

2013年11月21日 全6頁

# 議決権行使助言業者：公的年金による利用？

## 公的資金の運用高度化検討会報告書で議決権行使助言業者へ言及

環境調査部  
主任研究員 鈴木 裕

### [要約]

- 内閣府に設置された公的資金の運用高度化に関する検討会がまとめた報告書では、投資先企業の株主総会議案に賛否を決するに際して、議決権行使助言業者を利用することを促すかのような提言が盛り込まれた。
- 議決権行使助言ビジネスが広がりを見せている米国では、議決権行使助言業者の影響力の程度や、利益相反、助言内容の正確さが問題とされ、何らかの対応が必要ではないかと政策当局がたびたび検討を行うようになっている。
- 議決権行使助言業者の利用が日本でも広がれば、米国と同様の問題に直面することになるかもしれない。

## 公的資金の運用高度化検討会報告書

先ごろ（2013年11月20日）公表された内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」の報告書<sup>1</sup>（以下、「報告書」）に、[議決権行使助言業者](#)の利用を促すかのような記述があり、今後、公的資金から資産運用を受託する機関投資家や投資先企業に困惑の波紋を広げることになるかもしれない。

「報告書」では、「IV エクイティ資産に係るリターン最大化」の項で、「必要に応じて、投資先企業との良好な関係に基づく対話により持続的な企業価値の向上を目指す運用受託機関への委託など<sup>(注5)</sup>も考えられる。」としている。原注5では「我が国において、企業の経営実態を的確に把握し、適切なガバナンスの下で運営される議決権行使助言会社を利用可能な環境が整った際には、その活用も考えられる。」と記し、慎重な留保を付けながらも議決権行使助言業者の利用を促すかのような方向が示されている。「報告書」は、公的年金など公的資金に向けた提言であり、公的資金から資産運用を受託する投資顧問、投資信託、信託銀行、生命保険

<sup>1</sup> 内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」報告書  
[http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/koutekisikin\\_unyourisk/houkoku/h251120.pdf](http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/koutekisikin_unyourisk/houkoku/h251120.pdf)

会社等にまで議決権行使助言業者を利用すべきであると呼びかけているわけではない。しかし、最大規模の顧客である公的資金が、議決権行使助言業者を利用している機関投資家に資産運用を委託する方針であるならば機関投資家の行動にも影響を及ぼそう。

議決権行使助言ビジネスが生まれ、多くの機関投資家はそのサービスを利用している米国では、これまでたびたび議決権行使助言業者への何らかの規制が必要ではないかと、検討が繰り返されてきた。本稿では、まず議決権行使の助言とはどのようなものであるかを略述し、続いて米国での議決権行使助言業への関心の高まりについて述べたのち、「報告書」が今後日本にもたらすの影響を考察する。

## 議決権行使助言業とは

議決権行使助言業者は、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して、投資先企業の株主総会議案に対する議決権行使について賛成投票・反対投票の推奨を行っている。

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決し、議決権行使に結び付けるのは容易ではない。しかし、投資先企業に対する議決権は、受託者である機関投資家が年金制度加入者等の委託者から預かった資金で購入した株式に付随するものであるから、適正に行使すべきである。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。

図表 機関投資家の議決権行使

年金制度加入者や投資信託購入者	⇔	機関投資家	⇔	投資先企業
資産運用(議決権行使を含む)を委託		株主総会議案への議決権行使		株主総会
資産の適正な成長を期待して機関投資家に資産運用を委託する。		議決権の適正行使が期待されるが、機関投資家内部に株主総会議案を適正に判断するスキルに欠けることもある。その場合には議決権行使助言者の利用が検討される。		株主総会で承認された経営者人事などの下で、企業業績を向上させ、配当・キャピタルゲイン等を投資家にもたらす。

出所：大和総研作成

米国では機関投資家向けに議決権行使に関する助言を行うコンサルティング業者が幾つも設立されてきたが、業者間の経営統合が進み、現在は ISS (Institutional Shareholder Services) と、グラス・ルイス (Glass Lewis) の 2 社が、議決権行使助言業の 97% を支配する有力な業者

となっている<sup>2</sup>。この2社は、日本企業の株主総会議案についても議決権行使に関する助言を行っている。年金基金・投資信託・大学寄付基金などの機関投資家は、国際的な分散投資を実施しており、日本株を保有している場合も多い。そのため、議決権行使助言業者は、日本の上場会社の株主総会議案の分析を行っており、個々の議案について、理由を付けて賛成・反対の投票を推奨する。今回の「報告書」は、こうした議決権行使助言業者の利用を促す可能性があるものと言えるだろう。

## 議決権行使助言業者への危惧

米国では、議決権行使助言業者への規制の是非がたびたび論じられている。最近では、2013年6月に米国下院金融サービス委員会で公聴会が開かれ<sup>3</sup>、議決権行使助言業者が株主総会に及ぼす影響やSEC（Securities and Exchange Commission、米国証券取引委員会）による規制の必要性、その内容などについて議論された。

公聴会では、議決権行使助言業者は株主総会の決議に影響を及ぼしているか、議決権行使助言業者は適正な助言をすることができるのか、議決権行使助言業者にはどのような規制を設けるべきか、の3点が主に論じられた。

このうち、議決権行使助言業者の影響力については、対立する2つの見方がある。現に議決権行使助言業者が大きな影響力を持っているが故に規制が検討されているのであるが、機関投資家は議決権行使助言業者の影響力は限定的であるとの見解を表明することがあるようだ。機関投資家に議決権行使助言業者の利用方法を質問すれば、助言は株主総会議案の賛否を判断するにあたり参考程度にとどめていると回答することが通常だ。これは、機関投資家は、投資のプロとして資産運用を受託しているのだから、資産運用の範疇に入る議決権行使についても、プロとして専門性をもって判断しているのであり、議決権行使助言業者からの助言をそのまま採用しているわけではないと答えることになるからだ。一方、企業側からは、議決権行使助言業者の賛否推奨によって、機関投資家からの票が大きく動くことは、実証的にも明らかであるから、影響力は大きいと主張されることが多い。

議決権行使助言業者の助言の適正性については、公聴会の最も重点的な論点であった。「報告書」が議決権行使助言業者の利用を勧めていることからみて、今後日本でも問題になる可能性がある。「報告書」に記されたように「企業の経営実態を的確に把握し、適切なガバナンスの下で運営される」議決権行使助言業者でなければ、株主に利益をもたらす適正な助言は期待できないだろう。

米国の公聴会では、多くの証人が議決権行使助言業者は利益相反に陥っており、適正な助言をできないだけでなく、正確性にも疑いがあると述べている。議決権行使助言業者の利益相反

<sup>2</sup> James K. Glassman and J. W. Verret “HOW TO FIX OUR BROKEN PROXY ADVISORY SYSTEM” (April 16, 2013) [http://mercatus.org/sites/default/files/Glassman\\_ProxyAdvisorySystem\\_04152013.pdf](http://mercatus.org/sites/default/files/Glassman_ProxyAdvisorySystem_04152013.pdf)

<sup>3</sup> Hearing entitled “Examining the Market Power and Impact of Proxy Advisory Firms” (June 5, 2013) <http://financialservices.house.gov/calendar/eventsingle.aspx?EventID=335917>

とは、次のような状況をいう。

- ▶ 上場企業に対して、企業ガバナンスに関するコンサルティングを行っている議決権行使助言業者がある。このような場合に、コンサルティングの顧客である上場企業の株主総会議案について適正な判断を下すことができるか。
- ▶ 議決権行使助言業者の顧客である機関投資家が投資先企業に株主提案を提起した場合に、この株主提案について適正な判断を下すことができるか。
- ▶ 議決権行使助言業者は、自己の助言サービスを購入させるために助言にバイアスをかけるのではないか。これは、例えば議決権行使助言業者がある企業の経営者報酬議案に反対投票を推奨すれば、機関投資家から多くの反対票を受けたその企業は、議決権行使助言業者がモデルとして推奨する経営者報酬のスキームを採用しようとして、議決権行使助言業者とのコンサルティング契約を結ぶようになる、というような場合だ。

議決権行使助言業者の助言内容の正確性には、次のような疑問があるとのことだ。

- ▶ 議決権行使助言者は、画一的 (one-size-fits-all) な基準を適用しており、企業の実情を勘案しない助言を行っている。
- ▶ 事実認識に関する誤りによって、議決権行使の助言が正確性を欠くことがある。正確性を欠く原因としては、議決権行使助言業者が株主総会議案に関する賛否推奨レポートを企業側に提示しないため、企業側から誤りを正すことができないことや、法制度に関する正確な理解を欠くなど議決権行使助言業者に能力的な限界があることが指摘されている。

このように、議決権行使助言業者には、様々な問題があるとされ、それを解決するための規制の方向性も既に論じられている。議決権行使助言業者に対して、透明性を求めるとともに、利益相反状態を解消すべきという、ごく当然な政策となる。そのために SEC が規制を制定し、監督権限を持つべきという主張が力を持つことになる。

証券取引所からも、議決権行使助言業者に対しては、規制が必要であるとの請願意見が出されている<sup>4</sup>。議決権行使助言業者は、価値のある情報を多くの投資家に提供しているものの、賛否推奨の基準や考え方が不明確であるため、経営者が株主総会運営に不安感を覚えるという。その結果、議決権行使助言業者から議案の賛否推奨を受けないようにするため、非上場を選択する企業があらわれかねないという。これは、証券取引所にとっては、収益源を失うことになるし、投資家にとっては投資機会を失うことでもある。議決権行使助言業者の業務の適正性を確保することができれば、市場の活性化が期待できるということであろう。

議決権行使助言業者への規制の是非は、最近になって初めて論じられるようになったわけではない。2007年6月には、GAO (Government Accountability Office、米国政府監査院) から、

<sup>4</sup> The NASDAQ OMX Group, Inc. “Re: Petition Related to Proxy Advisory Firms” (October 8, 2013)  
<http://www.sec.gov/rules/petitions/2013/petn4-666.pdf>

上場企業の株主総会に関わる問題の一つとして議決権行使助言業者に関する調査結果<sup>5</sup>が公表されている<sup>6</sup>。2010年7月にはSECが、議決権行使制度改正に関するCONCEPT RELEASE<sup>7</sup>を公表し、その中で今回の公聴会と同様の問題を提起して意見の募集を行った<sup>8</sup>。

最近になって、改めて米国で議決権行使助言業者の規制が論じられるようになったのは、2010年7月に可決成立した米国金融改革法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、ドッド=フランク・ウォール街改革及び消費者保護に関する法律）によって、経営者報酬に関する議案を株主総会に諮る [SAY ON PAY](#)が法定されたことが強く影響している。以前の米国では個別報酬の詳細な開示はあるものの、株主が賛否を問われることはなく、報酬委員会の判断は受けたとしても経営者報酬に対する株主の関与は少なかった。SAY ON PAYは、経営者報酬に対する株主の賛否を問うものであり、多数の反対票が投じられることもある。報酬は、経営者が企業経営に真摯に取り組むための動機となるのであるから、経営者のみならず株主にとっても重要な関心事になるが、適切な経営者報酬がどのようなものであるか、機関投資家を含む多くの株主には評価するスキルがないのが普通だ。そこで議決権行使助言業者に期待がかかることになるが、利益相反に陥っていたり、正確性を欠く助言であったりすれば、株主の利益が害される恐れがある。議決権行使助言業者の業務の適正確保に向けた関心が一層の高まりを見せているのは、このような理由による。

## 日本における今後の展望

以上のように議決権行使助言業者は、米国では企業経営に及ぼす影響の大きさから規制の是非が検討されるまでになっているが、日本では「報告書」に見るように公的資金の運用にあたっては利用を促すともとれる政策提言が出されている。機関投資家に対しても、金融庁「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」では、投資先企業との対話や議決権行使を積極化させるべきとの機関投資家向け行動基準が検討されている。

米国では、1970年代から大学寄付基金等に向けた議決権行使助言ビジネスが芽を吹いていたが、現在に続く業者が事業を開始したのは、1980年代に企業年金に対して保有株式の議決権行使適正化を求める米国労働省の規制が契機となっている。企業年金の資産で購入した株式は、究極的には企業年金の加入者のものであるから、株式に係る議決権も加入者の利益にのみ配慮して行使するべきであるとされた。これを受けて企業年金に対して議決権行使に関する助言を行う業者が生まれたのである。2003年にはSECが投資信託等に対して保有株式の議決権行使結

<sup>5</sup> United States Government Accountability Office “CORPORATE SHAREHOLDER MEETINGS – Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting”

<http://www.gao.gov/new.items/d07765.pdf>

<sup>6</sup> 関連するレポートして拙稿「議決権行使コンサル業界の現状と課題」（2007年8月6日付け）

<http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/07080601strategy.html>

<sup>7</sup> SEC “SEC Votes to Seek Public Comment on U.S. Proxy System” (July 14, 2014)

<http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-122.htm>

<sup>8</sup> 関連するレポートして拙稿「米国の議決権行使制度改革」（2010年9月22日付け）

<http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/10092201cg.html>

果の個別開示を義務付ける規則を制定し、さらに多くの助言業者の創業につながった。このように、米国の経験を見る限り、機関投資家に対して議決権行使の適正化を求める規制を設けることは、議決権行使助言業者の影響力を高めるという結果を導くかもしれない。

2003年のSEC規則のように保有株式の議決権行使結果の個別開示を義務付けられれば、機関投資家は、保有株式について他の投資家と異なる議決権行使を行うことは避けるようになるだろう。他と異なる議決権行使をすれば、なぜそのような判断をしたかを説明する厭わしさが生じるからだ。議決権行使助言業者の助言に従って、多数派となる行使結果を残すことが得策となれば、助言業者の利用は広く普及することになるだろう。しかし、その結果現在米国では、議決権行使助言業者の影響力が高まり、その事実をどのように評価するか、また規制するべきであるかが、議論になっているのである。

議決権行使助言業者が、株主の利益と合致する客観的に公正妥当と思える助言をすれば、このような問題は生じないが、それはなかなか期待しにくいとも思える。というのも、議決権行使助言業者は、そもそも株主ではないからだ。株主ではないということは、企業の株価動向に利害がないということに他ならない。議決権行使助言業者がある企業の株主総会議案について助言をし、その結果株主総会議案の成否に影響を生じ、経営を変えることになれば、その企業の株価は思わぬ変動を生じる可能性がある。その変動の結果は株主の利害を変えることになり、議決権行使助言業者には直接的な影響はない。そのため、株主の利益と相反する恐れがあり、このことが議決権行使助言ビジネスに関する解決困難な問題の中核であることは、2010年のSECのCONCEPT RELEASEでも言及されている通りだ。

今のところ日本国内の投資顧問、投資信託、信託銀行、生命保険会社等の機関投資家は、議決権行使助言業者をほとんど利用せず、自社内で株主総会議案の判断基準を設け、賛否を決しているようだ。議決権行使助言業者の考え方に影響を受けることはあるが、自律的な議決権行使を実現していると言えよう。しかし、今後「報告書」の提言の具体化によって、公的資金の運用を受託する機関投資家が議決権行使助言業者を利用するようになれば、米国同様に株主ではない議決権行使助言業者の考え方が株主総会議案の内容や成否を変え、企業経営に議決権行使助言業者の影響があらわれるかもしれない。

#### 参考レポート

「議決権行使助言会社への反論事例」(2011年6月23日付け)

<http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/11062301cg.html>

「米国の議決権行使制度改革」(2010年9月22日付け)

<http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/10092201cg.html>

「議決権行使コンサル業界の現状と課題」(2007年8月6日付け)

<http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/07080601strategy.html>