

欧州機関投資家によるエンゲージメント事例 の紹介と日本への示唆

Research Report
2015年1月5日

社会システム研究所
アナリスト 杉浦 康之

要 約

欧州の機関投資家（年金基金、運用機関）は、責任投資の観点から、企業に対し、ESGに関するエンゲージメントを行っている。日本においても国内外の機関投資家が「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）の受け入れを表明したことから、今後ESGに関するエンゲージメントが増えることが予想され、日本企業に対するエンゲージメントが進展していく可能性がある。弊社（NFI）では、2014年5月に欧州の代表的な機関投資家を訪問し、エンゲージメントに関するヒアリング調査を実施した。その結果、以下のことが明らかになった。①欧州機関投資家は、企業の本源的な価値を理解するためのツールの一つとしてエンゲージメントを行っている。②欧州機関投資家は、エンゲージメントのテーマとして、中長期的な問題を扱っている。③エンゲージメントは、必ずしもすべての企業に対して行うのではなく、ポートフォリオへのインパクトを考慮して行っている。④エンゲージメントには様々な手法があるが、より効果的な手法を用いる傾向にある。⑤海外IRなどで欧州を訪れる日本企業については、IRや情報開示レベルなどに関して一定の評価をしているが、平均的な日本企業は、情報開示レベルが低いことや、投資家とのコミュニケーション能力の低さが指摘されている。このようなことから、投資家による適切な価値判断を可能にするためにも、日本企業には、プロアクティブな情報開示が求められる。

目次

1. はじめに
2. ヒアリング先
 - 2.1 年金基金
 - 2.2 運用機関
 - 2.3 エンゲージメント・オーバーレイ・サービス(EOS：エンゲージメント代行サービス)
3. エンゲージメントの体制と方法
 - 3.1 エンゲージメントの体制
 - 3.2 エンゲージメントの開始
 - 3.3 エンゲージメントのテーマ：コーポレートガバナンス
 - 3.4 エンゲージメントのテーマ：環境・社会
 - 3.5 マーケット・エンゲージメントの重要性
 - 3.6 共同エンゲージメント

3.7 エンゲージメントのプロセス

4. 責任投資

4.1 責任投資とエンゲージメントの関係

4.2 責任投資の投資哲学

4.3 最新の責任投資

5. 日本企業に対する海外の反応

5.1 欧州年金基金の日本株投資

5.2 日本企業の ESG の課題：コーポレートガバナンスを中心に

5.3 日本企業の情報開示に対する評価

5.4 日本企業の IR に対する評価

5.5 日本版スチュワードシップ・コードに対する期待

6. おわりに

1. はじめに

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）が公表され、多くの年金基金（特に公的年金）、生損保、運用機関は、7つの原則に基づき、スチュワードシップ責任を果たすことをコミットした。特に運用機関は、直接の投資家であることから、投資先企業との「目的を持った対話」、いわゆるエンゲージメントが求められている。一方、海外機関投資家は、エンゲージメントや ESG を投資意思決定のプロセスに積極的に組み入れている。

そもそも機関投資家が企業にエンゲージメントを行う目的の一つに、企業経営に対する株主としてのモニタリング（株主モニタリング）が挙げられる。年金基金や運用機関といった機関投資家は、エンゲージメントによる株主モニタリングを通じて、エージェンシー問題を緩和し、受託者責任やスチュワードシップ責任の観点から株式投資の中長期的なリターンの確保を目指すと考えられる。

弊社では、2014年5月に欧州の機関投資家（年金基金、運用機関）並びにエンゲージメント・オーバーレイ・サービス¹（以降、EOS）に対して、責任投資やエンゲージメントに関する現地ヒアリング調査を行った。本稿は、欧州の機関投資家が行うエンゲージメントや責任投資が、上記のエージェンシー問題の緩和や中長期リターンの確保をどのように具現化しているのか、そのプラクティス（事例）の概要についてまとめたものである。

以降、2章では、ヒアリング先の概要を説明し、3章では、海外機関投資家によるエンゲージメントや責任投資に関するプラクティスについて紹介する。4章では、海外機関投資家による責任投資の動向について言及する。5章では、日本企業の IR や情報開示に対する、海外機関投資家の評価について触れ、最後に、本プラクティスからわが国への示唆を検討する。

¹ 2.3節「エンゲージメント・オーバーレイ・サービス」（4頁）参照。

2. ヒアリング先

2.1 年金基金

訪問した年金基金は、英国、ノルウェー、スウェーデン、オランダなどの代表的な年金基金である（図表1）。訪問したすべての年金基金において、エンゲージメントは年金基金自身によって行われている。委託運用と自家運用を併用しているRPMIでは、運用機関としてLGIM（図表2参照）のエンゲージメントにも期待する一方、自らも株主としてエンゲージメントを展開している。AP1は自家運用で自らエンゲージメントを行うが、一部エンゲージメントを代行するEOSとしてF&C（図表3参照）も利用している。ちなみに、議決権行使においても、ISSといった議決権行使助言会社のプラットフォームを利用するなど、他社のアドバイスを受けるところが多かったが、実際には、自家運用、委託運用に関わりなく最終的な意思決定は年金基金が行うとしている。

図表1 訪問調査先（年金基金）

年金基金	本文での呼称	国	当機関の概要	資産総額 ²	自家運用/ 委託運用
RPMI Railpen Investments	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 (約2.9兆円)	自家運用/ 委託運用
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 (約85.7兆円)	自家運用
USS investment management	USS	英国	Universities Superannuation Scheme (USS)は英国の大学または教育・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 (約6.6兆円)	自家運用
Första AP-fonden (AP1)	AP1	スウェーデン	スウェーデンにおける公的年金(AP基金)の一つ。AP1、AP2、AP3、AP4、AP6、AP7から構成される。Ethical Councilは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 (約3.8兆円)	自家運用
Fjärde AP-fondens (AP4)	AP4	スウェーデン	スウェーデンにおける公的年金の一つ (AP1を参照)	2,410億SEK (約3.8兆円)	自家運用/ 委託運用
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 (約19.8兆円)	自家運用

(出所) NFI 作成

² 2014年4月時点で確認された資料などを基に作成。為替については、2014年3月末時点の仲値を用いて計算。以下、運用機関、EOSについても同様。

2.2 運用機関

訪問した運用機関は、いずれも欧州を代表する運用機関である（図表 2 参照）。彼らは、年金基金のマンデートに応じて、保有銘柄の中の、国連グローバル・コンパクト³等の国際的な規範に違反している企業に対してエンゲージメントを行うだけでなく、自ら投資先企業に対する継続的なエンゲージメントを運用プロセスの一部として組み入れている。

図表 2 訪問調査先（運用機関）

運用機関	本文での 呼称	国	当機関の概要	資産総額	アクティブ/ パッシブ
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、コロンビア・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 (16.1兆円)	アクティブ
Legal & General Investment Management	LGIM	英国	LGIMは、インデックス運用、債券運用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 (75.9兆円)	パッシブ
Standard Life Investments	Standard Life	英国	1825年創業。スタンダードライフ生命の子会社で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 (31.5兆円)	アクティブ
Robeco	Robeco	オランダ	1929年創業の運用機関。以前はラボバンクの資産運用部門だったが、現在はオリックスが保有。Dow Jones Sustainability Indexを選定しているRobecosam (IJSAM) は子会社	2,110億EUR (29.9兆円)	アクティブ

(出所) NFI 作成

2.3 エンゲージメント・オーバーレイ・サービス(EOS : エンゲージメント代行サービス)

エンゲージメント・オーバーレイ・サービス(以降、EOS)は、エンゲージメントの代行者である。例えば、エンゲージメント要員または部署などを自前で持たない年金基金などが、EOS を利用している。EOSはエンゲージメントの代行を専業にしているところは少なく、運用機関を兼ねているケースが多い（図表 3 参照）。

³ 企業・団体が、社会の一員として、持続可能な成長を実現するため、グローバルな枠組み作りに参加するための団体。企業や団体などが、人権や環境、労働など 10 の原則から成る「国連グローバル・コンパクト」に自発的に署名し、それに基づき、行動することが求められている。

図表3 訪問調査先 (EOS)

エンゲージメント・オーバーレイ・サービス	本文での呼称	国	当機関の概要	顧客数
F&C	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 overlay:reo®)として展開	25 社
GO Investment Partners	GO (GES)	英国	旧 Governance for Owners、エンゲージメントファンドである European Focus Fund を運用する。東京海上アセットと共同で TMAM-GO Japan Engagement Fund を設定。日本のエンゲージメントについては子会社であるガバナンスフォーオーナーズジャパン (GOJ) が行う。2014年3月に EOS ビジネスは GES(スウェーデンの環境・社会を中心とした EOS) と合併	6 社
Hermes Equity Ownership Services	Hermes EOS	英国	Hermes Equity Ownership Services は、BT 年金の運用機関である Hermes Fund Managers の子会社で Hermes と外部顧客を対象にエンゲージメントを行う。HermesEOS は Hermes の利害と一致させたエンゲージメントを行う	—

(出所) NFI 作成

3. エンゲージメントの体制と方法

以下では、エンゲージメントのプラクティスについて紹介する。まず ESG に関するエンゲージメントを行うための体制や、エンゲージメント開始のタイミング、エンゲージメント時のテーマなど、エンゲージメントに関する大まかな方法等について触れる。また、エンゲージメントは、1 機関が 1 企業に対して行うとは限らない。例えば、市場全般の問題（システミックリスク）を解決するためのエンゲージメントであれば、取引所や政策当局などにエンゲージメントを行う方法（マーケット・エンゲージメント）や、企業や取引所に対して、複数の機関が共同でエンゲージメントを行う方法（共同エンゲージメント）など、様々である。本章では、多様なエンゲージメント方法についても触れる。

3.1 エンゲージメントの体制

欧州の機関投資家は、エンゲージメントを行う専門的な部署を設けている。エンゲージメント・チーム⁴がある機関では、同チームがエンゲージメントを行う場合と、そのサポートを受けながら、ファンドマネージャーなど投資チームがエンゲージメントを行う場合がある。また、年金基金の場合、議決権行使とエンゲージメントの両方を行うチームを持つ場合と、議決権行使とは別にエンゲージメントのみを行う独立したチームを持つ場合がある。一方、運用機関では、環境・社会に特化した部署（または担当者）、ガバナンスに特化した部署（または担当者）の二つに分けているところもみられる。

⁴ 機関によって、名称は異なる。エンゲージメント・チームのほか、責任投資チームや ESG チームなど様々である。

3.2 エンゲージメントの開始

欧州の年金基金や運用機関のエンゲージメント・チームが、個別企業に対してエンゲージメント（企業との対話）を開始するタイミングの一つとして、株主総会の会社提案の議案に反対するときに挙げられる。ほとんどの機関投資家は、事前に反対の可能性について企業に知らせている。また、投資先に事故やスキャンダルなどが発生したとき、または機関投資家が参照している国際規範の重大な違反が判明したとき、機関投資家はスチュワードシップ⁵責任を意識し、エンゲージメントを行う。この他にも、例えば、特定のセクターにおける固有の ESG テーマについて、そのセクターに属する企業において問題があると認識された場合、エンゲージメントが開始される。その具体例については下記事例を参照されたい。

【事例】

PGGM のエンゲージメント：製薬セクターにおける Access to Medicine（医薬品アクセス）⁶

グローバルでは、多くの人々がすぐにでも治療の必要な病気で苦しんでいる。特に、貧困で苦しんでいる国では、そういった病気に対処する薬や医療品が不足している。そのため、製薬セクターに属する企業は、貧困地域における医薬品へのアクセスを改善することが求められている（この問題は、Access to Medicine と呼ばれている）。Access to Medicine インデックスは、この問題について企業がどの程度取り組んでいるのかを評価する指標である。このインデックスによると、日本の製薬会社（アステラス製薬、武田薬品工業、エーザイ、第一三共）のランキングが低く、換言すれば、日本の製薬会社は Access to Medicine について、積極的に取り組んでいない状況であった。PGGM は、これらの企業に対し、Access to Medicine に関する戦略の策定（ローカルでも支払い可能な価格の設定、熱帯病治療に関する薬の開発研究による特許の共有等）についてエンゲージメントを行った。

3.3 エンゲージメントのテーマ：コーポレートガバナンス

欧州機関投資家のエンゲージメントにおいて、業績や財務と同様にコーポレートガバナンスは主要なテーマである。各機関投資家は、コーポレートガバナンスについての方針を公表し、スチュワードシップ活動⁷についてのレポートを公表している。そこで一貫していることは、良きコーポレートガバナンスは企業の持続的成長に不可欠という信念である。また、良きコーポレートガバナンスとは、株主のために、取締役会が経営陣を適切に監督できる体制であり、CEO や執行役員などの経営陣が企業価値向上のために働くインセンティブと規律の仕組みであると考えられている。

⁵ 機関投資家が投資先企業に対し、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任のことを指す。日本版スチュワードシップ・コード参照。<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>

⁶ 詳しくは、PGGM の責任投資に関する報告書、“Responsible Investment Report 2013”参照。
https://www.pggm.nl/english/what-we-do/Documents/Responsible-Investment-Annual-Report_2013.pdf

⁷ スチュワードシップ責任を果たすための活動のことを指す。日本版スチュワードシップ・コード参照。

3.4 エンゲージメントのテーマ：環境・社会

欧州の機関投資家は、環境・社会に関しては、グローバルな問題からマクロテーマをまず設定する。環境であれば、気候変動、水資源の利用、大気汚染などであり、社会であれば、人権問題や贈収賄（ガバナンスのテーマでもある）などが挙げられる。それらのマクロテーマにおいて、企業が直面する具体的な課題を取り上げる。気候変動であれば、温室効果ガス排出削減、異常気象への対応、Stranded Assets（座礁資産）⁸などである。これらの課題は業種セクターごとに特定されていく。気候変動のテーマの中では、温室効果ガス排出削減の取り組みなどが挙げられ、このような問題には、鉱業や石油、石炭といったセクターが関連する。業種セクターの課題が特定されたら、そのセクターの中で抱える問題が大きいのと思われる企業などを中心にエンゲージメントを行う。このようなマクロテーマを設定する際に、ESG 評価機関のレーティングや Bloomberg などのデータベンダーが提供する ESG 情報が活用されている。

3.5 マーケット・エンゲージメントの重要性

欧州の年金基金・運用機関は、グローバル株式ポートフォリオ内で保有する海外企業については、個別のエンゲージメントよりも、その企業が所属する資本市場全体へアプローチすることが大切だと考えている。とりわけ、コーポレートガバナンスについては、各国や市場によって規制や上場基準や開示ルールも異なる。したがって、国ごとにアプローチする必要があるという。国ごとに固有の企業文化が存在するので、自国のルールをそのまま押し付けても受け入れられないだろうと考えている。また、その国の規則や資本市場の習慣によるものであれば、個別企業に変更を求めても、その要求を聞き入れて1社だけが変更することは難しい。たとえその企業が受け入れても、保有銘柄毎に同じことを繰り返さなければならない。むしろ、規制当局や証券取引所などと話し合い（マーケット・エンゲージメント）、好ましい方向にリードしてもらうことの方が望ましい。市場全体のルールが良い方向に変われば、その影響は全社に及ぶので効率が良いと考えられる。日本企業向けのエンゲージメントについては、訪問先の全てが日本市場に対するマーケット・エンゲージメントを強調していた。

3.6 共同エンゲージメント

欧州の年金基金は、資産保有機関のスチュワードシップ責任としてエンゲージメントを捉えており、担当チームを置いてエンゲージメントに取り組んでいる。年金基金や運用機関は、エンゲージメントの効果については具体的に目にみえる成果として計測することは難しいものの、エンゲージメントのコストは長期的な投資パフォーマンスへの貢献として回収できると考えている。一方で、エンゲージメントの効果は何もしなかった株主もその恩恵を享受するというフリーライダーが可能であることも認めて

⁸ 座礁資産とは、状況の変化によって価値が毀損された資産のことを指す。座礁資産の一つとして化石燃料があり、炭素排出量の制限や炭素税が導入された場合、炭素排出量の多い石炭による火力発電などは維持することが困難となる。

いる。そこでエンゲージメントの工夫の仕方の一つに、共同エンゲージメントを挙げている。エンゲージメントを共同で行うことは、コスト節約になるだけでなく、エンゲージメントが共有財（相互排他的でない）であることを考えれば理に適っている。年金基金は少数株主の立場であるため、エンゲージメントの影響力を高める、つまり企業経営陣に耳を傾けてもらうためにも、単独でエンゲージメントを行うよりは、共同で行った方がよいと考えている。さらに、国外でのエンゲージメントは自国企業向けとは異なり、法規制や企業文化など勝手がわからない面もある。そこで、当該地域の機関投資家と協働すれば、エンゲージメント先企業と良い関係を構築することができると考えている。こういった理由から、国内外で共同エンゲージメントのパートナーを求める動きがある。

3.7 エンゲージメントのプロセス

エンゲージメントのタイムホライズンは3年程度を目途とするところが多い。エンゲージメントを開始するとエンゲージメントのマイルストーン（目標）を定め、その達成度を測る KPI（Key Performance Indicator：主要なパフォーマンス指標）を設定する。しかし、エンゲージメントの結果がはっきりしない場合も多くある。エンゲージメントのテーマによっては、企業に何らかの変化が起これば、そのエンゲージメントの成果と捉える。エンゲージメントの期間を過ぎても企業に改善が見られない場合は、次のステップ（エスカレーション）を取ることになり、企業に対して多少圧力的な方策が取られる。エスカレーションの結果も芳しくない場合は、最終手段として保有株式を売却し、投資対象から除外する。エンゲージメントの結果として投資除外となる企業は稀ではあるが、多くの機関投資家が売却を経験していた。

4. 責任投資

責任投資には、受益者の利益を長期的に最大化するという信念がある。受益者とは、アセットオーナー⁹にとっては、国民や社員であり、運用機関にとっては、自らの顧客（年金基金や個人顧客など）のことを指す。このような信念を基に、欧州の機関投資家は、どのようにして責任を果たすのであろうか。ここでは、責任投資の定義を明確にした上で、責任投資の一つの戦略でもある、エンゲージメントの位置付けや、責任投資の哲学について紹介する。さらに、欧州機関投資家による最新の責任投資の動向について述べる。

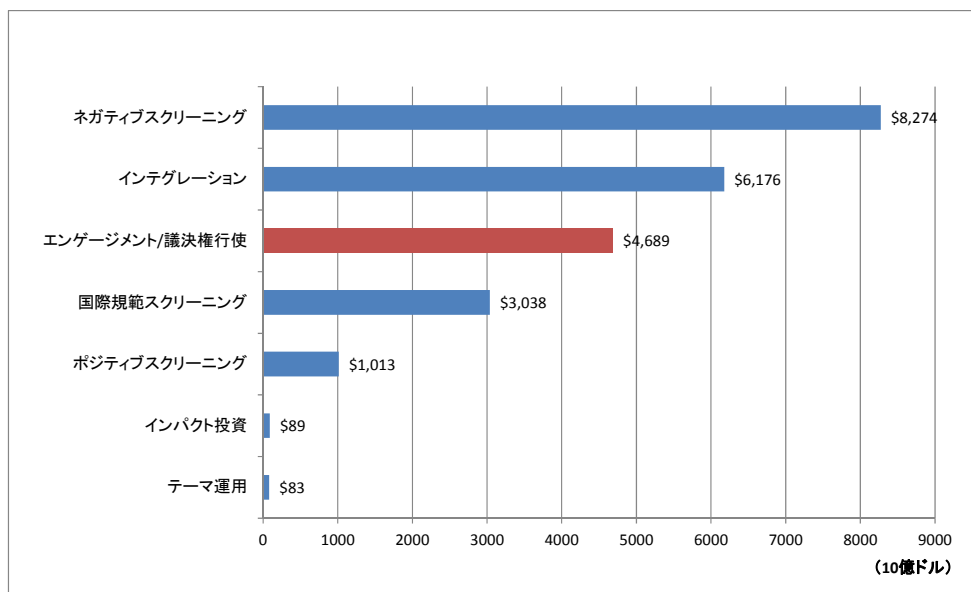
4.1 責任投資とエンゲージメントの関係

責任投資とは、投資判断や株主行動に ESG 要因を考慮する投資のことである。ESG に熱心な責任投資家が積極的にエンゲージメントをしていることが多い。その理由は、エンゲージメントは責任投資を実践するアプローチの1つだからである（図表4参照）。2006年に公表された国連責任投資原則（PRI）

⁹ 公的年金、企業年金、生命保険など

の第2原則に「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」とあるように、責任投資においては、いわゆるスチュワードシップ活動が、責任投資の実践方法の1つとして意識されてきた。スウェーデンの AP 群 が共同でグローバル企業に対してエンゲージメントを行うため、Ethical Council を立ち上げたのも2007年であり、PRI 署名をきっかけとしている。

図表4 責任投資の様々なアプローチ－アプローチ別投資額¹⁰



(出所) "GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2012"より NFI 作成

4.2 責任投資の投資哲学

今回訪問した年金基金や運用機関、EOS を提供する運用機関は、すべて ESG を考慮した投資に取り組んでいる責任投資家である。投資の意思判断やエンゲージメント活動に ESG を考慮する必要があると考える理由は、長期的なリターンへの期待である。すなわち、ガバナンスに優れ、環境や社会といった外部環境にうまく取り組める企業は長期的に企業価値が向上すると考えている。倫理面を考慮する点においても、モラルの高さやインテグリティ（誠実さ）は企業のパフォーマンスに好影響を与えるという認識がある。したがってパフォーマンスを犠牲にして倫理を優先させるということではなく、ESG に優れた企業への投資によって長期的な投資パフォーマンスを向上させたいと考えている。

4.3 最新の責任投資

責任投資のアプローチには様々なものがあり、現在も機関投資家はどのように ESG を投資判断に反映させていくかについて試行錯誤を続けている。アクティブ運用においてはインテグレーション（ESG

¹⁰ 責任投資上の様々なアプローチがあるが、その中でも、ネガティブスクリーニング（投資哲学上そぐわない銘柄やセクターを投資対象から外す運用手法）、インテグレーション（ESG を投資判断に活用する投資手法）、エンゲージメント、国際規範スクリーニング（国際規範に違反している企業を投資対象から外す運用手法）が主に利用されるアプローチである。

を投資判断に活用する投資手法)、パッシブ運用においてはエンゲージメントという流れがある。それ以外にも積極的にエンゲージメントを行うアクティブの運用機関や、パッシブ運用においても ESG による銘柄の絞り込みが行われている。近年は、気候変動のテーマの一つである Stranded Assets (座礁資産)¹¹に着目した投資に注目が集まっている。

5. 日本企業に対する海外の反応

これまでは、広く一般的なエンゲージメントの動向と責任投資の特徴について述べてきた。欧州機関投資家はあくまで、長期的に企業価値最大化に寄与するため、エンゲージメントやインテグレーションといった責任投資を行っているといえる。責任投資家の立場から、日本企業はどのように映るのか。ここでは、欧州機関投資家から見た日本企業への投資、日本企業の抱える問題、日本企業が行う情報開示や IR 活動に対する評価など、日本企業全般に対する彼らの評価と日本版スチュワードシップ・コードに対する彼らの反応について述べる。

5.1 欧州年金基金の日本株投資

訪問した欧州年金基金のうち、自家運用を行う年金基金では、株式投資は一つに統合されたグローバル株式ポートフォリオで運用しており、その中に日本企業も含まれる。ベンチマークはグローバル・インデックスを採用し、投資ユニバースもベンチマークとほぼ同様のところが多い。したがって日本企業もグローバル・インデックスに入っている銘柄がまずは投資対象となっているとみてよい。一方、グローバル株式戦略のアクティブの運用機関では投資ユニバースを制限していないため、比較的中小型の企業も投資対象となっている。一部委託運用では地域特化型の日本株戦略ファンドがみられた。この場合の投資ユニバースは TOPIX や国内上場企業である。例えば、AP4 はサステナビリティ・テーマ投資として日本株式エンゲージメント運用を採用している¹²。

5.2 日本企業の ESG の課題：コーポレートガバナンスを中心に

欧州の機関投資家は、日本企業に関する ESG の課題の中でも、コーポレートガバナンスを最大の課題と考えている。とりわけ、独立取締役（独立性のある社外取締役）に注目している。機関投資家は、単に独立取締役を導入するだけでなく、取締役会で機能すること、独立取締役の人数（または比率）を増やすことを求めている。その他に、日本企業のガバナンスの課題として、買収防衛策や少数株主保護（株主の平等な扱い）、情報開示、資本効率などを挙げている。一方、環境や社会に関しては、日本企業共通の課題として意識されているものは少なく、産業やセクター毎に環境や社会のグローバルな課題が意識されている。すなわち、機関投資家が環境や社会に関する（セクター固有の）課題について問題があると認識した場合、日本企業もエンゲージメントの対象となる。

¹¹ 具体例などについては下記リンク先参照。<http://www.nikko-fi.co.jp/uploads/photos1/1372.pdf>

¹² AP4 では TMAM-GO Japan Engagement Fund を採用。<http://www.ap4.se/web/templates/Page.aspx?id=1114>

5.3 日本企業の情報開示に対する評価

欧州の機関投資家は、日本企業による情報開示は、グローバル企業は優秀であるが、平均的な日本企業では不足しているという認識がある。平均的な日本企業の情報開示の問題点として、英文開示の不足や情報のマテリアリティが開示されていない点が指摘されている。機関投資家はよりマテリアリティのある情報に興味がある。「長期投資家に対する narrative（叙事的）な開示」という統合報告のコンセプトが実践できれば、統合報告は投資家にとって有用なものとなるだろうと期待されている。

5.4 日本企業の IR に対する評価

機関投資家は、日本企業の積極的な海外 IR を好意的に捉えているが、ディスカッションなどの双方向のコミュニケーションを求めている。海外 IR は企業からのアプローチであり、ESG に関する話題も企業から切り出す必要がある。一方、エンゲージメントは機関投資家からのアプローチである。海外では取締役会のメンバーや CEO など経営陣がエンゲージメントの相手となるが、日本企業の場合は IR 担当者である。

5.5 日本版スチュワードシップ・コードに対する期待

欧州機関投資家の日本版スチュワードシップ・コードへの期待は高い。今回の訪問先の中でも RPMI, AP4, LGIM, Hermes EOS が外国機関投資家として 2014 年 9 月時点において、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明している。一方で、英国版スチュワードシップ・コード¹³にある共同エンゲージメントやエスカレーション（エンゲージメントの進展がないときに取る次のステップ）が日本版にはないことに触れ、効果的なエンゲージメントができるのか、という疑問を持っている。すなわち、コードの実効性は、これからの日本の機関投資家の取り組み次第であると考えている。

6. おわりに

上述の海外投資家へのヒアリングから、海外投資家によるエンゲージメントのポイントについて、次のようにまとめることができる。

- (1) エンゲージメントは、企業の本源的な価値を、深く理解する（理解し合う）ために行われる。
 - ・ 海外の機関投資家にとってエンゲージメントは、長期投資の中で互いの考えを理解しあうために行われる。投資家が認識するリスクや考え方、またそれに対する企業の考えなど、双方間のコミュニケーションにより、相互理解を深めようとしている。

¹³ UK Stewardship code については下記のリンク参照

(<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf>)

- (2) エンゲージメントテーマは、中長期において企業に影響を及ぼすテーマを選定する。
- ・ 例えば、環境や社会のテーマは、セクターごとにアプローチをしており、グローバルで問題視すべきテーマを海外投資家はピックアップしている。
 - ・ 海外投資家は、コーポレートガバナンスについて、環境・社会とは区別して、主要なテーマとして掲げている。
 - ・ 日本企業については、経営者を規律付けするためのツール（例えば社外取締役の導入、情報の透明性不足）が不十分であると懸念を示している。そのことが影響して、経営者の資本効率を高めようとするインセンティブを削いでいるのではないかと考えている。
- (3) エンゲージメントする先の企業の選定では、保有ポートフォリオに効果的にインパクトを与えることを重視している。
- ・ 各機関やファンドが設定する運用戦略によって、エンゲージメントのテーマに違いがあるものと考えられる。例えば、パッシブ戦略（インデックス運用、エンハンスト・インデックス戦略など）の場合、単純に売却することが不可能であるため、保有銘柄へのインパクトを軽減したり、市場全体に影響を及ぼすようなシステミックリスクを最小化することを目的に、エンゲージメントを行っている。
 - ・ エンゲージメント先を選定する際、何らかの問題がある企業というだけでなく、そのセクターに影響力のあるリーディングカンパニーという理由でも選ばれている。
- (4) エンゲージメントの手法は、より効果的な手法を採用することを念頭に置いている。
- ・ 機関投資家にとって、対話は企業を正しく理解するための最も重要なツールである。対話は、企業の考え方を引き出すことだけでなく、機関投資家自らの考え方を伝えるためのものでもある。
 - ・ 株主との関係性や、より重大なリスクを抱えている企業（または市場）に対しては、対話だけでは有効ではない。そのため、議決権行使などの株主権の行使や取引所や規制当局との対話が必要であると考えている。
- (5) 海外 IR など訪れる日本企業については、IR や情報開示など一定の評価をしている。平均的な日本企業に対しては、情報開示の不足やコミュニケーション能力が低いといった点を指摘している。
- ・ 投資家は、経営者の声に耳を傾けることで、企業価値の源泉を探ろうとしているため、この対応を誤れば、経営者の能力不足や企業価値の低下など、企業全般に対するミスリードにつながる可能性がある。

最後に、海外エンゲージメントの事例から、日本の機関投資家や企業への示唆について考えたい。8月に公表された伊藤レポート¹⁴によると、長期投資家であるべき年金基金は、自らの年金資産の四半期パフォーマンスばかりに着目することから、運用機関（ファンドマネージャーや情報を提供するセルサイド・アナリスト）は短期的なパフォーマンスに固執するようになった。一方、経営者は、投資家からの圧力により、短期的な企業業績に着目するようになった。もしくは、そうした投資家からの圧力から逃れるため、株式持ち合いを一定に維持するようになった。すなわち、投資家が経営者を適切にモニタリングしなかったため、経営者は中長期の課題や中長期での機会に取り組むようなインセンティブを持たなかった可能性がある。つまり、日本の株式市場では、投資家が企業を長期的な視点でモニタリングするための適切なインセンティブ（設計）がなかったといえる。

エンゲージメントの目的の一つは、株主と企業の双方がそれぞれの見解について話し合うことである。このエンゲージメントの目的を達成するには、日本企業は、投資家に企業価値を正しく判断するための材料（ESG情報）を提供する必要があり、一方、投資家はその情報を用いた適切な評価方法を検討する必要がある。このような環境作りを相互に、かつ継続的に行えば、株主と日本企業とに適切なインセンティブをもたらす可能性がある。このことを実現するためにも、まずは日本企業によるプロアクティブな情報開示が必要であるといえよう。

¹⁴ 伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト参照
(<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002.html>)