

**最終報告書**

2013 年 11 月

野村資本市場研究所

**米国における機関投資家の投資先企業  
に対するエンゲージメントのあり方に関する調査**

- 今回の調査にあたっては、米国における機関投資家の投資先企業に対するエンゲージメントに関して実態を調査するため、米国の機関投資家に対してヒアリングを行った。具体的なヒアリング先は図表1のとおりである。

図表1 委託調査におけるヒアリング先

名称	分類	概要
BlackRock	独立系大手運用会社	米国を本拠として、世界 30 カ国の 60 強の拠点と従業員約 10,000 名で事業を展開する世界最大の資産運用会社。パッシブ運用やアクティブ運用に基づく債券ファンドや株式ファンドを提供するほか、世界最大の ETF 事業も抱える。
CalPERS (カリフォルニア州職員退職年金基金)	公的年金基金	カリフォルニア州の現役及び退職後職員向けの公的年金基金。米国最大の公的年金基金であり、運用資産は、株式、プライベート・エクイティ、インカム商品(債券等)、不動産、実物資産等に投資されている。
CalSTRS (カリフォルニア州教職員退職年金基金)	公的年金基金	カリフォルニア州の教職員向けの公的年金基金。教職員向けの年金としては世界最大規模。運用資産は、株式、債券、プライベート・エクイティ、不動産等に投資されている。2013 年に設立後 100 年を迎えている。
匿名希望	独立系大手運用会社	—
匿名希望	米国大手銀行持株会社系運用会社	—
匿名希望	米国大手銀行持株会社系運用会社	—
The City of New York (ニューヨーク市年金基金)	公的年金基金	ニューヨーク市の職員等向けの公的年金基金。年金基金は、市職員向け、市警察職員向け、市消防部職員向け等、5 つのファンドに分かれている。管理官がこれら 5 つのファンドの投資管理に責任を負う。
Prudential Investment Management Inc.	米国大手金融サービス会社系運用部門	プルデンシャル・フィナンシャルの資産運用部門。プルデンシャル・フィナンシャルは米国、アジア、欧州、ラテンアメリカ等に拠点を有し、生命保険、年金、退職関連サービス、ミューチュアル・ファンド等を提供している。
TIAA-CREF	独立系大手運用機関	教育・研究機関、医療機関関係者等に対して退職関連サービス、年金、各種貯蓄商品、保険、ミューチュアル・ファンドを提供している。従業員数は約 8,000 名。
匿名希望	独立系大手運用会社	—

## 【ヒアリング項目】

- 原則として、下表の項目を中心にヒアリングを実施した。但し、面談時間の制約もあり、全ての面談先に関して網羅的にヒアリングをしたものではない。

エンゲージメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● エンゲージメントの対象先、エンゲージメントを実施する状況</li> <li>● エンゲージメントの態様(重視するテーマ、出席者、対話の開始方法 &lt;機関投資家と企業のいずれが対話の申し入れを行うか&gt;)</li> <li>● 運用形態(パッシブ運用やアクティブ運用の別、等)がエンゲージメントに与える影響</li> <li>● 当初のエンゲージメントで投資先企業から納得できる反応が得られない場合の対処方法</li> <li>● エンゲージメントを行ううえでの制度上の制約の有無(インサイダー情報を授受するリスク、等)</li> <li>● 共同エンゲージメントを行うことについての姿勢及び評価</li> <li>● エンゲージメントの効果についての評価</li> </ul>
議決権行使	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 議決権行使方針及び行使結果の個別開示についての取組み及び評価</li> <li>● 議決権行使結果の個別開示数、及び、個別開示に係るコスト、等</li> <li>● 議決権行使方針の内容</li> <li>● 議決権行使助言会社等のサービス会社に対する評価、利用実態</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 英国スチュワードシップ・コードに対する認知度と評価</li> <li>● ICGN 機関投資家責任原則についての認知度と評価</li> <li>● エンゲージメント・プロセスや議決権行使プロセスに関して、監査法人からの簡易な監査(保証報告書)を促すような枠組みの有無</li> </ul>

## 【ヒアリング結果の総括】

- 個別ヒアリング結果(後述)を踏まえると、米国機関投資家におけるエンゲージメント及び議決権行使実務に係る実態及びこれら活動に関する主要な論点は以下のように取り纏めることができる。

### (1) エンゲージメント(企業との対話)

- 米国には、エンゲージメントに係る確立されたスタンダードは存在しないが、今般のヒアリング対象先の全てがエンゲージメントを実施している。また、ヒアリング内容を踏まえると、近年、エンゲージメントを積極的に活用する投資家が増加傾向にあると考えられる。
- エンゲージメントの目的としては、運用資産の保護・価値の増大を通じて、受託者責任を果たすことが意識されている。
- エンゲージメントの実務に関しては、まず、機関投資家側から対話を求めることもあれば、投資先企業からエンゲージメントを開始する場合もあり、対話の開始方法としては双方向の取組みが一般化している。但し、エンゲージメント対象先の選定方法やエンゲージメントで重視

する事案については、各機関によって異なっており、各機関が試行錯誤をしながら、自らの組織形態や運用手法に見合った取組みを進めている。また、エンゲージメントの参加者については、投資先企業からはエンゲージメントの議題によって参加者が異なることが一般的であるほか、機関投資家サイドからの出席者については、各機関のコーポレート・ガバナンスに係る内部組織のあり様によって違いがみられた。

- エンゲージメントを阻害する制度要件として、インサイダー取引規制やレギュレーション FD を挙げる先は限定的であった。機関投資家だけでなく投資先企業においても、エンゲージメントのプロセスにおいてインサイダー情報が授受されないように十分な配慮をしている。こうした対応が進んでいるため、インサイダー取引規制がエンゲージメントを阻害するには至っていないと考えられる。他方、共同エンゲージメントについては、米国証券取引所法 13 条 (Schedule 13) が阻害要因になっているとの指摘が聞かれた。これが一つの背景となり、米国では、共同エンゲージメントを積極的に進めている先と慎重な先に分かれているように見受けられる。
- エンゲージメントの効果に関しては、投資先企業との間で相互理解を深めることができる、また、投資先企業のコーポレート・ガバナンスの改善を促すことができるという点では概ね意見の一致をみているが、エンゲージメントが投資先企業の企業価値 (株主価値あるいは投資リターン) をどの程度高めているのかという点については、実証的な分析の難しさを指摘する声もあり、必ずしも一致した見解があるようには窺われない。但し、長期投資家にとって、エンゲージメントが運用手法として不可欠のツールであるとの認識は共通しているように見受けられる。

## (2) 議決権行使

- 現行の議決権行使制度に関しては、議決権行使結果の個別開示が適用されたこと等から、透明性の向上に繋がり、制度の趣旨に照らして、概ね望ましい効果の実現できているとの評価が多く聞かれた。その一方、議決権行使結果の開示に伴い、IT システム対応等に相応の費用が発生している点、及び、議決権の行使結果に関してメディア等から批判を受けてしまうリスクに懸念を示す先もある。
- 議決権行使結果の個別開示に関しては、1940 年投資会社法上の登録会社が対象とされており、この条件に該当する機関投資家からは全件開示を行っている旨の説明があった。なお、開示対象となる会社数は各機関で違いがある。
- 議決権行使方針の内容は、顧客や受益者の最善の利益を確保する目的から策定され、開示されている。
- 面談先のほとんどの機関投資家は、議決権行使助言会社等からのサービスのうち、米国上場企業については、議決権行使の推奨 (レコメンデーション) サービスは利用せず、リサーチ・サービスだけを利用している。リサーチ・サービスについては、情報の整理や企業分析作業を軽減するうえで有益であるとの意見が太宗を占めている。この背景には、今般のヒアリング

先が、大手機関投資家であり、議決権行使対象企業数が多い状況に置かれていることも影響していると考えられる。

### (3) その他

- 英国スチュワードシップ・コードについては、内容を詳しく認識している先は少なく、余り詳しくないとする先や全く関知している先が太宗を占めた。認知度が低かった理由としては、今般の面談先の多くが米国において業務を行っている担当者であったこと、また、米国ではスチュワードシップ・コードやエンゲージメントに関するスタンダードが存在しないこと等が考えられる。
- 英国スチュワードシップ・コードを把握している先からは、同コードはエンゲージメントや議決権行使に関する原則を示したものとして一定の評価はできるとの声が聞かれた。但し、英国スチュワードシップ・コードがグローバルに適用し得るものであるという意見は聞かれず、スチュワードシップ（・コード）のあり方は各国によって異なったものになるべきであるという指摘が太宗を占めた。特に、各国の企業文化や運用業界の諸特徴等を踏まえた内容にすると共に、エンゲージメントの進め方については投資家の裁量が働くような仕組みを取り入れることが重要であるとの指摘が多く見受けられた。他方、ICGN 機関投資家責任原則に対する米国内の認知度は英国スチュワードシップ・コードよりも一層低いものと推察される。
- エンゲージメント・プロセスや議決権行使プロセスに関して監査法人からの簡易な監査を促すような取組みが米国にあるかという点に関しては、ほとんどのヒアリング先から認識していない旨の回答を得た。ごく一部の先から、そのような取組みを聞いたことがあるとの声が聞かれたものの、監査対象が議決権行使手続きであるか、あるいはエンゲージメントであるか、認識に開きがあった。以上から推察すると、議決権行使にせよ、エンゲージメントにせよ、監査法人による簡易監査を受ける実務は米国では普及していないと考えられる。

## 【個別ヒアリング結果】

面談先: BlackRock(ブラックロック)

### エンゲージメント

- エンゲージメントに関しては、コーポレート・ガバナンスの担当チームを、地域ごとに配備している。米国・南米・カナダはサンフランシスコとニューヨークを拠点に、欧州及び中近東はロンドン、アジアについては、日本とオーストラリアは各国に、日本以外のアジアは香港に拠点を置いている。
- 各地域では、異なるエンゲージメントのやり方を行っている。ちなみに、日本では2~3年前に比べて、エンゲージメント活動が数倍になっている。
- 米国におけるエンゲージメントの主要な目的は4つである。第一は、議決権行使の準備として、投資先企業をよく理解するための活動である。第二は、投資先企業に重要なイベントが発生した場合に、そのイベントを理解し、また当該イベントに対する投資先企業の望ましい対応を考察するためのものである。第三は、社内ではテーマ別(thematic)活動と呼んでいるものであり、主に、投資先企業の属する産業に関連した重要テーマについて考察するためのものである。一例を挙げると、英石油関連社のメキシコ湾でのオイル漏れ事故に関して、同業他社に対して、事故の教訓をどのように学び、それを経営にどのように活かしているかを聞くという活動がある。また、経営者報酬体系に関して、各産業の取り組みを考察するという場合もある。第四は、投資先企業の収益パフォーマンスに関する対話である。社内独自のモデルで投資先企業の収益力を評価し、不十分な収益しか上げられていない先を中心に、その原因等を議論するものである。あるいはまた、ESG投資の観点から、投資先企業と対話をすることもある。
- このような4つの目的を基にエンゲージメントを行っているが、その根本的な目的を一言で言うならば、投資先企業をよりよく理解すること、また、投資先企業に対して、株主の視点や考え方を理解してもらうことにある。こうした相互理解を熟成するのがエンゲージメントに他ならない。
- 相互の理解が不足していると感じられる場合には、幾度となく対話をしていくことになる。但し、当社のエンゲージメントは、投資先企業に対して、「これをこうすべきである」という強硬な姿勢を取るものではない。むしろ、投資先企業にとっては当然のことであるが、企業内部にいない株主の立場からすると当然ではないこと、あるいは、この逆の関係に関して、相互の理解を深めることに重点が置かれている。企業経営者にしてみれば、自らが属する業界や自社の状況に照らして当然の情報や当然の判断も、株主にとっては必ずしも自明ではないことはあり、その溝を埋めるためにエンゲージメントが実施されている。
- エンゲージメントの対象は言わば全ての投資先企業となる。投資先企業への持ち分比率や投資金額で明確に選別することはしていない。小規模企業であっても、また、持分が低くても、社内の定量モデルを通じた企業評価等に照らして何かおかしいことが確認された場合には、エンゲージメントの対象になる。尤も、超大手企業で当社の持ち分が大きい企業において、経営者

交代の動きが出る等した場合には、積極的にそうした議論に関与していくことは言うまでもない。

- エンゲージメントの出席者は、コーポレート・ガバナンス・チームのメンバーやコーポレート・ガバナンス・オーバーサイト・コミッティの委員が中心となる。同コミッティは、投資チーム（インデックス運用チーム、クオンツ運用チーム、ファンダメンタル・アクティブ運用チーム）から選出された委員等から成る。また、ポートフォリオ・マネージャーが参加することもある。投資先企業からの出席者は状況により様々であるが、一般的には、IR 担当部署の社員、法律顧問、また、報酬に係る議題の場合には、人事部のヘッドや報酬委員会の委員長等となる。エンゲージメントは当社から働きかけて行うこともあれば、投資先企業から持ちかけられることも多い。投資先企業から持ちかけられた場合には、取締役会メンバーが参加することもある。また、CEO や CFO の場合もある。アクティビストから行動が起こされている状況や敵対的買収が提案されている状況では、経営トップは必ず出席している。
- 明確なルールという訳ではないが、経験則として 80%vs. 20%ルールがある。8 割の先は特に問題がないが、2 割程度の先に問題が発生する傾向がある。言うまでもなく、この 2 割の先を集中的にエンゲージメントの対象としていくことになる。
- 年間のエンゲージメント数は概ね 3,000 件程度ではないかと思う。これには、数十時間かけて準備をして対話を行うものも、ほんの 10 分間だけ電話で話すものも含まれる。当社の顧客である投資家は長期投資家であるので、エンゲージメントも長期的観点から、時間をかけて実施することになる。例えば、20 年以上も取締役を務めてきた人物の再選議案があった場合に、エンゲージメントを通じて、当社の反対意見を説明し、そのうえで反対の議決を提示する。それでも当該取締役が再選されたならば、翌年も当社の考え方を投資先企業に説明し、同じく反対の立場を表明する。こうした作業を言わば繰り返していくことも、エンゲージメントの一つの実態である。なお、こうしたプロセスのなかで、コーポレート・ガバナンス・チームとポートフォリオ・マネージャーの間で、取締役会の質や経営陣のリーダーシップについて議論をしていくことも多くある。
- 対話する相手は、投資先企業に限られるわけではなく、例えば、新しい取締役の必要性等を議論する必要がある場合には、投資先企業のアドバイザーを務める投資銀行と話しをすることもある。要するに、エンゲージメントは、我々株主・投資家の問題意識を投資先企業に説得していく幅広いプロセスといえることができる。
- エンゲージメントの最中に、思いがけずインサイダー情報に触れてしまうことは、ごく稀ではあるが発生する。こうした場合に当社では、その事実を直ぐにコンプライアンスに伝える体制になっており、コンプライアンスが直ぐに当該銘柄を取引禁止銘柄に設定し、当該銘柄の取引をモニタリングしていくことになる。他方、発行体の方でも、インサイダー情報を伝達してしまった場合には、速やかに文書 (issuer statement) を発出する措置をとっている。但し、インサイダー情報かどうか一概に判断できない場合で、例えば、エンゲージメントの 2 日後に CEO が投資家向けにプレゼンテーションを予定している状況では、プレゼン当日まで対応をとらないということもあるのかもしれない。

- 米国では、英国で言うような意味での共同エンゲージメントは実施していない。その理由は基本的には、規制の経緯(regulatory history)による。米国では、他の投資家と共に経営上の重要事項に関してエンゲージメントを実施したとすると、当局に対して、Schedule 13GではなくSchedule 13Dに基づく報告をする義務が生じる可能性が出てくる。当社では、簡易な報告である13Gを利用することを一つの目的として、共同エンゲージメントを実施していない。このように、共同エンゲージメントに関して米国の現行規制が明確さを欠いていることが、米国で共同エンゲージメントが実施されていない理由だと思われる。これに対して英国でも同様の規制体系になっているが、他の投資家と話しをし、行動に移すことを止めるようなものとは解されていない。
- エンゲージメントのメリットは、投資家と投資先企業の相互理解を深めることにある。特に、経営の方向性や産業特性の理解をするうえで有益である。

### 議決権行使

- 米国の議決権行使の問題は、主要な議決権に関するスタンダードが確立されていないことである。他国では、取締役会の選任議案には過半数の賛成が必要とされるが、米国では必ずしも明確な基準はない。
- 議決権の行使数は年間 12,000 件程度であり、対象は 1940 年投資会社法の登録投資会社である。
- 議決権行使のための社内システムの構築費用や年間の運用費用はかなりの金額に達する。当社自体が当該費用を負担している部分と、場合によってはファンドの投資家に手数料を通じて負担してもらうこともある。
- 議決権行使のポリシーはグローバルに統一されているが、実際の運用に際しては、地域の実情に合った形で議決権を行使することになる。例えば、ポリシー上は、CEO と取締役会議長は別々が望ましいと考えているが、米国では兼任することが多く、こうした実務実態をある程度勘案しながら運用することになる。なお、議決権行使で最も注目されるのは経営者報酬であろう。
- 2 社の議決権行使助言会社を利用している。利用に際しては、前述の 20%の問題のありそうな企業を選別する際に活用しているのであって、助言会社の提案通りに議決権を行使しているわけではない。議決権行使会社の分析を参考にして、注意深く観察すべき投資先企業を選別したうえで、改めて当該会社のディスクロージャーを検証し、追加の調査分析を行うことになる。更に、ポートフォリオ・マネージャーの意見も聞くことになる。
- 議決権行使会社のシステムはかなり複雑なシステムから設計され、ローマージンということもあり、数社の寡占状態になっていると思われる。

## その他

- 英国スチュワードシップ・コードは熟知しているほか、ICGN では議長を務めている。諸外国も含めて、エンゲージメントが投資先企業の企業価値を向上させたことを示した分析は実はほとんどないのではないか。というもの、エンゲージメントは、時間をかけて、企業との相互理解を高めることにその本質があるので、定量分析にはあまり馴染まないからである。エンゲージメントとは、CEO との対話のなかで、「こうしたことはしない方がいいのではないか」等といったやり取りを時間をかけて行うものであるため、その効果を客観的に計測するのが難しいことは分かってもらえるであろう。但し、カルパースが丁度最近、関連するレポートを発出していたように思う。

## エンゲージメント

- 我々のコーポレート・ガバナンスに係る活動は、金融市場改革、投資先企業へのエンゲージメント、我々の資金を預ける外部運用者や投資ビークルへのエンゲージメントから成る。これらのガバナンス活動は、我々の資産が長期のリスク調整後リターンを生み出し、メンバーの便益として確保され、利用されることを目的に実行されている。
- 投資先企業へのエンゲージメントは、我々のガバナンス活動の重要分野である。特定の関心事項について詳細な分析を行い、取締役や経営陣と対話することに焦点が当てられている。通常、エンゲージメントの場では、財務面での長期に亘るアンダーパフォーマンスへの対処策や、投資先企業の再建と改善に向けて、どのようなガバナンス改革が必要になるかを議論する。
- エンゲージメントの対象となる米国企業は、我々内部の「Focus List Program」という評価プログラムを通じて識別される。評価プログラムは年次で実施される。このプログラムは、株価リターンとコーポレート・ガバナンスの両面から企業を評価し、二つの観点からパフォーマンスに劣る企業を識別するものである。コーポレート・ガバナンスに関しては、取締役会の質、ポイズンピル、独立取締役(の欠如)、経営者報酬と株主権利の一致度合い、環境問題やソーシャル・イシューに係るリスク管理、等の観点から評価される。こうしてリストアップされた企業は投資委員会のレビューを受け、承認される。その後、我々は、対象企業の実績や経営陣に対して、直接的にエンゲージメントを実施する。エンゲージメントは、最初のエンゲージメントから3年間までは、望ましい改革が実現するまで継続される。なお、エンゲージメントの期間中であっても、必要があれば、株主提案を提出することもある。
- 最近では、我々の利益と投資先企業の利益を調和させるために、マジョリティ・ボートイングや Say-on-pay について積極的に活動している。
- 法律が株主に十分な権利を与えていない特定の問題(例えば、取締役の選任等)に関してエンゲージメントを実施することもある。あるいは、新たな問題点が発生した場合、その問題をよりよく理解し、取締役会の見通しを聞く場合にもエンゲージメントを実施する。一例を挙げれば、金融危機を受けて我々がリスク管理に対する考え方を改めるなかで、最大手の金融機関の取締役会と対話を持ったこと等がある。
- エンゲージメントの方法としては、公に活動するよりも、プライベートな対話と議決権行使を通じて改革を促す方が効果が上がる可能性に注目し、2010年に後者の方法を重視する戦略を採用している。
- エンゲージメントを通じて投資先企業に改善を促すことによって、年金受益者に対して重要な利益を提供することが出来ていると考えている。Focus List Program を通じたエンゲージメント活動と長期的な株主価値の間には明確なプラスの関係があると考えている。例えば、1999年

～2008 年にかけて同プログラムを通じてエンゲージメントを実施した企業(155 社)の株価パフォーマンスを調べたところ、ベンチマークをアウトパフォームすることが確認されている。この効果は「カルパース効果(CalPERS Effect)」と呼ばれている。

### 議決権行使

- 株主としての重要な権利の一つが議決権行使である。我々はグローバルでは10,000社を超える投資先企業への議決権を行使している。議決権行使は、我々の原則に照らして実行される。

## エンゲージメント

質問: どのような企業に対して、どのような状況においてエンゲージメントを実施しているか。

回答: We will engage companies that we believe are not operating in the best interests of their shareholders.

仮訳: 株主の最善の利益になるように運営されていないと考えられる企業に対してエンゲージメントを実施する。

質問: エンゲージメントの主要な目的は何か。

回答: To try to get them to operate in a manner that is in the best interests of their shareholders.

仮訳: 株主の最善の利益になるような方法で会社運用を行うように仕向けること。

質問: 投資先企業と対話をする際に、主要なテーマや議題はあるか。

回答: Yes. We tend to focus on the following issues: Executive compensation, diversity of corporate boards, majority vote standards for director elections, and environmental/social risk management.

仮訳: ある。我々は以下の事項に集中する傾向がある。役員報酬、取締役会の多様性、取締役選任に係るマジョリティ・ポーティング基準、環境あるいはソーシャルリスク管理。

質問: 投資先企業との対話は、通常、特定の企業イベントや何等かの懸念を観察した後に実施されるのか。

回答: We tend to engage companies that are not adequately addressing the major issues that we are focused on. We do also engage companies after specific events have come to our attention.

仮訳: 我々が注目している主要な課題について十分な対処をしていない企業に対してエンゲージメントを行うようにしている。また、我々の注意を引くような特定のイベントが発生した後にも、企業に対してエンゲージメントを実施する。

質問: 誰がエンゲージメントの場に参加するのか。

回答: We look to engage with senior management and corporate directors. On our side, corporate governance staff of all levels will participate. Sometimes the CalSTRS CIO or Deputy CIO will also participate in the engagements.

仮訳: シニア・マネジメントや取締役と対話をする。我々からは、コーポレート・ガバナンスの担当スタッフが参加する。場合によっては、CIO や Deputy CIO が参加する場合もある。

質問: 投資先企業との対話の場は、通常、どちらの側が働きかけて設定されるのか。

回答: Generally, we will send a letter to a company requesting a dialogue. We may initiate contact with a phone call. Sometimes a portfolio company will contact us requesting a conversation on

governance issues. Considering distances and schedules, most engagements are by conference call though some are in-person meetings.

仮訳: 一般的には、我々が企業に対して対話を求める書簡を送る。電話を通じてコンタクトを開始することもある。また、時には、ポートフォリオ企業(投資先企業)がガバナンスに関する事項に関して意見交換を求めてくることもある。(地理的な)距離とスケジュールを勘案し、大部分のエンゲージメントはカンファレンス・コールによって実施され、幾つかは対面で行われる。

質問: アクティブ運用ファンドとパッシブ運用ファンドの間にエンゲージメントの違いはあるか。

回答: We are largely a passive investor and believe that having such broad market exposure requires us to be active and engage portfolio companies on a variety of issues. The degree to which our external managers engage portfolio companies largely depends on their style and mandate.

仮訳: 我々(の運用)は大部分、パッシブ投資家であり、非常に広範囲のエクスポージャーを有しているため、ポートフォリオ企業と様々な問題に関して積極的にエンゲージメントを行う必要があると考えている。我々が運用委託する外部運用マネージャーがどの程度エンゲージメントを行うかは、基本的には、そのマネージャーの運用スタイルやマニデートに依存する。

質問: 投資金額や投資先企業の規模等、その他の特徴がエンゲージメントに影響を与えることはあるか。

回答: When deciding which companies to engage, we consider the size of our investment, the overall performance of the company, the governance profile of the company, the level of inside ownership and the amount of institutional ownership.

仮訳: どの企業に対してエンゲージするかを判断する際には、我々の投資金額、投資先企業の全体的なパフォーマンス、ガバナンスの特徴、内部者の保有水準、機関投資家の保有額を考慮に入れる。

質問: 最初のエンゲージメントにおいて投資先企業から十分な情報や反応が得られなかった場合に、その後、どのような対応をとるか。

回答: If we do not get sufficient response to our initial engagement request we generally will make another attempt at contact. For example, if we send a letter and get no response we will likely try to call someone at the company. If there is a continued lack of response we will consider filing a shareholder resolution calling on the company to address the issue we seek to engage on.

仮訳: 最初のエンゲージメントにおける要請事項に対して十分な反応が得られない場合には、一般的には、別のコンタクトを取ることになる。例えば、書簡を送ったにも関わらず回答がない場合には、企業に直接電話することになる。会社側からの反応が幾度に亘ってもない場合には、我々が問題視している事項について対処するように求める株主決議を検討することになる。

質問: エンゲージメントにおいて予期せぬ形でインサイダー情報を入手してしまった場合に、どのような対応をとるのか。また、インサイダー取引のリスクや懸念を引き下げるために、どのような措置

を講じているか。

回答: We have very strict internal policies that prohibit inappropriate use of insider information. All Investments staff members are required to know these policies and acknowledge this understanding on an annual basis. Additionally, we look to avoid obtaining inside information and portfolio companies are usually very careful to only provide information that is available to the public.

仮訳: 我々は、インサイダー情報を不適切な形で利用することを禁じる非常に厳格な内部方針を有している。投資部門の全職員は当該方針を認識することが求められているほか、年に一度、当該方針を理解していることを承認するように求められている。更に、我々はインサイダー情報を入手しないように留意しているほか、ポートフォリオ企業も通常、公開情報だけを我々に提供するように細心の注意を払っている。

質問: インサイダー情報の授受を巡る問題点以外に、米国機関投資家のエンゲージメントを阻害するような規制上の論点はあるか。

回答: We acknowledge that other institutions may have internal policies that preclude engagement but we are not aware of any regulatory issues that might prevent engagement.

仮訳: 他の機関投資家のなかには内部方針としてエンゲージメントを排除している先があると認識しているが、エンゲージメントを阻害するような規制上の論点があるとは認識していない。

質問: 英国における共同エンゲージメントに類似の実務慣行は米国にも存在するか。また、共同エンゲージメントに関してどのような意見を持っているか。

回答: Many U.S.-based institutional investors engage collaboratively on a variety of governance-related issues. CalSTRS is a strong supporter of collaborative engagement and we engage with many institutional investors on most governance issues that we are focused on.

仮訳: 米国に拠点を置く多くの機関投資家は、様々なコーポレート・ガバナンス上の論点に関して共同でエンゲージメントを実施している。我々は共同エンゲージメントを強く支持しており、我々の注目する大部分のコーポレート・ガバナンス上の論点に関して、多くの機関投資家と共にエンゲージメントを実施している。

質問: 米国におけるエンゲージメント活動に対する評価。

回答: We believe that engagement in the U.S. has been quite successful in elevating the importance of considering shareholder interests. This success is evidenced by the growing numbers of engagements that are being undertaken by institutional investors who previously didn't engage. Engagement is no longer just being done by pension funds and endowments and foundations. Many "mainstream" investors have recognized the value behind engagement and have incorporated the practice into their investment practices.

仮訳: 我々は、米国におけるエンゲージメントは、株主利益を検討することの重要性を高めるうえで、非常に成功してきたと考えている。このことは、従来はエンゲージメントを行っていなかった機関投資家が益々多くのエンゲージメントに関与するようになってきていることに示されている。エンゲージメン

トは今や、年金、エンダウメント、財団のみによって実行されるものではない。多くのメインストリームの投資家がエンゲージメントの背後にある意義に気付き、投資実務に取り入れるようになってきた。

## 議決権行使

質問: 現行の議決権行使諸制度(議決権行使結果の開示、等)についてどのように評価しているか。

回答: CalSTRS believes that current system of proxy voting in the U.S. allows us to adequately vote our proportional interest on issues put before shareholders.

仮訳: 米国における現行の議決権システムは、株主の前に提示される議案に関して、我々株主の経済的利益に見合った議決権の行使を適切に認めるものであると考えている。

質問: サーベンス・オクスリー法によって導入された議決権行使スキームはコーポレート・ガバナンスや投資先企業の株主価値の向上に寄与したと考えるか。

回答: Yes, CalSTRS believes that the SOX Act has improved corporate governance at listed companies. As an example, we believe that SOX standards have resulted in more independent corporate boards.

仮訳: サーベンス・オクスリー法によって上場企業のコーポレート・ガバナンスが改善したと考えている。例えば、同法の基準の結果、独立取締役が増加したと考えている。

質問: 何社について議決権行使結果を開示しているのか。

回答: CalSTRS discloses how it votes on all of its proxies. CalSTRS owns over 7000 publicly-traded companies.

仮訳: 全ての議決権についてどのように行使したかを開示している。我々は 7,000 社以上の上場企業を保有している。

質問: 議決権行使を実行するうえでどの程度の費用が発生しているのか。

回答: CalSTRS pays \$50,000 annually for its proxy voting platform which allows it to vote over 7000 global proxies. There are additional costs associated with staff's proxy analysis and voting but separating those costs from overall governance staff costs is difficult.

仮訳: 議決権行使プラットフォーム用に年間 5 万ドルの支出をしている。当該プラットフォームを通じて、7,000 以上の議決権行使をグローバルに実行できる。このほかにも、議決権の分析及び執行を行う従業員に関連したコストが発生しているが、コーポレート・ガバナンスに係る全従業員のコストと分離することは難しい。

質問: 議決権行使結果の個別開示に伴うメリットとデメリットにはどのようなものがあるか。

回答: CalSTRS works for transparency in public markets and therefore believes it should be

transparent in how it votes its proxies.

仮訳:我々は公開市場の透明性のために活動しており、それゆえ、議決権行使を行う際にも透明性が重要であると考えている。

質問:議決権行使方針において重視している観点は何か。投資家として議決権行使方針を策定・執行する際に最も重要な点は何か。

回答:That we vote proxies in a manner that we feel represents the best interests of our members and beneficiaries. Therefore the policy that drives our proxy voting should be designed such that these best interests are most emphasized.

仮訳:我々のメンバー及び受益者の最善の利益を代表するような方法で議決権を行使することが重要である。それゆえ、議決権行使を規定する方針は、受益者の最善の利益が最も強調されるように設計されるべきである。

質問:議決権行使に際して潜在的な利益相反問題に対してどのように対処しているか。

回答:We believe that our publicly-disclosed proxy voting guidelines work to minimize any potential conflicts of interest. Votes are made in accordance with these guidelines.

仮訳:一般に開示している議決権行使ガイドラインが利益相反問題を最小化するように機能していると考えている。議決権の行使はこれらガイドラインに従って実施されている。

質問:議決権行使助言会社をどのように利用しているか。

回答:We utilize the services of proxy advisory services, mostly for information purposes, and vote decisions are made based on our internal voting guidelines.

仮訳:基本的には、情報収集を目的に議決権行使助言会社のサービスを利用している。議決権行使の判断は、内部の議決権行使ガイドラインに従って下されている。

## その他

質問:英国スチュワードシップ・コードを認識しているか、また、どのように評価しているか。

回答:CalSTRS supported the UK Stewardship Code and believes that the underlying policies and principles represent best-practice governance.

仮訳:我々は、英国スチュワードシップ・コードを支持しており、同コードの方針やプリンシプルはコーポレート・ガバナンスのベスト・プラクティスを示していると考えている。

質問:International Corporate Governance Network (ICGN)を認識しているか、また、どのように評価しているか。

回答:CalSTRS is a member of the ICGN and strongly supports the work of this collaborative organization.

仮訳:我々は ICGN のメンバーであり、この協力的な組織の活動を強く支持している。

質問: 英国では議決権行使やエンゲージメントのプロセスに関して監査を受ける実務があるが、同様の取組みは米国においても見受けられるか。

回答: Our understanding is that there is an audit process through which corporate proxy voting processes and results are verified. We do not know of any process through which corporate engagements are audited.

仮訳: 議決権行使プロセスとその行使結果を確認する監査手続きがあるとは理解している。しかし、エンゲージメントに関して監査を受ける手続きがあるとは認識していない。

## エンゲージメント

- 当社は株式アクティブ運用を中心とする事業モデルを有する。アクティブ運用に際しては、アナリストが投資対象企業を細かく分析する。当社のアナリストは、質が高く、且つ、極めて深い分析を行っている。例えば、当社のアナリストは、産業や企業の特성에応じて、それぞれカスタマイズされた分析アプローチを持っている。
- ソーシャル・ガバナンスや環境問題等、各種の議題に係るエンゲージメントについては、基本的には、投資フィロソフィーと統合されている。換言すれば、エンゲージメントは投資判断の一つのプロセスと位置づけられ、投資運用と一体化されている。この結果、エンゲージメントを単独で行う別組織があるわけではない。顧客投資家のためのアクティブ投資家として、財務状況の分析・考察だけではなく、より包括的(holistic)な分析及びアプローチを利用している。
- エンゲージメントは、投資運用の一環として、アナリストを中心に継続的(ongoing)に実施されている。企業への投資前にもエンゲージメントは実施される。当社では、投資を開始する前段階から、アナリストが様々な分析を行うが、その際に例えば、当該企業が ESG 問題に対してどのようなアプローチをとっているか等も分析・評価される。この意味で、我々のアプローチはプロアクティブなものである。なお、アナリストがエンゲージメント等を通じて、投資先として相応しくないと判断した場合には、アナリストは当該株式の売却を推奨(recommend)する。例えば、経営陣からの反応が説明ぶりとしてはいいものでも、改革に向けた変化へ抵抗するような実態があれば、アナリストは売却することを推薦することになるだろう。
- エンゲージメントのタイミングに関しては、当社の場合、アナリストが定期的に(regular basis)エンゲージメントを実施しており、特定のイベントや問題点が発生したことを受けて行うものではない。定期的なエンゲージメントが基本であり、そのプロセスのなかで、取締役会の変更や新聞メディアで話題になっている事象を議論するというものである。但し、年次株主総会前は、議決権行使や報酬に関して投資先企業と話しをするいい機会になる。また、投資先企業が話しを持ちかけてくることはある。
- エンゲージメントの場に出席するのは、当社からは、アナリストが基本である。また、先方の出席者が CEO や CFO である場合には、ポートフォリオ・マネージャーが出席することもある。なお、取締役とは余り会うことはなく、経営陣と対話することに重点を置いている。経営陣と財務や経営戦略等を議論し、経営陣の能力を見極め、投資判断を行っている。
- 米国の運用業務に関して言えば、議決権行使に関する正式な方針は策定しているが、エンゲージメントの方針を示した正式文書は保持していない。
- なお、当社では、公の場で議論をする等、表立ってエンゲージメントを実施することはない。通常の投資活動・企業分析作業の一環として、プライベートな環境で投資先企業と対話をしてい

る。換言すれば、アクティビスト的なアプローチはとらず、あくまでも、目立たない形 (behind the scene) での対話が基本戦略である。

- また、投資スタイルの違いがエンゲージメントに与える影響については承知していない。我々はアクティブ運用をしているため、パッシブ運用会社がどのようにエンゲージメントをしているかは把握していない。
- エンゲージメントにおいてインサイダー情報に触れたことはない。インサイダー情報に触れる可能性やインサイダー規制がエンゲージメントを阻害する要因になっているとは考えていない。当社のリサーチが、法定書類(議決権関連の各種文書や当局報告資料)や会社公表資料(各種のプレゼン資料を含む)に基づいて実施されているので、インサイダー情報には無縁である。つまり、100%公開情報を用いて分析し、それに基づいてエンゲージメントしている。エンゲージメントを通じてインサイダー情報を取得したという事例は、他社の場合に関しても聞いたことはない。また、Schedule 13 に関しても懸念を抱いたことはない。その他の規制がエンゲージメントを阻害しているということもない。透明性の高い方法で対話を行っており、規制がエンゲージメントを阻害することはない。
- 共同エンゲージメントにはコンサート・パーティ(parties in concert)と見なされるリスクがある。TOB 規則では、複数の投資家が共同で経営者の交代を目指す場合等において、持分を集計する扱いになっている。
- エンゲージメントが投資先企業のガバナンスや企業価値を引き上げるのかという論点は、長い期間にわたって、考察してきたテーマではある。しかし、計量分析をどのように行うかによる面もあり、確りとした実証分析があるわけではない。但し、エンゲージメントの効果については、継続的(ongoing)な対話を通じて、長期的にポジティブな結果をもたらしていると考えている。累積的な効果があると考えている。

## 議決権行使

- 議決行使結果の開示は義務であるので、当社の結果も米国証券取引委員会(SEC)のウェブサイトを通じて 100%開示されている。また、顧客にも 100%公表している。
- 議決権行使に要している費用を伝えることはできない。当社では、議決権行使助言会社の議決権行使執行サービスとリサーチ・サービスを利用している。しかし、実際の議決権行使は当社自身の判断で行うものである。即ち、助言会社のサービスの利用の仕方としては、助言会社が懸念を示す議題に関して当社自身が自ら調査を実施して、議決権行使を判断するという使い方になる。あくまでも議決権行使は内部方針(ポリシー)に基づき、アナリストとポートフォリオ・マネージャーが判断する。議決権に係る判断は投資判断の一環と位置づけられるべきと考えており、また、当社には深いリサーチ・バックグラウンドがあるので、議決権行使助言会社の助言に従う必要はない。

- 当社の議決権行使方針において重要とされる論点には、取締役会に関する事項、経営者報酬、会社の組織構造の変化の3つが含まれる。企業買収も重要な論点である。最近では経営者報酬に関する話題・事案が注目されており、今まで以上に、この議案に関する行使が増えている。
- 議決権行使制度については、勿論完全な制度はないのであるが、SOX法以降、透明性の向上に寄与し、(投資家と投資先企業の)よりよい対話に繋がっていると考えている。

## その他

- 英国スチュワードシップ・コードについては、導入から約3年経過している。昨年微修正され、明確な内容になっており、多くの投資家が納得している状況といえるだろう。即ち、投資家の立場から評価するならば、同コードは機能しているといえる。規制上の要件・義務が課されておらず、あくまでも、投資家に対して、コードに示されたアプローチに関する説明を求めているものである。この点が我々にとって、最も重要な特性である。なお、英国拠点においては、同コードを踏まえて、我々としてどのようにアプローチするかを示した文書を策定している。この意味では、英国スチュワードシップ・コードは、(類似のコードがない国にとっては)いい出発点になるものである。但し、地域によって、異なるアプローチがあり得ると思われる。
- 他方、ICGNに関しては、当社はメンバーにはなっているが、我々の関与はイベントに参加する程度であり、それほど活発なメンバーとは言えない。
- 英国では確かに、議決権行使やエンゲージメントに関して監査法人から保証を受ける仕組みがあるが、当社は利用していない。その理由は、様々なタイミングで様々な対話を行うというエンゲージメントの性質に照らした場合に、(監査法人が)その適切性を評価することは極めて難しいからである。当社としては、エンゲージメントを監査法人が評価することの必要性については同意できない。なお、米国については、我々の知る限り、類似のメカニズムがあるとは承知していない。

## エンゲージメント

- 当社の株式運用事業では、基本的にはアクティブ型のエクイティファンドにおいてエンゲージメントを活用している。アクティブ運用では、投資先企業に関して、ボトムアップのファンダメンタルズ分析を行うため、この過程のなかでエンゲージメントが活用される。他方、クオンツ運用はモデルに基づいて機械的に投資判断をするため、エンゲージメントは利用されない。なお、フィクスト・インカム運用でも、株式運用とは異なる視点になる場合が多いが、エンゲージメントを実施している。
- 年間 6,000 社程度の先にエンゲージメントを実施している。エンゲージメントの対象企業に制限があるわけではなく、如何なる企業でも対象となりえる。例えば、投資持分比率が低い企業であってもエンゲージメントは実施している。
- エンゲージメントの形式は実に様々である。投資先企業に出向いて面会する場合や当社において直接面会することもあれば、電話会議を行うこともある。また、業界カンファレンスのような場で投資先企業と会うこともエンゲージメントに含まれる。要するに、様々な機会を利用してエンゲージメント活動をしているということである。
- なお、エンゲージメントに際しては、別の機関投資家と同席することもあるが、別の投資家と事前に質問内容や論点をすり合わせることはしていない。たまたま、他の投資家と同席することになる場合があるという意味である。というもの、当社では、他の機関投資家と問題意識を共有しながらエンゲージメントを行うという意味での共同エンゲージメント(collective engagement)は行わない方針を取っているからである。このため、当社では collective engagement という用語は用いていない。
- 共同エンゲージメントを実施しないのは、第一に規制への配慮からである。主要株主に係る規制やエリサ法、TOB 規制等、運用会社には様々な規制が関係しており、その結果、実務上複雑な規制要件(filing requirement、等)が課されている。こうした規制環境において共同エンゲージメントを実施すると、規制対応が一層複雑化し、(法令違反の)リスクが高まるという判断がある。第二に、受託者責任やスチュワードシップのあるべき姿に関する当社の考え方に照らして、共同エンゲージメントが必ずしも適当ではないという判断もある。第三に、当社は非常に保守的な社内ルールを設けているが、この社内ルールの考え方に照らした結果、共同エンゲージメントはしない実務としている。
- エンゲージメントの目的も様々であり、特定の目的のためだけにエンゲージメントをしているわけではない。CEO 等の経営陣に会って、経営陣のリーダーシップや投資先企業のダイナミクスを評価することを目的にする場合もあれば、投資先企業が公表した財務計数を確認したり、その背景を理解することを目的にする場合もある。このため、エンゲージメントの目的を明確に文書化し、社内のルールに落とし込んでいるわけではない。エンゲージメント時にヒアリングする

ポイントやどのような観点で対話をするかという点に関しては、環境、社会、ガバナンス(ESG)の視点から、質問項目をリストアップしているのが実態といえる。

- エンゲージメントは双方向の働きかけで実施されている。ポートフォリオ・マネージャーが経営陣にアクセスする場合もあれば、会社側から電話連絡がくることもある。最近の傾向としては、企業サイドがエンゲージメントへの問題意識を高めていることもあり、投資先企業から連絡を受けることが増えている。
- エンゲージメントの参加者についていえば、当社からはポートフォリオ・マネージャーまたはアナリストが出席する。そのほかには、関心のあるチームメンバー(インベストメント・チームの同僚)が参加することもある。なお、前述の通り、エンゲージメントにはフィクスト・インカム運用チームが参加する場合もある。逆に、フィクスト・インカムチームが開くエンゲージメントに株式運用チームから参加することもある。株式運用と債券運用の間に情報隔離(information wall)はないので、エンゲージメントも含めて相互に意見交換をしている。他方、投資先企業からの参加者も決まっているわけではない。CEO等の経営陣であったり、IRチームである場合も多い。また、経営者報酬等に関する議題の場合には、取締役会メンバーということもある。
- エンゲージメントが終わった後にフォローアップも行っている。換言すれば、短期間の間に累次に亘りエンゲージメントを実施することもある。例えば、主要製品にリコールが発生すれば、CEO等の経営陣に、原因や対処策を何度も聞く、あるいは、当社の意見を繰り返し伝えることもある。また、エンゲージメントに対する投資先企業の反応が不十分な場合等には、ポートフォリオ・マネージャーが社内の株式アナリストと意見交換を行う等の対応もとられている。こうした働きかけと情報収集を通じた結果、投資先として相応しくないと判断した場合には、当然、当該株式を売却することになる。
- 当社に限った話しではないと理解しているが、エンゲージメントを通じて重要情報(material information)を受け取った場合の対応方法としては、様々な対策を幾重にもとっている。当社の場合には、エンゲージメントを通じて重要情報を入手してしまうリスク、その情報が社内外に漏洩するリスク(社内の情報隔離を超えて別の部署へ伝達されるリスク)に対して、コンプライアンス上、非常に厳格且つシステムティックな体制を敷いている。主要なものとしては、第一に、情報を受領した当事者がその旨をコンプライアンスに申請する仕組み(raise your hand)を取り入れている。第二に、エンゲージメントに関与したポートフォリオ・マネージャーの運用ポートフォリオやトレーディング・デスク、更には、ポートフォリオ・マネージャー等の個人証券口座の売買情報も日次で確認・検証する体制をとっている。第三に、新規採用者も含めて、社員に対して年次のコンプライアンス研修を課しているほか、様々なトレーニングの場を用意している。なお、当社では、エンゲージメントを録音する取扱いにはしておらず、エンゲージメントに参加した者がその概要を記録として残す措置を取り入れている。
- 他方、投資先企業においても、昔と異なり、最近ではインサイダー取引への問題意識が高くなっている。会社によっては、各種のコンプライアンス・トレーニングが実施されている。このように、エンゲージメントに参加する双方がインサイダー情報の管理に対して注意を払っていることもあ

り、エンゲージメントの場における意見交換のなかでも、インサイダー取引の情報を伝達・受領することがないように意識されているのが実態である。

- 大量保有報告に係る報告諸制度 (Schedule 13D や Schedule 13F) はディスクロージャーを規定するものであり、これらの諸制度がエンゲージメントの実態に影響を与えているかといえば、(共同エンゲージメントを除けば) そういうことはない。
- 投資家の立場からエンゲージメントを評価するならば、エンゲージメントは中長期的に効果を発揮するものと位置づけることが適切である。長期投資を行う投資家はエンゲージメントを通じて、経営者のリーダーシップ、会社の方向性、強化すべき事業分野やそれに必要となる企業買収案件 (M&A 戦略) といった論点を時間をかけて深く理解することができるほか、これらの点に関して投資先企業と問題意識を共有することもできる。
- また、当社としては、エンゲージメントは他社との差別化を図る手段であるとも位置付けている。企業とどのような内容に関して対話をするかは、運用会社によって異なるため、エンゲージメントを上手く活用することで、運用会社としての競争力を高める一助になる可能性がある。なお、短期投資家にとっては、エンゲージメントは関心の対象外となろう。
- 他方、コンプライアンスの観点からエンゲージメントを捉えれば、前述のように、重要情報の入手とその漏洩リスクをもたらすものであるため、確りと対応する必要があることになる。従って、コンプライアンス上は、受託者責任や受託者に課される各種の制限等と共に、エンゲージメントへの対応も上手く管理していく必要が出てくる。実務面では、各種の文書規定や文書管理、従業員教育・訓練、情報隔離上の対応を進めることが肝要となる。

## 議決権行使

- 議決権行使結果の開示義務の対象は 1940 年投資会社法に従って登録している投資会社である。具体的には、ミューチュアル・ファンドや ETF となる。年次で全ての投資先企業について開示する必要があり、当社ではウェブサイトを通じた開示を行っている。なお、英国でも同様の開示をしているほか、豪州では 2014 年から類似の開示が開始される。なお、セパレート・アカウントに関しては、規制上の要請があるわけではないが、顧客サービスの一環として行使結果を最終投資家 (顧客) に対して公表している。
- 議決権行使に係る社内プロセスの各段階 (リサーチ、指図、レポート) での費用は開示をしていないので伝えることはできないが、かなりの金額 (a lot) を要しているとはいえる。また、議決権行使に付随するリスクとして、名声リスクを挙げることができる。議決権行使結果を公開することによって、メディア等で批判を受けてしまうリスクがある。他方、議決権行使制度のメリットに関しては、一言でいえば透明性の向上となる。
- 議決権行使方針を策定するうえでは、海外の事例や実務も参考にしたが、グローバルに統一したベストプラクティスがあるわけでもないので、当社は地域毎に適切と考えられる方針 (regional approach) を採用している。

- 議決権行使助言会社との関係についていえば、米国では基本的には依存せず、自らのガイドラインに従って議決権を行使する体制をとっている。その他の地域では、議決権行使助言会社への依存度が高くなっている場合もある。
- なお、議決権行使助言会社のうち最大手の ISS は投資アドバイザー登録をしているが、Glass Lewis については、現在は投資アドバイザー登録はしていない。

## その他

- 英国スチュワードシップ・コードに関しては、スタンダードが出来たことで、企業が望ましいコーポレート・ガバナンスをより簡単に理解できるようになったこと、また、投資家も企業の良し悪しをより簡単に評価できるようになったというメリットがあるといえる。他方、マイナス面としては、コーポレート・ガバナンスや議決権行使結果の開示の自由度を狭めてしまいがちである点を挙げることができる。本来的には、議決権は、各企業の置かれている事情等を十分に勘案して、十分な幅を持って行使されることが望ましいが、スタンダードが出来ると、一律に判断されてしまう嫌いがある。
- 当社は英国スチュワードシップ・コードに署名をしているが、このコードに関して重要なのは、署名をしているかどうかではなく、コードの趣旨に従う場合には、それをどのように実行に移しているかである。
- 当社は行っていないが、米国の機関投資家のなかにも、議決権行使のプロセスに関して監査を受けている先はある。これはおそらく、SEC による議決権行使に係るオーヴァービューを受けの際に、社内体制の正確性等を示すためではないかと思われる。

## エンゲージメント

- 米国にはエンゲージメントに関するスタダードは存在せず、機関投資家や年金基金によって、その取組みには大きな違いがある。一般的に言えば、カルパース等の年金基金が積極的にエンゲージメントに関与している。また、運用会社で言えば、ブラックロックはパッシブ運用が中心ではあるが、エンゲージメントには非常に積極的であると思われる。このように、米国では、運用会社の何等かの特性がエンゲージメントに影響を与えているというよりも、各社の投資カルチャーのなかでエンゲージメントを捉えているのが実態であろう。
- 但し、ドッド=フランク法で say-on-pay が導入されたことが、エンゲージメントの実態に影響を与えたということはいえる。Say-on-pay はあくまで経営者報酬に係るものであるが、この制度が導入されて3年程度経過するなかで、経営者報酬以外のコーポレートガバナンスに係る諸事項に関して、企業と投資家間の問題意識が高まることになった。Say-on-pay は云わば触媒としての機能を果たしたものだといえる。
- 私自身の時間の使い方も say-on-pay が導入されてからかなり変わった。業務は大きく分けるとクライアントへの対応とガバナンス面での諸事項への対応に分けられるが、足許1年半の間に後者に割く時間が目立って増加している。
- 当社は3,000社の米国企業に投資をしているが、その全てではないが、多くの企業に関してエンゲージメント活動を行っている。最近では、年間約200社の投資先企業に関して定期的に対話を持っている。我々と投資先企業間の対話の多くは、企業サイドから対話を持ちかけてくることから開始される。
- 企業が機関投資家と対話を持つとするのは、機関投資家からの評価が低いと、企業内のモラルが低下することを恐れているからである。例えば、株主総会において、取締役会メンバーの信任が80%程度にとどまってしまうと、当該取締役への信任に疑念が抱かれ、多くの場合、翌年の株主総会で罷免決議がなされることになる。こうした事態に陥ると、当該企業の社員自身のモラルにも悪影響を及ぼすことになる。企業はこうしたリスクを恐れて、積極的に機関投資家との対話を通じて、自社の理解を高めようとしているのだと思われる。実際、多くの上場企業はコーポレート・ガバナンスの専任担当者を抱えている。
- エンゲージメントで対話をする相手はケース・バイ・ケースである。取締役会メンバーであったり、経営陣(CEO、corporate secretary、CFO)、コーポレート・ガバナンスの担当者であったりする。ただ個人的には、対話の相手として、取締役会メンバーが最善であるとは思っていない。
- 当社では、独自のガイドライン(1つ)を策定し、コミッティ(1つ)においてエンゲージメントの進め方を決定している。エンゲージメントの対象にするかどうかの基準として、ガイドラインでは、企業への持分が3%を上回るかどうかが目安とされている。セクターや投資方針による基準は設けていない。この3%基準は、大企業であれ、小規模企業であれ共通して利用されている。但し、

数値基準を機械的に適用することはしておらず、投資先企業毎、懸案事項毎に判断をすることになっている。例えば、鉄鋼業界のある企業の経営者報酬の水準が懸案事項であるが、鉄鋼業界が不況サイクルにある結果、収益が十分に出ていないような状況では、こうした状況も踏まえて、エンゲージメント上の対処方針が定められることになる。即ち、各産業の固有の条件を考慮しながら、エンゲージメントを実施している。なお、3%基準に合致するかどうかを判断する際には、当社のファンド(クオンツ・ファンドであれ、何にせよ)の全ての持分を合算して持分が算出される。この意味では、当社のエンゲージメントはファンドを跨いで、統一化されているということができる。

- 当社には、株式アナリストがおり、投資先企業の財務を中心に詳細な情報を持っている。こうした情報に加えて、非財務情報の分析・評価も行い、幅広い情報を基にエンゲージメントは運用されている。私自身は、非財務情報の分析・評価に関与している。
- なお、ガイドラインは、運用拠点(米国、英国、日本、等)によって異なるものが利用されている。英国拠点のファンドがマイクロソフト社に投資をしている場合には、米国拠点のガイドラインが準拠される。他方、米国のファンドがフォルクス・ワーゲン社に投資をしていれば英国のガイドラインが参照される。また、ガイドラインは毎年微修正をしているが、大きく変更する必要性があるとは考えていない。
- エンゲージメントを通じて投資先企業に働きかけを行っても、企業サイドがそれを十分に理解しない、あるいは望んだ対応を取らない場合には、最終的には当該株式を売却することになる。例えば、ある会社が既存の事業と余り関連のない2社の企業を買収しようとしているような場合には、買収後の企業の事業内容が従前と全く異なったものになることになる。こうなると、投資家としてその企業へ投資している意味自体がなくなるので、当然売却をすることになる。
- インサイダー取引への懸念は常に意識をしている。このため、投資先企業とエンゲージメントをする際には、議論をしようとする事案が既に公開情報であるかどうかを対話の相手に確認をしている。確認作業は、書面のやり取りではなく、多くの場合は電話会議で確認をしている。こうした確認作業をするうえで、取締役会メンバーは何が公開済みの情報かどうかを十分には理解していないことが多いため、コーポレート・ガバナンスの担当者の方が作業は円滑に進めやすい。また、投資先企業が公開情報かどうかを正確に判断することが極めて重要であるので、電話会議の場では、事実確認が確りできる人を置いてもらうことを確認している。
- 共同エンゲージメントの実務に関しては、エンゲージメントに積極的な一部の投資家(年金基金やアクティビスト)を中心に実施されている。例えば、カルパースやカルスターズのような年金基金は、自らの議決権行使に関して、他の投資家からの賛同を得るために、我々のところにも、事前にレターを送ってくることがある。ただ、我々自身から共同エンゲージメントを依頼することはない。その理由は、我々の企業カルチャーにも依存することであるが、共同エンゲージメントを自ら活用するようになると、新聞・メディアに頻繁に名前が出て、いわば愁眉の注目を集めながら、投資を行っていかなくてはならなくなるからである。

## 議決権行使

- 議決権行使の諸制度が出来てから時間が経過したこともあり、議決権行使の実務はかなり浸透し、また、円滑に進められていると思われる。
- 当社の場合で言えば、議決権行使に係る社内システムはグローバルに統一されており、オペレーションも非常に円滑である。社内システムの開発・運用に際しては、議決権行使助言会社と協力をしている。現状、99.9%の議決権事案に関して行使をしている。
- 議決権行使助言会社は利用している。提供サービスを大別すれば、リサーチと議決権の執行（エグゼキューション）に分かれる。リサーチは、いわばセルサイドのリサーチのようなものであり、これはこれで参考情報として有益である。他方、エグゼキューション・サービスについてもかなり効率的なものであり、例えば、毎月末に、当社の全てのアカウントに関して議決権の行使状況等に関する情報が更新され、一覧できる状態になっている。前述の通り、議決権行使のための社内システムは議決権行使助言会社の協力を得て開発されたものである。
- 議決権行使サービスが普及していることについては、そもそも米国証券取引委員会（SEC）が議決権行使助言会社を登録させる制度にしていることからわかるように、制度的に促進することが企図されていたといえる。この意味では、現状の米国の実務は、制度の狙い通りの姿になっているのではないかとはいえない。ただ、議決権行使サービスを提供する先のうち、SEC登録（投資会社登録）されている先とされていない先がある。このような違いについてはやや違和感を持つ。
- 議決権行使結果の開示に関しては、制度上、株式ファンドであれ債券ファンドであれ全てのミューチュアル・ファンド（含むETF）は、全ての持分に関して、毎年、議決権行使結果を開示しなくてはならない。これに対して、プライベート・エクイティ等には現状開示義務はないが、SECがこの点を今後検討する可能性はあるのではないかと思う。当社でも、ウェブサイトを通じて、ミューチュアル・ファンドに関する開示を行っている。開示を行うことによって、投資先企業も、各投資家がどのような議決権行使を行っているかを把握できる。こうした透明性が、エンゲージメントも含めた投資家からの規律付けに寄与している。
- 英国のステュワードシップ・コードの詳細は把握していない。ICGNについては、カンファレンス等に参加したことはあるが、現在特に深く関与しているわけではない。なお、当社のエンゲージメントのガイドライン策定時には、英国ステュワードシップ・コードもICGNの議論も特に参照はしていない。

## エンゲージメント

- NY 市には 5 つの独立したファンド(市職員退職ファンド、市警察年金ファンド、等)があり、これらファンドに関して、管理官(NY City Controller)が投資アドバイザーとしての役割を担っている。各ファンドの米国内での議決権行使については管理官が責を負う。NY 市ファンドと管理官は議決権行使やエンゲージメントのパイオニアに属すると考えている。最近では、投資先企業に ESG 改革を促す活動に力を入れている。
- 米国におけるエンゲージメントは一般的であり、且つ、重要なものである。企業との面談や書簡(レター)を送ることを通じて対話をしている。形式はどうか、エンゲージメントは長期的な視点で行われる活動である。但し、欧州に比べれば、少々遅れているという評価もあり得るかもしれない。エンゲージメントは、議決権行使をする前段階のツールとして利用される側面がある。NY 市では例えば、投資先企業に ESG 改革を促すために、株主提案と共にエンゲージメント(改革を促す書簡の送付、等)を活用している。
- 約 3,500 の投資先企業がエンゲージメントの対象となる。エンゲージメントの議題は、嘗ては主要なコーポレート・ガバナンス上の課題が中心であったが、最近では、環境、人権、政治献金(political spending)の考え方等にも広がってきている。議題が何であれ、エンゲージメントの主たる目的は、投資資産を保護することに置かれている。投資資産の保護に主眼を置いているとはいえ、アンダーパフォーマンス企業だけに焦点を当てているわけではない。
- エンゲージメントに関しては、必ずしも画一的な方針(ポリシー)を明文化しているわけではない。管理官室(Comptroller Office)がエンゲージメント・プログラムを策定し、それを各ファンドの議決権行使委員会(Proxy Committee)に提出し承認を受ける。その後は、議決権行使委員会がエンゲージメントに係る権限をコーポレート・ガバナンス・ユニットに委譲し、実際のエンゲージメントが実施されている。なお、議決権行使委員会は、各ファンドのボード・オブ・トラスティに代わって承認をしている。
- 共同エンゲージメント(collective engagement)は実施している。即ち、同じ投資先企業に対して、他の投資家と考え方を共有したうえで、企業に変革を求めるものである。この意味で、英国の共同エンゲージメントと同様の機能を持っていると言ってよいと思われる。なお、共同エンゲージメントは最近増加していると思う。ただ、他の投資家とは、フォーマルにもインフォーマルにも意見交換を行うものであり、何か決まった手順に従って行うものではない。Schedule 13 に関しては、我々の投資持分がそれほど高くないこともあり、実務上は懸念される状況にはない。また、我々のエンゲージメントの目的は、会社支配権の獲得にはなく、この意味でも同規則に該当するものではない。
- エンゲージメントにおいてインサイダー情報に触れることもない。幾つかの理由があると思われる。第一は、エンゲージメントの場に、投資先企業の法律顧問やボード・オブ・カウンスルが同

席することが多いからである。また、レギュレーション FD があるので、企業サイドも選択的な情報開示にならないように、情報管理には非常に気を使っている。第二は、我々の投資がパッシブ運用ということもあってか、インサイダー情報が伝わりやすい議題(例えば、経営戦略等)を議論することが少ないことである。我々が議論するのは、取締役に関する事項、取締役を含めた社内のリーダーシップ、アカウントビリティ、環境問題等である。

- エンゲージメントの効果については、投資価値を保護する程度において有効といえる。但し、エンゲージメントの効果を計測する指標は様々にあり得るので、評価基準によって議論は変わり得る。研究面でも色々議論されている。直ぐに思い当たるものとしては、カルパースやマーサー(年金コンサルティング会社。毎年実施)、ハーバード大学の教授等の研究がある。総じて言えば、これらの研究はエンゲージメントを支持する結果を示している。

## 議決権行使

- 米国の議決権行使は、2003年のSECの規制改革を契機に大きく変化した。同規制改革では、ミューチュアル・ファンドに対して、開示義務を課すと同時に、議決権行使に関して、他の投資家と同様の受託者責任を課した。これを受けて、ミューチュアル・ファンドの議決権行使実務が大きく変化してきた。
- 管理官室が5つのファンドに代わり、米国内の全ての議決権行使を実施している。議題として多いのは、経営者提案で言えば、取締役や監査法人の任命、経営者報酬、企業買収等であり、株主提案としては企業のESG方針の見直し等である。管理官室は、議決権を行使する際に、取締役会の独立性や説明責任の強化に繋がる提案や経営者報酬を企業の長期パフォーマンスと調和させる提案等には賛同する方針にある。
- サブ・アドバイザーに運用委託を行う場合でも、議決権に関してはマニフェストを与えることはしていない。なお、議決権行使助言会社の利用状況についてはリサーチ・サービスだけを活用している。サービス内容は良質である。なお、助言会社に関しては様々な議論があり、今後、SECが規制上の対応をとるかどうか注目される。
- 議決権行使方針は以前から策定されており、少しずつ修正されてきた経緯があるが、一般的な事項を記載したものに過ぎず、ウェブサイトでも公表はしていない。この意味では、議決権行使に関して、トップダウン・アプローチを採用しているわけではない。最近の議決権行使で意識しているテーマは、プロキシ・アクセス、取締役任命の過半数決議や年次選出、経営者報酬、職場の人権確保、ESG関連等である。
- 議決権行使結果を積極的に公表することはしていない。その理由は、公表しないという方針によるものではなく、多分にインフラ面での制約による。勿論、ニューヨーク市の関連組織から情報提供を求められれば、速やかに提出している。
- また、投資先企業の取締役会が重大な問題を引き起こした場合等には、他の投資家からの賛意を促すため、また、我々のリーダーシップを示すために、個別議題に関して議決権行使の方

針を表明する、あるいは、他の投資家の反対姿勢(例えば、取締役の選任への反対姿勢)に対して公に賛同することもある。

## その他

- 英国スチュワードシップ・コードは、エンゲージメントやレスポンシビリティの重要性を指摘したもので、それなりに意味がある。但し、これを他国に適用する際には、運用業界のカルチャーに国ごとに違いがあることを検討するべきである。米国では、英国に比べて、結果重視の発想が強く、英国のように原則を示すことに対して、そもそも受容的ではない。また、コーポレート・ガバナンスに関する論点を、政府主導で策定するという発想も米国では馴染みにくい。米国の証券諸法の根本的な発想は、十分なディスクロージャーをしたら、後は投資家の判断に委ねるというもの。エンゲージメントを行うのかどうか、どのように行うのか、議決権をどのように行使するのかは、投資家が自ら決めるべき問題と捉えられている。
- 米国では、エンゲージメントや議決権行使のプロセスに関して監査法人からの認証を受ける実務はないと思う。NY 市の場合で言えば、前述の通り、運用会社をサブアドバイザーとして採用する際に、議決権行使は委託していないので、サブアドバイザーに対して、監査法人からの認証を受けるようには求めている。
- 米国のコーポレート・ガバナンスでは、独立取締役は止め具(リンチピン)である。独立取締役が存在することによって、投資家と企業とのコミュニケーションが円滑になると想定されている。このように、独立取締役はコーポレート・ガバナンス規制やガバナンス体制の所与とされており、これを土台として、米国の資本市場を発展させようという考え方が根底にある。

面談先: Prudential Investment Management Inc. (プルデンシャル・インベストメント・マネジメント・  
インク)

The comments and opinions of Prudential's compliance participants reflect not only their compliance roles within Prudential but also their collective experience and knowledge of broader industry practices; certain industry participant practices may differ substantively from the policies and procedures of Prudential due to the different products, strategies, and philosophies.

仮訳: コンプライアンス担当者からのコメントと意見は、プルデンシャル内でのコンプライアンス業務上の役割のみならず、業界における幅広い経験と知識を反映したものである。産業における実務は、商品、戦略、思想の違いのために、プルデンシャルにおける方針や手続きと顕著な違いがあるかもしれない。

## エンゲージメント

The Group has various asset management subsidiaries, each of which has independent investment policies. Investment portfolios include active funds as well as quantitative funds (including passive quant and modified quant funds). Client types vary from retail mutual funds, third party institutional clients, to insurance company assets. Proxy voting and engagement methods could vary depending on the client type and investment strategy.

仮訳: プルデンシャル・グループは様々な運用子会社を有し、各子会社は独立した投資方針を持っている。投資ポートフォリオには、アクティブ・ファンドもクオンツ・ファンド(パッシブ・クオンツ・ファンドも修正クオンツ・ファンドも含む)も含まれる。顧客のタイプは、リテールのミューチュアル・ファンド、サード・パーティーの機関投資家、保険会社の資産から成る。議決権行使やエンゲージメントの方法は、顧客タイプや投資戦略に応じて、変化する。

In the US, the approach taken by most institutional investors is different from that of activist funds, who engage in frequent communication with company management to achieve financial or social objectives.

仮訳: 米国では、大部分の機関投資家が採用するアプローチはアクティビスト・ファンドとは異なる。アクティビスト・ファンドは、企業経営陣と頻繁に連絡をとり、財務上あるいはソーシャルな目的を達成しようとする。

The majority of other managers have dialogue to influence company policy to a much lesser extent. Among equity managers, analysts and portfolio managers for active equity portfolios have dialogues with the management of the investee companies but that happens less for quant portfolios.

仮訳: 大部分の運用マネージャーが企業との対話において経営方針に影響を与えようとする度合は(アクティビスト・ファンドに比べて)遥かに低い。エクイティ・マネージャーのなかでは、アクティブ・

エクイティ・ポートフォリオのアナリストやポートフォリオ・マネージャーは投資先企業の経営陣と対話を持つが、クオンツ・ポートフォリオの場合には、それほどでもない。

Generally, from the engagement perspective, the Group expresses its corporate governance views through proxy voting.

仮訳: 一般的には、エンゲージメントの観点から言えば、我々グループは議決権行使を通じてコーポレート・ガバナンスに関する我々の見解を表明する。

As for collective engagement, industry participants at times may exchange information on investee companies with other investors but there are regulatory concerns over a deep involvement in engagement by way of collaborating in exercising voting rights, etc. The SEC seems to be concerned about the risk of leakage of insider information in the engagement and tipping of such information such investors. Large equity holders may be deemed insiders and deemed to be in receipt of MNPI (Material Non Public Information) when owning 10% or more of the equity of an issuer whether by themselves or by acting in concert with another equity holder. If so, then the SEC has rules under the Securities (Exchange) Acts that require disgorgement of short-swing profits when buying or selling shares within a six month holding period.

仮訳: 共同エンゲージメントについて、米国運用業界では、投資先企業に関して他の投資家と意見交換を行うことはあっても、議決権を共同で行行使する等の深い関与を行うことに関しては、規制上の懸念が幾つか存在する。米国証券取引委員会 (SEC) は、エンゲージメントにおいてインサイダー情報が洩れ、他の投資家に伝達されるリスクを懸念しているように窺える。大口の株式保有者は、自身で、あるいは、他の株式保有者と共に行動して、発行体の 10% 以上の持分を保有する場合には、インサイダーと見なされ、重要な非公開情報を受領していると思なされる可能性がある。仮にそうであるとすると、SEC は証券諸法の規則に従い、6 か月の保有期間内における売買から生じた短期利益を返還するように求める。

Another example of that same regulation that could restrict collective engagement is the requirement that activist investors must file a Schedule 13D at 5% ownership threshold while other passive investors typically file a Schedule 13G at 10% ownership thresholds; these filings are transparent to the SEC, the issuer, and the investing public. When investors collaborate in proxy voting and transactions, they are subject to the same rule.

仮訳: 共同エンゲージメントを制約する規制のもう一つの例として、アクティビスト投資家が Schedule 13D 報告 (5% 基準) をしなくてはならないのに対して、パッシブ投資家は通常、Schedule 13G (10% 基準) の報告をしていることがある。これらの報告は、SEC だけでなく、発行体、投資家全般が確認できる。投資家が議決権行使や取引に関して協力する場合には、上記の規則に従うことになる。

Meetings between analysts for a group of multiple investors and the investee companies are sometimes arranged by brokers and other parties. There is a risk that material non-public information

is disseminated to the small number of attendees and to the exclusion and detriment of the broader investing public. However, the current US system has stringent regulations against these risks as well as a strong enforcement structure. The UK regulators have also been taking action in this area over the past couple of years as reflected in an increase in the volume and type of enforcement actions for insider trading. The advantage of group meetings is that there is a smaller risk of the insider information being leaked compared to one-on-one meetings.

仮訳: 複数の投資家グループのアナリストと投資先企業の間で面談がブローカー等によって設定される場合もある。非公開の重要情報が少人数の参加者に伝達され、投資家全般には伝わらないリスクが存在する。しかしながら、米国の現行システムは、これらのリスクに対する厳格な規制と強力なエンフォースメント構造を有している。英国の規制当局もまた、過去数年に亘り、この分野で行動をとっており、インサイダー取引に係るエンフォースメント行動の数と種類の増加に繋がっている。グループ・ミーティングのメリットは、一対一のミーティングに比べて、インサイダー情報が漏洩するリスクが小さくなることにある。

In the discussion of engagement and stewardship, Regulation FD (Fair Disclosure) may also have an impact. The SEC in the past filed a lawsuit against an issuer and its CEO on the ground that the issuer disseminated material [non-public] information to leading institutional investors during a meeting with several Boston-based advisers in the engagement process. It should, however, be noted that there is no Stewardship Code in the US.

仮訳: エンゲージメントやスチュワードシップに関する議論においては、レギュレーション FD も影響を持ちうる。SEC は過去に、発行体がエンゲージメント・プロセスのなかでボストンに拠点を持つアドバイザーに対して(非公開の)重要情報を伝えたとして、当該発行体とその CEO を訴えたことがあった。但し、米国ではスチュワードシップ・コードは存在しない点には留意すべきである。

There have been other cases related to engagement and insider information in the past 10 years that raised concerns for the SEC and for investors. There was a case of a US transportation company filing a lawsuit against activist hedge funds and others alleging that they illegally raised their equity stake and control using swap contracts. There was also a case where the issuer filed a lawsuit that a fund manager at a large U.S. hedge fund improperly acted in concert with another investor during a contested change of control for a U.S. listed closed-end investment company.

仮訳: このほかにも、過去 10 年の間には、エンゲージメントとインサイダー情報に係る事例で、SEC と投資家に懸念を抱かせるようなものがあった。米国の輸送会社がアクティビスト・ファンド等を相手に、これらのファンドがスワップ契約を利用して不正に株式持分と支配権を高めたとして、訴訟を起こした事例があった。また、大手米国ヘッジファンドのファンドマネジャーが他の投資家と共に、上場クローズドエンド・ファンドの支配権が変化するなかで、不適切な行動を取ったとして、訴えられた事例もあった。

The Group takes an extra care in engagement to avoid insider trading. For example, we ask the

issuer and the intermediaries (e.g., investment banks) to ensure that they do not provide any insider information. If material non-public information is obtained, the issuer would immediately be put on our restricted list in accordance with the internal compliance rule. In the unlikely event that material, nonpublic information had been obtained, as described earlier, we would restrict trading in the company. We try to avoid this if possible.

仮訳: プルデンシャル・グループはインサイダー取引を防ぐために、エンゲージメントにおいては一層の注意を払っている。例えば、我々は発行体や仲介業者(例: 投資銀行)に対して、インサイダー情報を一切提供しないように確認をとっている。仮に、非公開の重要情報を入手した場合には、内部のコンプライアンス・ルールに則り、当該発行体は直ちに取引禁止リストに載る。余りないイベントではあるが、前述のように、非公開の重要情報を入手した場合には、その会社の取引を禁止する。我々は可能であればこうした事態を回避したいと努力をしている。

We do not envision the effect of engagement to be very large. In the US mutual fund industry, investment holding [of each stock] in a fund would be approx. 3-4% at most as there is no concentrated investment. Thus, the effect of engagement on the investee companies would not be great. When there is a concern over governance issues for the investee companies, many of the mutual funds and institutional asset managers in the US would sell the holdings and make investments in other companies within the same industry rather than encouraging the investee companies to make changes through the engagement. Of course, the situation may differ from a fund to fund and if a fund is making concentrated investments, there may be more active engagement. We have to keep in mind that the application of stewardship will be different based on the type of account such as pension plans and mutual funds and the holding percentage in a portfolio.

仮訳: 我々はエンゲージメントの効果が非常に大きいとはみていない。米国のミューチュアル・ファンド業界では、ファンドの一株式銘柄当たりの投資持分はせいぜい 3~4%であり、集中投資は行われていない。このため、エンゲージメントが投資先企業に及ぼす効果はそれほど大きいものではない。投資先企業のガバナンスに懸念があれば、多くのミューチュアル・ファンドや機関投資家は、エンゲージメントを通じて投資先企業に変化を促すのではなく、持分を売却し、同じ業界の別の企業に投資を行うであろう。勿論、ファンドによって状況は異なるかもしれないし、ファンドが集中投資を行っているのであれば、より積極的なエンゲージメントが実施されるかもしれない。スチュワードシップの適用は、年金基金やミューチュアル・ファンドといったアカウントの種類や投資持分によって異なってくることを認識するべきである。

Based on the above, we believe that what is important in any Stewardship Code is to give certain guidance on the conflict of interest issues, or to encourage the necessary disclosures/announcements rather than to provide detailed rules on the manner of engagement.

仮訳: 以上を踏まえると、如何なるスチュワードシップ・コードであれ、重要なことは、エンゲージメントの仕方を細かな規則で示すことではなく、利益相反に関する一定のガイダンスを示す、あるいは、必要な開示や公表を促すことである。

## 議決権行使

There are many laws and regulations regulating the asset management business. The Investment Company Act [of 1940] imposes fiduciary duty and duty of loyalty on asset management companies. The same is imposed on pension plans which are regulated by the Department of Labor. Proxy voting process is considered as one of the items that would be required in order to perform such duties.

仮訳: 資産運用ビジネスを規定する法規則は数多くある。(1940年)投資会社法は資産運用会社に対して受託者責任と忠実義務を課している。労働省によって規制されている年金基金にも同様の内容が課されている。議決権行使のプロセスはこうした義務を遂行するうえで必要となる一つのアイテムとして認識することができる。

There is a regulatory requirement for mutual funds to disclose proxy voting records and accordingly we disclose such records. On the other hand, funds other than mutual funds which do not have disclosure requirements provide the proxy voting records to clients (provider of funds) at their request or based on the type of client. We may or may not be asked by clients to vote proxies. As is the case for engagement, proxy voting procedures may vary depending on the type of clients.

仮訳: ミューチュアル・ファンドには議決権行使記録を開示する規制要件があるので、我々はそれに従って記録の開示を行っている。一方、ミューチュアル・ファンド以外の開示要件の対象ではないファンドでは、顧客のリクエストや顧客のタイプに応じて、議決権行使記録を顧客に提供している。我々は顧客から議決権行使を依頼されることもあれば、依頼されないこともある。エンゲージメントの場合と同様に、議決権行使の手続きも顧客のタイプによって変化する。

## エンゲージメント

- 当団体は米国機関投資家のなかで最初にコーポレート・ガバナンス・ユニット(ガバナンス担当部署)を作ったこともあり、エンゲージメントも含むガバナンス関連の行動に関してフロント・ランナーであると自負している。
- 米国機関投資家によるエンゲージメント活動についてはそれほど活発ではないとの指摘もあるようだが、事実は全く異なる。米国の機関投資家にとってエンゲージメントは極めて重要な活動であり、一般的なものでもある。米国企業に関しては、小規模企業も含めて、多くの企業がエンゲージメントに積極的に取り組むようになってきている状況にある。
- 我々はとても友好的(diplomatic)な方法でエンゲージメントを行っており、これが成功してきた要因でもある。強圧的な態度で企業に臨むものでは決してない。日本の企業のようにエンゲージメントに慣れていない先にとっては、我々のような長期投資家が行うエンゲージメントとアクティビスト・ファンドの違いを認識できないのかもしれないが、エンゲージメントは友好的且つ互恵的(mutually beneficial)な行動である。但し、場合によって、米国企業に対して、追加的な措置をとることもないわけではない。それらの措置には、株主提案、取締役への反対決議、訴訟提起等が含まれる。最終的には株式売却という方法はあるが、それに至るまでにエンゲージメントを実行する。株式売却は、投資先企業の経営方針や事業活動の各種リスク(財務リスク、レピュテーションリスク等)が余りに大きいと判断された場合となる。
- 20年以上に亘り、日系企業に投資をしているが、日本企業のガバナンスは少しずつではあるが改善してきていると感じている。例えば、未だに株主との対話に扉を閉じる企業があるのは事実だが、その一方で、日系企業のうち我々とエンゲージメントを行う先が増えている。
- 我々は、議決権行使時期(proxy season)だけにエンゲージメントを行っているのではなく、言わば、1年を通じて実施している。グローバルで数えて9,000社の企業に対してエンゲージメントを行うが、全ての先に同じようにエンゲージメントを行うわけではない。当団体では概ね3つのタイプのエンゲージメントを使い分けている。第一は、議決権行使時期に、議案に関して実施するタイプである。このタイプでは、全ての議案がエンゲージメントの対象になり得る。第二のタイプは、定常的・継続的(ongoing basis)に実施するものである。保有持分の大きい投資先企業に対して実施することが多い。このタイプは、3~4年程度に亘り継続的に実施するものであり、例えば、半年に一度、企業と対話をする等といったものになる。第三は、ターゲット・エンゲージメントである。特定のテーマに関して企業と対話をするものであり、典型的なテーマとしては、環境問題、社会問題(social issues)、経営者報酬がある。日系企業とのエンゲージメントにもこのタイプに該当するものはある。具体的には、独立取締役の任命に関して、当団体の議決権行使方針に照らすと、「独立」の定義に該当しない状況(子会社での勤務歴があった)にあった会社が、我々との対話を求めてきた事例である。話しを聞いてみると、実態としては、当団体の方針上も「独立取締役」として解釈できることが分かったため、議決権行使に際して反対姿勢はとらなか

った。この事例が示すように、エンゲージメントを通じて、我々は企業の実態把握ができるようになるほか、投資先企業も我々の投資方針をより深く理解できることになる。

- 我々の属するコーポレート・ガバナンス・ユニットは、資産運用部門とは切り離されている。我々の部門は、組織上は、広い意味でのリーガル部門の一部として位置づけられている。ヘッドは法律顧問(General Council)が兼務しており、その下に、シニア・ディレクター、ディレクター、アナリスト3名を含む担当者が数名いる。我々の部門は、エンゲージメント以外にも、議決権行使の判断とその行使も担当している。なお、我々の活動は、上部委員会(Board Committee of Corporate Governance and Social Responsibility)の監視を受けている。
- 人員制約もあるため、9,000社に関してエンゲージメントを進めていくうえで、議決権行使助言会社のリサーチ結果と我々独自の分析や選別手法(selecting methodology)を用いて、エンゲージメントの対象先を決定している。資産運用部門からの情報も利用される。エンゲージメントの対象を選別する際には、投資ポートフォリオに与える影響度、世間の関心の高さ、我々の株主・ステークホルダーの見解等を勘案する。
- 議決権行使助言会社の提供サービスのうち、リサーチだけを利用している。リサーチは、事実を効率的に把握するために利用しており、エンゲージメントにも議決権行使にも活用している。逆に言えば、助言会社の議決権提案サービス(recommendation)は全く利用しておらず、議決権行使はあくまでも当団体独自の方針・ガイドラインに従って決定している。但し、前述のように、ガイドラインは機械的に適用するのではなく、ケース・バイ・ケースで適用する。
- 最近では投資先企業からエンゲージメントを望むケースが増えている。特に、メディアで注目されるような事象・イベントが発生した企業からエンゲージメントの申し込みがある。繰り返しになるが、当団体のエンゲージメントは問題が発生した場合に限って実施するものではなく、問題が生じなくても実施する。
- 投資先企業がエンゲージメントを申し込む理由には、自らの経営判断が当団体のガイドライン上どのように解釈されるかを把握したいという事情もある。例えば、取締役の選出に関して、事前に相談・説明に来る事例等がある。
- エンゲージメントの議題として、経営者報酬がホットイシューであるのは間違いない。企業にしてみれば、経営者報酬をファイリングする前に、主要株主の意向を聞いておけば、報酬内容を修正することができる。主要株主からの了解が得られるような内容を見定めるためにエンゲージメントが利用されている側面もある。この意味でも、企業にとってエンゲージメントの意義は大きいといえる。
- 個人的見解ではあるが、米国では共同エンゲージメントは一般的ではない。その理由は、英国に比べて、米国には大手機関投資家の数が多く、且つ、それぞれの機関投資家が独自のガイドラインを持っているからである。多くの投資家が共同でエンゲージメントを行うには、各社のガイドライン上の考え方を調整する必要がでてくるが、これはかなり労力を使う作業になる。例えば、CEOと取締役会議長の兼任に関しても、機関投資家によって方針は異なっている。但し、the Asian Corporate Governance Association (ACGA)等が主導する形で共同エンゲージメントに

近いことを行うことはある。また、レギュレーションFDが共同エンゲージメントの障害になっている可能性はあるが、法律上の細かな規定がもたらす効果までは正確には把握していない。我々は、同業者との間で常に色々な意見交換はしている。

- アクティブ運用とパッシブ運用の違いがエンゲージメントに影響を与えるかと言えば、我々の場合には、何らの影響も与えていない。そもそも、インデックス運用にかなり偏った資産状況であるが、エンゲージメント活動においては、資産がどのような運用手法に従っているかは全く関係がない。エンゲージメントはあくまでも、議題／論点／問題点(issue)の性質によって実施されるのである。
- また、エンゲージメントを通じてインサイダー情報を入手してしまった事例は、我々が把握する限り、1件もない。これは、そもそも、エンゲージメントを行うかどうかの決定も、また、エンゲージメントで取り上げる議題自体も公表済み情報に基づくものであるからである。議決権行使助言会社のリサーチや独自分析を経てからエンゲージメントを行うので、議題は全て公開情報に基づいたものとなる。エンゲージメントにおいて、開示情報が足りない分野 言えれば、社会的責任への考え方やサプライチェーンにおけるリスク管理の考え方 えばについて議論したり、あるいは、開示を拡大させるように促したとしても、そうした会話のなかで、インサイダー情報に該当する情報に触れることは全くない。
- エンゲージメントは長期投資家にとって極めて重要且つ効果的なものである。企業のガバナンスを時間をかけて改善させていくうえで、エンゲージメントは不可欠であり、また、長期運用パフォーマンス向上という観点でも有益である。更に、投資先企業と友好的関係を築くうえでもエンゲージメントが不可欠であることは言うまでもない。前述の通り、ターゲット・エンゲージメントは数年の時間をかけて実施するものであり、まさに、長期投資家の観点から実施しているものといえるだろう。
- 他方、企業側からみた場合のエンゲージメント(これには、株主との対話のみならず、NGOとの関係構築等も含まれる)も企業にとって、有益な活動になっていると思う。

## 議決権行使

- 議決権行使は、投資先企業の行動に影響を与える主要な手法である。開示規制に従い、議決権行使の結果は全社について米国証券取引委員会(SEC)を通じて開示されている。また、当団体では、規制上の要件に従うものではないが、ウェブ上でも議決権の行使結果を公表している。
- 実際の行使は、コーポレート・ガバナンス・グループによってケース・バイ・ケースの判断に基づき実行される。判断に際しては、独自の分析だけでなく、議決権行使助言会社やサード・パーティーからの情報や資産運用部門との意見交換も参考にされる。
- 議決権行使助言会社からITプラットフォームを提供してもらい利用しているが、非常にコスト(利用料)は高い。我々の部門予算のマジョリティを占めている。

- 助言会社を利用することのメリットは、9,000 社の全てを自らの資源だけでカバーできない状況にあるために、非常に大きい。但し、当団体が利用しているのはリサーチ・サービスだけであり、言わば、投資先企業に係る膨大な事実を整理し吟味する際に有益であるという意味である。例えば、我々には日本語を理解できるアナリストがいないので、日本語で開示された日系企業の情報をそのまま利用することは不可能である。助言会社のサービスを利用すれば、英語で当該情報を入手できる。また、企業によって、情報公表のタイミングが異なることがしばしばあり、情報管理上面倒なことが多いわけだが、助言会社のサービスを利用すれば、情報管理を効率的に実施できる。

## その他

- 英国のスチュワードシップ・コードや ICGN の議論の中身は詳しくは把握していない。

## エンゲージメント

- エンゲージメントはコーポレート・ガバナンスや経営者報酬等に係る幾つかの原則を踏まえて実施される。投資対象の米国企業が 4,000 社を上回るので、エンゲージメントには濃淡をつける必要がある。
- 当社のエンゲージメントは大別すれば 2 種類ある。第一は、能動的なエンゲージメント (proactive engagement) である。このタイプのエンゲージメントでは、企業行動が我々の原則に反しているかどうかを識別し、必要なら投資家と対話を行う。例えば、我々の原則では、取締役は年次ベースで選出されるのが望ましい、あるいは、取締役は責任を十分に果たし得る (accountable) とされているが、会社によっては取締役の任期が 3 年である場合もあり、こうした企業に対して対話をしていく。いずれにせよ、このエンゲージメントは、原則に基づき、企業に変化を促すことを目的にしている。
- 第二のエンゲージメントは、受動的なエンゲージメント (reactive engagement) である。経営方針や組織上の変更等を検討している企業が主要株主との対話を求めるものである。特に、企業が株主からの支持を余り受けられないと考えている場合に実施されることが多く、最近では、Say-on-pay の影響もあり、その数は増えている。また、議決権行使助言会社の提案に関して、会社側から株主の話しを聞くために実施されることもある。こうした事情もあり、このタイプのエンゲージメントは株主総会前後に実施されることが多い。
- 当社に関しては、能動的なエンゲージメントも受動的なエンゲージメントも全体的に増加している。また、エンゲージメントに取締役が関与するケースも増えている。
- 当社におけるエンゲージメントのチームは、主席担当者、マネージャー、アナリスト 11 名である。議決権の分析と行使、それからエンゲージメントを担当する。投資運用を行うチームとは別々に組織化されている。
- エンゲージメントにおける参加者は、当社からは主席担当者とチームメンバー、投資先企業からはシニア・マネジメント層が参加することが多い。議題がコーポレート・ガバナンスの構造的な問題に関わる場合には、コーポレート・セクレタリーや法律顧問が、経営者報酬に関する場合には、経営者報酬委員会の委員であったりする。要するに、先方からの参加者は、議題の重要性や企業の狙いによって決まっている。
- 当社のエクイティファンドは約 1.5 兆ドル (内、パッシブ運用が 1 兆ドル、アクティブ運用が 0.5 兆ドル) であるが、エンゲージメントは運用手法に関わらず実施する。なお、運用の一部は 30 社の第三者 (サブ・アドバイザー) に運用委託しているが、委託分に関しても議決権行使は自社で実施している。
- 投資規模が大きい (3~5% の持分を持つことも珍しくない) ため、当社のエンゲージメントは投資先企業に直接的な影響を与えることになる。また、当社のエンゲージメントは、私的な方法

で、友好的に実施するものであり、それゆえに上手くいっていると考えている。

- エンゲージメントを行った企業からの反応が不十分である場合には、エンゲージメントを継続することになる。その際に、対話の相手を、シニアマネージャーから取締役に変えていくことになる。それでも不十分な回答しか得られない場合には、取締役の選任に反対することになる。このほか、当社が実際に行ってきたというわけではないが、株主提案を行うことも、選択肢としてはあるだろう。
- エンゲージメントのプロセスにおいて、インサイダー情報を受領するという問題は一切発生していない。勿論、我々の活動にも、個別株取引等に関して厳しいコンプライアンスは適用されている。取引の事前申請と確認が義務化されているほか、一定の取引制限も課されている。
- 共同エンゲージメントは、証券取引所法 13 条の規定があるため、行っていない。13 条は、複数の投資家が共同で、特定の会社の重要事項に関して行動をとることについて規定したものである。我々は、特定の企業について、他の投資家と共に意見を表明することは行っていない。
- エンゲージメントには議決権行使を補う側面がある。議決権行使は言わば白黒をはっきりさせる行為であるが、エンゲージメントではその中間の行為が可能である。我々がある特定の議決権に関して、反対をするほどの懸念ではないとして支持を表明した場合であっても、エンゲージメントを用いれば、我々が依然として抱く懸念を企業に伝える (communicate) ことが可能となる。
- エンゲージメントを通じて、会社からフィードバックを得たり、逆に、我々の考え方を伝えることを通じて相互理解が深まることもメリットである。また、議決権行使において反対票を投じた投資先企業に対して、何故反対したかを説明するうえでも、エンゲージメントの有用性は高い。
- エンゲージメントが株主価値に与える効果はあるだろう。但し、その影響経路は、エンゲージメントがコーポレート・ガバナンスの改善を促し、ガバナンスの改善が株主価値の増大につながるというものである。いずれによせ、長期投資家にとって不可欠のツールである。

## 議決権行使

- 米国の議決権行使に係る現行制度は、制度の狙いを適度に (reasonably) 達成しているといえる。つまり、議決権行使に係る各種の情報を収集し記録に残し、投資家が確認できるようにするという意味では、その機能が発揮されている。
- 他方、大きな懸念というわけではないが、議決権行使の実務運営コストに関しては課題がある。現在は、議決権行使に伴う様々な資料作成のコストは発行体が負担するようになっている。また、エンプティ・ボートイングやオーバー・ボートイングに関して懸念を示す立場も未だにある。過去 10 年程度の間、ミューチュアル・ファンドだけが議決権行使の開示を求められている。当社では、大体 8 月に開示している。この開示結果をメディアがみて、当社の議決権行使の仕方を批判するリスクがあるので、この点は注意している。

- 議決権行使方針の開示に関しては3段階から成る。第一段階は、プリンシプルの開示で、ページ数で言えば2ページ程度である。第二段階はガイドラインである。これは戦術的な観点から作成されたものである。第三段階は結果の開示であるが、これは、議決権行使の要約(3~4ページ)と個別の行使結果(総ページ数は10,000ページ超)から成る。
- 議決権行使の開示に要する費用の見積もりは持っていない。当社はグローバルで言えば11,000社分について何等かの開示をしているので、相応のコストが発生しているのは事実である。
- いずれにせよ、議決権行使の開示はグローバルな流れであろう。豪州やアイルランドでも同様の制度が動き出す。
- 議決権行使に内在する利益相反問題に対して、当社では監視(オーバーサイト)体制を確立して対処している。監視は3層構造である。第一は、各ミューチュアル・ファンドのボード・オブ・トラステーが議決権行使方針を承認するものである。但し、ボード・オブ・トラステーは日々の議決権行使作業には関与しない。第二は、ボード・オブ・トラストから委任を受けた議決権監視委員会(プロキシ・オーバーサイト・コミッティ)による活動である。同コミッティには、CIOやCFO等のシニアメンバーが含まれるが、顧客と直接関係を持つ部門からは参加できない。これは、受託者責任を貫徹するための工夫である。例えば、仮に当社がある企業に対して401kプランを提供している場合には、我々は、401k業務に係る部門の如何なる者であってもコミッティに関与することを望まない。こうすることによって、議決権行使に係るコミッティの意思決定を歪めるインセンティブを排除している。第三は、議決権行使を行うグループ(コーポレート・ガバナンス・グループ)が行う行使業務になる。実際の行使業務にも顧客関連部門は一切関与できない体制にしている。
- 議決権行使助言会社からはデータ(リサーチ・サービス)のみ入手しており、議決権助言サービスは利用していない。

## 【注】

### (1) 調査目的

- 2003 年に米国において制定されたサーベンス・オクスリー法(SOX 法)では、投資顧問業者等に対し、議決権行使に関する方針及び行使結果等の開示規制が強化されている。
- また、2010 年に包括的な金融規制改革を目的として制定されたドッド＝フランク法では、役員報酬に関して株主に賛否を問う制度の導入が図られるとともに、同法の成立を受け、米国の政策当局(SEC)において、議決権行使助言会社に対する規制についての議論がなされるなど、近年米国においては、機関投資家による投資先企業に対するエンゲージメントのあり方を含め、金融機関や上場企業のコーポレート・ガバナンスの強化に向けた取組みがなされている。
- そこで、米国において機関投資家が投資先企業に対し、どのようなエンゲージメントを行っているのかについて実態調査を行うことで、我が国における機関投資家の投資先企業に対する望ましいエンゲージメントのあり方についての検討に資することを目的とする。

### (2) 調査方法

- 調査に際しては、面談によるヒアリングを原則としつつ、一部の先には電話ヒアリングを実施した。ヒアリング先は、米国内に拠点を持つ大手機関投資家と年金基金の合計 10 機関である。ヒアリング先の運用資産残高は概ね 1000 億ドル超～3 兆ドル強であり、合計金額は約 10.5 兆ドルである(計数はいずれも 2012 年 8 月末時点)。
- ヒアリングは 2013 年 10 月中旬から下旬にかけて行った。ヒアリングに際しては、以下の諸点を事前に周知したうえで実施している。
  - 金融庁からの委託調査であること。
  - 調査は上記「調査目的」で記載した問題意識に基づくものであること。
  - ヒアリング結果は一般公表される予定であること。秘匿を望まない場合には、組織名が公表される予定であること。
- ヒアリング先で名称の秘匿を希望する先については、本報告書では、秘匿性を確保するために、匿名としている。
- 書面による回答、あるいは、関連資料を提出することで回答に代えることを希望する先があった。このため、前者に関しては、回答文をそのまま掲載し、仮訳を付している。後者に関しては、提出された関連書類のうち、今般のヒアリング項目に関連する部分の訳出を行っている。