

2010年11月15日 全4頁

株主エンゲージメントの対象選択

資本市場調査部環境
CSR 調査課
鈴木裕

CaIPERS による Focus List 作成の方法とその変化

[要約]

- CaIPERS は、特に厳しく対話を求める相手方を毎年 Focus List として公表している。
- これまでは株価が良好であってもガバナンスなどに問題がある企業は Focus List に記載される可能性があったが、今後は株価（投資パフォーマンス）のみが第1のスクリーニング基準となる。
- CaIPERS の Focus List は、投資先企業との対話を行なう機関投資家には、対話相手の選定方法として参考になる。
- 今後日本企業を含む外国企業も Focus List に記載されるようになるかもしれない。

物言う株主をリードする CaIPERS

米国最大級の機関投資家

CaIPERS (The California Public Employees' Retirement System) は 1932 年に設立されたカリフォルニア州職員のための公務員年金基金である。2010 年 10 月の資産額は約 2210 億ドル (18 兆円) で米国最大規模の年金基金だ。株主行動への取り組みは積極的で、1985 年には大手年金基金で CII (Council of Institutional Investors、米国機関投資家協会) を設立し、1995 年には世界各国の機関投資家とともに ICGN (International Corporate Governance Network、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク) の設立にも関わった。

日本を含むアジアにおける効果的なコーポレート・ガバナンスの実施促進を目指す ACGA (Asian Corporate Governance Association、アジア・コーポレート・ガバナンス協会) の創設メンバーでもあり、投資先企業の経営への介入なども行う、いわゆる「もの言う株主」の代表格である。

Focus List とは何か？

株主行動を通じた投資収益向上を迫る

CaIPERS は、株主総会における議決権行使や株主提案などを通じて投資先企業と対話を行い、それによって経営改善を実現して株式の投資パフォーマンスを引き上げようとしている。コーポレート・ガバナンスの改善が収益を引き上げるとの理解を前提として、受託資産の価値を引き上げるための株主行動だ。

CaIPERS の様々な株主行動が果たして真に受託資産の増大に貢献しているかどうか

大和証券グループ 株式会社大和総研 丸の内オフィス 〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 グラントウキョウノースター

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。株大和総研の親会社である株大和総研ホールディングスと大和証券キャピタル・マーケット(株)及び大和証券(株)は、株大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は株大和総研にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いいたします。

は、様々な調査研究の対象となっている。非常に効果的という研究もあれば、パフォーマンスとは無関係だとする研究もある。

投資収益を向上させるCalPERS効果

多くの株主行動の中で、その効果の測定が容易と考えられているのは、Focus Listだ。CalPERSは、財務状況やコーポレート・ガバナンス状況などをもとに、改善を求めべき企業のリストを毎年3月頃に公表しており¹、これをFocus Listと呼んでいる。CalPERS外部の運用コンサルタントによる調査では、このFocus Listによる収益の獲得は目覚しく、List記載前には対ベンチマーク比で年率-30.1%であったが、記載後の5年間を見ると年率+2.4%であるという。これは、CalPERS効果といわれる²。

従来の手法の効果に疑問も

このような優れたリターンを生む手法であるものの、いっそう効果的な株主行動が模索されている。この契機となったと思われるのが、CalPERSが経営改善を求めて対話する企業群のうち、Focus Listに記載された企業よりも記載されていない企業（non Focus）の方が優れたパフォーマンスを残していることが明らかになったからのようだ。CalPERSがエンゲージメント（株主として企業経営者と対話し、経営改善を求める行動）を起こす投資先は、Focus Listに限定されておらず、より多くの企業と対話しているが、Focus Listに載せていない企業とのエンゲージメントの効果の方がはるかに高かったということである³。

Focus Listに記載される企業の選定は、企業規模やCalPERSの投資額など定量的な情報に基づき絞り込みを行い、さらに、ガバナンスへの取り組みや改善の可能性などの定性情報を織り込んで決定される。この選定基準は、時折改正されるが、今回、選定ユニバースと定性的考慮事項などの見直し⁴を行なう方向が明らかにされた。今月15日のCalPERS投資委員会で採択される見通しである。

選定基準改正の注目点

第一の選定基準を株価のみに純化

今回の改正案で注目すべき点は、まず選定企業のユニバースを保有残高の上位500社としたことである。従来は選定ユニバースをインデックス構成銘柄しており、CalPERSの保有が少ない場合でもFocus Listに記載され積極的なエンゲージメントの対象となる可能性があった。保有が少ない投資先企業に対してエンゲージメントを行い、仮に効果をあげたとしてもCalPERSにもたらされる利益は少ないものとなっ

¹ 2010年分の公表は、Focus Listに記載する企業を選定中に投資パフォーマンスが改善するなどしたため見送られた。

<http://www.pionline.com/article/20100517/prints/305179981>

² The “CalPERS Effect” on Targeted Company Share Prices

<http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/board-cal-agenda/agendas/invest/201008/item05a-2-02-01.pdf>

³

<http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/board-cal-agenda/agendas/invest/201011/item04-01.pdf>

⁴ Focus List作成手順の見直しに関するプレスリリース

<http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/board-cal-agenda/agendas/invest/201011/item04-00.pdf>

Focus List作成手順の新旧対照表

<http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/board-cal-agenda/agendas/invest/201011/item04-02.pdf>

まう。得られると期待される利益が少なければエンゲージメントに要したコストを回収できない恐れが生じる。保有規模がある程度大きなものに限定することで、享受する利益の大きさも確保できると期待できる。

図表 Focus List 記載企業選定の方法

	改正案	現行の方法
選定企業のユニバース	米国株式のうち保有上位 500 社	Russell1000 構成会社
CalPERS の保有	おおむね株式による保有は 1500 万ドル～10 億ドル、このほか固定利付債券（債権）額を考慮することもあり得る	最小限：200 万ドル
第 1 スクリーン	株式投資収益のみで判断する：市場インデックスまたはセクター別に対比して 1、3、5 年のリターンを見る	次の 3 要因を 4：3：3 の比率で総合して判断する <ul style="list-style-type: none"> 株式投資収益：市場インデックスまたはセクター別に対比して 3、5 年のリターンを見る コーポレート・ガバナンスへの取組み 資本収益率
第 2 スクリーン	<ul style="list-style-type: none"> エンゲージメント阻害要因（支配株主や種類株式）の不存在 債務不履行懸念の不存在 <hr/> <ul style="list-style-type: none"> エンゲージメントの可能性（重要なガバナンス要因） 追加的な財務分析 市場の期待（バリュエーション） 	<ul style="list-style-type: none"> エンゲージメント阻害要因（支配株主や種類株式）の不存在 債務不履行懸念の不存在
重要なガバナンス要因	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会のリーダーシップ（取締役会会長の独立性） 取締役会や委員会の独立性 毎年の取締役改選 取締役選任における過半数賛成制 特殊多数決議の存否 ポイズンピル（買収防衛策） 経営者報酬の状況 <hr/> <ul style="list-style-type: none"> 取締役会の資質-熟練度、ダイバーシティ 環境や社会問題 リスク管理 	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会のリーダーシップ（取締役会会長の独立性） 取締役会や委員会の独立性 毎年の取締役改選 取締役選任における過半数賛成制 特殊多数決議の存否 ポイズンピル（買収防衛策） 経営者報酬の状況 <hr/> <ul style="list-style-type: none"> 経営者報酬の返戻条項（米国金融改革法で法定） 報酬議案の勧告的決議（米国金融改革法で法定）

出所：「FOCUS LIST PROGRAM: Proposed vs Current」の一部を筆者訳出

(<http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/board-cal-agenda/agendas/invest/201011/item04-02.pdf>)

次に第1スクリーンを株式投資収益のみとしたことも大きな変化だ。以前は、投資リターンが良好であってもコーポレート・ガバナンスの水準が低ければFocus Listに記載される恐れが残っていたが、改正後であればリターンが良好な企業が記載されることは無くなる。こうした変化は、CaIPERSにとってガバナンスの改善は手段であって、目的は投資収益の向上にあることを考えれば理解できる。ガバナンスが劣悪であってもリターンが高ければ株主に不満は生じないのだからエンゲージメントに取り組む動機は薄くなるのである。

注目すべき第3の点は、エンゲージメントの内容として、環境や社会問題への取組みが付け加えられたことだ。CaIPERSも署名している国連責任投資原則⁵は、冒頭に「環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題（ESG）が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすという見方が近年、投資専門家の中で高まってきています。受託者責任を履行しようとする投資家はこれら ESG 問題に適切に配慮する必要があると考えられます。」と記しており、環境や社会問題への企業の取組みは、投資パフォーマンスに影響を及ぼす可能性があるのだから投資判断に織り込むべきことを求めている。これまで明示的には記されていなかったこれらの事項をエンゲージメントの内容としたことは、CaIPERSが企業と対話する際に新たなテーマが増えたということである。

責任ある投資家としての取組み

CaIPERSの新たなエンゲージメント対象選定方法は、投資パフォーマンスの優劣を第一の判断基準としている点で、年金制度加入者の利益に専念した資産運用を行なうべきとする受託者責任と整合的である。また、環境や社会問題をエンゲージメントのテーマとしたことは、国連責任投資原則の具現化であって、投資家の責任ある取組みであるといえるだろう。

こうした取組みは、わが国の機関投資家にとっても参考になるところが大きい。エンゲージメントに大きな成果をあげてきたCaIPERSの方法は、他の投資家が投資先企業と対話する際の相手方を選定する手法として応用することが出来るだろう。

外国企業への拡大も検討

今のところCaIPERSのFocus Listは、米国企業のみ適用されるが、2011年下半期をめぐりに外国企業への適用も検討している。わが国の企業がFocus Listに記載され、厳しいエンゲージメントを受ける日が来るかもしれない。

⁵ http://www.unpri.org/files/PRI-Brochure_Japanese.pdf