

責任投資

～英国スチュワードシップ活動の実例から～

Short Review
2014年11月7日社会システム研究所
アナリスト
呂 潔

■ 2014年8月末時点で160の機関投資家が日本版スチュワードシップ・コード（以下、JSC）の受け入れを表明した¹。ほとんどの機関投資家がすでに自らのウェブサイトでスチュワードシップ活動（投資先企業へのエンゲージメント）の基本方針や議決権行使ガイドラインなどを公表しているが、具体的なスチュワードシップ活動の実施はこれからで、その実施状況についてのステートメント、またJSCに関する公表項目の見直し・更新は来年以降になると予想される。

そこで、責任ある機関投資家としてどのようにスチュワードシップ活動を行うべきか検討するにあたって、導入されてから4年経つ英国のスチュワードシップ・コード（以下、UKSC）の実施状況が参考になると思われる。本稿では、英国投資運用協会（以下、IMA）が5月に公表した機関投資家によるエンゲージメントのケーススタディ²（以下、IMAレポート）をもとに、UKSCの実施状況を紹介しながら、国内における責任投資に示唆を与えられる点を探ってみたい。

図表1はケーススタディとして取り上げられた企業の一覧である。対象企業はすべてロンドン証券取引所に上場しており、うち半数が英国FTSE100種総合株価指数の組み入れ銘柄である。企業の規模について、株式時価総額で見ると260億円～7.5兆円とバラツキがある。また、時価総額が大きいほど回答した機関投資家数もエンゲージメントを行った機関投資家数も多いことが見てとれるが、規模が小さい企業に対してもエンゲージメントを実施した機関投資家は少なくない。

図表1の企業について、企業概要をみると、資源、金融、運輸など一部のセクターに偏っている。資源セクターは元々環境問題・安全問題が多発しているセクターであり、金融や運輸セクターの場合は、近年一部の企業でスキャンダルが続出していた。いずれにしても、IMAは機関投資家の間で特に関心の高い企業を選んでエンゲージメントの実施状況をヒアリングしたと思われる。

¹ 金融庁「責任ある機関投資家の諸原則」の受け入れを表明した機関投資家のリストの公表（第2回）

² IMA「Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2013 : Detailed practical examples」。レポートは、IMAが指定した企業に対して、機関投資家が実施したエンゲージメント状況（実施しない場合はその理由の説明を含む）をまとめたものである。このアンケート調査では、UKSCに署名している274機関（2013年9月末時点）のうち、82のアセット・マネジャー、27のアセット・オーナーと5のサービスプロバイダーから回答を得たという。

図表1 ケーススタディの対象企業

No.	企業名	企業概要	FTSE100 種総合株 価指数	時価総額 (億円)※2	回答した 機関投資 家数	うち、エン ゲージメント を行った機 関投資家数
1	Afren	石油・ガス探鉱、生産会社		2,089	14	6
2	AngloAmerican	鉱業・資源会社	○	32,647	23	13
3	Barclays	金融サービス会社	○	64,513	40	31
4	Bumi ※1	火力発電用石炭の生産会社		263	10	6
5	Carnival	クルーズ船を所有、運営会社	○	30,715	22	12
6	First Group	旅客輸送グループ		2,357	12	11
7	Glencore Xstrata	鉱山開発及び商品取引を行う会社	○	74,392	36	27
8	Lonmin	鉱業資源グループ		1,654	13	8
9	Redrow	住宅建築会社		1,701	9	5
10	RSA insurance Group	保険会社	○	8,064	21	11

※1： 2013年12月17日にAsia Resource Mineral plcへ社名変更

※2： 2014年9月末時点（1ポンド=170円で換算）

出所：IMA, Bloomberg よりNFI作成

図表2は、エンゲージメントテーマ、エンゲージメント参加者、エンゲージメント効果、共同エンゲージメントの4つの側面からまとめたものである。

<エンゲージメントテーマ>

ここでは、機関投資家のコメントをもとに共通テーマと個別テーマに分類した。図表2で示したように、報酬、事業戦略、ガバナンスが今回の共通テーマである。企業の持続可能な経営のための事業戦略への理解、企業を指揮し統制する取締役会のガバナンス強化の要望は、投資期間が長い機関投資家にとって極めて重要であり、エンゲージメントにとって欠かせないテーマと言える。一方、報酬問題については、英国特有の事情があったと思われる。金融危機直後、金融機関の過度なリスクテイクを助長する報酬体系の是正のため、英国では大手金融機関に対して報酬規制を導入した。しかし、収益の回復もあり、金融機関の経営陣は依然高額な報酬を受け取っていた。その1社であるBarclaysでは、2012年夏に発覚したLIBOR不正操作問題で当局の捜査、株主による集団訴訟を受ける中で、新任CEOに給与、ボーナスなど合わせ年間最高で860万ポンド（約11億円）の報酬パッケージが提示されていた。退任した前CEOに比べて31%減額されたとはいえ、他業界に比べて極めて高い水準である。Barclaysに対してエンゲージメントを行った31社のうち、19社が報酬問題を取り上げ、経営陣報酬の見直しを含むコスト改革を要求した。2013年も引き続き、経営層やシニアマネジメント層の高額報酬が機関投資家の間で最も懸念されたテーマである。

図表2 エンゲージメントの実施状況

項目	No.		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
	企業名		Afren	Anglo American	Barclays	Bumi ※	Carnival	First Group	Glencore Xstrata	Lonmin	Redrow	RSA insurance Group	
エンゲージメントテーマ	共通	①報酬	○		○		○	○	○	○			
		②事業戦略	○	○	○		○	○	○	○		○	
		③ガバナンス	○		○	○	○	○	○	○			
	個別	次世代リーダー育成計画		リーダーシップ	カルチャー変化	事業めぐる騒動	安全問題	ライツ・イシュー費用問題	合併	ストライキ	買収案	監査法人変更問題	
環境・社会問題			環境・社会問題	LIBOR不正操作問題			会長選任	健康・安全問題	業績		配当政策		
			健康・安全問題	意思決定のプロセス				環境リスク管理	ライツ・イシュー		業績		
エンゲージメント参加者	会社側 (ミーティング等の回数)	取締役会議長	2	13	34	3	8	8	20	5	6	15	
		筆頭独立取締役			7	8	1	4	13	2	2	1	
		報酬委員会議長	6	1	32						3		6
		監査委員会議長			1								7
		非業務執行取締役		1	5	3						12	
		業務執行取締役	2	12	65	8	13	8	50	3	8	16	
		経営幹部	5		23	1	2	3	14	5			
		会社秘書役	1	1	46		2	4	7	7	2	2	
	IR担当者	1	10	74	4	17		32	1			2	
	機関投資家側 (ミーティング等の回数)	ポートフォリオマネジャー/アナリスト	5	26	140	6	21	11	41	2	8	16	
専門部署(担当者)		9	7	77	18	6	8	51	17	12	21		
エンゲージメント効果	回答した機関投資家数	両方	1	4	41		4	15	31	7	7	7	
		成功		2	7		3	1	1	8	1	2	
		部分的に成功	4	7	20	4	6	6	16		4	6	
		あまり成果が得られていない	2	2	2	2	1	2	5			2	
共同エンゲージメント	実施した機関投資家数	失敗					2	1	2				
		成功	1	3	18	1	3	2	12	3	3	7	
		実施方法											
		おおよび回数											
実施方法	合同会議		1	13		1	2	11	2	2	6		
	議決権の協約			2	1	1		1					
	その他	1	1	6		1			1	1	2		

※1: 2013年12月17日に Asia Resource Mineral plc へ社名変更

出所: IMA より NFI 作成

個別テーマでは、企業の事業内容やリスクなどに関連しているものが多く見受けられる。上述したように、資源開発を行っている企業では、環境問題・安全問題が多く取り上げられた。プラチナ生産の大手会社 Lonmin の例を挙げると、同社が保有する南アフリカのマリカナ鉱山で 2012 年に労使紛争が起き、ストライキに参加した鉱山労働者が警察と衝突し、その後 44 名が死亡したと報道された。この労使紛争について、多くの機関投資家が懸念を示し、企業側の対応及び経営陣の報酬の見直しにも言及した。ある機関投資家は、「マリカナ事件について会社側の見解と責任を理解しようとしているが、会社側のコメントにまだ納得していない。(中略) 会社側が労働組合の抗議内容に耳を傾け、労使関係の構造をもう一度検討し、労働者の居住環境の改善を図ることを期待したい」と述べており、解決策の提示を会社側に促している。

鉱山開発の企業以外に、運輸セクターの Carnival でも安全問題が取り上げられた。2012 年にイタリア沖でのクルーズ船座礁転覆事故、2013 年にメキシコ湾を走行中の客船が火災のため一時航行不能と

なるなど、同社が運営する船舶の事故が相次いだ。機関投資家は、事故発生の経緯、事故多発の原因について会社側に説明を求めたほか、オペレーショナルリスクの管理、安全性確保といった事業戦略、また一連の事故によるネガティブイメージの払拭など会社側の今後の対策に大きな関心を寄せていた。

企業が直面している課題やリスクが様々であるため、機関投資家のエンゲージメントにおいては、対話を通じて企業への理解を深めたり、場合によっては反対意見を表明したり、個別の対応が必要とされている。

<エンゲージメント参加者>

次に、エンゲージメントの参加者の構成を見てみよう。図表2にエンゲージメントを受ける会社側、エンゲージメントを実施する機関投資家側それぞれの担当者（もしくは担当部署）およびミーティング等の実施回数を示している³。まず、機関投資家側では、ポートフォリオマネジャー／アナリスト、エンゲージメントの専門部署（担当者）が単独もしくは共同で行っている。実施回数から見ると、共同で行うより単独で実施した回数が圧倒的に多い。コスト面から考えれば、単独で行う方が負担が大きいはずだが、テーマに沿って真摯に企業側と対話を行う姿勢が読み取れる。

一方、会社側では、取締役会、特にトップである chairman（取締役会議長）にコンタクトしている回数が多いと言える。業務に関わる CEO、経営幹部、company secretary（会社秘書役）⁴、IR 担当者もエンゲージメントの対象であるが、取締役会は株主の問題意識や関心事を認識して責任を負う立場にあるので、なるべく取締役会のメンバーと話し合うことが重要と考える様子が窺える。また、報酬問題が突出している Barclays では報酬委員会議長、監査法人変更問題を取り上げられた RSA では監査委員会議長など、テーマによってエンゲージメントの相手も変わる。

<エンゲージメント効果>

エンゲージメント効果について、「成功」「部分的に成功」の回答が全体的に多いが、企業ごとに見ると、同じ企業に対するエンゲージメントでも、その実施結果に対する評価が分かれる。例えば、First Group では、「成功」と回答した機関投資家、「失敗」と回答した機関投資家が1社ずつある。「成功」と回答した機関投資家は、非業務執行取締役2名が新たに選任されたことと、27年間に亘り君臨した chairman が辞任の意を表明したことを成功の理由として挙げた。一方、「失敗」と回答した機関投資家は、ライツ・イシューの議案に反対意見を表明したが、議案が承認されたために失敗とコメントした。Glencore Xstrata のケースにおいて、「失敗」と回答した機関投資家が2社ある。1社は企業側にミーティングを要求したが、アレンジしてもらえなかった点、もう1社はエンゲージメントを行ったが、役員候補の選任に変化が見られなかった点と説明した。一方、「成功」と回答した機関投資家は、合併問題、取締役会の独立性そして報酬問題についての懸念を指摘したことで目標を達成したと回答した。

³ 会社側の応対回数と機関投資家側の実施回数が一致しないケースがある。

⁴ 英国の会社法により定められている法定の役職であり、会社に関する法的手続きを行うほか、コンプライアンスの責任も負う。

「成功」「部分的に成功」などの評価はあくまで機関投資家の主観的な判断に委ねられるので、統一的な基準はないと思われる。但し、エンゲージメントの実施結果を評価するにあたって、事前に達成目標や達成するまでに必要な時間を設定するなどにより明確に判断できると考えられる。

<共同エンゲージメント>

JSCには採用されていないが、UKSCは共同エンゲージメントの実施を推奨し、実施方針の開示を求めている。今回取り上げられた企業に対する共同エンゲージメントの事例も多かった。実施の方法は多種多様である。合同会議(joint meeting)、議決権行使の協約(collective agreement to vote)以外に、企業への共同レターの送付、IMAやNAPF(英国年金協会)など業界団体の会合でのディスカッションなども挙げられている。同一の企業に対するエンゲージメントの実施回数が多いことから、複数の機関投資家による共同エンゲージメントが行われたのではないかと考えられる。また、実施した機関投資家のほとんどが共同エンゲージメントは有効と回答している。

勿論、すべての機関投資家がエンゲージメントを行ったわけではない。図表1からわかるように、IMAの調査に回答した機関投資家でも実施しなかったケースがある。エンゲージメントを行わなかった理由として、保有比率の低さ、パッシブ運用、外部委託などが多く挙げられている一方、以前行ったエンゲージメントで改善効果が見られたため、今回は実施しなかったといった回答もある。機関投資家が自身の状況に応じてエンゲージメントの優先順位をつけた結果と思われる。

英国のケースはすべてJSCに当てはまるとは限らないが、IMAレポートでエンゲージメントのアウトラインがある程度示されているので、テーマの選定や優先順位付け、専門部署のサポート、取締役会へのコンタクトなど、国内の機関投資家が参考にできる点が多いと考えている。とりわけ共同エンゲージメントについては、英国の事例から、様々な方法があることが分かる。フォーラムで議論を交わすことを含め、エンゲージメントのあり方を共同で検討してみてもどうだろう。また、来年以降、JSCにおいても実施状況についてのステートメント開示が必要となる。国内でもこういったサーベイがあれば、国内機関投資家にとって開示内容や方法などについて参考になるであろう。(END)