

社会動向レポート

企業への影響力を高める機関投資家

コンサルティング第3部
上席主任コンサルタント 田上 亜希子

機関投資家がサステナビリティを重視し、企業に行動変化を促すための働きかけを強めている中、企業がこれにどう対応すべきかを考えるために、機関投資家の近年の動向やその行動の背景を理解する。

1. はじめに

機関投資家は、気候変動、生物多様性、人権、取締役会の多様性など多岐に亘るテーマについて投資先企業への働きかけを強めており、企業にとってこうした課題への対応の必要性はより高まっている。機関投資家は、企業の株主（もしくは債券保有者）としての立場で、投資先企業がこうした ESG（環境・社会・企業統治）に関する課題への取り組みを行うようエンゲージメント（対話）を積極化してきたが、2021年の株主総会では議決権行使という影響力がより強い方法で企業の行動変化を促す例が増加している。メガバンクに対して提出された気候変動関連の定款変更を求める株主提案が、約2～3割と高い賛成票を集めたことがその一例としてあげられる。企業がこうした動きに対応するためには、機関投資家においてこのような動きが強まっている背景やその考え方を理解することが重要であり、本レポートはこれらについてまとめるものである。

2. スチュワードシップとサステナビリティ

近年、機関投資家を取りまく環境やその役割期待の変化が急速化している。1つは機関投資家に対する「スチュワードシップ活動」の要請である。2008年のグローバル金融危機の一因と

して、企業と投資家双方においてコーポレートガバナンスへの取組みに不足があったとの反省があった。そのため、機関投資家が投資先企業を規律づける役割を担えるように、「機関投資家としてのあるべき姿」を定めた規範としてスチュワードシップ・コードが英国や日本などで制定された。このコードにおいて機関投資家は、受益者の中長期的なリターンを確保するため投資先企業の価値向上を促す役割が期待されており、投資先企業の状況を理解し、投資先企業に働きかけ（エンゲージメントや議決権行使、以降これらを「スチュワードシップ活動」という）を行うことが求められている。

もう1つの大きな変化は「サステナビリティ（ESGを含む中長期的な持続可能性）」の重要性の高まりである。機関投資家の投資判断の短期化が投資先企業の経営の短期志向化を招き、中長期的な成長戦略の策定が阻害されるとの懸念から、機関投資家に中長期的な展望を十分に考慮した投資判断が求められるようになった。中長期的な観点で投資判断を行おうとする場合、財務情報に加えて ESG を含む非財務情報も考慮することが重要となることから、これらを投資判断に考慮する動きが強まった。2006年に ESG を投資分析や意思決定プロセスに反映させることなどを提唱したイニシアチブ「責任投資原則（PRI）」が発足し、この原則に署名する投

資家は年々増加している。

日本においては、2015年に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)がPRIへ署名したことを契機に、国内の主要な機関投資家が次々にPRIに署名し、ESGを投資プロセスにおいて考慮する動きが急速に高まった。当初、機関投資家はリスク管理の観点でESGを考慮することが多かったが、こうした機関投資家の変化に後押しされる形で、企業において、これらを経営課題として認識し収益機会の獲得や企業価値向上に結び付ける動きが活発化したことから、ESGはリスク管理の観点のみならず企業価値向上の観点でも重要な要素になった。このため、機関投資家における「サステナビリティ(ESG)の考慮」の重要性が再認識され、2020年の日本版スチュワードシップ・コードの改訂において、スチュワードシップ活動において求められるエンゲージメントは「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮」に基づくことについて新たに明示された。

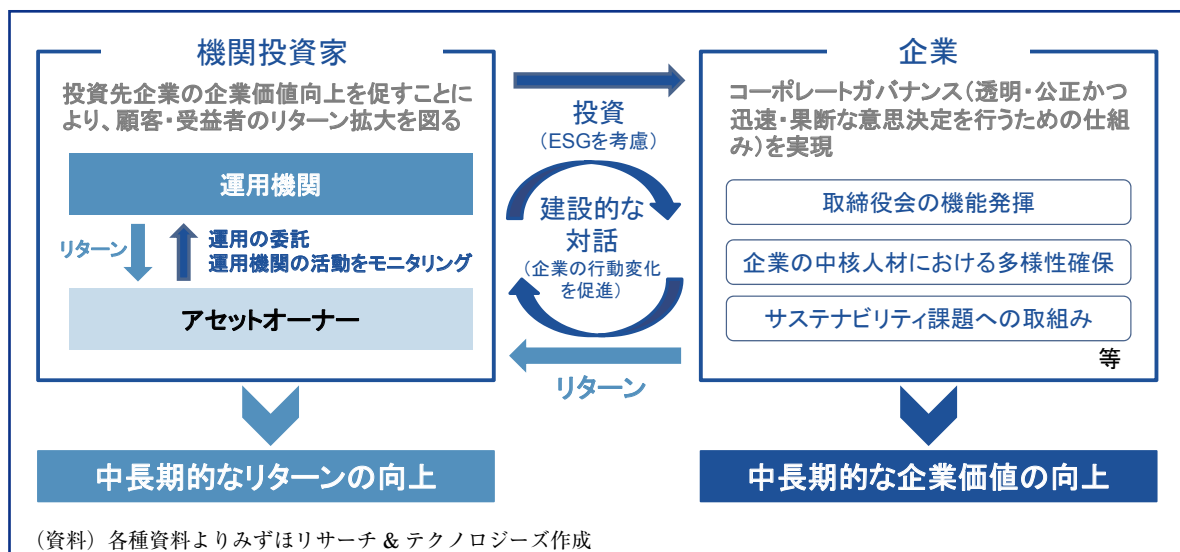
なお、機関投資家とは、資金運用を受託し自ら企業への投資を担う「運用機関」と資金の出し手である「アセットオーナー」(年金等の資産

保有者)に大別される。スチュワードシップ・コードやPRIにおいて、機関投資家は投資先企業への働きかけが求められるが、多くの場合投資先企業に対して直接働きかけを行うのは運用機関となる。(アセットオーナーには、自身の資金を委託している運用機関に対して投資先企業への働きかけ促進、実施状況のモニタリングが求められることとなる。)そのため以降では、企業への働きかけを主に担う運用機関の活動について議論する。

3.「アウトカム(成果)」の重視

2021年7月末現在、「責任投資原則(PRI)」への署名機関は約4,200機関(うち運用機関は約3,100社)にも上る。署名機関は投資プロセスへのESGの考慮などを定めた原則への遵守が求められるが、コミットメントの程度は一律ではない。ESGを考慮した投資が投資パフォーマンスへどのような影響を与えるかについて学術的には統一的な見解がない⁽¹⁾ため、顧客への中長期的なリターンを確保することを第一の目的とする運用機関にとって、ESGの考慮やESGに関する投資先企業への働きかけに濃淡が出るこ

図表1 機関投資家と投資先企業の関係性



とは自然である。

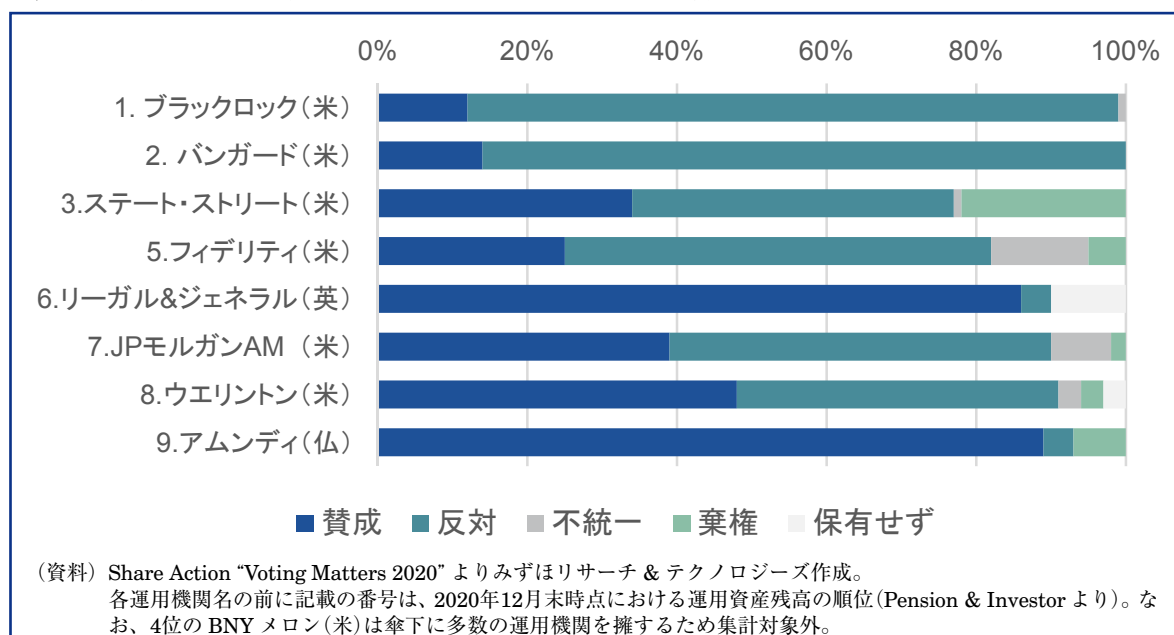
図表2は、ESG 投資を推進する英国 NGO 団体 Share Action がまとめた2019年9月から2020年8月における環境(E)と社会(S)の関連議案(気候変動、気候関連のロビー活動、人権、賃金、ダイバーシティに関する102の議案)に対する運用機関の議決権行使結果のうち、2020年12月末時点資産運用残高が上位の欧米の主要な運用機関の結果を抜き出したものである。図中のグラフは、各運用機関が環境及び社会関連の議案に対しどのような投票を行ったかを示しており、青は「賛成」、緑は「反対」を表す。欧州の大手運用機関(図中ではリーガル & ジェネラル(英)及びアムンディ(仏))の賛成の割合が高いのに対し、資産運用残高の上位を占める米国の大手運用機関(上記以外)は、割合が相対的に低いことが確認できる。

PRI では、こうした状況を受けて2019年に「Active Ownership 2.0」プログラムを打ち出しているが、この中で「アクティブ・オーナーシップは、インプットやプロセスではなくアウトカ

ム(成果)に焦点を当てるべき」としており、企業の行動変化をより促すようなスチュワードシップ活動(PRI では機関投資家による企業への働きかけを“Active Ownership”という。)を要請している。また、2022年から最低履行要件(満たさない場合 PRI から除名される要件)に「エンゲージメント及び議決権行使」が追加される予定であり⁽²⁾、運用機関による働きかけ(スチュワードシップ活動)に焦点が当たった形と言える。

このような動きもあり、多くの運用機関が企業に対して従来以上に影響を与えることを目的としたスチュワードシップ活動を実施しはじめている。例えば、運用資産残高が世界最大のブラックロック(米)では2020年7月から2021年6月の株主総会において環境・社会関連の株主提案の47% (株主提案の障壁が低く数多くの株主提案が行われる日本市場を除く)に賛成した(前年は10%弱の賛成であった)ほか、気候変動対策を理由に合計で255人の取締役選任決議に反対(前年比4倍)するなど、大きな変化を見せてい

図表2 主要運用機関の環境および社会関連議案への議決権行使結果



る。資産規模の大きい米国の運用機関がこうした取組み強化に舵を切った意味は大きい。実際、米エクソン・モービルの株主提案では、脱炭素への変革を求める米ヘッジファンドのエンジン・ナンバー1が提案した環境重視の取締役候補について、多数の賛成を受けて複数人が選出されたほか、国内においても、2020年度はみずほフィナンシャル・グループに、2021年度には三菱UFJフィナンシャル・グループに対して特定非営利活動法人の気候ネットワークが提出した気候変動に関する定款変更の株主提案が30%程度の賛成を得ている。かつては、主要株主の賛成は得られず少数株主からの提案に留まることの多かった環境や社会に関する株主提案が、機関投資家の賛同を受けて企業に影響を与えているようになっている。今後もこうした潮流は強まることが想定され、企業としては、運用機関のESGに関する考え方の理解とそれへの対応がこれまで以上に必要となってくると考えられる。図表3に欧米の主要運用機関において重視するESG課題や取組方針をまとめているが、株主である運用機関がどのようなESG課題に問題意

識を持っており、企業に何を求めているかを理解することが、今後極めて重要になると考えられる。

4. 企業価値向上という視点

このように運用機関は企業のESG課題への取組みを重視しているが、気候変動対策を含むESGへの取組みさえ実施していれば、業績不振や株価低迷が許容されるというわけではない。日本版スチュワードシップ・コードにおいて、スチュワードシップ活動の目的は「投資先企業の企業価値向上を促すことにより受益者の投資リターンの拡大を図ること」とされていることから、企業は、あくまでも「中長期的な企業価値の向上」につながるESGへの取組みを要請されており、運用機関にはそれを対話等により促す力が要請されているといえる。

みずほリサーチ&テクノロジーズでは、アセットオーナー向けのコンサルティングの一環で運用機関のスチュワードシップ活動の評価を実施している(アセットオーナーに求められる「運用機関のモニタリング」機能の一部を担っている)

図表3 各運用機関の重視するESG課題

ブラックロック (米国)	2021年の重点テーマは「取締役会の実効性」「価値創造と結びついたインセンティブ」「気候と自然資本」等。気候変動と自然資本関連リスクを管理して機会を実現する行動計画をつくり、開示することを求める方針。
ステート・ストリート (米国)	2021年に優先するテーマは「気候変動」及び「人種/民族的多様性の欠如に関連するシステムリスク」。投資先企業をサステナビリティ会計基準審議会(SASB)の枠組みを用いて独自にESGスコアを採点し、スコアが著しく低い企業の取締役選任案に反対する方針。また、取締役会の人種/民族的構成を公表していない場合、指名・ガバナンス委員会の委員長に反対票を投じる方針。
リーガル&ジェネラル (英国)	同社の「気候影響誓約(Climate Impact Pledge)」の対象とする約1,000社の企業について気候関連の取組み(情報開示の状況や気候関連のロビー活動など約40項目)を評価、採点し公表。基準を満たさない企業に対しては、取締役選任案への反対や投資対象からの除外を行う方針。
アムンディ (仏)	2021年の取組みテーマは「エネルギー移行」と「社会的結束」。パリ協定に沿った目標の実現に向けた対応を開始していない企業の取締役選任議案へ反対するほか、長期・短期の役員報酬の一部は事業に関連を持つESG要素に基づく体系とすることを求める方針。

(資料) 各運用機関の公表資料よりみずほリサーチ & テクノロジーズ作成

が、評価の観点でも、運用機関のステュワードシップ活動に係る体制やプロセス(PDCA サイクルなどが実効的か)に加えて、運用機関の「投資先企業の企業価値向上への寄与」を重要なポイントであると考えている。

ステュワードシップ活動、つまり投資先企業への議決権行使やエンゲージメントが企業価値(もしくは株価)にどの程度の影響を与えているかを分析することは容易なことではないが、一部の運用機関では効果を検証するための取組みを開始している。エンゲージメント等企業への働きかけが投資先企業のアクション(例として気候変動関連の情報開示、社外取締役の増員など)に結び付いているかを評価するだけでなく、このアクションが企業価値の向上(例として、ROE等の改善)に結び付いているかを定性的に評価している運用機関の例や、エンゲージメント対象企業の株価の変化を「成長性の上昇による効果」「リスクプレミアム低下(ガバナンス向上、IR改善、資本政策向上等による資本コストの低下)による効果」等いくつかの要素に分解したうえで定量的に検証している例などが確認できる。現時点では、まだ運用機関においても試行錯誤の状況ではあるものの、ステュワードシップ活動が投資先企業の企業価値にどの程度影響を与えているかを評価するための実力を具備しつつあるといえる。そのため、これに対峙する企業側も、運用機関からの働きかけの内容を吟味し、短期的には業績に結び付けにくいサステナビリティ/ESGに関する取組みを企業価値の向上にどのように結び付けていくかを検討し、またそれを開示していく取組みがますます重要になると考えられる。また、一部の運用機関においては上記のようにステュワードシップ活動をより効果的に実施するための取組みを開始しており、「投資先企業の企業価値向上を促す力」をつけていることから、このような運用機関を重点的な

対話相手(=自身の企業価値をともに高めるパートナー)として選択することの重要性も高まると考えられる。

5. おわりに

ここまでは、企業を「機関投資家に投資される側」として議論を進めてきたが、企業年金(=アセットオーナー)の母体企業という「機関投資家として投資する側」の立場も企業は併せ持つことを最後に言及したい。コーポレートガバナンス・コードにもあるとおり、企業は、企業年金がアセットオーナーとしての機能を発揮できるよう、人事面・運営面の取組みを実施するという役割も負っている⁽³⁾。アセットオーナーに求められる役割とは、運用機関のステュワードシップ活動やESG考慮の状況をモニタリングすることであるが、それは単に運用機関がステュワードシップ・コードを受け入れているか、PRIに署名しているかなどの形式だけでなく、実効的な活動を行っているかをモニタリングすることが重要である。

運用機関が「実効的なステュワードシップ活動」を行っているかモニタリングする上での具体的なポイントについて、図表4にいくつかの例を挙げている。例えば、議決権行使について、特徴的な議案(2021年度であれば前述の三菱UFJフィナンシャル・グループに対する株主提案等)に対してどのような理由で賛成/反対したのかを運用機関にヒアリングすることは、企業の実態に即した議決権行使(=企業価値向上に資すると考えられる)が行われているかの参考となる。また、自社が重視するエンゲージメントテーマを公表する等の取組みは、エンゲージメントの実効性向上に資すると評価される。このように、企業年金自身でもしくは運用コンサルタントを活用する形で運用機関をモニタリング・評価し、またその結果を踏まえて運用機関によ

図表4 モニタリング項目の例

組織体制	・ スチュワードシップ活動を統括する組織が設置され機能しているか ・ 活動方針が整備され、見直しが適切に行われているか 等
議決権行使	・ 企業の実態に即した(機械的でない)議決権行使が行われているか ・ 議決権行使とエンゲージメントが一体的に行われているか 等
エンゲージメント	・ エンゲージメントの内容の質(事例等で確認) ・ エンゲージメントの実効性向上のための取組みが行われているか 等

(資料) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

り実効的なスチュワードシップ活動を促すことが重要である。

なお、アセットオーナーとして運用機関のスチュワードシップ活動を促すことは、投資される企業にとっても有益である。運用機関におけるエンゲージメントの実効性向上のための取組みとして、企業の課題へのソリューション提供を行う事例(例えば「取締役会のダイバーシティ」という課題解決のために女性取締役候補を紹介する事例)もみられ、運用機関のスチュワードシップ活動が企業にとっても有益であるといえる分かりやすい一例であろう。

企業価値の向上と ESG／サステナビリティの両立という難しい課題を達成するため、企業にはアセットオーナーの立場からも積極的な活動を行うことが期待される。

注

- (1) Friede et al. (2015)は、1970年以降の ESG と企業の財務効果(Corporate Financial Performance: 株式投資効果だけでなくリスク指標等も含む)の関係に関する2200以上の既存研究を調査しているが、ポジティブとネガティブ(もしくは無相関)の双方が混在しており、ポジティブな効果があると結論づけているものは6割程度に留まっている。
- (2) 2021年8月に最低履行要件の追加は延期される旨が PRI から発表された。
- (3) コーポレートガバナンス・コードの原則2-6では「企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮」が求められている。上場会社は、企業年金が運用(運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む)の専門性を高めてアセットオーナー

として期待される機能を発揮できるよう、人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきとされる。

参考文献

1. Friede, Gunnar, Timo Busch, and Alexander Bassen. "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from more than 2000 Empirical Studies" 2015
2. Share Action "Voting Matters 2020" <https://shareaction.org/wp-content/uploads/2020/11/Voting-Matters-2020.pdf>
3. PRI "Active Ownership 2.0" <https://www.unpri.org/download?ac=9721>
4. BlackRock Investment Stewardship "A look into the 2020-2021 proxy voting year" <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/2021-voting-spotlight-full-report.pdf>
5. BlackRock Investment Stewardship "Engagement Priorities for 2021" <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-stewardship-priorities-final.pdf>
6. State Street Global Advisors "CEO's Letter on Our 2021 Proxy Voting Agenda" <https://www.ssga.com/jp/ja/institutional/ic/insights/ceo-letter-2021-proxy-voting-agenda>
7. リーガル & ジェネラル 「LGIM の気候影響誓約：2021年 結果の概要」 <https://www.lgimjapan.com/srp/documents-id/e7917b0c-586a-47ce-9617-5d8799227805/ClimateImpactPledgeresults.pdf>
8. アムンディ・ジャパン「社会的課題を考慮するエンゲージメントの重点事項 2021」 https://www.amundi.co.jp/library/pdf/esg/Engagement_Voting_02_2021_EN_v8_J.pdf