



From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所

山下 晴之

—連載（第46回）—

パススルー投票を巡る運用会社の取組み

■ 1. はじめに

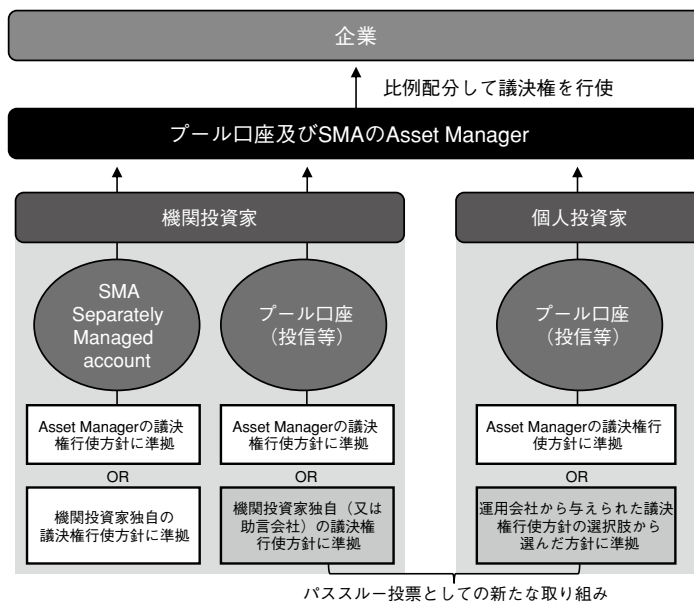
2023年7月、米運用大手ブラックロックは、同社が米国株で運用する旗艦ETFについて、保有銘柄の議決権行使の選択肢を投資家に提供する「パススルー投票」の試験プログラムを実施すると発表した^(注1)。本サービスは、機関投資家向けに提供されていたVoting Choiceと呼ばれるスキームを個人投資家向けに拡張したものである。パススルー投票のスキームは、ブラックロック以外にもバンガードやステート・ストリートといった大手の資産運用会社においても導入され始めており、業界的な動きになりつつある。本稿では、パススルー投票の概要及びこれら運用会社の取組みについて紹介する。

■ 2. パススルー投票のコンセプト

パススルー投票については正確な定義はないものの、一般的には投資信託などのプールドアカウントにおいて、ファンドの最終投資家の議決権行使における選好を、ファンドが行う議決権行使に反映する仕組みであるとされている^(注2)。議決権行使は投資家自身の選好に沿うことも、指定された議決権行使助言会社の方針に合わせることもできるとし、最終的にはアセットマネージャーが最終投資家の意向を比例配分して議決権行使を行うとされている（図表1参照）。現状、業界で一般的な形態は、このように「自身の選好に沿った議決権行使方針を選択」できるというある種の間接形となっている。一方で、「個別の構成銘柄の個別議案ごとに議決権行使とする」というある種の最終形をもってパススルー投票が論じられているケースもある^(注3)



(図表 1) パススルー投票の概念図



(出所) 各種情報 (注4) より筆者作成

(図表 2) パススルー投票の形態

パススルー投票の形態	どの単位に対して	どのような選択肢があるか
現状、業界で一般的な形態 (中間形)	構成銘柄全体における全議案に一貫して	資産運用会社や議決権行使助言会社が提供する議決権行使方針を選択可能
「パススルー」の理想を追求した形態 (最終形)	個別企業の個別議案に	議案に対する賛否ごとに投票可能

(出所) 各種情報 (注5) より筆者作成

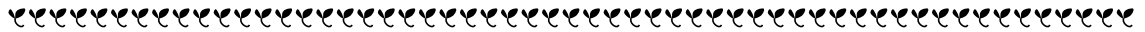
(図表 2 参照)。

3. パススルー投票が注目されている背景

昨今米国では、投資家の資産を預かる運用会社にもESGを巡る分断の影響が及んでいる。ESG投資に積極的であったブラックロックですら、昨今では化石燃料を支持する政治

家とESG擁護派の両方からの板挟み状態となっており難しい立場に置かれている。この点、近年運用会社においてパススルー投票が注目されている背景とも無関係ではない。運用会社としては本スキームを「個人投資家のスタンスを議決権行使に反映している」と免罪符的に利用し批判をかわそうという側面もあると考えられる (注6)。

別の背景としては、テクノロジーの進展に



よりハードルが下がったという背景がある。SECも過去1977年に、投資信託への株式集中の懸念からパススルー投票の可能性について着目し調査を行った経緯があるが、当時は、ファンドの株主が自ら投票することに関心を持つ可能性は低く効果は限定的であり、また、その技術的な困難性を中心とする否定的な声が多く、議論が途絶えていた経緯がある（注7）。その後今日に至り、情報発信と議決権行使の意思伝達の両面で技術的な改善も後押ししたことにより、関係者からはパススルー投票の有効性を改めて主張する声も聞かれている（注8）。

■ 4. 資産運用会社におけるパススルー投票の取組み

近年、資産運用会社がこれまで主に機関投資家やSMA向けに提供してきたパススルー投票の仕組みを個人投資家向けのミューチュアル・ファンド、ETF等にも拡大する動きが見られている。いずれの運用会社が提供する仕組みにおいても「自身の選好に沿った議決権行使方針を選択」することで間接的に実質株主の意思を反映する仕組みとなっている（図表2における中間形）。以下では、個別の資産運用会社の取組みを紹介する。

BlackRock

ブラックロックでは、「Voting Choice」という機関投資家向けのパススルー投票の仕組みを2022年から既に提供している。同社が扱

うインデックス運用の株式資産全体では半数近く、機関投資家向けに限っては95%を既にカバーしており、米国で運用するすべての公的・私的年金資産が対象に含まれるとしている。実際に25%に相当する顧客がVoting Choiceに登録しており（注9）、近年もその関心は加速度的に高まっている。

なお個人投資家向けには、アペリオ（ブラックロックの税制最適化SMAプロバイダー）を通じてこれらのオプションを提供してきたが、2023年7月のプレスリリースにおいて、同社最大のETFであるiシェアーズ・コアS&P500ETF（IVV）においてもVoting Choiceを提供する予定であるとした（注10）。機関投資家向けのVoting Choiceと同様に、本ETFにおいても様々な第三者の方針から選択することができ、またブラックロックの投資スチュワードシップ方針に従って投票を継続することもできるとしている（注11）。現状機関投資家向けに提供されている投票オプションは以下のとおり（注12）であるが、実際に個人投資家向けに提供される選択肢としては(3)及び(4)のみとなる。

- (1) 全保有銘柄に対し一貫して、投資家独自の議決権行使方針に従って投票を行う。議決権行使助言会社と契約して議決権行使方針をカスタマイズしたり、助言会社が提供する方針に従うことも可能である。
- (2) ハイブリットアプローチとして、①ブラックロック又は議決権行使助言会社が提



供する議決権行使方針に従って投票を行う
つつ、②顧客にとって重要なトピック
及び企業に対して特定の議決権行使を行
う (注13)

- (3) 議決権行使助言会社 (注14) が提供する既成の議決権行使方針に従って投票を行う
- (4) ブラックロックに議決権行使の意思決定を委託する

Vanguard

ブラックロックと並び業界第二位のAUMを誇るバンガードでは、2023年2月1日から2023年6月30日まで、提供する3本のファンド及びETFにおいてパススルー投票の試行運用を行った。対象は、バンガードS&P500グロース・インデックス・ファンド(VSPGX)、バンガード・ラッセル1000 (VRNIX) インデックス・ファンド、バンガードESG米国株ETF (ESGV) で、最終投資家は4つの異なる次の投票方針(proxy voting policy options) から選択する形となる (注15)。なお、ファンド構成銘柄のすべてではなく、最大保有銘柄の一部が対象となっていることに留意が必要である (注16)。

- (1) 会社の取締役会の推薦に沿った投票を行う
- (2) 独立した第三者プロバイダーからのガイダンスに従う
- (3) 従来どおりファンドの議決権行使方針に沿ってバンガードに投票を委託する
- (4) 投票しない

State Street

同社は既に昨年よりSMA及び一部の機関

投資家向けファンドに対して議決権方針の選択プログラムを提供しているが、本年5月にこれを米国個人投資家向けに拡張する計画を公表している。2024年末までにすべての米国のSPDR ETF及び投資信託を対象とし、以下の選択肢を提供することになる (注17)。

- (1) 選択プログラムに参加し、Institutional Shareholder Services (ISS) を通じて提供されるガイドラインから選択することで投票を行う。全7種類から選択可能であるが、以下では特徴的な選択肢を一部抜粋して紹介する。

➤ ISS Sustainability Policy

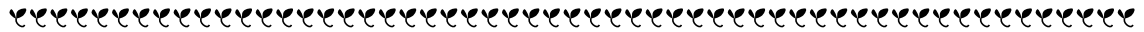
環境保護、公正な労働慣行、無差別、人権保護を提唱し、持続可能なビジネス慣行を推進する世界的に認知された管理団体への支援を促進することを目指す。

➤ ISS Taft-Hartley Policy

アメリカ最大の労働組合中央組織であるアメリカ労働総同盟・産業別組合会議(AFL-CIO)の委任状投票ガイドラインに基づくもので、米国労働省の定める受託者基準にすべて準拠している。

➤ ISS Catholic Faith-Based Policy

社会的責任を果たす株主の目的、およびカトリックとキリスト教全体の教えに合致する、カトリックおよびその他のキリスト教宗教団体のためのガイドライン。



- (2) 選択プログラムに参加せず、従来どおり
ステート・ストリートに議決権行使を委
任する

■ 5. パススルー投票を巡る諸 課題と今後

現在ブラックロックを中心に主に運用会社
で採用されている仕組みは、あくまでも議決
権行使の大枠の方針を選択させる形態にとど
まっている。一方で、「個別の構成銘柄の個
別議案ごとに議決権行使を行う」方式までさ
らに進める場合は実務上考慮すべき点も増え
ることに加え、例えば次のような懸念が生じ
ることが想定される。

- どの程度の個人が実際にパススルー投票
に関心を寄せて投票に参加するかは未知
数であり、必ずしも多大な業界コストを
かけてまで推進することが正しいとは言
えない可能性もある。
- スチュワードシップ活動の機能低下の観
点で課題が残る。現状、ファンドマネー
ジャーが企業経営と株主との間の仲介者
となり、エンゲージメントに尽力するこ
とでエージェンシーコストを下げている
ものの、パススルー投票の導入によりこ
の効果が弱まるからである。機関投資家
と同様の水準のエンゲージメントを個人
投資家に要求することは現実的ではない
と考える。
- GameStop騒動^(注18)の際にみられたよ

うにSNSが起点となり経済的リターンを
鑑みずに投資行動を行うケースも想定さ
れる。こういった場合、必ずしも経済合
理性のない議決権行使が行われること
により、その結果翻ってファンドのリター
ンを低下させるケースもあるだろう。

専門家からは個人投資家の声をそのまま経
営に届けるのではなく、ファンドマネー
ジャーがこれまで以上にプロフェッショナルとし
て洗練された知識及び経験を活かして仲介者
として機能し、不完全で曖昧な可能性がある
個人投資家の意向を整理した上で、個々の企
業における議決権行使に反映するようなスチ
ュワードシップ活動に従事すべきであるとい
う声も聞かれている^(注19)。どのようなパス
スルー投票の形態がエコシステムとして最適
なのかは、今後、業界全体で模索していく必
要があるだろう。

(注1) <https://finance.yahoo.com/news/blackrock-expand-proxy-voting-choice-110000194.html>

(注2) Broadridge Pass-through Voting - Granting a voice to the investor community in the passive investment space-

(注3) ここでは便宜的に「中間形」及び「最終形」という表現を用いたが、どの形態が業界のエコシステムとして理想的になるかについては議論が分かれるため、本稿において使用した「最終形」が、業界が目指すべき方向となるとは限らないことに留意いただきたい。

(注4) 以下の掲載情報及び資産運用会社における導入方法等を参考に作成



- Broadridge Pass-through Voting - Granting a voice to the investor community in the passive investment space-

- <https://www.teneo.com/be-careful-what-you-wish-for-four-potential-consequences-of-pass-through-voting-for-companies/>

(注5) 関係者へのヒアリング及び資産運用会社における導入方法等を参考に作成

- Broadridge Pass-through Voting - Granting a voice to the investor community in the passive investment space-

- <https://www.teneo.com/be-careful-what-you-wish-for-four-potential-consequences-of-pass-through-voting-for-companies/>

(注6) <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGN174490X10C23A7000000/>

(注7) Corporate Democracy and the Intermediary Voting Dilemma

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4360428

(注8) Citizen Corp.- Corporate Activism and Democracy

[https://wustllawreview.org/2022/12/18/citizen-corp-corporate-activism-and-democracy/# post-21764-footnote-275](https://wustllawreview.org/2022/12/18/citizen-corp-corporate-activism-and-democracy/#post-21764-footnote-275)

(注9) <https://www.blackrock.com/corporate/newsroom/press-releases/article/corporate-one-press-releases/2022-blackrock-voting-choice>

(注10) iシェアーズ取締役会の承認を条件とし、2023年度後半に承認されれば、2024年の委任状投票シーズンから実施される予定としている。

(注11) <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/07/21/blackrock-to-expand-proxy-voting-choice-to-its-largest-etf/>

(注12) <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship/blackrock-voting-choice>

(注13) 現状、SMA向けの選択肢となっており、ブルドアカウントでは利用できない。

(注14) Institutional Shareholder Services (ISS) 及び

Glass Lewisが含まれる。

(注15) <https://investor.vanguard.com/content/dam/retail/publicsite/en/documents/vgd-proxy.pdf>

(注16) “By participating in this voluntary pilot, investors will be able to direct how the fund votes on ballot items for certain of the fund’s largest holdings, proportionate to their ownership in that fund.”

<https://investor.vanguard.com/investor-resources-education/article/empowering-everyday-investors-through-proxy-voting-choice>

(注17) <https://www.ssga.com/us/en/intermediary/ic/about-us/what-we-do/asset-stewardship/proxy-voting-choice>

(注18) 2021年にゲームソフト小売大手チェーン GameStopをはじめとする米国市場の一部の銘柄において、個人投資家がRedditをはじめとするニュース掲示板等のSNSで結託して株価を吊り上げた一連の騒動。

(注19) Corporate Democracy and the Intermediary Voting Dilemma

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4360428

