

2016年11月25日 全4頁

# 議決権行使助言葉に関する米国 GAO レポート

## 機関投資家向け議決権行使助言葉の役割と問題点を整理・公表

金融調査部 主任研究員  
鈴木裕

### [要約]

- 米国 GAO が、議決権行使助言葉に関する報告書を公表した。
- 議決権行使助言葉者の影響力や業務の状況について、機関投資家や上場企業にヒアリング等の調査が行われた。

### 二度目の GAO レポート

米国政府監査院 (U.S. Government Accountability Office、以下“GAO”という) は、議決権行使助言葉に関する調査レポート、“CORPORATE SHAREHOLDER MEETINGS - Proxy Advisory Firms’ Role in Voting and Corporate Governance Practices”<sup>1</sup> (「株主総会-議決権行使における助言葉者の役割とコーポレート・ガバナンス慣行」、以下「GAO レポート」という) を11月15日付けで公表した。この調査は、①機関投資家の議決権行使とコーポレート・ガバナンスに及ぼしている影響、②議決権行使助言葉者がどのように助言基準を作っているか、③米国証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission、以下“SEC”という) による規制の現状、を明らかにすることを目的としているが、特に何らかの政策提言を行うものではない。

GAO は、2007 年にも、“CORPORATE SHAREHOLDER MEETINGS - Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting” (株主総会-機関投資家向け議決権行使アドバイザーに関する諸問題) と題するレポートを発行している<sup>2</sup>。今回新たに GAO レポートを発行したのは、近年、株主総会招集通知の電子化が進むなど議決権行使に関する環境の変化の影響や、機関投資家のプレゼンスの向上の実態を探る必要があったからだ。GAO レポートが米国連邦議会上院銀行・住宅・都市問題委員会の経済政策小委員会委員長あてになっているのは、

<sup>1</sup> U.S. Government Accountability Office “CORPORATE SHAREHOLDER MEETINGS Proxy Advisory Firms’ Role in Voting and Corporate Governance Practices” (Nov 15, 2016)  
<http://gao.gov/products/GAO-17-47>

<sup>2</sup> 鈴木裕「議決権行使コンサル業界の現状と課題」(2007年8月6日、大和総研レポート)  
<http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/07080601strategy.html>

議決権行使助言業者への法規制が現実の課題<sup>3</sup>となっており、下院での審議が進められたからであろう。下院で審議された法案自体は、今回の米国選挙によってリセットされることとなろうが、新たな議会で改めて検討が進められる可能性がある。

## 米国における議決権行使助言業者

GAO レポートによれば、現在米国では 5 社が機関投資家向けに議決権行使助言業を行っている。業界のトップは、Institutional Shareholder Services, Inc. (ISS) で、第二位の Glass Lewis & Co. (Glass Lewis) とともに、日本を含めた世界の上場企業の株主総会に大きな影響を与えている。他に、Egan-Jones Proxy Services (Egan-Jones)、Marco Consulting Group (MCG)、ProxyVote Plus (PVP) があるが、大手 2 社に比べると影響力はかなり小さいようである。

図表 米国の議決権行使助言業者の概要

	設立年	従業員数	顧客数	助言対象企業	SEC 登録
ISS	1985	900 人以上	約 1,600	115 か国約 39,000 社	有(投資顧問)
Glass Lewis	2003	350 人以上	1,200 以上	—	N/A
Egan-Jones	2002	—	約 450	約 40,000 社	有(格付業者)
MCG	1988	—	300	—	有(投資顧問)
PVP	2002	—	200 以上	—	有(投資顧問)

(注) “—” は、GAO レポートでの言及がなく、“N/A” は、“Not applicable” のこと。

(出所) GAO レポートをもとに大和総研作成

## 議決権行使助言業者の現状

GAO の調査は、議決権行使助言業の現状を明らかにするものであるが、現状を見る視点をどこに置くかによって、見え方は違ってくる。同じものを見ても、その捉え方は様々であるから、一つの客観的な状況を探り出そうとするのではなく、それぞれの多様な見方をそのまま提示しているのが今回の GAO レポートの特徴であろう。

調査は、5 社の議決権行使助言業者、13 の機関投資家、11 社の上場企業、4 つの株主総会委任状勧誘業者（株主総会事務のサポートを行うコンサルティング業者）、2 つの国際的な規制当局及び 8 つの各種業界団体からのヒアリング等によって行われた。

<sup>3</sup> 鈴木裕「米国における議決権行使助言業への規制法」（2016 年 7 月 19 日、大和総研レポート）

[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20160719\\_011083.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20160719_011083.html)

調査結果の概要は、以下の通りである。

### ① 機関投資家の議決権行使とコーポレート・ガバナンスに及ぼしている影響

機関投資家による議決権行使助言業者の利用は広がりを見せている。議決権行使助言業者の影響に関する多くの実証研究があるが、影響力の程度は、研究の方法や議案の内容によって様々だ。取締役選任議案で ISS の反対推奨があると 19%程度賛成票が減るとの研究結果もあるが、6～10%を動かすにとどまるとの研究もある。経営者報酬議案では、ISS の反対投票推奨の場合 25%、Glass Lewis が 13%の票を左右しているとの研究がある。

しかし、機関投資家の規模によって議決権行使助言業者の影響力は異なる。資産規模が大きな機関投資家では、議決権行使に関して内部的なリソースが確保されており、議決権行使助言業者の影響力は必ずしも大きくないが、規模が小さな機関投資家では、議決権行使助言業者の投票推奨に従う傾向が強い。

### ② 議決権行使助言業者がどのように助言基準を作っているか

議決権行使助言業者の助言基準作成にあたっては、機関投資家や上場企業など市場参加者の意見が参考にされるようになってきている。しかし、上場企業側には、助言基準の検討プロセスで意見を伝えたとしても、必ずしも助言基準に反映されないとの不満もある。株主総会議案の賛否を判断する助言基準自体について、それが合理的なものか上場企業側から見ると疑わしさが残るといふ。

個々の上場企業にも、議決権行使助言業者から株主総会議案の賛否判断に関連する情報が発前に提供される場合がある。しかし、そうした機会があるのは、比較的大規模な企業に限定されていたり、賛否そのものではなく参考となるデータのみ提供にとどまる場合もあり、十分なコミュニケーションがあるとは言えないとの指摘が上場会社から出されている。

また、上場企業側からは、議決権行使助言業者の判断が個々の企業の状況をあまり斟酌せず画一的だとの批判もある。

### ③ SEC による規制の現状

SEC は、議決権行使助言業について、情報収集を行っている。また、機関投資家による利用の現状も調査している。機関投資家が議決権行使助言業者を利用する際の注意などを含めたガイドランスも公表している。

2010 年には、SEC から証券市場の効率化に関する“Concept Release”が公表されており、この中には議決権行使助言業への言及がある<sup>4</sup>。議決権行使助言業の規制の是非やその在り方について、SEC では、検討を重ねているところである<sup>5 6</sup>。

<sup>4</sup> 鈴木裕「米国の議決権行使制度改革」（2010年9月22日、ESGレポート）

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

<sup>5</sup> 鈴木裕「スチュワードシップと議決権行使助言業」（2014年7月28日、大和総研レポート）

[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140728\\_008794.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140728_008794.html)

<sup>6</sup> 鈴木裕「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、ESGニュース）

[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)

## 上場企業側が抱く議決権行使助言業者への懸念

米国では、機関投資家に対して保有株式の議決権行使の適正化や行使結果の開示が求められるようになったため、議決権行使助言業者の利用が進んでいる。機関投資家による議決権行使助言業者の利用実態は一様ではなく、大手の機関投資家では議決権行使助言業者の賛否推奨を参考程度にとどめているが、推奨通りに行使する機関投資家も少なくない。そのため、上場企業の株主総会議案に対する反対票の量は、議決権行使助言業者が作る助言基準とその基準を適用した賛否判断によって大きく変化する。それだけに上場企業が、助言基準の作り方とその適用プロセスに関心を抱くのは当然であろう。

GAO レポートでは、助言基準を作るプロセスで議決権行使助言業者が上場企業や機関投資家などの市場参加者の意見を取り込むようになっており、この点ではある程度の進展が見られるとしている。しかし、助言基準を個々の企業の株主総会議案に適用するプロセスでは、企業と議決権行使助言業者のコミュニケーションは必ずしも十分ではないと企業側は考えている。米国議会で審議された議決権行使助言業者の法規制に関する法案（脚注 3 の大和総研レポート参照）では、このコミュニケーションの拡充について相当踏み込んだ規制を行おうとしている。議決権行使助言業者が作成する株主総会議案賛否推奨レポートを、上場企業が発行前に閲覧し意見を述べる機会を与えるべきとの条項が盛り込まれている。これに対して、議決権行使助言業者側は、賛否推奨判断の客観性の確保や時間的な制約を理由として反対を表明している。

## 日本版スチュワードシップ・コード改訂との関わり

金融庁と東京証券取引所が共同事務局を務める「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」の第 10 回会合（2016 年 11 月 8 日）で、『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』意見書（3）<sup>7</sup>（以下、「意見書」という）がまとめられた。意見書は、今後の日本版スチュワードシップ・コード改訂の方向性を示すものである。

意見書では、機関投資家の議決権行使における利益相反の管理について、「具体的方針を定め、公表すべきである」とされ、海外等における取り組みとして「外部の第三者機関に自らの議決権ガイドラインを示すなどの工夫を行いながら、その第三者機関の判断を活用」することが紹介されている。この意見書通りに日本の機関投資家が議決権行使助言業者を「外部の第三者機関」として利用するようになれば、上場企業の株主総会における議決権行使助言業者の影響力が強まることが予想できる。議決権行使助言業者の業務の適正化に関して何らかの取り組みが必要になるときがわが国でもいずれ来るかもしれない。

<sup>7</sup> <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20161108/01.pdf>