。ここでは一点、利益相反の開示の仕方について、2019 年の規則案では、助言会社に対して助言の文書と助言に用いる電磁的手段のいずれにおいても、利益相反に関する情報の開示を求めています。ところが、2020 年規則では、利益相反の開示を助言文書、あるいは助言を提供する電磁的手段のいずれかにおいて開示すれば足りるという形で、より柔軟な対応となりました。

規則の説明では、助言会社に過剰な負担がかからないよう配慮したのはもちろんであるが、新規参入を阻害しないこともその目的であると説明されています。しかし、実際には、これは ISS の実務に配慮したものではないかという気がします。といいますのも、ISS の石田さんが 9 月に報告されたところによりますと、ISS がガバナンス改善のコンサルティングサービスを提供する ICS という事業部門を有しており、助言ビジネスとの間で利益相反が生ずる可能性が指摘され、管理を行っている旨、説明されました。

ISS の利益相反の管理につきましては、コンサルティング部門と議決権行使助言部門との間にファイアウォールを設けて対応していること、顧客である機関投資家に対しては、議決権行使プラットフォームで、評価対象の会社が ICS のコンサルティング契約を締結しているのか否か、契約関係があればその金額等の詳細まで開示される、とのことでした。

プラットフォーム上で開示されるだけでしたら、

プログラムを工夫することで ISS の議決権行使助言事業部との間のファイヤーウォールは維持されるのですが、助言部門にまでコンサルティング部門と顧客企業との契約関係を文書の上で開示してしまいますと、助言事業部の担当者が個々の評価対象と自社との利害関係を認識してしまい、ファイヤーウォールが台なしになってしまう。だから一方だけ、つまりプラットフォームの開示をすれば足りるというふうに改正したのではないかと推察されます。

(3) 助言内容の正確さの担保 会社への事前通知など (規則 14a-2(b) (9) (ii) (A), (B))

助言会社による評価対象に対する助言内容の通知と対象会社の対応を顧客に通知させる規制については、それぞれの方法について 2019 年規則案はかなり細かな要件を定めていました。しかし、これに対しては、助言会社の推奨内容に事実誤認、誤りが含まれることはほとんどないことなどを理由に、助言会社や機関投資家から異論が出ていました。それらの意見を反映させて、より柔軟なプリンシプルベースのルールに変更することにしたと説明されています。

具体的には、議決権行使助言ビジネスは、次の事項を合理的に確保するための書面による方針と手続を定め、公衆開示するというものです。

①議決権行使助言の対象となった会社が、助言会社の顧客に伝えられると同時に、あるいは事前に当該助言内容を知ることができるようにすること (規則 14a-2(b) (9) (ii) (A))

②議決権行使助言会社は顧客に対して、株主総会等の前に、助言対象の会社が助言に関して書面で述べている内容を合理的に知り得るための仕組みを提供すること (規則 14a-2(b) (9) (ii) (B))。

非排他的セーフハーバーを見れば何となくイメージができるのですが、①につきましては、助言会社が自らの会社の方針として、顧客に対し

てレポート等を提供する前に、評価対象の会社に対して無償で議決権行使のレポートを一部提供することと定めていることなどです。そういったことを定めていれば、①の要件を満たすということです。もちろん、非排他的セーフハーバーですから、これに限らないということではあります。

②につきましては、内容を伝えられた評価対象の会社の反応について、それを顧客に知らせることですけれども、非排他的セーフハーバーとしまして、顧客に対して議決権行使のプラットフォームにおいて対象会社が何らかの情報を届けた場合にはそれを通知すること等により対象会社と顧客との間のコミュニケーションをとるべきだというルールです。

(4) 詐欺禁止規定の改正 (規則 14a-9)

これは細かなものですが、詐欺禁止規定の改正です。従来から詐欺禁止規定 14a-9 は適用対象だということですが、その Note の(e)に若干注意文言を入れたということです。

以上が 2020 年の SEC 規則の内容ですけれども、ご承知のように 2021 年に政権交代がありまして、新たに選任されたゲンスラー SEC 委員長が 2020 年規則を見直す旨、公表していました。

3. 政権交代と SEC 規則の再改正

2020 年の SEC 規則は既に施行されているのですが、議決権行使助言会社の適用除外に関する部分 (14a-2(b) (9))、つまり利益相反の開示と対象会社と顧客とのコミュニケーションに関する部分は、実務上の混乱を避けるために 2021 年 12 月 1 日まで施行が延期されて、まだ施行されていない状態でした。そして 2021 年 11 月 17 日に、ゲンスラー委員長は予告どおり、2020 年規則を大幅に見直す規則改正案を公表しました。

見直しの背景には、2020 年規則制定後に議決権行使助言会社の利用者である機関投資家から、議決権行使助言会社から適時に独立した推奨を受

けられるのかの懸念が表明されたことや、議決権行使助言会社自身が、改正規則が問題とした事項を解消する努力を続けてきたことがあるとされています。

今回の改正目的は、議決権行使助言会社の提供するサービスに対する投資家の信頼を維持しつつ、議決権行使助言の適時性や独立性を阻害するおそれがあり、不当な訴訟リスクやコンプライアンスコストを助言ビジネスに課すおそれのある、議決権行使助言ビジネスへの負担を回避することにあると説明されています。

今回の改正案の主たるポイントは、対象会社に対する助言内容の通知と対象会社の見解を投資家に伝えることを求めた規則 14a-2(b)(9)(ii)の削除です。これらについては、議決権行使助言会社の規制遵守コストが高くなることが批判されていたことに応えたものだというふうに言われています。

ただ、改正案では、それ以外の点については大幅に変更されておらず、とりわけ議決権行使助言会社の助言行為が委任状勧誘規則の「勧誘」に該当するという規定は維持されている点は注目されます。SEC は、かつてのように議決権行使助言会社を法律の枠外に置くのではなくて、今後は委任状勧誘規則の中で規制対象に組み入れるという姿勢を今後も続けていくということではないかと推測されます。また、利益相反の開示部分（規則 14a-2(b)(9)）についても、基本的に規制内容は維持されています。

詐欺禁止規定を定める規則 14a-9 の Note に加えられた部分につきましては、訴訟リスクが高くなるということで削除されました。

以上が最近の規則改正の内容ですけれども、補足としまして、2020 年に ISS はドイツ取引所の子会社となりました。本社は依然としてメリーランド州のロックビルにありますので、アメリカの会社であることは変わらないということです。

III. EU 株主権ディレクティブ (Shareholder Rig

hts Directive)

1. 規制趣旨

2017 年に EU 株主権ディレクティブが改正されて、新たに 3j 条「議決権行使助言会社の透明性」という規定が設けられました。

規制趣旨につきましては、前文において次のように記されています。すなわち、「多くの機関投資家及び資産運用者は、上場会社の株主総会の議決権行使について調査・助言・推奨を提供する議決権行使助言会社のサービスを利用している。議決権行使助言会社は、会社情報に関する分析コストの低減に貢献することによりコーポレートガバナンスで重要な役割を果たしているが、同時に彼らは投資家の議決権行動において大きな影響力を有している。とりわけ高度に分散したポートフォリオを持つ投資家や多くの海外投資家は、議決権行使助言会社の助言により多く依拠することになる」(preamble(25))。「その重要性に鑑みると、議決権行使助言会社は透明性が求められている。加盟国は議決権行使助言会社が行動規範に従い、規範の適用状況を報告するよう確保する必要がある。また、議決権行使助言会社は調査・助言・議決権行使推奨の準備に関する重要な情報及び調査・助言・議決権行使推奨の準備に影響を及ぼし得る全ての事実上ないし潜在的利益相反、あるいは営業上の関係に関する一定の重要情報を開示する必要がある。当該情報は、機関投資家が議決権行使助言会社の過去のパフォーマンスを考慮して議決権行使助言会社のサービスを選択できるように、最低3年間、公衆開示を継続する必要がある」(preamble(26))とするものです。

2. 適用対象

具体的には、規制対象となる助言会社については、EU 域内に登記された事務所・本店を持たなくても、域内の施設 (establishment) を通じて活動を行う助言会社に対しては適用されることになると定められています(3j 条4項)。

この適用対象に関するところは前文にその趣旨

が書いてありまして、EU 域内に本社等を持たない第三国の議決権行使助言会社が EU 域内の会社について議決権行使の助言等を提供することがあり得るが、EU 域内と域外の議決権行使助言会社の公平性を確保するために、ディレクティブは施設の形態を問わず EU 内の施設で活動する第三国の助言会社に対しても適用されるべきであるとしています (preamble(27))。

ISS やグラスルイスが世界中でほぼ独占的にサービスを提供している現状を踏まえ、当然の規定と言えるのではないかと思います。

3. 行動規範

規制概要についてですけれども、助言会社は自らが適用を受ける「行動規範」を公表し、適用状況につき報告することが第1項に定められています。この行動規範につきましては、2014年にESMAの要請を受けて欧米の大手議決権行使助言会社を構成員とする Best Practice Principles Group (BPPG) という組織が共通の行動規範を作成して、EU ディレクティブ等の改正を受けて、現在は2019年版の最良慣行原則が作成されています。具体的には後ほど見ることにします。

4. 助言業務に関する利益相反等の開示

助言会社は、調査・助言・議決権推奨の準備に関して、少なくとも次の情報を年次ベースで公衆開示することが求められています(2項)。すなわち、適用する方法論・モデルの骨子、利用する主要な情報源、調査・助言・議決権推奨の質やスタッフの質を確保するために導入している諸手続、市場や法律上・規則上の違いや会社固有の事情を考慮に入れているか否か、また考慮に入れている場合にはその方法、各市場に適用する議決権行使方針の骨子、調査・助言・議決権推奨の対象とする会社及び会社のステークホルダーと対話しているか否か、対話している場合にはその程度・特質、潜在的利益相反の防止及び管理に関する方針など

です。また、顧客に対して利益相反への対応状況を開示すること等も求められています(3項)。

これらの記載事項は、後に見ます行動規範で開示が求められているところですので、具体的にはそこの見てみたいと思います。

5. 最良慣行原則の概要とISSのコンプライアンスステートメント

さて、2019年度最良慣行原則は3つの原則を示しています。これだけではイメージをつかみにくいので、具体的にどういう内容が開示されているのか、ISSがこれに基づいてコンプライアンスステートメントを公表していますので、それで目ぼしいところを確認していきたいと思います。

ちなみに、この最良慣行原則は、遵守することを前提として説明する「アプライ・アンド・エクस्पライン」という形をとって、ISSのステートメントもそういう形になっています。

(1) 原則1「サービスの質」

BPP 署名者——これは「議決権行使助言会社」と読み替えていいかと思いますが——は、顧客と合意した内容に対応したサービスを提供する。BPP 署名者は、リサーチの方法論及び、もしあれば、自らの議決権行使方針 (house voting policies) を有し、開示する必要がある。

BPP 署名者は、以下を開示するものとする。

- ・適用する方法論とモデルの骨子
- ・利用する主要な情報源
- ・調査・助言・議決権推奨の質を確保するための諸手続
- ・関与するスタッフの経験・資格
- ・署名者は市場の違いや法律・規則の違い、会社固有の事情を考慮に入れているか否か、また考慮に入れている場合にはその内容。それがコーポレートガバナンスのグローバルスタンダードや投資家のスチュワードシップの枠組みとどのように関連するか
- ・各市場に署名者が適用する議決権行使方針の

骨子（顧客固有のカスタムポリシーの開示は不要）

- ・署名者は、顧客に対して調査報告書を公表した後に、事実の誤りや調査・分析・議決権推奨の重要な変更についてどのように通知しているのか

適用する方法論とモデル云々の部分は、ディレクティブでも記載が求められている事項で、何を指しているのか分かりにくいのですが、助言会社の場合、事前に議決権行使方針・ガイドラインを公表し、それを上場会社の議案に適用することで賛否推奨がなされるという手続をとっていますので、その概要を説明することが求められているのではないかと思います。

ISS のコンプライアンスステートメントでも、調査・分析のアプローチは、議決権行使方針・ガイドラインに基づいていると説明されています。ISS は機関投資家の多様なニーズに対応して幅広い議決権行使方針を有していると記されていますけれども、議決権行使方針につきましては、既に9月にISSの石田様より、クライアント・カスタムポリシー、ベンチマークポリシー、それからスペシャリティーポリシーというものがあるという説明を受けておりますので、省略させていただきます。

利用する情報源につきましては、定款や年次報告書、参考書類や会社のリリースなど、原則的に公開情報をベースにしています。分析をより深くして質の高いリサーチを行うために、会社の代表者や機関投資家などの関係者と面談することもあり得るが、未公開情報を共有しないように行われているとのことです。会社の面談相手等の情報は、透明性確保等のために顧客にも開示することとされています。

ISS では、顧客は議決権行使プラットフォーム「Proxy Exchange」(PX)を利用することができ、多様な見解の参照可能性を確保するために、PXにおいて他のサービスプロバイダーの見解も閲覧可能にしているということです。これは多分、顧

客がグラスルイスとISSの両方と助言提供の契約をしていれば、そのプラットフォームに両方の推奨内容が出てくるということではないかと思われるます。

細かな話ですけれども、ISSの議決権行使プラットフォームとわが国のICJの議決権行使プラットフォームの接続がどうなるかですが、ブラックロックの江良様の10月の報告では、両者が連携されており、それを使っていると説明されていました。ICJのHPで確認したところ、2年前の2019年12月12日に、ICJとISSの議決権行使プラットフォームのシステムが連携したということです。

ISSの議決権行使方針につきましては、前述のように9月に石田様より説明があったとおりです。

ISSの議決権行使方針（ハウスポリシー）——ISSではベンチマークポリシーと呼んでいますが——については、各地域の法規制や最良慣行などに基づいて作成され、機関投資家や発行会社など関係者の意見を募ったうえで議決権行使方針を毎年改訂しているということですが、これも、9月に石田様より日本の議決権行使方針の作成プロセス等について説明があったとおりです。

・従業員スタッフ

従業員・スタッフの経験・資格については、ISSは世界30か所に2,000名以上の専門家を配置している云々というふうに説明があるのですが、これも9月に議論したとおり、ちょっと概括的過ぎないかなという気はします。全体の数値や世界・グローバルでどのようなスタッフが活動しているかということを知りたいのではなくて、恐らくどの国も、自分の国に対応しているスタッフはどうなっているのかということを知りたいのではないかと思います。

数値を出すと誤解を招くとの説明が石田様よりありましたけれども、例えば10月にご報告のありましたブラックロックでは、ブラックロックの

スチュワードシップ活動体制について説明する中で江良様は、各地域のスタッフについても実数を挙げて説明しておられました。東京事務所は9名だと具体的に説明しておられたのですが、それで誤解を招くとか、数字がひとり歩きするということにはならないのではないかという気がしまして、私は各国別で何名程度のスタッフが張り付いているのかを開示してもらった方が望ましいと考えます。少なくとも現在のISSの開示につきましては、本体全てについてどれだけのスタッフがいるのかということを開示しているにすぎないということです。

・適時性

顧客へのリサーチ・推奨の提供については、株主総会の2週間前を最低限の目標に設定しており、2019年においては、アメリカ企業では平均19日前、非アメリカ企業でも16日前にレポートを提供しているということです。日本では2週間前までに招集通知送付というのが法定要件ですので、最近はかなり前倒しされていますけれども、会社による総会関係資料の提供時期に連動して、助言会社による調査レポートの提供も日本は遅い部類に属すのではないかと推測します。

それから、原則1の中で「署名者は、顧客に対して調査報告書を公表した後に、事実の誤りや調査・分析・議決権推奨の重要な変更についてどのように通知しているのか」という点は、アメリカの2020年の規則、2021年の規則改正案でも重要な論点になっていたところですが、ISSのコンプライアンスステートメントでは、ここではなくて、プリンシプルの3の方で記載しているとされています。ただ、プリンシプルの3の方でもあまり十分な開示はなされていないような気がしました。これは後ほどまたコメントします。

(2) 原則2「利益相反」

BPP署名者の主たる使命は投資家の利益に資

することである。BPP署名者はサービス提供に伴い生ずる可能性のある潜在的ないし事実上の利益相反を回避し、あるいは対応する手続の詳細を記した利益相反方針を有する必要があり、またそれを公衆開示する必要がある。

一般の方針を開示するだけでなく、BPP署名者は、個別的に、調査・助言・議決権推奨の準備に影響し得る事実上ないし潜在的な利益相反や営業上の関係、及び事実上ないし潜在的利益相反を解消し緩和し管理するために署名者がとった行動を確認し、遅滞なく顧客に開示する手続を整備する必要がある。

・ISSの利益相反

ISSが公表している「検討すべき利益相反」は、次の3つのものがあると記載されています。

- ①ISSの支配株主と関係した者がISSの方針の作成や適用に影響を及ぼすこと
- ②機関投資家の顧客が他の機関投資家顧客への助言に影響を持つこと
- ③ISSの完全子会社であるICSの発行会社の顧客が機関投資家顧客への助言に影響を持つこと

・利益相反の管理及び緩和

利益相反の管理の仕方ということですが、①については、親会社であるGenstar Capital及び関連ファンドに関連した潜在的利益相反緩和方針を採用しているということです。このコンプライアンスステートメントは2021年1月に作成されたものですが、2020年11月にISSはドイツ取引所の子会社になっています。ただ、ドイツ取引所の持分は80%で、Genstarはまだ20%を持っているので、ドイツ取引所との利益相反はあまり認識していないようですけれども、Genstar Capitalとの間の利益相反は問題だということではないかと理解しました。

②につきましては、ISSは公表された議決権行使方針に基づいて推奨を行うもので、職員らのコ

ンプライアンスなど内部統制については外部監査を受けているということです。

③については、石田様の報告にもありましたように、ISS と ICS との間にファイヤーウォールを設けて、顧客には対象会社との契約関係について情報提供をしているということです。

・利益相反の開示

利益相反の開示につきましては、議決権行使プラットフォームで顧客に開示しているということは前述のとおりです。

(3) 原則3「コミュニケーション方針」

BPP 署名者の主たる使命は投資家に奉仕することである。BPP 署名者は、投資家である顧客が株主総会の前の議決権行使期限までに、調査と分析を吟味できるようにハイクオリティの調査を適時に提供する必要がある。この投資家に対する主たる責任は、原則3を適用するうえで、BPP 署名者にとって最も優先されるべき事項である。

サービスの提供については、BPP 署名者は発行会社、提案権行使株主、その他のステークホルダー、メディア及び公衆とのコミュニケーションについて、自らのアプローチを説明する必要がある。BPP 署名者は、発行会社、提案権行使株主、その他のステークホルダーと対話に関する方針を開示する必要がある。発行会社とのコミュニケーションがなされた場合には、BPP 署名者は顧客に対して関連当事者との対話の性質について調査報告書において通知することが求められ、対話の結果についても報告書に記載することがあり得る。

ISS のリサーチチームは、定期的に対象会社の代表者や機関投資家、株主提案権行使者などと接触し、リサーチに関連する重要事実をチェックしているということです。ただ、議案の公表される時期のエンゲージメント活動は制約があるということで、これがどういうことなのか、いま一つよく分からないのですけれども。

・公開情報

ISS の調査分析の基礎は公開情報であるため、対象会社や株主提案権行使者その他のステークホルダーがレポートに反映されることを希望する重要事実がある場合、その事実は公衆開示することを求めるというふうに記載されていまして、この部分から推測し、先ほどの原則1の最後、事実の誤認等があったらどうするのかというところについては、ISS は、評価対象の会社から事実誤認等の申し出があっても、自分たちがそれに対して何か配慮するというのではなくて、当事者が公衆開示すればよいというスタンスではないかと推測されます。

また、評価内容の変更につきましては、議決権行使プラットフォームで顧客に開示すれば足りるということではないかと推測するのですが、ただ、原則1の最後の項目につきましては、もう少し丁寧な説明があってもいいのではないかという気がしました。

ISS は、好意的な議決権推奨を得る方法について伝えることはしないし、伝えるつもりもない。ISS の調査報告書と推奨内容は、我々の議決権行使ガイドラインに基づき、そのときの事実を適用した結果得られるものである。それゆえ、背景となる議決権行使の方針や根拠について議論することはあっても、賛成推奨を得るために何をすべきかということは教えてあげないよということです。

それから、評価対象の会社との関係ですけれども、発行会社は、顧客に配布された後に ISS レポートの提供を求めることができる。つまり、原則として事前の提供は認められないということだそうです。

・メディア・公衆とのコミュニケーション

要望があり、当該情報について一般に利益があると認める場合には、メディアに対して ISS のリサーチレポートを提供している。

株主総会の議決権調査レポートや推奨内容は顧

客のための私的な情報であり、そのため、ISS が提供するものは上記条件を満たした場合であり、またメディアの公表も、顧客に情報が提供された後に限定される。また、そのリサーチレポートの内容等については、ISS は個別にコメントをしないということですが、これは9月に ISS の石田様が詳細に報告しておられたのと一致する内容ではないかと思われま

6. EU 規制の評価

最後に、簡単に EU の規制についてコメントしておきますと、EU の規制は、法規制とはいえ多くの規制内容を自主規制団体の規制に委ねているものと見ることはできるのではないかと

思われます。この自主規制団体 BPPG は、大手助言会社の自主規制団体ですから、規制内容が当事者に都合よく作成されるリスクがあるという点は注意する必要があります。しかしながら、BPPG の組織運営には、発行会社や機関投資家の代表者も入っており、規範の内容を全体的に見ましても、妥当性を欠いているなどの問題は見当たらないようです。

ただ、先ほどのレポート公表後の事実誤認等があった場合の対応などにつきまして、ISS の公表内容、ステートメントの内容が十分かなと疑問に思うところもありますので、自主規制のリスクというものを過少評価することはできないのかなという気がいたしました。

大ざっぱですけども、私の報告は以上です。よろしくご教示をお願いいたします。

~~~~~

### 【討 論】

○川口 ご報告ありがとうございました。

本日は、最初に議決権行使助言会社の規制についての論点をまとめていただき、その後、最近の動きとしてアメリカと EU の最近の状況を詳細に

ご報告いただきました。

それでは、まずは、規制の論点、意義について何かご発言、ご質問があれば、まずそこから受けたいと思います。よろしくお

### 【SEC の規則制定権限と議決権行使助言会社の規制根拠】

○伊藤 ご報告ありがとうございます。

レジュメの I と II のアメリカの規制にまたがって疑問に思うことがあって質問したいのですが、それで大丈夫でしょうか。

4 ページにアメリカの規制について書かれていて、アメリカの規制は、要するに議決権行使助言を「勧誘」に含むことで、委任状勧誘規則による開示を主とする規制を課するという形をとっているのです。しかしながら、この 2020 年の規則ができる以前は、助言というのはそもそも勧誘に該当しないと考えられていたわけですから、そのことが明らかにしているように、議決権行使助言が勧誘だということは、議決権行使助言を規制対象にするための方便でしかないように思

います。それで、こういうことから、例えばアメリカで 2020 年規則が SEC の規則制定権限を超えるものといった議論がされていないのかが気になるところで、もし何かあれば教えていただきたいのが 1 点目です。

2 点目は、その前の根本的な話に関係することですけれども、こういったことが示唆しているのは、議決権行使助言会社への法的規制の理論的な根拠が薄弱であるということだと私は思います。私個人は、そのような理論的根拠はないのではないかと疑っています。そこで、2 ページから 3 ページに記されているような、これまで議論されてきた議決権行使助言会社への規制の根拠の合理性について、梅本先生のご見解を伺いた

したいと思います。

○梅本 1 点目の SEC の規制権限との関係ですけども、規制するとすれば連邦証券諸法の委任

状勧誘規制以外はないよねということで、ここに引っかかっているという点は確かにそのとおりだと思います。

規制権限を超えるという点も確かに争われていて、ISSはSECに対して訴訟を提起していたと思います。詳細はフォローしていませんが、それがどうなるのか次第で、もしかしたら委任状勧誘規則のところについても今後また変わるのではないかという気はいたします。

ただ、委任状勧誘規則そのものが、株主が受け取る情報が不正確であってはならない、それについてちゃんとチェックしなきゃいけないという趣旨で、大きく捉えるなら議決権行使の助言についても正確さが担保される点は変わらないわけで、規制趣旨からすると助言会社の規制をここに入れても悪くはないのかなという気もします。

○伊藤 その点ですけれども、委任状勧誘規則による規制の趣旨というのは、委任状勧誘を行う者が不正確な情報を投資者に渡して、投資者の議決権行使をゆがめたり、自らに都合いいように議決権行使をさせたりしてはいけないということかと思えます。私としては、議決権行使助言会社についての規制が、そこに含まれるかが若干怪しいなど思っているというところです。

○梅本 従来、適用除外されていたというのは、ファイナンシャルプランナーとか投資顧問とかがその投資顧問の業務に関連して議決権行使についても助言を与えることがあり、そのようなケースは適用除外するというので、念頭に置いていたのは投資助言に付随して行われる議決権行使助言行為だったのですね。

それで従来、議決権行使助言会社はそれを根拠に適用除外だと言われていたけれども、いやいや、そんな付随的な助言行為じゃなくて、機関投資家を対象とした議決権行使助言行為そのものを主たる業務として、世界的に活動しているISSの議決権行使の助言行為についても同じように言えるのかという批判が高まってきて、従来の適用除外が念頭に置いていない状況が生じたので規制範囲に

組み入れようということになったと私は理解しています。

○伊藤 それはそうかもしれないですね。ありがとうございます。

○梅本 もう一点の議決権行使助言会社を規制する理論的根拠ですけれども、私はどちらかというと、基本的に議決権行使助言会社は便利なサービスを機関投資家に提供していて、またコーポレート・ガバナンスにおいても有益な存在であるという点は十分に認識し評価しています。ただ、助言会社の提供するサービスにおいて、事実誤認だとか評価の間違いは全くないかというところではないだろうと。で、何らかの規制というのはあってもいいのではないかと、多くの機関投資家が助言会社の推奨に従い株主総会の議案の成否に影響がある以上、少なくとも規制の外に置いておくというのはどうだろうかという気がするとということです。具体的にどういった規制が必要なのかについては、色々議論がありうると思います。

○伊藤 規制に反対する論者は、事実誤認があるからといって直ちに規制を行うことが正当化できるわけではないというふうを考えていると思うのですね。質のよくないサービスなのであれば使わなければよいという話、あるいはユーザーに支持されないという話にすぎないので、この理屈がどこまで説得的かは議論のあるところかと思えます。ありがとうございます。

○川口 今の点は、議決権行使助言会社が2社で寡占状態になっていて、顧客が実質的に選べないということも影響しているのかもしれないですね。

○伊藤 そうですね。

○黒沼 今の論点に関連することですけれども、SECは2019年8月21日に解釈リリースを公表して(SEC Rel. No. 34-86721)、そこでは、議決権行使助言会社の行為が勧誘に該当することは一応理屈を付けているのですね。

どういう理屈かということ、34年法の規則の14a-1(1)は、勧誘は委任状の付与につながるあら

ゆるコミュニケーションを含むと定義していて、SEC はこれを勧誘者が代理人として行動しようとしているか否かに関わらず適用してきた。議決権行使助言会社が機関投資家の代理人として行動しない場合にも、助言が証券保有者による委任状の付与等につながる以上、原則として勧誘に該当することになると述べています。

また、投資顧問といえますか投資運用業者が委任状勧誘規則の適用を受けるかという点についても、SEC は長年、投資顧問は議決権行使の助言をもって投資者にアプローチをするという点で、委任状勧誘規則の適用を受ける勧誘に従事していると解釈してきているようです。

そして、そのうえで投資顧問については適用除外にし、私が調べたのは 2019 年の段階ですけれども、SEC も議決権行使助言会社については、規制は適用除外にするけれども、一般的な詐欺禁止規定である規則 19a-9 条は適用される。そのうえで、当時それが詐欺的にならないためのガイドラインを公表したという経緯があります。

ですから、ISS が反対しているかもしれませんが、SEC はもともと委任状勧誘規則の適用対象であったと考えているのではないのでしょうか。そしてそれは、日本とアメリカで委任状勧誘の適用対象が違うといえますか、日本は議決権の代理行使に着目して規制の適用範囲を考えていますけれども、アメリカでは、広く勧誘につながるものは全て入るのだと、そういう考え方がとられている点に違いがあるのではないかと私は考えています。

○川口 梅本先生、何かコメントはありますか。

○梅本 いえ、特にございません。勉強になりました。

○川口 実は、私も黒沼先生と同じように考えていまして、委任状勧誘規制がアメリカと異なる点が気になっていました。この点は、次回、ご検討いただければと思います。

#### 【機関投資家との関係における利益相反】

○川口 ほかはいかがでしょうか。

それでは、一点だけ確認させていただきたいと思います。2 ページの利益相反のところでも述べられているのですが、グループ内に別の事業をやっている会社があって、それに配慮したような形で助言がゆがむというのは、確かに利益相反としてあり得るのですが、その次に、「さらに、機関投資家が上場会社であれば、推奨サービスを締結している機関投資家とそうでない機関投資家とで評価が異なる可能性もあり得る」というのはどういうことなのか、もう少しご説明いただけますでしょうか。

○梅本 ISS と契約関係にありサービスの提供を受けている顧客である機関投資家とそうでない機関投資家、これが上場会社であれば、例えば第一生命の評価をするに当たって、第一生命が ISS の顧客であれば評価を甘くする、それ以外の上場会社で ISS ではなくてグラスルイスと契約している上場会社の資産運用者であれば、その評価を厳しくするということがあるのかなという程度の話です。あまり本質的な利益相反とは言えないので、敢えて挙げる必要はなかったかもしれません。

○川口 分かりました。ありがとうございます。

それでは、どこからでも結構ですので、ご意見、ご質問をいただければと思います。よろしく願います。

#### 【利益相反の管理と開示】

○前田 貴重なご報告、どうもありがとうございました。

今の利益相反のところと関わるのですけれども、2 ページでご説明くださいましたように、利益相反の典型の一つは、助言会社の子会社がコンサルティングのサービスを対象会社に提供しているというような場合なのだと思います。

そして、利益相反問題への対処として、アメリカでも EU でも、利益相反関係を開示させるという、開示規制になっているわけですね。アメリカ

では、先ほどお話しになりましたように、SEC の委任状勧誘規則にのせるのであれば、開示にとどめざるを得ないという面もあるのかもしれないのですが、前に ISS の石田様のご報告くださり、また今日梅本先生のご説明くださいましたように、ISS はファイヤーウォールを利益相反問題への対処方法にしているということでした。

ファイヤーウォールによる対処は、利益相反問題の全部ではないにしても、重要な部分についての効果的な対処方法だと思うのですが、ファイヤーウォールの構築は、今日ご説明くださいましたアメリカの規制、あるいは EU の規制のどこに該当することになるのでしょうか。

あるいは、ファイヤーウォールの構築は、構築自体は全く任意で開示規制だけになっているのか、アメリカ・EU における規制とのつながりがよく分からなかったので、ご説明いただければありがたいと思います。

○梅本 アメリカはあまりはっきりしていませんけれども、EU の規制では、「事実上ないし潜在的利益相反を解消し緩和し管理するために署名者がとった行動を」というふうにありますので、利益相反の管理がなされていることが前提じゃないかと思います。

いずれの場合も、規制以前から ISS などが事実上行っている利益相反の管理を前提にしたものなので、管理は当然の前提とした規定振りなのかと推測します。

○前田 ファイヤーウォールを構築せよというのではなくて、構築していたら、それを開示しなさいということなのでしょうね。

○梅本 規制自体は、先生の仰るとおりだと思います。

○前田 分かりました。ありがとうございました。

#### 【ファイヤーウォールと利益相反の開示】

○洲崎 私もファイヤーウォールの問題と利益相反の開示の問題についてよく分からないところ

がありました。4 ページの真ん中あたり※のところですが、規則案では助言文書や助言に用いる電子手段の全てに情報開示を求めていたけれども、規則ではどちらかでもよくなった、それが ISS のファイヤーウォールの実務に配慮したものではないかというご説明があったように思います。

文書か電子手段のどちらかであればファイヤーウォール構築に支障がなくなるというご説明が、私はちょっとうまく理解できなかつたのですが、この点、もう一度ご説明いただけますでしょうか。  
○梅本 すみません、説明が大ざっぱ過ぎました。

まず、議決権行使の助言文書というのは助言部門が作成するもので、恐らくその文書の最後のところに、当社はこの会社とコンサルティング契約を結んでいて年間1億円もらっている、みたいなものが記載されると思うのです。そういった文書を必ず作れとなると、助言部門とコンサルティング部門がわざわざファイヤーウォールを設けて別々に仕事をやっていたのに、助言部門が認識できる形で利益相反についての開示が出てくると、助言部門は自社とコンサルティング契約を締結している会社を知ってしまいファイヤーウォールが意味を無くしてしまうということです。これが議決権行使のプラットフォームであれば、顧客がそこで例えば評価対象の会社、賛成推奨で利益相反状況のところをクリックすると、そこにこの顧客とはコンサルティング契約を締結して、去年はこれだけの契約額だったというのが出てくる。これは助言部門には分からない、見えないということだと思います。

ですから、PX で開示する分にはいいけれども、文書に入れてしまうとファイヤーウォールが台なしになっちゃうよねという話じゃないかと思うのです。

○洲崎 私が想像したところでは、助言部門が文書を作成し、その文書を発送をする部署があって、発送するとき、この会社にはコンサルティング業務をしていますよというスタンプを押せばそ



れで済むのかなと思ったのです。あるいは、文書としては同一ではないけれども、発送するときに、この会社にはコンサルティング業務をやってます、契約がありますという書類をもう1枚追加すればそれで済むのかなと思ったのですが、それではうまくいかないのでしょうかね。

○梅本 確かに先生のおっしゃるとおり、文書であっても、分けようと思えば分けられるのは確かだと思います。ただ、アナリストレポートなんかを見ますと、あれも最後のところに、当社はこういった利益相反を持っているみたいなものがざあっと出てきますので、文書として一体として提示するものなのかなと私はイメージを持っていたのですけれども。

○洲崎 なるほど、ご説明はよく分かりました。

#### 【詐欺禁止規定の改正について】

○石田 ありがとうございます。勉強になりました。

5ページから6ページのアメリカの詐欺禁止規定のところをお伺いしたいと思います。

改正案ではルール 14a-9 の Note (e)が削除されたけれども、削除後も詐欺禁止規定の適用はあるというご説明をいただきまして、そういうことになっているのかというのが分かりました。

一点お伺いしたのは、今日ご紹介いただかなかった点なので大変申し訳ないのですが、議決権行使助言会社の情報開示に関して詐欺的行為があるという場合、一体どういうケースを想定しているのでしょうか。例えば利益相反開示で必要な事項を開示していないというような場合は、恐らくこの規定にのっかってくるのだらうなとは思いますが、推奨とかの意見に係る部分で、合理的な根拠がなく推奨をしていた、推奨意見を表明したというようなところまで詐欺的行為の内容に含まれていると考えてよいのかどうかということです。

もう一点は、6ページの2行目から3行目にかけて「重要な情報が開示されなければ、誤導的だと解される余地が」とあるということですが、

これは結局、Note(e)があろうとなかろうと変わらないという理解でよろしいのでしょうか。

○梅本 まず、最初の議決権行使助言会社の詐欺的行為というところですが、実は私もこの規定に基づいて議決権行使助言会社が訴えを提起された事例というのは存じません。ただ、あり得るとすれば、機関投資家ではなく発行会社が、自分のところの評価が思ったものと違うということで、これが詐欺的だと訴える可能性があるのではないかという気がします。恐らく詐欺的な開示を理由に機関投資家が訴えを提起することはないような気がします。

2点目ですけれども、Note(e)は、議決権行使助言に関連して重要な情報を提供しない場合に該当するという定めですが、削除した場合としない場合とでそれほど違いがあるのかというと、確かに先生おっしゃるとおりです。ただ、あえてこれを削除したということは、会社に関する事実で重要なものを見落として調査レポートを作成し、議決権推奨をした場合を念頭に、解釈上念のために注記したということはあるのでしょうかね。

○石田 14a-9 の(a)にいうところの False or misleading、この辺にかかってくるのでしょうかね。

○梅本 ええ、ええ。訴訟リスクが高まるので、これを削除すると説明されていたので、恐らくこれがある場合には責任を追及する側が訴訟を提起しやすくなる等の事情があるのだらうと推察します。ただ、私も深く考えたことはありませんので、もし先生に何かお考えがあれば、むしろお聞かせいただきたいところですけれども。

○石田 ありがとうございます。私も勉強してみます。

#### 【対象会社が意見を述べる機会の確保】

○川口 ほかにいかがでしょうか。

今の5ページのところで、SEC の規則の重要な部分であると思われていた、対象会社に対する助言内容を通知して、対象会社からの反論の機会を

与えるという制度を定めた規定が今回削除されたということですが、それに対してアメリカではどのように評価されているのでしょうか。あるいは、梅本先生ご自身はどのように評価されていますでしょうか。

○梅本　ここを削除されたと知ったのが先週の水曜日ですので、どう考えればいいのかよく分かりませんというのが正直なところです。ただ、EUのルールを見ますと、EUの方はかなり大ざっぱというか、いや、そんな事実誤認だ何だと言うなら、自分のところで情報開示しろと、公衆縦覧の情報にしていればいだろうということで、EUはこのあたりは余り厳格に規制しようとしていない。それに対してアメリカの場合は、こここのところをプリンシプルベースであれルールを設けるといいますから、重視していたということなのでしょう。

ただ、理論的な話ではありませんけれども、共和党権下で、恐らく発行体、企業側の要請というものがかなり強く反映された規定ではないのかなという気がいたしました。つまり、事実誤認があるとか、議決権行使助言会社を規制すべきだという強い声を持っていたのは発行体側、発行会社の側で、むしろサービスを受ける機関投資家側は、無駄なコストがかかるだけだから規制は要らないということでしたので、この規定が恐らく最も争われたというふうな見方はできるのではないかなという気がいたしました。お答えになっているかどうか分かりませんが。

○川口　いえ、ありがとうございました。

○黒沼　今の点についての補足の発言ですが、今回の改正の経緯はよく知りませんが、先ほど紹介した2019年のリリースを発表したときにもSEC委員の間で意見が分かれていたそうです。そのときの基本的な考え方の対立は、一方には、議決権行使助言会社に対する規制を強化することが株主を保護することにつながるという考え方があり、他方には、規制を強化すると既に寡占化している助言会社の市場に新たな業者が参入するの

を妨げることになるという意見があり、そういう規制反対派との対立があったということが論じられていました。

○川口　ありがとうございます。ほかはいかがでしょう。

議決権行使助言会社が2社で寡占状態にあるということについては、諸外国で議論があるのでしょうか。

○梅本　調べ方が不十分かもしれませんが私が見ました限り、弊害というのは指摘されていませんけれども、2社寡占の状況に関連しまして、日本以外の国では、ローカルな助言会社がぽつぽつとあるにもかかわらず、日本にはそういった助言サービスを提供する会社がこの2社以外にないというのはなぜかなというふうに常々考えているところではあります。

ただ、こういったサービスというのは、国内だけ見ていけばいいわけではなくて、海外の投資家も顧客にしなきゃいけないので、かなり規模の経済が働くもので、寡占化しやすい事業なのかなという気はいたします。

#### 【EUディレクティブと自主規制の関係】

○川口　ありがとうございます。ほかはいかがでしょう。

非常に基本的なことで恐縮ですが、EUでディレクティブが出されていて、他方で自主規制団体による規制も行われています。まず、自主規制団体であるBPPGの方が先にあって、その後ディレクティブが出て、そのディレクティブを受けて、またこの自主規制が変更されたという経緯があると思います。この2つの関係は、制度上はどうなっているのでしょうか。

先ほどは、自主規制団体に丸投げなのではないかという評価もされていました。その意味は、ディレクティブの中でこれらの規制は自主規制団体が決めるというふうに定められているのか、あるいは両方の制度が並立していて、細かいところは自主規制団体が決めているというようなものの

か。非常に基本的な話ですけれども、両者の関係をお聞かせいただけますでしょうか。

○梅本 EU の規制の背景につきましては、私も十分勉強しているわけではないのですが、最初に、2014 年にディレクティブができる前に、ESMA から求められて自主規制で対応しろという形になりまして、そこで BPPG の組織が行動規範を定めていました。これはまだ自主規制のみの規制段階だったので、2017 年になってからディレクティブに基づいて、——国によってはもっと厳格な規制を加えているとは思いますが——、議決権行使助言会社が適用を受ける行動規範を公表して遵守状況について報告せよという形をとるようになりました。

3j 条 2 項以下に利益相反など開示すべき事項は一応例示されています。ただ、それは BPPG のプリンシプルの 3 つの原則の中に入っており、実質上、自主規制に丸投げと言っては変ですが、自主規制を遵守すればディレクティブの要請を満たし各国のルールも、ミニマムの規制である限りはそれを遵守したということになると思うのです。

最低限の開示事項を除けば、若干プリンシプルの中で上乘せの開示項目も入っているのですが、その開示項目については自主規制で全て決めているわけです。この関係をどう理解するのかというのは私もよく分かりません。ただ、EU でも、規制すべきか否かというところの議論があったうえで、とりあえず自主規制に規制を設け、その後でディレクティブで規制するという形で、規制が進んできている、しかし規制内容はというと、依然として自主規制によるところが非常に大きいというのが現状で、規制の在り方を模索中とみることができるのかな、という印象を持っています。

すみません、不十分ですけれども。

○川口 ありがとうございます。

#### 【再び規制根拠について】

○白井 梅本先生、ご報告ありがとうございます。

した。大変勉強になりました。

伊藤先生がご質問された最初の点に戻ってしまうのですが、梅本先生のレジユメの 2 ページで、議決権行使助言会社の規制上の論点について丁寧に整理されております。具体的には、1 点目で利益相反の問題があげられ、2 点目から 4 点目は基本的には同じような話であるように思うのですが、そこでは、利益相反の問題を懸念しなくてもよい場面において、議決権行使助言会社から提供されるサービスの水準をどのように確保するかという問題であるように思われます。その上で、1 点目の利益相反の問題について規制する必要があるというのは私もよく理解できることです。利益相反の問題については、市場に任せておいても最適な状態が導かれず、すなわち問題が解決されない可能性が高いわけですから。これに対して、伊藤先生がご質問された点とも関係するのですが、2 点目から 4 点目のサービスの水準を確保するための規制に関しては、利益相反の問題を懸念しなくてよい場面であるとすれば、市場に委ねるというのではなぜ駄目なのだろうかというあたりは、立ち止まって考えるに値する問題であるようにも思われました。

私の理解が誤っていれば恐縮ですが、梅本先生のお立場は、どちらかというと、2 点目から 4 点目の議決権行使助言会社のサービス水準の確保という点に関しても、法による何らかの規制が必要ではないのかというご見解であるようにうかがっておりました。

確かに、ISS とグラスルイスの 2 社で議決権行使助言サービスの市場は寡占状態にはあるのですが、サービス水準や内容について過度な行為規制が設けられますと、新規参入の業者にとって要求される水準のサービスを実現するための負担が増え、新規参入を阻害する要因になりかねないという問題が生じうるように思われます。つまり、寡占状態が規制の存在を通じてより固定化してしまうという問題が引き起こされることが懸念されるわけです。さらには、議決権行使の助言と

というのは、投資家にとって例えば株主であり続ける上で必要不可欠なサービスというわけでは必ずしもないのですから、もし議決権行使助言会社が提供するサービスのクォリティーが十分でないと多くの投資家が判断するのであれば、今後は利用しないという形で、寡占状態ではあっても、議決権行使助言のマーケット全体のパイが縮小していくという形を通じた不利益があり得るので、そのような観点からも、利益相反の問題を懸念しなくてよい場面についてのサービス水準に関しては、議決権行使助言の市場競争における規律付けというのが働く余地があるようにも感じました。

もし梅本先生のお立場が、利益相反の問題を懸念しなくてよい場面で、議決権行使助言のサービス水準について法による一定の行為規制が必要であるというものだといえますと、市場に委ねるのでは足りないということ、どのようにご説明されるのか、先生のお考えをお聞かせいただければと思います。

例えばですが、仮に、機関投資家としては、その背後にいる顧客に対して議決権行使内容について説明が付きさえすればよいので、実はそこまで議決権行使助言のサービス水準については関心を持っていないという、ある種のエージェンシー問題があったりするのであれば、確かに市場に委ねるのでは議決権行使助言会社が提供するサービス水準が最適にならない可能性はあるのかもしれないとは思いますが、実態の把握の問題として、そのように断言してよいかどうか確証が持てないこともあり、梅本先生のお考えをお聞かせいただければありがたいです。

○梅本 利益相反以外については市場に委ねて構わないのではないかとのご質問につきましては、先ほど川口先生もおっしゃっていましたように、議決権行使助言ビジネスが寡占状態になるという前提で考えると、ISS のサービスの提供姿勢についてももう少し透明化してほしいという要請はあるのだらうと思います。

ISS が独占的地位を確立する以前であれば、お

っしゃるとおり市場に委ねていけばよかったと思いますが、ISS が一旦マーケットを全部押さえてしまったという状況で、じゃあ、こっちに変えようと思っても、もう選択肢がなくなってしまっているわけですね。新規参入も難しい。そうなると、既にサービスを独占している者に対して一定の透明性を確保してもらいたいという趣旨の開示規制であれば、大きな負担にならないのではないかと。アメリカの「事前に発行会社にレポートを提出して審査を受けろ」みたいなルールであればコストが高くなるのですけれども、自分たちの提供しているサービスについて、その内容や手続きを開示するだけであれば、コスト負担はさほど大きくないと思うのです。

そうであれば、利益相反なんて狭い範囲ばかりじゃなくて、どんな形でサービスを提供しているのですかということぐらいの開示は求めてもいいのではないのかなという気はいたします。また、規制方法について、それを法的に求めるべきなのか、あるいは自主規制に求めるべきなのか、スチュワードシップ・コードのようなソフトローに求めるべきなのかというところは議論があり得ると思います。

不十分ですが、以上です。

○白井 梅本先生の考えていらっしゃる規制というのが寡占状態にある企業に対する開示規制にとどまるということであれば、私もおっしゃるとおりだと思います。先生が本日ご紹介くださったアメリカで導入された規制では、単なる開示規制を超えていると思われるような内容の規制もありましたので、そこまでの規制の導入を意図されているのだろうかとも思ったのですが、そうではないということで、承知いたしました。ご説明くださいまして、ありがとうございました。

○梅本 いえいえ、先生と意見が異ならず幸いです。

#### 【アメリカの規制における利益相反の扱い】

○小出 大変勉強になりました。どうもありが

とうございます。

ちょっと私、不勉強ですのでよく分かっていないところが多いのですが、まず1点目は、利益相反に対する規制で、米国においては基本的に開示をせよというルールだというふうに拝聴しました。EUの方については、2019年の最良慣行原則の原則2では、利益相反の回避とか緩和とか、そこまでやるべきであるというようなことが書いてあるように見えます。

アメリカの証券法の世界でも、例えばブローカーディーラーなんかの利益相反については緩和、mitigate とするということまで規制を及ぼすような議論もあったところだと思うのですが、現時点、アメリカではまだ議決権行使助言会社に関しては、利益相反は開示さえすればよく、緩和の議論まではいっていないという理解でよろしいのでしょうかというのが1点目の質問です。

○梅本 私もルールを見る限りは、アメリカにおいて利益相反について、そもそも管理をせよということが求められているかという、どうもそういうわけではないように思えました。

ただ、これは推測でしかありませんけれども、既にISSやグラスルイスが行っているファイヤーウォールを初めとする利益相反の管理というものを前提としたうえで、開示をせよということではないかと思います。もし現状で管理がちゃんとできていなかったら、「管理をすること」というのがルールに入っていたのではないかという気がしますので、現状を前提にして、これで足りるという判断なのではないかなという気がいたします。お答えになっているかどうか分かりませんが。

#### 【国際的な規制収れんの可能性】

○小出 ありがとうございます。やはりこの業界というのは寡占といいますか、少数の会社が大きなシェアを持っているという前提があるので、その実態に合わせて規定も作られているということだと思うのですが、それとも関係するところで、EUもアメリカも、それぞれ規制を置いてい

るのですが、対象としている会社はかぶっていて、結局ISSだったりグラスルイスだったりすることになると、それぞれの法域で規制が異なっていたとしても、結局ISSは、EU向けにはこうやって、アメリカ向けにはこうやってみたいなことをわざわざ分けているかという、そうじゃないような気がします。そうすると、この領域というのは、厳しい方にだんだん収れんしていくような方向で実務は動いていくということが見込まれるのでしょうか。

そう考えますと、利益相反の緩和に関しては、EUの規則というよりは自主規制ルールだと思いますけれども、こういった厳しいルールにどんどんどんどんグローバルのレベルで合わせていく形で実務が動いていくと、日本も今後規制を作るうえで、EUとか米国においてこのような規定があるということを前提としてルールを考えていけばいいという感じになるのでしょうかというのが2点目の質問です。

○梅本 なかなか難しい質問ですが、先生のご趣旨は、規制が厳格なところにそろっていくということなのでしょうか。

○小出 結局、どの国の規制も対象はかぶっていますので、議決権行使助言会社はどちらの規制も守らなければいけないとすると、先ほどお話ししたように、国によって対応を変えるということを議決権行使助言会社はするのかどうかという、そうでない気がする、そうすると、結局アメリカにおいても、先ほど梅本先生は利益相反は実務では既に管理されているとおっしゃいましたが、厳しい方にそろっていくというような形になって、それが日本における実務にも影響を及ぼしていくのかなというふうに思っています。質問というよりもコメントかもしれません。

○梅本 確かに、ある国で厳しい規制をして開示が詳細になされていれば、ほかの国でもそれをしないわけにはいかないということもあり得ると思います。

先生がおっしゃるように、外国の規制状況を見

ながらわが国の規制を考えなければいけないというのは、そのとおりだろうと思います。

○川口　今の点を踏まえて日本でどうあるべきか、というのは、次回にご報告いただけるということで期待しております。

ほかにいかがでしょうか。それでは、少し早いですが、今日の研究会はこれで終わりにさせていただきます。

梅本先生、どうもありがとうございました。