

## 【投資家フォーラム 第13・14回会合 報告書】

投資家フォーラム

テーマ：「集团的エンゲージメント」

### 第13回会合

日時：2017年10月26日 18:30-20:30

場所：株式会社 QUICK 会議室

参加者：26名

### 第14回会合

日時：2017年12月7日 18:30-20:30

場所：株式会社 QUICK 会議室

参加者：24名

目的：

- ・ 2017年5月、日本版スチュワードシップ・コードの重要な改訂項目の一つとして、機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集团的エンゲージメント）が有益な場合もあり得るとして、集团的エンゲージメントに関する項目が盛り込まれた（指針4-4）。
- ・ これに伴い、集团的エンゲージメントに対する議論・動きが盛り上がっている。しかしながら、その一方で具体的な内容や手法のみならず、言葉の表記に関しても集团的、共同、協働と異なる表現が散見されるなど、共通の理解が得られていない状況にある。
- ・ 第13回及び14回投資家フォーラムでは、企業と投資家のコミュニケーションとして特に重視されるエンゲージメントを集团的に行う意義は何かについて、投資家の考えをまとめる。
- ・ 集团的エンゲージメントの実施により想定されるメリット、デメリット、そして期待される効果と影響について整理した上で、集团的エンゲージメントを実際に行う際の課題について検討する。

以下では、参加者から提出された主な意見を列挙している。なお、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見が提出された場合にはこれを併記している。

I. 第13回会合では、まず英国のインベスターフォーラムにおける集团的エンゲージメントの取り組みを運営委員から報告した。その後、参加者の間で集团的エンゲージメントの意義、日本で行うことに関して意見を交換した。全体として参加者の認識を揃え、集团的エンゲージメントの像を共有するための議論が行われた。

1. 一般論としては集团的エンゲージメントに様々なプラスの効果が期待できる、という意見が多く参加者から寄せられた。

### 【意見の集約】

- 投資家の意見や働きかけの内容を集約・共有するという機能には意味がある。集团的エンゲージメントを通じて、投資家の多くが同じ意見であることを企業に示すことができれば、企業側にとっても分かり易い。
- 個社では取り上げにくいテーマであっても、投資家が複数集まり共有できればエンゲージメントの対象となりうる。“この指とまれ”という機能だ。
- 最近ではアクティビストも株主提案を行う前に、どのような提案だったら機関投資家の賛成を得られるかを前もって確認している。これも一種の集団化だ。
- 例えば投資先が親会社や顧客企業である場合、対話のテーマによっては、集団の一員として取り組んだ方が率直な意見を通しやすい。
- 複数の参加者の間で合意形成を凶ろうとすると最大公約数的な見解に落ち着きがちな。それに終始しないようにするためには、個別の投資家を引っ張って声を集約する機能を設け、そこが企業と対話をするという方法が考えられる。
- 地球的規模での取り組みが必要な課題は投資家として取り組むべきだが、個社では難しい。個別投資家の声を集約する機能や、特定の機関が他の投資家を引っ張っていくアプローチが、こうした課題への取り組みには向いているのではないか。

### 【発言力増大の効用】

- 集団として取り組むことは投資家の発言力を強化する。また、複数の投資家が集まって意見を述べれば、企業側にもっと真摯に受け止めてもらえるかもしれない。企業は緊張感を持って対応し、投資家は個社ならば会えない相手とも対話ができるようになる。特に外国の投資家を巻き込めるようだといふ。
- 複数の機関投資家が経営統合されて 1 つになると、統合後に投資対象企業の上層部との対話によりスムーズに実現するようになった、という例がある。集团的エンゲージメントにも同様の効果が期待できるように思う。

### 【企業の意識改革】

- 個社単位のエンゲージメントだと、企業側の対応が本気度を欠いていたり、経営上層部との対話の機会を得ても主張内容を腹落ちして理解してもらうのに時間がかかったりする。集团的エンゲージメントであれば、企業側の対応に緊張感とスピード感が生まれるのではないか。
- 投資家から言われる前に先回りして対応しておこうという前向きの反応が企業側に起こるかもしれない。
- 社外取締役が少数株主の代表であるという考え方が日本ではまだ根付いていない。英国のように社外取締役を対話の相手に想定するより、取締役会議長との対話を目指す方が当面は現実的だろう。

### 【投資家のレベルアップ】

- 放っておくと何もしない投資家も相当数いる。それらをいざなう役割もありそうだ。
- 集団的エンゲージメントを通じて、先行する投資家が頑張るのを横目で見て、他の投資家も学んでいく。そうした取り組みが投資家のレベルの底上げにつながる。

#### 【個別エンゲージメントへの上乗せを期待】

- 個別のエンゲージメントとは別に複数の投資家が集団的に取り組むルートがあつていい。エンゲージメントを行うチャンネルの多様化につながる。個別のエンゲージメントだと主張がどこまで届いているか分かりにくい。
- 日本版スチュワードシップ・コードは集団的エンゲージメントについて「有益な場合があり得る」としているのみで、投資家が「すべき」事柄とはしていない。位置づけが弱い。
- 集団的エンゲージメントは、個別エンゲージメントの補完と考えるべきだろう。
- エンゲージメントの最終目的は企業価値の向上であり、個別でも集団的でも、目的実現の手法にこだわるべきではない。
- 集団的にエンゲージメントに取り組む仕組みが出来たとして、それに参加していることをもってスチュワードシップ責任を果たしていると言えるだろうか。そうではないだろう。アセットオーナーの納得は得られないだろう。

## 2. 一般論から具体論に進むと、集団的エンゲージメントを進める難しさについて多くの意見が出された。

#### 【運営方法についての難しさ】

- 誰かが引っ張っていかないと集団行動は前に進まない。集団的エンゲージメントについても同じことが言える。
- 英国のインベスターフォーラムがとるアプローチのように、中心の役割を果たす機関が、エンゲージメントに参加する投資家の意見を代表して非公開で企業と対話するスキームは、日本でも求められていると思う。
- インベスターフォーラムの方式では、実際に企業との対話に臨むのが代表者だけなので、背後にどのような投資家がいるかが企業からは分かりにくい。エンゲージメントは対話なので、顔をさらけ出す形で行わないと効果が上がらない面がある。この投資家にこう言われたら対応しなければいけない、という意識が企業の間で高まることが望ましい。信頼を積み重ねていくことで、ようやく企業側が動いてくれるという面もある。
- インベスターフォーラムのように機関が中心となる方式をとる場合、機関のインセンティブは何だろう。中心の役割を果たす者に経済的インセンティブがない場合、その個人の使命感に依拠する形となる。持続可能性が気になる。
- 米国のようにプロキシファイトの形をとった方が、より広範囲の投資家を巻き込むことができ、分かり易いのではないか。

#### 【投資家間での合意形成の難しさ】

- 一般論のレベルでは投資家間で意見の一致をみても、どのような項目立てでエンゲージメントを行うかを具体化していく過程で意見が割れ、結果としてうまくいかなくなる場合もある。問題の所在については合意できても、企業へ求める内容とその優先順位づけまで合意することは相当に難しい。
- 投資哲学が異なる投資家や全く運用プロセスが違う投資家同士で、企業に対する働きかけの内容や話の持っていき方について合意できるかは疑問が残る。運用哲学や運用プロセスが似ている投資家同士で組んで始めるのが現実的だ。無理に最大公約数でまとめようとする、主張がぼやける。
- 同じ会社で複数のファンドマネージャーと一緒にエンゲージメントを行うことがあるが、当初は意見が一致していても、次第に途中で一人抜け二人抜けとなる。取り組みが長期にわたれば、当初の意見も変わってくる。社内でも異なる意見を、社外の投資家とも摺合せようとする、その手間は膨大になりかねない。
- これまでの経験からすると、例えば M&A の値段が安過ぎるときや、筋の悪い MBO が実行されようとしているときなど、投資家利益の毀損に対して拒否の姿勢を示そうとする場面では、途中で参加者の一部離脱が生じやすい。一方、企業価値の増大を目指す建設的な対話の場合、最大公約数的な事柄であれば、10 社や 15 社の投資家の間でも合意を形成することは難しくない。
- 国連の責任投資原則（PRI）で取り上げられているような、地球規模での取り組みが必要な課題、グローバルイシューは是々非々で選択しやすく、意見の集約が比較的容易だ。
- それほど回数は多くないが、国内外のアセットオーナーや運用機関と共同で企業と対話をしている。ただ、投資哲学や運用スタイルが異なる投資家から勧誘があった場合には、協力を断ったケースもある。やはり、哲学や投資先企業への課題意識に共通性がある投資家の方が協力関係を築き易い。
- 会社単位というより、運用者としての哲学が合わないといけないという部分もある。
- 見切り発車で始めて失敗したという結果は避けたい。

#### 【運用会社と企業にとっての負担】

- アクティブ運用の投資家としては、集团的エンゲージメントに取り組むからといって、個別のエンゲージメントの回数や取材の回数は減らせない。これらの活動に上乗せして集团的エンゲージメントが行われるようになると、企業側でも投資家側でも、現場が忙しくなる。そうした負担に値する効果は得られたのか、といった指摘に果たして応えられるかを懸念している。
- 複数で取り組んだ方がミーティングの回数も少なくなり、企業側、投資家側ともにエンゲージメントに要する作業量を効率化できる面もある。また、投資家が共有している意見を企業がまとめて聞くことができ、その意味で効率化へつながる面もある。
- エンゲージメントの総量が増加すれば、弱小運用機関にとって対応が難しくなる。投資家間の格差拡大にもつながる。企業側でも、IR 担当者が 1 名以下という例が珍しくない。
- 集团的エンゲージメントを 1 年間に何十回も 1 つの会社が受ければ大変だろうが、いきなりそのような事態が生じるかは疑問だ。
- 多くの企業は現時点で IR をさほど重視していない印象だ。本当にエンゲージメントが経営の根幹に関わると考えるようになれば、予算も人員ももっと増やすだろう。

### 3. さらに、戦術論の観点から次のような見方が示された。

#### 【感情的な反発と信頼の醸成】

- 個別エンゲージメントにおいても投資家の意見や指摘に激高するような経営者がいる。そうした経営者に対して集団で押し掛けようとしたら、却って対話が成立しにくくなるのではないか。
- 資本政策の「し」と言っただけで、企業側が激高したこともあった。
- 英国では社外取締役が主要な対話の相手だが、日本ではほとんどの場合社内役員が相手なので、感情的な受け止め方が全然違う。
- 激高したやりとりを一度交わした相手とは、後で腹を割って話ができるようになることもある。エンゲージメントにはそうした人間関係の機微がある。
- 時間の積み重ねを通じた信頼関係の醸成が有効な場面もある。

#### 【企業に対する圧力の諸相】

- 企業もしたたかで、投資家がいくら正論を述べても、それだけでは通りにくい。他方で、30%の株式を保有する投資家が来たとなると、企業は間違いなく話を聞く。数の力がものを言う。
- 企業からは、あなたはそう言うけど、他の投資家は違うと言われることもある。集団で行けば、企業も投資家共通の意見として受け入れざるをえなくなる。
- 英国でも、国内の機関投資家が集団的エンゲージメントに参加するとインパクトが違う。海外投資家はすぐ売らだろうと思われている。

#### 【先鋭化という選択肢】

- 企業側の意見集約の取り組みとしては、株式懇話会があり、経団連もある。個別に見れば企業側の意見も様々なはずだが、経団連を中心に一枚岩で行動している印象を作り出している。経団連が非常に保守的な意見を出して、それを全体の意見としている。これに対して、投資家の意見はばらばらだ。企業側の取り組みとバランスをとるのであれば、投資家としての総意を一番先鋭的なところで集約していくことも選択肢となるのではないか。

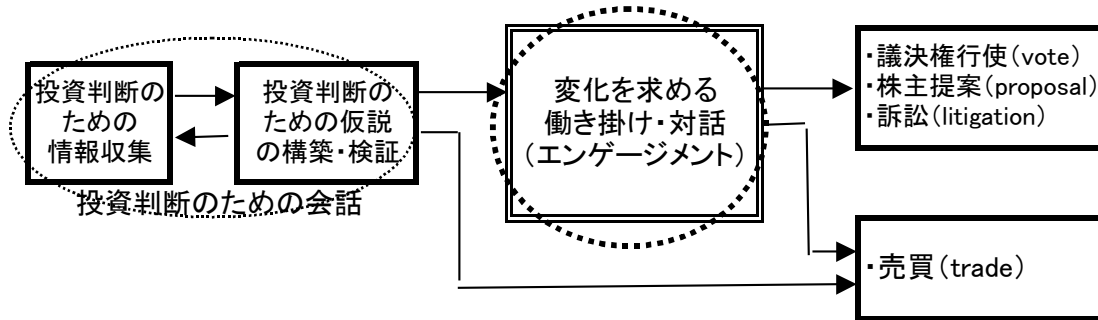
## II. 第14回会合では、第13回会合での議論を踏まえ、最初にエンゲージメントの役割と集団的エンゲージメントの位置づけについて、以下のとおり議論のフレームワークを整理した。

#### 【エンゲージメントは投資家行動の中でどのような部分を占めるか】

- 図表1に示すように、投資判断のための会話はエンゲージメントには含めない。投資判断のための情報収集や仮説構築・検証を目的とする会社とのコミュニケーションがこれにあたる。
- 議決権行使、株主提案、訴訟、あるいは保有株式売却などは、エンゲージメントの結果を受けての投資家側の反応であると整理して、エンゲージメントには含めない。

- 投資先企業に対して変化を求める働きかけ・対話をエンゲージメントとして位置づける。
- 金融庁などの規制当局に投資家の意見を届ける手法として集団的なアプローチは有効だが、エンゲージメントとは性格が異なるを考える。

<図表 1>



【集団的エンゲージメントのテーマや内容】

- エンゲージメントの種類を大きく、個々の投資家が個別に行うものと、集団として行うものに分ける。テーマによってむしろ個別的な取り組みに適したものと、集団としての取り組みが効果を上げるものがある。さらに集団として取り組む場合には、集団形成の方法に異なるタイプがありうる。これらの関係を図表 2 のように整理した。

<図表 2>

意見集約のコスト あるいは対話密度 (問題の明白さ)		A 何を問題にするか	B ・・・具体的には	C どんな対話に向いているか	D 投資家のアプローチ
1	低い (明白)	株主同士の利益相反	少数株主利益を犠牲にした特定株主との関係 —親会社による上場子会社の経済的搾取 —持合先との経済的に合理化しにくい取引	集団的 アジェンダ共通、株主 の交渉力増幅	パッシブの参加 ハブ&スポーク等機関型 グループ・団体等徒党型 ミーティング/レター
2	低い (明白)	会社と株主の利益相反	株主利益を犠牲にした自己保身 —買収防衛策 —会社財産の私物化	集団的 アジェンダ共通、株主 の交渉力増幅	パッシブの参加 ハブ&スポーク等機関型 グループ・団体等徒党型 ミーティング/レター
3	低い (明白)	明白な経営問題 (アクションなど)	コンセンサスが取りやすい経営問題 —過剰な非事業資産 —不採算事業(万年赤字の創業事業等) —グローバルイシュー(地球温暖化、児童労働等) —ガバナンス体制(独立社外取など、外形レベル)	集団的 アジェンダ共通、株主 の交渉力増幅	パッシブの参加 ハブ&スポーク等機関型 グループ・団体等徒党型 ミーティング/レター
4	中程度 (まあ明らか)	経営問題	やるべきだが、程度の判断が分かれる経営問題 —リストラ(事業撤退ほどではないが、不採算店舗、製品の整理、不祥事対応策など) —KPI設定(ROIC導入など) —ガバナンス体制(役員の人選など内容レベル)	集団的(増幅的) 実名集団的(増幅的) 個別的	アクティブ中心 機関型、徒党型 ミーティング/レター
5	高い (答えがない)	答えのない経営問題 (未来、方向性など)	そもそも何をやるべきか定かではない経営問題 —大幅な事業再編 —大型M&A —新規事業開発 —経営ビジョンの策定	個別的 FMやアナリストなど個人 対応	アクティブ中心 グループ・団体等徒党型 個別 ミーティング

※ C列に示す“対話の向き不向き”の観点からの整理は法律的な手続きなどの手間を考慮したわけではない。

- あるテーマが集団としての取り組みに適しているか、あるいはむしろ個々の投資家による個別の取り組みに向いているかを分ける大きな要因は、そのテーマに関する意見集約の容易さだ。これは投資家の間で意見の調整や合意に要する時間やリソースの量、すなわちコストに反映する。例えば問題が明白な場合、意見集約にさほど手間は必要としない。またテーマによっては、個別性が強く企業の経営内容に深く立ち入ることを必要とするものもあるし、あるいは多くの企業に共通する性格のものもある。こうした差異は対話の密度に関係すると同時に、意見集約のコストにも反映する。
- さらに企業による個別性が強いテーマの中には、投資家の受け止め方もまちまちで、仮に投資家が集団として集っても発言力の増幅を期待できない性格のものもある。
- こうした観点からすると、図表2の1、2、3で示すテーマの場合、投資家が共通の取り組み課題を作りやすく意見集約のコストが低く、しかも集団を形成することにより株主の発言力の増幅が期待される。パッシブ運用者も参加しやすい。
- 一方、図表2の4、5で示すテーマの場合、投資家側の意見を明確にまとめることが困難で、また密度の高い対話が要求されることもあって集団としての取り組みに向かないものが多そうだ。アクティブ運用者を中心とした取り組みとなろう。
- 集団形成の方法としては、参加者を代表して幹事会や事務局などの特定組織が活動の中心となる「機関型」と、参加する個別投資家の集まりとして投資家それぞれがグループや団体の表に立つ「徒党型」がある。
- また対話の方法として、手紙の送付や、集団的ミーティングなどが考えられる。

III. 上記のフレームワークを前提に、具体的な対話場面を想定しながら、集団的エンゲージメントに関する議論を深めた。

1. 集団として取り組む意義を改めて議論した。集団として取り組むに相応しい役割とテーマを確認する一方、集団的に行うことへの懐疑論も浮上した。そうした展開の中で、しっかりした個別のエンゲージメントがあってこそその集団的アプローチであるという認識を多くの参加者が示した。

【集団として取り組むに相応しい役割とテーマがある】

- 議決権行使の賛成率が低い（例えば60%など）議案など、明らかに企業の側に問題があるような案件については、共同で取り組むと効果がある。こうした案件には多数の投資家が参加しうる。
- 集団的な取り組みがリソース制約を打開する効果がある。「うちの名前を使ってくれ」ということで、他の組織などに影響力の行使を委託すれば、少ないリソースを最大限有効活用できる。

- 企業からみても、集団の方が対話の回数を節約できる。社長の時間は希少な経営資源だ。10人の投資家がそれぞれ社長の時間の1時間をもらう機会費用は大きい。投資家側が先に考えを合わせた上で集団として1時間もらう方が企業価値にとってプラスだ。
- エンゲージメントには、社内事情が障害となって進展しない企業側の取り組みを後押しする効果がある。例えば銀行において、IR担当者やCFOが株式持ち合いを解消しようとしても、営業担当役員に解消を申し入れにくいという社内事情があるかもしれない。そのような場合に、投資家が集団で株式持ち合いを解消すべきとのメッセージを送れば、そうした働き掛けを契機に社内での取り組みが進展するかもしれない。
- 有名な機関投資家がメッセージの発信に名を連ねていればさらに効果的だ。
- 報道等を通じたアナウンスメント効果も期待できる。集団によるメッセージ発信は市場の底上げには有効と思われる。
- 不祥事の恐れがあるにもかかわらず開示の悪い企業に対して、監査法人を変更すべきとの旨を記した手紙を送付し、経営陣を訪問した。そのケースでは、他の投資家も同様に手紙を送付したり、会社を個別訪問していたことから、結果として我々のメッセージが会社に届いた。この種のテーマでは共同歩調をとる効果が大きい。

#### 【パッシブ運用の投資家における取り組み】

- そもそも個別があつてこそその集団的アプローチだろう。運用プロセスが違ふと集団でまとまるのが難しい。これに対して、パッシブ運用は類似のプロセスなので意見を集約しやすいはずだ。
- 集約しやすいのは、多くの運用会社がアプローチしたにもかかわらず会社の対応が変わらなかった場合、あるいは指数に含まれる企業全体に正の影響を及ぼすようなテーマの場合だ。
- パッシブ運用の場合、対象とする銘柄数が多いので、保有割合と成功の見込みの両面から対話の効率性を考えて、対話の対象を絞り込む必要がある。時価総額が大きいとか、問題が重大であり波及しやすい、あるいは全体が良くなるアナウンス効果を期待できるとかが考慮材料だろう。
- 対話の対象を絞り込むときに時価総額の大きい企業を優先することについては、アセットオーナーの多くが理解を示している。
- パッシブ運用者による集団的エンゲージメントは、市場全体に波及する底上げ効果が大きな役割だ。その観点からは、市場の二極化という現実にも対処すべきだ。時価総額が小さい銘柄に関しては、リソースの関係から手間をかけられないのが現実だ。自社の名前を出す前提で事務局（機関）などに影響力の行使を委託し、事務局が代表してエンゲージメントに取り組み、取り残されがちな会社にもメッセージが届くのではないか。
- 大手アセットオーナーがパッシブ運用者に市場の底上げ（全体としてROEを高めるなど）を求めるのであれば、アセットオーナーを中心に組織化していく必要があるのではないか。



- パッシブ運用が集団的なアプローチに適しているとは必ずしも言えない。空中分解の経験もある。テーマに賛成しても解決策に同意できない場合もある。成功してもアセットオーナーに対して誰の手柄として説明するか、といった極めて実務的な問題もある。

#### 【集団的に行うことへの疑問】

- 企業側は一般的な話を聞き飽きているので、具体的な提案（重要提案ではないだろうが）を経営者に直に訴えることが大事だ。そうすれば企業の対応も投資家側が効果を実感できるものとなる。個別に工夫して取り組んだ方が効果をあげられるのではないか。
- エンゲージメントが個別か集団かは手段にしか過ぎない。経営者に投資家が気づきをもたらしてくれることは少ない、という企業の見方を直視すべきだ。
- そもそも対話について厳しい現実がある。例えば対話の機会が設定されても、「統合報告書を良くしてください」で終わりということも稀ではない。対話とはテーマがあって、見解のキャッチボールがあり、徐々にお互いの腹に落とし込んでいくようなもののはずだ。
- 集団で意思を疎通させていたと考えると、実際の対話の展開によっては、企業側の回答に対して個々の投資家の反応が異なることとなり、「意見が違うことが分かりました」と企業側から言われることにもなりうる。投資家の間にもともと温度差があるようなケースでは、実際に対話を行う者を絞るとか、代表者に委任するとかして、一貫したメッセージが明確に伝わるようにしなければ集団的なアプローチは機能しない。
- 集団形成するために投資家が話し合う手間を考えると、各投資家が個別に企業へのアクセス回数を増やす方が対話の効果が大いのではないか。業界知識豊富で対話も上手いベテランのアナリストを集めて、経営者とじっくり話し合わせた方が、効果があるのではないか。

## 2. 集団的エンゲージメントを実際に行う上で投資家が悩む問題についても議論した。

#### 【対話と「力」の行使】

- 買収防衛策の廃止や株式持ち合いの解消を訴えるにしても、資本政策とのかかわりもあるので、共同提案という形で議決権数を表に出した圧力が必要なのではないか。
- パッシブ運用の場合、議決権行使がそもそも対話のきっかけになっていることが多い。
- 対応を申し入れても企業側が動こうとしないとき、投資家が取りうる対抗手段は、取締役選任議案への反対などの議決権行使しかない。自らの対応次第で投資家の対応も変わるという了解が企業側にあれば、対話もより有効性を増すだろう。
- 買収防衛策などについては、結局投資家が反対するのであれば、対話の対象とするのは無駄という考え方が投資家側にも企業側にもある。
- スタンスとしては買収防衛策の導入・継続を一切認めていない。とはいうものの、対話の機会があるときには、折角の機会が単に物別れて終わらないよう、「なぜ認めないか」という考え

方を話すようにしている。企業が目指していることへの理解を示したうえで、そうした観点からも買収防衛策が本質的な問題なのだと伝えると、初めて「そうだったのか」と企業の側に腹落ちしてもらえる経験がある。ていねいに対話するとうまくいく。

#### 【共同保有に踏み込むべきか】

- 日本における集团的エンゲージメントのプラットフォームとして「一般社団法人機関投資家共同対話フォーラム」が設立された。「徒党型」の組成だ。共同保有、重要提案が問題にならない範囲の活動を想定している。しかし、本当にこの方法が最善なのかについては、議論の余地がある。
- 共同保有や重要提案に抵触しないような工夫を凝らすより、明確に共同保有として議決権数を示し、重要提案を行う方が適切だ、ということもあるのではないか。
- カナダにおける集团的エンゲージメントのプラットフォームは「機関型」で、英国と異なって投資家が名前を出して対話に参加する。カナダでは共同保有の問題は特に意識されていないようだ。（運営委員会注：英国のインベスターフォーラムでは、投資家側の会話はすべて中心となる事務局（機関）と、エンゲージメントに参加する個々の投資家の間で行われ、投資家同士が直接意見の交換や調整を行うことはない。この方式はハブ・アンド・スポークと呼ばれている。）

#### 【海外投資家との連携】

- 海外投資家と連携すると効果がありそうだ。特に買収防衛策や手元現預金の積み上がり問題に関して共同で取り組めそうだ。
- 議決権を背景にした圧力という観点から言えば、海外の大手年金基金など規模の大きいところと組む想定は必要だろう。
- 海外投資家から徒党を組むよう誘われることはしばしばある。アクティビストが票数を増やしたいケースが多い。問題意識は共通していても、手法が強圧的であれば同意できない。
- 海外投資家が企業に会いたいといって来日するケースの多くは不祥事が理由で、問題が明確だ。資本政策への提案などは日本では重要提案行為になりやすい。
- 海外投資家と集団で企業を訪問した際、投資家がそれぞれの意見を述べたところ、「結局、あなた達、言っていることが違うじゃないですか」との印象を企業側に与えて終わった。一貫したメッセージの伝達には貢献しなかった。
- 個別エンゲージメント重視の立場から言えば、海外投資家との連携云々よりもまずしっかり個別に取り組むことが重要だ。国内勢だけで取り組むにしても、海外投資家と連携するにしても、集団で行うことは同程度に難しいのではないか。

#### 【対話の手順】

- 個別エンゲージメントをまず重視する立場から言えば、対話の限界が見えて初めて、他の投資家と組むことを考える。
- 投資家が集団的に行動するケースが報道されると、我々も参加した方がよいのではと運用会社の経営者は考えてしまうが、本来は運用プロセスが違えばアプローチも運用会社単位で異なっているはずだ。
- 同じ会社の複数のファンドマネジャーで対話に臨むときにも、代表者を決めただけで、話のもっていき方の手順を打ち合わせるなどの事前調整を行っている。異なる会社の間が共同で企業に対する集団的エンゲージメントの場合、事前調整や作戦がさらに重要だ。投資家の側で意見の一致を得られやすい比較的に単純な問題については集団的なアプローチもいいが、交渉ごとなどは個別の取り組みがむしろ向いているように思う。
- そもそも集団的エンゲージメントは、誰かの提案（株主提案などを含む）に乗ることや、会社提案を否決することとは異なる。たまたま集まることが集団的エンゲージメントではない。個別の対話が立ちいかなくなり、集団での取り組みが模索され、あるいはアクティビストが囁んでくる、といった手順があるのではないか。集団での活動が個別の対話に戻るというサイクルも想定できる。

以上

## <投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせて新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘<sup>(注1, 2)</sup>するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

### (注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針 7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

### (注2) 伊藤レポート (p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

\* 投資家フォーラムの活動内容については下記のホームページをご覧ください。

<http://investorforum.jp>