

「機関投資家による議決権行使と議決権行使助言会社」

第4期 客員研究員

首都大学東京 都市教養学部法学系 准教授

尾崎 悠一

要約

わが国において、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割に期待する議論が増加しつつある(このような議論の例として、金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」[平成21年6月17日]など。近時の動向としては、金融庁が平成25年8月6日に第1回会議を開催した日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会など)。また、株主総会実務との関係で機関投資家の影響力に言及する文献等も見受けられ、機関投資家の存在感は高まっていると評価することができ、海外の機関投資家の保有割合が高い会社を中心に議決権行使助言会社の影響が現れつつある。本稿は、米国における議決権行使助言会社の状況とそれに関する議論を紹介・検討することにより、わが国における機関投資家による議決権行使に関する検討を行う手がかりを得ようとするものである。

米国においては、機関投資家の株式保有割合の拡大と機関投資家による議決権行使の拡大することを背景として、議決権行使助言会社が誕生し、その役割を広げていった。すなわち、信託義務に基づいて議決権を行使することを求められる機関投資家が、信託義務を尽くす最も低コストな方法として議決権行使助言会社の利用が拡大し、議決権行使助言会社は機関投資家の議決権行使義務に必要なインフラストラクチャーとして機能することになった。米国では、議決権行使助言会社の影響力の大きさが指摘される場面が多くあるが、実証研究においては、議決権行使助言会社の影響力の大きさは一般に指摘されているほど大きなものではないとする研究もある。

米国においても議決権行使助言会社の規律については議論があるが、現状では特段の規律が設けられているわけではない。議決権行使助言会社の影響力の大きさを前提に、議決権行使助言会社が会社の意思決定に影響を及ぼすことの正統性や議決権行使助言会社の勧告の質についての疑問(議決権行使助言会社のスタッフについての制約、議決権行使助言会社の置かれている利益相反状況、助言内容の決定プロセスの透明性と妥当性についての疑問などが指摘されている)が指摘されている。また、議決権行使助言会社のサービスについて市場メカニズムによる規律の可能性について否定的な見解もあり、これらが、議決権行使助言会社に対する規律の必要性の主張の基礎となっている。

議決権行使助言会社に対する規制手段としては、業規制を課すことが考えられており(既存の枠組みの中で業規制を課すのであれば、投資顧問業として業規制を課すことが考えられており、最大の議決権行

(注)1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用(転用・複製等)及び改変を行うことはできません。

2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。

使助言会社である ISS [Institutional Shareholder Services] は投資顧問業としての登録をしている), 具体的な規律内容としては, (事後的な助言内容の開示を含めた) 助言形成プロセスについての規律や, 利益相反についての規律 (利益相反状況の禁止や利益相反状況の開示) が挙げられているほか, 議決権行使助言会社に信認義務を課したり, 機関投資家の議決権行使助言会社の利用に当たってより積極的に議決権行使助言会社の選別を行ったり, 勧告内容の吟味を求める見解もある。もともと, いずれの規律内容も議決権行使助言会社の効用を妨げる側面があり, その実現に当たっては検討すべき点がなお多い。

わが国における機関投資家の議決権行使に当たっては, 自ら議決権行使基準を制定し, それに照らして具体的な議決権行使を行う場合が多く, 相当のコストがかかっていると考えられる。機関投資家のガバナンスへの関与について, あるべき姿を検討する上では, 各機関投資家におけるコスト・ベネフィットの分析や, 全体として機関投資家の積極的な議決権行使がコーポレート・ガバナンスに与える影響についての分析が必要であり, また, 機関投資家の議決権行使をする上で, コストの軽減策を工夫する必要がある。米国において機関投資家による議決権行使のインフラストラクチャーとしての一面も有する議決権行使助言会社を巡る議論は, これらの検討に当たって有益なものと考えられる。

(掲載誌 ; 尾崎悠一「会社・金融・法〔上巻〕」岩原紳作・山下友信・神田秀樹編集代表 (商事法務)
(2013 年 11 月) 187-218 頁)

- (注) 1 この内容の全部又は一部について, 日本証券業協会に無断で使用 (転用・複製等) 及び改変を行うことはできません。
2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり, 日本証券業協会としての見解を示すものではありません。