

2016年7月19日 全5頁

米国における議決権行使助言業への規制法

議決権行使助言業の業務適正化への関心が高まる

金融調査部 主任研究員
鈴木裕

[要約]

- 米国議会で、議決権行使助言業者に対する新たな規制を設ける法案が審議中だ。議決権行使助言業者が上場企業の株主総会議案に賛否を推奨するに際して、上場企業にも議決権行使助言業者の判断に意見を述べる機会を与えるなどの規制が盛り込まれている。
- 1980年代以降、主に米国で機関投資家が議決権行使助言業者を利用するようになってきている。近年、その影響力が強まっているとの認識が広まっている一方で、議決権行使助言業者が適正に業務を行っているかが疑問視されるようになってきている。
- わが国では、議決権行使助言業者への規制が検討されているわけではない。しかし、機関投資家が議決権行使助言業者を今まで以上に利用するようになれば、新たな規制の必要性が訴えられるかもしれない。

コーポレートガバナンスの改革と透明化に関する法律案

現在、米国議会では、機関投資家向けに投資先企業の株主総会に関して賛否の推奨を行う議決権行使助言業者の業務の適正化に関する法案が審議されている。「コーポレートガバナンスの改革と透明化に関する法律案」(The Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016 (H. R. 5311)¹、以下「米国企業ガバナンス改革法案」)で、6月に下院の金融サービス委員会で可決された。今後下院本会議と上院での審議を経ることになる。

米国企業ガバナンス改革法案は、議決権行使助言業者に対して米国 SEC (Securities and Exchange Commission = 証券取引委員会) への登録を求めるとともに、利益相反の可能性や業務の手順に関する情報開示を求めている。議決権行使助言業者の業務の適正化は、米国 SEC で長らく検討されており、業界と利用者に向けた指針等も出されてきた。近年、議決権行使助言業者の影響力が増すにつれ、規制の一層の強化が求められるようになっていた。米国企業ガバ

¹ H. R. 5311 - Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016
<http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/bills-114hr5311ih.pdf>

ナンス改革法案の主な内容は次の通りである。

図表：米国企業がバナンス改革法案の概要

SEC への登録及び情報提供	
	<p>議決権行使助言業者は、SEC へ登録するとともに、登録申請にあたり、助言業の実施に関して次のような情報を提供しなければならない。</p> <ul style="list-style-type: none"> - 株主総会開催企業の規模をどのように勘案しているかなどの、総会議案の賛否推奨の基準についての基本的な考え方。 - 機関投資家向けの議決権行使助言業の他に上場企業向けにガバナンスに関するコンサルティングを行っている場合には、コンサルティング業務による収入の状況や、コンサルティング顧客である上場企業が議決権行使助言業に不適切な影響を及ぼさないような方策を取っているか。
SEC による審査	
	<p>SEC は、登録申請した議決権行使助言業者が「正確で公正な」助言を行うに十分な財政的基盤や経営能力を有すると認められない場合には、登録を拒絶しなければならない。</p> <p>議決権行使助言業者が、規則を遵守していない場合には、SEC は業務状況の検査や業務停止等を命じることができる。</p>
議案の賛否推奨レポートの提示	
	<p>上場企業は、その株主総会議案に関して議決権行使助言業者が作成するレポートを総会前に閲覧することができ、賛否推奨内容に意見を述べる機会が与えられる。</p> <p>議決権行使助言業者は、組織内部に内部監査人を設け、助言の正確さに関する意見等が適切に反映されているかを審査する。</p>
年次報告書の作成	
	<p>議決権行使助言業者は、年度初めに、前年度に行った業務に関して、処理した株主提案議案の件数、助言の件数、助言に関わった職員の人数等を SEC に報告する。これには、助言業顧客やコンサルティング顧客が関係している株主総会議案の件数等を含む。</p>
議決権行使助言業の独立性	
	<p>議決権行使助言業者は、その株主総会議案の賛否推奨において、総会を開催する上場企業が顧客であったとしても、その事情を考慮してはならない。</p>

(出所)脚注 1 の資料をもとに大和総研作成

議決権行使助言業とは何か

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。議決権行使助言業の最大手は、ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) で、もう一つの大業者であるグラスルイス (Glass, Lewis & Co., LLC) とともに、この業界を二分している。

議決権行使助言業の歴史はさほど古いものではない。1980年代の米国では、敵対的な買収が盛んになるとともに、敵対的買収を困難にするため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。年金基金が保有する株式の議決権は、経営者の保身のためではなく年金制度加入者の利益のみに配慮して行使するべきと考えられるようになり、1988年に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米国労働省の見解が表明された。こうした問題への解決策が模索されていた1985年にISSは創業された。

投資信託についても、エンロン事件後に議決権行使の適正化が推進され、米国SECは、2003年に投資信託が保有する株式に関する議決権行使について新たな書式 Form N-PX を制定し、投信会社に投資信託組入株式に関する議決権行使の方針や個別議案への賛否状況を投資信託の購入者に向けて開示することを義務付けた。機関投資家が投資先企業に適正なチェックを効かせることが、企業を規律づけるだろうとの考えから、企業と機関投資家の対話を可視化するために、株主総会議案への議決権行使結果を開示させたわけである。グラスルイスの創業はこのころである。

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ものであるから、適正に行使するべきである。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のである。

議決権行使助言業への規制の検討

機関投資家に対して適正な議決権行使を求める規制が設けられると、議決権行使助言業者の利用が進むようである。機関投資家は、自らの議決権行使の在り方が適正であるとの証跡を得るためにも、外部から得た様々な情報を勘案しているとの外観を作るようになる。そのような外観を示すために、議決権行使助言業者の利用は有益だ。

このような理由があつて、機関投資家による議決権行使助言業者の利用は広まりを見せているのだが、議決権行使助言業者自体の業務が適正に行われているかが、疑問視されるようになっている。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葉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 SEC と欧州証券市場監督庁（European Securities and Markets Authority = ESMA）は、それぞれ 2014 年に議決権行使助言葉の業務の適正化や利用に関して、注意を促す法律意見（Staff Legal Bulletin）や最善慣行原則（The Best Practice Principles）を出している。

米国 SEC による規制

米国 SEC の法律意見²では、議決権行使助言葉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。

議決権行使助言葉が、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葉の顧客に開示するか、公表するべきであるとしている。「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、議決権行使助言葉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。

欧州における規制

ESMA の最善慣行原則³の主な内容は次の 3 点である。

- 議決権行使助言葉は、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

² Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms
<http://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>

³ “The Best Practice Principles for Shareholder Voting Research 2014”
http://bppgrp.info/?page_id=208

機関投資家の議決権行使結果詳細開示を求める国内の声

米国 SEC の法律意見を越えて、立法による規制まで進めようとしているのは、議決権行使助言業者の影響が高まり、企業経営へ及ぼす影響が軽視できなくなった表れであろう。実際に、議決権行使助言業者が経営者の報酬の在り方や、取締役選任手続きなどで、企業のガバナンスを変えるほどの影響力を発揮しているように見えるのであれば、影響力に見合うだけの適正な業務が行われているかは、影響を受ける企業のみならず社会全体の関心の対象となろう。

2014 年に策定された日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家の活動に関して「議決権の行使は重要な要素ではある」として、議決権行使以外の活動を示唆しつつも、議決権行使自体の重要性をまずは指摘している。そのうえで、「機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである」と、行使結果の公表を求めている。

開示まで求めるのは、機関投資家の議決権行使結果を広く社会に知らせることで、経済全体にポジティブな影響を及ぼし得るとの考えから出たものであろう。スチュワードシップ責任は、経済全体への影響を考慮すべきとする。公表させることで、機関投資家が真摯に議決権行使に取り組み、企業経営のチェック機能になると期待できよう。

わが国では現在のところ、機関投資家が議決権行使結果を開示する場合には、集計結果の開示を行うのが一般的だ。米国の Form N-PX が個別企業の個別議案への賛否を開示することを義務付けているのとは異なる。そのため、個別議案について適正な議決権行使結果を残し、それを開示する米国で議決権行使助言業者の利用が広がっているのに比べれば、わが国では議決権行使助言業者の利用は限定的であった。しかし、この状況は変わるかもしれない。2015 年 9 月から金融庁と東京証券取引所が共同事務局となって、日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの現状を検証するフォローアップ会議がおよそ月に一度のペースで開催されている。この会議では、機関投資家の議決権行使結果の開示は、集計結果にとどまらず、個別議案の賛否の開示まで進めるべきとする意見が出されている⁴。

仮に、個別議案への賛否まで開示せよということになれば、議決権行使プロセスが適正であることを外部にわかりやすく示すために、議決権行使助言業者の利用がわが国でも進むかもしれない。1980 年代から今に至るまでの米国での状況が、日本で再現される可能性があるということだ。現在の米国で議決権行使助言業者の業務の適正確保が立法課題になっているのと同じく、わが国でも新たな法規制の必要性が訴えられるようになるかもしれない。

⁴ スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議第 8 回（平成 28 年 6 月 1 日）議事録 <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20160601.html>