

2022年12月12日 全4頁

顧客主体型エンゲージメントとは？

リテール顧客からの議決権行使指図を受ける米国投信の狙い

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 米国の投資信託大手が、投資先企業の株主総会議案に関する議決権行使について、リテール顧客からの指図を受け付けるサービスを開始する。また、議決権行使助言業最大手のISSが、それを可能にするプラットフォームを資産運用機関向けに販売し始める。
- 投資一任契約の相手方など単独の顧客だけでなく、投資信託などの多様なリテール顧客の指図による議決権行使を可能にすることで、資産運用機関の議決権行使が顧客の意向に沿うものとなる。
- 資産運用機関の議決権行使は、ESG投資に賛意を示す立場と批判的な立場の双方から、顧客の利益に合致していないと批判されてきた。顧客指図による議決権行使は、こうした批判をかわす目的もあるものと考えられる。

顧客主体型エンゲージメントの可能性

顧客のために株式等への投資を行う資産運用機関は、投資に付随して取得する様々な権利も顧客のために行使する。株主総会議案に関する議決権の行使をはじめとするエンゲージメントは、顧客の期待を考慮した、顧客の利益のための資産運用機関による行動だ。投資一任契約で単独の顧客から資産運用や管理を受託している場合は、顧客から具体的なエンゲージメントの指図を受けることもあるが、顧客が多数になる投資信託などであれば、顧客の平均的な期待に応える行動を模索することになる。顧客は多様であり、ある顧客から見ると資産運用機関の行動は称賛に値するが、別な顧客の見方では、行動自体が不要であるとの評価や、逆に不十分な取り組みだと考えられてしまうかもしれない。この点で、テクノロジーの進歩によって、資産運用機関のエンゲージメント、特に議決権行使が大きく変わる可能性が生じている。これまでの顧客本位の議決権行使ではなく、顧客主体とでもいうべき新たな議決権行使の方法が現実味を帯びつつある。

投資信託であれば時には数千ともなる多くの企業に投資をしており、それぞれについて議決

権行使の指図を多数の顧客から受けることは現実的ではなかった。顧客からの指図を受けるという発想さえ無かったが、テクノロジーの進歩がそれを可能にしている。

米国の投資信託大手のブラックロックは、Voting Choice というサービスを提供している¹。これは、顧客から議決権の行使指図があった場合、その顧客に配分される株式については指図に従って議決権を行使するというものだ。これまで大口顧客からの指図は受け付けていたが、これをリテールに広げる。同じく大手投資信託会社のバンガードも同様の取り組みを進めており²、近い将来実施可能か試行される見通しだ。

議決権行使助言業者からは、顧客からの指図受付を可能にするプラットフォームを資産運用機関向けに提供しようとする動きも現れている。ブラックロックやバンガードの取り組みが顧客へのアピールになるのであれば、他の資産運用機関も同じようなサービスを提供するようになるだろう。そこで、議決権行使助言業者の ISS は、Vote Preference という名称で、そのようなプラットフォームを資産運用機関向けに販売するとのことだ³。

日本の会社法上、同一名義でも複数の実質株主が存する場合、議決権の不統一行使が可能だ(会社法第 313 条)。実際、年金基金等の大口の顧客の意向に沿って、信託銀行や投資顧問業者の資産運用機関が不統一行使を行うことがある。ブラックロックの Voting Choice や ISS の Vote Preference は、こうした不統一行使をリテールに広げることである。その必要性があり、コストを他に転嫁しないのであれば、顧客の意向をストレートに議決権行使につなげる方法として、顧客重視の姿勢の表れだと評価できそうだ。

左右から批判される資産運用機関の議決権行使

リテール顧客から議決権行使指図を受ける手間やプラットフォーム構築のコストを考えると、資産運用機関がこのような新たな顧客向けサービスの提供に積極的に取り組むとは考えにくくもある。だが、資産運用機関を取り囲む環境の変化が、顧客からの指図による議決権行使の実現を後押ししているのも確かだろう。特に資産運用機関の議決権行使結果の開示の充実が進んだことで、このような取り組みが資産運用機関にとってベネフィットを生むようになったと思えそうだ。

ベネフィットとして考えられるのは、資産運用機関が顧客のために行う議決権行使に対して現在沸き起こっている様々な批判を回避する方法となるということだ。資産運用機関による議決権行使は、顧客の意向に反する賛否判断が日常化していると様々な批判を受けているからである。

ESG 投資の規模が拡大しているといわれる中⁴で、投資信託等の資産運用機関は、投資先企業が環境や人権への取り組みを進めることで企業価値が高まり、顧客の利益を拡大できると考え、

¹ BlackRock, Inc. “[Empowering investors through BlackRock Voting Choice](#)” (2022 年 11 月)

² The Vanguard Group, Inc. “[Piloting proxy choice for individual investors](#)” (2022 年 11 月 2 日)

³ ISS “[ISS Launches ‘Vote Preference’ Solution](#)” (2022 年 11 月 15 日)

⁴ 鈴木裕「[膨らむ ESG 投資規模に疑問膨らむ](#)」(大和総研コラム、2021 年 9 月 8 日)

そうした取り組みを積極化すべきというエンゲージメントを投資先企業との間で行っていると広報してきた。しかし、近年 ESG 投資商品に関する宣伝・広告で、ESG 投資への取り組みを実態以上に描いて商品イメージをアップさせる、いわゆるグリーン・ウォッシュや ESG ウォッシュと呼ばれる問題が指摘されるようになってきている。

株主総会では、環境や人権への取り組みを企業に求める株主提案議案が日本でも出されるようになってきている。例えば、温室効果ガス削減のため石炭火力発電事業からの撤退を求めるような株主提案だ。米国では、日本よりもはるかに多くの環境や人権に関する株主提案がある。しかし、資産運用機関は、環境・人権関連の株主提案に必ずしも賛成しているわけではない。また、経営者への報酬支払いについて株主の承認を求める報酬関連議案もある。Say On Pay と言われるが、これにも資産運用機関は基本的に肯定的な判断をしている。特に米国において、経営者報酬の高騰が今も続いているのは、資産運用機関が Say On Pay を通じて企業側にプレッシャーを与えていないからだとも考えられる。

長期的な企業価値への影響を考えれば、経営者の自律的な判断を拘束するような株主提案に慎重な姿勢を見せることや、適切な金銭的インセンティブを経営者が持つべきだとする資産運用機関の判断は理解できなくもない。しかし、環境や人権問題に無関心で、従業員と経営者の所得格差を放置しているかのような資産運用機関の議決権行使への批判は鋭さを増している⁵。米国も日本同様、資産運用機関の議決権行使結果の開示が行われている。投資信託業者には、個別議案ごとの賛否開示が義務化されており、ESG を標榜する投資信託が環境や人権問題に関する株主提案をどう判断しているか簡単にわかる。

その結果、投資信託業者による議決権行使にもグリーン・ウォッシュ批判が及んでいる。アドボカシー団体や運動家株主からは、ESG 投資を謳いながら格差を拡大させ、地球を破壊する二枚舌だと批判されてきた。議決権行使結果開示の進展⁶は、こうしたグリーン・ウォッシュを可視化するものでもある。

資産運用機関の議決権行使に対する批判は、親 ESG 投資側からだけではない。ESG 投資に反対する立場からは、投資リターンの追求に専念すべき資産運用機関が、環境や人権問題といった投資リターン以外の事項に関心を向けるべきではないという主張がある。これについては、別稿⁷に記した通りであり、米国では ESG 投資の是非について深刻な対立が生じている。ESG 投資に反対する行政官らは、共和党系の組織“State Financial Officers Foundation”を通じて、ESG 投資が経済の成長や外交の安定を損ないかねない特定の政治的主張を助長しており、多くの米国民の利益を危険にさらしていると主張する情報サイトを設けている⁸。

⁵ ShareAction “[Voting Matters 2021](#)” (2021 年 12 月)

Gita R. Rao “[Opinion: A surprise about some ESG funds — they actually vote against environmental and socially conscious resolutions](#)” (2020 年 12 月 18 日)

As You Sow “[The Most Overpaid CEOs](#)” (2022 年 2 月 23 日)

⁶ 鈴木裕 「[議決権行使開示規則が変える投資家行動](#)」(大和総研レポート、2022 年 11 月 8 日)

⁷ 鈴木裕 「[ESG 投資反対の動き—州経済への影響を懸念](#)」(大和総研レポート、2022 年 9 月 15 日)

⁸ “[Our Money, Our Values](#)”

米国連邦議会に共和党系の議員が 2022 年 5 月に提出した INDEX (Investor Democracy Is Expected、期待される投資家民主主義) 法案⁹は、資産運用機関による議決権行使に焦点を当てた新たな提案だ。INDEX 法案では、株価指数連動型のパッシブ運用を行う資産運用機関に対して、顧客の指図に従って議決権を行使することを求めている。共同提案者の一人であるマルコ・ルビオ上院議員によると、大手の資産運用業者が常軌を逸した急進的な議案 (crazy progressive agendas) を支持している現状を改め、議決権を顧客の手に取り戻すことが、この法案の目的であると言う¹⁰。

このように、資産運用機関は、親 ESG からも反 ESG からも適切に議決権を行使していないと批判されている。資産運用機関としては、INDEX 法案が記すよう、顧客による議決権行使指図を可能にすることで、両者からの批判を避ける狙いもあるのではないかと思える。議決権行使に強い関心を持ち、投資信託を通じて保有する株式について議決権行使指図を行う顧客の満足を得つつ、指図をしない他の大多数の顧客は資産運用機関に判断を委ねているといえるようになる。しかも、こうした工夫は顧客を重視しているという姿勢のアピールになるため、資産運用機関にとって不利益になることはない。

議決権行使をはじめとするエンゲージメントは、顧客ために顧客に代わって資産運用機関が行ってきたが、テクノロジーの発展によって顧客がエンゲージメントの主役になる道を開く可能性が生まれた。資産運用機関が議決権行使においてわきに退くことになれば、資産運用機関と上場企業の関係は大きく変わるかもしれない。

⁹ 米国連邦議会 “[S. 4241 - INDEX Act](#)”

¹⁰ Marco Rubio “[Rubio, Colleagues Introduce INDEX Act to Return Shareholder Voting Power to Individual Investors](#)” (2022 年 5 月 18 日)