

ISSとは何者か 機関投資家の主体性を失わせる 議決権行使助言会社の独占

コーポレートガバナンス強化が進むなかで株主、特に機関投資家の役割がクローズアップされている。その先には新たなビジネス、そして弊害も生まれ得る。

ト ヨタ自動車は6月16日に
行われた株主総会で、新
しい種類株の発行を可能
にする定款変更議案を提出した。定

款変更議案の可決には3分の2の賛成が必要になる。配当決定や役員選任など他の議案のほとんどは9割を大きく超える賛成で可決されたが、種類株の議案は、75・21%の賛成であった。可決要件はクリアしたが、少なからぬ反対の声があったということだ。

多数の反対票が投じられた背景には、議決権行使助言業者の反対投票推奨があったようだ。最大手米ISS（インステイテューショナル・シェアホルダー・サービシズ）は物言わぬ安定株主づくりの恐れがあるとして反対を推奨し、もう一つの大手米グラスルイスは賛成を推奨した。

米労働省元幹部らが創業

議決権行使助言業者とは、株式投資を行う年金基金・投資信託・大学寄付基金などの機関投資家を顧客と

鈴木 裕
（大和総研金融調査部主任研究員）

し、投資先企業の株主総会議案に関して賛成投票・反対投票の推奨助言を行う。米国では、これら機関投資家は議決権を適正に行使すべきと定められている。投資先企業に対する議決権は、年金制度加入者や投資信託の購入者から預かった資金で購入した株式に付随するからである。

しかし、大手の機関投資家であっても、世界中の投資先企業の株主総会議案を読みこなして適正に賛否を判断し、議決権行使に結び付けるのは容易ではない。適正に判断したことを客観的に示す必要もある。そこで、機関投資家に対して議決権行使の助言を行い、対価を得ることがビジネスとなり得るのである。

議決権行使助言の歴史はさほど古いものではない。議決権行使の適正化が推進されるなかで誕生した。1980年代の米国では、敵対的買収が盛んになるとともに、敵対

している。
ISS、グラスルイスともに現在、世界で1000以上の顧客を持ち、2万社以上の企業を助言対象とする。助言業者を利用する顧客の大半がISSを利用し、グラスルイスを併用、あるいは単独で利用する顧客もいる。他の業者のシェアはわずかで、大手2社がほぼ独占状態だ。

利益相反の疑い

助言業者は、投資のプロである機関投資家に何らかの判断を提供している点で、格付け業者に似ている。債券の安全性と同様に議案についての賛否の判断も、多数の機関投資家が同じ作業を重複して行うよりも、専門業者が集中して分析評価を行い、その情報を安価に提供する方がトータルのコストは小さくできるはずであるから、助言業者は証券市場で価値のある役割を果たしていると言えよう。

しかし、格付け業者に対し、債券発行元から手数料を得て格付けした情報を投資家に提供することが利益相反にあたるとの批判がある。それと同じように、助言業者にも疑いの目は向けられている。助言業者は、投資先企業の議案の賛否推奨情報を機関投資家に販売するだけでなく、上場企業向けにコーポレートガバナ

ンス（企業統治）に関するコンサルティングを行う場合がある。これが、利益相反となつて議決権行使助言が適正に行われていない疑いがある。また、多くの国々で上場する多数の企業の株主総会議案を正しく理解し、適正な助言に結び付けられているか、能力面での疑念も払拭できないとして、何らかの政策対応が必要ではないかと考えられてきた。

米SECは14年6月、議決権行使助言業に関するガイダンスを公表した。欧州でも、欧州証券市場監督庁（ESMA）が助言業者向けの行動原則をまとめた。米欧ともに、助言業者に対して業務の透明性を確保するとともに、機関投資家に対しては適正な利用を呼び掛ける内容だ。

助言業者の影響力が小さいのであれば、規制当局による政策対応は行われないだろう。助言業者が、実際にどのくらいの票を動かしているかは、興味を引くところだ。

11年の米国における研究によれば、ISSが25%程度、グラスルイスが5%程度の票の行方を左右しているのではないかと示唆があるが、影響力はそれほど大きくはないという調査もある。機関投資家は議決の責任を負う立場上、助言業者の影響を受けた」とは答えにくく、影響を数量で明確化することは難しいと言える。

株主総会で助言会社の推奨が議案否決をもたらしたと思われる事例

議決年	企業名	外国人持ち株比率(%)	議案内容
2005	ファナック	43.7	定款変更:授権資本枠の拡大
2005	横河電機	22.0	定款変更:授権資本枠の拡大
2005	東京エレクトロン	41.4	定款変更:授権資本枠の拡大
2006	任天堂	41.1	定款変更:配当決定権限を取締役に委譲
2006	アーク	32.3	定款変更:取締役・監査役の賠償責任限度の設定
2006	日本アジア投資	30.4	定款変更:配当決定権限を取締役に委譲
2007	富士フィルムHD	50.1	定款変更:授権資本枠の拡大
2009	アルプス電気	34.1	定款変更:株主の権利行使に関して規定に定める
2011	ニフコ	41.4	社外監査役選任
2014	カブコン	37.2	買収防衛策継続

(注)外国人持ち株比率は議決年の3月時点。HDはホールディングス
(出所)東洋経済新報社「会社四季報」などをもとに大和総研作成

日本でも助言業者は影響を及ぼしているようだ。社外取締役を1人も選任していない企業の経営トップへの反対票が増えていることは、助言業者の反対推奨の影響であると考えられる。過去には、助言業者の推奨が会社側提案議案の否決をもたらしたと考えられる事例もある(表)。

発効可能な株式の数量である授権資本枠の拡大は、支配権の変動を伴う大規模な第三者割当を可能にするため、一種の買収防衛策であるとの批判があり、株主総会で反対される

的買収を困難にするための企業側の防衛策導入も進んだ。買収防衛策は、経営の効率化や株式の高値売却の機会を失わせかねず、株主利益に反するとの見方が強かった。

そのため、買収防衛策の議決の際、従業員が年金基金が保有する株式の議決権は、年金制度加入者の利益のみに配慮して行使すべきと考えられるようになった。米労働省は88年、年金基金資産に帰属する株式の議決権は、受託者責任によって適正に処理されるべき権利であるとの見解を表明した。これは、「エイボンレター」と呼ばれている。

ISSは、こうしたうねりのなかで85年に創業した。創業メンバーの一人が、米労働省の幹部職員であったことはよく知られている。

年金基金のみならず投資信託についても、不正会計が2001年に発覚して倒産したエンロン事件後に議決権行使の適正化が推進された。機関投資家が投資先企業をチェックすることが企業を規律付けると考えられたからである。米証券取引委員会(SEC)は03年、企業と機関投資家の対話を可視化するため、投資信託が保有する株式に関する議決権行使の方針や状況を、投資信託の購入者に向けて開示するよう義務付けた。グラスルイスは03年に創業し、元SEC委員長が創業後に顧問となっ

ことが多かった。
日本でも近年、機関投資家の行動の適正化、可視化を促そうとしている。昨年、金融庁が策定した日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家が投資先企業の持続的成長に向けて適切に責任を果たすべく企業と対話するうえの原則である。このなかでは議決権行使はあくまで、「自らの責任と判断の下で」行うべきとされている。

議決権行使の画一化

機関投資家に投資先企業との対話を求め、さらに、その成果としての議決権行使結果の開示を義務化することは世界的な潮流ではある。ただ、そのなかで助言業が生まれ、寡占化が進めば、議決権行使が画一化してしまうかもしれない。現在、米国や欧州で検討されている議決権助言業の適正化は、開示制度を作った時には想定していなかった画一化が生じていることへの反動とも言えよう。

選挙においては、投票の秘密が保障されているからこそ、自由な選択ができる。日本では個別の議決権行使の開示義務化までは至っていないが、議決権行使の開示が、機関投資家の自由で多様な権利行使を阻害する恐れはないか、今一度考え直すべきではないか。

