

議決権行使助言会社の規制

梅本 剛正

1 はじめに

(1) 議決権行使助言会社

議決権行使助言会社とは、機関投資家から対価を得ることで上場会社各社の株主総会の議案につき、議決権行使における「賛成」「反対」の推奨を行うサービスを提供する会社である。各国の議決権行使助言業務は、IS S (Institutional Shareholder Services) とグラスルイスの二社が事実上の寡占状態にあり、わが国でも同じである。⁽¹⁾⁽²⁾

毎年六月の定時株主総会シーズンが近づくにつれて、個々の上場会社の議案において議決権行使助言会社の動きが新聞紙上を賑わせる。上場会社の役員選任や定款変更など重要な議案において助言会社が賛否いずれを推奨したのか関心を集めるわけだが、争いのある株主総会の議案が助言会社の推奨どおりの結果となることも少なくない。

このように、議決権行使助言会社は上場会社の重要事項の決定に大きな影響力を持っているが、その実態は必ずしも明らかではない。議決権行使助言会社は機関投資家との契約関係に基づいて事実上議決権行使について推奨している会社に過ぎず、法律等の規制は受けていないからである。

(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の歴史はさほど古いものではなく、一九八五年にアメリカの厚生省幹部がアメリカの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る。その後、一九八〇年代後半のERISA法解釈通牒エイボンレターや一九四〇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年金基金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等が示されて以後、機関投資家らによる助言業務の外部委託が増加するようになった。

日本の機関投資家はアメリカと異なり、法規制等を理由に助言会社を利用しているわけではない。わが国の上場会社は六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株主総会議案すべてに目を通して賛成・反対を決定することは困難であり、事実上の必要から作業の一部を助言会社にアウトソースしているものと考えられる。⁽³⁾

(3) 問題の所在

議決権行使助言会社に対する規制は、欧米においても近年ようやく整備が進められてきたところであり、まだ手探りの段階といつてよい。わが国においても、後述するようにスチュワードシップ・コードに議決権行使助言会社に関連する定めが置かれるなど、近年は助言会社の存在が正面から認められつつあるが、いまのところは規制といえるほど踏み込んだものとはなっていない。

議決権行使助言会社の規制の必要性を説く見解は次のような理由を挙げる。第一に助言会社の利益相反の問題である。ISSのようにコンサルティング業務を子会社が行っている場合には、子会社の取引先の株主総会議案

に対する推奨内容が（会社に有利に）歪められる恐れがある。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、同じように評価が歪みかねない。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うる。

第二に助言会社の物的・人的資源が十分か否かもしばしば問題とされる。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のであるから、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ある。かり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る。

第三に助言会社の推奨内容が事実誤認等に基づいていることも、評価対象となった会社から指摘されている。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るが、必ずしもすべての会社で実地調査を行っているわけではない。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る。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あるが、推奨内容に会社の反論等をどの程度反映させるかも問題となりうる。

第四に、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問題もある。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するが、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少なくない。

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。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あり規制で縛るべきでないこと、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、などである。⁽⁴⁾

以下では欧米の規制を概観したうえで(2)、二〇一九年六月に開催されたLIXILグループの株主総会に対するISSとグラスルイスの推奨内容・推奨理由について検討を加えることにする(3)。この事件は助言会社の推奨における、議案の調査・評価能力に大きな疑問を抱かせると同時に、外国人株主が多い大企業における議決権行使助言会社の影響力の大きさを改めて認識させるものであった。最後にまとめとして、わが国における議決権行使助言会社の規制の在り方について若干の考察を加える(4)。

2 欧米の規制状況⁽⁵⁾

(1) アメリカの規制状況

① 法規制の試み
アメリカでは、二〇〇七年六月の会計検査院(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されてきた。二〇一七年一〇月、二〇一八年一月には助言会社の規制を含む法案が議会に提出された。これら法案の主たる内容は、助言会社をSECへの登録制として、助言会社に関する情報開示を図るとともに、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や、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など、GAO報告書以後問題とされてきた論点を踏まえたものであった。

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た。

② SECの二つのガイドラインと委任状勧誘規則改正案

二〇一九年八月にSECは連邦証券諸法の規則について解釈・ガイドライン二つを発出した⁽⁷⁾。一つは委任状勧誘規制における議決権行使助言会社に関するものであり、もう一つは運用会社の議決権行使の受託者責任に関するものである。前者については近時その内容を反映した委任状規則の改正提案がなされたので、こちらで説明する。後者については、運用会社が受託者責任を果たすうえで、保有株式の議決権行使にあたり議決権行使助言会社の利用を認めつつ、当該助言会社のスタッフの構成・質、技術力等が議案の内容を適切に分析・評価するため十分か否か検討することを求めるとともに、助言会社の事実関係の誤り、手法の弱点的なレビュー等事実関係の誤り等が生じないための方針等を策定すべきであるとしている。

SECは二〇一九年一月五日に委任状勧誘規則の改正案を公表した⁽⁸⁾。これは議決権行使助言会社の情報開示義務と評価対象会社との対話手続きのルールを新設するものである。一九三四年証券取引所法の委任状勧誘規則では、「勧誘」(規則一四a—1(i)(iii))に該当する行為を行う場合、一定の書式に基づく情報提供義務やSECへの届出が求められるなど煩雑な手続きが必要とされている(規則一四a—2(規則一四a—1a))。現行法では議決権行使助言会社の助言行為は適用除外されているが(規則一四a—1(b))、今回の新たな規則案は議決権行使助言会社が適用除外を受ける条件として、主として次の三点を遵守することを求めている。

第一に、レポートにおいて助言会社が実質的に有する利益相反関係について詳細な情報開示を行うこと、第二に推奨レポートを顧客に送付する前に推奨行為を行う会社などに対して当該内容をレビューする機会を提供すること、第三に助言会社は会社から要求があれば、推奨レポートの中に会社側の見解につながるハイパーリンクを入れておくことなどである。⁽⁹⁾

(2) EU株主権ディレクティブ (Shareholder Rights Directive)⁽¹⁰⁾

EU株主権ディレクティブは、二〇一七年に改正され、新たに三丁条「議決権行使助言会社の透明性」という規定が設けられた。これは議決権行使助言会社に対して助言の決定方法、利益相反の対応などについて情報公開することを求めるものである。

具体的には、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求められている(二項)。さらに、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開示することが求められる(二項)。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き、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およ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および管理に関する方針などである。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る(三項)。

3 わが国における議決権行使助言会社の問題点〜LII事件を参考に

(1) LII事件のインパクト

これまで助言会社の推奨内容がわが国において大きな問題となったことはなかった。もちろん、事実関係の誤認等を理由に助言会社の評価対象となった会社が反論等をHPなどに掲載することは現在でもしばしば見られる⁽¹³⁾。多くの場合に対象会社が異議を申し立てるのは、社外取締役の独立性に関して会社と助言会社の認識が異なる

る場合についてである。

二〇一九年六月に開催されたLIXILグループ（以下、「LIXIL」と略称）の定時株主総会における助言会社の推奨内容は、内紛の原因を作り出した会社側の提案議案に極めて好意的な内容であったため、批判的な評価が加えられた。⁽¹⁴⁾ わが国において、議決権行使助言会社の推奨内容がこれほど注目され、かつ批判に晒された（少なくとも好意的な評価を受けなかった）のは初めての経験といえる。

（2）二〇一九年六月のLIXILにおける定時株主総会

① 経緯

LIXILは住宅設備機器等を製造販売する事業会社を傘下に有する業界最大手の持株会社である。二〇一八年一月にLIXILに社外から招かれた「プロ経営者」瀬戸欣也CEOが解任され、代わりに創業家出身の潮田洋一郎氏がCEOに就任した。この解任手続きに問題があること等がメディアで報じられ、⁽¹⁵⁾ 海外の機関投資家などから説明を求める声が上がった。会社側が満足のいく説明をしなかったため、機関投資家は潮田氏らを解任するための臨時株主総会の開催を求めたところ、潮田氏らは自ら辞任した。二〇一九年六月開催の定時株主総会を前に瀬戸氏が株主提案権を行使して八名の役員候補を提案し、会社側との話し合いを求めてきたが、会社側はこれを拒否し独自の候補を提案した。

複数の海外の機関投資家が瀬戸氏らの株主提案候補を支持する声明を出したものの、議決権行使助言会社のISSとグラスルイスは、事実上会社側候補を支持する内容の推奨を行った。

② 総会における議題・議案と議決権助言会社の推奨内容

定時株主総会における役員選任議案に係る議題・議案は次のとおりであった。すなわち、「二号議案」として会社の提案する取締役八名の候補者、「二号議案」として会社・株主双方の提案する取締役二名の候補者、「三号議案」として株主の提案する六名の取締役候補者がそれぞれ挙げられていた。これに対する助言会社の推奨内容と理由は以下のとおりである。

(i) ISS⁽¹⁶⁾

「一号議案」六名賛成、二名反対（二名については、ISSの基準上独立性を欠くため）

「二号議案」二名いずれも賛成

「三号議案」二名賛成、四名反対（一名はISSの基準上独立性を欠くと判断し、他の三名は社内の業務執行者であることが理由。とくに瀬戸氏については解任手続きに瑕疵があったのは明らかだがCEO在任中の業績不振がまったく無関係だとは断定しがたいとの理由）

ISSは経営権の争いがある場合には、役員選任議案の審査にあたり、争いの背景や候補者の履歴等に基づいて個別判断するという基本方針を示している。⁽¹⁷⁾ LIXIL株主総会における役員選任にあたりISSは、「二人の社内取締役を含む一〇名規模の取締役会が現在のところ適当だと考える」として、対立する双方から一名ずつ社内取締役を賛成推奨し、他の取締役は独立性のみを基準に賛否を決定したものとみられる。

(ii) グラスルイス⁽¹⁸⁾

「一号議案」八名すべて賛成

「二号議案」二名いずれも賛成

「三号議案」一名賛成、五名反対（現任取締役は取締役会に入るべきではない等の理由から、社内取締役候補四名に反対し、一名については独立性を欠くとの理由）

内紛の経緯から瀬戸氏には同情すべき点はあるとしながらも、会社の将来のことを考えるなら現任取締役は新しい取締役会に入るべきではないとの判断を示す。会社の候補者は指名委員会で選出されたものであるが、同委員会には潮田氏らはすでに含まれていないため影響はないと評価し、提案された候補者も社外取締役を中心に構成されているので問題ないとの立場をとる。

③ 投票結果と各機関投資家による議決権行使

定時株主総会における役員選任議案の投票結果は次のとおりであった。⁽¹⁹⁾

「一号議案」六名可決二名否決

「二号議案」二名可決

「三号議案」六名可決

株主提案側候補は瀬戸氏も含めて八名全員が選任されたのに対して、会社側候補は六名のみ選任され、事実上株主側の勝利に終わったとの評価が一般的であった。⁽²⁰⁾

各機関投資家による議決権行使状況であるが、多くの機関投資家は会社側提案候補すべてに反対票を投じ、株主提案候補すべてに賛成票を投じていた（野村アセット、日興アセット、みずほ信託、三菱UFJ信託、三井住友トラストなど）。中には議決権行使助言会社の推奨内容と同じく会社提案を支持する議決権行使を行ったものや（ニッセイアセット「一号議案」六名賛成・二名反対、「二号議案」二名賛成、「三号議案」一名賛成・五名反対）、会社提案を全面的に支持したものの（第一生命保険・「一号議案」すべて賛成、「二号議案」「三号議案」すべて

て反対)もあった。また、会社側・株主側候補双方の議案に賛成票を投じたものもあった(日本生命、住友生命)。

④ 分析・検討

(i) 助言会社の推奨内容の問題点

ISSおよびグラスルイスの推奨内容は、あたかも取締役会を社外取締役中心に構成すればあらゆる問題が解決するかののごとき楽観的な前提に基づくものであり、顧客である機関投資家などLIXILのステークホルダーが望む企業価値の維持向上を意図としたものとは、大きくかけ離れていたといわざるをえない。

LIXILの指名委員会は事件の当初から創業者経営者に付度する姿勢が顕著で適切に機能してこなかったことが明らかであり、かかる委員会の候補者選別に信頼を置くことの是非こそが問われるべきであった。ところが、いずれの助言会社もその点はほとんど問題とせず、結果的に会社側の意向に沿った候補者を推しており、かかる評価の方法は批判を免れない。⁽²¹⁾

なによりも、両助言会社の推奨内容どおりに取締役を選任したなら、会社側候補者の取締役が多数を占めることになるが、その場合には半年程度の期間、他社の代表取締役や取締役会会長を複数兼任する社外取締役を暫定CEOに就任させる体制が採られる可能性が高かった。⁽²²⁾ そうなると、会社経営の継続性が失われかねず、極めて不安定な体制を事実上容認することになるが、いずれの助言会社も総会後の経営の在り方につき真摯に検討した形跡はなく、支配権争いのある会社の役員選任議案における、助言会社の評価・判断能力に少なからぬ疑問を感じさせた。

(ii) 助言会社の推奨の検証可能性の欠如

本稿の関心から最も注目すべきことは、LIXILの株主総会に対する議決権行使助言会社の推奨内容は世

間の注目を浴びたものの、その後本格的な議論の広がりが見られなかったことである。助言会社の判断に賛成するにせよ反対するにせよ、本来であればもう少し議論があつてしかるべきであろう。助言会社に関する議論が広がることも深まることもなかった大きな原因の一つは、議決権行使助言会社の推奨内容は事後であっても公開されないという点に求めることができそうである。助言会社の推奨内容等は原則的に契約先の機関投資家しか知りえないものであり、推奨理由等を記載したレポート全文が対外的に明らかにされることはない。一次資料が参照可能でなければ議論のしようがないわけである。

つまり、不透明さゆえに助言会社は本格的な批判を免れることができるのである。助言会社が社会からの監視を受けず、合理性を欠いた推奨行為を行うことになれば、わが国の上場会社の企業価値を毀損しかねない。その危険が現実的なものであることをLIXIL事件は教えている。

(iii) 助言会社の海外投資家への影響力

多くの国内の機関投資家は、上述した推奨内容の問題点を踏まえて助言会社の推奨に従わず、自らの判断で株主提案を支持したものと推察される。

ところが、株主提案議案はすべて可決されたとはいえ、ほとんどが半数をわずかに上回る程度の票を得たに過ぎなかつた。⁽²³⁾このような結果となつたのは、定時株主総会の時点においてLIXILの議決権の約三五%を海外投資家が保有していたことが、関係しているように思われる。つまり、議決権行使助言会社の推奨行為は、国内の機関投資家に対する影響力は限られたものの、海外の機関投資家に対しては相当程度有効だったということである。ほとんどの海外の機関投資家は日本の個々の上場会社の情報に接しているわけではないため、助言会社の推奨どおりに議決権を行使したのであろう。わが国の上場会社の株式の多くが海外の投資家に保有さ

れつつあることを考えるなら、将来的に議決権行使助言会社の影響力はより大きくなるものと予想される。⁽²⁴⁾

4 議決権行使助言会社の規制の在り方

(1) 現行スチュワードシップ・コードと必要な情報は開示されているのか？

改定スチュワードシップ・コードの指針五―五では議決権行使助言会社について次のように定められている。「議決権行使助言会社は、企業の実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。⁽²⁵⁾」わが国における議決権行使助言会社に対するルールはこれが唯一のものである。内容的には欧米の規制と類似しているが、問題は現行スチュワードシップ・コードの下で実際にどの程度の情報が開示されているのかである。ISSはアメリカ本国のHPにおいて、日本も含めた各国のスチュワードシップ・コードへの対応状況を一応は英語で開示している。⁽²⁶⁾しかし、その内容は極めて貧弱である。たとえば、業務の体制については、ISS本体のアナリスト数などは開示されているが、日本市場にどれだけのリソースが割られているのかは不明である。利益相反管理についてもアメリカ本体の一般的な対応が述べられているだけで、日本国内においてどのような利益相反が存在するのか等の肝心の情報は開示されていない。助言会社は日本国内の顧客に対しても基本的に英語で作成されたレポートを交付しているところから推察して、非常に限られた数の日本人スタッフが日本株の業務を担当していると思われるが実態は不明である。

(2) コードか法規制か

現在のスチュワードシップ・コードの下では、助言会社から意味のある情報が開示されていないとすると、二つの対応が考えられる。一つはスチュワードシップ・コードの内容を改めて、たとえば助言会社の情報開示に関連した規定を詳細に置くことで遵守を促すというものである。これにより助言会社から必要な情報開示等がなされるなら現行枠組みでも問題ない。

しかし、それでも十分な情報が開示されないのであれば、もう一つの対応である、法規制の導入を検討する必要がある。規制の方法も、議決権行使助言会社を登録対象にするなど直接の規制対象とする方法から、助言会社の利用者である機関投資家に一定の要件を満たした助言会社のみを利用することを求めるなど幾つかのバリエーションが考えられる。助言会社の規制については、前述したように規制コストが助言会社の活動を阻害すると批判されることがあるが、自己の業務等に関する一定の情報開示を求めるだけであれば、さしたる負担が生ずるとは考えにくい。

(3) 助言会社につき求められる規制内容

① 情報開示

欧米のルールは助言会社に対して一定の情報開示を求めることを基本的な内容とするものである。上場会社のガバナンスに重要な影響を与えているにも拘わらず、助言会社自身の基本的な情報すら明らかにされていないのが国の現状は改めるべきであろう。欧米で求められている、助言会社の議案分析能力を裏付けるスタッフの人数・質の確保や調査の方法、情報源などの開示や利益相反の開示等は、たしかに日本においても必要であると思われる。

る。

現状では助言会社がいかなる事業を国内で展開しているのか等の基本的な情報すら開示されていない。助言会社に対しては、日本における事業内容等の基本情報に併せて、欧米で求められる事項を日本語で開示させる必要があるだろう。

② 反論機会の提供

アメリカの委任状勧誘規則改正案では、会社に反論の機会を提供するための手続きを用意することを求めている。たしかに重要な論点であるが、招集通知の提供が日本より早期になされるアメリカとの違いを考えると、日本において直ちに採用できる提案とは言い難い。ISSは評価対象会社が希望すれば、無償でレポートを提供しているので、必要に応じて会社がHP等で反論することは現状でも可能である。

③ 推奨内容等の開示

日本企業のガバナンス改革において、機関投資家や助言会社が大きな役割を担っていることは今更言うまでもない。機関投資家らが役割を果たすに当たっては、議決権行使等が適正に行われる必要がある。事実誤認や誤った評価に基づいて議決権行使等が行われれば、対象となった会社の企業価値を損なうことになりかねない。

議決権行使助言会社の推奨行為は、規制反対論の説くように契約先の機関投資家との間の問題と狭く捉えるのは誤りである。日本株を大量に保有し助言会社の推奨通りに議決権を行使する海外投資家の存在を考えるならば、助言会社の推奨行為は対象会社の企業価値を左右するほど大きな影響力を持つこと、推奨行為が適正に行われなければ対象会社の株主などのステークホルダーが不利益を被ることは強調されるべきで、かかる観点も踏まえて助言会社の規制の議論は行われるべきである。⁽²⁷⁾

改定スチュワードシップ・コードを受けて、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ってきた。個々の株主総会でどのような議決権行使を行ったかを開示すれば、事後的な検証が可能となる。利益相反を有する議案であっても、それが適切に管理されたのか否かを知ることができる。⁽²⁸⁾

議決権行使助言会社については、そのような開示は行われていない。事前に個々の議案の推奨内容等の開示を求めたとすると、議決権行使助言会社のビジネスそのものが成り立たないが、株主総会後に開示することに支障はないはずである。

特定の議案の賛否推奨について、唯一正しいものがあるとは限らないが、上場会社の重要な決定に大きな影響力を有する助言会社の推奨内容が総会後にも明らかにされず、批判の対象にならない現状は改めるべきである。助言会社は推奨内容を明らかにして社会の評価を受けるべきであるし、必要があれば社会に対して推奨内容の妥当性を説明すべきであろう。かかるプロセスがあつてこそ、助言会社からより質の高いサービスが提供され、わが国の上場会社のコーポレートガバナンス改革もさらに前に進むのではなからうか。

※二〇一九年六月に開催されたLIXILグループの定時株主総会に対するISSおよびグラスルイスの議決権推奨レポートについては、匿名の株主の方のご厚意によりその内容を知ることができました。心よりお礼申し上げます。

注

(1) アメリカにも欧州にも小規模な助言会社は幾つか存在している。アメリカではISS (一六〇〇)、Glass Lewis (一
一〇〇〇)、Egon-Jones Proxy Services (四五〇)、Marco Consulting Group (一一〇〇)、ProxyVote Plus (一一〇〇) 6

五社が活動している（カッコ内は顧客数）。GAO, CORPORATE SHAREHOLDER MEETING Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices (2016)

- (2) 現在のISSはプライベートエクイティのGenster Capitalの傘下であり、子会社を通じてガバナンスのコンサルティング業務を行うなど、助言業以外の業務も幅広く行っている。グラスルイスは助言業のみを行っている。わが国における議決権行使助言会社に関する先行研究としては、高橋真弓「議決権行使助言会社の法的規制論に関する一研究」一橋法学一巻二号四三頁（二〇一二）があり、最近のものとして、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」月刊資本市場三九二号三六頁（二〇一八）、森田多恵子・江口大介「議決権行使の実質化と議決権行使助言会社の規律をめぐる動向」商事法務二一九七号三六頁（二〇一九）などがある。

- (3) 機関投資家によっては利益相反を有する議案について助言会社の推奨に従って議決権行使を行う等の対応を取るものが出てきたが、このことも助言会社の需要を促している。梅本剛正「スチュワードシップ・コードの可能性」証研レポート一六九五号三四頁、四一頁（二〇一六）参照。

- (4) 助言会社規制に対する賛否に関する見解の概要については、二〇一九年八月に出された二つの解釈指針に関連したSEC委員Elad L. Roismanによる次のコメント参照：SEC, Statement at the Open Meeting, Modernizing SEC Rules Governing Proxy Voting Advice, <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-roisman-2019-11-05-14a-2b>.
- (5) 欧米の議決権行使助言会社の概要については、最近のものとして「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（令和元年一〇月二日開催）参考資料」「資料四」が比較的良好とまとまっている。また、前掲注（2）の各文献も参照。

- (6) GAO, CORPORATE SHAREHOLDER MEETINGS: ISSUES RELATING TO FIRMS THAT ADVISE

INSTITUTIONAL INVESTORS ON PROXY VOTING (2007)

- (7) SEC, Commission Interpretation and Guidance Regarding the Applicability of the Proxy Rules to Proxy Voting Advice, Release No. 34-86721 (Aug. 21, 2019). SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325; IC-33605 (Aug. 21, 2019)
- (8) SEC, Amendments to Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, Release No. 34-87457 (Nov. 5, 2019)
- (9) 加えて、委任状勧誘規則の虚偽記載等の禁止規定（規則一四一―九）に、利益相反等の開示が不十分な場合も禁止事項に含める改正も提案されている。
- (10) 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
- (11) 改正ディレクティブは、二〇一九年六月までに国内法化することが求められている。
- (12) 欧米の大手助言会社は二〇一四年にESMAの要請を受けて共通の行動規範を作成している。アンナ・ヒル「Cityの窓から」二〇一九年施行される「改正株主権利指令のご紹介」月刊資本市場三九六号七六頁、八一頁（二〇一八年八月）参照。EUディレクティブ等の改正を受けて現在は二〇一九年版最良慣行原則（2019 Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis）<https://bppgrp.info/the-2019-principles-detail/>が作成されている。
- (13) 鈴木裕「議決権行使助言者への会社側からの反論」大和総研（二〇一七年六月二〇日）https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20170620_012081.pdf

- (14) 直後に公表されたジェフリーズ証券ストラテジー・レポート「LIXIL・欠陥のある論理」は、ISSが瀬戸氏をCEOに推す情報が不足すると述べつつ、何の検証もせずに会社側の暫定CEO提案を事実上容認しているなど論理そのものに欠陥があることを批判し、ISSの推奨と同時にLIXILの株価が下落したことは株式市場がISSの見方に賛成していないことの証左であると主張している。
- (15) 「不可解なLIXIL瀬戸氏の「解任劇」」日経ビジネス二〇一八年一月二日号など参照。
- (16) ISS Proxy Analysis & Benchmark Policy Voting Recommendations, LIXIL Group Corp.
- (17) ISS「二〇一九年版日本向け議決権行使助言基準」七頁参照。
- (18) Glass Lewis Proxy Paper, LIXIL Group Corporation
- (19) LIXILグループ・二〇一九年六月二六日提出「臨時報告書」参照。
- (20) 二〇一九年六月二七日付日本経済新聞「社説 株主が経営選んだLIXIL」など参照。
- (21) 「LIXIL問題、助言会社と海外投資家、かみ合わせ争点」日経ビジネスオンライン二〇一九年六月一四日 (https://business.nikkei.com/atcl/seminar/19/00030/061400023?_p=1) では、「会社側の候補者は、瀬戸氏解任に賛成した取締役たちに選ばれており、公平性に疑問がある。瀬戸氏解任のプロセスに問題があったことは、外部の弁護士に依頼した調査・検証結果の報告書でも明らかになっているのに、会社側の候補者を選んだ取締役たちは何も行動を起こさなかった」との海外機関投資家の見解を紹介している。
- (22) 「LIXIL側、暫定CEO、元リコー社長の三浦氏」二〇一九年六月二二日付日本経済新聞朝刊
- (23) 前掲注(19)臨時報告書によると、株主側候補の第三号議案の六名のうち五名の賛成比率は五〇%台でしかなく、このうち最も賛成比率の低い川本隆一氏は五〇・八一%、瀬戸欣哉氏の賛成比率も五三・七一%でしかなかった。

(24) 議決権行使実質化検討フォーラム『議決権行使白書』四三頁(二〇一七)の【図表4―3―2】によると、議決権行使助言会社が反対推奨した場合の議案への反対比率は、国内の機関投資家に比べて海外の機関投資家の方がはるかに高いことを示している。

(25) 二〇一九年一〇月二日開催の「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」では、「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ことが期待される。」との提案がなされたが、これは指針五―五の改正を意図したものと思われる。

(26) ISSのウェブサイトを(<https://www.issgovernance.com/about/about-iss/>)参照。

(27) 海外の助言会社が海外の顧客に対して日本の上場会社の助言業務を行う場合には原則的に日本の規制は及ばない。しかし、助言業務が規模の利益を有する性格を有するものであることや日本企業の助言業務の主たる顧客が日本の機関投資家であることを考えると、わが国の機関投資家に対して助言業務を行う助言会社を規制することで、海外の投資家に対する助言業務に影響を与えることは事実上可能であろう。なお、本文で取り上げたEUディレクティブは、EU内の施設等を通じて活動するのであれば、助言会社の本社等がEU域外にある場合でも適用対象となる(三―四項)。

(28) 第一生命保険はLIXILグループの大株主であるが二〇一九年の定時株主総会において、もともと会社寄りの議決権行使を行った。その理由として同社にとってLIXILグループが団体保険の契約先であるという利益相反関係が影響を及ぼしたことが疑われる。第一生命保険の議決権行使個別開示を見ると、LIXILグループについて「※本件については、責任投資委員会での審議を踏まえ決定しております。」と注記している。同社のスチュワードシップ報告書では利益相反を有する議案などについては、社外委員を含む責任投資委員会で決定するとある。しかし、利益

相反の管理が適切になされたか否かは議決権行使結果が雄弁に語っている。なお、生命保険会社が団体保険契約の契約者である会社に対して極めて弱い立場にあることは、FACTAオンライン・阿部重夫主筆ブログ「株主総会で生保を凍らす「殺し文句」——団体保険解約ちらつかす企業」(二〇一九年五月三一日) <https://facta.co.jp/blog/archives/20190531001392.html>参照。

(うめもと よしまさ・甲南大学教授)