

日米エンゲージメントの新潮流



一橋大学大学院 経営管理研究科 教授

田村 俊夫

1. はじめに

2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」では、日本経済活性化策の柱としてコーポレートガバナンス強化を位置づけ、企業の持続的成長を促すための機関投資家の働きかけを重視した。これを受けて日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは、各々機関投資家と上場企業にエンゲージメントを促した。さらに、2017年6月に閣議決定された「未来投資戦略2017」では、ガバナンス改革を形式から実質へと深化させる手段として、エンゲージメント強化、取締役会強化、政策保有株式縮減を掲げ、同

年12月に閣議決定された「新しい経済政策パッケージ」の指針を受けて、現在、「投資家と企業の対話ガイドライン」の策定および関連するコーポレートガバナンス・コードの改訂作業が進行中である。

このような急テンポのエンゲージメント強化の動きに対して、当事者である日本企業・機関投資家双方には戸惑いも見られるが、この潮流が現在世界的に進展しつつあるエンゲージメント変革の一環であることを理解すれば、今後の方向性が見えやすくなるだろう。本稿では、エンゲージメントの新潮流を米国を中心に欧州とも対比しつつ分析し、最近の日本の動きを世界的文脈の中に位置づけることを試みる。

〈目次〉

1. はじめに
2. エンゲージメントの新しいモデル
3. エンゲージメントにおける中核的論点

2. エンゲージメントの新しいモデル (注1)

エンゲージメントとは、株主と企業がガバ

(図表1) 日本におけるエンゲージメント施策の進展

	政府の基本戦略（エンゲージメント関連）	金融庁系成果物	経済産業省系成果物
2013	日本再興戦略 (2013/6) 機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップコード）について検討し、取りまとめる。		
2014	日本再興戦略改訂2014 (2014/6) 持続的成長に向けた企業の自律的な取組を促すため…「コーポレートガバナンス・コード」を策定する。	スチュワードシップ・コード (2014/2)	「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書（2014/8）
2015	日本再興戦略改訂2015 (2015/6) 企業が投資家に対して必要な情報を効率的かつ効果的に提供するため…情報開示ルールを見直し…	コーポレートガバナンス・コード (2015/6)	
2016	日本再興戦略2016 (2016/6) 今後は、〔コーポレートガバナンス〕改革を「形式」から「実質」へと深化させていくことが最優先課題である。そのためには、機関投資家サイドからの上場企業に対する働きかけの実効性を高めていくことが有効であり、これにより、中長期的な視点に立った「建設的な対話」の実現を強力に推進していく。		
2017	未来投資戦略2017 (2017/6) コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくため…〔実効的な対話、CEO選解任の客観性や取締役構成の多様性、政策保有株式の縮減等〕の取組の強化を促していく。	スチュワードシップ・コード改訂 (2017/5)	コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針 (2017/3)
2017	新しい経済政策パッケージ (2017/12) 投資家と企業の対話の深化を通じ、企業による〔事業ポートフォリオの機動的な組替え、独立社外取締役による実効的な監督・助言、政策保有株式の縮減等〕の取組を促すための「ガイダンス」を策定するとともに、必要なコーポレートガバナンス・コードの見直しを行う。		価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス（2017/5） 伊藤レポート2.0「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会」報告書（2017/10）
2018		「投資家と企業の対話ガイドライン」策定およびコーポレートガバナンス・コード改訂（予定）	

(出所) 諸種資料より筆者作成

ランスや経営方針等について対話することである。もともと、日本や米国等の会社法では、株主が取締役を選び、取締役会が経営者を選ぶと規定されているので、株主の声が経営に反映されるのは当然のように思われる（現にオーナー系企業や大陸欧州で主流の支配株主が存在する企業では、株主の経営に対する影響力は強い）。それにもかかわらず、エンゲ

ージメントが現在世界的な焦点となっているのは、上場企業で株式保有が分散化した結果、「所有と経営の分離」が生じ、長らく実質的な経営者支配が続いたためである。経営者支配は株主総会の形骸化を通じたデファクトなものであり、正統性に弱点を抱える。特に問題なのは、経営者の株主に対するアカウンタビリティの欠如である。

これに対して1970年代に米国のアイゼンバーグ教授が、経営者から独立した取締役会が経営者をモニターするというモニタリングモデルを提唱した^(注2)。アイゼンバーグの考えによれば、取締役会の核心的機能は、経営陣の選任、監督および解任(“selecting, monitoring, and removing”)であり、取締役会がその機能を果たす上で特に重要なのは、(1) 監督される側である経営陣からの取締役会の独立性と、(2) 監督責任を果たすための客観的な情報への十分なアクセスである。そのためにアイゼンバーグは、独立取締役が過半数を占める取締役会構成と、取締役会が客観的な財務情報を得られるための監査機能の経営陣からの独立性を重視した。その後、モニタリングモデルは、1980年代、買収防衛策を正当化するための取締役会の独立性強化や、1990年代の米公的年金主導のガバナンス改革運動を経てデファクトスタンダード化し、エンロン事件後の2003年、取締役会の過半数を独立取締役とすることなどを定めたニューヨーク証券取引所規則(以下、「NYSE規則」)等の制定により、事実上の強制力ある規範となった。

しかし、ここまでの動きは、あくまで取締役会が株主利益を擁護して経営者をモニターするという建て付けであり、株主エンゲージメントには、取締役会を含め拒絶反応が強かった。何が株主利益に適うかは情報と見識を備えた取締役会が株主の代わりに判断するという、パターンリスティックな思想である。

また、機関投資家側も、自分だけ汗をかいても他の株主にフリーライドされるという集合行為問題から、あまりエンゲージメントに積極的ではなかった。

ところが2007-2008年の金融経済危機以降、欧米のエンゲージメントに大きな地殻変動が生じた。もともと米国に比べて法的株主権の強い欧州では株主による経営監視は当然と考えられてきたが、金融経済危機に至る過程で株主が不作為により経営者の短期主義を是正しなかったという反省から、英国スチュワードシップ・コード(2010年)やEU株主権利指令改訂(2017年)により、機関投資家に実効的なモニタリングを強く促すルールが形成された。重要なのは、株主である機関投資家にも行為規範が課せられたことである。従来のコポレートガバナンスの枠組では、エージェントである経営陣・取締役にはプリンシパルである株主に対する受託者責任を課すものの、自らの資産をリスクにさらす株主には特段の規範は課せられていなかった。しかし現実には、機関投資家自身もインベストメントチェーンの中で年金受給者等の実質的な最終投資家に対するエージェントであるとの認識が強まり、最終投資家の利益(それは中長期的かつ他のステークホルダーやESG等も考慮した持続可能な利益である)のために行動する受託者的責任が求められるようになった。これは、2006年英国会社法改正で明文文化された取締役の規範としての「啓発された株主価値」(172条)とも整合的であり、経営

陣・取締役と機関投資家が、究極のプリンシパルである最終投資家の利益という共通目的のために対話すべきという規範が確立されたのである。

このような政策当局主導の欧州の変革に対し、米国では主に市場主導でエンゲージメント慣行が劇的に変化しつつある^(注3)。その最も重要な契機は、2010年代以降のアクティビストヘッジファンドの急速な台頭である。従来は過剰な株主還元要求などの短期的・財務的要求も目立ったアクティビストであるが、大型化した一流アクティビストファンドは、洗練された分析と企業価値向上に資する提案内容で大手機関投資家を味方につけ、低い持株比率でも巨大企業の経営にまで影響を及ぼすようになった。アクティビスト提案の成否は大手機関投資家が握っているため、経営陣は平時から大手機関投資家とエンゲージメントを行い会社の経営方針に理解を得ておく重要性が高まった。また、金融経済危機の原因に経営者報酬の歪みがあったとの反省からドッド=フランク法の一環として2011年に施行されたSay on Pay（上場企業に経営者報酬に関する株主総会の勧告的決議を最低3年に1回義務付け）も、大手機関投資家とのエンゲージメントの必要性を高めた。

アクティビストの台頭やSay on Payの導入は、持株比率は高いものの従来は存在感が希薄であったブラックロック等の巨大パッシブ投資家の影響力拡大をもたらした。なぜなら、巨大パッシブ投資家の議決権は、委任状

争奪戦等の帰趨を決する影響力を持つからである。影響力の増大に伴い、巨大パッシブ投資家の意識も変化した。株式を売却できない以上、長期的リターン向上には議決権行使を含むエンゲージメントにより投資先企業の業績を底上げするしかない。また、それが最終投資家に対する受託者の責任を果たすうえでも重要との認識が高まっている。パッシブ投資家が重視するのは中長期的かつ持続可能な利益であり、ESG問題への関心も強まっている。こうして、欧州と米国の規範が収斂しつつある。

規範だけではなく、エンゲージメントのスタイルも収斂しつつある。エンゲージメントの伝統が長い英国では非公開・対話型が主流であるのに対し、米国では議決権行使を軸とした公開・対決型が目立っていたが、近年、米国では大手機関投資家との対話型エンゲージメントやアクティビストとの水面下での交渉が増加している。他方、英国ではスチュワードシップ・コードで、非公開の対話が建設的に進展しない場合、委任状争奪戦等まで視野に入れたエスカレーションを行うというアクティビスト型の行動を促しており、アクティビストの欧州進出とも相まって米国型への接近が見られる。また、英国と異なり機関投資家間の協調が稀であった米国で、近年、アクティビストを含む機関投資家間のコミュニケーションが活発化しつつある^(注4)。

機関投資家がエンゲージメントで最も重視しているのは、取締役会が実効的に機能して

いるかどうかである。巨大パッシブ投資家はガバナンス人員を増加しているが、それでもブラックロックで30人程度（今後3年で倍増予定）であり、情報入手の制約もあって個別企業を細かくモニタリングすることは難しい。しかし、株主によって選出された「代理人」である取締役が、会社内部で経営陣のモニタリング機能をしっかり果たしていれば、株主のモニタリング負担は軽減される。そのような取締役会の実効性を確認し、株主の声を経営陣経由でなく直接独立取締役に届けるために、機関投資家は独立取締役とのエンゲージメントを求めるようになってきている。従来から英国においては独立取締役と株主の直接対話が重視されていたが、伝統的に経営陣が対株主の統一窓口とされてきた米国でも、かなりの抵抗はあるものの独立取締役エンゲージメントが広まりつつある。

取締役会の実効性はアクティビスト対策上も重要である。近年、アクティビストによる委任状争奪戦等で最大の争点は取締役選任を含むガバナンス関係である。もちろんその背後には実体的な業績・株価パフォーマンスと経営戦略の問題があるが、それに加えてガバナンス上の弱点があると、アクティビストは機関投資家の支持を得やすくなる。

以上概観してきたエンゲージメントの新しいモデルは以下のように要約できる。(1) 機関投資家は、最終投資家の（啓発された）利益擁護のために、投資先企業と積極的にエンゲージメントを行う責務がある。(2) エ

ンゲージメントの主目的は、取締役会が資質と独立性を備えて、投資家と同じ目線で内部から経営陣のモニタリングを行うことの担保である。(3) したがって、エンゲージメントの中核的論点は、取締役会の実効性となる。

■ 3. エンゲージメントにおける中核的論点

2018年3月のフォローアップ会議で示された「投資家と企業の対話ガイドライン（案）」（以下、「ガイドライン案」）は、「機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたもの」（序文）であるが、今次コーポレートガバナンス・コードの改訂箇所案が主にガイドライン案に対応していることから分かるように、今後のエンゲージメントの方向性に影響を与える重要な文書である。全体は大きく5項目からなり、第1項目では経営戦略・経営計画と資本効率、第2項目では投資戦略・財務管理、第3項目では取締役会を中心とするガバナンス、第4項目では政策保有株式の縮減等、第5項目では企業年金ガバナンスについて述べている。いずれも疑問形で提示されているが、対応する多くの項目がコーポレートガバナンス・コード改訂案で「すべきである」とされており、実質的にはYesの答えに向けての企業の取組みが期待されている。本稿では紙幅の制約もあり、エンゲージメントの新しいモデルにおける中核的論点である取締役会の実

(図表 2) 投資家と企業の対話ガイドライン (案) —CEOの選解任・取締役の機能発揮等

【CEOの選解任・育成等】	
3-1.	持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、経営環境の変化に対応した果敢な経営判断を行うことができるCEOを選任するため、CEOに求められる資質について、確立された考え方があるか。
3-2.	客観性・適時性・透明性ある手続により、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOが選任されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した指名委員会が活用されているか。
3-3.	CEOの後継者計画が適切に策定・運用され、後継者候補の育成（必要に応じ、社外の人材を選定することも含む）が、十分な時間と資源をかけて計画的に行われているか。
3-4.	会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分機能していないと認められる場合に、CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続が確立されているか。
【経営陣の報酬決定】	
3-5.	経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続が確立されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した報酬委員会が活用されているか。また、報酬制度や具体的な報酬額の適切性が、分かりやすく説明されているか。
【取締役会の機能発揮】	
3-6.	取締役会が、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、適切な知識・経験・能力を全体として備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性を十分に確保した形で構成されているか。その際、取締役として女性が選任されているか。
3-7.	取締役会が求められる役割・責務を果たしているかなど、取締役会の実効性評価が適切に行われ、その結果が分かりやすく開示・説明されているか。
【独立社外取締役の選任・機能発揮】	
3-8.	独立取締役として、適切な資質を有する者が、十分な人数選任されているか。また、独立社外取締役は、資本効率などの財務に関する知識や関係法令等の理解など、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に実効的に寄与していくために必要な知見を備えているか。独立取締役の再任・退任等について、自社が抱える課題やその変化などを踏まえ、適切な対応がなされているか。
3-9.	独立社外取締役は、自らの役割・責務を認識し、経営陣に対し、経営課題に対応した適切な助言・監督を行っているか。
【監査役等の選任・機能発揮】	
3-10.	監査役・監査委員・監査等委員（監査役等）に、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する人材が選任されているか。
3-11.	監査役等は、業務監査を自ら適切に行うとともに、適正な会計監査の確保に向けた実効的な対応を行っているか。監査役等に対する十分な支援体制が整えられ、監査役等と内部監査部門との適切な連携が確保されているか。

(出所) フォローアップ会議「投資家と企業の対話ガイドライン (案)」(2018年3月13日)

効性を扱った第3項目について分析する。

まず、取締役会の独立性に関しては、独立取締役が「十分な人数選任されているか」(3-8)とあるが数値基準は示されていない。これについては、有力海外機関投資家の多くが現段階では1/3以上を求め、いずれ国際標準の過半数を求めると表明している(注5)。NYSE規則は独立取締役過半数を要求しているが、S&P500社の平均は85%に達している(注6)。指名委員会、報酬委員会については「独

立した」との文言があり、少なくとも独立取締役過半数が求められよう。他方、監査については、現行法上、監査役会設置会社が監査役会の半数以上、委員会設置会社については監査(等)委員会の過半数の社外役員が求められているため独立性の記載がない。国際的には、少なくとも監査委員会と報酬委員会については全員独立取締役であることが求められる方向であろう(NYSE規則では指名委員会も全員独立取締役)。また、監査については、

(図表3) 取締役会スキルマトリクスの例：GM

氏名	役職/所属委員会	独立性	業界 経験	財務・ 会計	製造	経営	上場企業 取締役経験	テクノロジー	経歴
Mary Barra	会長兼CEO		✓		✓	✓	✓	✓	
Theodore Solso	筆頭独立取締役	○	✓	✓	✓	✓	✓	✓	Cummins元CEO
Joseph Ashton	—		✓		✓	✓			UAW（自動車業界労組）元VP
Linda Gooden	監査	○		✓	✓	✓	✓	✓	Lockheed Martin元EVP
Joseph Jimenez	指名、報酬	○		✓	✓	✓	✓		Novartis現CEO
Jane Mendillo	監査	○		✓		✓	✓		Harvard Management Company元CEO
Michael Mullen	監査	○		✓		✓	✓	✓	統合参謀本部元議長
James Murva	報酬	○		✓	✓	✓	✓		ConocoPhillips元CEO
Patricia Russo	指名（委員長）、報酬	○		✓	✓	✓	✓	✓	Hewlett Packard Enterprise現会長
Thomas Schoewe	監査（委員長）	○		✓	✓	✓	✓	✓	Wal-Mart Stores元CFO
Carol Stephenson	報酬（委員長）、指名	○				✓	✓	✓	Western Ontario元ビジネススクール長

(出所) General Motors, Proxy Statement 2017および“May 2017 Shareholder Engagement”より筆者作成

財務等の知識を有する人材の選任（3-10）、支援体制の整備や「内部監査部門との適切な連携」（3-11）が求められているが、内部監査機能の独立性強化がいずれ問題になろう。米国では内部監査部門は経営陣から独立して監査委員会の指揮下にあり（いわゆる「3線モデル」）、少なくとも内部監査については経営陣から独立した情報の取得が担保されている。

取締役会の実効性・多様性については、取締役会が「適切な知識・経験・能力を全体として備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性を十分に確保した形で構成されている」（3-6）ことが期待されている。取締役会構成は、米国で機関投資家が最も重視している問題の一つであり、アクティビストとの委任状争奪戦等で直接の争点になる領域でもある。会社の直面する環境、経営課題に応じて取締役個人が貢献できる経験やスキルを備

え、取締役会全体として必要な経験やスキルを十分に網羅しているかが重要である。最近ベストプラクティスとして広まっているのが「取締役会スキルマトリクス」の作成・開示である。環境や経営課題の変化に応じて必要なスキルセットも変わるので、取締役会メンバーの入れ替え方針（refreshment policy）も重要な議題となっている（3-8参照）。

ジェンダーの多様性は米国でも重要性を増しているが、ガイドライン案は「取締役として女性が選任されているか」と強く選任を促す文言となっている。なお、女性取締役については必ずしも企業業績に有意な影響を与えないとの実証研究^(注7)もあるが、それをもって女性取締役登用に反対するエビデンスとする議論は世界的にはあまり見られない。なぜなら現状を変える方に立証責任があるという暗黙の前提には妥当性がないからである（これは独立取締役についても同様である）。

(図表 4) 経営者報酬制度の例：デュポン

報酬コンポーネント		目的	支払	評価方法
ベースサラリー		安定的収入源	現金	業界相場、過去実績等に基づき決定
短期（単年度）インセンティブ		年間業績を反映	現金	全社業績：オペレーティングEPS (50%) 部門業績：売上高、営業利益（各25%） 個人業績：調整要因
長期インセンティブ	PSU（注1）（60%）	中長期的業績と報酬のリンク	株式（譲渡制限付）	過去3年の同業他社比TSR（注2）
	ストックオプション（40%）	株主利益とベクトルをそろえる	株式（オプション）	業界相場等に基づき決定

(注1) PSU (Performance Share Unit)：業績連動株式報酬。

(注2) TSR (Total Shareholder Return)：配当を加味した株価上昇率。

(出所) DuPont, Proxy Statement for 2017 Annual Meeting of Stockholdersより筆者作成

ちなみに米国では独立取締役として現職・元職のCEOやCFO等が好まれるため女性適格者のプールが小さくなっているが、最近では部門幹部の女性を登用するケースが目立つ。異業種の取締役会に参加することは、当該女性幹部の成長にも資するであろう。

CEOの選解任および報酬を含めた監督はモニタリングモデルの核心であり、ガイドライン案でも特に重視されている（3-1～3-5）。CEOの選解任と後継者計画は、取締役会が価値創造に貢献するうえでの最も重要な責務である。米国ではCEO後継者計画と選任は独立取締役が主体となり、必要に応じて人事コンサルティング会社を起用し外部候補者を含めた品定めを行う。CEO解任については通常は独立取締役会長・筆頭独立取締役が中心となり、独立取締役のみで協議する。

経営陣の報酬決定については、独立した報酬委員会を活用して、企業価値向上のインセンティブとして適切な設計を行い、報酬額決定の客観性・透明性ある手続を確立することが求められている（3-5）。米国ではSay

on Payにより、年次株主総会にかかる委任状勧誘書面において経営者報酬の開示が非常に充実している。例えば2017年のデュポンの委任状勧誘書面では、30頁以上にわたり制度の詳細や経営陣の個別報酬の実額・内訳が開示されている。株主が注目しているのは、経営者報酬の水準自体に加え、報酬の設計が中長期的な株主価値の創造とリンクしているかである。現代的な報酬制度は財務指標と株価リターンを組み合わせて、経営者に（直接測定できない）真の株主価値向上を促すことを目的としている。逆に言えば報酬の決め方を見れば、取締役会の経営課題把握度合いと財務リテラシーが浮き彫りになる。

株主によるモニタリングには、適切な情報入手が不可欠である。エンゲージメントはその一つの方法であるが、すべての会社と対話を行うのは物理的に不可能であり、フェアディスクロージャーの制約も存在する。したがって、株主が十分な判断が行えるような開示が重要になる。ガイドライン案は、CEOの選任・解任・報酬決定手続につき「透明性」

を求めているが、そのためには詳細な開示が必要である。投資家から見れば、良い開示は良いエンゲージメントの重要な構成要素である。

コーポレートガバナンス・コードは Comply or Explain ベースの規範であり、必ずしもすべて守ることが強制されていないため、かえってミニマムスタンダードを超えたベストプラクティスを提示するのに適している。Comply or Explain といっても投資家から見れば基本的には遵守して然るべき項目が大多数であり、いずれ Comply が増えるとともに改訂でバーを引き上げ、国際水準に近づけていく政策的意図は明瞭である。ガイドライン案は、国際水準から見て現段階における日本企業の重点課題項目を抽出し、投資家のエンゲージメントを集中的に誘導することにより、ガバナンス改革の実質化を推進する強力な手段として設計されているのである。

(注1) モニタリングモデルおよび米英エンゲージメントの歴史については、拙稿「コーポレートファイナンスの観点から見たコーポレートガバナンス」神作＝小野＝今泉編『コーポレートガバナンスと企業・産業の持続的成長』商事法務（2018）第1章参照。

(注2) Melvin Eisenberg, “Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation : Officers, Directors, and Accountants,” California Law Review, Volume 63, Issue 2 (March 1975).

(注3) 米国エンゲージメント実務の具体的状況については、日本証券アナリスト協会での筆者講演「米

国エンゲージメントの新潮流—何を話すか、誰と話すか—」(2017/6/17) 要旨(同協会HP)参照。
(注4) Ian Appel, Todd Gormley and Donald Keim, “Standing on the Shoulders of Giants : The Effect of Passive Investors on Activism” (February 2, 2018), available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=2693145>, 28-29頁参照。

(注5) 例えば、BMO Global Asset Management, Legal & General Investment Management and Standard Life Investments, “International investors call for minimum one-third board independence : the benefit of collaborative engagement” (June 2017).

(注6) Spencer Stuart U.S. Board Index (2017).

(注7) 例えば、David Carter, Frank D’Souza, Betty Simkins and Gary Simpson, “The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance,” Corporate Governance : An International Review, Vol. 18, No. 5 (September 2010).

