

Engagement と Divestment

～欧米における社会的責任投資の手法と課題～

鈴木 裕

要約

欧米の社会的責任投資の主流は、保有株式等に付随する権利を行使して投資先企業の経営に影響を及ぼしていくエンゲージメントと呼ばれる方法と、一定の判断基準に基づいて投資対象から特定企業・業種の株式等を除外するダイベストメントと呼ばれる方法の2つである。

エンゲージメントにおいては、その影響力行使の実効性やコスト負担等が問題視されている。一方、ダイベストメントでは、投資対象から除外すること自体の是非や、投資の効率性を阻害する恐れがあるなど、投資手法としては、それぞれ問題が多い。

しかし、世界的には投資規模が拡大しているし、日本においてもこうした投資に取り組むべきとする内外からの声は強い。欧米の状況を参考に、エンゲージメントやダイベストメントに取り組む投資家が日本にも現れる可能性は十分にある。

目次

- 1章 はじめに
- 2章 欧米のESG投資
- 3章 ダイベストメントの事例
- 4章 エンゲージメントの事例
- 5章 投資手法としての検討課題
- 6章 日本の現状への示唆

1章 はじめに

企業の発行する株式や債券に投資をするにあたって、財務情報以外に Environment（環境）、Social（社会）、Governance（コーポレートガバナンス）へ取り組みを何らかの形で勘案する投資を E S G 投資とすることがある。社会的責任投資（Socially Responsible Investment：S R I）が Social の問題に焦点を当てているのに対して E S G 投資は、企業が直面する幅広い課題を投資判断に組み入れる点に特徴がある。伝統的な S R I が宗教的な価値観を投資判断に反映させることから、その宗教の関係者以外には、投資家層が限定されてしまうのに対して、E S G 投資はそうした垣根を越える可能性がある。

とはいえ、S R I と E S G 投資は重なり合う部分も少なくなく、結果的には同様の判断に至ることも多い。例えば、宗教団体が運用する資金では、禁欲主義的な教義に反するたばこに関連する企業を投資対象から除外する場合があるが、同じたばこ産業が E S G 投資では、医療費用負担の増大をもたらす可能性があるゆえに投資対象から外すという判断をすることもある。このように、結果的な投資行動が似通ってくるので、S R I と E S G 投資を厳密に区別することはできない。

わが国の E S G 投資が、製造設備における CO₂ 排出削減や排出量の少ない製品の製造など環境面の取り組みに優れた企業をポートフォリオに組み込む方法によって行われるのに対して、欧米では政治・社会的課題を抱える企業を投資対象から排除する方法を用いる運用を行う E S G 投資が主流である。投資対象から特定の企業や業種を保有している場合には売却し、投資対象から除外する

ことを Divestment（ダイベストメント）といい、欧米においては、クラスター爆弾の製造企業を投資対象から除外したり、深刻な人権問題を生じているスーダン国域に進出した資源企業を排除するなどの基準を投資判断に組み込んだ資産運用が E S G 投資の一つの中心となっている。

欧米における E S G 投資がわが国のそれと異なるもう一つの特徴は、株主としての地位を利用して、経営者との対話を積極的に行っていることだ。これを Engagement（エンゲージメント）といい、E S G に関わる様々なテーマが対話の材料となる。

この2つの E S G 投資手法は、エンゲージメントが株主としての地位を有することを必須とするのに対して、ダイベストメントは株主の地位を失う手法である点で全く対照的な方法である。

本稿では、欧米の E S G 投資の主流となっているエンゲージメントとダイベストメントがどの程度の規模であるのかをまず明らかにし、次いでそれらの実例を紹介する。結びとして、そうした実態に対してどのような課題が指摘されているかに言及し、わが国の E S G 投資の参考に供したい。

2章 欧米の E S G 投資

1. 欧州における E S G 投資手法

欧州の E S G 投資は、国ごとに大きな特徴がある。この特徴は、フランスの C S R 調査会社 Novethic が、欧州の S R I 業界団体 Euro-SIF（European Sustainable Investment Forum：欧州責任投資フォーラム）と共同で欧州の E S G 投資家の現状を調査したレポート「European Asset Owners：ESG Perceptions and Integration Practices」（2010年12月3日公表）¹ に端的に

1) 「European Asset Owners: ESG perceptions and Integration Practices」
http://www.novethic.com/novethic/v3_uk/upload/ESG_Survey_2010.pdf

表れている。この調査では、10億ユーロ以上を運用する保険会社・銀行や年金基金等の投資家において、ESGの問題をどのように取り込んでいるのか広範に調査しており、9カ国の投資家を対象としている。

ESG情報を投資に反映させる方法は、様々考えられる。実際に採用されている方法も多様であり、また国ごとに大きな違いがあることも図表1に掲げたとおり明確になっている。ESG選定(ESG Selection)とは、ESG基準に照らして優れた証券発行者を選定することである。規範的排除基準(Norm-based Exclusions)は、特定の規範や国際的条約(例えば国際的な労働基準に関する条約など)に抵触する国や企業を投資対象から除外する方法であり、業種別排除基準(Sector-based Exclusions)は、たばこ・アルコール・兵器など特定の産業を除外する方法だ。規範的基準も業種別基準もどちらもダイベストメントの方法である。エンゲージメントは、前記のとおり株主として環境や社会問題への取り組みについて企業経営者と対話したり、株主総会などでより積極的な意見交換を行うことであり、それらが実を結ば

なければ非財務的な理由に基づく株式売却をすることもあり得る。ESG統合(ESG Integration)は、上記のものと比べると体系的ではないが、いくつかのESG要因を考慮対象に入れた投資手法ということである。これには、投資チームにESG情報を提供したり、財務情報と非財務情報の統合的リサーチを推進したりすることも含まれる。

英国やオランダでは、株式の議決権などを積極的に行使して企業経営に影響を及ぼすエンゲージメントが主流であるのに対してイタリア、スペインではそれが全く採用されていないなど、興味深い相違も明らかになっている。

こうした実態調査は、Euro-SIFも行っており、「European SRI Study 2010」²⁾によれば、フランスにおけるSRIは、この2年間に約20倍に拡大していることが明らかにされている。フランスでは、07年に660億ユーロであった広義のSRIが09年に1兆8,000億ユーロにまで増加したという。その要因としては、対人地雷やクラスター爆弾の製造業者を投資対象から排除する基準を新規に導入した例や、投資判断に総合的考慮を加えるインテグレーションを実施する機関投資

図表1 欧州のESG投資手法

	調査対象 投資家数	ESG選定 (%)	規範的排除 基準 (%)	業種別排除 基準 (%)	エンゲージ メント (%)	ESG統合 (%)	運用資産 総額 (億€)
英国	24	23	14	14	77	55	26,720
ドイツ	32	80	37	57	40	57	18,720
オランダ	25	25	43	43	64	68	8,540
フランス	29	81	24	29	24	52	8,130
イタリア	25	22	33	44	0	11	5,210
デンマーク	30	14	41	27	41	36	1,400
ベルギー	19	67	25	25	25	50	990
フィンランド	32	19	25	38	44	19	800
スペイン	42	28	39	33	0	56	430

(注) 調査対象となった投資家のうちESGを投資判断に含めると答えたのは69%

(出所) 「European Asset Owners: ESG perceptions and Integration Practices」をもとに大和総研作成

2) 「European SRI Study 2010」

http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/eurosif_SRI_study_2010.pdf

家による広義 S R I が増えたためである。

こうしたことからみて、欧州の E S G 投資は、英国ではエンゲージメントに重きが置かれ、フランス・ドイツでは投資対象の選定段階で E S G 要因を考慮する手法が中心であるといえるだろう。

2. 米国における E S G 投資手法

米国における社会的責任投資の現況は、Social Investment Forum Foundation の報告書「2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States」³⁾ に詳細に記されている。これによれば、10 年年初時点の米国の S R I 市場の残高は、前回調査時（07 年）の 2 兆 7,100 億ドルから 3 兆 690 億ドルに拡大したという。米国における S R I は、①環境：Environmental、社会：Social、企業統治：Governance のいわゆる E S G 要素を考慮した投資、②株主行動、③コミュニティ投資——のうち、一つまたは複数の手法を用いて投資が行われている。米国では上記 3 手法のうち、①が 2 兆 5,120 億ドル、②が 1 兆 4,970 億ドル、③は 380 億ドルで全体の 1% ほどである。①②③の重複があり、これを調整すると、総額の 3 兆 690 億ドルになる。

①による投資手法は、07 年の約 2.1 兆ドルから 2 兆 5,120 億ドルに拡大したと推計されている。E S G 要素を考慮した投資とは、ある判断基準に適さない企業を投資対象から外す手法（ダイベストメント）や社会問題や環境保護への取り組みに優れた企業への積極的な投資などの手法をいう。

E S G 投資の際に判断材料とする主な項目を見ると、民族紛争により深刻な人道被害が生じてい

るスーダン紛争に関与している企業を投資対象から外す基準を用いている資金は 1 兆 3,450 億ドルに達する。E S G 投資が全体で 2 兆 5,120 億ドルであるから、E S G 投資の過半はスーダン問題を投資判断に取り入れていることになる。次いで、たばこ（7,660 億ドル）、アルコール産業（7,100 億ドル）であり、これらの業界に投資しない運用が E S G 投資の主流であることが分かる。

株主行動の活発化も注目される。06 年末に E S G に関する株主提案（共同提案を含む）を行った機関投資家の資産は総計で 7,390 億ドル相当に達したが、09 年末は 200 以上の機関投資家により E S G 関連の提案が行われ、総資産規模は 1.5 兆ドル相当に急増している。この背景の一つには、政治活動に対する企業献金の禁止を求める声が高まったことが指摘できる。10 年初に連邦最高裁判所が、企業や組合が特定の政策の実現や廃止を目指して政治的な放送を行うことや政治的活動への資金支出を禁止することは許されないと判断したことが影響している。そのため、自社に有利な政治キャンペーンへの資金提供が活発化し、企業による政治への介入が問題視されるようになった。株主行動の一環として企業に政治的支出の禁止を求める働きかけが急増したのはそのためである。

3章 ダイベストメントの事例

1. ノルウェー政府年金基金

およそ 5,570 億ドルの資産を持つ世界最大級の政府系ファンドであるノルウェー政府年金基金（Norway Government Pension Fund – Global、以

3) 「2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States」
<http://www.socialfunds.com/news/article.cgi/3078.html>

下、G P F G) では、04年に「倫理ガイドライン」⁴を設けてE S G投資/S R Iを実施している。「倫理ガイドライン」では、まず、ノルウェー政府年金基金は次世代へ石油収入の利潤を承継することを目的とすることを確認するとともに、株主権の適正行使によって投資収益を確実なものとするところができるとの考えを表明している。続いて、反人道的事業に従事する会社や、受け入れ難いリスクを生じる恐れのある投資を避けることを明らかにし、具体的には、核兵器や地雷など兵器産業の一部は非人道的であるとして投資対象から排除され、人権侵害や環境破壊のリスクが大きな会社への投資も禁止される。投資の禁止は業界ごとではなく、個社ごとに判断される。ダイベストメントによるE S G投資である。ダイベストメント対象と判断された会社は今までのところ50社に上る。兵器産業関連では、核爆弾、クラスター爆弾や地雷の製造に関わる会社も排除されており、韓国やシンガポールからも投資禁止リストに名を連ね、全世界の会社に審査の網を広げていることが分かる。排除基準には健康問題も含まれており、09年末には、全世界の大手たばこ製造会社が投資禁止となり、日本の会社も初めてリストに載ることとなった。

国家が運用する巨大な基金が投資禁止にすることは、他の投資家にも警戒感を呼び起こすことになる。G P F Gのダイベストメントリストに記載されている銘柄を保有していると、非倫理的な投資家ではないかと疑われる可能性があり、当該銘柄を売却する理由ともなるだろう。

逆に言えば、G P F Gの投資が継続している間

は、投資を受ける企業にE S Gに関する深刻な問題が生じていないというメッセージともなりかねない。そのため、ある会社の事業が反倫理的であると非難する地域住民や市民団体にとっては、その会社にG P F Gが投資している事実は、攻撃の対象となる。「倫理ガイドライン」に反する投資であり、ダイベストメントすべきであると主張される。

実際、ミャンマーのガス・石油事業に関わる会社を投資対象から除外するべきであるとする運動団体から、G P F Gは「倫理ガイドライン」違反の非難を受けている⁵。

2. 政治的ダイベストメント

1) クラスター爆弾関連のダイベストメント

ノルウェーのG P F Gやフランスの機関投資家をはじめとして、クラスター爆弾の関連企業をダイベストメントの対象とする投資家は多い。これは、人道的被害の見地からクラスター爆弾の生産などを禁止するオスロ条約(10年8月1日発効)の影響が大きい。

同条約の検討の過程で、クラスター爆弾製造企業への投融資を禁じる法律がいくつかの国々で導入されたほか、金融機関による関連企業への投融資の実態調査が行われたりもした。国際的な世論の動向も考慮して、公的年金基金などの機関投資家の中には、クラスター爆弾製造企業への投資を行わないことを明言するところも少なくない。

2) スーダン関連のダイベストメント

スーダンでは原油の売却代金が武器の購入に充てられ、武力による人権侵害が深刻化しており、

4) <http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/andre/Ethical-Guidelines-for-the-Government-Pension-Fund---Global-.html?id=446948>

5) 「Broken Ethics The Norwegian Government's Investments in Oil and Gas Companies Operating in Burma (Myanmar)」<http://www.earthrights.org/sites/default/files/documents/Broken-Ethics.pdf>

これを投資判断に組み入れる投資資金は大きく増加している。

米国の連邦政府および地方政府は、すでにスーダンに関わる企業に投資することを規制の対象としている。これにとどまらず民間においても、産油に従事している企業を投資対象から除外する運動が展開されている。Investors Against Genocide（「虐殺に反対する投資家連合」、以下、IAG）では、中国やマレーシアの資源会社を投資対象から除外するように求めており、これに呼応する投資家も現れている。米国の大学教職員に年金保険や投資信託商品を提供しているTIAA-CREFは、IAGの指摘した企業を投資対象から除外する旨を表明した⁶。

米国におけるESG投資の過半は、何らかの方法でスーダン関連企業へのダイベストメントを投資判断の基準に織り込んでいることは、既に記したとおりである。スーダン情勢に改善が見られなければ、今後もダイベストメントの主要なテーマであり続けるだろう。

3. 宗教系ファンドのダイベストメント

もともとSRIは、米国のキリスト教教会が資産運用を行う際、たばこ・アルコール・ギャンブルなど教義に反する事業を営む企業を投資対象から排除したのが発端とされている。現在でも、宗教団体が運用する基金や、特定宗教の信者向けに販売される投資信託などでは、教義に基づくダイベストメントが一般的に行われている。

こうした特定の宗教基金が行う投資のベンチマークとなる指数も開発されている。この指数の構成方法は、こうした宗教系ファンドのダイベ

ストメント基準を反映している。

キリスト教向けには、キリスト教の教義に照らして構成銘柄を吟味するギャンブルやポルノ、武器、たばこ、アルコール、避妊等に関わる収入が一定割合を超える場合には、ダイベストメントということとなる。

宗教的ダイベストメントは、キリスト教だけでなく、他の宗教にも広がっており、イスラム教徒向けにも投資指数がある。Dow Jones Islamic Market Indexes⁷では、武器、たばこ、アルコール、豚肉関連商品、通常の金融機関（利息）、娯楽業界が排除されている。

仏教やヒンズー教の投資指数もあり、同様にダイベストメントが行われている。

4章 エンゲージメントの事例

1. カリフォルニア州公務員年金基金

1) もの言う投資家の代表格

カリフォルニア州職員のための公務員年金基金 CalPERS（The California Public Employees' Retirement System）は、米国最大規模の年金基金であるとともに、投資先企業に対して効果的なコーポレートガバナンスの実施促進を求める、いわゆる「もの言う株主」の代表格である。

CalPERSは、株主総会における議決権行使や株主提案などを通じて投資先企業と対話を行い、それによって経営改善を実現して株式の投資パフォーマンスを引き上げようとしている。コーポレートガバナンスの改善が収益を引き上げるとの理解を前提として、受託資産の価値を増大させるためのエンゲージメントである。

6) http://www.tiaa-cref.org/public/about/press/about_us/releases/pressrelease313.html

7) http://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/meth_info/Dow_Jones_Islamic_Market_Indexes_Methodology.pdf

2) エンゲージメント対象選択

多くのエンゲージメント活動の中で、その効果の測定が容易と考えられているのは、Focus Listである。CalPERSは、改善を求めべき企業のリストを公表し、企業との対話を行っている。このリストをFocus Listと呼んでいる。CalPERS外部の運用コンサルタントによる調査では、このFocus Listによる収益の獲得は目覚ましく、List記載前には対ベンチマーク比で年率-30.1%であったが、記載後の5年間を見ると年率+2.4%であるという。これは、CalPERS効果といわれる⁸⁾。

Focus Listに記載される企業の選定は、企業規模やCalPERSの投資額など定量的な情報に基づき絞り込みを行い、さらに、ガバナンスへの取り組みや改善の可能性などの定性情報を織り込んで決定される。エンゲージメントの対象企業を選定する第一の基準は、保有残高の上位500社とされている。エンゲージメントの対象を保有規模がある程度大きなものに限定することで、享受する利益の大きさも確保できると期待できるからである。

エンゲージメント先を選定する第二の指標は、株式投資収益である。ガバナンスが劣悪であってもリターンが高ければ株主に不満は生じないのだから、収益の向上を目的とするならば、投資収益率を最も重要な基準とすることは合理的である。

3) エンゲージメントの内容

エンゲージメントの内容としては、従来はガバナンスの要因に重きが置かれており、取締役(会)の独立性、経営者報酬、買収防衛策、取締役選任方法などをテーマとしていたが、最近、環境や社

会問題への取り組みが付け加えられた。環境や社会問題に関する企業の取り組みは、投資パフォーマンスに影響を及ぼす可能性があるからだ。

現在、CalPERSが精力的にエンゲージメントに取り組んでいるのは、取締役選任制度についてである。米国では、取締役選任議案の決議方法として「Plurality voting」が多くの会社で採用されている。これは、極端な場合、賛成が1票でもあれば、残りの議決権が賛成していなくても取締役選任議案は可決するというものである。単純化して言えば、定数1名の小選挙区制であれば、相対的に多数を得たものが当選するという仕組みと同様であり、対立候補者がいなければ自動的に当選することになる。特定の立候補者を落選させるために、反対票(当該候補者の当選に反対する意思を表明する投票)を投じることはできないし、しても無意味なのである。これに対してわが国の株主総会では、「Majority voting」であり、投票議決権の過半数の賛成がなければ当選しない。対立候補者がいなくても、過半数の賛成に届かなければ落選ということになる。

10年7月に可決成立した米国金融改革法(ドッド=フランク・ウォール街改革および消費者保護に関する法律：Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)では、当初の上院案に「Majority voting」が包含されていたが、その後の上下両院協議で削除されたという経緯がある。法改正は実現しなかったが、機関投資家は独自に株主のエンゲージメントを通じて、企業に「Majority voting」の採用を働きかけており、交渉の経過次第では、株主提案を含めた強い圧力を加えることもある。

8) 「The "CalPERS Effect" on Targeted Company Share Prices」

<http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/board-cal-agenda/agendas/invest/201008/item05a-2-02-01.pdf>

2. 株主提案に見るエンゲージメントのテーマ

1) 米国における株主提案権行使

エンゲージメントを含む株主行動は、資金の残高が米国で 1.5 兆ドルほどに達し、多くの投資家がこれに取り組んでいることが分かる。エンゲージメントを行う場合に、経営者を対話に引き出す手法として米国では株主提案がよく用いられる。米国では、株主提案が日本以上に容易に行えるので、毎年数百件の提案が出されている。株主提案で扱われたテーマについて、経営者側との妥協が成立すれば提案が取り下げられるので、提案の取り下げはエンゲージメントの成功を示唆するものである。どのようなテーマで投資家がエンゲージメントを行っているかを見るには、株主提案の内容が参考になる。

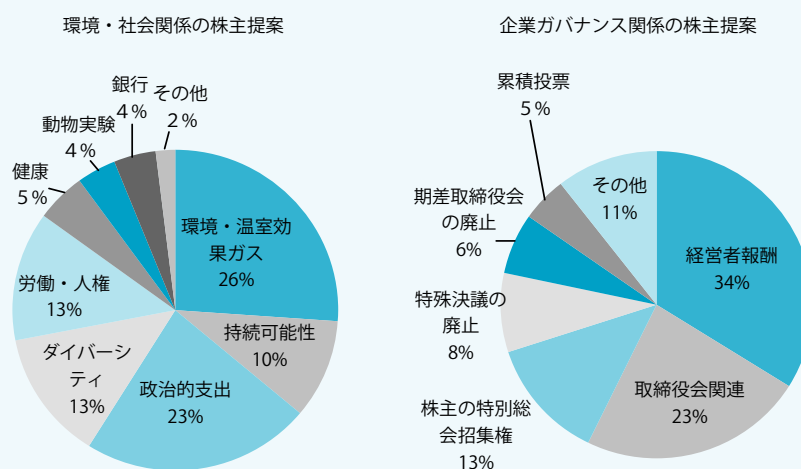
2) 社会・環境に関わる株主提案

環境・社会問題に関するエンゲージメントの潮流を見るには、米国の ESG 投資団体の「AS YOU SOW」が公表した 11 年の株主提案のトレンドに関する報告書「Proxy Preview 2011」⁹が有用だ。これによれば、11 年 2 月までに 359 の株主提案が提出されており、そのおよそ 4 分の 1 が環境に関連する提案で、次いで、企業の政治的支出に関するもの、ダイバーシティ、労働・人権関連となっている（図表 2 左）。

環境に関連する提案は、気候変動に対する企業の取り組みを報告するように求めるものや、温室効果ガスの削減目標を企業ごとに設定するように要求する提案、気候変動が経営にもたらすリスク評価の公表を求める提案などだ。

企業の政治的支出については、以前から開示を求める提案が出されていたが、11 年は特に注目

図表 2： 米国の株主提案に見る提案内容



(出所) 左: AS YOU SOW 「Proxy Preview 2011」の中の、Sustainable Investments Institute (Si2)が2011年2月11日までに調査した359件の株主提案
 右: GERGESON 「2010 Annual Corporate Governance Review」の中の、2010年に投票に至ったガバナンス関連の株主提案342件

9) 「Proxy Preview 2011」
http://asyousow.org/publications/ProxyPreview_2011.pdf

度が高い。これは、前記の通り 10 年 1 月に米国連邦最高裁判所が選挙資金への企業拠出を制限する法律を憲法違反と判断したことが強く影響している。企業や組合が特定の政策の実現や廃止を目指して政治的な放送を行うことや政治的活動に支出することを禁止することは許されないということとなれば、企業にとって有利な政策の実現を求める政治運動が活発化し、環境破壊や就労条件悪化などが懸念されるからだ。そのため、どのような政治的支出を企業が行っているか、開示を求める圧力が強まっている。

ダイバーシティについては、同性愛などによる雇用差別を行わない方針の策定を求めるものが多い。次いで取締役会等における女性やマイノリティーの参加推進などダイバーシティの報告を求める提案となっている。

労働・人権関連の株主提案は多様だ。人権尊重の方針を採用することやそれを拡大することを求めるものが多い。軍事産業に対して、業務の各段階で人権尊重をどのように具現化するかの報告を求めるものや、サプライチェーンマネジメントの中で人権尊重を広く実現するよう提案されることもある。また、プライバシーの尊重もテーマになることがある。労組系の基金からは、労働環境の安全配慮に関する報告を求める株主提案も出されている。

3) 企業ガバナンスに関する株主提案

「AS YOU SOW」の集計には、コーポレートガバナンス関連の株主提案はごく一部しか含まれていないので、より広くガバナンス関連の株主提案の実情を見るには、企業の株主総会運営に関するコンサルティング会社 GERGESON が毎年公表し

ている Annual Corporate Governance Review¹⁰ が役立つ。これによれば、毎年 500 件から 700 件のコーポレートガバナンス関連の株主提案が出され、300 件から 400 件が投票に至る。10 年の内訳を見ると経営者報酬に関するものが最も多い(図表 2 右)。これは、SAY ON PAY (経営者報酬を株主総会に諮るようにする)を求めるものと、経営者に株式保有を要請するものである。次いで多いのが取締役会に関する提案だ。これは、独立社外役員を求めたり取締役会議長と CEO の分離を求めたりするものと、取締役選任を Majority Voting で行うよう要請するものである。

SAY ON PAY は、11 年の 1 月 21 日以降に開催される株主総会からは、上場企業の全てに適用されるが、10 年までは、株主によってその採用を求める提案として株主総会議案になっていた。07 年に Aflac が導入して以来、株主からの要求に応える形で導入する企業が増加していた。

Majority voting は、CalPERS と同様に、多くの機関投資家が注目しており、株主提案も多数出されている。

5章 投資手法としての検討課題

1. ダイベストメント

1) ダイベストメントの問題点

ダイベストメントは、株主ではなくなることを前提にしているので、エンゲージメントを不可能にする投資戦略である。企業に対して変革を求めるためには、企業と何らかの利害関係がなければならないはずだが、その関係を解消してしまうのがダイベストメントである。そのため、ダイベストメントは E S G 面で問題のある企業をかえって

10) 「2010 Annual Corporate Governance Review」
<http://www.georgeson.com/usa/download/acgr/acgr2010.pdf>

放置してしまうことになるのではないかと批判されることがある。

また、エンゲージメントが投資ユニバースを縮小しないのに対して、ダイベストメントは少数であっても投資から除外する資産があるので、投資ポートフォリオの効率性が低下する恐れがある。特に、宗教系ファンドの場合には、食品・娯楽・兵器・金融など、除外対象が多くなることの影響は小さくないだろう。

運用方法として、マーケット・インデックス連動型を採用する場合には、ダイベストメント対象企業が多くなると、インデックスへの連動性が確保できなくなることも考えられる。

2) ダイベストメントの利点

ダイベストメントは、委託者の賛同を得やすいという点では優れている。宗教系のファンドなどのように、ある価値観を共有する委託者がいる場合には、その価値観に基づく投資判断の結果、多少投資効率が低下したとしても、パフォーマンス低下を問題視しようとはしないだろう。

委託者の反発が少ないということは、委託者が広範囲になる場合でも、ある程度妥当する。例えば、国家が運用する資金の場合、投資収益の追求のみに専念し、国内の雇用や福祉を顧みず、また海外での環境破壊等に投資を通じて加担するとすれば、いかに高収益を達成したとしても、国民の賛同は得にくいだろう。逆に言えば、低収益にとどまったとしても、国民の価値観に沿う運用であれば、批判を受けずに済むことも考えられる。

また、ダイベストメントによって投資ポートフォリオの効率性が低下する恐れがあるとしても、排除する投資対象がごく少数であれば、その影響は小さく済むだろう。

2. エンゲージメント

1) エンゲージメントの問題点

エンゲージメントでは、対話による方法にせよ、株主提案を介する方法にせよ、その実効性は問題となるところだ。

対話の場合には、投資家の意見を聴取するのみで、それが経営に反映される保証はどこにもない。特に対話を求める投資家の保有規模が僅少である場合には、一部の投資家の特殊な意見と扱われてしまうだろう。

株主提案を行う場合も、その効果はどれほどであるか、疑問は呈される。米国では多くの株主提案が出されていることは既に記したとおりだが、そのほとんどは、勧告的決議 (advisory voting) や非拘束的決議 (non-binding voting) と呼ばれるもので、投票結果に会社を拘束する力はない。拘束力がない、いわばアンケート調査のような投票を株主総会でわざわざ行っているのである。このような拘束力のない決議は米国の株主総会の大きな特徴の一つだ。

欧州では、国によって株主提案制度が異なっている。欧州委員会は、株主の権利に関する指令を 07 年に公開しており、これによれば株主提案における株式保有要件は、資本の 5% 以下に定めなければならないとされている。これに基づいて欧州の国々では、株式保有要件の緩和が進んでいるが、いまだに非常に多くの株式保有を提案権の要件としている国もある。わが国では、発行済み株式の 1% または 300 個の議決権の保有で提案可能であるが、欧州はこの保有額がかなり大きめに定められることがあり、提案件数も少ない。つまり、強力なエンゲージメントの手段である株主提案について、米国では決議

に拘束力がなく、実効性を確保できないし、欧州では提案を可能にするための株式保有要件が厳しく、ごく限られた株主にしか提案権が認められない国も少なくないという問題がある。

その点、わが国の株主提案は、欧州と比べれば保有株式数要件等で容易であるし、米国とは異なり、決議に拘束力がある。もっとも、米国で盛んに行われている株主アンケートのような内容の提案は不適法とされる恐れが強く、提案できる事項に制限はある。

また、エンゲージメントは、コストがかかる点も注意が必要だ。例えば、サプライチェーンにおける人権尊重をテーマに企業と対話をするには、開示情報以外にも、操業現場の実態や現地規制の調査などのためコスト負担が生じるし、対話自体にも時間を要する。

フリーライドを排除できないことも問題点といえるかもしれない。エンゲージメントが奏功し株価が上がったとしたら、そのベネフィットはエンゲージメントを行わない他の投資家にも配分される。エンゲージメントに主体的に取り組むのではなく、他の投資家がエンゲージメントを行うのを待つ方が合理的とも考えられよう。

2) エンゲージメントの優先順位

エンゲージメントは、様々なテーマで会社と対話する手法であるから、対話が効果を有するような前提が整っていなければ無意味である。投資家からの圧力が会社の経営を現実に変えることになり得るといことが、エンゲージメントを行うための必要条件だということである。例えば、会社に環境配慮を求める株主がいたとしても、会社経営者がそのような株主の声に耳を傾ける気がなければ、会社を変えることはできない。仮に経営者

が過半の株式を持っているような場合であれば、他の株主の意向をそんたくすることなく、役員を選解任を通じて経営者は自由に振る舞える。そのため、エンゲージメントの対象となる会社には、まず一般株主の影響が経営に及ぶようなガバナンスを求めるということになる。エンゲージメントに取り組む株主がガバナンスを重視するのは、エンゲージメントのテーマが何であれ、株主によるガバナンスが有効でなければ効果を持たないからである。

最近のエンゲージメントで重視されているのが、Majority voting であるということは前記のとおりだが、これは株主が経営者の選任に影響力を行使できるようにするためだ。ガバナンス関連のエンゲージメントが量的に多いのは、このような理由による。

3) エンゲージメントの利点

エンゲージメントの問題点として、実効性が確保できるか不明であることを指摘したが、この効果不明ということは利点とも考えることができるかもしれない。米国の株主提案における非拘束的決議は、無意味であり一部の株主の不満に対するガス抜き程度の効果しかないともみえるが、もしかすると意外に合理的な制度なのかもしれないということである。企業経営を直接変化させることなしに企業経営に対する株主の総意を測る仕組みとして機能していると考えられるからだ。

ある会社の経営に不満を抱いている株主は、例えば何らかの株主提案を出したアクティビスト・ファンドに共感を持っていないとしても、現在の経営に対する不満を発信するツールとして非拘束的決議を利用することができる。ファンドの提案自体が支持できるならば、投票を通じて経営陣に

株主の考え方を伝えることができるだろう。非拘束的決議であるから、ファンドの提案を現在の経営陣がさらに改善することも可能だ。経営陣にとっても、株主からの信頼を失っているとなれば、それを回復するためにアクティビスト・ファンドからの提案も視野に入れた経営改善に自発的に取り組むきっかけになるのである。激変を好まずゆっくりした改革を望む投資家には、非拘束的決議の内容が少しずつ実現することを歓迎する者も多いのではないだろうか。

対話の場に出ること自体に、大きな心理的な負担があるとすれば、対話は進まない。拘束力のない、いわば気楽な意見交換を重ねることが、投資家と企業の相互理解を進めることとなるだろう。様々なテーマを拘束力のない対話の材料にできることは、エンゲージメントの利点といえるだろう。

6章 日本の現状への示唆

1. ESG投資の拡大を求める声

現在、日本におけるESG投資に関し様々な提言・見解が公表されている。ESG投資を促進すべしとする内外からの圧力が高まりつつある。

国内では、日本労働組合総連合会（連合）が公的年金および企業年金の運用にあたり、機関投資家等に社会的に責任のある投資を求める提言「ワーカーズキャピタルに関する連合の考え方 および『ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン』」を公表した（2010年12月16日）¹¹。これによれば、年金基金等は労働者が拠出した、ないしは労働者のために拠出された基金（ワーカー

ズキャピタル）であるから、その運用について、労働者（労働組合）は責任と権限があるとしている。持続可能な経済・社会形成のために、ワーカーズキャピタルの運用においてESG課題を考慮した責任投資に取り組む必要があるという。

海外からは、経済開発協力機構（OECD）が、「年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のガバナンス及び資産運用方針改善案」（2010年12月22日）¹²を公表し、GPIFにおけるESG投資への取り組みが求められた。ここで、表明されている見解は、「著者自身のものであり、必ずしもOECDや加盟国政府の見解を反映したものではない」し、「日本政府は、本稿で扱われている問題は依然として検討中であるとして、本稿への一切のコメントを差し控えた」とあるように、扱いに注意が必要である。とはいえ、年金基金運用の専門調査官の見解としては、傾聴に値しよう。これによれば、「運用方針は、GPIFが国内経済及び金融安定性に及ぼす影響の可能性を考慮し、環境、社会及びコーポレートガバナンス（ESG）の要素を含むべきである。」という。


2. ESG投資の可能性

このような内外の声に応じてESG投資を拡大しようとするなら、欧米で主流となっている、エンゲージメントとダイベストメントが考慮に入てこよう。

エンゲージメントについては、株主によるガバナンスの実効性が確保されていることが、まず必要である。その上で、効果的なエンゲージメントを行うには、会社の財務状況を的確に把握して現実的な

11) 「ワーカーズキャピタルに関する連合の考え方 および『ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン』」
http://www.jtuc-rengo.or.jp/kurashi/sekinin_toushi/data/20101216_workers_capital.pdf

12) 「年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のガバナンス及び資産運用方針改善案」
http://www.oecdtky2.org/pdf/theme_pdf/insurance_pdf/20101222gpif.pdf



テーマで対話を続けることが重要である。また、株主の影響力の大きさによってエンゲージメントの効果も変わってくるのであるから、他の株主と共同することも有効であると考えられている。

とはいえ、やはりコスト負担を軽視することはできないので、エンゲージメントのハードルは高いのではないだろうか。

エンゲージメントの主体によっては、企業経営に対する不適当な介入ととられる恐れがあることも忘れてはならない。特に公的資金が行う場合には、私的企業に対する公的介入との批判を受ける可能性を否定できない。

ダイベストメントは、投資対象から外すという消極的行動であるから、これに要する直接的コストは小さい。しかし、投資ユニバースの縮小による投資効率の低下の恐れはあり、これによって失われる機会損失がどの程度であるかが問われよう。

また、消極的判断とはいえ、ある企業に対して否定的評価を与えるのであるから、公的資金が行う場合には、経営に対する介入ともとられかねない。

ダイベストメントでは、投資家としての権利も有さないのであるから、企業を変革する影響力を行使できなくなり、投資を通じて社会を変えするというESG投資の理想に適さない手法との批判を受けよう。

以上のようにいくつも問題はあるものの、負の側面に配慮しつつも、エンゲージメントとダイベストメントに取り組むことはなお検討に値しよう。特に、公的資金にとっては、投資家として非倫理的という汚名を受けることは得策ではない。内外からの圧力が高まる中で、何らかの対応が必要になるのではないだろうか。

[著者]

鈴木 裕 (すずき ゆたか)



資本市場調査部
環境・CSR 調査課
主任研究員
担当は、企業ガバナンスと投資家
行動、投資家の議決権行使