

*** 提 言 ***

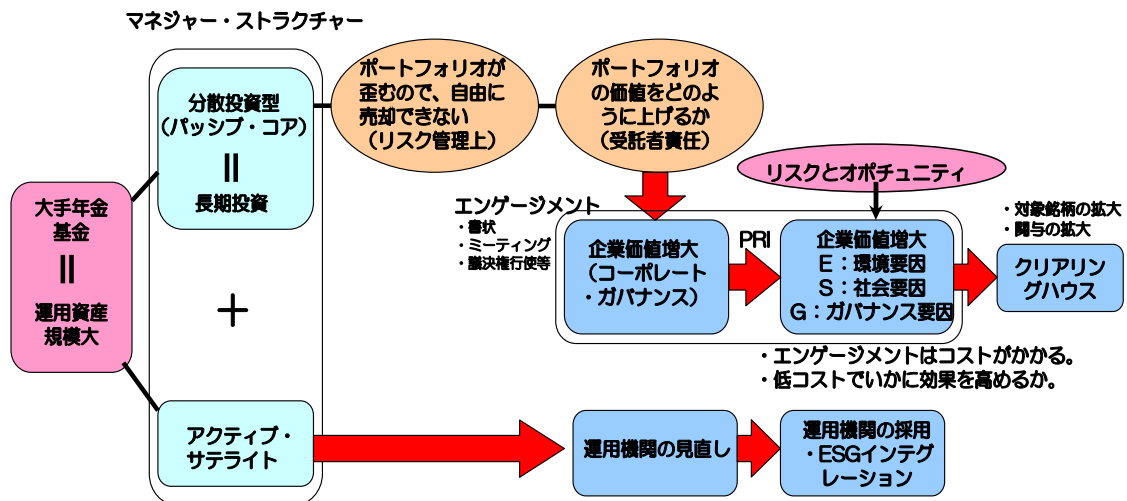
エンゲージメントでパッシブ資産の価値増大を

日興フィナンシャル・インテリジェンス
常務取締役 宮井 博

(財)年金シニアプラン総合研究機構は、昨年(2009年)、「海外年金基金のESGファクターへの取り組みに関する調査」研究会を立ち上げ、欧州の公的年金を訪問調査し、先ごろ報告書を公表した。筆者はこの研究会の一員として訪問調査に参加した。調査項目は、ESG投資の背景から、その投資哲学、投資プロセスとその実施方法、将来の方向性など多岐に渡る。ここでは、得られた知見の中から特に年金基金が投資先企業に行っているエンゲージメントを採り上げ、その考え方や背景、現状と動向を紹介するとともに、わが国の年金基金の運用への提言を行う。

図表1は年金資産運用におけるエンゲージメントの背景をマネジャー・ストラクチャーの観点から図示したものである。

図表1 年金資産運用におけるエンゲージメントの背景



(出所) 各種資料より NFI 作成

欧州の大手年金基金では、運用資産の拡大に伴って、わが国と同様、分散投資型のパッシブ・コアとアクティブ・サテライト型のマネジャー・ストラクチャーを採用しているところが多い。アクティブ・サテライトの運用機関については、当初から ESG 投資をインテグレートしている運用機関を採用するケースが増えているが、明示的に ESG 投資を掲げていない運用機関を既に採用している場合は、その後の運用機関の見直しに際し、ESG 投資をインテグレートしている運用機関に切り替えるケースが増えている。

一方、パッシブ・コアの部分については、例えば、ESG の観点から問題があるからといって石油・鉱山株を売却することは、ポートフォリオのリスク特性が歪むことになるので、リスク管理上売却できない場合がある。しかし、ポートフォリオの価値を上げるという受託者責任があるので、単にパッシブ運用をしているだけでは受託者責任を問われかねないことになる。そこで、欧米の公的年金ではコーポレート・ガバナンスを中心にしたエンゲージメントが以前から行われてきた。

すなわち、投資している企業について、ガバナンス上問題があると思われる企業に対しては、書状やミーティングなどによるコミュニケーションを通してガバナンスの問題を改善しようとするものであり、株主提案による議決権行使を伴う場合もある。しかし、2006年4月に「国連環境計画・金融イニシアチブ」(UNEP-FI)の責任投資原則(PRI)が公開されてからは、ガバナンスだけではなく、ESG 全体の観点からエンゲージメントが行われるようになってきた。

「責任投資原則」の第2番目に、活動的な所有者としてエンゲージメントの必要性が記載されている。すなわち、以下の(2)である。

(2) 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。

(考えられる実施例)

- ・ 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。

(注)「活動的」とは「株主責任を自覚したモノいう投資家」ということを指します。そして、株主責任を意識した責任ある投資家として活動的であることを意味する。

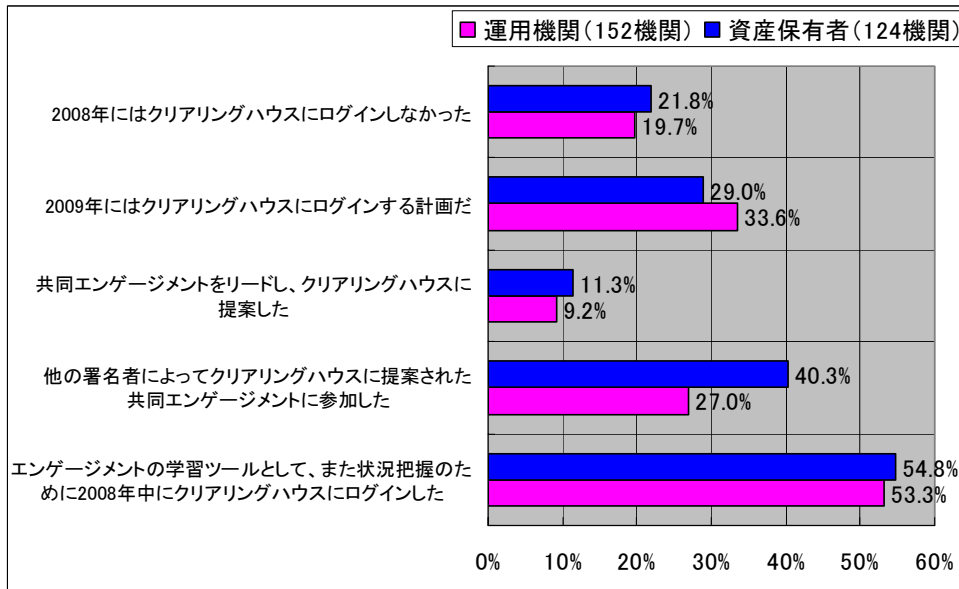
(出所) UNEP-FI(2006)¹⁾より抜粋

しかし、エンゲージメントを実行するには、企業の ESG に関する情報収集や、コミュニケーションにコストがかかるため、低コストでいかに効果を高めるかが課題になっていた。そのような中、年金基金の間でネットワークを作り、共同エンゲージメントが行われつつある。具体的には、インターネットを使った「クリアリング・ハウス」と呼ばれるオンラインフォーラムが提供されている。これに参加することにより、エンゲージメントを行いたい署名機関は、エンゲージメントの進め方や期待される効果、予備知識や関連文書の詳細が記載された提案を推し進めることができる。また、初めからエンゲージメントに参加しない場合でも、署名機関は提案されている活動をインターネット上で閲覧したうえで参加したり、学習のプラットフォームとして使うことができる。公的年金のパッシブ運用では、ポートフォリオの価値を上げることが各基金の目的であるため、このような合意が得やすい。

また、クリアリング・ハウスがイニシアチブをとることで、機関投資家の集団結成が促進されると考えられ、情報を共有することによってモニタリングコストの低減を図ることができる。従って、個別の年金基金では対応できなかったより多くの銘柄について、議決権の関与を拡大させてエンゲージメントが行えることになり、市場全体に対して投資家としてエンゲージメントすること、つまり、マーケット・エンゲージメントの概念が実現されつつある。

図表 2 は、クリアリング・ハウスの利用状況（2008年6月～2009年5月の1年間）を示したものである。これによれば、資産保有者と運用機関のクリアリング・ハウスへのログインは50%を超え、実際に共同エンゲージメントに参加した割合は、資産保有者が40%、運用機関が27%となっている。また、自らがクリアリング・ハウスを通して共同エンゲージメントを提案した割合は両者で10%前後となっている。クリアリング・ハウスが2006年の終わりに設立されたことを踏まえると、利用は急速に広まっていることがわかる。

図表2 クリアリング・ハウスの利用状況



(出所) UNEP-FI(2009)²より NFI 作成

欧州の大手年金基金では、投資プロセスへの ESG 要因のインテグレーションとともに、投資先企業へのエンゲージメントが広がりを見せている。これは、2006年4月の UNEP-FI の PRI に賛同した結果の行動だといえよう。わが国については、PRI の認知度そのものが低く、エンゲージメントの展開もこれからという状況である。その理由の1つは、欧州の大手年金基金では自家運用部門が株式投資を行っており、資産保有者としての意識が高いことが挙げられよう。これに比べて、わが国の年金基金は運用を外部委託する形態をとっており、運用機関に依存する傾向が強い点が指摘されよう。特にパッシブ運用資産についてはエンゲージメントによる価値向上の考えが検討されてこなかったように思われる。そこで、以下の2点を提言したい。

第1は、保有資産の価値を高めることについてである。ESG 要因の考慮は、長期投資を具体化する考え方だといえる。年金資産は加入者の将来の給付を確実にすることが目的であるので、資産の価値を長期的に高めることが必要である。年金資産の投資目的は、ポートフォリオの長期的な価値向上であることを再確認し、①アクティブ運用においては ESG 要因で長期の価値向上、②パッシブ運用においてはエンゲージメント（海外年金基金との共同エンゲージメントも含む）で価値向上を図ることが必要だと思われる。

第2は、PRI への参加についてである。2010年5月14日現在、世界で PRI に署

名した年金基金などの資産保有機関は 202、運用機関は 393、情報ベンダーは 140 で、合計 735 となり、2009年5月末の資産保有者の運用資産規模は 18兆ドルに達している。しかも、受託者責任とコンフリクトを起こすものではないことは、国際的に認められている。PRI は年金資産運用の国際的なコミュニティであるので、これに参加することによって年金資産の価値向上に向けた様々な情報が得られるであろうし、共同エンゲージメントなどを通じて年金資産の価値向上そのものに寄与するものと思われる。

¹ http://www.unpri.org/files/PRI-Brochure_Japanese.pdf

² <http://www.unpri.org/files/PRI%20Annual%20Report%202009.pdf>