

米国のシェアホルダー・エンゲージメント

Research Report
2016年7月社会システム研究所
副所長
寺山 恵

要 約

本レポートは、2015年11月に米国の機関投資家（運用機関、アセットオーナー）に対して行ったヒアリング調査のうち、シェアホルダー・エンゲージメントに関する調査結果をまとめたものである。このヒアリング調査は、2014年、2015年に実施した欧州の機関投資家に対する調査（寺山・杉浦, 2014; 寺山・杉浦, 2016）に続き、米国の機関投資家のESGインテグレーション及びシェアホルダー・エンゲージメントに関する調査として実施された。

米国では、金融危機の後成立したドッド＝フランク金融改革法によるガバナンス改革が機関投資家のエンゲージメントを積極化させた。大手公的年金基金、ESG運用機関、メインストリーム運用機関（アクティブ）によってエンゲージメントに対する考え方や方法論はそれぞれ異なるが、いずれも投資プロセスの一部として議決権行使やエンゲージメントを行うことがわかった。Say on Payは役員報酬についての議決だが、経営陣の信任投票にもなっている。また、投資家は、株主による取締役候補の指名であるプロキシ・アクセスを求めている。株主提案にはプロキシ・アクセスが含まれるようになり、大手公的年金基金が提案し、多くの企業で過半数を獲得した。また、アクティビストによるプロキシ・コンテストにおいても機関投資家の動向が鍵となることから、アクティビスト、会社側双方ともエンゲージメントにより機関投資家の説得を試みる。このように、米国では最近シェアホルダー・エンゲージメントが盛んになっている。日本においてもSay on Payやプロキシ・アクセスのようなアジェンダがあると、機関投資家が積極的にエンゲージメントに取り組むようになると思われる。

目次

1. はじめに
2. 米国のコーポレートガバナンス改革
3. 投資家別エンゲージメントの概要
 - 3.1 大手公的年金基金のエンゲージメント
 - 3.2 ESG特化型運用機関のエンゲージメント
 - 3.3 メインストリーム運用機関（アクティブ）のエンゲージメント
4. Say on Pay（セイ・オン・ペイ）
5. 株主提案
6. プロキシ・アクセス
7. プロキシ・コンテスト（委任状争奪戦）
8. 結論

1. はじめに

2014年、2015年と行った欧州機関投資家のヒアリング調査¹の際に、米国ではあまりエンゲージメントは行われていないとの指摘が度々あった。また、欧州の企業では、投資家は頻繁に取締役会議長や、筆頭独立取締役と面談を行うことができるが、米国では独立取締役に会うことはほとんどないとも聞いた。また、ある英国の運用機関は、「米国では投資家は株主提案を行う。一方、英国では株主提案の代わりにエンゲージメントを行うのだ。」と、説明してくれた。実際、米国には英国のようなコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードは策定されていない。

日本では、しばしば「欧米」として欧州と米国を一纏めに考えがちである。米国のエンゲージメントの実際や、欧州との違いは意外に知られていない。そこで、米国におけるシェアホルダー・エンゲージメントと、日本企業へのインプリケーションを調べるため、図表1に示す米国の年金基金、運用機関についてヒアリング調査を実施した。本稿はその報告である。

図表1 ヒアリング調査対象機関

1. 運用機関
(1) ジャッジメンタル運用
①メインストリーム運用機関
Eaton Vance (3,151 ^b)、Neuberger Berman (2,430 ^b)、MFS (4,276 ^a)
②ESG特化型運用機関
Boston Common (21 ^d)、Pax World (36 ^c)
(2) クオンツ運用
①クオンツ運用機関
Acadian (690 ^b)、Quotient Investors (5 ^d)
2. アセットオーナー
CalPERS (2,899 ^b)、CalSTRS (1,888 ^a)

注：括弧内は運用資産額（億ドル）

(a：2016年4月末、b：2016年3月末、c：2015年12月末、d：2014年12月末)

(出所) 各社HP公開資料及びRI Transparency Report 2014/2015

2. 米国のコーポレートガバナンス改革

米国のコーポレートガバナンスの支配的な考え方は、シェアホルダー・モデルに基づき「株主価値最大化」を経営者に求めるというものだ。しかし、株主と経営者の間に生じるエージェンシー問題の克服については悲観的な見方が多い。自己愛の強い経営者を「株主価値最大化」から逸れないようにするの

¹ 寺山、杉浦（2014）海外投資家のエンゲージメント～欧州機関投資家のヒアリング調査より

寺山、杉浦（2015）日本のコーポレートガバナンスとスチュワードシップ活動に関する英国からの示唆

は難しいと考えられているからだ。だが、さすがに金融危機はガバナンス強化の契機となった。大恐慌以来の金融規制改革となったドッド=フランク金融改革法²が成立し、機関投資家によるシェアホルダー・モニタリング強化の一環として、Say on Pay 議決が導入され、取締役選任に関しても投資家の関与が強化された。このガバナンス改革により、機関投資家と投資先企業は、前にも増して頻繁に対話をする必要に迫られている。そのため、米国では、少数株主としての機関投資家によるシェアホルダー・エンゲージメントが、近年急速に盛んになっている。以下、エンゲージメントについて、大手公的年金基金、ESG 特化型運用機関、メインストリーム³運用機関（アクティブ）それぞれ投資家別にみたあと、エンゲージメントの動機付けとなっている Say on Pay、株主提案、プロキシ・アクセス、プロキシ・コンテスト（委任状争奪戦）を取り上げる。

3. 投資家別エンゲージメントの概要

3.1 大手公的年金基金のエンゲージメント

今回ヒアリングした CalPERS と CalSTRS は、運用資産残高において全米第 1、2 位の公的年金基金である。両基金とも、株式投資ではパッシブ運用やそれに近い戦略は自家運用で行い、アクティブ戦略では委託運用も行っている。議決権行使やエンゲージメントは、受益者の利益を護るために行う。そのため、委託運用の銘柄も含めた全保有銘柄を対象に、年金基金が株主として議決権行使やエンゲージメントを行う。但し、こういった対応は、大手基金に限られている。多くの規模が小さい基金にとっては、全銘柄の議決権行使やエンゲージメントを行うだけの人的リソースがないため、委託運用機関に議決権行使やエンゲージメントも任せているところが多い。実際、運用機関側も年金基金自らが議決権行使やエンゲージメントを行うケースは顧客のなかでもそう多くないと言っている。

大手の公的年金基金は、議決権行使においてはプロキシ・アドバイザーを利用しながら、最終的な行使の判断は自らが行う。議決権行使に関する方針、自らのコーポレートガバナンス原則を持ち、その方針の下、原則に従って議決権行使を行う。情報開示は徹底しており、行使結果の開示はもとより、事前開示を行うところもある。

議決権行使は保有銘柄の総ての議案に行使することを目指しているが、エンゲージメントは、優先度をつけて絞り込んで行う。前述の議決権行使に関わるものの他、ESG の課題など懸案がある場合に行う。エンゲージメントは一度話をしたら終わりというものではなく、まずは投資先企業との関係構築を目指す。米国の年金基金の資産配分では株式比率は高い。また、長期的な投資家だという。「我々は、しばらくはここにいる（株式を保有し続けるという意味）。時間はある。」（CalSTRS の Rice 氏）。

また、PRI(国連責任投資原則)や環境 NPO である Ceres、コーポレートガバナンスの投資家団体である ICGN、などの NPO を通じた共同エンゲージメントにも積極的に参加する。エンゲージメント先は個別

² 正式には Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub.L. 111-203, H.R. 4173)、2010 年 7 月に成立した連邦法律

³ ESG に特化した運用機関に対して一般の運用機関のことを指す

企業に留まらない。規制当局や議会向けロビー活動まで含まれる。また、こういった共同エンゲージメントのプロジェクトでは、公的年金基金自らイニシアティブを取ることも多い。

個別ミーティングでのエンゲージメントが不調に終わった場合のエスカレーションとして、CEO 宛てのレターの出状、議決権行使において取締役選任への反対票を投じる、さらに株主提案を行う年金基金もある。

3.2 ESG 特化型運用機関のエンゲージメント

ESG 運用機関が提供する運用商品（サステナビリティ株式戦略）であっても、業種や銘柄の投資アイデア自体は ESG ではない。投資チームはファンダメンタル分析から投資アイデアを得ると、ESG アナリストに ESG デューデリジェンスを依頼する。ESG アナリストは、ESG リサーチ会社のスコアなども参考に、業種や当該銘柄固有の ESG リスクと投資機会をチェックし、ポートフォリオへの組み入れの可否を決める。可否ラインは、平均以上だという。したがって、ポートフォリオには ESG の課題に対する対応のレベルが平均以上の銘柄で構成されている。言い換えれば ESG においてベストな銘柄で構成されているわけではない。ESG 特化型運用機関のスペシャリティは、銘柄を保有した後にある。つまり、議決権行使やエンゲージメントを通じて、投資先企業の ESG の課題に対する対応に磨きをかけることが、投資プロセスにおける ESG アプローチの主要部分となる。

議決権行使は、ESG 特化型運用機関にとって投資先企業への意思表示の機会であり、経営陣の承認以上に積極的な意思表示の手段と考えている。議決権行使ガイドラインは、ESG に関するものも含まれ、ESG に関するガイドラインに沿わない企業行動がある場合、それに対する意思表示として、取締役選任への反対票も躊躇しない。たとえば、日本企業の取締役選任議案では、ガバナンスのガイドラインとして取締役会の独立（過半数が独立取締役）を求めていることから、ほぼ全銘柄で取締役選任に反対票を投じることになるという（Pax World Management）。

また、ESG 特化型運用機関は、投資先企業に対して活発にエンゲージメントを行う。その年にフォーカスするエンゲージメントの共通テーマを幾つか設定し、対象となる投資先企業へアプローチをする。例えば、「取締役会のダイバーシティ」をテーマに掲げた ESG 運用機関では、女性取締役がゼロの企業すべてにエンゲージメントを行い、取締役選任にも反対し、幾つかのケースでは株主提案も行ったという。また、気候変動では温暖化ガス削減の目標値を設定するように求めた。環境や社会のテーマでは業種が限定される場合も多いため、対象企業は限定されることもある。水資源問題では、食品・飲料品メーカーとシェールガス採掘を行っている天然ガス会社の 2 社に対してエンゲージメントを行ったという。

エンゲージメントは様々な手段で行われる。投資先企業と 1 対 1 のミーティングも行うが、共同イニシアティブを主導し、共同エンゲージメントも行う。したがって、公的年金基金と名を連ねていることも多い。エンゲージメントの年間のカバレッジは 100 社くらいだが、対象先の業界や企業には、数年に亘り関わり続けるため、主要な企業のマネジメントとは長年の関係が構築できているという。業界からの信頼もエンゲージメントをしていく上では大切であると考えているようだ。

エンゲージメントの目的は、投資先企業に変革をもたらすことであるので、対話だけでは十分でないと思われたときは、エスカレーションを検討することもある。CEO にレターを出す、議決権行使による取締役選任での反対票、さらには件数的には絞り込むものの幾つかの株主提案も行う。

コラム① グローバル・エンゲージメント

エンゲージメントは、ホームバイアスが強い。各国のスチュワードシップ・コードも機関投資家に対して自国の資本市場への責務を求めている。とりわけ、最大の株式市場を持つ米国では、ESG 運用機関のほとんどが米国株式戦略を運用しており、通常、エンゲージメントといえれば対象は米国企業が前提である。そういう中であって、Boston Common Asset Management は、グローバル株式戦略の ESG 運用機関であり、グローバル企業へのエンゲージメントを設立時から実践してきた。バングラディッシュのラナプラザビル倒壊事故のときには、当社のイニシアティブによるブランド衣料品メーカーへのエンゲージメントは、「バングラディッシュにおける火災予防および建設物の安全に関する協定（アコード）」へ 190 社が調印するという成果を生んだ。当社エンゲージメント担当者は投資先企業の下請け縫製工場見学にも同行したという。

3.3 メインストリーム運用機関（アクティブ）のエンゲージメント

メインストリーム運用機関では、企業のファンダメンタル分析による銘柄選択を行うアクティブ運用において、ESG の観点を組み入れている。アクティブの投資チームにとって、投資先企業とのミーティングは投資プロセスの一部であり、エンゲージメントも投資チームによって行われる。ミーティングにおいては、多くの質問は、フリー・キャッシュフローの使い途であり、投下資本の最適配分であり、ビジネス戦略だが、同時に資本構成や少数株主の権利などコーポレートガバナンスに関することにも多くの時間を割くという。また、社内の ESG アナリストのサポートも受けながら、環境や社会に関するリスクについて投資先企業と議論することもあるという。したがって、アクティブの投資チームにとっては、ESG も投資判断に直結する。

アクティブの運用機関にとって議決権行使は、顧客から預かった資産のリターン最大化のための投資活動の一部と捉えている。したがって、一部の大手公的年金基金などを除いては、顧客が議決権行使を行うことはほとんどないという。運用機関は、それぞれ全社的な議決権行使ガイドラインを定めており、ISS やグラスルイスといったプロキシ・アドバイザーがそのガイドラインに沿った推奨を助言する。助言に基づいて、議決権行使委員会が全社的な行使方針を出し、それに基づいて議決権行使を行うが、運用戦略ごとの投資チームが議決権行使の最終的な権限を有している。投資チームは、全社的な議決権行使方針とは異なる投票を行う場合には、議決権行使委員会に諮る。投資チームにとって、その投資先企業が当ポートフォリオ上どこまで重要かという問題も議決権行使の判断に関わる。また、株主提案やヘッジファンド・アクティビストによるプロキシ・コンテスト（後述）では、むしろ提案者やアクティビスト、会社側の双方からエンゲージメントを受ける立場になる。

議決権行使以上に、エンゲージメントは投資チームの仕事である。投資チームは頻繁に投資先企業とコミュニケーションを図っているため、その中でエンゲージメントも行われる。エンゲージメントの内容は、ESGに関連する事項でも、企業のパフォーマンスに影響するテーマに限定される。アクティブの運用機関の投資チームにとっては、何らかの課題があり当初期待通りのパフォーマンスとなっていない投資先企業について、エンゲージメントにより企業に改善を求めていくか、あるいは売却し、別の投資機会を求めるかという選択肢がある。投資チームには顧客から預かった資産価値の最大化という唯一のミッションがあり、エンゲージメントが選択されるときもそのミッションとの合理性がなければならない。したがって、アクティブの運用機関の投資チームが、通常の投資先企業とのミーティングを超えて、エンゲージメントに深く関与するケースは稀であり、株主提案や共同イニシアティブなどにはほとんど参加しない。

4. Say on Pay (セイ・オン・ペイ)

Say on Pay (セイ・オン・ペイ) とは、投資家が企業の経営トップの報酬について総会で決議を行うことである。米国では、金融危機後のガバナンス強化の一環として 2010 年にドッド=フランク金融改革法で導入された。少なくとも 3 年ごとに株主総会において、CEO、CFO、他 3 人の企業経営幹部の報酬について、株主が参考議決を行うというもので、議決自体に拘束力はない。

2011 年の最初の Say On Pay 投票では、賛成率は全企業の平均は 90.0%と高いものとなった。一方、反対票が過半数となった、つまり参考議決で反対が可決されてしまった企業は 44 社で全体の 1.6%、S&P500 インデックス企業でヒューレット・パカード社を含む 8 社で 1.9%であった。このようにわずかではあるが、フェイル企業が出た。以降、2012 年ではシティコープ社を含む 52 社が、2013 年も 53 社が、Say on Pay 議決をフェイルしている⁴。

拘束力はない参考議決とはいえ、株主が公に役員報酬に反対するという点で、実際には Say on Pay 議決の影響力は大きい。低迷する株価と高額な役員報酬の組み合わせが、投資家を反対票に走らせるようだ。Say on Pay における支持率の低さは、役員報酬制度自体に反対するというより、むしろ低迷する株価、あるいは長期的な投資リターンへの投資家の不満を表している。2011 年に否決された企業の 25%で CEO の交代が起きたが、これはこの年の S&P500 の平均値である CEO 交代率 9%より相当高いものとなっている。また、幾つかのフェイル企業では、取締役会の議長や筆頭独立取締役を新しく指名した企業もあった。

交代しなかった CEO も、Say on Pay 否決は深刻な株主からの不承認と受け止め、次回の議決において投資家からの承認の獲得を目指す。ハウスメーカーであるビーザー・ホームズ (BZH) は、2011 年の Say on Pay で賛成票が過半数に達せず、否決されたことを受けて、新しく報酬コンサルタントを雇い、役員報酬の方針を明確にし、報酬制度をよりパフォーマンス連動にした他、開示を充実させることによって、2012 年の Say on Pay 議決では 95%の賛成率を得た。2012 年の Say on Pay では、企業

⁴ US SIF(2014).US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014, p84

側から投資家に積極的に報酬制度についての説明に回り、理解を求めたという⁵。

今回のヒアリングでは、どの投資家も、経営陣の報酬が、中長期的な株価連動であることが望ましいと考えていた。一般的には、米国の CEO の高額報酬が取り上げられることが多いが、高額であること自体は悪くないと考えているようだ。それだけの業績があり、株主も同様にリターンを享受できていればよい。逆に高額報酬は、インセンティブでもあり、成功の証でもある。問題は、業績が芳しくないのにも関わらず、経営陣が好業績時代同様の高額な報酬を受け取るケースや、業績と連動しないところで高額な報酬が約束されているケースである。Say on Pay で反対した場合は、報酬委員会の議長を務める取締役の選任にも反対するという。

このように、米国においては Say on Pay が、今までは経営陣の聖域だった報酬について、投資家が意思表示をする機会を得たことから、株主総会のハイライトの 1 つとなった。CEO は、Say on Pay で高い賛成率を自らの投資家の支持率と感じているようだ。一方、投資家側にとっても、Say on Pay は単純に報酬設計の是非だけでなく、結局のところ業績への不満の表明となっている。Say on Pay 議決を控えている年には、経営陣は報酬設計を見直し、積極的に投資家に会い、事前に支持を取り付けている。とりわけ、前回の支持率が低かった場合は、企業側から主要な機関投資家にアプローチしてくるという。その結果、米国でも企業と機関投資家が、総会や議決権行使とは別に会って話し合いをするエンゲージメントが自然と増えてきたようだ。

さらに、2018 年から、報酬格差 (Pay Gap) の開示が義務付けられる。企業は、Say on Pay にあたって、投資家に対して全従業員の給与の中央値 (A) と CEO の報酬 (B) そして、(A) と (B) の割合を公表しなければならない。この報酬格差の情報も、投資家の Say on Pay に反映することになる。どのような数字が望ましいのかは、個社別のケースで違いもありそうだが、企業の業績は誰の貢献によるものか、といった議論がなされる必要もありそうだ。投資家側もこういった企業の役員報酬について、議決権行使の方針と何をベストプラクティスとするのか、といった自らのポリシーを設定し準備しておく必要がある。

5. 株主提案

欧州の投資家からは、米国の投資家は株主提案を頻繁に行うため、あまりエンゲージメントは行われていないと思われるようだ。確かに米国では株主提案は、提案のときまでに 1 年以上、2,000 ドル以上または 1%以上の株式保有があれば誰でも株主提案を行うことができる。実際に、個人投資家からも株主提案が多くなされている。

株主提案を行うためには 500 字以内の提案議案書を作成し、いくらかのリーガルコストを負担すれば良い。会社が作成する株主総会の招集通知に株主提案議案として掲載され、提案者が総会に出席すれば議決は行われる。但し、会社側は証券取引委員会 (以下、SEC) に申し立て、No Action Letter (NAL) を出してもらうことにより、株主提案の招集通知への掲載を拒否できる。また、議決に至っても、参考

⁵ Emily Chasan(2012) 'Say on Pay' Changes Ways. *Wall Street Journal*

議決であり拘束力はないので、会社側は従う義務はない。

したがって、招集通知に掲載されるためには、NALの対象にならない分野の提案でなければならない。SECはどういった内容の場合にNALを出すかを公表しているが、その中に「通常の業務に関すること」が含まれる。今までは、役員報酬や取締役選任もこの「通常の業務」とされ、株主からは提案できない事項であった。ESGに関する株主提案であれば、NALの対象にならない可能性は高い。したがって、株主提案はESGに関連することが多くなされている。

図表2 ESG関連株主提案の内訳（2015）

提案内容	件数
環境	117
政治活動	113
人権や労働問題	65
サステナビリティ	52
ダイバーシティ	39
自然保護	22
動物愛護	9
その他	17
合計	434

（出所）Proxy Preview 2015 (<http://www.proxypreview.org/>)

株主提案議決は、「通常の業務」ではない事項で、拘束力のない参考議決であるが、株主の意思表示という意味で、会社側は株主提案議決の結果を重く受け止めると言われている。実際には過半数を獲得する株主提案議案はあまり多くないが、賛成率が30%を超えた株主提案については、実際には多くの会社は何らかの対応を取るといわれてきた。したがって、多くの少数株主の賛成が得られるような株主提案はたとえ1個人の提案であっても、会社側の対応を引き出す可能性がある。この意味で、株主提案は、個人や小規模の株主でも取り組むことのできる、広義のエンゲージメントのアプローチの1つとみることができる。

今回のヒアリングでは、機関投資家は株主提案をどう捉えているかを聞いた。個人であれば、提案書作成に心血を注ぎ込むこともできるが、機関投資家にとっては機会コストを勘案する必要がある。ESG特化型運用機関でも、株主提案の手間を考え、年間株主提案数は10社程度という。公的年金基金では、CalSTRSは株主提案も辞さないといっており、実際に株主提案を行うこともあるというが、一方、CalPERSは、株主提案の専門技能は持ち合わせていないとして、自らは提案しないといっている。メインストリームの運用機関（アクティブ）も、自ら株主提案は行わない。株主提案は、顧客の資産を運用

する運用機関の業務領域ではないと考えているからだ。

しかし、株主提案議案への議決権行使は、少数株主である機関投資家の意思表示の機会となる。会社提案議案同様に、機関投資家は株主提案議案への賛否にも、経営陣に対してメッセージを送る機会として捉えている。実際に、企業側も機関投資家がどう投票するかに関心がある。そのため、株主提案は、きっかけこそ株主提案者が作るものの、機関投資家の投票動向が影響力を持つ。

2014年度の株主提案議案の提出数は443件、そのうちSECのNAL対象が46件、議案の取り下げが180件、議決が実際に総会で行われたのは217件であった。このことから、相当数の株主提案が取り下げになっていることがわかる。議決の前に、企業側が対応を約束した場合などは、株主提案を取り下げることがある。企業側としては、株主提案が圧倒的な支持を集めた場合、株主の声を無視することはできない。そうなるとうわっている場合は、予めエンゲージメントにより株主の声を聞き入れるケースが相当あるようである。

このように、株主提案を巡って投資家と会社側のエンゲージメントが行われ、企業側が対応を約束する形で、株主提案が取り下げられていると考えられる。このように、株主提案の取り下げは、エンゲージメントの成功例であるとする考え方もある。いずれにせよ、株主提案を巡って、投資家と企業の間で活発な対話が繰り広げられているようである。

6. プロキシ・アクセス

プロキシ・アクセスとは、一定の条件を満たす株主が、自らが推す取締役候補を立てることができ、それを会社が用意する株主総会招集通知（プロキシ・マテリアル）に記載できるというものだ。アクティビストなどが取締役を送り込むために行うプロキシ・コンテスト（委任状争奪戦）では、自ら取締役候補を記載した招集通知を作成して株主に送付しなければならないが、それに比べるとプロキシ・アクセスでは、投資家は株主提案のよコストで取締役候補を立てることができる。

ドッド=フランク金融改革法の目玉として、SECにプロキシ・アクセスの規制化の権限が与えられたが、実際には財界の抵抗もあり規制には至らなかった。しかし、投資家はプロキシ・アクセスを求める株主提案を行うようになり、SECはこの株主提案については会社が拒否することを認めるNALを出さなくなったため、多くの企業でプロキシ・アクセスを求める株主提案議決が行われることとなった。

コラム②：ニューヨーク市年金ファンドの取り組み

2014年11月にNY市の5つの公務員年金基金の集合体であるNYCファンド(運用残高US\$163 billion)は、2014年11月にプロキシ・アクセスを求める“the Boardroom Accountability Project”をスタートさせた。取締役会のダイバーシティが不足している、Say on Pay 賛成率が低い、炭素負荷が高いといった企業75社に対して一斉に、プロキシ・アクセスを求める株主提案を行ったのである。その結果、7社は定款変更に同意したため株主提案を取り下げた。66社は総会決議となり、平均56%の賛成を得、2/3が過半数を獲得した。この結果を受けて、2015年ま

でに 25 社が、プロキシ・アクセスを認める定款変更をおこなった。SEC は、NYC ファンドのプロジェクトは対象 75 社の株主価値を平均的に 0.5% 上昇させたとしている。この NYC ファンドのプロジェクトには CalPERS や CalSTRS など多数の公務員年金基金が協働した。

また、取締役の多数決による選任 (Majority Vote)、取締役の毎年選任 (Board Declassification) など、取締役選任に株主の関与を強める項目も多く株主提案で取り上げられている。これら一連の動きは、株主の意向を受けた取締役が、株主に成り代わって経営陣を監督するという本来のコーポレートガバナンスに、現実の取締役会、つまり実際には取締役は経営者が選んでいる取締役会を、近づけようというものだ。ドッド=フランク金融改革法以前は、取締役候補は指名委員会で決まり、取締役選任も複数投票による選任⁶ (Plural Vote) であれば、株主が、とりわけ少数株主が口を出せる余地はほとんどなかった。プロキシ・アクセスは、少数株主が取締役候補を立てられるという意味で、企業の所有者である株主が任命する取締役が、株主に成り代わって経営陣を監督するというコーポレートガバナンスのあるべき姿に一步近づけることになる。

2016 年 2 月現在で、S&P500 企業のうちプロキシ・アクセスを定款に書き加えた企業は 150 社に及ぶが、実際に株主が立てた取締役候補が招集通知に掲載されたケースはまだない。当面はプロキシ・アクセス導入が投資家から株主提案やエンゲージメントを通じて要請される動きが続くと考えられるが、いずれ、パフォーマンスが振るわない企業で、プロキシ・アクセスを利用して長期的な投資家が取締役会への変革を要請するという状況が予想されている。

7. プロキシ・コンテスト (委任状争奪戦)

プロキシ・コンテストは、いわゆる委任状争奪戦のことを指し、ヘッジファンド・アクティビストなどが自ら提案した議案を、総会での可決を目指して会社側にチャレンジするものだ。株主提案は、会社が用意する招集通知 (プロキシ・マテリアル) に掲載されるため、自ら株主に通知を送らなくても済む。一方、プロキシ・コンテストは、チャレンジするアクティビスト側が招集通知を株主に対して発送し、支持してもらうよう働きかける必要があり、株主提案よりは、はるかにコストがかかる。しかし、ヘッジファンド・アクティビストにとってみれば、経営権を握るために過半数の株式を TOB などで買い集めることからすれば、プロキシ・コンテスト戦略は、数パーセントの株式保有で、うまくすれば自らが選んだ取締役を送り込み、企業経営に影響を及ぼすことができる。

2015 年に米国企業に対して 350 件 (S&P500 インデックス企業では 65 件) のアクティビストからの働きかけがあり、その約半分は取締役の選任に関わるものであった。実際には、大半のアクティビストからの要求は、会社側との話し合いで合意に達しており、実際にプロキシ・コンテストが行われ、投票となったケースは 23 件であった。話し合いにせよ、投票にせよ、平均 1.2 人のアクティビストが推

⁶ 定員に対して得票数の多い候補から当選していく方式。賛成 1 票でも選任され得る。

⁷ Bloomberg BRIEF, Sustainable Finance, Thursday, Feb.11,2016

した取締役が選任され、1人以上の新規取締役の選任をアクティビストの主張が通ったと見做した場合、アクティビストの勝率は48%であったという。

プロキシ・コンテストにおいても、アクティビストは少数株主である機関投資家の支持をいかに集めるかがポイントとなる。アクティビストも会社側も機関投資家にエンゲージメントを行い、説得しようとする。機関投資家にとっては、自らプロキシ・コンテストを行うことにはしないが、アクティビストの仕掛けるプロキシ・コンテストは投資先企業の経営に対して意思表示をする機会となる。経営陣を信任するか、またはアクティビストがあげる取締役を送り込むことに賛成するか、今回ヒアリングした何れの前でも、是々非々で個別のケースごとに、両者のエンゲージメントを受けて、またプロキシ・アドバイザーの意見も聞きながら意思決定をすると応えた。

アクティビストのターゲットとなる企業は、業績が振るわないケースや株価が低迷しているケースと言われる。そのため、アクティビストの主張は説得力を持つ場合が多いであろう。一方、ジャッジメンタルなアクティブの運用機関にとっては銘柄選択の結果、保有している企業なので、そもそも企業経営陣への信頼がなければ購入していないであろう。そのことから、少なくともポートフォリオに組み入れた時点では、当該銘柄の経営陣に不満はなかったはずである。また、アクティビストのいうように取締役を送り込みテコ入れに乗り出す他に、アクティブの運用機関としては当該銘柄を売却し、他の投資機会を求めるといった選択肢もある。まさに、個別ケースごとの判断が必要というのは、こういった事情があるためであろう。運用機関のプロキシ委員会も協力するが、最終的な判断は投資チームにあるという。

一方、公的年金基金は、インハウスでパッシブ運用を手掛けることもあり、パッシブ運用機関と似た立ち位置にあるかもしれない。その意味で、まずは売却という選択肢はあまり考えていないようだ。CalSTRSは、アクティビストと協働することで知られ、自らアクティビストを委託運用機関として採用している。

最後に、パッシブの運用機関は今回のヒアリング調査には含まれていなかったため、彼らのプロキシ・コンテストへの考え方を聞くことは叶わなかったが、パッシブの運用機関は保有株式数が大きいいためキャスティングボードを握るケースもでてくる。2015年最大のプロキシ・コンテストとなったデュポンの取締役選任では、ISSやCalSTRSがアクティビストに賛成したことによるアクティビスト優勢の予想に対して、パッシブの運用機関であるブラックロック、バンガード、ステートストリートが会社側を支持した結果、僅差で会社側が勝利した。

このように、アクティビストが取締役を送り込むためには、機関投資家が支持するかどうか鍵となる。コーポレートガバナンスの教科書的には、取締役会で株主が取締役を任命し、取締役会は株主の意向に沿って、経営陣をモニタリングすることになっている。しかし、実際には多くの取締役会では取締役が経営陣側に取り込まれているとすれば、ヘッジファンドアクティビストが送り込む取締役候補は、少数株主の代表であって、まさに教科書に一步近づくことになる。したがって、アクティビストの要求が、長期的な企業価値向上を目指す機関投資家と利害が一致すると考えられるので、機関投資家がアク

ティビスト側に立つケースも出てくるであろう。プロキシ・コンテストでは、機関投資家はヘッジファンド・アクティビストなどからむしろエンゲージメントを受ける立場になるが、株主として影響力を行使する機会となっている。

8. 結論

このように、米国のエンゲージメント事情はドッド=フランク金融改革法によって大きく変化してきている。株主は経営報酬や取締役選任といったことに影響力を持つようになり、そのため企業は株主との対話が必要となっている。また、株主が取締役を選任するという本来のコーポレートガバナンスの立ち位置からすると、年金基金など長期的な機関投資家が求めるプロキシ・アクセスとアクティビストのプロキシ・コンテストに共通性を見出すことができる。したがって、今後はこの両者が協力する場面も増えてくるのではないだろうか。企業経営者も Say on Pay という通知簿ができたことで、以前にも増して株主と対話する必要性を感じているであろう。金融危機後のコーポレートガバナンス改革によって、米国のシェアホルダー・エンゲージメントは、活発に行われるようになってきている。

翻って日本の状況はどうだろうか。2014年にスチュワードシップ・コードが策定され、機関投資家はエンゲージメントを求められるようになった。しかし、何をエンゲージメントするのか、については具体的な提示があるわけではない。翌年には機関投資家のエンゲージメントの指針となるコーポレートガバナンス・コードが策定された。スチュワードシップ・コード受入れ宣言をした機関投資家は、エンゲージメントに取り組んでいることが、投資家の開示からも窺える。しかし、日本には、機関投資家や企業をエンゲージメントに駆り立てる米国の Say on Pay やプロキシ・アクセスのような決定的なアジェンダがない。

また、機関投資家自身の利益相反から、そもそもエンゲージメントの声をあまり大きくしたくない、声を大きくするために共同するということが推奨されていない等から、機関投資家のボイスの力不足ということがあるかもしれない。しかし、米国の公務員年金がプロキシ・アクセスを投資先企業に求めたように、機関投資家が声を大きくすることに強いモチベーションを持つようになれば、エンゲージメントは自ずと活発になっていくのではないだろうか。

参考文献

- 寺山恵、杉浦康之（2014）『海外投資家のエンゲージメント～欧州機関投資家のヒアリング調査より』
- 寺山恵、杉浦康之（2016）『日本のコーポレートガバナンスとスチュワードシップ活動に関する英国からの示唆』
- US SIF.(2014).US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014
- Emily Chasan.(2012) 'Say on Pay' Changes Ways. Wall Street Journal