

## 再編が続く議決権行使関連ビジネス

瀧 俊雄

### 要 約

1. 議決権行使における助言・執行等のサービスを行う企業の買収が続いている。2006年11月には業界最大手のISSがリスク管理大手のリスクメトリックスに、同年12月には業界2位のグラス・ルイス・アンド・カンパニーが中国の金融情報最大手新華ファイナンスに買収された。
2. システム投資等における規模の経済性が見られる同産業においては、ISS一社が全世界の85%のシェアを占めていながらも、同社のビジネスが利益相反の可能性を抱えていることへの危惧があった。2001年以降は新規参入が相次いっただものの、依然として国際的な議決権行使においてはISSが独占的立場にあるとされる。
3. グラス・ルイスの買収は、将来的に中国市場における同ビジネスの発展を意図したものとも見られる。今般の再編は直接的にマーケット・シェアを変えるものではないが、国際的展開及び財務基盤の変化という面では注目されよう。

### I. はじめに

2006年12月14日、米国における議決権行使関連ビジネスで第2位のグラス・ルイス・アンド・カンパニーはプレス・リリースにおいて、同社が中国の金融情報最大手である新華ファイナンス・リミテッドにより買収される旨を発表した。

発表に先立ち、2006年11月1日には、同ビジネスにおいて独占的な立場にあるインスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ (ISS) が、米国金融リスク管理大手のリスクメトリックスにより買収される旨を発表している。これらの買収は、議決権行使関連業界において独占的であり利益相反の可能性も指摘されてきたISSと、その他競合

他社という構図の中での、新たな展開に向けた動きと見ることもできる。本稿では、近年の同業界の動向を眺めつつ、今般の再編の意義を探ってみたい。

### II. ISSの独占的地位と新規参入

#### 1. 議決権行使関連ビジネスの拡大

米国において機関投資家を中心とする顧客に対し、株主総会における議案の分析及び議決権行使の代行等を行うビジネスは、古くは1980年代よりISS及びIRRCなどの専門機関が手掛けてきた。もともと、ビジネスの規模が急速に拡大し始めたのは近年になってからとされる。

その主な契機は、2003年に米国証券取引委員会 (SEC) が運用会社の議決権行使の方

針及び手続きの開示を求める規則を採択したことであった<sup>1</sup>。特に、ミューチュアル・ファンドにおいては、方針及び手続きの開示に加えて、全ての行使結果を SEC に報告することが義務付けられたため、厳格化する関連業務を外へアウトソースするニーズの高まりへと繋がっていった。

議決権行使関連ビジネスにおいては、サービス提供のプラットフォームとなるシステムへの投資が重要であるとされる。機関投資家向けのサービスを例にとると、全ての保有銘柄に対し、顧客である個々の投資家の行使方針に基づく助言を行いつつ、限られた期間内での確実な行使手続きが求められることになる。これらを円滑に進めるシステムへの依存度は高く、結果として多額の IT 投資を主因とする規模の経済性が働き易い環境があったといえる。

このことを象徴する動きが、2005 年の ISS による IRRC の議決権行使関連ビジネスの買収であった<sup>2</sup>。IRRC は、議案調査においては高い評価を得ていたものの、2001 年まで非営利組織として運営されていた背景などから、重い IT 投資の負担による苦しい経営を余儀なくされていたとされる。ISS は当時の業界 2 位のプレーヤーを買収することにより、その独占的地位を確固たるものとした。

このように、ISS が業界内で圧倒的な立場

を築いていることについては、議決権行使というコーポレート・ガバナンスの根幹の機能を支えるビジネスにおいて、ISS 自体にガバナンスがもたらされない、とする批判があった。また、ISS が分析対象となる企業に対しても助言等のサービスを提供していることから、中立的な助言が確保されない可能性が懸念されてきた。

## 2. 近年の新規参入

このような問題意識の下で 2001 年以降、議決権行使関連事業への新規参入が相次いだ。2001 年には、信用格付を主要業務とするイーガン・ジョーンズが子会社を設立する形で参入した。2003 年には後述するグラス・ルイスが、2004 年には投資ツール等を提供するフォリオ fn 傘下のプロキシー・ガバナンス・インクが同業界に参入するに至った(図表 1)。

これらの新規参入組は、共通して自らが顧客との利益相反関係に無いことを強調している。その上で、イーガン・ジョーンズの場合には調査企業一社当たり 12.5 ドルという低料金体系を、グラス・ルイスの場合には独自のリスク警告ツールを、プロキシー・ガバナンスの場合には弁護士やアナリストではなく、経営者等の企業経営を熟知した人材が判断を行う、といった差別化を図っている。

図表 1 主な議決権行使関連ビジネスを展開する企業

	ISS	IRRC (05年にISSにより買収)	グラス・ルイス・ アンド・カンパニー	イーガン・ジョーンズ・ プロキシー・ サービス	プロキシー・ ガバナンス・ インク
設立	1985年	1972年	2003年	2001年	2004年
顧客数	1,712	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強	85人	30人	未公表	20名
カバー企業数 うち、日本企業	35,000社 3,000社	6,000社	12,000社 1,000社	顧客ポートフォリオに 含まれる銘柄をカバー	3,500社 日経225銘柄+α (提携)
海外拠点等	カナダ、英国、ベルギー、 オーストラリア、フランス、 オランダ、日本、フィリピン		オーストラリア 英国 日本	未公表	英国マニフェスト 日本プロキシーガバナンス
親会社等	リスクメトリックス (2007年初頭以降)		新華ファイナンス (07年前半予定)	イーガン・ジョーンズ (米格付会社)	フォリオfn (米投資ツール提供会社)
被買収時の事業価値	5.53億ドル(推定) (06年11月発表)	1,000万ドル(推定) (05年7月発表)	4,500万ドル(推定) (06年12月発表)		

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

もつとも、米国内では新規参入があったとはいえ、ISS が引き続き支配的な立場にあることに変わりはないとされる。更に、国際間での議決権行使関連ビジネスにおいては、同サービスを提供していた IRRC が買収されたことで、ISS が現状では独占的な状態を保っている。その背景として、国際展開においては、異なる制度間でのサービスを統合する事業基盤が必要となるため、参入障壁が高いことが挙げられる。他社も提携等により国際業務に進出しているものの、現状において ISS が全世界の助言ビジネスに占めるシェアは 85%<sup>3</sup>に達している。

### Ⅲ. 近時における買収動向

#### 1. リスクメトリックスによる ISS の買収

ISS は 2006 年 11 月 1 日、米国で金融リスク管理ツールを提供するリスクメトリックス<sup>4</sup>により買収される旨を発表した。買収対価（現金及び株式）の総額は 5.53 億ドルとも報道されている<sup>5</sup>。2001 年に 4,500 万ドルで金融情報大手のトムソンから ISS を共同で買収した投資会社ウォーバーク・ピンカス LLC 及び英国年金基金ハーミーズにとっては、巨額のリターンを生む投資となった。

リスクメトリックス及び ISS 両社共同のプレス・リリースにおいて、ISS のコノリー CEO は「驚異的な成功を収めてきた 2 社がソリューションを統合していくことで、機関投資家のニーズへの我々の理解はより深まり、受託者責任及びリスク管理への要求にも幅広く応えられるようになる」とコメントしている。さらに、リスクメトリックスの取締役であるアーサー・レビット元 SEC 委員長は「リスクメトリックス・グループにとつても（コーポレート・ガバナンス関連の）サービスが提供可能となることで、より投資家の株主価値向上に役立つことが可能になる」とコメントしている。

ISS は、引き続き独立した会社として運営され、現経営体制は維持される予定である。直接的には提供するサービス内容は変わらないと考えられるものの、今回の買収を経て、ISS は顧客拡大の可能性と共に、財務的にも強力なバックボーンを手にしたといえる。

#### 2. 新華ファイナンスによるグラス・ルイスの買収

2006 年 12 月 14 日には、現在業界 2 位のグラス・ルイスが、同日付プレス・リリースにおいて、同社が中国の金融情報最大手である新華ファイナンス・リミテッドにより買収される旨を発表した。買収価格は正式には公表されていないものの、4,500 万ドルであったと報道されている<sup>6</sup>。

グラス・ルイスは、先述の ISS の独占体制への問題意識の下、2003 年に投資銀行出身のグレゴリー・タクシン現 CEO と、IT ベンチャー出身のケヴィン・キャメロン現プレジデントにより共同設立された。現在の主な事業は、①保有銘柄におけるクラス・アクションのモニタリング、②保有銘柄における経営リスク警告ツール、③総会議案に対する議決権行使助言業務、④議決権行使代行業務、⑤ボード・アカウントビリティ・インデックス (BAI)<sup>7</sup> 指数の提供、⑥議決権行使動向全般に関するレポート提供、等により構成される。

特に、②のリスク警告ツールにおいては、イエローカードと呼ばれる独自の調査を売り物としてきた。同調査は、ガバナンスや会計、訴訟等のリスクのうち、市場において価格に反映されていない内容について分析するものであり、企業の会計操作や、ストックオプションの権利付与日操作等を突き止めるなどの実績を有している。そして、同社の調査能力への評価が高まる中、ISS の競合プレーヤーとしての認知も広がっており、好調な業績が今後とも見込まれるとされる<sup>8</sup>。

図表 2 新華ファイナンスの近年における主な調査関連企業の買収

発表日	完了日	買収企業名	主な事業
2004年7月	2004年7月	ストーン & マッカーシー・リサーチ・アソシエーツ	マクロ経済データ提供
2004年6月	2005年2月	マージェント	企業財務情報提供
2005年6月	2005年6月	テイラー・ラファァティ・アソシエーツ	IR関連事業
2005年7月	2005年7月	ワシントン・アナリシス	米国における政策分析
2006年8月	2006年8月	グラス・ルイス社の株式19.9%を取得	コーポレート・ガバナンス
2006年12月	N.A.	同社全株式を取得予定	関連リサーチ、ツール提供

(出所) ブルームバーグ等より野村資本市場研究所作成

買収側となる新華ファイナンス・リミテッドは、1999年に米国人であるフレディ・ブッシュ女史により香港で設立された、中国市場の金融情報配信及びメディア・サービスの最大手である。同社は、2004年に東証マザーズに上場を果たして以降、米国における調査関連企業を積極的に買収してきた。2005年には企業の財務情報を提供するマージェント社、米国政策分析を手掛けるワシントン・アナリシス、IR関連事業を営むテイラー・ラファァティを買収している（図表2）。

今般の発表に先立ち、2006年8月に新華ファイナンスはグラス・ルイス株式の19.9%を取得していた。8月時点でのプレス・リリースでは、中国におけるQFII（適格外国機関投資家）制度により、海外投資家からの中国上場企業への投資が増加する中、グラス・ルイスの事業を中国市場で展開していく方向性が述べられている。ブッシュCEOによるコメントでは、中国特有の国有株・非流通株といった複雑な制度に対して、リサーチと行使助言を提供していくことが、その目的の一つとして挙げられている。

12月14日付のリリースでは、残りの全株式が新華ファイナンスに売却されることと共に、既存の運営体制は今後も独立した形で維持されることと、グラス・ルイスが中国以外のアジアにおける市場参入も視野に入れていることが述べられている。同社の既存の議決権行使ビジネスへの影響は現時点では未知数

であるものの、継続的に重要と考えられるシステム投資において、より強固な財務基盤を手に入れた点は注目されよう。

#### IV. おわりに

ISSは以前から支配的な立場にあったが、今般の再編により、一層のプレゼンス強化を可能とする基盤を得たといえる。一方で、追走するグラス・ルイスは、未開拓であった中国市場への参入という形で、市場シェアの拡大を狙う格好となった。これらの動きが、議決権行使関連ビジネスにおける、より競争的な環境へと繋がるものか、今後とも注目されよう。

日本においても近年、議決権行使助言機関の活動は拡大しつつある<sup>9</sup>。2005年の株主総会シーズンでは、買収防衛策に対する積極的な賛否の表明により、ISSの存在がメディアでも注目されるようになった。さらに、2006年の株主総会においては、資生堂の事前警告型買収防衛策の導入議案に対し、ISS及び日本プロキシーガバナンスが賛成を助言する一方で、グラス・ルイスは当初反対を助言するなど<sup>10</sup>、助言会社間でも異なる意見表明が出されるようになった。日本国内においても議決権行使助言機関の重要性が高まる中、議案を巡る判断の多様性と公正性が保たれるのかは今後の重要課題といえよう。

- 
- <sup>1</sup> 同規則の詳細については橋本基美「米国運用会社に求められる議決権行使情報の開示」『資本市場クォーターリー』2003年冬号を参照。
  - <sup>2</sup> 同買収及びISSの詳細については、拙稿『ISSによるIRRCの議決権行使関連ビジネス買収』『資本市場クォーターリー』2005年秋号を参照。
  - <sup>3</sup> ISSウェブサイトより、機関投資家向けビジネスに占める割合。
  - <sup>4</sup> リスクメトリックス社は1994年に設立されたJPモルガン傘下の事業であったが、1998年にスパインアウトの形で分離されている。
  - <sup>5</sup> "ISS Accepts Bid Of \$553 Million From RiskMetrics", The Wall Street Journal, Nov 1 2006
  - <sup>6</sup> "Xinhua to buy Glass Lewis in Dollars 45m deal", Financial Times, Dec 15 2006
  - <sup>7</sup> 同指数はS&P500指数に含まれる全企業について、5項目の評価に基づき良好なガバナンス状態にある企業をオーバーウェイトする。
  - <sup>8</sup> 前掲注3
  - <sup>9</sup> ISSは、1993年に日本株のカバーを開始しており、2001年にはISSジャパンを設立している。2004年にはIRRCが東京事務所を開設しており（その後、ISSによる買収に伴い閉鎖）、2006年2月には、プロキシ・ガバナンスと提携関係にある日本プロキシ・ガバナンスが、5月にはグラス・ルイス東京事務所が開設されている。
  - <sup>10</sup> 資生堂の買収防衛策導入においては、防衛策の発動を判断する独立委員会を構成する委員候補者3名のうち、1名に関する情報開示が不十分なこと、1名の独立性への疑問を理由として、グラス・ルイスは当初反対を推奨していた。その後、資生堂による説明を経て、グラス・ルイスは賛成へと推奨内容を変更している。