



日本株月次レポート | 2025年7月

インベストメントチェーンの鍵となる対話力



中塚 浩二
株式、日本CIO

アセットオーナープリンシプルの策定からまもなく1年が経過します。これは年金基金などアセットオーナーが受益者に適切な運用の成果をもたらすことを目的とした指針であり、今年5月時点で約150の基金が受け入れを表明しています（注1）。

資産運用立国プランを機能させていくための重要な原動力となるのが、インベストメントチェーン（企業価値向上が運用会社の金融商品や年金基金を通じて家計に還元されるサイクル）の拡充といえます。（注2）

当該プリンシプルの原則5には、「投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべき」（注3）との明記があり、上場企業と運用会社だけでなく、アセットオーナーも、企業価値向上に向けた取り組みに積極的に参加することが求められています。

スチュワードシップコードとコーポレートガバナンスコードはそれぞれ2014年、2015年に策定され、この10年を振り返ると、企業と機関投資家の建設的対話は格段に向上したと感じます。各種メディアも、つい数年前まで企業の情報開示とガバナンスの実態を問う論調が多く、社外取締役の人数を形式的に増やして外形基準をクリアすることが目的化されるべきではなく、取締役会の実質的な機能を期待する主張が多かったと記憶しています。現在では社外取締役が直接投資家の質問に応えるESG説明会が増加し、取締役会の中での独立取締役の活動を確立でき、投資家の観点から大変有意義な機会が増えています。

その一方で、企業側からみた機関投資家のエンゲージメント姿勢に対して疑問があることも事実のようです。ESGに関してボックスチェック的な質問の羅列や、運用会社としての軸（フィロソフィー）がみえないなど投資家に対する不信感も感じられます（注4）。日本経済新聞社の藤田和明編集委員は「機関投資家が何を大事にしているのか本気のところがみえてこない」、「真剣に長期の企業価値を求め、主張し懸命に成果を追う機関投資家がこれからどれだけ育っていくか。」と危惧しています（注5）。

企業が上述の懸念を持つ背景のひとつとして、運用会社側の「ESGと企業価値の結びつき」の考え方が十分に伝わっていないからではないかと考えます。ESGと企業価値の結びつきは学術的な説明もむづかしく、株価との直接的な関連性を運用実務に落とし込むことには困難が伴います。そのため

各社独自の考えに基づき工夫を凝らしてESG情報を消化する試みを行っていると思いますが、その考え方の差が大きいため、質問を受ける立場である企業側に混乱と誤解が生じている可能性があると感じます。

こうした混乱を避けるため、当社はエンゲージメント対話の際、冒頭に当社の考え方を説明するようにしています。当社は、長期投資に資する企業であるかを考える際の定性的材料としてESGを捉えており、企業の本業とESGの取り組みを考慮して、企業価値向上の道筋の仮説を設けて対話に臨みます（注6）。

意思疎通は双方向であるべきで、「企業と投資家の双方が常に、伝えるべきことと聞きたいことを意識すれば、対話は向上する」との考えに賛同します（注7）。対話を依頼した運用会社の運用者やアナリストは、自己紹介の一環として、自社の「ESGと企業価値に関する考え方」を最初に説明するべきと感じます。こうすることで、対話を受ける側の企業は、その会社もつ問題意識や質問がどういう哲学から発生しているか理解し、企業側からもその考え方に対する質問をしやすくなり、双方向型対話が促進されるのではないかと思います。

今後はアセットオーナープリンシプルに基づき運用会社のエンゲージメント活動に対して、客観的・監視的な外部からの視座が明確になると考えます。資産の委託者であるアセットオーナーと運用会社の間でも企業価値向上の議論が促進されることで、対話の実態の透明性が高まり実効性の向上が図られると思います。それが対話の現場にフィードバックされていけば、エンゲージメントの質が向上していくものと期待しています。

機関投資家の対話力がインベストメントチェーンの中で重要な役割を担うことになると考えます。

注1)内閣官房HP、アセットオーナープリンシプルの受け入れを表明したリストの公表について、[assetowner_list_202505.xlsx](#)
注2)内閣官房HP、アセットオーナープリンシプルのアウトライン、[siryou2.pdf](#)
注3)金融庁HP、「アセットオーナープリンシプル」の策定について、[assetownerprinciples.pdf](#)
注4)年金積立金管理運用独立行政法人HP、2025年4月、企業インタビュー(結果概要) 機関投資家によるエンゲージメント 企業から見た評価と課題、[interview_202504.pdf](#)
注5)2025年6月10日 日本経済新聞朝刊コラム“一目均衡” 「機関投資家も「ラストマンに」」 編集委員 藤田和明
注6)当社レポート「ファンダメンタルズアナリストによるエンゲージメント活動の取り組みと課題」<https://jp.allianzgi.com/-/media/a2356b23938f453caf1a97277b216ca2.pdf?rev=-1&hash=7FAEF52297A898A36AEB68ECDBEDC847>
注7)『対話による価値創造』、日経BP 日本経済新聞出版本部、菊池勝也編集、2021年8月、 P129

* 当資料及びコメントはあくまでも参考として情報を提供しており、第三者等への配布物用では無い旨ご注意ください。

【ご留意事項】

- ・ 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- ・ 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- ・ 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- ・ 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。
- ・ 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- ・ 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよく読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- ・ 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- ・ 当社が提案する戦略および運用スチームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- ・ 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させて頂きますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社
融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第424 号 一
般社団法人日本投資顧問業協会に加入
一般社団法人投資信託協会に加入
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入