

ファンド投資家に議決権行使をパススルーする ブラックロックのボートイング・チョイス

橋口 達

■ 要 約 ■

1. ブラックロックは2022年1月より、「ボートイング・チョイス」と呼ばれるプログラムを提供している。これは、ブラックロックのインデックス運用で投資する株式について、同社の機関投資家顧客が議決権行使の意思決定に参加できる選択肢を提供するものである。
2. ブラックロックは、ボートイング・チョイス導入の背景に、近年、機関投資家における評価尺度が多様化する中で、議決権行使により積極的に関与することを望む投資家が増加していることを挙げている。同社は、最終的には、個人投資家を含めた全ての投資家がボートイング・チョイスを利用可能になることを目指している。
3. 足元では、バンガード等も議決権行使を顧客投資家にパススルーする取り組みを開始している。こうした取り組みが普及していけば、個々のファンド投資家が議決権行使に直接関与するという、エンゲージメントの新たな経路となり得る。今後の動向が注目されよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太・中村美江奈「米国年金プランの ESG 投資を巡る政策—ESG ファンド事業に伴う政治的リスクの増大—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年冬号。
- ・神山哲也・岡田功太「パッシブ運用の増大に伴うコモン・オーナーシップを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2019年冬号。

I はじめに

世界最大の資産運用会社であるブラックロックは 2022 年 1 月より、「ボートイング・チョイス (Voting Choice)」と呼ばれるプログラムを提供している¹。これは、ブラックロックのインデックス運用で投資する株式について、同社の機関投資家顧客が議決権行使の意思決定に参加できる選択肢を提供するものである。同社のラリー・フィンク CEO は、最終的には個人投資家を含めた全ての投資家が、ボートイング・チョイスを利用可能になることを目指していると述べている。

一般的に、投資ファンドが保有する株式に関しては、ファンドの投資家ではなく、ファンドの運用会社が議決権を行使する。そこで、運用会社は従前、大口の投資家としてのエンゲージメント強化を通じて、投資先企業の企業価値向上、ひいてはポートフォリオのパフォーマンス向上を図ってきた。他方、持続可能な開発目標 (SDGs) や環境・社会・ガバナンス (ESG) が重視される潮流の中で、非経済的な事項に係る個人投資家やアセット・オーナーのスタンスも多様化してきている。そうした中、ブラックロックは、同社による議決権行使に係る意思決定は、長期の経済的価値を最大化するための同社の評価尺度に基づくものとしつつ、機関投資家によっては異なる評価尺度ないしスタンスを持つ者もいるとの認識から、ボートイング・チョイスを導入したとしている。

本稿では、ブラックロックのボートイング・チョイスを概説した上で、ファンドと議決権行使の関係について考察することとしたい。

II ボートイング・チョイスの概要

1. ボートイング・チョイス導入の背景

ブラックロックは、ボートイング・チョイス導入の背景として、近年、議決権行使により積極的に関与することを望む投資家が増加していることを挙げている。例えば、社会問題や環境問題に強い意見を持つ投資家や、宗教上の強い信念を持つ投資家は、自身の投資をそうした意見や信念に確実に整合させたいと考える。そして、こうした投資家の一部は、自身の評価軸に基づき、ブラックロックとは異なる観点から議決権行使の意思決定をすることで、長期的な経済的利益を達成したいと考える可能性がある。また、現在、機関投資家が複数の資産運用会社に議決権行使を委ねる際、受益者やステークホルダーに対して、議決権行使の哲学と結果を簡潔に説明することがしばしば困難であると感じているとも説明している。

ラリー・フィンク CEO は、同社の顧客投資家と企業 CEO に宛てた書簡²にて、ボートイ

¹ プログラムの公表は 2021 年 10 月であるが、当初はボートイング・チョイスという名称は付されていなかった。

² BlackRock, “The transformative power of choice in proxy voting,” November 2, 2022.

ング・チョイスがアセット・オーナーと企業間の関係を変革するものと確信しており、企業はアセット・オーナーの意見をより直接的に聞くことができるため、コーポレートガバナンスの強化に繋がると述べている。

加えて、ブラックロックは、投資家が投資ビークルを選択する際の検討事項に、アセットアロケーションやポートフォリオ構築といった伝統的な事項にポーティング・チョイスが並ぶことを期待していると述べていることから、ポーティング・チョイスが同社商品の新たな付加価値になることを企図していると理解できる。

2. ポーティング・チョイスの仕組み

ブラックロックのポーティング・チョイスは、①SMA (separately managed account) で株式を直接保有する機関投資家 (以下、SMA 顧客) と、②インデックス運用³の合同投資ビークル (pooled investment vehicles) を通じて間接的に株式を保有する機関投資家 (以下、合同投資ビークル顧客) が、議決権行使に顧客自身の方針を反映できる。SMA 顧客は、名義人として直接株式保有しており、従前も議決権行使の意思決定をすることが選択的に可能であったが、下記にみる通り、ポーティング・チョイスによって選択肢が拡充された。他方、合同投資ビークル顧客はポーティング・チョイスによって、ビークルが保有する株式のうち、ビークルへの出資金額に基づき按分された株式の議決権行使に関与できることとなった。なお、合同投資ビークルについては、実務上・規制上の理由から、米国籍と英国籍のファンドが当初の対象とされている。

SMA 顧客と合同投資ビークル顧客がポーティング・チョイスで採ることのできる選択肢は、図表1の通りである。

選択肢①は、投資家が自身の方針に基づき議決権行使の意思決定を行うものである。そのため、自身の議決権行使の方針を策定するだけのリソースも専門性も有する、ある程度規模の大きな機関投資家が主な利用者として想定されている。SMA 顧客は SMA で保有する株式の名義人として、従来から保有する株式に関して自ら議決権を行使できたため、選択肢①は、従来は議決権行使に関与できなかった合同投資ビークル顧客が、自身の方針に基づき、ビークルが保有する株式の議決権行使についてブラックロックに指示できるよう

図表1 ポーティング・チョイスの選択肢

選択肢	対象顧客
①自身の議決権を決定する	SMA 顧客と合同投資ビークル顧客
②ハイブリッド・アプローチ	SMA 顧客のみ
③議決権行使助言会社の方針から選択	SMA 顧客と合同投資ビークル顧客
④全ての議決権行使の意思決定をブラックロックに委ねる	SMA 顧客と合同投資ビークル顧客

(出所) ブラックロック資料より野村資本市場研究所作成

³ クオント運用であるシステムティック・アクティブ・エクイティ戦略を利用する機関投資家顧客もポーティング・チョイスの利用対象となっている。

になった点が特徴といえる。なお、ブラックロックは、全ての合同投資ビークル顧客の議決権行使の指図に関して、ビークルの利益に合致しているか、規制上の要件を充足しているかを受託者として確認し、問題が確認された場合には否認することもある。

選択肢②のハイブリッド・アプローチとは、SMA 顧客が、ある銘柄については議決権行使し、ある銘柄については議決権行使しないことを認めるものである。そのため、自身が関心のあるトピック（例：気候変動や役員報酬）あるいは企業に絞って議決権行使しつつ、それ以外に関してはブラックロックの判断に委ねることができる。なお、合同投資ビークル顧客は選択肢②を利用できない。

選択肢③は、議決権行使助言会社が提供する助言方針の中から、投資家自身の考えや選好に最も整合する方針を選択することを認めるものである。現在、ISS（Institutional Shareholder Services）とグラス・ルイスの2社が提供するそれぞれ7つ、合計14の助言方針が用意されている。例えば、グラス・ルイスは、「ガバナンスに焦点を当てた方針」といったテーマ型の助言方針を提供している。

選択肢④では、利用者は、全ての議決権行使の意思決定を、ブラックロックの投資におけるスチュワードシップの取り組みに委ねることになる。これは、運用会社に議決権行使を委ねるといった従来の一般的な慣行に該当する。

上記のように、SMA と合同投資ビークルで扱いが異なるのは、SMA では機関投資家顧客が株式を保有する名義人であるのに対して、合同投資ビークルではビークルが株式を保有する名義人となるからである。そのため、例えば、株主総会への出席は、SMA 顧客では認められるものの合同投資ビークル顧客では認められない。また、発行体の観点からは、SMA 顧客の議決権行使は直接把握できるものの、合同投資ビークル顧客の議決権行使は直接把握することができない。

3. ボーディング・チョイスの対象資産

次に、ボーディング・チョイスの対象となる資産について、残高ベースでみたのが図表2である。

2022年9月末時点で、ボーディング・チョイスに適格な資産（図表2の②）の残高は1.8兆ドルであり⁴、これはブラックロックがインデックス運用を行う株式資産全体（図表2の①）にあたる3.8兆ドルの約47%、機関投資家向けにインデックス運用を行う株式資産残高の約95%に相当する。ブラックロックは、運用を行う地域の規制や慣行、コスト、運営上のリスクや複雑性、貸株を含めた採算性などを検討して、ボーディング・チョイスに適格な資産を決定する。適格資産には、ブラックロックが米英でインデックス運用を行う合同投資ビークル約650本が含まれる。

⁴ 2022年9月末時点で、システムティック・アクティブ・エクイティ戦略を採る資産のうち900億ドル相当がボーディング・チョイスの適格資産である。

図表 2 ポーティング・チョイスの対象資産の残高

番号	資産の内容	2022年3月末	2022年9月末
①	ブラックロックがインデックス運用で投資する株式残高	4.9兆ドル	3.8兆ドル
②	①のうち、ポーティング・チョイスに適格な資産の残高	2.3兆ドル	1.8兆ドル
③	②のうち、ポーティング・チョイスで議決権行使される資産残高	5,300億ドル	4,520億ドル
③a	③のうち、2022年のポーティング・チョイス導入で顧客の議決権行使が可能となった資産残高	1,200億ドル	1,570億ドル
③b	③のうち、SMA顧客自ら議決権を行使する資産残高	4,100億ドル	2,950億ドル
(参考)	ブラックロックの運用資産残高	9.5兆ドル	7.9兆ドル

(注) 1. ブラックロックがインデックス運用する株式資産残高には、マルチアセット型ファンドで保有される株式も含む。
 2. ③aは、2022年以降に図表1の選択肢①、③を選択した合同投資ビークルと、選択肢②、③を選択したSMA資産の合計。

(出所) ブラックロック資料より野村資本市場研究所作成

ポーティング・チョイスに適格な資産 1.8兆ドルのうち、25%に相当する 4,520億ドル（図表2の③）において、実際にポーティング・チョイスに基づいて議決権行使が行われている。さらに、このうち、2022年に開始されたポーティング・チョイスに基づいて議決権行使を行うようになった投資家の資産残高は 1,570億ドルであり（図表2の③a）、ポーティング・チョイス適格の資産残高が減少した中であって、2022年3月末時点の 1,200億ドルから約3割増加している。2022年3月末から9月末にかけて株式市場が全体的に下落したことを踏まえると、同期間においてブラックロックの機関投資家顧客によるポーティング・チョイスの利用が増えたことが窺える。

なお、2022年3月末時点でのポーティング・チョイスの合計資産残高 5,300億ドルの投資家の内訳は、保険会社が 1,450億ドル、北米の年金基金が 1,400億ドル、欧州・中東地域の年金基金が 1,400億ドル、その他が 1,050億ドルであった。

4. 今後の方針

ブラックロックは、最終的には、ポーティング・チョイスを利用できる顧客の範囲をミューチュアル・ファンドやETFに投資する個人投資家にも拡大する意向を示している。

現行の規制では、米国のミューチュアル・ファンド、ETF、401(k)プランに投資する個人は、そこで保有する有価証券に関して議決権を行使できず、実際の議決権行使は原則として運用会社に委ねられる。そのため、ブラックロックは今後、ポーティング・チョイスを個人投資家に拡大するため、SECや労働省、国会議員と共に、連邦法と州法においてどのような変更が必要か調査する意向を示している。なお、SMAの一種であるダイレク

ト・インデックス⁵を提供する同社のアペリオ部門を利用する個人投資家は、ポーティング・チョイスを利用できるようになっている。

また、ブラックロックは 2022 年 6 月に、ポーティング・チョイスを利用できる顧客をカナダ籍とアイルランド籍の合同投資ビークルに投資する機関投資家に拡張することを発表した⁶。さらにブラックロックは、2023 年の議決権行使シーズンに向けて、ロンドンを本拠地とする議決権行使のデジタル・プラットフォーム運営企業であるプロキシミティ (Proxymity) と協働して、英国において、特定のファンドに投資する個人投資家が、自身の保有する割合に応じて議決権行使をできるようにするテクノロジー開発に取り組んでいる⁷。このように、ブラックロックは、実務上・規制上可能な地域からポーティング・チョイスを提供していく意向である。

Ⅲ ポーティング・チョイスへの賛否

ポーティング・チョイスについては、肯定的な評価が多い。例えば、導入を決定したシアトル市従業員退職基金の ESG ヘッドであるレオラ・ロス氏は「技術上・規制上の困難を乗り越えてポーティング・チョイスを実現した」としてブラックロックの取り組みを支持している。また、英国の議決権行使助言会社であるペンションズ&インベストメンツ・リサーチ・コンサルタンツのスチュワードシップ部門ヘッドであるトム・パウドリル氏は「ブラックロックは顧客目線の価値あることをした」と評価している⁸。同社の顧客では、ロンドン・ハウズロー年金基金がポーティング・チョイスの導入を決定している。

他方、ポーティング・チョイスには批判的な意見もある。ロンドンを拠点とするアクティビストであるブルーベル・キャピタル・パートナーズ (以下、ブルーベル) は、ブラックロックが、コモン・オーナーシップから生じる議決権の集中に対する批判を退けるために、ポーティング・チョイスを開始したように見える、と指摘している⁹。

コモン・オーナーシップとは、特定の産業において、競合関係にある複数企業の株主が一部の機関投資家に集中している株式保有の構造を指す¹⁰。競争政策上の観点から、当該複数企業同士が競争するモチベーションが後退するのではないかという懸念が指摘されており、特にインデックス運用の増加に伴うコモン・オーナーシップが、企業の競争を阻害している側面があると捉えられている。

また、ブルーベルは、ポーティング・チョイスは受託者責任を果たす義務をブラックロックが放棄したことを意味し、商業的なツールに過ぎないと批判している。

⁵ ダイレクト・インデックスの詳細は、関田智也「米国 ETF 市場の競争環境と次のフロンティア—アクティブ型 ETF とダイレクト・インデックス—」『野村資本市場クォーターリー』2023 年冬号を参照。

⁶ BlackRock, “BlackRock Expands Voting Choice to Additional Clients,” June 13, 2022.

⁷ 前掲脚注 2 を参照。

⁸ Jack Grogan-Fenn, “Asset Owners Voting for Tailored Policies,” *ESG INVESTOR*, March 23, 2023.

⁹ BLUEBELL CAPITAL PARTNERS, “Bluebell Partners letter to BlackRock,” November 1, 2022.

¹⁰ コモン・オーナーシップの詳細は、神山哲也・岡田功太「パッシブ運用の増大に伴うコモン・オーナーシップを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2019 年冬号を参照。

IV 運用会社の戦略としての議決権行使パススルー

足元では、ブラックロックに次ぐ運用残高を誇るバンガードが 2022 年 11 月に、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが 2022 年 12 月に、それぞれポーティング・チョイスと類似した、議決権行使をファンドの受益者にパススルーするプログラムを開始すると発表した¹¹。こうした大手インデックス運用会社が議決権行使を顧客投資家にパススルーする取り組みには、運用会社としての「攻め」の観点と「守り」の観点が混在しているように見える。

「攻め」の観点としては、顧客投資家への付加価値サービスの提供が挙げられる。すなわち、インデックスファンドにおいて手数料の引き下げ余地が限定的となっている中で、議決権行使のパススルーが、資産運用会社が顧客投資家に提供する新たな付加価値として位置付けられるというものである。

他方、「守り」の観点としては、第一に、前述のコモン・オーナーシップの議論が挙げられる。すなわち、インデックスファンドの資産残高の拡大に伴い、一部の運用会社に議決権が集中することへの懸念が高まってきた中、議決権行使の分散を図ろうというものである。

第二に、機関投資家における評価尺度の多様化が挙げられる。ESG 投資やその考え方が普及していく中で、運用会社の議決権行使やその方針は、時に論争を引き起こしてきた¹²。ブラックロックを始めとする大手運用会社が ESG 投資へのスタンスを巡って難しい立場に置かれる中、議決権行使を顧客投資家にパススルーすることが、運用会社の観点からは選択肢の一つとして浮上したということも考えられよう。

こうした議決権行使のパススルーは、今後普及していけば、資産運用会社が投資家の代理で議決権行使する従来のやり方とは別に、個々の投資家が直接意思表示をするという、企業とアセット・オーナー間の、エンゲージメントの新たな経路となり得る。

他方、特に個人投資家においては、どれほど多くのファンド投資家が議決権を行使したかは定かでない。ファンド議決権をパススルーするとしても、個人が議決権行使に十分な情報に基づいて判断をするのは、現実的ではないという側面もあろう。発行体からすれば、最終投資家が自身の議決権行使を決定することは、資産運用会社による不統一行使の増加につながり、議案への賛否がより推定しづらくなるといった事態も想定される。今後、どのような展開をみせるか、注目に値しよう。

¹¹ Vanguard, “Piloting proxy choice for individual investors,” November 2, 2022.

State Street, “State Street Global Advisors Extends Proxy Voting Choice to More Investors,” December 13, 2022.

¹² 詳細は、岡田功太・中村美江奈「米国年金プランの ESG 投資を巡る政策—ESG ファンド事業に伴う政治的リスクの増大—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023 年冬号を参照。