

## 〔論 説〕

# ESG インテグレーションとシェアホルダー・エンゲージメント —リスクマネジメントと受託者責任・善管注意義務，ガバナンス改革の 深化ならびにスチュワードシップ・コード改訂に向けて—

藤 川 信 夫

## 一. ESG 投資と SDGs の進展

ESG 投資は、投資先企業の評価において伝統的な財務情報のみでなく環境問題の対応 (Environment)、従業員や地域社会の関係 (Social)、企業統治の在り方 (Governance) 等を考慮する投資といえる。経団連は2017年11月企業行動憲章を改訂し、ESG や SDGs が盛り込まれ、ESG に配慮した経営の推進が基本課題になりつつある。

更にビジネスと人権に関する指導原則、パリ協定などの国際フレームワークも出され、グループ企業、サプライチェーンに対しても行動変革を促すことが経団連会員企業に求められた。企業行動憲章は、国連関係中心とする SDGs (Sustainable Development Goals 持続可能な開発目標)、世界人権宣言 (1948年)、国連ビジネスと人権に関する指導原則 (Guiding Principles on Business and Human Rights)、国連責任投資原則 (Principles for Responsible Investment PRI)、国連グローバル・コンパクト (United Nations Global Compact UNGC 企業の行動ガイドライン)、OECD 多国籍企業行動指針 (OECD Guidelines for Multinational Enterprises)、民間基準等を参照した内容となっている。ESG 課題を広範囲に把握するものとして国連グローバル・コンパクト 10 原則があり、人権、労働、環境、腐敗防止の4カテゴリーに分類され、ESG 課題の共通テーマである。

ESG 課題、ESG 評価は指導原則など政府、消費者、従業員、地域住民、取引先、NGO など様々なステークホルダーの課題や意識を取り入れている。ESG 投資から ESG 金融、サステナブルなファイナンスへと向かうことが予想され、その取組みが政策課題のみならず、域内の資本市場の活性化としても重要な施策となる。

## 二. 我が国の ESG 投資とダブルコードの対応

### 1. ESG 投資とダブルコード

我が国では2015年9月 GRIF が PRI に署名し、パッシブ運用として2017年6月議決権行使基準を策定し、ESG 投資を本格化させた。投資家が ESG 情報に関する評価やエンゲージメントを容易にすることが主旨となる。米国では年金基金の投資の関係で対応が遅れているとされる。

我が国のスチュワードシップ・コード (SSC) 改定においては ESG への明示的な言及がされ (指針 3-3)、機関投資家が把握する内容としては投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会 (社会・環境問題に関連するもの

を含む)および対応など非財務面の事項を含むことが示された。コーポレートガバナンス・コード(CGC)でも2018年6月改訂以前から非財務情報の開示充実が規定されている(基本原則3)。経済産業省は企業と投資家を繋ぐ共通言語として「価値協創ガイダンス」を策定し、企業経営者にとって投資家に伝えるべき情報(経営理念やビジネスモデル、戦略、ガバナンス等の非財務情報)を体系的・統合的に整理している。環境省「ESG金融懇談会」(2017年12月)、同「ESG金融懇談会提言～ESG金融大国を目指して～」(2018年7月27日)、経済産業省「SDGs経営/ESG投資研究会」の立ち上げ(2018年11月)など関係省庁挙げて取組む姿勢を見せ、ガバナンス同様に縦割り官庁による次の政策ターゲットとしての色彩も強めている。

## 2. CSRやSDGsと開示の充実の関係、投資・調達期間のマッチング

長期投資家は企業の持続的成長を評価対象として分析し、投資することは当然であるが、財務情報のみでは不足し、ESG情報が重要な意味を有する。特に環境(E)、社会(S)については事業のリスク要因であると共に収益機会として積極的・能動的に取り組むべき課題でもある。CGCでも重要なリスク管理の一部として位置付けられ(CGC補充原則2-3①)、価値共創ガイダンスも事業機会となるESG課題の特定とビジネスモデル、戦略への落とし込みを求めている(価値共創ガイダンス1.2-08)。上場企業としては長期投資家を長期安定株主として取り込むべく、長期投資家からの投資適格性を獲得することが求められる。この点で長期資金供給を行う銀行などステークホルダー・債権者としての金融機関の役割と合わせて中長期的企業価値増加の大きな鍵となろう。

企業の社会的責任(CSR)とESG投資の関係を見ると、CSRの取組みを社会貢献活動のみならず、リスク管理や収益機会・持続的企業価値向上の取組みとして投資家に理解させることがESG投資に繋がり、投資家からは開示が求められる。ESG課題の対応が如何に企業の持続的向上に結び付いているか、持続的価値創造プロセスの説明が要求される。国連SDGsもかかる文脈の下で把握することになり、SDGsの取組みにより企業価値の持続的向上が図られればESG投資を行う投資家において長期的リターン拡大に繋がる。投資先企業も自社活動とSDGs目標を結合して開示する事例が増加し、経済産業省「SDGs経営/ESG投資研究会」でもCSRを超えて事業として成長するSDGsを考察することがテーマとなっている。

投資家に対して企業側がESG、SDGsについて開示し理解を得るため、統合報告書/サステナビリティ報告書作成が重要になる(2018年10月時点410社が発行)。多くの企業はIIRCの国際統合フレームワーク、サステナビリティレポートのガイドライン最大手のGRI(Global Reporting Initiative)スタンダードなどに依拠して作成している。改訂CGCにより上場企業は金融機関を筆頭に政策投資株式削減を求められ、安定株主が減少する中で中長期的価値創造に向けどの投資家と対話し、設備投資など長期的投資を企業側が行う上で投資・調達期間がマッチングしたパートナーを獲得するかが問われ、リスク管理や価値創造の取組みを示し開示を行うことが重要になる。政策投資株式減少の下、海外機関投資家等の比重が一層強まり、経営陣との対話のために開示の充実が求められる。

### 三. 米国の ESG インテグレーションとシェアホルダー・エンゲージメント

#### 1. ESG インテグレーション—ジャッジメンタル運用とクオンツ運用—

米国の機関投資家である運用機関、アセットオーナーにおける ESG インテグレーションとシェアホルダー・エンゲージメントに関する動向を見ていきたい<sup>(1)</sup>。

ESG の要素を運用プロセスに組み込む ESG インテグレーションにおいて、運用機関においては長期的パフォーマンス向上のため、伝統的運用手法で用いられる投資ファクターと同様に ESG を組み入れている。アクティブ運用の 2 つのアプローチとして、ジャッジメンタル (Discretionary) とクオンツ (Systematic) を取り上げる。

メインストリーム運用、ESG 特化型運用は運用担当者 (ファンドマネージャー) によって投資判断が行われるジャッジメンタル運用と称され<sup>(2)</sup>、定性的投資判断に従い銘柄選択を行う。メインストリーム (アクティブ) 運用機関は伝統的投資手法の枠組みで ESG を組み入れるが、ESG 特化型運用機関は投資の信念 (investment belief) として ESG を組み入れる。メインストリーム運用機関では主に銘柄選択プロセスにおいて ESG が組み入れられ、ESG 特化型運用機関では銘柄選定プロセスのみならず、投資ユニバース、運用ルールに ESG が反映される傾向がある (サステナビリティ株式戦略)。

他方でコンピュータによる投資判断に基づくクオンツ運用は、定量的データを用いた株式モデルに従い銘柄選択を行うアプローチでジャッジメンタルな要素を含まず、株式モデルを構成する定量データとして ESG が組み入れられる。クオンツ運用機関の ESG インテグレーションは株式パフォーマンスを説明するファクターの 1 つであり、いかなる ESG 要素が考慮されるかは運用モデルにより相違する。

#### 2. シェアホルダー・エンゲージメント—プロキシ・アクセス、プロキシ・コンテスト—

シェアホルダー・エンゲージメントについては、金融危機後のドッド・フランク金融改革法によるガバナンス改革が機関投資家のエンゲージメントを積極化させ、投資プロセスの一部として議決権行使やエンゲージメントを行うに至っている。まず役員報酬に関する

- 
- (1) 日興リサーチセンター寺山恵・中嶋幹「米国の ESG インテグレーションとシェアホルダー・エンゲージメント」(2016 年 8 月) 1-24 頁参照。寺山恵「米国のシェアホルダー・エンゲージメント」月刊資本市場 No. 379 (2017 年 3 月) 18-26 頁。鹿子木亨紀「クオンツ運用とジャッジメンタル運用」(2018 年 11 月 14 日) 1-26 頁。https://site2.convention.co.jp/gps2018/program/pdf/S07\_Kanokogi\_JP.pdf. PRI 原則と ESG 投資に関して、投資先企業は SDGs に賛同して 17 項目のうち自社にふさわしいものを事業活動として取り込むことで事業機会増加に繋がり、企業と社会の共通価値創造 (Greating Shared Value CSV) が生まれる。この取組みによって企業価値が持続的に向上すれば、機関投資家としても長期的な投資リターン拡大につながる。GPIF ホームページ「ESG 投資と SDGs のつながり」。https://www.gpif.go.jp/about/. 経済産業省関東経済産業局総務企画部長・佐竹佳典「SDGs 達成を通じた企業価値向上・競争力強化に向けて」(1-19 頁)、笹谷秀光「SDGs アップデート—ESG 時代の SDGs 経営へ—」(1-23 頁) 千葉商科大学・日刊工業新聞社共催『第 2 回わが社の SDGs 勉強会』(2019 年 2 月 28 日) 講演資料・議論を参照。
- (2) 2 つの手法を対照することは可能ではあるが、共にファンダメンタルを意識したプロセスで、似通ったインプットを用いつつ異なる手法をもって、パフォーマンスを向上する共通目的を実現するものである。AQR Capital Management, LLC, PSG「Alternative Thinking」2017 年第 3 四半期「クオンツ運用とジャッジメンタル運用 (Systematic vs. Discretionary)」1-17 頁。

議案について株主が拘束力のない意見表明をする Say on Pay は、経営陣の信任投票としての機能を果たしている。また ESG にかかる株主提案では環境、政治活動、人権や労働問題、サステナビリティ、ダイバーシティ、自然保護、動物愛護他となっている。

株主が会社による委任状勧誘を取締役候補者指名の株主提案に利用できるプロキシ・アクセス (proxy access) では、投資家は株主による取締役候補指名としてのプロキシ・アクセスを求めて株主提案を行い、公的年金基金提案により総会決議で過半数を獲得するケースが増えている。アクティビストによるプロキシ・コンテストでもアクティビスト、会社側の双方ともエンゲージメントを図り機関投資家に説得を試みる傾向が強まる結果、米国では Say on Pay やプロキシ・アクセスを中心にシェアホルダー・エンゲージメントが盛んになっている。プロキシ・アクセス導入が株主提案やエンゲージメントを通じて要請され、プロキシ・アクセスを利用して長期的投資家が取締役会の変革を要請する局面が予想される。

プロキシ・コンテスト (proxy contest 委任状争奪戦) では、アクティビストは少数株主である機関投資家の支持を集めることが重要になり、ヘッジファンド・アクティビストは少数株主代表として取締役候補を送り込み、長期的企業価値向上の方向で機関投資家と利害が一致する。機関投資家とアクティビストが協働し、機関投資家はヘッジファンド・アクティビストからエンゲージメントを受けつつ、株主として影響力を行使する機会を得ることになる。

我が国への示唆として、機関投資家や企業をエンゲージメントに駆り立てる米国 Say on Pay、プロキシ・アクセスを持たない我が国としては、米国公務員年金基金がプロキシ・アクセスを投資先企業に求めるように機関投資家がモチベーションを持つことでエンゲージメント活動が活発化することが指摘される。

- ① ESG 特化型運用機関をみると、投資先企業に対し活発なエンゲージメントを行い、議決権行使は投資先企業に対する意思表示の機会として把握し、経営陣の承認以上に積極的な意思表示の手段となっている。
- ② メインストリーム運用機関では、ファンダメンタル分析による銘柄選択を行うアクティブ運用において ESG の観点を組み入れている。運用機関は各全社的な議決権行使ガイドラインを定め、最大手の議決権行使助言会社 ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) やグラスルイス (Glass, Lewis & Co., LLC) などのプロキシ・アドバイザー (Proxy Advisor) がガイドラインに沿った推奨を助言する。株主提案やヘッジファンド・アクティビストによるプロキシ・コンテストでは、提案者やアクティビスト、会社側の双方からエンゲージメントを受ける立場になる。

#### 四. ESG インテグレーションにかかる受託者責任と善管注意義務・忠実義務

##### 1. ESG 投資の分類、投資目的

持続可能な投資を普及するための国際組織である GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) の定義では、ESG 投資は以下の7つの手法に分類される<sup>(3)</sup>。ネガティブ・スクリーニング (Negative/Exclusionary screening)、ポジティブ・スクリーニング (Positive/Best-in-class screening)、規範に基づくスクリーニング (Norms-based screening)、ESG

インテグレーション (ESG integration), サステナビリティ・テーマ投資 (Sustainability themed investing), インパクト投資 (Impact/Community investing), 議決権・エンゲージメント (Corporate engagement and Shareholder action) の7つである。ファンド運営においては複数の ESG 投資手法を組み合わせることも多い。

ESG 投資の手法別残高をみると、欧州では SRI (Socially Responsible Investment 社会的責任投資) が多かった背景もありネガティブ・スクリーニングが使われるが、米国ではビジネスモデルや財務諸表の分析のみならず ESG 分析も投資意思決定プロセスに組み込む ESG インテグレーションが主流で、我が国は議決権・エンゲージメントと ESG インテグレーションが略同じ割合が多い。巨大アセットオーナーである GPIF の ESG 投資推進も、内外株式パッシブ運用における 5 つの ESG インデックスを採用している。

## 2. ESG 投資と受託者責任、資産運用業者の善管注意義務、忠実義務の抵触

ESG 投資と受託者責任について、受託者責任を主として構成する忠実義務と善管注意義務のうち、忠実義務に関して ESG 投資が投資リターン以外の社会便益を目的とすることが加入者等の利益を追求すべき忠実義務に違反していないか、議論になる。

- ①米国では、受託者責任を規定する ERISA 法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974 従業員退職所得保障法) に関して、所管の労働省が解釈通知により ESG 投資を選択してもリスクを有する他の投資手法と同様のリターンを持つのであれば ESG 投資を選択しても受託者責任に反しないとされている。
- ②英国政府は 2019 年 1 月職域年金基金に対して実務方針 (Code of Practice) において、ESG、気候変動を含む財務的に重要性のある要因をいかに考慮するか、非財務要因について考慮する場合の程度などについて記載を 2019 年 10 月から義務化するなど ESG 投資拡大に向け改正を図っている。
- ③我が国スチュワードシップ・コード指針 3-3 においても、スチュワードシップ責任を適切に果たすために当該企業の状況を把握すべき項目として、ガバナンスや企業戦略、業績、資本構造の他、事業におけるリスク・収益機会 (社会・環境問題に関連するものを含む) が掲げられている。厚生労働省が確定給付企業年金の資産運用関係者に求める行動指針「確定給付企業年金にかかる資産運用関係者の役割および責任に関するガイドライン」においても、運用受託機関の選任・評価の基準として日本版スチュワードシップ・コードの受け入れや取組み状況、ESG に対する考え方を定性評価項目として検討することが望ましいとし、受託者責任の視点から ESG 要因の考慮が推奨されている。

受益者のために投資運用を行う機関投資家、投資運用権限を持つ者は専門家としての知識や経験を活かして受益者資産を運用することが期待され、投資判断に明らかに合理性を欠く場合、裁量権逸脱として善管注意義務違反を認める下級審判断も存在する。機関投資家が投資活動に ESG の視点を取り入れるかの判断において、全く取り入れないとの選択肢もとりに難いが、ESG 投資を決定した場合に全投資活動が正当化されるわけでもなく、善管注意義務の観点から改めて投資対象のリスク・リターン、費用対効果について情報収

---

(3) “Global Sustainable Investment Review 2018” GSIA. 岡本卓万・渡邊清香「ESG インテグレーションの現在」三菱 UFJ 信託資産運用情報 2019 年 8 月号 1-22 頁参照。

集、銘柄選定、モニタリング、更にはエンゲージメント等を行うことになる。ESG投資リターン計測も肯定・否定、中立的に分かれ、ESG投資は高い投資リターンが得られると評価してよいかは検討の必要があると指摘されている<sup>(4)</sup>。ESG投資関連の利益相反が発生する場合、善管注意義務とは別に忠実義務の関係も論点となる。

## 五. 企業・投資家による ESG リスク評価・管理ならびにコミュニケーション

### 1. ESG のリスク評価とガバナンス体制整備

ESGに関連する規制の変容の中で企業や投資家がいかにESGリスクに対応していくかが問われている<sup>(5)</sup>。ESGリスク評価の4つの観点として、①インパクトアセスメントがあり、単に重大な法令違反が発生したかではなく、企業活動が消費者や従業員、地域社会等のステークホルダーにいかなる影響を与えたかが問題となる。サプライチェーン規制やCSR調達が普及し、ESGリスクが顕在化すると、取引先、金融機関から取引を停止される等不利益を被るリスクが大きい。投資家からの議決権行使、株式売却、投資銘柄からの排除等が予想され、企業活動が直接的、間接的に他のステークホルダーに対してマイナスの影響を与えていないか、インパクトアセスメントを行うことが重要である。国連ビジネスと人権に関する指導原則が要求する人権DD(Due Diligence 詳細調査)の手法が企業価値向上に有益で、人権や環境・社会に対するインパクトをチェックし、高リスク分野に対応する必要がある。外部専門家やステークホルダーと対話しリスクを評価することが重要になろう。②リスクベースアプローチがあり、リスクの大きさに応じた対応の実施が求められる。③シナリオ分析があり、規制や市場環境の環境変化に対処してシミュレーションを行う必要がある。ガバナンス体制確立、経営戦略策定によってリスクの大きさに応じた権限・リソース配分が求められる。④ESGリスク管理のための内部統制システム整備が重要であり、近年の企業不祥事はESGリスクの顕在化が原因となる場合も多い(日本取引所自主規制法人の2018年3月30日「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」)。

ESGリスクの評価については、企業固有のESGリスクの評価と共に、ESGリスクを企業内でコントロールできているか、即ちESGリスクを適切に評価・管理するためガバナンス体制を整備し具体的な取組みを実施しているかを評価することが重要になる。

### 2. ESG リスクの情報開示とコミュニケーション

ESGリスクの情報開示についてはDD、内部統制のプロセスの開示が求められる。重要業績評価指標(KPI)の設定・開示がDDや内部統制のプロセスの進捗状況を効果的に説明するために重要になり、2017年6月欧州委員会はEU非財務情報開示指令に関するガ

(4) ESG投資関連の利益相反が発生する場合、善管注意義務とは別に忠実義務の関係が論点となる。有吉尚哉・三本俊介「ESG投資と受託者責任」西村あさひ法律事務所金融ニューズレター(2019年9月30日)1-3頁参照。ESG投資の投資リターン計測につき、湯山智教「ESG投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」みずほ証券・日本投資環境研究所資本市場リサーチ2019年冬号85頁以下。

(5) 高橋大祐「レギュレーションから見たESGリスクの評価・管理・開示—贈賄・人権・サイバーセキュリティ・気候変動をめぐる規制動向の概要と対応を中心に」日本証券アナリスト協会講演(2018年5月22日)1-50頁参照。

イドラインを公表し、環境、労働、人権、贈賄防止、サプライチェーン、紛争鉱物の ESG 分野に関して開示すべき項目、KPI を列挙している。

EU の非財務情報開示指令は、広範な ESG 分野に関して情報開示を要求している。環境・社会、従業員に関する事項に加えて人権に対する尊重、腐敗・贈賄防止に関する事項についても開示分野を拡大し、開示事項も開示分野に関する会社の方針、方針の結果、開示分野に関連するリスク、会社によるリスクの対処方法、サプライチェーンを含む重要業績評価指標（KPI）等であり、ガバナンス・コードに比較しても範囲が広い。

またビジネスと人権に関する規制として、2015年3月英国現代奴隷法（Modern Slavery Act）では、業種を問わず一定規模の売上高規模の企業に対して強制労働・人身取引に関する開示を義務付け、自社のサプライチェーンにおいて現代奴隷が存在しないことを確実にするための手続に関する声明を毎年度行うことを要求する。域外適用の範囲が広く、本邦企業も英国で事業の一部を行っている場合、現代奴隷法が適用される。現代奴隷に関する開示事項として6つの要素が期待され、①企業の組織、事業およびサプライチェーン、②現代奴隷に関する方針、③自社の事業およびサプライチェーンにおける現代奴隷に関する DD プロセス、④現代奴隷が発生しているリスクのある自社事業およびサプライチェーンの部分ならび企業がリスクを評価・対処するために実施した手続、⑤適切と考えるパフォーマンス指標で測定した自社の事業またはサプライチェーンで現代奴隷が発生していないことを確実にする手続の実効性、⑥従業員に対する現代奴隷に関する研修である。③は国連指導原則で要求される人権 DD を踏まえたものとなっている。

こうした規制動向を踏まえ、ESG リスクが企業価値に与える影響を分析し、情報を企業・投資家に提供することで企業と投資家のコミュニケーションに繋がる。企業による ESG リスクの開示ならびに投資家の ESG リスクの評価、リスク分析を進展させるべく、政府において実務に整合した非財務情報開示ルール、枠組み形成が望まれる。

## 六. 気候変動の情報開示と ESG 投資ならびに対話・エンゲージメント

### 1. ESG 投資拡大と気候変動情報の開示—金融安定理事会（FSB）報告書—

ESG 投資の中で特に気候変動に関する情報開示について近時の規制動向を見ていきたい。欧米機関投資家の多くは気候変動をポートフォリオの重要なリスク要因に位置づけ、優先すべき事項に掲げている。気候関連の情報開示が不十分な企業に対して議決権を行使して改善を求める集団的エンゲージメント、気候変動に対する取り組みが不十分な企業に対しては投資を引き上げるダイベストメントを行使しつつある<sup>(6)</sup>。

金融安定理事会（FSB）が設置している気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）は2017年6月最終報告書の中で、投資家やステークホルダーが重要な気候関連のリスクと機会が企業にもたらす財務インパクトを理解するための有用な情報開示の枠組みを提言している。開示の枠組みが提示され、欧米機関投資家は具体的に気候関連の情報開示を求めることになる。財務報告一元化に向けて、本邦企業は財務報告と気候関連財務情報との

(6) 板津直孝「機関投資家が注目し始めた気候関連財務情報—ESG 投資拡大に伴い重要性が高まる積極開示—」野村資本市場クォーターリー2018年夏号 22-35 頁参照。

一体性を高めることが必要である。企業と欧米投資家との対話においても、投資家サイドではTCFD提言に則した気候関連財務情報開示が期待されている。

## 2. 気候変動リスクとアセットマネージャー

米国の運用会社や投資銀行などはESG投資の中でも気候変動をポートフォリオの重要なリスク要因に位置づけ、アセットマネージャーは気候変動をポートフォリオのリスク要因と把握し、気候関連の情報開示を投資先企業に対して求め持続可能なポートフォリオを構築できる。気候関連財務情報開示に関するタスクフォース(TCFD)はアセットマネージャー向けに補助ガイダンスや情報開示の現状における課題を示し、アセットマネージャーの気候関連情報開示はアセットオーナーにとり重要となる。情報開示の強化によって、ミクロプルーデンスならびにマクロプルーデンス分野における金融監督の対応にも資すると考えられる<sup>(7)</sup>。

## 七. ガバナンス改革の深化, 株主総会プラクティスと説明責任, 対話の一層の促進

### 1. ガバナンス改革とESG投資動向および対話と情報開示

ダブルコード改定などガバナンス改革が進められ、ESG投資動向にも焦点が移行する中で対話とそのための情報開示の重要性が浮き彫りになってきた。株主総会のプラクティスと説明責任などについて検討を深めたい<sup>(8)</sup>。

#### (1) ガバナンス改革の一層の深化

ガバナンス改革の一層の深化のために、(i)優秀な経営陣の選任(CGC補充原則4-1③, 4-3①)、適切なリスクテイクを促すインセンティブ付与(CGC原則4-2)、成果のチェック(CGC原則4-2)が重要になり、その役割を担うべき取締役会の機能の強化を図る。手法として、(a)資質を備えた社長・CEO後継者の確保、適切なタイミングの交替について、客観性・適時性・透明性のある手続により計画的・戦略的になされる仕組み作りが求められる(CGC補充原則4-1③, 4-3②, 4-3③)。(b)任意の諮問委員会活用により取締役会の機能の独立性・客観性ならびに説明責任を強化する(CGC補充原則4-10①)。

(ii)取締役会の機能を発揮させるためダイバーシティ経営が重要になり、適切な知識・経験・能力を取締役会全体として備え、ジェンダーや国際性を含む多様性が十分に確保された取締役会の構成が求められる。

#### (2) 企業と機関投資家の対話の一層の促進

SSC改定によるステュワード活動の実効性強化(議決権行使方針と結果公表の充実、パッシブ運用における積極的なステュワード活動の推奨、集团的エンゲージメント活用他)、政策保有株式の一層の縮減(CGC原則1-4)から機関投資家の影響力が強くなり、経営陣との対話が重要になる。(ii)機関投資家との対話に資するような情報開示の充実

(7) 板津直孝「気候変動リスクを巡るアセットマネージャーの動向」野村資本市場クォーターリー2019年春号(要約)。

(8) 佐藤丈文「2019年定時株主総会に向けて—CGC改訂、ESG投資の動向を踏まえて」(1-104頁)西村あさひ法律事務所リーガルフォーラム(2019年2月22日)、松原大祐「2019年定時株主総会に向けた検討課題」(1-67頁)同参照。



が求められる。対話の実際においては、ESG 情報など非財務情報の充実が重視され（CGC 基本原則 3, SSC 指針 3-3）、有価証券報告書、事業報告書による情報開示の充実に向けた法改正等が進められた。

### （3）企業の対話への積極的な取組み

企業としては対話に積極的に取り組むことが従来にも増して求められ、(a) 長期的な企業価値向上を共有できる長期投資家を企業側が逆選別する方向に進み、短視眼的になりがちな個人株主への配慮も必要となる。(b) ガバナンスを含む ESG 課題への適切な取組みと ESG 情報の積極的な開示が重要になる。

## 2. 株主総会のプラクティス対応—対話の場としての株主総会の充実—

ガバナンス改革、ESG 投資動向を踏まえ、今後は株主総会が対話の場として位置付けられる。まずは対話を踏まえた議決権行使を促し、会社提案への賛同を得ることになるが、対話は総会限りでなく、事前ならびに事後の対話（相当数の反対があった場合の原因分析と対話等の要否の検討（CGC 補充原則 1-1 ①）を繋いだ継続性のある対話）が望まれる。

議決権行使にかかる事前の対話の取組には、招集通知を含めて総会前に行うものとして機関投資家に対する議案の事前説明がある。議決権行使の個別開示により同種の以前の議案に対して反対票を投じた機関投資家の特定が可能となる。また機関投資家は全保有株式について議決権を行使するよう努めるべき、議決権の行使に当たっては投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で賛否を判断すべきである（SSC 指針 5-3）。

また事後の対話に関しては、相当数の反対という場合の基準についてコードに記載がないが、2018 年 7 月改定の英国ガバナンス・コードでは 20% 以上の反対票と明記され（各則 5）、その原因について理解するべく株主の意見を聴くために執るべき行動について説明責任を負うことが規定される。

## 3. 対話促進のための事業報告による開示—ESG 関連情報の充実—

ESG 関連情報については、事業報告（事業の経過・成果、対処すべき課題）、あるいは招集通知の末尾（株主通信）等において情報開示を図る企業が顕れている。SSC の影響や個人株主の関心の増加を踏まえ、事業報告における開示が今後増加する可能性があるが、招集通知における開示はまだ少数に留まる。

## 4. 株主総会会場における質疑応答の対応—社外役員への質問など—

質問があった会社数は増加し（78.3%）、株主、質問件数とも増えている。経営政策、営業政策（60.9%）、配当政策（29.19%）などが多く、コーポレート・ガバナンスに関しては役員氏名、役員報酬、社外役員・独立役員、役員構成などがテーマとなっている。具体的には独立社外取締役の人数・割合、取締役会のダイバーシティ（女性登用ほか）、取締役の指名・報酬の方針・手続き（任意委員会）、取締役会の実効性評価、相談役・顧問制度、政策保有株式などである。環境問題・社会貢献、ESG・SDGs 関係の取組み・課題や人材活用、更に不祥事などについて質問が増えている。

社外役員への質問も 2018 年度は増加し、社外取締役（100 社）、社外監査役（27 社）となっている。社外役員自身の考え方が質問される場合は、当日会場における対話として社

外役員自身の回答が望まれる。

## 八. ESG インテグレーションとエンゲージメントのプラクティス —法的検討, 制度設計の交錯—

### 1. ESG インテグレーションとエンゲージメントにかかる基準・ガイドライン策定

#### —まとめを兼ねて—

ESG インテグレーションとエンゲージメントについて最新のプラクティスを示し、合わせて法的検討、制度設計の関連について検討しておきたい（以下は、私見である）。

結論を先取りすれば、ESG 投資に関して投資家、投資先企業さらに ESG レーティング機関等にも亘って予測可能性と客観的検証可能性を有する一定の基準・ガイドライン（政府、自主団体によるソフトロー）を策定することで適正なプラクティスを醸成し、将来的には判例法理（ケースロー）も含めて PDCA を通じた SDGs 浸透と ESG 投資の一層の促進を図り、アベノミクスの攻めのガバナンスに関するダブルコードとも平仄の取れる我が国経済の成長に繋がることが期待される。

今後は ESG 投資の中で ESG インテグレーションが大きな地位を占めるようになり、その場合は投資家と対象企業の経営陣との対話・エンゲージメントにおいてストロング型、あるいはセミストロング型が選好され、関与度合いが深まることになろう。また ESG インテグレーションの中でも、クオンツ運用の場合は特にその傾向が強くなる。ESG インテグレーションと緊密なエンゲージメントの両輪により、今後の ESG 投資は一層の発展を見せることが予想される。

またボトムアップ型よりも、トップダウン型の運用の場合に機関投資家・ファンド側の運用方針が一層問われることになるが、個々のファンドの運用方針も一部資金はアクティブに、かつ ESG の中でも E（環境）、S（社会）に絞って運用するが、他の資金部分はシステムティック運用とすることもあろう。仮に運用原資毎に資金源のみならず人的、あるいは情報疎通のファイヤーフォールを設け、利益相反処理にも配慮するとすれば、特に機関投資家・ファンドが発展して巨大化した場合に、運用方針の開示等に関して恣意的に流れず、根拠を示すことを議決権行使助言会社が EU 議決権指令などで要求されつつあるような開示や規制の網にかけられる必要性が出てくる局面も将来はあろうか。規制整備により、機関投資家の日本法人において真に相応の人員、時間と適切な情報入手と情報量をかけて分析した結果なのか、開示を求められることも想定される。

エンゲージメントにおける関与度合いが強まれば、議決権行使助言会社同様に投資先企業の株主総会の決議結果を左右しかねず、また集团的エンゲージメントにより他の株主行動、ひいてはステークホルダーの関係者に大きな影響を及ぼすことになる。現状では、ESG 投資礼賛の下、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードにおいて ESG 投資の呼び込みと SDGs 経営に向けた取り組みを奨励する方向性のみがうかがえるが、いずれはこうした適正な秩序に向けた規制環境整備が進む可能性もあると思料する。

ESG の各要素・領域に関しても、我が国の場合には欧米に比して G（ガバナンス）に関しては精緻で有用な方向性が示されるが、E（環境）、S（社会）面では意識面を含めて投資業務における取り込みなど改革が遅れていると指摘がされる。リスクマネジメント領

域についても、投資家側か、投資先企業か、あるいは投資家側の中でも個別投資か、トータル・ポートフォリオか、視点によって種々であろうが、海外投資先の国情などポリティカルなカントリーリスクの把握などを投資の場合のリスクマネジメントとしていかに織り込むか、をリスクマネジメントとして考えるのであればかかる議論は金融機関におけるALMの問題とも近似してこようか。結局は、銀行、あるいは機関投資家におけるトータルの与信・投資管理の問題にまで行きつくことになる。投資先企業におけるERMも絡んでくることで、我が国経済全体の成長戦略に結び付く。投資先企業側も、経営理念のみならず、経営戦略や中期経営計画などと関連させて、ESG・SDGsの問題を考えることになり、経済産業省の価値共創ガイダンス<sup>(9)</sup>で指向される長期的な企業成長に繋がることになる。リスクマネジメントに関しては、本稿で検討した領域に限らず、対象範囲ならびに奥行きともに広大なエリアであり、全体像を現時点で明確に示すことができなかつた点は、今後の更なる研究課題としたい。

法的側面でも、ESG投資が高じてストロング型を超えて支配株主的な地位にまで進むとすれば、支配株主における少数株主やステークホルダーに対する信任義務違反の問題に派生しかねない。機関投資家の在り方が高じて支配株主としてのプレゼンスにまで進めば、ESG投資等とは別物であることになろうが、実際にはこの線引きは不透明で、将来の機関投資家の行動も基本は利益稼得に主があるため、微妙な問題となる。支配株主の定義についても親会社との定義上の相違をどうするかなど、経済産業省のガイドラインはあっても法的には定まっていない。ガイドライン自体、将来の判例形成（ケースロー）を意識したプラクティス誘導を趣旨とし、法的規範の形成を時間をかけて意図し、レックスホールディング事件高裁決定などにみる株主総会偏重の傾向の是正を図ることを目論んでいるとも思われる。そのために、M&Aの公正価値担保措置として積極的なマーケット・チェックの実施<sup>(10)</sup>、マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority-of-the-Minority Voting MM）条件の設定、特別委員会設置などがプラクティスとして提示され、取締役会の役割重視が示されるところである。

即ち、経済産業省産業組織課は会社法上の最大の懸案となっている親子会社法制の整備を念頭にグループガバナンス・ガイドライン<sup>(11)</sup>を発出したことに加えて、「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（2019年6月28日）によるガイドラインを発し、MBO（マネジメント・バイアウト）や支配株主による上場子会社の買収を念頭に、利益相反防止措置としてMM条件、特別委員会の具備等を掲げている。米国におけるユノカル基準・義務<sup>(12)</sup>、支配株主とレブロン基準・義務<sup>(13)</sup>など

(9) 経済産業省「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス—ESG・非財務情報と無形資産投資—（価値協創ガイダンス）」（2017年5月29日）1-27頁。

(10) 柳明昌「「公正な価格」の判断枠組みとマーケット・チェックの意義—射程—オークション理論を手掛かりとして」『株式制度の再検討—会社法における基礎的な理論の観点から—』商事法務2207号（2019年8月）32-44頁参照（日本私法学会全国大会（立教大学2019年10月5日）シンポジウム発表）。

(11) 坂本里和経済産業省産業組織課長「『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針』（グループ・ガイドライン）～グローバル企業の企業価値向上に向けたグループガバナンスの在り方について～」日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク講演（2019年7月26日）。

(12) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

の敵対的買収防衛策にかかる判例法理の展開を念頭に置いたものと見られるが、一方で従来の我が国の司法判断ではレックスホールディング事件高裁判決<sup>(14)</sup>に見る通り、総会の判断を重視する傾向にある。米国判例理論をそのまま移植することについては、法制度全体の相違を勘案することの必要性が指摘もされているところである<sup>(15)</sup>。

ESGにかかる機関投資家においてこのような支配株主が抱える問題点の発現まで一気に進むことは現時点では想定しにくい、アクティビストがパッシブ運用でなくアクティブ運用としてESGインテグレーションを選択し、エンゲージメント活動を相当レベルに強めるような局面にまで至ればかかる懸念もなしとしない。議決権行使助言会社規制を創設する動きの高まりのように、議決権行使助言会社やアドバイザーも含めて一定の規制の網を被せるのか、その場合ハードローとしての会社法か、ソフトローとしてスチュワードシップ・コードか、開示規制とするか、その場合に事後的な開示報告書あるいはガバナンス報告書とするか。エンフォースメントにしても、英国の2006年会社法172条の取締役にかかる成功促進あるいは企業価値向上義務については実際のエンフォースメント発動例がないとされるように、ESG促進の視点からブレーキ装置を設置することは困難さも伴う。法律要件の規定もさることながら、コードに内容を規定するとしても民事、刑事罰について会社法あるいはコードにいかにかき入れ、かつ連動させるか。刑事罰をコードあるいは上場規則に盛り込む場合の問題点、更に我が国ではグループガバナンスなど親子会社法制的プラクティスに関するガイダンス策定を進めているが、コードと一体的な運用を進める場合のエンフォースメントについて煮詰める必要が出てくる。

任務懈怠責任・善管注意義務違反にしても、親子会社関係では子会社に損失が生じた場合の子会社取締役の子会社に対する責任追及は、子会社役員は親会社から派遣されその命令に事実上服し、半面ではグループ全体でみれば実際には利益が増加することも少なくなく、注意義務違反としての構成は容易ではない。寧ろ忠実義務違反として異質説の立場に立って、米国判例実務のように忠実義務の範囲を柔軟に構成して構成することも想定されよう。攻めのガバナンスに関し、取締役における積極的妥当性にかかるエンフォースメントの議論として重要性があると思料する。

ESGインテグレーションが高じて、ストロング型のエンゲージメントに進み、議決権行使のみならず役員を機関投資家が投資先企業に派遣するに至った場合、支配株主に該当するか否かの認定とはまた別に実質的な上下関係にある企業間で、上位企業の命令に服する下位企業の役員（代表取締役など）が下位企業の少数株主、あるいは上場しているのであれば一般株主、更に従業員や顧客などに対していかなる責任を負うのか、また責任追及者は上位企業である機関投資家の経営陣に対して責任追及ができないか。その場合、ESGという社会的な価値の存在の故に少なくとも上位企業の経営陣は免責されやすく、ESG投資を受けた結果心室が発生した下位企業の経営陣のみな損害賠償責任を一手に受けるのか、上位企業の指示を受け経営を主導した結果でも同じなのか。特に上位企業から社外取

(13) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

(14) 東京高判平成25年4月17日判時2190号96頁。

(15) 飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務—買収対価の適切性について—」財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」通巻第121号(2015年3月)135-158頁。

締役として派遣されている場合、支配株主であっても親会社か否かで非業務執行取締役（Non-Executive Director）としての社外性・独立性を失う結果となりかねず、業務執行取締役として直に責任追及を受けることも考えられる。2020年に予定される会社法改正では、社外取締役の業務執行性について特別調査委員会の委員となっても社外性を失わない規定が導入される見通しとなったが、親会社には該当しないが支配株主としてストロング型エンゲージメントを進めてきた場合に派遣された社外取締役に關しては、こうした問題点が生じうると思料する。若干の先行き懸念にかかる杞憂として指摘しておきたい。

任務懈怠責任にしても、具体的事案におけるESGインテグレーションやエンゲージメントの態様、程度等に応じて減免される可能性もある。利益相反にかかる公正性担保措置のプラクティス・ガイドラインの在り方も同様に多様性を見せて、影響を受け変容することも考えられよう。

## 2. ESG インテグレーションと競争力ある戦略

(1) ESGインテグレーションを経営戦略面から見ていきたい。「価値協創ガイダンス」では、基本的枠組みとして①価値観（企業理念やビジョン等）、②ビジネスモデル（事業を通じて顧客・社会に価値を提供し、持続的な企業価値向上に繋げる仕組み）、③持続可能性・成長性（ビジネスモデルが持続し、成長性を保つための重要事項、ESGやリスク等）、④戦略、⑤成果と重要な成果目標（財務パフォーマンスや戦略遂行のKPI等）、⑥ガバナンスを提示し、③においてESG活用をビジネスモデルおよび競争力ある戦略に組み込むことが想定されている。引いては日本経済全体の底上げも期待される。

欧州における特徴として、①ESに関する対話と改善策の提案も行い、②共同エンゲージメントも実施されていること、③機関投資家が開示するEngagement Reportが充実し、投資先企業以外の企業からもES項目における改善や重視すべき点が明確であることの3点が挙げられている。対話手法は大きくボトムアップ型とトップダウン型に区分される。ボトムアップ型では、投資先企業からスクリーニング等によりES問題が大きいと見られる企業について調査を実施して対話を行う。トップダウン型では、セクターに個別のES問題を特定化して調査後にセクターに属する企業に対して対話を行うことになる<sup>(16)</sup>。

(2) Winter, J. (2011)<sup>(17)</sup>による機関投資家のエンゲージメントレベルについて、第1段階（Compliance）では機関投資家が議決権行使ポリシーを有し、議決権行使助言会社の助言に基づき議決権行使を行うのみである。第2段階（Intervention 関与）では投資先企業に対する理解が求められ、対話により、短期・単発的行動として企業価値向上を目指す事業分割など経営戦略、ESG関連の株主提案を行う。第3段階（Stewardship）では、企業戦略、ESG問題全般に関与して長期的価値向上を目指し、継続的に関与する。より深

(16) 光定洋介「投資家から見た企業のESGの在り方－海外事例の紹介も含めて－」株式会社東レ経営研究所経営センサー（2018年5月）11-17頁参照。2011年ポーター教授・グラマー教授がCreating Shared Value（CSV）の論文を発表し、本業強化に繋がる戦略的CSRをCSVとして再提起を行っている。足達英一郎・村上芽・橋爪麻紀子『ESG読本』（日経BP社2016年）42-44頁。

(17) Winter, J. (2011). Shareholder engagement and stewardship: the realities and illusions of institutional share ownership. Amsterdam: Duisenberg School of Finance. p. 6.  
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1867564>

く企業を理解し、情報獲得と対話が必要になる。米国ヘッジファンド・アクティビズムは第2段階、欧州の年金基金などは第3段階にあり、我が国もダブルコード導入により第3段階のエンゲージメントが求められている。また「支配する株主」としてのアクティビストによる行動とスチュワードシップ・エンゲージメントとは明確に区別される<sup>(18)</sup>。

1987-1999年における5つの米国年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する株主行動（アクティビズム）の効果に関する分析では、年金基金による効果的なアクティビズムとしてモニタリング効果（買収成功確率の増加）、パッシブ戦略としては市場に影響力の高い問題に取り組むスピルオーバー効果、アクティブ戦略の場合には企業固有の問題に取り組むスペシフィック・リスクの効果、コストエフェクトに配慮した株主提案を行う効果などが挙げられている（Guercio et.al (1999)<sup>(19)</sup>。他方、米国機関投資家の年金基金などの株主アクティビズムの効果に関する実証研究では、目立った成果はないとの結論が多い（Karpoff (2001)<sup>(20)</sup>ほか）。ヘッジファンドのアクティビズムの成果は、短期的にターゲット企業の株価と正の相関を見出す研究が多い（Kahan and Rock (2007)<sup>(21)</sup>ほか）。

### 3. ESG インテグレーションと対話・エンゲージメントにおけるプラクティス

#### (1) ESG インテグレーションとクオンツ投資

ESG インテグレーションと対話・エンゲージメントにつき、両面から機関投資家における最新のプラクティスをみていきたい<sup>(22)</sup>。

Dunn, Hernandez, and Palazzolo (2019)<sup>(23)</sup>に基づく ESG 投資のフレームワークをみると、ESG に関わる投資家は問題となるような銘柄・業種を投資ユニバースから除外（静的規範としては煙草や石炭、動的に ESG, テーマ的にグリーンやインパクト）することに注力してきたが、ESG 統合も検討するようになり、リスク・リターンの見地から総合的投資評価のインプット（バリエーションとリスク）として ESG ファクターを見るに至る。次に投資後の責任あるオーナーシップも重要になり、投資家は議決権の直接行使か、議決権代理行使サービスを利用して自身の意見表明ができ取締役ポストを取得するなど積極的

(18) 三和裕美子「機関投資家のエンゲージメントとはなにか―国内外の機関投資家のヒアリング調査をもとに―」『証券経済学会年報』第50号別冊（2016年1月31日投稿）2-8-1~2-8-21頁参照。

(19) Guercio D. D and J. Hawkins (1999) "The motivation and impact of pension fund activism", *Journal of Financial Economics* (1999). pp. 293-340.

(20) Karpoff, J., 2001, *The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings*, University of Washington working paper.

(21) Kahan, Marcel & edward B. Rock (2007) "Hedge Fund in Corporate Governance and Corporate Control", 155 *U. Pa. L. Rev.* p. 102.

(22) 鹿子木亨紀（AQR インターナショナル東京支店ポートフォリオマネージャー）「ESG とクオンツ投資」、光定洋介（あすかアセットマネジメント株式会社／あすかコーポレートアドバイザー株式会社取締役・ファウンディングパートナー）「ESG エンゲージメント」、パネルディスカッション「ESG 投資における超過リターン獲得の方法論」（青木大介（マーサージャパン株式会社資産運用コンサルティング部門シニアコンサルタント）「ESG 投資について」・鹿子木亨紀・光定洋介、モデレーター加藤康之）『公開シンポジウム ESG 投資における超過リターン獲得の方法論』京都大学経済研究所ほか主催（日本橋サテライト 2020年1月10日）参照。

(23) *Clearing the Air: Responsible Investment*, May 8, 2019 - Jeff Dunn, Marisol Hernandez, Christopher Palazzolo. <https://www.aqr.com/Insights/Research/White-Papers/Clearing-the-Air-Responsible-Investment>

なエンゲージメントを追求することも可能となる。即ち議決権の直接行使（ESGを意識あるいは焦点を当てる）、エンゲージメント（開示、キャンペーン）、アクティビズム（取締役ポストや株式取得）、直接経営（プライベートエクイティ（PE）、その他の非流動資産）の各段階が考えられる<sup>(24)</sup>。

ESGが投資パフォーマンスに役立つかについて、良好なESG特性は中期に及び低い統計的リスクと相関を持つことが示されている。ESGが投資リターン目標より優先される目標としての意味を持つことについてはやや懐疑的となり、非財務的ESG目標を持たずに運用された類似ポートフォリオよりは結果が悪化すると予想されることが指摘される。

次に非財務的ESG情報を定量化できるか、については企業利益におけるアクルール（会計発生高）がある種のガバナンス情報を把握し、単に間接的にESGと相関を持っているのではなく、期待リターン改善に役立つESGシグナルになり得る。アクティブマネージャーにおいて優良なESG企業かどうか他の投資家よりも正確、かつ早く見分けることができれば投資の優位性につながる可能性がある。

投資家がポートフォリオにおいて非財務的目標に対処する方法には、スクリーニングとある要因に着目して銘柄ウェイトを傾斜させ高い収益を目指すティルティングがあるが、スクリーニングは直接的で広く使われている。代表的には悪いESG特性を持つ銘柄を除外するネガティブ・スクリーニング、高いESG特性を持つ銘柄にユニバースを特化させるポジティブ・スクリーニングのほか、間接的スクリーニングとして狭い範囲のESG指向のベンチマークを選択する方法もある。もっとも気候変動における二酸化炭素など広い範囲の制約を意識する場合、スクリーニングは実務的ソリューションではない可能性もあり、ポートフォリオレベルの制約を通じたティルティングが優位性を持つこともある。スクリーニングの従来型の制約がジレンマを引き起こす懸念もあり、投資家は企業に悪い感情を抱く一方、当該企業が変化することも望んでいる可能性がある。

ティルティングについては、ESG投資ファクターを構築し、ポートフォリオにおける銘柄のウェイトをESG特性の関数として変化させること、あるいはポートフォリオレベルでESG制約を課してポートフォリオ全体でベンチマークより高いESGスコアが出せるべくオプティマイザーにより銘柄選定とウェイト付けをすることの2つの手法がある。利点としてスクリーニングよりも効率的な実施ができ、投資の歪みを少なくしてESG目標を達成できる可能性がある。気候変動を意識したポートフォリオとして、炭素にかかる仮想期待超過リターンの事例も示されている。

ESG投資のアプローチについては次の分類もある。①インテグレーション（投資分析・判断にESG要素を取り込む）、②スチュワードシップ（受託者として権利義務を行使する）、③テーマ運用（持続可能性に寄与する領域に資金配分を行う）、④スクリーニングに分ける考え方もあり、①から③では収益性向上が目的となり、①ではリスク管理、②では資本市場の機能向上、③では社会環境改善のインパクトが加わる。④ではリスク管理と投資価値と倫理基準の調和が目的となる。

次にESGはシステムティック（クオンツ）運用の相性がよいことが述べられる。裁量

(24) 鹿子木亨紀・前掲（注22）「ESGとクオンツ投資」、AQR Capital Management, LLC, PSG資料「Alternative Thinking」2019年第4四半期 責任ある資産選択：ポートフォリオ判断におけるESG」1-20頁参照。

的運用マネジャーに比べ、クオンツ運用マネジャーは非財務的目標を戦略に組み込む上で一定の優位性がある。ESG ファクターのパフォーマンス要因を抽出でき透明性が高いこと、代替ソリューションテストや ESG 考慮による機会コストといったポートフォリオ運用の計算も容易であることが挙げられる<sup>(25)</sup>。マネジャーとしては、当該 ESG 情報がポートフォリオに取り入れられ、ポートフォリオに与える潜在的な影響について説明が必要となる。

## (2) ESG エンゲージメント

ESG 投資を巡る流れを見ると投資倫理から、国連による PRI (責任投資原則) 策定や SDGs (持続可能な開発目標) 採択など投資原則へと向かっており、当初はネガティブスクリーニングが主流で投資リターンとの関連性が希薄であったが、徐々にポジティブスクリーニングに移行し、国連の原則策定などを契機に ESG インテグレーションなど成長戦略として ESG を見ることに繋がり、投資先企業も重要な経営課題として設定することになる<sup>(26)</sup>。

CSR からサステナビリティへの流れもあり<sup>(27)</sup>、1980年代は法令遵守・リスク管理型 CSR (環境関連法令遵守, リスク管理, 社会貢献), 2000年にかけてトリプルボトムライン型 CSR (効率的操業, 説明責任, 積極的情報開示), 更に2000年代以降はコーポレートサステナビリティ (長期的思考, ステークホルダーマネジメント, 課題解決型革新) へと段階が移行している。

ESG 投資の重要性への認識とともに、ダブルコードに見るような投資家と経営陣の持続的成長、中長期的企業価値向上に向けた対話・エンゲージメント重視の動きが顕著になり、サステナビリティに向けた ESG エンゲージメントに対する認識が高まっている。

ESG 投資については別の視点から分類が試みられ、戦略分類 (3つ)、投資手法 (7つ) に分けて、① ESG 準拠として、(a) ネガティブ・スクリーニング, (b) ポジティブ・スクリーニング, (c) 国際規範スクリーニングがあり、② ESG 認識として、(d) ESG インテグレーション, (e) ESG テーマ投資, (f) インパクト投資がある。③最後に ESG 変革として、(g) ESG エンゲージメントが位置づけられる。ESG インテグレーションでは、投資プロセスに ESG 要因を組入れ投資判断を行い、企業価値への影響を考慮する。ESG テーマ投資では、ESG の特定テーマを選択しポートフォリオを構築し、成長産業としての再生可能エネルギー投資などを行う。インパクト投資では、社会問題や環境問題の解決を目的とした投資を行う。また ESG エンゲージメントでは、ESG 課題について株主として議決権行使、対話と通じて変革を促すことになる<sup>(28)</sup>。

次に ESG エンゲージメントを段階別に整理すると、①ウィーク型 (Weak), ②セミウィーク型 (Semi-Weak), ③セミストロング型 (Semi-Strong), ④ストロング型 (Strong) に分類でき、①から④に向かうにつれて投資先 1 社に対する対話コストは徐々に高まり、各企業の ESG 問題への知見が高まっていくことになる。主要な情報収集先は、①では投

(25) 鹿子木亨紀・前掲 (注 24) 16-17 頁。

(26) 光定洋介・前掲 (注 22) 「ESG エンゲージメント」1-30 頁参照。

(27) PWC's View Vol 20.

(28) あすかアセットマネジメントの整理による。



資先企業、②は同業他社、③と④では NGO やグローバル企業等、更に④においては企業の内部情報の一部にも拡大する。エンゲージメント活動の内容は、①では議決権行使、②は ESG 項目の改善要求、ESG 開示要求、③は ESG 問題の具体的改善策提案から NGO やグローバル企業等へのヒアリングなどを通じてベストプラクティスを考案、更にはベストプラクティスの提示に至る。④の段階では、企業の内部に近い形でエンゲージメントを図り、社外役員等の立場で ESG 改善提案を行う。

我が国の ESG 投資の現状を見ると（2018 年）、ネガティブ・スクリーニング（2.1 兆円）もあるが、ESG エンゲージメント（1.0 兆円）と ESG インテグレーション（1.8 兆円）が多いことが窺える。欧米では SRI 投資の傾向が強いが、エンゲージメントとインテグレーションも増加しつつある<sup>(29)</sup>。

統合報告書発行企業は増加し、ESG 関連項目について開示を行っているが（84%）、社会・環境と自社の戦略目標等に関する記載（組織のレジリエンス、ビジネスモデルの変革の必要性の認識）まで行う企業（52%）は今後増加が期待される<sup>(30)</sup>。

ESG エンゲージメントから期待できる理論的リターンとして、①将来キャッシュフローの割引率低下、②顧客への売り上げの増大、業績低下の抑制、③ ESG インデックスに入ることによって株式需給が改善すること、④経済・市場全体の底上げとダウンサイドリスク抑制が述べられるが、②では ESG を配慮しない企業からは調達制限がされ、BtoC 企業では消費者からの評判リスクが高まることになる。④は、金額の大きい年金基金を運用するユニバーサル・アセットオーナーにおいて特に重要な問題となる。

今後は、企業が社会的責任（CSR）に基づき行う活動の中で、CSV（Creating Shared Value）活動、社会貢献に結びつく仕掛けを取り入れるマーケティングなどが企業価値向上に繋がる事が指摘される。また我が国の機関投資家は欧米と比較して G（ガバナンス）に関しては遜色がないレベルにあり、エンゲージメント手法もコスト・リターンを考慮して行われている。セミストロング型（社外取締役との面談）およびストロング型（社外取締役候補の提示、社外取締役派遣）においては社外取締役を軸に関わりを強めている。反面で、環境（E）、社会（S）に関するエンゲージメントは欧米に比して遅れが見られ、トップダウン型とボトムアップ型によりエンゲージメントテーマを設定していくことになる<sup>(31)(32)</sup>。

(29) Global Sustainable Investment Review (2018)。あすかアセットマネジメントの整理による。

(30) 企業価値レポートイングラボ「国内自己表明型統合レポート発行企業リスト 2018 版」、KPMG「日本企業の統合報告書に関する調査 2018」。

(31) ガバナンス（G）エンゲージメントのテーマも持合株式の解消、低 ROE 改善・余剰現金に対する方針、取締役会構成や経営者報酬の在り方、IR（ES 情報も含む開示）の改善などに及んでいる。トップダウン型では、セクターに個別の ES 問題（紛争鉱物調達のコンプライアンスなど）を特定し、調査後にセクターの企業に対してエンゲージメントを行う。ボトムアップ型では、投資先企業のスクリーニング等により ES 問題が大きくなる企業に調査を実施してエンゲージメントを行う。光定洋介・前掲（注 22）「ESG エンゲージメント」23-24 頁。

(32) マーサー・ジャパン株式会社においては ESG レーティングを 4 段階に分け、ESG 要因やアクティブ・オーナーシップの統合を率先して行う場合を最上位に扱っている。前掲（注 22）・青木大介「ESG 投資について」1-9 頁。

## 九. コードの実質化, 資本コストとプラクティスと ESG 投資 — スチュワードシップ・コード改訂, 持続的成長と企業価値向上に向けて —

### 1. 企業の持続的成長に向けたグローバルレベルの課題

企業の持続的成長, 中長期的企業価値向上については CGC において前文, 基本原則 5, SSC でも本コードの目的において趣旨が示され, ステークホルダーとの協働や社会・環境問題への配慮については CGC 基本原則 2, SSC 原則 3, 指針 3-3 等で掲示される。

持続的成長に向けた株主・機関投資家と経営者の対話・エンゲージメント強化に向けた議論がグローバルレベルで活発化し, ①パッシブ運用主体の中で株主権行使やエンゲージメントによるコーポレート・ガバナンス向上をいかに確保・促進するか。②インベストメントチェーンの複雑化と地理的拡大の中で株主権行使を如何に図るか。③機関投資家のスチュワードシップ責任, 経営者との建設的対話促進に向けた規範のソフトロー化あるいは部分的ソフトロー化の進展も想定される。④株主以外のステークホルダーの利益, 社会・環境問題への配慮の要請が強まり, 国連責任投資原則 (PRI), 機関投資家の ESG 投資の重視, 投資先企業における SDGs に向けた経営 (2015 年国連「世界を変える: 持続的発展のための 2030 年のアジェンダ」) 等との整合性も求められる。

### 2. コードの実質化とプラクティス, 対話・エンゲージメントと ESG 投資ならびに資本コストおよび企業価値向上

スチュワードシップ活動や ESG 問題などステークホルダーとの対話が会社役員や資産運用業者の善管注意義務あるいは忠実義務と抵触する怖れはないかについては中長期的視点を導入し洗練された株主利益最大化論を採り, 株主利益との統合あるいは両立を図らんとしている英国の議論や法制度の検討がなされる。むしろ中長期的利益の増大に繋がり, 株式市場の効率性を念頭に市場全体のリターンの上昇に資するという考え方もある。ステークホルダーへの配慮が取締役等の視点からも検討され, 株主, 投資家, 金融資本市場を総合的に考慮した施策が必要になる<sup>(33)</sup>。

機関投資家側の国連 PRI 原則に依拠した ESG 投資, 投資先企業における SDGs の 17 項目の自社の事業活動への取込みなど, 幅広いステークホルダーに対する配慮が企業と社会の共通価値創造 (CSV) を通じ, 企業価値の持続的向上, 機関投資家の長期的リターン拡大に繋がる新しいコーポレート・ガバナンス発現の局面に向かいつつある。攻めのガバナンスに向けて不祥事防止に留まらず, 中長期的に企業価値向上ひいては経済再活性化を図るべく, ガバナンス改革を成長戦略の骨子に据えた制度設計が継続的に政府主導ともいえる形で推進されている。コードの実質化ならびにプラクティス, 株主・機関投資家と経営陣の対話・エンゲージメントを進め, 中長期的企業価値向上と持続的成長を図らんとする政府・金融庁, 経済産業省あるいは証券取引所の方向性は基本的に是とされよう。

独立社外取締役導入は上場企業においても急速に進み, 取締役会の過半数を目途とし,

---

(33) 神作裕之「企業の持続的成長と会社法・金商法上のいくつかの論点」東京大学比較法政シンポジウム『グローバル・ガバナンスの実務と最新諸論点—日本企業の国際競争力強化に向けて—』講演 (2019年2月27日) 1-50頁。

ダイバーシティあるいは資本コストに基づく資本政策改善など形式的対応から実質化に向けた段階に移行しつつある。株主との対話、エンゲージメントあるいはステークホルダーや ESG など非財務情報、国連の提唱する SDGs への配慮も強く求められ、ESG リスク・対話と資本コストへの反映など実質化が進み、経営陣としても対応が焦眉の急となる。

投資判断と ESG ファクターのインテグレーション手法は機関投資家によって異なるが、ESG ファクターはフリーキャッシュフローモデルの調整などにおいて単独で精査するものでなく、資本生産性や財務戦略と一体となって初めて評価が可能となる。ESG は長期投資家にとって潜在的財務リスクであり、企業価値の持続性を担保する目的でリスク管理の観点から体系的に精査している。長期的企業価値の持続性についてのリスク認識を払拭できれば投資家との信頼関係や期待値を反映した資本コストは低減し、IR プレミアムの付与を通じて企業価値は向上する。資本生産性と持続性（ESG ファクター）を踏まえた対話の効果として機関投資家はバリュエーション評価にプレミアムを付し、結果的に株主資本コストの低下をもたらし、企業価値が株価に反映されやすくなることが指摘される<sup>(34)</sup>。

ESG を切り口とするリスクマネジメントに関し、資本コスト低減と企業価値向上、資本生産性・財務戦略・ESG の一体性について、①投下資本とリターン（利益・フリーキャッシュフロー）の関係が資本生産性で表象される（ROE、ROIC（投下資本利益率））。②投下資本と資本コストの関係について、最適資本構成実現による資本コスト低減を財務戦略によって図る。③資本コストとリターンを繋ぐものが ESG ファクターとなり、(a) ESG ファクターによって、リスク対応による持続性担保や短中長期の収益機会を通じたリターン創出がされる。(b) ESG ファクターによって、リスク認識低下に伴う資本コスト低減・IR プレミアム獲得に至る<sup>(35)</sup>。

### 3. スチュワードシップ・コード改訂と ESG 重視

日本投資顧問業協会が 2019 年 12 月 18 日公表した会員調査において、運用に際して ESG を考慮する企業は 75.5%、日本株投資残高は約 73 兆円に上っている（SSC 受入れ表明の 239 社対象<sup>(36)</sup>）。ESG 投資の理由として顧客要請のほか、中長期的企業価値の維持向上に不可欠等が挙げられる。

更に 12 月 11 日金融庁は、SSC 改定案（2020 年 3 月改訂予定）において ESG 重視を明記し、機関投資家に対し ESG をいかに考慮して運用しているかを示すよう求めている<sup>(37)</sup>。ESG 投資に関する改訂の要点は、① ESG 投資を重視する内容として持続可能性に焦点を当て（指針 1-1）、投資戦略に応じて投資先企業との対話の位置づけを明確にすることを

(34) 環境省「ESG 金融懇談会提言概要」（2018 年 7 月 27 日）1-4 頁。直接金融市場における ESG 投資加速化、間接金融による ESG 融資促進を盛り込む。

(35) あずさ監査法人土屋大輔「ESG リスクへの対応と企業価値向上～資本コストの低減に向けた ESG 対話とは～」日本証券アナリスト協会講演（2018 年 10 月 23 日）1-57 頁参照。

(36) 日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第 6 回）の結果について（2019 年 10 月実施分）」1-90 頁。

(37) 金融庁「「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（案）」スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（2019 年 12 月 11 日）1-18 頁。

求める(指針1-2)。(2)機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、投資戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである(指針4-2)。

次に(2)議決権行使助言会社に対して日本拠点の設置を含め人員や組織体制整備を促している。機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメントチェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである(原則8)。議決権行使助言会社・年金運用コンサルタントを含む機関投資家向けサービス提供者は、利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、これをどのように実効的に管理するのかについての明確な方針を策定して、利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表すべきである(指針8-1)。

#### 4. ESG投資のリスクマネジメントと企業価値向上に向けて

企業のSDGs活動と投資家のESG投資の進化を通じて、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードが求める対話・エンゲージメントが進展し、産学官連携によるコミュニケーション進展も図られる。ベンチャー増加や大手企業の連携も進み、内部統制やリスクマネジメント強化も自発的に行われることになろう。我が国のイノベーションを進展させ、攻めのガバナンスにも資するものと思料される。そのためには非財務情報開示制度の整備、企業における長期ビジョンが伝わるコミュニケーション、ESG投資のリスクマネジメント等が求められ、投資家のESG評価・分析を通じて長期的企業価値向上に向けたPDCAサイクル策定が一層重要になろう。

ESG投資に関しては、エンゲージメントに絡めた支配株主の視点のみならず、格付け低下による競争力維持の困難さなども議論となり、ESG投資の影響の大きさを示すと共に予測可能性と共通化等の視点からガイドライン・基準策定の課題もいずれは生じてこようか。投資家側と受入れ側や格付け機関などに分けて定義、評価基準等が内容となることが考えられる。議決権行使助言会社にかかる規制導入の議論とのアナロジーも伺えようか。直近ではESGファンドの投資銘柄からの排除に関し、人権やガバナンスなどを数値化したESGスコアにより銘柄の入れ替えが図られ、労働問題発覚などを契機に米国調査機関が格下げを行った結果、本業の業績が堅調であるにも関わらず、株価動向が乖離して競争力維持に影響が生じるという事例が生じている<sup>(38)</sup>。先述したリスク評価の問題としても注視されよう。

[本稿は財団法人民事紛争処理研究基金の助成金に基づく研究成果の一部である]

(2020.1.19 受稿, 2020.3.6 受理)

(38) 2019年12月米国MSCIは、ESGへの取組みが進んでいるとされた三菱電機のESGレーティングをAからBBBに格下げした。2019年12月16日日本経済新聞社。

〔抄 録〕

本稿では、ESG インテグレーションとシェアホルダー・エンゲージメント、更に受託者責任と取締役等の善管注意義務・忠実義務の法的論点などを中心に、ガバナンスやリスクマネジメントの視点を含めて考察を進めた。2018年の世界のESG投資は約3330兆円と2年間で34%増加、日本は4.6倍と突出し（GSIA調査）、中長期的企業価値向上、持続的成長を図るアベノミクスにおいて大きなウェイトを発揮し、安倍首相も2019年9月24日国連でESG投資を後押しする考えを表明した。投資先企業側もESG経営推進を通じてSDGsに貢献する姿勢を示している。12月11日金融庁はスチュワードシップ・コード改訂案を提示し、ESG重視を初めて明記して機関投資家にESGをいかに考慮して運用しているかを示すよう求めるなど、ステークホルダーへ配慮も含め株主、投資家、金融資本市場を総合的に考慮した施策に向けた動きが加速しつつあり、グローバルな観点からの一層の検討が求められている。最後に、今般論文掲載の貴重な機会をいただいた千葉商科大学では原科幸彦学長以下、多くの素晴らしい研究者の方々がESGに関する多面的で精力的な御研究を展開、情報発信されており、研究会などにも出席させて頂き触発を受け、知見を深めさせて頂いている。改めて深く、感謝申し上げます。