

## 1—はじめに

米国では、1974年成立の ERISA (Employee Retirement Income Security Act) により、年金基金等の受託者 (fiduciary) が年金加入者等の最終受益者に対して受託者責任 (fiduciary duty) を負うことが規定された。その後、労働省の解釈指針<sup>1</sup>により、受託者責任に議決権行使が含まれることが明記されて以来、機関投資家による議決権行使のあり方に注目が集められてきた。2003年には、SEC (米証券取引委員会) によって議決権行使に関する方針・手続きおよび結果の開示を義務付ける規則<sup>2</sup>が制定されるに至った。こうした環境変化に伴い、米国機関投資家の議決権行使を巡る説明責任や事務負担が高まったこと等を背景に、自社の議決権行使に係る体制を整備し、また、議決権行使事務を外部の議決権行使アドバイザーに委託したり、議決権行使に係るリサーチ・助言サービスを活用する例が増加している。

以下、米国の議決権行使実務において、近年その存在感を増している議決権行使アドバイザーについて紹介していきたい。

## 2—議決権行使アドバイザーのサービス概要

議決権行使アドバイザーとしては、ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) およびグラスルイス (Glass, Lewis & Co., LLC) が知られており、米国の議決権行使アドバイザー業界は、ほぼ両社による寡占となっていると言われている。両社の提供するサービスは、概ね、①事務代行サービス、②リサーチ・助言サービスの2つに分けられる。

### <①事務代行サービス>

- ・ カストディアンと連携の上、上場企業から議決権行使書類等が遅滞なく送付されているか等、プロセスの進捗管理
- ・ 機関投資家の議決権行使方針に基づく、議決権行使の代行

<sup>1</sup> 29 CFR § 2509.94-2, 59 FR 38863 July 29, 1994

<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CFR-1998-title29-vol9/pdf/CFR-1998-title29-vol9-sec2509-94-2.pdf>

<sup>2</sup> 17 CFR § 270.30b1-4, SEC Release 33-8188 <http://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm>, 17 CFR § 275.206(4)-6, SEC Release IA-2106 <http://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>

- ・ 議決権行使結果の当局宛報告資料の作成・開示
- ・ 議決権行使結果等の記録、データ化
- ・ 上記プロセス全般の状況を管理できるプラットフォームの提供 等

#### <②リサーチ・助言サービス>

- ・ 上場企業の各議案に関するリサーチや、賛成・反対・保留の助言に関するレポートの提供
- ・ 機関投資家の議決権行使方針策定に対する助言 等

また、議決権行使アドバイザーは自社が推奨する議決権行使方針モデルを毎年公表している。ISS は、「時流に応じて注目されている論点や傾向、マーケットの状況、規制環境の変化、顧客からのフィードバック等を考慮して定期的に改定している」と述べている。

### 【ISS およびグラスルイスの概要】

	ISS	グラスルイス
設立	1985年	2003年
親会社	MSCI (大手インデックス、投資リスク・マネジメント会社)	カナダ オンタリオ州教職員年金基金
従業員数	約600名	約300名
顧客数	約1,700社	約950社
顧客が保有する株式資産計 <sup>3</sup>	約26兆ドル (世界の上場企業の時価総額シェア約47%)	約15兆ドル (世界の上場企業の時価総額シェア約27%)
カバー企業数 <sup>3</sup>	約40,000社(115カ国) (世界の上場企業数の約87%)	約23,000社(100カ国以上) (世界の上場企業数の約50%)
拠点	ニューヨーク、ロンドン、東京等14拠点	サンフランシスコ、ニューヨーク、シドニー、リムリック(アイルランド)
特徴	世界各国の詳細なデータに基づくサービス提供に強み	M&Aや報酬と業績の連動性の分析に強み

### 3— 議決権行使アドバイザーに対する批判

議決権行使アドバイザーの活用が広く米国機関投資家の間で普及し、その存在感や影響力が増してきているにつれて、特に議決権を行使される側の上場企業から、議決権行使アドバイザーに対する批判の声も高まっている。

まず、利益相反に関する批判である。特にISSは、機関投資家に対してリサーチ・助言サービスを提供する一方で、子会社を通じ、上場企業に対してコーポレート・ガバナンスに関するコンサルティングや格付サービスも提供しており、議決権行使をする側とされる側の両者に対してサービスを提供するビジネスモデル

<sup>3</sup> ISS、グラスルイスの数値は推計。世界の上場企業の時価総額（約55兆ドル）、上場企業数（約4万6千社）は、世界の58の取引所が加盟する国際取引所連合（World Federation of Exchange）による2012年末のデータ。

となっていることから、批判の対象となっている。ISS はこれに対し、子会社との間に厳格なファイアー・ウォール(オフィスの分離、情報のシャットアウト等)を構築し、お互いの顧客情報を共有できないようにする等の対応を図っており、利益相反は適切に防止されていると説明している。なお、グラスルイスはコンサルティング・サービスを提供していない。

また、議決権行使アドバイザーの専門性・体制に疑問を呈し、議案分析アナリストの質が不十分との指摘等、助言が不正確・不適切なものとなる可能性を排除しきれないとする批判や、米国の議決権行使アドバイザー業界が上記の通りほぼ2社による寡占となっており、競争原理が十分働いていないと批判する声も上がっている。

こうした批判の高まりを受けて、米国会計検査院は2007年に議決権行使アドバイザーの実態調査に乗り出したが、最終的には、議会に「特段大きな問題点は見受けられなかった」とのレポートを提出している。また、2010年にはSECが、議決権行使制度改革の方向性を示したコンセプト・リリース<sup>5</sup>を公表し、その中で議決権行使アドバイザーの問題についても取り上げている。SECは、「議決権行使アドバイザーが影響力を持ちすぎる可能性があることや利益相反関係が懸念される」等として、議決権行使アドバイザーによる利益相反に関する情報開示等、何らかの規制を課す必要があるかといった検討課題を掲げて90日間のパブリックコメントに付したが、本レポート執筆日現在(2013年1月)では、規則案の公表はなされておらず、SEC内で引き続き検討されている模様である。その後もSECが議決権行使アドバイザーに対する規制強化を検討しているとの報道<sup>6</sup>も度々なされており、今後の動向が注目されている。

実際に議決権行使アドバイザーのリサーチ・助言サービスを利用している米国の複数の機関投資家に対してインタビューを実施したところ、「あくまで自社が最終的に自らの責任で投票判断をする際の参考材料として利用しているに過ぎず、議決権行使アドバイザーの意見に拘束されることは決してない」との声や「議決権行使アドバイザーの助言と反する投票を行うこともある」と強調する声が多く聞かれた。また、中には、「外部の専門的な意見を全く参考にもせず自分たちだけで議決権行使判断を行うと、顧客に対して負っている受託者責任を十分に果たしていないと見られるおそれがある。一方で、議決権行使アドバイザーの意見に依拠しすぎても、受託者責任を果たしているとは言えない。当社はそのバランスをとった実務運営としている」と述べる資産運用会社もあった。

#### 4—おわりに

日本では一定の期間に株主総会日が集中しているため、幅広く分散投資を行っている機関投資家においては、議決権行使シーズン中の業務が逼迫する傾向にある。そのため、事務負荷削減、コスト削減等の観点から、議決権行使アドバイザーの事務代行サービスを活用する事例が、今後、増えていく可能性もあるだろう。また、リサーチ・助言サービスについても、日本投資顧問業協会が会員を対象に行ったアンケート

<sup>4</sup> U.S. Government Accountability Office (GAO), CORPORATE SHAREHOLDER MEETINGS: ISSUES RELATING TO FIRMS THAT ADVISE INSTITUTIONAL INVESTORS ON PROXY VOTING (2007)

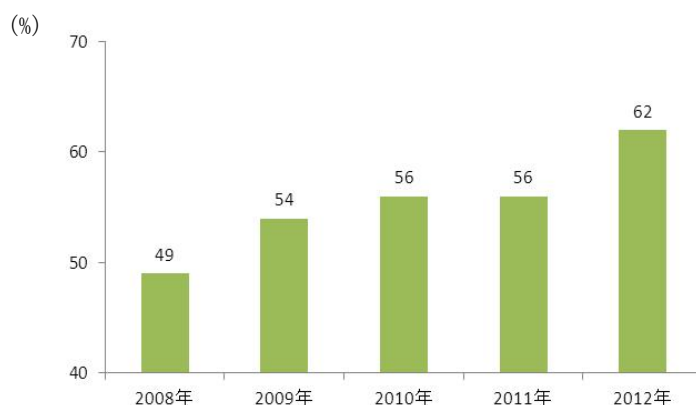
<sup>5</sup> SEC's concept release on the U.S. Proxy System, July 14, 2010

<sup>6</sup> 1例として、Emily Chasan, *SEC Plans New Guidance on Proxy Advisers*, Wall St. J., June 7, 2012

ト<sup>7</sup>によれば、「活用した」企業の比率は増加傾向にあり、直近の調査結果(2012年)ではその比率は62%に上る等、日本でも利用が普及しつつある。

こうした中、機関投資家による議決権行使を充実させるべきとの論調が実際に強まっている日本においては、議決権行使アドバイザーを積極的に活用し、充実した体制・プロセスを構築している米国の例が参考とされる可能性もあり、米国機関投資家による議決権行使アドバイザーの活用が、議決権行使実務にいかにかに寄与しているかについても見定めていく価値がある。

### 【日本の投資顧問業者による議決権行使アドバイザーの利用率】



日本投資顧問業協会「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート」より作成

<sup>7</sup> 日本投資顧問業協会「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート」