

# 手段としてのエンゲージメントと議決権行使

金融調査部 主任研究員  
鈴木 裕

## エンゲージメントや議決権行使は手段

長期投資とは、投資家が投資先企業と対話（エンゲージメント）をすることや、投資先企業の株主総会の議案に対して議決権を行使することであるとの見解を紹介してきました。しかし、エンゲージメントや議決権行使それ自体は、単なる手段であって、長期投資とも短期志向とも直接関係していません。

今回は、長期投資における期待されるエンゲージメントや議決権行使に関連する周辺的な状況を概観します。

## 投資家と企業の認識の不一致

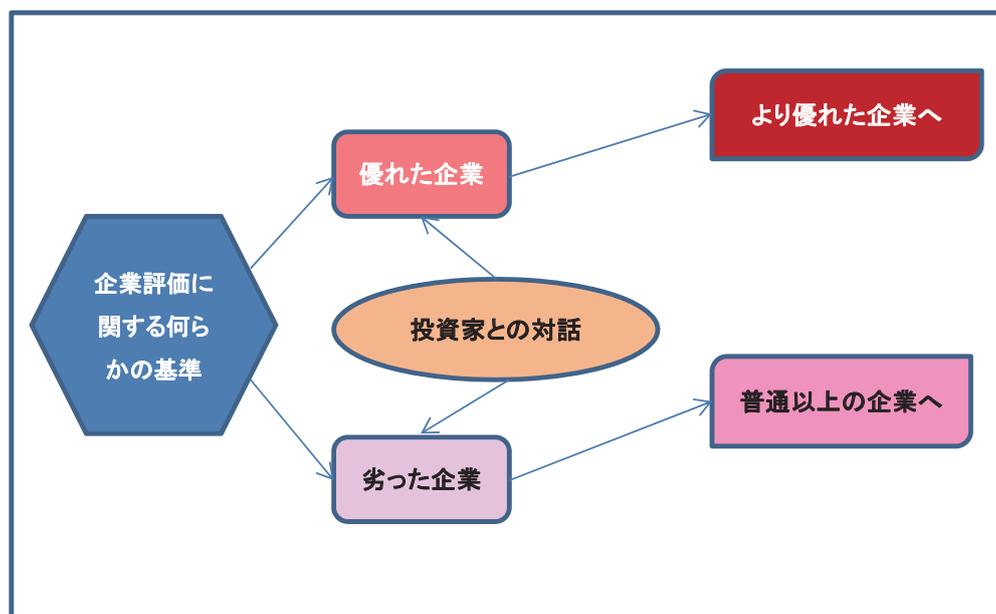
投資先企業の持続的な成長を目的にエンゲージメントや議決権行使に取り組むことが、長期投資であるとしても、それを実際に行おうとすれば様々な疑問が生じるでしょう。まず、持続的な成長とは何を意味するか明確ではありません。企業価値を増大させるということを考えても、企業価値をどのような指標ではかるのか、株価か時価総額か一株当たり純資産か、などいろいろな尺度があるでしょう。また、持続的という表現にせよ、長期的という表現にせよ、いったいどれくらいの年月の話なのか、これもよくわかりませんし、短期との境目はどのあたりにあるかもはっきりしません。

もっとも、こうした用語の意味内容を明確にすることは、投資家と企業の対話の中で進められるべきであるのかもしれませんが。投資家側と企業側が考えている用語、例えば企業価値という用語や長期的という用語、の意味が一致していないことを知ること、対話の目的になると言えそうです。さらにいえば、投資家の間でも、長期とはどの程度の期間かについて一致した見解があるわけではないでしょう。投資家が複数いれば複数の見解が表明されることもあり得ます。企業内部の人々の間でも、所属部署や地位や職務内容によって、様々な見解があり得るでしょう。投資家と企業との対話は、こうした認識の不一致を知ること目的の一つなのではないでしょうか。

## 対話の相手となる企業はどのようにして選定するか

このようにエンゲージメントや議決権行使に取り組む投資家の間でも、様々な差異があるのですから、実際に行われるエンゲージメントや議決権行使も多様なものとなります。たとえば、ROEの増加を目的とした対話を行う場合でも、分子のR (Return = 利益) を増大させるのか、分母のE (Equity = 株主資本) の減少を目指すのかで、全く異なる内容の対話になるはずですが。

対話の相手方となる企業をどのように選定するかにも、様々な考え方があり得ます。ここでは、二つの極端な、しかし、しばしば用いられているだろうと思われる考え方を例に示しましょう。一つは、何らかの意味で「優れた企業」に投資をする方法であり、もう一つは何らかの意味で「劣った企業」に投資をする考え方は、前者は「優れた企業」に投資をし、エンゲージメントや議決権行使に取り組めば投資家は高い収益を得られるだろうという考え方です。後者は、「劣った企業」に投資をし、エンゲージメントや議決権行使によってその状況を改善し、普通かあるいはそれ以上の企業にすることで、収益を上げていこうとする考え方です。



企業評価に関する基準として、コーポレートガバナンスの状況を用いる場合には、グッド・ガバナンスの企業に投資するのが前者の手法で、バッド・ガバナンスの企業に投資をし、その企業が普通のガバナンス状況に改善するときの変化に期待するのが後者の手法です。

何らかの基準に照らして優れた企業への投資を勧めようとする動きの一つは、昨年政府主導で作られたJPX日経400という株価指数が挙げられるでしょう。これは、資本の効率的活用や投資家を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、「投資者にとって投資

1) 東京証券取引所「JPX日経インデックス400」  
[http://www.tse.or.jp/market/topix/jpx\\_nikkei.html](http://www.tse.or.jp/market/topix/jpx_nikkei.html)

魅力の高い会社」で構成される新しい株価指数です。日本企業の魅力を内外にアピールするとともに、その持続的な企業価値向上を促し、株式市場の活性化を図ることを目的に作られました<sup>1</sup>。一方、何らかの基準に照らして劣る企業に投資をし、それが改善されるときの変化を収益源として期待するのは、企業に株主としての影響力を行使しようとする投資家がしばしば用いる手法です。企業の財務状況や設備投資計画などについて対話をしながら、企業を変革することを目指す投資家の行動です。

## 評価が難しい対話の効果

投資家と企業の対話・エンゲージメント・議決権行使を長期投資の要素だとしても、それには様々な形があり得ることが分かるでしょう。投資先の選定という入口から、「優れた企業」を選ぶ手法もあれば、「劣った企業」を選ぶ手法もあるのです。優れた企業をさらにいっそう優れたものにするために投資家がいわばコンサルタントのように企業経営に関わっていくことも長期投資であろうし、劣った企業に対して企業再生を施す投資家の行動も長期投資となり得るということです。

しかし、投資家が企業に対して改善を求めることが、その内容によっては長期投資とそぐわないように見えることもあります。先ほど記した ROE 向上に関する投資家からのエンゲージメントについては、企業に配当や自社株取得を求めることが企業の設備投資余力を削ぐという結果になることもあり得ます。企業の持続的な成長に貢献する長期投資にはふさわしくない手法と非難されるかもしれません。しかし、企業が資金調達のために投資家を説得することが、企業の説明責任を果たすことであり、資本市場のチェック機能が発揮される場面であるとも考えられます。配当増額や自社株取得によって株主資本を減少させ手元の資金が減少すると、たとえば新規の設備投資等の資金調達のために投資家が納得するような説明をしなければならなくなるということです。こうして企業の経営戦略に対して投資家目線からのチェックが働くようになるのですから、配当増額や自社株取得の拡大は、企業の持続的な成長をむしろサポートすることになると評価することもできるでしょう。

同じように経営者報酬を株価連動型に変えるように投資家が経営者に向けて要求することも、肯定的評価、否定的評価のどちらも可能でしょう。株価連動性を高めれば、経営者は株主の利益を高める企業経営を行うようになると期待することは可能です。企業の持続的な成長を実現し、企業価値を高めようとする取り組みに経営者を駆り立てることになると期待できるからです。しかし、株価が行使価格を上回る部分においてのみ株主と利益を分かち合うことになるストック・オプションの場合は、経営者に過度のリスクを取らせる動機を与えることもあり得ます。リーマン・ショックなどの金融危機を招いた原因の一つは、株価連動型の経営者報酬が過度のリスク選好を導いたところにあるともいわれています<sup>2</sup>。

---

2) By David F. Larcker, Gaizka Ormazabal, Brian Tayan, and Daniel J. Taylor "Follow the Money: Compensation, Risk, and the Financial Crisis" (September 8, 2014)  
[http://www.qsb.stanford.edu/sites/default/files/43\\_FinancialCrisis.pdf](http://www.qsb.stanford.edu/sites/default/files/43_FinancialCrisis.pdf)

このように同じエンゲージメント内容であっても、正反対の評価が可能な場合があるのですから、議論の余地がなく、企業の持続的成長を実現する方策を探すことは困難ではないでしょうか。これは、投資家が企業と対話をすれば、それは短期的な利益を目指す投資家の利己的な行動であるとの非難を容易に行いうるということです。あるいは逆に短期的な利益を目指しながらも、長期投資家の衣を纏うことも不可能ではないでしょう。

## 行動する株主の風景

投資家が企業に対して変革を求める行動は、企業の乗っ取りとして嫌悪された時代もありました。しかし、今や投資家の行動は企業経営の効率性を高めるための有効な手段であると考えられるようになってきました。だからこそ、様々な政策提言は、エンゲージメントや議決権行使という手段を投資家がもっとよく活用するべきであると主張しているのです。かつては、企業に対する投資家の働きかけを批判的に見ていた米国においてさえ、SEC（証券取引委員会）の委員長が、そのような見方は過去のものであり、投資家行動に関する風景（landscape）は、疑いなく変わりつつあると述べている通りです<sup>3</sup>。

もっとも、そのような変化のうねりの中にあり、活発化しつつある投資家行動ですが、果たして真に企業を変革する原動力となっているのか、また、企業側に何らかの変化をもたらしたとして、それが企業価値を変化させているのかは、なお不明なところも多いようです。効果があるという主張もあれば、むしろ企業価値を破壊するという従来通りの主張もあります。長期投資に取り組む投資家による企業へのエンゲージメントや議決権行使が、どのような影響を生じさせているか、あるいは生じさせていないかは、今後も議論を呼び起こし続けることでしょう。

以上

---

3) SEC “Remarks at the 10th Annual Transatlantic Corporate Governance Dialogue”  
<http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370540434901>