

<特集>コロナ危機によせて

機関投資家のESG投資と集团的エンゲージメント — 近年のトレンドと「コロナ危機」をめぐる対応

田 中 信 弘

1 はじめに

2020年の「コロナ危機」は、企業の行動のみならず、投資家の行動にも大きな影響を及ぼすものとなった。企業サイドには、とりわけ労働面やサプライチェーンにおいてさまざまな課題が生じ、企業にとっての新たなリスクの所在が顕在化するとともに、それに対して企業自身の積極的な対応が期待された。一方、投資家サイドにおいても、社会課題の重要性を再認識させる契機となった。近年、機関投資家は、投資する際の判断に、ESG（環境・社会・ガバナンス）マターを重視するようになっており、増加を続ける運用資金の投資方針のあり方がますます問われるようになった。

本稿では、コロナ危機前から生じる機関投資家の行動の変化を、流入する資金量の増大を背景に、大手運用会社の株主としての行動に注目する。とりわけ、資金規模が巨大化したブラックロック（BlackRock）のCEOラリー・フィンク（Laurence D. Fink）の発言なども紹介しつつ、機関投資家の行動についての現状とコロナ危機後を見据えた方向性を明らかにしていく。

2 運用会社の資金量増大とESG投資

近年、インベストメント・チェーンにおける機関投資家の資金量は増大し

ており、とりわけ、年金基金や保険会社などのアセットオーナーの長期資金が、運用会社（アセットマネージャー）に委託されるようになり、運用会社の巨大化が進行していった。それに伴い、ブラックロック、バンガード（Vanguard）、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（State Street Global Advisors）といった三大運用会社のパッシブ運用が株式市場において大きな存在感を増すようになった。それら3社が保有する株式は、アメリカのS&P500では20%、日本では日経平均（Nikkei 225）の5%の規模に達し¹⁾、議決権行使を通じたコーポレート・ガバナンスへの影響が注目されるようになってきている。

このような大規模な保有レベルは、パッシブ投資家といえども、社会への配慮姿勢を具体的に示すことが意識され、実践的な行動に言及することが重要になっている²⁾。たとえば、ブラックロックのCEOラリー・フィンクは、毎年公表する年頭書簡のなかで、株主として企業経営者に社会課題への対応を含めた要請を行っている。2020年1月には、ESGを軸にした運用の強化を表明し、投資先企業がさまざまなサステナビリティ課題に対してどのような対応をしているかについて情報開示を怠れば、株主として反対票を投じるとした³⁾。とりわけ、気候変動問題への対応が企業の長期的業績を決める要素になりつつあるとし、「気候リスクは投資リスクである」と投資家は認識するようになったと指摘している。企業側の情報開示が充実すれば、投資家はたとえば気候変動対応に優れた企業を選ぶことができる。一方、企業も選ばれるために努力するという好循環が生まれるわけである。このような巨大運用会社のCEOのメッセージが投資先企業に及ぼしている影響は大きいといえるだろう⁴⁾。

また、機関投資家全体の行動に影響を及ぼすPRI（国連責任投資原則）は、2020年3月に「責任投資家はどのように『コロナ危機』に対処すべきか」を公表した⁵⁾。その趣旨は、PRIに署名した機関投資家は、コロナ危機のなかで短期的なりターンに制約が生じたとしても、公衆衛生と長期的な経済成長を守る観点からサステナビリティを重視する企業をサポートする必要があると

いう考えを強調し、この趣旨に基づいた行動を示したうえで、投資家に要請している⁶⁾。

このように、機関投資家はESG投資という形をとりながら、投資先企業へのエンゲージメントによる関与をますます強める姿勢を示すようになっていく。機関投資家全体に対しては、PRIをはじめ、多くの国や機関によって策定されたスチュワードシップ・コードなどが世界的に強く作用するようになり、その観点を踏まえたスチュワードシップ活動が展開されるようになった。

一方、企業サイドには、非財務情報開示を促すハードロー⁷⁾とソフトローが課されてきたことで、企業側の開示情報が拡充し、受け手の立場として機関投資家が行う企業評価の中にESG評価の考え方が浸透していった。企業サイドに影響を及ぼしたソフトローについては、国連のグローバル・コンパクトやビジネスと人権に関する指導原則、組織の社会的責任を定めたISO26000、各国政府の窓口を設置したOECD多国籍企業行動指針などがあり、グローバル企業は数多くの国際行動規範を尊重するようになった。また、SDGs（持続可能な開発目標）への対応も同様に企業の自主的な行動が促されており、その多様な目標に向けた企業の具体的な目標計画が公表され、ESGマターへの対応を強く志向させるものとなっていることはいうまでもない。

その結果、企業と機関投資家がともに共通の社会課題の解決に向けたエンゲージメントを展開することが現代の責務として意識されるようになった。もちろん、このことは企業と機関投資家のESGマターの追求が双方のリターンを長期的に形成していくことの理解が前提として重要である。その面での実証研究は数多く発表されているが、財務的成果と社会的成果との相関を示すものが、近年、多くなっている。また、投資家の受託者責任（Fiduciary duty）についての解釈についても、ESG投資を必ずしも妨げないとするものが一般的となった。

3 機関投資家の集団的エンゲージメント

年金基金などのアセットオーナーに加えて、今日、運用会社による企業へのエンゲージメント活動が活発化している。ここではいくつかの例を眺めてみるが、そこからは、機関投資家の集団的 (collective) エンゲージメントが進展していること、また機関投資家の行動に合わせて、環境面や人権面などで活動目的を有する NGO/NPO の関与が強まることで、企業への影響力を高めるようになった点を指摘できる。

第1に、ブラックロックは、2020年1月、気候変動分野での機関投資家の集団的エンゲージメント・イニシアチブである「Climate Action 100+」(CA100+)に参加したことを発表した。CA100+とは、世界の機関投資家が協働し、温室効果ガス (GHG) 排出量の多い161社を選定し、気候変動関連の情報開示と企業としての対応を求めるイニシアチブである。2017年に発足し、5年間を期限として活動を行うもので、参加投資家数は増え続け、2019年9月時点で投資家数373、運用資産総額は35兆米ドルにのぼる。CA100+の「2019 Progress Report」によれば⁸⁾、CA100+がエンゲージメントの対象とした、GHG排出量の多い企業161社のうち、計44件の成功したエンゲージメント事例を紹介している。ブラックロックの参加は、ブラックロック自身の気候変動問題への姿勢を明確化させるとともに、同イニシアチブの存在を高めていくことが予想される。

第2に、アメリカのESG投資を推進するNPOであるアズ・ユー・ソー (As You Sow) は、2018年、消費財大手企業に海洋プラスチック問題への対策を求める機関投資家ネットワーク「Plastic Solutions Investor Alliance」を発足させた。機関投資家25機関が参加し、運用資産総額は1兆米ドルを超える。廃棄プラスチック問題を企業のブランドリスクと位置付け、株主が結集して企業に働きかける共同声明に署名し、ネスレ、ユニリーバ、P&G、ペプシコの大手4社との集団的エンゲージメントを開始している⁹⁾。アズ・ユー・ソーは、温暖化対策等の環境問題に精通するNPOであり、機関投資

家と組んでさまざまな環境問題の解決を迫るなど活動は幅広い。

第3に、国際環境NGOのフレンズ・オブ・ジ・アース（Friend of the Earth）のオランダ支部、Friend of the Earth Netherlandsは、2018年4月にロイヤル・ダッチ・シェル（Royal Dutch Shell）のCEOに対し、気候変動を引き起こしている法的責任を追及する書簡を送った。同社に対しては、別途、PRI等が率いる機関投資家が同年12月、集团的エンゲージメントを実施し、GHG排出量削減短期目標を設定することで合意した。その影響もあり、オランダの気候変動推進NGOのフォロー・ディス（Follow This）は、いくつかの機関投資家と審議を行ったところ、投資家側からロイヤル・ダッチ・シェルの動きをしばらく見守るべきとの声が出たため、2018年11月に提出していた気候変動株主提案を取り下げた¹⁰⁾。ロイヤル・ダッチ・シェルは、気候変動をめぐるNGOや投資家からの以上のようなプレッシャーを受けながら、気候変動に関する取組みの内容についてより踏み込んだ対策を講じることになったのである。

これら3つの事例からは、機関投資家の間にESG評価の考え方が入り込み、サステナビリティに関するさまざまなアジェンダに対し機関投資家の考え方が共有されるようになり、集团的エンゲージメントが進展するようになったことがわかる。この集团的エンゲージメントが投資先企業に及ぼしている影響は、議決権行使のみならず、その前の段階のエンゲージメントの局面においても大きい。また一方で、NGOの行動も無視できない存在となっていることも指摘できる。国際的な活動を行う環境NGOや人権NGOは活動を活発化させ、監視型NGOや協働型NGOなど、その類型により活動の仕方は異なるものの社会課題の解決に向けた取り組みを志向する。そして、NGO間の連携も含め、企業側に変化を促す主体として作用するようになった。

このように、機関投資家とNGOは、以前はそれぞれ固有の目的・ミッションを有していたが、今日、環境面・社会面でのエンゲージメントを機関投資家とNGOが重層的に関わり合いながら共同的行動を志向するようになり、企業に対しての影響を強めているのが実態である。

4 おわりに ～今後の課題と展望

本稿で眺めてきたように、近年、機関投資家をとりまく環境が大きく変化し、彼ら自身の行動を自ら変容させている状況の一端が確認できたと思われる。コロナ危機に際しても、機関投資家自身の対応方針が全体として共有される機会も見られたように、増え続ける資金流入を背景に、機関投資家自らがその社会的役割を自覚せざるを得ない状況が到来している。機関投資家によるESG投資を主軸とした方針は今後も変わりなく続くことが予想される。

一方、企業サイドにおいても、コロナ危機に際して、さまざまなリスクが顕在化するなかで、ステークホルダーとの関係を重視する責務を意識し、投資家がESG評価項目としても注目する従業員との関係や危機管理、サプライチェーン・マネジメントなどの面でさまざまな対応が行われていることも周知のとおりである。今日、企業の社会的役割を考察する上では、本稿が注目した機関投資家の対応が果たした役割も大きいと思われる。

最後に、本稿では、運用会社に働きかけるアセットオーナーの役割については、具体的に考察を行わなかったが、その点は今後の課題である。また、気候関連財務情報開示タスクフォース（The FSB Task Force on Climate-related Financial Disclosures：TCFD）などの情報開示フレームワークに沿った企業の価値創造のストーリーがどのように投資家をはじめとしたステークホルダーに伝えられていくかも課題であり、非財務情報の開示についての動向もフォローしていきたいと考える。

1) 秋山健太「海外におけるヘッジファンド・アクティビズムの実態・光と影」『商事法務』2235号（2020年7月5日）を参照。

2) パッシブ運用は、かりにESG評価が低い企業にも投資せざるを得ない問題があるため、議決権行使あるいはその前の段階でのエンゲージメントを通じて、より積

- 極的に改善を促す行動が求められる。
- 3) ブラックロックのホームページ参照。 <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> (2020年9月1日アクセス) ラリー・フィンクは、同方針発表前には批判が殺到すると恐れていたが、顧客投資家の反応は前向きだった。投資業界でも社会課題への対応力は重要な成長指標としてみなされるようになった(『日経速報ニュースアーカイブ』2020/06/26)。後に述べるようなブラックロックのCA100+への参加も含め、2020年は運用会社の大きな転換期になったともいえよう。
 - 4) ラリー・フィンクは別のインタビューにおいて、株主として果たすべき役割は「投資先との対話を通じて、企業に長期的な視野に立った経営を促すことだ。(中略) これからの時代は企業が環境や社会問題に正面から取り組みると同時に、コーポレートガバナンスを向上させることが収益力を維持する条件になる」と述べている。『日本経済新聞』2020年2月9日。
 - 5) PRI ホームページ参照。 <https://www.unpri.org/covid-19-resources/how-responsible-investors-should-respond-to-the-covid-19-coronavirus-crisis/5627.article> (2020年9月1日アクセス)
 - 6) PRIは2018年に、「説明責任ルール (Accountability Rules)」を定め、アセットオーナーと運用会社が守るべき最低履行要件 (minimum requirements) として、運用資産総額の50%以上にESG投資ポリシーを適用することを求めた。そして、活動に不活発な署名機関を整理する「監視リスト」を作成し、2年間で改善できなければ除名 (delist) される措置を導入している。
 - 7) この面では、たとえば、EUの非財務情報開示指令 (NFRD: Non-Financial Reporting Directive, Directive 2014/95/EU) の改正に関するコンサルテーション・ドキュメントが2020年2月に公表され、改正への手続きも進んでいる。
 - 8) 「CLIMATE ACTION 100+ 2019年 進捗報告書」(日本語版) を参照。 <https://climateaction100.files.wordpress.com/2019/12/ca100-2019-progress-report-japanese.pdf> (2020年9月1日アクセス)
 - 9) 「As You Sow、海洋プラスチック問題で機関投資家団体発足。消費財大手に対策求める」 Sustainable Japan サイト、2018/06/22。 <https://sustainablejapan.jp/2018/06/22/plastic-solutions-investor-alliance/32792> (2020年9月1日アクセス)
 - 10) 「シェル、気候変動巡り NGO や投資家からのプレッシャー増加。取組内容を必死にアピールし対抗」 Sustainable Japan サイト、2019/04/11。 <https://sustainablejapan.jp/2019/04/11/shell-climate-change/38824> (2020年9月1日アクセス)