

経済産業省 御中

**令和5年度産業経済研究委託事業
(エンゲージメントを通じた企業価値向上に
関する調査)調査報告書**

令和6年2月

目次

1. 本事業の実施背景と目的
2. エクゼクティブサマリー
3. 「エンゲージメント」の定義付けや整理
4. 日米欧のエンゲージメントをめぐる制度や規制の比較
5. 日米欧のエンゲージメントの実態比較
6. エンゲージメントに差異が生じている原因および日米欧の資本市場の規律の比較
7. 日本のエンゲージメントと資本市場の課題や資本市場の規律についてあるべき姿
8. アセットオーナーについて

The background of the slide is a close-up photograph of vibrant green grass blades. Numerous clear, spherical water droplets are clinging to the tips and surfaces of the blades, creating a fresh and natural aesthetic. The lighting is soft, highlighting the texture of the grass and the clarity of the droplets.

1.本事業の実施背景と目的

1.本事業の実施背景と目的 1/2

▶ 本事業の背景並びに実施目的と基本方針は以下の通り

本事業の背景

- ▶ 2014年8月に、経済産業省において公表した「伊藤レポート」において、資本効率を意識した企業価値経営への転換という観点から中期的なROE向上を経営の中核目標に据えることや、投資家の求める情報を的確に開示し、中長期的な企業価値向上に資する企業と投資家の対話を進めることを提言した
- ▶ 2014年以降、日本企業のROEは一定程度改善したが、多くの日本企業は拡大から生まれた資金について、中長期的かつ戦略的視座での経営資源配分に振り向ける点に課題を抱え、またリスクマネーを調達して行う成長投資にも積極的ではなかったため、競争力や将来の成長期待が高まらず、企業価値を十分に伸ばせなかった
- ▶ 2021年5月には、SX研究会が立ち上げられ、その成果として2022年8月に「伊藤レポート3.0(SX版伊藤レポート)及び「価値協創ガイダンス2.0」(改訂版)が公表された
- ▶ 資本市場の両プレーヤーである企業と投資家の間の質の高い対話・エンゲージメントは、価値創造経営の実践のためにも不可欠な要素である。しかし、日本においては、企業と投資家のエンゲージメントにおいて、事業再編などの重要提案行為までは踏み込まないなど、全体として企業に変革を求めるエンゲージメントが行えていないことが未だに指摘されている。その背景には、制度的な課題や日本特有の課題等も指摘されている

本事業の実施目的・基本方針

- ▶ 日本のエンゲージメントにおける現状分析、問題点、今後の課題等を整理する
- ▶ 機関投資家のみならず、日本企業における現状分析や今後の課題を整理する
- ▶ 上記課題を特定するため、日本・米国・欧州におけるエンゲージメントの実態に関する調査・分析を実施する

1.本事業の実施背景と目的 2/2

- ▶ 目的の達成に向けたタスク(実施事項)は、以下の通り

1 日・米・欧におけるエンゲージメントの実態に関する調査・分析

- ▶ 日・米・欧の各国の機関投資家、企業に対して、エンゲージメントの実態等に関するヒアリングを行い、ヒアリング結果やこれらを分析した資料を作成する。また、ヒアリングや報告書作成の前提として、各国のエンゲージメントをめぐる制度や規制等に関する必要な事前調査、資料作成、ヒアリング事項の作成等も行う
- ▶ ヒアリング先については、日・米・欧の各国それぞれ、主要なアセットオーナー1～2社(日本は除く)、大手資産運用会社2～4社(パッシブ、アクティブのいずれも含む、民間企業2～4社程度を想定するが、具体的なヒアリング先及びヒアリング社数は、業種も踏まえ、経済産業省と相談の上、決定する)
- ▶ ヒアリング事項については、概要、以下のとおりとする
 - ▶ (全体が対象)エンゲージメントの概要(エンゲージメントの方針、対応者、頻度、局面に応じたエンゲージメントの内容の詳細、エンゲージメントの結果の還元方法、抱えている課題など)
 - ▶ (米・欧の機関投資家が対象)米・欧の企業に対するエンゲージメントと、日本企業に対するエンゲージメントにおける差異の有無
 - ▶ (民間企業が対象)エンゲージメントの受け止め方、エンゲージメントが経営変革の引き金となるか否か
 - ▶ (補足的)ESGエンゲージメントについての方針、実施状況



2

報告書の作成

※上記1の成果物を、日米欧のエンゲージメントの差異や比較の観点から整理して報告書としてまとめる

A close-up photograph of vibrant green grass blades, each covered with small, clear water droplets. The background is softly blurred, creating a bokeh effect with out-of-focus light spots. A white rectangular box is positioned on the left side of the image, containing the section header.

2.エクゼクティブサマリー

2.エクゼクティブサマリー

「エンゲージメント」の定義付けや整理	▶ 国連責任投資原則(以下、PRI)ではエンゲージメントの定義や目的を明確に定めており、同定義では、<u>業績予想モデル作成のためのヒアリングや対話や協議を伴わない発表等(取材)は、エンゲージメントではない</u> ▶ また、PRIではスチュワードシップ活動の<u>エスカレーションステップ</u>として、4つ(<u>エンゲージメント、議決権行使(反対行使)、訴訟、ダイベストメント</u>)を挙げている
日米欧のエンゲージメントをめぐる制度や規制の比較	▶ 日米欧の規則タイプについて、英国のみ各原則の適用を義務付け(apply and explain)であるが、他の地域ではプリンシプルベース(comply or explain)となっている ▶ 日本のスチュワードシップ・コードは、英国をモデルに策定された。ただし、協働エンゲージメント、エスカレーションの記載がない
日米欧のエンゲージメントの実態比較	▶ <u>日本の投資家によるエンゲージメントは、エンゲージメントと称した取材が多かったり、エンゲージメントの定義が不明確との意見が企業から聞かれた。また米欧の投資家とのエンゲージメントの方がより建設的であるとの意見も聞かれた</u> ▶ <u>日本では投資家と企業の面談を証券会社が仲介する事例も確認されたが、米欧の投資家は、直接面談の申し入れを行い、事前にエンゲージメントの目的を明確に企業に伝えている点も違いとして確認された</u>
エンゲージメントに差異が生じている原因	▶ <u>米欧のアセットオーナー(AO、公的年金基金)はエンゲージメント・議決権行使を自前で実施するのに対して、日本のAO(年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF))は、法律により、エンゲージメント・議決権行使を外部委託していると考えられる</u> ▶ <u>日本の投資家によるエンゲージメントは、証券会社による仲介やエンゲージメントの定義が曖昧であることから、エンゲージメントの目的が不明確であるとの意見が企業側から聞かれた</u>
日本のエンゲージメントの課題や資本市場の規律についてあるべき姿	▶ <u>AO、アセットマネージャー(AM)、企業それぞれにおいて課題があると考えられ、例えば、経営と運用のプロフェッショナル人材の不足や多様化の遅れが先行調査で指摘されており、今回の調査でも確認された</u> ▶ <u>日本における課題の本質には、「銀行ガバナンス」、「役員報酬」、「プロ経営者・投資家の専門性」の3つの観点があり、それぞれを改善することで株価を意識した経営に繋がると考えられる</u>

The background of the slide is a close-up photograph of vibrant green grass blades. Numerous clear water droplets are clinging to the tips and surfaces of the blades, creating a fresh and natural aesthetic. The lighting is soft, highlighting the texture of the grass and the glistening of the water.

3.「エンゲージメント」の定義 付けや整理

3.エンゲージメントの定義 ～エンゲージメントの全体像

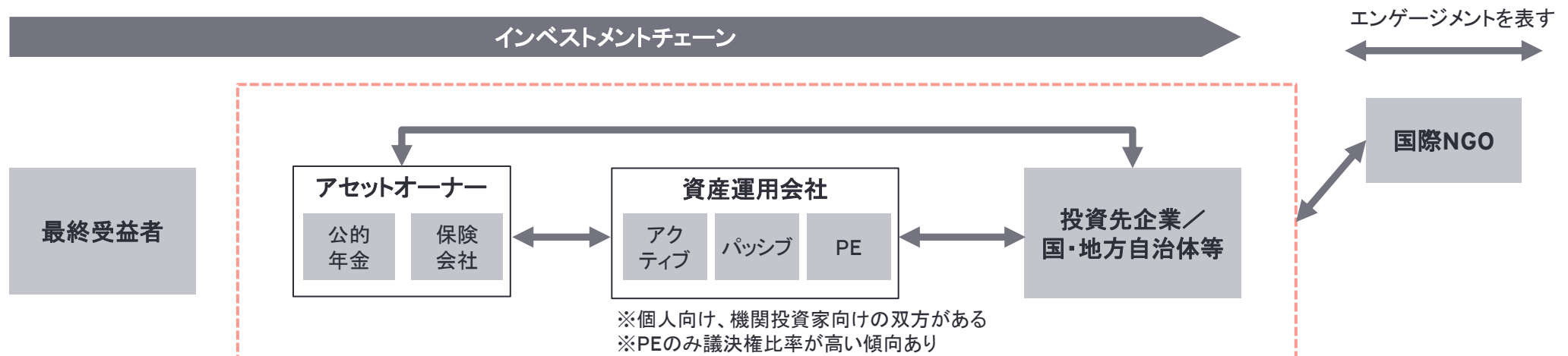
- ▶ PRIでは、エンゲージメントの定義や目的を明確に定めている。当該定義に基づくと、業績モデル作成のためのヒアリングや対話を伴わない企業による発表等はエンゲージメントではないと明言している点が特徴

スチュワードシップ /エンゲージメント の定義

- ▶ PRIによるとスチュワードシップとは、リターン及び顧客と受益者の利益が依存する共通の経済、社会及び環境的資産の価値など、**全体的な長期的価値を最大化するための機関投資家による影響力の行使**と定義している
- ▶ PRIや伊藤レポートではエンゲージメントとは、**中長期視点から投資先企業の企業価値や資本効率を高め、持続的成長を促すこと、又、ESG課題に関する慣行や情報開示の改善を目的とした、投資家と現在又は潜在的な投資先/発行体との間の双方向のやり取りのこと。つまり、目的を持った対話のことである**
- ▶ エンゲージメントには、相互理解を促進する段階から、企業価値向上に向けた課題解決について議論し、緊密な関係を維持しながら結果を出す段階まで幅広くある
- ▶ エンゲージメントは、政策立案者や基準設定者等の発行体以外と実施する場合もある

エンゲージメント とはみなされない もの

- ▶ 慣行又は開示の変更を求めている交流はエンゲージメントとはみなされない。主な事例は以下のとおり
 - ▶ データ収集や売買・保有の投資判断に関するリサーチのための企業との交流
 - ▶ 情報収集と投資判断のために企業に送られる標準的なアンケート
 - ▶ 企業のプレゼンテーション、年次総会又はその他の会議への、対話や協議を伴わない出席
 - ▶ ESG情報についての一括開示要求



出典: PRI「[Stewardship](#)」,「[Reporting Framework glossary](#)」

3.エンゲージメントの定義 ～取材とエンゲージメントの違い

- ▶ 従来の取材にあたる対話は、金融庁のコーポレートガバナンスコードでも認められていることから否定されるものではないが、グローバルで認識されているエンゲージメントとは性格が異なる

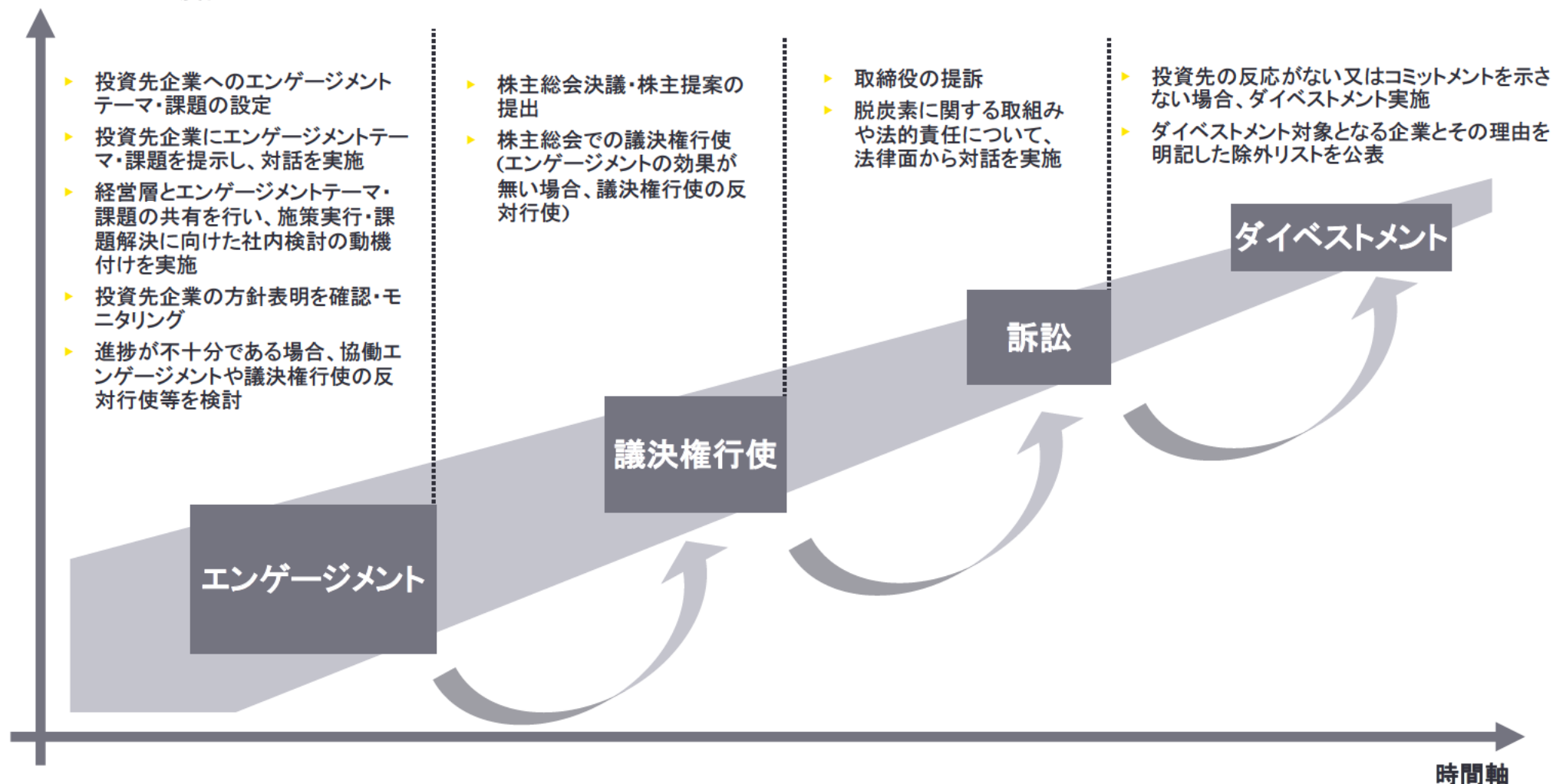
取材とエンゲージメントの比較表

	取材	エンゲージメント
目的	業績予想モデルを構築し、投資判断を行うため	長期的な企業価値向上 (①投資先企業との信頼関係構築、②問題企業の問題解決)
テーマ	財務が中心(ESGも含まれる)	ESGや経営戦略が中心
時間軸	今後2～5年(短期～中期)	今後5～10年超(中期～長期)
担当者	ファンドマネージャー・アナリスト	①ESG専担者
		②ファンドマネージャー・アナリスト
投資先企業対応者	主にIR担当者、経営陣(取締役、社外取締役等)	主に経営陣(取締役、社外取締役等)、そのESGテーマに詳しいESG専門家などのライトパーソン
頻度	財務情報を確認するため、決算のタイミングとなり、四半期毎など頻度が高い	企業価値は短期に向上しないことから、年1回程度
手法	投資家説明会(決算説明会等)、IR活動も含まれる	レター、協働エンゲージメントも含まれる

3.エンゲージメントの定義 ～スチュワードシップ活動のエスカレーションの流れ

- ▶ スチュワードシップとは、投資家が現在又は潜在的な投資先や発行体、政策立案者、サービスプロバイダー、その他ステークホルダーに対する影響力を行使し、全体的な価値を最大化することを表している。それぞれのステップでエスカレーションを行うことで、投資先企業への働きかけを強化する

エスカレーションの度合い



3.エンゲージメントの定義

(参考)エンゲージメントのエスカレーションプロセス(Robeco)

- ▶ オランダのアセットマネージャーであるRobecoは、エンゲージメントのエスカレーションプロセスを36カ月の時間軸とともに公表



出典: Robeco「[Stewardship report 2022](#)」

3.エンゲージメントの定義 ～協働エンゲージメント

- ▶ PRIでは協働エンゲージメントの定義や成功に必要な要素などを明確に定めている。また、協働エンゲージメントの類型としては、主に国連・気候変動、投資家団体、特定テーマの3つに分類される

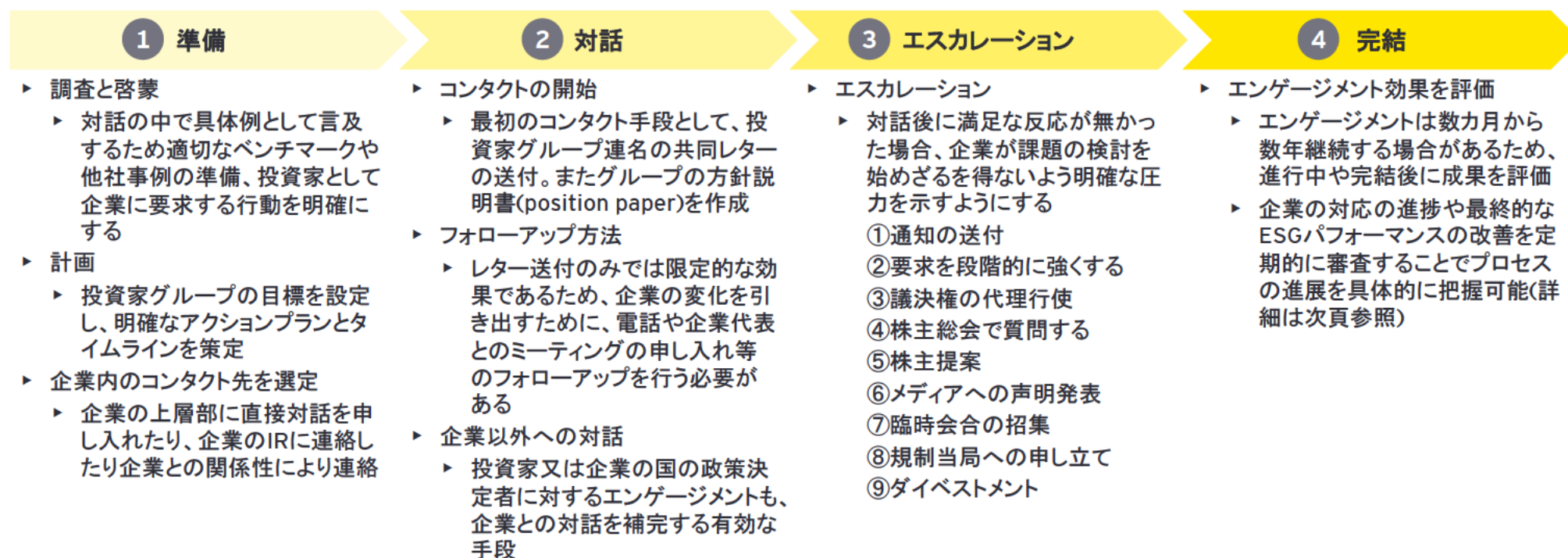
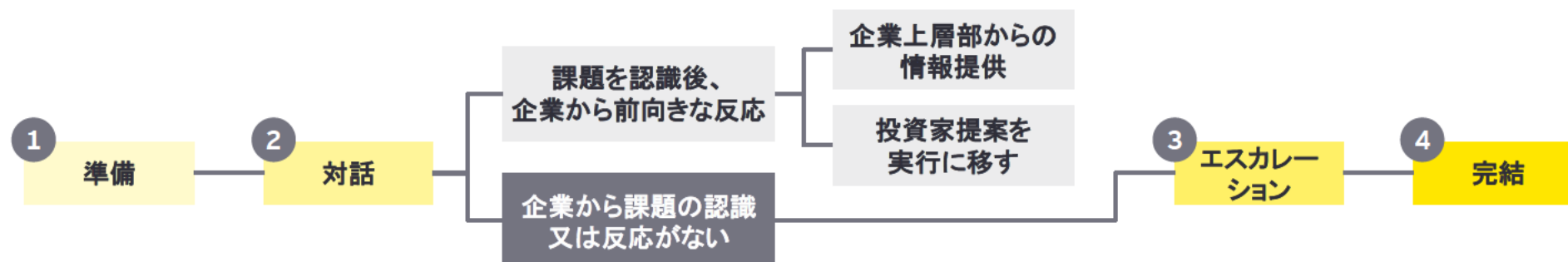
- 協働エンゲージメントの定義
- ▶ PRIによると協働エンゲージメントとは、複数の機関投資家が集まり、投資対象の企業に環境、社会、企業統治(ESG)の課題について協働して働きかけることで実現する。投資家が意見を統一して企業との対話に臨めば、課題に関する投資家の問題意識が対象企業の上層部に明確に伝わりやすくなる。その結果、より具体的な知識に基づいた建設的な対話が生まれる

協働エンゲージメントの成功に必要な4要件			
Commonality (共通性)	Coordination (調整)	Clarity (明瞭性)	Clout (影響力)
▶ ESG課題について、及びその課題への対応を協働して行うことの理論的根拠についての理解を明確にし見解の一致を確認しておくことで、後にグループ内で意見の相違が起きるのを防ぐことができる	▶ グループのリソース規模をイニシアティブの規模に合わせることは、成功への基盤になる。グループの作業の調整を第三者のコーディネーターに依頼することもできる	▶ 投資グループの全員で「基本原則」(例えば、どの情報を公表できるかなど)について理解の一致を確認しておくことは、信頼を生み、誤解が生じるのを防ぐことになる	▶ 責任投資の専門家とポートフォリオマネージャーが定期的に連携することで、企業に向けられるメッセージの明瞭性と影響力が高まる

協働エンゲージメントの類型		
国連・気候変動	投資家団体	特定テーマ
Signatory of:  PRI  Climate Action 100+	 Ceres  AIGCC  ICGN  機関投資家協働対話フォーラム	 FAIRR  Nature Action 100  30%Club UK  インベスターグループ  30%Club Japan  インベスターグループ

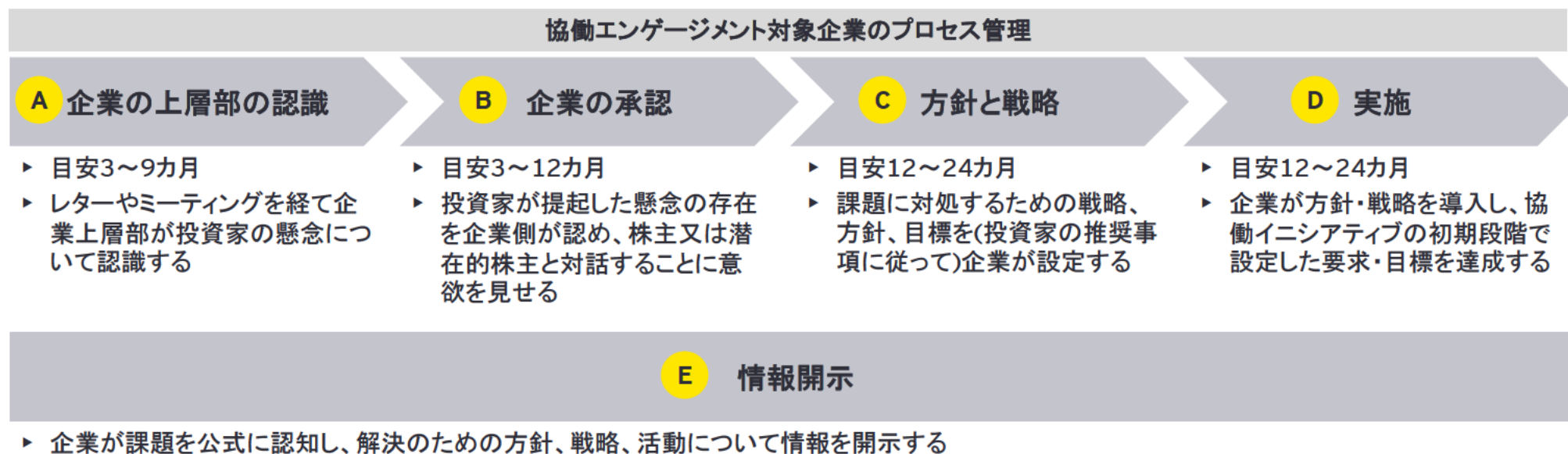
3.エンゲージメントの定義 ～協働エンゲージメントのプロセス

- ▶ PRIでは協働エンゲージメントについて、投資家グループで1つ又は複数のESG課題を特定したのち、当該課題について協働で働きかけることで同意を獲得。協働エンゲージメントのプロセスについて、一般的に4つの段階で実施される



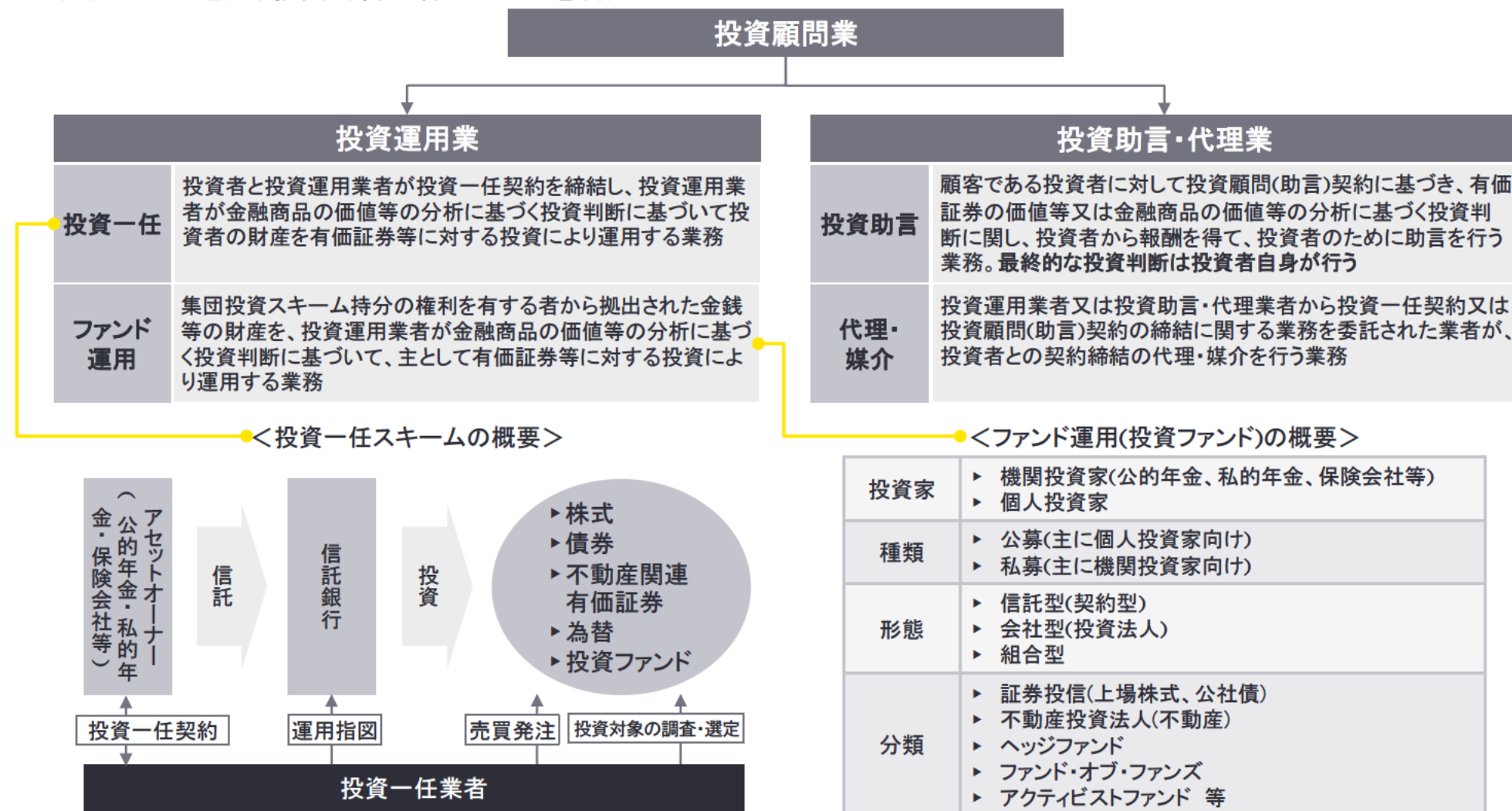
3.エンゲージメントの定義 (参考)PRIクリアリングハウス～成果評価モデル

- ▶ PRIでは協働エンゲージメントの対象企業の対応について、以下5つの主要項目に従いエンゲージメントの進展を成果評価モデルにて確認を実施



3.エンゲージメントの定義 (参考)外部委託投資の全体像

- 外部委託投資(投資顧問業)は大きく投資運用業と投資助言・代理業に分かれており、アセットオーナーは目的に応じて投資一任、ファンド運用、投資助言の各サービスを利用している



(参考)投資における短期志向、長期志向

- 投資家の短期志向、長期志向の傾向を株価収益率(PER)で日米比較すると、2012年度から2022年度にかけて米国株(S&P500)は長期志向化(PER13.9倍→17.7倍)している一方、日本株(TOPIX)は短期志向化(同20.5倍→13.7倍)している

短期志向、長期志向とは

■ 主な考え方

▶ 短期志向

ショートターミズム、マイオピア(近視眼的)とほぼ同義で扱われる考え方。短期的なキャッシュ・フローや利益又はリターンを重視した投資行動を表す

▶ 長期志向

長期的な視点で企業価値を評価して行う投資行動を表す。企業との対話や株主行動の前提として、投資先企業の経営及び統治の質に関する情報を重視

■ 投資家別

▶ 短期筋: ヘッジファンド、銀行等

▶ 長期投資家: 年金、保険会社、基金、財団等

長期志向であっても短期売買や銘柄入替を行う主な背景

■ 資産配分の考え方

▶ 戦略的アセットアロケーション(SAA): 長期視点(ベンチマーク: BM)

▶ 戦術的アセットアロケーション(TAA): 短期視点(BMからの一時的な乖離)

■ 相場サイクル(セクターローテーション)(数年単位)

①金融相場(グロース株優位) → ②業績相場(景気敏感セクター優位) → ③逆金融相場(バリュー株、クオリティ株優位) → ④逆業績相場(ディフェンシブセクター優位) → ①(繰り返し)

■ その他

▶ 市場心理: リスクオン、リスクオフ(数日～数カ月単位)

▶ リスク管理: リスク許容度抵触、減損回避

株式投資における投資期間のイメージ

■ 投資期間に対する凡そのイメージ(※投資家によって異なる)

▶ 短期: 1年未満

▶ 中期: 5年前後

▶ 長期: 10年超

(ご参考)長期投資の期間の考え方

▶ 株価収益率(PER): 投資資金の回収期間(次頁参照)

▶ ハーバード大学基金の目標基準※: 単年リターン、5年・10年累積リターン

▶ 米キャピタル・グループ: 8年間の運用成績を重視

▶ 投資信託におけるロックアップ(一定期間の解約制限): 3～5年程度

▶ 国債の償還年限: 短期債(2カ月～1年)、中期債(2年、5年)、長期債(10年)、超長期債(15年～40年)

※2017年に運用体制等が変更され、現在は累積リターンは開示されていない模様

米国株はROEもPERも上昇してPBRが上昇
日本株はROEの上昇をPERの低下が相殺

		PBR (倍)	=	ROE (%)	×	PER (倍)	
S&P500 (米国)	2012年度	2.27		16.3		13.9	PER上昇(長期化) ≡ 米国株は長期志向化
	22年度	3.81		21.5		17.7	
TOPIX (日本)	2012年度	1.23		6.0		20.5	PER低下(短期化) ≡ 日本株は短期志向化
	22年度	1.28		9.4		13.7	

(出所) ファイデリティ投信マクロストラテジスト 重見吉徳氏
「PBR1倍割れの日本株」(5月16日)

(出典) 日本経済新聞2023年11月20日付朝刊15面より抜粋

(参考)投資における短期志向、長期志向 ～投資資金の回収期間としての株価収益率(PER)～

- ▶ 株価収益率(PER)は、株価が割高か割安かを判断するための指標であり、株価が1株当たりの当期純利益(EPS)の何倍になっているかを表している。また、投資の回収期間を示す指標でもあり、PERの上昇(または低下)は回収期間の長期化(または短期化)を表すことから、過去のPERと比べることで投資家の投資期間に対する見方を確認できるものと考えられる

解説

一般にPERが高いと利益に比べて株価が割高、低ければ割安であるといわれます。

当期純利益は、会社が1年間の営業活動で株主全体にもたらした利益で、この中から配当が支払われ、残りは株主の資産(純資産)として蓄えられていきます。それを1株当たりで表したのが「1株当たりの当期純利益(=1株益)」です。

$$\text{PER(株価収益率)(倍)} = \frac{\text{株価}}{\text{1株当たり当期純利益(EPS)}}$$

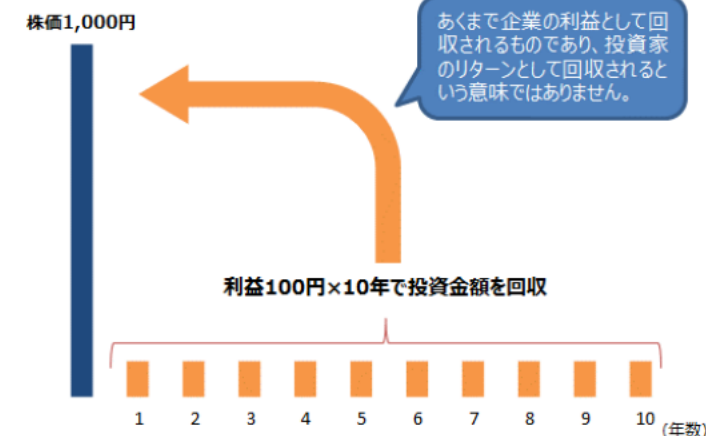
1年間の活動で株主にもたらされる利益

例: A社の株価1,000円、予想1株当たり当期純利益100円の場合 $\frac{1,000\text{円}}{100\text{円}} = 10\text{倍}$

例の場合、A社が1株益100円を10年間継続すれば100円×10年=1,000円となり、理論上、株主は10年で投資資金を回収できることになります。このように、PERは、投資資金を1株益だけで回収するのに何年かかるかを表しています。株価は会社の業績を先取りして動くので、今後の決算の予想の1株益を使用します。

PERは何倍が妥当という水準を示すものではありませんので、投資先となる会社の過去のPERの動向を見たり、同業他社などと比較したりして、相対的な投資尺度として活用しましょう。

<イメージ図>



会社の過去の

PERと比較する
ケース

A社のPERが過去2年間で8倍～12倍の間で推移していた場合、PERが15倍に上昇すれば割高、6倍に下がれば割安になっていると判断することができます。

同業他社と

比較するケース

例の会社(A社)の同業のB社の株価が1,000円で予想1株益が50円の場合、PERは20倍です。B社が同じ1株益を継続した場合、投資資金の回収に20年(50円×20年=1,000円)かかることになります。この場合B社に比べA社の方が割安ということになります。

PERの一般的な傾向としては、企業の今後の成長期待が高いほど、さらなる株価上昇を期待して株価が高くても買う投資家が出てくるため、PERは高くなります。また、業種によってPERが高い業種と低い業種があります。

(参考)投資における短期志向、長期志向 ～運用スタイルによる投資保有期間の違い

- ▶ パッシブ運用では、バイ・アンド・ホールド(買い持ち)の投資手法により、ベンチマークの対象銘柄から外れない限り長期保有が基本となり、ベンチマークとする投資指標並みの収益獲得を目指す
- ▶ 一方、アクティブ運用では、中長期的な株価上昇を目標(目線)としながら、市場の値動きに応じて売却と購入を繰り返し、超過収益の獲得を目指す

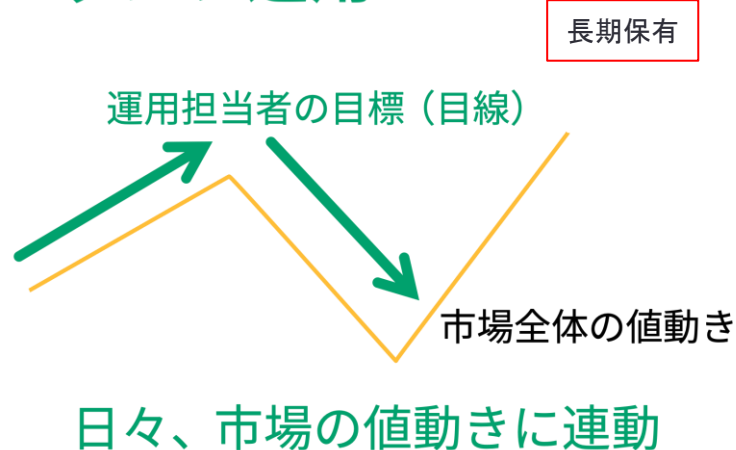
パッシブ運用

- ▶ 中長期的にベンチマークとする投資指標並みの収益獲得を目指す
- ▶ バイ・アンド・ホールド(買い持ち)の投資手法により、ベンチマークの対象銘柄から外れない限り長期保有が基本

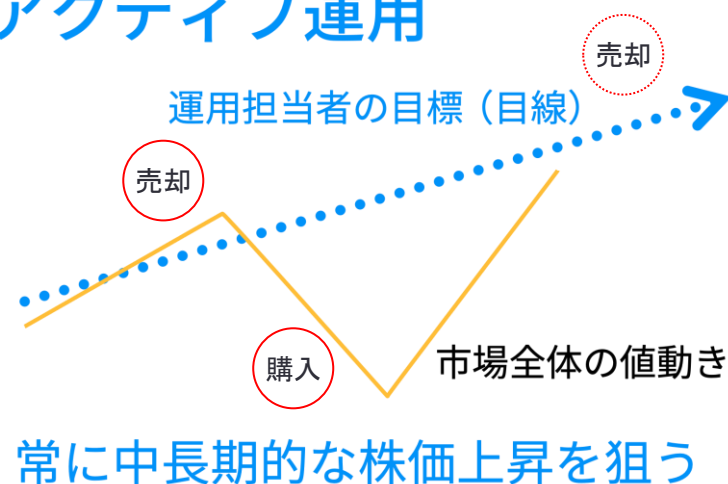
アクティブ運用

- ▶ ベンチマークから資産配分を乖離(オーバーウェイト／アンダーウェイト)させることで超過収益の獲得を目指す
- ▶ 運用担当者の目標(目線)は中長期的な株価上昇にあり、目標株価に到達した時点で利益確定売りを行い、株価が目線を下回ったタイミングで再度購入するプロセスを繰り返す

パッシブ運用



アクティブ運用



The background of the slide is a close-up photograph of vibrant green grass blades. Numerous clear water droplets are clinging to the tips and surfaces of the blades, creating a fresh and natural aesthetic. The lighting is soft, highlighting the texture of the grass and the glistening of the water.

4.日米欧のエンゲージメントを めぐる制度や規制の比較

4.日米欧のエンゲージメントをめぐる制度や規制の比較 ～スチュワードシップ・コードの国際比較

	日本	英国	米国	欧州
名称	「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》	UK Stewardship Code	Stewardship Principles	EFAMA Stewardship Code
策定年	2014年	2010年	2017年	2011年
改訂年(直近)	2020年	2020年	2018年	2018年
制定主体	スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (金融庁・東京証券取引所)	FRC	Investor Stewardship Group	EFAMA (European Fund and Asset Management Association)
対象機関	機関投資家 (運用機関、アセットオーナー)	アセットオーナー アセットマネージャー サービスプロバイダー (asset owner/asset manager/service provider)	機関投資家 (Institutional investors)	資産運用会社 (asset manager)
規則タイプ	プリンシプルベース (comply or explain)	各原則の適用義務付け (apply and explain)	プリンシプルベース (comply or explain)	プリンシプルベース (comply or explain)
対象アセット	上場株式、他の資産への投資	上場株式、債券等	言及なし	株式
法的拘束力	無し	無し	無し	無し
備考	▶ 2020年改訂版から対象アセットを上場株式以外に拡大 ▶ 3年に1度の定期改訂を2023年に廃止	▶ 2020年改訂版から対象機関別、アセット別にコードを制定 ▶ 2020年改訂版から対象アセットを上場株式以外に拡大	▶ 頻繁な改訂は想定しておらず、スチュワードシップの進展に合わせて定期的に評価・改訂が必要	▶ 2年に1度改訂予定

出典:金融庁「[スチュワードシップ・コード\(再改訂版\)の確定について](#)」、FRC「[The UK Stewardship Code 2020](#)」、Investor Stewardship Group「[Stewardship Principles](#)」、EFAMA「[EFAMA Stewardship Code](#)」

4.日米欧のエンゲージメントをめぐる制度や規制の比較 ～スチュワードシップ・コードの国際比較(日本・英国)

- ▶ 日本のスチュワードシップ・コードは英国をモデルに策定されましたが、協働エンゲージメント、エスカレーションの記載がない他、サービスプロバイダー向け原則の記載がないことを確認

	日本	英国
コード (原則)	1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである 2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである 3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである 4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである 5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである 6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである 7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである 8. 機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである	【目的・ガバナンス】 1. 署名機関の目的、投資哲学、戦略、及び文化によって、経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような顧客と最終受益者に対する長期的な価値を生むスチュワードシップを可能とする 2. 署名機関のガバナンス、リソース、及びインセンティブはスチュワードシップをサポートする 3. 署名機関は、顧客と最終受益者の最善の利益を優先するために、利益相反管理を行う 4. 署名機関は、十分に機能する金融システムを促進するために、市場規模のリスク及びシステムリスクを認識し、それに対応する 5. 署名機関は、自身の方針を見直し、自身のプロセスを確実なものとし、自身の活動の効果を評価する 【投資アプローチ】 6. 署名機関は、顧客と最終受益者のニーズを考慮し、スチュワードシップと投資に係る活動とその結果を彼らに伝達する 7. 署名機関は、スチュワードシップと投資を、重要な環境、社会、ガバナンスの課題、そして気候変動も含めて、自身の責任を果たすために体系的に統合する 8. 署名機関は、アセットマネジャー及び／又はサービスプロバイダーをモニタリングし、責任を問う 【エンゲージメント】 9. 署名機関は、資産価値の維持又は向上のため、発行体企業とのエンゲージメントを行う 10. 署名機関は、必要に応じて、発行体企業に影響を与えるために、協働的なエンゲージメントに参加する 11. 署名機関は、必要に応じて、発行体企業に影響を与えるために、スチュワードシップ活動のエスカレーションを実施する 【権利行使と責任】 12. 署名機関は、積極的に権利を行使し、責任を果たす

4.日米欧のエンゲージメントをめぐる制度や規制の比較 ～スチュワードシップ・コードの国際比較(米国・欧州)

	米国	欧州
コード (原則)	1. 機関投資家は、その資金を運用する顧客に対して説明責任を負う 2. 機関投資家は、投資先企業に関してコーポレート・ガバナンス要因をどのように評価しているかを示すべきである 3. 機関投資家は、委任状による議決権行使やエンゲージメント活動において生じ得る潜在的な利益相反をどのように管理しているかを、一般的な用語で開示すべきである 4. 機関投資家は、委任状による議決権行使の決定に責任を負い、その決定に助言する第三者の関連する活動や方針を監視すべきである 5. 機関投資家は、建設的かつ現実的な方法で企業との相違に対処し、その解決を試みるべきである 6. 機関投資家は、コーポレート・ガバナンス及びスチュワードシップ原則の採用と実施を奨励するため、適切な場合には協力すべきである	1. 資産運用会社は、受託者としての責任を果たすかどうか、またその方法について、エンゲージメント方針を一般に公開すべきである。資産運用会社は、エンゲージメント方針を策定しないことを決定した場合には、その理由を明確かつ合理的に説明すべきである 2. 資産運用会社は、投資先企業をエンゲージメント方針に従って監視すべきである 3. 資産運用会社は、顧客の投資価値を保護し向上させるために、投資先企業とのエンゲージメントをいつ、どのようにエスカレートさせるかについて、明確なガイドラインを策定すべきである 4. 資産運用会社は、適切な場合には、他の投資家と協働して行動することを検討すべきであり、その際には、協調して行動するに考慮すべきである 5. 資産運用会社は、慎重に議決権を行使すべきである 6. 資産運用会社は、スチュワードシップ及び議決権行使活動の実施並びに結果を開示すべきである

The background of the slide is a close-up photograph of vibrant green grass blades. Numerous clear, spherical water droplets are clinging to the tips and surfaces of the blades, creating a fresh and natural aesthetic. The lighting is soft, highlighting the texture of the grass and the clarity of the water.

5.日米欧のエンゲージメントの 実態比較

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントに関するヒアリング調査方針

- ▶ 下記の要領で、エンゲージメントに関するヒアリング調査を実施

項目	内容
ヒアリング概要・目的	▶ 日本のエンゲージメントの在り方について参考になる情報を収集すべく、日・米・欧の各国の機関投資家・企業に対してエンゲージメントの実態や課題等の情報収集を実施
ヒアリング対象者	▶ 日・米・欧の機関投資家及び企業(計23社)
ヒアリング項目	(機関投資家) ▶ ポートフォリオの方針と長期投資の期間の考え方 ▶ エンゲージメントを行う目的・方針・テーマ ▶ エンゲージメントの方法・頻度・エスカレーション ▶ 協働エンゲージメントの実施状況 ▶ エンゲージメントにおける課題及び制度上の障害 等 (企業) ▶ 議決権比率によるエンゲージメントの受け止め方、感じるプレッシャーの程度 ▶ パッシブ運用機関投資家とアクティブ機関投資家でエンゲージメントの違い ▶ エンゲージメントにおける日米欧の機関投資家の違い ▶ 機関投資家とのエンゲージメントにおける課題や要望 等

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～ヒアリング結果のサマリー 1/2

エンゲージメントの目的	▶ 日米欧の投資家では、「投資先の企業価値の向上」、「市場全体の底上げ」、「投資先の理解」が共通していた ▶ 日本の投資家では独自の目的は確認されなかったが、欧州では社会的インパクト創出の観点にも言及する投資家があり、米国ではAMの一部で企業に影響を及ぼすことを目的としないとも確認された点が違いである
エンゲージメントのテーマ(長期志向・短期志向との関係性含む)	▶ 日米欧の投資家・企業で、経営／事業戦略、財務戦略、ESGテーマ関連が共通していた。ただし欧州ではESG関連の話の割合が多い点が違いである ▶ 日米の投資家では確認されなかったが、欧州では公的年金の受益者へ調査を実施し、エンゲージメントテーマに反映するという受託者責任の観点を意識した取組みは違いである ▶ 日本企業からは、米欧投資家から日本的な経営(資本効率が低い等)に対するエンゲージメントがある点が特徴的であるが、日本の投資家は財務や資本効率の対話もあるが、米欧ほどはエンゲージメントの内容が深くない点で違いがあることが指摘された。また、欧州企業からは、欧州投資家の間で社会的インパクトもテーマとなっていることが確認された
エンゲージメント対象企業の選定	▶ 日米欧の投資家で、投資金額・保有割合を中心とした優先順位付け、問題のある企業を選定する点が共通しており、他に日欧では、業界で時価総額が大きい企業を選定する点も共通していた ▶ 日本では確認されなかったが、欧州ではリーディングカンパニーも対象企業としている点が違いとして確認された
エンゲージメントの質・頻度	▶ 日米欧の投資家では、年に投資先企業一社に対して1～2回の頻度である点が共通していた ▶ 日本では確認されなかったが、欧州では問題のある企業に対して一定期間において、特定のテーマで集中的にエンゲージメントを行う投資家がいる点が違いとして確認された ▶ 企業から見た投資家のエンゲージメントの質は、日本企業からは米欧の投資家は、日本の投資家と比べて建設的であり、日本の投資家は長期視点はあるものの、細かい質問が多いとの意見が聞かれた ▶ また、日本の投資家のエンゲージメントに占める取材の割合が非常に増えており、8割程度が表面的な質問に留まっていることが、米欧の投資家との相違点である ▶ 日本企業はやや受身的であるのに対し、米欧は投資家を啓発する点でより積極的な姿勢の違いが確認された
エンゲージメントのエスカレーションの取組	▶ 日米欧の投資家では、議決権行使(反対行使)を活用する方針が共通していた。ただし、日本では反対行使やダイベストメントに至った事例はなく、米欧では双方ともに実施している点が違いである。また、米欧では協働エンゲージメントやメディア戦略が手段である点も日本との違いである。米欧の投資家の方が、エンゲージメントのエスカレーションを行っている

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～ヒアリング結果のサマリー 2/2

エンゲージメント の体制(対応者の 属性・人材育成方 針含む)

- ▶ 日米欧の投資家では、企業とのエンゲージメントをスチュワードシップ専門部署やアナリストが対応する点で共通していた。日本では確認されなかったが、米欧では、ポートフォリオマネージャーも対応する点の違いである
- ▶ 日本のAO(GPIF)はエンゲージメント・議決権行使をAMに外部委託しているが、米欧のAOは自前でOne Voiceとしてエンゲージメント・議決権行使を実施する点の違いである。米欧のAO(公的年金基金)はエンゲージメント・議決権行使を外部AMに委託しない
- ▶ 人材について日本は中途採用も活用し人材の多様性を確保しつつあるが、米欧ではプロフェッショナル(MBAホルダー、弁護士など)が在籍していたり、ESG各分野の専門家がいるなどの点で違いがある

エンゲージメント の課題・問題意識

- ▶ 日欧の投資家からは、日本の協働エンゲージメントにおける共同保有・重要提案行為の改善、日本の投資家からは、エンゲージメントに掛かるリサーチコストや人材育成、欧州の投資家からは、協働エンゲージメントにおける、投資家間での認識や情報共有で課題が確認された
- ▶ 日本企業からは日本の投資家に対し、以下のように厳しい意見が複数寄せられた
 - ▶ エンゲージメントと称した取材が多い・エンゲージメントの定義を明確にして欲しい(ESG取材、ESGエンゲージメントと言われることもあり混乱)
 - ▶ 開示情報レベルで分かることは事前に調査・分析を行った上で対話に臨んで欲しい
 - ▶ 証券会社経由ではなく、企業に直接連絡してきて欲しい(形式的な対応に感じられる)
- ▶ 欧州企業からは、数千もの機関投資家が存在する中で、全ての投資家とのエンゲージメントを行うのは困難であるため、投資家によるエンゲージメントの方法論の統合や標準化が必要との意見が聞かれた。また、欧州のアクティブ運用機関に対して、短期且つ詳細な質問を繰り返されることや、企業調査能力が不足している、また投資家内部の部署間での情報共有に課題があるとの懸念の声も聞かれた

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較

～エンゲージメントの目的 1/3

- ▶ 投資家によるエンゲージメントの目的は、投資先の企業価値の向上、市場全体の底上げ、投資先の理解、といった点が日米欧に共通で見られた
- ▶ 欧州では、経済的リターンの追及に止まらず、社会的インパクトの創出も目的とする投資家がAO(公的年金基金、以下同じ)とAMの双方に見られた
- ▶ スウェーデンでは、大株主であるAOが投資先企業の指名委員会に参加し、取締役のパフォーマンスの評価や取締役の募集、報酬の設定など企業に深く関与しており、北欧を除く他の地域ではあまり見られない特徴となっている

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
日本	AM	▶ 当社が掲げる望ましい経営のあり方に向けた変化を誘発するための手段としてを実施 ▶ 企業価値の向上が基本。企業の直接的な課題解決だけでなく、投資家の視点において、企業の課題がどのように見えるのか問題提起することも目的。知見の獲得や業界全体の底上げ ▶ 投資先企業の中長期的な企業価値向上、運用における超過収益の獲得、市場全体の底上げによりお客さまの中長期的な投資リターンの最大化 ▶ 投資先企業に課題の改善を働きかけ。企業価値の向上とその先の運用パフォーマンスの向上
	AO	▶ 企業のビジネス慣行を変えるため
米国	AM	▶ 長期的に企業のリスクを管理すること。企業がいかに内部における統制が効き、管理されているかを理解すること。株主価値を創造するための適切なプロセスや方針が検討されているか確認すること。会社の戦略に影響を与えようとはせず、経営陣の判断の理由を理解することに努める。投資先企業の意思決定について理解し、必要があれば情報開示をするように促し、開示してもらうこと。企業の課題・問題について話し合い、経営者等のリーダーと関係を築くこと ▶ 市場の特性や企業毎に異なる。企業の持続的な成長を促す。社会全体の利益かつ企業の成長を後押し。時間をかけてESGに関する全ての礎を強化すること ▶ 企業の本質的な価値と市場価格とのギャップを縮め、市場価格を上昇させるための橋渡し役のようなもの
	AO	

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントの目的 2/3

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
欧州	AO	▶ 社会に対してポジティブなインパクトを生み出すこと。投資先企業が本質的に改善していくこと ▶ 責任ある投資家・アクティブオーナーであることが法令で定められており、エンゲージメントを重視。端的に言えば、企業のパフォーマンス向上。スウェーデンでは企業の指名委員会が最大株主で構成される。当社は多くの企業の大株主であり、年間約50の指名委員会に参加し、同委員会では取締役会のパフォーマンスを評価し、取締役を選出するよう提案している。新しい取締役の募集や報酬の設定、監査人の評価や提案も含まれる。これはスウェーデンの株式市場の特徴であり、フィンランドやノルウェーでも見られるが、他の地域では機関投資家がここまで関与するのは珍しい
	AM	▶ 企業が何をしているのか理解するため。企業が実際にどのようなことをしているのか理解するためのモニタリング。企業の方針や行動に影響を与えるため。企業の成長の支援のため ▶ 実社会のインパクトを創出すること。企業のサステナビリティの成果を改善していくこと。企業価値の向上に向けて企業の行動の変化を促す対話、企業不祥事への対話、企業のSDGs貢献の改善を目指す対話 ▶ ユニバーサルオーナーアプローチと呼ばれる方法で市場全体のスタンダードを高めようとする。結果を伴うエンゲージメント、つまり企業に対して何等かの変化を促し、その結果が出ることを強く求めている ▶ PRIの定義を使用しており、ESGに関する企業のプラクティスに影響を及ぼすか、ESG関連の情報開示を改善すること

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントの目的 3/3

- ▶ 企業によるエンゲージメントの目的は、投資家に戦略をしっかりと理解してもらう、投資家の知見や視点を獲得する、といった点が日米に共通で見られた

○企業

国・地域	意見
日本	▶ 資本市場との対話を通じた経営品質の向上を目指しており、対話による気づきは多々ある。当社がやろうとしていることを投資家にしっかりと理解してもらうことが大事 ▶ 長期ビジョンや中計について対話を実施。中計発表直後から対話を開始し、年間を通じて継続的にテーマとなる。対話を通じて投資家の豊富な知見が得られることもある
米国	▶ 全ての投資家に企業戦略を理解してもらうため、既存株主及び株主候補と積極的にエンゲージメントを行っている。投資家の視点を理解するためにエンゲージメントを行っている。あらゆる投資家とのエンゲージメントにオープンであり、資本市場の声に耳を傾けて投資家の視点を知ることができるため、全てのエンゲージメントが建設的だと考えている
欧州	▶ パッシブ投資家にはエンゲージメントまたはスチュワードシップ専門のチームがあり、とてもプロフェッショナルで、例えば報酬体系などについてよく意見を聞くことがある。正しい方向に進むために投資家とのエンゲージメントを行っている訳ではない ▶ 企業の経営戦略に対するフィードバックとして受け取っている。機関投資家が何に懸念するのかは学んでいる。また、機関投資家からは、他社の取組など外部の情報を提供してもらっている

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントテーマ 1/4

- ▶ 機関投資家によるエンゲージメントのテーマは、**経営／事業戦略、財務戦略、ESGテーマ関連**が日米欧に共通で見られた
- ▶ 米国では、**株価に連動したインセンティブ付け**が特徴的であり、資本市場の規律付けと関連しているものと考えられる。また、経済産業省公表の事業ポートフォリオ再編の戦略をしっかりと考えることで、日本企業の多くが価値を生み出すことができるとの意見が聞かれた
- ▶ 欧州では、**規制当局との政策エンゲージメント**の取組みが見られた。また、**インベストメント・チェーンの最上流である公的年金の受益者**に対して調査を行い、**意見をテーマに反映する取組み**は、受託者責任の観点から先進的と考えられる
- ▶ AO(公的年金基金、以下同じ)とAMとで、テーマに特に大きな違いは見られなかった

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
日本	AM	▶ 毎年エンゲージメントの重要テーマを策定。事業戦略、財務戦略、ESGのテーマで構成。パッシブ運用を対象としたエンゲージメントのため、産業界全体に向けたエンゲージメントが多い。アクティブ運用は個別性が強くなり、個々の企業のマテリアリティを意識し、より特定の企業の重要テーマにフォーカスした内容 ▶ アクティブ運用を重視し、個別企業の課題を抽出しカスタマイズしてテーマを設定。経営戦略、ESG、財務でバランスよくエンゲージメント ▶ 12のESGマテリアリティ。時価総額や経営課題の重要性等を考慮。議決権行使で反対票を投じた先・不祥事企業等 ▶ 経営戦略、資本政策、情報開示、ESG(特にG)辺りが多い。重点ESGテーマとして6点(①脱炭素社会に向けた取組み、②生物多様性、③人的資源と生産性、④ダイバーシティ、⑤人権、⑥ガバナンスの実効性)
米国	AO	▶ テーマは事業戦略、ESG関連、業績関連があるが、大半はESG
	AM	▶ 大きなテーマは5点(①取締役会の質と実効性、②企業の戦略・目的、財務の強靱性、③株価に連動したインセンティブ付け(役員報酬)、④気候変動と自然資本、⑤企業が従業員に与える影響) ▶ ESGの各要素でテーマを設定(気候変動、エネルギー移行、ダイバーシティ、企業文化、取締役会の構成、資本配分等) ▶ 資本配分や事業ポートフォリオ戦略。METIが公表している事業ポートフォリオ再編に関する考え方はとても素晴らしく、当該戦略をしっかりと考えることで日本企業の多くが価値を生み出すことができるようになると思う。ESG関連の内容も扱うが、ESGという単語ができる前まではガバナンスが最も重要だった。独立又は社外取締役が存在し、かつ機能していることが重要(独立又は社外取締役からみて、当該企業が株主の利益のために経営されているのか、あるいは経営陣と一部の株主の利益だけを優先していないか等)である

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントテーマ 2/4

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
欧州	AO	▶ 複数の大口顧客と話し合い、ヘルスケア(環境・健康・安全(EHS)関連)を中心に気候変動、人権、生物多様性、ガバナンスに設定。公的年金の受益者に対して調査を行い、重要テーマを調整。規制当局とのエンゲージメントを現在検討
	AM	▶ テーマについては多岐に渡っているが、気候変動に関するものがメイン ▶ ESG専門家が毎年、関連するESGトピックを選定 ▶ スチュワードシップチーム: ESG関連のテーマ(①気候変動、②自然、③人間、④ヘルスケア、⑤ガバナンス、⑥デジタル化)。投資チーム: 財務実績、現在の事業戦略、事業戦略の変更 ▶ ESGテーマでは、「3つのE」(energy transition、healthy ecosystems、equality)について企業と対話。ガバナンスについても、気候変動や自然資本に対するガバナンスから役員報酬など幅広く対話。また、規制当局等との政策エンゲージメント

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントテーマ 3/4

- ▶ 企業から見たエンゲージメントのテーマは、経営／事業戦略、財務戦略、ESGテーマ関連が日米に共通で見られた
- ▶ テーマ別では、日米の投資家は経営／事業戦略、財務戦略(業績含む)の話が多く、欧州の投資家はESG関連の話が多い傾向が確認された
- ▶ 欧州企業からは、欧州の投資家の間で社会的インパクトもエンゲージメントのテーマになってきている状況が確認できた

○企業

国・地域	意見
日本	▶ パッシブ投資家は主にESGに関する内容が集中しており、特に環境とガバナンスは多くなっている。アクティブ投資家はESGの視点もあるが、経営戦略、業績見通し、資本効率、事業ポートフォリオ戦略、成長戦略等の内容が多くなっている。海外投資家の方が、日本的な経営を良しとしない程度が強い。具体的には、資本市場の理論(事業ポートフォリオの再編、自社株買い、資本効率の向上等)でエンゲージメントを行う投資家もいる ▶ パッシブ投資家とアクティブ投資家とでエンゲージメントの内容に特に違いは感じておらず、基本は同じ。足元では業界全体の業績が芳しくないため、業績や事業再編、経営戦略の話になることが多い。地域別では、欧州投資家はESGの話が比較的多く、日・米投資家は欧州と比べるとESGテーマの割合は低く、業績の話が多い傾向にある ▶ 投資家側の対話内容に応じており、当社から対話内容を変えることはない。対話のベースは経営戦略、長期ビジョン、中計。パッシブ投資家とアクティブ投資家は日本国内では違いは特に感じない。欧米では、パッシブ投資家との面談機会が非常に限られているが、彼らは議決権行使基準に照らした対話を行っており、目的・テーマが定まっている。日米欧の機関投資家でテーマは大きく変わらない。業績については、国内投資家の方が足元の詳細な変動要因などを聞いてくる傾向。ESGについては、欧州投資家の方が多少進んでいるが、テーマは人材、ガバナンス ▶ パッシブ投資家とアクティブ投資家とで変わらない。国内外の投資家から対話で聞かれる内容は大きくは変わらない。強いて言えば、欧州投資家の方がESGへの関心は高いが、ESGの全てを聞いてくるわけではない。財務(業績)の話も地域差無くテーマとなる。テーマとしては経営戦略の話が多い ▶ 欧州(特に北欧系、オランダやスイス)の投資家は、ESGの中でも気候変動に関する質問が非常に多い。経営戦略、財務の資本効率のテーマについては、地域差なく質問を受ける。エンゲージメントの中心はガバナンス、経営戦略、気候変動で、昨今では人的資本も加わっている。日米で違いは特にない

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントテーマ 4/4

○企業

国・地域	意見
米国	▶ 当社からの対話内容は一貫しているが、投資家・投資戦略によって関心のあるテーマは異なる。アクティブ投資家は、その名の通り、様々な機会を用いて我々と積極的に対話を行っている。パッシブ投資家は、インデックス運用の性質上、アクティブ投資家ほど頻繁に対話の機会を求めておらず、要請に応じてアクティブ投資家と同様に対話を行っている。対話先は米国投資家が大半を占めており、戦略や人材に関して詳細な話をすることが多い。欧州投資家とは一般的又はハイレベルな話が多く、テクノロジーに関する専門的な話は少ない。一方、ESG関連の話は米国投資家と比べて多い。日本投資家は、どちらかというと米国投資家寄りで詳細気味と考えている。当社には現在、中期経営計画(mid-term model)があり、向こう3年間の売上成長率とフリーキャッシュフローの2つの目標・指標を定めている。近年の大きな事業変革の実行を受け、財務状況や業績がどうなるかを投資家に示す必要性が感じられて作成した。中計により、投資家と良好なコミュニケーションができています
欧州	▶ 欧州の投資家はサステナビリティのテーマが多く、米国の投資家は財務面のテーマが多い。日本の投資家は長期テーマであり、サステナビリティ関連。社会的インパクトも特に欧州投資家の間で2018年頃からテーマになってきている。社会的インパクトがあることを示すことで投資家の投資意欲を高めることができる。サステナビリティに関するテーマは、安全性からガバナンス、環境、社会、インパクトへと変遷 ▶ 欧州の機関投資家は、ESG、中でもE(気候変動)への関心が高い。米国の機関投資家は、この流れにキャッチアップしてきたところである。アジアの機関投資家とはあまりエンゲージメントを行っていない。ポジティブインパクトなどインパクトがエンゲージメントのテーマになることもあるが、それはオランダの機関投資家という局所的な傾向ではないか

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～投資期間の志向とエンゲージメントテーマの関係性 1/3

- ▶ 投資期間の志向とエンゲージメントテーマの関係性については、大半の機関投資家が関連があると回答
- ▶ AOは長期志向であり、AMも基本は長期志向と考えられるが、短期志向の投資家ニーズにも応えなくてはならない関係上、一部のAMを除いて運用商品・戦略によって区々の対応となっている
- ▶ また、アクティブ投資をメインとする欧州のAOからは、長期志向である一方、株式の買入・売却によるポートフォリオの入替を行っており、必ずしも長期保有とは限らない実態も確認された(P.19参照)

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
日本	AM	▶ 基本的には関係している。企業が掲げるマテリアリティはすぐに解決可能ではないため、3年程度かけて対話を行う ▶ ファンドマネージャーのエンゲージメントではエグジットを意識しているため、関連性はある。ファンドのストラテジーの中にはロング・ショートやイベントドリブンで売買するプロダクトがある一方、一度投資したら10年くらい売却しないものもあり、プロダクトの特性による ▶ エンゲージメントは全ファンド共通の取組みのため、関連性はない。バイ&ホールドを念頭にエンゲージメントを考えており、10年超でのテーマ設定も行っている ▶ 関連性はあまりないと考えている。投資判断をどうするかは、エンゲージメントの内容だけではなく、バリュエーションなど総合的な判断になる。投資判断に左右されることなく、中長期的な課題解決に注力している
米国	AO	▶ 関係性はある。当基金は長期投資を行っており、短期的な視点であれば、ESG等を重要視しない
	AM	▶ 当社には幅広い投資期間が存在しており、毎月等の短期のリターンを求める顧客もいれば、退職後の投資家として30年以上先まで資金の回収を求めない顧客もいる。長期視点を持つ理由の一つにインデックス投資をしていることがある。仮に経営陣が変わったとしても投資を続ける顧客が多い。そのため、当社のスチュワードシップは、企業の経営陣と長期的な関係を築こうとするアプローチになっている。仮に30年間投資するとした場合、長期でのエンゲージメントが必要 ▶ 短期志向と長期志向の機関投資家では、アジェンダのバイアスが異なる。短期志向の場合は、会計手法や自社株買い、資本サイクルの変化等経営陣の判断で操作が可能なことを議論する。長期志向の場合は、ガバナンスだけでなく、環境や社会への対応が重要であり、1、2年では成果が出ない内容である ▶ 投資期間とエンゲージメントテーマに関係があると思っている。例えば、一部のアクティビスト投資家は、企業へ計画を速やかに実行することを強要するが、短期的な視点での対話になる

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～投資期間の志向とエンゲージメントテーマの関係性 2/3

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
欧州	AO	▶ 当社は伝統的にパッシブ投資家であり、長期投資を志向している。長期保有する関係から、エンゲージメントにおいて業績面にはそれほど重きを置いていない。当社は公的年金基金であることから、長期リスクを取らなければならない。この点が、当社が気候変動についてエンゲージメントを行っている最大の理由となる ▶ 我々は長期的な投資家であり、全投資において長期的な視野を持っているが、株式の買入・売却によるポートフォリオの入替は行っている。アクティブ投資がメイン。特定の投資が短期的なものであれば、リソースが限られているため、エンゲージメントは長期保有の企業に焦点を当てる必要がある
	AM	▶ 関係性はあると考えており、対話を重ねるにつれて信頼関係が構築され強固な関係性となる。対話を重ねていくことで、報酬関連のようなセンシティブなテーマについても対話を行うことができるようになる ▶ 原則、投資期間とエンゲージメントは関連性がある。エンゲージメントチームは、特に気候変動テーマに関しては長期志向である。投資チームの行動と調整を行っており、投資チームが何らかの理由で保有株式を売却する場合は、通常、エンゲージメントもすぐに終了する ▶ 関連性はあると考える。例えば石油ガス企業の株式を半年間保有していたと仮定する。投資家の多くは気候変動対策を重要な論点にあげるが、保有期間が短い場合は、目先の利益(原油価格の動向)が気になることから、エンゲージメントテーマは変わると考える ▶ 当社は長期投資家であることから、ESG課題に関して、複数年から長期にわたってエンゲージメントを行うことが合理的であると考えている。例えば、気候変動のネットゼロへの移行は2050年と長期にわたるテーマとなる。但し、人権や強制労働といった法令等への違反関連のテーマでは、比較的短期間で取り組むことになる

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～投資期間の志向とエンゲージメントテーマの関係性 3/3

- ▶ 企業から見た投資家の長短志向について、米国企業1社からは、欧州投資家は長期志向、米国投資家は短期志向との見解が示された
- ▶ 日本投資家は不明又はどちらでもないといった見解がある一方、長期的な視点があることも示された
- ▶ AOとAMでは、相対的に前者の方が長期視点との意見もあった。また、AOでは特に日米欧で地域差は認識されていない

○企業

国・地域	意見
日本	▶ 長期保有している場合は、比較的長期志向だと思う。自社株買いを実施してほしいというのは長期志向の考え方であると思われる。なぜなら、当社が資本効率を上げて、投資家から信頼されるために実施してほしいという意図があるためである。ただ、自社株買いを行うことで短期的に株価が上がるということはあるが。日本が短期志向・長期志向ということはない ▶ 国内投資家は細かい質問が多いが、長期的な視点はある。海外投資家の方が、より大局的な観点で質問してくることがあると感じる。この辺りは、投資スタイルの違いによって変わると認識している ▶ 強いて言えば、AOの方がより長期視点だと思う。AOとAMとで聞いてくる内容そのものは変わらない。長期視点のAOでも決算について聞いてくることはある。AOの長期視点は、中計期間の3年後や5年後の姿を尋ねる質問が多いことから感じるもので、国内外投資家で差はない。欧米でも大差は無いと感じる ▶ AOの方がより長期の視点で質問する比率が高い
米国	▶ 欧州投資家は長期志向、米国投資家は短期志向の傾向があるが、日本投資家は不明
欧州	▶ アクティブ運用の機関投資家の方が短期志向の傾向にあるという違いはある。エンゲージメントの内容は、投資家のタイプで異なる。ヘッジファンドであれば、ボラティリティを重視しているため、非常に短期志向である。ロングオンリーと言っているアクティブ運用の投資家であっても、短期の動向も気にしている

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメント対象企業の選定 1/2

- ▶ エンゲージメント対象企業の選定については、投資金額・保有割合を中心とした優先順位付けと問題のある企業の選定が日米欧に共通で見られた
- ▶ 日欧では他に、業界全体の底上げや他の企業への影響力の観点から、業界で時価総額が大きい企業も選定されている
- ▶ また、欧州では更に、セクター内での波及効果を期待し、リーディングカンパニーも対象として、より良い成果に結びつくようエンゲージメントが行われている事例も確認された
- ▶ AOとAMとで対象企業の選定方法に大きな違いは見られなかった

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
日本	AM	▶ 投資先2,400社のうち、投資金額上位・投資比率上位を定量的にスクリーニングし、300社程度(時価総額だと8割くらいの比率)を選定。対象先の300社にプラスアルファとして、運用部、グローバル・リサーチ部からのリクエストや株主との対話を望む企業からの要望に基づき実施。足元は330社程度がエンゲージメント対象 ▶ 当社からエンゲージメントを申し込む場合は投資先でかつ優先度が高い先となる。アクティブ保有が無い場合でも、業界の時価総額が高い先とは定期的の実施しており、知見の獲得や業界全体の底上げの観点となっている ▶ エンゲージメント対象ユニバースとして3つのアプローチ。時価総額や経営課題の重要性等を考慮するアプローチでは、リサーチ運用部のアナリストが主に重点的なカバー先として500社、ライトカバー先として300社の計800社を対応。12のESGマテリアリティ関連では、主にスチュワードシップ推進部所管で200銘柄程度をカバー ▶ 重点ESGテーマとして6つ(脱炭素社会に向けた取組み、生物多様性、人的資源と生産性、ダイバーシティ、人権、ガバナンスの実効性)特定し、アクティブ保有銘柄で課題がある・ありそうな会社を選定。また、企業側から対話を要請されることもある。年間1,000社にエンゲージメントを実施しているが、取材に近いものも含まれている
米国	AO	▶ 当基金は多くの会社に投資を行っており、限られたリソースでどのようなテーマを扱うのか決める必要がある。気候変動へのエンゲージメントを通じて、戦略や目標を確認している。他にはDE & I、経営陣や取締役の多様性、ガバナンスでは役員報酬や取締役のスキル等のテーマを基に対象企業を決めている
	AM	▶ 昨年約2,600社とエンゲージメントを実施。優先順位の付け方は、まずは株式保有数の観点であり、投資先企業へより大きな影響力を行使できるため。次に企業のイベント(社長交代、戦略転換、大規模なM&A、資本構成の変更など)により大きく事業が変化する企業。他に、過去に議決権行使に問題があった企業や株主提案があった企業、報酬関連で問題があった企業、株主から高い支持を得られなかった提案があった企業などの問題企業にもエンゲージメントを行う。少なくとも米国では3年間で投資先の85～90%を占める企業とエンゲージメントをすることを目標 ▶ エンゲージメントの定義にもよるが、エンゲージメントを4つに区分。企業との面談は、基本的にエンゲージメントと位置付け。その中でもスチュワードシップ(議決権行使)チーム主導による狭義のエンゲージメント(年間約250件)、運用チーム主導による広義のエンゲージメント(年間約3,000件)は頻繁に実施

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメント対象企業の選定 2/2

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
欧州	AO	▶ パッシブ投資では4,000社超の株式を保有しており、全社とはエンゲージメントは行っていない。1社ずつの保有割合が小さいなか、まずは投資規模でスクリーニングし、規模の大きい先を対象企業に選定している。その後、重要テーマにおける取組みが遅れているかどうか等を確認する。また、問題のある企業だけではなく、セクター内での波及効果を期待し、リーディングカンパニーも対象として、より良い成果に結びつくようエンゲージメントを行っている。実際の対話企業数は約150社 ▶ グローバルなポートフォリオでは規範ベースのスクリーニングを行い、不適切な行動をとる企業を100社程度特定
	AM	▶ エンゲージメント対象企業の優先順位付けは、社内で開発した気候監査(Climate audit)というツールを用いている。企業の気候変動への野心度、目標の検証や設定範囲、移行における企業の役割等を評価している。膨大な作業量となるが、気候変動対策で遅行している企業だけではなく、環境に重大な影響を与える、或いは今後与えられる企業をより効果的に優先順位付けすることが可能。年間でのエンゲージメント数は約1,000社 ▶ 企業価値の向上に向けて企業の行動の変化を促す対話では、はじめに財務に影響を及ぼす重要なESGテーマを特定し、基礎的なリサーチを徹底的に行う。エンゲージメント対象企業はテーマごとに10社程度を選定。企業不祥事への対話では、投資先企業が国連グローバルコンパクト(UNGC)に違反した際にエンゲージメントを開始。Sustainalytics社の「Global Standards Screening」を使って違反企業を一次評価し、自社独自の追加分析を行っている。ボトムアップ型のエンゲージメントを行うこともある。最後に企業のSDGs貢献の改善を目指す対話では、株式投資戦略において保有銘柄全社と対話を行っている ▶ 当社が投資している発行体は全部で12,000社、全世界で900社とエンゲージメントを実施。全投資へエンゲージメントすることは不可能であるため、ユニバーサルオーナーアプローチと呼ばれる方法でエンゲージメントを実施。各地域において、重要と思われるセクターに属する企業とエンゲージメントを行う。それにより、国や地域、セクター内の他の企業に対して影響力を与えることができる。市場全体のスタンダードを高めようとするアプローチを採用 ▶ 対象企業の選定には、トピック性(topical)と現実性(practicality)の2つの側面がある。前者は責任ある企業の行動方針への違反といった緊急性の観点。後者は現実的にエンゲージメントが成功する可能性があるかといった観点。また、株式の保有割合も考慮しており、保有割合が大きな投資先とは関係を構築し、エンゲージメントを行ってきている。直近2022年のデータによると、373社と対話を行った

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントの頻度／質 1/2

- ▶ エンゲージメントの頻度については、年に1～2回と回答する投資家が日米欧で多く見られた
- ▶ また、欧州では、問題のある企業に対して特定のテーマで2カ月に1回や毎週に近いペースで集中的にエンゲージメントを行う投資家が確認され、メリハリをつけたエンゲージメントが行われているものと考えられる
- ▶ AOとAMとでエンゲージメントの頻度に大きな違いは見られなかった

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
日本	AM	▶ 年に3～4回実施したいが現状は年2回程度である ▶ 決算ごとの1 on 1や議決権行使を含めると二桁回数行うこともある。それ以外では年1回程度エンゲージメントを企業としたいと考えている ▶ 年1回。FM、アナリストは決算フォローもあり四半期に1度など
米国	AO	▶ 企業によるが、年に1回くらいは行っている
	AM	▶ 1年間に何度も面談をする企業(CEOの交代や役員の大幅な交代、M&A等のイベントがあった企業)はあるが数社程度。多くの企業では1年間に1回程度の面談 ▶ 企業の状況によるが、議決権行使のエンゲージメントは少なくとも年1回は実施し、問題のある企業とは頻度を増やす
欧州	AO	▶ 最低年2回はエンゲージメントを実施しているが、テーマによっては頻度が増えることもある。記憶が正しければ、石油・ガス企業とは昨年6回実施した ▶ 通常は、半年ごとに企業とのモニタリング会議を開催し、開示情報による進捗確認を年1回行っている
	AM	▶ 年に2～3回 ▶ トピックにより異なるが、1年に1回の企業もあれば、毎月実施する場合もある。とある金融機関とは、化石燃料への投融资やFE(スコープ3カテゴリ15のファイナンスドエミッション)について対話を行い、2カ月の間に8、9回は対話を実施 ▶ 会社によるが、最低年1回から数回行うこともある

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントの頻度／質 2/2

- ▶ 企業から見た投資家のエンゲージメントの質については、日本企業からは米欧の投資家の方が日本の投資家と比べて建設的であり、日本の投資家は長期視点はあるものの、細かい質問が多いとの意見が見られた
- ▶ また、日本の投資家のエンゲージメントに占める取材の割合が非常に増えており、8割程度が表面的な質問に止まっているとの厳しい意見も聞かれ、深度ある建設的なエンゲージメントとなっていない可能性がある
- ▶ 日米の企業とも投資家との双方向の対話を志向しているが、日本企業はやや受身的であるのに対し、米欧企業は投資家を啓発する点でより積極的な姿勢が見受けられた

○企業

国・地域	意見
日本	▶ 国内のバイサイドの方が業績の確認がやや細かいと感じる。より情報を持ち合わせている分、細かい気がする。海外機関投資家のアナリストとも四半期決算や単年度決算の話はする。投資家目線で当社がどう見えているのか伝え、企業価値向上につながる議論をしてくれる投資家は建設的なエンゲージメントだと感じる ▶ 議論の深さは、テーマにもよるが、欧米投資家の方が深い。業績については、国内投資家の方が足元の詳細な変動要因などを聞いてくる傾向。国内投資家は細かい質問が多いが、長期的な視点はある。海外投資家の方が、より大局的な観点で質問してくることがあると感じる。欧米投資家とのエンゲージメントの方が、日本の投資家と比べて建設的なエンゲージメントだと考えている。日本の投資家の取材が増えている。面談依頼を受ける中で、ESGテーマと言われるのは年間50件程度あるが、取材の割合が非常に増えており、8割程度が表面的な質問に止まっている ▶ ある程度長期で株式を保有してくれている投資家や長年リサーチしてくれている投資家は、会社がやろうとしていることや業界動向が分かっていることが多く、会社にも足りないところを伝えてくれ、経営としても有意義だと感じることもある。国内外の投資家でどちらの方が優れているということはない ▶ 投資家側の対話内容に応じており、当社側から対話内容を変えていることはない。対話のベースは経営戦略であり、中計を踏まえて投資家として理解が難しい点について双方向で議論ができると、建設的であり参考になる
米国	▶ 資本市場の声に耳を傾けて投資家の視点を知ることができるため、全てのエンゲージメントが建設的だと考えている。双方向の対話により、投資家を啓発すると共に、資本市場からはフィードバックを得ている
欧州	▶ パッシブ投資家にはエンゲージメントまたはスチュワードシップ専門のチームがあり、とてもプロフェッショナルで、例えば報酬体系などについてよく意見を聞くことがある ▶ 投資家を啓発している

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較

～エンゲージメントのエスカレーションの取組 1/2

- ▶ エスカレーションの取組については、議決権行使(反対行使)を活用する方針が日米欧で共通に見られた
- ▶ 但し、日本の投資家では実際にエスカレーションで反対行使に至った事例はなく、他の投資家の株主提案に賛成したケースがある程度に止まり、投資先企業に遠慮してか、あまりエスカレーションが行われてない様子が窺える。また、日本の投資家からは、ダイベストメントの事例も確認できなかった
- ▶ 一方、米欧の投資家では、議決権行使(反対行使)は普通に行われており、株主提案を自ら行う投資家も複数見られた。ダイベストメントも行われているが、特に欧州では最後の手段と位置づけ、エンゲージメントの失敗と見なされている
- ▶ 米欧では他にも、協働エンゲージメントやメディア戦略をエンゲージメントの手段として活用する事例が見られた。特に日本企業に対しては、メディア戦略において恥をかかせる手段が有効との意見が複数聞かれた
- ▶ AOとAMとではエスカレーションの手法について大きな違いは見られなかった

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
日本	AM	▶ 3年程度対話を行い、課題・問題解決の進捗状況を確認。その次のステップとしてCEOにエンゲージメントしても進捗が無い場合、社外取締役との対話になる。最終的には投資判断(ダイベスト)・議決権行使に反映することとなるが、現状は、投資判断(ダイベストメント)・議決権行使に至った事例はない ▶ エンゲージメントにおいて意欲が感じられない場合は議決権行使で反対をすることもあり、その点を企業にフィードバックさせていただくこともある。但し、反対行使は当社のエスカレーションの方法とは考えていない。議決権行使は標準ガイドラインとして、賛成・反対の外形基準(社外取締役数、女性取締役数等)を設けている ▶ 気候変動関連では反対行使に関する規定があり、株主提案に賛成したケースがある。但し、役員選任には当該規定は適用していない ▶ 課題を一覧表でモニタリング管理しており、2～3年など一定期間経過しても進捗が確認できない場合に再検討するプロセスをとっている
	AO	▶ エスカレーションとして議決権行使や株主提案。企業への訴訟の事例もある。ダイベストメントであれば、当基金の場合はタバコや兵器等についてはインデックスから除外
米国	AM	▶ 議決権行使も単に反対をするだけではない。事前に議案が明らかになっていれば、企業と会話をし、当社の方針を伝えている。それでも改善がみられない場合は、反対行使を実施するという丁寧な対応をしている。そのため、議決権行使のエンゲージメントは年に1回のみというわけではなく、企業の動きに合わせて実施している ▶ エスカレーションの考え方として、エンゲージメントで進展がなければ、取締役会会長にエスカレーションを行う。具体的には、企業がどのような改善措置を検討しているのか、正式なレター送付を行う。レター送付でも改善されず株主が不利益を被ることがあれば、議決権行使において反対票を投じる。日本におけるエスカレーション方法は、委任状による投票が多く、企業の代表取締役、時には社外取締役を含む取締役会全体に反対票を投じることもある

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントのエスカレーションの取組 2/2

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
欧州	AO	▶ エスカレーションの手段として議決権行使(反対行使)はよく活用しており、例えば気候変動対応で進展が見られない企業の取締役の選・再任議案に反対票を投じている。株主提案も始めているが、時間と費用が掛かる。ダイベストメントはエンゲージメントの失敗であり、最後の手段と考えている
	AM	▶ 当社ではエスカレーションラダーと呼ばれるエスカレーションで、議決権行使の棄権を企業へのシグナルとして活用し、最終的には反対票を投じることになっている ▶ 企業に対して何度リマインドしても反応が無い場合は、CEO宛のレター送付からエスカレーションを始める。それでも効果が無い場合は、株主提案や議決権行使で役員選任議案に反対票を投じる。エスカレーションの一環として協働エンゲージメントの手段もある。ダイベストメントもあるが、最終手段。企業に影響を及ぼす観点では、米国では金銭的なインセンティブが有効な一方、日本企業は(同業他社比で)パフォーマンスが低いことで恥をかくことを避けることがインセンティブとして働いており、こうしたファンドは企業行動を変える動機として、日本企業には金銭的なインセンティブではなく恥を避けるインセンティブを利用している ▶ 企業への期待値を明確にし、議決権行使も明確にしている。毎年コーポレートガバナンス、責任投資方針を公表し、企業に反対票を投じる場合についても記載している。例えば、取締役の多様性促進のため、取締役の15%を女性にすることを定めており、従わない場合は反対行使を行う。他の投資家と連携して、株主総会での提案を行うこともある。公表物を通じたエンゲージメントは、有効な手段。当社は問題のある企業やポートフォリオから除外した企業を名指しし(Name and Shame: 名指しで恥をかかせる)、メディアに公表。同業他社にもシグナルを送ることになると考えており、メディアを戦略的に活用している ▶ エスカレーションの可否は社内のスチュワードシップ委員会の承認を必要としており、好き勝手にできる仕組みとはなっていない。ダイベストメントは最後の手段としている

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントの体制(組織)

- ▶ エンゲージメントの対応者は、スチュワードシップ専門部署やアナリストが日米欧に共通で見られ、米欧では、ポートフォリオマネージャーもエンゲージメントに直接携わっている投資家も見られた
- ▶ 米欧のAO(公的年金基金)は、エンゲージメントと議決権行使をone voiceとするため、どちらも内部で実施。一方、GPIFではAMに外部委託しており、企業に対する意見がAM毎に異なり得ることから、GPIFの対応を疑問視する声が聞かれた

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
日本	AM	▶ ESG関連は調査部隊で担当しており、ほとんどが中途採用であり、4割が女性である ▶ エンゲージメントは必ずしもスチュワードシップ・アナリストと一緒に実施するわけではなく、必要に応じて一緒に実施。ファンドマネージャー(FM)、責任投資、アナリストの担当者間では定期的に情報共有を実施 ▶ スチュワードシップ専担部署と運用部隊が中心となり対話を行い、FMがメインで対話することはない
米国	AO	▶ エンゲージメントと議決権行使は、当基金自身で行っている。外部の運用受託機関については、テーマによってはエンゲージメントに協力するよう要請することもあるが、基本は当基金が主導
	AM	▶ 議決権行使助言会社は使用しておらず、当社独自の議決権行使に関するポリシーを策定して実行している ▶ エンゲージメントはアナリストとポートフォリオマネージャーの全員が実施
欧州	AO	▶ エンゲージメント及び議決権行使はOne voiceとするために当社自身で行っており、AMに委託していない。一方、日本のGPIFでは自身で議決権行使を行わず、各AMの判断で議決権行使を行っており、AM間で投資先企業に対する行使内容、メッセージが異なり得るため、個人的に違和感がある ▶ エンゲージメントも議決権行使も社内で実施し、AMに委託していない。協働エンゲージメントでAMに協力を要請することはある
	AM	▶ 議決権行使助言会社の助言通りには行使していない ▶ ESGアナリストとポートフォリオ・マネージャーの協業の形が望ましいと考えている ▶ スチュワードシップ部署は20名超在籍 ▶ スチュワードシップ部署には多様な人材が揃っている

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントの体制(人材)

- ▶ エンゲージメントを担当する人材は、アナリストやFM・PM経験者の登用が日米欧に共通で見られ、米欧の投資家の方が経験豊富なベテランをより多く配置しているように見受けられた
- ▶ また、人材の多様性について、日本のAMではシンクタンクや国際機関経験者等を中途採用する投資家が一部に見られた。一方、米国ではMBAホルダーや科学者、弁護士などのプロフェッショナルが在籍する投資家があり、また欧州ではESGの各分野の専門家や国籍、性別、教育などの面で多様性に富む人材を揃える投資家が存在している。こうした人材の多様性が、深度ある対話や様々なエスカレーション手法(株主提案や訴訟、メディア戦略)の実行に寄与しているものと考えられる

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
日本	AM	▶ アナリストは担当制であり、個別企業・セクターの専門知識・分析能力を有する人物が適任と考える ▶ 経営陣と話す機会が多いため、アナリスト出身やFM出身等のベテランが担っている ▶ アナリスト、FM経験者を配置しており、一部補完する形でシンクタンクや国際機関、議決権行使の経験者を中途採用している ▶ スキルは企業分析とESGの両輪が必要
米国	AO	▶ エンゲージメントを成功させるためには、経験豊富な人材の登用が必要。エンゲージメントテーマ、対象企業やそのセクターを理解していることが求められる。当基金のエンゲージメント担当には20年を超えるPMが在籍している
	AM	▶ 効果的なエンゲージメントを行うために、担当者は現地のマーケットの専門知識が必要。地域とセクターの専門家によりエンゲージメントを実施。財務アナリスト、株式アナリスト、MBAホルダー、科学者、弁護士などのプロフェッショナルが在籍 ▶ アナリストとポートフォリオマネージャーの全員が実施
欧州	AO	▶ チームは国籍や性別、教育などの面で多様性に富んでいる。多様な人材を揃えることで、1つのエンゲージメントに対して違う見方ができるようになる。半数は60歳代であり、非常に経験豊富なメンバー。経験豊富で多様なバックグラウンドを持つ人材が揃っている
	AM	▶ 環境、社会、ガバナンス、企業不祥事の各テーマに専門家がおり、担当テーマに注力することで専門性を高めている ▶ 多国籍・多言語話者で構成されており、国による違いにも対応している ▶ スチュワードシップ部署には多様な人材が揃っている。様々な経験を有するメンバーが10名弱おり、米国、欧州、アジアに在籍

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントの体制(人材育成)

- ▶ 人材育成については、研修・勉強会やOJTによる育成が日米欧に共通で見られた
- ▶ 欧州では、PRI提供のトレーニングやCFA協会のESG資格の取得を推奨する投資家があり、国際水準のエンゲージメント実施に資すると考えられる。また、スウェーデンでは、大株主であるAOのFMが投資先企業の指名委員会に参加し、CEOや取締役と直接エンゲージメントを行っており、こうした活動が社員のスキル開発に役立っている

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
日本	AM	▶ 研修として調査部隊を中心にテーマ別の勉強会を実施 ▶ 若手はジョブローテーションを行いながら育成 ▶ 中途採用者の育成はOJTが中心社内の人材募集は若手中心で、業務として入りやすい部分から関わり育成 ▶ アナリストは企業分析能力がある一方、ESGの知見は不足しているため、社内で月2回勉強会を開催
米国	AO	▶ 新人にはリサーチや分析、レポート作成などの指導を行い、エンゲージメントの場にも同席しながら育成
	AM	▶ 上司が若手アナリストの質問の仕方、企業役員や取締役との信頼関係の構築方法等について教育を行う ▶ 能力や知識の底上げを図るため、外部の専門家(企業のCSuO、トップマネジメント、年金担当者、イニシアティブのリーダーなど)に講師を依頼し勉強会を実施
欧州	AO	▶ 現状では人材育成プランは不要だが、今後の後継者計画をどのように進めるかについて検討。スウェーデンでは、投資先企業の大株主としてFMが指名委員会に参加し、CEOや取締役会長からビジネス戦略を聞き、また適切な取締役候補を選び出すことが求められる。これらの活動がスキル開発に役立っている
	AM	▶ 若手は経験豊富な従業員と一緒に仕事をする中で、知識を身につけることを想定。ESGトレーニングを実施し、全ての投資アナリストが受講。気候変動や人権、ガバナンス等に特化したワーキンググループを用意。ACGA等の外部団体に参加して、政策や規制関連についてもスキルアップを図っている ▶ 環境、社会、ガバナンス、企業不祥事の各テーマに専門家があり、担当テーマに注力することで専門性を高めている ▶ 新卒・中途採用の両方を実施。新卒採用は、研修やガイダンスを行い、仕事のスキルを習得できるような仕組みがある。中途採用は、当社のスチュワードシップのあり方や構造化されたフレームワークについて理解することが重要 ▶ PRI等が提供する外部トレーニングの受講やCFA協会ESG資格等の取得を推奨

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較

～エンゲージメントにおける課題・問題意識 1/4

- ▶ エンゲージメントにおける課題・問題意識について、日欧の投資家からは、例えば日本では協働エンゲージメントにおける共同保有・重要提案行為が挙げられた
- ▶ 日本の投資家からは、エンゲージメントに掛かるリサーチコストや人材育成が課題との意見が聞かれた
- ▶ 欧州の投資家からは、協働エンゲージメントについて、投資家間で時間軸や期待、手法が異なることや、他社との情報共有に注意が必要といった意見が聞かれた
- ▶ 欧州の投資家からは、議案を本質的に理解していない国際的な議決権行使助言会社の不適切な推奨に基づく議決権行使やエンゲージメントにより、企業の良好な経営を阻害する可能性あるとの意見が聞かれた
- ▶ AOとAMとで課題や問題意識に大きな違いは見られず、また相手方に対する課題や問題意識も特に聞かれなかった

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
日本	AM	▶ 大量保有報告制度に繋がる、みなし共同保有と共同保有が問題
		▶ 共同保有や協働エンゲージメントにおいて、同保有に抵触する観点から、心理的なハードルとなっている部分はある。企業価値の向上という目的のもとエンゲージメントを実施している旨を共有することが重要であり、アクティビストとは目的が異なることを理解いただきたい。パッシブ運用が太宗を占めるなかでリサーチコストをどの程度かけられるかが重要。アクティブ運用では必要な専門スキルが年々上がってきており、フィーに対するパフォーマンスの結果がより大切
		▶ 制度上の障壁としては、協働エンゲージメントで重要提案行為に何が当たるのかが必ずしも明確でない
		▶ 制度上の障壁は、協働エンゲージメントが重要提案行為にあたるか、共同保有者になるかといった点。定量的な効果測定と人材育成。企業分析とESG領域の分析を高いレベルで実施すること
米国	AO	▶ 企業との間で時には時間軸が異なることがある。企業はより短期的である場合もあるが、当社は長期で見えており、その点で認識相違があることがある。規制の問題も課題
	AM	▶ 課題や制度上の障壁は特にはない。運用業界の多くでは、エンゲージメントは企業に変革を求めることだと考えられている。会社法の下では、企業はとある投資家が何かを言ったからと言って、何かをしなければならないということはなく、すべての投資家の利益を考慮しなければならない
		▶ 企業が当社を長期投資家として広く認知していること、ある程度の規模感があることから、課題や障壁は感じていない

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントにおける課題・問題意識 2/4

○機関投資家

国・地域	AO/AM	意見
欧州	AO	▶ 協働エンゲージメントがTOB規制上の「共同で行動する」(acting in concert)と見なされるかには注意が必要。協働エンゲージメントでは、投資家間でエンゲージメントの時間軸や期待、エスカレーションの手法が異なること ▶ グローバルでは、異文化間の違い、とくにコーポレート・ガバナンスの実施方法における違い。協働エンゲージメントは、信頼できるパートナーを探せるかが課題。スウェーデン国内では、外国の機関投資家が株主総会での議決権行使で問題を起こすことがある。これは多くの場合、議案の本質を理解していない国際的な議決権行使助言会社による不適切な推奨に基づいて議決権行使を行うことから生じている。グローバル化した資本市場における一般的な課題とも言え、投資家が自国以外で行動するとき、十分な情報を持つことができない場合があり、エンゲージメントによって問題が引き起こされ、企業の良好な経営を阻害する可能性がある
	AM	▶ 協働エンゲージメントでは、他社との情報共有について注意が必要。日本では規制(大量保有報告制度上の問題(「重要提案行為等」、「共同保有者」))の観点から特異である ▶ 日本では協働エンゲージメントが大量保有報告制度上の問題(「重要提案行為等」、「共同保有者」)に抵触する可能性があり、かなり注意している ▶ 日本における共同保有者は障壁とみなされているが、金融庁がワーキング・グループのもと議論していることを歓迎している。米国では反ESGへの流れで、協働エンゲージメントが反トラスト法に抵触する懸念はあるが、当社としては特に問題とは考えていない

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較

～エンゲージメントにおける課題・問題意識 3/4

- ▶ エンゲージメントにおける課題・問題意識について、日本企業からは日本の投資家に対して、以下のように厳しい意見が複数寄せられた
 - ▶ エンゲージメントと称した取材が多い
 - ▶ 開示情報レベルで分かることはしっかり事前に調査・分析を行った上で対話に臨んで欲しい
 - ▶ 経営陣に対して細かい質問はしないで欲しい
 - ▶ エンゲージメントの定義をしっかりと固めて欲しい
 - ▶ 取材かエンゲージメントか目的を事前にはっきり伝えて欲しい(ESG取材、ESGエンゲージメントと言われることもあり混乱)
 - ▶ 証券会社経由ではなく、企業に直接連絡してきて欲しい(形式的な対応に感じられる)

○企業

国・地域	意見
日本	▶ 投資家がどのように企業価値を評価しているのか不明である ▶ 取材前にどこまで当社のことを理解しているか疑問に思うこともあるが、事業が複雑であることから理解は難しいものと認識している。欧米投資家へのコンタクトが難しい ▶ エンゲージメントのうわべの言葉だけが投資家サイドに広がっている印象。エンゲージメントと称するものの中には、質問リストにひたすら回答するものも含まれている。エンゲージメントと称した取材も非常に増えており、社内リソースの制約も踏まえると効果的ではないため、エンゲージメントの定義をしっかりと固めて欲しいと考える。開示資料レベルで分かることは、しっかり投資家側で分析した上で対話をしてもらいたい。エンゲージメントという言葉が独り歩きしないやり方が望ましい。国内投資家はエンゲージメント人材を置き始めているかもしれないが、あまり専門家ではないのかも知れない。分析が不十分というより、まずはエンゲージメントの実績作りをしている印象を受ける ▶ 担当者の中には勉強不足と思う人もいるが、担当者個人の問題である。社長、CFOとの面談で細かい質問はしないで欲しい ▶ ミーティングの目的を事前にお伝えいただけるとありがたい。ブローカー経由での依頼が多く、対話の目的を確認するために再度ブローカーに連絡をするなど時間がかかっている。欧州とのエンゲージメントはブローカーを経由せず、直接申し出があることが多い。日本の年金基金や運用機関は証券会社任せにしている印象が強く、目的の確認等がより複雑になるので、ぜひ企業に直接連絡していただきたい。企業側は形式的にやらないといけないのではないかと、というプレッシャーを受けてしまう可能性がある。取材だと思っていたら、エンゲージメントだったことがある。そもそもエンゲージメントという言葉を使わないことが多く、ESG取材やESGエンゲージメントと言われることがある

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 ～エンゲージメントにおける課題・問題意識 4/4

- ▶ 欧州企業からは、投資家によるエンゲージメントの方法論の統合や標準化が必要との意見が聞かれた。また、欧州のアクティブ運用機関に対して、短期且つ詳細な質問を繰り返されることや、企業調査能力が不足しているとの懸念の声も聞かれた
- ▶ 欧州企業からは他に、運用担当者とESGチーム間の連携不足の指摘もあった
- ▶ 米国企業からは、特に課題や問題意識は聞かれなかった

○企業

国・地域	意見
米国	▶ 特になし
欧州	▶ 投資家によって方法論が異なり、統合が必要と考えている。3,000もの機関投資家が存在する中で、全社とエンゲージメントを行うのは困難。調整と標準化が不足しており、特に非財務面での標準化が必要。機関投資家の中でうまく連携が取れていないことがある。例えば、あるフランスの投資家から長いアンケートを受け取り、多くの時間と労力を割いて回答したにも関わらず、運用担当者はそのアンケートの存在すら知らず、ESGチームが独自にプロジェクトを進めていたことが発覚 ▶ 主にアクティブ運用の機関投資家であるが、短期の質問が多いことが懸念材料である。あまりにも詳細な質問をし、例えば全体が180億€のビジネスがある場合、そのうち10億€のビジネスについて、詳細な内訳をヒアリングする。また、データアップデートのために、定期的に繰り返す。あまりにも詳細な情報を沢山要求されるため、インサイダー情報には気を付ける必要があると考えている。主にアクティブ運用の機関投資家は、企業調査能力が不足していると思われる

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較

(参考)機関投資家のエンゲージメント取り組み状況比較 1/4

- ▶ InfluenceMap社が公表する気候変動に関するスチュワードシップスコアに基づくと、欧州はBスコアに対して日本と米国はCスコアに留まっている。欧州では、パリ協定に整合したエンゲージメントを行っていることからスコアが高く、日本や米国はエンゲージメントを実施していてもパリ協定に不整合であることからスコアが低い

気候変動におけるスチュワードシップ分析

- ▶ 同社のスチュワードシップスコアとは、A+～Fの範囲でランク付けされており、投資家が気候変動に関連する株主総会決議への議決権行使を含め、気候変動をめぐる企業とのエンゲージメントをどの程度実施しているのかを示す
- ▶ なおスチュワードシップ分析は、英国スチュワードシップコード、PRIのアクティブオーナーシップ2.0、CA100+署名機関のコミットメント、NZAM、NZAOA等*1のコミットメントの内容を基にベンチマークを作成し分析を実施(メソドロジーは、P43をご参照)

	スコア	特徴
日本	C	▶ 気候変動に関するロビー活動及び企業に対する気候変動に関連するエンゲージメント(パリ協定遵守した移行計画の策定)が欧米と比較して遅れている
北米	C	▶ 米国では反ESGの傾向が見られ、エンゲージメントにおいて気候変動リスク開示の改善にとどまっており、企業の行動変化を促すようなエンゲージメントをしていない企業もある
欧州	B	▶ 欧州は米国や日本を上回っており、パリ協定に沿ったビジネスモデルへの移行に向け、より積極的に企業にエンゲージメントを行っている。例えば、欧州のAMの86%はSBTiに準拠した目標設定を推奨している

*1 英国スチュワードシップコード、PRIのアクティブオーナーシップ2.0、CA100+署名機関のコミットメント、EU Directive 2017/828、Net Zero Asset Managers Initiative (NZAMI) Commitment、Paris Aligned Investment Initiative (PAII) Net Zero Investment Framework、Net Zero Asset Owner Alliance (NZAOA) Elevating Climate Diligence on Proxy Voting、NZAOA Future of Investor Engagement、Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC) Net Zero Stewardship Toolkit、Global Standard for Responsible Climate Lobbying

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較

(参考)機関投資家のエンゲージメント取り組み状況比較 2/4

- ▶ ポリシーエンゲージメント(政策当局や政府関係者へのエンゲージメント)において、欧州がC-と最も評価が高く、北米はD+、日本はポリシーエンゲージメントがほぼ実施されておらず評価対象外となっておりスコアがついていない。日本においては、ポリシーエンゲージメントが欧米と比較してほぼ実施されていないことが確認された

ポリシーエンゲージメントの概要

- ▶ ポリシーエンゲージメントとは、気候変動関連対策・規制の支援、伝達、又は対策・規制に影響を与えるためのビジネス・企業活動(広告、ソーシャルメディア、広報、研究支援を含む)、規制当局や政府関係者との接触、献金を含む活動のこと。直接的・間接的の2種類があり、AM自身によるサステナブルファイナンス政策に関する直接的なエンゲージメントとAMIに関連する業界団体を通じたサステナブルファイナンス政策に関する間接的なエンゲージメントである

ポリシーエンゲージメントの評価・分析

- ▶ ポリシーエンゲージメントを表す指標は、A+〜Fの範囲でランク付けされており、AMの気候変動政策へのエンゲージメント度合いを測るものであり、直接的・間接的なエンゲージメントの双方を考慮して評価されている
- ▶ エンゲージメントインテンシティ(関与の度合い)は、肯定的か否定的かを問わず、AMIによるポリシーエンゲージメントのレベルを示す指標であり、12以上は積極的なエンゲージメント、25以上は非常に積極的で戦略的なエンゲージメントであることを示す

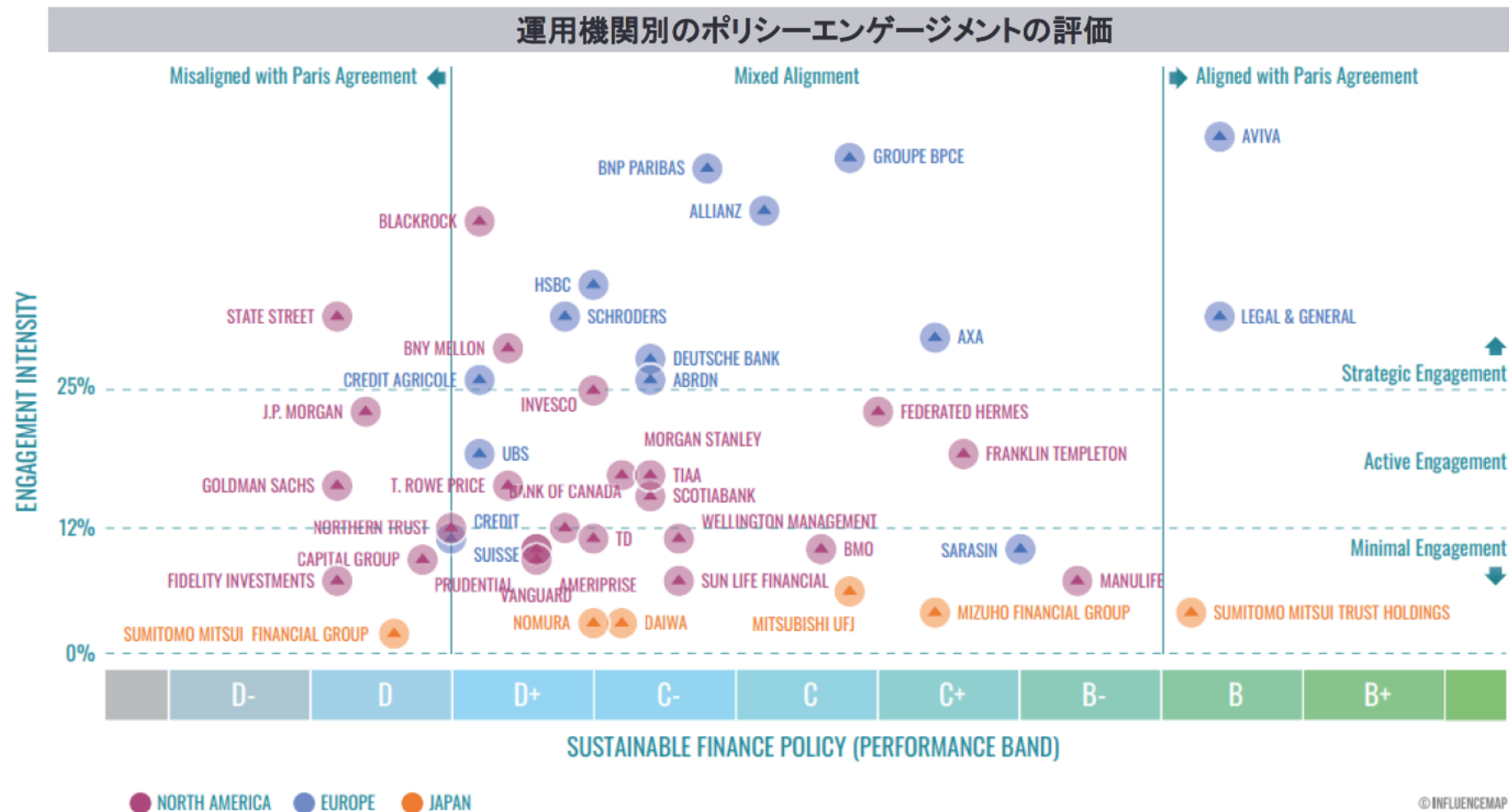
	スコア	関与の度合い	特徴
日本			▶ サステナブルファイナンスに関する全般的な政策*1にあまり関与していない。これは政策関与がもともと限定的であることやその透明性が低いことに起因している
北米		15%	▶ サステナブルファイナンスに関する全般的な政策に積極的に関与している運用機関は非常に少なく、パリ協定に整合していない場合が多い
欧州		27%	▶ サステナブルファイナンスに関する全般的な政策に3地域の中で最も戦略的に関与しているが、他地域と比べてパリ協定に整合している運用機関が多いわけではない ▶ TPT移行計画策定のメンバーとして参画するなど積極的に働きかけている企業もある

*1 SFDR等のサステナブルファイナンス政策

5.日米欧のエンゲージメントの実態比較

(参考)機関投資家のエンゲージメント取り組み状況比較 3/4

- ▶ 日本では、三井住友TH(SMTAM、日興AM)がパリ協定に整合したエンゲージメントを実施しているものの、日本全体ではポリシーエンゲージメントがほとんど実施されておらず、欧米と比較して最も低位に位置している
- ▶ 先進的な取組はAVIVAやLGIM等の欧州の方がパリ協定に整合しているエンゲージメントを戦略的に実施している。米国では、日本よりはポリシーエンゲージメントが行われているものの、パリ協定とは整合していない働きかけも多いことが特徴



5.日米欧のエンゲージメントの実態比較

(参考)機関投資家のエンゲージメント取り組み状況比較 4/4

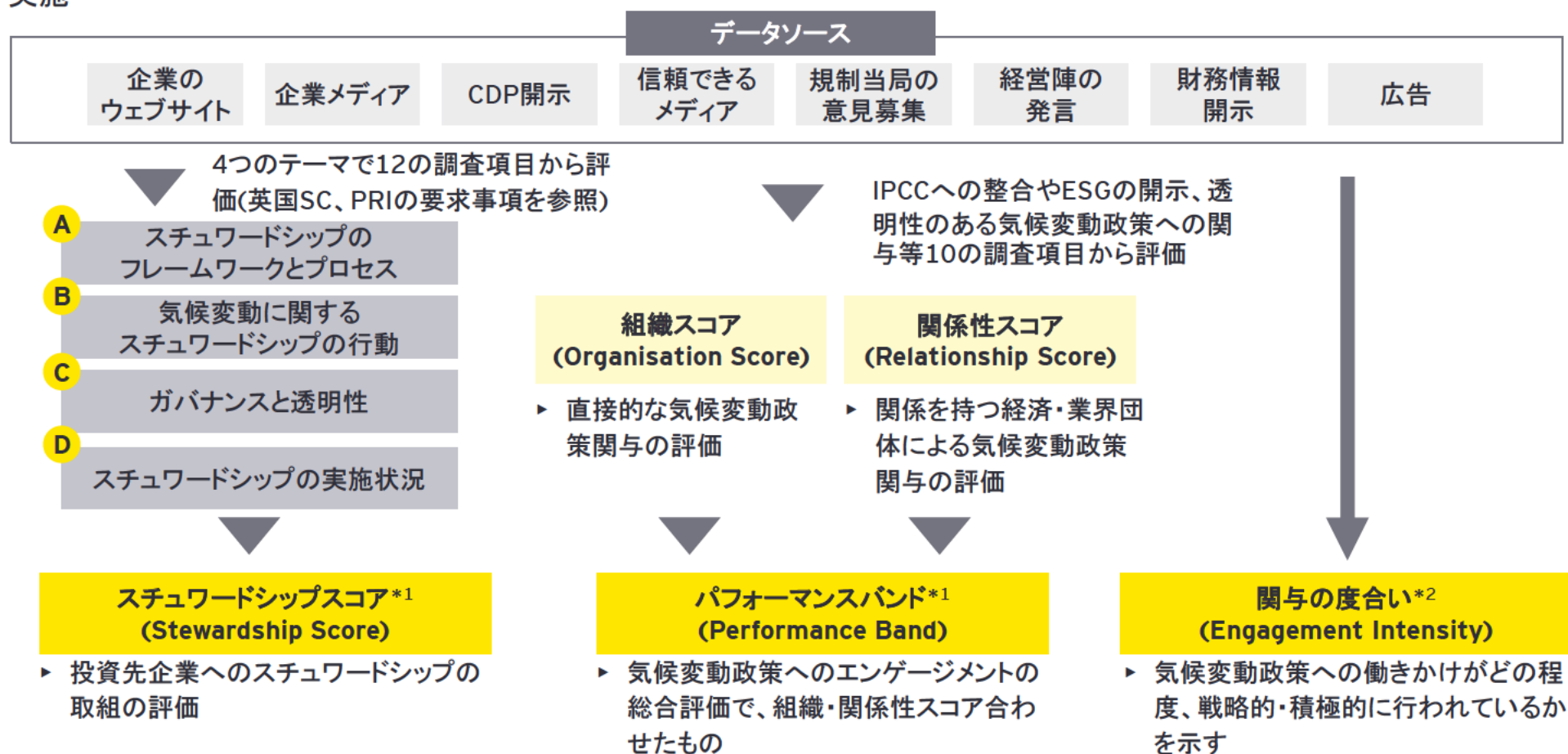
- ▶ 2021年の分析と比較すると、米国にみられる反ESGの流れを受け、スチュワードシップ活動を通じた、投資先企業の移行計画の推進が後戻りしていることを示唆している。特に、パリ協定に整合しているB以上の企業は約2割減少している
- ▶ 上位は欧州系が多くを占めている。日系は運用資産残高が上位30社にランクインするAMがそもそも少なく、直近においてはB-、C+の評価に留まっている

世界の運用会社上位30社のスチュワードシップスコアの2021年・2023年の比較



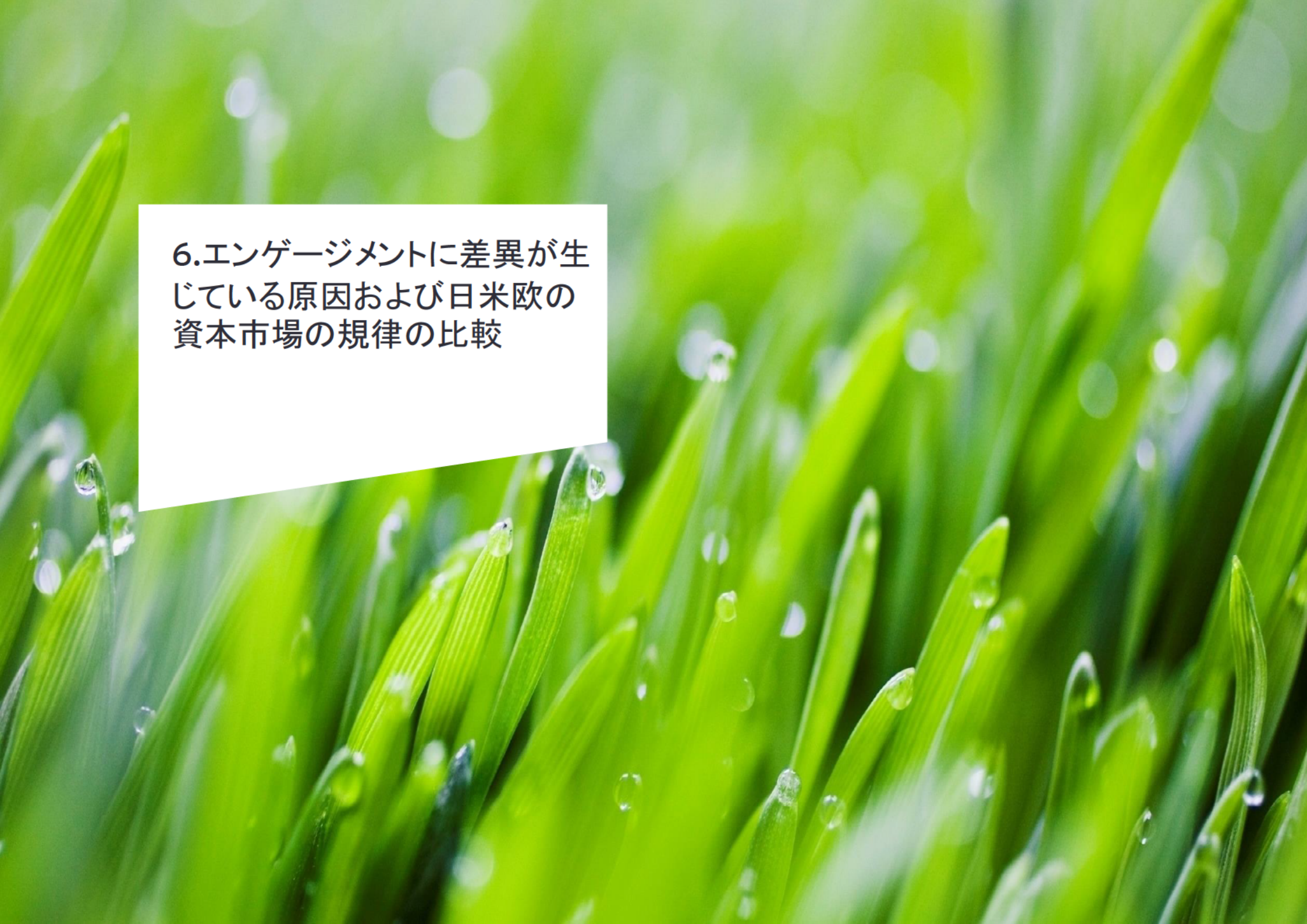
5.日米欧のエンゲージメントの実態比較 (参考)InfluenceMap社とそのメソドロジー

- ▶ InfluenceMap(英系シンクタンク)は、気候変動政策関与の調査や金融機関の総合的な気候リスク分析を実施しており、PRI、CA100+、NZAOAなどと協業を実施している企業。同社が提供するオープンソースのデータは、気候変動分野において、AOがAMを選定及び評価する際に参考としている
- ▶ メソドロジーについては、比較可能で信頼できる情報源を用いて、国際機関からの要求事項を参考に調査項目を作成し評価を実施



*1 A+～Fの16段階評価。B以上はパリ協定に整合、B～D+はパリ協定に整合・不整合が混在、D以下はパリ協定に不整合となっている

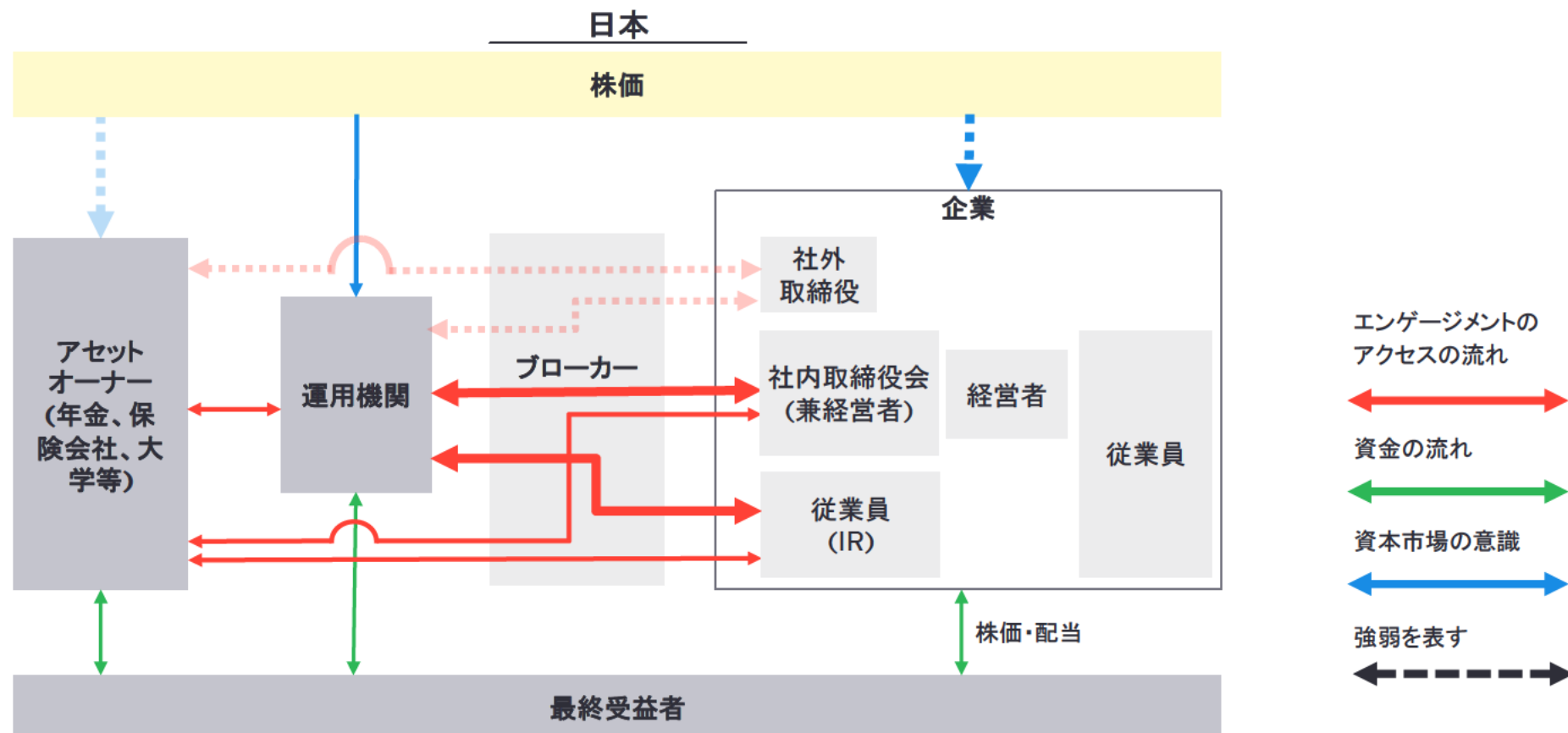
*2 12以上は積極的なエンゲージメント、25以上は非常に積極的で戦略的なエンゲージメントであることを示す

The background of the slide is a close-up photograph of vibrant green grass blades. Numerous clear water droplets are clinging to the tips and surfaces of the blades, creating a fresh and natural aesthetic. The lighting is soft, highlighting the texture of the grass and the glistening of the water.

6.エンゲージメントに差異が生じている原因および日米欧の資本市場の規律の比較

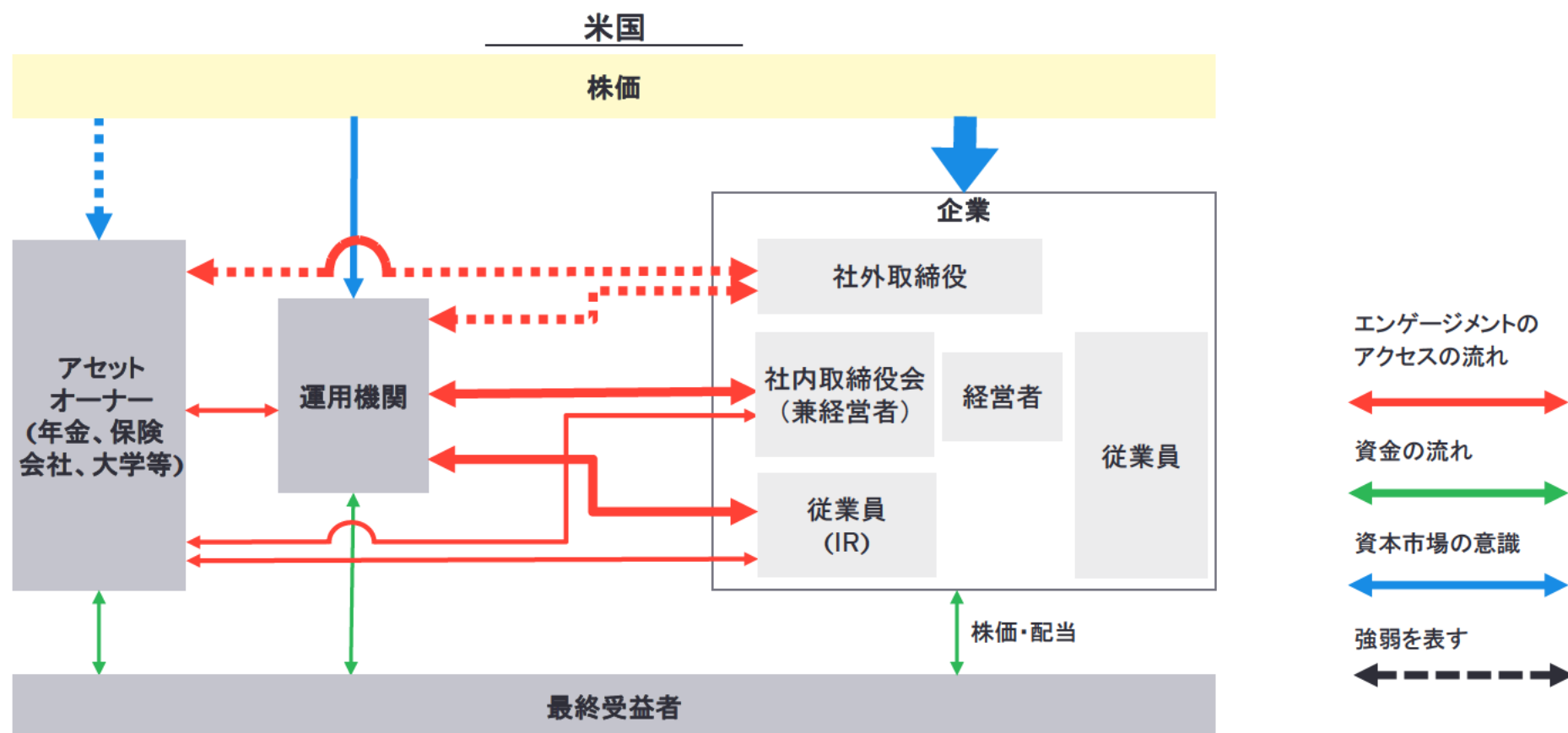
6.エンゲージメントに差異が生じている原因および日米欧の資本市場の規律の比較 ～日本のエンゲージメント及び資本市場規律の全体像

- ▶ 日本企業の役員報酬及び従業員に対する株価によるインセンティブ付けが薄く、株主と同じ目線になっていない(株主軽視)。また、企業側において、株主の代表となる社外取締役が対話の場面にほとんど出てこない。日本独特の商慣習である持合いが依然として存在することも、経営陣への外圧が薄まる要因
- ▶ 日本のアセットオーナー(特に公的年金基金)は、欧米のようにエンゲージメント・議決権行使を主導していない。GPIFについては、エンゲージメント及び議決権行使をアセットマネージャーに委託しており、運用会社間で議決権行使の相殺が発生しており、One voiceとなっていない
- ▶ 長期投資となるパッシブ運用のエンゲージメントにおける存在感がほぼなく、日本企業側から存在が認識されていない
- ▶ 日本の機関投資家によるエンゲージメントは、企業側からほぼ取材と認識されており、アナリストを含む機関投資家側の企業分析の能力不足が指摘されているケースもある。また開示以外は、株主とのエンゲージメントが経営改革における引き金にはなっていない傾向が見られた



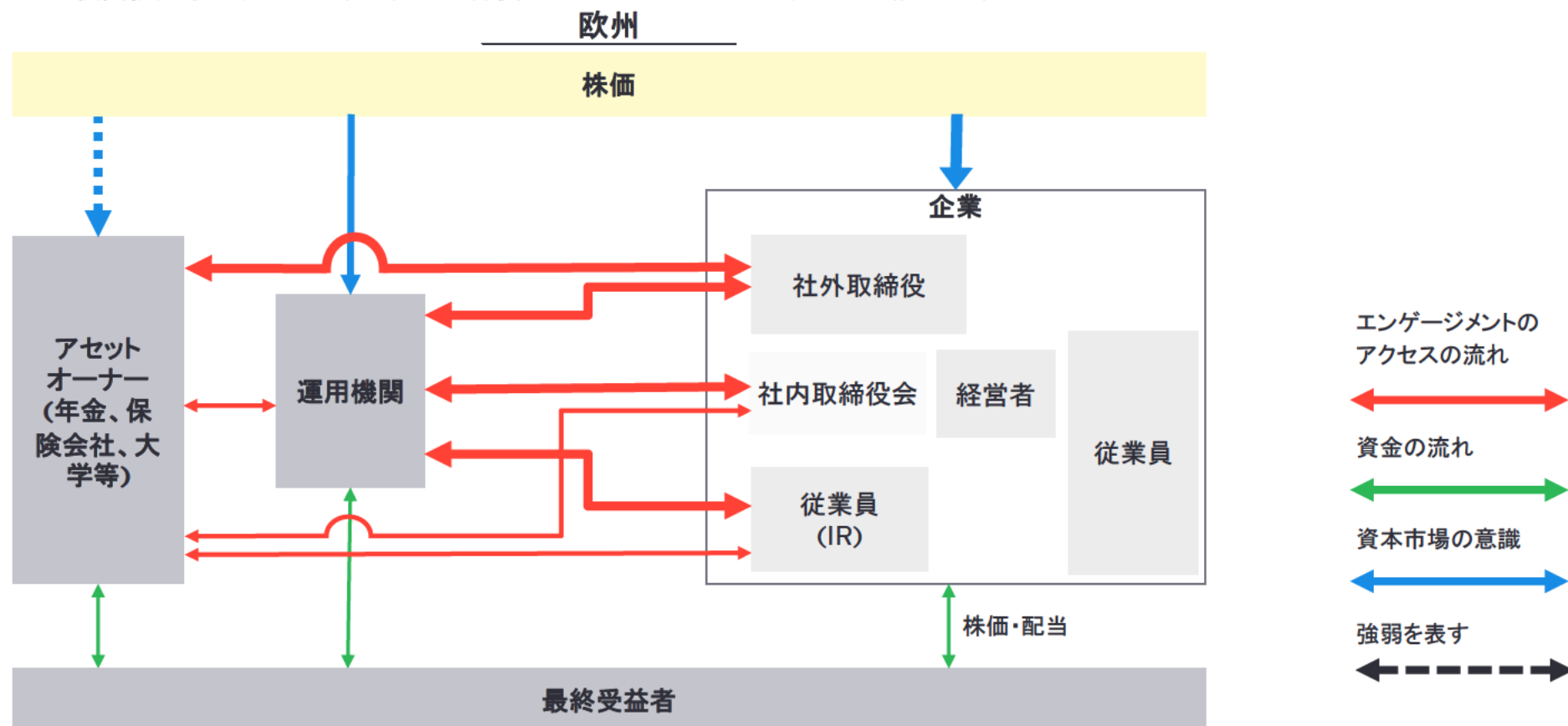
6.エンゲージメントに差異が生じている原因および日米欧の資本市場の規律の比較 ～米国のエンゲージメント及び資本市場規律の全体像

- ▶ 米国企業の役員報酬が高すぎることから、欧州機関投資家からコーポレートガバナンスにおけるエンゲージメントテーマの重要論点となっており、株価によるインセンティブ付けはされている。その意味では、株主と同じ目線となっている。米国企業側は、機関投資家を啓発する姿勢にあることも確認された
- ▶ 米国の運用機関など機関投資家の役員報酬も同様であり、株価へのインセンティブ付けはされている
- ▶ 米国の公的年金基金であるアセットオーナーにおいては、長期投資であるパッシブ運用が大半を占めており、エンゲージメントおよび議決権行使を自社で行う方針としている。外部の運用受託機関を採用している場合は、エンゲージメントに協力するよう要請しているケースも見られる
- ▶ 日本と同様に米国企業の社外取締役とのエンゲージメントは難易度が高い傾向にある



6.エンゲージメントに差異が生じている原因および日米欧の資本市場の規律の比較 ～欧州のエンゲージメント及び資本市場規律の全体像

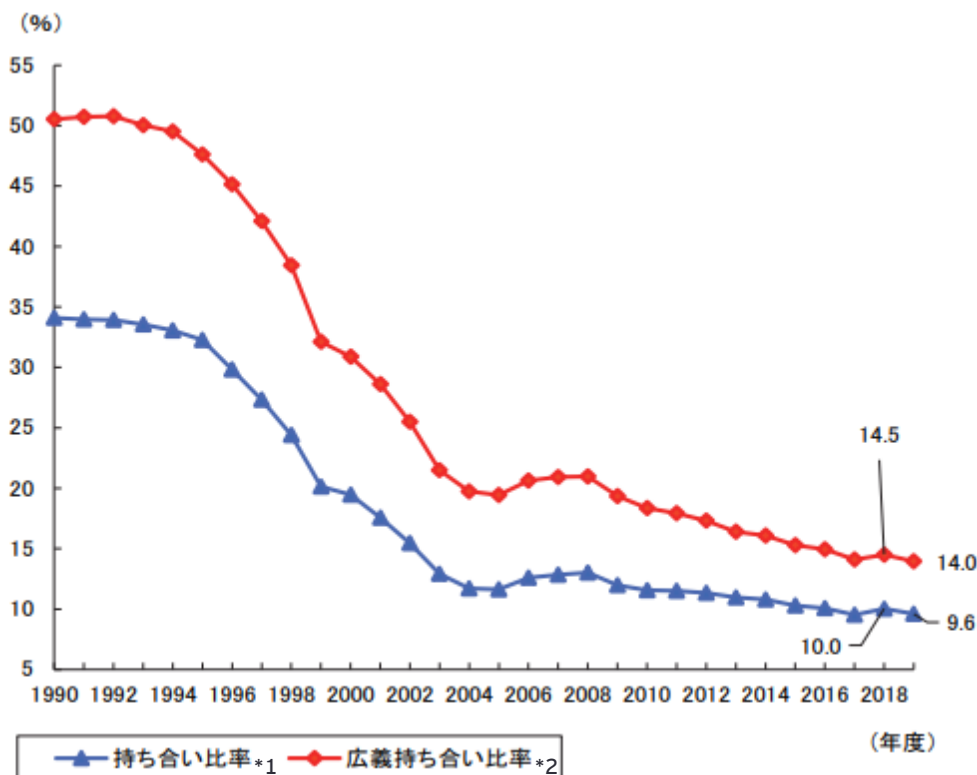
- ▶ 欧州企業の役員報酬は高い傾向にあることから、機関投資家からコーポレートガバナンスにおけるエンゲージメントテーマの重要論点の一つとなるほど株価によるインセンティブ付けがされている。その意味では、株主と同じ目線となっている
- ▶ 欧州の運用機関など機関投資家の役員報酬も同様であり、株価へのインセンティブ付けはなされている
- ▶ 欧州の公的年金基金であるアセットオーナーにおいては、エンゲージメント及び議決権行使を自社で主導して行う方針としている。また、エンゲージメントテーマは、ESGの中でもE(気候変動)が経営戦略にもつながる重要要素として捉えており、企業とのエンゲージメントに取り組んでいる。欧州のアセットオーナー・アセットマネージャーの一部には、一部の企業を除外企業として公表しているが、それはエンゲージメントの失敗であり、ダイベストメントよりエンゲージメントが優先する方針にある
- ▶ 欧州機関投資家は、欧州企業の社外取締役とのエンゲージメントは難しくない傾向にある



6.エンゲージメントに差異が生じている原因および日米欧の資本市場の規律の比較 ～日本の株式持ち合い

- ▶ 株式持ち合い比率はピーク時と比較すると年々減少傾向にあるが、足元でも依然として10%前後となっている
- ▶ 株式持ち合い比率のうち、上場事業法人に占める割合が最も高く、次いで上場銀行、生命保険会社となっている。上場企業間の持ち合いがあることは留意事項である

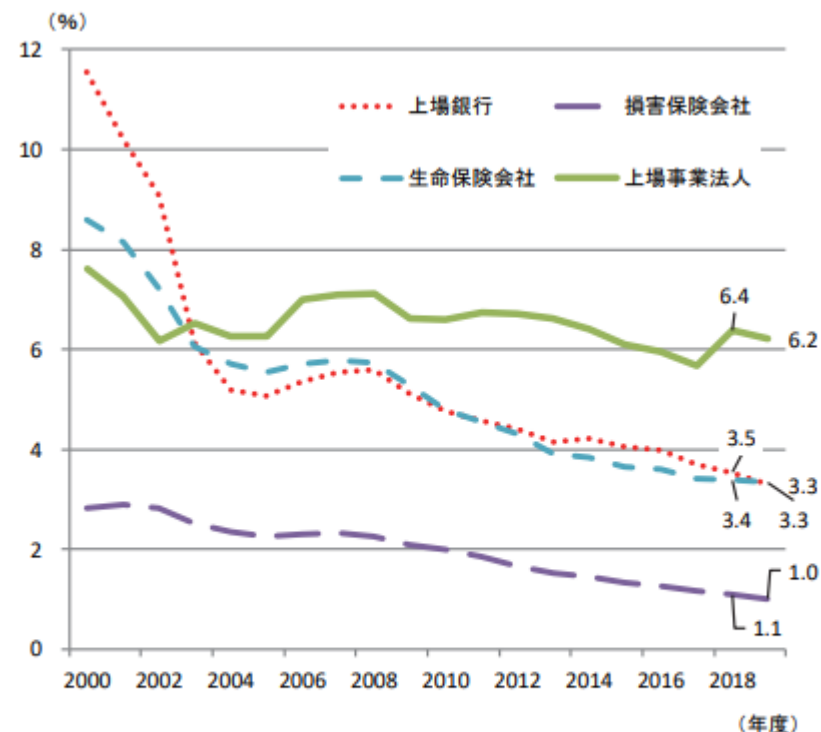
株式持ち合い比率の時系列推移



*1 持ち合い比率とは、上場会社(ただし、上場保険会社を除く)が保有する他の上場会社株式(時価ベース)の、市場全体の時価総額に対する比率(ただし、子会社関連会社株式を除く)

*2 広義持ち合い比率は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの

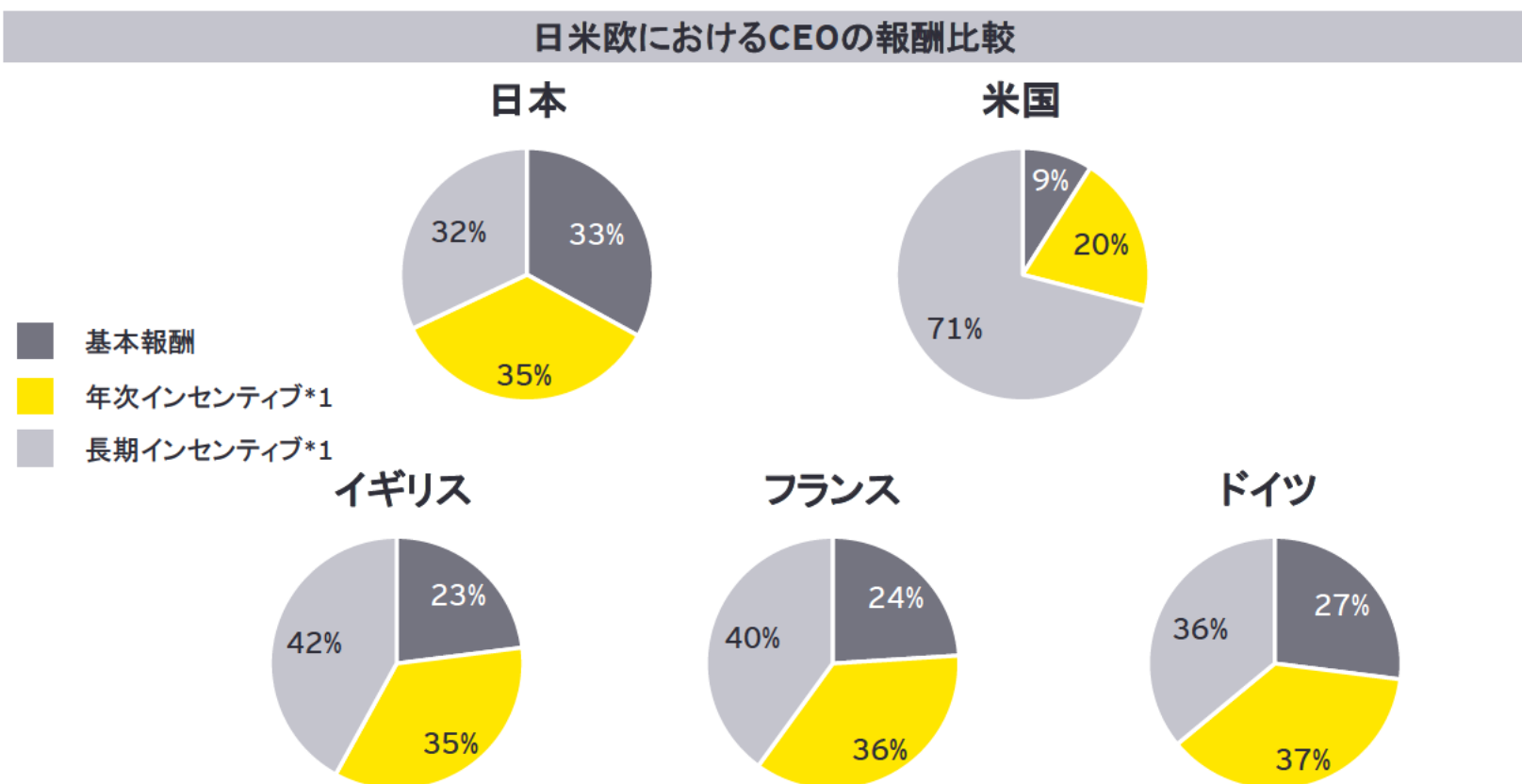
株式持ち合い比率を構成する各保有主体の保有比率の時系列推移



(出所) 大株主データ (東洋経済新報社)、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査 (全国4証券取引所) より野村資本市場研究所作成

6.エンゲージメントに差異が生じている原因および日米欧の資本市場の規律の比較 ～役員報酬の国内外比較

- ▶ 日米欧におけるCEOの報酬を比較した場合、日本は他地域よりも基本報酬に占める割合が最も高く、1年超の業績に連動する長期インセンティブが最も低い傾向にある。従って、日本は欧米と比較して短期志向に陥りやすい可能性がある
- ▶ 一方、米国は基本報酬の割合は低く、長期インセンティブが全体の71%を占めていることから、長期の業績を上げるインセンティブが働く報酬体系となっており、より長期での成長を意識した報酬体系である
- ▶ 欧州は、日本と米国の間位置しているが、業績に連動するインセンティブが全体の約70%を占めている傾向にある



*1 業績連動の指標として測る期間が約1年以内のものは年次インセンティブ、1年超のものは長期インセンティブ

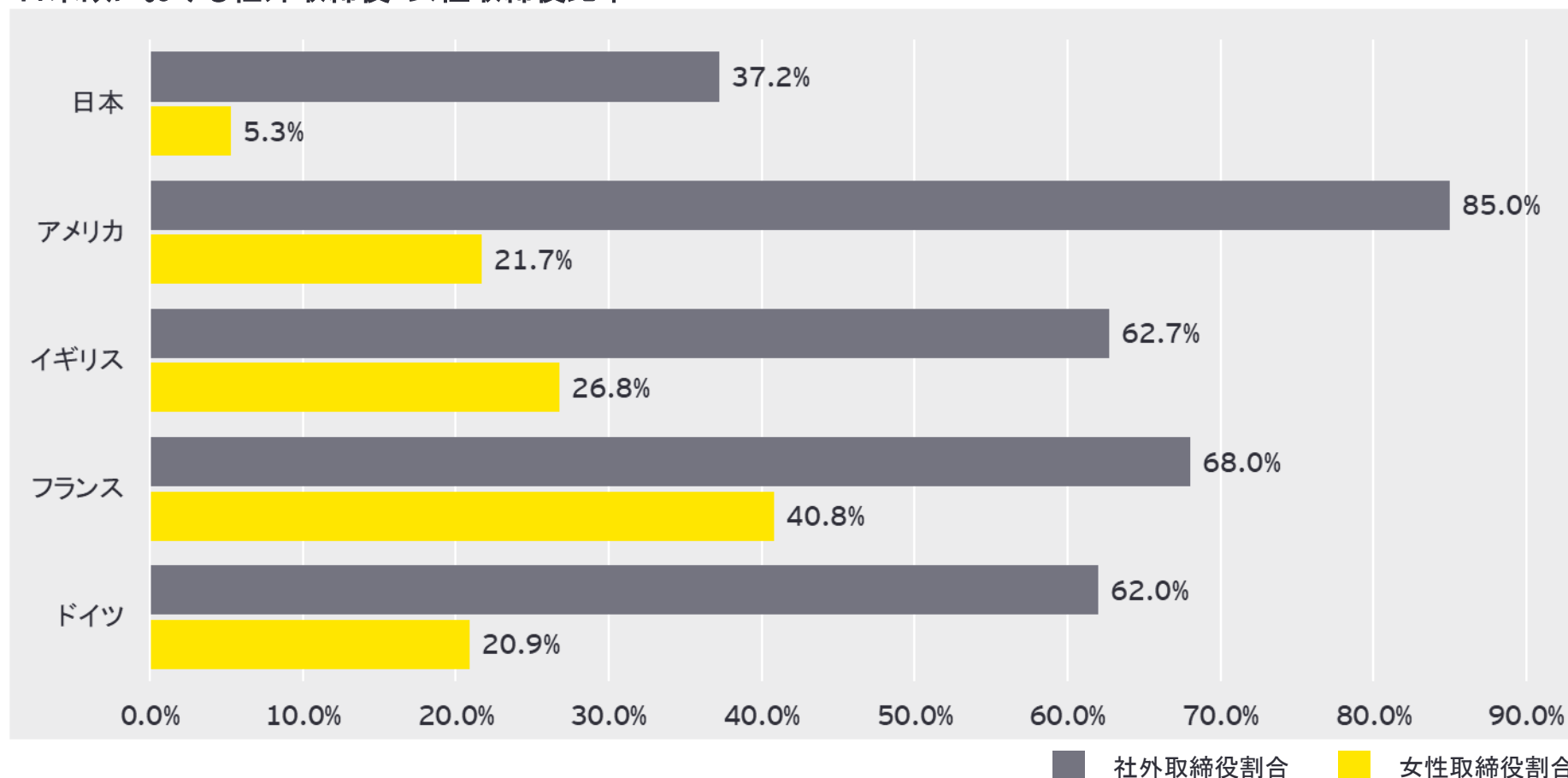
出典: WTW「WTW『日米欧CEOおよび社外取締役報酬比較』2023年調査結果を発表」よりEYにて作成

Confidential - 令和5年度産業経済研究委託事業(エンゲージメントを通じた企業価値向上に関する調査) - All Rights Reserved - Ernst & Young ShinNihon LLC. 2024

6.エンゲージメントに差異が生じている原因および日米欧の資本市場の規律の比較 ～社外取締役比率・女性取締役比率の国内外比較

- ▶ 日本の社外取締役比率、女性取締役比率は欧米と比較して依然として低い
- ▶ 米国は社外取締役比率が最も高いが、女性取締役比率は欧州と同程度である
- ▶ 欧州は社外取締役比率が過半数を超えており、女性取締役比率は他地域よりは高い状況である

日米欧における社外取締役・女性取締役比率

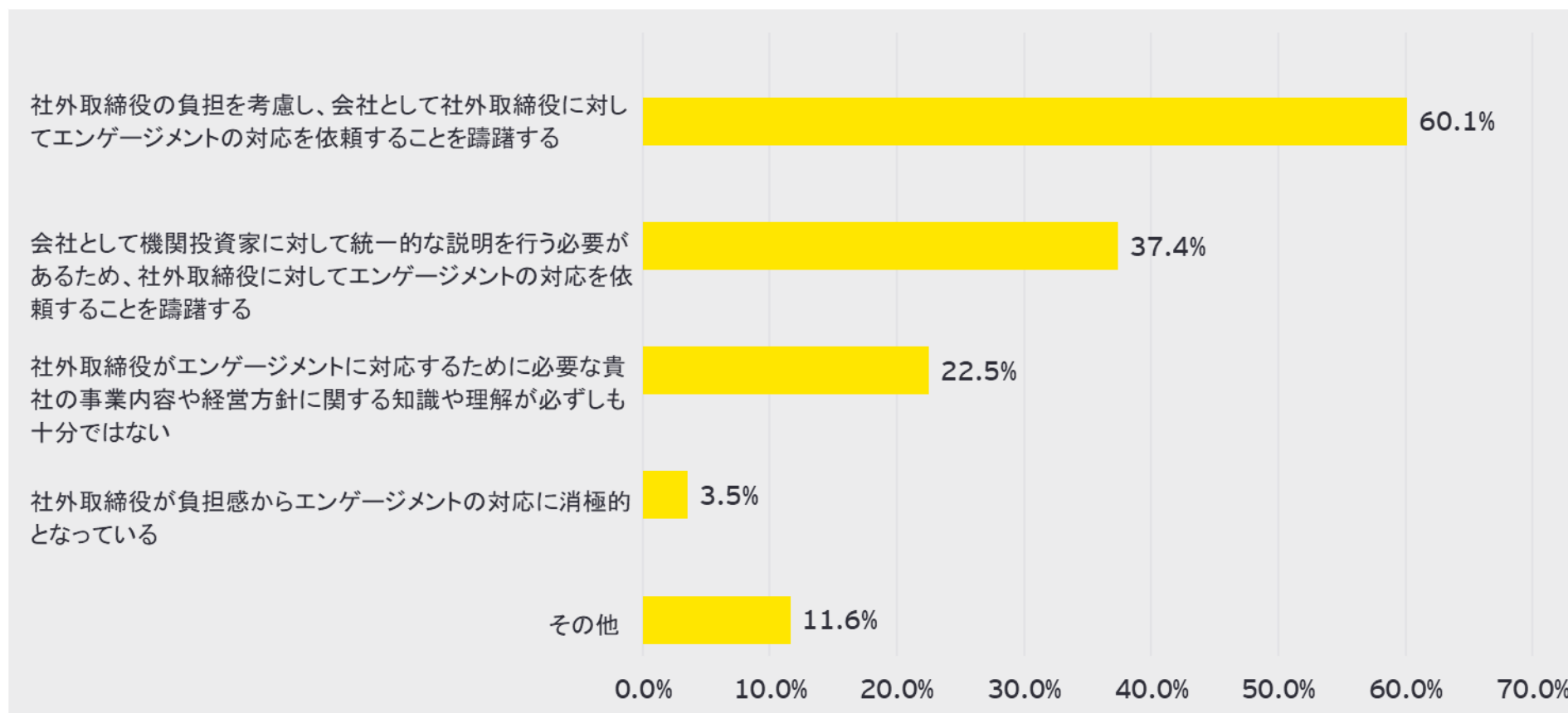


出典：経済産業省「令和3年度産業経済研究委託調査事業『コーポレートガバナンス改革に係る内外実態調査』」よりEYにて作成

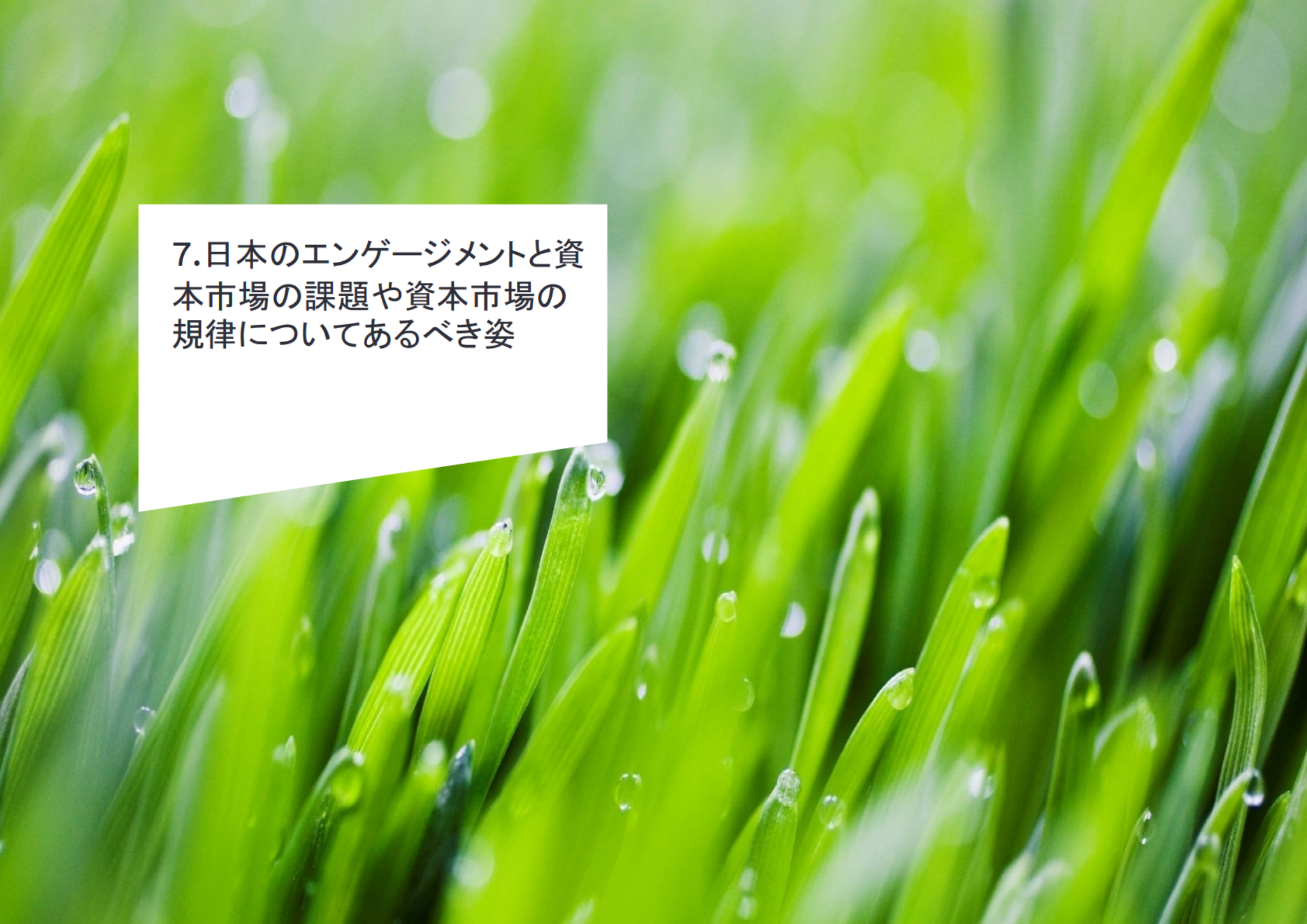
6.エンゲージメントに差異が生じている原因および日米欧の資本市場の規律の比較 (参考)社外取締役と株主・機関投資家との対話

- ▶ 企業側が社外取締役や株主・機関投資家との対話に躊躇する理由に関して、約6割が社外取締役への負担を考慮してエンゲージメント対応の依頼を躊躇すると挙げている
- ▶ 社外取締役がエンゲージメント対応を行う上での知識や業務理解が十分でないことも挙げられた

企業側が社外取締役、株主・機関投資家との対話を躊躇する理由



出典：経済産業省「[社外取締役の在り方に関する実務指針](#) 参考資料2」

The background of the slide is a close-up photograph of vibrant green grass blades. Numerous clear water droplets are clinging to the tips and surfaces of the blades, creating a fresh and natural aesthetic. The lighting is soft, highlighting the texture of the grass and the glistening of the water.

7.日本のエンゲージメントと資本市場の課題や資本市場の規律についてあるべき姿

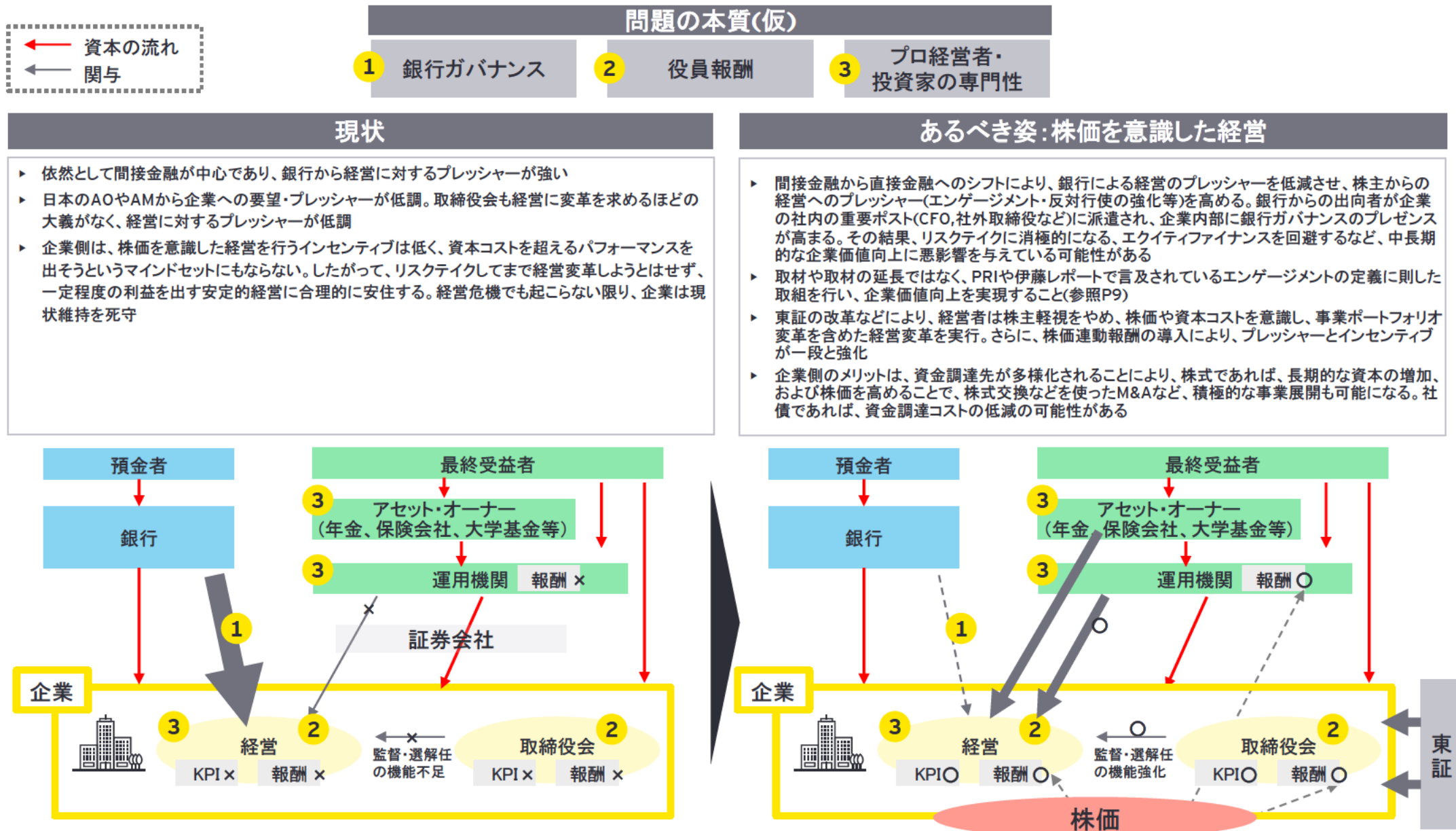
7.日本のエンゲージメントと資本市場の課題や資本市場の規律についてあるべき姿 ～欧米と比較した日本のエンゲージメントや資本市場の課題

- ▶ アセットオーナー、運用会社、企業の全てに課題があり、特に経営と運用のプロフェッショナル人材が不足しており、多様化が遅れている。また、ハレーションを避ける傾向が確認された

欧米と比較した日本の主な課題

アセットオーナー	▶ GPIFは現行法では自前でエンゲージメント・議決権行使ができない建付けとなっている ▶ エンゲージメントのエスカレーション手法が乏しい ▶ 企業年金基金は母体企業からの出向・転籍者が多く、運用のプロフェッショナルが少ない ▶ ブローカー経由での調整になっており、取材の延長線上になっている(目的が不明確)
運用会社	▶ エンゲージメントの定義や目的が不明確(ブローカー経由の調整もある) ▶ ESGに関するエンゲージメントについて、投資先企業の現状や特性、企業価値向上の観点を踏まえ、形式的なESG項目を求めるのみの表層的で細かいエンゲージメントが多い ▶ エンゲージメントのエスカレーション手法が乏しい ▶ 人材の多様性が不足(国籍、性別、専門知識(博士、MBAホルダー、CFAホルダー、弁護士、科学者等)) ▶ ベテランが少なく、企業調査・分析能力が低い ▶ 役員やファンドマネージャーの報酬が投資パフォーマンスと連動していない ▶ 国内金融機関グループの運用会社が多い(利益相反や規律が働きにくい可能性あり、管理職に出向・転籍者が多く、ローパー社員のキャリア形成に影響を与える可能性あり) ▶ 大量保有報告制度の観点から協働エンゲージメントの取組が難しい
企業	▶ 訓練を受けたプロ経営者が少ない(任期が短い) ▶ 株価と連動した役員報酬が少ない ▶ 社外取締役の人数が少ない ▶ 日本独特の商慣習 ▶ 会社の所有者に対する日本的な考え方(会社は会社のもの) ▶ 安定株主作り(政策保有株、金融機関・企業間の営業協力(“物々交換”)、企業グループ(旧財閥等)内の連帯意識) ▶ 銀行ガバナンスが依然として強固の可能性がある。銀行からの出向者が企業の社内の重要ポスト(CFO,社外取締役など)に派遣され、企業内部に銀行ガバナンスのプレゼンスが高まる。その結果、リスクテイクに消極的になる、エクイティファイナンスを回避するなど、中長期的な企業価値向上に悪影響を与えている可能性がある

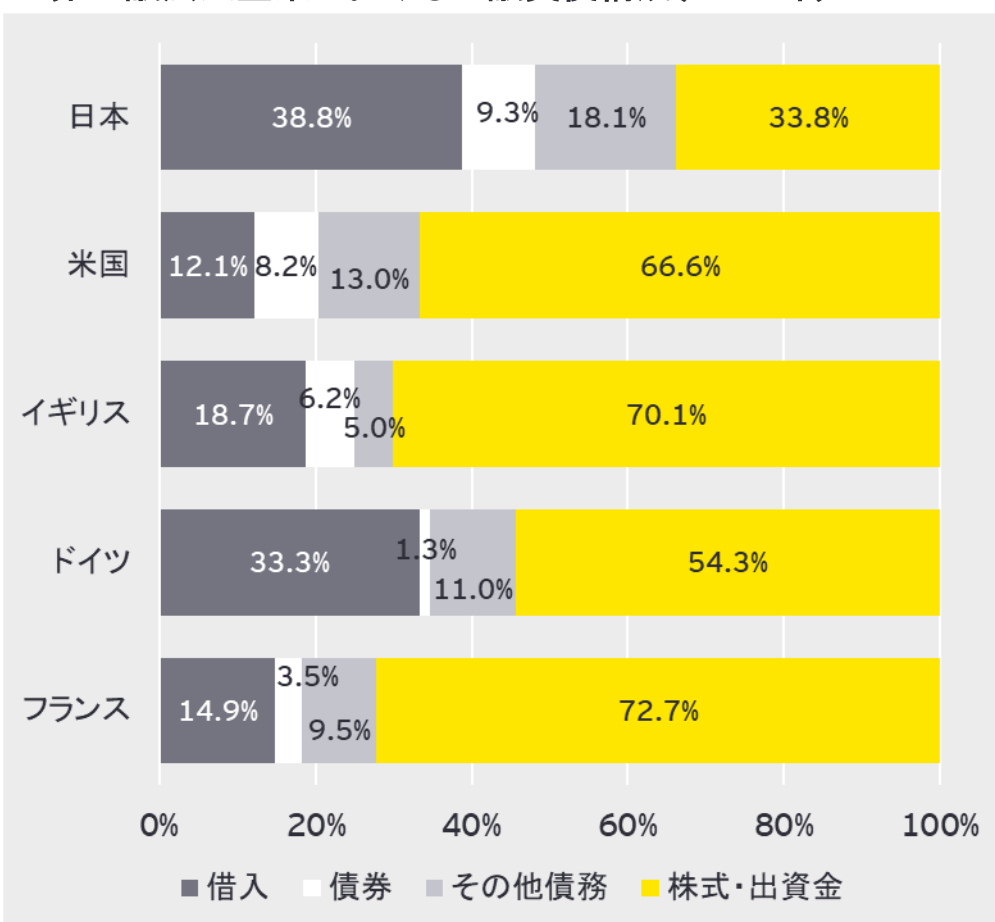
7.日本のエンゲージメントと資本市場の課題や資本市場の規律についてあるべき姿 ～日本の資本市場の規律についてあるべき姿



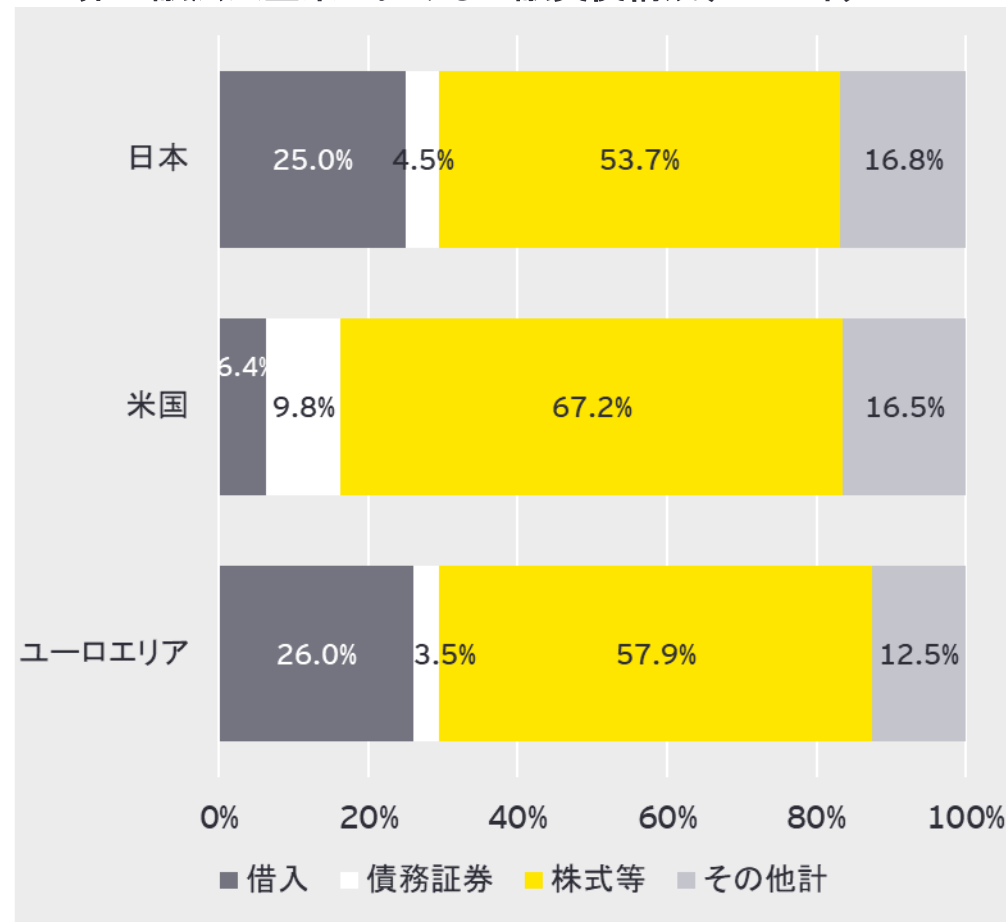
7.日本のエンゲージメントと資本市場の課題や資本市場の規律についてあるべき姿 (参考)間接金融から直接金融へのシフト

- ▶ 日本の非金融法人企業における負債構成のうち、借入が減少し、株式が増加しており、間接金融から直接金融へのシフトが進んだことが確認された
- ▶ 一方、米国と比較すると、日本の借入依存度は依然として高い傾向である

非金融法人企業における金融負債構成(1999年)



非金融法人企業における金融負債構成(2023年)

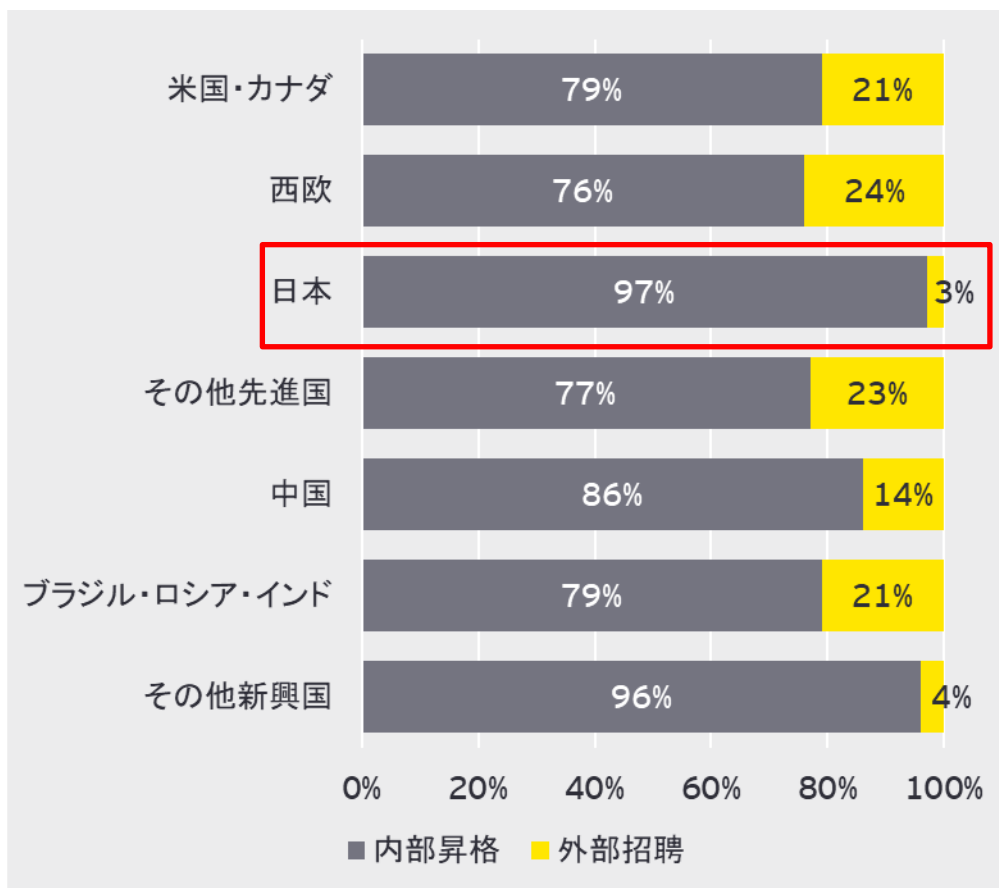


出典: 日本銀行「[欧米主要国の資金循環統計](#)」,「[資金循環の日米欧比較](#)」よりEYにて作成

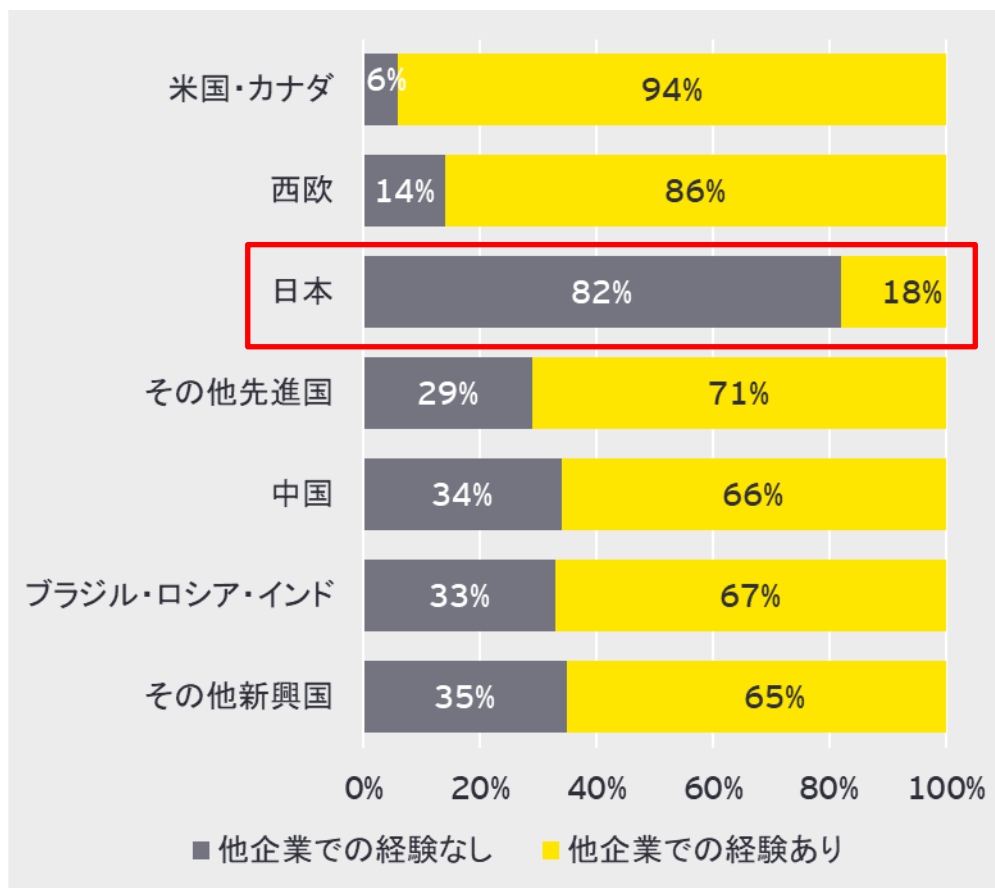
7.日本のエンゲージメントと資本市場の課題や資本市場の規律についてあるべき姿 (参考)CEOに関する国際比較 1/2

- ▶ 日本企業のCEOは、内部昇格の割合が高く、かつ初めてCEOに就任する割合が極めて高い

CEOの内部昇格・外部招聘の割合



CEOの内部昇格・外部招聘の割合

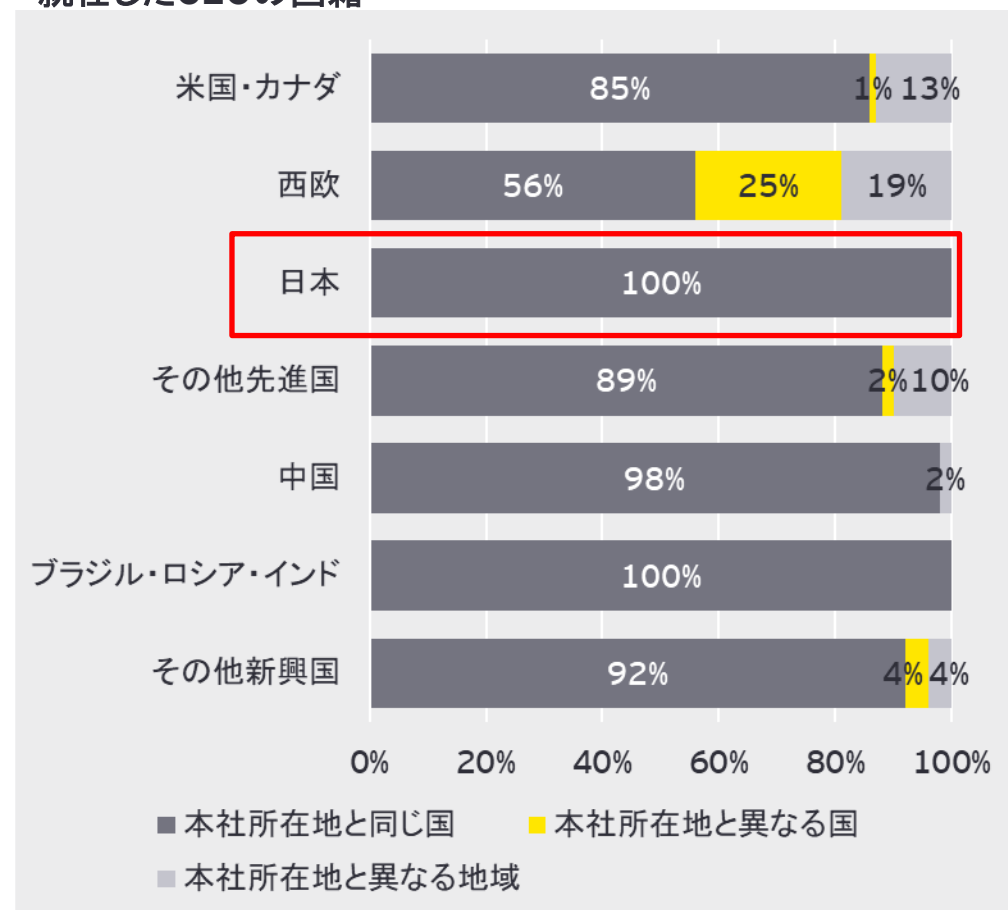


(注)その他先進国: アルゼンチン、オーストラリア、バーレーン、チリ、香港、ハンガリー、ニュージーランド、ポーランド、韓国を含む
その他新興国: エジプト、カザフスタン、メキシコ、ナイジェリア、南アフリカ、トルコ、ベトナムを含む
出典: 経済産業省「[未来人材ビジョン\(令和4年5月\)](#)」よりEYにて作成

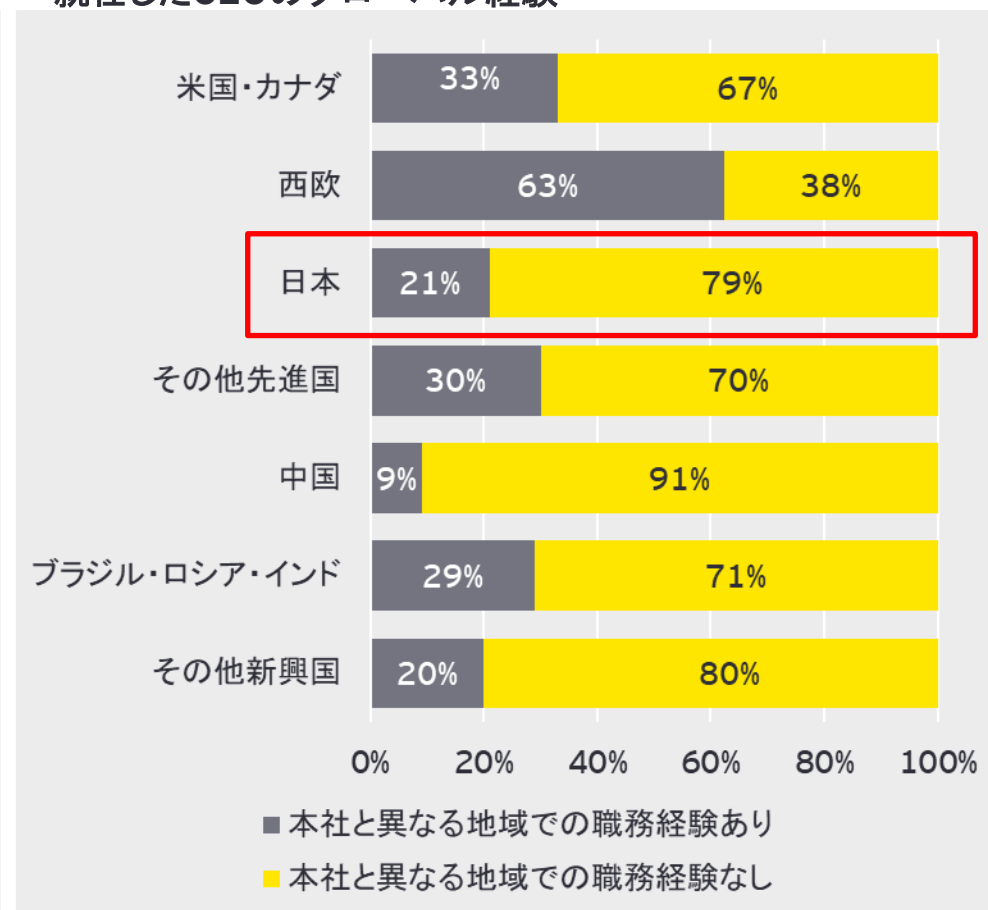
7.日本のエンゲージメントと資本市場の課題や資本市場の規律についてあるべき姿 (参考)CEOに関する国際比較 2/2

- ▶ 日本企業のCEOは、日本国籍を有しており、グローバル経験は欧米比では低い傾向にある

就任したCEOの国籍



就任したCEOのグローバル経験



(注)グローバル経験とは、本社所在地と異なる地域での職務経験を意味する

その他先進国: アルゼンチン、オーストラリア、バーレーン、チリ、香港、ハンガリー、ニュージーランド、ポーランド、韓国を含む

その他新興国: エジプト、カザフスタン、メキシコ、ナイジェリア、南アフリカ、トルコ、ベトナムを含む

出典: 経済産業省「未来人材ビジョン(令和4年5月)」よりEYにて作成

A close-up photograph of vibrant green grass blades, each covered with small, clear water droplets. The background is softly blurred, creating a bokeh effect with out-of-focus light spots. A white rectangular box is positioned on the left side of the image, containing the section header.

8.アセットオーナーについて

8.アセットオーナーについて

～アセットオーナー：運用資産残高(AUM)上位20社について

- ▶ グローバルのアセットオーナーにおいて、GPIFが最も運用資産残高が多く、他の日本のアセットオーナーは上位20社にいない
- ▶ 米国、カナダ、欧州及び中国等においては、複数のアセットオーナーが上位20位に位置している

順位	基金名	国	AUM(百万USD)
1	Government Pension Investment	日本	\$1,730,900
2	Norges Bank Investment Management	ノルウェー	\$1,402,000
3	China Investment Corporation	中国	\$1,222,000
4	SAFE Investment Company	中国	\$980,000
5	Abu Dhabi Investment Authority	UAE	\$829,000
6	National Pension	韓国	\$797,968
7	Federal Retirement Thrift	米国	\$774,176
8	GIC Private Limited	シンガポール	\$744,000
9	Kuwait Investment Authority	クウェート	\$738,000
10	APG	オランダ	\$630,358
11	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	香港	\$587,000
12	California Public Employees	米国	\$496,820
13	Public Investment Fund/Sanabil Investments	サウジアラビア	\$480,000
14	Qatar Investment Authority	カタール	\$445,000
15	Canada Pension	カナダ	\$426,746
16	National Social Security	中国	\$406,787
17	Central Provident Fund	シンガポール	\$374,990
18	Mercer	米国	\$370,168
19	CDPQ	カナダ	\$329,000
20	California State Teachers	米国	\$313,940

※2022年3月31日現在

出典：WTW(ウィルスタワーズワトソン)「世界の運用資産規模トップ100の運用資産総額は過去 最高の26兆米ドル - WTW ([wtwco.com](https://www.wtwco.com))」を基にEY作成

Confidential -令和5年度産業経済研究委託事業(エンゲージメントを通じた企業価値向上に関する調査) - All Rights Reserved - Ernst & Young ShinNihon LLC. 2024

8.アセットオーナーについて

～日本のアセットオーナーについて

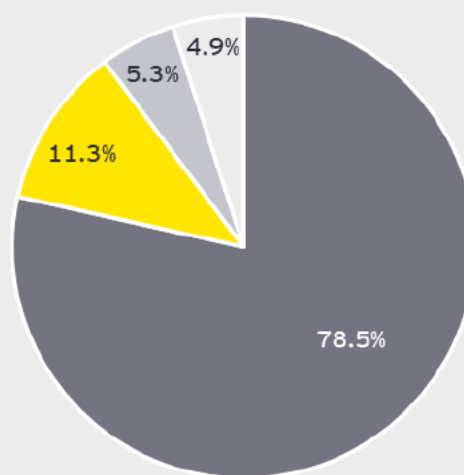
- ▶ 年金基金におけるアセットオーナーとしては、GPIFが最も大きく、年金基金に占める割合は、約58.3%と過半を占めている
- ▶ 生命保険業界は、GPIFの約2倍の規模があり、アセットオーナーとして相応の影響力があることが読み取れる
- ▶ 生命保険会社や損害保険会社を含む全てのアセットオーナーにおいては、GPIFが約25.3%を占めており、アセットオーナー単体としては最も規模が大きい

基金名	種別	資産規模 (兆円)	実施主体数	全体に 占める割合	年金に 占める割合
年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)	年金	200.1		25.3%	58.3%
企業年金(DB)	年金	66.2	11,545	8.4%	19.3%
地方公務員共済組合連合会	年金	28.7		3.6%	8.4%
企業年金連合会(PFA)	年金	12.2		1.5%	3.6%
独立行政法人中小企業基盤整備機構	年金	11.1		1.4%	3.2%
国家公務員共済組合連合会 (KKR)	年金	9.2		1.2%	2.7%
独立行政法人勤労者退職金共済機構	年金	6.4		0.8%	1.9%
日本私立学校振興・共済事業団	年金	4.6		0.6%	1.3%
国民年金基金連合会	年金	4.6		0.6%	1.3%
生命保険会社	保険	408.3	42	51.6%	-
損害保険会社	保険	29.5	33	3.7%	-
国立研究開発法人科学技術振興機構(JST)	大学等	10		1.3%	-

8.アセットオーナーについて (参考)日本のアセットオーナーについて

- ▶ AUM上位100位に位置する日本のアセットオーナーは4社あり、うちGPIFが全体の約78.5%を占めており、一極集中している

AUM上位100以内の日本のアセットオーナーの内訳



■ GPIF ■ Local Government Officials ■ KKR(国家公務員共済組合連合会) □ PFA(企業年金連合会)

※2022年3月31日現在

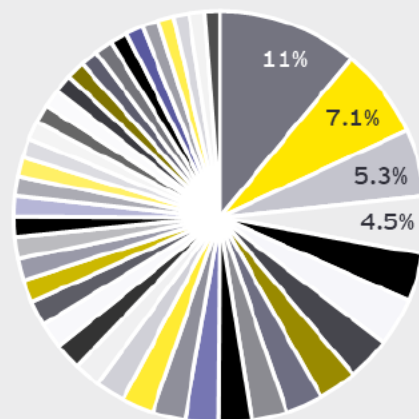
出典:Caroasial [2022 Top 100 Asset Owners Ranking](#) | Caproasiaを基にEY作成

Confidential -令和5年度産業経済研究委託事業(エンゲージメントを通じた企業価値向上に関する調査) - All Rights Reserved - Ernst & Young ShinNihon LLC. 2024

8.アセットオーナーについて (参考)米国のアセットオーナーについて

- ▶ AUM上位100位に位置する米国のアセットオーナーは41社であり、分散化している
- ▶ 米国で最大規模であるFederal Retirement Thriftは全体の11.1%を占めるに留まる

AUM上位100以内の米国のアセットオーナーの内訳



■ Federal Retirement Thrift	■ CalPERS	■ Mercer	■ CalSTRS
■ New York State Common	■ New York City Retirement	■ Goldman Sachs	■ Florida State Board
■ AON	■ Texas Teachers	■ BlackRock	■ State Street Global Advisors
■ WTW	■ Russell Investments	■ Washington State Board	■ Wisconsin Investment Board
■ Boeing	■ New York State Teachers	■ North Carolina	■ California University
■ Ohio Public Employees	■ AT&T	■ IBM	■ Virginia Retirement
■ Raytheon Technologies	■ Michigan Retirement	■ New Jersey	■ Minnesota State Board
■ Kaiser	■ Georgia Teachers	■ SEI Investments	■ Oregon Public Employees
■ Northern Trust	■ Massachusetts PRIM	■ General Motors	■ Ohio State Teachers
■ General Electric	■ United Parcel Service	■ United Nations Joint Staff	■ Lockheed Martin
■ J.P. Morgan Asset & Wealth Management			

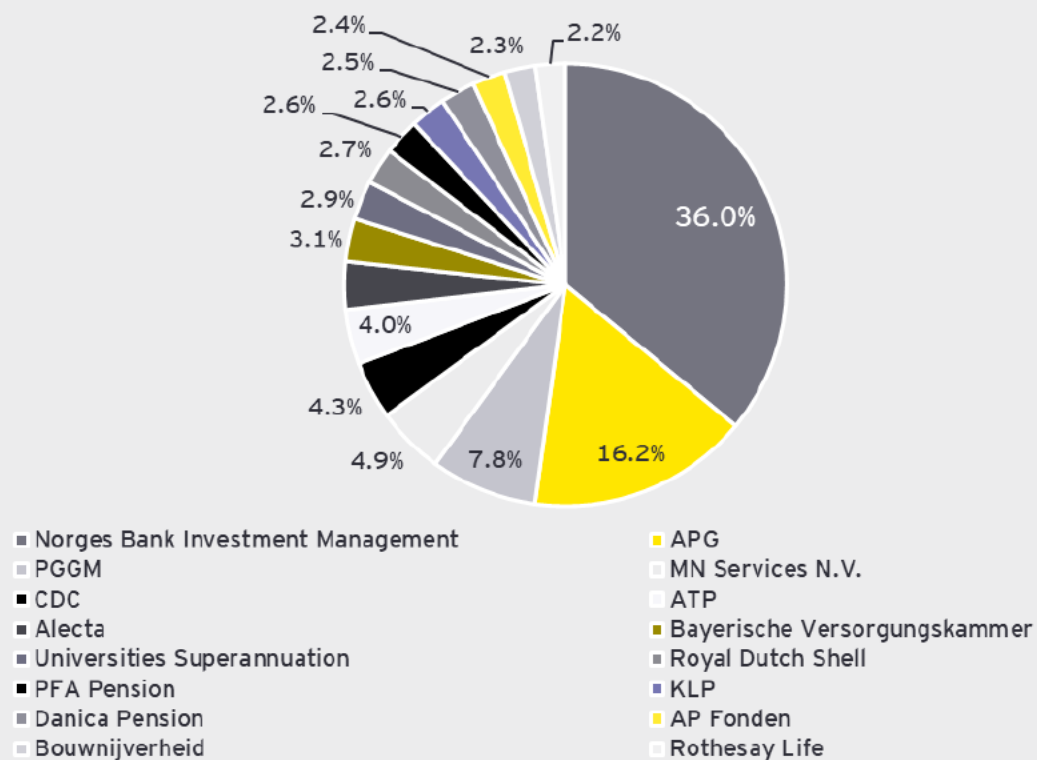
※2022年3月31日現在

8.アセットオーナーについて

(参考)欧州のアセットオーナーについて

- ▶ AUM上位100位に位置する欧州のアセットオーナーは16社であり、分散化している
- ▶ 欧州で最大規模であるノルウェー銀行は、全体の約36%を占めている

AUM上位100以内の欧州のアセットオーナーの内訳



※2022年3月31日現在

出典:Caroasial [2022 Top 100 Asset Owners Ranking | Caproasia](#)を基にEY作成

8.アセットオーナーについて

～公的年金基金の歴史的推移

- ▶ 日本の公的年金基金は、運用資産残高が大きく、企業への影響が大きいため、企業と直接エンゲージメント等ができないことが米欧と異なる点である
- ▶ 米欧の公的年金基金は、一定規模の複数のアセットオーナーがおり、エンゲージメント等を行っている点が日本とは異なる点である

日本(GPIF)	米国(CalPERS, CalSTRS)	スウェーデン(AP)
▶ 1959年、国民年金法が制定され、無拠出で年金制度が開始。当時は公的年金制度がなかったが、戦後復興が進む中、全国民を対象にした老後の所得保障の必要性の高まりが背景 ▶ 1961年：拠出制の国民年金制度が開始 ▶ 1967年：財務省の管理下で年金福祉事業団(現日本年金機構)の設立、なお年金積立金の運用は無し ▶ 2001年：年金積立金管理運用基金が設立。財政投融资制度改革が実施され、旧大蔵省資金運用部管理から厚生労働大臣へ管轄が変更。投資一任契約での運用が開始 ▶ 2002年、確定給付企業年金法が施行され、代行返上(厚生年金基金の代行部分を国に返し、プラスアルファ部分を確定給付企業年金へ移行すること)の制度が作られた ▶ 2010年、厚生労働省の「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方について」にて、同法人を分割するか、継続するか等の議論が行われた。その後最終報告書では、分割と継続の両者の意見が掲載されるも、検討を引き続き行う旨が明記されている	▶ 1913年、CalSTRS設立 ▶ 1917～19年、戦時国債が発行され、証券投資の経験が無かった一般国民が保有を始める ▶ 1932年、CalPERS設立 ▶ 1950年代、機関化現象が生じる。①世界恐慌により株式への直接投資を忌避する雰囲気が強かったこと、②企業年金の成長、③優良企業を中心に配当性向が低く抑えられ、配当利回りが低下したこと ▶ 1950年代中頃、機関投資家は株式の組入比率を高める。運用戦略はバイアンドホールドが基本であり、継続的に買いが進む ▶ 1974年、従業員退職所得保証法(ERISA: Employee Retirement Income Security Act of 1974)が制定。企業年金の運用を専門家に委託することができるようになり、年金資金が株式市場へ流入	▶ 1913年、最初の公的年金システムが導入 ▶ 1960年の改革により、産業に対して公的機関が過度な影響力を持つ可能性の排除等を背景に、第一、第二、第三の基金組織に分割。固定利付証券への投資のみ許可 ▶ 1974年、第四の基金組織が設立され、スウェーデンの上場株式への投資を許可 ▶ 1988年、第五の基金組織が設立 ▶ 1996年、ベンチャーキャピタル投資を行う第六の基金組織が設立 ▶ 1998年、個別の貯蓄口座を持つプレミアム年金制度が導入され、個々の加入者が自身の年金を直接管理することが可能となる ▶ 1999年、基金の枯渇リスク解消のための改革案が施行 ▶ 2000年、プレミアム年金制度のデフォルトの基金として第七のAP基金が設立(加入者が投資ファンドを自己選択しない場合に自動で選択される) ▶ 2001年、最初の5つの基金組織は4つのAP基金に再編(資産5,540SEK)。基金間の競争やリターンの分散等を目的に、同じ条件下で運用主体が4つある現行の姿が形成 ▶ 2013年、AP基金の資産合計が1兆SEK超え ▶ 2019年、AP基金の新しい投資ガイドライン(一部の資産クラスへの限度の撤廃、ESG重視等)を導入

8.アセットオーナーについて ～GPIFについて 1/2

- ▶ GPIFは、「専ら被保険者の利益のため」という目的を離れて他の政策目的や施策実現のために年金積立金の運用を行うこと（他事考慮）はできない仕組みとなっている
- ▶ また、年金積立金管理運用独立行政法人法により、金融市場や企業経営に直接影響を与えないよう、株式運用においては個別の銘柄選択や指示ができない仕組みとなっている

1. 年金積立金の管理及び運用の基本的な方針

（1）年金積立金の管理及び運用の基本的な方針

年金積立金の運用に当たっては、以下の制度上の枠組みを前提として、引き続き、適切な運用及び組織運営に努めること。

- ① 年金積立金の運用は、年金積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の年金給付の貴重な財源であることに特に留意し、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、年金事業の運営の安定に資することを目的として行う。（厚生年金保険法第79条の2及び国民年金法第75条）

これにより、「専ら被保険者の利益のため」という目的を離れて他の政策目的や施策実現のために年金積立金の運用を行うこと（他事考慮）はできない仕組みとなっている。

- ② 外部運用機関への委託運用においては、投資判断の全部を一任する投資一任契約の締結により行う。（年金積立金管理運用独立行政法人法（平成16年法律第105号。以下「法」という。）第21条等）

これにより、法人が金融市場や企業経営に直接の影響を与えないよう、株式運用に当たっては、特定の企業を投資対象とする等の個別の銘柄選択や指示をすることはできない仕組みとなっている。

- ③ 法人の中期計画は、年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ、安全かつ確実を基本とし、運用が特定の方法に集中せず、かつ、厚生年金保険法第79条の2等の目的に適合するものでなければならない。（法第20条第

8.アセットオーナーについて ～GPIFについて 2/2

- ▶ GPIFは、現在の中期目標において、各年度において、資産全体及び各資産ごとに、各々のベンチマーク収益(市場平均収益率)を確保することが求められており、短期志向化と見て取れるような短期的なポートフォリオのリバランスが現在頻繁に行われている

(2) ベンチマーク収益率の確保

各年度において、資産全体及び各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること。

ベンチマークについては、市場を反映した構成であること、投資可能な有価証券により構成されていること、その指標の詳細が開示されていること等を勘案しつつ適切な市場指標を用いること。

【目標設定の考え方】

ベンチマーク収益率と法人の実際の運用収益率を比較することにより、法人の運用実績の評価を行う。なお、運用実績の評価に当たっては、運用する資産の規模に鑑み、資産配分を必ずしも機動的に調整できない等の要因があることを考慮する。

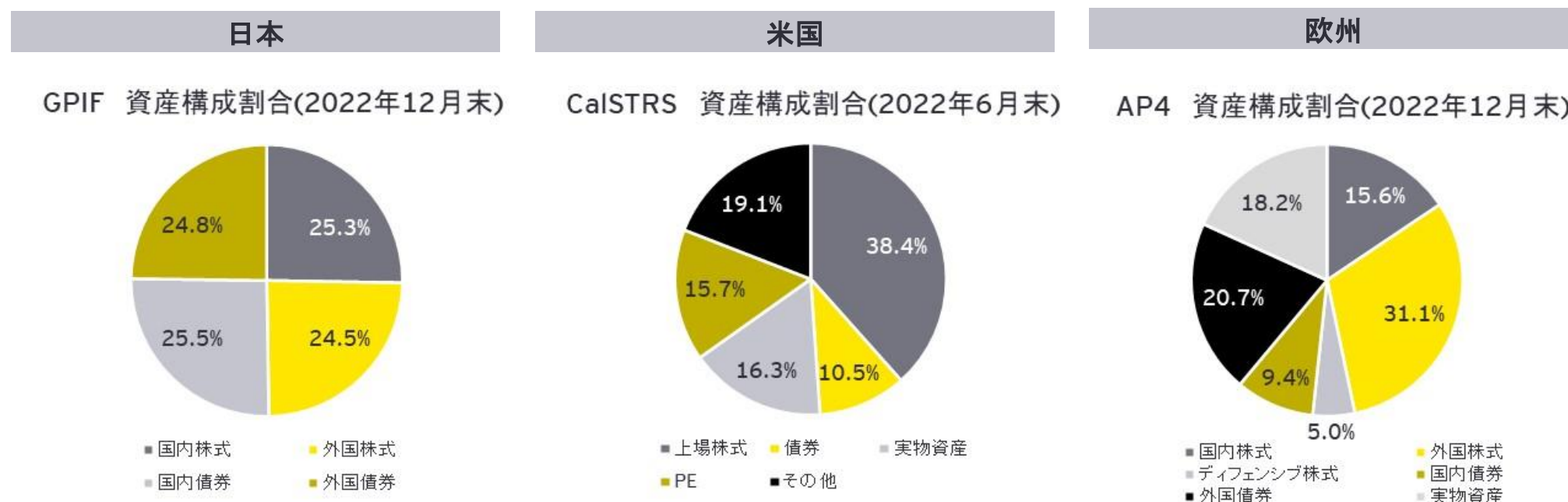
【重要度 高】

上記の事項は、効率的な運用を行うための主要な役割を果たすことから、重要度が高いものとする。

8.アセットオーナーについて

(参考)公的年金基金の資産構成の日米欧比較

- ▶ 日本のGPIF、及び欧州のAP4(スウェーデンの公的年金基金)の上場株式のウェイトは、全体の運用資産残高の約50%を占めており、米国のCalSTRSよりも上場株式のウェイトが大きい
- ▶ CalSTRSは、伝統的資産(株式、債券)のみならず、不動産、PE等のオルタナティブ資産への投資が約45%を占めている



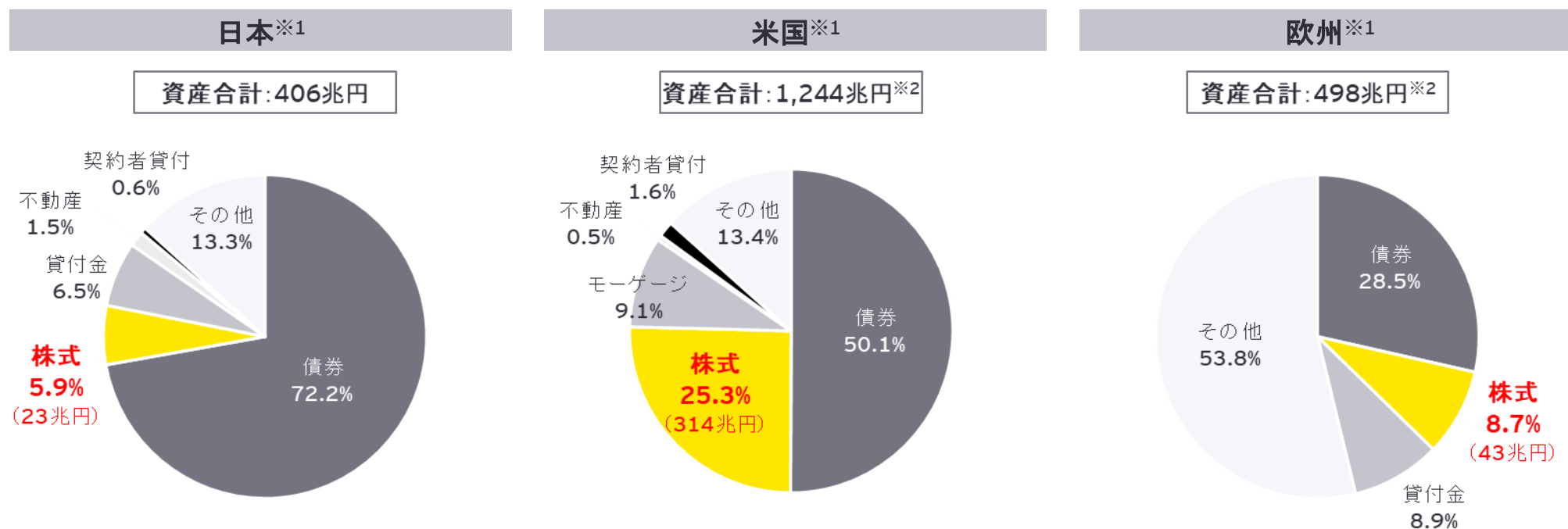
出典:厚生労働省「GPIFおよび諸外国の年金基金等の運用利回りの国際比較-2001～2022年度の10年移動平均の比較-」を基にEY作成

Confidential -令和5年度産業経済研究委託事業(エンゲージメントを通じた企業価値向上に関する調査) - All Rights Reserved - Ernst & Young ShinNihon LLC. 2024

8.アセットオーナーについて

(参考)生命保険業界における資産構成の日米欧比較

- ▶ 日米欧の生命保険業界における株式の資産構成比を見ると、米国の25.3%に対し、欧州は8.7%、日本は5.9%と一桁台
- ▶ 欧州の「その他」資産の約41%は「investment fund share」であり、欧州生保では資産運用に占める投資ファンド(外部委託運用)の割合が日米と比べて大きくなっている



※1 生命保険業界全体のデータ。資産合計は、日本は2023年3月末時点の総資産、米国は2022年12月末時点の総資産(Total liabilities and surplus funds)、欧州(ユーロ圏)は2022年12月末時点の負債に対応する資産を表す。1兆円未満の端数は切捨処理

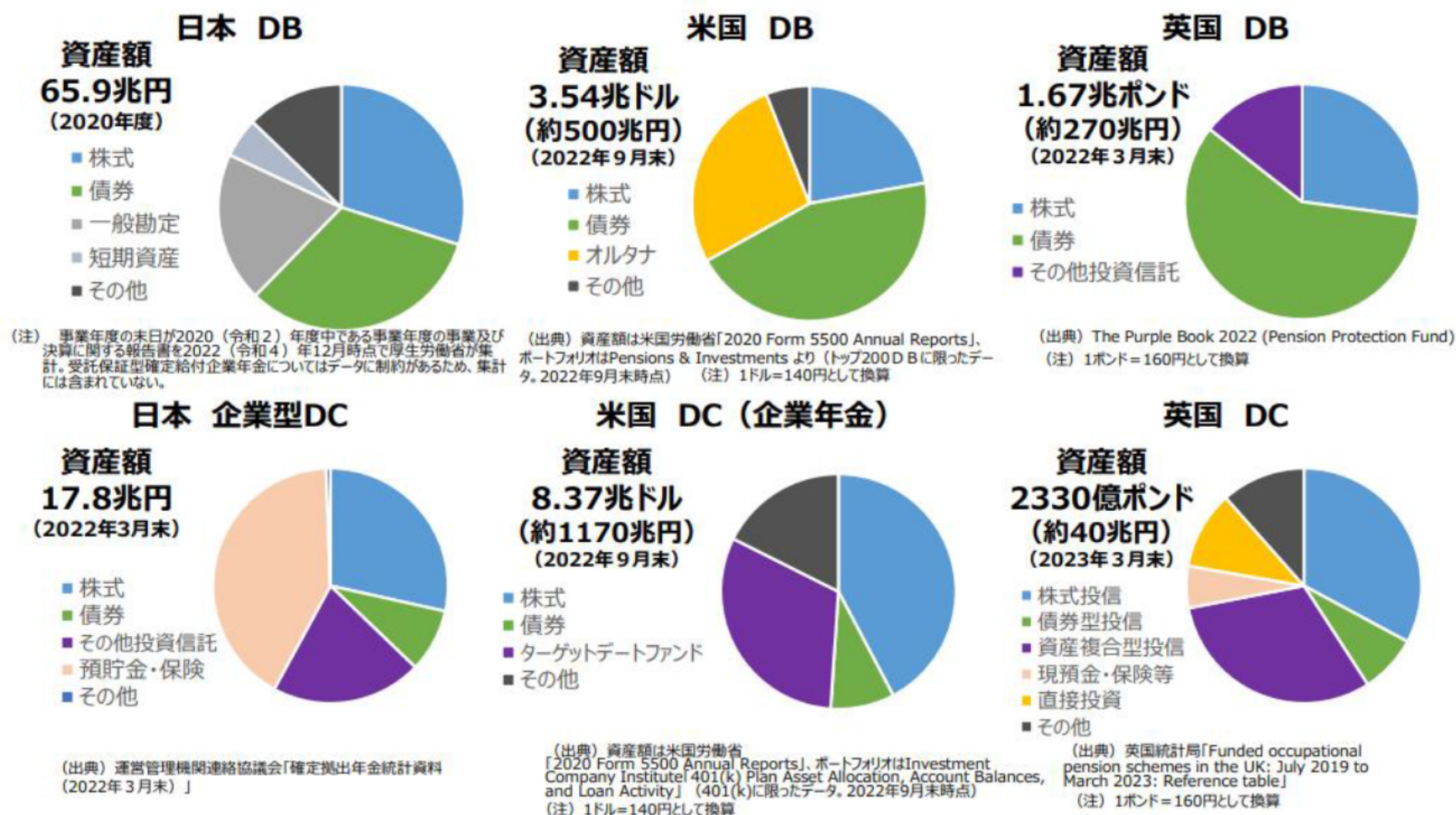
※2 円換算レートは三菱UFJ銀行の2023年2月20日TTM(1\$=¥150.38、1€=¥161.94)を使用

8.アセットオーナーについて

(参考)企業年金の資産構成の日米欧比較

- ▶ 米国のDC(企業年金)は、DBの2倍強の規模となっており、DCにおいては、株式の割合が最も大きい
- ▶ 一方、日本や英国はDBに比べて企業型DCがそれぞれ約1/3、約1/6に留まっており、株式の割合は米国よりも低い。日本の企業型DCは、預貯金・保険が最も大きいという特徴がある

企業年金の資産構成の日米欧比較



EY | Building a better working world

EYは、「Building a better working world ～より良い社会の構築を目指して」をパーパス(存在意義)としています。クライアント、人々、そして社会のために長期的価値を創出し、資本市場における信頼の構築に貢献します。

150カ国以上に展開するEYのチームは、データとテクノロジーの実現により信頼を提供し、クライアントの成長、変革及び事業を支援します。

アシュアランス、コンサルティング、法務、ストラテジー、税務及びトランザクションの全サービスを通して、世界が直面する複雑な問題に対し優れた課題提起(better question)をすることで、新たな解決策を導きます。

EYとは、アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドのグローバルネットワークであり、単体、もしくは複数のメンバーファームを指し、各メンバーファームは法的に独立した組織です。アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドは、英国の保証有限責任会社であり、顧客サービスは提供していません。EYによる個人情報の取得・利用の方法や、データ保護に関する法令により個人情報の主体が有する権利については、ey.com/privacyをご確認ください。EYのメンバーファームは、現地の法令により禁止されている場合、法務サービスを提供することはありません。EYについて詳しくは、ey.comをご覧ください。

EY新日本有限責任監査法人について

EY新日本有限責任監査法人は、EYの日本におけるメンバーファームであり、監査及び保証業務を中心に、アドバイザリーサービスなどを提供しています。詳しくはey.com/ja_jp/people/ey-shinnihon-llcをご覧ください。

© 2024 Ernst & Young ShinNihon LLC.

All Rights Reserved.

本書は一般的な参考情報の提供のみを目的に作成されており、会計、税務及びその他の専門的なアドバイスを行うものではありません。EY新日本有限責任監査法人及び他のEYメンバーファームは、皆様が本書を利用したことにより被ったいかなる損害についても、一切の責任を負いません。具体的なアドバイスが必要な場合は、個別に専門家にご相談ください。

ey.com/ja_jp