

# 基礎研 レター

## 議決権行使と ESG 投資

パッシブファンドに期待される

ESG 経営促進の役割

<ESG レター基礎編>

金融研究部 主任研究員 高岡 和佳子

(03)3512-1851 takaoka@nli-research.co.jp



### 1— ESG に優れた企業への資金提供だけが ESG 投資ではない

ご存じの通り、ESG 投資とは、環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) を重視する投資で、投資手法は多岐に渡る。ESG に問題がある企業には投資しない (ネガティブスクリーニング)、ESG に優れた企業にのみ投資する (ポジティブスクリーニング等)、社会課題や環境問題の改善に資する企業や事業に資金を提供する (テーマ投資やグリーンボンド購入等)、企業の収益性や安定性と併せて ESG 評価も勘案する (インテグレーション) といった手法には共通点がある。いずれも ESG に優れた企業や事業への資金提供を増やし、ESG に課題がある企業や事業への資金提供を減らす効果がある。この効果が結果として企業の持続的成長に寄与すると期待されている。良質な資金へのアクセスを確保するために、企業に ESG 経営に取り組む必要性が生じ、企業が ESG 経営に取り組むことによって、持続的成長を遂げるであろうというロジックである。

しかし、実は ESG に優れた企業や事業への資金提供だけが ESG 投資ではない。あえて ESG に課題がある企業に投資し、当該企業の状況に対する深い理解に基づく議決権行使や企業との対話 (エンゲージメント) といったスチュワードシップ活動を通じて、企業に ESG の改善を求める「ESG アクティビスト (モノ言う株主)」も ESG 投資である。ESG に優れた企業や事業への資金提供が間接的に ESG 経営を促すのに対し、スチュワードシップ活動を通じた ESG 投資は直接的に ESG 経営を促すことになる。

本稿では、スチュワードシップ活動、特に議決権行使により ESG 経営を促す取り組みに焦点を当てる。

### 2— スチュワードシップ活動と ESG は密接な関係にある

スチュワードシップ活動とは、機関投資家が「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任 (スチュワードシップ責任) を果たすための活動であり、機関投資家のあるべき姿を規定した指針として「スチュワードシップ・コード」がある。「スチュワードシップ・コード」は 2014 年 2

月 26 日に策定、2017 年 5 月 29 日に改訂、2020 年 3 月 24 日に再改訂を経て現在に至る。中長期的な投資リターンの拡大のためには、企業の持続的成長が不可欠であり、「スチュワードシップ・コード」には、ESG やサステナビリティに関する記述が多い。このように、スチュワードシップ活動と ESG は密接な関係にある。

図表 1 は、現在のスチュワードシップ・コードの 8 原則及び指針の中から、ESG やサステナビリティに関する記述を抜粋したもので、2014 年の策定当時からの記述を黒字、2017 年の改訂以降の記述は緑太字、2020 年の再改訂以降の記述を赤太字で示している。

明らかに、2020 年の再改訂によって ESG やサステナビリティに関する記述が増えているが、スチュワードシップ活動と ESG との密接な関係はスチュワードシップ・コード策定当時から脈々と続いている。2014 年の策定当時、日本において ESG 投資は必ずしも浸透していなかったが（図表 2）、2014 年の策定当時から、ガバナンスはもちろんのこと、社会・環境問題に対する配慮も求められている（図表 1、指針 3-3 の下線部）。

図表 1 スチュワードシップ・コード（ESG 関連抜粋）

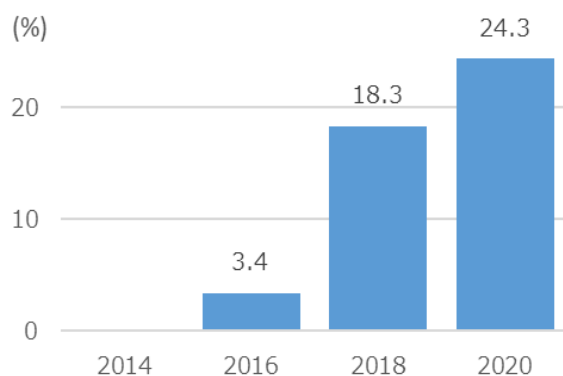
原則1	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
指針1-1	機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほ <b>か運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮</b> に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて（後略）
指針1-2	（前略）明確な方針を策定し、これを公表すべきである。 <b>その際、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行った上で当該方針において明確に示すべきである。</b>
原則3	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
指針3-3	把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、 <u>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）及びそうしたリスク・収益機会への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが</u> （後略）
原則4	機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善のに努めるべきである。
指針4-2	<b>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、運用戦略と整合的で、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。</b>
原則7	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほ <b>か運用戦略に応じたサステナビリティの考慮</b> に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。
指針7-1	（前略）当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほ <b>か運用戦略に応じたサステナビリティの考慮</b> に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。（後略）

### 3—パッシブファンドに期待される ESG 経営促進の役割

ESG 要素を含むサステナビリティが 2020 年の再改訂のポイントの一つであったことは明らかである。では、2017 年の改訂のポイントは何かだったのだろうか。

2017 年の改訂のポイントの一つとして、パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動が挙げられる。スチュワードシップ・コードの 8 原則及び指針（8 原則になったのは、2021 年再改訂時）の中

図表 2 運用資産全体に占める ESG 投資割合（日本）



（資料）GSIA “GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020”

に、パッシブ運用に関する記述があるが、これは2017年の改訂以降の記述である（図表3）。

パッシブ運用とは、市場を代表するインデックスの値動きと同様の投資成果を目指す運用の総称である。

スチュワードシップ・コードに関連するパッシブ運用の投資対象は当然株式なので、一般的に日経平均株価やTOPIXといった代表的なインデックスに連動する運用成果を目指す。株式市場全体を買うようなものだから、パッシブ運用には「ESGに優れた企業や事業への資金提供を増やし、ESGに課題がある企業や事業への資金提供を減らす効果」はない<sup>1</sup>。その代わりに、個々の投資先企業に対し、中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むことが期待されている（図表3）。

機関投資家には、スチュワードシップ・コードを受け入れるか否かの選択肢があるが、2021年9月30日時点で202社の投信・投資顧問会社等がスチュワードシップ・コードを受け入れている。また、機関投資家には、スチュワードシップ・コードを受け入れた上で各原則を実施するか否かの選択肢もある<sup>2</sup>。全ての実施状況を確認したわけではないが、ほとんどの会社が、ESGも含め企業の状況の把握を求める原則3や、投資先企業の持続的成長に資するようサステナビリティの考慮等に基づく適切なスチュワードシップ活動を行える実力を備えることを求める原則7（図表1）及び、中長期的視点に立った議決権行使に取り組むことを求める原則4（図表3）を実施していると考えられる。つまり、株式市場全体の値動きと同様の投資成果を目指すパッシブファンドを購入した場合でも、議決権行使を通じてあなたの資金がESG経営の促進に寄与している可能性がある。

スチュワードシップ・コードは、原則5で議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つことを求め、原則6で議決権の行使を含めて、スチュワードシップ責任をどのように果たしているかについて、顧客・受益者に対する定期的な報告を求めている。2021年9月30日時点で、202社中、議決権行使結果を公表しているのは137社、理由も公表しているのは46社である。投資家がパッシブファンドを選択する際の、主要な選択基準は手数料の低さである。しかし、ファンドの運用会社が、ESGを含め企業の状況を把握した上で、中長期的視点に立った議決権行使に取り組んでいるか否かもパッシブファンドの選択基準に加えれば、株式市場全体の値動きと同様の投資成果を目指すパッシブ運用もESG投資と言えるかもしれない。

図表3 スチュワードシップ・コード（パッシブ関連抜粋）

原則4	機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
指針4-3	パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。

<sup>1</sup> ESGに優れた企業が発行する株式で構成されるインデックス連動型パッシブ運用を除く

<sup>2</sup> ただし、実施しない場合にはその理由を説明する必要がある

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。