

2014年7月28日 全5頁

# スチュワードシップと議決権行使助言業

## 利益相反の管理のために議決権行使助言業者の利用が進む可能性

金融調査部  
主任研究員 鈴木裕

### [要約]

- 日本版スチュワードシップ・コードでは、資産運用を受託した機関投資家による議決権行使等の際に、委託者である顧客の利益を害する恐れがある利益相反の管理に関する方針を策定して公表すべきとされている。
- 機関投資家の中には、利益相反を回避するために議決権行使助言業者の利用を検討する方針を掲げているところも少なからずある。
- 議決権行使助言業者を利用する機関投資家が多い欧米では、議決権行使助言業者の業務の適正確保も政策課題となっている。

## 利益相反の管理と判断のアウトソース化

他者のために何事かを決定しようとする場合に、その決定事項に関して自分自身が利害関係を持っているとすると、他者の利益のためではなく、自分自身の利益を図る目的で意思を決定しようとする恐れが生じる。自分自身の利益を図るためではなくとも、当該他者以外の誰かの利益を図ろうと考えているのであれば、やはり当該他者の利益は害される恐れがある。資産運用における委託受託の関係で言えば、資産運用を委託する者の最善の利益ではなく、受託者が自らの利益を追求するために投資先を選ぶなどの恐れがある。これを利益相反というが、日本版スチュワードシップ・コード<sup>1</sup>でも、機関投資家には利益相反の適正な管理が求められるようになっている。

日本版スチュワードシップ・コードでは「原則2 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。」と記されている。さらに解釈のための指針として「自らが所属する企業グループと顧客・受益

<sup>1</sup> 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『「責任ある機関投資家の諸原則」《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～の確定について』  
<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>

者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある」として、企業グループ内における機関投資家が陥りやすい利益相反の状況を例示している。

6月の金融庁公表によれば、日本版スチュワードシップ・コードへの参加表明は、127件に達した<sup>2</sup>。国内の機関投資家だけでなく、海外からの参加表明も多い。参加表明した機関投資家は、8月末までに日本版スチュワードシップ・コードをどのように実践していくか、その方針を策定して公表することが求められる。利益相反の管理についても、現在方針を策定中のところが多いようだが、既に方針を公表しているところもある。

## 利益相反管理に第三者の意見を参照

機関投資家の利益相反管理方針は、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように管理するのかを記すものだ。たとえば、親会社である銀行の株式を、その銀行の子会社である資産運用会社が保有しているとすると、その資産運用会社が親会社の株主総会議案（取締役選任議案など）に反対票を出すのは、かなり躊躇われることだ。そこで、そのような場合には、通常の議決権行使判断プロセスに従うのではなく、特別な検討を加える過程を経ることにするわけである。こうした利益相反は、ほかにも親会社の親密な取引会社の株式に投資していたり、資産運用会社自身の顧客会社の株式へ投資していたりする場合にも発生する。

このような場合の管理方法として、判断過程を複線化して、議決権行使であれば通常の判断セクションではなく、特別な委員会で判断をするようにするという方法がとられることがある。また、資産運用会社社内の判断だけでなく、第三者の判断を活用することで利益相反を回避する方法も見られる。この第三者として、具体的に議決権行使助言者と記すこともあり、今後機関投資家の間で議決権行使助言者の利用が進む可能性がある。従来、国内機関投資家は、海外株式発行会社の株主総会における議決権行使について議決権行使助言者を利用することはあっても、日本株についてはあまり利用してこなかった。しかし、利益相反を回避することを明確に示すために、今までとは異なる利用の仕方が広がるかもしれない。

## 議決権行使助言業への懸念

議決権行使助言者は、機関投資家向けに有用な情報を提供し、利益相反の回避だけでなく、議決権行使に関するコストの適正化にも貢献していると考えられる。機関投資家が、それぞれに株主総会議案を精査すると、同じ作業をするためのコストが反復して発生するが、議決権行

<sup>2</sup> 金融庁「日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリスト」（平成26年6月10日公表）

<http://www.fsa.go.jp/status/stewardship/index.html>

使助言業者が集中的に議案の評価作業を行えば、総コストは小さくできるはずだ。それは、信用格付け業者が債券発行体の債務返済能力をわかりやすく提示することで、投資家側が行う信用評価作業の総コストを削減できると期待できるのと同様だ。

しかし、信用格付け業者の利用が投資家の判断を画一化し、同一の投資行動を誘発しているとの懸念や、信用格付け業者の能力に対する疑いが金融危機後に高まっており、信用格付け業者の業務適正の確保や、利用の是非について様々な問題が提起されている。議決権行使助言業者についても、影響力の高まりとともに、業務の適正確保に向けた規制が検討されるようになってきている<sup>3</sup>。

議決権行使助言業者は、機関投資家向けに投資先企業の株主総会議案の賛否推奨情報を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、利益相反となって議決権行使助言業が適正に行われていない疑いがあるという。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。

こうした中で、米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission）の投資顧問部（Division of Investment Management）と企業金融部（Division of Corporation Finance）は、6月30日に13項目の質疑応答形式のガイダンスを公表した<sup>4</sup>（SECガイダンス）。このガイダンスは、SECが制定した規則というわけではないが、議決権行使助言業者とそれを利用する機関投資家に順守することが期待されている。

欧州でも、欧州証券市場監督庁（European Securities and Markets Authority）が“The Best Practice Principles for Shareholder Voting Research 2014”<sup>5</sup>をまとめ（ESMA-BPP）、議決権行使助言業者の業務の適正確保に向けた政策を打ち出している。

## SEC ガイダンスの概要

SEC ガンダンスでは、議決権行使助言業者が利益相反の状況にある場合、それを開示することを求めている。

議決権行使助言業者が、上場企業にコンサルティングを行っている場合で、それによって「重大な関係」（“significant relationship”）あるいは「重要な利害」（“material interest”）があると認められるならば、それを議決権行使助言業の顧客に開示するか、公表するべきであ

<sup>3</sup> ESG ニュース「議決権行使助言業に関する米国 SEC ラウンドテーブル」（2013年12月26日）  
[http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-news/20131226\\_008054.html](http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-news/20131226_008054.html)

<sup>4</sup> Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms  
<http://www.sec.gov/interp/legals/cfslb20.htm>

<sup>5</sup> “The Best Practice Principles for Shareholder Voting Research 2014”  
[http://bppgrp.info/?page\\_id=208](http://bppgrp.info/?page_id=208)

るとしている。「重大な関係」あるいは「重要な利害」に該当するかどうかは、コンサルティングの内容や金額、議決権行使助言業との関連の深浅等を総合的に勘案して決めることとなる。利益相反にあるからと言って、議決権行使助言を回避するのではなく、そのような状況にあることを顧客に理解させたうえで、顧客側で利用の仕方を決めるということである。

機関投資家が議決権行使助言業者を利用することには、コスト削減や専門知識の利用といったメリットがあるが、果たして議決権行使助言業者が真に専門的な知識を有しているかは、利用者として機関投資家が確認すべきであると SEC ガイダンスは言う。こうした議決権行使助言業者の能力（“capacity and competency”）や利益相反の状況を普段からチェックし、業務の適正化を図るべきことが、機関投資家の責務であると位置づけられる。機関投資家は委託者である顧客の利益を最大化するために議決権を行使する義務を負っており、議決権行使助言業者を利用するのはその義務を果たすためであるから、議決権行使助言業者の業務の適正さを確認するのも受託者としての義務であると考えられているのである。

## ESMA-BPP の概要

ESMA-BPP は、議決権行使助言業者に向けられた Principles つまり原則であって、法律や規則ではない。日本版スチュワードシップ・コードと同じく Comply or Explain とされており、参加を表明したとしても必ずしも原則をすべて順守しなくとも良く、順守しない場合にはその理由を説明するというものだ。

ESMA-BPP は次の 3 つの原則からなる。

- 議決権行使助言業者は、その調査手法（“research methodology”）を策定して公表する
- 利益相反について管理方針を策定して公表する
- 株式発行体、顧客、その他の関係者とのコミュニケーションの方針を策定して公表する

## 日本版スチュワードシップ・コードにおける取組み

日本版スチュワードシップ・コードは機関投資家だけでなく、機関投資家に情報サービスを提供する様々な業者にも門戸を開いている。議決権行使助言業者の中にも参加を表明しているところがある。参加表明した議決権行使助言業者には、機関投資家と同じように利益相反について管理するための明確な方針を策定して公表することが期待されるし、「企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備える」（日本版スチュワードシップ・コード原則 7）ことが求められる。こうした取組みによって、議決権行使助言業者の利益相反への取組みが利用者に理解できるようになるだろうし、助言の質も維持できるとも考えられよう。

議決権行使助言業者を利用する機関投資家側にも、日本版スチュワードシップ・コードはそ

の利用実態についての開示を求めている。機関投資家の議決権行使は、「自らの責任と判断の下で」行うべきであって、いわゆる丸投げは許されないとしている。さらに、「仮に、議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、その旨及び当該サービスをどのように活用したのかについても公表すべきである。」（日本版スチュワードシップ・コード原則5）であると、利用実態の公表を求めている。

機関投資家による議決権行使助言業者の利用が進んでいる欧米では、その業務の適正確保に向けた政策努力が続けられている。わが国では、日本版スチュワードシップ・コードに記されている利益相反管理を契機に機関投資家が今まで以上に議決権行使助言業者を利用するようになるかもしれない。そうした場合の議決権行使助言業者の業務の適正確保や機関投資家側の利用実態開示にまで日本版スチュワードシップ・コードは及んでいる。米国や欧州のような議決権行使助言業者にのみ焦点を当てた行動原則ではないが、政策的な関心は一致しているとみることもできよう。