

<研究ノート>

機関投資家と株主総会

鈴木 芳 徳

目 次

はじめに

1. 機関投資家の動向
2. 議決権行使助言会社 (Proxy Vote Services) の動向
 - (1) ISS
 - (2) グラス・ルイス
 - (3) プロクシー・ガバナンス
3. 議決権行使助言ビジネスの意味

はじめに

かつては「ウォール・ストリート・ルール (Wall Street rule)」なるものが存在した。機関投資家は、会社支配をもくろむものでなく、受益者から委託された資産の極大化を目指すものであるから、議決権行使に際しては経営者側に投票し、また会社運営に不満がある場合にはその所有株式を売却する、という、機関投資家に固有の投資慣行を意味した。すなわち、機関投資家の持ち株が増大する中でも、経営者支配は貫徹されるというものであった。しかし、その後、機関投資家の持ち株が巨額となるにつれ、その持ち株の売却が容易ではなくなり、機関投資家に長期保有の傾向が顕著となるとともに、コーポレート・ガバナンスに積極的な関心を抱くようになり、EXITでなく、VOTEする方向に傾斜していった。stockholder's activism (株主活動主義) への移行である。

アメリカの場合、年金基金による議決権行使は、1988年労働省が出したエイボンレター以降、拡大した。その理由は、労働省が議決権行使は株主としての年金基金のあるべき姿として重要な意味を持つという認識を示したことにある。指名受託者として受託責任を負う年金基金は、議決権行使を重要視すべきものとされた。とはいえ、現実には多種多様に及ぶ多数の会社の株主総会決議事項を検討し判断するということは、年金基金にとって多大の負担となる。これを解決するための一方法として、ここに取り上げる議決権行使助言会社の利用が登場する。

最近、わが国でも、機関投資家の株主総会での発言には厳しいものが多くなり、機関投資家は「発言する株主」「モノ言う株主」としてアクティブな存在となってきている。

とりわけ、新会社法の下では、企業活動に機敏さを保証し、俊敏な意思決定を支援する意味か

ら、定款自治の名の下に、取締役会の力が従来に比して大となった。そのことはともすると株主の発言が無視されるか、あるいは少なくとも決定的な力を持たなくなる方向性が看取されるようになった。この動向は、株主として看過すべからざるものであり、株主総会における機関投資家の発言にも積極的なものが増してくる。

本年(2006年)も6月総会を終え、会社は数多くの新たな経験をした。議案が否決されたり、或いは会社側が事前に議案を撤回するというケースが出てきている。

特に事前から問題視されていた論点としては、定款変更議案、ストック・オプション議案、買収防衛策に関する議案、剰余金配分権限の取締役会への委譲に関する議案、役員退職慰労金に関する議案等であった。

例えば、配当に関しては原則的には株主総会の普通決議が必要であるが、例外的に①会計監査人の設置、②監査役会の設置、③取締役任期が1年、などの要件を満たす企業と、委員会設置会社は、定款で定めれば、取締役会の決議で機動的な配当も可能となっている。従ってこの場合、この点についての定款変更議案が重い意味を持つてくる。

重ねていうことになるが、全体的にみて、取締役会への権限委譲に関する議案が問題視される傾向にある。

1. 機関投資家の動向

国内最大規模の年金で、国内上場株で約4兆円を運用している機関投資家の企業年金連合会は、4月10日、株主総会での買収防衛策への判断基準を正式発表した。原則的には、株主総会の承認が必要であり、事前警告型など取締役会の判断だけで取り入れる場合、経営者の保身を排除する仕組みであること等について十分な説明が無い限り、取締役の再任議案に反対する。買収防衛策に対する議決権行使基準として、賛成に必要な4条件が事前に明らかにされており、①長期的な価値向上に役立つことを十分に説明、②株主総会の承認、③有事の発動、解除などについて独立社外取締役等のチェックを受けるか具体的な条件を明示、④2ないし3年の期間限定で導入。これらが必要とされている(日本経済新聞 2006年4月11日及び朝日新聞 4月11日)。

公的年金大手で、運用規模14兆円の地方公務員共済組合連合会(地共連)は、企業が取締役会の判断だけで買収防衛策を導入する場合、条件によっては株主総会で取締役の選任に反対するよう運用委託先の金融機関などに求める方針を決定した(日本経済新聞 2006年5月1日)。

アメリカのTIAA-CREF(米教職員保険年金連合会・大学退職株式基金; Teachers Insurance Annuity Association, College Retirement Equities Fund)は、運用資産3500億ドル(約38兆円)と世界最大級の公的年金であるが、買収防衛策の導入の是非について、合理性を欠く内容で、かつ総会の承認を求めない防衛策を導入する企業の取締役選任には反対する方針であると伝えられる(日経金融新聞 2006年6月2日)。また、株主総会で取締役を決める際の議決権行使基準として、①ストックオプションのせいで株式が過度に希薄化していないか、②2年続けて可決された株主提案への対

処はどうか、③取締役の独立性が確保されているか、④取締役が株主利益の拡大に努力しているか、⑤ストックオプションの権利付与を操作していないか——などの基準が予め用意されている（日経金融新聞 2006年7月11日、ヘイウオン・チョイ ディレクターの談話）。

アメリカのカルパース（CalPERS; California Public Employee Retirement System, カリフォルニア州職員退職年金基金）は、運用資産2千60億ドルの米国最大の公的年金であるが、積極的に株主権を行使し、結果をネット上に公開する。最近はストック・オプションの権利付与日を開示しない企業を問題視している。日本企業については「社外取締役の導入が義務化されていない。独立性の定義も国際基準を満たしておらず、銀行や親会社、取引先など関係者も多い。株主総会を通さないう企業防衛策を講じるなど、企業価値を損ねる経営判断が多い。外国人ばかりが『物言う株主』というのも問題だ」（日経金融新聞 2006年7月7日 プリヤ・サラ・マサー投資委員会副委員長の談話）。

カナダ・ブリティッシュ・コロンビア州投資運用基金は、カナダで4番目か5番目の運用規模で、750億ドルを運用しているという。日本企業については、①議決権に格差がある種類株が増える可能性があること、②議決内容などを記した総会招集通知が手元に届くのが総会開催の2週間前とギリギリのタイミングであること等は改善の必要があり、電子投票システムを持った日本企業はまだ少ない。企業統治の面では、①取締役選任の際、過半数の投票を求める措置の導入が遅れている、②経営者報酬の問題、③種類株が多く、米フォード・モーターのように一部株主に議決権の過半を握られている企業がある、④経営情報の開示不足、⑤証券会社が保有する株式の議決権の扱いなど、行使手続きの不備、がある、と指摘している。また、ICGN（インターナショナル・コーポレート・ガバナンス・ネットワーク）をはじめ、世界各国の機関投資家が参加する国際組織の活用も重要な課題、としている（日経金融新聞 2006年7月12日 ダグ・ピアース CEO 兼最高投資責任者の談話）。

全体としてみると、日本の株式を運用している海外の大手投資家の約9割が、取締役会決議のみによる買収防衛策の導入に反対している、という（三菱UFJ証券の調査による）（朝日新聞 2006年6月8日）。

また、株主総会で定款を変更すれば会計士の賠償責任額に上限を設けることができるという会社法の規定をめぐって、この責任限定契約に反発する機関投資家が多い。会社法では、会計士も社外取締役に似た責任を負う代わりに、責任限定契約の制度が導入されたという経緯があるが、この種の契約が企業と会計士との間の緊張関係を損なうとの危惧から反発が多いのである（日本経済新聞 2006年5月17日）。

本年（2006年）5～6月の株主総会の状況について、日本経済新聞は「投資顧問5～6月」「株主総会での反対・棄権票」「投資企業の半数に」という記事を掲げている。本年の全体状況をこれによって知ることができる。

「今年5～6月の株主総会で投資顧問会社による議決権行使が過去最高だったことが分かった。日本証券投資顧問業協会の調査によると、投資先企業の50.0%に対して反対・棄権票を投じ、昨年よりも11.1ポイント上昇した。役員への退職慰労金の支給や買収防衛に絡んだ新株予約権の発行などへの反対・棄権が多かった。」「投資一任契約を結んでいる投資顧問76社を対象に調査し、61社から回答を得た。運用資産は3月末時点で47兆円強にのぼり、東京証券取引所第一部の時価総額の8%強を占める。」「投資顧問一社あたり平均で議案をくわしく検討した企業数は364社で、50%にあたる182社に反対・棄権票を投じた。調査を始めた2002年には7.7%にとどまっていた。」「反対・棄権が最も多かったのは退職慰労金支給に関する議案で、反対の比率は26.9%、棄権は1.5%にのぼった。新株予約権の発行にも反対が16.5%あった。株式発行枠の拡大など定款変更案への反対・棄権も多かった。」「また、新会社法の施行に伴う定款変更についてアンケートしたところ、取締役の解任要件を厳しくする議案には「原則反対」とする回答が71%にのぼった。会計監査人の責任を限定する契約を結ぶことについても原則反対が55%を占めた。」(日本経済新聞 2006年8月4日)

2. 議決権行使助言会社 (Proxy Vote Services [Proxy Voting Agency]) の動向

ここで無視しがたい存在となっているのが議決権行使助言会社〔議決権行使コンサルティング会社〕である。議決権行使助言会社は、株主に対して株主総会で提案される議案について助言することを業務とするものであるが、その対象とする株主の殆どは機関投資家である。機関投資家が株式を保有している会社の株主総会における議案を調査し、それに対する賛否を助言する。議決権行使助言会社それぞれの具体的内容については後に見ることにしよう。

その前に、議決権行使助言会社は、その活動の場を当初から自ずと与えられてきたのではないことを確認しておく必要がある。現在のように、議決権行使助言会社が活発に活動しうるまでには容易ならざる、また紆余曲折に満ちた経緯があった。端的に言うなら、それは、1934年証券取引法の委任状規則との、とりわけそこで規定されている「勧誘行為」との関連で問題視され、これがクリアされて初めて今日のように議決権行使助言会社は活動領域を与えられるに至ったのである。

1934年法は、委任(proxy)の勧誘に関して厳格な規制を付しており、そのままでは今日のような議決権行使助言会社の業務は成立しえなかった。これが解除され、困難が法制上、完全に解消されるには、1992年の改訂委任状規則を待たねばならなかった。その間の事情を若干説明しておく必要がある。もともと、議決権行使の問題は、ある種の社会問題と密接に関連していた、例えば、①1969年にベトナム戦争におけるダウケミカル社製のナパーム弾について製造中止を人権擁護団体が求め、②1970年、GMの取締役会に黒人と女性が含まれていないことが問題として提起され、③1972年、ポルトガル領アンゴラの植民地政府とガルフ石油との問題が生じ、④1971年にエписコパル・チャーチからGMへの株主提案として南アフリカ問題が提起されるなど、いくつかの社会問題が株主の会社への働きかけとして集約されていった。⑤その後、1972

年、ウォーターゲート事件が発生し、最終的にはニクソン大統領の辞任に至る中で、政権への不正献金が明るみに出たことから、株主の会社への働きかけの重要性が認識されることになった。こうした歴史的背景のもとでSECは、株主による議決権行使ならびに企業統治への参画を意図した制度改正に乗り出した。そうした中で、ISSのNell Minowは書簡をSECに送り、ISSがSEC規則による届出除外団体であるかどうかについて照会した。しかしSECの回答はこれに否定的なものであり、助言業務の妥当性は1992年の改訂委任状規則まで待たねばならなかったのである。

当時、次第に認識されつつあったのは、巨額のポートフォリオを持つ機関投資家が証券売却に出ることの困難性の増大と、これと表裏して、機関投資家が十分な情報に基づいて投票を行う権利と義務が増大しつつあることであった。いくつもの団体から委任状規制の改正の要望が出され、SECは、＜利害関係のないもの＞とのコミュニケーションないし勧誘を認める方向に舵を切った。最終的には、1992年、勧誘の定義において、株主がどのように議決権行使をするかについて助言することが可能とされ、ここに上述の1988年のISSによる問いかけに対するSECの見解は放棄され、特にコミュニケーションの全てが利害関係者のみに向けられた場合や議決権行使に関する受託者責任を有する者に対する場合は、勧誘に該当しないことが明確にされたのである（以上の経緯については、鈴木誠「議決権助言・代行機関と制度の変遷」、大和総研「アストロン情報」所載、に負っている。詳細を極めたりサーチであることを特に記しておきたい）。

以上のことをふまえて、現在における議決権行使助言会社のそれぞれについて見ることにしよう。

(1) ISS

議決権行使助言会社として、アメリカのISS (Institutional Shareholder Services) が最大規模である。ISSは、1985年にロバート・A・G・モンクス (Robert A. G. Monks) によって設立された。Reagan大統領 (1981-89年) の下で、ロバート・A・G・モンクスは、1988年、米労働省企業年金福祉庁 (Office of Pension and Welfare Benefit Programs, U. S. Department of Labor) から、エイボン社 (Avon Products Inc.) に宛てて「エイボン・レター (Avon Letter)」を投じたその人である。

ISSは、2001年、Warburg Pincus, Hermes Pensions Managementを株主とするプロクシー・モニター (Proxy Monitor) 社を併合し、プロクシー・モニター社でCEOの地位にあったJamie Heardは、1991-96年の間、ISSの社長 (President)、またIRRC (Investor Responsibility Research Center) の副社長 (Deputy Executive Director) でもあった (<http://www.issproxy.com/institutional/cgi/committee.jsp>)。

2006年現在、ISSは、世界各地の115市場で35,000社の企業を対象に、議決権行使アドバイザーとしての業務を行っている。サービスの提供先である機関投資家等の顧客数は1,667社を超える。従業員数 (世界) は512名、うち行使・クライアントサービス要員135名、アナリスト

170名(23ヶ国語)である(<http://www.issproxy.com/>)。2005年5月にブリュッセルのデミノール・レイティング(Deminor Rating), 同年6月にメルボルンのプロクシー・オーストラリア(Proxy Australia), 同年7月に米IRRC(Investor Responsibility Research Center)を買収した。ISSの本社はメリーランド州ロックビルで, 米国では他にワシントンDC, NY, シカゴなどに事務所を持つ。東京事務所は日本, 韓国を中心とするアジア企業の調査と行使判断, および日本の行使業務を担当している。ISSの業務独占が懸念されるほど影響力が大きい。その使命(ミッション)とすることについて同社は次のように表明している。

ISS provides corporate governance solutions that enhance the interaction between shareholders and companies, designed to help shareholders manage risk and drive value.
(<http://www.issproxy.com/>)

ISSの会社沿革の概略は次の通りである。

- 1985年 元米国労働省年金局長ロバート・A・G・モンクス(Robert A. G. Monks)によって設立。
- 1987年 米国株の議案分析サービスを開始。
- 1992年 議決権行使代行サービスを開始。
- 1993年 欧州, アジア, 日本株の議案分析サービスを開始。
- 2001年11月1日 インスティテューショナル・シェアホルダー・サービスーズ株式会社(ISS Japan)を設立。2002年2月, 東京九段に事務所を開設。
- 2005年5月1日 ベルギーのDeminor社, オーストラリアのProxy Australia社を買収。
- 2005年8月1日 米国IRRC社を買収。

また, ISSが提供しているサービスの主要なものは次の通りである。①議案分析助言サービス, ②議決権行使サービス, ③証券クラス・アクション(集団訴訟)サービス, ④コーポレート・ガバナンス格付け, ⑤決議分析, ⑥SECの議決権行使開示規則を守るための行使開示サービス, などである。上記の議案分析助言サービスは, グローバルなカバレッジのものであり, 東京証券取引所第一部上場銘柄も対象とされている。

上記の会社沿革にあるように, ISSは2005年7月にコーポレート・ガバナンス調査会社IRRC(Investor Responsibility Research Center)を買収した。ISSもIRRCも, 共にワシントンとその近郊に本社拠点がある。当時, 7月14日付けのワシントン・ポスト紙は, この買収に関して, “Rockville’s ISS to Buy Rival in Cash Deal”(「ロックビルのISS, ライバルを現金で買収へ」)という記事を掲載している。記事はこういう書き出しになっている。「Institutional Shareholder Services

Inc. は、ライバルである Investor Responsibility Research Center を 1,000 万ドルを超す金額で買収することの合意を得て、委任状合戦のさいの機関投資家の議決権行使助言業務において大きな地歩を得ることになった。」そして、「昨日公表された買収で、年金基金、投資信託など機関投資家に企業の議決権委任投票に関する経営のリーダーシップ問題や合併等の諸問題についての議決権行使助言業務にスポットライトが当てられた。この種の業務は、企業スキャンダルにより、またそれらと闘うサーベンス・オックスレー法 (SOX 法) 等の法律や規制によって、増加してきている。」「従前であったならば、大株主でさえ、送られてきた議決権投票用紙など無視していたに相違ない。」しかし、「今では、」と ISS の社長である John M. Connolly 氏は言う。「こうした諸点に注意を払おうとしない機関投資家などいるわけがありません。株式を保有している以上、機関投資家の全ては議決権を行使すべき、また議題の争点がどこにあるかを理解すべき受託者としての責任を持つのです。」「サーベンス・オックスレー法は、企業が開示すべき情報の分量を増大させ、ファンド・マネージャーにとってみるとふるいにかけて厳密に調べなければならない情報量が増えたことになった。8 月から施行された SEC の新たな議決権行使開示ルールは、投資信託にその委任状投票方針と投票記録の開示を求めている。」「ISS は、コーポレート・ガバナンスの格付けと、委任状投票をめぐる激しく闘っている株主に向けての勧告とで、最もよく知られた営利会社である。昨年、Walt Disney Co. が、前のボード・メンバーであった Roy E. Disney や Stanley P. Gold と衝突したとき、ISS は、反対派の側についた。そして、45% の株主が Disney の取締役会の再選に反対し、Michael D. Eisner 氏は会長の地位を退いたのである。」「委任状合戦の渦中にある経営トップは、運動のために ISS 本社を訪問する。例えば、2002 年、Hewlett-Packard Co. で、このコンピューター界の巨人が Compaq Computer Corp. を買収すべきか否かで、株主の意見が二分した時などには、HP 社の社長である Carly Fiorina と反対派の中心である Walter Hewlett の双方ともに、それぞれの立場を説明するために訪問している。ISS は、合併に賛成票を投ずるように勧告し、当該議案は可決されたのである。」この HP 社のコンパック社との合併の際には、2002 年 3 月 5 日に ISS が公表するであろう勧告が機関投資家の動向を左右すると事前から注目されていたが、ISS は、HP 社の経営陣を支持し、合併を後押しする形になったのである。ワシントン・ポスト紙は続けていう。「ISS の 50% をニューヨークの Warburg Pincus LLC が、またイギリスのヘッジ・ファンドである Hermes Pensions Management Ltd. が約 20% を保有している。米国の機関投資家約 8,000 社のうち約 1,300 社が ISS の顧客である。また ISS は、企業のガバナンスについて助言する部門と、機関投資家にサービスをする部門とを持っている。Connolly は、企業に対する業務と機関投資家に対する部門とを分割することによって、利益相反 (Conflicts of Interest) を免れることができる、としている。また、委任状助言業務は、いまや調査の域を超え、委任状投票用紙の配布、機関投資家が保有する株式についての実際の投票、コーポレート・ガバナンスについてのデータ・ベースの提供等にまで及んでいる。」

このISS社の取締役会メンバーは、2006年現在、次の通りである ([http://www.issproxy.com/about us](http://www.issproxy.com/about-us)による)。ISSは、Institutional Shareholders Services Holdings, Inc.の子会社である。

ISS Holdings の取締役会メンバーは、

Robert C. S. Monks	Monks O'Neil Development LLC (Chairman)
Dwight Allison	Private Investor
Corinna Arnold	Hermes Investment Management LTD
Mark Colodny	Warburg Pincus
John M. Connolly	Institutional Shareholder Services
Michael Danziger	Private Investor
James Heard	Institutional Shareholder Services
Sandra Jaffee	Searchspace
Justin Sadrian	Warburg Pincus

ISS の取締役会メンバーは、

Corinna Arnold	Hermes Investment Management LTD
Mark Colodny	Warburg Pincus
Robert C.S. Monks	Monks O'Neil Development LLC

という構成になっている。

ISSのCEOであるジョン・コノリー (John M. Connolly) 氏は、最近、次のように語っている。M&Aなどの企業活動や投資行動が国際化している影響については、「米国やカナダでは、議決権行使の9割以上が海外企業向けという投資家が約半数もいる。当社も国際化を迫られており、世界で12ヶ所に事務所を構える。600人いる社員の30%は海外勤務、3年前はたった8%だった」。また、企業統治規則が厳しすぎる国は市場競争力を失うのではないか、という点については、「米国の取引所が欧州展開を目指す理由に、米企業改革法を挙げる意見がある。『海外企業が米国で上場しなくなるので米国の地位が下がる』という論法だが、全くの詭弁。米企業改革法で投資家は米国市場への信認を高めた。米国での上場を回避する外国企業はそれだけの信認を得る自信がないからだ」。さらに、ISSが投資家、企業と対立関係にある顧客を双方抱えることで業務に利益相反は生じないのか。影響力が強すぎるとの批判もあるが、ISS自身の企業統治は、という質問に答えて、「企業統治の聞き取り調査を実施するなど、業界トップとしての自負を強く持っている。モットーは透明性でウェブサイトに事業内容や経営方針が事細かく載っている。米証券取引委員会に登録しているため、逐一チェックも受けている。売り上げの85%は投資家向けであり、企業寄りとなるはずがない」(日本経済新聞 2006年8月30日)。

なお、ISSの大株主と経営陣が「買い手」を探しているとの報道がある。現在、ISSの筆頭株主は

40%を保有する米投資会社ウオーバーク・ピнкаスで、投資利益の確定を狙うものと見られている。買い手候補としては、米有力紙ウォールストリート・ジャーナルを発行するダウ・ジョーンズ、米格付け会社のスタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ・インベスターズ・サービスなどという。ISSの市場価値は推計で5億ドルとされている(日本経済新聞 2006年9月13日)。

(2) グラス・ルイス

議決権行使助言会社として、このISSに次ぐ第二位が、サンフランシスコのグラス・ルイス&カンパニー(Glass Lewis & Company, 2003年創立)である。同社は、総計11兆ドル以上にもものぼる資産を運用する機関に対して投資分析やプロキシに関する情報提供を行っており、12,000社以上の企業に関するビジネスリスク、法的リスク、信託リスク、財務諸表リスクを明らかにし、機関投資家がより詳しい情報に基づいた投資や議決権行使が出来るような情報を提供している(<http://www.glasslewis.com/>)。ちなみにグラス・ルイスなる名称の由来は、グラスは元SEC委員長のウィリアム・O・ダグラス(William O. Douglas)の姓に、ルイスは元最高裁判事で、“*Other People’s Money and How the Banker Use It.*”の著者として知られるルイス・D・ブランディス(Louis D. Brandeis)から来ているという。(The New York Times, 2004.12.19.付け記事, “*How to Succeed on Wall Street, -Conflict-Free.*”による。<http://www.nytimes.com/2004/12/19/business/yourmoney/>)。

上に引いた、ニューヨーク・タイムズの記事に、「利益相反から自由(conflict-free)」とあるが、その点が業界トップランナーであるISSと違うところだ、というのが意味するところである。つまり、結論からいうと、ISSは、一方では企業に対するコーポレート・ガバナンスについての助言を行いつつ、他方で同時に機関投資家に対して議決権行使助言業務を営むのだから、言ってみれば「コーチ」と「アンパイアー」とを同一人物がやっているようなもの、これと比べてみると、グラス・ルイスは、議決権行使助言業務のみに専念しているので、ISSのように利益相反を起こしようがない、この点にグラス・ルイスの強みがある、というのである。ニューヨーク・タイムズの記事を追ってみよう。

「グラス・ルイスも、またその代表者も、誰一人としてグラス・ルイスが報告書を書く対象となる会社に投資することはしない。同社は、自身の勘定としても、また他の誰かのためにも、そうした対象に資金運用することはしない。」「グラス・ルイスが最初に雇ったのはLynn E. Turnerであり、彼は調査部門の専務であった。彼は、1998年7月から2001年8月の間、SECの会計局長であった。Turnerは、財務諸表の粉飾に企業が用いた会計上の細工を声高に批判した人である。」「彼の監督下に30人のアナリストを置き、世界の6,200社を追った。彼のスタッフの殆どの者は、会計学、法学、ファイナンス、公共政策の分野の修士号や博士号などの学位取得者であった。とはいえ、このグラス・ルイス社が最も名を上げたのは、株主総会の議案に対して委任状の投票をどうするかについての助言を与える点においてである。グラス・ルイスは、議決権行使助言会社として確固たる地位にある、メリーランド州ロックビルのISS社を脅かしつつ

あるのである。」「グラス・ルイスが、ISSの地位を脅かしうる理由は、その事業構造がISSと異なるところにある。例えば、ISSは、議案に対する委任状による投票についての助言に加えて、その会社のコーポレート・ガバナンスについても助言する。これに対し、グラス・ルイスは、コーポレート・ガバナンスについての助言は行わない。」「コーポレート・ガバナンスに関して、会社と株主との双方に助言することで、ISSは潜在的なバイアスを生み出している、とそのかつての顧客はいう。このことがグラス・ルイスに好機を与えつつあるのである。」

グラス・ルイスのCEOである、グレゴリー・タクシン氏は、最近、次のように語っている。ISSの業界独占については、「世界中にネットワークを張る必要のある当業界は参入障壁が高く、寡占状態が起きやすい。当社が起業したのも、競争を通じてISSを監視したかったため。当社が業界第二位といっても、ISSの業界シェアは80%を優に超す。投資家への影響力は圧倒的だ。当社の収入は投資家だけだが、ISSは企業からも手数料を得ている。当業界として、投資家向けレポートには当該企業とどのような利害関係があるのかを毎回付記するようなルールを作るべきだ。」日本でも、北越製紙に対する買収合戦など、M&Aが増えてきているという点については、「米投資家はM&Aを容易にした日本の新しい会社法を歓迎しており、『敵対的買収が市民権を持つ市場こそが理想的』と信じている。だらしのない経営者を追い出すために、ファンドや同業他社が手を挙げる事が出来れば、経営者はいつも緊張感を持つ。経営者の規律を高めるのが良い企業統治であり、結果的に日本は海外からの投資を集めることができる。企業防衛策は株主価値を損なうと米国でも学術的に実証されている。」「かつての日本では、株式の持ち合いを通じて取引先や銀行が経営者を監視していたが、持ち合いは解消された。日本では独立した社外取締役の導入が義務化されていないので、M&A市場を育てるしかないと思う。」(日本経済新聞 2006年9月1日)

(3) プロクシー・ガバナンス

第三位にあるのがバージニア州ピエナのプロクシー・ガバナンス (Proxy Governance Inc.) である。同社は、金融サービス・テクノロジーの会社である、FOLIOfn社の100%子会社として2004年に設立された。現在、米国・カナダの約3,000社の議案分析を手がけている。長期的にみての株主価値を念頭に、Proxy Advisory and Voting Serviceの提供を行っている (<http://www.proxygovernance.com/content/pgi/index.jsp>)。

3. 議決権行使助言ビジネスの意味

議決権行使助言ビジネスは、既に若干触れたように、ERISA法の下でのエイボン・レター (Avon Letter) に起因する業務分野である。従来、機関投資家はウォール・ストリート・ルールに従い、議決権行使に積極的ではなく、その企業の経営に満足できない場合には保有する株式を売却する (EXIT) のが通常であった。1974年のERISA法 (従業員退職所得保障法, Employee Retirement

Income Security Act of 1974) によってプルデント・マン・ルール (prudent man rule) が導入され、1980年代半ばに労働省がこれに株主権行使も受託責任の一部であるという見解を加え、1988年、エイボン・プロダクト社への書状(「エイボン・レター」と一般に呼ばれる)においてファンド・マネージャーに対して議決権行使についての厳しい義務を課した。これを契機に、機関投資家は、かつての「退出 (EXIT)」から「発言 (VOICE)」へと、その株主行動を変化させたのである。

ISSのPresident/CEOであるJohn M. Connollyは、本年(2006年)、20年間のコーポレート・ガバナンスを回顧して、こう語っている。

「1985年、すべてが変わり始め、ISSは、Proxy Advisory Serviceに進出しました。それは、S&P 500指数の対象になっている企業を調査し、機関投資家が株主権を遂行する手助けをして、委任状投票の助言をしようというものでした。」「本年(2006年)、ISSとCII (Council of Institutional Investors) とが共に20周年を迎えることは喜ばしいことです(筆者注：両者ともに株主のアクティビズムを積極化するためにロビー活動や重要議案を年金基金等に知らせる活動をしたことで知られる)。ERISAファンド等の機関投資家による株式保有額は爆発的に増加し、投票権の集中が生じたことが、労働省をしてAvon Letterとして知られる書簡を投じさせたのです。それは、ERISAプラン参加者が長期的利益を見据えて委任状投票をすることが受託者としての責任 (fiduciary duty) であることを示したのです」(<http://www.issproxy.com/about/ceoarchive/0505ceomessage.jsp>)。「そしてそのことは、コーポレート・ガバナンスが法令遵守義務 (compliance obligation) から事業上必須の急務 (business imperative) になったということなのです」(<http://www.issproxy.com/about/ceomessage.jsp>)。

こうしたことの底流には、①放置すると投機的になる恐れのある株式市場に対して、機関投資家による市場からの発言に一定の規制力を期待し、そうした観点から、政府がアクティビズムをサポートする傾向をもったこと、②機関投資家の保有する株式が巨額のものとなり、その売却が容易でなくなったという一般的事情がある。

もっとも、この②の点は、それほど単純ではなく、機関投資家がアクティブ運用を方針とする場合にはマーケット・インパクトの問題を避けて通るわけにいかず、さればとってインデックス運用を選択すると上昇して割高になった株式を、そう簡単に売却することが難しい、このことから「発言 (VOICE)」に向かわざるをえない、という事情があるという(この点について、斉藤達弘「アメリカの公的年金基金のアクティビズム」を参照)。実際、規模の大きい機関投資家(例えば公的年金基金)は、コア・ポートフォリオの大部分をインデックス運用している、と言われている(三和裕美子「金融制度改革と年金基金の資産運用」152頁を参照)。

これら諸点につき、川口幸美『社外取締役とコーポレート・ガバナンス』は詳細な分析を試みている。機関投資家は、最近、長期間保有すると同時に、積極的に発言する (voice)

ようになってきたが、その背景として次のような二つの理由がある、という。すなわち、①株式の保有量が大きくなると、その売却が市場に与える影響が大きくなっていくこと、②インデックス運用の利用が増大してきたこと、の二つである。また、これに加えて、80年代にポイズン・ピルなどの敵対的買収への防衛策が法的に認められたことから、経営者は外部からの規律を受ける可能性が減少したことも挙げられる、という。

さらに同書は、こうした機関投資家のアクティビズムについて賛否両論があることを紹介している。

肯定論としては、①公的年金やミューチュアル・ファンドは、企業年金よりも利益相反の問題が少ないこと、②機関投資家による発言は、長期的な問題のモニタリングに適していること、③社外取締役のモニタリングが有効でない以上、機関投資家に委任状勧誘の権限と資金を任せるべきであること、が主張される。

否定論としては、①銀行の信託部や保険会社は、企業年金基金の母体企業と利益相反関係に陥りやすい、②自家運用の企業年金の場合には、会社が取引関係にある企業を中心に資産が運営されていることが多く、企業年金内部の資産運用者は経営者と対立する議決権の行使には、消極的にならざるをえないこと、③自家運用の多い公的年金基金は経営者からこのような圧力を受ける可能性は少ないが、そこにも限界がある。例えば、州の公務員退職年金基金では、州の経済、雇用などを考慮して投資企業を選択し、州財政の赤字補填や雇用確保のために運用されるので、こうしたことが年金基金加入者の利益と対立しうる。(川口幸美『社外取締役とコーポレート・ガバナンス』45-48頁)。

議決権行使助言会社の最大手である ISS について、「株式配当決定権限——取締役会移行に反対——米投資情報会社が方針」と題する次のような新聞報道がある。わが国でもその動きが注目されつつある証左である。

「機関投資家向けに、投資先企業の株主総会での議決権行使について助言する世界最大の米投資情報会社 ISS は、配当の決定権限を株主総会から取締役会に移す提案には反対するよう助言する方針を明らかにした。会社に損害が生じた場合、監査法人の責任を限定するなどの提案にも反対の姿勢だ。いずれも 1 日施行の会社法で認められた制度だが、ISS 日本法人は「取締役のチェック機能が希薄な日本の現状は、賛成できない」としている。」「ISS は、世界の機関投資家 1600 社に議案への賛否を助言している。うち 500 社以上の顧客が日本株を保有し、対象は約 3 千銘柄という。東京証券取引所によると、昨年 3 月時点で 1 部上場企業の外国人持ち株比率は約 2 割で、40% を超す企業も大手を中心に約 40 社あり、ISS の方針は今後の企業の戦略に影響を与えそうだ。」「会社法では、いくつかの条件をつけたうえで、これまで総会の承認が必要だった配当の決定を取締役に移行で

きる。企業の定款で①従来通り株主総会で決定②総会と取締役会の両方で決定③取締役会で決定——の3パターンを定められるが、ISSは③には反対するよう助言する方針だ。」
「また、会社法は総会の特別決議（議決権ベースで出席者の3分の2以上が賛成）や定款変更を条件に、監査法人の賠償責任範囲を報酬の2年分に限ることができるとしているが、ISSは議案を認めない方針だ。」
「ISSは、株主総会の特別決議から普通決議（議決権ベースで出席者の過半数の賛成）に緩和された取締役の解任条件についても、定款で独自に条件を上げる提案には反対する方針だ」（朝日新聞 2006年5月3日）。

このように、議決権行使助言会社は、わが国の会社企業についても積極的に働きかけているのであって、その具体例を（株）資生堂の株主総会における買収防衛策に関する議案処理過程に見ることができる。

資生堂は、2006年6月29日に開いた株主総会で買収防衛策の導入を9割以上の賛成票を得て可決したが、その背景にあるのは投資家への丁寧な説明であった。提案した買収防衛策はいわゆる事前通告型で、20%以上の株式買収の提案者が対象で、買収の目的などの情報開示を求める。3人の社外役員で構成する独立委員会が防衛策発動の是非を決議する。買収者が情報開示要求などに応じず、独立委員会が敵対的買収者であると判断すれば、取締役会に新株予約権の発行を勧告する。既存株主に発行し、買収者の株主価値を最大で半分に希薄化できる。——こういう骨子の買収防衛策を株主総会に提案することに決め、株主総会では、新株予約権の無償割り当てに関する定款変更と、買収防衛策導入自体の是非を議案に掲げる二段構えで臨んだ。定款変更は三分の二以上の賛成票が必要な特別決議事項であるが、あえて高いハードルを設定した。事前に買収防衛策について、信託銀行や企業年金連合会など機関投資家およそ十社に加え、持ち株比率が27%を超える海外投資家にも直接説明に向かった。個人投資家に対してもホームページ上で解説した。

その際、議決権行使助言会社として最大手のISSが掲げる防衛策導入に関する4基準（①防衛策の発動の是非を判断する第三者委員会（独立委員会）を設けているか、②社外取締役が二人以上いて取締役会全体の二割以上を占めているか、③総会の三週間前までに投資家に届くように招集通知を送付したか、④防衛策に期限（サンセット条項）を設けているか）を満たすように準備した。その結果、ISSの支持を得ることに成功したが、議決権行使助言会社として第二位のグラス・ルイスが、資生堂と取引関係のあるアスクルの社長が独立委員会に入っていること、委員会メンバーである原田明夫弁護士の経歴が不透明であることを問題視して防衛策導入の議案に反対することを推奨するレポートを出した。資生堂は即座にグラス・ルイスにアスクルとの取引関係が資生堂の総仕入高に占める比率が0.1%未満であること、原田弁護士が以前から社外監査役を務めていたために改めて経歴を公表しなかっただけであると説明し、三日後にはプレスリリースも公表した。こうして素早い対応にグラス・ルイスも賛成推奨に回った（以上、（株）資生堂の対応に関しては、日経金融新聞、2006年8

月 22 日の記事による)。

こうして議決権行使助言会社の動向は、わが国の会社企業にとっても無視しがたいものとなりつつあり、これに対する会社側の適切な対応が常に求められているのである。

(注) 議決権行使助言会社の最近における動向について、伝えられるところを記しておく。

ISS の大株主と経営陣が「買い手」を探しているという。現在の筆頭株主は 40% を保有する米投資会社ウォーバーク・ピнкаスであるが、投資利益の確定を狙っている。買い手候補は、ダウ・ジョーンズ社、S&P 社、ムーディーズ・インベスターズ・サービス社など。ISS の市場価値は推計 5 億ドルという。(日本経済新聞 2006 年 9 月 13 日)

また、日本プロクシー・ガバナンスは、議決権行使に関する助言内容を開示する。事前警告型の買収防衛策導入議案を出した 13 社のうち、発動にさいして取締役会の判断が働く可能性のある東ソーと住友金属工業に反対を助言。営業赤字にもかかわらず、取締役賞与の支給を提案したスカイパーフェクト・コミュニケーションズの利益処分案にも反対の助言をしたという。(日本経済新聞 2006 年 10 月 31 日)

(補注) なお、アメリカの議決権行使助言会社 3 社は、それぞれ日本に進出し、事務所を構えている。これらにつき、知りえた限りで記しておく。

ISS ジャパンは、東京都千代田区五番町 14 五番町光ビル 4 階 電話 03-5275-7821 代表取締役 (主席調査員) マーク・ゴールドスタイン。

<http://www.issproxy.com/japan/about/about/jsp>

グラス・ルイス・の日本事務所は、シニア・アドバイザーである武知政芳弁護士 (専修大学法科大学院教授) の下で運営される。同氏は今村記念法律事務所の弁護士。日本事務所は、千代田区神保町神田 2-8-3 電話 03-3263-6390 2006 年 5 月 23 日に開設された。以上は、<http://www.glasslewis.com/>による。

日本プロクシーガバナンスは、東京都千代田区所在、代表取締役吉岡洋二。2006 年 3 月に開設。独立系の IR 支援会社としては国内トップの (株) ジェネラルソリューションズ (本社: 東京都豊島区、代表取締役社長: 和田憲一郎) の子会社として 2006 年 2 月に設立。

<http://www.proxygovernance.com/contento/pgi/index.jsp>

参考文献

高橋昭三稿「ウォール・ストリート・ルール」『金融辞典』大月書店 2002 年
大和インベスター・リレーションズ HP

<http://www.daiwair.co.jp/topics-old.cgi?filename=20050729&num=283>

(2005 年 7 月 29 日付けの「IR の話題」と表題するこの調査報告は、この時点までの状況を克明詳細に述べたもので、小稿もこれに負うところが大きい。特に記して謝意を表したい。)

また、HP 社臨時株主総会 (2002 年 3 月 19 日) の模様について、2002 年 3 月 29 日付け記事は、

<http://www.daiwair.co.jp/topics-old.cgi?filename=20020329&num=117>

日本プロクシー・ガバナンス HP

<http://www.proxygovernance.com/content/pgi/index.jsp>

ISS 社 HP <http://www.issproxy.com/index.jsp>

『週刊東洋経済』2006年7月22日号「特集・株主大研究」のうち、米山徹幸（大和インベスター・リレーションズ）「議決権行使助言会社って何？」

三和裕美子「資本市場の投機化と機関投資家によるコーポレート・ガバナンス」、丑山優・熊谷重勝・小林康宏編著『金融ヘゲモニーとコーポレート・ガバナンス』税務経理協会 平成17年、所収

三和裕美子「金融制度改革と年金基金の資産運用」、高木仁・黒田晃生・渡辺良夫編著『金融市場の構造変化と金融機関行動』東洋経済新報社 2001年、所収

斉藤達弘「アメリカの公的年金基金のアクティビズム」、『証券経済研究』第5号 日本証券経済研究所 1997年1月

川口幸美『社外取締役とコーポレート・ガバナンス』弘文堂 平成16年

鈴木 誠「議決権助言・代行機関と制度の変遷」『アストロン情報』大和総研、2003年4月4日（本文中にも記した通り、15頁に及ぶ詳細を極めた観察レポートで学ぶところが多かった。謝意を表する次第である。）