

## 議決権行使コンサル業界 の現状と課題

経営戦略研究部  
鈴木裕

### 米国会計検査院が、議決権行使コンサルティング業界に関する報告を公表

議決権行使コンサルティング業者の中には、機関投資家向けの議決権行使アドバイスだけでなく、発行会社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っている業者もあり、利益相反ではないかとの懸念もあった。

米国会計検査院の報告では、かかる懸念によって重大な問題は生じていないとのことである。

#### 1 GAO による調査実施

米国会計検査院 (The U.S. Government Accountability Office : GAO) は、昨年9月から調査を続けていた、議決権行使コンサルティングビジネスに関する調査結果「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：以下「GAO レポート」)<sup>1</sup>を6月29日付けで作成し、7月30日に公表した。この調査は、議決権行使コンサルティングビジネスが、利益相反を生じていないか、ビジネスの公正な競争が保たれているか、議決権行使コンサルティング業者が、投票結果にどれほどの実効的影響力を有しているか、を明らかにすることを目的としている。

GAO のレポートは、いずれの点でも大きな問題点はないと結論している。

以下、GAO レポートに則して議決権行使コンサルティング業界の実情と問題点を簡単に指摘する。

#### 2 議決権行使コンサルティング業界の現状

いまや世界中で 28000 社の上場公開会社が、250000 件の議案をそれぞれの株主総会に諮っている。機関投資家は数多くの会社に投資をしており、株主総会の議案をどのように取り扱うべきか、悩ましい問題となっている。最も簡単な方法は、議決権を行使しない、あるいは白紙で投票するという方法だ。かつて機関投資家の多くはこの方法によっており、議決権行使に関心を持つ者は少なかった。



しかし、そのような態度はもはや許容されなくなっている。米国では年金基金が保有する株式の議決権は経済的な価値のある資産であるから、年金制度加入者すなわち最終受益者の利益に配慮した株式議決権行使が、米国労働省によって 1980 年代から義務付けられるようになった。1988 年 2 月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見解が表明された。これは、エイボンレターという名称で呼ばれ、現在の米国における株主アクティビズムの法理論的基盤を形作った。94 年 7 月には、海外株式（米国から見ての海外株式であり、日本株も含む）についても、基本的には同様であるとの内容を含む規則が制定された。

投資信託についても、議決権行使の適正化が推進され、米国 SEC（Securities Exchange Commission = 証券取引所委員会）は、2003 年 1 月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ルールを制定し、同年の 4 月から施行した。この規制は、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るものだ。

このように、年金基金や投資信託といった受益者のために資産運用を行う機関投資家の議決権行使義務は明確になったものの、全ての機関投資家に適正な議決権行使行動を可能にする内部的な資源があるわけではない。そこで、その様な業務を請け負うコンサルタント会社が設立されている。

GAO レポートによれば、現在米国では 5 社がこのような受託機関投資家を主な顧客として議決権行使コンサルティングを実施している。業界のトップは、Institutional Shareholder Services, Inc. (ISS) で 1700 以上の顧客を有する。他に、Marco Consulting Group (MCG)、Glass Lewis & Co. (Glass Lewis)、Proxy Governance, Inc. (PGI)、Egan-Jones Proxy Services (Egan-Jones) があるが、日本で拠点を持つのは、筆者の知る限りでは、ISS、Glass Lewis、PGI の三社だ。

図表：米国の議決権行使コンサルティング業者

	設立（年）	従業員数（推定）	顧客数（推定）	顧客資産（推定）
ISS	1985	630	1700	25.5 兆ドル
MSG	1988	70	350	850 億ドル
Glass Lewis	2003	70	300	15 兆ドル
PGI	2004	31	100	1 兆ドル
Egan-Jones	2001	N.A.	400	N.A.

出所：GAO レポート Table1

ISS は、2005 年に同業で当時 2 位だった 1972 年創業の IRRC を経営統合しており、現在の圧

<sup>1</sup> <http://www.gao.gov/new.items/d07765.pdf>

倒的なシェアを築きあげた。2007年1月からISSは、金融リスク分析会社のRisk-Metricsグループの傘下に入っている。MSGは、主に労組年金(Taft-Hartley年金)を顧客にしているが、近年顧客基盤を広げつつある。Glass Lewisは、2007年に中国の金融情報産業である新華ファイナンスのグループに入った。

### 3 議決権行使コンサルティング業界の課題

GAOレポートは、大きく3つの問題を取り上げている。まず、議決権行使コンサルティング業界が、機関投資家と株式発行会社との間で、適正なバランスを取り、利益相反的な状況に陥っていないかを第一の問題として検証している。仮に不適正な業務が行われていても、業界が競争的であれば、そのような業者は淘汰されるはずである。そこで、2番目の問題点として、議決権行使コンサルティング業界が独占的で競争が十分に行われていないのではないという疑問を検証している。先発業者の圧倒的なシェアが業界の健全性を損なうことがあるか、多方面から検討を加えている。そして、議決権行使コンサルティング業者に従う機関投資家が余りに多ければ、投票において意見の多様性が反映されないという問題を生じかねない。そこで、三番目の問題として議決権行使コンサルタントのアドバイスは、現実的にはどの程度の影響力を有するかを検証している。

#### (ア) 議決権行使コンサルタントにおける利益相反問題

議決権行使コンサルティングは、株式発行会社が株主総会に付議する議案に、具体的な理由をつけて賛否の推奨をするし、発行各社のコーポレート・ガバナンス状況を格付けすることもある。そこで、議案への反対を減らしたい発行会社としては、コンサルティング会社へ働きかける場合がある。積極的に情報を提供して、議案への理解を得る努力をするわけだ。その際に、議決権行使コンサルティングが、発行会社向けにもコンサルティングを行ってれば、それと有料で契約することで、反対推奨が出ないと期待できる議案を作り上げることができるし、ガバナンス関連のコンサルティングを受ければガバナンス格付けを引き上げられると考えるかもしれない。そこで、議決権行使コンサルティング業者が、発行会社にもコーポレート・ガバナンスに関するコンサルティングを行っている場合には、機関投資家側に立つのか、発行会社側に立つのか、不明確になり利益相反を疑う素地が生じる。コンサルティング業者が、発行会社との契約が存在するゆえに、議案分析に手心を加えるのではないかという疑惑だ。

GAOレポートの最も大きな関心はこの点にあり、コンサルティングに利益相反があり、発行会社側は不当なサービスの購入を強いられているのではないかとの調査をおこなった。結果的には、現状では大きな問題点はないということであった。両方のサービスを提供している業者は、その旨を随所で表明しているし、担当セクションを分離して、情報を遮断しているので重大な問題にはならないという結論を得ている。

議決権行使コンサルティング業者の中で、ISS、MCG、PGI の三社は SEC に登録する投資顧問会社でもある。したがって、SEC の検査権限が及ぶが、これまでのところ、議決権行使コンサルタント業者について、大きな違反は無いということだった。

(イ) 議決権行使コンサルティング業界の公正競争

独占的な業者がいる業界では、公正な競争が阻害され、不当な商品・サービスが不当な価格で需要者に強制される恐れが生じる。議決権行使コンサルティング業界においては、確かに参入のための初期投資額は小さくは無く、事実上の障壁となっているかもしれない。機関投資家は保有している多くの銘柄についての議決権行使情報を望んでいるので、議決権行使コンサルタントのカバー範囲は、サービスの質に直結する。そこで、はじめから多くのアナリストを雇用しなければ十分なサービスを提供できないという問題はあるし、情報提供の手段としての IT 技術基盤も軽視でない。

しかし、顧客に提供する情報の基礎自体は、公的情報であり先発業者に独占されているというようなことは無い。議決権行使コンサルティング業者にとって第一次情報となる株主総会議案や会社のガバナンス状況は、SEC で閲覧できる情報であって、誰でも入手可能であるから、この点では制度的な障壁とは成らない。むしろ、サービス分野を特化するなどして大手の業者との差別化を進めることで、新興業者は、顧客にアピールできるはずであるから、現状が非競争的であるとはいえないというのが、GAO レポートの立場であると言えそうだ。

(ウ) 議決権行使コンサルティング業者の影響力

機関投資家の多くが、議決権行使コンサルタントの助言に従うとすれば、大手の業者が株主総会の帰趨を左右することになりかねない。

GAO レポートでは、機関投資家が議決権行使コンサルタントのアドバイスをどの程度参考にするかを調査している。GAO レポートによれば、大手機関投資家 20 を調査したところ、コンサルタントのアドバイスに大きく依存していると回答したのは一社に留まり、その他の投資家は、インハウスでの判断の資料にする、あるいはコンサルタントに自社の議決権行使ガイドラインを示してそれ合致したアドバイスを求めるなどと回答している。つまり、多くの機関投資家は、コンサルタントの助言を直接的に投票に結びつけるのではなく、自社の主体的判断を介在させることによって受託者としての責任を遂行しているということである。このようなプロセスの中では、コンサルタントが強力な影響力を発揮し、株主総会を支配するということにはならない。

議決権行使コンサルティング業者の影響力は限定的であるというのが GAO レポートの結論だ。

#### 4 GAO レポートへの疑問

GAO レポートでは、議決権行使コンサルティング会社で重要な利益相反の問題は、生じていないということだ。株式発行会社に対して、機関投資家から見たガバナンス上の問題点を指摘して、その解決策を売り込み、機関投資家に対しては、投資先会社のガバナンス上の問題情報を売り込むという二つのサービスが、互いに公正な外観を作り出せるか、大きな疑問だ。そればかりでなく、コンサルティング会社の親会社も金融情報サービスを顧客に提供しているとすれば、利益相反の可能性は高くなるであろうし、仮にその親会社が上場・公開した場合に、議決権行使コンサルタント会社は、果たして公正な立場から親会社のガバナンス状況を精査できるのだろうか。

議決権行使コンサルティング会社は、株式発行会社の役員選任議案について、候補者の実質的独立性を厳格に評価しているが、自らの独立性についても、厳格に確保することが要求される立場に在る。

また、機関投資家に対する調査によれば、議決権行使コンサルティング会社の影響力は限定的ということであるが、機関投資家は受益者に対して信託義務（受託者責任）を負う以上、議決権行使に関しても主体的な判断が入ることは当然であると答えるだろう。したがって、機関投資家に対して調査をすれば議決権行使コンサルティング業者の影響力は、過小に評価する方向でバイアスが掛かることは避けられない。この点で、果たして調査方法が適正だったか、疑問無しとはしない。

#### 5 日本への示唆

ISS、Glass Lewis、PGI の三社は、日本の上場・公開会社の株主総会議案の分析を行っている。近年ではコンサルタント業者の推奨を巡って発行会社との間での応酬も見られるようになっており<sup>2</sup>、発行会社から見て軽視できない影響力を持ちつつあることを伺わせる。今回の株主総会では、いわゆるプロクシーファイトが多数見られたが、その中には自己に有利なコンサルタントの助言内容を積極的に活用しようとする事例もあった。

米国におけるほどの影響力があるとは思えないが、今後議決権行使コンサルタントを会社実務の中でどのように位置づけていくか、検討が必要になるかもしれない。

<sup>2</sup> 2007年7月30日付け経営戦略情報「2007年株主総会概況 -議決権コンサルとの摩擦-」