

2014年12月15日
全4頁

長期投資 VS 短期志向 第6回

投資家と企業の対話を促す「長期投資」

金融調査部 主任研究員
鈴木 裕

投資家と投資先企業の対話を促す

投資家が投資先企業と積極的に対話をして、長期的で持続的な企業の成長を実現していこうとすることを指して、「長期投資」と定義づけるような政策提言が多く出されています。こうした対話をエンゲージメント“engagement”と言いますが、今回は、対話やエンゲージメントの具体的なテーマとしてどのようなものが想定されているか、また実際にどのようなテーマが選ばれているかを説明します。

対話をするにはテーマが必要

投資家と企業が直接対話をする機会は、あまり多くありません。株主総会は、多くの投資家と企業が一堂に会し、場合によっては緊迫した質疑が続くこともあります。とはいえ、時間は制約されますし、やり取りがすべての参加株主に明らかになりますから、大きな数量の株式を保有する機関投資家が株主総会の場で口を開くことはまずありません。議案に対しては、各機関投資家が持つ議決権行使ガイドラインに基づいて賛否を判断し、票を投じはするけれど、込み入った内容を論じる対話の場として株主総会が選ばれることはないでしょう。

対話・エンゲージメントを促進するべきとする政策提言は、株主の議決権行使の適正化を一つの目的としてはいますが、投資家行動を議案に対する賛否・投票と言う受動的な行動にとどめるのではなく、一層積極的な対話を行うことを勧めています。この対話を意味のあるものにするには、何について話すかテーマを考えなければなりません。投資先企業の成長を促すための対話ですから、それぞれの企業によって対話のテーマは変わることもありますし、また、国ごとに制度や経済環境も異なるのですから、国ごとにある程度の特徴もあるかもしれません。

英国における対話のテーマ

英国は、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードを日本に先駆けて2010年に策定しています。また、日本の伊藤レポートのプロジェクト発足に影響を与えたKAY REVIEWは2012年に公表されています。投資家と企業の対話の積み重ねを感じられる国であるように見えます。スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの淵源をたどれば1998年に策定された統合規範(“Combined Code”)に行きつきますし、さらにこの統合規範を作るための様々な検討

の歴史があります。これらの検討の中でも投資家と企業の対話促進は大きな関心事であり続けました。

企業経営に関するありとあらゆることが対話やエンゲージメントのテーマになり得ますが、投資家が対話をする場合には、投資家の関心に沿ったものが選択されることとなります。企業経営が安定的に行われ、企業価値の増大に実を結ぶかが問われます。そのためには、企業のガバナンスに関することが話し合われることが多くなるでしょう。企業経営者は、企業価値の増大を図るのに十分な能力を有しているか、またその能力を適正に発揮させるような動機付け、つまり報酬が与えられているか。企業経営者が期待された役割を果たすように監視する機能が企業内にあるか。このようなコーポレートガバナンスに関わるものが、まずは対話のテーマとして検討されるでしょう。

企業のガバナンス以外にもさまざまなテーマが考えられます。新たなビジネスに取り組むことも投資家から期待されることもあるでしょうから、事業の将来像も対話のテーマになることがあります。同じように事業のリスク管理が適正に行われているか、不慮の損失が生じて企業価値が毀損される恐れはどの程度か、なども対話のテーマとして想定できるでしょう。

スチュワードシップ・コードに基づく機関投資家行動については、英国の投資顧問業協会が、年次報告書を作成しています¹。スチュワードシップ・コードの各項目について、機関投資家が Comply（遵守）しているか、あるいは遵守しない理由を Explain（説明）しているのか、データを集計して公表しています。エンゲージメントについては、どのようなテーマが選ばれているかも調査しています。この調査結果は、次の図表に掲げた通りです。これによれば、機関投資家と企業は、経営者への報酬について頻繁に対話をしていることが分かるでしょう。

図表 英国では何が話されているか（順位）

(年)	2013	2012	2011
取締役（会）報酬	1	1	1
企業戦略・目標	2	2	2
指導力 - 議長 / CEO	3	3	8
委員会構成 / 継承	4	-	-
多様性と委員会メンバー	-	4	3
取締役会の継承	-	8	9
コーポレートアクション / リストラクチャリング	5	5	10
M & A	6	7	6
環境 / 社会問題	7	6	4
リスク選好	8	9	5
監査 / 監査入札	9	-	-
株式先買い権	10	10	7
サンプルサイズ	68	80	64

(出所) 英国 IMA

1) The Investment Management Association "Stewardship survey"
<http://www.investmentfunds.org.uk/research/stewardship-survey/>

経営者報酬が、英国における対話の重点テーマとなっていますが、これにはそれなりの理由があります。経営者報酬が株主の利益と関係なしに高騰することは、株主から見れば株主に配分されるべき利益を侵害されているのと同じですし、報酬体系によっては、リスクの高すぎる経営方針を選択する動機となりかねません。英国では、1990年代の終り頃から報酬体系の決定を経営者自身に委ねるのではなく、株主総会における投票を通じて株主が報酬決定プロセスに関与するようにするという方向での制度改革が進められました。当時の英国では、企業経営者の報酬が企業業績と無関係に増加し、物価上昇率や労働者の賃金増加率をはるかに上回るペースで上昇する例もあったようです。そのため、機関投資家からは投資先企業に対して、経営者報酬の適正化や報酬決定プロセスへの投資家の参加などを求める声が上がりました。これを報酬支払（PAY）について株主が発言する（SAY）ものであるということから、「SAY ON PAY」と呼びます。

こうした中で、経営者報酬報告規則（Directors' Remuneration Report Regulations：DRRR）が2002年に導入され、経営者報酬に関する議案が株主総会に付議されるようになりました。DRRRの規定は、2006年に会社法に引き継がれ現在に至ります。

以上の通り、英国では、経営者を企業価値増大に駆り立てるための動機付けとして経営者報酬の在り方が問われていることが分かるでしょう。経営者が過度なリスクをとることなく、しかし、ある程度の適度なリスクテイクを促すための経営者報酬体系を株主の関与のもとで導入し、企業価値の健全な増大を実現させようとしているのです。

日本における対話のテーマ

英国と異なり、日本では経営者報酬の体系が経営者に過度なリスクを選好させるほどにまでなっているわけではないように思えます。むしろ、英国や米国との比較では、金額自体が小さいうえ、ストックオプションのような株価や業績に連動する報酬の割合が少なすぎるとも言われることがあるほどです。とはいえ、機関投資家の多くは、金額が少ないからと言って、経営者報酬の引き上げにつながるようなテーマを対話の場で取り上げようとはしないでしょう。日本では、経営者報酬が機関投資家と企業との間の対話のテーマになることはあまりないようです。

対話のテーマには、企業が改善に取り組むべき問題が選ばれます。日本企業の問題としては、資本効率が低いことを指摘する声が強いため、ここに関心が集まるのは当然でしょう。伊藤レポートでもROEで計測される資本効率は、諸外国と比べて低い状況が長く続いていることを指摘しています。日本における対話のテーマはROEを引き上げるための取り組みに焦点が当てられそうです。

ROEとは、企業の利益額を株主資本の額で除した値であり、資本提供者つまり株主から見た企業経営効率を判断する指標といえるでしょう。

$$\text{ROE (↑↑)} = \frac{\text{Return (当期利益) (↑)}}{\text{Equity (株主資本) (↓)}}$$

上の式からも明らかなように ROE を増やすには、二つの方法があります。一つは Return を増やす方法で、もう一つは Equity を減らす方法です。Return を増やすには、利益率の高い財やサービスを市場に投入するなど、企業の本業部分での改善が求められることになります。一方、Equity を減らすには、企業の財務政策の見直しを行うことになります。株主資本を社外に払い出すために、剰余金配当や自社株取得が行われることになるでしょう。

もう一つの対話の経路

以上の通り、エンゲージメントや対話のテーマは、企業の状態によって様々なものが考えられます。日本企業であっても、経営者報酬体系が大きな問題となるケースもあるでしょうし、ROE の低さを問題にする場合でも、それにどう対処するかは企業ごとに異なるでしょう。効果的な対話を行うためには、まず適切なテーマを選定し、そのうえでテーマをどのように論じるかを提示することが、長期投資に取り組む機関投資家側には期待されるのではないのでしょうか。

今回は、投資家と企業の対話の経路として、株主総会における議決権行使について解説します。先ほど説明した通り、株主総会は複雑な対話をするのに適した場面ではありません。しかし、投資家と企業が直接対面する数少ない機会ですし、しかも定期的に行われます。投資家の考え方を企業に伝える経路として、株主総会の有効な活用が検討されるゆえんです。日本版スチュワードシップ・コードでも、中長期的な投資リターンの確保を図るためのスチュワードシップ活動では、「議決権の行使は重要な要素ではある」とされている通りです。

以上