

『証券経済学会年報』第 50 号別冊
第 84 回秋季全国大会
学会報告論文

「機関投資家のエンゲージメントとはなにか
—国内外の機関投資家のヒアリング調査をもとに—

「機関投資家のエンゲージメントとはなにか」

－国内外の機関投資家の調査をもとに－

三和 裕美子

明治大学

1. はじめに

2014年2月に日本版スチュワードシップ・コードが策定され、2015年6月時点で191の資産保有機関（年金基金、生命保険会社、損害保険会社）、運用機関、議決権行使助言会社が同コードの受け入れを公表した。2015年に策定されたコーポレートガバナンス・コードと相まって、我が国では「目的を持った対話」を意識した機関投資家のエンゲージメントが今後積極的に行われる可能性がある。しかし、我が国の大半の機関投資家にとってはエンゲージメントには馴染みがなく、「目的を持った対話」と聞いて戸惑う機関投資家も少なくない。

一方、海外の大手年金基金、運用機関は、エンゲージメントに関する専門部署を設け、グローバルにエンゲージメントを行っている。また、このような専門部署を有するだけでなく、機関投資家に代わり、エンゲージメントを専門に扱う業者（エンゲージメント代行業者¹⁾）を活用することもある。このような海外のプラクティスを把握することは、今後の我が国のエンゲージメント活動の参考になるものと推察される。

本研究では、国内外におけるエンゲージメントに関するヒアリング調査結果²⁾を用いて、海外と国内のそれぞれにおけるエンゲージメントのプラクティスを参照し、我が国におけるスチュワードシップ・コードが、我が国の資本市場においてどのような影響をもたらすのかを検討する。

まず、エンゲージメントに関する先行研究を踏まえ、

海外（英国、欧州）におけるエンゲージメントについて紹介する。さらに、我が国におけるエンゲージメントは、エンゲージメントを戦略的に活用したファンド（エンゲージメント付きファンド）が唯一の事例となるため、エンゲージメント付きファンドにおけるプラクティスを紹介し、海外のプラクティスとの相違点について確認する。我が国の公的年金基金などのアセットオーナーによるエンゲージメント報告書より、わが国機関投資家のエンゲージメント実施状況を明らかにする。最後に、海外と日本のプラクティスを比較した結果から、機関投資家のエンゲージメントによる我が国の資本市場への影響、エンゲージメントの今後の課題について議論する。

2章では、エンゲージメントとはなにかについて考察する。3章では、先行研究の紹介とヒアリング方法について述べる。4章では、エンゲージメントに関する先行研究を踏まえ、海外（英国・欧州）におけるエンゲージメントについて紹介する。5章では、我が国における事例を紹介する。我が国では、エンゲージメントを戦略的に活用したファンド（エンゲージメント付きファンド）が唯一の事例である。6章では、国内と海外のプラクティスとの相違点について確認する。最後に、海外と日本のプラクティスを比較した結果と現在の資本市場の状況から、我が国のスチュワードシップ・コードがもたらす国内資本市場への影響およびエンゲージメントの課題について議論する。

2. エンゲージメントとはなにか

（1）機関投資家のエンゲージメントとはなにか

エンゲージメントとは、投資家の発言権を行使して、

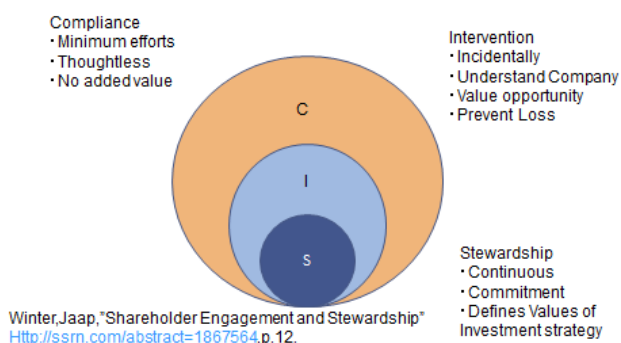
¹ 一般には、エンゲージメント・オーバーレイ・サービスと呼ばれる

² 日興フィナンシャル・インテリジェンスと明治大学特定課題ユニット「ESG投資研究所」との共同研究の一環として行ったヒアリング調査。

直接的且つ柔軟に経営者の規律付けを可能にするものと定義される。株式の売却やその脅威によって規律付けを行うような伝統的なコーポレートガバナンスのパラダイムと対照的なものとして位置づけられる³。投資家と企業との関係は、1980 年代のアメリカの M&A ブーム時に見られたような “Market for Corporate Control”、すなわち市場による規律付けから、投資家が株主権を行使するなどして、投資先企業の経営により深く関与する株主アクティビズムに移行してきた。株主提案や株主総会時の議決権行使はアクティビズムと呼ばれてきたが、近年非公式な対話、目的を持った対話を重視するエンゲージメントに移行してきた。わが国においても日本版スチュワードシップ・コードが導入されるなど、短期的な利益追求ではなく、企業の長期的な価値向上を要求するエンゲージメントが求められている。エンゲージメントは株主権の行使や対話を含み、従来株主アクティビズムと呼ばれている活動をも包括する概念である。図 1 は、Winer⁴による機関投資家のエンゲージメントのレベルを表したものである。

図 1

機関投資家のエンゲージメントレベル



第1段階の **Compliance**、コンプライアンス・エンゲージメントとは、機関投資家が議決権行使ポリシーをもつことや議決権行使助言会社の助言に基づき議決権行使を行うことをいう。この段階では機関投資家は積極的に企業価値を向上させることまでは考えない。第2段階の **Intervention**、関与によるエンゲージメントにおいては、機関投資家は投資先企業と対話をもつが、短期かつ単発的な行動をとることを意味する。関与内容は、投資先企業の企業価値向上を目指して事業分割などの経営戦略、と **ESG** (環境、社会、ガバナンス) の分野にわたる。**ESG** 関連の株主提案はこの段階のエンゲージメントと考えられる。第二段階の活動を行うには、コンプライアンス・エンゲージメントよりも、投資先企業に対する理解、幅広い知識などが必要となる。第3段階として **Stewardship**、スチュワードシップ・エンゲージメントが位置づけられる。この段階のエンゲージメントは、前段階と同じく企業戦略、**ESG** 問題全般に関与し、企業の長期的な価値向上を目指し、継続的に関与する。投資家は第二段階においてよりも、深く企業を理解し、情報を獲得し企業と対話を行う必要がある。

米国におけるヘッジファンド・アクティビズムやわが国において活動しているアクティビスト・ファンドは、第二段階のエンゲージメントレベル、欧州の年金基金などが取るエンゲージメントは第三段階にあるといえる。欧州の年金基金は、**ESG** をエンゲージメントイシューとして位置づけ、それぞれの項目ごとにエンゲージメント活動を行っている。

わが国においては、2014 年にスチュワードシップ・コードが導入され、今後企業の長期的な投資家としての責任・対話、すなわち第三段階のエンゲージメントが求められている。しかしわが国においては、「エンゲージメント」の概念や、実際に必要とされる責任や行動について多くの機関投資家が困惑しているのが現状である。そこで、本章ではまず、スチュワードシップ・エンゲージメントに至るまでの経緯を概観し、エンゲージメントとはなにか、について考察する。

³ Casson&Nisar [2007], p.6.

⁴ Winter [2011], p.6.

(2) エンゲージメントの高まりの背景

(a) 欧米の動向

欧米では、2006 年 4 月に、国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP-FI) の責任投資原則 (PRI) が策定された後、PRI への署名機関が増加している。PRI の第 2 原則は、「私たちは活動的な (株式) 所有者になり、(株式) の所有方針と (株式の) 所有慣習に ESG 問題を組み入れます」と宣言し、考えられる実施例としてエンゲージメントをあげている。

考えられる実施例⁵:

- 本原則に沿って活動的な (株式) 所有方針を検討しそれを開示する。
- 議決権を行使する、あるいは (もし外部委託されているのであれば) 議決権行使方針に準拠しているかを監視する。
- (直接あるいは外部委託を通してのいずれかの) エンゲージメントの能力を促進する。
- (株主権利の促進・保護などといった) 政策、規則および基準設定の開発・策定に関与する。
- 長期的視点に立った ESG に配慮した株主決議案を提起する。
- ESG 問題について企業と話し合い働きかけ (エンゲージメント) を持つ。
- 共同のエンゲージメント・イニシアティブに参画する。
- ESG 関連のエンゲージメントを引き受け、それに関して報告するよう運用マネージャーに依頼する。

このようなことから、欧米の大手公的年金基金では、PRI の実施としてエンゲージメントに力を入れている。エンゲージメントは、公的年金の資産規模が大きいので頻繁に売買することによる市場へのインパクトを回避するために行われる他、本来の年金の運用は長期投資を原則とすることなどから、企業へのエンゲージメントによる長期的なサステナビリティと価値増大によって年金資産の価値が安定的に増大すること目的となってい

る。このエンゲージメントは、ガバナンス (G) だけではなく、環境 (E) や社会 (S) に関しても積極的に行われつつある。その結果、グローバルに展開する企業は PRI に署名している機関投資家から圧力を受けるので、これを無視して企業活動を推進できなくなっている。そのため、実際に ESG に関するエンゲージメントについての具体的な取り組みや、コストを含めた効果を分析することは、重要な課題である。また、PRI に署名しているわが国の機関投資家には、PRI へのコミットという点からも、欧米の公的年金や運用機関と連携した共同エンゲージメントによって、長期保有株式の価値増大を図ることが期待されている。したがって、海外での共同エンゲージメントの背景や効果について、国内外の機関投資家の関心は高い。

一方で、米国を中心にヘッジファンドアクティビストなどによる株主アクティビズムが進んでいる。わが国においても、スティール・パートナーズのブルドックソースへの TOB、TCI の電源開発、日本たばこ産業への増配要求などの株主提案、サーベラスの西武 HD への TOB や経営戦略の見直し要求、サード・ポイントの SONY への経営戦略の見直しなどが近時の株主総会でも話題になり、コーポレートガバナンスの向上を謳う「もの言う株主」の動向が注目された。「もの言う株主」は、企業の議決権を行使して株主価値の極大化を要求するのが一般的であるが、サーベラスの事例のように過半数近い株式を公開買付け目標にするという、「支配する株主」としてのファンドも現れている。このようなアクティビストによる行動と上記のようなエンゲージメントは、スチュワードシップ・エンゲージメントとは明確に区別される。

(b) スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード

金融庁は、2014 年 2 月に「責任ある機関投資家の諸原則 (日本版スチュワードシップ・コード)」を公表した。このコードにおいて、「スチュワードシップ責任」が定義され、機関投資家 (資産保有者と資産運用者) が、投資先企業やその事業環境に関する深い理解に基づく建設的な「目的をもった対話 (エンゲージメント)

⁵ PRI ホームページ

(<https://www.env.go.jp/council/02policy/y0211-04/re01.pdf>)

などを通して、当該企業の企業価値向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的なリターンの拡大を図る責任を意味するとした。つまり、機関投資家は、期間収益の確保を目的とした短期的な鞘抜きによる投資に偏重するのではなく、中長期的観点で投資先企業の価値向上を図るような投資も要請されているのである。日本版スチュワードシップ・コードについては、国の厚生年金保険を運用する GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)をはじめ代表的な公的年金と運用機関が受け入れを表明し、ガバナンスを通じた資本市場改革がスタートした。GPIF は 2014 年 3 月にエンゲージメントファンドを採用し、2015 年 4 月には 5 ヶ年中期投資計画に ESG 投資の検討を盛り込んだ。

一方、金融庁と東京証券取引所は、2014 年 12 月に「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と企業価値の向上のために～」を公表した。このコードにおいて、「コーポレートガバナンス」とは、企業（会社）が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえたうえで、透明・公平かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みを意味するとしている。そして日本版スチュワードシップ・コードに基づく株主（機関投資家）と企業との間の建設的な「目的をもった対話」（エンゲージメント）によって、中長期保有を目的とする株主とのパートナーシップの更なる充実を図ることが可能になるとしている。つまり、日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは「車の両輪」であり、両者が適切に相まって実行的なコーポレートガバナンスの実現が期待されるのである。このようにわが国においては、機関投資家のエンゲージメントが始まった段階である。以下、欧米における ESG に関するエンゲージメント事例およびわが国機関投資家のエンゲージメントファンドの事例を参考に、エンゲージメントの課題について検討する。

3. 先行研究とヒアリング方法

(1) 先行研究

前章で確認したように、エンゲージメントとは、株主と企業との建設的・友好的対話や、株主提案、議決権行使など株主権を活用した企業への中長期的アプローチを指す。換言すれば、年金基金や運用機関が、企業に対し、所有者として積極的に行動する⁶ことを指す。機関投資家によるアクティビズムやエンゲージメントに関して様々な研究が行われているが、直接的な財務（または株式）パフォーマンスへの影響については、未だ明確な結論があるという状況ではない⁷。パフォーマンスに影響を及ぼす要因については、様々なケース分析や実証分析が行われている。

Guercio et.al(1999)は、1987～1999 年における、5 つの米国年金基金のコーポレートガバナンスに関する株主行動（アクティビズム）の効果について、ヒアリング結果や実証研究に基づき、分析を行っている。その結果、年金基金による効果的なアクティビズムとして、①巨大企業年金によるモニタリング効果（買収成功確率の増加）、②パッシブ戦略では、市場に影響力の高い問題に取り組む効果（スピルオーバー効果）、③アクティブ戦略の場合、企業固有の問題に取り組む効果（企業スペシフィック・リスクの効果）、④コストエフェクトに配慮した株主提案を行う効果、などを挙げている。

アメリカにおける機関投資家のアクティビズムの研究としては、Karpoff(2001)、Smith(1996),Romano(2001),Gillan and Starks(2007)等、年金基金などの株主アクティビズムがどのような効果を上げたかについての実証研究が多数存在するが、目立った成果を上げていないという結論が多い。これに対して、ヘッジファンドのアクティビズムの成果については、Kahan and Rock(2007),Bratton(2007),Klein and Zur(2007),Greenwood and Schor(2008),Clifford(2008),Brav et al(2008)等、短期的にターゲット企業の株価と正の相

⁶ エンゲージメントは、アクティブ・オーナーシップとも呼ばれる。

⁷ 本稿の目的は、エンゲージメントのプラクティスを確認することである。パフォーマンスに関するサーベイについては、光定（2006）、三和（2009）。ESG に関連したエンゲージメントに関するパフォーマンス結果については、Dimson(2012)など参照。

関を見出している研究成果が多い。Brav et al (2008) は、アクティビズムと企業総資本利益率の改善に正の関係、アクティビズムの活動前後でターゲット企業の CEO の報酬の低下、CEO の交代の周期の短期化などの効果が見られるとしている。近年の研究においては、ヘッジファンド・アクティビズムとその後の 5 年間の株価パフォーマンスという長期的成果に関する実証分析もなされている (Bebchuk, Brav, and Jiang (2015))。この研究においては、ヘッジファンド・アクティビズムは、長期的に企業価値を毀損するという主張を退けている。

また、Bauer et.al(2013)は、機関投資家は全ての企業に対して、エンゲージメントを行うのではなく、ある一定の判断基準を設けていることを指摘している。彼らは、2006～2011 年の英国機関投資家によるエンゲージメント対象企業の特徴について分析を行った。その結果、ESG の 이슈のうち、ガバナンスに関するテーマが最も多く採用されている。エンゲージメント対象となる企業には、ホームバイアス（英国上場企業が多い）があり、その他にも、大型企業、過去のエンゲージメント回数、企業パフォーマンスの低さ、といった判断基準が確認された。また、エンゲージメントの成功率（全件に占めるマイルストーンを達成した件数の比率）については、自国よりも、海外企業（米国、ヨーロッパ、日本など）の方が成功しやすいことが分かった。その要因として、過去、エンゲージメントの成功した企業から対象を選んでいる可能性を指摘している。

これらの先行研究では、一部の機関投資家を対象とした分析結果から得られたものである。この結果がより一般的な傾向として見られるのかを確認するには、より多くの機関投資家を対象にした検証を行う必要がある。

（2）ヒアリング方法

明治大学と日興フィナンシャル・インテリジェンスは共同研究の一環として、国内外の年金基金、運用機関、エンゲージメント代行業者に対して、「エンゲージ

メント」「ESG 投資戦略」「ESG のマテリアリティ」に関するヒアリング調査を行った（表 1 参照）。具体的には、事前に質問状を送付し、英国・欧州の機関投資家には 2014 年 5 月、日本の機関投資家には 2014 年 7 月～8 月にそれぞれインタビューを行った。

ヒアリング先は、英国・欧州では、年金基金 6 社（英国（3）、スウェーデン（2）、ノルウェー（1）、オランダ（1））運用機関 4 社（英国（3）、オランダ（1））、エンゲージメント代行業者 3 社（全て英国）である。日本については、年金基金 3 社、運用機関 5 社、エンゲージメント代行業者 1 社に対して行った（表 2 参照）。

表 1 機関投資家に対する主な質問内容

1. ESG 投資戦略	年金基金：現在の資産配分、株式の運用戦略、ネガティブスクリーニングの状況など 運用機関：SRI ファンドの状況、ESG 投資戦略の概要、ネガティブスクリーニングの状況など エンゲージメント代行業者：同社が関わっているファンドの状況、顧客との関係など
2. ESG のマテリアリティ	ESG のマテリアリティ決定プロセス、外部データの利用状況、KPI の決め方、具体的な ESG のマテリアリティなど
3. エンゲージメント	エンゲージメントを行う目的、人員体制、エンゲージメントの方法、エンゲージメントの評価方法（コスト・ベネフィットの観点）、具体的なエンゲージメントに関する事例、議決権行使の活用、オーバーレイサービスの活用等、エスカレーションの事例、共同エンゲージメントの事例、日本企業に対するエンゲージメント方針、日本企業に対するエンゲージメント事例、テーマなど

表 2 国内外のヒアリング調査の対象機関

英国・欧州	年金基金	RPMI、USS Investment Management、Norges Bank Investment Management、AP1、AP4、PGGM
	運用機関	First State Investments、Legal & General Investment Management、Standard Life Investment、Robeco
	エンゲージメント代行業者	F&C、GO Investment Partners、HEOS
日本	年金基金	全国市町村職員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）
	運用機関	あすかアセットマネジメント、いちごアセットマネジメント、シンプレクスアセットマネジメント、東京海上アセットマネジメント、ニッセイアセットマネジメント
	エンゲージメント代行業者	GO Japan

4. 英国・欧州におけるエンゲージメントの状況と先行研究との比較

(1) 英国・欧州におけるヒアリング先機関投資家について

(a) 年金基金の概要 (表3、表4)

いずれも代表的な年金基金を中心にヒアリングを行った(表3参照)⁸。各機関の株式比率(図表4)をみると、30～60%である。これは、日本の年金基金⁹などと比較すると、株式への配分が大きい。このうち、インハウス運用(自家運用)を主とした基金は4機関であった。また、運用戦略について、ほとんどの機関が、主として、アクティブ戦略、パッシブ戦略のいずれかの戦略をとっている。なかでもインデックス戦略をとる機関では、投資戦略上の判断、エンゲージメントの数、コスト削減等の理由から、銘柄数を絞る傾向(エンハンスド・インデックス戦略、ティルト・インデックスなど)にある。

表3 ヒアリングを行った年金基金

資産保有機関	国・地域	当機関の概要	資産総額
RPMI	英国	The Railways Pension Trustee Company (RPTC: 英国鉄道年金受託会社)の運用部門。RPTCは162の鉄道関連企業に関する年金受託企業	168.6億GBP
Norges Bank Investment Management (NBIM)	ノルウェー	油田開発により得られた資産管理を行うノルウェー年金基金(Norway Pension Fund)の運用部門。ノルウェー銀行(中央銀行)が同基金を管轄しており、NBIMはノルウェー銀行の一部門でもある。	5兆NOK
USS investment management (USS)	英国	USS(Universities Superannuation Scheme)はイギリスの大学または教育・研究機関の学者またはシニアの管理者向けの年金基金。USS investment managementは、その投資機関。	386億GBP
Första AP-fonden (AP1)	スウェーデン	・スウェーデンにおける公的年金(AP基金)の運用機関の一つ。AP1、AP2、AP3、AP4、AP6から構成される。 ・Ethical Council: AP1～AP4で構成されるグローバル企業の環境・社会に関する問題についてエンゲージメントを行う機関	2,400億SEK
Fjärde AP-fondens (AP4)	スウェーデン	スウェーデンにおける公的年金の運用機関の一つ	2,410億SEK
PGGM Investments (PGGM)	オランダ	医療関連年金基金における投資運用部門	1,400億EUR

注) カッコ内は、本稿での表記(以下、表5、表6同様)

表4 ヒアリングを行った年金基金の資産配分比率と株式投資戦略

機関投資家	株式	主要な株式運用戦略				債券	不動産
		インハウス		外部委託			
		パッシブ	アクティブ	パッシブ	アクティブ		
RPMI	31%			○		20%	9%
NBIM	62%	○				37%	1%
USS	50%		○			20%	7%
AP1	50%		○			30%	10%
AP4	55%	○	○	○	○	33%	5%
PGGM	40%	○				—	—

⁸ ヒアリング先のうち、スウェーデンの年金基金(AP基金)については、グローバル企業を対象としたエンゲージメントを行う合同機関であるEthical Councilに関するヒアリングも行っている。

⁹ GPIFの株式比率は、国内株式・海外株式を合わせて、約28%程度。(2014年第1四半期)

http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h26_q1.pdf

(b) 運用機関の概要

本ヒアリングでは、英国を中心にエンゲージメントに積極的な運用機関に対して、ヒアリングを行った（表 5 参照）。各運用機関における株式投資戦略も様々である。例えば、パッシブ戦略の代表格としては LGIM が挙げられ、アクティブ戦略の代表格としては、First State や Robeco が挙げられる。また、その中間が Standard Life と考えられる。

表 5 ヒアリングを行った運用機関

運用機関	国・地域	当機関の概要	資産総額
First State Investments (First State)	英国	オーストラリアのコモンウェルス銀行の資産運用部門。オーストラリア国内では、コロニアル・ファースト・ステート・グローバル・アセットマネジメントの名称で展開	1,569億USD (※1)
Legal & General Investment Management (LGIM)	英国	LGIMは、index fund, fixed incomeを中心とした運用機関。DB向けLDI、DC向けファンドなども提供。	4,430億GBP
Standard Life Investments (Standard Life)	英国	1825年創業。エジンバラに本部をおく運用機関。アジアでは、HDFCアセットマネジメント、三井住友信託銀行とも提携関係にある。	1,841億GBP
Robeco	オランダ	Robeco 1929年創業の運用機関。現在はオリックスの子会社。Robecoでのエンゲージメントは、Robecosam(※2)が担当 ※2Robecosam:1995年創業。サステナビリティ投資に重点を当てた運用機関。資産運用、インデックス、議決権行使、インパクト分析、サステナビリティ評価、ベンチマークサービスなどを展開。インデックスでは、Dow Jones Sustainability Indexを提供。	2,110億EUR

(※1) コロニアル・ファースト・ステート・グローバル・アセットとの合算

(c) エンゲージメント代行業者の概要

ヒアリング先は、英国を代表するエンゲージメント代行業者である（表 6 参照）。いずれの機関も母体となる年金基金や運用機関及びそれ以外の顧客（主に年金基金）に対してサービスを提供している。さらに、彼らは、グローバルに対応したエンゲージメントが可能である。例えば、GO の日本部門である GO Japan は、日本企業を対象としたエンゲージメントを提供するほか、F&C や Hermes EOS など、日本語に対応可能な担当者を配置しており、日本企業に対するエンゲージメントが可能な体制を構築している。

表 6 ヒアリングを行ったエンゲージメント代行業者

エンゲージメント代行業者	国・地域	当機関の概要	資産総額 ／顧客数
F&C	英国	F&C Asset Managementのエンゲージメント部門。エンゲージメントについては、別途顧客向けサービス (responsible engagement overlayreo®)として展開	25社 (600億£)
GO Investment Partners (GO)	英国	旧Governance for Owners。2005年にEuropean Focus Fundを設定。2012年には東京海上アセットと共同でTMAM-GO Japan Engagement Fundを設定 (AP4が70億円投資)。日本のエンゲージメントについてはGO Japanが行う。2014年3月にGESI(環境・社会)を中心にエンゲージメントを行う代行業者。スウェーデンが本部。)と合併。GO Japanのエンゲージメントについて、サポート。	6社
Hermes Equity Ownership Services (Hermes EOS)	英国	Hermes Equity Ownership Servicesは、Hermes Fund Managers(※)と外部顧客を対象にエンゲージメントを行う。HEOSのエンゲージメントはHermesの利害と一致させたエンゲージメントを行う。HEOSはHERMESの subsidiary。 (※)Hermes Fund Managers:1983年創業。英国のBT(British Telecom)年金の資産運用(全運用資産の76.7%)と外部顧客向けの運用を行う。	-

(2) 株式投資戦略と責任投資戦略

まず、上記に挙げた公的年金、運用機関における責任投資戦略の状況を確認する。GSIA(2012)によれば、責任投資の主要な戦略として、インテグレーション(投資判断に ESG 要因を組み入れる)、ネガティブスクリーニング(一定の基準(倫理、規範、投資リスクなど)により、ユニバースから外す)、エンゲージメントが挙げられる。そこで、最初にインテグレーション、ネガティブスクリーニングの状況について報告する。具体的には、「インテグレーションの目的」「リスク・オポチュニティの視点」「ネガティブスクリーニングの状況」について報告する。

(a) インテグレーションの目的

インテグレーションの目的を判断する際、二つの視点が挙げられる¹⁰。一つは、倫理的評価の視点であり、一つは長期的企業価値の視点である。前者は、倫理感の低い企業やモラルの低い企業への投資が下方リスクに影響するため、ESG 要因を組み入れるという考え方である。それに対し、後者は、サステナブルな企業への投資を行うために、長期的な観点から ESG をインテグレーションするという考え方

¹⁰ Eurosif(2013)によれば、投資家が ESG に関するエンゲージメントを行う動機として、レピュテーションリスクへの対応、リスク調整済みリターンの最大化、倫理感の考慮、持続可能な発展への寄与などを挙げている。これらを総括し、二つの視点を挙げている。

である。そこで、各機関が ESG をインテグレーションする目的が、この二つの視点のいずれか、もしくはその両方の視点であるのかを確認した。その結果、全ての機関投資家が、長期的企業価値の視点として考慮しており、AP 基金（AP1、AP4）では両方の視点で見ていることが分かった。

長期的企業価値の視点について、年金基金は、「顧客である受益者に報いるために、ESG を考慮する必要がある」「環境・社会リスクに配慮することで、資産価値の毀損を未然に防ぐ」「持続可能性はリターン・リスクに影響する」「サステナブルな企業ほど、アウトパフォームする」と考えている。一方、倫理的評価の視点について、AP 基金は、「機関投資家は、政府が批准する国際規範や国際条約を（投資判断の上において）重視することを求められているため、その考え方に基づきエンゲージメントを行っている」と述べている¹¹。

一方、運用機関は、「ESG を考慮することで、最適な企業価値評価が可能となる」「グッドガバナンスを実践することにより、持続可能なビジネス方針を持つ企業は、高い株主価値を生み出す」「ビジネスは環境・社会の両面に影響を及ぼし、一方で（企業がもたらす環境・社会の）外部性は、企業の事業戦略として考える必要のある要素の一つである」と考えている。

(b) リスク・オポチュニティの視点

ESG 要因を投資判断に利用する際、それがリスク要因であるのか、オポチュニティ要因であるのかという点についてヒアリングしたところ、年金基金、運用機関、エンゲージメント代行業者のいずれも、リスクとオポチュニティの両方の要因があると考えている。リスク要因について、機関投資家は、「（企業が）ESG の対応を誤ると、それはダウンサイドの大きなリスクとなり、さらに、指数的に大きなものになりうる」「ESG を評価する目的は、（受益者の）資産のセーフガードである」と述べている。他方、オポチュニティ要因について、「気候変動に適応するクリーンテクノロジーはオポチュニティである」

「テーマ型ファンドやインパクト投資などは ESG をオポチュニティとみる」「エンゲージメントは企業に改善を求めるため、バリューアップにつながる」と述べている。

(c) ネガティブスクリーニングの状況

年金基金によるネガティブスクリーニングには、受託者責任の観点や国・政府の考え方が背景にある。例えば、USS では、ネガティブスクリーニングを行っておらず、その理由として、「受託者責任の観点から、モラルや倫理に基づく投資判断ができない」ことを挙げている¹²。その他の年金基金では、国の方針やエンゲージメントが進まない企業などについて、不投資 (Divestment) もしくは排除 (Exclusion) の対象となる。例えば、オランダでは、クラスター爆弾の製造に加担する企業への投資が規制されており、そのリストを基に、同国の機関投資家は銘柄を選定する。また、スウェーデンでは、国連グローバルコンパクト 10 原則や ILO の国際条約など、批准する条約に違反している企業や国について、Ethical Council が売却推奨を出す。その他にも、倫理的に問題のある企業がポートフォリオ内に含まれていないかを外部機関がチェックするといったことも行われている。

(3) エンゲージメントの体制

各機関投資家におけるエンゲージメントの体制について、年金基金では 1 基金を除き、エンゲージメントの専門部署を設けている。なお、専門部署を有していない基金では、ファンドマネージャーが ESG の判断ができるよう、評価モデルを作るなどのサポートをする部署を設けている。年金基金における専門部署の人数は 3～6 名程度である。彼らは、企業へのエンゲージメントだけでなく、（自家運用、外部委託先に関係なく）ファンドマネージャーに対するエンゲージメントの助言、ESG 評価モデルの策定などを行っている。

一方、運用機関についても、1 機関 (First State) を除き、エンゲージメント専門部署を設けている。その 1 機関については、年金基金と同様、エンゲージメントはファンドマネージャー自らがやっている。専門部署を有する運用機関では、その人員は 8～14 名で構

¹¹ 実際、AP 基金のうち、AP1、AP2、AP3、AP4 は、グローバル企業に対する環境・社会を専門にエンゲージメントする共同機関として、Ethical Council を設けており、彼らは、スウェーデン政府が批准する国際条約や国際規範（国連グローバルコンパクト 10 原則）に違反する企業へのエンゲージメントを行っている。

¹²

<http://www.uss.co.uk/UssInvestments/ResponsibleInvestment/BackgroundRationale/Pages/default.aspx>

成されており、年金基金よりも多くの人員を配置している。運用機関の場合、コーポレートガバナンスを専門に扱う部署（または担当者）、環境・社会の問題を専門に扱う専門部署（または担当者）を配置し、それぞれがより専門的にエンゲージメントを行っていることが特徴的である。

（４）エンゲージメントの手法と選定方法

エンゲージメントを行うためには、機関投資家は、全ての企業に対して行うのか、一部の企業に対して行うのかを決める必要がある。また、エンゲージメントを行う相手に対して、どう効果的に行えばよいのかを検討する必要がある。以下では、①エンゲージメントテーマ、②エンゲージメントの方法、③エンゲージメント対象企業とテーマの選定の３つに分けて紹介する。

（a）エンゲージメントテーマ

エンゲージメントテーマでは、各機関投資家の株式投資戦略との関係性が見られる。アクティブ戦略（集中投資）を張る First State や USS は、保有銘柄をできるだけ少なくして、集中投資を行い、それと同時に、企業個別のテーマを設けている。例えば、First State では、「ESG イシューの評価は、ボトムアップのリサーチプロセスの中に組み入れている。最も重要なステップは、一つの企業についてすべてのクオリティを評価する点にある。このことで、長期的にサステナビリティのある企業を選び出すことが可能である」と考えている。このように、アクティブ戦略の場合、全ての保有銘柄ごとに ESG のマテリアリティを決めている。

他方、パッシブ戦略を張る投資家は、環境・社会のテーマについてはセクターごとに選定し、ガバナンスについては共通のテーマとしている。環境・社会の具体的なテーマには、気候変動への取り組み、水質汚染の問題、水資源の問題、サプライチェーンにおける労働問題、人権問題などが挙げられている。例えば、気候変動への取り組みについては、鉱業セクターや石油セクターなどで問題視され、サプライチェーン先の労働問題については、繊維セクターや電気製品セクターなどで問題視されている。コーポレートガバナンスのテーマには、贈収賄問題、買収防衛策、株主の平等な扱い（少数株主保護）、取締役の独立性の問題、各種報告書の透明性（情報開示）

などが挙げられている¹³。この他にも、先述の AP 基金では、倫理的視点として、国際規範（国連グローバルコンパクト 10 原則）や ILO 国際労働基準などを挙げている。このように、パッシブ戦略では、セクターや国というレベルで ESG のマテリアリティを決めている。

なお、日本企業について、海外機関投資家は、環境・社会よりもコーポレートガバナンスが重大なテーマであるという認識を持っており、特に社外（独立）取締役の導入、資本効率（ROE や資本政策）、買収防衛策、情報開示の透明性などを挙げている。日本企業に、環境・社会の問題がないということではなく、現時点においてはガバナンスが最も大きな問題であるという認識を持っている。

（b）エンゲージメントの方法

エンゲージメントの方法には、「企業との対話（直接の対話、国際電話会議）」「議決権行使」「共同エンゲージメント」「取引所や規制当局との対話」などが挙げられる。これらのエンゲージメント手法は、「企業との対話」の状況に応じて異なる。例えば、次のようなフロー¹⁴が想定される。まず機関投資家は、株主総会前に企業とミーティングを持ち、意見交換を行う。様々な議論をするなかで、ある重大なテーマについて企業と同意に至らなかったとする。その場合、「議決権行使」において、その取締役や経営者などに対し反対票を投じる。企業に対しては、反対理由などを通知し、それをきっかけに企業との対話を進めていく。その他、企業に重大な不祥事が起きた際にも「企業との対話」を行う。また、1 機関だけでは「企業との対話」が進まず、他の機関投資家と共通の課題認識があるような場合には、「共同エンゲージメント」を行う¹⁵。そのような手段を尽くしてもなお、そのテーマについて合意に達して

¹³ アクティブ戦略の機関投資家からは、「買収防衛策は、企業価値を守るという観点から、全てが悪であるとは限らない」という指摘もある。アクティブ投資家とパッシブ投資家との間で意見が一致しているとは限らない。

¹⁴ 英国スチュワードシップ・コードでは、エスカレーション(escalation)と呼んでいる。

¹⁵ 日本大手企業、金融庁、日本政府（安倍首相）、東京証券取引所に対し、20 の機関投資家が共同で「取締役会の構成および独立取締役に関する投資家からの要望」を提出した。このように企業だけでなく、取引所や規制当局、政府に対しても、共同エンゲージメントは行われる。
http://www.standardlifeinvestments.com/CG_Letter_Regarding_Board_Independence/getLatest.pdf

いないと判断された場合、売却する可能性もある¹⁶。ただし、実際に売却リストに挙がってくる企業はわずかである¹⁷。

このようなエンゲージメントのフローの中で、いずれの機関投資家も「企業との対話」は最も重要であるという認識を持っている。このことは、アクティブやパッシブといった株式投資戦略とは関係ない。彼らは、「企業と会って、様々なテーマで議論することにより、その企業のことを理解できるので、企業の意見を聞く」「話を聞くまでは、自分たちの考え方が間違っている可能性もある」と述べている。つまり、「企業との対話」の目的の一つが、二者間の考え方に関するギャップを埋めることであると推察される。

4 つのエンゲージメントの方法の中で、最も効果的であるものとして、「共同エンゲージメント」を挙げている。多くの機関投資家は、互いに協働し、その企業や取引所における株式保有比率を高めることにより、効果的にエンゲージメントを行うことが可能であると考えている。ただしこのようなエンゲージメントでは、機関投資家は互いの意見が一致しているのかを確認する必要がある。この他にも、効率的な共同エンゲージメントの方法として、ICGN や ACGA といった国際的な投資家団体に署名し、その団体を通じたエンゲージメントなども挙げている¹⁸。

(c) エンゲージメント対象企業の選定とテーマの選定

議決権行使は、新興国を除けば、ほぼ全ての企業に対して行使することは可能である¹⁹。一方、企業との対話については、保有する銘柄全てに対して行うことは、パッシブ戦略や多くの銘柄を保有する場合、ほぼ不可能であるといえる²⁰。そのため、いず

れの機関投資家も、対話を行う企業の優先順位を決めている。

優先順位を決めるための主な項目として、「保有銘柄」「(ポートフォリオに占める) 保有比率の大きさ」「企業規模の大きさ」「リーディングカンパニー」「重大なテーマ (問題の深刻さ、エクスポージャーの大きさ)」などを挙げている。まず、「保有銘柄」については、当然のことであるが、保有銘柄でなければ詳細な分析を行う必要もない。また、「保有比率の大きさ」「企業の規模の大きさ」「リーディングカンパニー」は、相互関係のある項目であると推察される。例えば、ある程度時価総額の大きい企業を想定すると、インデックス戦略の場合、保有比率も大きくなる。また、時価総額の大きい企業では、特に、サステナビリティに関する問題意識も高いものと推察される。

「重大なテーマ」については、先述の通り、多くの機関投資家は、ESG について、テーマ別の項目、もしくは全般的な共通項目を設定している。ただ、それだけに限らず、年金基金の場合、独自性の高いテーマも掲げている。例えば、AP 基金 (Ethical Council の取り組みの一例) では、一般に取り上げられるような ESG のテーマ (例えば BP のメキシコ湾の油田流出事故) に対してはエンゲージメントを行わない。彼らは、独自に分析を行い、他の機関投資家に取り上げないようなテーマについて、エンゲージメントを行う。その他にも、ESG のテーマとして、母体となる年金基金の哲学などが配慮される場合もある。PGGM の場合、母体が医療系の年金基金であることから、製薬セクターをテーマにしたエンゲージメントを行っている²¹。このように機関投資家は、各自が考慮する ESG リスクの大きさが、エンゲージメント対象企業の選定に影響するものと推察される。

次に、エンゲージメントの相手が自国企業であるか否かの違いがみられる。自国企業に対するエンゲージメントの場合、英国では、CEO や CFO だけでなく、委員会 (指名、報酬、監査) の議長 (Chairman)、取締役会議長、社外取締役に会うことが一般的であ

¹⁶ AP1 や AP4 では、Ethical Council がこのようなエンゲージメントに対応しない企業について売却推奨を促すこともある。ただし、実際の売却は各基金に任されている。

¹⁷ Ethical Council によるウォルマートに対する売却推奨などが挙げられる。
<http://www.ap4.se/etikradet/Etikradet.aspx?id=1094&epslanguage=EN>

¹⁸ ACGA は、2008 年に機関投資家が署名した上で、日本企業のコーポレートガバナンスに関する意見書を作成した。
http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_Statement_2009_Dec15_Japanese.pdf

¹⁹ 一部の新興国では、議決権行使が困難な場合もある。

²⁰ First State の場合、60 銘柄ほどに集中投資しており、この場合、エン

ゲージメントは全ての企業に対して行う。

²¹ 貧困地域における Access to Medicine (AtM) の問題について、その水準が低い企業へのエンゲージメントを行っている。具体的には、AtM への戦略的対応、各地域の賃金に応じた価格の変更、熱帯地方特有の病気への処置に関する特許や研究開発の共有など。

る。社外取締役や議長は株主に代わり、経営者をモニタリングする代表者であると認識されている。そのため、彼らとエンゲージメントを行う。また、オランダやスウェーデンでは、CEO に会うことが一般的とされている。別の意見としては、「より専門性の高いテーマについて対話する場合、その責任者に会う」ことが挙げられている。

このように、自国企業に対するエンゲージメントの相手を考える際、「意思決定に影響を及ぼす人物」もしくは「より実効性のある人物」に接触することが、効果的であると考えられている。

一方、自国以外の企業に対するエンゲージメントでは、IR 担当者やシニアマネジメントレベルに会うことが一般的である。自国以外では、CEO や社外取締役に会うことは困難であるという認識がある。特に米国企業とのエンゲージメントはハードルが高いという認識を持っている。

(5) エンゲージメントの成功要因

エンゲージメントの成功要因を考える前に、その「成功」を定義する必要がある。機関投資家の意見を集約すれば、エンゲージメントの成功とは「エンゲージメントのテーマに対して、企業に変化が見られたとき」と定義される。具体的には、企業が達成すべき目標²²をマイルストーンと定め、そのマイルストーンに到達したかどうかを確認している。ただし、マイルストーンの設定方法は様々であり、ある機関投資家は、「各テーマについて、定量化可能な KPI(Key Performance Indicator)を設け、その KPI に達したかどうかで判断する」と述べている²³。一方、「数値化が難しいため、KPI は設けない」という意見もあり、マイルストーンの設定方法は必ずしも画一的ではない。このように、エンゲージメントの成功方法について確認した上で、エンゲージメントの成功要因について確認した。同時に、エンゲージメントが失敗した原因についても確認した。

エンゲージメントが成功する要因については、「相手(会社や経営者)との信頼関係を構築する」「(国の)文化に対する理解」「相手が行動するまでエンゲージメントを継続する」「ディスカッションの質」などを挙げている。特に、「信頼関係を構築する」工夫の一つの事

例として、エンゲージメント後に、手書きの感謝状(Thank You Letter)を贈ることが挙げられていた。そうして、互いの信頼関係を構築し、投資家の意見に耳を貸してくれるように配慮している。また、「文化に対する理解」の工夫の一例として、年金基金では、エンゲージメント代行業者の活用を挙げている。年金基金のエンゲージメント担当者(またはファンドマネージャー)はポートフォリオ内の様々な国の企業と対話をしなければならない。だが、エンゲージメント担当者は、その国の文化を理解しなければ、真の意味での理解はできない。しかし、それには言語を理解するなど、困難なことが多い。それならば、その国の文化や言語を理解できる人材が対話を行った方が、成功しやすいのではないかと考えている。すなわち、対話を行う場合にも、より成功しやすい方法を検討し、その効率的な手段として、エンゲージメント代行業者を利用しているものと推察される。

一方、失敗の原因については、「経営者が非協力的である(オープンマインドではない)」「エンゲージメントを行ったテーマに関する意見の不一致」「投資家の行動が一致していない」ことなどを挙げている。これは、企業と機関投資家との利害の不一致がもたらす結果であるともいえる。また、「株式保有比率が低い」といった定量的な要因を挙げている。成功の要因とは異なり、失敗の原因には、定量的な要因が含まれている点が興味深い。

(6) 先行研究とプラクティスとの比較

まず、先行研究と一致している点として、株式投資戦略と責任投資戦略との関係性が挙げられる。すなわち、パッシブ戦略を取る場合は、マクロテーマやセクターテーマを挙げており、アクティブ戦略を取る場合は、企業固有の問題を取り上げている。また、エンゲージメント対象企業の選定項目に、リーディングカンパニーを挙げている。リーディングカンパニーへのエンゲージメントは、同セクター内の他の企業に対し、そのテーマに関する意識を高め、その結果、同セクター内全体に変革をもたらすことを示唆している。すなわち、リーディングカンパニーへのエンゲージメントは、スピルオーバー効果を狙った戦略と推察される。また、機関投資家は、コストエフェクトを意識していることが窺える。例えば、共同エンゲージメントの活用やエンゲージメント対象企業の選定、エンゲージメント代行業者の活用などは、その一例である。なお、

²² 目標は、最終目標だけでなく、中間的な目標を設定する場合もある。

²³ このような方法をとる機関投資家は、自前の ESG 評価スコアなどを用いた場合に見受けられる。

エンゲージメント対象企業の選定については、企業規模といった点で先行研究と一致している。

一方、本ヒアリングによる新しい発見として、以下のことが挙げられる。まず、エンゲージメント対象企業の選定には、年金基金の独自のテーマ、(ポートフォリオ内の) 株式保有比率の高さ、テーマの重大性といった項目がある。また、エンゲージメントの成功要因には、定性的な要因が多いこと、自国以外のエンゲージメントが成功する要因に、エンゲージメント代行業者を活用していることなどがある。他方、失敗の原因には、株式保有比率の低さを挙げており、この点も新しい発見である。

4. 我が国におけるエンゲージメントの事例

我が国におけるエンゲージメントの状況について、エンゲージメント付きファンド、アセットオーナー、エンゲージメント代行機関の事例について紹介する。我が国におけるエンゲージメントに関する事例は、現在のところ、エンゲージメント付きファンドがその唯一の事例となる。我が国のヒアリング結果については、先述同様、株式投資戦略と責任投資戦略、エンゲージメントの体制、対象企業の選定、エンゲージメントの方法とテーマの選定手法、エンゲージメントの成功要因に分けて紹介する。

(1) エンゲージメント付きファンドの概要

いずれのエンゲージメント付きファンドも、集中投資によるファンドである。運用機関は、独立系、生損保系である(図表 7 参照)。保有期間については、3 年以上と、比較的長期である。

彼らによる運用及びエンゲージメントのフローは以下の通りである。まず、スクリーニングにより投資ユニバースをある範囲にまで絞る。その後、アナリストの調査・企業訪問などにより、さらに投資対象を絞る。その後、その企業に対し、エンゲージメントを行う。

エンゲージメントファンドの保有銘柄数は、おおよそ 20~40 銘柄程度であり、各機関ともできるだけエンゲージメントしやすい企業を選定している。

表 7 ヒアリング先の概要

運用機関	ファンド	運用資産額	対象銘柄	保有銘柄	保有期間
あすかアセットマネジメント	あすかバリューファンド	-	時価総額 2,000億円未満	10~15社	3~5年
*いちごアセットマネジメント(前身)	いちごトラスト	2,600億円	時価総額 800億円~3,000億円	10~15社	5~10年
シンプレクス・アセット・マネジメント	バリューアップファンド	720億円	時価総額 1,000億円未満	40社程度	2~3年
東京海上アセットマネジメント	TMAM-GO Japan Engagement Fund	325億円	原則、中小型(場合によっては1兆円)	15~20社	3年
ニッセイアセットマネジメント	ジャパニ・スチュワードシップ・ファンド	300億円	小型~大型	15社	-
タイヨウ・パシフィック・パートナーズ	タイヨウ・ファンドなど	2,500億円 (2014年6月)	小型~中型 (上場2,000億円規模)	15~20社	3年
EOS	ファンド	運用資産額	対象銘柄	保有銘柄	保有期間
GO Japan	TMAM-GO Japan Engagement Fund	顧客の運用資産計25兆円(2014年3月)	-	15~20社	-
年金基金	ファンド	運用資産額	対象銘柄	保有銘柄	保有期間
年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)	-	126兆5,771億円 (2014年3月)	-	-	-
地方公務員共済組合連合会	-	18兆9,284億円 (2013年末)	-	-	-
全国市町村職員共済組合連合会	-	9兆7,399億円 (2014年6月末)	-	-	-
企業年金連合会(PFA)	-	11兆7,520億円 (2014年3月末)	-	-	-

*いちごアセットマネジメントは、日本国内においては前置業者としてのみ登録をしている。シンガポールの Ichigo Assetが投資運用会社であり、日本株の国内投資をしている。いちごアセットマネジメントは Ichigoの専属で取扱いを提供しており、その前置の付随サービスの一環としてエンゲージメントを行っている。

(2) 株式投資戦略と責任投資戦略

各ファンドとも、企業価値評価の際、長期的視点を重視している。例えば、企業価値評価の上で、「経営者が優秀である」「社会にイノベーションや変革をもたらす企業である」といった点を考慮している。一方、各ファンドの株式投資戦略は、原則、中小型株式に投資を行っている。タイヨウは投資対象として、①割安、②質の高いビジネス、③オープンな経営者の3点を上げている。経営者の質については、どのファンドも数値化はせず、面談を通じて判断している。

ESGのインテグレーションについては、ニッセイアセットマネジメントで、セクターアナリストが ESG

の評価を行っている²⁴のが唯一の事例である。ニッセイアセットマネジメントでは、ESG チームがあり、このチームがアナリストに助言を行い、アナリストが其々 ESG も点数化して評価している。また、ネガティブスクリーニングについても、明確なポリシーの下では行われていない。いちごアセットマネジメントでは顧客の性質上、たばこ産業を排除し、投資ユニバースでは児童労働に関わる企業やクラスター爆弾に関連した企業などを外すなどの助言を行っている。

したがって、運用機関全体としては、インテグレーションやネガティブスクリーニングは行われておらず、責任投資戦略と株式投資戦略には、明確な関係性はないといえる。

(3) エンゲージメントの体制

運用機関の一部では、エンゲージメント専門部署（または担当者）を配置している。いちごアセットマネジメントでは、シンガポールの Ichigo 社にエンゲージメント専門の担当者を配置している。東京海上アセットマネジメントでは、GO Japan からの出向者が環境・社会に関するエンゲージメントを行っている。タイヨウでは、8 名からなる Relationship Base Investment, RBI チームがエンゲージメント活動を行っている。その他の運用会社は、エンゲージメント専門部署を置かず、ファンドマネージャーが対応している。なお、ファンドマネージャーを含め、エンゲージメントを行う担当者は、5~20 名程度である。タイヨウは、エンゲージメント投資にとって重要なことの一つに、エンゲージメントのインフラ体制をあげている。すなわち、エンゲージメント活動を行う人材を集め、その教育が重要であるという。

(4) エンゲージメントの手法と選定方法

(a) エンゲージメントテーマ

各運用機関とも、主に個別企業の収益、BS の改善などを含む事業戦略、資本政策を含む財務戦略に関連したテーマについて、エンゲージメントを行っている。企業の中長期計画など踏み込んだアジェンダに取り組む機関もある。ESG に関連したテーマとしては、ガバナンス（社外取締役の導入）や IR の改善（ホームページの見易さ、PR の方法）などを

挙げている。環境・社会のテーマについては、一部の運用機関で、海外取引先の環境マネジメントや従業員の離職率を掲げているものの、テーマとして取り上げる事例は少ない状況である。

GO Japan は、2014 年末で 90 超のアジェンダに関してエンゲージメントを行ったが、その内訳は、企業戦略、資本構成、ESG が各 3 割、開示が 1 割であった。

(b) エンゲージメントの方法

エンゲージメントの主要な方法として、各運用機関とも、企業との直接的な対話を挙げている。また、その対話の相手として、経営者を挙げている。経営者以外では、IR 担当者などがある。特異な事例として、シンプレクスアセットマネジメントでは、日本企業の低 ROE や持ち合い株式の是正を求めるといったシンポジウムなどを行っている。また、GO Japan の役員が、「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」のメンバーとして、日本のスチュワードシップ活動を広める活動を行っている。

また、タイヨウでは、投資先企業の社長を対象とした社長会や、経理・広報などの責任者を対象とした勉強会、企業インターンシップなどを通して、関係構築、情報提供、業界分析、人材育成などの面から企業を総合的にサポートするエンゲージメントを行っている。このような活動において、タイヨウが直接エンゲージメントを行わなくても、投資先企業間の関係の中で社長の意識改革が行われるなどの効果が見出せるという。

GO Japan では、同ファンドとは関係なく、エンゲージメント・オーバーレイのサービスとして、海外機関投資家向けに、ジャパン・エンゲージメント・コンソーシアム (JEC) を提供している。JEC²⁵では、登録されている海外機関投資家の保有比率が高い約 20 社に対して、エンゲージメントを行っている。

以下では、GO ジャパンのエンゲージメントプロ

²⁴ 東京海上アセットマネジメントでは、SRI ファンドにおいて ESG の評価を行っている。

²⁵ JEC は、日本の主要企業に深い関心を持ち、前向きな株式保有者としてコミットメントする機関投資家 (USS, Railpen, AP4 などの海外年金基金が中心) に、投資家フォーラムとしての機能を提供する、GO Japan のエンゲージメント商品である。

セスおよびアセットオーナーへの報告状況について紹介する。エンゲージメントの開始と終了はJECメンバーの合意に基づき、GOJの取締役会で決定する。当初は2社からスタートとしたエンゲージメント活動は現在20社（JEC向けサービスのみ）に達している。これまで終了したのは3社のみである。これはエンゲージメント・アジェンダの達成により、JECメンバーに終了の同意を得たものである。それ以外は継続しており、長期的な取り組みとなっている。

エンゲージメント活動では対話が重視されており、複数の専門家がチームを組んで臨む形となっている。対話が率直で建設的なものとなるようにプライベートな形式で行われる。対話終了後は、認識の一致がなされたアジェンダ、さらに議論が必要なアジェンダを共有化するためにレターが出される。

レターでアジェンダのフォローアップを図るエンゲージメント・ミーティングの回数は2014年3月末で200を超える。企業との信頼関係構築には十分な時間を費やしたいとの考えから、取締役、経営陣との対話を拙速に求めることはせず、ボトムアップで相互理解を深めることが優先され、IRとのミーティングにも時間が割かれる。そのため社外取締役を含む役員とのミーティングは全体の1/4程度となっている。

JECのメンバーには四半期ごとにエンゲージメントの報告が行われる。それに加え、ミーティングの都度、JECメンバーにその内容について詳細な報告がなされる。JECメンバーがエンゲージメントの終了の確認をし、GOJの取締役会の決定によりエンゲージメント対象から外される。2013年末時点でのエンゲージメント・アジェンダのうち、JECメンバーに完遂の確認を得られたのは25%程度、完遂途中の部分遂行まで含めると60%程度である。英国の同種サービス提供会社に関する実証研究²⁶では達成率は10%前後となっており、JECの完遂率は非常に高いといえる。JECの完遂率が高い理由としては、エンゲージメントチームの意識の高さ、実行能力の違いがあるのではないかと考えられる。

議決権行使に関しても、「反対票」を投じた場合には、企業に対して開示される。これは株主も企業と同様オープンになるべきで、考えをフィードバックしてこそ企業との率直な対応が可能になるという発想からである。

Go Japanはコスト面を考えると、共通するテーマについては共同で行った方がよいとの意見であるが、ほとんどの機関投資家やアセットオーナーはこれに対しては否定的な見解を示している。しかし、現在に行っていないが、機関投資家のコミッティーの組成、およびそれらに基づく、「結果としての集団的エンゲージメント」は可能であり、エンゲージメントの実効性を高めるものと考えられるとする機関もある。ただし、①フリーライダーへの対応（機関投資家コミッティー活動のコスト負担）、②コミッティーでのエンゲージメントの対象企業の絞り込み、③フェアディスクロージャーとの整合性、が今後の課題である。①については、アセットオーナーにもコスト負担を共有する仕組みを考える必要がある。

以上を要約すると、わが国のエンゲージメントは、経営者などのトップレベルに対する対話が中心であり、一部の運用機関では、独自のアイディアにより、エンゲージメントを行っている。

(c) エンゲージメント対象企業の選定とテーマの選定

エンゲージメント対象企業については、投資対象である全ての企業に対して、エンゲージメントを行う。また、エンゲージメントのテーマは、個別企業ごとに設定されている。各機関とも対象企業は、中小型銘柄の場合が多く、投資対象企業数は10から40銘柄である。企業選定にあたっては、例えばタイヨウの企業選定をみると、①割安：IR,PR,財務、経営戦略の変化を通じて企業価値を増大させる機会があること、②質の高いビジネス：持続性かつ優位性をもつ企業、③正直で有能かつオープンな経営陣、の三つのポイントが挙げられる。エンゲージメントによるバリューアップファンドの場合、概ね上記の点が重要となる。③の経営者の質については定量的な評価は困難であるため、アナリストやエンゲージメントチームの判断が重要になる。

²⁶ Clark,L.Gordon,Rob Bauer,Viehs Michael, "The Geography of Shareholder Engagement:Evidence from a Large British Institutional Investor".May,2013.

(5) エンゲージメントの成功要因

国内でのヒアリングにおいても、エンゲージメントの成功に関する定義について確認している。多くの運用機関は、「株価がフェアバリューに達する」「企業の資本政策が変わる」ことを成功の定義として挙げている。彼らは、事業戦略などに関するエンゲージメントが主要なテーマであるため、その結果が株価や資本政策に影響すると考える。また、いちごアセットマネジメントは、「企業の姿勢が変わったかどうか」を定義として挙げている。彼らの運用スタイルは、長期保有が前提であり、「企業の姿勢が変わる」ことが重要であると考えている。

次に、エンゲージメントの成功要因として、多くの運用機関が、「経営者の資質」を挙げている。具体的には、「経営者がオーナー系（創業者）である」「前向きな意識改革を持つタイプ」「個性的な経営者」「苦労しているサラリーマン経営者」「海外の留学経験を持つ経営者」などが挙げられていた。多くの運用機関は、「経営者が変わろうとする意識を持っていれば、投資家の声を聴く可能性が高い」と考えている。そのような経営者の資質が経営者の態度に表れ、結果的に「信頼関係を構築していく」ことが可能であると考えている。この他に、「運用機関の姿勢として、企業に対し、フレンドリーで前向きなアドバイスを行う」「初めての面談での感触」などを成功の要因として挙げている。

一方、失敗する原因についても、経営者の資質を挙げている。例えば、「聞く耳を持たない経営者」「財務について答えられない経営者」「経営者報酬に業績連動性が低い経営者」などである。

(6) エンゲージメント成功事例

(a) あすかアセットマネジメントの事例

(a)-1 ピジョンのケース

育児用品市場における国内リーダー企業。高品質を武器に成長市場である海外市場の開拓を積極的に進め、グローバルブランドを確立することが長期的企業価値向上につながる。また、ROE の向上や配当性向の向上を通じて、より資本市場を意識した経営を行えばさらなる評価が得られると考え 2005 年より投資を開始。継続的提案活動、議論を行い、中期経営計画策定プロジェクト（EPS 倍増、ROE 倍増、株主配当 3 倍）にて支援を行った。2007 年時最大出資比率は 13.4%であった。ピジョンは 2008

年に新中期経営計画を発表、同時に IR 活動を積極化させた。株価は組入時より 120%近く上昇し、一部保有株式を売却した。さらに 2009 年にピジョンは増配発表、海外ブランド取得などを発表し、株価は 140%近くまで上昇した。ここで出資比率 1.7%まで売却した。

あすかによる投資開始後、「成長性」「収益性」「資本効率」を重視した経営へと舵を切り、成長市場である海外育児用品市場への積極展開を進め、海外売上比率が大幅に上昇した。また、コスト削減の具体策に関わる討議と共に、低下傾向にあった収益性も改善に向かった。

(a)-2 有料老人ホーム大手

競合と比較して高 ROE・高利益成長率を誇るが、今後の介護報酬改定に対する見解、成長ドライバーとなる新事業の不透明さから株価は大きく調整しており、同業他社に比しても大きくディスカウントされた状態となっていた。高成長・高収益を強く意識した創業会長と、非常にオープンで株主意識の高い社長により、バランスのとれた経営体制となっている。資本市場に対して、IR の改善、中長期ビジョンの明示を行うことにより、長期的な企業価値向上を図ることが可能であると判断した。

2008 年に投資を開始し、IR 改善、新規事業展開提案、中期経営計画提案などを支援した投資開始後、資本市場とのコミュニケーションは大幅に改善した。2012 年には日本証券アナリスト協会より「ディスクロージャー優良企業表彰」を受けた。また、第二の柱であるサービス付高齢者住宅が順調に成長し、第三の柱となる訪問介護事業も育成中である。2013 年に同社は、MSCB の発行を発表し、株価は急落した。あすかはその他主要株主ともコミュニケーションを取りながら MSCB による資金調達に対して発行中止を働きかけ、最終的に会社側は中止を決定した。この結果、株価は急速に回復した。また、2013 年には初めて社外取締役を導入した。

(b) GO Japan の事例

A 社の事例（開示に同意済み。なお、前述の通り、エンゲージメントはプライベートに

実施することで建設的になると考えており、通常は非開示）

A 社は JEC スタート時から多く株式保有されている企業である。優良企業であるが、その強みが株

価に反映されていないと考えられた。売上高重視から利益重視の経営への転換、海外戦略の明確化、不採算事業の説明責任、買収防衛策を含む ESG をエンゲージメント・アジェンダとして、2009 年 5 月より IR との対話を開始した。IR とは二桁に及ぶ回数のミーティングを通じ、さらなる状況把握を進めるとともに、アジェンダについて十分共有化するに至った。2010 年、2011 年副社長とのミーティングで投資家に対する意見、アジェンダに関する議論をした。対話開始から中期経営計画が発表された。これは JEC が A 社と共有するエンゲージメント・アジェンダの多くを含むものであった。JEC は多くのアジェンダの遂行を成し遂げた。

残されたアジェンダの達成にむけて JEC メンバー (USS、Railpen) とともに 2012 年に社長とのミーティングを行った。対話は建設的かつ前向きで次期中期計画において残されたアジェンダを検討する旨の回答を得た。2013 年には検討の結果、残されたアジェンダの実行に至った。JEC メンバーは連名で社長に感謝状を出し、社長も建設的な投資家としての役割を評価したということである。エンゲージメント開始から 2014 年 3 月末までの約 5 年間で、当社の株価は TOPIX を 100% 上回った。

(7) エンゲージメント失敗事例

投資後に、突然の社長の交代がある、スタッガードボードの採用などガバナンス的な問題が発生するなどの事態が起こり、エンゲージメントによる改革が見込めない場合には売却をするという事例が確認された。

(8) インサイダー情報・利益相反などへの対応

多くの機関は、コンプライアンス部が対応、コンプライアンス・マニュアルの作成をするなどの体制をとっている。インサイダー情報に該当する可能性がある場合には、「取引禁止銘柄」として管理し、システム的に発注できないようにしている。また、社員に対するコンプライアンスおよび内部者情報トレーニングを頻繁に行い、インサイダー自情報の管理徹底を図っている。

(9) アセットオーナーの管理・評価

GPIF をはじめ、主要な年金アセットオーナーはスチュワードシップ・コードの署名をしている。企業年金連合会を除き、他の年金基金は自家運用を行って

ないため、運用受託機関を通じてスチュワードシップ責任を果たすことを表明している。そのため、年金アセットオーナーにとっては、運用受託機関のスチュワード責任を管理・評価することになる。各アセットオーナーともに、運用受託機関の運用スタイルごとのスチュワード責任の果たし方を考慮としている。また、管理方法としては、運用機関選定時や毎年実施しているヒアリング時にコードの実施状況について説明を求めると述べている。GPIF、全国市町村職員共済組合連合会は、その結果について何らかの方法で開示する方針である。

GPIF は、運用スタイルごとにエンゲージメントのあり方についての考え方を示すと述べている。また、運用受託機関におけるエンゲージメント活動について、外形的な行動（経営者との会合回数など）ではなく、対話の内容を重視すると述べ、例えば、①企業価値を高めるビジネスモデルの内容（経営理念・ビジョン、具体的な事業戦略）、②ガバナンスの状況（取締役会等による執行等に対する監督）、③長期的な資本生産性の考慮、④リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応、⑤反社会的行為の防止などの対話事例をあげている。GPIF は、他の条件が同じであれば、スチュワードシップ責任をより果たしていると考えられる運用受託機関を高く評価している。

以下は、GPIF および地方公務員共済組合連合会のスチュワードシップ活動の報告である（表 8、表 9）。

表 8 GPIF の運用機関向けヒアリング²⁷ (2014 年 4 月～6 月)

(1) 企業価値を高めるビジネスモデルの内容 (経営理念・ビジョン、具体的な事業 戦略) * 赤字事業や低採算性事業における事業戦略について意見を述べ、議論を行った。その後、当該事業の撤退や完全子会社化を発表した企業があった。 * 業界における事業環境等について説明を受け、事業戦略などについて議論し 方向性を確認した。更に、業界内での提携など資本効率の向上につながるような 事業戦略の可能性についても議論し、建設的な意見交換を行った。 (2) ガバナンスの状況 (取締役会等による執行等に対する監督) * スチュワードシップ活動の最終的な目的が、企業の持続的成長を促し中長期的 なリターンの拡大を図ることであることから、社外取締役については経営の経 験者を採用することを求めている。当社が期待する社外取締役の役割は、利益 相反の防止に対する積極的な関与や事業戦略の大きな方向性に対する外部か らの視点の提供といったものであると考えており、投資先企業にはその考え方を伝え、社外取締役の役割を明確にすることを要望している。社外取締役が一般的になりつつある中、単なる数合わせにならないように、対話を通じて実態 の確認に努めている。 * 社外取締役の設置の有無とガバナンスの実効性についてヒアリングを実施した。その後、当該企業が株主総会において初の社外取締役選任議案を付議し、初めて社外取締役が選任された。 (3) 長期的な資本生産性の考慮 * 長期的な資本生産性の向上の観点から、ROEの向上策や水準について議論を行った。その後、目標とするROEの水準を公表する企業やJ P X日経400への採用を意識する旨を表明する企業があった。 * 高い自己資本比率を有し現状においてM&Aの検討案件もないとする投資先 企業に対し、自己株式の消却による資本生産性の向上を提案し、これまで検討 したことがなかったものの検討対象としたいとの回答を得た。

(b) 地方公務員共済組合連合会のスチュワードシップ報告 (2014 年度)²⁸

地方公務員共済組合連合会では、運用機関に対し

²⁷ GPIF ホームページより

http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/voting_h26.pdf

²⁸ 地方公務員共済組合連合会ホームページより

http://www.chikyoren.or.jp/sikin/pdf/stewardship_h26.pdf

て以下の点を確認している。① 日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明の状況 ② 従来からのエンゲージメントの有無 ③ 日本版スチュワードシップ・コードの受入れに伴いエンゲージメントにおいて強化したこと ④ エンゲージメントの事例 上記の①については、運用機関 12 社全てにおいて受入れを表明したことが 確認され、②についても、運用機関 12 社全てにおいて従来からエンゲージメントを実施していた旨が確認された。③については、エンゲージメント内容を 明示的に記録して定期的に振り返る、或いは、関係者でエンゲージメント手 法の共有を図ることにより対話能力の向上を図る、等が確認された。以下はエンゲージメント事例の一部である。

表 9 地方公務員共済組合連合会の運用機関向けヒアリング

○アクティブファンドにおける事例 アナリストがモニタリングしている中で、以下の企業等に対してエンゲージメントを重点的に行うという考えが確認された。 ✓ 中期経営計画等に資本効率や株主還元に関する目標が提示されない企業 ✓ 経営者の高齢化等で経営リスクがある企業 ✓ 株価が恒常的にディスカウントされている企業		
運用機関	企業	対話内容
A社	東証一部 食料品	○企業価値向上策、事業戦略における企業との対話 CEOと継続的に企業価値向上策や事業戦略について対話を重ねてきた結果、中期経営計画の公表においてROE、及び、総還元性向の目標が盛り込まれた。投資効率の悪い事業の対応については引き続き対話を継続している。
B社	東証一部 輸送用機器	○経営体制、事業戦略における企業との対話 高齢の経営者への権限集中、新興国における製品の販売不振、という複数の課題が確認された企業に対して継続的に意見交換を行ってきた。経営者の後継者に対する権限移譲が進展し、新興国における事業展開については、自社ブランドの活用や販売戦略に関する提言を行っており、引き続き経過をモニタリングしている。
C社	JASDAQ サービス業	○市場流動性に関する企業との対話 良好なファンダメンタルズに対して株価が低水準に留まっていた企業に対して、流動性改善や投資家層の拡大を提案してきた結果、株式分割と増配が発表された。
○パッシブファンドにおける事例 以下の企業等をエンゲージメントの対象とするという考えが確認された。 ✓ 時価総額が上位の企業 ✓ ROEが低位の企業 ✓ 反社会的行為を行った企業 ✓ 株主還元の姿勢に課題がある企業		
運用機関	企業	対話内容
D社	東証一部 小売	○ROEが低位、かつ、株主還元の姿勢に課題がある企業との対話 ROEが低位で配当性向が低いオーナー企業に対して、ROEの改善と積極的な株主還元について積極的に提案を行ってきた。株主還元についての検討に合意するなど、具体的な変化が見られつつある。
E社	東証一部 金属製品	○ROEが低位、かつ、株主還元の姿勢に課題がある企業との対話 資本効率に関する意識が低く、株主還元方針や資本政策の考え方が明確でないことから、剰余金処分議案に反対するとともに、毎年ヒアリングを実施してきた。継続的に機関投資家が問題視していることを伝えて、当該企業との認識の共有化に努めている。
F社	東証一部 鉄鋼	○ガバナンス体制に課題があり、かつ、反社会的行為が発生している企業との対話 社外取締役が不在であり、企業の工場で事故が発生している企業にガバナンス体制に関する意見交換を継続的に行った結果、本年の株主総会で社外取締役の導入が決議された。

(10) 国内エンゲージメント調査のまとめ

わが国エンゲージメントファンド、エンゲージメント代行業者、アセットオーナーのヒアリングを基に、エンゲージメントの状況をまとめる。わが国においても、スチュワードシップ・コード導入以前から、企業の中長期的成長、変革を目指すファンドが存在してい

る。これらのファンドのエンゲージメントのテーマは、企業の経営・財務戦略、開示、ガバナンスなどであり、欧州の機関投資家に見られる責任投資とは異なる。また、スチュワードシップ・コードが導入されたことにより、アセットオーナーは運用機関のエンゲージメントを評価し、公表する方針であるが、運用スタイル毎にエンゲージメントのレベルは違い、アセットオーナーはその評価方法を明確にする必要がある。今後機関投資家と企業の対話は進むと考えられるが、インサイダー取引問題の管理体制が重要な問題となる。共同エンゲージメントについては、ほとんどの機関投資家は否定的な見解をもつが、体制が整えられれば有効に機能する可能性がある。エンゲージメントは従来の機関投資家の投資戦略を超えた集中投資戦略であり、そのリスクを負うものである。この点に関連して、アセットオーナーもコスト負担を共有する仕組みも考える必要がある。

6. エンゲージメントに関する国内外の相違点

ここで、国内外のエンゲージメントの相違点について確認する。表 10 は、国内外のエンゲージメント・プラクティスを比較した図表である。まず、エンゲージメントの体制について、海外では、専門部署によるエンゲージメントが一般的である。一方、国内ではファンドマネージャーによるエンゲージメントが一般的である。

なお、国内の事例に近い First State と国内事例を比較すると、エンゲージメントの専門部署を配置しない 29 点やファンドマネージャー自らがエンゲージメントを行っている点は一致している。

次に、エンゲージメントのテーマについて、海外では、環境・社会問題はセクター別、ガバナンスは共通項目として考えている。一方、国内では、企業個別にテーマを設定し、特に事業戦略や資本政策に関連したテーマについてエンゲージメントを行っている。このことも、エンゲージメントを行う範囲が、全ての企業であるのか、優先順位をつけるのかによってもテーマの決定方法が異なる。

エンゲージメントの手法については、国内・海外いずれも企業との対話も重視する点は一致する。ただし、共同エンゲージメントについてはそれぞれ異なる見解

を持っている。海外では共同エンゲージメントが効果的なエンゲージメントの一つであると考えているのに対し、国内は否定的な見解を持っている。

エンゲージメントの対象は、集中投資を行っている国内外の運用機関（First State と国内運用機関）は、ともに、全ての企業に対してエンゲージメントを行っている。その対話の相手については、国内・海外の機関投資家ともに、自国企業では CEO や CFO といったトップマネジメントと対話を行っている。つまり自国企業が相手である場合、ホームアドバンテージがあると考えられる。

最後にエンゲージメントの成功要因であるが、成功の定義については、国内と海外とでは異なっている。また、成功の要因についても、海外では「企業との信頼関係」を重視しているが、我が国では「経営者の資質」を重視している。ただし、失敗の原因については、国内外ともに「経営者の資質」を挙げている。

表 10 国内外のプラクティス比較

項目	海外	国内
エンゲージメントの体制	・エンゲージメント専門部署あり ・エンゲージメントはファンドマネージャーもしくは、エンゲージメント専門部署が行う	・アクティブ戦略であるため、ほとんどがファンドマネージャーによるエンゲージメント
エンゲージメントのテーマ	・環境・社会はセクター別、ガバナンスは共通項目 ・アクティブ戦略の場合、個別企業ごとにテーマを設定	・企業個別にエンゲージメントのテーマを設定 ・事業戦略や資本政策が主要テーマ
エンゲージメントの手法	・企業との対話が重要 ・共同エンゲージメントは効果的	・企業との対話が重要 ・共同エンゲージメントは否定的
エンゲージメント対象企業の選定とテーマの選定	・一般には、エンゲージメント対象企業を選定（規模、保有比率、リーディングカンパニー、テーマの重大性） ・自国企業では、CEO・CFO と対話し、他国では IR 担当者やシニアマネジメントレベルと対話	・全ての企業とエンゲージメントを行う ・経営者（CEO）と対話
エンゲージメントの成功要因	・成功の定義は「マイルストーンの達成」 ・エンゲージメント成功の要因は「信頼関係を構築する工夫」「対話の自身」 ・エンゲージメント失敗の原因は、「経営者との意見の不一致」「経営者が株主に耳を貸さない」	・成功の定義は「株価がフェアバリューに達する」「資本政策が変わる」 ・エンゲージメント成功の要因は「経営者の資質」 ・エンゲージメント失敗の要因は「経営者の能力」「聞く耳を持たない」など

7. まとめにかえて

スチュワードシップ・コードがもたらす我が国資本市場への影響とエンゲージメントの今後の課題一

最後に、ここまでのプラクティスの紹介、分析結果などを踏まえ、我が国の資本市場への影響について検討する。その前に、我が国における公的年金基金のエンゲージメントに対する考えを示しておく。エンゲージメント活動について、各公的年金基金では「委託先

29 エンゲージメントの専門部署はないが、ナレッジの提供や責任投資に関連した部署を設置している。

を通じたエンゲージメント活動であり、委託先に対し、どのようなエンゲージメントを行うのかを確認すること」を予定しており、その報告方法についてはヒアリングを実施して、各年金スポンサーは報告書を作成・公表している。また、共同エンゲージメントについては、日本版スチュワードシップ・コードの中で触れられていない状況であり、年金基金においても「投資判断は基本的に各運用会社が行うので、投資判断は独立しているため、共同エンゲージメントについては懐疑的である」「共同エンゲージメントについては未定である」という見解を示している。さらに、議決権行使について、2 基金では、議決権行使ガイドラインを設けており、原則的に不統一行使は起きていない。一方、GPIF は、議決権行使ガイドラインがないため、議決権行使の不統一行使が起きていることを認識している。

現在の日本の株式市場に目をやると、外国人持ち株比率が最も高く、次いで、信託銀行、生損保、公的年金など、国内の資産保有機関や運用機関の持ち株比率が高い状況にある³⁰。もちろん、国内年金基金の株式運用は、運用機関（信託銀行含む）に委託されていることは周知の事実である。このような状況の中で、企業は持ち株比率の高い所有者の方を向くインセンティブを持つことが想定されるため、国内の企業にとっては、外国人投資家が最も注目すべき相手であるといえる。

海外の場合も同様に、(海外の) 上場企業は株主の方を向くインセンティブが大きいものと推察される。一方で、年金基金では、運用を外部委託していたとしても、エンゲージメントについては自前の専門部署が行い、委託先に指示をするなど、できるだけ自ら実行するようにしている。また、機関投資家は議決権行使ガイドラインに加え、企業に対するコーポレートガバナンス・ポリシーを策定し、公表している。すなわち、上場企業は、このような株主による規律付けと株式持株比率の状況を勘案すれば、株主の方を向くインセンティブを持つことは当然のことといえる。

これらの状況から推察するに、我が国において、スチュワードシップ活動の主体は、海外の機関投資家もしくは国内の運用機関（信託銀行を含む）となる可能性が高い。我が国の資本市場において、効果的なエンゲージメントを進めていくためには、国内運用機関と

海外機関投資家との協働、国内機関投資家同士の協働など、株主による規律付け効果として有効性の高い、共同エンゲージメントを進めていく必要があると考えられる。

エンゲージメントの今後の課題としては、①資産運用者のスタイルとエンゲージメントの方法、②企業状況の把握と運用機関のエンゲージメント能力、③企業の情報開示のあり方が挙げられる。①については、資産保有者がアクティブやパッシブといった運用スタイル即ちスチュワードシップ責任の果たし方を新たに作成策定するとともに、運用機関は実践する組織体制と仕組みが問われる必要がある。資産保有者サイドと資産運用者サイドの双方において、運用スタイルとスチュワードシップ責任の実践に関して、十分なコミュニケーションと深い理解が必要である。②については、運用機関は対象企業から開示された財務情報や非財務情報を用いて企業の状況を適切にできるかという問題である。今後、情報仲介業者などが重要な役割を担うことになると思われるが、運用機関のその利用方法について十分に吟味できる人材は欠かせない。日本版スチュワードシップ・コードにおいても、「スチュワードシップ活動を伴う判断を適切に行うための実力を備えるべき」としており、運用機関におけるエンゲージメント能力の育成が大きな課題である。③について、エンゲージメントとは、企業と特定の投資家のコミュニケーションを促進することである。そのため、当然機関投資家が企業のインサイダー情報を入手する機会が多くなると思われる。この点に関して、運用機関はインサイダー情報の管理体制を構築する必要がある。また、米国 SEC が認めているような機関投資家が特定の情報を入手し、それに基づいて売買した場合でもインサイダー取引とはみなされない、セレクトティブ・ディスクロージャーについて検討する必要もあると思われる。

参考文献

- Bauer R, G. Clark and M. Viehs(2013) “The Geography of Shareholder Engagement: Evidence from a Large British Institutional Investor”, white paper
- Bratton, William W. & Michael L. Wachter(2010) “The Case Against Shareholder Empowerment”,

³⁰ 「平成 25 年株式分布状況調査の調査結果」参照。
http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gje6000000508d-att/bunpu2013_2.pdf

- 158.Pa.L.Rev.p.653.
- Brav,Alon,Wei Jiang, Frank Partnoy & Randall S. Thomas(2008), “The Returns to Hedge Fund Activism” , Fin. Analysts J.,Nov.-Dec.
- Clifford,Christopher P(2008)., “Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists” ,14 J.Corp.Fin.p.323.
- Del Guercio,D.,Hawkins,J.,(1998),”The motivation and impact of pension fund activism.” *Journal of Financial Economics* 52,pp.293-340.
- Dimson E, O. Karakas and X. Li(2012) “Active Ownership”, white paper
- Eurosif(2013) “Shareholder Stewardship: European ESG Engagement Practice 2013”, white paper
- Gillan L, & Starks Laura T. (2007), The Evolution of Shareholder Activism in the United States,
- GSIA(2012) “2012 Global Sustainable Investment Review”, white paper.
- Greenwood,Robin &Michale Shcor(2009),”Investor Activism and Takeover”,92 J. Fin.Econ.362
- Guercio D. D and J. Hawkins(1999) “The motivation and impact of pension fund activism”, *Journal of Financial Economics* (1999)pp. 293-340.
- Kahan,Marcel & edwerd B.Rock(2007) “Hedge Fund in Corporate Governance and Corporate Control”,155 U.Pa.L.Rev.p.102.
- Karpoff, J., 2001, The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings, University of Washington working paper.
- Nelson,James(2006,The CalPERS Effect Revisited Again,*Journal of Corporate Fincance* 12,pp187-213.
- Nesbitt,Stephen(1994),Long Term Rewards from Shareholder Activism:A study of the CalPERS Effect, *Journal of Applied Corporate Finance* 6,pp.75-80.
- Smith,M.(1996) ,Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS, *Journal of Finance* 51,pp.227-252.
- Romano,Roberta(2001),”Less is more Less Is More: Making Shareholder Activism A Valued Mechanism Of Corporate Governance”, Yale Law & Economics Research Paper No. 241; and Yale ICF Working Paper No. 00-10; Yale SOM Working Paper No. ICF - 00-10 .
- Wahal,S.,1996,Pension Fund Activism and Firm Performacne,*Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31,pp.1-23.
- 光定洋介(2006)「海外のアクティビズムと日本への示唆—経営者と投資家の対話がより重要に—」、証券アナリストジャーナル 2006 年 12 月号.
- 三和裕美子 (2009)「米国における機関投資家の株主アクティビズムの現状—ヘッジファンドによる株主アクティビズムを中心に—」、証券アナリストジャーナル 2009 年 1 月号.