

# 企業側から見た建設的な エンゲージメントとは

October 2023

MUFG ファースト・センティア  
サステナブル投資研究所



# 本研究所について

MUFG ファースト・センティアサステナブル投資研究所(以下研究所)は、サステナブル投資を推進するテーマに焦点を当てたりサーチ情報の提供を目指している。三菱UFJフィナンシャル・グループ(以下MUFG)の連結子会社である三菱UFJ信託銀行とファースト・センティア・インベスターズ(以下FSI)は、投資家として共通の社会的責任の理念のもと、自らの意思決定が現在および将来のコミュニティに及ぼす影響を考慮して投資判断を行うことが重要だと考えている。

研究所では環境、社会ガバナンス(ESG)に関する調査を外部機関と協働し、特定のテーマをさまざまな視点から掘り下げて考察していく。今や、投資家はサステナビリティやサステナブル投資を巡る問題について、これまで以上に掘り下げ、焦点を絞って熟考するようになってきている。これらの問題は複雑で、原因を解明するには詳細な分析が必要となる。投資家として問題の原因をより深く理解できれば、数々の投資判断に対してより適切な意思決定を行い、環境と社会のためにポジティブな変化を促し、自らの影響力を活かすことができるであろう。

また、研究所では、サステナビリティおよびサステナブル投資に関連する研究について助言を行うアカデミック・アドバイザー・ボードを設置している。アカデミック・アドバイザー・ボードは、責任投資、気候科学など、ESGの各分野で活躍する学術界、産業界、非政府組織の著名なリーダーで構成され、研究所のサーチ結果が最高水準の学術レベルを満たすよう、独立した監督機能を果たしている。

研究所における調査は、三菱UFJ 信託銀行と、FSIが協働で支援している。

## ご連絡先

[Institute@firstsentier.com](mailto:Institute@firstsentier.com)

[www.firstsentier-mufg-sustainability.com](http://www.firstsentier-mufg-sustainability.com)

[www.mufg-firstsentier-sustainability.jp](http://www.mufg-firstsentier-sustainability.jp)

## 謝辞

研究所は、この調査プロジェクトを遂行し、本レポートの執筆者であるPwCのNick Forrest氏、Sida Yin氏、Jonty Levitt氏、Hugh Myers氏に感謝する。PwCは、ロンドン・ビジネススクールのTom Gosling博士の助言を受けた。

# 研究所の支援企業について

## ファースト・センティア・インベスターズについて



ファースト・センティア・インベスターズ(旧ブランド:ファーストステート・インベストメンツ)は、クオリティの高い長期的な運用戦略をお客様に提供する、グローバルな資産運用グループである。当グループは責任投資とスチュワードシップの原則に共通のコミットメントを持つ、独立したスペシャリスト運用チームを擁している。これらの原則は、全社的な経営管理と企業文化に不可欠なものである。また、自社ブランドおよび個別サブブランドの運用チームの区別なく、全ての運用チームは投資の自主性を確保し、各自の運用哲学を実践している。

<https://www.firstsentierinvestors.com>

## MUFGについて



三菱UFJフィナンシャル・グループ(MUFG)は、世界有数の金融グループである。東京に本社を構えるMUFGは360年以上の歴史を誇り、世界50ヶ国以上、約2,100ヶ所のグローバルなネットワークを有する。従業員数は約16万人にのぼり、銀行、信託、証券、クレジットカード、コンシューマーファイナンス、資産運用、リースなどの金融サービスを提供している。MUFGは、傘下の事業会社間の密接な連携とお客さまのあらゆる金融ニーズへの柔軟な対応を通じて「世界で最も信頼される金融グループになる」ことを目標としており、社会に貢献するとともに、より良い世界に向けて共有可能かつ持続可能な成長を促進している。MUFGの株式は、東京、名古屋、およびニューヨークの各証券取引所で取引されている。

<https://www.mufg.jp>

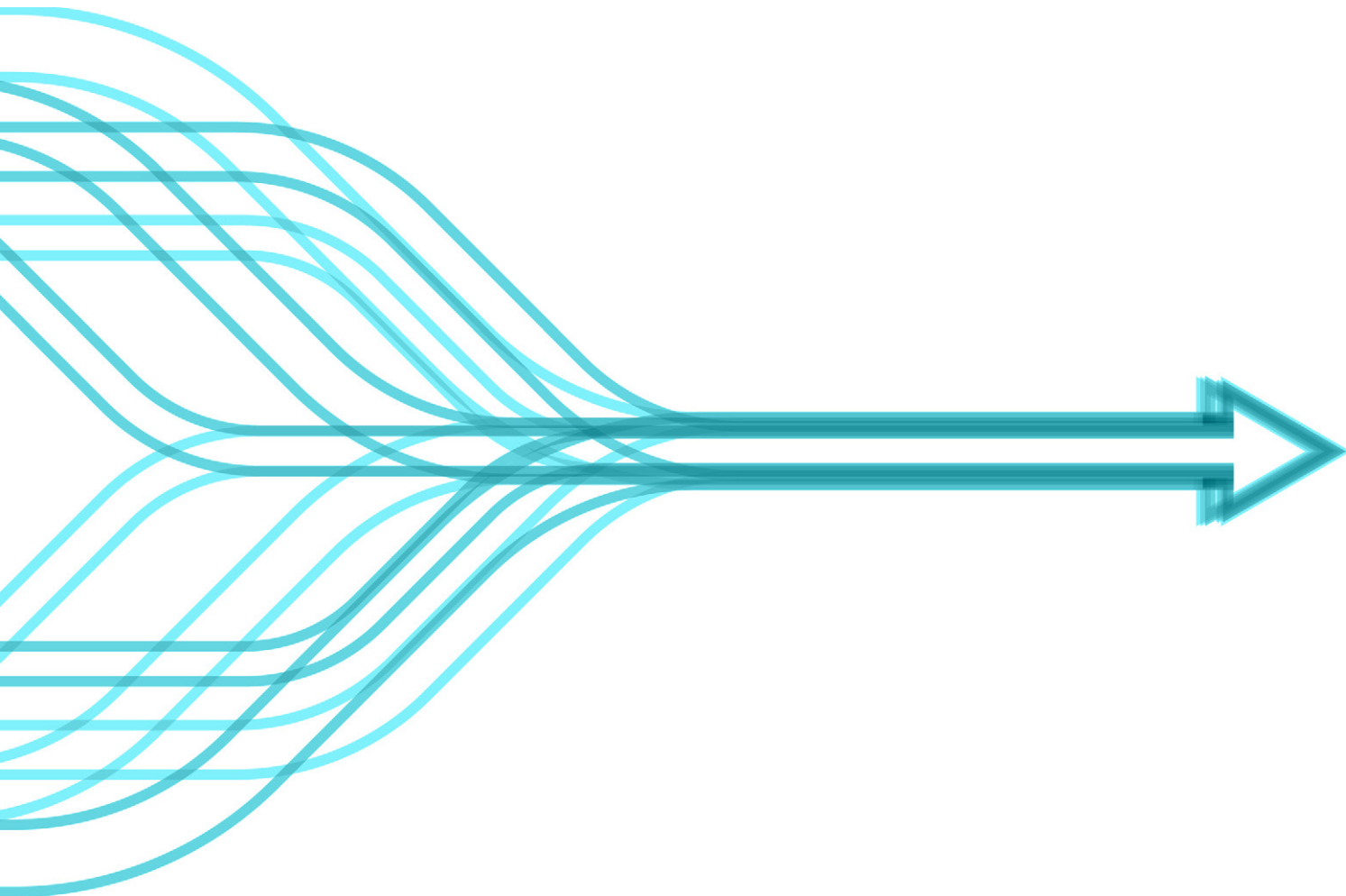
## 三菱UFJ信託銀行について

三菱UFJ信託銀行はMUFGの中核企業として、業界をリードする専門性の高い独自の機能を活かし、お客さまに幅広い総合的な金融ソリューションを提供している。金融ソリューションには、銀行業務に加えて、不動産、証券代行、資産運用・資産管理サービス、相続関連業務などが含まれる。当社は「Trust(信頼・信託)」を通じ、常にお客さまと社会の課題をサポートすることで「安心・豊かな社会」を創造できる信託銀行でありたい、という想いを込め、「Create a Better Tomorrow」をキーコンセプトとして掲げている。三菱UFJ信託銀行は、2019年8月にファースト・センティア・インベスターズを買収した。

<https://www.tr.mufg.jp>

# 目次

目次	03
エグゼクティブサマリー	04
はじめに	09
1. エンゲージメントの最近の動向	11
2. エンゲージメントの成功とは	16
3. 企業側の行動に対する引き金となるものは何か	18
4. エンゲージメントの失敗要因は	21
5. 株主がより建設的にエンゲージメントを行うにはどうすればよいのか	23
付録1. アプローチと方法論	25
付録2: 学術文献レビュー	27
付録3: 調査結果	35



# エグゼクティブ サマリー

## 成功するエンゲージメントの背景

株主は、資本を提供するだけでなく、企業の行動を監視し、精査し、影響を与えるという重要なサポートを担っている。エンゲージメントがうまく機能すると、投資家の幅広い視点によって、企業の経営陣が検討していなかった課題や提案がもたらされるかもしれない。しかし、エンゲージメントには経営陣による解決への時間的なコミットメントも必要であり、彼らが他の業務に割り当てられる時間がその分、制限される点にも株主は留意する必要がある。

**本報告書は、株主が行った最も効果的なエンゲージメントの手法および行動の特性を明らかにすることを目的としている。言い換えれば、企業の行動、戦略、方針を変えるきっかけとなる行動である。**企業は、従業員、顧客、サプライヤー、規制当局、同業他社など、さまざまなステークホルダーと頻繁に関わっているが、本報告書の焦点は株主に置かれている。我々は、この調査結果に基づき、株主がエンゲージメントの有効性を向上させるために考慮すべき行動を提言する。

昨今、株主と企業の関わり方についての調査が一層進んでいる。英国のステewardシップ・コードやEUのSRD(株主権利指令)IIのような枠組みでは、株主が責任を持ち積極的に所有権を行使することが求められている。また、株主もさまざまな問題、特に環境、社会、ガバナンス(ESG)に関連する観点に関して企業にしっかり説明責任を負わせているか、投資家団体などからの精査を受ける立場にある。こうした観点からも、株主はどうしたら効果的にエンゲージメントできるかを知る必要があるだろう。

### 普遍的に認められているエンゲージメント“成功”の定義はない

一部の株主や企業は、一連の基準、通常はエンゲージメントの開始時に合意された目標によって、エンゲージメントが成功したかどうかを判断している。中には、株価への影響に応じて、成功を判断している投資家もいる。他には、エンゲージメントのプロセスの質的な側面そのものを成功の尺度として考える人もいる。すなわち、全ての当事者が合意に達しているかどうか、全ての見解の相違が解消されているかどうか、そして当事者間の関係が強化されているかどうかなどである。

本レポートでは、エンゲージメントの成功を、「企業行動、戦略または方針に意味のある変化をもたらすエンゲージメント」と定義した。もちろんエンゲージメントがそのような変化をもたらさない場合であっても、企業および株主がそれを成功と見なすこともあるだろう。このような場合、成功の理由は、一方または双方による有益な情報共有、または当事者間の建設的な対話などにあると考えられる。我々の調査とインタビューでは、企業と株主が成功したエンゲージメントを定義するために用いる、成功の指標の違いも明らかにした。

我々はまた、特定の株主が主導するある種のエンゲージメントが具体的な成果をもたらしたか否かについて、しばしば本質的な不確実性があることを認識している。株主は、達成された成果が自らのエンゲージメント活動によってもたらされたのか、もしくは他者の活動によるものなのか、あるいは、エンゲージメントが無かった場合でも達成されたものなのかどうかは判別が難しいケースが十分ありうる。

### 全体的には、企業は株主によるエンゲージメントを前向きに捉えている

ほぼすべての企業(96%)が、株主エンゲージメントは時間とリソースの活用という観点で有効と考えている<sup>1</sup>。企業は、実質的な行動を必要とするような要求であっても、場合によって進んで行動する。半数以上(56%)の企業が、過去5年間に実質的な行動を必要とする株主エンゲージメントを経験したことがあると報告している。このうち、73%(PwC Survey, Q14)の案件で実際に行動を起こしている。

**企業は、実質的な行動を必要とするような要求であっても、場合によって進んで行動する。**

1. エンゲージメントは概して非生産的で、企業にとって基本的な利益はほとんどないと考えている企業は非常に少ない(3%)。一方で、半数(50%)が、エンゲージメントによって株主の理解を深めることができると考えており、46%がエンゲージメントは経営陣と取締役会の時間を生産的に使用し、会社の成果向上につながると考えている。「わからない」との回答は1%(PwC調査、Q22)。

大半の企業がほとんど投資家との深刻な対立を経験していない一方<sup>2</sup>、多くの対立を経験している企業も少数ながら存在している

大半(70%)の企業が、エンゲージメントの初期段階もしくは中間地点から、対立はめったにない<sup>3</sup>、あるいは全くないと報告した。これは、対立することが一般的である<sup>4</sup>と回答した企業(11%、PwC調査、Q4.5)とは対照的である。私たちの調査は、主にアクティビズムに動機づけられていない日常的な株主エンゲージメントに焦点を当てている。従って、企業は、対立を前提としたエンゲージメントは少なく、そのようなエンゲージメントは非対立的なエンゲージメントよりも高い成功率とは関連していないと報告した。とはいえ、より対立的な手法を用いる傾向が強いアクティビストと呼ばれる投資家からのエンゲージメントも、業界によっては効果的なエンゲージメントの形態であると考えられている。

当調査では、過去12ヶ月間で、最も多くのエンゲージメントにつながった問題は、監査や財務報告(63%)または会社の戦略や業績(60%、PwCサーベイ、Q7)に関するものであった。これらは、株主や企業が建設的な関与を持つことが比較的やすいテーマである。インタビュー結果によると、特にESGに関連する標準化されたエンゲージメントのテーマが増加している。調査回答者の3分の1(35%)が、ESGに関するテーマが過去12ヶ月間に最も多くのエンゲージメントにつながったと回答した。しかし、標準化された取り組みは、株主と企業の間、その相対的な重要性や有効性に関して意見の相違を生む可能性もある。

このことは、企業の経営陣や投資家がESGのテーマへの効果的な取り組み方法を今も模索していることを示している。企業の経営陣や投資家は、ESG要因が企業の戦略や業績に重要な影響を与えることに同意する一方で、ESGに関するトピックスが複雑であり、必要な情報に関する要求も厳しいため、エンゲージメントの形式や報告、優先順位などの適切なバランスをまだ見い出せていない企業の経営陣や株主もいるようだ。

**企業の経営陣や投資家は、ESGのテーマへの効果的な取り組み方法を今も模索している。**

## エンゲージメントに対応して企業が行動を起こす可能性を高める5つの主要な要素:

### 1. 個々の会社に即して練られたエンゲージメントは、会社が行動を起こす際の最も重要な背景になりうる

企業が行動を起こしたケースの70%において、その理由の上位3つのうちの1つは、エンゲージメントがよく練られていて、株主が説得力のある提案を持っていると考えたことであった(PwC調査、Q15)。

しかし、企業側にとって実証可能な経済的ベネフィットがほとんど、あるいは全くない提案でも、株主が他の利益(社会的、環境的、評判など)を効果的に伝えれば、行動につながる可能性がある。半数(50%)のケースで企業が行動を起こしたのは、企業自身にはほとんど利益がないにもかかわらず、企業にとって限定的なコストでステークホルダーに大きな利益をもたらすと考えられたからであった。しかし、このためには、株主自身が受けるであろう便益を効果的に伝達することが必要である。半数以上(55%)のケースでは、株主が行った提案と同様の計画を既に持っていたために、企業が行動を起こした。(PwC調査、Q15)

### 2. エンゲージメントがどの程度うまく実施されたかも、企業に行動を促す重要な要素である

優れたエンゲージメント・プロセスは、株主がその提案を効果的に伝えることを可能にし、株主と企業が相違点を特定し、それに対処することを可能にする。行動に結びついたエンゲージメントの半数以上(51%)では、株主が対面での面談に応じることが出来たこと、及び議決権行使助言会社などに頼るのではなく株主自身が直接エンゲージメントを実施したことが、企業が行動を起こした理由の上位3つに挙げられている(PwC調査、Q18)。企業はまた、エンゲージメントの形式として、公開されたものではなく非公開(PwC Survey、Q24.3)、書面ではなく口頭での(PwC Survey、Q24.4)実施を好む。エンゲージメント・プロセスが協力的でうまく運営されていたかは、たとえ企業が行動を起こさなくても、エンゲージメントが成功したとみなせるかについての重要なファクターとなるだろう。

2. 企業への調査と同じ定義を用いて、株主が取締役会に対して明らかに敵対的な変更を要求する場合を対立的なエンゲージメントと定義する。対立的なエンゲージメントは、しばしば反対票または反対票の脅威を伴う。また、公にすることもあれば、公にすると脅すこともある。

3. 発生割合は25%未満

4. 発生割合は75%以上

**3. 多数の株主・投資家間の意見が一致しているほど、  
企業は行動を起こすようになる**

株主は、自らのエンゲージメントが広く支持されていることを示すべきである。企業は、協働し相当数の株主の支持を得ている提案を重視する(PwC調査、Q18、Q20b)。株主は、提案の説得力を高めたい場合には、他の株主や投資家との協働を検討すべきである。

**4. エンゲージメントリーダーの知識が高まるほど、  
企業は行動する可能性が高くなる**

企業インタビューによると、株主エンゲージメントのクオリティは、株主や投資家によって相当大きく異なることが明らかになった。エンゲージメントの成功を決定する重要な要因は、主導する担当者のクオリティである。通常、株主が企業のエンゲージメントに割り当てるリソースが多いほど、エンゲージメントを主導する人のクオリティも高くなる。また、同じ株主の中でもエンゲージメントのクオリティにばらつきがあることが報告される。これらのケースは、1つのグループ内の異なるファンドのマネージャーが、エンゲージメントに対して別々のアプローチをとっていることも原因である。さらに、これらのマネージャーは、同じ株主を代表しているにもかかわらず、しばしば矛盾する要件を持っていることもある。入念な準備を行っている株主は、企業に対する理解が深く、事業提案のための明確な案件を持ち、建設的なエンゲージメント・プロセスを進める傾向がある。これら全ての要素が成功の可能性を高めると言える。

**5. 行動を起こさないことに伴う高いコストが、  
企業の行動を促す可能性がある**

株主は、企業がエンゲージメントに向けて行動することのメリットに焦点を当ててではなく、逆に企業が行動しないことに伴うコストやリスクを示すこともできる。たとえば、環境政策や社会政策に関わる行動を怠ると、企業に対する顧客やステークホルダーの認識に多大な悪影響を及ぼす可能性がある。

**成功しなかったエンゲージメントには、通常、  
次の4つの特徴のうち少なくとも1つがある:**

**1. 示された価値やメリット、リスクが不十分**

株主は、行動を起こすことのメリットがコストを上回ることを、企業に納得させなければならない。企業が実質的な行動を必要とするエンゲージメントに対して行動を起こさなかった場合について見ると、その半数以上(53%)は、提案された行動のコストが利益を上回ると考えたためであった(PwC調査、Q16)。たとえメリットがあるケースであっても、その企業の目的に沿ったものでなければならない。同様に、株主提案が会社の戦略と一致していなかったり、関連性が薄かったりしたため、行動を起こさなかったケースが、約半数(47%)を占めている(PwC調査、Q16)。

**2. 株主の知識や理解の不足**

株主エンゲージメントに関与する人々に関して、関連知識が不足していることも多々あるようだ。企業の報告によると、行動につながらなかったエンゲージメントのうち、68%は目下の問題についての知識が不足していた(PwC調査、Q19)。私たちがインタビューした企業の経営陣の多くは、以前と比較して、株主がエンゲージメントに割くリソースが単純に減少しているか、またはより多くの企業にエンゲージしているため実質的に分散していると感じている。その結果、企業は自社の戦略、市場、ビジネスモデルを理解していない株主を抱えることになる。このような知識がなければ、株主が個々の企業に合わせた説得力のある行動を提案することは難しい。

**3. 投資先企業のリソース不足**

たとえ投資先企業が株主のエンゲージメントに従って行動しようとしても、リソースが不足しているために行動出来ないこともある。企業側に十分な時間や専門知識、予算がない可能性がある(PwC調査、Q16)。投資先企業のリソースの限界を理解していない株主は、エンゲージメントの努力を無駄にしてしまうリスクがある。

#### 4. 対立的なエンゲージメントのプロセス

一部のアクティビスト投資家が成功を収めていることから明らかのように、企業は対立的なエンゲージメントに対して行動を起こすケースもある。株主が活用できる最も効果的な脅威は、株主決議案の提出、企業のESG格付けの引き下げ、パブリックな場やメディアでの企業批判、株式の売却による株価下落などである。あまり効果的ではないが、取締役の再選に反対票を投じることを事前に宣言したり、NGOのような他のステークホルダーからの否定的な反応を促したりすることも含まれる。とはいえ、企業が行動しなかった理由として、対立的なエンゲージメントを挙げる意見も少なくない(PwC調査、Q19)。

ESG関連のエンゲージメントは、戦略関連のエンゲージメントほど建設的ではないとの意見もあった。インタビューと調査結果の両方から、株主は伝統的なトピック(例えば戦略に関連するもの)に関して、企業に建設的なエンゲージメントを行う方法を理解していることがわかる。ESGに焦点を当てたエンゲージメントのクオリティが高くないのは、この種のエンゲージメントに対する経験が少なく、インセンティブが異なるためかもしれない。例えば、活動や成果を実証する必要があると、より効果的なプライベート・エンゲージメントではなく、よりパブリックなエンゲージメントを利用するという、歪んだインセンティブをもたらす可能性もある。株主は、戦略的トピックに関するエンゲージメントのベストプラクティスをESGに特化したエンゲージメントにも適用することで、エンゲージメントの効果を向上させることができるかもしれない。

#### エスカレーション

株主は、自分たちの意見に耳を傾けてもらえなかったり、十分な行動が取られなかったりすると、エンゲージメントを超えて「エスカレーション」させることがある。これには、株主決議案の提出、投資先企業の株式売却、公のメディアなどで批判することなどを含む(PwC調査、Q20a)。しかし、そのような行動は、慎重に行わないと株主と企業との間の信頼関係を損なうことにもなり、将来のエンゲージメントの有効性を低下させる可能性がある。したがって、株主は、そのような行動を、賢明に活用するべきである。

あるいは、株主は会社の不作為が株主価値を高める機会を逃すリスクがあることを示すこともできる。会社の意思決定に重くのしかかる不作為の潜在的コストとしては、その他にメディア報道で批判されることや、世論の抗議や反発などがある(PwC Survey, Q20a)。





## 企業に影響を与え、行動を起こさせる 最善の方法は、建設的で実質的な関係を 築くことであると考え。以下は、株主の エンゲージメントが企業の行動につながる 可能性を高めるための提言である：

### 1. 企業との信頼関係と相互理解を築く

建設的なプロセスと良好な関係は企業にとって重要である。時には意見の相違もあるかもしれないが、建設的なエンゲージメント・プロセスを経験した企業は、変革の可能性が高まると報告している。

### 2. エンゲージメントの目的と成功の基準を最初に議論する

株主と企業では、成功の尺度やコスト、利益、リスクのトレードオフが異なる場合がある。そのため、事前に話し合うことで、株主と企業の双方が互いをよりよく理解し、建設的に協力することができる。

### 3. 企業にとっての付加価値と、その戦略との結びつきを示す

企業が株主エンゲージメントに取り組んだ最も一般的な動機は、そうすることで事業価値が高まるからであった。明確な財務目標や事業価値向上と関係のないエンゲージメントは、真剣に受け止められにくいため、却下されたりや無視される可能性が高くなる。

### 4. 可能な場合は、他の株主と協働する

大株主(または株主グループ)であればあるほど、その影響力は大きくなる。競合する要求に直面した場合、企業は、主要株主、または投資家ベースで大きな割合(20%以上)を占める株主からの提案に耳を傾ける可能性が最も高い。68兆ドルの資産を運用する700以上の投資家で構成されるClimate Action 100+のような協働エンゲージメント・イニシアチブは、株主が協調し、企業に対して統一したメッセージを提示することを可能にすると言える。<sup>5</sup>

### 5. 直接、プライベート、そして対面でのエンゲージメントを行うこと

企業は、株主によるエンゲージメントの方法について、明確な選好を持っているようだ。一般的には、書面ではなく直接(または少なくともバーチャルに)、パブリックではなくプライベートで、対立的ではなく建設的なエンゲージメントを好むと報告している。

### 6. 対立的なエンゲージメントは、使うときも賢明に

株主が執拗に対立的な態度をとれば、株主と企業との関係や信頼関係が損なわれるリスクがある。これは、企業がそのような株主と関わりを持つとうとしなくなることにつながる。対立的な手段を多用すると、今後のエンゲージメントの効果が低下する可能性がある。

### 7. 議決権行使助言会社の推奨に自動的に従うのではなく、アドバイスとして受け止める

株主は、議決権行使助言会社が株主のために優れたエンゲージメントを行うよう促す役割を持つ。そのため、常に議決権行使助言会社の勧めとおりに投票するのではなく、推奨事項を精査する必要がある。

### 8. 有能で経験豊富な人材に、企業のエンゲージメントを率いてもらう

最高のエンゲージメントは、それをリードする人材の質と密接に関係している。株主は、経験豊富で、知識があり、人柄の良い人材が企業と関わることを優先すべきである。

### 9. 企業の優先事項とリソースを考慮する

企業が株主提案を採択しない理由としてよく挙げるのが、利用可能なリソースの不足である。そのため、株主自身が、企業に提示するエンゲージメントの優先順位を決めるべきである。

5. <https://www.climateaction100.org>

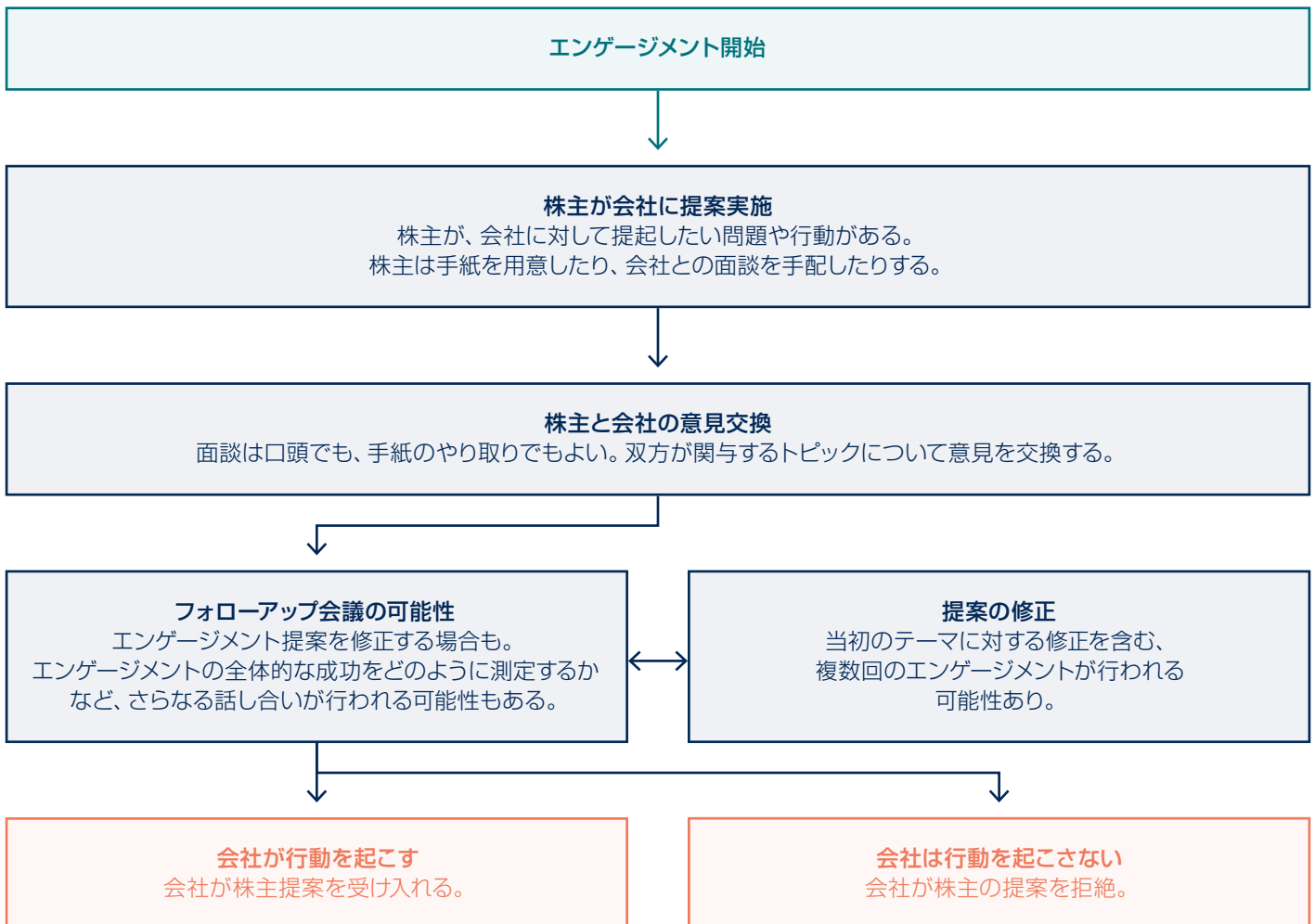
## はじめに

世界中でスチュワードシップ・コードが導入され、最終的な受益者からの期待が高まった結果、投資家がスチュワードシップに関する権利と義務をどのように行使し、そのような活動がどのような成果に結びついたかを証明する必要性が高まっている。特に、戦略、オペレーション、ガバナンス、情報開示のいずれにおいても、投資先企業に影響を及ぼし成果をもたらすという観点で、投資家によるエンゲージメントの役割にますます重点が置かれるようになっている。

投資家のエンゲージメントが、企業の株価、財務状況、環境・社会的目標といった面でどの程度の成果をもたらすかについては、様々な研究が存在する。しかし、企業が行動を起こすきっかけとなるエンゲージメントの具体的な特徴を明らかにする研究はほとんど行われていない。

私たちは、株主エンゲージメントとは、株主または株主グループが、株式を保有する企業とコミュニケーションをとり、意見を伝え、説明責任を果たすプロセスと定義している。株主エンゲージメントは通常、株主が企業の取締役会に対し、戦略の変更や方針の採択など、特定の行動を取るよう求めるもので、通常、ロードショーや標準的な株主総会での決議といった通常の事業プロセスの外で行われる。企業は、株主以外にも様々なステークホルダーと関わるが多い。その中には、従業員、顧客、サプライヤー、規制当局、同業他社などが含まれる。

## エンゲージメント・プロセスの一例



本レポートは、企業と株主とのエンゲージメントに焦点を当てており、企業の行動や戦略、方針を変えるために株主が取り得る最も効果的なエンゲージメント・アプローチやアクションの特徴を明らかにしている。また、学術的な文献調査、企業幹部へのアンケート調査およびインタビューに基づいている。

投資家のエンゲージメントに関する最も広範で説得力のあるエビデンスの中には、アクティビストによるキャンペーンに関連するものもある。しかし、こうしたアクティビズムは比較的まれである。本レポートでは、アクティビスト投資についても言及しているが、主としてほとんどの企業が例年経験するような投資家との間のより日常的なエンゲージメントに焦点を当てている。

また、特定の株主が主導した特定のエンゲージメントが特定の結果をもたらしたかどうかについては、多くの場合、本質的に不確実性があることも認識している。株主は、ある成果が自分たちのエンゲージメント活動によって達成されたのか、他の株主の活動によって達成されたのか、あるいはエンゲージメントに関係なく達成されたのか、判別出来ない場合がよくあるし、企業も株主に行動を強いられたとは言いがらない。

このテーマについては、学術文献のレビュー、企業への調査、企業の経営幹部への詳細なインタビューの3つを情報源としている。これらの中から、企業がどのようにエンゲージメントを行っているのか、また、なぜあるエンゲージメントが企業の行動につながり、他のエンゲージメントはつながらなかったかについて、興味深い洞察が得られた。本研究に対する我々のアプローチと使用した情報ソースの全般的な説明は付録1に記載されている。

本レポートの構成は以下のとおりである：

**第1章**では、この研究に対するわれわれの手法、すなわち学術論文のレビュー、企業調査、企業インタビューを概説する。

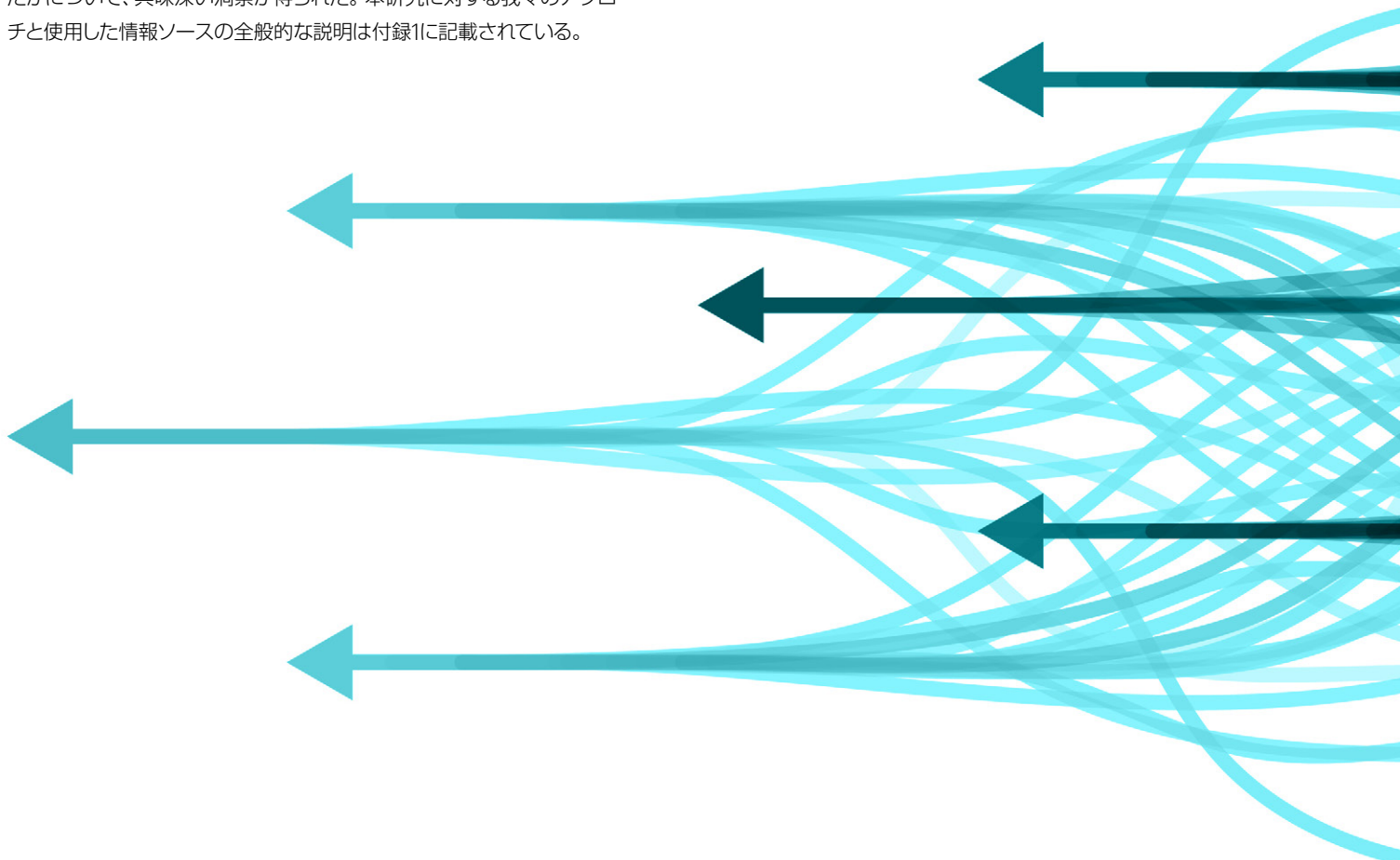
**第2章**では、企業のエンゲージメントの件数、方法、テーマに関する最近のトレンドを要約する。

**第3章**では、企業と株主がエンゲージメントの成功をどのように定義するかを考察する。

**第4章**では、企業が行動を起こす可能性に影響を与える要因について検討する。

**第5章**では、成功しなかったエンゲージメントの要因を探る。

**第6章**では、株主が企業の行動に影響を与える最善の方法について、9つの提言を列挙する。



# 1. エンゲージメントの最近の動向

## エンゲージメントの数

近年、企業と株主との間で行われる年間のエンゲージメントの数は増加している。2022年のPwCコーポレート・ディレクターによる調査では、約60%の会社が過去12ヶ月間に株主とのエンゲージメントを行っており、2017年の42%から増加している。この経年的な増加は、Tonello and Gatti (2019)によって裏付けられており、指標や売上の規模を問わず、大半の企業がエンゲージメントの頻度が「やや増加」と報告している。

企業規模が大きくなればなるほど、株主とのエンゲージメントは多くなる。年間売上高が10億ドル未満の企業は、前年に平均60件のエンゲージメントに直面した。これに対し、年間の収益が10億ドルを超える企業は平均75件であった(PwC調査、Q3)。これらの結果は、他の調査結果と一致している。例えば、Gatti and Tonello (2019)によると、過去12ヶ月間に株主とのエンゲージメントを行っていないと回答した会社は、大企業ではわずか10%であったのに対し、中小企業では42%であった。

エンゲージメントの回数は企業が属する業種によって異なる。過去12ヶ月の平均エンゲージメント数が最も多かった業種は、エネルギー(115)、コミュニケーション(90)、IT(89)であった。最も少なかった業種は、インダストリアル(27)、生活必需品(42)、ヘルスケア(54)(PwC調査、第3四半期)であった。

通常、より拡張したエンゲージメントには、中小企業よりも大企業が関与している。年間売上高が10億ドルを超える企業では、51%のエンゲージメントが少なくとも2回のコミュニケーションを行っているのに対し、中小企業では43%であった。具体的で複数の株主が関与するエンゲージメントは、少なくとも2回のコミュニケーションを伴う可能性が高い(PwC調査、第4四半期)。

## エンゲージメントの性質

我々の所見は以下:

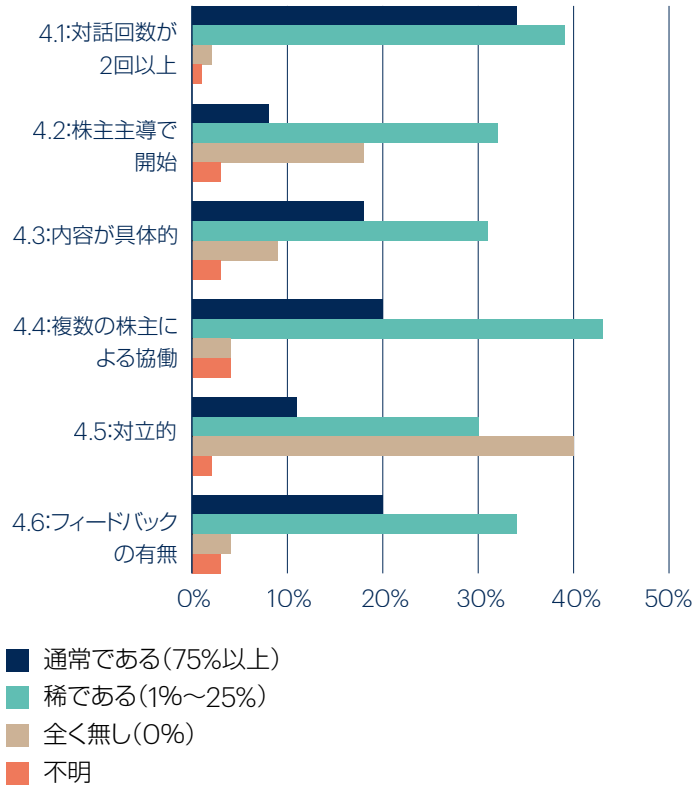
- **対話の増加** - 過去12ヶ月で、ほぼすべての企業(97%)が少なくとも2回のコミュニケーションを伴うエンゲージメントに関与しており、34%がこれを通常のこととしている<sup>6</sup>。しかし、39%の会社が、複数回のコミュニケーションは稀であると回答している<sup>7</sup>(PwC調査、Q4.1)。
- **企業による主導** - 株主がエンゲージメントを平時主導<sup>8</sup>していると報告した企業はわずか8%で、32%が稀な事象と分類した(PwC調査、Q4.2)。
- **エンゲージメント内容が具体的かどうか** - 具体的なエンゲージメントが標準と回答した企業は18%であった。しかし、40%の企業は、具体的なエンゲージメントは稀、もしくは全く無いと回答(PwC調査、Q4.3)。
- **複数の株主による関与** - 調査対象企業の92%は、過去12ヶ月間に複数の株主とのコミュニケーションが含まれるエンゲージメントに少なくとも1回参加したことがあると報告した。しかし、複数の株主とのコミュニケーションに関わるエンゲージメントは、43%の企業では稀であり、通常の発生確率はわずか20%である(PwC調査、Q4.4)。
- **対立的なエンゲージメントは稀** - 対立的なエンゲージメントが標準と回答した企業は11%であったのに対し、70%の企業は対立的なエンゲージメントは稀、もしくは全く無いと報告した(PwC調査Q4.5)。
- **フィードバックへの関与** - ほぼすべての企業が、エンゲージメントに関するフィードバックの授受に関与したことがあると回答した(フィードバックがなかったと回答した企業はわずか4%)。しかし、エンゲージメントの中でフィードバックが平時共有されていると回答した企業はわずか20%であった。また、10社のうち4社近く(38%)の企業が、自社のエンゲージメントにおいてフィードバックの共有がほとんどなかった、もしくは全く無かったと回答した(PwC調査、Q4.6)。

6. 実施したエンゲージメントの75%以上の割合で発生

7. 実施したエンゲージメントの1~25%の割合で発生

8. 実施したエンゲージメントの75%以上の割合で発生

質問4:過去12カ月の株主とのエンゲージメントのうち、これらの特性を持っているのはどの程度ですか。(合計=100%)



Source: PwC survey results

これらの調査結果は、エンゲージメントの性質に関して、企業間でいくつかの明確な傾向があることを示している。ほぼ全ての企業が、複数回にわたるエンゲージメント、複数の株主との関わり、フィードバックの授受を少なくとも1回は経験している。しかし、ほぼ全ての企業がある程度のエンゲージメントを経験しているにもかかわらず、これらの特徴の多くは、企業はそもそも稀と回答している。さらに、対立を経験した企業は11%に過ぎず、対立が常態化している企業は実に稀であるようだ。

エンゲージメントのトピック

ESG 関連のトピックへの注目度が高まっているようだ。Gatti, Strampelli and Tonello (2023)は、現在多くの企業で最も頻繁に取り上げられているテーマは、気候変動や温室効果ガスの排出、取締役会の多様性、役員報酬であると強調している。この傾向は、我々のインタビューでも同様であった。具体的な個々の企業の方針についての対話ではなく、現在では、全ての会社に関連する標準的な問題についてのやり取りが多くなっている(「20年前と比較すると、質問の内容がはるかに一般的なものとなってきている」(会社幹部インタビュー)。

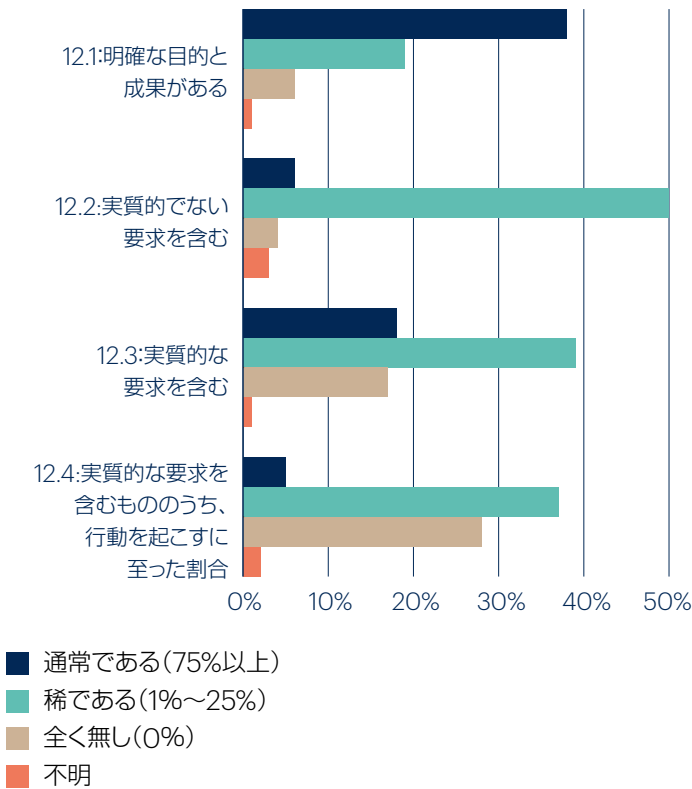
とはいえ、本調査によると、株主エンゲージメントの大半を占めるのは企業の戦略と業績であり続けている。

- 直近1年間の特徴** - 私たちの調査(Q7)によると、最も一般的なエンゲージメントのトピックは、監査および財務報告(過去1年間にエンゲージメントを行った企業の63%)、企業戦略または業績(60%)、取締役会の構成とリーダーシップ(37%)、ESG(35%)である。しかし、これらの話題は、会社や株主が制御出来ない要因に左右される。2022年のPwCコーポレート・ディレクター・調査では、61%の取締役が、景気後退局面では、炭素排出や気候変動リスクなどの問題が投資家の注目が低下すると考えていることが浮き彫りになった。
- 過去3~5年間のトレンド** - 企業は、株主とのエンゲージメントにおいて、いくつかのトピックがより一般的になってきたと回答している。過去3~5年間に重要性が増したと回答されたトピック(PwC調査、Q8)は、企業の戦略や業績(企業の67%)、監査および財務報告(52%)、データ報告(49%)、取締役会の構成、リーダーシップおよび役員報酬(46%)、ESG(44%)に関するものである。

この違いは、一つには企業規模の違いによってもたらされるものと考えられる。大企業(売上高10億ドル以上)の52%が、中小企業(売上高10億ドル未満、PwC調査、Q8)の37%に比べて、ESGに関するトピックの重要性が高まったと回答した。

調査対象企業の過去12ヶ月間のエンゲージメントの中で、エンゲージメントが明確な目的と成果を通常持つと回答した企業は38%であった(PwCサーベイ、Q12.1)。また、半数の企業が、実質的でない要求が含まれる提案は稀であると回答したが(PwC調査、Q12.2)、エンゲージメントに実質的な要求が通常含まれると回答した企業は18%であった(PwC調査、Q12.3)。こうした実質的な要求は、企業の戦略の大幅な変更、企業による環境への負荷の改善、設備投資の大幅な変更などが含まれていた。実質的な要求を受けた会社の大半(65%)は、それらに対してほとんど、あるいは全く行動を起こさなかった(PwC調査、Q12.4)。

**質問12:全体として、過去12ヶ月間に株主が行ったエンゲージメントの割合? N=100**



注:実質的でない要求には、開示される情報の拡張や明確化が含まれる。  
 実質的な要求には、戦略の変更、環境負荷の改善、設備投資の大規模な変更などが含まれる。  
 Source: PwC survey results

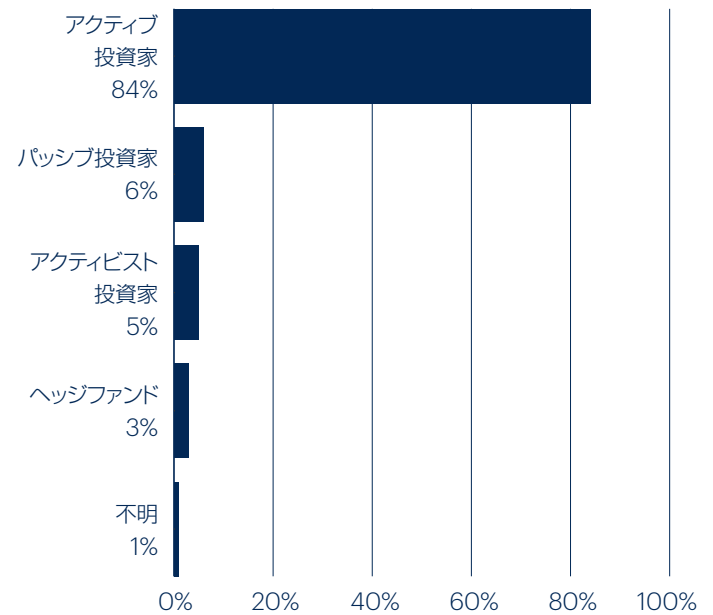
**参加者**

企業がエンゲージメントを開始するとき、誰が主導するかに関する明確な基準はない。最も一般的な人物は、マネジング・ダイレクターまたは最高経営責任者(43%)、IR 統括責任者(28%)、次いでCFO(19%)、PwC調査、Q5)である。

**優先順位とエスカレーション**

会社は大口投資家やアクティブファンドの投資家を優先する傾向がある。インタビュー結果から、企業はより大口の株主の関心事を優先することが分かる。次に重要なのは、株主と企業との関係である。企業は、パッシブ投資の株主よりもアクティブ投資の株主の関心事を非常に重視する。アクティビスト投資家やヘッジファンドはあまり重視されない。しかしながら、この結果は、アクティビスト・キャンペーンが依然として比較的稀少で専門的であることが影響している可能性がある。多くの回答者は、アクティビスト投資家と対峙したことがない。

**PwC Survey, Q6: 投資家の規模に加えて、他にどのような点が優先付けに影響を与えますか? 1つ選択してください。回答者が選択した割合**



Source: PwC survey results

株主から要求を受けた際の社内のエスカレーション・プロセスは、企業によって大きく異なる。調査対象企業の半数以上(55%)が、社内エスカレーションのプロセスや基準について知らない、またはよくわからないと回答している(PwC調査、問13)。

株主からの問い合わせを取締役会やCFO、CEOなどに直接エスカレーションする企業もある。問い合わせの内容によって、担当や窓口が決まることが多い。例えば、ある企業では、財務に関してはCFOに、戦略に関しては最高経営責任者（CEO）に直接報告しているという。別の企業では、IRチームを通じて問い合わせをフィルタリングし、大半は関連する事業部門に、最も重要なものは経営層に直接報告している（PwC調査、問13）。

投資家からの要請を多数受ける企業では、重要なものが経営層に確実に届くようにするためには、コーポレート（カンパニー）・セクレタリー<sup>9</sup>やIRチームが貴重な役割を果たす。インタビューの中で、ある会長は、優先順位をつけ、主要な株主にタイムリーに対応できるよう手助けしてくれる優秀なコーポレート（カンパニー）・セクレタリーを持つことの大切さを強調していた。

## 株主の結束

株主エンゲージメントには以下の3つの注目すべき傾向がある。:

1. 株主エンゲージメントそのものの拡大と、より包括的なテーマに向かうという長期的かつ大規模なトレンド
2. 株主間の結束力が小幅ながら近年高まっていること
3. 同じ株主・投資家内の異なる当事者間（例えば、異なるファンド間、またはポートフォリオ・マネジャーとガバナンスやESGの専門機能との間）の結束力が、短期的にはわずかに減少していること

第1に、株主が企業と関与する方法は、時の流れとともに大きく変化している。歴史的に見て、エンゲージメントは、典型的には、多様性やESG目標（「20年前、株主は戦略、結果、企業が歩む方向性に関心を持っていた」- 企業幹部へのインタビュー結果）のような、標準的な業界の評価基準ではなく、会社の業績に関するものであった。このような株主による綿密な調査は、主な株主が小規模で地域密着型であったことから可能であった。エンゲージメントに関するトピックが少なかったため、企業は現在と比較して株主との関与が概して少なかった。

海外を含む株主層の多様化が長期的に進行し、個々の株主が投資先の企業に関する情報を十分に獲得することが難しくなっている（「多くの株主は、常に有益な情報を獲得出来る程の十分なリソースを持っていない」- 会社幹部へのインタビュー）。より多くの情報に基づいたエンゲージメントを行う代わりに、株主は一般的なテーマ（「ESG、報酬、多様性などの一般的な問題」- 企業の幹部インタビュー）により頻繁にエンゲージするようになる。

第2に、株主の結束が短期的に高まっている。3分の1（33%）の企業は、過去3～5年の間に、様々な株主からのエンゲージメントの話題が収束、より一貫性が見られるようになったと感じている。これに対し、投資家の結束に変化はないと考えている企業は55%、投資家の結束力が過去3～5年間で低下したと考えている企業は10%である（PwC調査、Q9）。

短期的な株主の結束力の高まりは、特定のエンゲージメントのトピックに対する関心が拡大していることも一因である。これには、企業の好業績、投資家のニーズが収束しつつあること、新型コロナウイルスの蔓延、インフレ、ウクライナ戦争によるエネルギー危機など、より広範な経済的・地政学的な事象が含まれる。エンゲージメント向上のための主な原動力は、企業業績の改善（「利益成長」、「企業利益」、「企業売上上の成長」- 企業幹部へのインタビュー結果）である。一部のトピックは、全株主ではないにせよ、ほとんどの株主にとって共通の関心事として再浮上している（「投資家は、事業運営、特にESGに関わるものへの関心が高い」- 企業幹部へのインタビュー結果）。また、企業や株主が制御出来ない事象（「生活費の上昇」「ブレグジットや新型コロナウイルス蔓延、地政学的な不確実性、高金利、高インフレなどを背景とした非常に不安定な市場環境」- 企業幹部へのインタビュー結果）もエンゲージメントを後押ししているかもしれない。

短期的に株主の結束力が低下している場合、コミュニケーション不足、企業業績の悪化、株主層の多様化が原因とも考えられる。これらの傾向は、「コミュニケーション不足」や「投資戦略の失敗が投資家の自信低下につながり、支持する投資家と支持しない投資家の間で見解の相違が生じている」（会社役員インタビュー）などが挙げられている。短期的な株主の結束力の低下は、株主の多様化という長期的なトレンドを反映しているケースもある。以前は株主が少数に集中していたが、今は分散しているため、投資家の結束力が低下しているように感じる（会社役員へのインタビュー結果）。

9. 取締役会議長の指示のもと、企業の取締役会や委員会においてその運営や情報を管理し円滑化を担う、英米会社法上の役職・組織

第3に、同一株主内の異なるチーム間の結束力が短期的に小幅に低下している。企業の4分の1(24%)が、過去12ヶ月間に同一株主内の異なる担当者から相反する要求を受けたケースが純増したと回答している。(PwC調査、問11)。例えば、ある企業は「複数のファンドを保有する筆頭株主がそれぞれ協調せず、異なる投票を行う」(企業幹部へのインタビュー結果)と回答している。しかし、株主の間で協調が取れていないのは、単に社内異なるファンドがそれぞれの哲学に基づいて投資とスチュワードシップを競い合っているだけかもしれない。調査対象企業の大多数(66%)は、株主からの相反する要請の数に変化はないと回答しており、減少したと回答した企業は5%であった(PwC調査、問11)。

## エンゲージメントの結果

企業は、実質的な行動を求める株主からの要求と、実質的な依頼を含んでいるだけの要求とを区別している。半数(56%)の企業が、過去5年間に、実質的な行動を必要とする株主エンゲージメントを経験したことがあると回答した。このような場合、企業は73%のケースで行動を起こしている(PwC Survey、Q14)。反対に、82%の企業は、過去12ヶ月間に、実質的な依頼を含む株主とのエンゲージメントを少なくとも1回経験したことがあると回答した(PwC調査、Q12.3)。このうち、70%の企業が、少なくとも1つの実質的な依頼に応じて行動を起こしている(PwC調査、Q12.4)。<sup>10</sup>

株主エンゲージメントが概して非生産的であり、基本的な利益がほとんどないと考えている企業は非常に少ない(3%)。半数の企業(50%)が、エンゲージメントによって株主への理解が深まると考えており、46%はエンゲージメントが経営陣と取締役会の時間を生産的に活用し、会社の成果向上につながると考えている(PwC調査、Q22)。

## 追加的な規制に関する意見

興味深いことに、企業の大多数(78%)は、ステークホルダーによるエンゲージメントに関する規制を強化する必要は無いと考えており、8%はよく分からないとしている(PwC調査、Q25)。また、規制を強化すべきだと考えている14%の中で、その規制がどこに焦点をあてるべきかについての明確に合意された領域は存在しないようである。

規制が必要と思われる2つの領域は、株主の企業に対する義務と、代理人である議決権行使助言会社の株主に対する義務に関するものである。ある企業は、株主が株価にどのように影響を与えることができるか、そしておそらく意図しない結果によって不注意にも“価値を破壊”し得るについて懸念している。彼らは、株主はこのようなことをしても責任を問われないが、企業の幹部は責任を負うと回答している(「株価に影響を与える立場にある株主には説明責任があまりなく、彼らでさえすべての事実や情報を持っているとは限らない」、PwC調査、問26)。これは、企業と株主の双方で情報を共有し、理解を深めることの重要性を示している。また、議決権行使助言会社が株主の意見を適切に反映するよう、彼らに対する規制を望む企業もあった(「議決権行使助言会社が」株式の議決権を行使する際に、株主が信じていることを真に反映するよう、もっと規制を強化すべき」、PwC調査、Q26)。

他には、株主が関与できるテーマや方法についての規制や、企業と環境に対する株主の責任の明確化を望む企業もあった。また、株主と企業の関わり方(「バーチャルではなく対面形式」、「従業員や経営陣とのやり取りは規制すべき」)を規制で義務付けるべきとの声や、株主がエンゲージメントに参加するための要件を規定するガイドラインを設けるべきという意見もみられた(PwC調査、Q26)。

10. 過去5年間に実質的な行動(質問14)を必要とする株主エンゲージメントを経験した55社のうち、40社(73%)が行動を起こした。調査対象企業100社のうち、実質的な要求を含む株主エンゲージメントを1度も経験しなかったのは17社のみであった。



## 2. エンゲージメントの成功とは

企業が行動を起こすきっかけを考える前に、エンゲージメントの成功をどのように定義するかについて検討する。大変興味深いことに、インタビューでこの質問を企業側に尋ねると、回答者の半数は回答するまでにある程度の時間を要した。多くの人々が、定性的または定量的な指標を用いて成功を定義することは困難であることを認めている。エンゲージメントの成功をどのように定義するかについて、普遍的な合意は存在しないということなのであろう。

一方で、企業側がエンゲージメントの成功というものをどのように捉えているかを知ることは、株主が最善の結果を得るために企業とどのように関わりたいかにも影響するため、大変重要である。

企業と株主がエンゲージメントの成功を測定する方法にはさまざまな種類がある。以下3点が主な基準として学術界では指摘されている。

1. 最初に、一部の企業や株主は、企業業績への影響という観点から成功を定義している(Dimson, Karakas and Li, 2015)。指標としては、企業の株価、売り上げ、利益、顧客基盤などが挙げられる。
2. 第2に、選択した基準に従って成功を測定することができる。これらは、エンゲージメント・プロセスによって個別に設定される場合もあれば、すべてのエンゲージメントで標準化されることもある(Gatti, Strampelli and Tonello, 2023)。こうした基準の例としては、多様性目標を達成すること、ESG方針を実施すること、特定の商業的な目標を達成することなどが挙げられる。
3. 第3に、成功は、エンゲージメント・プロセスの最中と終了後に、企業と株主がどれだけ満足したかによって測ることもできる(Burgess and Gowers, 2022)。

一方でこれら三つの主な成功の基準は、株主と企業にとって重要性が同等であるとは限らない。その代わりに、1つの基準のみを使用したり、2つ以上の基準を活用して、重要性に基づき重み付けを変える場合もあるだろう。

### エンゲージメントに対する株主の反応

多くの企業は、エンゲージメントの成功を、例えばエンゲージメントの最中や終了後にいかに企業側と株主側の双方が良く対応したかによって評価している。共通の理解(「議題と戦略計画の理解」と相互の合意(「投資家が提案された変更/計画に同意」)があったかどうかを成功の尺度とする場合や、対立が解消され、懸念事項が解決されたかどうかに応じて成功を測定する企業もある。他には、今後の株主の行動(「今後の会議に積極的に参加するかどうか」)によって成功を測定する企業や、エンゲージメント終了時に行われる公式な議決権行使(「株主から肯定的な議決権を得るべき」)や、株主のフィードバック(「株主のフィードバックは、エンゲージメントの成功度を教えてくれる」)によって成功を判断する企業もある。全体として、会社は、結果の如何に関わらず、投資家側と建設的なプロセスを持つことを重要視しているようである(PwC調査、Q20b)。

### 標準化された、または個々の測定基準

エンゲージメント後に実施された成果を測定することで、成功度を判断している企業もある。当初から個別に合意された測定基準を用いることは非常に稀であり、多くの場合は全てのエンゲージメントで使用できる標準化された測定基準を使用している。これらの指標の例としては、外部監査および株主の投資レベル(PwC調査、Q20b)が挙げられる。

## 企業業績

エンゲージメントの成功の主な基準として企業業績を用いる企業はごく少数である。ここでの主な指標は、企業の株価である（「相対的な株価の変化によるもの」、「株価と株式市場の動きによるもの」）。企業の業績（「収益性への影響」、PwC調査、Q20b）を主な指標とすることも出来る。成功の基準の中には、企業の状況に左右されるものもある。とはいえ、株主の持株比率の増加が成功指標とみなされるかどうかを尋ねたところ、あるインタビュー回答者は、エンゲージメント後の株式購入の決定は、間違いなく成功の指標とはならないと強く主張した。他には、「間違った」株主を持つことは、会社にとってより悪い結果を齎す可能性があるとして述べている（PwC調査、Q21）。なお、アクティビスト投資戦略に関する学術研究では、株価が成功の指標としてよく用いられている。

エンゲージメントが成功したかどうかに関して、株主と取締役会の意見が食い違うことがある。このような意見の相違は、株主が対立的である場合に最もよく見られる。企業に圧力をかける対立的エンゲージメントは、株主が望むすべてを達成するかもしれない。しかし、企業はそのエンゲージメントを破壊的であり、望ましいものではなく、短期的な視点であると見なすかもしれない。たとえその活動が企業にとって価値を生むものであったとしても、対立的なエンゲージメントが正当化されるかどうかについては、依然として意見が分かれることがある。

企業がエンゲージメントを成功させるために最も重要だと考える点について、絶対的なコンセンサスはない。しかし、ほとんどの企業は、コミュニケーションと肯定的な文化が不可欠であると考えている（「双方からの明確なコミュニケーションがあるべき」、「ステークホルダーとのエンゲージメントにおいて最も重要な要因は組織文化」）。結果の質に最も重点を置く企業もある（「結果がエンゲージメントを定義する」）。これには、企業の業績や株価に対するエンゲージメントの影響（「生産的が向上し利益を生むようになる」、「健全な市場価格」、PwC調査、Q21）が含まれることが多い。

## 3. 企業側の行動に対する引き金となるものは何か

投資家から、株主エンゲージメントがきっかけで行動を起こしたと認めたくない CEO もいるという意見を聞いた。実際には全ての企業がこのような認識を持っていたわけではなく、ほとんどの企業は、自社を理解し、挑戦的だが建設的なフィードバックを提供してくれる長期的な株主には、心から感謝していると回答している。とはいえ、企業によっては、株主とのエンゲージメントを無意味で対立的なものだと考えているところもある。本セクションでは、株主によるエンゲージメントを受けて、企業が行動を起こす引き金となるものは何かについて、考察する。

当社の調査によると、企業が行動を起こす可能性に影響を与える主な要因は、主に以下5つである。

1. 行動を起こした場合の費用対効果
2. どのようにエンゲージメントがなされたか
3. 株主間のコンセンサスの度合い
4. エンゲージメントを行う担当・チームのクオリティ
5. 行動しなかった場合のコスト

### 1. 行動を起こした場合の費用対効果

企業が行動を起こす可能性に影響を与える重要な要因の1つ目は、行動を起こした場合の費用対効果である。株主提案は、通常、企業の戦略目標に直接関連するものと、企業文化や社会的・環境的な義務、ガバナンスなどに関連するものの2つのグループに分けることができる。

#### 戦略に焦点を当てたエンゲージメント

企業が行動を起こす主な原動力は、その提案が良い結果をもたらすと説得力を持って説明された場合である。企業が行動を起こす理由の73%は、その行動が企業にとって正味の利益をもたらすと取締役会が納得できたからである(PwC調査、Q15)。取締役会は、営利・非営利を問わず、企業にとって明確で相応の利益をもたらす提案を、より好意的に受け止めている。行動につながったエンゲージメントの70%は、エンゲージメントがよく練られ、株主が説得力のあるビジネスケース(提案)を持っていたという特徴がみられた(PwC調査、Q15)。同様に、企業が必要なリソースを有していたにもかかわらず、株主が説得力のあるビジネスケースを提示しなかったため、行動を起こさなかったケースが67%あった(PwC調査、Q16)。

企業にとって、事業、戦略、組織構造の観点からみて、行動を起こすことが企業の価値にとってマイナスであると認識すればするほど、行動する可能性は低くなる。たとえ株主の提案が会社に大きな利益をもたらす可能性があったとしても、取締役会は本質的にリスク回避的であり、リソースにも制約がある。広範な、あるいは「組織的」な変化を目標とするエンゲージメントは、小規模なものに比べて、変化をもたらす可能性が16%低い(Barko, Cremers & Renneboog, 2022)。

規模が小さく、焦点が絞られた変化に焦点を当てたエンゲージメントの方が、企業側の行動につながりやすい(Barko, Cremers and Renneboog, 2022)。しかし、意味のある成果を生み出す必要があるため、バランスを考慮しなければならない。企業は、ごくわずかな利益しかないと思われるエンゲージメントに対して行動を起こす可能性が低くなる(「株主エンゲージメントは、エンゲージメントの影響を示すことが難しい細かいことに集中する可能性がある」-企業幹部インタビュー)。企業は、細かいことではなく、重要な成果や原則に関するエンゲージメントを好む傾向がある(Investor Forum, 2019)。したがって、株主は、企業にとって受け入れ可能な規模でありながら、十分な価値を生み出すエンゲージメントについて、優先的に提案する必要がある。

#### その他のエンゲージメント

企業はまた、明確で、営利的ではない便益をもたらすエンゲージメントにも行動を起こす。一般的に、企業はガバナンスの問題に取り組む可能性が最も高く、次いで取り組むのは社会的な課題である。しかし、成功の可能性はサブテーマによっても異なる。最も行動につながりやすいトピックは、公衆衛生、労働基準、気候変動報告基準、コーポレート・ガバナンスに関するものである(Barko, Cremers and Renneboog, 2022)。

営利的ではない提案は、企業にとってそれに十分見合うコストでなければならぬ。取締役会は、例え企業側にほとんど利益をもたらさない提案でも受け入れることがあるが、行動を起こしたケースの50%において、その行動の少なくとも一部は株主側に大きな利益をもたらすからであった(PwC調査、Q15)。これは、行動を起こしても企業自身にはほとんど利益がない場合では、なおさらである。重要な点は、会社にとってのコストが小さいことである。

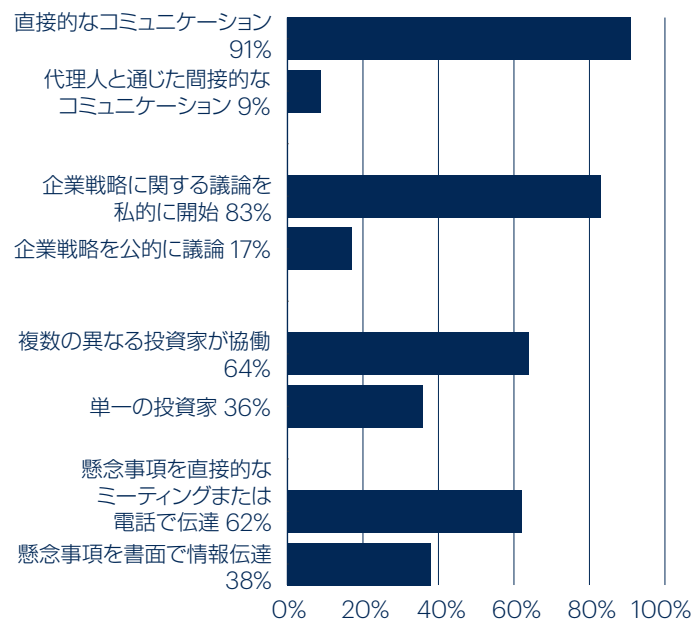
## 2. どのようにエンゲージメントがなされたか

企業が行動する可能性に影響を与える2つ目の重要な要因は、エンゲージメントがどのように実施されるかである。

### 協働エンゲージメント

企業の3分の2(64%)が協働エンゲージメントを好んでおり(PwC調査、Q24.3)、単独よりも成功率が高い。これは、単独エンゲージメントの成功率が11%であるのに対し、協働エンゲージメントの成功率が約33%と、約3倍近いことにも表れている(Dimson, Karakas and Li, 2015)。

### PwC調査、Q24: 次のうち、どのエンゲージメント手法を好みますか? 選択した回答企業の割合



Source: PwC survey results

中小企業よりも大企業(年商10億ドル以上)の方が協働エンゲージメントを好む(74%対54%、PwC調査Q24.3)。これは、株主が分散しているため、株主が会社の所有権の大部分を占めるように協働する必要があるためとも考えられる。

また、企業は、株主とのエンゲージメントを、公の場ではなく、プライベートに行うことを強く望んでいる(PwC調査Q24.2)。中小企業では、面談や電話、書面などの実施方式に対する好みの違いは見られないが、大企業は書面ではなく、口頭によるエンゲージメントを明確に選好している(大企業の72%) (PwC調査Q24.4)。

### 直接的なコミュニケーション

直接的なコミュニケーションを伴うエンゲージメントは、議決権行使助言会社を介するエンゲージメントと同様に、企業が行動を起こす可能性がある(51%) (PwCサーベイ、問18)。しかし、企業の91%は、代理人を介した間接的なものよりも直接的なコミュニケーションを望んでいる(PwCサーベイ、問24.1)。間接的なコミュニケーションは、企業の行動につながる可能性はあるが、株主と企業との間の深い理解は得られない可能性が高い。企業と株主の間に行き詰まりがある場合、意見を一致させるためには両者の直接的なコミュニケーションが不可欠である(Blackrock and Ceres, 2015)。

## 3. 株主間のコンセンサスの度合い

企業が行動を起こす可能性に影響を与える3つ目の重要な要因は、株主間の意見がどの程度一致しているかである。企業側にも株主を喜ばせた動機があり、エンゲージメント後に行動を起こすケースの半数は、そうすることで株主に大きな利益をもたらされる一方、企業にとってはコストや利益が限定的だからである(PwC調査、Q15)。株主間の意見が一致している程、企業が提案を採用するインセンティブは高まる。このことは、53%の企業が、主要株主または全株主の20%以上の支持を得たことが、行動につながったエンゲージメントの主な特徴であると回答していることから裏付けられている(PwC調査、問18)。

#### 4. エンゲージメントを行う担当・チームのクオリティ

企業が行動を起こす可能性に影響を与える4つ目の重要な要因は、株主エンゲージメントチームの経験レベルである。これは、株主自身のエンゲージメントの経験と、特定の企業及びその戦略に関する経験などで構成される。

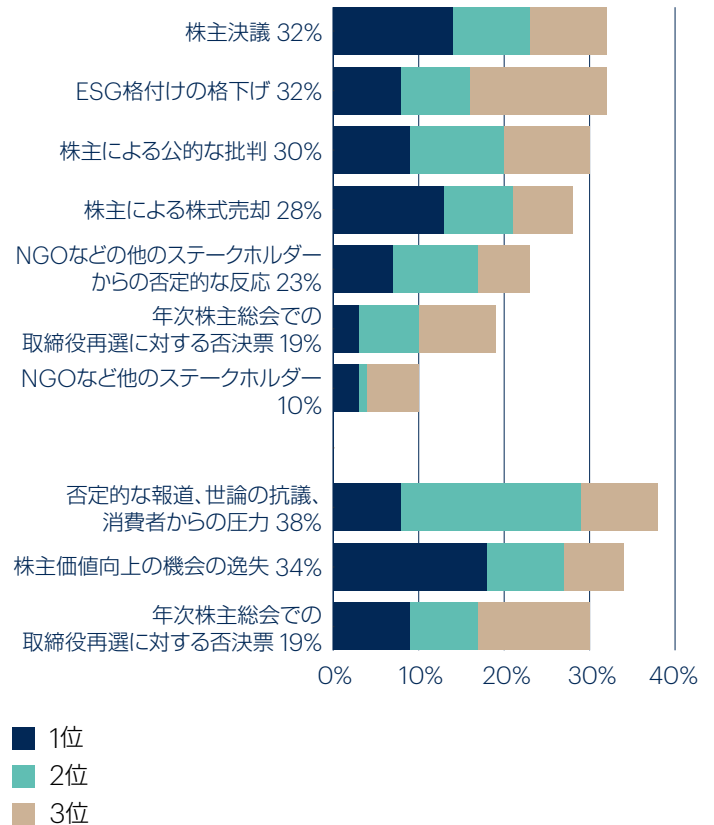
企業と積極的に関わる株主は、企業とその将来の成功にコミットしていることを示す必要がある。双方が互いのことをよく知れば知るほど、お互いが共通の利益のために働いているという自信を深められるからである。

さらに、株主が企業をよく知れば知るほど、企業の戦略やビジョン、事業を展開する市場について、より多くの情報を得ることができる。株主が説得力のある独自のエンゲージメント提案書を作成するためには、このような企業固有の情報を得ることが必要である。企業への調査によると、通常、株主はESGに関するようなサステナビリティに関するテーマよりも、企業の戦略に関するエンゲージメントを主導することが多く、その分野の情報も豊富である。このことは、株主がより経験豊富なリーダーをESGに関するエンゲージメント担当に任命することで、その効果を高める機会となりうる。

#### 5. 行動しなかった場合のコスト

企業が行動を起こす可能性に影響を与える5つ目の重要な要因は、不作為のコストである。株主は、企業に圧力をかける手段として、エンゲージメントを選択することができる。エンゲージメントに対応するために企業が実際に行動を起こすことを促す最も大きい10大リスク要因(企業への調査及びアンケートでの質問結果)のうち、7つは株主が取る可能性のあるネガティブな行動に関するものである。その中には、株主提案が通過することや企業のESG格付けの引き下げ(32%の企業にとっての脅威)、公なメディアなどでの企業批判(30%)、株式の売却(28%)、年次総会での取締役再選に対する反対票(19%、PwCサーベイ、Q20a)などが含まれる。これらはすべて、株主が企業に圧力をかけるために活用できる脅威である。

**PwC Survey, Q20a: 以下の潜在的な脅威/リスクのうち、投資家の関与に応じて行動する最大の要因はどれか? 上位3位にランク付けしてください。回答者100名 順位別の回答者の割合**



Source: PwC survey results

株主は、他にも企業が恐れている不作為に伴う大きなコストに影響を与えることができる。例えば、メディアによる否定的な報道や消費者からの圧力(38%の企業にとって脅威)、株主価値を高める機会を逃すこと(34%)、従業員からの否定的な反応(30%、PwC調査、問20a)などが挙げられる。

## 4. エンゲージメントの失敗要因は

エンゲージメントを実施するに際して、株主が避けるべき行動やアプローチがある。これらは株主側が、提案がもたらすインパクトや、企業そのもの、または企業がどのようにエンゲージされたいかといったことについての知識不足、または思いが至らないことに関連している。株主は、これらの要因を回避し、前章で概説したベストプラクティスを採用することで、エンゲージメントの効果を高めることができると言える。

エンゲージメントが成功しない主な要因は以下の通り4点ある。

1. 提案された価値の増加が十分説得的でないこと
2. 株主の知識や理解の不足
3. 企業のリソース不足
4. 対立的なエンゲージメント・プロセス

### 1. 提案された価値の増加が十分説得的でないこと

半数以上(53%)の企業が(意味のあるエンゲージメントに対しても)行動を起こさなかったのは、それに伴うコストが利益を上回ったためであった。また、提案されたアクションが企業の目的や戦略と整合していなかったか、関連性があっても低かった(47%)からである(PwC調査、Q16)。

### 2. 株主の知識や理解の不足

株主エンゲージメントでは、基本的な知識が不足しているケースがよく見られる。企業は、行動に結びつかなかったエンゲージメントのうち、68%が問題に関する知識が不足していたと回答している(PwC調査、Q19)。

70%の企業が、そもそもエンゲージメントを開始する前に、株主に会社の財務状況についてより詳しい情報を入手すべきだと回答している。また、企業の3分の2(66%)が、議論されている問題と費用便益分析について、62%が企業戦略について、それぞれ株主にもっと良く理解してもらいたいと回答している(PwC調査、Q23)。

一部の株主が自社を正しく理解していない理由としては、従来ほど株主が企業とのエンゲージメントに多くのリソースを振り向けていないことが挙げられる。「株主は、企業について十分な情報を得るためのリソースが

不足している」(企業幹部インタビュー)。歴史的に、株主は主要企業と密接な関係を持つシニアスタッフを抱えていた(「エンゲージメントのガバナンスを担っていたのは、元投資家やファンド・マネージャーだった」(企業幹部インタビュー))。このような関係は、信頼を醸成するだけでなく、企業に対する比類ない洞察を株主に与えるため、株主は十分な情報を得た上で企業に関与することができる。

インタビューでは、企業に関する知識が不足している主な理由として、株主側の時間的・資源的制約が挙げられており、これは、株主が企業とのエンゲージメントに多くのリソースを割り当てることができないか、あるいは割り当てたくないことが原因であるとの見解が示された。また、「多くの株主は細部に及ぶ議論を望んでいない」、「一部のファンド・マネージャーは、以前よりもはるかに知識が浅い」(企業幹部インタビュー)との意見もあった。これらはもちろん公言されてはいないが、数名のインタビュー対象者が共有していた感情のようである。

### 3. 企業のリソース不足

10件のうち4件(40%)で、意味のあるエンゲージメントが行動に結びつかなかったのは、必要なリソースが企業側に不足していたためである(PwC調査、Q16)。これは、企業が行動を起こすための十分な時間、専門知識、資金を持っていなかったことが原因であった可能性がある。このようなケースの大半において、企業は行動を起こすことで得られるメリットがコストを上回ると考えていた。それでも、リソース不足のために行動を起こすことができなかったケースもあるのである。

## 4. 対立的なエンゲージメント・プロセス

企業からの回答によると、行動に結びつかなかったエンゲージメントのうち、28%は株主が過度に対立的であったり、否定的な行動を起こすと脅したりするものであった(PwC調査、Q19)。株主が活用できる潜在的な最大の脅威は、株主提案の提出、会社のESG格付けの引き下げ、公のメディアなどでの会社批判、会社の株式売却である(PwC調査、Q20a)。対立的なエンゲージメントにつながる要因は、以下の通り主に4つある。<sup>11</sup>

第1に、企業の取締役会は短期的な目標を達成することを望み、長期的な価値創造に必要なリスクを取らない可能性がある。その結果、企業は、長期的な価値を創出するが、短期的なコストがかかる株主エンゲージメントを拒む傾向にあるかもしれない(McKinsey, 2017)。逆もまたあるであろう。

第2に、株主間で見解が異なる可能性がある。持ち株比率が低い株主は、長期的にはコストがかかるが、短期的には株価が上昇するかもしれない提案への関与を望むかもしれない。このような場合、規模の異なる株主が会社に対して異なる行動を求めるという対立的なエンゲージメント・プロセスが生じる可能性がある(Shah, 2014)。株主の間に分裂があると、企業は一部の株主しか支持しない行動を取ることが難しくなる。企業の株主層が拡大し、グローバルになるにつれて、株主間の緊張は高まっている。(イギリスとアメリカの投資家の間には、エンゲージメントしたいテーマについての差異がある]-企業幹部インタビュー)。

第3に、株主は対立的なエンゲージメントを行うための独自の動機を持っているかもしれない。例えば、株主によっては、公のメディアで、かつ書面でのエンゲージメントを好む可能性がある。企業とのエンゲージメントを実際に実施していることを証明する必要があるケースでは、対面やプライベートでエンゲージメントは以前ほど魅力的ではなくなっているのかもしれない。このようなインセンティブは、ESGに関連するトピックにおいて、最も一般的に働いている(Gifford, 2010)。

第4に、株主と企業の経営陣の意見の相違のもう一つの原因は、株主による議決権行使助言会社の利用によりもたらされるものである。パッシブ投資の株主が、議決権行使助言会社が本来よりも大きな影響力を行使できるようにしていると考えている企業もある。企業の取締役の70%以上が、議決権行使助言会社は本来あるべき水準以上の影響力を行使していると考えている(Edmans, Gosling, Jenter, 2022)。議決権行使助言会社の助言や推奨を精査せず、常に薦められるとおりに投票する株主は、エンゲージメントの条件を設定する権限のコントロールを放棄しているとも言える。このような行動は、株主が企業に対する義務を果たす意思をほとんど、あるいは全く持っていないことを示すことにもなる。

企業は、議決権行使助言会社の質に大きな幅があると回答している。株主が企業のエンゲージメントに効果的に参加できるよう配慮し、情報を提供している議決権行使助言会社もあり、能力が優れていればいほど、株主と企業の双方にとって、エンゲージメントの質が向上する。したがって、お互いの関わり方が重要であるが、一部の議決権行使助言会社は要求に対応するための十分な時間を与えず、企業を適切に知ろうとしないとの意見が見られた。また、議決権行使助言会社は、ボックス・ティックのような画一的なエンゲージメントに固執することがあると報告する企業もあった(Burgess and Gowers, 2022)。

11. 企業調査と同じ定義を用いて、株主が取締役会に対して明らかに敵対的な変更を要求した場合、対立的と定義する。対立的エンゲージメントは、反対票や反対票を投じるといった脅威を伴うことがある。また、公にしたり公にするという脅しを伴うこともある。

## 5. 株主がより建設的にエンゲージメントを行うにはどうすればよいのか

インタビューと調査結果の両方から、株主は企業の戦略や財務・業績に関連するような伝統的なトピックについて、企業と建設的にエンゲージする方法を知っていることがわかる。ESGに関連したエンゲージメントは、戦略に関連したもののほど建設的ではないとの意見もある。ESGに焦点を当てたエンゲージメントのクオリティが低いのは、このような種類のエンゲージメントに特有のインセンティブが戦略に関連するものとは異なることに起因するかもしれない。

特に、株主はエンゲージメント活動やその成果をエビデンスとして示す必要が出てきているため、エンゲージメントのあり方を歪めてしまう可能性がある。例えば、株主の中には、プライベートなエンゲージメントがより効果的であるという意見に賛同する者もいるかもしれない。しかし、エンゲージメントの証拠を得るためには、公にエンゲージメントを行うしかないと考えられる可能性もある。株主は、戦略に関連したエンゲージメントのベストプラクティスをESGに焦点を当てたエンゲージメントに適用することで、その効果を向上させることができる。

**結局、株主が企業の行動に影響を与える最善の方法は、有意義で親密な関係を構築することであると考え。**

**以下は、企業が株主提案に対して行動する可能性を高めるための提言である。**

### 1. 企業との信頼関係と相互理解を築く

企業にとって建設的なプロセスとお互いの関係性は重要である。株主と企業の間には、時として見解の相違があるため、意見の相違が生じることもある。しかし、企業が建設的なプロセスを経ることで、意見が変化する可能性が高まると報告されている。可能な限り株主は企業の代表者と会い、建設的な関係を形成することを目指すべきである。

### 2. エンゲージメントの目的と成功の基準を最初に議論する

エンゲージメント開始時に、株主は企業とエンゲージメントの目的について議論しあうべきである。当然のことのように聞こえるかもしれないが、全てのエンゲージメントがこのように始まるわけではない。株主と企業では成功の尺度が異なる可能性があるため、前もって話し合うことで、企業と株主は互いをよりよく理解し、建設的な協力関係を築くことができる。ここで重要なのは、双方のインセンティブを一致させることは必ずしも可能ではないということである。目的は、成功の測定基準について合意することではなく、相違点を認識することである。

### 3. 企業にとっての付加価値と、その戦略との結びつきを示す

企業が行動を起こす理由の70%以上は、株主が事業変革に関する説得力のある論拠を持っているからである。質の高い提案は、株主が企業のビジネスモデル、戦略、市場を理解していることを示す手段でもある。そのためには、株主が業界の専門家に相談したり、自ら専門知識を習得したりする必要があるかもしれない。エンゲージメントが企業に付加価値をもたらさない場合、企業の経営陣はどのような提案も、感情の無いチェック作業であると解釈する可能性が高くなる。エンゲージメントに明らかな財務上のメリットが含まれていない場合、株主は、企業ブランドの認知度向上など、その他のメリットを強調すべきである。



#### 4. 可能な場合は、他の株主と協力する

ほとんどの大企業は、上位20位の株主の意見をよく理解しようとする。株主(または株主グループ)の規模が大きいほど、企業に対して大きな影響力を持つ。単独でエンゲージメントを行う小規模株主は見過ごされるリスクがある。企業には多くの場合、多様な株主エンゲージメントが提案されるため、協力し合う株主の方が意見を聞いてもらえる可能性が高い。協力することで、説得力があり十分な情報に基づいたエンゲージメントを実現できる可能性が高まる。効果的な株主協働の例として、「Climate Action 100+」イニシアチブがある。このイニシアチブでは、68兆ドルの運用資産を保有する700の投資家が171のグローバル企業を対象とし、その75%が現在ネット・ゼロ・コミットメントを持っている。

#### 5. 直接、プライベート、そして対面でのエンゲージメントを行うこと

企業は、株主にどのようにエンゲージメントしてもらいたいかについての希望を明確に持っている。書面ではなく直接(または少なくともバーチャルに)、公ではなくプライベートに、対立的ではなく建設的であることを好む。企業によっては好み異なる可能性もあるが、株主は各企業が望むエンゲージメントの方法を遵守すれば、提案が受け入れやすくなることに気づくだろう。

#### 6. 対立的なエンゲージメントは、使うときも賢明に

最も効果的な圧力の形態は、株主決議、株式売却、公の場での会社批判といった脅しである。しかし、株主が執拗に対立的な態度をとれば、信頼関係が損なわれ、企業は株主との関わりを持つことに消極的になるリスクがある。対立的な手段を多用すると、今後のエンゲージメントの効果が低下し、最終的には企業が株主の脅しに鈍感になる可能性がある。正しく行えば、株主は圧力をかけつつも、会社と友好的に意見を対立させ、なおかつ信頼関係を維持することができる。

#### 7. 議決権行使助言会社の推奨に自動的に従うのではなく、アドバイスとして受け止める

企業側は、株主が直面する限界を認識しており、株主が議決権行使助言会社をどのように利用すべきかについて、3つの提言を提供してくれた。第1に、株主は、議決権行使助言会社が企業に配慮し、要請に応えるための十分な時間を与えるよう計らうべきである。第2に、株主は、議決権行使助言会社が、企業、戦略、市場についての知識を得られるように十分に情報を提供すべきである。第3に、株主は議決権行使助言会社の推奨をあくまで助言として受け止め、自ら精査するべきである。

#### 8. 有能で経験豊富な人材に、企業に対するエンゲージメントを率いてもらう

最高のエンゲージメントは、それを指揮する人材の質と密接に関連している。株主は、経験豊富で知識があり、人柄の良い人物がエンゲージメントを行うことを優先すべきである。また、エンゲージメントの対象企業の数と、維持できるエンゲージメントの質とのトレードオフを考慮する必要もある。そのために、エンゲージメントの成果を向上させるためには、より多くのリソースを有能なエンゲージメント・リーダーの採用に割り当てるべきかどうかを検討すべきである。

#### 9. 会社の優先事項とリソースを考慮する

株主は、まずはどのようなインセンティブや制約が、エンゲージメントを十分に行う能力を制限しているかを特定すべきである。その上で、エンゲージメントの質をいかに向上させることができるかを検討する必要がある。そして、より良いエンゲージメントを促進するために、株主と企業の双方のインセンティブを一致させる方法を考え、現在より多くのリソースを企業とのエンゲージメントに割り当てることのできるかどうかを検討すべきである。

# 付録1. アプローチと方法論

本セクションでは、レポートを構成する3つの情報元(学術文献レビュー、企業調査、企業インタビュー)に対するアプローチと方法論を要約する。後者2つは、様々な国や業種の上場企業のビジネスリーダーである経営層に対するものである。

## 学術文献レビュー

学術文献レビューの目的は以下のとおりである。

- 企業エンゲージメントの最近の動向(件数、トピック、参加者の観点から)を把握する。
- エンゲージメントの成否に影響を与える要因を特定する。
- 献内の意見の相違を特定し、本調査で検証可能かどうかを検討する。

トップクオリティ・ジャーナルに掲載されているコーポレート・ガバナンスに関連する学術研究の大半が、米国のデータに基づいていることは注目に値する。さらに、企業と投資家のエンゲージメント・プロセスの実態、エンゲージメントの手法が結果にどのように影響するか、実際にエンゲージした者の意見を調査した学術研究は多くない。

我々はまず、株主エンゲージメント、スチュワードシップ、コーポレート・ガバナンスに関連する学術論文を学術誌から探した。各論文の妥当性については、トピックや発行年だけでなく、独自の判断も用いて分析し、最近の論文をより重視した。次に、学術誌の評価と論文の被引用回数によって、文献を分類した。

このアプローチを補完するため、我々が有力な研究だと選定した研究の中で引用され、かつトピックに関連している論文をさらに調査した。

外部からの客観的な観測が困難なため、株主と企業のエンゲージメント・プロセスに直接関係する学術論文は限られている。そのため、主要な投資家の報告書や、コンサルタント会社や投資家団体による実務家の報告書も調査した。

付録2は、企業エンゲージメントに関する研究の調査から得られた主な知見をまとめたものである。

## 企業調査及びインタビュー

企業調査とインタビューによって、2つの点で学術文献レビューを補完することが出来た。学術文献におけるいくつかの知見の確認、成功につながるエンゲージメントの具体的な特徴や、より良いエンゲージメントを促進するために投資家ができることなど、文献では扱われていないトピックを取り上げることが出来たことである。

10名の有力な企業幹部にインタビューを行った。氏名が開示されないことを事前に説明し、各インタビュー対象者が自由に発言出来る環境を整えた。

インタビュー対象者の役職と企業概要は以下のとおり。

役職	地域	業種	企業規模/売上高
シニア アドバイザー	日本	金融サービス	ミックス <sup>12</sup>
社外取締役	英国	金融サービス	ミックス
会長	英国	テクノロジー	10-100億ドル
会長	英国	防衛関連企業	10-100億ドル
コーポレート・ セクレタリー	オーストラリア	鉱業	100-500億ドル
投資家向け 広報責任者	英国	エネルギー	100-500億ドル
常務取締役	米国	金融サービス	10-100億ドル
会長	英国	小売	500-1,000億ドル
コーポレート・ セクレタリー	英国	石油・ガス	1,000億ドル以上
コーポレート ガバナンス コンサルタント	英国	ミックス	ミックス

一方、サーベイ調査は、初めにガバナンスとリサーチの専門家それぞれによって、社内でパイロット的に試行された。その後、10社の企業関係者を対象に社外テストを実施、そのフィードバックを踏まえて設問を改良した。最終的に、株主とのエンゲージメントに携わっている100名の企業幹部がアンケートに回答した。対象者は、国、セクター、事業規模の観点で、代表的な有力企業に属している。

サーベイ調査は、特定の国や企業規模に共通するパターンを示すことを一つの目的とした。また、匿名であるため、回答者は、氏名が特定されると発言できないような内容についても、回答を入手することができた。

インタビューの設計に際しても、様々なフィードバックを集め微調整を行うアプローチを採用した。インタビューの目的は主に以下二つである。1. サーベイ調査で収集した定性的なデータを補足すること、2. アンケートを通してではなく対面方式の方が聞きやすい質問を投げかけることの2点である。構成や質問内容は、実際にインタビューを実施する中で得た情報を踏まえて、適宜改良を重ねた。

インタビューの回答を統合した後、主要なメッセージを特定した。また、調査、インタビュー、学術文献の結果を全てレビューし、それらとの整合性やギャップを確認した。

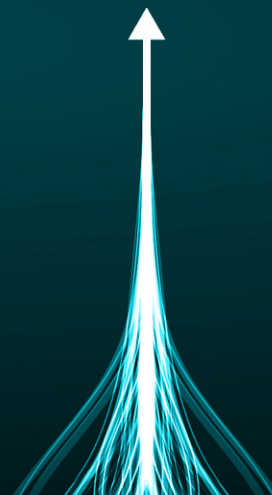
どのような調査やインタビューのプロセスにも、それぞれに不可避の制約があることを認識する必要はある。あらゆる学術文献にも記載されているが、主な制約は以下のとおりである。

- **レスポンス・バイアス** - 株主エンゲージメントに強い見解を持つ企業幹部は、調査やインタビューの要請への対応が比較的容易である可能性があるかもしれない。
- **最新のトレンド、利用可能性のバイアス** - 最近ではESGや投資家エンゲージメントに関するニュースや実務家の言説が注目されているため、回答者は「エンゲージメントしていること」についての特定の見方を重視するような経験を重んじ、一方で従来トピックに関する継続的なエンゲージメントを軽視する可能性があるかもしれない。
- **本音と建前** - 調査結果は回答者の回答結果を集計したものであるが、本心では異なる意見を持っているかもしれない。
- **成功の定義が統一されていない** - 企業は、エンゲージメントの成功を測定するための独自の尺度を持っていることがあり、株主にとっての便益とは一致しない可能性がある。

適切に策定された設問と優れたサンプリング・プロセスは、これらの制約をコントロールするのに役立つ。しかし、意見に基づくインタビューや調査には、こうした制約がある程度つきものであることには変わりはない。これを踏まえた上で、実証的なアーカイブ調査と比較すると、インタビューによって、エンゲージメント・プロセスにおける参加者の思考プロセスへの独自の洞察や、結果に影響するエンゲージメント・プロセスの具体的な特徴を明らかにすることもできる。

12. 企業セクターと企業規模・売上高の「ミックス」は、インタビュー対象者が一社ではなく異なるセクターや規模の複数の企業に対してアドバイスをを行っている場合に使用した。

## 付録2:学術文献レビュー



### 序論とアプローチ手法

本セクションでは、企業エンゲージメントに関する研究レビューから得られた主な知見を要約する。

その目的は以下のとおりである。

- 企業エンゲージメントの最近の動向(件数、トピック、参加者の観点から)を把握する。
- 企業エンゲージメントの成否に関連する要因を特定する。
- ある要因に関連のある仮説を裏付けられるような実証的な証拠を見つける。
- 文献内の意見の相違を特定し、本調査で検証可能かどうかを検討する。

トップクオリティ・ジャーナルに掲載されているコーポレート・ガバナンスに関連する学術研究の大半が、米国のデータに基づいていることは注目に値する。さらに、企業と投資家のエンゲージメント・プロセスの実態、エンゲージメントの手法が結果にどのように影響するか、実際にエンゲージした者の意見を調査した学術研究は多くない。

本レビューの対象論文を特定するために、以下のアプローチを活用した。

- 株主エンゲージメント、スチュワードシップ、コーポレート・ガバナンスに関連するトピックについて、学術誌に掲載された論文を検索した。各論文の妥当性について、トピックや作成年だけでなく、独自の判断も活用し、より最近の論文に重点を置いて分析を実施。続いて、出版ジャーナルと被引用回数に焦点を当てて、再び独自の判断を活用し、評価の高さをレビューした。
- 我々が有力な研究だと選定した研究の中で引用され、かつトピックに関連している論文をさらに調査した。
- 外部からの観測ができないため、エンゲージメント・プロセスの詳細について考察した学術文献は限られている。そこで、実務家によるレポートからも洞察を得た。これには、大手投資家によるスチュワードシップ・報告書や、コンサルタント会社や投資家団体による実務家向け報告書が含まれる。

### コーポレート・エンゲージメントに関する文献の概要

学術文献では、株主が企業に影響力を行使するための手段として、ボイスとエグジットの違いが強調されている。

Edmans(2014)やEdmans and Holdreness(2017)は、大株主がコーポレート・ガバナンスに関するチャンネルに焦点を当てた理論的・実証的文献をレビューしている。同氏は、ボイスを「企業運営への直接的介入」を通じたガバナンスの発揮と定義しており、例えば、公的な株主提案や経営陣への私的な書簡を通じた戦略変更の提案、あるいは取締役に対する反対投票などが挙げられる。

これに対し、エグジットとは、株価の下落に直面した企業は、資金調達の難易度の高まり、買収リスクの増大、株式をベースとする役員報酬やCEOの地位確保への悪影響などの可能性があるため、変化を促すために株式を売却することである。Edmans(2014)やEdmans and Holdrenes(2017)は、エグジットの脅威が企業に圧力をかける重要な手段であると指摘している。

本調査では、上記2つの相互作用に関する新たな証拠について後述するが、エグジットではなく、エンゲージメント(主にボイス)の活用に焦点を当てる。

## エンゲージメントに関する文献調査

本調査の目的は、最も効果的なエンゲージメントのアプローチや行動の特性(言い換えれば、何が企業の行動や戦略、方針を変えるきっかけになるのか)を明らかにすることである。これらの特性を最もよく理解するために、エンゲージメントに関するあらゆる情報を分析し、既存のエンゲージメントの特性に関する我々の洞察を最大限提供するために、知名度に関わらず幅広い学術文献及び実務家の意見を参照した。主な調査は以下の通りである。

- Gatti and Tonello (2019) - SEC登録企業145社を対象に過去12カ月間に実施されたエンゲージメントの実態に関する調査。
- McCahery, Sautner and Starks (2016) - 投資家に対して、最も一般的に利用されているエンゲージメント形態を調査。
- Carleton, Nelson and Weisbach (2002) - 非公開のデータベースを用いて、金融機関と企業間の私的な交渉を分析。
- Gatti, Strampelli and Tonello's (2023) - 企業秘書、法務部長、IR担当役員を対象とした調査、及びエンゲージメントに関する開示データを統合。
- Dimson, Karakas, and Li (2015) - 1999年から2009年の期間における米国上場企業の社会的責任(CSR)を対象としたエンゲージメントに関するデータベースを分析し、アクティビズムによる株式保有が企業の業績、ガバナンス、オーナーシップの観点で、環境、社会、運営の問題に与える影響を評価。
- Becht, Franks, and Wagner (2022) - 英国の大手アクティブ運用会社の独自データを分析。
- Glac (2014) - 株主がCSRに与える影響を調査。
- Dimson, Karakas and Li (2022) - 環境・社会的な問題について企業に影響を与えるために協働する長期株主同士の著名な国際的ネットワークによるエンゲージメントを研究。
- Burgess and Gowers (2022) - スチュワードシップに関する洞察を得るため、英国の大手企業の会長35人にインタビューを実施。ただし、The Investor Forum (2022)は、この調査結果に強く異議を唱えている。
- PwC、年次企業取締役調査(2022年) - 700人以上の上場企業の取締役を対象とした調査。

上記の論文を分析し、統計情報を調査した結果、我々の主なFindingsは以下の通り:

**エンゲージメントの回数は企業によって大きく異なるが、全体的には増加しているようである。**

Gatti and Tonello (2019)によると、調査期間中に株主とのエンゲージメントを行っていない企業(サンプルの約26%)がある一方で、株主とのエンゲージメント回数が25回以上である企業は約5%であった。これに加えて、2022年のPwCコーポレート・ディレクター調査では、過去12カ月間に株主とエンゲージメントを実施した企業は約60%で、2017年の42%から増加した。この経時的な増加は、Tonello and Gatti (2019)によって裏付けられており、指標や売上規模を問わず、多くの企業がエンゲージメントの頻度が「やや増加した」と回答している。

**エンゲージメントの回数と頻度は、企業の規模に依存している。**

Gatti and Tonello (2019)によると、大企業の回答者のうち、過去12ヶ月間に株主とエンゲージメントを実施しなかったのは10%であるのに対して、中小企業は42%であることを明らかになった。Gatti, Strampelli and Tonello (2023)、Dimson, Karakas and Li (2015)でも同様の結果が得られた。

**エンゲージメントに対応する機会が最も多いのは筆頭社外取締役である。**

Gatti, Strampelli and Tonello (2023)は、筆頭社外取締役が応対した割合は約80%であり、次にCEO(約59%)、報酬委員会の議長と指名・ガバナンス委員会の議長(ともに約42%)であることを示した。

**エンゲージメントのトピックが、財務・業績関連から環境・社会・ガバナンス(ESG)関連へと、近年大きく進化しているとの回答を企業から得た。**

Glac (2014)は、株主の要求は1960年以降拡大し、財務以外の観点における期待も含まれるようになったと主張している。Gatti, Strampelli and Tonello (2023)は、多くの企業で現在最も頻繁に取り上げられているトピックは、気候変動と温室効果ガスの排出、取締役会の多様性、役員報酬であると強調している。取締役会の多様性とESGをめぐる課題は、21世紀に入ってから一般的になったごく最近の事象であるが、戦略的な課題からESGをめぐる課題への移行は、Burgess and Gowers (2022)でも報告されている。一方、PwCコーポレート・ディレクター調査では、取締役のうち61%が、景気後退局面では、炭素排出や気候変動リスクといった問題に対する投資家の関心が低くなると考えていることが浮き彫りになった。<sup>13</sup>

13. しかし、これは学術的な研究ではなく、主に英国FTSE 100社からの会社会長への構造化されたインタビューに基づく実務家の報告書であった。

**エンゲージメントのトピックの妥当性については、見解が分かれています。**

Burgess and Gowers(2022)は、多くの企業の会長が、時間がかかる一方で付加価値を創出しないエンゲージメントについて不満を述べているとしている。同様に、2022年のPwCコーポレート・ディレクター・調査によると、ESGに関連する問題が実際に企業業績に影響を及ぼすと考える取締役は45%に過ぎない。とはいえ、PwCの調査では、84%の取締役が議論自体は生産的であると回答している。

**我々の調査に対する示唆**

Tonello and Gatti(2019)とTonello, Gatti and Strampelli(2023)の研究は、企業規模によるエンゲージメントの回数の違いや、時間の経過とともにどのように変化してきたかについての調査結果を提供している。前者の研究では、企業毎にエンゲージメントを行っている人物と、企業規模よっての違いについても詳述している。しかし、これらの違いがエンゲージメントの成功率に与える影響についての証跡は多くない。従って、本調査ではこの分野に焦点を当てている。さらに、Glac(2014)やBurgess and Gowers(2022)による非学術的な研究は、エンゲージメントに関するトピックが時間とともにどのように進化し拡大してきたかについて、いくつかの証跡を提供している。しかし、エンゲージメントの有効性に関する企業の意見についても学術的根拠は限られているため、この点についても今回の調査で明らかにする。

## エンゲージメントの成功の定義

**エンゲージメントの成功の定義には様々なものがあり、すべてのエンゲージメントにおいて単一の測定基準を設定することは難しい。**

測定することが可能な成果を重視するものもある。例えば、Dimson, Karakas and Li(2015)は、エンゲージメントの成功を、企業が投資家から要求されたアクションを行うことにつながったものと定義している。また、このように定義されたエンゲージメントに成功した企業は、その後多大な利益を獲得することが出来ることを発見した。上記のヘッジ・ファンドによるアクティビズムに関する文献は、株価のパフォーマンス、経営上の成果、そしてイノベーションに焦点を当てている。一方で、Gatti, Strampelli and Tonello(2023)の研究では、エンゲージメントの成功は企業慣行の変化、株主提案の撤回、議決権行使の内容変更、エンゲージメントを受けた株主が提案した取締役候補の経営陣への組み込みとして定義される可能性があるとしている。

**投資家と企業は、成功の定義について意見が分かれるかもしれない。**

あるトピックについて、その結果が成功であるかどうかについては、意見の相違が生じる可能性が高い。取締役会は、ヘッジファンドの活動が平均的に価値を生み出しているという根拠があったとしても、それを破壊的、望ましくない、あるいは「短期主義的」とみなすかもしれない。企業の経営者やその支持者たちは、一般的にアクティビストによるエンゲージメントについて、学術的な研究結果が示唆する程好意的に捉えておらず、短期主義的でありビジネスを混乱させるものであると非難することが多い(Lipton, 2013等を参照)。したがって、エンゲージメントの「有効性」は、個人の判断にある程度依存している。株主価値という観点からは「成功」したエンゲージメントであっても、企業経営者にとっては「成功」とみなされない可能性があるため、この定義の違いを念頭に置いて設問を作成した。

**成功する取り組みは、成果と同様にプロセスも重要である。**

エンゲージメントについて企業と投資家の両方から表明される不満は、しばしばそのプロセスに対する不満に焦点を当てている。例えば、Edmans, Gosling, and Jenter(2022)は、取締役は、投資家が議決権代理行使サービスと形式的な「ボックス・ティック」エンゲージメントに過度に依存していると考えていると報告している。対照的に、投資家は、取締役が給与水準や構造に関する懸念を真剣に受け止めていない。プロセスをめぐる懸念は、Burgess and Gowers(2022)からも浮かび上がってくる。したがって、エンゲージメントにおける成功は、以下のように定義される:

- 業績面での成果(株価など)
- エンゲージメントが実施されていなければ実現しなかったであろうアクション(企業による行動の他、株主提案の撤回といった株主の行動の変化である場合もある)
- 成果の良否にかかわらず、すべての関係者が健全に運営され、相互理解に有益であると感じたプロセス。

本調査では、成功したエンゲージメントを、企業の行動に変化をもたらしたものと定義している。これには、調査回答者が正確に評価できる明確な定義を提供できるという利点がある。

**我々の調査に対する示唆**

成功の定義は、前述のDimson, Karakas and Li(2015)やGatti, Strampelli and Tonello(2023)の研究のように、多くの学術文献とも整合的であるため、本調査ではあまり重点を置く必要のない分野である。

## 成功するエンゲージメントの特性

全体として、企業が行動を起こすきっかけに関する実証的な証拠は、比較的限られている。以下では、学術文献のレビューから入手出来た証拠のなかで、関連性のあるものを取り上げるが、利用できる文献の質に関しては十分留意すべきである。したがって、文献の中には、あまり知られていない、あるいは確立されていない学術誌から引用されているものもある。

原動力と特性に関しては、行動につながり、最終的に成功と分類される可能性に影響を与え得る、エンゲージメントに関連する様々な側面を検討。最適な回答を得るために、以下の通り4つの質問を設定した。

1. エンゲージメントはなぜ実施されるのか？
2. エンゲージメントに参加するのは誰か？
3. エンゲージメントはどのように実施されるか？
4. 議論のトピックは何か？

以下では、成功したエンゲージメントの主な特徴と原動力を分析するために、質問毎に文献に基づいた回答を詳述する。これらの要因のいくつかは非常に実用的(かつ観測不可能)であるため、ここでは学術文献と実務家の研究を統合し、我々の調査によって検証可能な仮説を文献から事前に検討した。

### 1. エンゲージメントはなぜ実施されるのか？

小規模かつ変化に焦点を絞ったエンゲージメントは、成果につながりやすい。

Barko, Cremers and Renneboog (2022) は、全世界の660社、847件のエンゲージメント(2005~2014年)のデータを用いて、株主エンゲージメントとESGパフォーマンス、エンゲージメントの成功との関係を検証している。その結果、広範な、あるいは「組織的な」変化を対象としたエンゲージメントは、行動の変化をもたらす可能性が17%低いことが示唆されている。同様に、インベスター・フォーラム(2019年)は、エンゲージメントを成功させるための秘訣を詳しく述べている。彼らは、優れたエンゲージメント・アプローチの主な特徴として、対象企業に特化したオーダーメイドのターゲット・アプローチを挙げている。

前向きかつ私的なエンゲージメントによって、株主はより大きな変化に影響を与えることができるかもしれないという根拠がいくつかある。

Dotsenko and Filatotchev (2015) は、1998年から2008年までのアクティビズムの行動に関するデータベースを活用して、成果に影響を与える要因を分析している。その結果、前向きで私的なアクティビズムは、短期主義で公的なものと比較して、提案の採用や深い議論の実現、エンゲージメント後の株価の変化という観点で、良い結果をもたらすことが示された。Kim and Schloetzer (2013) は、エンゲージメントの慣行に関するグローバルな傾向を調査している。その中で、ファイザーが前向きなエンゲージメントの戦略を採用した最初の米国企業の1つであることを事例として挙げている。また、この成功が、前向きなエンゲージメントが普及するための動機づけになるとしている。

また、アクティビストによるエンゲージメントがプラスの株価リターンを達成する可能性が高いことを示す証拠もある。

例えば、Becht et al (2017) は、アクティビストによる活動は、アジアでの4.8%から米国の7%に及ぶプラスの平均リターンを達成していることを明らかにした。このような活動は、米国と欧州では半分以上の確率で成功しているが、アジアでは5分の1以下に落ち込む。対照的に、Dimson, Karakas and Li (2015) は、E&Sのエンゲージメントに注目した場合、成功率はわずか13%(Gでは24%)であり、エンゲージメント後1年間の対象企業の平均リターンはわずか2.3%であったと示した(ただし、大多数のエンゲージメントが非公開であるため、正確なリターンを算出することができないと説明されている)。

### 2. エンゲージメントに参加するのは誰か？

前向きなエンゲージメントには、シニアレベルの人材が参加することが望ましい。

Adamson and Macdougall (2011) は、株主エンゲージメントに関する既存の情報を調査し、その傾向、メリットとリスク、そして効率的かつ効果的なエンゲージメントの戦略について説明している。彼らは、上級取締役が参加することで、企業が真剣にエンゲージメントに取り組む意思を示すことが出来るため、積極的なエンゲージメントにつながると論じている。また、彼らが重要な意思決定者の一人である可能性が高いため、意思決定を行うこともできる。

役員やステークホルダーの理解度も、エンゲージメントの成功に影響を与える可能性がある。

Adams and Macdougall (2011) は、取締役に対して各トピックに関する教育を行うことの重要性を強調している。そのための方法として、関連するガバナンス委員会の活用、学術機関との提携、専門家の招聘などを挙げている。

### 3. エンゲージメントはどのように実施されるか？

協働エンゲージメントは個々で行うよりも企業の行動を誘発する傾向がある。

Doidge, Dyck, Mahmudi and Virani (2019) は、Canadian Coalition for Good Governance (CCGG) のデータを用いて、投資家の集団行動組織 (ICAO) がいかに行動主義を高めるかを検証している。具体的には、ICAO に関与している企業は、提案されたガバナンスの変更を採用する可能性が58%高いことを明らかにした。Dimson, Karakas and Li (2015) も、個々によるエンゲージメントの成功率は約11%であるが、協働エンゲージメントの成功率は約33%に増加することを示した。Bechtら (2017) は、個々のエンゲージメントの成功率が46%であるのに対して、協働エンゲージメントの場合では78%に上昇することを見出した。協働エンゲージメントの有効性への信頼の高まりを受けて、責任投資原則協働プラットフォームや英国を拠点とする投資家フォーラムなど、こうした協働を促進するための特別なプラットフォームが創設された。

エンゲージメントを成功させるためには、双方向のコミュニケーションと優れたコーポレートガバナンスが重要である。

ブラックロックとセレス (2015年) は、21世紀におけるエンゲージメントを分析し、投資家の戦略と推奨事項を幅広い観点からまとめた。彼らは、企業と株主の間の行き詰まりを解消するには、直接的なコミュニケーションが重要であることを明らかにした。さらに、Aayalew (2018) は、CSR に関するエンゲージメントについての学術論文を調査し、最も成功したエンゲージメントに関与した企業は、業界のベストプラクティスと各地域における価値観を組み合わせた強力なプラクティスを持っていることを示した。優れた CSR 慣行を醸成するためには、ガバナンス委員会を強化することが有効である。

非公式なエンゲージメントは、公式なものよりも良い結果をもたらすことがある。

Logsdon and Van Buren (2009) は、1999年から2005年までのデータを分析し、「対話」(企業と株主が特定の問題に関して意思疎通を図ることに合意すること)が「最も実質的な変化」を達成することを示した。このことは、「株主総会において株主決議が勝利することは非常に稀である」ことが判明していることを踏まえると、考察に値する。

### 4. 議論のテーマは何か？

エンゲージメントのトピックは、企業が行動を起こすかどうかの意思決定にも影響する。

Strampelli (2018) は、欧米の機関投資家のエンゲージメントに関する研究を評価し、大多数の取締役が、役員報酬や取締役の選任などの議論にガバナンス問題が関連すると考えていることを示した。Burgess and Gowers (2022) は、エンゲージメントのトピックが戦略的な課題からより一般的な ESG に関する課題へと移行していることを明らかにした。企業の戦略や業績に関する株主との戦略的なエンゲージメントが、企業の長期的な成功にとって必ずしも中心的でない事項について、詳細である種の規則に基づいて投資家が取締役会決議に投票するという機械的なプロセスに取って代われつつあることに、フラストレーションが溜まっているようだ。

企業の対応としては、議論される ESG に関するトピックによって異なる。

Barko, Cremers and Renneboog (2022) は、環境、社会、ガバナンスのトピック間だけでなく、各トピック内でも、議論されるサブトピックによって対応レベルが異なり、その結果として成否も大きく異なることを明らかにした。一般的に、企業が最も敏感に反応するのはガバナンスに関する課題であり、社会的な観点では公衆衛生が最も成功するサブテーマである。これに続くのは環境問題であるが、気候変動に関連するエンゲージメントを除けば、成功率はやや低い。Dimson, Karakas and Li (2015) も同様に、ガバナンスに関する課題に企業は最も敏感に反応し、エンゲージメント成功の割合が最も高いことを示している。

我々の調査への示唆

Barko, Crennes and Renneboog (2022) は、ターゲットを絞ったエンゲージメントと一般的なエンゲージメントの違いを、Dotsenko and Filatotchev (2015) は、前向きなエンゲージメントの利点を示した。エンゲージメントのきっかけや、どの程度対立的であったかについての情報は限られているが、これはまさに我々の調査で扱おうとする分野である。さらに、Adamson and Macdougall (2011) は、身近なトピックに関する知識を持つシニアレベルの人材が参加することの重要性を、Doidge, Dyck, Mahmudi and Virani (2019) や Becht et al (2017) などは、協働エンゲージメントが非常に効果的であることを明らかにしている。しかし、投資家の結束力の経時的な変化に関する情報はごく僅かであり、このギャップを埋めることが我々の調査の目的である。また、Blackrock and Ceres (2015) は、双方向のコミュニケーションが重要であること、Logsdon and Van Buren (2009) は、非公式な対話が最も成功につながることを見出した。それにもかかわらず、エンゲージメント方法に対する企業の嗜好に関する情報は限られており、これは我々の調査が注力するもう1つの分野である。最後に、Strampelli (2018) は、エンゲージメントのトピックの重要性を、Barko, Crennes and Renneboog (2022) は、ESG エンゲージメントにおける成功のレベルが様々であることを示している。ただし、どのようなトピックが効果的なエンゲージメントに最も貢献するのか、または貢献しないかに関する情報は限られているため、本調査では、この点についても明らかにする。



## エンゲージメントが成功しない要因

成功したエンゲージメントの要因を踏まえて活動を行うことで、成功する可能性を高められるかもしれないが、十分条件ではない。成功の要因は、「誰が」「何を」「どのように」「なぜ」といった観点よりもはるかに踏み込んで考える必要があるため、私たちの文献調査では、エンゲージメントが成功しない根本原因についても考察している。概説すると、情報の非対称性、インセンティブの不一致(プリンシパル・エージェンシー問題)、優れたガバナンスプロセス、ベストプラクティスの欠如という3点が主な原因であると考えている。優れたガバナンスの影響については既に述べたため、ここでは残りの2点に焦点を当てる。

### 情報の非対称性

リソースの不足は、情報の非対称性、ひいてはエンゲージメントが成功しない主な要因の1つである。

これは株主にも取締役会メンバーにも当てはまる。Burgess and Gowers(2022)は、取締役会議長と主要な機関投資家のシニアメンバーの代表の双方に対してインタビューを行った。その結果、圧倒的多数が、取締役会と株主の関係が最適に機能していないと考えていることが分かった。また、取締役会議長は、多くの投資家が特定の企業課題に関して必要な知識を有していないと考えていることも明らかになった。さらに、投資家は投資先企業とのエンゲージメントに割く時間やリソースが少ないことが、インタビューから示唆された。この結果は英国企業にも当てはまり、投資家のポートフォリオにおける英国企業のウェイトが低いことに起因している。

これは議決権の代理行使機関の利用によっても齎されており、生産的なエンゲージメントの阻害要因となり得る。Burgess and Gowers(2022)は、インタビューした取締役会議長は、株主が第三者である代理行使機関への依存を強めていることを懸念していることを明らかにした。また、取締役会議長は、大多数の機関投資家が署名しているスチュワードシップ・コードに抵触する可能性があると考えており、不満が高まっていることを示した。さらに、多くの機関投資家が重要な問題への関与を拒否しており、スチュワードシップ・コードはエンゲージメントを妨げる直接的な要因になっていると指摘している。Edmans, Gosling, and Jenter(2022)は、取締役会が、議決権の代理行使機関に対して不満を感じており、「同機関の影響力が必要以上に大きい、もしくは非常に大きい」と考えているのは、投資家が43%であったのに対して、取締役は71%であったことを報告した。

### インセンティブの不整合 (Misaligned)

インセンティブの不整合は、投資家間でも、投資家と株主の間でも存在しうる。

企業に対する株主の出資比率が低いと、プリンシパル・エージェンシー問題が悪化し、エンゲージメントの有効性が低下する可能性がある。

Edmans(2014)は、エージェンシー問題の根源は、投資家が十分な株主持分を保有していないことにあると論じている。つまり、経営者は企業の最善の財務、業績のために行動するインセンティブを常に有しているわけではないため、大株主と衝突することが生じうる。これは、上記のBurgess and Gowers(2022)の論文で説明したように、情報の非対称性の問題とも関連している。

投資家間の結束力の欠如は、非効果的なエンゲージメントを助長する可能性がある。

前述のBurgess and Gowers(2022)の論文でも、エンゲージメントが効果的でない原因が投資家間の結束力の欠如にあると考えている企業があることが挙げられている。サンプリングされた企業は、投資家が「非一貫性」を示す可能性が高いESG関連のエンゲージメントにおいて、特にこの傾向が強いと主張している。

事業変革の事例を明確に示すことで、企業が行動を起こす手助けが出来るかもしれない。

Gond et al(2018)による研究では、企業と投資家の両方の視点からの見解を得るために、大企業の代表者と36回のインタビューを実施、その結果を66人の機関投資家が参加した2つの先行研究と組み合わせた。彼らの研究は、ESGトピックに関しては、達成しやすい推奨事項が実施されてしまうと、企業は変更を正当化するビジネスケースを見つけるのに苦労する可能性があることを示唆している。したがって、更なる変化を促すには、投資家が企業に対して強力な理屈付け・ビジネスケースを提示する必要がある。

しかし、これに関連するもう一つの課題は、一部の便益は長期的にしか実現されないにもかかわらず、企業は短期的な視点に立つ可能性があるということである。

Graham, Harvey and Rajagopal(2005)は、400人以上の経営幹部を対象に、企業の業績とその開示の決定を促す要因を調査した。その結果、全体の78%が、短期的な収益を平準化するために長期的な価値を犠牲にしていることを認めていることが分かった。

#### 我々の調査への示唆

情報の非対称性に関して、Burgess and Gowers(2022)の論文を主な情報源としている。これは学術的な研究ではなく、調査結果について異議を唱える投資家も存在する。そのため、本調査では、企業と投資家の間の情報の非対称性のレベル感に対する企業の見方についての情報を追加することを目的としている。インセンティブの不整合に関する情報についても、Burgess and Gowers (2022)の論文を参照しているが、Gond et al(2018)によるESGイニシアチブを実施することの難しさに関する少量の学術的証拠や、Graham, Harvey and Rajagopal(2005)が明らかにした多くの企業が短期主義的な思考に苦しんでいることなどによって補足されている。したがって、我々の調査は、特定の要因に大きく焦点を当てるものではなく、本質的に不整合を伴うインセンティブに関する知見を得ることを目的としている。

## サーベイ調査のデザイン

これとは別に、知見を得るための調査結果の活用についても検討した。これらは、結果だけでなくプロセスも理解したい場合に幅広く利用してきた。以下はその一例である。

- Graham, Harvey and Rajgopal (2005) , The Economic Implications of Corporate Financial Reporting
- Mccahery, Sautner and Starks(2016) , Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors
- Edmans, Gosling and Jenter (2021) , CEO Compensation: Evidence From the Field

調査結果の活用における長所と短所、回答率への影響を分析した結果、以下の示唆を得た。

**調査の開始前に、広範なフィードバックが必要で有用であること**について、全ての論文で明確に強調されている。このフィードバックは、学者、専門家、対象者を含む幅広い関係者から得るべきであり、関連のあるフィードバックについては、今後の調査に組み込む必要がある。

また、**調査時間は短いこと、一般的に最大で15分程度の回答時間が推奨されている**。また、この調査では、回答者が回答する際に集中度やその他のバイアスと見られる事象は見つかっていないため、調査のたびに質問の順番を変える必要はない。

調査では、**対応の観点から、さまざまな程度の成功をもってオーディエンスにコンタクトするために、さまざまなアプローチが利用された**。最初の最も弱いと思われるアプローチは、データベースを利用して適格なコンタクトを特定することであった。マッカエリーで用いられているように、Sautner and Starks(2016)は約1%の回答率をあげているが、このように多くの人と接触することができることに注意すべきである。さらに、潜在的な回答者が電子メールで、あるいは紙の調査で直接(イベントで)連絡をとった場合には、回答率に対照的なものがあった。電子メールは5%から22%の回答率を達成したが、紙による調査では20%前後の回答率を達成する傾向があった。しかし、寄付金のような金銭的インセンティブは、反応率を増加させる重要な要因となりうることに留意すべきであり、22%の反応率を達成できたEdmans, Gosling and Jenter (2021)が引用した例で利用された。Edmans, Gosling and Jenter (2021)の著者へのアンケートのフィードバックは、特に参加による慈善寄付を考慮すると、コンサルタント調査よりも、参加者が学術調査に記入する動機が高かったことを示唆している。

#### 我々の調査への示唆

調査研究の世界では、調査時間は短い方が良いということが共通認識となっているため、我々は、15分以内で完了することを目指す。さらに、実施する前に幅広く事前調査を行うことが非常に望ましいため、我々は人脈を最大限活用して、企業とサーベイ設計者の専門業者の両方に対して調査を実施する。フィードバックを得て、必要な変更があれば適宜反映させる。

## 参考文献

- Aayalew, B. (2018). 'Corporate Social Responsibility Practices, Determinants and Challenges; Theoretical and Empirical Lesson for Effective and Successful Engagement' *Journal of Investment and Management*, 7, pp.157-165
- Barko, T, Cremers, M and Renneboog, L. (2022). 'Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance' *Journal of Business Ethics*, 180, pp. 777-812
- Becht, M, Franks, J, Mayer, C and Rossi, S. (2009) . 'Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund' *Review of Financial Studies*, 22, pp. 3093-3129
- Becht, M, Franks, J, Grant, J, and Wagner, H. (2017). 'Returns to Hedge Fund Activism: An International Study' *The Review of Financial Studies*, 30 pp. 2933-2971
- Becht, M, Franks, J and Wagner, H. (2019) . 'Corporate Governance Through Voice and Exit' *European Corporate Governance Institute*, 633
- Brav, A, Jiang, W, Partnoy, F and Thomas, R. 'Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance' *The Journal of Finance*, 63, pp.1729-1775

- Dimson, E, Karakas, O and Li, X. (2015) . 'Active Ownership' *The Review of Financial Studies*, 28, pp.3225–3268
- Dimson, E, Karakas, O and Li, X. (2022) . 'Coordinated Engagement' *Working Paper*
- Doidge, C, Dyck, A, Mahmudi, H and Virani, A. (2019) . 'Collective Action and Governance Activism' *Review of Finance*, 23, pp.893–933
- Edmans, A. (2014). 'Blockholders and Corporate Governance' *Annual Review of Financial Economics*, 6, pp.23–50
- Edmans, A and Holderness, C. (2017) . 'Blockholders: A Survey of Theory and Evidence' *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, pp.542–603
- Edmans, A, Levit, D and Schneemeier, J. (2022) . 'Socially Responsible Divestment' *Working Paper*
- Edmans, A, Gosling, T and Jenter, D. (2022) . 'CEO Compensation: Evidence From the Field' *Working Paper*
- Dotsenko, O, and Filatotchev, I. (2015). 'Shareholder activism in the UK: types of activists, forms of activism, and their impact on a target' s performance' *Journal of Management & Governance*, 19, pp.5–25
- Gantchev, N, Giannetti, M and Li, R. (2022) . 'Does Money Talk? Divestitures and Corporate Environmental and Social Policies' *Review of Finance*, 26, pp.1469–1508
- Gatti, M, Strampelli, G and Tonelli, M. (2023) . 'How Does Board Shareholder Engagement Really Work? Evidence from a Survey of Corporate Officers and from Disclosure Data' *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*
- Gifford, J. (2010) 'Effective Shareholder Engagement: The Factors that Contribute to Shareholder Salience' *J Bus Ethics* 92 (Suppl 1), 79–97
- Glac, K. (2014). 'The Influence of Shareholders on Corporate Social Responsibility' *Economics, Management and Financial Markets*, 9, pp.34–72
- Graham, J, Harvey, C and Rajgopal, S. (2005) . 'The Economic Implications of Corporate Financial Reporting' *Journal of Accounting and Economics*, 40, pp.3–73
- Kim, J and Schloetzer, J. (2013) . 'Global Trends in Board-Shareholder Engagement' *Georgetown McDonough School of Business Research Paper*
- Klein, A and Zur, E. 'Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors' *The Journal of Finance*, 64, pp.187–229
- Logsdon, J and Van Buren, H. (2009). 'Beyond the Proxy Vote: Dialogues Between Shareholder Activists and Corporations' *Journal of Business Ethics*, 87, pp.353–365
- McCahery, J, Sautner, Z and Starks, L. (2016) . 'Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors' *The Journal of Finance*, 71, pp.2905–2932
- Shah, S (2014). *The Principal – Agent Problem in Finance*, CFA Institute Research Foundation L2014–1,
- Strampelli, G. (2018) . 'Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice' *Virginia Law and Business Review*, 12, pp.187–226
- Gatti, M and Tonello, M. (2019) . 'Board-Shareholder Engagement Practices: Findings from a Survey of Sec-Registered Companies' *Director Notes*

## 実務家による研究

- Blackrock and Ceres, (2015) . '21st Century Engagement: Investor Strategies for Incorporating ESG Considerations into Corporate Interactions'
- Gond, J, O' Sullivan, N, Slager, R, Homanen, M, Viehs, M and Mosony, S. (2018). 'How ESG Engagement Creates Value for Investors and Companies' *Principles for Responsible Investment*
- Gowers, A, Burgess, M. (2022) . 'The State of Stewardship report' *Tulchan*
- Lipton, M. (2013) . 'Empiricism and Experience; Activism and Short-Termism; the Real World of Business' *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*
- McKinsey, (2017) 'The case against corporate short termism'
- PwC, (2022) 'Annual Corporate Directors Survey'
- Shareholder Director Exchange, 'SDX Protocol'
- The Investment Association, (2018). 'Stewardship Survey'
- The Investor Forum, (2019) . 'Collective Engagement: An essential stewardship capability'

## 付録3:調査結果

企業規模、国、セクターの異なる企業の100人のシニアな企業取締役とCEOを対象に調査を実施した。すべての回答者は、株主エンゲージメントに直接またはある程度関与していた。対象国は英国、米国、中国、インド(各17回答)、日本、オーストラリア(各16回答)であった。対象となったセクターは9セクターで、最も多かったのは金融サービスとIT(各20件の回答)、生活必需品(15件)、一般消費財、インダストリアルおよび医療(各10件)であった。

PwCはMUFGファースト・センティアサステナブル投資研究所と密接に連携して、アンケートの設問を作成した。その後、PwCの学術アドバイザーによるレビューを受け、試験的に実施。実際の調査は2023年4月に実施した。

### 質問1: 筆頭株主はどの程度の持分を保有していますか?(合計 = 100%)

10%未満	22%
11-20%	54%
21-30%	8%
31-40%	8%
41-50%	5%
51-60%	3%
61-70%	0%
71-80%	0%
81-90%	0%
91-100%	0%
不明	0%

### 質問2: あなたの役職に最も近いものは次のうちどれですか?(合計 = 100%)

CEO	12%
常務取締役	12%
社外取締役	9%
CFO	8%
取締役会議長	7%
顧問弁護士/コーポレート・セクレタリー	3%
その他、取締役役に相当するシニア役員	49%

### 質問3: 過去12ヶ月間に株主とのエンゲージメントをおよそ何回実施しましたか?(合計 = 100%)

なし	0%
1-20	37%
21-50	23%
51-100	13%
101-150	15%
151-200	5%
201-250	3%
250超	4%
不明	0%

### 質問4: エンゲージメントのうち、以下に当てはまる割合はどの程度でしたか?(合計 = 100%)

#### 4.1. 手段に関わらず、2回以上のコミュニケーションを実施。

なし	2%
1-25%	39%
26%-74%	24%
75%以上	34%
不明	1%

#### 4.2. 株主からエンゲージメントを開始。

なし	18%
1-25%	32%
26%-74%	39%
75%以上	8%
不明	3%

4.3. 一般的なものではなく、内容が個別具体的なものであった。

なし	9%
1-25%	31%
26%-74%	39%
75%以上	18%
不明	3%

4.4. 複数の株主とのコミュニケーションを含むものであった。

なし	4%
1-25%	43%
26%-74%	29%
75%以上	20%
不明	4%

4.5. (最初から、もしくは途中から) エンゲージメントが対立的であった。

なし	40%
1-25%	30%
26%-74%	17%
75%以上	11%
不明	2%

質問5: 貴社では、誰が通常エンゲージメントを主導しますか。

(合計 = 100%)

投資家向け広報責任者	28%
常務取締役	24%
CEO	19%
CFO	19%
顧問弁護士/企業秘書	5%
社外取締役	0%
その他ありましたら、記載してください。	5%
不明	0%

質問6: 投資家からの様々な要求事項に優先順位を付けるに際して、投資家の規模以外の観点でどのような点を考慮しましたか。

(合計 = 100%)

アクティブ投資家	82%
パッシブ投資家	6%
アクティビスト投資家	4%
ヘッジファンド	4%
その他(具体的に記入)	3%
不明	1%

質問7: 以下のうち、過去12ヶ月間で最も多くのエンゲージメントに結びついたものを選択して下さい。

監査および財務報告	63%
合併・買収(M&A)を含む企業戦略または業績	60%
取締役会の構成とリーダーシップの継承	37%
ESG(Environmental, Social and Governance)に関するトピック	35%
地政学的な出来事や買収のアプローチなど、外部または会社主導のより広範な出来事	32%
役員報酬	27%
データ報告	26%
過去の年次株主総会(AGM)での承認率の低さ	20%
その他	0%
不明	0%

質問8: 次のテーマのうち、過去3~5年で最も重要性が増したものはどれですか。

M&Aを含む企業戦略や業績	67%
監査および財務報告	52%
データ報告	49%
取締役会の構成、リーダーシップの継承または役員報酬	46%
ESGに関連するトピック	44%
地政学的イベントや買収提案など、企業内外での事象	40%
過去3~5年間に重要性が増したトピックは特になし。	1%
不明	0%

質問9: 過去3~5年の株主エンゲージメントを考慮した場合、その間に投資家の結束力のレベルに変化はありましたか?

(合計 = 100%)

変化なし	55%
結束力は高まっている・様々なタイプの株主からの要求が以前よりも収束し、一貫性のあるものになっている	33%
結束力は低下している・タイプの異なる株主が、以前よりも様々な要求を求めるようになっている	10%
一概に回答出来ない/不明	2%

質問10: 結束力が変化した理由は何だと思いますか? (合計 = 100%)

テキスト記載	
質問11: 同一株主内の別の代表者が相反する要求を行うケース数に変化はありましたか? (例: 投資チームとESGチームの代表者) (合計 = 100%)	
大幅に増加	4%
小幅に増加	20%
小幅に現象	4%
大幅に減少	1%
全く変化なし	66%
経験したことが無い	5%
純増	24%
純減	5%

質問12: 直近12ヶ月の株主エンゲージメントのうち、以下に当てはまる割合を回答してください。(合計 = 100%)

12.1. 明確な目的と成果が見られた。

なし	6%
1-25%	19%
75%以上	38%
26%-74%	36%
不明	1%

12.2. (さらなる情報開示や説明を求めるような)実質的でない要求が含まれていた。

なし	4%
1-25%	50%
26%-74%	37%
75%以上	6%
不明	3%

12.3. 大規模な要求(戦略変更、環境負荷の改善、大型設備交換など)が含まれていた。

なし	17%
1-25%	39%
26%-74%	25%
75%以上	18%
不明	1%

12.4. 大規模な要求を含むもののうち、貴社が行動を起こした割合はどの程度ありましたか?

なし	28%
1-25%	37%
26%-74%	28%
75%以上	5%
不明	2%

質問13: 必要な場合、社内エスカレーションのプロセスと基準はどのようなものですか? (合計 = 100%)

テキスト記載	45%
知らない/分からない	55%

質問14: 過去5年間に貴社が対応するために実質的な行動を必要とする株主エンゲージメントを経験しましたか? (合計 = 100%)

はい - 行動を起こした	41%
はい - 行動を起こさなかった	15%
いいえ	48%
分からない/不明	3%

質問15: 貴社が「実質的な行動を必要とするエンゲージメント」に対して行動を起こすと決定した理由を最もよく表しているのは、次のうちのどれですか(最大3つまで選択してください)。調査数 = 40

その行動が企業に正味の利益をもたらすことに同意したため。	73%
エンゲージメントがよく練られ、株主が説得力のあるビジネスケースを持っていると確信したため。	70%
株主とのエンゲージメントがなくても、同様の計画があったため。	55%
企業自身はほとんど利益を得られないものの、限定的なコストで大きな株主利益をもたらすと判断したため。	50%

質問16: [実質的な行動を必要とするエンゲージメントについて] 行動を起こさなかった場合、その理由を最もよく説明しているのはどれですか？ 調査数 = 15

株主から提案された行動に伴うコストが利益を上回ると考えたため。	53%
株主から提案された行動は、会社の目的/戦略と整合していなかった、もしくは関連性が限定的であった。	47%
株主が、提案した行動を実行すべき理由について、説得力のあるビジネスケースを提示出来なかったため。	47%
株主から提案された行動を実行するために必要なリソースを持っていなかったため。	40%
株主からの提案に概ね同意したが、長期的なプロセスが必要であり、12~18ヶ月以内に解決出来ないものであったため。	27%
その他	0%

質問17: 行動を起こす理由の1つとして、企業自身にはほとんど利益をもたらさないにもかかわらず、その行動に伴うコストは限定的で、大きな株主利益をもたらすと判断したと述べました。そう考えた理由について、可能であれば例を挙げてご回答ください。調査数 = 20

テキスト記載	
--------	--

質問18: あなたが関与したエンゲージメントについて、貴社が行動を起こしたエンゲージメントの特徴を最もよく表しているのは、次のうちのどれですか。上位3位を選択してください。

主要株主、または株主全体の相当数(20%以上)の支持を受けていること。	53%
株主との直接面談が可能であること。	51%
議決権行使代行機関に頼らず、株主が直接関与していること。	51%
ポートフォリオ・マネージャーとESGチームによる共同アプローチであること。	39%
否定的な株主投票等の脅威といった圧力となる要因があること。	27%
大手の議決権行使代行機関の支援を受けていること。	20%
行動を必要とするエンゲージメントを経験していない。	8%

質問19: あなたが関与したエンゲージメントについて、貴社が行動を起こさなかったエンゲージメントの特徴を最もよく表しているのは、次のうちどれですか。

株主が、その問題に関する知識やリソースを持ち合わせていないこと。	68%
株主・投資家の提案に対して根本的に同意していないこと。	34%
議決権行使代理機関に必要以上に依存していること。	30%
経営陣や取締役会が、提案されたトピックや仕組みに精通していないこと。	30%
株主が過度に対立的であったり、否定的な対応を行うと脅かしたりしていること。	28%
その他	0%
行動を起こす上で障壁があるようなエンゲージメントを経験していない	21%

問題20a: 以下の潜在的な脅威/リスクのうち、貴社が投資家のエンゲージメントに対応して行動する最大の原動力となるものはどれですか。上位3位に順位付けしてください。

理由	1位	2位	3位	合計
否定的な報道、世論の抗議、消費者からの圧力	8	21	9	<b>38</b>
株主価値向上の機会の逸失	18	9	7	<b>34</b>
株主決議	14	9	9	<b>32</b>
ESG格付けの格下げ	8	8	16	<b>32</b>
株主による公的な批判	9	11	10	<b>30</b>
従業員からの否定的な反応	9	8	13	<b>30</b>
株主による株式売却	13	8	7	<b>28</b>
NGOなど他のステークホルダーからの否定的な反応	7	10	6	<b>23</b>
年次株主総会での取締役再選に対する否決票	3	7	9	<b>19</b>
NGOなど他のステークホルダー	3	1	6	<b>10</b>

**問題20b: エンゲージメントの成功度をどのように測定しますか?  
N = 90**

テキスト記載	
--------	--

**質問21: エンゲージメントを成功させる上で  
最も重要な点は何だと思えますか? N = 100**

テキスト記載	
--------	--

**質問22: エンゲージメントは、企業にとっての成果という観点で、  
どの程度有効な時間の使い方であると思えますか? (合計 = 100%)**

株主・投資家への理解を深めることができるため、 時間を有効に活用することができる。	50%
業績向上につながるため、経営陣と取締役会の時間を 有効に活用することができる。	46%
企業にとって根本的なメリットがほとんどなく、 非生産的な時間の使い方である。	3%
その他	0%
不明	1%

**質問23: エンゲージメントを開始する前に、  
投資家にもっと理解を深めておいて欲しいことは何ですか。**

財政状態	70%
議論される問題の重要性及び 提案されるアクションの費用便益分析	66%
企業戦略	62%
問題に対処するための企業リソースの利用可能性	45%
他の株主の見解	44%
その他	0%
エンゲージメントを開始する前に、 投資家にもっと理解を深めておいて欲しいことはない	2%

**質問24: 次のエンゲージメント方法のうち、あなたはどれを好みますか?  
(合計 = 100%)**

直接的なコミュニケーション	91%
代理人を通じた間接的なコミュニケーション	9%
企業戦略に関する議論を私的に開始	83%
企業戦略を公的に議論	17%
複数の異なる投資家が協働	64%
単一の投資家	36%
懸念事項を直接的なミーティングまたは電話で伝達	62%
懸念事項を書面で情報伝達	38%

**質問25: ステークホルダーによるエンゲージメントに対して  
さらなる規制が必要だと思えますか? (合計 = 100%)**

いいえ	78%
はい	14%
不明	8%

**質問26: さらなる規制を推奨する分野を回答して下さい。(調査数 = 14)**

テキスト記載	
--------	--



## ご留意事項

MUFG ファースト・センティア サステナブル投資研究所は、三菱UFJ 信託銀行およびその傘下にあるファースト・センティア・インベスターズグループが共同してサステナブル投資に関する調査・研究・レポート作成などの業務を対外的に行う際の呼称です。

本資料は、三菱UFJ信託銀行サステナブルインベストメント部が発行しています。

本資料は、MUFG ファースト・センティアサステナブル研究所の活動の一環としてファースト・センティア・インベスターズグループが発行した「Constructive Corporate Engagements - From a Corporate Perspective」(英語版)を、三菱UFJ 信託銀行が日本語訳したものです。最大限、内容に忠実に日本語訳をしておりますが、万が一これら両言語の内容に相違があった場合には、英語版が正となることを予めご了承ください。

本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、三菱UFJ 信託銀行およびファースト・センティア・インベスターズグループが特定の有価証券・取引や運用商品を推奨または勧誘するものではありません。

本資料に記載されているデータ、意見などは本資料作成時点で信頼できるとされる情報に基づき作成したものです。三菱UFJ 信託銀行およびファースト・センティア・インベスターズグループは、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見などを使用した結果についてもなんら保証するものではありません。また、本資料に関連して生じた一切の損害について、三菱UFJ 信託銀行およびファースト・センティア・インベスターズグループは責任を負うものではありません。

本資料に記載されている情報および見解は著者のものであり、必ずしも三菱UFJ 信託銀行およびファースト・センティア・インベスターズグループのものではありません。

本資料の著作権その他の知的財産権は三菱UFJ 信託銀行およびFirst Sentier Investors (Australia) Services Pty Limitedに属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料に記載している見解などは本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制などの変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。