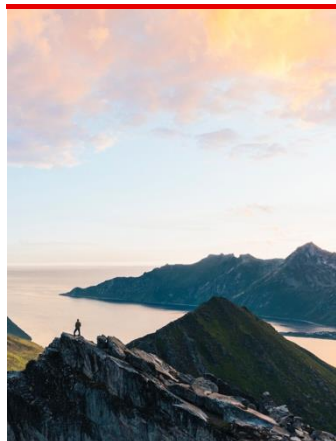




サステナブル投資トレンド Vol.2

多様化するエンゲージメント

MUFG AM サステナブルインベストメント

岡本 卓万

従来は、エンゲージメントを行うのは主に保有銘柄に絞って企業価値向上を目指すアクティブ・マネジャーであって、パッシブマネジャーは運用コストを抑えることが優先されました。しかしユニバーサルオーナーや協働エンゲージメントといった考え方がもたらされた結果、パッシブ運用でも市場全体の底上げを狙いとしたエンゲージメントが盛んになっています。今では運用スタイルに合わせてエンゲージメントの方法も多様化しています。

運用スタイルと投資行動様式

様々な運用スタイル

投資商品の運用スタイルにより収益獲得の狙いや投資の時間軸が異なるであろうことは想像できるところです。では、運用スタイルによってエンゲージメントのアプローチは異なるのでしょうか。本稿ではこのテーマについて掘り下げていきます。

まず、本稿で比較する運用スタイルとして、アクティブ運用については従来から一般的なアクティブ運用と、アクティビスト(エンゲージメント)型と呼ばれるエンゲージメントや議決権行使を通じた企業価値向上が重要な位置づけとなっているものに分類します。パッシブ運用については市場連動型のパッシブ運用とスマートベータあるいは ESG インデックスといった特定のファクター(リスク要素)にティルトしたものに分類します。以上 4 つの運用スタイルについて比較・分析をしていきます。

運用スタイルと投資行動様式

まずは運用スタイルと投資行動様式(パターン)の関係についてみていきます(図表1)。従来型アクティブでは、将来値上がりする可能性の高い有望な株式を発掘する銘柄選択能力が決定的に重要です。したがって FM の行動の動機としてはリサーチにおける独自性、優位性を発揮していかに他の投資家と差別化するかとなります。

これがアクティビスト型となると、同じ銘柄選択でも有望な企業というより現在ポテンシャルを発揮できていない企業を発掘することが重要になります。それに加えてアクティビスト型は経営者に働きかけることでの企業価値向上が収益源泉となるので、エンゲージメントのノウハウや他の投資家との戦略的協調が重要となります。

市場連動型パッシブは、かつては運用コストの最小化が優先される傾向にありましたが、最近ではいわゆるユニバーサルオーナーとして市場全体の価値向上が自らの利益になるという考え方が強くなっています。一般に投資の時間軸は長く同じポートフォリオを保有することから、パッシブ投資家同士で利害が一致しやすく協調的な行動をとりやすいと言えます。

スマートベータや ESG インデックス運用はパッシブ運用の形態ではありますが、保有銘柄数という点で見るとアクティブ運用に近い(連動するインデックスにもよります)ため、投資行動様式としては従来型アクティブに近いかもしれません。

図表 1 運用スタイルと投資行動様式

	アクティブ運用		パッシブ運用	
	従来型	アクティビスト型	市場連動型	スマートベータ / ESG インデックス
収益獲得のしくみ	マネジャーの銘柄選択能力	株主還元、不採算事業整理などを通じた企業価値向上	市場全体の上昇	ファクターティルトによる超過収益獲得
投資対象	個別銘柄(集中～分散投資)	個別銘柄(集中投資)	時価加重インデックス	銘柄数はアクティブに近いことが多い
運用の前提	(将来値上がりするであろう)銘柄選択能力	(ポテンシャルを発揮できていない)銘柄選択能力	市場全体の上昇	ファクターティルトによる安定的な収益機会
投資の時間軸	短期～長期まで様々	短期～中期	長期・超長期	長期・超長期
運用資産規模	小規模～大規模	小規模～中規模	大規模～超大規模	中～大規模
行動の動機	銘柄選択の独自性、優位性	独自性、優位性	市場全体のリターン拡大への働きかけ	ファクター分析・評価の独自性、優位性
他の投資家との関係	競争、差別化	戦略的協調	協調的	競争、差別化

出所)北川哲雄編著、「ESG カオスを超えて:新たな資本市場構築への道標」第 4 章を参考に筆者作成

多様化するエンゲージメントアプローチ

アクティブ運用が中心だったエンゲージメント

エンゲージメント実務が広がったきっかけは、スチュワードシップコード(2014 年)の導入にあるといえるでしょう。アベノミクス第三の矢(成長戦略)としてコーポレートガバナンスコードと合わせて導入されたもので、「攻めのガバナンス」を実現するものと謳われました。その重要な手段として、「持続的な企業価値向上に向けた機関投資家と企業の対話(エンゲージメント)の実施」が位置付けられたのです。

当初はスチュワードシップの発揮はアクティブ運用が中心で、パッシブ運用においては、まだ重要視されていませんでした。パッシブ運用ではスチュワードシップを発揮して対象先の企業価値が改善しても超過収益が改善するわけではなく、また他の投資家を利するというフリーライド問題があったためと思われます。

ユニバーサルオーナーとパッシブエンゲージメントの認知

ところが ESG 投資が導入された頃から、ユニバーサルオーナーの考え方が広まりました。ユニバーサルオーナーとはその巨大さゆえに経済・市場全体に大規模に投資を行い続けることになるアセットオーナーです。例えば、典型的なユニバーサルオーナーであると自他ともに認める GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の日本株式保有額は約50兆円(2023 年 3 月末)と、実に東証上場企業の 13%を占めます。この大きな株主シェアを GPIF は何十年も保有し続けることとなります。企業年金など小規模なアセットオーナーもその集合としてとらえるとユニバーサルオーナーであるといえます。

ユニバーサルオーナー全体で見ると、エンゲージメントのコストをアセットオーナー間で分担することができればフリーライドの問題はかなり薄まると考えられます。またユニバーサルオーナー全体で見ると市場のシェアは大きく、株主としてのエンゲージメントは強大な力を持つことになります。

ユニバーサルオーナーの考え方が広まるにつれて、パッシブ運用においてもエンゲージメントが注目されるようになりました。少し前まではパッシブ運用というと指数と同じ比率で機械的に金額を割り振って株式を保有しているだけの受け身(パッシブ)のファンドというイメージでしたが、現在では、その名前とは裏腹に市場全体の価値向上を目指してアクティブなエンゲージメントと議決権行使を行うようになり、存在感を高めています。

運用スタイルによるエンゲージメントアプローチの違い

現在では、アクティブ、パッシブといった運用スタイルの違いによらず、エンゲージメントが盛んになりつつあります。とはいえ、運用スタイルによって投資行動様式が異なるため、エンゲージメントのアプローチも異なります。図表 2 で、運用スタイルによるエンゲージメントアプローチの違いを見ることにします。

図表 2 運用スタイルとエンゲージメントアプローチ

	アクティブ運用		パッシブ運用	
	従来型	アクティビスト型	市場連動型	スマートベータ/ESG インデックス
エンゲージメントの狙い	対象企業との成長戦略の確認を通じた企業価値向上に向けた行動促進	即効性のある企業価値向上策の導入	企業の持続成長力強化 市場全体の持続可能性強化	企業の持続的成長力強化
対象先	限定的(投資先)	限定的(投資先)	広範囲(市場全体)	限定的～広範囲
対話のテーマ	独自の視点・分析に基づく成長戦略	企業価値向上に即効性のある要改善点(例:株主還元、不採算事業撤退など)	持続的な成長をもたらす共通的な課題(例:ガバナンス、ES 課題など)	持続的な成長をもたらす共通的な課題(ガバナンス、ES 課題など)
不調時の対応	撤退(株式売却)	協調から圧力へ(議決権行使)	エンゲージメント継続 協調から圧力へ(議決権行使)	エンゲージメント継続 協調から圧力へ(議決権行使)
1対象先あたりのリソース	多い	極めて多い	少ない(増加しつつある)	少ない
協働エンゲージメントの利用	消極的	戦略的活用	積極的	中立的

出所)北川哲雄編著、「ESG カオスを超えて:新たな資本市場構築への道標」第 4 章を参考に筆者作成

従来型アクティブの場合、投資対象先の成長戦略がマネジャーの描くシナリオと一致しているかを確認し、企業価値向上に向けた行動を促すことがエンゲージメントの主たる目的になります。お互いが描くシナリオがどうしてもすり合わない場合、マネジャーは別の投資先を探すことになります(結局、マネジャーがその企業に描く成長シナリオの実現は難しいことになるからです)。協働エンゲージメントに対しては消極的です。なぜならば他の投資家が当該銘柄を持っているとは限らず、また協働エンゲージメントに当たってマネジャーのノウハウともいえる投資先の成長シナリオを他の投資家と共有することは考えられないからです。

アクティブ・マネジャーの中でもアクティビストの場合、エンゲージメントは収益獲得の中心的な戦略に位置づけられます。アクティビストは即効性のある企業価値向上策を投資先に実行させるため、積極的にエンゲージメントを行い、必要に応じてその圧力を高めます。従来型マネジャーと異なり協働エンゲージメントも戦略的に活用します。しかしながら企業価値向上に向けて描くシナリオが必ずしも他の投資家と一致するとは限りません。特に即効的な企業価値向上が成長の持続可能性と相反する場合、後で述べるパッシブ運用のマネジャーとは協働歩調がとりにくくなります。

次に市場連動型のパッシブ運用の場合、長期投資家という性質から対象先企業の持続的成長力強化がエンゲージメントの狙いとなります。それに加えてエンゲージメントの内容が企業経営における一種の規範として当該企業のみならず他の企業にもアナウンスされる効果があると考えられます。これを通じて、エンゲージメント対象先だけでなく市場全体にエンゲージメントの効果が及び成長の持続可能性を高めると期待されるのです。

そのようなパッシブ運用のエンゲージメント効果を最大限に高めるため、対話のテーマは広く企業横断的に存在する持続的成長課題に向けたものが中心になります。ガバナンスをはじめとして E(環境)・S(社会)への取組みといったいわゆる ESG 課題が対話のテーマとして多く取り上げられることになるのも特徴です。

市場連動型のパッシブ運用におけるエンゲージメントは共通して上記のような特徴を持ちます。したがって協働エンゲージメントに対して親和性が高いのも特徴といえるでしょう。世界中のアセットオーナーが保有するパッシブ運用が協働エンゲージメントを行うとしたら、その行使力は強大なものになります。“受け身”のイメージがあったパッシブ運用ですが、今や強いアクティブオーナーシップを発揮しつつあるといえるのではないのでしょうか。

最後にスマートベータや ESG インデックス運用におけるエンゲージメントについて考えます。パッシブ運用に分類されているとはいえ、保有銘柄数で見るとむしろアクティブ運用並みに絞り込まれていることが多いのです。自身が大量に保有する銘柄を他のマネジャーが保有するわけではないという意味で協働エンゲージメントとの親和性はそれほど高くないということになります。また、オンツ的手法にしたがって機械的に銘柄選択やポートフォリオ構築が行われるため、場合によってはエンゲージメントが途中まで進んだ段階で組み入れ銘柄から外れてしまい、エンゲージメントが中断されるといったことが起こりえます。エンゲージメント行動と投資行動が齟齬をきたすのです。このことからスマートベータや ESG インデックス運用においては、運用プロセスにエンゲージメントを組入れないものもあると考えられます。

存在感増すパッシブエンゲージメント

本稿では運用スタイルによるエンゲージメントアプローチの違いについて解説しました。その中で市場連動型パッシブ運用におけるエンゲージメントのアプローチは、アクティブ運用と異なりいわゆる ESG 課題のような市場全体の持続的成長に繋がるアプローチが重視されることや、協働エンゲージメントとの親和性が高いことを説明しました。

最近、ガバナンスや ES 課題における株主提案が増えてきており、また株主提案が一定程度支持されるケースも目立ってきています。背景には幅広い企業の価値向上を目指して、ガバナンスや ES

課題への取り組みを促す方向でのパッシブ運用におけるエンゲージメントへの取組が多くなっているということがあるかもしれません。

協働エンゲージメントの枠組み整理が求められる

パッシブ運用におけるエンゲージメントが盛んになるにつれて、今後協働エンゲージメントへのニーズが増大すると思われます。しかしながら、協働エンゲージメントに関しては、いわゆる重要提案行為や共同保有者とみなされる恐れから、躊躇する向きが多いのではとされています。

金融庁がこの4月に公表した、「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」においても、企業と投資家との対話に係る課題として、「大量保有報告制度における「重要提案行為等」「共同保有者」の範囲の明確化について検討を進める」としており、今後の進展が期待されます。

参考文献

- ・ 北川哲雄編著(2022)、「ESG カオスを超えて:新たな資本市場構築への道標」第4章(アクティブ投資家と ESG カオス)、中央経済社

※ 本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではありません。

本資料について

- 本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご留意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、貴社顧問会計士・税理士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料に関するお問い合わせ先

三菱UFJ信託銀行株式会社

MUFG AM サステナブルインベストメント

[こちら](#)

