



M I G A コ ラ ム

「世界診断」

2013年7月10日

三和裕美子

明治大学商学部教授



大阪市立大学大学院経営学研究科後期博士課程単位取得（商学博士）。ミシガン大学客員教授を経て、明治大学商学部教授に至る。国際総合研究所コーポレートガバナンス研究会プロジェクトリーダー。

議決権行使助言会社とコーポレート・ガバナンス

近年、機関投資家の議決権行使が活発化してきている。それとともに議決権行使助言会社の影響力を懸念する声が欧米で高まってきた。

議決権行使助言会社とは、主に機関投資家を顧客として、株主としての議決権行使に関する助言を行う会社のことをいう。米国では1980年代後半より、わが国では2000年代初頭より年金基金などの機関投資家の議決権行使が活発になってきた。それ以前は、機関投資家は議決権行使に関心がなく（経営に不満な場合は売ればよい）、機関投資家が、投資先企業を精査して議決権行使を行うことはまれであった。1988年にアメリカ労働省が、「議決権は資産である」との見解を示し、機関投資家は議決権行使を積極的に活用せざるを得ない状況になった。しかし、機関投資家の議決権行使に関する調査能力や体制は不十分であり、多くの機関投資家は議決権行使助言会社の提供するサービスを利用するようになった。現在は投資先企業の経営についての調査能力がない中小規模の機関投資家が議決権行使助言会社の主な顧客となっている。

議決権行使助言会社は、株主総会で提出される議案について、承認すべきか、否認すべきかを助言している。世界的な議決権行使助言会社としては、米国のISS（Institutional Shareholder Services）、グラスルイスなどがある。

ISSは、1985年の設立で、合計約25兆ドルの運用資産をもつ世界の1700の機関投資家などを顧客としている。毎年約4万社の株主総会議案（うち日本企業は約3000社）を分析して

いる。またグラスルイスは2003年の設立で、顧客数は約800、運用資産額は約15兆ドルである。機関投資家にとって、議決権行使助言会社を利用するメリットは、機関投資家が議案を自ら精査する必要がないことである。わが国においては、株主総会が6月下旬に集中している。以前に比べて比較的集中度が減少してきているとはいえ、機関投資家は非常に短期間で多数の企業の議案を精査し、賛否を決断する必要がある。このような能力をもつ機関投資家は大手に限定され、中小の機関投資家は議決権行使助言会社の推奨に従うことで、そのコストを削減できる。

議決権行使助言会社のお陰で、機関投資家の議決権行使率が高まってきたが、その影響力の高まりとともに様々な問題が生じてきた。議決権行使助言会社は、企業に対して経営評価のためのコンサルティング業務を行っている場合もあり、利益相反の問題が生じる可能性がある。また、Proxy Fight（委任状闘争）などの場合、機関投資家よりの推奨がなされる場合が多く、近年日本でも話題になっているファンドが絡む場合には他のステークホルダーとの利害対立が問題となる。

機関投資家のみならず、企業にとっても議決権行使助言会社の動向は無視できない状況である。2012年の米国で行われた調査によれば、大・中規模の企業110社の70%が、経営者報酬が議決権行使助言会社の推奨に影響されていると答えている。

2012年、ISSは、ヒューレット・パカード社（HP）の取締役報酬議案に対して否決推奨を出した。これは、同社の取締役会が取締役のインセンティブ報酬を決める際に、ソフト会社買収に絡む金額の減損処理を考慮していないという理由からである。HP社は株主総会のわずか数日前に報酬計画を修正、これを受けてISSは提案否決推奨を撤回した。

またISSは、日本の2013年助言ポリシーにおいて、社外取締役を一人も置かない会社の代表取締役選任議案についての反対推奨を行った。キヤノンは社外取締役をおいていない企業であるが、今年の株主総会での代表取締役選任議案は賛成72%（昨年は91%）と非常に低くなった。これはISSの反対推奨が影響を及ぼしていると考えられる。一方、今年から社外取締役を導入したトヨタの取締役選任議案はすべて90%後半の高い支持率を得た。

このようにわが国においても議決権行使助言会社の影響力は強まっているが、今後の考慮すべき課題として以下の二点があげられる。一点目は前述のように、ISSが企業に対するコンサルティング業務も行っているため、利益相反の問題が起きること。二点目は、この業界が非競争的であることである。現状では、ISSが世界で65%のシェアをもち、トップ2で97%シェアを占めているといわれている。

議決権行使助言会社は、株主権を保有していないにもかかわらず、企業に対して多大な影響力をもち得る。今年6月、米国議会の公聴会では、議決権行使助言会社は、株主としての所有、あるいは経営者としての受託者義務のいずれにも基づかず、企業への影響力を与えられる点が問題視され議論された。また、議決権行使助言会社に対して、SECへの登録義務を課するよう法改正を求める声もある。フランス金融庁AMFも同様の懸念を抱いており、ローカル（フランス国内）の議決権行使助言会社育成に対してAMFが積極的な姿勢をみせている。さらにAMFは、機関投資家が複数の議決権行使助言会社と契約することを推奨している。

一方、大手の機関投資家は自力で議決権行使判断をするようになってきている。世界最大のインデックスマネージャー、ブラックロック社は、独自の企業統治の専門家チームをもつ。彼らは、議決権行使助言会社の判断は、一つの材料にすぎず、彼らの推奨で議決権行使の決定が決まるわけではない、と言う。ISS、グラスルイスなどの議決権行使助言会社の影響力は非常に大きい、欧米では、それに対抗する勢力が育ちつつあるといえる。わが国においても、議決権行使助言会社の競争的環境整備が今後の課題であろう。

