

米国機関投資家によるエンゲージメント活動の実態

岩井 浩一

■ 要 約 ■

1. 近年、機関投資家による投資先企業との対話のあり方に関心が高まっている。コーポレート・ガバナンスの改善や持続的な企業成長を促すうえで、機関投資家がどのような役割を担うことができるのかが注目されているのである。
2. 米国機関投資家の間では、投資先企業との間で様々な形で対話を持ち、コーポレート・ガバナンスの改善や経営改革を促す取組みが一般化しており、これらの活動は「エンゲージメント活動」と呼ばれている。米国では、欧州諸国と異なり、エンゲージメント活動に関するスタンダードが存在しないため、各機関投資家はそれぞれ独自の方法でエンゲージメント活動を実践している。例えば、エンゲージメント活動を担う社内体制やエンゲージメント対象先の選定方法等は機関投資家によって異なっている。
3. 但し、エンゲージメント活動の目的や効果に関しては共通認識が存在する。即ち、その目的は株主と投資先企業との相互理解を深めることとされ、また、エンゲージメント活動を通じて企業に望ましいコーポレート・ガバナンスを促す等を通じて、中長期的な運用リターンを改善することができると認識されている。
4. 日本でも、金融庁が2014年2月27日に「責任ある機関投資家の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>」を公表した。今後、本邦機関投資家と投資先企業の建設的な対話を一層促すうえで、米国機関投資家の取組みは参考になるとと思われる。

I. はじめに

近年、機関投資家による投資先企業に対する対話のあり方が注目されている。日本においても、金融庁が、欧米諸国の機関投資家が投資先企業との間でどのような対話を持ち、そうした対話を通じて、企業に対してどのような働きかけを行っているかという点について検討を進め、2014年2月27日には、その検討結果を踏まえたうえで、「責任ある機関投資家の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>」を公表している。

米国では、アセット・オーナーとアセット・マネージャー¹の違いを問わず、多くの機関投資家が投資先企業との間で様々な形で対話を持ち、企業経営の改革を促す取組みを進めている。これらの諸活動は「エンゲージメント」あるいは「ダイアログ」と呼ばれている。本稿では、米国機関投資家のこうした取組みの実態を紹介する²。

Ⅱ. 米国におけるエンゲージメント活動の位置づけ

米国ではエンゲージメントに関するスタンダードは法令上も実務慣行上も存在しない。このため、投資家によってエンゲージメントやダイアログの考え方自体にも違いがあり、エンゲージメントの実務や組織体制は各様の状態にある³。その一方で、多くの機関投資家はエンゲージメントの目的や効果に関してある程度共通した認識を持っている。

1. 目的

多くの機関投資家の間では、エンゲージメントを行う目的として「相互理解」と「受託者責任」という二つのキーワードが共有されている。即ち、投資先企業と対話を継続することを通じて、株主としての意見を企業側に伝え、また、企業側の考え方を把握する場として、エンゲージメントを位置づけている。その際に、企業との間に「友好的な関係」を構築することを目的とし、一部のアクティビストのように自らの考え方を押し付けるような態度や手法は取らないという姿勢も共通している。

更に、このようにして相互理解を熟成したうえで、企業に対して望ましいコーポレート・ガバナンスの構築を助言する等して、株主の最善の利益に繋がるような会社運営を促すことも企図されている。換言すれば、エンゲージメントを通じて、中長期的な運用リターンの改善に繋げ、機関投資家の受託者としての責任を果たすことも重要な目的と位置づけられている。

しかし、運用リターンの向上が企図されているとはいえ、エンゲージメントは短期的な運用リターンの増大を目的に実施されるものではなく、あくまでも中長期的な観点から取り組まれている。実際に多くの機関投資家からは、短期的なリターンを重視するアクティビストがエンゲージメント活動を行う意味はないが、中長期投資家にとってエンゲージメントは不可欠の仕組みである、との指摘が聞かれている⁴。

¹ アセット・オーナーは年金基金や財団等の総称であり、アセット・マネージャーは運用会社を指す。アセット・マネージャーがアセット・オーナーから資金を受託することがあるため、このように別々に呼称されることがある。

² 本レポートは、筆者が金融庁主催の「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」に提出した報告書（「米国における機関投資家の投資先企業に対するエンゲージメントのあり方に関する調査」）の内容を基に、米国におけるエンゲージメント活動の実態を整理するものである。報告書は金融庁のホームページ（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20131127.html>）から入手可能である。

³ 一部の業界関係者によれば、歴史的にみれば、米国ではアセット・オーナーがエンゲージメント活動を開始し、それが徐々に運用業界全体に広がってきた、とされる。

⁴ 例えば、カリフォルニア州職員退職年金基金（以下、カルパース）は、企業に改革を促す方策として、従前は、アクティビストのように新聞メディア等を通じた手法を利用することもあったが、2010年以降は、エンゲージメントと議決権行使を通じた方法を重視するようになってきている。

また、エンゲージメントは単独の活動というよりも、投資先企業の企業改革を促す一つのツールであると認識されている。即ち、多くの機関投資家は、投資先企業のガバナンス改革を促す方法として、エンゲージメントと議決権行使を車の両輪と位置づけている。例えば、議決権行使の方針を決めるため、あるいは、既に決めた方針を企業に伝えるために、エンゲージメントが活用される場合もある。

他方、投資先企業の間でも、エンゲージメントを通じて「相互理解」を深めることに意義があるという考え方が浸透してきている。主要株主の意見を聞くことによって、社内改革や経営戦略の見直しに活かしていけるという認識が広がっているのである。更に、株主総会前に、経営者報酬の方針等を主要株主に説明し、理解を得るためにエンゲージメントを活用する企業も増えている。

このように、米国では、機関投資家サイドも企業サイドも、エンゲージメントを相互理解を熟成する場として前向きに評価していることが分かる。また、株主総会前に双方の意見を確認する場としても、エンゲージメントは広く利用されている。

2. 効果

エンゲージメントの効果に関しては、非常に多くの機関投資家が前向きに評価している。即ち、エンゲージメントを通じて、相互理解の熟成に役立っているだけでなく、企業に対してガバナンス改革を促す等して、中長期的な株主利益の増大に寄与していると認識されている。但し、エンゲージメントが株主価値に与える影響経路は、エンゲージメントの実施→コーポレート・ガバナンスの改善→株主価値の増大という経路を辿る。このため、エンゲージメントが株主価値に与える影響は間接的、且つ、かなり時間を要するものであり、定量的に評価できるものではないという認識が一般的である。

こうしたなか、カルパースはエンゲージメントが運用リターンを高める効果は実証的にも確認されていると主張している。カルパースは、自らがエンゲージメントを実施した企業の株価リターンがベンチマークを上回る傾向があることを報告し、この効果を「カルパース効果 (CalPERS Effect)」と称している⁵。

Ⅲ. 米国におけるエンゲージメント活動の実態

前述の通り、米国ではエンゲージメントに関するスタンダードが存在せず、その実態は機関投資家によって様々であるが、比較的多くの投資家に共通する特徴も観察される。

1. 社内体制

エンゲージメントに関する機関投資家の社内体制には二つのパターンが存在する。一つ目は、株式運用チームがエンゲージメント活動を担うものである。エンゲージメント活動

⁵ 詳細は“Update to The “CalPERS Effect” on Targeted Company Share Prices”Wilshire, September 24, 2013 を参照。

を投資活動の一環として強く意識している会社がこうした組織体制を志向する傾向がある。こうした体制はアセット・マネージャーに多くみられるように思われる。

二つ目のパターンは、運用チームとは別に、コーポレート・ガバナンスの専担部署を設置し、エンゲージメント活動を担わせるものである。大手機関投資家ではこの形態が一般化しているように窺える。但し、専担部署の形態については、リーガル部門の一部とする先や地域別に設置する先もあり、各社の方針によって違いがある。また、エンゲージメントの所管部署と運用部門が別組織である場合でも、両者の間で、投資先企業の取締役会の質や経営者のリーダーシップ等に関して情報を交換する先もあり、完全に別々に運営されているわけではない。このように運用部門と連携させる背景には、運用部門においては短期的な投資リターンが重視されがちであるのに対して、エンゲージメントを通じて中長期的な運用リターンの改善を追求しようと試みているのではないかと予想される。

他方、投資先企業の社内体制については、IR 担当部署が中心的な役割を果たす場合が多いように窺える。即ち、エンゲージメントをどのように進めるか（参加者、時期、形式等）について、IR 担当部署が検討を行い、社内調整を進める場合が多いとみられる。但し、エンゲージメントの専担部署を持つ企業や独立取締役が機関投資家との窓口になる企業等もある。

また、エンゲージメントを通じてインサイダー情報を受け取ってしまうリスクに備えて、機関投資家はコンプライアンス面での体制整備も行っている。第一に、仮にインサイダー情報を授受した場合には、速やかにコンプライアンス部門に連絡をし、当該銘柄を取引停止にする等の措置を講じている。第二に、インサイダー情報に係る法令順守意識を高めるために、各種のコンプライアンス・プログラムや社員教育を用意している。第三に、実際に投資先企業との対話に臨む際に、企業に対して、インサイダー情報の授受をしないように事前に注意を促している。

2. エンゲージメントの参加者

機関投資家と投資先企業の対話は面談や電話会議、TV 会議等、様々な形で実施されている。機関投資家が数千社を超える企業に投資を行っている場合には、投資先企業と地理的に離れている場合も多くなるため、直接会って話しをするのではなく、電話会議等、簡便な方法で対話を行うことが一般化している。

機関投資家サイドからの参加者は社内体制の影響を強く受ける。即ち、運用部門がエンゲージメント活動を担っている場合には、ファンドマネージャーやアナリストが参加する。これに対して、専担部署を有する機関投資家の場合には、基本的には、当該部署の担当者が投資先企業との対話を担うものの、状況に応じて、運用チームからファンドマネージャーやアナリストを参加させる企業もある。

これに対して、投資先企業からの参加者については、議題に応じて変化することが一般的となっている。経営者報酬が議題であれば、報酬委員会の委員や人事部の責任者が参加

するが、経営方針や事業戦略を議論する場合には、CEO や COO 等のシニア・マネジメン
トが参加する。なお、インサイダー情報の授受を回避するために、議題が何であれ、法律
顧問（General Council）や法律に詳しい者が同席することが多いのも特徴と言える。

3. エンゲージメントの開始方法と実施時期

対話の開始方法も様々である。即ち、機関投資家から企業に対して、レターを送付、あ
るいは、電話を通じて対話の開始を求める場合もあれば、企業側から主要機関投資家に対
してコンタクトを取る場合もある。なお、機関投資家のなかには、対話を依頼しても企業
から一向に回答がない場合には、株主決議等、別の手段を検討する先もある。

また、エンゲージメントのタイミングも様々であるが、大別すれば、①定期的に実施す
る、②株主総会前に実施する、③特定のイベントが発生した場合に実施する、という3つ
のパターンがある。定期的な対話には、定常的に企業と議論を行うことに加えて、投資先
企業の業績公表を受け、その業績内容に関して議論する場合も含まれる。株主総会前に実
施されるのは、議決権行使に関する株主としての考え方を事前に企業に伝えることが目的
とされる。また、経営者の交代や製品事故等、投資先企業に重要なイベントが発生した場
合には、その都度、企業と対話の場を持つことも一般的である。

4. エンゲージメント対象先の選定方法

大手機関投資家の場合には、投資先企業数が数千社以上に上る場合もあるため、全ての
投資先企業に対してエンゲージメントを実施するには、相応の時間と経営資源を要するこ
とになる。機関投資家のなかには、全ての投資先企業に対してエンゲージメントを実施す
る方針を掲げる先もあるが、効率的なエンゲージメントを実施するために、対象企業の選
別に関して工夫を施す先もある。

エンゲージメント対象先の選別基準としては、自らの投資金額、投資先企業のパフォー
マンス、コーポレート・ガバナンス面での特徴等が主に利用されているとみられる。その
際、多くの投資家は、議決権行使助言会社が提供するリサーチ・サービスを利用して対象
先を絞り込んでいる。数千社の企業をリサーチするのは大手機関投資家でも負担が大きく、
議決権行使会社がこの機能を肩代わりしていると考えられる⁶。この意味でも、エンゲー
ジメント活動と議決権行使活動が一体として運営されているといえる。

5. 主要な論点

エンゲージメントの場では、投資先企業の財務成績や経営戦略に限らず、最近では、①
経営者報酬、②取締役会の構成、③環境・社会問題への対処等、コーポレート・ガバナ
ンスに係る諸問題が議論されている。投資先企業の財務パフォーマンスに止まらない幅広い

⁶ 但し、多くの機関投資家から、議決権行使会社の議決権行使に係る推奨（recommendation）サービスは利用し
ていない、との指摘が聞かれた。

論点が議論される背景としては、財務パフォーマンスに関しては主に運用部門が注視しているため、エンゲージメントの場では、それ以外の観点から投資先企業の経営を監視することが意識されているのではないかと推察される。

なお、経営者報酬は近年極めて注目されている論点の一つである。これは、ドッド・フランク法によって「Say-on-pay 制度⁷」が導入されたことをきっかけに、機関投資家の問題意識が高まり、経営者報酬が中長期の株主利益と整合的であるかどうか議論されるようになってきているためである。また、取締役会の構成に関しては、取締役選任に係る基準や独立取締役の数が主要な論点になっている。他方、環境・社会問題に関しては、投資先企業の業態や事業展開の特性に応じて、環境問題への取組みや途上国での就労環境等、幅広く議論されている。

IV. 日本への示唆

以上みてきた通り、エンゲージメントに関するスタンダードの存在しない米国では、各機関投資家が自らの運用方針や経営体制を踏まえ、運用部門とコーポレート・ガバナンス部門の役割分担も含めて、それぞれ独自のエンゲージメント活動を実践している。これに対して、英国や欧州大陸では、機関投資家のコーポレート・ガバナンス上の役割に関して統一したルールや原則を策定する姿勢が強いとされる。なお、日本版スチュワードシップ・コードは英国のスチュワードシップ・コードを参考にしながら策定されている。

この間、欧米機関投資家と比較すれば、本邦機関投資家の間では、中長期的な観点から投資先企業に働きかけるというアプローチは余り強調されずにきたように思われる。少なくとも、日本版スチュワードシップ・コードが策定された一つの背景には、こうした認識があったように見受けられる。今後、本邦機関投資家と投資先企業が建設的な対話を一層活発化させ、双方にとって望ましい関係を構築していくうえで、英国のみならず、米国機関投資家のエンゲージメントへの取組みも参考にしながら、自らの経営方針に合った体制を構築していくことが期待される。

⁷ 株主が経営者報酬に関して意見表明をする制度である。具体的には、経営者報酬に関する議案が株主総会に上程され、これに対して株主が賛否を投票する。但し、投票結果に法的拘束力はない。