

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 28 年 6 月 23 日現在

機関番号：32682

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380482

研究課題名(和文) わが国におけるエンゲージメント付ESG投資に関する研究

研究課題名(英文) A study of ESG investment with Institutional Investors' Engagement

## 研究代表者

三和 裕美子 (Miwa, Yumiko)

明治大学・商学部・教授

研究者番号：10287881

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,600,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、海外・国内のエンゲージメントを行う機関投資家に対して、ヒアリング調査を行い、その事例をまとめるとともに、内外の機関投資家のESG項目に関連するエンゲージメントの取り組みについて比較検討を行った。まず、海外の機関投資家は、全ての企業に対してではなく、選択的にエンゲージメントを行っている。我が国では、保有する全ての企業に対して、エンゲージメントを行っている。海外と国内とを比較すると、エンゲージメントを行うための体制や、そのテーマの設定方法が異なり、さらに、共同エンゲージメントに対する認識の違いや、エンゲージメントの成功要因に関する捉え方の違いなどが確認された。

研究成果の概要(英文)：I conducted interviews with Japanese and non-Japanese institutional investors regarding their ESG engagements, summarizing the case studies and comparing the differences in behaviors of institutional investors in Japan and other countries. First of all overseas institutional investors take into account efficiency and results, and are not engaged in all corporations, but are selective in their engagement. In Japan, certain funds of asset management companies focus on engagement, and these funds engage with all companies in which they have a stake. When comparing the domestic and overseas market, I found that Japanese and non-Japanese institutional investors differ in their engagement set-ups and in how they determine themes. Their perception of joint engagement and their understanding of the success factors in engagement were also found to be different.

研究分野：金融、経営学

キーワード：ESG投資 エンゲージメント 機関投資家 スチュワードシップ・コード コーポレートガバナンス・コード

## 1. 研究開始当初の背景

(1) グローバリゼーションの進展により、経済活動は国境を越えて行われるようになった。多国籍企業が地球規模で活躍するようになるとともに、地球温暖化、人口問題増加問題、資源枯渇問題などが企業が直面する課題として認識されるようになった。現代を生きる我々は、環境問題をはじめとした地球全体の課題を考えなくてはならない。こうした認識は証券投資という観点からも考えなければならない。

(2) 機関投資家の投資については、国連の責任投資原則が定めるように、地球環境問題 (Environment)、社会問題 (Social) 及びコーポレート・ガバナンスの項目に分けられる。ESG を考慮した投資行動とは何か、機関投資家は株主としてどのように企業に関わっていく (エンゲージメント) かに関する研究は世界的にみても未だ途上である。

## 2. 研究の目的

(1) 本研究の最終目的は、わが国証券投資において効果的なエンゲージメント付き ESG 投資 (Environment・Social・Governance を考慮した投資) の在り方を具体化することである。

(2) 本研究は、機関投資家のエンゲージメント付 ESG 手法の有効性や意義を検証し、今後の方向性を明らかにすることを目的とする。

## 3. 研究の方法

本研究は、次に掲げる 3 つの柱に沿って研究を進める。

(1) 機関投資家カテゴリー調査。現在世界の機関投資家を伝統的、非伝統的機関投資家に分類し、その実態を明らかにする。

(2) 海外のエンゲージメント付き ESG 投資の現状を明らかにする

(3) 日本におけるエンゲージメント手法の検討。わが国機関投資家が ESG 投資の一環として行うにふさわしいエンゲージメントの方法について、機関投資家、発行会社へのアンケート調査、インタビュー調査をもとに検討する。

## 4. 研究成果

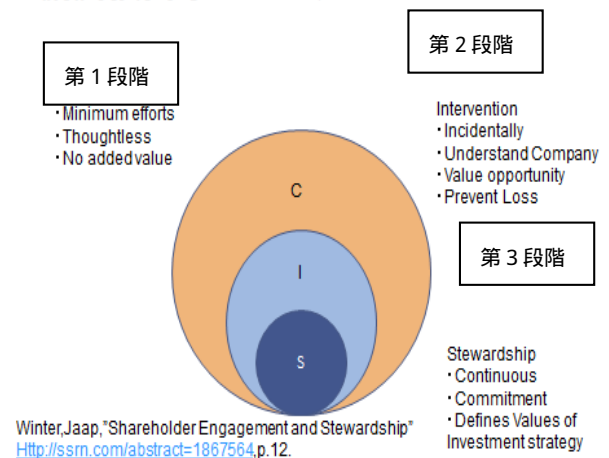
### (1) エンゲージメントとはなにか

エンゲージメントとは、投資家の発言権を行使して、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<sup>1</sup>。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。図表 1 は、Winer<sup>2</sup>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。

図表 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 2 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

<sup>1</sup> Casson&Nisar [2007], p.6.

<sup>2</sup> Winter [2011], p.6.

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。

### (2) エンゲージメント高まりの背景

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<sup>3</sup>:

- 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

<sup>3</sup> PRI ホームページ

( <https://www.env.go.jp/council/02policy/y0211-04/ref01.pdf> )

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り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。

### (3) ヒアリング方法

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 (図表 2、3 参照)。

図表 2 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
-------------	--

図表3 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) 得られた知見 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。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<sup>4</sup>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」が上げられている。

#### 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, & Michael L. Wachter(2010) "The Case Against Shareholder Empowerment", 158. *U.Pa.L.Rev.* 653.

Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy & Randall S. Thomas(2008), "The

<sup>4</sup> 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。

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.*323.

Del uercio,D.,Hawkins,J.,(1998),”The motivation and impact of pension fund activism.”*Journal of Financial Economics* 52,293-340.

Dimson E, O. Karakas and X. Li(2012) “Active Ownership”, white paper.

Eurosif(2013) “Shareholder Stewardship: European ESG Engagement Practice 2013”, white paper.

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) 293-340.

Kahan,Marcel & edwerd B.Rock(2007) “Hedge Fund in Corporate Governance and Corporate Control”,155 *U.Pa.L.Rev.*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* 12,187-213.

Nesbitt,Stephen(1994),Long Term Rewards from Shareholder Activism:A study of the CalPERS Effect, *Journal of Applied Corporate Finance* 6.75-80.

Smith,M.(1996) ,Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS,*Journal of*

*Finance*,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* 31,1-23.

Winter,Jaap,”Shareholder Engagement and Stewardship”,  
[Http://ssrn.com/abstract=1867564](http://ssrn.com/abstract=1867564),p.12

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.

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計2件)

三和裕美子,「国内外の機関投資家のエンゲージメント活動に関する考察」,『明大商学論叢』第98巻3.4号、pp.17-46、2016年3月.

三和裕美子,「わが国機関投資家のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査」,『明大商学論叢』第96巻第4号、pp.201-210、2014年3月.

〔学会発表〕(計1件)

三和裕美子,「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」,第84回証券経済学会秋季全国大会(2015年11月、山口大学)

〔図書〕(計件)

〔産業財産権〕  
出願状況(計件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年月日：  
国内外の別：

取得状況（計 件）

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
取得年月日：  
国内外の別：

〔その他〕  
ホームページ等

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

三和 裕美子 (MIWA, Yumiko)  
明治大学・商学部・教授  
研究者番号：10287881

### (2) 研究分担者

( )

研究者番号：

### (3) 連携研究者

( )

研究者番号：