

2018年3月19日

投資家フォーラム

投資家フォーラム 第6回 オープンセッション 概要

日時： 2018年1月30日（火） 18:30～20:30

会場： 株式会社 QUICK QUICK Square

東京都中央区日本橋室町 2-1-1 日本橋三井タワー14F

テーマ： 集团的エンゲージメント

出席者： 投資家フォーラム第13回会合、第14回会合の参加者のうち7名（司会を含む）
および上場企業関係者等26名

資料： 投資家フォーラム 第13回・14回会合 報告書

議事概要は以下のとおり。

最初に、投資家フォーラム第13回および第14回会合での議論の概要が主催者側より紹介された。その後、企業の参加者がコメントし、投資家側が答えるという形で意見交換が進行した。

信頼関係が重要

企業：

- ✓ 個別的であれ集团的であれエンゲージメントを有効に機能させるためには、企業と投資家間の信頼関係が前提だ。

投資家：

- ✓ 企業に対して厳しいことを言い、総会議案に反対票を投じることもある。企業側からは、同意すると言えないが、意見は尊重されると言われることはある。
- ✓ お互いの考え方の違いを受け入れることが信頼につながる。

メディア関係者からのコメント：

- ✓ 対話といっても集团的エンゲージメントという枠組みの中では、対立構造になるので

はないか。

集团的エンゲージメントについての認識

企業：

- ✓ 複数の投資家の集団から同じ意見を聞けば、おそらく投資家の総意だろうと企業は受けとめる。一方、投資家の間でも意見に差があることを知るのも集団による対話の利点だ。1対1の対話だと投資家の意見を相対化することがむずかしい。集团的エンゲージメントを行う場合、意見の集約の一方で、投資家の個々の意見も伝えられる形が望ましい。
- ✓ 他国からの借り物でない日本的なエンゲージメントは、失敗を繰り返しながら作り上げていくべきだろう。最初から成功させることを目的とするようだとおかしい。最近では投資家も企業も中長期の視点から対話するようになっている。そこから本当の意味でのエンゲージメントの形が生まれるのではないか。
- ✓ 集团的エンゲージメントで取り上げやすいテーマ¹は、投資家が合意しやすいものだろうから、企業から見るとほぼ通告に近いものと受けとめられる。意見交換とは違うのではないか。
- ✓ 経営者が一番対話をしたいと望むのは経営問題であって、自身も迷っていて、投資家の意見を聞いてみたいと考えている事柄だ。
- ✓ パッシブ運用の投資家との対話は難しい面がある。面談を申し入れても、会ってもらえないケースも多い。そうした投資家の意見を集約してもらえるのであれば、企業の側にとってもありがたい。

投資家：

- ✓ 集团的エンゲージメントを進めるために立ち上げられた組織として協働対話フォーラムがあるが、いわゆる重要提案行為は行わず、共同保有の合意もしないとしている。
- ✓ 海外の事例では、集团的であれ個別的であれ進行中のエンゲージメントは非公開で行うようだ。アクティビストがメディアなどを利用して企業への圧力効果を高めようとするのに対比される。
- ✓ 集团的エンゲージメントに取り組む場合、投資プロセスや投資哲学が異なる投資家同士では必ずしも意見がうまくまとまらない。社内でもグロース重視とバリュー重視の

¹ 投資家フォーラム第13・14回会合報告書<図表2>を参照。

運用者では意見が違ふことが多い。ある程度類似の投資哲学を持つ投資家ごとに集まることになるのだろう。パッシブ運用の投資家の間では意見の集約が比較的容易だろう。

- ✓ 投資家はあまりにも損益、特に短期の損益に偏った取材をやり過ぎるという反省もある。中長期の観点から対話をする、企業側からそうした質問をする投資家は少ないというような反応がある。
- ✓ UNPRI²のグローバルイシュー（地球規模の課題）のように簡単に答えを見いだせない事柄について、互いに共通の目的に向かって知恵を出し合う場だと参加しやすいのではないか。

集团的エンゲージメントをどう行うか

企業：

- ✓ 経営者のメンタリティーを考えると、一方的に守勢に回ることを強られるものと捉えられないような形でスタートしていった方がいいと思う。企業が前向きに取り組める課題から取り上げれば経営者も対話に臨みやすい。

投資家：

- ✓ 集团的エンゲージメントだからと言って、書簡を送って要望を突き付けイエス・ノーを迫るという形に常になるかということ、そうではない。エンゲージメントが対話だとしたら、もっとモデレートな方法が普通ではないか。
- ✓ 個別的なエンゲージメントの場面では、何を課題もしくは問題と考えているかをまず投資家が説明し、それに対する企業の反論を聞き、合意形成ができたなら、取り組みの話をする、というステップが考えられる。ただ、このやり方は集团的エンゲージメントには馴染まないようにも思う。
- ✓ 集团的エンゲージメントと少しずれるかもしれないが、あまり忙しくない時期に投資家を企業が集め、意見を聞くことも有用だろう。

社外取締役との対話は有効

企業：

- ✓ 投資家やその他のステークホルダーの意見を代弁するのが社外取締役の役割だとすれ

² 国連責任投資原則（PRI:Principles for Responsible Investment）

ば、そこが対話の窓口になるのは自然だ。書簡やエンゲージメントを通して直接に社外取締役から問題提起されたら、間違いなくそれは社内で無視できなくなる。

- ✓ 社外取締役から指示が降りてくると、積極的な対応につなげやすい。例えばCSRやESGへの対応を進める上で、投資家の意見が社外取締役を通して下に降りてくるとやりやすい。社内の消極派も反対しにくい。

投資家：

- ✓ 社外取締役が企業経営の経験者で、しかもすでに社外取締役として3~4年の経験がある場合、少数株主の代表としての目線から意見を出してもらえる。
- ✓ 社外取締役との面談においては、社内者が同席することも同席しないこともある。社内者が同席しない場合には、社外取締役には率直に、社外から見た会社の文化などについて聞くことが多い。
- ✓ 社外取締役、投資家は共に社外者であることから、社外の視点から問題点を共有し、非常に意気投合することがある。このような場合、社内者が同席していれば社外からの視点を説得力を持って伝えることができる。
- ✓ 英国ではエンゲージメントと言ったとき、投資家と社外取締役が会うのが暗黙の了解だ。取締役会において社外取締役は少数株主の代表であり、彼らを通して投資家の意見が経営陣に伝えられる。
- ✓ 海外の企業の例だが、経営トップが比較的投資家と面談する機会が多いのに対し、その他の経営陣にあまり機会がないので、社内と社外の取締役と一緒に投資家との対話に参加する場が設定されている。有効に機能しているように感じている。

研究者からのコメント：

- ✓ 1つの提案だが、社外取締役や社外役員と機関投資家の間のエンゲージメントの場に経営陣も参加し、双方の意見のやり取りを聞くことも非常に有益なのではないか。

書簡を送る側の意図、受け取る側の受けとめ方

企業：

- ✓ 複数の投資家が連名で企業に書簡を送付し、その事実と内容を公表することは、企業の意識向上を図る上で有効だと考える。ただ、その場合も信頼関係の無い企業を送付の対象とすると単なる圧力だと捉えられかねない。むしろ企業側の対話姿勢の後退に

つながることが懸念される。

- ✓ 書簡の送り先の部署がどこかが重要だ。例えば、送り先が株式担当であるか、I R担当であるかによって、その後の処理のされ方が違う。
- ✓ 過去に英国の機関投資家から書簡を受け取った。ガバナンスの外形的な基準に関する内容で、会社の個別事情を説明してもらっても仕方がないので、会社からの返答は不要と伝えられた。意図は理解したが、この場合、会社として対応しないことになってしまう。
- ✓ 時々海外投資家から返信不要の書簡を受け取るが、中には大変参考になるものもあり、企業としてまったく対応していないということではない。
- ✓ 一度書簡を受け取ったからといって、それで企業が直ちに変わるものではない。繰り返し粘り腰で企業に働きかけることが重要ではないか。

投資家：

- ✓ 協働対話フォーラムにおいては、書簡の送り先について信頼関係の有無などは考慮していない。趣旨を説明した上で、意見交換の希望を表明する内容の書簡を送付している。テーマなどについて公開することになるが、送り先の会社名や対象企業の数などは一切公表しない。圧力を一方的にかけているというような捉え方をされないように注意している。
- ✓ アクティビストは、話がうまくいかないから書簡を会社に送りつけ、送付したことをメディアにリークして、一方的に会社に圧力をかける。内々で話していることを一方的に暴露するのであれば、信頼関係は成り立ちえない。
- ✓ 英国では書簡送付が慣習で、必ずしも圧力をかけようとする意図をもっていない。一つの文化だ。
- ✓ 口頭で伝えるより、少し強い意図であることが間違いなく伝わるように、書簡を送付したことがある。
- ✓ 個別経営の内容というより外形的なガバナンス等について書簡を送付する投資家は確かにいる。そうしたアプローチは必ずしも有効ではないと考えている。個別の会社、個別の事情に合わせた話し合いを重視している。

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^(注1、2)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>