

ISS による IRRC の議決権行使関連ビジネス買収

瀧 俊雄

要 約

1. 2005 年 7 月 13 日、ISS は IRRC の議決権行使関連ビジネスを買収する旨を発表した。買収に伴う両組織の再編成により、ISS は従来の議決権行使関連サービスにおけるプレゼンスをより高める一方で、IRRC は企業の責任と社会問題を対象としたリサーチへの回帰を行なう。
2. ISS は米国における機関投資家の変化に対応し、自らのビジネスを拡大させてきた。近年は国際的な業務展開にも積極的である。対照的に、IRRC は社会的問題の研究を担う一環として、コーポレート・ガバナンスに関する事業を開始した。同社の「非推奨型」の調査は高い評価を得ていたが、近年は苦しい経営が続いていたとされる。
3. ISS は、今後統合の対象とするのはシステムへの依存度が高い事業と、発行体企業向けサービスのみである、と表明している。IRRC により提供されてきた従来の調査スタイルは今後とも継続される。
4. 議決権行使関連サービスにおける他のプレーヤーとしては、グラス・ルイス、イーガン・ジョーンズなどの名が挙げられるが、ISS に比べれば規模は限定的である。そのため、ISS による独占的な地位が、過度の発言力に繋がりうる可能性を懸念する向きもある。

I. 買収の発表

機関投資家の議決権行使に関わるサービスを提供する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 (ISS) は 2005 年 7 月 13 日付プレスリリースにおいて、同業他社である IRRC (Investor Responsibility Research Center) の事業部門を買収することで合意に至った旨を発表した。同買収により、ISS は議決権行使関連サービスにおけるプレゼンスをより高めることとなる。一方で、IRRC は設立当初に掲げていた、企業の責任及び社会問題を中心とするリサーチへの回帰

を行うと見られている。

本稿では、二社の概要と共に、今回の組織再編案と取り上げられている問題点を紹介する。

II. 2社の概要

1. ISS

買収側となった ISS は、議決権行使関連業務において圧倒的なプレゼンスを誇るとされる。同社は機関投資家向けに幅広くサービスを展開しており、代表例を挙げるだけでも、①議案への賛否に向けた助言を行なう推奨型の調査、②米国内外における議決権行使代行、

③行使結果報告書の作成、④保有銘柄におけるクラス・アクションのモニタリング機能、⑤企業のコーポレート・ガバナンス体制の格付であるコーポレート・ガバナンス・クォーティエント（CGQ）の提供、などがある。また、発行体企業に対しても、報酬プランや資本政策、レーティング向上に向けたコンサルティングサービスを提供している。

1985年に、元米国労働省高官であり、コーポレート・ガバナンス論の草分け的存在でもあるロバート・モンクスにより設立された同社は、機関投資家の受託者責任の明確化という時代背景もあり、積極的に機関投資家向けビジネスを拡大していった。議決権行使代行業（1992年開始）、ガバナンス体制の格付業務及びクラス・アクション・モニタリング（共に2002年開始）などをサービスとして最初に提供したのは同社である。最近では、2003年4月より施行されたSEC規則により、ミューチュアル・ファンドが議決権行使ガイドラインの開示と行使結果の当局への報告を義務付けられると、いち早くシステム面で対応し、他社を引き離したとされる。

加えて、国境をまたぐ議決権行使関連ビジネスにおいては各地域での強固なシステム基盤と情報収集機能が求められる中、同社は海外への拡大戦略にも積極的である。2004年1月には英国年金基金協会（NAPF）とのジョイント・ベンチャーの形で助言及び行使代行を行うRREV（Research, Recommendations and Electronic Voting）を設立した。2005年に入ってから、5月25日に欧州にて議決権行使助言及びシステム提供を行うデミノール・レーティング社のコーポレート・ガバナンス関連部門を買収し、ISSヨーロッパの拠点として発展させる旨を発表した。6月21日にはオーストラリアにおいて助言・調査業務を行うプロキシ・オーストラリア社を買収し、こちらも同国市場における拠点とする旨を発表している。

なお、同社の株主構成はプライベート・エクイティ・ファンドであるウォーバーク・ピंकアスが50%程度を、英国年金基金ファンドのハーミーズ・ペンション・マネジメントが30%を保有しているとされる。

2. IRRC

一方、売却側のIRRCは1972年、ハーバード大学のメンバーを中心として、フォード、カーネギー、ロックフェラーの各財団、学術機関及び金融機関等の共同支援により、研究を通じた機関投資家支援を目的とする非営利組織として設立された。組織設立の背景には、ベトナム反戦運動を受けて、企業への投資を行う際に考慮されるべき社会的な問題の研究が求められていたことがある。そのため、初期においてはアパルトヘイト体制下の南アフリカや北アイルランドなどにおける政局に絡んだ調査も行っていた。

IRRCは様々な社会的問題を扱う一環として、コーポレート・ガバナンスに関する議論も取り上げるようになり、1974年には取締役の役割と選任に関するレポートを発行している。その後、特定の議案に対して賛否を表明しない「非推奨型」の調査サービスを開始した。調査におけるそのスタイルは現在に至るまで貫かれており、高い定評を得ていた。

1981年には本格的にコーポレート・ガバナンス関連のサービスを開始し、機関投資家向け議決権行使プラットフォーム（SmartVoter）を開発した。1995年には議決権行使代行業も開始し、同サービスを世界61カ国の企業に対しても行えるよう、業容を拡大していった。

このような経緯も受けて、2001年には営利法人としての改組を行っている。しかし、近年においてはサービス収益こそ継続的に確保していたものの、そのほとんどがシステム投資へと費やされ、苦しい経営が続いていたとされる。

Ⅲ. 再編案の内容

1. 買収後も残される非推奨型調査サービス

IRRCは2005年初頭より、追加的なシステム投資を行わず、事業を売却する選択肢を検討していたとされる。最終的には投資銀行のチェシーキャップ社による戦略見直しを受けて、今回の決定に至った。

買収案では、ISSがIRRCの業務運営会社を全額キャッシュにて買収し、2006年3月の議決権行使シーズンに向けて業務統合を進めるとされている。

買収金額は正式には明らかにされていないが、1,500万ドル超であると報道されている。ISSの2006年の予想営業キャッシュフローが1億ドルであることから、両社の規模の差を見ることができる。

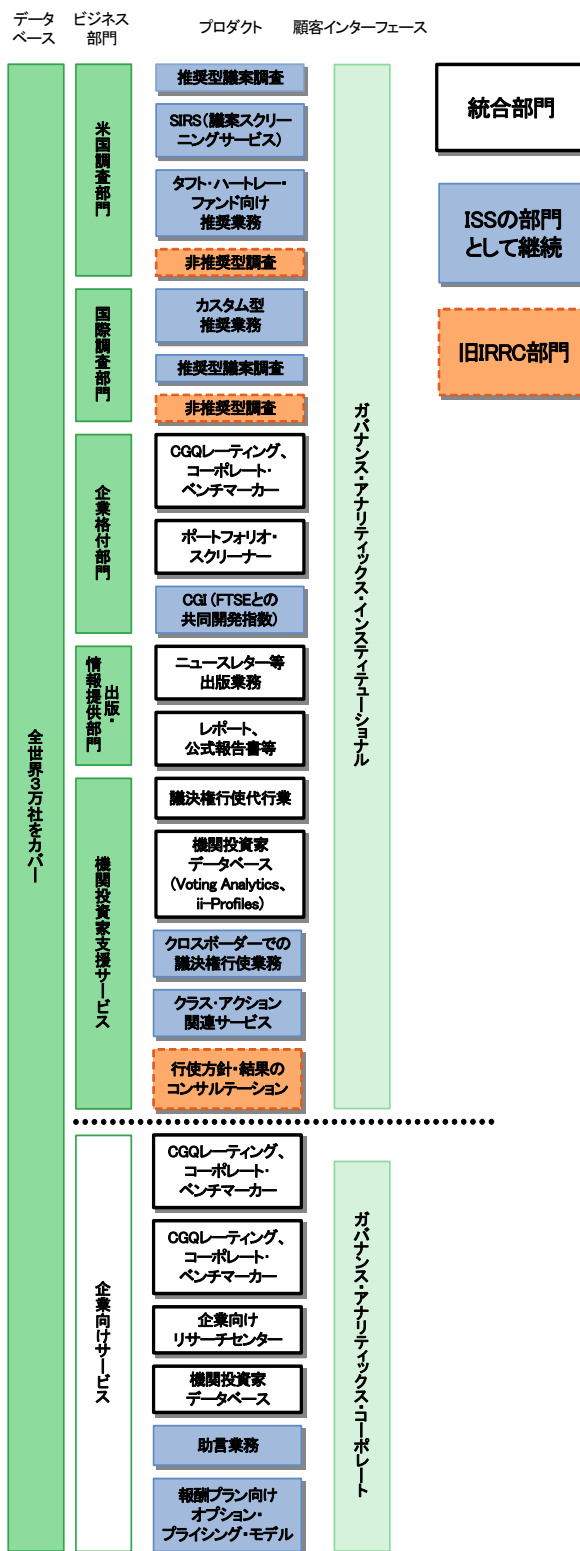
とはいえ、今回のディールは救済合併のような性格を持っておらず、再編案においてISSは、IRRCの調査スタイルが継続されることを強調している。合併後も、調査部門での統合は行なわず、システムへの依存度が高い事業と、企業向けサービスにおいてのみ両社の部門レベルで統合が行われる見込みである(図表1)。

2. 新研究機関の設立

今回の再編案における今一つのポイントは、新たな研究機関の設立である。IRRC事業部門の持株会社であるIRRCホールディングスは、売却により得たキャッシュを元に財団を設立し、その下で研究機関が非営利組織として運営される見込みである。新研究機関は、プレスリリースにおいて「企業の責任に関する研究機関(Institute for Corporate Responsibility)」と称されており、コーポレート・ガバナンスのみならず、グローバルな視野で企業の様々な社会的役割を研究する機関となる。

なお、設立後5年間はオフィススペースの

図表1 統合後のISS組織構造



(出所) ISS、IRRC共同プレスリリースより
野村資本市場研究所作成

供与といった支援が ISS より行われるとされている。今後、同機関は独立取締役や外部の経営者を招く予定であり、IRRC 設立当初の目的であった、企業の責任に関するリサーチへの回帰が期待されている。

IV. 議決権行使関連サービスの現状

1. 他のプレーヤー

米国における、2 社以外の議決権行使関連業者としては、ISS との対比からグラス・ルイス・アンド・カンパニーの名が挙げられる。同社は、シマンテック社がベリタス社を買収する際の承認が問われた 2005 年 6 月の臨時株主総会において、ISS が条件付きの賛成を表明したのに対し、反対したことで注目を浴びた。

グラス・ルイスは、企業向けのサービスを行っていない。近年、ISS に対し、情報の出し手と受け手の双方にサービスを提供することによる利益相反の可能性が指摘されていたが、グラス・ルイスは自社にはそのような懸念がないことを差別化要因として強調している。ただ、同社のカバー範囲は米国中心であり、アナリストの数も ISS の四分の一程度の

30 人である。

その他にも、フォリオ fn 社 CEO であるスティーブン・ウォルマン氏が 2004 年に設立したプロキシ・ガバナンス、格付会社イーガン・ジョーンズの議決権関連部門などが、推奨型議案調査や議決権行使代行の分野で活動しているが（図表 2）、調査対象企業数や顧客規模を見ても、ISS に比べてプレゼンスは限定的であるのが実情と言える。

2. システム投資の負荷

ISS と IRRC の明暗を分けたのは、議決権行使関連ビジネスのシステム投資の負荷に耐えられるかどうかにあったと見られる。

ISS 主任顧問のマクガーン氏によれば、ISS の収益において助言業務が占める割合は 15% に過ぎない。このことから、助言業務以外の議決権行使代行や報告業務など、システムへの依存度が高いサービスが収益の中心となっていることが伺われる。ISS は向こう 2 年間において、追加的に 1,000 万ドルのシステム投資を行なう見込みである。

図表 2 議決権行使関連ビジネスにおける主要プレーヤー比較

	ISS	IRRC	グラス・ルイス・ アンド・カンパニー	イーガン・ジョーンズ・ プロキシ・ サービスーズ	プロキシ・ ガバナンス
設立	1985年	1972年	2003年	2001年	2004年
顧客数	計1,300社以上	約630社	未公表	150社以上	未公表
従業員数	430人	120人	未公表	未公表	未公表
アナリスト数	130人	85人	30人	未公表	未公表
カバー企業等	33,000社 115市場	6,000社 62ヶ国	7,000社	顧客ポートフォリオに 含まれる銘柄をカバー	1,700~1,800社

(注) 1. IRRC の顧客には 130 社の企業を含む。

2. グラス・ルイス社は顧客の合計運用資産を 8 兆ドルと公表している。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

V. 独占状態への懸念

上述のように、ISS は米国内及び国際的な議決権行使関連ビジネスにおいて圧倒的なプレゼンスを築いており、海外での買収戦略や旺盛なシステム投資によりその地位を固めつつある。そのため、国内外での独占状態を危惧する声もある。ISS の事業規模は、反トラスト法に抵触するほど大きいわけではないものの、議決権行使における助言業務が市場や企業行動に与える影響が大きいと、注目が集まっている。

また、従来グローバル規模での議決権行使代行を実質的に担うことができていたのは ISS と IRRC の 2 社のみであったとされる。英国の大手運用会社である F&C アセット・マネジメントとインサイト・アセット・マネジメントは、世界規模での独占状態が起これ、ISS が過度に発言力を持つ可能性を懸念するコメントを行っている¹。

米国のガバナンス評論家のステファン・デイベイス氏は、ISS は合併前においても企業によっては 20%以上の議決権への影響力を持っていたため、合併後においては影響力を更に増すことになる、との見解を示している。フィナンシャル・タイムズ紙も、独占力の増した ISS が間違った判断を下すことへの懸念に加えて、IRRC の顧客の中には、ISS の CEO コノリー氏が事業の拡大のみに注力しており、ガバナンスに関する関心が薄いことへの危惧があることを紹介している²。

ISS はこれらの批判に応える形でウェブサイトにおいて、同社には多数の競合他社がいること、新規参入も技術革新の結果容易な産業であり、今後も競争的な環境は保たれることを主張している。過大な影響力を持つ可能性についても、政府にロビイングを行うことはなく、全ての判断は最終的に機関投資家よりなされるとして、その可能性を否定している。また、当面は株式公開を行なう予定はな

く、事業の統合に経営資源を集中する、と述べている。

ISS は今後、1,000 万ドル規模でのシステム投資を行なう旨を発表しており、実際に新規参入が容易であるのかは微妙な所であろう。ただ、今回の合併において最も危惧されている非推奨型リサーチ業務の質への懸念は、IRRC の調査部門がチームごと ISS へ移行することにより、ある程度払拭されているといえる。

折しも今年のが国での株主総会シーズンにおいて、数ある買収防衛策への賛否の表明により、ISS の知名度は一気に高まった。今後とも同社の動向は注視されるであろう。

¹ “Monopoly fears over ISS deal”, The Times, July 16 2005

² “ISS to dominate” Financial Times, July 25 2005