

CIO Weekly Perspectives

エンゲージメントと判断が重要

Joseph V. Amato

ニューバーガー・バーマン・グループ LLC 社長 兼 株式部門最高経営責任者

2018年3月14日

企業への責任ある投資において、ボトムアップ・アクティブ運用マネージャーの優位性は高いと考えます。



ここ数年、アクティブ運用とパッシブ運用について多くの議論が交わされていますが、当社はこれを重要な問題と捉えています。議論の中身は、もっぱら相対的な運用パフォーマンスやそれをもたらす要因に終始していることがほとんどです。しかし、重要な論点であるにも関わらずあまり議論されていないのは、株主としての企業に対するエンゲージメント(対話)であり、これが見落とされています。アクティブ運用にとって、投資家に長期的なパフォーマンスを提供するためにエンゲージメントは重要な行動です。アクティブ運用とパッシブ運用に関する議論において、エンゲージメントは重要な論点であり、この点が抜け落ちていると考えます。

エンゲージメントは長期的な運用パフォーマンスにとって重要であり、また有意義なエンゲージメントを行うためには、経験と情報に裏打ちされた判断が不可欠であるといえます。

深さと質

パッシブ運用マネージャーは、保有株式の意図的な売却ができないことから、自らを長期投資家だと主張しています。加えて、アクティブ運用マネージャーは、投資先企業の経営方針に賛同しないという理由から簡単に株式を売却するとも指摘しています。

こういった指摘は、一部のアクティブ運用マネージャーには当てはまるかもしれませんが、大半の場合、その限りではありません。ニューバーガー・バーマンのポートフォリオ・マネージャーは投資先企業が開発した製品・サービスの質や付加価値をよく理解した上で投資をしています。そして、当社のお客様や他の株主がその企業への投資を通じて利益を享受してほしいと考えています。株式を保有し続けなければならないパッシブ運用マネージャーとは異なり、当社は投資を開始したその時点から、常に自らの意思でその企業の株式を保有しています。そしてその投資先企業については継続的に評価しています。企業の評価や分析における経験は重要ですが、それと同じくらい長期にわたって投資先企業に関与し続けることも重要です。当社は、何か問題になりそうなことを察知してからその企業を精査するわ

けではありません。また、仮に長期的な株主利益を軽視する方向に経営陣が進んだ場合、我々は経営陣との対話によって改善を図ります。保有株式を売却することは、株主価値の創出機会を逸する可能性があり、当社のポートフォリオ・マネージャーはこうしたことを望みません。

実際には、パッシブ運用マネージャーは市場の動きに単に同乗しているだけだと考えています。大手のパッシブ運用マネージャーは、投資先企業の経営品質や経営陣の成果について評価してきた経験のあるリソースが不足しているといえます。パッシブ運用マネージャーの場合、「スチュワードシップ」の名を冠した比較的小規模のチームを編成し、議決権行使プロセスに注力する傾向があります。議決権行使は確かに重要ですが、そもそも行使機会は年一回と少なく、まだ議題に挙がってくる内容はその企業の経営において本質的に重要でないケースが多いといえます。

このように、議決権行使を担うことを主目的とした少数のチームと、当社のように企業分析などの経験が豊富な数百人のポートフォリオ・マネージャーやリサーチ・アナリストを擁している当社との差は大きいと考えます。

当社は株主として議決権行使を軽視しているわけではなく、重視しています。特に取締役の選任については重要だと考えています。しかし、ここで言いたいのは、議決権を行使するだけでは、不十分だということです。

取締役や経営陣が説明責任を果たすために

もし、アクティブ運用マネージャーが行動を起こさなければ、誰が企業の経営陣に対して説明責任を果たすよう働きかけることができるでしょうか。

ここ数年、パッシブ運用マネージャーに投資資金が流入した結果、多くの公開企業の発行済み株式数の15-20%をパッシブ運用マネージャーが保有している状態です。さらに、パッシブ運用マネージャーと同じく、企業へのエンゲージメントに関心が無い、クオンツ戦略からの資金流入なども合算して考えると、問題がより浮き彫りになります。

株主にとって、企業の資本配分に関する経営判断以上に重要な事柄はあるでしょうか？この議題は株主総会では議論されません。また取締役会の構成についてはどうでしょうか？これは株主総会召集通知には議題として記載されるものの、株主の代理人とも言える企業の取締役の経験や専門性などは、どのように評価されているのでしょうか。

企業が果たすべき環境や社会に対する責任といった観点でも、同様のことがいえます。例えば、最近では、Olin Corp、American Outdoor Brands、Sturm, Ruger & Co、Vista Outdoorといった銃器メーカーの保有についての議論が注目されています。当社の運用戦略においては、こうした銃器メーカーの株式は保有しておりません。一方、パッシブ運用マネージャーはこうした企業の株式を保有しています。というより、保有せざるを得ないのです。また彼らは、ようやく最近になって、こうした企業への関与と思しきものを始めたばかりです。しかし、関与とは言っても、実際には質問状を送る程度にとどまります。このような形式的な関与の仕方がパッシブ運用マネージャーにとってのエンゲージメントのあり方だと考えています。

企業が適切に経営されているかを判断し、仮にそうでなくなった場合に経営陣に対して責任を求めるためには、ただ単にチェックリストで管理するだけでは不十分であり、豊富な経験に基づいた判断が必要になります。当社のように、数十年にわたる経験とセクターへの専門知識を活用し、ボトムアップ・ア

アプローチを行い、ファンダメンタルズ分析を通じて投資先企業を正しく理解できるアクティブ運用マネージャーは、金融市場参加者の中でも多くはないと考えます。

株主価値の最大化と、環境や社会に与える影響といった観点で責任ある投資を行ううえで、エンゲージメントは重要なことであると考えます。そして投資家は、アクティブ運用に支払う対価に見合う成果を享受することができると考えています。

- CIO Weekly Perspectives 配信サービスの申し込みは [こちら](#)。
(ページ右上の配信サービス申込ボタンをクリック)
- 過去の CIO Weekly Perspectives は [こちら](#)。
- Neuberger Berman ウェブサイト www.nb.com/japan

当資料は、当社グループの戦略、運用状況、及び市況等に関する情報提供を目的として作成されたものであり、個別の有価証券の取得の勧誘を目的とするものではありません。

当資料はお客様限りの資料であり、一般投資家に配布することはできません。

当資料の内容は機密性の高い情報を含むため、取扱いには十分ご注意ください。当資料の全部又は一部の転写・加工・利用を行う場合には、当社グループの同意が必要です。

当資料に含まれる情報の正確性は保証されるものではなく、今後変更される可能性があります。戦略によって生み出される価値及び配当は、為替レート、金利、又はその他の要因によって変動しますので、投資の結果投資元本を割り込むことがあります。過去の運用実績は将来の投資成果を保証するものではありません。目標収益率に並ぶ投資成果や予定した投資分散、資産配分、並びに投資戦略や投資方法の実行及び投資方針の達成を保証するものではありません。

当社グループは、当資料に記載する情報(第三者からの情報を含む)のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性及び妥当性について、明示又は黙示を問わず表明又は保証するものではありません。従って、当社グループは当該情報の開示又は利用に関するいかなる責任や債務も負いません。

当資料は、作成時点において信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性及び完全性を保証するものではなく、また、当資料の受領者又は最終投資家が当資料に含まれる情報に基づきとりたいかなる行動に対しても、当社グループは責任を負いません。

当資料に含まれる意見や見通しは作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

当資料に記載する過去の事実以外の情報は、作成時点における予想、見込み、見通し、意見、期待をもとにしています。当該記載事項は既知又は未知のリスク、不確実性その他の要素を含みますので、その点につき十分にご注意ください。また、当資料は将来の見通しを含んでいることから、実際の発生事実、結果又はファンドの投資実績が当該見通しに基づくものとは大きく異なることがあります。

組入銘柄は固定的なものではなく、変更されることがあります。従って、投資の時点において、その直近の投資方針に基づき組入銘柄への投資がなされるものであり、投資の際には、上記記載の組入銘柄と異なることがあります。<当資料はファンドの組入銘柄の参考情報を提供することを目的としており、特定銘柄の売買などの推奨、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。>

当資料は、法令、又は、税・会計に関する助言ではありません。貴社を含む当社又は当社グループ以外の第三者に関する、業法をはじめとする法的な検討、信用判断、税・会計に関する検討、取引に伴う経済効果に関する考察その他の判断はすべてご自身の責任で行ってください。

ニューバーガー・バーマン株式会社
Neuberger Berman East Asia Limited
〒100-6512 東京都千代田区丸の内一丁目5番1号
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2094号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会