

米国のシェアホルダー・エンゲージメント



日興リサーチセンター 社会システム研究所長

寺山 恵

はじめに

本稿は、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に基づいている。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が、米国のESGインテグレーション（投資へのESG要因の組み入れ）やシェアホルダー・エンゲージメントの実態は、

実は欧州でもあまり知られていない。そこで、日本企業へのインプリケーションを探ることを目的に、米国でヒアリング調査を行った。本稿では、その調査のうち米国投資家のシェアホルダー・エンゲージメントについて報告する。

1. 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」から逸れなくようにするの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

〈目 次〉

はじめに

1. 米国のコーポレートガバナンス改革
2. 投資家別エンゲージメントの概要
3. Say on Pay（セイ・オン・ペイ）
4. 株主提案
5. プロキシ・アクセス
6. プロキシ・コンテスト（委任状争奪戦）
7. まとめ

ド＝フランク金融改革法^(注1)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。

■ 2. 投資家別エンゲージメントの概要

(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^(注2)とCalSTRS^(注3)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。

(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。例えば、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。

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。

(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の観点を組み込まれている。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。

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、当初の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。

■ 3. 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1.9%、S&P500インデックス企業でヒューレット・パッカード社を含む8社で1.6%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(注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。

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、業績が芳しくないにもかかわらず、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での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。

■ 4. 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、参考議決であり拘束力はないので、会社側は従う義務はない。

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。そうなるとわかっている場合は、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返されているようである。

■ 5. 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うな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。

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(注5)(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(注6)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。

■ 6. 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先でも、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答えた。

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。しかし、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う選択肢もある。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トを握るケースも出てくる。2015年最大のプロキシ・コンテストとなったデュボ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が鍵となる。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るという意味で、アクティビストと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してもおかしくはない。したがって、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。

7. まとめ

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いく。

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が、あまり大きな圧力になっているようにはみえない。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からではないか。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と考えられる。

(注1) 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

(注2) 加州職員退職年金基金

(注3) 加州教職員退職年金基金

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

(注5) 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

(注6) Bloomberg BRIEF. Sustainable Finance. Thursday, Feb. 11, 2016