

# 協働エンゲージメントの 基本ガイド

企業との対話における機関投資家間の  
効果的な協働のための方策



# 6つの原則

- 1 私たちは投資分析と意志決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。
- 2 私たちは活動的な株式所有者になり、株式の所有方針と所有慣習にESG問題を組み入れます。
- 3 私たちは、投資対象に対してESG問題について適切な開示を求めます。
- 4 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
- 5 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
- 6 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。



本書は責任投資原則(PRI)の第2、第3、および第5の原則を奨励することを目的としています。責任投資原則(PRI)イニシアティブは、2006年にコフィー・アナン前国連事務総長が持続可能な投資のための原則の草案策定のため、世界最大の機関投資家、学識経験者、およびその他の有識者を招聘したことから始まりました。責任投資原則の6つの原則はすべて、投資家には受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を追求する義務があり、機関投資家の意思決定プロセスにおいて環境の問題、社会の問題、企業統治の問題を考慮に入れることは、この義務を果たすことに含まれるという前提に基づいています。

本報告書は、オリビア・ワトソンの貢献およびプロジェクト管理のもと、ヴァレリア・ピアニが作成しました。また、ジェームス・ギフォード、マシュー・マクアダム、アタナシア・カラナウ、ダニエル・チェスポロー、フェリシタス・ウェパー、カミリア・ヤマハキ、フォン・イー・チャン、ルパート・デントン、ミレラ・シュトリーダー、ゴードン・ヒューイット、ダリア。

PRIイニシアティブは、本報告書作成にあたりインタビューまたはコメント提供に応じてくださった投資家および企業の皆様、特にクリアリングハウス運営委員会(Clearinghouse Steering Committee)ならびにSmall and Resource Constrained Fundsワークストリームの皆様に感謝いたします。さらに、ルパート・デントン、アダム・ガーファンクル、レイチェル・クロスリーに感謝いたします。インタビューを行った方の氏名一覧は付録に記載しました。

著作権2013

## PRI免責事項

本報告書に含まれる情報は、情報提供のみを目的としており、投資、法務、税務その他の助言を意図しているものではなく、また投資その他の決定の根拠としていただくことも意図していません。本報告書は、著者および発行者が法務、経済、投資、または専門的な問題やサービスに関する助言を提供しているのではないという理解の上で提供されています。PRI Association および PRI イニシアティブは、本報告書が参照しているウェブサイトのコンテンツおよび情報リソースについて責任を負いません。PRI Association または PRI イニシアティブはこれらウェブサイトへのアクセスを提供し、また当該情報リソースを提供していますが、そこに含まれる情報の推薦を意味するものではありません。別途明示的な記載がある場合を除き、本報告書で表現される意見、推奨、調査結果、解釈、結論は、本報告書の様々な協力者のものであり、PRI Association、PRI イニシアティブまたは責任投資原則の署名機関の見解を表明するものではありません。企業の例を挙げていることは、PRI Association、PRI イニシアティブまたは責任投資原則の署名機関がそれらの企業を推薦していることを意味するものではありません。本報告書に含まれる情報は信頼できる最新の情報源から取得するよう努力していますが、統計、法律、規則、規制には変化する性質があるため、本報告書に含まれる情報に遅延、脱漏、不正確性が生じる場合があります。PRI Association、PRI イニシアティブのいずれも、本報告書に含まれる情報の誤謬、脱漏、または本報告書に含まれる情報に基づく意志決定もしくは行動、またはそのような意志決定もしくは行動に起因する損失または損害について責任を負いません。本報告書に含まれるすべての情報は「現状有姿」で提供され、完全性、正確性、適時性またはこの情報の使用から得られた結果について一切保証せず、あらゆる種類の明示的、黙示的な保証をしません。

# はじめに

本ハンドブックは、環境、社会、企業統治 (ESG) の課題に関して上場企業に対し、協働して株主行動を取るための実務的な基本ガイドを提供することを目的としています。

エンゲージメント (株主行動) とは、機関投資家はその影響力を駆使して、投資対象の企業に ESG の課題に関する対応を改善するよう働きかけるプロセスです。こうしたエンゲージメントにより、企業の財務パフォーマンスが改善され、その結果投資ポートフォリオの長期的なパフォーマンスが改善する可能性があります。<sup>1</sup>このような「活動的な株式所有」は、責任投資原則 (PRI) のすべての署名機関が署名している [6つの原則](#) の第2の原則「私たちは活動的な株式所有者になり、株式の所有方針と所有慣習に ESG 問題を組み入れます。」に対応するものです。また、投資対象に対して ESG の課題について適切な開示を求めることを機関投資家に奨励する第3の原則、および本原則を実行する際の効果を高めるために他の署名機関と協働することを機関投資家に奨励する第5の原則にも対応しています。

本書は主に企業との対話に焦点を当てていますが、政策決定者への働きかけもエンゲージメント戦略を補完する重要かつ効果的な手段になり得ます。本書に含まれる考察および事例は、さらに違う形での機関投資家間の協働においても参考になる可能性があります。

## 第1章

協働エンゲージメントの概要です。協働の持つ利点と課題について考察し、協働エンゲージメントが機関投資家の目標を達成する上で最良の方策になる場合、またはそうならない場合について論じています。

## 第2章

協働エンゲージメントを成功させるために必要な4つの要素として「共通性」「調整」「明瞭性」「影響力」を提案します。機関投資家が協働してグループを結成するプロセスの段階ごとに実務的なガイダンスを提供します。また、投資対象の企業内で変革を起こすため、または公共政策に対してより効果的に影響力を発揮するために機関投資家がそれぞれのリソースを出し合うためのグローバルな場を提供する [PRI クリアリングハウス](#) についても説明します。

## 第3章

機関投資家のグループと対象企業のグループの間のエンゲージメントの4つの段階を順に説明します。エンゲージメントの4つの段階とは、「準備する」、「企業と対話を開始しフォローアップする」、「必要場合はエスカレーションを行う」、「効果を評価し成果を共有してエンゲージメントを完結させる」です。

「文献一覧」は末尾にあります。

本報告書に記載されている情報は、PRI クリアリングハウスが実施した協働エンゲージメントの事例研究、および PRI 署名機関 27 社 (投資家 11 名、運用会社 13 名、サービス機関 3 名)、他の投資イニシアティブの専門家 1 名、国連グローバル・コンパクト (UNGC)<sup>2</sup> 加入企業 12 社とのインタビューの分析結果に基づいています。

## 引用されている事例研究

- [事例研究1:](#)      カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト (CDP) における回答率の改善
- [事例研究2:](#)      国連グローバル・コンパクト加入企業に対する COP に関するエンゲージメント
- [事例研究3:](#)      反腐敗に関する企業へのエンゲージメント
- [事例研究4:](#)      電子機器メーカー企業に対する紛争鉱物の調達に関するエンゲージメント
- [事例研究5:](#)      ブラジルのサステナビリティに関する情報開示の改善

1 詳しくは PRI ウェブサイトの「[Why be an active owner?](#) (活動的な株式所有者になる理由)」を参照。

2 詳細は [www.unglobalcompact.org](http://www.unglobalcompact.org) を参照。

# 協働エンゲージメントを成功させるための条件

協働エンゲージメントが効果的に実践された場合、投資家の影響力が高まる、専門知識を構築できる、エンゲージメント・プロセスの作業負荷やコストが共有され効率的になるなどの利点が得られます。ここでは、イニシアティブを成功させるための条件を紹介します。

## 成功のための協働グループ内での土台づくり — 4つのC

- **Commonality** (共通性) — ESG課題について、およ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ます。
- **Coordination** (調整) — 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、成功への基盤になります。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ます。
- **Clarity** (明瞭性) — 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となります。
- **Clout** (影響力) — 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ります。

## エンゲージメント・プロセスの主な注意点

- 調査と準備 — 対話を成功させる秘訣は、対象企業の固有の性質および状況、課題の重要性、企業の行動のベースになるビジネスケースについて、投資家グループが明確に理解していることです。
- 明確かつ共通の目標 — 目標について同意を得ることで、投資家グループが企業のパフォーマンスの変化を経過観察し、協働の進展を評価できるようになります。
- リソースの提供 — エンゲージメントを成功させるためには継続した努力が必要になります。グループのメンバーは長期間にわたる複数の会合が必要になることを視野に入れ、対話に必要な時間と労力を提供する用意をしておくべきです。
- エスカレーション戦略 — 対象企業が対話に応じない場合や、建設的な対話ができない場合に、エンゲージメントを拡大させる戦略についてグループとして同意しておく必要があります。
- 政策決定者へのエンゲージメント — 政策決定者への働きかけは、多くの場合、企業との対話の促進につながります。政策の変更が達成されれば、企業に変革を促すエンゲージメントに有利な環境が形成されることにもなります。
- 成果を評価して伝える — 可能な場合、エンゲージメントの成果とその過程で得られた教訓を公表することで、他の投資家にも協働への関心が生まれるとともに、投資対象の企業に対しても株主がESGの課題を真剣に受け止めているというメッセージになります。

# 1. 協働エンゲージメントの概要

協働エンゲージメントは、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します。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ります。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ます。協働してエンゲージメントを行うことは投資家に大きな利益をもたらしますが、同時にその実現のためにはさまざまな課題があります。

## 協働エンゲージメントの利点

### 知識とスキルの蓄積

グループで作業し、多数の機関投資家の視点と専門知識を活用することは、投資家が次の項目を発展させるために寄与します。

- 課題に関する明確かつ共通の理解
- 行動を起こすための強制力のあるビジネスケース
- 企業に期待する反応についての明確な見解

このような知識の結集は、極めて複雑な課題について企業に働きかける場合や、厳しい環境の下で運営する企業に働きかける場合などに、特に効果を発揮します。複雑かつ困難な状況下では、投資家の情報収集はより困難になるからです。

グループ内の地理的および文化的な多様性によっても、投資家が現地の情報やコンタクト先を共有できるという利点を生み、また、異なる市場における経済、法律、および文化の背景に配慮した、より繊細なアプローチをエンゲージメントに活用できるようにもなります。

投資家が特定の分野について十分なリソースまたは経験を持たない場合も、グループ内でより豊富な知識を有した他の機関投資家と作業できる、かつ彼らから学ぶことができるという利点があります。

### 効率

機関投資家は、協働することで次のような点でエンゲージメントの効率を高めることができます。

- 投資家間で活動が重複するのを回避し、体系的かつ一貫した姿勢で課題について伝えることができるようになります。
- 調査や、原則およびガイドラインの発展と普及に要するコストを複数の当事者で分担できます。
- 持株比率、専門知識、地理的位置などに基づいて作業や責任の分担を決めることで、エンゲージメントの総合的な影響力が強くなる可能性があります。<sup>3</sup>
- 持株比率が低いおよびリソースが制限された投資家 (smaller and resource-constrained investors) の場合、名前と持株を協働プロセスの下に連ねるといっただけでも貢献することが可能になります。

### 影響力と正当性

機関投資家が協働エンゲージメントを行った場合、企業上層部はESGの課題に関する要求をより深刻に受け止めるようになることが調査で明らかになっています。<sup>4</sup> 異なる種類の組織 (投資戦略、持株比率、投資チェーン内の役割が異なる投資家、運用会社、サービス機関) がグループになることで、より強健なエンゲージメント戦略を形成でき、変化のための発言力も強まる可能性があります。メンバーが各自の認知度、規模、重要度を結集させること

「協働エンゲージメントにより単独では持ち得なかったスキルを活用できるようになり、見解に新たな視点を迎えることができるようになります。このことは、新しいアイデアの発想につながり、また、エンゲージメントに今までと違ったアプローチを試せることで、より大きな成果を上げる可能性も生まれます。」

デビッド・コウルドリッジ, Element Investment Managers シニア投資アナリスト

「機関投資家が10社集まれば... 10社の企業とそれぞれに自分で直接働きかける必要なく対話を持つことができます。つまり、個々の機関投資家が少しずつリソースを出し合うことで最大のインパクトを生むことができるのです。」

岸上 有沙, FTSE グループ ESG エグゼクティブ

3 Guyatt, Danyelle, May 2007. Identifying and Mobilizing Win-Win Opportunities for Collaboration between Pension Fund Institutions and their Agents, Rotman International Centre for Pension Management.

4 Gond, J.P. and Pian, V., 2013. Enabling Institutional Investors' Collective Action: The Role of the Principles for Responsible investment. *Business & Society*, 52(1), pp. 64-104.



「株主名簿に名を連ねる株主の相当数が団結して懸念を提起してくれば、企業がその課題について無視するのは難しくなります。」

ティム・マクレディ、Christian Super チーフ・インベストメント・オフィサー (CIO)

「自主的なイニシアティブにおける主な課題は、継続させることです。イニシアティブが前進を続けていること、具体的な措置が取られていること、期待される成果についてグループ全員の見解が一致していることを確認する責務を誰かが担う必要があります。」

マイク・ロンバード、Calvert Investments シニアサステナビリティアナリスト兼マネージャー

で、企業にとってもグループからのエンゲージメント要請を無視することが困難になります。個々の投資家からの働きかけにはこれまで応じていなかった企業の場合は特に、そうした企業の上層部に働きかける糸口を得るために協働は大きな効果を発揮できます。

## 協働エンゲージメントの課題

### 調整コスト

協働エンゲージメントのプロセスは個別でのエンゲージメントよりも複雑になる傾向があるため、通常は誰かが調整役を担う必要があります。

金銭的以外のコストとして、グループ内のコンセンサスと共通の立場を確立させる、エンゲージメント・プロセスの全体を通じてメンバー全員に情報を細かく行き渡らせるといった、グループの活動を調整する作業にかかる時間が挙げられます。こうしたコストはグループを統率している投資家が負担するか、協働イニシアティブのファシリテーターの役割を担う第三者 (PRIクリアリングハウスなど) が担当できます。

グループ内で調整が必要であるということは同時に、協働エンゲージメントのプロセスを一層長期的なものにし、一步一步の前進に時間がかかることを意味します。このため、投資家によってはこのことを理由に単独でのエンゲージメントを優先させる傾向があります。

### 同意を得る

多様性のあるグループで行動することは、異なる視点や知識を結集でき強健なエンゲージメント戦略の構築に寄与しますが、同時に、グループ内で投資家の目的意識がそれぞれに異なるという側面もあります。企業に積極的な変更 (ESGの課題に関し具体的な目標値を受け入れるなど) を求める投資家もあれば、最小限の変更 (課題に関する目標の設定を検討することに同意するなど) で満足する投資家もあるでしょう。グループ内で妥協点を見いだせなければ、グループは消極的な目標にしか合意できなくなり、より積極的な成果を期待していたメンバーは不満を抱えることとなります。

### 規制

入札操作や反トラストに関連する法律など、法規制が投資家の協働を阻害する状況に遭遇する場合があります。具体例として一部の市場 (欧州連合および南アフリカ) に存在する「共同行動 (acting in concert)」法が挙げられます。これらの法律は一般的にはESGの課題における投資家の協働に適用されることを意図したものではありませんが、状況によっては共同行動の定義が不明確で曖昧であるため、協働に参加するのを投資家がためらう原因になっています。欧州および南アフリカの投資家はこうした曖昧性を明確にするよう規制当局に要請し、一定の回答を得ています。<sup>5</sup>

### 協働行動の問題

協働的な株主行動の場合、少数の投資家でも複数の企業に対してESG関連の対応について発言権を駆使した行動を起こすことは可能です。エンゲージメントに付随する費用を負担するのは一部の投資家のみであるのに、それによって得られたリスク削減や企業パフォーマンスの改善といった成果についてはすべての株主がその利益を享受できることとなります。

同様に、協働イニシアティブには多数の投資家が加入しているにもかかわらず、一部の投資家はプロジェクトに実質的にほとんど貢献しておらず、結果的に一部の献身的な投資家のみがすべての作業を負担するという状況になることがあります。機関投資家のリソースの限界はそれぞれに異なるため、中にはエンゲージメントの協働に名前または持株を連ねるだけといった限られた役割や貢献しかできない投資家もあるでしょう。しかしながら、こうし

<sup>5</sup> 例えば「PRI South Africa Network Engagement Working Group with Executive Director of the Securities Regulation Panel, May 2012」, 「Collaborative engagement: Takeover Regulation Panel」を参照してください ([http://www.jse.co.za/Libraries/SRI - PRI Collaborative\\_Engagement/20120531- PRI\\_Collaborative\\_Engagement.sflb.ashx](http://www.jse.co.za/Libraries/SRI - PRI Collaborative_Engagement/20120531- PRI_Collaborative_Engagement.sflb.ashx))。

た問題は必ずしも投資家のインセンティブを低下させることにはなりません。状況によっては、グループ内で作業負荷を公平に分配することより、可能な限り多数の賛同者を募ってイニシアティブの正当性を高めることの方が重要視される場合もあるからです。

### 単独のエンゲージメントと協働エンゲージメント

投資家の中には、投資先企業に単独でエンゲージメントを行う方が現実的かつ効果的であるとする投資家もいます。これには、緊急に企業への働きかけが必要な問題が発生した場合や、投資家が既に対象企業の上層部と良好な関係を構築できている場合などが該当します。また、自社の競争優位にかかわる知識や情報を共有したくないといった競争上の理由から、他の機関投資家と協働することに魅力が見いだせないという場合もあります。投資家によっては、例えばアセットオーナーであればアセットオーナーだけで足並みを揃えたいなど、「志を同じくした」相手とでなければ協働することに関心を示さない場合もあります。さらに、特に主要株主の場合、単独のエンゲージメントだけでも企業に十分な影響力を発揮できるとの考えから、協働することの必要性を感じないということも考えられます。

しかしながら、適切な状況の下では、他の機関投資家との協働は知識と情報を結集でき、コストとリスクを分担できるという点で、企業に対する発言権を高め上層部の注意を引きつける効率的な方法にもなり得ます。市場の変革のような複雑な課題は、たとえ大手機関投資家であっても、単独で行動するよりも複数の投資家と連携して行動する方が成果を得る可能性が高くなります。<sup>6</sup>

### 企業から見た協働エンゲージメントの利点と課題

投資家の協働は企業にとってもさまざまな側面で利点があります。

- 類似した内容の対話を幾度も繰り返す代わりに、一つの投資家集団との対話に集約して対応できるため、質問表／エンゲージメントによる企業リソースの疲弊という問題に対処できます。
- 企業の総合的なESG戦略について、および主要なパフォーマンス指標について、より広範なフィードバックを得ることができます。
- 投資家グループが課題に関する豊富な知識を蓄積している場合、対話の質にも大いに貢献する可能性があります。

しかし同時に、特有の課題もあります。

- 1対1の交渉に比べ、詳細に深く切り込まず、より形式的な話し合いに終始してしまう可能性があります。
- グループ内で調整が不十分であったり、特定の項目や企業パフォーマンスに対する見解が異なっていたりする場合、まとめるのが困難になることがあります。

「投資家のグループと対話することは時間的にも効率が非常に良く、多様な視点からの意見を得られるという点で刺激にもなります。しかし同時に、投資家によって関心分野が異なる場合も多々あり、1対1の対話も依然として重要です。」

マーク・ブレイシンガー、The Coca-Cola Company コーポレートガバナンス担当ディレクター

6 Thamotheram, R. and Wildsmith, H., 2007. Increasing Long-Term Market Returns: realising the potential of collective pension fund action. *Corporate Governance: An International Review*, 15(3), pp. 438-454.

## 2. 協働を成功させるための基礎づくり

典型的なエンゲージメントは、単独あるいは複数の投資家がある企業またはセクターに関する問題や、具体的なESG関連のリスクを見だし、これに関して対応措置を取るためのビジネスケースが投資先企業に存在するのかを判断するべく一定の予備調査を実施することから始まります。その上で、投資家はエンゲージメントを行うべきかを決断し、協働エンゲージメントに加わるインセンティブを持つ機関投資家が他にいないかアプローチを開始します。

協働する投資家のグループが結成された後、次に重要になるのはグループの成果を最大限に引き出すための土台づくりです。エンゲージメント・プロセスを開始する前、およびプロセスの全体を通して、グループのすべてのメンバーが最も効果的に協力できるようにするために、次のような段階を踏むことが大切です。

### COMMONALITY (共通性)

「グループの目的が明確化されていれば、投資家も参加しやすくなります。」

ジェニファー・コウルソン、British Columbia Investment Manager Corporation (旧称NEI Investments) 株主エンゲージメント・マネージャー

- プロセスを開始する前に、対話の理論的根拠、期待する成果、投資家同士が協働する理由について共通の理解を確立させておきます。
- 課題に対する立場を統一させ、グループが企業に求める行動の内容、エンゲージメントのスタイル、対話を開始させるためのアプローチについて同意を得るための交渉を行います。
- エンゲージメントのトピックがグループの各メンバーの責任投資方針と一致しているかどうか、およびどのようにして一致させるかについて、見解を明確にします。
- 参加者が多様化(業種、ポートフォリオのサイズなど)している場合は、立場が一致する領域を特定し、対外的な姿勢を統一させます。

### COORDINATION (調整)

グループ内の話し合いの手配と進行、議題の定義、調査の収集、企業とのミーティングの調整などをどの投資家が行うかを決めます。PRIが促進するエンゲージメントでは[PRIクリアリングハウス](#)などの第三者のコーディネーターがこの役割を担います。

- グループのメンバーのポートフォリオに則した標的企業を決めます。
- グループのリソースを考慮して、企業リストの規模と範囲を調整します。
- 作業負荷を参加者間で分担します。各々の投資家がグループに提供できるさまざまな特性や知識も考慮しながら、投資家がそれぞれプロセスに寄与できる形で幅広い役割を定義します。経験の浅い投資家には知識を蓄積する機会が与えられるようにします。
- 同意したエンゲージメントの期間を通して定期的な参加を保証できるだけの十分なリソースを提供できるという確約をグループのメンバーに求めます。

### CLARITY (明瞭性)

- エンゲージメントの進行中および実施後にどこまで情報を公開するかについてあらかじめ同意を得ておきます。これは、グループ間の信頼を維持し、誤解を防ぐために大切になります。
- 作業負荷を分担するにあたり、各投資家が果たす役割は何か、誰がどの作業をするのかについて明確にしておく必要があります。

「エンゲージメントが機能するためには人と人との強い信頼関係が必要です。発言がマスコミや一般社会に勝手に公表されるかもしれないという場では、忌憚ない意見は生まれません。」

フランク・カーチス、Railways Pension Trustee Company Limited 企業統治責任者

### CLOUT (影響力)

- グループの参加者が所属組織を代表して決定を下す権限を持っていることを確認します。
- 知識、職務レベル、エンゲージメントの主題となるトピックや標的企業に関する専門知識の水準が同列の代表者を集結させることを目指します。



- ESGアナリストがそれぞれ所属機関のポートフォリオマネージャーと連携し、ESGの課題と財務パフォーマンスの間に明確な関係性を確立させます。上層部と現場の意思疎通を継続させるため、担当する投資スペシャリストとポートフォリオマネージャー間で定期的な連絡体制を整備することも非常に重要です。
- 的確なエンゲージメント戦略を判断するために、既に確立されている関係や他の対話を基礎とし、過去の経験も参考にします。

「株主と企業の対話の経験者と作業することは非常に有益です。また、懸案になっているESGの課題について深い知識を有する投資家がグループ内に少なくとも1社は必要です。」

フランソワ・メローシェ、Comité syndical national de retraite Bâtirente エキストラ・ファイナンシャル・リスク・マネージャー

## PRI クリアリングハウス

2005年初頭、コフィー・アナン前国連事務総長が世界の大手機関投資家を招聘し、責任投資原則の草案作成を呼びかけました。

責任投資原則が発足した後、このイニシアティブの最優先課題の1つは第2(活動的な株式所有)、第3(開示の要求)、第5(協働)の原則の発展を目指す株主エンゲージメントのためのフォーラムを創設することでした。

PRIクリアリングハウスは開設以来、協働投資家エンゲージメント・イニシアティブのための世界最大のグローバルなプラットフォームに発展しました。PRIクリアリングハウスのビジョンは、協働を通して持続可能な長期的価値を育成し、環境および社会全体に利益をもたらすことです。

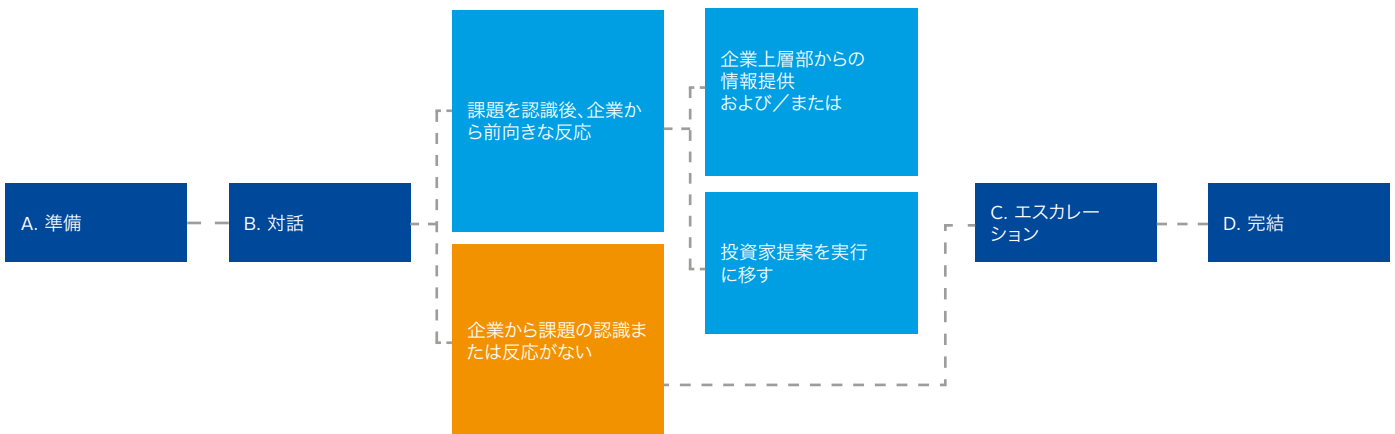
PRIクリアリングハウスは、7名のチームによって支えられ、責任投資原則の署名機関に対し、さまざまなセクターおよび地域におけるESGの課題について、リソースの蓄積、情報の共有、企業や政策決定者など投資バリューチェーンの当事者へのエンゲージメントの影響力の強化を図るための非公開のフォーラムを提供しています。さらに、クリアリングハウスチームは環境、社会、企業統治の主要問題について一時に約15件の綿密な協働エンゲージメントの調整役を直接担当しています。

PRIクリアリングハウスはPRI署名機関のみが利用できます。2006年末にPRIプラットフォームが発足して以来、既に400社以上の署名機関が少なくとも1件以上の協働エンゲージメントに参加しており、約500件もの提案が提示されています。投資家、運用会社、エンゲージメント・サービス機関は協働エンゲージメントへの参加機関の募集を投稿できます。すべてのPRI署名機関は協働での議決権の代理行使やエンゲージメント活動に参加できます。

詳細および本プラットフォームを通じて実施されたプロジェクトの事例については以下のウェブサイトを参照してください。

<http://www.unpri.org/areas-of-work/clearinghouse/>

### 3. 協働エンゲージメントの過程



投資家グループ内で1つまたは複数のESGの課題を特定し、これらについて協働して働きかけることに同意した後、企業との協働投資家エンゲージメントのプロセスは一般的に次のような段階にそって進められます。

#### 第1段階: 準備

##### 調査と啓蒙

「企業に対するアプローチでは、論理的な主張をすること、グループの投資家が互いを補佐し合うこと、提案を受け入れることで得られる利益や提案を検討しなかったことで生じ得る価値の損失の具体例を示すことが重要です。」

ブライアン・ライス、California State Teachers' Retirement System (CalSTRS) ポートフォリオマネージャー

調査はエンゲージメントを支える強力なビジネスケースを発展させるために不可欠です。財務パフォーマンスへの影響という視点に立つ投資家の懸念と、競争優位、社会的評価、生存競争という側面を主眼においた標的企業の懸念が一致している領域を、具体的な調査によって明確にできます。課題に関する専門知識の水準がグループのメンバー間で異なる場合、調査や外部専門家への諮問を行うことが、対話を始める前に共通の認識を形づくるために重要なステップになります。

調査プロセスにおいてグループが実行すべき作業項目を以下に挙げます。

- 課題の全体像を把握するため、関連性のあるあらゆるソース(専門家、サービス機関、ブローカー、学識経験者、NGO、その課題について取り上げているメディアなど)から情報を収集します。
- 課題の重要性、企業および投資家にとっての重要度、その分野において先端にいる企業、遅れを取っている企業について、共通の見解を確立させます。
- 企業発信の既存の資料や外部機関によるベンチマークまたは指標を精査し、この課題について他社ではどのような措置が取られているのかを把握します。
- 対話の中で具体例として言及するため適切なベンチマークや他社の実例を準備します。
- グループとして企業に要求する行動を明確にします。例えば、国際標準またはガイドラインに則した方針を採用する、パフォーマンス改善のための目標および具体的な数値目標を設定する、情報を開示するなどです。

## 計画

投資家グループが対話の成果として標的企業に期待するESGに関するパフォーマンスおよび/または情報開示の改善について、短期的・中期的・長期的な目標をそれぞれ明確にしておく必要があります。また、プロセスの進展を確認するためにこれらの目標について定期的に審査することも重要です。

投資家グループとしての目標を設定した後、明確なアクションプランとタイムラインを作成し、プロセスの進展を測るマイルストーンや各局面でのエンゲージメント戦略を確立します。

## 事例研究 1

### カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト(CDP)における回答率の改善

#### 概要

2010年2月から2013年2月までの間、PRI署名機関23社で構成された運用資産額2兆8000億米ドルに相当する投資家グループが、二酸化炭素排出量の高い投資先企業に対し、[CDP](#)に従った情報開示の改善を求める協働エンゲージメントを実施しました。

#### アプローチ

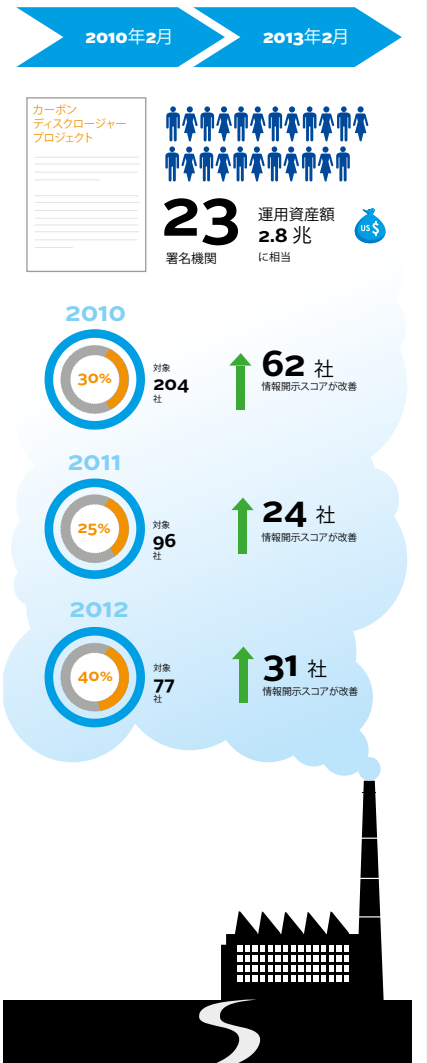
カーボン・ディスクロージャー・プロジェクトの質問票回答期間中(2月～5月)、投資家グループは、前年度の気候変動に関する[情報開示のスコア](#)が下位25%にランクされた高排出量セクターの企業に対し、共同で書面を送りました。<sup>7</sup> 投資家グループはその後も電話や標的企業の一部とのミーティングなどを通じてフォローアップを行い、気候変動に関する各社の情報開示について評価すべき点と改善が求められる点、この情報が投資家にもたらす価値について議論し、次の質問表回答における改善を要請しました。

#### 結果

2010年に、エンゲージメントの対象204社のうち62社(30%)がCDP 2010の統計で最下位25%を脱却する水準まで情報開示スコアを改善させました。2011年には対象96社のうちの24社(25%)が、2012年には対象77社のうち31社(40%)が同様にスコアを改善させました。書面を送付するだけでなくフォローアップの対話を実施したことの重要性を示す具体例として、2011年にフォローアップを実施した12社のうち50%が最下層25%を脱却し、2012年にはフォローアップを実施した12社中7社(58%)が最下層25%を脱却しました。

#### 決め手

CDPは認知度も高く広く支持されている投資家イニシアティブであり、CDPの情報開示指標は投資家と企業の両者にとって有意義な、明瞭で透明性の高いベンチマークになります。投資家はエンゲージメントの調査段階と対話段階でCDPデータとベンチマークを有効に活用し、情報開示の改善点について建設的な対話を進めることができました。CDPの指標によって企業の情報開示水準を数値化したことで他社との比較が明確になり、スコア改善に向けて企業の意欲を引き出すことに役立ちました。フォローアップの対話は、このイニシアティブの総合的な成功率を高める上で極めて重要な役割を果たしました。



7 CDLI (Climate Disclosure Leadership Index: ディスクロージャー先進企業リスト) に関連するCDP年次評価プロセスにおける評価に基づく

### 企業内のコンタクト先を選定する

エンゲージメントを行う対象企業のコンタクト先がどこになるかは、現地の商慣習や、グループの投資家が対象企業と既に関係を持っているかどうかに応じて異なります。企業の上層部に直接対話を申し入れることができる場合もあれば、まずインベスターリレーションズにコンタクトを取るところから始めなければならない場合もあります。最初の接点が誰であれ、投資家の見解が企業内に効果的に伝わるようにするために最終的にどこに働きかけるべきかを見極める必要があります。

企業内の職務レベルが高い役職者であることが望ましいのはもちろんですが、有意義かつ生産的な対話を実現させるためには、懸念になっているESGの課題について詳細に把握している人物であるということも非常に重要です。その課題に関する技術的な専門知識を持つ管理職なら、事業内容、公開データ、および現状について具体的な情報を提供できるはずです。

しかし同時に、提起した懸念が企業上層部に確実に伝えられるようにすることも大切です。このためには、対話に応じた担当者に社内的にフォローアップを依頼するか、決定権を持つ企業上層部または取締役レベルの代表者との会合を改めて設定すると良いでしょう。

## 事例研究 2

### 国連グローバル・コンパクト加入企業に対するCOPに関するエンゲージメント

#### 概要

Aviva Investorsが中心になって結成された、国連グローバル・コンパクト加入企業に対するCOP(署名企業からステークホルダーに向けた年次活動報告)<sup>8</sup>に関する協働エンゲージメントは2012年で5年目を迎えました。(a) 一部企業によるアドバンスドレベルCOP<sup>9</sup>の提出を歓迎する、(b) 開示を実施していない企業にCOP提出と国連グローバル・コンパクトのステータス回復を奨励するという目的の下、運用資産額3兆米ドルに相当する多数のPRI署名機関が賛同しています。

#### アプローチ

AvivaはPRI署名機関32社と協働し、開示不履行25社を含む合計116社の対象企業に働きかけました。開示不履行企業に対しては、投資家とPRI事務局がメールまたは電話で直接フォローアップを行い、必要な場合には標的企業の社内コンタクト先を特定するために国連グローバル・コンパクトの現地ネットワークにも協力を仰ぎました。

#### 結果

エンゲージメント・プロセス終盤の2012年12月には、19社(76%)がCOPを提出し、国連グローバル・コンパクトのステータスを回復させました。2012年以前では、エンゲージメント実施前には情報を開示していなかった企業の33%~48%がエンゲージメント後にCOPを提出していました。

#### 決め手

企業内で適切なコンタクト先を確立することが成功への鍵になりました。多くの場合、企業の窓口になる適切な担当者が一度決まれば、COP提出までスムーズに進みました。継続して定期的にメールまたは電話でフォローアップを行ったこと、現地に接点を置いたことも、エンゲージメントの影響力を高める上で効果的でした。

#### AVIVA INVESTORS

2008 2009 2010 2011 **2012**

**5** 年目

**国連**  
グローバル・コンパクト  
加入企業



#### COPを提出した企業

2008 2009 2010 2011 **2012**

33%-48%

**76%**

<sup>8</sup> 国連グローバル・コンパクト加入企業は、毎年COP (Communication on Progress) の提出が求められます。COPは、国連グローバル・コンパクトの10原則の実践と、より広範な発展のための国連目標の支持について情報を開示する、加入企業からステークホルダー(投資家、消費者、市民社会、政府など)に向けた年次活動報告です。詳細については<http://www.unglobalcompact.org/COP/index.html>を参照してください。

<sup>9</sup> 参照: [http://www.unglobalcompact.org/docs/communication\\_on\\_progress/GC\\_Advanced\\_COP\\_selfassessment.pdf](http://www.unglobalcompact.org/docs/communication_on_progress/GC_Advanced_COP_selfassessment.pdf)



## 企業側の要望を理解する

PRI事務局による過去の調査およびインタビューに対する企業からのフィードバック<sup>10</sup>によれば、投資家の行動が次の条件を満たしているとき、エンゲージメントは最も効果を発揮します。

- ビジネスケースと具体性を中核に据える。ESG戦略を導入することが経済的な機会創出、競争力強化、長期的展望の改善に作用するという事実を明確に提示した場合、企業上層部はESG戦略の導入に積極的になる傾向があります。<sup>11</sup> 企業のステークホルダーに関連性の高いESGの課題については特に、具体性を重視することが効果的です。対話では、対処を怠れば企業の業績に影響を及ぼす可能性がある課題に焦点を当てます。国連グローバル・コンパクトLEADとPRIが合同で作成したValue Driver Modelなどの資料は、ESGの課題が企業の戦略とどのように関わっているかを具体的に示すために有効です。このようなツールを活用することで、エンゲージメントの柱として明確なビジネスケースを示し、投資家と企業のコミュニケーションを促進させることができます。<sup>12</sup>
- 企業のパフォーマンスと戦略を総合的に捉え理解を示す。PRIイニシアティブが実施したインタビューでは、企業の経営がどう成り立っているのかについて、投資家側の理解が十分ではない場合があると多くの企業が考えていることがわかりました。現状をあらゆる側面から総合的に検討することで、企業と投資家は共に同じ目標に向かっていくということを明確にできます。
- 可能な限り要望を国際水準に合わせる。インタビューでは、多種多様なESG専門家によって提示された、多岐にわたる綿密な質問票に回答するために要する時間とリソースが多くの企業を悩ませていることが明らかになっています。要望書を簡潔に整理し、サステナビリティの国際的な規格や枠組みを参照することで、こうした問題を解決できます。
- 一貫性があり統一したメッセージを伝える。ESGアナリストはサステナビリティデータに重点を置く傾向があり、ポートフォリオマネージャーは財務パフォーマンスに終始しがちです。企業はこの両者が足並みを揃え、一貫した姿勢で対話に臨むことを希望しています。
- 継続する関係を構築していく。機関投資家が対象企業に関する調査と上層部への働きかけに長い時間を費やし生産的な関係を構築して初めて、実りある対話が生まれるということが調査により明らかになっています。<sup>13</sup>
- 万全に準備を整えて会合に臨み、後でフィードバックも提供する。投資家は事前に財務およびサステナビリティのパフォーマンスデータを精査し、行動計画を明確にしてからエンゲージメントに取りかかるべきです。ミーティングの後は、会議中に行われた議論と約束を部外秘の議事録にまとめ、投資家と企業責任者の両者がこれを承認するようにします。
- 現地を訪れる。企業現場の視察は、企業の事業に関する理解を深める良い機会であり、理解を深めることはエンゲージメント活動にも寄与します。また、現地の専門家、行政機関の代表など、その他のステークホルダーからのフィードバックを収集する機会にもなります。

「Novartisは、株主エンゲージメント・プロセスを改善するために、企業の責任とサステナビリティについてもっと本質に則した見解を投資家の皆様に提供していただきたいと思います。社会的責任投資アナリストの中には、他の業種にこそ適切と思われる気候変動やエネルギー消費に関する質問をされる方がいます。」

ドルジェ・マンドル、Novartis 企業責任管理責任者

「通常、メインストリームの投資家からはサステナビリティの話題に関する質問は聞かれません。質問があれば、それは必ず、事業、効率、競争優位に関係する問題です。これとは対照的に、社会的責任投資(SRI)を専門にするアナリストはサステナビリティのデータだけに固執し、企業の財務パフォーマンスに関連することには触れてきません。理想なのは、両方を上手く組み合わせた「ビジネスの質問」です。こうした二通りの質問を統合しようという傾向は、確かに始まっています。」

マティアス・オルソン、Atlas Copco インベスターリレーションズ担当バイスプレジデント

10 PRIのスタッフはこの報告書作成のために北米および欧州の企業11社にインタビューを実施しました。

11 Aguilera et al., 2007. Putting the s back in corporate social responsibility: a multilevel theory of social change in organisations. Academy of Management Review, 32 ( 3), 836–863

12 The Value Driver Model: A tool for communicating the business value of sustainability. A PRI – UN Global Compact LEAD collaboration on creating long term value. Interim report, September 2013.

13 Tomorrow's Company, 2020 Stewardship: Improving the quality of investor stewardship'

「その企業特有の状況に対する配慮に欠けた形式どおりのレターはむしろ企業の反感を買います。実際は現状でも既に努力している企業の立場を一切無視しているような印象を与えるからです。」

ジェニファー・コウルソン、British Columbia Investment Manager Corporation (旧称NEI Investments) 株主エンゲージメント・マネージャー

## 第2段階: 対話

対象企業と課題について十分な情報と知識を得た後、投資家グループは企業上層部との対話を開始できます。

### コンタクトの開始

投資家グループの多くは企業に対する最初のコンタクト手段として、グループ連名の共同レターを送付します。また他の例としては、課題に関するグループの方針説明書 (position paper) を作成し、企業とコンタクトを取る際の基本方針として使用する場合があります。または、投資家グループ内であらかじめ共通の接点について同意しておき、同意した手段 (企業の代表者へのメールまたは電話) でミーティングの要請を行います。

まずレター送付から始める場合は、各企業ごとに固有の状況や文脈を考慮したレターを個別に作成し、課題に関連する対象企業の現行の方針や行動にも理解を示すことが大切です。

企業へのレターの影響力を高めるためには、投資家は次の点に留意する必要があります。

#### ■ 宛先

要望の内容や現地の慣行を考慮した上で、レターをどの人物に宛てるべきかを決めてください。状況に応じて、企業内のさまざまな職務レベルの宛先が考えられます。

- CEO、取締役会長、または取締役
- インベスターリレーションズ担当部署
- 上位意思決定者および戦略上の監督権を持つ人物
- 実務または事業レベルで現場に携わる人物
- CSR/サステナビリティ担当部署

#### ■ 目的

- 情報の要求、ミーティングの申し入れ、具体的な行動の要請など、グループが企業にコンタクトを取る目的が何であるかを簡潔に明記する必要があります。
- 懸案の課題がなぜ重要なのか、株主価値と企業利益にどう関わってくるのかを明確にします。

#### ■ 建設的

- 企業が既に実施している行動を認識します。
- 課題について知識を有していることを示します。
- 情報の要求とともに提案も織り込みます。

#### ■ 論調

- 現地の慣習に則した論調および書式でレターを作成します。
- 初期の段階では、投資家は特定の方針または慣行について検討することを提案するのみであるため、礼節を重んじ、対立的な論調は避けるようにします。
- 企業にオープンな対話やフィードバックを求めることも有効です。

#### ■ 差出人

- 投資家グループのすべての参加機関の代表がレターに署名します。CEOや担当部署の責任者など、上位レベルの代表の署名を加えるようにします。

- 投資家グループの運用資産額を明記し、理想としては対象企業の株式保有率の合計も記載します。
- グループの連絡担当者(主要投資家の代表または第三者コーディネーター)を決め、レターに連絡先を記載します。

「企業が利益になると納得できる内容のレターでなければ、企業からの反応は見込めません。差出人またはグループ内の投資家の中にその企業の上位10以内の主要株主の名前がなければ、その手紙は間違いなくシュレッダー行きです。」

クリス・デューマ、MN 社会的責任投資と企業統治責任者

## フォローアップ方法

レターを送付するだけでは限られた効果しかありません。企業の変化を引き出すには、グループ内で調整したフォローアップをタイミングよく行う必要があります。フォローアップは、電話によるものから企業代表とのミーティングの申し入れまで、さまざまな形式で行うことができます。

対話を開始するところから一貫して、投資家は以下の事柄を守る必要があります。

### ■ 声を一つにまとめる

- ミーティングの前に準備を整えます。課題についてグループ内で意見を交換し、取る立場について同意しておく必要があります。
- 企業上層部の対話の進行役を事前に任命しておきます。

### ■ ミーティングに企業の適切な代表の参加を促す

- エンゲージメントの対象として最も適正な部署を把握し、その関係者の参加の重要性を強調します。

### ■ 明瞭かつ礼儀正しい態度を維持する

- 企業の現行の活動を評価することから始め、エンゲージメントに応じてくれたことへの感謝を表明します。
- 企業が事業を行っている現地の文化的習慣に配慮します。

### ■ 積極的に意見を交換する

- 企業側に必ず質問の機会を提供するようにし、投資家からもフィードバックや提案を募ります。
- 特定のESGの課題について意見を交換し、共通の解決策を探る機会として、円卓会議や第三者組織(国連グローバル・コンパクトなど)が運営する正式な投資家と企業のワークグループなどに参加することを検討します。チャタム・ハウス・ルール<sup>14</sup>を採用することで、よりオープンな対話を促進できます。

以上のフォローアップ活動に加えて、投資家または企業の国の政策決定者に対するエンゲージメントも、企業との対話を補完する有効な手段になります。政府の政策や法律の改正、および公式な推薦が得られれば、必要な変更を企業が受け入れ易くなります。

14 会合または会合の一部を「チャタム・ハウス・ルール」に基づいて行う場合、参加者は受領した情報を自由に使用することができますが、話者または他の参加者の身元情報や所属については明かされません。

## 事例研究 3

### 反腐敗に関する企業へのエンゲージメント

#### 概要

運用資産額1兆7000億米ドルに相当する機関投資家21社が、2010年3月から2013年1月にかけてさまざまなセクターに属する20社の企業に対してエンゲージメントを行いました。このエンゲージメントは、反腐敗・贈収賄のリスクを低減するための強力なプログラムの存在が企業の長期的なパフォーマンスにプラスに影響し、逆にそのようなプログラムの不在あるいは情報開示さえ行われていない場合には、財務リスク、オペレーショナル・リスク、レピュテーション・リスクを生む可能性があるという考えに基づいていました。

#### アプローチ

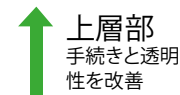
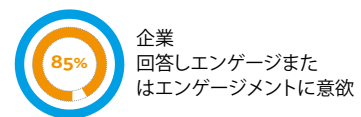
投資家グループは、一般公開されている情報に基づき、極めて高い汚職リスクがあるにもかかわらず反腐敗体制が不十分であると考えられる企業を特定しました。幅広い投資家が参加するこのグループは、特定した企業の反腐敗体制のベースライン分析と国際水準に言及した上で、各社の反腐敗戦略、方針、管理システムについて具体的な情報の開示を求めるレターをすべての対象企業に提出しました。これについてまず書面による回答を得た後、独立系調査機関がこれを元に企業のパフォーマンスを分析しました。投資家の要請に応じなかった企業については、一般公開されている情報を元に同じ手法を用いて分析を行いました。6か月後、グループは回答のなかった企業に対し、この分析結果を提示し再び反腐敗の管理体制に関する情報の開示を求めるレターを送りました。このときは最初のレターと同じ内容を繰り返すとともに、スコア「0」の項目を強調し、さらに企業の全スコアを掲載しました。

#### 結果

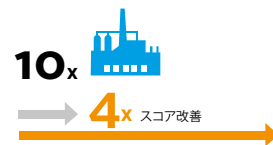
レターを提出した企業のうち、回答があり実際にエンゲージメントを行った企業、またはエンゲージメントに意欲を見せた企業の割合は総計で85%に達しました。企業上層部からの反応は積極的で、投資家の懸念を認識し、現行の手續きと透明性の改善を約束するというものでした。また、投資家グループが提案したフォローアップの対話についても、大部分の企業に歓迎されました。初期段階でのベンチマークを基準にして、投資家グループのレターに反応した企業の約3分の1が社内の反腐敗体制と透明性において大幅な改善を見せました。注目すべきは、2012年4月に投資家グループが第二回目のレターを提出した後、当初反応のなかった企業の60%以上が反応を示し、詳細に及ぶ正式な回答を提出するか、課題について投資家との対話に応じる姿勢を見せるという結果が得られたことです。2013年初頭の最終的なベンチマーク分析では、企業のうち16社が指標のパフォーマンスを改善させました。うち10社はスコアを4倍に伸ばし、最も改善を見せた企業のスコアは6倍にもなりました。

#### 決め手

ベンチマーク分析は対話の適切な枠組みとして機能し、企業のパフォーマンスを測定する効果的なツールにもなりました。スコア「0」の項目を強調したこと、各社の完全なスコア表をレターに掲載したことは、企業からの反応を引き出すために効果的でした。投資家組織が作成した反汚職リスク管理に関する主要なガイダンス、国連が作成したレポーティングのガイダンスを資料として挙げたことも、投資家の要請の正当性と適切性を強調すると同時に、企業の回答およびフォローアップの対話のガイドにもなりました。



#### 2013年初め





## 第3段階: エスカレーション

対話を経た後も満足な反応が得られなかった場合、投資家グループはさらに踏み込んだ措置を検討できます。エスカレーションでは、投資家が団結することで強まる影響力を最大限に発揮できます。最初は婉曲に言及するのみにとどめますが、進展が見られなければ、懸案のESG課題について企業が検討を始めざるを得ないよう明確な圧力を示すようにします。まずは小さな一歩から始め、次に挙げるポイントを参考にしながら具体的な措置を詰めていきます。

### ■ 通知を送る

まず最初に取り組むべき行動は、企業への要請に期日を設定し、繰り返し通知することです。これにより、緊急を要する要請であることがいっそう強調され、企業からの対応を促すことができます。

### ■ 要求を段階的に強くする

投資家がこの課題を極めて重要と考えていることを示すため、対話を重ねるごとに要求を強めていきます。当初はESGスペシャリストまたはファンドマネージャーと企業側のインベスターリレーションズが交渉にあっていたのであれば、今度は取締役会長または取締役に問題を提起するか、投資家グループと企業の上位レベル同士のミーティングを要請します。

### ■ 議決権の代理行使

議決権の代理行使によって取締役会提案または企業提案の可決を引き止めることも、反応のない企業の注意を引き、投資家が不服であることを表明する有効な手段です。年次株主総会の開催前に企業提案の否決または投票棄権の意向を通達しておくことで、総会を待たずに対話が進展する可能性もあります。

### ■ 株主総会で質問する

議決権の代理公使と同様、対象企業の株主総会で質問することも課題への注目を集めるひとつの方法です。より具体的な回答と建設的な対話を引き出せるようにするため、株主総会開催前に投資家グループから質問内容を企業側に提示しておくといでしょう。

### ■ 株主提案

株主提案の提出は、正式かつ公開された形で企業上層部の関心を引くことができます。実際に議案を提出することよりも、提出の意思を知らせることの方が効果があるようで、多くの場合、企業が具体的な対話を約束することで株主提案は取り下げられています。この方法を実行に移す前に、次の点に留意してください。

- 現地の事情を理解していることが大切です。株主提案は国や地域によっては一般的な手続きとされていますが、それ以外の地域では対立的あるいは攻撃的と解釈される可能性があります。
- 株主権の公使を制限する可能性のある現地の法律について理解し、議決権の代理行使の効力(例えば拘束的決議か勧告的決議か)を判断することが大切です。
- 株主提案を提出する意思を通達するだけでも、対話の進展を促す効果があります。多くの企業は、年次株主総会で議案が議決しないという事態を避けたいと考えるためです。
- 投資家は株主提案について、または企業提案に反対する意図について公開し、投資家グループ以外の株主からの支持も集められるよう画策することができます。
- ダイバースメントと同様、投資家グループの一部のメンバーのみが企業に対し株主提案に踏み切った場合、提案の提出を選択しなかった他のメンバーの対話にマイナスの影響を及ぼす可能性があります。このような場合はグループ内で慎重に話し合い、対象企業にも連絡する必要があります。

「時にはどうにもならない、いわゆる行き止まりの状態になることもあり、ある時点でメディアの介入が必要になることもあります...少々の世論の反発があつて初めて企業上層部が重い腰を上げ、エンゲージメントが軌道に乗ることもあるのです。」

デビッド・コウルドリッジ, Element Investment Managers シニア投資アナリスト

#### ■ メディアに声明を出す

対象企業のESGパフォーマンスが同業他社と比較して低く、投資家はこれを問題視しているという事実をメディアに対して発表することで、反応のない企業に圧力をかけ、行動を引き出すことができます。

ただし、企業によっては批判的なメディア声明がかえって逆効果になり、対話を阻害する結果を招く可能性もあります。

他の投資家または投資家グループに警告や通知を送り、株主の間に理解を広めることでも、問題意識を高めることは可能です。いずれの場合も、メディアまたはその他のあらゆる公開の声明において企業について言及する内容のすべてが明確な情報に基づいていることを確認しておくことが重要です。状況によっては、声明が中傷と見なされるリスクがないか事前に法律家と相談しておくのも良いでしょう。

#### ■ 臨時会合を招集する

国によっては、株式保有率が特定の割合（通常は5%～20%）を超える主要投資家または投資家グループは企業と重大な案件について議論するため、または取締役の一部または全員の解任を決議するために臨時会合を招集できます。

#### ■ 規制当局に正式に申し立てる

企業が法律または規制に違反していると考えられる場合は、現地の規制当局に申し立てを行うことができます。この方法が持つ影響は極めて深刻であるため、結果的に規制当局が問題を追及することになるかからないかにかかわらず、この手段に出た時点でその企業とのエンゲージメントは終了する場合がほとんどです。

#### ■ ダイベストメント

ダイベストメントの意思を伝えることは、エスカレーション・プロセスの最後の手段です。投資を引き上げた後は、投資家の株主権と影響力は失われます。企業が課題に対応した場合に再び投資する意図があるのであれば、投資家は一定の影響力を保持することができます。

ダイベストメントは、その背景にある根拠を明確に伝えることができれば、市場に非常に強いメッセージを送る可能性を持っています。グループの一部の投資家がダイベストメントを希望しているという状況の場合、対話の継続を希望する他のグループメンバーと企業の信頼関係が損なわれないよう、企業にはその旨を慎重に伝える必要があります。

## 事例研究4

### 電子機器メーカー企業に対する紛争鉱物の調達に関するエンゲージメント

#### 概要

2009年10月から2012年9月まで、運用資産額6350億米ドルを保有する16社のPRI署名機関が米国、欧州、日本の電子機器メーカーに対するエンゲージメントを実施しました。エンゲージメントの目的は、紛争が続く東コンゴへの関与に起因する風評被害や消費者ボイコットのリスクに対処するため、企業のサプライチェーンの方針と実務を透明にし、十分な健全性を維持するための対話を開始するというものでした。

#### アプローチ

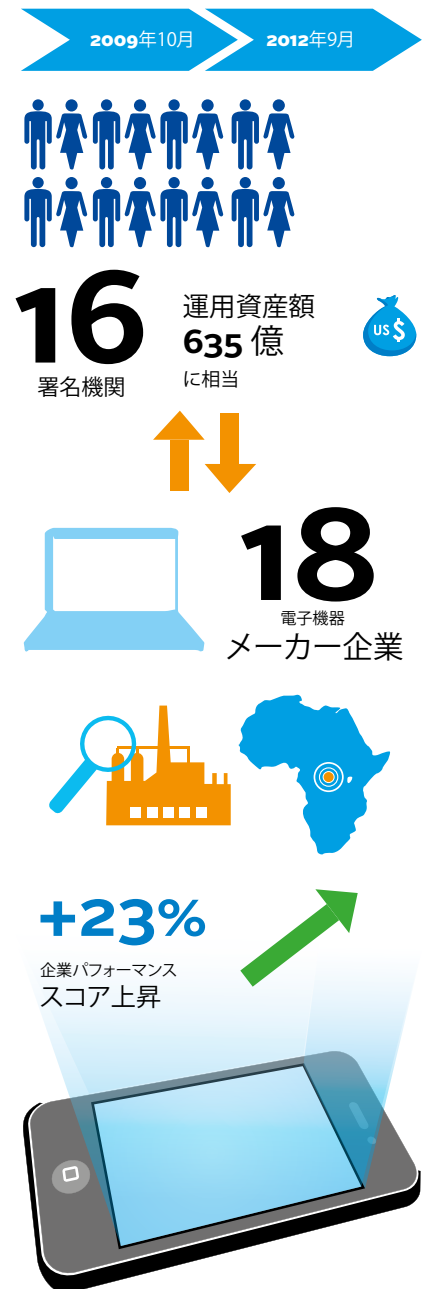
Hermes Fund Managersが中心になった投資家グループが16社の国際的な消費者向け電子機器メーカーに対し、(a) 東コンゴ産の鉱物の使用に関する方針についての情報開示、(b) サプライヤーの申告状況を外部で検証し監視する手続きの導入を要求するエンゲージメントを行いました。11社から回答があり、投資家はその後計18回にわたり企業と会合しました。協働エンゲージメントと並行して、グループ内の一部の投資家は、2012年に米議会で可決された、ドッド=フランク法に基づく紛争鉱物開示制度の詳細を定める規則(第1502条)の作成と導入に積極的に関与しました。

#### 結果

このエンゲージメントは大きな成果を収めました。投資家グループがPRIのエンゲージメント報告フレームワーク<sup>15</sup>に従って実施した、16社を対象にした企業パフォーマンスと情報開示状況の調査では、2010年から2011年で企業の全体的なパフォーマンスが平均で23%上昇しました。適切な方針と戦略の導入に関する情報の開示など、特に情報公開の領域で改善が見られ、対抗措置の導入では、サプライヤーの商活動を監視する措置の厳格化、目標達成のための具体的な活動、外部による検証に関するセクター別のイニシアティブの参加などの進展が得られました。

#### 決め手

米国証券取引委員会(SEC)は、コンゴ産の紛争鉱物の使用について登録企業に情報開示義務を負わせるドッド=フランク・ウォール街改革・消費者保護法第1502条(紛争鉱物開示条項)を2012年8月に採択しました。エンゲージメントの期間中を通して見られた企業パフォーマンスの改善、ならびに対話への積極的な対応は、一部にはこの新しい法律の制定が視野に入っていたことが寄与しました。法的な義務の発生が予期されていたことで、この課題を深刻に受け止めて投資家エンゲージメントに応じることが企業にとっても重要なビジネスケースになったためです。この事例は、企業行動に影響力を及ぼす上で規制環境が持つ重要性、企業との対話と並行して政策決定者へのエンゲージメントも追求することの価値を良く表しています。グループ内の複数の投資家が、この米金融規制改革法の制定に向けて活発なロビー活動を行っていました。



15 詳細は後述の「エンゲージメントの効果を評価する」を参照してください。

## 第4段階: 完結

協働エンゲージメントによって希望どおりの成果が達成された後、このまま対話を継続してもこれ以上の進展はないことが明らかな場合や、外部の状況の変化によって投資家の懸念が払拭された場合(例えば、新たな規制の制定後など)は、投資家グループの判断でエンゲージメントを完結させることができます。

投資家グループはエンゲージメントを完結させるにあたり、エンゲージメントを開始した際に打ち立てた、ESGの課題に関する方針、具体的な活動、透明性の改善などの目標が達成できているかどうかを確認する必要があります。

### エンゲージメントの効果を評価する

エンゲージメントは数か月から数年継続する場合があるため、エンゲージメントの進行中と完結した後でその進展や成果を評価することで、有益な情報が得られます。評価では、投資家グループ側が計画した活動、企業側の反応、すべて計画通りに進展した場合にはESGの課題に関して実現した改善点などについて考察します。

投資家グループの活動プランと設定したタイムラインは、エンゲージメント・プロセスの進行を明確にするマイルストーンになっています。これらのマイルストーンを基準にしてイニシアティブの進展を確認し、遅れがあればこれを特定します。

企業側のパフォーマンスに関する成果の評価は、エンゲージメントの初期段階で設定した明確で測定可能な目標を基準にします。例えば、対応策の採択、目標値の設定、パフォーマンス改善、または情報開示の改善などです。CDPまたはCDPウォーターディスクロージャーのような外部の指標や情報開示イニシアティブも、企業のパフォーマンス改善を立証する裏付けになります。

状況によっては、成果を数値的に評価するのが容易ではない場合もあります。結果よりプロセスに重点を置く質的評価のために参考になる質問を以下に挙げます。

- 企業は対話に応じることにに対して柔軟でしたか？
- 企業が対話に応じた議題は何でしたか？
- 企業が実践を約束した活動はどのようなものですか？
- 企業の現行の活動について公開情報の提供はありましたか？

企業の対応の進捗や最終的なESGパフォーマンスの改善を定期的に審査することでプロセスの進展を具体的に把握できます。下の表はPRIクリアリングハウスが採用している成果評価モデルです。このモデルでは、5つの主要項目にそってエンゲージメントの進展を追跡します。

1. 上層部の認識 (目安: 3~9か月)	企業が課題を公式に認知し、解決のための方針、戦略、活動について情報を開示する	情報開示
レターやミーティングを経て企業上層部が投資家の懸念について認識する		
2. 承認 (目安: 3~12か月)		
投資家が提起した懸念の存在を企業側が認め、株主または潜在的株主と対話することに意欲を見せる		
3. 方針と戦略 (目安: 12~24か月)		
課題に対処するための戦略、方針、目標を(投資家の推奨事項に従って)企業が設定する		
4. 実施 (目安: 12~24か月)		
企業が方針/戦略を導入し、協働イニシアティブの初期段階で設定した要求/目標を達成する		

最初の4つの項目は時系列に沿って進みますが、情報開示はエンゲージメントの期間全体を通して行われるのが通例です。それぞれのエンゲージメントの内容に合わせて進捗状況

「企業が交渉に応じたかどうか進展を確認する一つの目安ですが、ひとたび企業との対話が始まったら、もっと具体的な目標を設定する必要が出てきます。次は、企業に適切な情報を開示する報告書の提出を求めるといった目標になるとと思いますが、実際の目標は企業または懸念の課題の内容を考慮して決める必要があります。」

ジョン・ウィルソン、TIAACREF 企業統治担当ディレクター



を的確に把握できるように、投資家グループが独自に項目を作成するのも良いでしょう。

PRIクリアリングハウスが採用している評価フレームワークの詳細はPRI署名機関向けに公開されています。[憲章](#)の付録BとCをご覧ください。

### エンゲージメントの成果と株価パフォーマンス

投資家グループによっては、株主エンゲージメントの成果を測る指標として対象企業の株価パフォーマンスを用いる場合があります。エンゲージメントの結果として企業統治または戦略に大きな変革もたらされた場合には、この指標を用いることには意味があります。また、長期的に見た成果について考える場合にも有効でしょう。しかしながら、短期的な株価には幅広い要因が影響を及ぼしていること、ESGパフォーマンスとの直接的な関係性は表面的には見えにくい場合があることを認識することが大切です。ESGの課題の多くは長期的な価値を向上させる要因であったり、リスク管理の改善に関係する問題であったりします。したがって、上述のように、投資家が目標としてあらかじめ設定していた企業のESGパフォーマンスや情報開示における変化を基準にする方が、エンゲージメントの成功を適切に評価できるようになります。

## 事例研究5

### ブラジルのサステナビリティに関する情報開示の改善

#### 概要

このエンゲージメントは、新興国市場の企業に対しサステナビリティ報告書の発行を促進することを目的とした、世界の機関投資家が参加するEMDP(Emerging Markets Disclosure Project、新興国市場における情報開示促進プロジェクト)の一環として実施されました。ブラジルでは、投資家は[GRI\(グローバル・レポーティング・イニシアティブ\)](#)の採用を現地上場企業に促すため、エンゲージメントに力を入れていました。エンゲージメント・プロジェクトを実施した3年の間、PRIに署名している現地投資家21社と外国投資家15社の計36社がEMDPブラジル・チームを支援しました。また、[GRI Focal Point Brazil](#)からも、この協働エンゲージメントに対して支援を受けました。

#### アプローチ

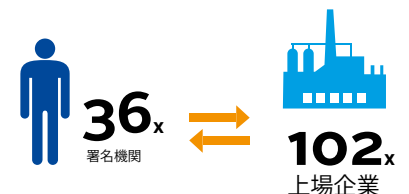
投資家グループは、2010年から2011年までの間、ブラジルの上場企業計102社にレターを提出しました。レターでは、GRIの枠組みを採用している企業を称え、まだ導入していない企業にはGRIに基づいた報告書の発行を促しました。2011年に、投資家グループは17社の企業に対して電話または会談によるフォローアップを実施しました。エンゲージメント・ミーティングでは、対象企業の情報開示レベルを二通りのスコアカードを用いて評価しました。8社を対象にした第一ラウンドではEMDP作成のスコアカードを使用し、9社を対象にした第二ラウンドではGRIの主要な指標に基づいて企業の情報開示レベルを分析しました。一部のミーティングにはGRIの代表も投資家とともに参加しました。EMDPブラジルは課題の認知度を高めるため、2010年と2011年にブラジルの上場企業を対象に、ESGの情報開示とGRIの導入の重要性を説明するワークショップを開催しました。

#### 結果

17回にわたるエンゲージメント・ミーティングにおいて、2社の企業が発行したばかりのGRI報告書を提示しました。7社は2012年または2013年にGRIレポートを発行することを提案しました。残りの8社は現在、GRIガイドラインに基づいたサステナビリティ報告書の発行について話し合いを進めています。

#### 決め手

多数のPRI署名機関がこのエンゲージメント・プロジェクトに参加したことが、投資家がこの課題およびブラジル市場を極めて重く見ているというメッセージになりました。ターゲット市場に関する知識、言語スキル、コンタクト先を共有するなど、外国投資家と現地投資家の間での協働も効果的に機能しました。投資家と企業間のミーティングにおいてスコアカードを使用したことも、理想的な情報開示について具体的な水準を示す意味で特に有効でした。



### 成果を共有する

情報を広く公開することはためらわれるという考えもあるかもしれませんが、エンゲージメントの結果を他の投資家や企業コミュニティに共有することにはさまざまな利点があります。課題そして成功例を強調することで、投資家が課題を重要視しているという事実が同じ業界に属する他の企業にも伝わり、企業が自らパフォーマンス改善に積極的になることも考えられます。ある分野での成功例が、別の分野の投資家エンゲージメントにインスピレーションを与える可能性もあります。

PRIクリアリングハウスでは、成果評価モデルの項目にそってエンゲージメント事例の概要をまとめています。事例によっては非公開情報として扱われる場合もありますが、それ以外の事例では、エンゲージメントの総合的な結果や、経験から学んだ教訓などがメディアや一般社会に広く公開される場合もあります。

## 文献一覧

- DIMSON, E., KARAKAS, O., and LI, X., 2012. Activism on Corporate Social Responsibility,
- FINANCIAL REPORTING COUNCIL, 2011. Developments in Corporate Governance 2011: The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes, FRC, London.
- GIFFORD, E., 2010. Effective Shareholder Engagement: The Factors that Contribute to Shareholder Salience. *Journal of Business Ethics*, 92, pp. 79-97.
- GOND, J. and PIANI, V., 2013. Enabling Institutional Investors' Collective Action: The Role of the Principles for Responsible Investment Initiative. *Business & Society*, 52(1), pp. 64-104.
- GUYATT, D., 2007. Identifying and Mobilizing Win-Win Opportunities for Collaboration between Pension Fund Institutions and their Agents, Rotman International Centre for Pension Management.
- HOCKERTS, K. and MOIR, L., 2004. Communicating Corporate Responsibility to Investors: The Changing Role of the Investor Relations Function. *Journal of Business Ethics*, 52, pp. 85-98.
- INSTITUTE of CHARTERED SECRETARIES, March 2013. Enhancing Stewardship Dialogue.
- MARTIN, R., CASSON, P. D. and NISAR, T. M., 2007. *Investor Engagement: Investors and Management Practice under Shareholder Value*. Oxford: Oxford University Press.
- MCLAREN, D. 2004. Global Stakeholders: corporate accountability and investor engagement. *Corporate Governance*, vol. 12, no. 2, pp. 191-201.
- PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT and UNGLOBAL COMPACT LEAD, The Value Driver Model: A tool for communicating the business value of sustainability. APRI-UN Global Compact LEAD collaboration on creating long term value. Interim report, September 2013.
- SULLIVAN, R. and MACKENZIE, C. (eds), 2006. *Responsible Investment*. Sheffield: Greenleaf.
- THAMOTHERAM, R. and WILD SMITH, H., 2007. Increasing Long-Term Market Returns: realising the potential of collective pension fund action. *Corporate Governance: An International Review*, 15(3), pp. 438-454.
- TOMORROW'S COMPANY, March 2012. 2020 Stewardship: Improving the quality of investor stewardship.

# 付録: インタビュー対象者リスト

## 投資家およびサービス機関

- アン・バーン、The Australian Council of Superannuation Investors 最高経営責任者
- ピーター・キャメロン、Aviva Investors クオンツアナリスト
- ローラ・カンポス、Nathan Cummings Foundation 株主行動担当ディレクター
- サガリカ・チャタージ、F&C Management Limited 企業統治・サステナブル投資アソシエートディレクター
- デビッド・コウルドリッジ、Element Investment Managers シニア投資アナリスト
- ジェニファー・コウルソン、British Columbia Investment Manager Corporation (旧称 NEI Investments) 株主エンゲージメント・マネージャー
- ローレン・コンペール、Boston Common Asset Management マネージングディレクター
- フランク・カーチス、Railways Pension Trustee Company Limited 企業統治責任者
- ジェイムズ・デヴィッドソン (前Hermes Fund Managers Limited アソシエート)
- ナターシャ・ディミトリエビッチ、Hermes Fund Managers Limited 欧州大陸担当エンゲージメント責任者
- デビッド・ダイアモンド、Allianz Global Investors ディレクター兼ESGグローバル共同責任者
- クリス・デューマ、MN 社会的責任投資と企業統治責任者
- ニック・エジャートン、Colonial First State Asset Management シニアアナリスト
- シンシア・ギャバン、SRI企業リサーチアナリスト (前職HSBC Global Asset Management)
- マルコム・グレイ、Investec ポートフォリオマネージャー
- グンネラ・ハン、Church of Sweden 社会責任投資責任者
- ティッティ・カーシネン、GES シニアエンゲージメントマネージャー
- アリサ・キシガミ、FTSE Group ESG担当役員
- アン＝マリー・オコーナ、New Zealand Superannuation Fund 社会責任投資マネージャー
- マイク・ロンバード、Calvert Investments シニアサステナビリティアナリスト兼マネージャー
- マーカス・ノートン、Carbon Disclosure Project 投資家イニシアティブおよび水質・二酸化炭素ディスクロージャープロジェクト責任者
- ティム・マクレディ、Christian Super チーフ・インベストメント・オフィサー (CIO)
- ジュリー・マクドウェル、Standard Life Investments SRI責任者
- フランソワ・メローシェ、Comite syndical national de retraite Batirente エキストラ・ファイナンシャル・リスク・マネージャー
- ブライアン・ライス、California State Teachers' Retirement System CalSTRS ポートフォリオマネージャー
- ユアン・サラザー、F&C Management Limited シニアアナリスト
- マグダレナ・ケティス、ノルウェー政府年金基金 (ノルウェー財務省および国民保険制度基金) 社会的・環境的企業統治責任者
- サスキア・ヴァン・デン・ドール＝ギットマン、PGGM Investments 社会責任投資シニアアドバイザー
- ジョナサン・ウォレス、Jupiter Asset Management サステナビリティアナリスト
- ジョン・ウィルソン、TIAA-CREF 企業統治ディレクター

## 企業

- ロザンナ・ボルゾーニ、ENI インベスターリレーションズ、SRIマネージャー
- ラファエラ・ボルドーニャ、ENI サステナビリティ報告、マネージャー
- ペドロ・カナメロ、ENEL 株式投資家リレーションズ、マネージャー
- マテオ・カヴァディーニ、ENEL インベスターリレーションズ、オフィサー
- マラ・チャクラポーティ、Atlas Copco コーポレートコミュニケーションズ、サステナビリティコーディネータ
- ボブ・コーコラン、General Electric コーポレートシチズンシップ担当バイスプレジデント
- レイチェル・カウバーン=ウォルデン、Unilever 企業責任 マネージャー兼グローバル対外関係マネージャー
- ドメニカ・ディ・ドナト、ENI サステナビリティプランニング・報告・プロフェッショナルコミュニティ・マネージャー
- ステファニー・フェル、Maersk インベスターリレーションズ、オフィサー
- ジュニー・フレザニ、Pfizer 企業責任シニアマネージャー
- クリスチャン・フルティガー、Nestle S.A. グローバル企業広報副長
- カサンドラ・ガーバー、The Coca-Cola Company 企業対外関係、シニアコミュニケーションズマネージャー
- ジョン・コルナーアップ・バング、Maersk 環境・サステナビリティトレンド、リードアドバイザー
- バネッサ・ジェガー=カノーヴァス、Total CSR、インベスターリレーションズマネージャー
- マノエル・ラポウトレ、Total 持続可能な開発・環境担当エグゼクティブバイスプレジデント
- マティアス・オルソン、Atlas Copco インベスターリレーションズ担当バイスプレジデント
- イアン・メトカーフ、Nestle S.A. インベスターリレーションズ
- チアラ・ミンゴリ、ENEL CSRスペシャリスト
- ドルジェ・マンデル、Novartis 企業責任管理責任者
- マーク・ノードストローム、General Electric 労働・雇用、上級顧問
- マーク・プレインガー、The Coca-Cola Company 企業統治ディレクター
- スザンヌ・シャファート(元Novartisインベスターリレーションズ、グローバル責任者)
- トレバー・シャウエンバーグ、General Electric 企業インベスターコミュニケーションズ担当バイスプレジデント
- キャリー・スコット、Novartis 企業責任コミュニケーションズ責任者
- ジェフ・シーブライト、The Coca-Cola Company 環境・水資源担当バイスプレジデント
- ロジャー・シーブロック、Unilever インベスターリレーションズ担当バイスプレジデント
- アネット・スタブ、Maersk グループサステナビリティ、ディレクター
- クラウディア・ヴィグナティ、ENI インベスターリレーションズ担当バイスプレジデント



PRIは**国連環境計画・金融イニシアティブ**および**国連グローバル・コンパクト**とパートナーシップを結んだ投資家イニシアティブです。

#### 国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)

UNEP FIは、国連環境計画(UNEP)と世界の金融セクターの固有のパートナーシップです。UNEP FIの「持続可能な発展」宣言に署名した200社以上の金融機関や幅広いパートナー組織と協力し、サステナビリティと財務パフォーマンスの関係性の発展と促進に努めています。UNEP FIは、金融機関のさまざまな事業レベルに導入できる環境とサステナビリティのためのベストプラクティスの調査、促進、実現という目的のもと、同業種間のネットワーク、調査、トレーニングを提供しています。

詳細はウェブサイトをご覧ください: [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)



#### 国連グローバル・コンパクト

2000年に発足した国連グローバル・コンパクトは、サステナビリティと責任ある企業行動に賛同する企業のため、方針プラットフォームと実務的枠組みの両方を提供しています。複数のステークホルダーが主導するイニシアティブとして、人権、労働、環境、腐敗防止に関わる国際的な10の原則に企業の活動と戦略を一致させること、およびこれに関連する国連のより大きな目標を支援することを目指しています。国連グローバル・コンパクトは、135か国の7,000社が署名している、企業によるサステナビリティのための世界最大の自発的なイニシアティブです。

詳細はウェブサイトをご覧ください: [www.unglobalcompact.org](http://www.unglobalcompact.org)



## PRIに関するお問い合わせ

PRIに関する詳しい情報  
[www.unpri.org](http://www.unpri.org)

PRI署名に関するお問い合わせ、PRI日本ネットワークに関するお問い合わせ  
PRI事務局  
日本ネットワークディレクター 森澤みちよ [michiyo.morisawa@unpri.org](mailto:michiyo.morisawa@unpri.org)  
日本ネットワークオフィサー 水田和歌子 [wakako.mizuta@unpri.org](mailto:wakako.mizuta@unpri.org)

この冊子は、英外務省プロスペリティ(社会繁栄)基金の助成を頂き翻訳しました。