*** 企業の ESG 情報開示支援セミナー ***

【講　演】

# 欧米年金基金のＥＳＧ動向（エンゲージメントを中心に）*

Hermes Equity Ownership Ltd.(HEOS)/アジア企業担当部長　Ms. Karin Ri

**本稿は 2010 年 9 月 16 日に開催された「企業の ESG 情報開示支援セミナー」における講演の一部を編集したものである。なお、本セミナー全体の構成は以下のとおりである。**

**企業の ESG 情報開示支援セミナー**
**テーマ：「日本企業の非財務情報開示の現状を考える」**

①【講演】ESG 等の非財務情報を考慮した投資家行動の高まり
講師：足達英一郎氏　株式会社日本総合研究所/創発戦略センター・ESG リサーチセンター長

②【講演】欧米年金基金の ESG 動向（エンゲージメントを中心に）
講師：Ms. Karin Ri　Hermes Equity Ownership Ltd.(HEOS)/アジア企業担当部長

③【パネルディスカッション】日本企業の ESG 情報開示のあり方
パネラー：　Ms.Karin Ri　HEOS/アジア企業担当部長
足達　英一郎氏　株式会社日本総合研究所/創発戦略センター・ESG リサーチセンター長
コーディネーター：　宮井　博　日興フィナンシャル・インテリジェンス/専務取締役
（社）日本証券アナリスト協会「企業価値分析における ESG 要因研究会」座長

## 1.　HERMES について

こんにちは。HERMES の李 嘉林と申します。本日はお忙しい中、時間を作って頂きまして、有難うございます。まず、図表 1 に沿って簡単に HERMES の紹介をさせて頂きたいと思います。HERMES の綴りは、有名なフランスのブランド「エルメス」と同じですが、私達は、「エルメス」とは全く関係がなく、ロンドンを拠点とする運用機関です。HERMES のオーナーは、British Telecom の年金基金（British Telecom Pension Scheme）

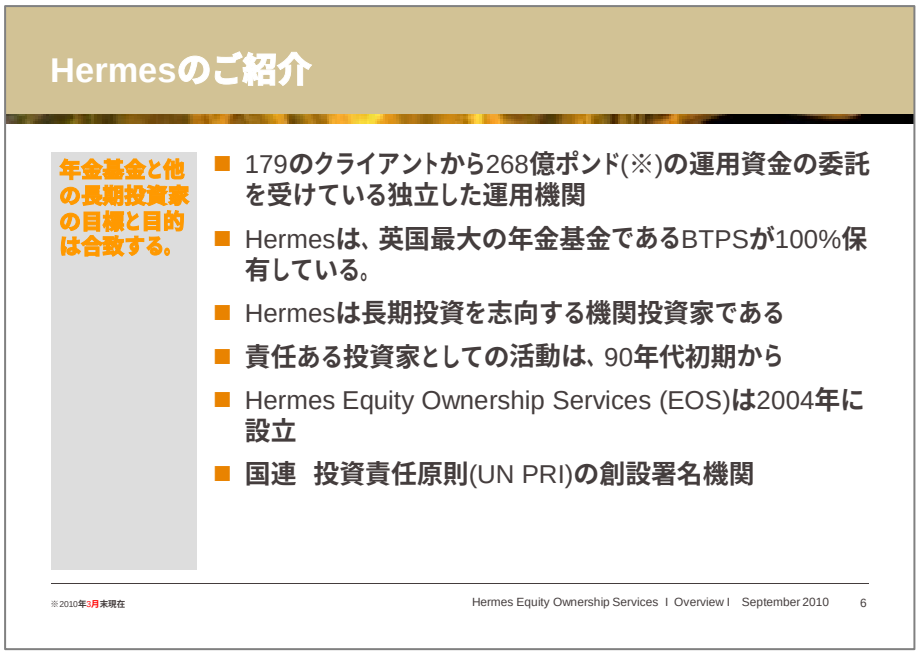
* 本講演録は HERMES Equity Ownership Ltd.(HEOS)の許可を得て掲載するものである。



本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

であり、HERMES はその運用機関であります。年金基金を運用していることから、長期的な視点に立って運用しなければならないという責任（responsible investment）を負っています。HERMES では、EOS（Hermes Equity Ownership Services）というチームが、その役割を担っています。

**図表 1　HERMES のご紹介**




(出所)HERMES EOS

私が HERMES に入社したのは、2005 年になります。当初、HERMES では、自社のポートフォリオの投資対象銘柄のガバナンスを中心にみてきました。しかし、直近 2 年間についてみると、多くの欧州や英国の年金基金は、長期的に企業の価値に影響を与えるといった理由から、ESG 要因について非常に高い関心をもっており、私達に ESG に関するアドバイスを求める年金基金が増えてきました。このような経緯から、2005 年以降、HERMES（EOS）では、ESG に関するアドバイスを開始しています。現在では、欧州大陸や北欧の大手年金基金を中心とした約 20 の基金に対してアドバイスを行っています。また、HERMES は、2006 年に発足した責任投資原則（UN PRI）に対



本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

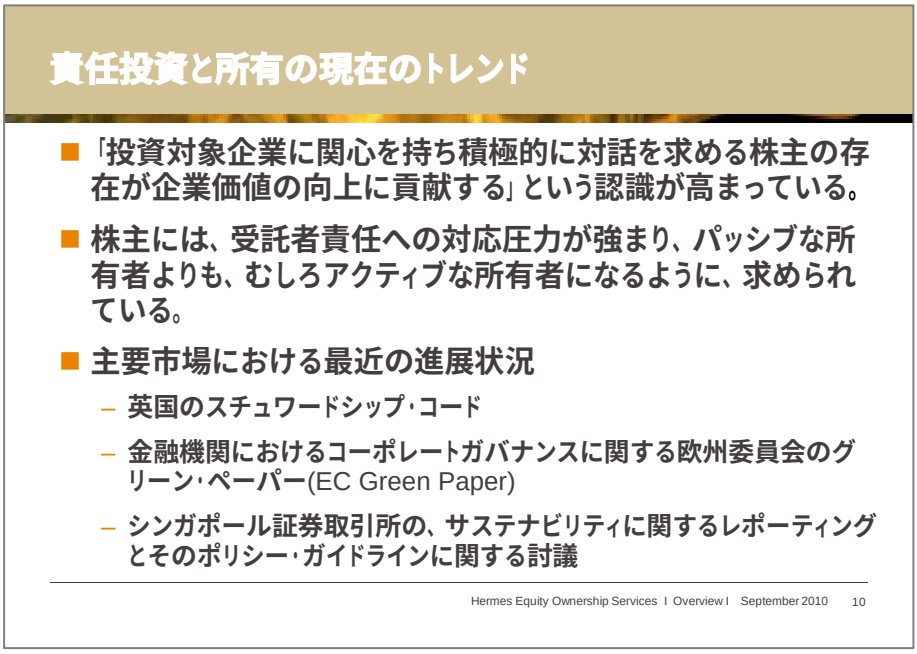
して、最初に署名した運用機関の一つです。

## 2. 責任投資と所有の現在のトレンド

責任投資原則については、現在、812 社が署名しています。内訳は、年金基金や保険などの資産保有者、運用機関、リサーチのプロバイダーであります。2006 年の発足以来、4 年が経過していますが、責任投資原則に対する関心は高まっており、特に 2008 年の金融危機以降に、そういった動きが活発化している印象をもっています。

では、「なぜ責任をもって投資する必要があるのか」ということですが、一つは、投資対象企業に対して、関心をもって積極的に対話を求める株主が存在すること自体が、企業価値の向上に貢献するという、ファンダメンタルな信念によるものです。このような信念が、企業に積極的な対話を求める活動をしている機関投資家の中で、広がってきているということだと思います。いま一つは、欧州大陸の場合は、受託者責任への対応という圧力が強まっている現状があると思います。直近 2 年間で、EOS がアドバイスするクライアントが増えてきているのも、そのような背景があると思います。私は、欧州大陸の同僚とよく話をしますが、ABP などのオランダの年金ファンドは、年金受益

**図表 2　責任投資と所有の現在のトレンド**




(出所)HERMES EOS



本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

者から頻繁に電話を受けるそうです。例えば、中国で環境や社会的な事件があった場合、年金受益者の方から、「どういうことなのか」、「機関投資家として、あなたたちは何をしたのか」という問い合わせの電話が、年金基金に直接かかってきます。この背景には、欧州大陸投資家の関心が非常に高いという現状があると思います。

最近、主要な市場で幾つか動きが出てきています。今年の年初から、米国の SEC による様々な ESG の会計に関するガイドラインが出てきました。ここでは、まずイギリスの最近の事例である Stewardship Code についてお話します。イギリスでは、元来、コーポレート・ガバナンスに関する Combined Code というものがありました。これに対して、Stewardship Code は、どちらかというと、責任ある投資をする際の具体的なやり方などについて、機関投資家に開示を求める規定です。現在のところは、義務付けるか、或いは、Combined Code と同様に、「従うか、従わない場合は説明する（comply or explain）」という形にするのか、パブリック・コメントをヒアリングしている段階であり、最終的にどうなるのかは不明です。このこと自体は、UN PRI 署名後、具体的に何をどのように行っていくかという議論が、機関投資家の間で高まっていることを示しており、今後も ESG に関する関心が高まっていくものと思います。同様に、欧州大陸についても、EC Green Paper に関するパブリック・コメントを募っている段階であります。UN PRI に署名するだけでなく、具体的な投資行動を金融機関に求める動きが強まっているのが現状です。アジアに関しては、実は先週、中国の厦門（シャーメン）で開かれたカンファレンスに出席しまして、その中で Sustainable Stock Exchange というセッションがありました。そこでは、監督機関（regulator）の果たす役割に関する議論がありました。例えば、シンガポールの証券取引所では、サスティナビリティに関する企業のレポーティングを定めたガイドラインの策定が検討されています。また、アジアの様々な証券取引所の代表の話によれば、実はマレーシアや香港でも、ガイドライン策定の動きが出ているとのことです。

### 3. ESG 問題の財務的重要性（マテリアリティ）

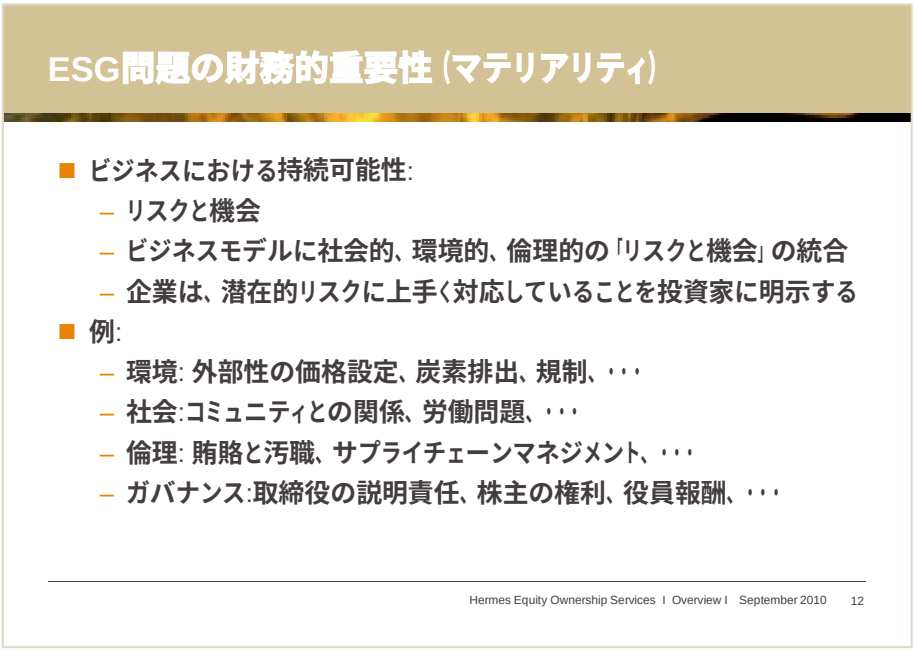
次に、私達が ESG を重要と考える理由についてお話します。基本的に、ESG というのは、中長期的にみると、財務への重要性（materiality）が非常に高いと考えられます。企業のビジネスにおける持続可能性を考えると、ESG はリスク要因である一方、



本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

収益機会（opportunity）にもなり得ます。従って、企業のマネジメントは、ESG についてどのように考えているのか、即ち、企業の成長戦略の一環としてどのように捉えているのか、投資家として、非常に関心があるところです。ここでは、色々な例が出ていますが、企業やセクターによって重要な点が異なるため、あくまで一般的なリストとして考えて頂ければと思います。

**図表 3　ESG 問題の財務的重要性（マテリアリティ）**




(出所)HERMES EOS

ESG の財務的な重要性については、多くの研究があります。これらの多くは、ESG 要因が、企業の財務パフォーマンスに影響を与えることを示しています。具体的な例をみてみますと、どちらかというと、opportunity というよりも、リスクの事例が示されています。とりわけ、欧州では、環境や社会的なサプライチェーンをうまくマネジメントできなかった企業は、財務へのネガティブな影響があるという例が示されています。



本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

図表 4　社会、環境、倫理（SEE）問題

**社会、環境、倫理(SEE)問題**
**- 財務的コストとレピュテーションコストの例**

| 問題 | | 企業の財務的コスト、レピュテーションコスト |
|---|---|---|
| 汚職と賄賂 | 資本財 | シーメンス：2008年12月、約10億ドルの罰金。アドバイザリー費用は、その数倍。関わった経営時間の損失やビジネス面での損失も同様。 |
| ビジネス慣行 | 建築 | Saint Gobain（自動車部品会社）:2008年11月、自動車ガラス部品のカルテルに対して、8.96億ユーロの罰金。 |
| サプライチェーン･マネジメント | 石油･ガス | Total（フランスの石油会社）：2008年1月、2億ユーロの除去作業費用と1.92億ユーロの報酬。裁判と批判的な報道によりレピュテーショナルな損害。 |
| コンプライアンス | 銀行 | UBS: 2009年2月、7.8億ドルの和解費用。米国による排除リスク。スイスの「銀行守秘性」の重大な弱体化を伴った関連問題で和解費用が、その後発生。 |
| 紛争地域での業務 | インフラ | Veolia: 2009年1月、35億ユーロの契約を損失（推定）。その公表と係争中の訴訟が、レピュテーション上の損害を与える。 |

Hermes Equity Ownership Services I Overview I September 2010　16

(出所)HERMES EOS

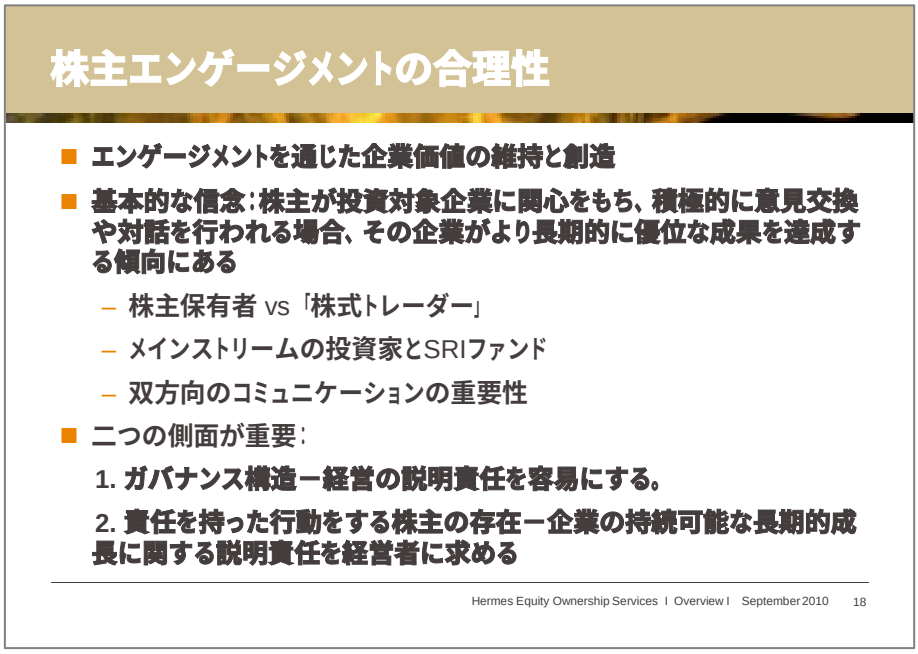
## 4.　株主エンゲージメントの重要性

続いて、株主エンゲージメントの重要性について述べたいと思います。投資家には、様々なタイプがあり、アプローチも様々です。HERMES の場合は、投機的な株の売買はしませんので、株主として企業価値に貢献することを志向します。具体的には、企業のことを理解した上で、企業との対話を通して、いかに企業価値の維持と創造に貢献できるかを考えます。そういった意味では、株主エンゲージメントとは、企業との対話を通して、相互の理解を深めることにより、足りないところを改善するというプロセスだと思います。株主の重要な役割の一つは、企業に対する関心をもち、企業を深く理解することであり、積極的に意見交換を行うことによって、企業価値の向上に貢献していくことが、私達からみた基本的なエンゲージメントであると思っています。企業が長期的により良いパフォーマンスを達成するためには、そういう株主が存在すること自体が役に立つと考えています。短期的な利益を追求して、投機的な売買を行うような投資家は、企業にとってメリットが限られるように思います。



本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

**図表 5　株主エンゲージメントの合理性**




(出所)HERMES EOS

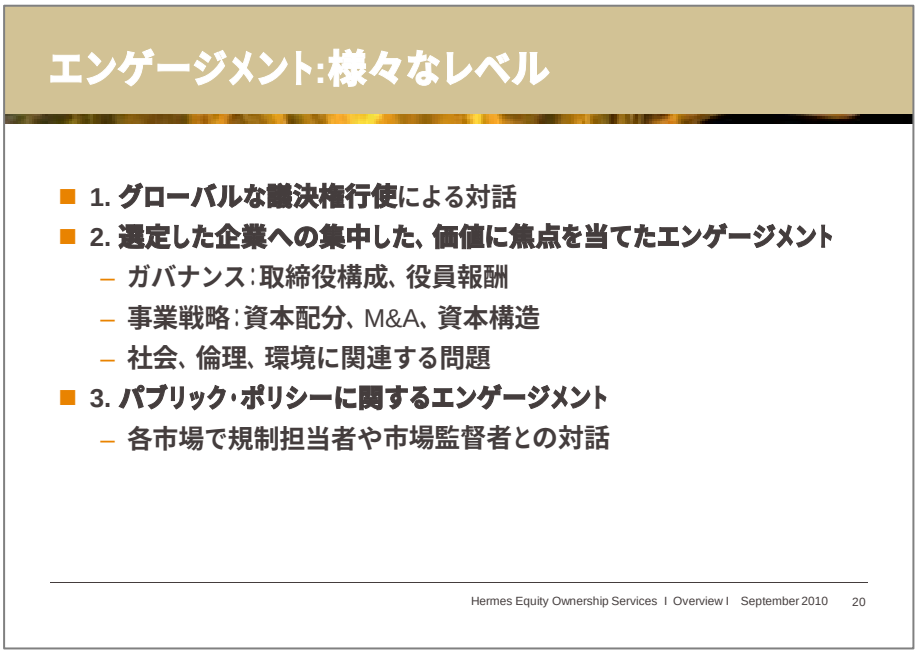
ここで強調しておきたいのは、SRI ファンドのような ESG にかかわる投資ファンドと、メインストリームの投資と 2 つのタイプがありますが、HERMES は後者だということです。即ち、ファンドのプロダクトによって、ESG に関心を払うのではなく、全ての投資対象について、投資対象を決めるプロセスの中で、ESG を重要なファクターとして考慮するというアプローチをとります。HERMES は、SRI ファンドは運用していません。全ての投資ポートフォリオの中で、投資対象を選ぶ際に、或いは投資した後も、常に企業と ESG に関するエンゲージメントを行うのが、私達のアプローチであります。

エンゲージメントの具体的な施策として、まずグローバルでの議決権行使が挙げられます。議決権行使するまでのプロセスにおいて、できるだけ企業との対話をもつようにしています。一部の企業に対しては、企業価値の向上に焦点を当てたエンゲージメントを行っており、そこでは、ESG に関する広範なトピックを対象としています。私達が心掛けているいま一つのこととして、box ticking タイプ（重要と思われるいくつかの



本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

**図表 6　エンゲージメント:様々なレベル**




(出所)HERMES EOS

項目について、それらの前に付けているボックスにチェックマークを入れながら、この項目はやっている、これはやってないという風にして機械的に評価するという方法で、「機械的な議決権行使」と呼ばれる）のアプローチはやらないということがあります。株式市場や企業の文化はそれぞれ違いますし、株主市場の発展のステージも違います。また、ガバナンスに関するストラクチャも違います。これらは、必ずしも一つのルールがあって、それに従わないといけないというわけではないので、box checking タイプのアプローチをしないようにしています。可能であれば、各市場と各企業の状況を理解し考慮した上で、アプローチしています。そういった意味では、東証や金融庁といったマーケットの監督機関との対話も常に行っています。

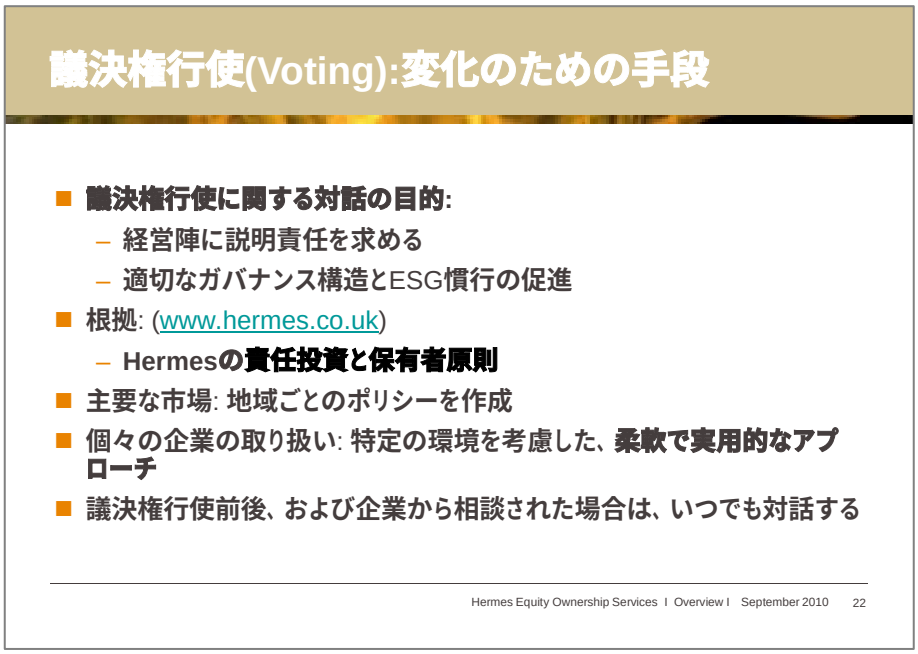
## 5.　HERMES の責任投資と保有者原則

HERMES の責任投資と保有者原則について述べたいと思います。これは、HERMES のウエブサイトからダウンロードすることができます。従来は、HERMES コーポレート・ガバナンス原則というものがありましたが、現在はこれに変わっています。では、何が変わったかというと、責任投資と保有者原則は 2 つに大別され、最初の部分では、



本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

図表 7　議決権行使(Voting):変化のための手段




(出所)HERMES EOS

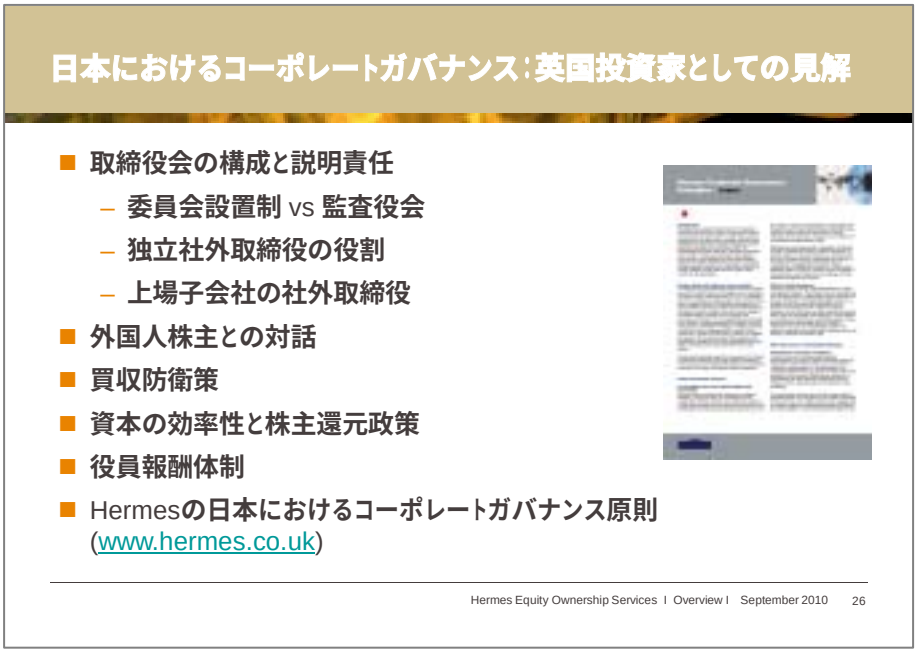
私達は、株主として、企業に何を期待するかという原則が述べられています。2 番目の部分では、企業は、私達に対して何が期待できるかということが述べられています。株主として、責任をもって企業と対話していきたいという趣旨の下で 2 つの部分から構成されており、双方の理解と対話を重視した原則に変わっています。

ここでは、日本のガバナンスに関して述べていますが、非常に細かくなるので、説明は省略し、環境（E）及び社会（S）の関係からガバナンス（G）についてコメントしたいと思います。私達は、「E」「S」というのは、長期的な企業戦略と関連の強い課題だと認識しています。従って、企業のトップ・マネジメントは、「E」と「S」のビジョンについて、適切に株主に説明できるような形で、企業戦略の一環として、取り扱って欲しいと考えています。そういった意味では、ガバナンスを一言でいえば、説明責任と位置付けられます。企業のマネジメントは、「E」と「S」に関して、どのように説明するのか、説明できるかどうか、それが企業の「management quality」ということだと思います。そういった説明責任を果たせるような、ガバナンスのストラクチャが必要だ



本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

**図表 8　日本におけるコーポレートガバナンス：英国投資家としての見解**




(出所)HERMES EOS

ということです。このページのエッセンスは、ガバナンス（G）は、「E」と「S」をサポートするような重要なファクターであるということです。

## 6.　おわりに

最後に、本日のプレゼンテーションを要約したいと思います。第一に、私達のような長期的な視点に立つような投資家にとっては、ESG は非常に重要であるということです。コストを掛けて社会貢献することとは異なり、ESG は、企業の長期的な財務的パフォーマンスに影響を与えるという認識を持っています。さらに、私達株主が投資対象企業に対して、常に関心を持って積極的に意見を交換することは、企業にとっても、株主にとっても、長期的に利益をもたらすと考えています。最後に強調したいのは、HERMES（EOS）が企業と ESG に関するエンゲージメントを行う際、双方の対話と理解が非常に大事と考えていることです。そういう対話を通して、エンゲージメントしていきたいと思っています。

ご清聴有難うございました。



本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

＜フロアからの質問＞

大変ためになるプレゼンテーションを有難うございました。日本におけるコーポレート・ガバナンスの取締役会の構成と説明責任の中で、「委員会設置制 vs 監査役会」という記述がございますが、どちらが望ましいという結論なのでしょうか。

＜回　答＞

外人投資家にとっては、委員会設置制の方がコミッティー制であるため、ストラクチャでいうと分かりやすい部分があります。ただ、HERMES の現在のアプローチは、ストラクチャ自体は重要ではなく、独立した視点や外部の視点で質問をしたり、議論に参加できるような存在が必要だと考えています。それがポイントです。

日本の場合は皆さんご存知のように、新卒以降、同じ会社に勤務することが多く、そのような社員が社長や役員になる場合が殆どだと思います。

その場合、会社の長期的な戦略や重要な戦略を決めるときに、どうしても同じ視点から物事を考える傾向が出てしまいます。企業戦略や資本政策を決定する場面において、異なる観点から、そういう人達に質問したり、意見を言えるような存在が必要だと思っています。従って、HERMES のポリシーは、どちらかのストラクチャが望ましいということを求めていません。例えば、監査役会という制度の下では、社外取締役がその役割を果たすと考えられますので、実際にその役割を果たしているという説明が欲しいと思っています。現状をみると、ストラクチャの形式の議論が先行しており、実際にどうかという説明がない気がします。考え方としては、どちらが望ましいということではなく、例えば、監査役会の下では、社外取締役の存在が必要だと考えています。(了）



本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。