



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（４）－理論的検討（その２）－  
わが国の議決権行使助言会社の規制

2021年12月24日（金）15:00～16:55

オンライン開催

出席者（五十音順）

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
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
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
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（４）－理論的検討（その２）－

### 「わが国の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

- |                            |                                    |
|----------------------------|------------------------------------|
| I. はじめに                    | (3) 助言策定プロセス                       |
| 1. 比較法の小括                  | (4) 日本拠点の設置                        |
| 2. 本日の報告内容                 | (5) 人的・組織的体制の開示は世界全体の数値で足りる？       |
| II. わが国における議決権行使助言会社の規制    | (6) 情報の正確性確保と企業との情報交換              |
| 1. スチュワードシップ・コードにおける規制の沿革  | (7) その他 ～推奨内容の事後開示                 |
| (1) 2014年スチュワードシップ・コード     | III. 機関投資家の集合行為問題という見地から規制を考えてみる   |
| (2) 2017年改訂版スチュワードシップ・コード  | 1. 機関投資家の集合行為問題と議決権行使助言会社          |
| (3) 2020年再改訂版スチュワードシップ・コード | 2. イギリスにおける議決権行使助言会社の影響力の相対的な低さと規制 |
| 2. わが国のスチュワードシップ・コードの個別的検討 | 3. わが国への示唆                         |
| (1) 情報公開は英語でよいのか？          | IV. おわりに                           |
| (2) 利益相反の開示                | 討論                                 |

○川口     それでは、定刻になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、前回に引き続き甲南大学の梅本先生から、「議決権行使助言会社（４）－理論的検討（その２）－「わが国の議決権行使助言会社の規制」」と題してご報告をいただきます。

よろしくお願ひいたします。

○梅本     よろしくお願ひいたします。

本日は、「わが国の議決権行使助言会社の規制」について検討を加えていきたいと思ひます。

I. はじめに

1. 比較法の小括

前回見ましたアメリカと EU の議論では、これらの国におきましても、議決権行使助言会社に関するルール作りは比較的最近行われたものであることが分かります。政権交代という事情があるにせよ、朝令暮改のようにみえるアメリカの状況というのは、規制の基本的なスタンスすら十分に定まっていない感すらありますが、民主党政権下の SEC におきましても、議決権行使助言会社を委任状勧誘規則において規制対象とするという姿勢自体は維持していることから、規制の必要性は認識されているようです。

なお、法規制という点では、前回詳しく触れていませんでしたが、オーストラリアが場合によると厳格な規制を行う可能性があるようです。これは数日前に資料を見つけたもので私も詳しく調べたものではないのですが、今年の4月にオーストラリア政府は、議決権行使助言会社の規制について諮問文書を公表しています。そこでは、議決権行使助言会社をライセンス制——これは「免許」と訳すべきなのか、あるいは実質的に「登録」と訳すべきものなのか分からないので、一応「ライセンス」と言っておきますが——とすることも検討しているようです。

現在のオーストラリアの規制では、金融商品の取引に関わる助言をする場合には金融サービスライセンスというものが必要になるようです。例えば自己株式取得の議案や公開買付けに関わる議案に関してアドバイスする業者にはライセンスが求められているようでして、オーストラリアでは現在4つの議決権行使助言会社が活動しているようですけれども、これらの会社は全てライセンスを得たうえで事業活動を行っているということです。

理論上は、金融取引に関わらない役員選任議案や報酬議案に限定して助言を行うには、ライセンスは不要です。今回の諮問では、金融取引に関わらない議案に対する助言についてもライセンスを必要とするよう法改正をすべきかどうかが諮問されています。

内容的には、アメリカの 2020 年規則のような、

利益相反の開示や調査対象会社との事前の情報共有などの規制も検討されているようですけれども、ライセンスの内容次第ではかなり厳格なルールとなる可能性もあると言われていまして、このような規制の方向に対しては批判も強く、規制導入がなされるのか否か、あるいはなされるとしてどのようなものになるのかというのはまだ明らかではありません。パブリックコメントが6月に終了していますが、その後の状況は確認できていません。

オーストラリアは別としまして、EU にせよ、アメリカにせよ、議決権行使助言会社に対して厳格な規制を加えるところはありません。民事・刑事・行政上の制裁を伴う規制を加えようとする立場はいずれの国にもないようです。議決権行使助言会社に対して、厳格な規制を設けるべきだという主張もほとんど見かけません。

規制形式につきましては、アメリカは法規制であり、EU の場合も法規制が基本ですけれども、自主規制にその内容を多く委ねていますので、ソフトロー的なものとも見ることもできそうです。ただ、EU につきましては、国によってディレクティブに上乘せする、独自の規制を設けるということであり得ることでありまして、各国の事情次第ではやや異なるものになるかもしれませんが、EU レベルではそうなっているということです。

規制の内容につきましては、どの国においても①利益相反の開示、②策定過程の透明化ないし助言内容の正確性確保等、これらの情報開示が中心ではないかと思われます。調査対象会社に調査レポートの事前チェック等をどの程度認めるのか、あるいは認めないのかという点については対立があるようです。この点を除けば、さほど大きな対立のある問題はないように思われます。

わが国の規制でありますスチュワードシップ・コードも、厳格な規制ではない、法規制ではないという点ではソフトローに多くを委ねる EU などと似ていまして、また規制内容も、各国同様に利益相反の開示や策定プロセスの透明化などであり、大きく異なるところはないように思われます。

ただ、かりに法規制にしたとしても、規制内容次第では、負担感の小さなものにとどめることは可能だと思われますので、将来的に法規制という選択肢を排除する必要はないように思われます。ただ、この場合、アメリカのように委任状勧誘規制に定めを置くというような特異な形はとらないだろうと思われます。この点につきましては、黒沼先生が議決権行使助言会社に関する SEC のリリースに関連しまして、アメリカと日本の委任状勧誘規制の違いという点から以前検討を加えていらっしゃる（資料版商事法務 428 号（2019）6 頁）。

## 2. 本日の報告内容

本日は、わが国において議決権行使助言会社に一定の規制を加えている日本版スチュワードシップ・コードの内容を中心に検討を加えたいと思っています。ただ、それに加えてもう 1 つ、蛇足になるかもしれませんが、議決権行使助言会社の規制の在り方というべきか、規制の前提となる競争条件を確保する方法というべきか、やや従来とは異なる見地から検討を加えてみたいと考えています。

上場会社の株式保有比率を増大させている機関投資家が、上場会社の株主総会において議決権行使を求められるようになってきましたが、その膨大な事務作業に苦勞した結果、多くの作業をアウトソーシングしているというのが議決権行使助言会社の影響力の大きさの原因であることは前回見たとおりです。

議決権行使助言会社が一定数存在して競争環境にあるのならば、議決権行使助言会社の提供するサービスの質の確保というものは競争に委ねればよくて、議決権行使助言会社の規制という論点はそもそも問題になり得なかったのかもしれませんが。しかしながら、助言サービスを提供する議決権行使助言会社は、どの国においても 1 社あるいは数社に限られていまして、ほとんどが ISS の独占状態と言っていい状態ではないかと思われます。

ところで、イギリスにおきましては、議決権行使助言会社の影響力はさほど大きくないという Andrew Tuch という方の研究がありまして、本日はそれをご紹介しようと思って付け加えたところです。

イギリスにおきましては、伝統的に、議決権行使助言会社と類似のサービスを機関投資家の業界団体が提供しています。その結果、イギリスでは議決権行使助言会社の影響力はアメリカなどと比べて小さいと言われています。

議決権行使助言会社の新規参入等がほとんど見込めない現状を考えますと、イギリスを参考にし、機関投資家自身が業界団体等を通じて議案の分析・推奨といったサービスを提供できるようにそれを妨げている障害を取り除き、議決権行使助言会社の事実上の過大ともいえる影響力を抑えるという方向で、つまり、規制が求められてきた ISS の独占という現状を改めることを考えるというのも一つのアイデアではないかと思われます。

## II. わが国における議決権行使助言会社の規制

### 1. スチュワードシップ・コードにおける規制の沿革

#### (1) 2014 年スチュワードシップ・コード

2014（平成 26）年 2 月 26 日の最初のスチュワードシップ・コードにおきまして、議決権行使助言会社について部分的に記載はされていまして、例えば「本コードの目的」の 8 におきまして、「本コードの対象とする機関投資家は、基本的に、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置いている。また、本コードは、機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等に対してもあてはまるものである」とされていたほか、機関投資家が議決権行使助言会社を利用している場合の対応について定める指針 5-4 に若干のコメントがなされていまして、

#### (2) 2017 年改訂版スチュワードシップ・コード

しかしながら、指針等で明示的に定めが置かれ

ましたのは、2017年改訂のステュワードシップ・コードです。ここでは、議決権行使助言会社を対象とした指針5-5が新設されました。すなわち、「議決権行使助言会社は、企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。また、議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである」とするものです。

この指針5-5が設けられた経緯は以下のとおりです。

まず、2016（平成28）年4月26日開催の「ステュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」の第7回で事務局から、「7点目でございますが、議決権行使助言会社は形式的な企業の対応を助長する結果につながらないよう、実質的な判断を行うよう努めるべきというご意見があったということでございます」と説明があり、この「ご意見」というのが、2015（平成27）年9月24日の第1回会議における富山和彦氏の意見です。「機関投資家の側におかれても、議決権行使助言会社の助言に形式的に依拠するのではなく、その利用に先立って、その質などを具体的に検証するなど、みずから実質的な判断を行う必要があるということであろうかと思っております」との発言を指しています。方向性を示したものとしましては、ここでの事務局の説明が最初ではないかと思われま

す。ただ、本格的な議論がなされたのは、2017（平成29）年2月17日の「ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会」の第2回ではないかと思われま

す。投入しているか等の策定プロセスの開示は必要だという点で、検討会では合意が取れていたような印象を受けました。

フォローアップ会議も有識者検討会も機関投資家の関係者が参加していますが、アメリカと異なり、機関投資家の規制反対論は聞かれないのが興味深いところです。恐らく規制内容が、ステュワードシップ・コードにおいて一定の情報開示を求めるものとどまるものだからではないかと推察します。

### （3）2020年再改訂版ステュワードシップ・コード

2020年3月4日再改訂版ステュワードシップ・コードでは、原則8と3つの指針という形で、より詳細な規定が設けられました。

議決権行使助言会社の扱いが従来に比べて大きくなった理由といたしますかきかけは、2019（平成31）年4月24日公表の「ステュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」の意見書（4）で指摘があったこと、これが大きかったのではないかと考えられます。

一部読み上げますと、「2017年のステュワードシップ・コード改訂において議決権行使助言会社の責務が明確化されたものの、その助言策定プロセスが依然として不透明であり、取締役選任議案等について個々の企業の状況を実質的に判断するために必要な人的・組織的体制が備わっていないのではないかと等の指摘がある。パッシブ運用が広く行われる中で多くの運用機関が議決権行使助言会社を利用している実態を踏まえると、企業の持続的成長に資する議決権行使が行われるためには、個々の企業に関する正確な情報を前提とした助言が運用機関に提供されることが重要である。こうした観点から、議決権行使助言会社において、十分かつ適切な人的・組織的体制の整備と、それを含む助言策定プロセスの具体的な公表が行われるとともに、企業の開示情報のみに基づくばかりで

なく、必要に応じ自ら企業と積極的に意見交換しつつ助言を行うことが期待される」等々です。

このフォローアップ会議の意見書を受けまして、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（1回～3回）におきまして議決権行使助言会社についてや、機関投資家による助言会社の活用状況についての議論があり、この間にアメリカのSEC規則改正案が公表されていますが、このような経緯を経て2020年のスチュワードシップ・コードが策定されたということです。

## 2. わが国のスチュワードシップ・コードの個別 的検討

前回見ましたEUの規制と同様、ISSはわが国のスチュワードシップ・コードにつきましてもコンプライアンスステートメントを公表していますが、全体的にはEUの場合とさほど異なるものではありませんので、コードの内容を検討する中で必要な範囲で触れるにとどめます。

### （1）情報公開は英語でよいのか？

まず、原則8「機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである」についてです。

原則8全体に言えることですが、このような情報開示を求める趣旨は、限られた数の議決権行使助言会社が機関投資家の議決権行使に大きな影響力を持つに至り、上場会社の重要な決定が行われる株主総会の結果を左右する力を持つに至ったことから、開示を通じてそのサービスが適正になされることを目的としているのではないかということは、再三申し上げているとおりです。念頭に置かれているのはわが国の上場会社の株主総会への影響力であると考えられ、前述のフォローアップ会議の意見書の意図も、わが国の上場会社の株主総会の議案に対する推奨を問題にしているものと思われます。かかる趣旨からしますと、情報の公

表は英語ではなく、日本語でなされるべきではないかと考えるのですが、大手2社であるISSもグラスルイスも、英語でしか情報を開示していません。

ただ、議決権行使助言会社が規制趣旨に沿わない開示をしているかという点、必ずしもそういうわけではなくて、規制当局が日本語での開示を求めている節があり、そちらの方が問題ではないかと私は考えます。

スチュワードシップ・コードの2017年改訂時のパブコメ32番では、「指針5-5が求める議決権行使助言会社による自らの取組みの公表について、公表される内容は、日本国内の上場企業及び受益者である国民一般に認識されるべきであることから、日本語で公表されることが望ましいと考える。これにより、議決権行使助言会社もまた、受益者等により、適切に評価または淘汰されることが望ましいと考える」とのコメントがありました。個人的には、もっともな内容だと思います。

ところが、金融庁の回答は「貴重なご意見として承ります」、つまり、霞が関用語として対応するつもりはないということなのでしょう。金融庁としても英語の開示で差し支えないという立場のようでありまして、実際に2020年版でも日本語での開示を求めています。しかし、日本語によらない開示を許容することは果たして前述した規制趣旨に沿うものなのかどうか、私は常々疑問に思っているところでありまして、先生方のご意見を賜りたいところです。

### （2）利益相反の開示

次に、指針8-1ですが、「議決権行使助言会社・年金運用コンサルタントを含む機関投資家向けサービス提供者は、利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、これをどのように実効的に管理するのかについての明確な方針を策定して、利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表すべきである」という内容です。

議決権行使助言会社の利益相反の開示あるいは

管理体制の開示につきましては、欧米におきましても開示規制の対象とされている事項です。議決権行使助言会社の調査や推奨内容を適正なものとするうえで重要な開示事項であると思われまます。ここでは、利益相反が生じ得る局面の特定と管理体制整備と取組みを公表すべきであるとされています。

ISS の日本版スチュワードシップ・コードに対するコンプライアンスステートメントにおきましては、前回扱った EU の最良慣行規範に対するコンプライアンスステートメントとほぼ同じような内容の事項が記載されています。

ただ、基本的な問題としまして、日本において潜在的利益相反がどの程度深刻なのか、あるいはそうでないのかは、公表されている情報だけではイメージしにくいのも確かです。例えば、わが国におきまして再三問題になります、コンサルティング部門の ICS と契約している会社というのは実際のところ何社ぐらいあるのか、あるいはほとんどないのかという情報は、開示されてもよいのではないかという気がします。

議決権行使助言会社がグローバルに行っている抽象的な取組みや実務が説明されても、我々としては、日本の問題としてどうなのかというところに関心があるわけですし、具体的に ISS 全社としてどう取り組んでいるのかということとはちょっと関心がかけ離れているのではないかという気がします。

### (3) 助言策定プロセス

次に、指針 8-2 「議決権行使助言会社は、運用機関に対し、個々の企業に関する正確な情報に基づく助言を行うため、日本に拠点を設置することを含め十分かつ適切な人的・組織的体制を整備すべきであり、透明性を図るため、それを含む助言策定プロセスを具体的に公表すべきである」です。

この助言策定プロセスの公表のところににつきましては、注がありまして、「助言策定プロセス」

については、「個別の議案に係る助言に当たっての対話の内容等を念頭に置いているものではなく、一般的に、助言策定に当たって、依拠する主な情報源、対象企業との対話の有無、態様等を公表することが考えられる」と説明されています。コンプライアンスステートメントも大体これに沿った内容になっています。

また、「議決権行使助言会社において、議決権行使の助言についての方針を策定する際にも、当該方針は、できる限り明確なものとするべきであるが、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである」との補足的な説明も注書きでなされています。

### (4) 日本拠点の設置

さて、この指針 8-2 で興味深い点、2020 年版スチュワードシップ・コードで注目されるのは、日本の拠点設置について言及されているところです。前回見ました EU の株主権ディレクティブでは、規制の対象となる議決権行使助言会社について、EU 域内に「施設」を有するものであれば全て対象にするとされていました。

これに対して指針 8-2 の趣旨は、規制対象をどう捉えるかという問題ではなくて、十分なリソースで調査・分析活動を行うに当たっての具体例として拠点設置が示されているという点が異なるのかなと理解しました。例えばパブコメ 157 番への回答では、「日本拠点の設置は、議決権行使助言会社が個々の企業に関する正確な情報に基づく助言を行うための、十分かつ適切な人的・組織的体制の整備の代表的な具体例の一つを示したものです。したがって、個々の議決権行使助言会社の置かれた状況に照らして、十分かつ適切な人的・組織的体制の検討が進められることを期待します」とされています。

日本拠点設置に懐疑的な意見を寄せたパブコメの 158~160 番への回答では、「ご指摘の点については、議決権行使助言会社が、日本に拠点を設

置ることにより、企業との意見交換等が円滑になされる場合があると考えられるため、指針 8-2 において、議決権行使助言会社について、日本に拠点を設置することを含め十分かつ適切な人的・組織的体制を整備すべきとしています」とされている点からも、このあたりは明らかではないかと思われます。

ISS コンプライアンスステートメントでは、日本の拠点について、2001 年に東京に支部を設けたことが言及されています。

#### (5) 人的・組織的体制の開示は世界全体の数値で足りる？

ISS のコンプライアンスステートメントでは、人的リソースについては、EU の規制と同じく、ISS の世界における活動についてのみ記載されています。日本の上場会社の調査分析活動に従事するスタッフについては情報開示されていません。この点につきましては、既に 2017 年の有識者検討会でも次のとおり指摘されていました。

2017 年改訂時の「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」第 3 回（2017（平成 29）年 3 月 22 日）での、ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパンの小口俊朗氏の発言です。「グローバルにこれだけ人がいますよ、グローバルに体制が整っていますよというところで終わってしまうことが懸念されるのです。それで肝心の日本株の部分に絞った開示まで多分行かないと思うんですよ。日本株に関する取組みと、その開示を求めるという趣旨であるのであれば、そこははっきり書いたほうがいいのかと、実務的な話で恐縮ですけども……」とおっしゃっています。恐らくこの小口さんの発言は、日本の上場企業の株主総会に対する助言業務を行う中で、調査分析のための適正な人的・組織的体制が整備されているかどうかということの問題にするのであれば、日本株を対象とした部分について開示すべきではないのかと。ISS が EU や日本のコンプライアンスステートメントで書いてあるような、本体も

合わせて何人のスタッフがいるという開示では、ちょっと趣旨から外れるのではないかなと。小口さんはそのところはちゃんと対応してもらいたいという発言をされたのですけれども、今日に至るまで特段対応はされていないようです。

この点につきましては、9 月の本研究会の質疑におきまして、川口先生に加えて私も質問させていただいたのですが、ISS 日本代表の石田氏から、日本の上場会社だけの調査・分析スタッフ等の数値を開示することは、誤解を招くおそれがあるので難しいという発言がありました。

日本株専門以外の部署とも協力するので、日本株調査のスタッフだけを開示しろと言われるとミスリーディングになるということでしたが、たしかに、理解できないわけではありません。しかし、フォローアップ会議において、必要に応じて助言会社は上場会社と意見交換することが求められていたということは、日本の拠点の人的・組織的体制がどうなっているのか、という問題関心ともつながるわけですし、開示の仕方を工夫して、日本株に対応するスタッフがどの程度いるのか、概数だけでも開示はなされてもいいのではないかと考えます。

比較対象としていいのかどうか分かりませんが、10 月の本研究会に報告にいらっしゃったブラックロック・ジャパンの江良氏は、日本拠点の人数や世界各地の支部の人数についてもかなり明確に数値を示して下さいましたが、それでブラックロックの調査分析体制に誤解が生まれることはないように思うのです。議決権行使助言会社についても是非踏み込んだ開示をお願いしたいところです。

#### (6) 情報の正確性確保と企業との情報交換

次に、指針 8-3 「議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべきである。助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出



された意見も合わせて顧客に提供することも、助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保に資すると考えられる」についてです。

#### ①原案修正

まず、指針 8-3 の前段は、原案では「議決権行使助言会社は、企業の開示情報のみに基づくばかりでなく、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべきである」とされていました。しかし、パブリックコメントにおいて、「あたかも開示情報のみに基づく判断は不十分で、必ず企業と意見交換をしなければならないかのような規定に受け止められる。議決権行使に限らず、投資家の投資判断は、企業の開示情報に基づくことが基本である」との意見（パブコメ 162 番）を踏まえて、現行のように、「企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ」という文言に変更されました。

#### ②対象会社と調査レポート等の情報共有

指針 8-3 の後段は、対象会社と調査レポート等の情報共有というしばしば論点となるところですが、指針 8-3 の文言のみを見ますと、読みによっては、対象会社、当該企業にチェックする機会を与えて、それについてまた顧客に当該情報を提供する必要があるかのように読めますけれども、あくまで 8-3 の後段は、そういった方向もありますよねという程度のことを書いているにすぎないということです。

指針 8-3 の後段に対しては、「議決権行使助言会社に対して、助言内容を発行会社に事前確認させる機会を与え、発行会社の意見を顧客に提供することを、より強く促す記載内容にしていきたい」という意見（パブコメ 167 番）がありました。これはアメリカの 2020 年の SEC 規則案と同じ方向を考えておられる意見ではないかと推察され、また上場会社の側としては、こういった考えの会社が少なくないのではないかと考えられます。

これに対しては、パブコメ回答では「指針 8-

3 の後段は、助言の対象となる企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供することも、議決権行使助言会社から提供される助言の前提となる情報の正確性や透明性に資する取組みの一つとして考えられる旨を示したものです。一方で、このような取組みを具体的に実施するに当たっては、個々の議決権行使助言会社の置かれた状況に照らし、「必要に応じ」、自ら積極的に意見交換を行うものとしています。ご指摘のような企業側の株主総会資料の早期開示については、「スチュワードシップ・コードの再改訂に当たって」において企業側の課題の一つとして取り上げており、今後、フォローアップ会議や金融庁を含む関係者において更に検討を行うことが期待されます」と、株主総会資料の早期開示の問題として最後までとめられていますけれども、回答の内容としてはもっともなことではないかと思われま

す。評価対象の会社が公表前の調査レポートの内容をチェックできるようにすべきかについては、わが国のスチュワードシップ・コードでは特にかかる手続を求めているものではないと言えます。

前回見ましたように、対象企業による事前チェックの問題は、アメリカの SEC 規則で重要な論点とされてきました。2020 年規則の原案段階では、基本的にそれを認める方向でルールベースの規制が設けられていましたが、パブリックコメントを経た最終的な規則では大幅にプリンシプルベースの規制に修正されまして、2021 年の規則改正案では、この部分はばっさりと削除されることになりました。

日本では、外国と比較すると総会関係資料の公開時期が遅いため、助言会社と情報共有してから対応を検討しては間に合わないというところが多いのかもしれませんが、いずれにせよ、総会関係資料の早期開示は、別途議論する必要がある問題ではないかと思われま

### ③議決権行使助言会社の評価への対応手段

議決権行使助言会社の推奨内容が形式的に過ぎるということがしばしば批判対象とされています。そういった場合に、評価対象の会社は反論を公表することが多いのですけれども、それ以外にすべきことはないのかという点で、2017年コード改訂時の「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」第2回（2017（平成29）年2月17日）での議論が、私個人的には興味深く感じました。

それは石油元売会社 JXTG ホールディングス（現在の ENEOS ホールディングス）副社長の川田順一氏のコメントです。ちょっと長いのでかいつまんで申し上げますと、原油の備蓄義務を法律上負っている石油元売会社は在庫評価損が生ずるリスクを常に負っている。経営努力にもかかわらず、原油価格次第では連続して赤字に陥ることがあり得る。他方 ISS は、議決権行使基準において ROE が一定数を下回れば、原則として経営トップの選任議案は反対推奨することにしています。しかし、石油元売会社の現状からするとそれは合理性を欠くと、そのように ISS に説明したが、受け入れてもらえなかった。ISS の言い分は、個別の会社の事情を聞いていると指針を適用できなくなってしまふということのようです。そこで、川田氏らは内外の機関投資家に対して手紙を送付して事情を説明したら、反対票が賛成票に変わったという、そういった体験を語っておられます。

この事例は、議決権行使助言会社の判断の形式主義というものをよく表したエピソードであると同時に、会社側の日頃の IR 活動などの重要性を示唆するものであるように思えて興味深かったです。会社の IR 等が十分に行われていれば議決権行使助言会社の形式的な判断を懸念する必要はない、とまでは言えないかもしれませんが、議決権行使助言会社の議決権行使基準は毎年度公表されているわけですから、それを見れば自社の議案に対して問題があるかないかということは事前に分かるものです。で、問題がありそうなものについては、議案自体を変えるか、あるいは機関投資家

の判断を変えるかという形で対応するほかないと思われるのですけれども、ENEOS の事例は、機関投資家に働きかけるという方法をとったものです。

現在の ENEOS の開示情報に興味を持ちましたので、調べてみましたところ、決算説明ですとか有価証券報告書などに記載されている営業利益などにつきましては、在庫の影響を除いたものと除かないものの二本立てで数値を公表しています。決算説明会でも、在庫の影響のあるもの、ないものといった形で説明しているのです。川田氏がコメントされたときからか、あるいは従来からか分からないのですけれども、自社の固有の情報について一般の投資家に対して理解できるように説明する努力をしている具体例といえるのではないのでしょうか。もちろん、議案によっては、常にこのような対応が可能なものばかりではないと思われませんが、形式主義を批判するばかりではなくて、自社の IR 活動を見直す契機と捉えるべきではないかと感じるころではあります。

### （7）その他 ～推奨内容の事後開示

わが国のスチュワードシップ・コードに限らず、議決権行使助言会社に対する主たる規制内容は、何度も言いますように、潜在的利益相反の開示と調査レポートの正確性・適正性を確保する手段の開示を求めるものです。

しかし、議決権行使助言会社の調査レポートや推奨内容を適正にするという目的との関係で、このような規制で足りるのだろうかという疑問を持ちます。利益相反が管理されたり、人的・組織的体制が整備されたりしていること、その情報開示をさせるということは、推奨内容等に問題がないことを必ずしも意味しません。むしろ、個別の推奨内容が世間の目から見て合理性を欠くものとなっていないか、事後にチェックできる仕組みというものが需要ではないかと考えます。

こう思いましたのは、2年前に住設機器メーカーの LIXIL でありました内紛の経過を観察した経験からです。この事件では株主側と会社側が提案

した役員候補のいずれが多数を占めるかという点に注目が集まりましたが、議決権行使助言会社の推奨内容は、株主側に同情的だった世間の予想に反して ISS もグラスルイズも、会社側候補が多数を占めるような推奨を行っていました。

問題は、どちらが正しいのかということではなくて、議決権行使助言会社の推奨内容は新聞報道でしか一般の人には分からないということではないかと思えます。議決権行使助言会社の推奨内容等は、原則として契約先の機関投資家と場合によってはメディアしか知り得ず、事後であっても議決権行使助言会社の推奨内容は一般には公開されません。ましてや、推奨理由等を示したレポートが対外的に明らかにされることはまずありません。

2017年改定スチュワードシップ・コードを契機として、多くの機関投資家による議決権行使結果の個別開示や理由の開示が行われるようになりました。個々の株主総会でどのような議決権行使を行ったかということを開示すれば、事後に当該議決権行使の適切さ等について検証することが可能となり、有意義な改訂であったと個人的には考えております。実際に利益相反管理を適切にやっていると開示を行っている某生保会社について、事後開示をみると団体保険契約先の上場企業の議案に対してかなり甘い議決権行使をしているように思われる節があったりするようです。事後開示が行われているからこそ、そのような邪推といえますか推測ができるわけでありまして、具体的に個別の議案にどのような議決権行使をしたかを明らかにさせることは、事後的にその行為の検証可能性を確保するという意味で重要ではないかと思われれます。

議決権行使助言会社についても同じように、個々の株主総会の議案に対する推奨内容を個別開示することを求めるべきではないかと考えます。事前に議案の推奨内容等の開示を求めたりしますと、議決権行使助言会社のビジネスモデルそのものを破壊してしましますが、事後開示であれば、

さほど大きな問題にならないのではないかと推察します。9月の本研究会の折に ISS の石田氏に質問させていただいたところ、そのような開示は行っていないというご返答をいただきましたけれども、勝手な印象かもしれませんが、必ずしも否定的ではなかった感じがしました。ぜひ検討していただきたいと考えました。

日本版スチュワードシップ・コードの具体的な検討は以上ですけれども、やや異なる視点、かなり毛色の違ったところからもう一つ議論を追加させていただきます。

### III. 機関投資家の集合行為問題という見地から規制を考えてみる

#### 1. 機関投資家の集合行為問題と議決権行使助言会社

これまで議決権行使助言会社を直接規制する議論をしてきましたが、議決権行使助言会社を規制すべきだという理由・根拠は、これもくどいですが、ほぼ1社の議決権行使助言会社が多く機関投資家に利用されて、その推奨内容が事実上、上場会社の株主総会に大きな影響力を有するというものによるものです。その国の産業の根幹を担うといってもよい上場会社の重要事項を決定する株主総会の賛否推奨が、万一、不正確な情報や不適切な評価によって歪められてしまっただけの問題だというのが規制論の主たる理由です。

このことは、逆に言うと、議決権行使助言会社の影響力がさほど大きくなければ、規制の必要性は高くないということもできるのではないかと考えられます。

機関投資家が議決権行使助言会社を利用するのは、議決権行使のためにかかる手間暇等のコストを低減させるサービスを提供してくれるからです。依然として6月下旬に上場会社の株主総会が集中的に開催されるわが国はもちろん、アメリカにおきましても株主総会の開催は4月、5月のシーズンに集中しています。自ら個々の議案について情

報を収集・分析し判断する能力を有する大手機関投資家であっても、重視すべき議案にフォーカスしてリソースを投じ、主たる争点のない議案については議決権行使助言会社にアウトソーシングするのが合理的であるということは、10月の研究会でブラックロックの江良氏が報告されていました。

ところで、機関投資家が保有株式について議決権行使をする動機は、それにより投資先企業の企業価値が上昇する、あるいは下落を阻止することが期待されるからです。しかし、機関投資家には著名な「集合行為問題」、すなわちガバナンスに関与することによるコストは自らが負担するのに対して、その成果はガバナンスに関与しない株主も含めて全ての株主に及んでしまう、そもそもコスト負担をするインセンティブが生まれないという問題が存在します。

現在のアメリカや日本のように、多くの機関投資家が、議決権行使助言会社の推奨に従って上場会社の株主総会において同じ方向で議決権行使することは、事実上この集合行為問題を解決しているとも見えます。議決権行使助言会社の議決権行使基準は、あるべきガバナンスについて機関投資家などステークホルダーの意見が反映されており、最良慣行に沿った議案に賛成、それに反した議案に反対する形で協調的な投票行動が採られ、そうすることによって投資先企業への影響力が担保され、機関投資家の意図が実現すると見てもできます。

機関投資家の実際の利用目的は別としまして、議決権行使助言会社を利用することにより投資先企業のガバナンスの改善と企業価値の向上が図られるのであれば、議決権行使助言会社が集合行為問題を事実上解消ないし緩和しているという見方も可能ではないかと思われまます。

ところで、議決権行使手続の煩雑さの解消にせよ、集合行為問題の解決にせよ、議決権行使助言会社にだけしかその役割を担うことができないかということ、そういうわけではない。近年、アメリカとイギリスにおける議決権行使助言会社の影響

力の違いについて比較検討した興味深い研究が公表されています(Andrew Tuch, Proxy Advisor Influence in a Comparative Light, 99 B.U. L. Rev. 1459(2019))。イギリスでは、機関投資家の業界団体が議決権行使助言会社と類似のサービスを提供しているため、議決権行使助言会社の影響力はさほど大きくないといった内容のものです。

議決権行使助言会社の影響力が過大なものではなく、規制の必要性も大きな論点ではなくなります。果たして日本でもイギリスと同じことができるのかどうか、頭の体操にお付き合い頂ければ幸いです。

## 2. イギリスにおける議決権行使助言会社の影響力の相対的な低さと規制

Andrew Tuch によると、アメリカとイギリスは先進的な証券市場を有し、上場企業の株主に機関投資家が多いことなど類似した点がかかり多いにもかかわらず、イギリスではアメリカほど議決権行使助言会社の影響力は大きくないと言われます。

主たる理由は、イギリスにおいては、機関投資家の業界団体が上場会社の株主総会において議決権行使ガイドラインを設定したり、個別の議案の情報収集・分析を行うなど、コーポレートガバナンスに積極的に関わっており、そのため議決権行使助言会社の役割がアメリカなどに比べて相対的に低くなっているということです。

アメリカとイギリスの比較分析をする中で、両国のコーポレートガバナンスにおいて機関投資家の役割が異なるようになった原因の一つとしてTuchが指摘するのが、大量保有報告制度です。ほかにもいろいろ指摘されていますが、制度上の問題として大きなウエートを持つのは大量保有報告制の違いではないかと分析しています。

アメリカでは、ご承知のように機関投資家が協調してガバナンス活動を行おうとしても、大量保有報告制度が障害になります。アメリカでは、証券取引所法 13 条(d)項におきまして、投資家が上場会社株式の 5%超を取得した場合には、10日以

内に SEC や発行会社等に届け出ることが求められています。

この大量保有報告制度には、共同保有者といいますが、「Acting in Concert」ですから「共同行為者」と言った方がいいのでしょうか——の開示義務が定められています。共同保有者の保有株式を合算して開示することは、機関投資家にとってはほぼ不可能ほどの事務負担をもたらすものです。保有株式の対象会社に対して協調して株主権行使をしたり、業界団体を通じて協調した行動を取ったりすることは、共同保有者としての開示リスクを負うことになるため、アメリカの機関投資家が行うことはまずありません。

加えて、機関投資家のように原則的に支配権取得を意図しないような特定の投資家については、開示規制が緩やかになっています。通常はスケジュール 13D ですが、機関投資家はスケジュール 13G という簡易化された届け出をすれば足りるということです。経営に関与する場合は、この 13G を使うことができません。アメリカにおいては、機関投資家がイギリスで行っているような協働エンゲージメントを行う場合には、共同保有者に該当すると同時に簡易な報告書の提出もできなくなるという不利益を被ることになります。

これに対してイギリスにおいては、大量保有報告制度を定めている UK Listing Authority (上場審査局) の定める Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR) では、「協調して議決権行使をすることにより、当該発行者の経営陣に対し長期的な共通の方針 (lasting common policy) を採ることを互いに義務付ける合意をした場合 (5.2.1(a)) には、他方の株主の保有する議決権数を合算することが求められています。lasting common policy、ここがポイントですが、単に個々の株主総会において同一の議決権行使をするだけでは、これに該当しないと言われていました。イギリスの大量保有報告制度では、保有目的の開示も求められていません。アメリカと異なり、業界団体を通じて株主総会における共同行為を行

ったとしても、イギリスの場合は大量保有報告制度による開示の強化にはつながらないということです。

注目すべきは、イギリスの規制は偶然このような形を採ったのではなく、規制の制定・改正におきまして、機関投資家が従来伝統的に行ってきた集団的スチュワードシップ活動を阻害しないように政府が配慮してきたことが影響しています。つまり、集団的スチュワードシップ・コード、協働エンゲージメントがまず先にあって、それを阻害しない形で大量保有報告制度が作られているということです。イギリスにおきましては、政府が機関投資家による協調的なガバナンスへの介入を促進する傾向が昔からあったと言われるからではないかと思われま

### 3. わが国への示唆

わが国の大量保有報告制度はアメリカの制度を参考にして作られていますので、同じように機関投資家が共同してガバナンスに関与するとなれば、「共同保有」の該当性と「重要提案行為」の該当性とが問題になると思われま

わが国のスチュワードシップ・コードは、イギリスのように「他の投資家と協調して個別先企業に対して行動を起こすこと」を促す原則を採用しているわけではありません。2017年の改定、2020年の再改定で、「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと (協働エンゲージメント) が有益な場合もあり得る」 (原則 4・指針 4-5) との規定が加わったにすぎず、イギリスほど踏み込んだものとはなっていません。せいぜい株主権行使に関わらない話し合いを前提とするものだから、共同保有についても、重要提案行為についても該当しないという解釈が示されています。

逆に言うと、現行規制を前提とするならば、わが国の機関投資家がイギリスのように業界団体を通じるなどして議決権行使助言会社の代替的な活

動を行うというのは難しいことになると考えられます。

わが国におきましても、大量保有報告制度を改正して、イギリスのように機関投資家が業界団体等を通じて積極的に上場会社を規律するという方向を探るのであれば、議決権行使助言会社の影響力を抑えることになって、議決権行使助言会社の規制などは議論の実益がなくなるかもしれません。

とはいえ、イギリス型の機関投資家の活動が議決権行使助言会社の影響力を低下させる効果があるとしても、そうすることが望ましいのかは自明とは言い難いうえに、外国人投資家の株式保有比率の上昇を考えますと、国内の機関投資家の協調を前提としたやり方が将来的に持続可能かどうか、これはイギリスにも妥当することですけれども、必ずしも明らかではないように思われます。

#### IV. おわりに

わが国のスチュワードシップ・コードの規制内容は、EUやアメリカの議決権行使助言会社の規制と比べて大きく異なるものではありません。少なくとも現時点ではグローバルスタンダード並みと言えるのかもしれませんが、しかしながら、幾つかの問題点を指摘する必要はありそうです。

議決権行使助言会社の規制の必要性を指摘したフォローアップ会議意見書において、「正確な情報に基づく助言を行うため」「十分かつ適切な人的・組織的体制を整備」し、「透明性を図るため、それを含む助言策定プロセスを具体的に公表すべき」であるとされたのは、わが国の上場会社の株主総会における助言策定プロセスの透明化を求めたものと考えらるべきでありまして、それにもかかわらず、議決権行使助言会社において、わが国の株主総会に関連しないグローバルなスタッフ等を含めた開示しかなされていない。しかも、規制当局がそれを黙認しているというのは問題ではないのかという気がします。

加えて、規制趣旨からしますと、わが国の国民に対する情報開示が求められているわけですから、

英語ではなく日本語で開示がなされるべきだと考えるのですが、こちらについても規制当局の関心は薄いようです。「議決権行使助言会社が個々の企業に関する正確な情報に基づく助言を行うための、十分かつ適切な人的・組織的体制の整備の代表的な具体例の一つ」（パブコメ 157 回答）として日本拠点の設置の検討は求めるが、情報開示は日本語でなくても構わないという理屈は理解困難です。現状のスチュワードシップ・コードの実務は、情報開示を求める規制趣旨に沿っているのかどうなのかというところは疑問が残るところです。

日本の現状は、議決権行使助言会社の規制について、法規制によるべきか、コードで足りるのかという議論をする以前の問題で、規制の必要性や規制の趣旨について再度議論を詰めておく必要があるのではないかと思われます。規制趣旨について再確認したうえで、その趣旨が実務に反映されるようにすることがまずは重要ではないかと考える次第です。

また、議決権行使助言会社の利益相反の管理にせよ、正確な情報に基づく助言にせよ、事前開示よりも事後開示の方が、意味があるのではないのかという気がします。利益相反管理や十分かつ適切な人的・組織的体制について助言会社に説明させるよりも、潜在的利益相反を有する会社の株主総会の議案や経営権争いに関連した議案において、議決権行使助言会社の助言内容を事後的に検証できるようにする方が、その職務の適切さの確保を促すうえで有益ではないでしょうか。

なお、議決権行使助言会社の新規参入が期待し難く、助言サービスに事実上競争原理が働いていない現状から、イギリスを参考にして、機関投資家の業界団体等を通じて情報分析等のサービスを提供させることで議決権行使助言葉において、競争的な環境を整備するという方向も、規制の在り方といたしますか、政策論的な話としては考えられるところではあります。しかし、そのためには、大量保有報告制度の規制変更など様々な対応が必要となりますが、それが望ましいのかも含め

て、なお検討が必要ではないかと考えられるところ  
です。

報告は以上です。ご教示いただければ幸いです。

~~~~~

## 【討 論】

○川口 ご報告ありがとうございました。

それでは、どこからでも結構ですので、ご質問、  
ご意見があれば、よろしく願いいたします。

### 【議決権行使助言会社に開示を求める趣旨】

○伊藤 ご報告どうもありがとうございました。

すごく初歩的なことになるかもしれませんが、  
議決権行使助言会社に関する開示を要求する  
のはそもそもなぜなのかというところを伺いた  
い  
です。

今日のご報告では、例えば情報公開は日本語  
で行うべきであるとか、あるいは推奨内容の事後  
開示が望ましいというご提案が示されていて、  
確かに、一般公衆のために議決権行使助言会  
社に関する開示を行わせるべきであると考え  
るのであれば、そういったご提案も素直かと思  
います。ただ、そもそも一般公衆のために議  
決権行使助言会社に関する開示を要求するこ  
とに何の意味があるのか、私にはいま一つ分  
からないところがあります。

といいますのは、議決権行使助言会社を実  
際  
に利用するのは機関投資家です。では、一般  
公衆の側は、例えば議決権行使助言会社の開  
示を見て、助言策定プロセスについて情報  
を得て、自分がお金を拠出して、そのお金  
を運用してくれている機関投資家について、  
自分が考えるに、そのようないいかげんな  
プロセスで助言を策定しているような議決  
権行使助言会社を使っているのはけしから  
ん  
と言って責任追及をされるといったことが  
期待されているのでしょうか。

あるいは、そういった具体的なアクションが  
期  
待されていないのであれば、なぜコストを  
かけ

せてまで一般公衆に対する議決権行使助言  
会  
社に関する開示を要求することが望ましいと  
言えるのか、いま一つ腑に落ちないところ  
があるわけです。

○梅本 確かに、議決権行使助言会社の規  
制  
という場合、議決権行使助言会社というの  
は、機関投資家の契約相手であって、議決  
権行使助言会社が直接上場会社に影響力を  
行使しようというのではなくて、そのサー  
ビス提供契約に基づいて情報を収集・分析  
・推奨するというに過ぎず、議決権行使の  
主体はあくまで機関投資家です。ただ、大  
手と中小、さらに海外の多くの機関投資家  
に分けて考えた方がいいかなという気がし  
ます。国内の大手は、確かにおっしゃるよ  
うに、助言会社の助言があっても、自分た  
ちで情報を収集・分析する能力があるので、  
一つの参考にして議決権行使をするのであ  
って、極端な話、利益相反にせよ、何にせ  
よ、別に公開してくれなくても構わないと  
いう立場なのかもしれません。

本来、機関投資家がしっかりやっていたら、  
それ  
でいいはずで、前回のEUの自主規制でも、  
ISSのコンプライアンスレポートでも、助  
言会社側が強く言っているのは、議決権行  
使をする職務上の責任は個々の機関投資家  
にあるのであって、議決権行使助言会社で  
はないということ、それは確かにそのとお  
りなのですね。そのとおりなのですが、事  
実としてはノルウェーの年金基金が日本  
の上場会社の詳細な状況なんて分かりっ  
こないので、議決権行使助言会社の推奨に  
そのまま乗って議決権行使しているとい  
う状況が存在していると思うのです。

そうなってくると、確かに議決権行使を  
し  
ているのは機関投資家なのだけれども、建  
前は別として、株主総会に影響力を与え  
ているのは事実上は議決権行使助言会社  
ということになります。こうなると一般公  
衆の目から見て、また当該推奨対象にな  
っている企業やその株主にとってみると、  
状況によっては本当にちゃんと分析して  
いるのか、利益相反があるのではないか  
等の疑問を持つことはありうるし、株主  
総会が不当な評価で歪められ

ていないという安心感を提供する意味はあると思うのです。それに応えるために、議決権行使助言会社に対して情報開示を求めるのは一概に不当とはいえないと思うのですが。

○伊藤 先生がおっしゃるような事実上の影響力が生じるかもしれないという話はよく理解できます。私が気になりますのは、それでは、そこで議決権行使助言会社にコストをかけさせて開示を求めることが、事実上の影響力が生じることの何か改善策になるのかということなのです。

といいますのは、先生のおっしゃるような事実上の影響力というのは、あくまで機関投資家が適切に行動しないから生じる話だと思うからです。議決権行使助言会社に開示を求めるとして、その開示によって機関投資家の側の行動が変わるのかがいま一つ分からないということです。

事実上の影響が生じることを苦々しく思っている会社の経営陣からすると、少し胸のつかえがおりるとか、あるいは何かおかしな事実上の影響力が生じていることが一般公衆にも見えるようになるかもしれないということは分かるのですが、それを超えて、事実上の影響力が生じることの問題の解決に、そのような開示が論理的にどうつながるのかが、いま一つ分からないというのが、私の疑問なのです。

○梅本 前回の議論と重なるのですけれども、前提として、助言会社の中に競争原理が働いていて、こいつはあかんからこっちに変えるということであれば、おっしゃるとおりだと思うのです。が、恐らくこの規制の議論の前提は、各国の規制の議論を見ても、もうほぼ1社か2社が独占的にサービスを提供しているじゃないか、選択可能性はないよねということだと思うのです。スーパーパワーとしてのISSが仕切っているのだったら、利益相反などについて開示をさせて、助言サービスが適正になされるようにさせようということではないかと思うのです。競争原理が働いていないということを前提として、ISSの独占的サービスを前提としながら、じゃあ、このISSの提供する

サービスが歪まないためにはどうしたらよいか、ということではないかと思うのです。

○伊藤 ISSの独占的サービスになっていて競争原理が働いていないという前提から始めるとしても、開示を求めることが、では何になるのかということところが、究極的に分からないところなのです。ISSが既に独占力を持っている。その者にコストを生じさせて何らかの開示をさせる。それで例えばISSが、開示が強制されない世界に比べて、利益相反について慎重に対処するようになるとか、助言の策定プロセスはより注意深く、各企業の事情を可能な限り見るようなものになるとか、そういう期待を持って大丈夫なのでしょう。

○梅本 うーん、期待はできるかもしれない…

○伊藤 つまり、独占力を持つ者が気に入らないから何かコストをかけさせるという以上の効果があるのかが分からないということなのです。

○梅本 利益相反の開示については二面あるような気がします。一つは機関投資家に対するものです。当社はこの議案について利益相反を抱えています、抱えていません、といったことを助言サービス提供の内容として知らせるべきかどうか、という問題。もう一つは一般公衆に対して、当社は利益相反管理をちゃんとやっています、質の高いサービスを提供して上場会社の株主総会を歪めたりしていませんよという開示をさせる、そういった趣旨はあるのではないかと思います。

ただ、他の規制についてもいえますが、この種の事前の情報開示は、開示する側の裁量が大きくて、実態はどうであれ、利益相反は適正に管理している等々開示できるので、私個人的には、議決権推奨内容を個別に事後開示をさせて事後的にチェックできるようにした方がいいのかなと考えています。

規制趣旨の実効性という点からは、例えば、利益相反を適切に管理しているかについても、機関投資家が議決権行使の個別開示をしているように、議決権行使助言会社についても、事後に推奨内容



を個別開示してもらい、あとから検証できるようにした方がよいと個人的には考えています。

逆に、事後の推奨内容の個別開示についてはどのようにお考えになりますか。

○伊藤　　ちょっとそこまで私自身は考えがまとまってはいないところです。ただ、先生のおっしゃるように、せめて何か開示をされる方がいいだろうということも、そうかもしれないなと思うところでして、そこまで大きく反対するものではないのですけれど。

どうもありがとうございました。

【議決権行使個別開示の根拠—機関投資家と助言会社の違い】

○川口　　機関投資家の議決権行使の個別開示ですが、機関投資家は受託者責任を負っていますよね。そのため、議決権行使の個別開示をすることで、受託者責任を果たしていることを示すことができます。しかし、議決権行使助言会社は対象会社にそのような義務を負っていないのですよね。そのため、個別開示を課すには、何か根拠が要るのではないですか。

○梅本　　利益相反ですとか人的・組織的体制というものを開示させるというのは、情報分析あるいは議決権行使の推奨内容を適切なものにするということが主たる目的だと思うのです。で、そうするうえで、利益相反の開示や人的・組織的体制の事前開示が有効かという、むしろ事後的に開示させることによって検証可能性を確保するということがいいのではないかと思うのです。

とはいえ規制根拠という点では川口先生ご指摘のとおり詰めていくとなかなか簡単ではない気がします。先生がおっしゃるように機関投資家は受託者責任があります。だから個別開示すべきだという理屈は論理的に整理されていると思うのですけれど、議決権行使助言会社に推奨内容を個別開示させるとすると、趣旨・目的が違ったところから導き出されるのではないかという気はします。2014年のスチュワードシップ・コードでも、基本

的に機関投資家に対するスチュワードシップ責任というのは、議決権行使助言会社を初めサービス提供者にも及ぶと言っているのは、何かやっぱり受託者責任の波及的なものが助言会社にも及ぶのではないかなという気がする。だから、そこから何か根拠付けられるのではないかなという気はするという次第です。不十分な回答で申し訳ありません。

○川口　　ありがとうございます。機関投資家と同列に扱って良いのか疑問があったので、質問をさせていただきました。

【助言会社の規制根拠等について】

○黒沼　　伊藤先生のご質問は非常に重要な点だと思いましたので、ちょっと自分なりの答えを述べさせていただきますと、現在、議決権行使助言会社に対する規制の手がかりはスチュワードシップ・コードです。助言会社もスチュワードシップ・コードを採用しています。そうすると、スチュワードシップ・コードは、機関投資家の受益者の利益を図るということと、日本企業の中長期的な成長を促すということを目的にしているわけですから、助言会社のいろいろな行為の規制の目的もそこに求めることができるのではないかということだと思います。

つまり、何のために開示その他の規制をするかということ、機関投資家の受益者の利益と企業の中長期的な成長ということに形式的には求められるということではないかと思います。

それから2点目、機関投資家との関係ですが、機関投資家は全て助言会社に助言を委ねているわけではないです。機関投資家によって違うと思いますけれども、例えば利益相反の高い投資先の議決権行使については、直接自ら行使するよりは第三者の助言を受けた方がいいということで、助言会社に委託をしていると思うのです。それ以外については、機関投資家はそれぞれ議決権行使基準を自ら定めて、それに従って投票し開示しているという状況です。ですから、助言会社の日本に

おける影響力がどの程度かということも、実証的に研究する価値はあるのかなと思っています。

それからもう一点として、助言会社の議決権行使の結果を事後的に公表・検証できたらいいというのはもっともだと思うのですが、機関投資家は議決権行使結果とその理由を個別に公表しています、その中には、助言会社に従った部分も含まれているので、これも機関投資家によって違うと思いますけれども、「ISS による」というふうに理由を書く場合があるのです。ですから、それを見ると、ISS がどういう投票を行ったかというのは分かります。ただ、そこでは ISS その他助言会社が、どのような理由に従って行ったかというのは、それだけでは分からないというのが現状と思います。

質問じゃなくて申し訳ないのですが、ちょっとコメントさせていただきました。

○川口 ありがとうございます。梅本先生、何かありますか。

○梅本 いえ、お話を聞いて、頭の中がかなり整理された気がしました。ありがとうございます。

○川口 黒沼先生の最初のところのご発言は、先ほどの私の質問に対するお答えにもなっているかと理解いたしました。

【スチュワードシップ・コードと議決権行使助言会社】

○伊藤 今の黒沼先生のご発言について、一つ確認をさせていただきたいことがあります。スチュワードシップ・コードによると、企業の中長期的な成長と受益者の利益ということが様々な規制の目的になるというお話だったのですが、議決権行使助言会社の場合の受益者とは誰だと考えるべきなのでしょう。直接の契約の相手方は機関投資家として、機関投資家のみを受益者と考えるべきなのか、あるいは機関投資家の背後にいる、機関投資家にお金を拠出している一般公衆までここでは受益者と捉えるべきなのかというところが、特に開示の規制との関係では、気になっていると

ころです。

一般公衆まで受益者に含めるのは、受益者として非常に抽象的で薄いような気もいたしまして、そのあたりどう考えるべきなのか、お教えいただければと思います。

○黒沼 私が発言してよろしいでしょうか。

○川口 お願いします。

○黒沼 スチュワードシップ・コードは、インベストメント・チェーンの様々な段階にいる金融事業者が自ら採用するものでして、そこで言う受益者というのは、最終的な投資家とか、あるいは年金の受給者のことを指しています。ですから、間接的なものですから、法的に議論をするのは難しいけれども、助言会社もそれを採用している限りは、最終の受益者の利益がそこでは目的になっていると理解されているのではないかと思います。

○伊藤 なるほど、ありがとうございます。それはまた理解できるところでして、そうすると、やはり2つ目的はありますが、あくまで受益者の利益を第一に考えていくという話になると思うのですけれども、この理解で正しいのでしょうか。企業の中長期的な成長というところを強調すると、またかなり違和感のある話になってきますので。

○黒沼 スチュワードシップ・コードを作った人たちはそういうふうに考えているということです。私は、スチュワードシップ・コードで日本企業が中長期的に成長するとは思っていませんので、ちょっとお門違いだと思っています。

○伊藤 どうもありがとうございました。

【日本語での情報開示と英文開示】

○川口 ほかはいかがでしょうか。それでは、つなぎの質問ですが、本日のご報告では、日本語での情報提供がなされていないという点を批判されていたかと思います。他方で、日本の証券市場で株式を公開している外国企業については、開示コストの削減などのために英語による開示が認められていますよね。本国で適切な開示基準に基づいて英語で開示がなされているような場合には、

英語による有価証券報告書の提出ができ、この英文開示はほかの書類にも広がってきていると思うのですね。

そういう意味では、別に英語の開示でも構わないのではないかとも言えそうです。対象が日本人であるからといって日本語が必須という考えは、現在の金商法の世界では必ずしも採られていないようにも思うのです。でも、やはり議決権行使助言会社の場合は違うというふうにお考えなのでしょうか。

○梅本 外国企業の英文開示の問題というのは、当該株式を売買対象にする投資家の話でありまして、当該投資家にとって見ると、英文開示をしているということを認識したうえで、英文の情報の分析能力のある方が投資対象にすればよいということなのだろうと思います。

それに対して議決権行使助言会社につきましては、先ほどの開示の必要性という議論、受益者に対するものだ、インベストメント・チェーンの一部にある議決権行使助言会社が間接的ながらも機関投資家の背後にいる受益者に配慮するのだということであれば、開示の対象者は多くの場合は日本の年金基金受給者であるとか、日本の保険契約者になるのではないかと思います。英語読解能力の有無を問いません。

また、中長期的な企業価値の向上ということであれば、個々の企業のステークホルダーを念頭に置いているので、ここでも情報提供を受けるべき対象者は一般の日本人になる。もちろん、外国人投資家も日本株を手掛けておりますので、外国人投資家に対する英語の開示というものが無意味だと言うつもりはないのですけれども、多くの場合、これに関心を持つのは日本人であるということを考えて、日本語での開示がなされる必要があるのではないかなど。

英語だけで開示してそれで足りるというのはどうなのだろうなという疑問を感じるということでございます。

○川口 個人投資家ならばいざ知らず、機関投

資家であれば英語ぐらいいは読めよ、というようなこともあり得るのかなと思ったのですけれども（笑）。

○梅本 機関投資家相手であれば、先生のおっしゃるとおり英語で足りると思います。しかし、これは最初の議論に関わりますけれども、その背後にいる受益者も念頭においたものである、あるいは中長期的な企業価値の向上という見地からの開示というのであれば、当該会社のステークホルダー、少数株主なんかも含められるのではないかと思いますので、日本版スチュワードシップ・コードで情報開示を求めながら英語での開示が許容されるというのは、やはり違和感があるということでございます。

○川口 ありがとうございます。

#### 【推奨内容の事後開示】

○前田 推奨内容まで事後開示するのがいいという梅本先生のご提言には、大変説得力を感じましたし、先ほどの先生方の議論を聞いておりました、スチュワードシップ・コードの基本的な思想に照らせば、根拠付けも何とかできるのであろうと思います。

ただ他方で、推奨内容まで開示させることに伴うマイナス面、特に機関投資家の議決権行使結果の個別開示のところで反対論者が主張していましたように、開示をさせますと、どうしても推奨の結果の方に重きが置かれるというか、注目が集まって、その結果、形式的に無難な推奨しかされなくなってしまい、ひいては企業と意見交換をして推奨内容を形成していくというデリケートな作業が行われなくなってしまうのではないかという問題がないではないように思うのです。このことはそれほど懸念する必要はないのか、梅本先生のご感触をお聞かせいただければ幸いです。

○梅本 先生のおっしゃるように、結果のみに注目されて無難なものになるのではないかということについては、私はあまり考えたことがなかったのですが、そういう側面もあるのかもしれない。

ただ、ISS の石田氏がおっしゃっていたように、多くの議案につきましては、事前の議決権行使ガイドラインを当てはめていけば結果は分かるというようなもので、事後開示させたとしても予想された推奨内容がずらっと並ぶのではないかと思うのです。

問題は、例えば LIXIL ですとか、あるいは最近の買収防衛策の株主総会であったり、そういった注目を浴びる株主総会の議案に対して議決権行使助言会社がどのようなスタンスを採るのかというもの、もちろんメディアが報じてくれるので、それでいいといえればいいのかもしれないですけども、メディアが報じないけれども重要な株主総会というのは、恐らく幾つもあると思うのですね。そういったものについて議決権行使助言会社のスタンスというのをできれば知りたいと。何でそうなのかという、本当はその理由まで開示してくれればいいと思うのですけれども。

結果のみに注目されるというのは、結果のみに注目されて困るのだったら、議決権行使助言会社の側が必要に応じて理由も開示すればよいと思うのです。

9月の研究会で加藤先生が理由の開示について、ISS の石田氏に質問をされていましたが、お答えは難しいという話でした。契約相手の機関投資家との関係でも、事後であっても推奨理由の開示までは簡単に踏み込めないのだろうなという気はいたします。けれども、議決権行使助言会社の側からみて推奨内容のみの開示で不都合があれば、理由も可能な範囲で開示してくれれば、外部の者から見て納得できる場合もありそうで、結果的に正しい理解を促すのなら双方にとってメリットがあるのではないかという気はいたします。

○前田 分かりました。どうもありがとうございます。

○川口 ほかはいかがでしょうか。

今のお話にあった「重要な株主総会」と判断する基準はどこに求めれば良いですか。

○梅本 重要か重要でないかというものは、基

本的に分からないので、全部開示してくれればいいという立場です。

○川口 分かりました。

#### 【法規制かスチュワードシップ・コードか】

○川口 ほかはいかがでしょうか。

梅本先生は、登録制の導入までは必要がないというようなお考えでしょうか。現状のスチュワードシップ・コードの中でやっていけばよく、例えば金商法で登録制にしたり、あるいは、信用格付と同様の規制にするといったことは不要というご意見でしょうか。

○梅本 先生が指摘された格付会社の規制というのはたしかに参考になると私も思います。ただ、格付会社の場合は、格付けの不適切さが市場に悪影響を及ぼしたという経緯がありましたので、ある程度踏み込んだ規制が必要だったと思うのですけれども、議決権行使助言会社については、大きな弊害があったというわけではありません。これまで議論にありましたように、議決権行使については機関投資家が一義的な責任を持っているので、議決権行使助言会社に法的な規制を及ぼす必要がどれほどあるかということ、なかなか難しい。ただ、もし必要があればということですが、登録制にしたとしても、その負担をどの程度にするのかという話次第なのかなという気はいたします。

単に容易に提供しうる情報を開示しろということであれば、そんなに問題ないような気がします。他方で、例えばライセンス剥奪とかという厳格な制裁を課す局面が果たしてあるのかということ、それも考えにくいように思われますので、とりあえずはスチュワードシップ・コードで問題ないというのが私の考えでございます。

○川口 ありがとうございます。金商法で規制をするとなると、金商法の保護法益との関係でどのように説明するのか、株主総会の決議がゆがむというのは金商法の守備範囲かといった話が出来てきますね。

○黒沼 投資助言業としての規制はできないの

ですかね。つまり、機関投資家を通じてですけれども、間接的に一般の投資者を勧誘していると見ることができるとすれば、投資助言業としての登録を及ぼすというのにはあり得るかなと思います。

それから、信用格付機関の登録のような形にするかというのも一つ大きな問題なのですが、あれは、登録することができるという登録制なのですね。登録しなくてもよい。しかし、あれでいくとなかなか登録してもらえないでしょうから、規制の実効性というのも問題でしょうし、それから規制の内容についても、世界的に活動しているような機関を対象にするので、国際的なすり合わせが必要だとは思いますが。私は、規制の対象にすること自体は、スチュワードシップ・コードのようなソフトローに頼るよりは、大もとは規制をかける方がいいのではないかと考えています。

○川口 梅本先生、いかがでしょうか。

○梅本 私も法的規制を排除する必要はないとは思いますが。ただ、川口先生がおっしゃったように保護法益との関係ももちろんですし、法的規制の必要性の高さというか——どうなのでしょうね。黒沼先生がおっしゃったように、グローバルな規制の在り方という点で見ると、EUもアメリカも原則法規制ではあるわけですから、それを考えると、日本で法規制というところに踏み出すというのも悪くはないのかなという気はします。十分に考えを詰めておらず申し訳ありません。

○川口 ありがとうございます。

黒沼先生が法的規制の方が良いとお考えなのは、どういう趣旨からでしょうか。やはりエンフォースがしっかりできるということなのでしょう。

○黒沼 スチュワードシップ・コードを通じて助言会社に対して一定の義務を課すというのは、難しいと思うのです。今回の改正でも、例えば発行体との間で求められたら事前に協議すべきであるというふうには、スチュワードシップ・コードには書けないと思うのです。私は、それが内容としていいかどうかはともかくとして、そういうことをしたいのであれば、法的な規制にせざるを得

ないのではないかと思います。

○川口 ありがとうございます。

【ソフトローでなくてはならないか】

○船津 先ほどの黒沼先生の話と重複することになるかもしれませんが、ソフトローであるべきかどうかというあたりです。ソフトローが積極的に望ましいという話なのか、ソフトローでしかできない、法規制は無理なのだという事なのか、どちらなのかなということを少し考えておりました。

まず、議決権行使助言が独占的であるということ的前提とした場合に、ソフトローでは根源的な解決というか本質的な解決は無理なのではないかという気がしています。それはなぜかということ、仮に、の話になりますけれども、助言会社がソフトローから離脱するということになってしまうと、もうそれは議決権行使助言の制度自体が規律に乗らなくなるのに等しいからです。

では、法規制をすべきかということになると、今度は、格付会社に対する規制の際にも議論があったと思うのですけれども、意見表明に対する登録制なり何なりという規制は言論に対する規制になるのではないかと考えていったときに、反対の議決権行使の推奨をする前にはこういうことをしなければいけない、そうしなければ要するに言論として発表できないというような形にするというのが仮に正当化されるとすれば一体どういう理屈が考えられるのだろうか。そうすると、やはり最初の伊藤先生の疑問に戻ってくるのかもしれませんが、何らかの規制の正当化根拠というものが要るのではないかと気がしています。

結局、ああでもない、こうでもないと悩んでいることを申し上げているだけなのですけれども、ソフトローであるべきなのか、ソフトローでなければ無理なのかといったあたりについて、梅本先生のご見解をお聞きできればと思います。よろしくお願いします。

○梅本 私は、ソフトローであるべきかどうかというところは、深く考えたことがないというのが正直なところです。

ソフトローで相手方がちゃんと規制の趣旨を踏まえて情報開示なり何なりをしている限りは、ソフトローでも問題ない。でも、ソフトローのままでは、規制が徹底しないなど何らかの問題が出てくるようであれば法規制に踏み込むという、何となく規制根拠とは別のレベルの話になってしまいますけれども、そういう方向でしか考えておりません、申し訳ないです。

○船津 その点に関して私が少し思いましたのは、英文開示でいいですよという話も、独占との関係で、日本のマーケットのためだけに日本語開示を要求するということをすると、ジャパンプッシングのようなことも起こるかもしれないといった配慮もあったのかなとかと思いました。

すみません、雑駁な感想で申し訳ないですが、以上です。

○川口 英文開示については、自分で言うておいて何なのですが、外国企業の上場を日本に誘致したいという趣旨から出てきたもので、この点で、議決権行使助言会社の助言内容の開示とはちょっと違うとも言えそうですね。

#### 【協働エンゲージメントと大量保有報告制度】

○川口 ご報告の最後に話されていた大量保有報告制度ですけれども、梅本先生としては、結局どうのご意見なのでしょう。このまま放っておくと、共同保有者にどうしてもなりますよね。

○梅本 はい、なります。

○川口 スチュワードシップ・コードができたときに、共同保有者に該当するのではないかという点が問題となり、金融庁からも Q&A が出ていました。この研究会でも、機関投資家の代表者が、共同保有者になる可能性があるのも、共同して行動することは難しいという話をされていました。この点については、梅本先生はどのようなスタンスでしょうか。改正によって対処するということ

もお考えでしょうか。

○梅本 イギリス型を認める方向で大量保有報告制度を改正するというのも考えられないではないと思うのですが、2つ問題があるように思います。1つはそうしたところで本当に機関投資家はそういう活動をするのかどうなのか。ご承知のように日本では、機関投資家が共同してガバナンスに関与したような、イギリスのような伝統はありません。主としてメインバンクがガバナンスに関わってきたというのが実態ではないかと思われま。

第2に共同保有者の規制を改正した場合の波及効果の問題です。共同保有の規制を緩めてしまうと、例えばアクティビストにとってみると、今までよりも行儀のよくないことを自由にできるようになったりしないのか。あるいは以前、10月の研究会の折りにブラックロックの方に質問させていただきましたコモン・オーナーシップの問題ですが、日本でも将来的にパッシブ運用のファンドが多くの上場会社の筆頭株主とか上位株主に出てきて、独占・寡占と言えるかどうか分かりませんが、そうなってくる可能性はあるかもしれないと思うのです。

アメリカのコモン・オーナーシップの議論において、それを痛烈に批判する興味深い論文があります (John D. Morley, Too Big to Be Activist 92 S. Cal. L. Rev. 1407 (2019))。それによると、共同保有者ですとか重要提案行為についての大量保有報告制度の規制があるので、例えばブラックロックの傘下にある多くのファンドが同じ方向で株主権を行使をしようと思っても、事実上できないようになっているというものです。

大手運用会社が大量の上場株式を保有して大株主として名を連ねているとしても、傘下の個別ファンドの株主権を協調して行使できないのだから、コモン・オーナーシップというのは単なる神話だという主張です。もし日本においても同じようにパッシブファンドの運用会社が多くの上場会社の上位株主になってきて、そうして大量保有報告制

度を改正して、ファンドが共同して株主権行使をするようになる」とすると、かえって望ましくない結果を生む危険があるのではないか気になるところです。杞憂かもしれませんが、助言サービス業の競争環境を確保することを目的に、議決権行使助言会社に対抗する勢力を作るために大量保有報告制度を改正するということは、安易に踏み込まない方がいいのではないかという気がしまして、かなり中途半端なことを申し上げた次第です。

○川口 ありがとうございます。

発言を遠慮されている方々もいかがでしょうか。

#### 【ポイズンピルの推奨内容と事後開示】

○洲崎 ご発言がないようですので。（笑）

梅本先生のご報告で、日本語による開示が必要なのではないか、また、事後的でもよいかから推奨結果と推奨理由を出してほしいと述べられた点は、私も同感です。

例えば取締役や監査役の独立性に関する話とか、ENEOS のケースで出てきたように決算の情報に基づいて取締役らの再任を認めるかどうかといった問題はある程度形式的な基準に従っているのので、発行会社の方も、こういう数字やデータだと議決権行使助言会社がどういう立場を採るかというのは分かると思うのです。

しかし、梅本先生も言われた敵対的買収の対抗策・防衛策、特に最近出てきているポイズンピルは非常に複雑で、法律家が見ても、一体このポイズンピルがどのように働くのかは、一読しただけではとても分からない。そのように非常に複雑なものが出てきていて、裁判でも争われているわけです。そのようなものについて助言会社が正しく理解したうえで、助言会社が持っている基準をどういうふうに当てはめて判断したのかが、現状では全然分からないわけです。

私が知りたいのは、助言を利用している機関投資家に対して出されるレポートなどでは、そのあたりのことがある程度説明がなされているのかど

うか。そもそも英語で推奨結果、推奨理由が書いているところからして、日本の大手の法律事務所の弁護士さんたちですら、簡単には理解できないような複雑なポイズンピルについて、法律の専門家ではないかもしれない人が正しく評価しているのか、というのが非常に不安です。議決権行使助言会社を買収防衛策について正しく評価ができているのかどうか、現状ではよく分からないような感じがするのですけれども、それはやはりよく分からないということなのでしょう。

黒沼先生がもしそのあたりの情報をご存じであれば、黒沼先生にお答えいただくということでも結構です。よろしくお願いいたします。

○川口 まずは、梅本先生、何かコメントがあればお願いします。

○梅本 私も全く存じませんが、確かに知りたいところです、特にポイズンピルについての賛否につきましては。

○川口 助言会社が理解しているかどうかというのは、英文開示の問題とは違う話ですよ。

○洲崎 日本語で説得力のある法的な説明をしてきているのであれば、日本の法律に詳しい方々が分析して正しく評価できているのかどうかということも判断しやすくなるように思うのですが、英文開示ではそのあたりが判断しづらくなるように思うのです。本当は9月の研究会のときにそのあたりのことをもっと突っ込んで聞いておけばよかったのかもしれないですが、そのときにはまだよく分かっていなかったところもあって、十分な質問ができませんでした。

○川口 今の部分は、英語を読んだら何となく分かるのではないですか、議決権行使助言会社が理解してそれを書いているかどうかというのは、見る人が見ればということで。（笑）

○黒沼 その点は、私もよく知りません。議決権行使を委任している部分については、行使結果だけが来るのだらうと思います。

話題となった事件について ISS がどういう判断をしているかというようなことを聞くことはあり

ますが、これは感想ですけれども、彼らは、言葉の問題なのか、最新の情報まで踏まえた判断になっていないという感じはしますね。最新の新聞報道まで見て決定しているのではなくて、それゆえ買収側でも防衛側でも、十分な理由が説明されていないとか開示されていないというようなことを根拠とすることがあるように感じました。

○洲崎 要するに、よく分からないということですかね、現時点では。（笑）ありがとうございました。

○川口 ほかはいかがでしょうか。

#### 【評価のズレと会社の開示の在り方】

○片木 ちょっと感想みたいな話になるのですが、先ほどの ENEOS の例、大変興味深く聞かせていただきました。ただ、思いますのは、なぜそんな議決権行使助言会社から反対推奨が起こされそうというときまで説明がずっとできていなかったのだろうか。2期連続ないし3期連続で赤字になっているということは分かるわけですから、そうすると事業報告なり、あるいは計算書類の脚注なりでその内容とか分析についてのそれなりの説明といいましようか、あるいは経営者のいわゆるマネジメントオピニオンといいましようか、そういったところでそういう情勢について経営方針としてどういうふうを考えているのかということの説明をしておけば、ある意味でよかったようなことではあるかと思えますね。

計算書類の脚注とか事業報告なんかの業績の説明とかを見ましても、やはり現在でも非常に形式的な説明が多いのではないかと思います。助言会社なんかのいろいろな議決権行使の方針については、たしか開示はされているのだらうと思いますが、それはコーポレートガバナンス・コードの各種指針と同じように、結果的に似たような形で、方針に反対するのだったらエクस्पラインしろよという一種圧力にはなっているわけですね。

独立性についてやや問題があるような取締役をそれでも選任したいとか、あるいは現在の自分の

ところの取締役会のいわば多様性というものについてはまだ十分ではないけれども、今現在ではここでいきたいというふうな議論をするときに、やはり事業報告なりの一部どこか、あるいは計算書類の脚注なり積極的な説明をちゃんとするということが行われていけば済むことではないのかなというふうな気もしましたということです。

○川口 梅本先生のご報告では、個別に説得したにもかかわらず直してくれなかったということでした。片木先生のご意見だと、事業報告とかに書いておけば、それは正式な書類なので、向こうもそれを重要視しただろうということでしょうか。

○片木 先ほどのご報告では、助言会社は納得しなかったけれども、機関投資家は納得してくれたという話でしたね。ですので、やはり最初からある程度予測ができるようなことであれば、むしろ自分の方から積極的な開示やマネジメントオピニオンとしてきちっと報告することで、機関投資家を説得する努力というのは最初からしておくことが必要なのではないかなと思ったということです。

○川口 分かりました。ありがとうございます。今の点について、梅本先生、何かありますでしょうか。

○梅本 いえ、私も片木先生のおっしゃるとおりだと思います。

○川口 ほかはいかがでしょうか。ご質問などがなければ、これで、本日の研究会は閉じさせていただきます。梅本先生、ご報告ありがとうございました。