

2021年3月19日 全6頁

# 売買の対象になった議決権行使助言業者

## ESG 情報への関心が高まり、ESG 情報業者の争奪戦へ

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

### [要約]

- 議決権行使助言業者のグラスルイスが、カナダのプライベート・エクイティ・ファンドの傘下入りを公表した。同業の ISS は、プライベート・エクイティ・ファンドからドイツ証券取引所グループに売却された。
- 欧州では、サステナブル・ファイナンスに関する規制が大幅に変わり、ESG 情報に対する需要が拡大している。米国では、政権交代によって ESG 投資振興策が打ち出される見通しであり、欧州同様 ESG 情報の価値が高まるだろう。
- ESG 投資関連規制の変化によって、ESG 情報業者の争奪戦が始まっている。

## 議決権行使助言業 2 番手のグラスルイスのオーナー変更

議決権行使助言業で ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) に次ぐ規模のグラスルイス (Glass, Lewis & Co.) が、オーナー (株主) の異動を公表した<sup>1</sup>。2021年3月16日付けのグラスルイスのリリースによると、オンタリオ州教職員年金管理委員会 (Ontario Teachers' Pension Plan Board) とアルバータ投資顧問 (Alberta Investment Management Corporation) が保有していたグラスルイスの株式がカナダのプライベート・エクイティ・ファンド Peloton Capital Management と同ファンドの取締役会議長 (Chairman) である Stephen Smith 氏 (両者を合わせて以下、Peloton) に売却された。保有比率や売却金額等の詳細は未公表である。

グラスルイスは、中国の新華ファイナンスによるごく短期の保有を経て、2007年にオンタリオ州教職員年金管理委員会に4,600万ドルで売却された<sup>2</sup>。その後、アルバータ投資顧問が2013年に株式の20%を購入している。今回の Peloton への売却は、それに続くものであり、議決権行使助言業というビジネス自体が売買の対象になっていることがわかる。

<sup>1</sup> Glass Lewis “[Peloton Capital Management and Stephen Smith Acquire Glass Lewis](#)” (March 16, 2021)

<sup>2</sup> Financial Times “[Glass Lewis sold in \\$46m deal](#)” (October 6 2007)

## 議決権行使助言業最大手の ISS はドイツ証取グループ入り

議決権行使助言業最大手の ISS もたびたび売買の対象となっている。2021年2月26日には、昨年公表済みのドイツ証券取引所グループ（Deutsche Börse AG、以下「ドイツ証取G」）による子会社化が予定通り完了したことを明らかにしている<sup>3</sup>。

ISS は、ここ 15 年の間で少なくとも 5 回は転売されている。ドイツ証取 G に ISS を転売したのは、プライベート・エクイティ・ファンドの Genstar だが、その前の親会社は同じくファンドの Vester、その前は金融情報業者の MSCI だった。Vester は 3.6 億ドルで購入した同社を 3 年半ほどたって 7.6 億ドルで転売し、それを買った Genstar は、約 3 年保有したのち、ISS の価値を 22.8 億ドルとして、その約 80% をドイツ証取 G に売却した。ファンドにとっては、成功したディールだといえるだろう。

## 安定的収益源としての議決権行使助言業

ISS やグラスルイスの中核的事業である議決権行使助言業の歴史は、さほど古いものではない。簡単にその経緯を辿ると、最も初期の議決権行使助言業者である IRRC（Investor Responsibility Research Center）が、ベトナム反戦運動や公民権運動の中で設立された。主に大学の寄付基金が、戦争や差別の問題に関係する企業に投資を通じて影響力を及ぼすことを目指して作られた組織だ。その後、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との米国労働省の見解が表明された。そして年金基金や寄付基金等多くの投資家の資金を取りまとめて運用する機関投資家の議決権行使の適正化への関心が高まっていた 1985年に、ISS は創業した。年金基金等は、母体企業とは別の組織であるから年金基金が保有する株式の議決権は、年金基金の加入者の利益のみに配慮して行使すべきとするルールが、米国労働省によって設けられた時期である。年金基金から資産運用を受託する運用会社にも関わる。2001年のエンロン事件後には、投資信託の議決権行使の適正化が推進され、米国証券取引委員会（SEC）は、2003年に新ルールを制定し、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。グラスルイスの創業はこのころである。

このように機関投資家に議決権行使の適正化を求める規制が設けられれば、機関投資家は正しく取り組んだことを示す証跡づくりのためにも、第三者的な議決権行使助言業者を利用することになる。正しい取り組みを証明するための証跡であるから、中立性はこの事業に欠かせない属性だ。ISS の親会社であるドイツ証取 G にせよ、グラスルイスの親会社となった Peloton にせよ、議決権行使助言業における中立性に疑いを生じさせるようなことをすれば、金の成る木を切り倒すようなものだといってよい。

<sup>3</sup> ISS [“Deutsche Börse successfully completes acquisition of ISS, strengthening the focus on sustainable investing”](#) (February 26, 2021)

## ESG 情報への関心の高まり

ドイツ証取 G や Peloton の狙いは、議決権行使助言葉の安定的な収益源という要素以外にもあるとみるべきであろう。ISS もグラスルイスも、上場企業向け、機関投資家向けに様々な情報ビジネスを展開している。情報ビジネスの中でも、特に ESG 関連が規制環境の変化が収益力を高める可能性があり、議決権行使助言葉を獲得するというのはその点を目論んでのことではないか。

証券市場の参加者は様々な規制の下で、自己の利益を拡大していく。株式や債券など有価証券を発行する企業、それに投資をする投資家、そしてその双方を結び付ける証券業者や証券取引所も皆、利益を得ることを目的としているが、そうした中で規制当局の使命は、投資家保護と証券市場の健全な発展を図ることにある。この目的の中に近年、ESG に関する取り組みが入り込むようになってきている。より正確に言えば、以前から証券規制の枠内にあった G (ガバナンス) に加えて、E (環境) や S (社会) の要素に規制が及ぶようになったということだ。

Russell Investments 社の投資家を対象とした調査 “2020 ESG Manager Survey”<sup>4</sup>では、ESG のどれを最重視するかの問いに、2020 年は 82%が G、13%が E、5%が S と答えている。2019 年では、それぞれ 88%、9%、5%で、2018 年は 91%、5%、4%だった。G が圧倒的に重視されるファクターであることに変わりはないが、E が伸びている。

近年、E と S のうち、特に E の要素を証券投資に際しての判断に組み入れるとする投資家が増えているため、企業側も対応を求められるようになった。つまり、上場企業の環境関係の取り組みに関する情報を投資家が投資判断に役立てようとするのだから、そのような情報を開示すべきという規制が検討されるようになる。また、他人のために投資を行うことを業務としている機関投資家に対しては、顧客である最終投資家に向けて、最終投資家が関心を持っているかもしれない E と S の要素をどのように投資に結び付けているかを説明させようとしている。規制当局も、E と S の要素を証券規制に取り込むことが規制目的に沿っているのであれば、そのように動くだろう。

欧州で、ESG 投資を証券規制の中に取り込もうとする大きな流れが加速しているのは、こうした背景があるからだ。この潮流の中で、上場企業・金融商品（株式、債券、投信等）と投資家を結び付ける証券取引所にも担うべき役割があり、ドイツ証取 G が ISS を欲した理由はここにあると考えられる。

## EU の ESG 投資振興政策の影響

EU が取り組んでいる ESG 投資の振興策は、サステナブル・ファイナンス行動計画と呼ばれている。これは、資金の流れを、持続的かつ包括的な成長を実現するための投資にシフトさせ、気候変動や資源の枯渇、自然破壊や社会問題などに起因する金融リスクを管理し、金融や経済活

<sup>4</sup> Russell Investments Group, LLC. “[2020 ESG manager survey: Turning up the volume](#)” (October 6, 2020)

動における透明性や長期的な利益に注目する傾向を醸成することを目標としている。EU の行動計画は多岐にわたるが、証券取引所に関連が深そうなものとしては、環境要素を含んだ投資ベンチマークの開発とグリーンボンドのガイドラインの策定を指摘できる。どちらも ISS の知見とレピュテーションを活用できそうなところだ。

多くの資産運用会社（機関投資家）は、投資を行う際に何らかの株価指数をベンチマークとして利用しており、ベンチマークの在り方は資金の流れに大きな影響を与える。EU では、①気候ベンチマークを開発することと、②指数会社等のベンチマーク提供者が提供するベンチマーク（気候関連であるか否かに関わらず、一般的なベンチマークを含む）において ESG 要素を考慮している場合、その影響を開示することを決めている。

グリーンボンドについても、EU では標準化が進められている。グリーンボンドは、本来グリーン・プロジェクトに資金使途が限定されているはずだが、調達資金が他のプロジェクトへ転用されたりするのであれば、環境問題の改善に寄与しない場合（グリーンウォッシュ）も生じるだろう。グリーンボンドの発行について、開示等様々な条件を定めるグリーンボンドガイドラインは、わが国を含め各国で策定が進んでいるが、EU の取り組みは先進的なモデルとなっている。グリーンボンドの適格性を担保するためには、外部の認証機関から認証を受ける方法や、証券取引所の上場基準を経て上場した上で、情報開示等により投資家の評価を受ける方法などがあり得る。

こうした投資ベンチマークやグリーンボンド評価について、ISS やグラスルイスの ESG 関連事業が収益源として成長する可能性は高そうだ。ISS には、ESG 関連事業として、“ISS ESG”があり、ESG インデックス開発を支援する“ESG Index Solutions”事業を展開している。ISS ESG には、さらに“ISS-Ethix”、“Climate Solutions”、“ISS-oekom”といったサブ事業がある。グラスルイスは、季報変動関連の情報を議決権助言に活用し、E や S の課題に特化した議案分析等で知見を蓄えている。

欧州を中心とする機関投資家動向や規制動向が ESG 要素を重視することの強い追い風になっていることに加え、評価の高い ESG 関連の情報リソースが希少であることから、ISS やグラスルイスの ESG 関連ビジネスに関心が向くのも当然だろう。

## 米国政権交代の影響

米国の政権交代は ESG 情報業者の価値を大きく変えることになるだろう。トランプ政権では、ESG 投資の実態が不明瞭であり規制になじまない上、他の投資手法よりも高コストになりがちな点をとらえて、どちらかといえばブレーキを踏む政策対応だった。バイデン政権では、これが一変する。

SEC では、ESG 情報開示のための新たな取り組みや議決権行使などに関連した諸制度の見直し

を開始する<sup>5</sup>。手始めにこれまでの ESG 情報に関する SEC の規制方針をレビューするとともに、それに対して企業がどのように取り組んできたか、それは投資家の期待に応えるものであったかを検証する。2010 年のガイダンスで、ESG 情報に関する任意的開示は可能であり、企業側が開示の必要性を認めるならば障害はないことを明らかにしてきたが、この任意的開示フレームワークの実効性が問われることになりそうだ。強制的開示を視野に入れて、環境関連の情報開示規定は変更される公算が大きい。また、ESG 関連開示は、環境関係にとどまるわけではない。企業内のダイバーシティの状況などより広い ESG 課題が開示規定の対象となるだろう。

2003 年に設けられた投信会社の議決権行使結果開示規則も見直しの対象だ。議決権行使結果開示の濃度を高めることや、電子的開示を導入するなどが検討される。これは、ISS やグラスルイスの中核事業である議決権行使助言ビジネスに強い追い風となるだろう。一層、議決権行使助言業者の価値を高めることとなるだろう。

もう一つ焦点になりそうなのは、ESG 投資に関する米国労働省規則だ。労働省は、企業年金基金等の年金積立金の運用や運用商品の選定において、非金銭的な利益を考慮すべきではないとする規則<sup>6</sup>を 2020 年 11 月 13 日の Federal Register (官報) に掲載した。また、年金基金が購入した株式に関する議決権についても、E や S に関する議案は、株式の投資収益との関連の有無や程度を考慮した上でそれを行すべきという規則案を検討していた<sup>7</sup>。労働省は、この双方に対して執行の見送りと検討の中断を公表した<sup>8</sup>。

以上のように、ESG 投資に関する米国の規制環境は変革期にある。ESG 投資振興策が打ち出されるのは明白であり、今後 ESG 情報業者の価値を高めることとなるのではないかと。

## ESG 情報業者の争奪戦へ

証券取引所と ESG 情報業者の結び付きは、ドイツ証取 G による ISS 子会社化以外に他の取引所にも見られる。ロンドン証券取引所は、金融情報業者のリフィニティブを買収している。リフィニティブは、その前身であるトムソン・ロイター時代から ESG 情報部門を持ち、多くの ESG 指数を公表している。

こうした取引所間競争は、今後さらに激化すると思われる。バイデン政権は ESG を後押ししようとするはずであり、欧州同様に証券市場において ESG 要素の考慮や開示を求める規制を設けようとするだろう。発行体の開示規制や、投資信託等金融商品における ESG 情報の利用の程度や効果の開示、証券取引所に対しても環境関連の金融商品の取引所開設などが求められるなど、今後の規制動向を注視すべきだ。こうした政策が実現すれば、ESG 情報業者に対する需要も

<sup>5</sup> SEC Acting Chair Allison Herren Lee “[A Climate for Change: Meeting Investor Demand for Climate and ESG Information at the SEC](#)” (March 15, 2021)

<sup>6</sup> 鈴木裕「[ESG 投資にブレーキをかける米労働省規則案](#)」(大和総研レポート、2020 年 7 月 8 日)

<sup>7</sup> 鈴木裕「[米国労働省、議決権行使にも急ブレーキ](#)」(大和総研レポート、2020 年 9 月 8 日)

<sup>8</sup> 米国労働省 “[US Department of Labor releases statement on enforcement of its final rules on ESG investments, proxy voting by employee benefit plans](#)” (March 10, 2021)

一層強まることになると予想できる。あまり知られていない ESG 情報業者であっても商品価値が出てくるかもしれない。

わが国でも、金融庁に「サステナブルファイナンス有識者会議」<sup>9</sup>が設けられるなど、環境金融を広げようとする声は高まりを見せている。グリーンボンドの認証では、実際に ESG 情報業者が利用されるようになっている。また、GPIF が用いるカスタマイズされた株式投資ベンチマークには、ESG を織り込むものが使われている。こうした取り組みが市場の秩序にまで昇華すれば、上場企業や機関投資家に ESG 情報をより詳細かつ頻繁に開示すべきとする規制が設けられるだろう。日本においても、ESG 情報業者の価値が一層高まる可能性がありそうだ。

<sup>9</sup> 金融庁「『サステナブルファイナンス有識者会議』の設置について」（令和2年12月25日）