

わが国のエンゲージメントの実態分析と効果検証

塩村賢史 CMA
浅野雄太 CMA
柴田真宏
鈴木一功 CMA

目次

1. はじめに
2. エンゲージメントの実態分析
3. エンゲージメント対象企業の特徴に関する分析
4. エンゲージメントの効果に関する因果分析
5. 本稿のまとめ

GPIFの運用委託先のエンゲージメント記録に基づき、統計的因果推論の手法により、対話の効果を検証した。気候変動に関する対話では、対話内容に直結した脱炭素目標の設定などとともに、PBRなどの企業価値指標の改善が確認された。また、取締役会構成・評価に関する対話では、独立社外取締役人数の増加とともに、時価総額や配当込収益率などの投資収益指標の改善がみられ、エンゲージメントが市場の持続的成長に貢献していることが示された。

1. はじめに

年金積立金管理運用独立行政法人（以下、

GPIF）では、近年運用会社のエンゲージメント活動を促進する様々な取り組みを続けており、その一環で2017年度からは委託先の運用会社に対

塩村 賢史（しおむら けんじ）

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF） ESG・スチュワードシップ推進部長

浅野 雄太（あさの ゆうた）

同 ESG・スチュワードシップ推進部 ESG・スチュワードシップ推進課企画役

柴田 真宏（しばた まさひろ）

東京大学エコノミックコンサルティング株式会社 シニアアナリスト

鈴木 一功（すずき かずのり）

早稲田大学 大学院経営管理研究科（早稲田大学ビジネススクール）教授



して、企業との対話記録の提出を求めている。GPIFでは、運用委託先のエンゲージメント活動の実態把握とその効果検証のために、その対話記録に基づいて、「エンゲージメントの効果検証プロジェクト」を実施し、2024年5月にその結果を公表したところである。

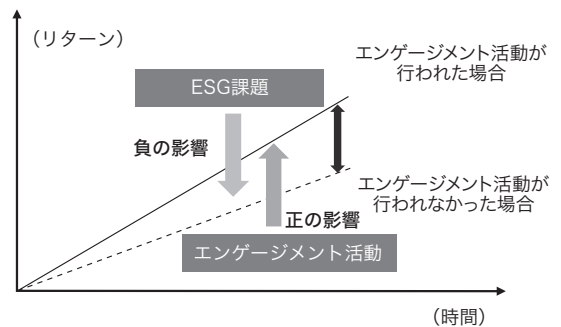
当プロジェクトの分析対象は、あくまでGPIFの運用委託先のエンゲージメント活動であるが、GPIFの運用委託先は、国内株式に投資する主要な機関投資家を多く含んでいることを考えれば、その対話実績を分析することで、わが国におけるエンゲージメント活動の全体的な姿を捉えることができるともいえる。本稿では、そのプロジェクトの分析結果の概観を紹介したい（注1）。

当プロジェクトの目的と分析対象

当プロジェクトの目的は、運用会社のエンゲージメント活動が対話先企業にどのような行動変容をもたらし、ESGパフォーマンスや企業価値の向上、最終的には投資収益の向上につながったのかについて、明らかにすることである（図表1）。

通常、エンゲージメント活動は、運用会社と企業との間での非公開の場で行われるものであり、その実態を当事者以外が知ることはできないが、GPIFが保有する運用会社のエンゲージメント活動の記録により、エンゲージメント活動の実態とその効果について分析を行うことが可能となる。具体的には、2017年度から2022年度（2022年度は12月末まで、以下同様）に行われたGPIFの国内株式運用委託先21ファンド（図表2）による26,792回、延べ48,077テーマの対話記録と多様な指標（財務・株価指標、ESGスコア、GHG

図表1 エンゲージメントの効果のイメージ



（出所）筆者作成（以下、同じ）

図表2 分析対象となったファンド（運用会社）

1	アセットマネジメントOne（アクティブ1）	12	野村アセットマネジメント
2	アセットマネジメントOne（アクティブ2）	13	フィデリティ投信
3	アセットマネジメントOne（パッシブ）	14	ブラックロック・ジャパン
4	イーストスプリング・インベストメンツ※	15	三井住友DSアセットマネジメント
5	インベスコ・アセット・マネジメント	16	三井住友トラスト・アセットマネジメント
6	キャピタル・インターナショナル	17	三菱UFJ信託銀行
7	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント※	18	ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント
8	シュローダー・インベストメント・マネジメント	19	ラッセル・インベストメント
9	タイヨウ・パシフィック・パートナーズ○※	20	りそなアセットマネジメント
10	ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ○※	21	JPモルガン・アセット・マネジメント※
11	日興アセットマネジメント※		

（図表注）○は再委託先のファンド、※は2023年3月末時点で解約しているファンド。エンゲージメント記録の提出が会社ごとのケースとファンドごとのケースがある。並びは五十音順、アルファベットの順。

（注1）本稿では誌面の関係上、「エンゲージメントの効果検証プロジェクト報告書」のうち、運用スタイル別（アクティブ運用、パッシブ運用）、対象企業の時価総額規模別の分析については割愛する。また、他の図表についても一部のみ掲載をしているものもある。すべての分析結果については、GPIFウェブサイト参照。
https://www.gpif.go.jp/esg-stw/20240521_engagement_report.pdf

排出量や女性役員比率などの具体的なESG指標)を用いて、統計的因果推論の手法を活用し、実証することである。日本における機関投資家のエンゲージメントの効果検証については、Lin *et al.* [2023]、Becht *et al.* [2023] があるが、限られた数の機関投資家に関する分析にとどまっており、今回の分析は、ファンド数、対話件数の網羅性において、本邦初のものである。

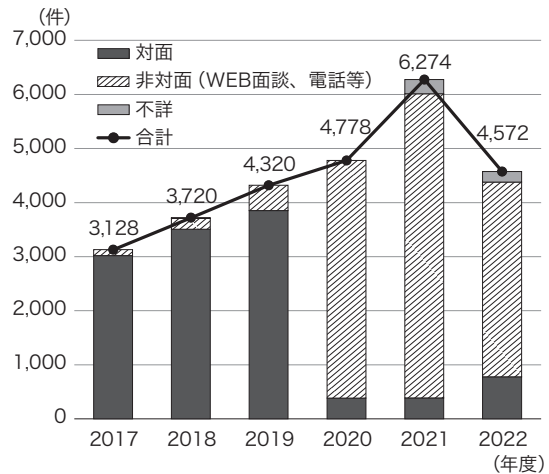
2. エンゲージメントの実態分析

以下では、GPIFの運用委託先のエンゲージメント記録について様々な角度から整理し、分析することで、エンゲージメント活動の実態について、明らかにしたい。

2017年度以降の対話件数の推移をみると、年々対話件数が増加傾向にあることが分かる。対面からWEB面談などに切り替えることで、コロナ禍においても、エンゲージメント活動は続けられてきた(図表3)。

次に、エンゲージメントの内容を38のテーマに分類し、各年度の構成比率の推移を確認する(図表4)。「B1:経営戦略・事業戦略」や「G1:取締役会構成・評価」は一貫して高い比率である一方、「E1:気候変動」のように近年比率が高まっているテーマや、「G5-1:買収防衛策」のよ

図表3 エンゲージメント件数の推移



(図表注) GPIFの運用委託先21ファンドの国内企業に対する対話件数。2022年度は12月末までのデータ。

図表4 テーマ別の対話比率推移 (一部抜粋)

テーマ	(年度、%)					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
B1: 経営戦略・事業戦略	16.8	11.6	12.2	12.7	13.5	18.0
B2: 財務戦略	6.2	6.1	3.6	4.3	4.5	6.7
B3: 株主総会関連	9.9	5.2	2.6	3.2	2.8	3.8
B4: 人的資本	1.6	2.8	2.0	1.4	3.1	3.9
E1: 気候変動	1.6	5.2	6.8	10.3	12.8	13.3
E7: 環境市場機会	0.6	0.8	1.0	1.8	2.0	1.7
G1: 取締役会構成・評価	12.9	14.2	17.7	15.5	14.6	11.2
G3: 資本効率	6.0	5.6	4.6	3.7	5.0	5.7
G4-1: 少数株主保護 (政策保有)	1.4	2.5	3.8	4.7	2.8	2.7
G5-1: 買収防衛策	4.1	3.3	2.6	1.4	0.9	0.8
G5-2: 役員報酬	1.9	2.5	2.6	1.7	2.1	1.3
ES1: サプライチェーン	0.8	1.2	1.3	2.2	2.5	1.7
SG1: ダイバーシティ	2.9	3.6	3.9	4.7	4.0	3.7
ESG1: 情報開示	11.2	5.1	4.9	4.4	7.2	7.7
ESG2: 不祥事	3.3	3.7	3.7	1.9	1.5	0.9

(図表注) 38の対話テーマのうち主なテーマを抜粋。したがって、合計は100%にならない。網掛けは5%以上、網掛け太字は10%以上。

うに、近年比率が低下しているテーマもある。

続いて、対話内容を業種別にみると、いずれの業種においても、「G1：取締役会構成・評価」「B1：経営戦略・事業戦略」「E1：気候変動」が対話のテーマの上位に挙がっている（図表5）。特にエネルギー資源、鉄鋼・非鉄、電力・ガスといったCO₂の高排出セクターにおいては、「E1：気候変動」が第1位となっており、マテリアリティ（重要性）に応じた対話がなされていることが分かる。

3. エンゲージメント対象企業の特徴に関する分析

ここでは、Probit分析を用いて、運用会社はどのような特徴を持つ企業を対話先として選択しているのか明らかにしたい。具体的には、以下の推定式に基づいて、被説明変数に企業がエンゲージ

メントを受ける確率を置き、説明変数としてはエンゲージメント対象を選択する際に考慮すると思われる企業規模、財務健全性、株主構成、ESG評価、などの様々な要素（注2）を設定して、回帰分析することで、各説明変数の偏回帰係数（β）を推計する。それにより、各説明変数がエンゲージメントを受ける確率に与える影響が明らかになり、逆にどのような特徴を持つ企業がエンゲージメントを受けやすいのかを知ることができる。βが正であれば（負であれば）、それに係る変数とエンゲージメントを受ける確率に正の相関（負の相関）があることを示す。

$$p_{it} = \Phi(\beta_0 + \sum_k \beta_k x_{it,k})$$

p_{it} : 企業*i*がある年度*t*にエンゲージメントを受ける確率

Φ : 標準正規分布の累積分布関数

図表5 テーマ別の対話比率（業種別）

	第1位	(%)	第2位	(%)	第3位	(%)
食品	G1：取締役会構成・評価	12.4	B1：経営戦略・事業戦略	12.0	G5-3：CG（その他）	8.1
エネルギー資源	E1：気候変動	33.5	B1：経営戦略・事業戦略	13.8	G1：取締役会構成・評価	11.7
建設・資材	G1：取締役会構成・評価	14.2	B1：経営戦略・事業戦略	11.9	G5-3：CG（その他）	9.8
素材・化学	G1：取締役会構成・評価	14.8	B1：経営戦略・事業戦略	12.5	E1：気候変動	9.6
医薬品	B1：経営戦略・事業戦略	16.5	G1：取締役会構成・評価	11.6	G5-3：CG（その他）	11.0
自動車・輸送機	G1：取締役会構成・評価	15.4	B1：経営戦略・事業戦略	13.1	E1：気候変動	12.3
鉄鋼・非鉄	E1：気候変動	16.1	G1：取締役会構成・評価	15.4	B1：経営戦略・事業戦略	13.5
機械	G1：取締役会構成・評価	14.7	B1：経営戦略・事業戦略	11.9	G5-3：CG（その他）	9.6
電機・精密	B1：経営戦略・事業戦略	16.4	G1：取締役会構成・評価	14.7	G5-3：CG（その他）	10.6
情報通信・サービス	B1：経営戦略・事業戦略	15.6	G1：取締役会構成・評価	15.6	G5-3：CG（その他）	10.0
電力・ガス	E1：気候変動	29.6	G1：取締役会構成・評価	15.1	B3：株主総会関連	10.5
運輸・物流	G1：取締役会構成・評価	14.5	B1：経営戦略・事業戦略	14.5	E1：気候変動	14.3
商社・卸売	G1：取締役会構成・評価	14.4	E1：気候変動	13.3	B1：経営戦略・事業戦略	13.3
小売	B1：経営戦略・事業戦略	14.3	G1：取締役会構成・評価	14.3	ESG1：情報開示	7.6
銀行	B1：経営戦略・事業戦略	14.5	G1：取締役会構成・評価	12.9	G3：資本効率	10.0
金融（除く銀行）	G1：取締役会構成・評価	18.1	B1：経営戦略・事業戦略	15.2	E1：気候変動	8.2
不動産	G1：取締役会構成・評価	16.8	B1：経営戦略・事業戦略	15.1	G5-3：CG（その他）	7.8

（図表注）業種はTOPIX-17シリーズ。網掛けはG（ガバナンス）テーマ、太字はE（環境）テーマ。

（注2）（対数）時価総額、FTSE ESGスコア、FTSE Pillarスコア（E、S、Gそれぞれ）、（対数）総資産、株式リターン3年平均、支配会社持株比率、特定投資株式／純資産、独立社外取締役比率、買収防衛策の有無、総還元性向、売上高当期利益率、総資産回転率、財務レバレッジ、現金・預金／総資産、負債合計／総資産、脱炭素目標の設定の有無、炭素強度scope1+2、統合報告書の開示の有無、TOPIXカテゴリ（1-100、101-500、501-1,000、その他）業種（17業種）。

β_k : 推定するパラメータ

$x_{it,k}$: 説明変数

その分析結果は次の通りである（図表6）。全体的な傾向としては、規模（総資産）が大きい、支配会社持株比率が低い、情報開示に積極的な企業（統合報告書を作成している）ほどエンゲージメントを受けやすいことが示されている。これは、このような特徴を持つ企業が機関投資家との対話に積極的ということを反映したものととも考えられる。

次に対話テーマ別の特徴としては、「G4-1：少数株主保護（政策保有）」については、政策保有株式比率（特定投資株式／純資産）が高い企業に加え、売上高当期利益率、総資産回転率、財務レバレッジがいずれも低い、すなわちROEが低い企業がターゲットとなっている。「E1：気候変動」については、脱炭素目標を設定している企業、「ESG1：情報開示」については、統合報告書を作

成している企業など、企業側が課題に対して、前向きに対応している企業ほどエンゲージメントを受けやすい傾向がある。

4. エンゲージメントの効果に関する因果分析

(1) 分析手法について

運用会社のエンゲージメント活動が対話先企業にどのような行動変容をもたらし、各KPIに変化をもたらしたのかについて、当プロジェクトでは統計的因果推論の分析手法の一つである、「傾向スコアマッチング-差分の差分法（PSM-DID）」を用いて分析を行った。

「傾向スコアマッチング（Propensity Score Matching：PSM）」とは、企業がエンゲージメントを受ける確率に影響を与える、企業規模、財務健全性、収益性、株主構成などの変数を用いて、エンゲージメント対象となった企業群（介入群）

図表6 エンゲージメントを受けやすい企業の特徴（Probit分析）

(説明変数)	B1： 経営戦略 ・事業戦略	B2： 財務戦略	B3： 株主総会 関連	E1： 気候変動	G1： 取締役会 構成・評価	G3： 資本効率	G4-1： 少数株主保護 (政策保有)	S1： 人権と 地域社会	SG1： ダイバー シティ	ESG1： 情報開示
(対数) 時価総額	0.13***	0.03	0.05	0.09*	0.13***	-0.04	0.06	0.12	0.16***	0.24***
(対数) 総資産	0.17***	0.33***	0.21***	0.25***	0.25***	0.36***	0.25***	0.14***	0.13***	0.08***
株式リターン3年平均	0.35	0.17	0.11	0.82*	0.32	0.19	1.09**	1.08	0.08	0.09
支配会社持株比率	-0.01***	-0.01***	-0.01***	-0.01***	-0.01***	-0.01***	-0.01***	-0.01***	-0.01***	-0.01***
特定投資株式／純資産	-0.18	0.06	0.12	-0.24	-0.09	0.53***	1.90***	0.21	-0.17	-0.67***
独立社外取締役比率	0.87***	0.38**	1.27***	0.24	0.35**	0.55***	0.19	0.42	0.30*	0.54***
買収防衛策の有無	-0.06	-0.08	0.20***	-0.07	0.13***	-0.08	0.14**	-0.07	-0.04	0.10**
総還元性向	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00**	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
売上高当期利益率	-0.01***	-0.01**	0.00	-0.01**	0.00	-0.01**	-0.02***	-0.01	0.00	0.00
総資産回転率	-0.05	0.00	-0.03	0.03	-0.05	-0.17***	-0.22***	-0.24**	0.15***	0.05
財務レバレッジ	0.00	0.00	0.00	-0.01**	0.00	0.00	-0.03***	-0.02	-0.01**	-0.01*
現金・預金／総資産	0.34**	0.50***	0.37**	-0.27	0.43***	0.37**	-0.37	-0.31	-0.04	0.17
負債合計／総資産	0.06	-1.29***	-0.07	-0.13	-0.11	-1.37***	-0.72***	-0.11	-0.42***	-0.15
脱炭素目標設定有無	0.20***	0.13**	-0.05	0.11**	0.03	-0.04	0.11*	-0.04	0.05	-0.02
炭素強度scope1+2	0.00**	0.00**	0.00	0.00***	0.00*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00**
統合報告書開示有無	0.14***	0.10**	0.14***	0.33***	0.24***	0.03	0.21***	0.03	0.29***	0.19***

(図表注) ESGスコア関連、TOPIXの規模別、業種別については、表から割愛している。表中の*は有意性を示しており、***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を表している。

とエンゲージメントされていない企業群(対照群)の特徴を揃える手法である。具体的には、プロビットモデルを用いて企業ごと年ごとの傾向スコアを算出し、各介入群企業で初めてエンゲージメントを受けた(処置実施)年において、同業種の対照群企業の中から傾向スコアが最も近いものをマッチングすることで、介入群との比較対象となるサンプルを決定した。

エンゲージメント対象となったか、否かという点を除いては、似た特徴を持つ二つの企業群について、エンゲージメント前とエンゲージメント後のKPIの変化の差を計測することで、エンゲージメントの効果(処置効果)のみを抜き出し、計測することを目指すのが「差分の差分法(DID)」である(図表7)。

具体的には、企業ごとに異なる特徴を反映する企業固定効果、年度ごとの固有のショックを反映する年度固定効果も含めて、被説明変数であるKPIに対して、エンゲージメントがどのようなインパクトをもたらすのかを、エンゲージメントを初めて受けたそれぞれのタイミングを基点とした以下の回帰式(Sun and Abraham, [2021])に基づき分析した。

$$Y_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \sum_k \sum_{l=1} \beta_{l,k} D_i[G_i=k] D_{it}[t-k=l] + \varepsilon_{it}$$

Y_{it} : 被説明変数

α_i : 企業固定効果(企業ごとのベースライン)

λ_t : 年度固定効果(年度に固有のショック)

$\beta_{l,k}$: 推定するパラメータ(k 年度に介入を受けたから l 年後の介入群と対照群の差)

$D_i[G_i=k]$: 企業が初めて介入を受けた年が k 年度であったときに1、それ以外で0を取るダミー変数

$D_{it}[t-k=l]$: 企業が初めて介入を受けた年が k 年度であったときに、介入を受けてから l 期に1、それ以外で0を取るダミー変数

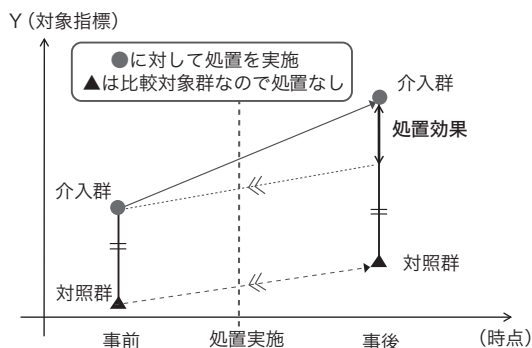
ε_{it} : 誤差項(モデルに表現されなかったその他の影響の合計)

(2) 分析対象について

因果分析の対象となるエンゲージメントのテーマの選択においては、データ量が十分確保されていること、エンゲージメントのテーマに合致した適切なKPIが設定できること、分析対象となるテーマに偏りが無いことを考慮した。適切なKPIの設定の観点から対話テーマに「その他」が含まれるものは除き、B(ビジネス)、E(環境)、S(社会)、G(ガバナンス)のそれぞれから最低1テーマは分析対象とするという前提を置いた上で、対話件数が多い順に10テーマを設定した。その10テーマのエンゲージメントに関連したテーマ特有のKPIと共通KPIをエンゲージメントの効果を測る上での被説明変数としている(図表8)。

また、エンゲージメントを受けた企業と受けていない企業の双方で、ある程度のサンプルサイズが確保され、KPIで用いるデータが十分確保できるという観点から、分析対象とする企業は、TOPIXの時価総額上位1,000社に絞って分析を行っている。

図表7 差分の差分法のイメージ



図表8 エンゲージメントの効果に関する因果分析—テーマ×KPI—

対話テーマ	KPI	推定値	事前	対話テーマ	KPI	推定値	事前
B1： 経営戦略 ・事業戦略	トービンのq	0.04	×	G1： 取締役会 構成・評価	配当込収益率	3.80 **	
	PBR	0.04	×		ROE	0.49	
	(対数) 時価総額	0.03	×		エクイティスプレッド	0.46	
	配当込収益率	1.09			FTSE ESGスコア	0.09 *	
	ROE	-0.16			<i>FTSE Pilarスコア (G)</i>	0.06	
	エクイティスプレッド	-0.17			独立社外取締役人数	0.15 **	
	FTSE ESGスコア	-0.02	×		役員に占める女性比率	0.00	
	<i>総還元性向</i>	-0.32			取締役会に占める女性比率	0.53	
	<i>ネットキャッシュ比率</i>	0.00					
B2： 財務戦略	トービンのq	-0.03		G3： 資本効率	トービンのq	0.02	
	PBR	-0.06			PBR	0.02	
	(対数) 時価総額	0.00			(対数) 時価総額	0.01	
	配当込収益率	-0.55	×		配当込収益率	3.68 **	
	ROE	0.15			ROE	0.24	
	エクイティスプレッド	0.18			エクイティスプレッド	0.18	
	FTSE ESGスコア	0.05			FTSE ESGスコア	0.02	
	<i>総還元性向</i>	1.51			<i>総還元性向</i>	-1.11	
	<i>ネットキャッシュ比率</i>	0.00		<i>ネットキャッシュ比率</i>	-0.01		
				<i>FTSE Pilarスコア (G)</i>	0.01		
B3： 株主総会関連	トービンのq	0.02		G4-1： 少数株主保護 (政策保有)	トービンのq	-0.01	
	PBR	0.07			PBR	-0.01	
	(対数) 時価総額	0.04			(対数) 時価総額	0.04	
	配当込収益率	0.33			配当込収益率	2.23	
	ROE	0.39			ROE	-0.06	
	エクイティスプレッド	0.39			エクイティスプレッド	-0.09	
	FTSE ESGスコア	-0.07			FTSE ESGスコア	-0.07	
	<i>FTSE Pilarスコア (G)</i>	-0.05			<i>FTSE Pilarスコア (G)</i>	-0.04	
	<i>独立社外取締役人数</i>	0.14		特定投資株式/純資産	-0.01 **		
E1： 気候変動	トービンのq	0.07 ***		S1： 人権と 地域社会	トービンのq	0.02	
	PBR	0.11 ***			PBR	0.07	
	(対数) 時価総額	0.03	×		(対数) 時価総額	-0.01	×
	配当込収益率	-1.45	×		配当込収益率	-5.04 *	×
	ROE	-0.59			ROE	-0.31	
	エクイティスプレッド	-0.59			エクイティスプレッド	-0.27	
	FTSE ESGスコア	-0.01			FTSE ESGスコア	-0.04	
	<i>FTSE Pilarスコア (E)</i>	-0.05			<i>FTSE Pilarスコア (S)</i>	-0.02	
	脱炭素目標の設定の有無	0.08 ***		SG1： ダイバーシティ	トービンのq	0.05	
	<i>炭素強度scope1</i>	6.04			PBR	0.10 *	
	炭素強度scope2	-5.29 ***			(対数) 時価総額	0.08 ***	
	<i>炭素強度scope1+2</i>	-3.55			配当込収益率	1.14	
ESG1： 情報開示	トービンのq	-0.03			ROE	0.23	
	PBR	-0.01			エクイティスプレッド	0.17	
	(対数) 時価総額	0.02	×		FTSE ESGスコア	-0.02	
	配当込収益率	-3.22			<i>取締役会に占める女性比率</i>	1.07 *	
	ROE	-0.43		<i>役員に占める女性比率</i>	0.00		
	エクイティスプレッド	-0.45		<i>管理職に占める女性比率</i>	0.20	×	
	FTSE ESGスコア	0.03		<i>従業員に占める女性比率</i>	0.05		
G1： 取締役会 構成・評価	トービンのq	0.05 *		<i>新規採用者に占める女性比率</i>	-0.01		
	PBR	0.11 **		<i>男女の平均雇用年数の違い</i>	-0.77		
	(対数) 時価総額	0.06 **					

(図表注) 太字は有意水準5%以下 (P値≤0.05) のKPI、斜体はテーマごとに設定した特有のKPI。他のKPIと類似しているため、配当性向、独立社外取締役比率は表から割愛した。

(3) 分析の前提と留意点

本稿の分析は、GPIFの運用委託先に詳細なエンゲージメントの記録の提出を求めた2017年度以降のデータに基づいて分析を行っている。したがって、2017年度以降で初めてエンゲージメントが行われたタイミングを基点としているが、実際は2016年度以前にもエンゲージメントが行われている可能性があり、その影響を考慮していない点には留意が必要である。また、同じテーマで同一企業に対して、複数回エンゲージメントが行われたケースと1回のみケースでは、その効果は異なる可能性があるが、その点は本稿のモデルには反映していない。

分析を行う上で最も障害となったのは、特に時価総額が大きい企業に対して、いずれかの運用会社がエンゲージメントを行っているケースが多いため、エンゲージメントが行われていない企業群（対照群）は時価総額が比較的小さい企業が多くなり、傾向スコアマッチングを行っても適切に処置群と対象群の企業の特徴を揃えることができないケースがあることである。そのため、本稿では、PSM-DIDを行った上で、エンゲージメント前のKPIのトレンドが処置群と対照群とで平準化されていない（事前トレンドが残る）ケースについては、評価対象外としている。

(4) 分析結果とその見方

前述の分析手法により行った因果分析の結果は、**図表8**の通りである。各テーマに基づくエンゲージメントがもたらす各被説明変数（KPI）への影響の大きさ（エンゲージメント前後におけるKPIの絶対差）を「推定値」（偏回帰係数）で示している。ただし、対数を取っている「(対数)時価総額」については、エンゲージメント前後におけるKPIの変化率を示していると解釈できる。

表中の*は有意性を示しており、***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を意味している。有意確率が5%以下のもの（ P 値 ≤ 0.05 ）については太字で表示している。なお、事前トレンドが残っているケースについては、「事前」の列に「×」を付している。

5%水準（ P 値 ≤ 0.05 ）で統計的に有意な結果は、数こそ限られたものの、エンゲージメントがもたらす効果は極めて大きいことが示されている。具体的には、「G1：取締役会構成・評価」をテーマにしたエンゲージメントでは、エンゲージメント対象企業が非対象企業と比べて平均的に時価総額が6%大きくなっていることが明らかになった。一見、値としては小さいようにもみえるが、例えば、2017年度に同テーマのエンゲージメントを受けた企業は256社、その時価総額合計は約304兆円（2018年3月末時点）であり、当時のTOPIX構成銘柄の時価総額の47%に達する。エンゲージメントの効果により、それらの企業群の時価総額がエンゲージメントを受けていない企業と比べて平均で6%も増大したと考えれば、そのインパクトは極めて大きいといえよう。また、エンゲージメントがKPIに悪影響を及ぼすものがみられなかったことにも注目したい。

5. 本稿のまとめ

以上の分析により、運用会社はエンゲージメント活動を年々積極化しており、その対話先の企業やテーマの選定においては、対話先のマテリアリティや行動変容の実現可能性（支配会社持株比率）などを考慮している可能性が高いことが明らかになった。

「エンゲージメントの効果に関する因果分析」により、エンゲージメントの結果、対照群（エン

ゲージメントが行われていない企業)と比べて、KPIの改善が有意に確認されるものがみられた。例えば、気候変動に関するエンゲージメントでは、テーマに直接的に関連した脱炭素目標の設定の増加や炭素強度scope2の低下とともに、PBRやトービンのqなどの企業価値に関連した指標の改善が確認された。また、取締役会構成・評価に関するエンゲージメントでは、独立社外取締役人数の増加とともに、(対数)時価総額、PBR、配当込収益率などの投資収益に関連した指標の改善がみられた。このようなESGをテーマにしたエンゲージメントが、企業価値や投資収益に関連した指標の改善につながっていることは、注目に値しよう。これらの企業価値や投資収益に関連した指標の「推定値」は、一見すると小さいようにもみえるが、気候変動や取締役会構成・評価などのテーマに関するエンゲージメントは、対象企業が非常に幅広く、そのインパクトは極めて大きい。

当分析により、2014年のスチュワードシップ・コード導入以来、運用会社が積極的に取り組んできたエンゲージメント活動は、**図表1**で示したイメージ図の通り、市場全体の持続可能性や企業価値、投資収益の向上(市場のベータ向上)に大きな貢献をしてきた可能性が高いことが明らかになった。

エンゲージメント活動については、外からは見

え難く、客観的な評価が難しいことには変わりがない。このため、本来はもっとリソースが投入されるべきエンゲージメント活動に適切にリソースが配分されないという事象が起こりがちである。この効果検証によって、運用会社のこれまでのエンゲージメントに大きな価値があったことが示されたが、これからもより効果的なエンゲージメント活動の実現に向けて、アセットオーナー、運用会社とともに努力を続けていくことが重要だと考える。

本稿の意見にわたる部分は、筆者の個人的見解に基づくものであり、所属する組織の見解を示すものではない。

(参考文献)

- Becht, M., J. Franks, H. Miyajima and K. Suzuki [2023] “Does Paying Passive Managers to Engage Improve ESG Performance?” RIETI Discussion Paper Series 23-E-077.
- Lin, K., Y. Kimura and K. Inoue [2023] “Selection and Effects of Environmental and Social Engagement by Institutional Investors,” RIETI Discussion Paper Series 23-E-091.
- Sun, L. and S. Abraham [2021] “Estimating Dynamic Treatment Effects in Event Studies with Heterogeneous Treatment Effects,” *Journal of Econometrics* 225(2), pp.175-199.