

*** 特集「責任投資原則（PRI）の実践課題」 ***

米国公務員年金基金の株主行動における ESG 課題

社会システム研究所 CSR 調査室 高村 静

要 約

本稿は米国の公務員年金を中心に、機関投資家が株主行動の中に、どのように ESG に関する課題を取り込んでいるかを概観する。

まず、株式市場における年金基金の影響力を知る手がかりとして、米国の株式市場における年金基金の株式保有比率とその変化を確認する。公務員年金基金は、資産残高の伸びと、株式資産への配分比率の伸びとの双方により、存在感を増している。

年金基金における受託者責任と議決権行使の関係とその現状について整理をすると 1974 年の ERISA(従業員退職所得保障法)は、民間の年金基金の受託者責任について定めている。公務員年金は ERISA の対象とはならないが、ERISA と同様の受託者責任を負うとされている。議決権行使に関しては、1988 年に労働省から出されたエイボン・レターにより、受託者責任の一部とされた。2006 年の PRI(Principles for Responsible Investment: 責任投資原則)は、「環境(E)・社会(S)・企業統治(G)」のいわゆる「ESG 課題」は運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼす可能性があるとし、受託者責任の下でも責任投資が成り立つ枠組みを示した。

株主行動の事例として CalPERS、ニューヨーク市の状況を示す。CalPERS が 2008 年以降議決権を行使した 837 件のうち「社会・環境」に関するものは 110 件程度であった。ニューヨーク市は 2007 年に 108 件の株主提案をしたが、このうち「社会・環境」に関するものは 82 件であった。108 件の半数程度で彼らは経営者、あるいは多数株主の支持を得た。大手機関投資家同士は協働の場を複数もっており、株主行動も相互に関連しているように見受けられる。

今後も①独断の排除、②影響力の確保、③費用の低減などの観点から、機関投資家同士の協働が必要であろう。また、ESG 課題と財務パフォーマンス、株式パフォーマンスとの関連を議論するためには、定量化データの収集や分析、多様な解釈などが必要で、機関投資家に加えて運用機関、研究者、NPO など幅広い主体の協働が必要となろう。

目次

1. はじめに
2. 米国株式市場における年金基金のプレゼンス
3. 受託者責任、議決権行使と ESG 課題
4. 株主行動における ESG 課題
5. 今後の課題と日本への示唆

1. はじめに

社会的責任投資は、国連環境計画・金融イニシアティブと国連グローバル・コンパクトが推進する 2006 年の PRI (Principles for Responsible Investment ; 責任投資原則) を一つの大きな契機とし、新たな局面に入った。

従来の社会的責任投資は機関投資家の受託者責任に反するのではないかとの指摘もあったが PRI は、金融の中核にあるそれらの機関投資家に、責任投資にコミットするための新たなフレームワークを提供した。現在米国では大手の公務員年金が PRI へ高いコミットメントを示すとともに、機関投資家の行動を牽引しているように見える。

本稿ではこれら大手公務員年金のプレゼンスを確認するとともに、PRI が、機関投資家の受託者責任と、責任投資が目指す社会的な目的の達成をどのように整理したかを確認し、実際に公務員年金が「ESG(環境・社会・企業統治)」の課題にどのように関与しているか、株主提案・議決権行使の状況から見てみることにする。

2. 米国株式市場における年金基金のプレゼンス

Pensions&Investments 誌と Watson Wyatt が本年 9 月に発表した年金基金の資産残高上位 300 ランキング (ドル換算ベース) ¹を集計すると、第 1 位は年金積立金管理運用独立行政法人が管理運用する日本の公的年金 (Governmental Pension Investment Fund) の 1 兆 724 億ドルだが、300 位までに国別で最も多くランクインしているのは米国で 142 件、2 位の英国の 27 件の 5 倍以上である。300 位までの合計資産残高 11

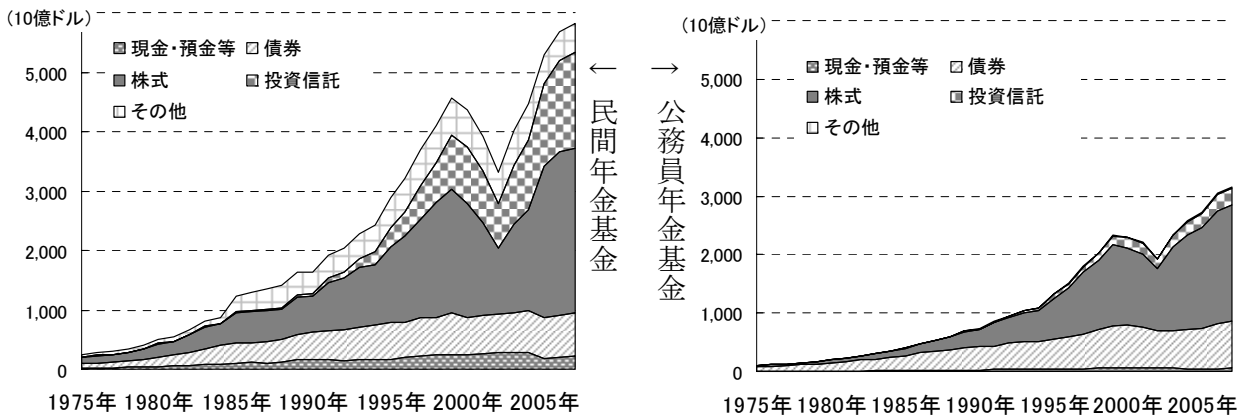
¹ <http://www.pionline.com/apps/pbcs.dll/section?category=WWTOPFUNDS&IssueDate=20080901>
米国の年金基金は 2007 年 12 月末、日本は 2008 年 3 月末の資産残高。

兆 9,306 億ドル²のうち、国別でもっとも大きな占率 42.9%を占めるのも米国で、実額で 5 兆 1,159 億ドルとなっている。

米国の年金基金のみに絞って状況を見ると、資産残高の 1 位は CalPERS (California Public Employees)³、2 位は Federal Retirement Thrift⁴、3 位は CalSTARS(California State Teachers)、4 位は New York State Common⁵、5 位は Florida State Board⁶と公的・公務員年金基金が上位に並び、民間年金基金は 6 位に General Motors⁷が入ってくる。

これを公務員年金基金（連邦政府の制度を除く）と、民間年金基金とに分け、それぞれが保有する株式の状況を見たのが図表 1 である。

図表 1 公務員年金基金と民間年金基金の資産構成の推移



これを、株式市場における各経済主体の保有比率で見たものが図表 2 である。

² 昨年の同調査による上位 300 基金の資産残高合計 10 兆 4,295 億ドルから 14.2%増加している。

³ 資産残高 2,546 億ドル。

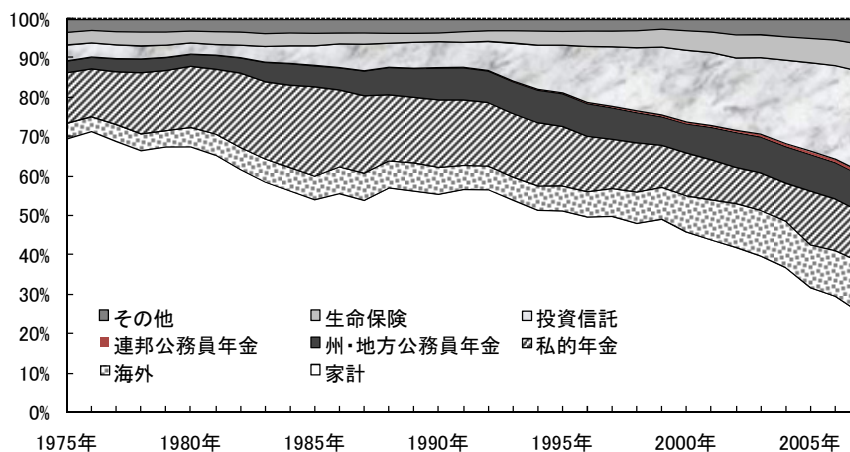
⁴ Federal Employees Retirement System Act of 1986 により設立された組織で、連邦政府職員に確定拠出型の年金 (The Thrift Savings Plan) を提供している、世界最大の確定拠出年金プラン。資産残高 2,233 億ドル。

⁵ 資産残高 1,763 億ドル。

⁶ 資産残高 1,644 億ドル。

⁷ 資産残高 1,338 億ドル。

図表 2 米国株式市場の経済主体別保有比率



州・地方公務員年金基金が保有する株式資産の米国の株式時価総額に占める比率は約9.3%となっている。民間年金基金の同比率が約12.9%の占率を持つことに比べると総額での規模は小さいが、30年前の同様の数値が公務員年金基金約3.4%、民間年金基金約15.5%であったことと比べると、民間が比率を落としていることに比べ、その増加幅は大きい。

なお、P.F.ドラッカーは、1976年刊行の著書「見えざる革命」の中で、就労者と退職者の委託を受けた年金基金が、米国の全産業を支配しうる比率の株式を所有するに至った状況を「年金基金社会主義」と呼び、21世紀にはその状況はますます強まると予想した。彼の予想ほどに年金基金の株式所有は進まず、民間年金基金による株式所有は1980年代の半ばにピークをつけているが、当時の年金基金による株式所有の状況と今日の状況は、州・地方公務員による直接保有と投資信託を通じての所有、またIRA(個人退職金勘定)による所有とをあわせると、さほど変わらずに全体の3割前後を保有しているものと思われる。

3. 受託者責任、議決権行使とESG課題

米国における年金基金の受託者責任は、1974年のERISA法が規定する。その主な構成要素は「忠実義務 (duty of loyalty)」と「善管注意義務 (duty of prudence)」とされ、前者は、受託者(年金基金)は受益者(加入者、受給者)の利益と相反する行動

をとってはならないことを、後者は、思慮分別、能力のある人物が自らの資産を運用するに際して用いるであろう注意を怠らないようにすることを定めている。公的年金、公務員年金はそれぞれの根拠法に基づき設立されているもので、ERISAの対象とはならない。しかし各州法にもERISAと同様の受託者責任が定められており、また判例によってもERISAと同様の受託者責任を負うものとされている。

日本においては2002年に施行された確定給付企業年金法において事業主および資産管理運用機関（規約型の場合）、基金の理事および基金資産運用契約の相手方（基金型の場合）に、受託者責任が定められた。

なお、議決権の受託者責任についてはERISAには直接触れた規定がないが、確定給付型（Defined Benefit）の退職給付プランでは、議決権も企業年金の資産であり、議決権行使も受託者としての行為の中に含まれるとの労働省の見解が、1988年の「エイボン・レター⁸」によって示されている。その解釈は1994年に海外での議決権行使についても拡大されている。

欧米で発展してきたSRI（社会的責任投資）は、宗教など個別の価値観をベースとして特定の銘柄への投資を排除するネガティブスクリーンを黎明とし、その後、セクターアプローチなどにより、比較対象となる企業グループの中から社会的責任に対する取り組みが優れた企業を選び出して投資するポジティブスクリーンへと展開してきたが、これら従来のSRIは、社会的責任に対する取り組みと、企業価値との関連についての積極的な関連付けがほとんど行われることがなかった。そのためSRIの運用手法は、ポートフォリオのパフォーマンスを犠牲にする可能性がある指摘され、長期的な利益最大化の責任を負う機関投資家の受託者責任と相反する可能性が指摘されてきた。

これについて、一つの大きな判断基準を示したのが国連環境計画・金融イニシアティブと国連グローバル・コンパクトによって推進され、2006年に公表されたPRIである。PRIは「E（環境）」、「S（雇用を含む社会的課題）」、「G（企業統治）」の3点（「E/S/G課題」）は、運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を与える可能性があるとして、「受託者責任に反しない範囲」でのE/S/G課題に対する考慮をPRIの署名者に求めた。

⁸ 経営者が、その企業の株式を年金資産として保有する他の多くの経営者に、議決権行使にあたり年金基金や運用会社に圧力をかけるよう要請したという事例に対し、労働省は複数の年金基金の議決権行使状況を調査した上、エイボンの年金基金の受託者に対して、経営者の圧力行使を警告する書簡（エイボン・レター）を出し、公表した。ERISA法には議決権行使に直接触れた規定がないため、議決権行使に対する受託者責任規定の適用を明確化したエイボン・レターは、その後も注目された。

それは、経済合理性の範囲内で「E/S/G 課題」の考慮は可能であること、また裏返せば、より広範な社会的目的の達成を目的とする責任投資も、その範囲内においては受託者責任に反することはないとの認識が示されたものと解釈することができる。

なお、PRI の当初署名機関 33 機関の 1 つであり、PRI の作成にも関与した CalPERS は自らの「コーポレートガバナンス原則 (Global Principles of Accountable Corporate Governance)」の中に、「企業と利害関係者との活発な協力関係は、企業の長期的な利益、雇用、そして財務的成功の創出に重要である」との認識を盛り込み、「PRI は受託者責任と社会的利益とを整合させると確信している」と述べている。

4. 株主行動における ESG 課題

株主行動の具体例として米国最大の年金基金である CalPERS と、ニューヨーク市公務員年金の状況を概観する。

4.1 CalPERS

CalPERS はカリフォルニア州法によって 1932 年に設立された、州職員のための公務員年金基金である。加入者は 2008 年の 7 月末で約 110 万人、受給者約 45 万人、資産残高は 2007 年 12 月末で約 26 兆円と、前述の通り米国最大の年金基金である。株主行動に取り組んだ時期も早く、1985 年には大手年金基金で CII (Council of Institutional Investors ; 米国機関投資家協会)⁹を設立し、1995 年には世界各国の機関投資家に呼びかけ ICGN (International Corporate Governance Network ; 国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク)¹⁰を発足させるなど、積極的に活動を展開している。理事会 (Board of Administration) は現在 13 名で構成され、内訳は加入者代表として選任されたものが 6 名、州より指名を受けた者が 3 名、それに州の財務担当者など州の公職との兼務者 4 名が理事会を構成している¹¹。

⁹ CalPERS など大手機関投資家により結成された。年金資産の規模や安全性に影響を及ぼすような投資の問題に対応し、調査、法務、法律・規制、データ収集、出版、事務手続きなどのサービスを提供する。

¹⁰ <http://www.icgn.org/>

1998 年には 17 カ国の年金基金、運用機関、取引所関係者等により国際議決権行使原則を採択、1999 年にはグローバル・コーポレート・ガバナンス原則を採択した。

¹¹ Hess(2007)によると、2006 年に米国の公務員年金を調査した結果 (22 州の 58 の公務員年金基金が回答)、回答した公務員年金の理事会の構成は、平均的には選出された理事が約 36%、州など監督庁から指名される理事が 15%、州

彼らは株主行動に関する基準書として前出「コーポレートガバナンス原則」を制定しており、その中で長期に企業の株式を“保有”し、企業の長期的な価値にコミットメントする存在として、自らを”Shareowner”と呼んでいる。前出ドラッカー（1976）は、“Shareholder”あるいは“投資家”という言葉について“市場で持ち株式を売却し、キャピタルゲインを得ることのできる存在”と述べているが、市場の株式を万遍なく保有し、本来的に加入者が受給者に転じるまでの中長期的な資産価値の増大を目指す彼らは、すでにドラッカーが定義するところの”Shareholder”ではなく、「売却できないので面倒をみる(コミットメントする)」という立場となっている。

さて、彼らは2008年に入ってから2008年8月までの間に、279企業、837件の議決権を行使し、あるいは行使について検討をし、その結果を公表している¹²。その内容を、“ガバナンス”と“社会・環境”とに分け、更にカテゴライズして結果をまとめたものが図表3である。

図表3 CalPERSの議決権行使の状況（2008年1月初め～2008年8月検討分）

type	theme	株主提案	株主提案以外	計	賛成	反対	計	
ガバナンス	1 取締役の選任	0	198	198	198		198	
	2 監査人の承認	1	192	193	193		193	
	3 報酬に関する事項	70	102	172	172		172	
	4 株主総会の開催に関する事項	11	3	14	14		14	
	5 取締役に関する事項	41	21	62	61	1	62	
	6 決定、決議等の手続きに関する事項	29	29	58	58		58	
	7 合併に関する事項	0	2	2	2		2	
	8 株式発行に関する事項	1	13	14	14		14	
	9 その他	10	4	14	14		14	
	合計		163	564	727	726	1	727
社会	1 人権・雇用に関する事項	34		34	31	3	34	
	2 環境・気候変動に関する事項	27	1	28	27	1	28	
	3 社会に関する事項	7		7	7		7	
	4 政治献金の開示に関する事項	34	1	35	33	2	35	
	5 サステナビリティに関する事項	3		3	0	3	3	
	6 製品に関する事項	1		1	1		1	
	9 その他	2		2	2		2	
	合計		108	2	110	101	9	110
	合計		271	566	837	827	10	837

注) CalPERSのウェブサイトの開示資料をもとに筆者が分類、集計。

図表3によると、CalPERSが本年8月までの期間に議決権行使の検討を行った対象議案837件の内訳は、ガバナンスに関する項目が727件と大部分となっているが、社

の公職が兼務する理事が44%となっている。なお、選任理事が一人もいない基金が28%ある一方で、選任理事が過半数を占める基金も32%あるなど、その構成比には大きなばらつきがあるという。

¹² <http://www.calpers-governance.org/alert/proxy/proxy-list.asp>

会・環境に関する案件も 110 件と全体の 13%を占めている。社会・環境の項目の内訳を見ると、最も多いのが、人権・雇用に関する事項と、政治献金の開示に関する事項、それに続いて環境・気候変動に関する事項となっている。この傾向については後述のニューヨーク市も同様であり、議案の内容の詳細についてはそちらで述べることにする。

837 件の提出者の状況をみると株主提案以外が 566 案で全体の 7 割弱、株主からの提案が残りの 3 割強である。同じく図表 3 から、CalPERS の議案に対する賛否の状況をみると、ガバナンスに関する議案は、会社提案か株主提案かに関わらず、ほぼ全件に賛成票を投じるとの判断になっている。社会・環境に関する議案はそのほぼ全てが株主からの提案であるが、110 件のうち約 1 割にあたる 9 件に対して、反対との判断を行っている。反対する議案のうち約半数が「(サステナビリティなどに関して) 取締役会に委員会を設置」することを求めるものとなっており、これに対する彼らのコメントは、「株主総会での議決ではなく、取締役会での判断や議決がふさわしい」となっている。また、賛成票を投じた(投じる)案件の多くは、「(ILO 憲章や雇用機会均等などに関する) 宣言などの受け入れ」「報告書の作成、開示」などとなっており、これは PRI 原則 3「投資対象主体に対し ESG の課題について適切な開示をもとめます」へのコミットを示すものと考えられる。なお、特別な倫理基準の適用を求める株主提案には反対を行っていることから、社会・環境分野の議案についても是々非々の態度で臨んでいることが窺われる。

これらの判断の基準にあるのは彼らの議決権行使基準、すなわち長期的な利益追求への寄与といった観点、また後述するように、複数の同じ立場の投資家間の連携による合意形成プロセスを経ているものであるかどうか、などに拠っているものと考えられる。

4.2 ニューヨーク市公務員年金

ニューヨーク市の職員のためには、異なる設置法に基づいて設立された 5 つの年金基金(消防士年金(Fire)、警察官年金(Police)、教職員年金(TRS)、ニューヨーク市職員年金(NYCER)、ニューヨーク市教育委員会(BERS))があり、各理事会がそれぞれの制度の最終的意思決定権をもつが、資産運用はいずれも市の Comptroller(コントローラー¹³)に委任されている。2007 年末の 5 つの年金制度を合計した資産残高は

¹³ 市の財政を管理する役職。 <http://www.comptroller.nyc.gov/>

約 25 兆円超と CalPERS に並ぶ。"Shareowner"としての株主行動でも積極的なイニシアティブをとっており、CalPERS と並ぶ代表的な「行動する株主」である。

彼らの 2007 年の株主行動をレビューするレポート¹⁴⁾によると、ガバナンスに関する案件では 8 項目について 32 企業に 35 件の株主提案を行い、社会・環境に関する案件では 14 項目 76 企業へ 82 件の株主提案を行っている。

これらの株主行動に関し、彼ら自身は「かなりうまくいった (Considerable success)」と評価している。

開示内容をとりまとめたのが図表 4 である。ガバナンスに関する議案をみると、レポートの中で述べられている通り「期差任期取締役会¹⁵⁾を廃止し、取締役を毎年選任」「経営者報酬の業績(superior standard)連動」「取締役の選任に当たっては株主総会の過半数の議決が必要となるよう規則を改正」「監査人の選任に当たっては、株主総会の議案とし、株主投票を行う」「株主総会で多数決議を受けた案件への取締役会のコミットメント」の各項目に重点が置かれていることが分かる。図表 3 と比較すると、これらは前述した CalPERS の現在の議決権行使にあたっての論点と共通する。彼ら大手の(公務員)年金基金は前出 CII や ICGN などの他、例えば環境 (E) 問題に関してはカーボンディスクロージャープロジェクト¹⁶⁾や、INCR(Investor Network on Climate Risk)¹⁷⁾など相互に連携を図る機関を設立しており、独断に偏らない株主行動の論点の協議、相乗効果の獲得、株主行動のコストの低減などを図っていると考えられるが、相互に比較することで、その様子が見て取れる。

¹⁴⁾ POSTSEASON REPORT 2007 SHAREHOLDER PROPOSAL PROGRAMS & OTHER SHAREOWNERSHIP INITIATIVES OF THE NEW YORK CITY PENSION FUNDS & RETIREMENT SYSTEMS"

¹⁵⁾ 全取締役が一度に選任されないように、取締役をいくつかのグループ(米国の取締役の任期は最長 3 年のため、3 つのグループに分けることが多い)に分け、グループによって、それぞれに属する取締役の任期の始期がずれるように設定しておく方法。敵対的な買収者が一気に過半数の取締役を送り込んで、取締役会を支配できないようにする狙いがあるとされ、この期差任期取締役会とポイズン・ピルとの組み合わせは、経営者の地位の安定性を飛躍的に高めるといわれている。

¹⁶⁾ <http://www.cdproject.net/>

気候変動によってもたらされる企業価値や企業活動への影響に対応するための、株主と企業の持続的な関係作りを促進するために組織された NPO。主要企業を調査し、気候変動や温室効果ガスの排出による事業へのリスクや事業機会に関する情報を収集し、年 1 回報告書を作成して開示している。二酸化炭素ガスに関する情報開示についての基準も作成している。

¹⁷⁾ <http://www.incr.com/NETCOMMUNITY/Page.aspx?pid=198&srcid=-2>

NPO である Ceres が母体となって結成されたネットワーク。INCR を通じ、環境に関する一層の情報開示のルール化を求める書簡を SEC に対して送付したりしている。

図表 4 ニューヨーク市公務員年金の株主提案の状況 (2007 年)

(ガバナンスに関する議案)

		件数		結果						
		再提出	初提出	多数決議	決議	受入れ	取下げ	提議	削除	その他
#1	Amend the company's Charter to Provide that the Audit Committee be Composed Sololy of Independent Director, usin the Council of Insitutional Investors' Definition of Independence, and an additional criterion disqualifying former employees of the Company (機関投資家による「独立」の定義に基づいた「独立」取締役のみで構成される監査委員会ができるよう規約を修正し、企業で以前働いていた従業員を不適格とする基準を修正)	1			1					
#2	Establish a a Board Protocol to Address Shareholder Proposals that Win Majority Votes (株主総会で多数決議された株主提案に対してきちんと取り組むことを定めた取締役会手順書の設置)	1						1		
#3	Repeal the classified board and elect all directors annually (期差任期取締役会の廃止と、取締役会の毎年の選任)	1	9	5	3	1		1		
#4	Adopt a policy requiring that a significant portion of future stock option grants to senior executives shall be performance-based (シニアエグゼクティブに対するストックオプション付与は、成果に基づくものとする方針の受け入れ)	1			1					
#5	Pay for Superior Performance- that the Executive Compensation Committee establish a Pay-for-Superior Perform Standart in the Companies Executive Compensation Plan for seior ececutives) (上級エグゼクティブに適用されている成果に対する報酬制度を、シニア・エグゼクティブにも適用する)		6	2	2		1			1
#6	Establish an Independent Compensation Committee (独立報酬委員会の設置)	1	3		1	2		1		
#7	Amend company by-law to establish a majoriti vote standard in election to the board of director (取締役会での多数決議についての基準に関する企業規則の修正)	1	8	1	1	6		1		
#8	Shareholder Advisory Vote to Ratify the Compensation of Named Executive Officers (指名取締役の報酬の承認に関する助言的な株主投票の実施)		3	1	1					1
		6	29	9	10	9	1	4	0	2
			35							35

(社会・環境に関する議案)

		件数		結果						
		再提出	初提出	多数決議	決議	受入れ	取下げ	提議	削除	その他
#1	Implement ILO and UN Human Right Norms in international operations, and allow for independent monitoring of Compliance (ILOおよび国連の人権に関する規範の遵守、また遵守状況に関して独立したモニタリングを行っているか)	6	2		5	1	2			
#2	Sustainability- Disclose social, environmental and economic performance by issuing an annual sustainability report (社会、環境、経済などサステナビリティに関するパフォーマンスについて、年次報告を発行し報告しているか)	6	12		5	9	2	1	1	
#3	MacBride Principles- Implement the MacBride Principles and agree to independent monitoring of compliance. (マクブライド原則 (MacBride Principles)を遵守し、遵守の状況を独立してモニターする)	5	4		5	4				
#4	Adopt an Explicit prohibition of discrimination based on sexual Orientation and Equality Principles (性差に由来する差別を明確に禁止し、雇用均等原則を受け入れる)	2	12	1	4	8	1			
#5	Report on Company's Policies Regarding Negative Stereotyping (会社に関するネガティブなイメージについての会社の方針を報告する)		1							1
#6	Report on efforts to reduce carbon dioxide and other emissions from existing and proposed power plants (既存するエネルギー工場からの二酸化炭素排出量の削減努力についての報告)	2	7		5	2			1	1
#7	Disclosure of political contributions (政治献金に関する開示)	3	9		7	5				
#8	Report on Environmental Impact of Operations in Indonesia (インドネシアでの事業活動による環境への影響に関する報告)		2		1					1
#9	Report on Company's Policies and Procedures that Guide its Assessment of the Adequacy of Host Countries' Standards to Protect Human Health, the Environment, and the Company's Reputation (健康、環境とレピュテーションを守るための受入国の評価基準が十分であるかどうかに関する指針の進捗状況と企業方針に関する報告)		1		1					
#10	Report to the shareholders any new initiatives insituted by management to address specific health, environmental and social concerns of survivors in Bhopal, India.) (インドのBhopalにおける遺族の健康や環境、社会的な関心ごとに対処するため、マネジメントによって組織される新たなイニシアティブに関する株主への報告)	1			1					
#11	Review and report on company's security arrangements with the Indonesian government and security forces. (インドネシア政府および防衛軍との安全保障に関する見直しと報告)	1					1			
#12	Review and Report on Policies Relating to Political Censorship of the Interst (インターネットの政治的な検閲に関する方針の見直しと報告)		4		4					
#13	Report to Shareholders on the Negative Social and Reputational Impacts of Reported and known cases of Management non-compliance with ILO Conventions, and the Company's Legal and Regulatory Controls. (労働問題に関するネガティブな社会的影響および風評の影響に関する株主への報告)		1		1					
#14	Report on policies and procedures for minimizing customer exposure to toxic substances and hazardous components in marketed products. (製品に含まれる有害成分による顧客のリスクを最小限にするための方針と手続きの開示)		1							1
計		26	56	1	39	29	6	1	5	1
合計			82							82

更に社会・環境項目も、彼らがフォーカスしているのは（国連の人権憲章や ILO 憲章、マクブライド原則¹⁸など）宣言などの受け入れ」「（現場における待遇格差や性差に基づく差別などの）人権問題、環境、特に二酸化炭素の削減努力などに関する報告書の作成、開示」といった点であり、それらの大部分も CalPERS の論点と重なる。

彼らの株主提案の成果を具体的に見てみると、企業による受け入れ（Adoption）がガバナンス分野で 9 件、社会・環境分野で 29 件の計 37 件、取り下げ（withdraw）が 7 件、多数決議がガバナンス分野を中心に 10 件となり、計 117 件の株主提案のうち、半数近くの議案で彼らの意図が支持される結果となっている。

なお、adoption は、株主側と企業側とで事前に何らかの形で協議を行い、最終的に株主総会で決議を行う前に企業側が株主側の提案を受け入れること、withdraw は同様に企業側と株主側とで交渉を行った結果、「受け入れ」とはいかないものの、株主側が企業側から何らかの譲歩を引き出し、それによって株主提案を取り下げるケースである。なお、除外(omit)や申請(file)というのは、企業側が委任状説明書に掲載する株主総会の議案から除外(omit)したり、あるいは除外することを求めて SEC(米国証券取引委員会)に申請 (file) したりしたことを示す。

1990 年代の前半まで SEC は、コーポレートガバナンス以外の社会・環境に関する議案は、企業の株主総会の議案としてふさわしくない、すなわち経営陣が担う日常業務の一部に過ぎず、委任状を争い株主総会で決議を求めることではないとの認識を示すことが多かったようだが¹⁹、Wal-mart への労働条件（雇用機会の均等）の改善に関する提案が、SEC の判断によって omit されたことを不服とし、1991 年に労働団体（ACTWU）がニューヨーク連邦地方裁判所に訴え勝訴した出来事や、Cracker Barrel Old Country Store の雇用問題について NYCER が行った株主提案が SEC の判断によって omit された事案について 1993 年にニューヨーク連邦地方裁判所が差し戻しをした事案²⁰などを契機に SEC の判断は徐々にかわってきているようだ（Miwa(2008)）。

¹⁸ 北アイルランドで事業展開する企業に対して要求される、公正な雇用に関する 9 原則から構成される行動規範。北アイルランドでのカトリック教徒差別をなくし、アメリカ合衆国などの支援を求めるため、ショーン・マクブライドによって 1984 年に提案されたが、アイルランドとイギリスの政府、および北アイルランドの多くの政党には批判を受けた。なお、マクブライドは 1974 年にノーベル平和賞を受賞している。

¹⁹ 会社側が委任状説明書から除外しようとする場合には、SEC から承認を得る必要があり、SEC は会社側の正当性を認める場合には、株主提案が委任状から除外されても、それに対する強制措置をとらないことを述べた「ノー・アクション・レター」を出すと言われる。

²⁰ いずれもキンバ・ウッド判事（当時。Judge Kimba Wood）による。キンバ女史は 1993 年に、第二期クリントン政権発足時の女性初の米国司法長官候補とされた（ただし米国での就労資格のない不法移民をベビーシッターに雇っていたなどとして指名辞退に追い込まれた）。

なお、CalPERS も同様であるが、PRI 原則 6「活動状況や進捗状況に関して報告します」へのコミットということでもあろうが、このような株主行動に関する情報を極めてオープンにしている。CalPERS は「フォーカスリスト」という形で、交渉が難航しかつパフォーマンスが低迷している企業名を開示し、投資家あるいは世論の注意を喚起しているが、ニューヨーク市公務員年金も同様に、全ての企業名を開示すると同時に、企業側の対応へ強い不服がある場合には、ニューヨーク市のコントローラー名で抗議文²¹を企業に送付し、その内容を開示したり、また個別にプレスリリースを行う²²などして世論の関心を喚起している。株主行動の効果を高めるためには、時としてこのような影響力を駆使する必要もあるかと思われるが、このような対応は、投資先企業と事業上の取引関係をもたない公的機関だからこそ可能である、との意見があるが、うなずけるところである。

5. 今後の課題と日本への示唆

以上、米国における年金基金のプレゼンスと受託者責任のあり方を確認したあと、具体的な企業年金基金の株主行動のあり方を概観してみた。

最後に、日本への示唆も含め、課題となる点について検討する。

まず第一に、今後、受託者責任の下において社会・環境問題を考慮した投資プロセスを展開し、推進していくには、投資家同士の協働が欠かせないであろうという点である。これは PRI 原則 5 の「私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために協働します」へのコミットメントにもなるが、①特定の価値観による独断の排除、②投資対象企業や市場、行政・監督機関などへの影響力の確保、③調査や実行にかかるコストの分担、低減、などの効果が見込まれる。従来の社会的責任投資（SRI）が、特定の価値観をベースにしたものが多く受託者責任との相反が指摘されてきたことを考えると、①の「独断の排除」は、機関投資家にとって重要な点である。PRI の下では ESG 課題と財務的要因、企業価値、あるいは株式パフォーマンスとの関連に関する説明が重要だが、企業の包括的な価値を評価するこのような投資を、最近では「責任投資（Responsible

²¹ 2007 年については Blockbuster, Inc. に、前年の株主総会で多数による決議がなされた案件に対して経営者、取締役会ともに、具体的な対応をとらないことを不服とし、レターを送付している。

²² 本年 8 月には、政治献金に関する情報を開示することを求め、10 社を名指しするプレスリリースを行っている。

Investment)」と呼ぶようになってきている。②の影響力の確保だが、前述のとおり全体として高い株式保有占率をもつ機関投資家同士が連携することで、経営に対する影響力、株主行動による効用が得られる可能性はより高まる。同時に、彼らの意思決定や投資行動が市場を通じてパフォーマンスに影響する可能性も高い。これまで注目されてこなかった ESG 課題を企業の財務的要因との関係に着目して分析し、それを株式の価値評価に織り込んでいくなれば、その過程に収益機会が発生するであろうし、企業価値の評価基準がより長期的になる可能性もある。②が株主行動の効用を高める一方、③で示したように、協働することで株主行動のコストを分担し 1 主体あたりのコストを低減する効果も得られるであろう。

なお、「企業統治(G)」に加えて企業の「社会 (S)・環境 (E)」も含む広い意味での統治のあり方を問うにあたっては、機関投資家自身のガバナンスが問われることにも留意が必要である。また、公的性格をもつ主体が、民間の経済活動に深くコミットすることの是非についての議論も必要とされるかもしれない。これらも今後の議論の対象に含めていくことが求められるだろう。

第二点目として、責任投資の中で評価する ESG 課題と、財務パフォーマンス、株式パフォーマンスなどとの関連について定量化し検証する必要がある点について指摘したい。ネガティブ・スクリーニングからポジティブ・スクリーニングへと展開してきた責任投資の手法は、「統合アプローチ (integrated approach)」²³へと展開しつつある。これは現在メインストリームの運用者が行う財務情報による企業評価の中に ESG 課題を取り込み、その中で収益獲得やリスク低減のファクターとして ESG 課題を扱うとの考え²⁴だが、それらの手法も視野にいれつつ、効果を検証するには定量化およびそのためのデータ開示と収集、分析、多様な解釈の蓄積などが必要になるだろう。資産所有

²³ Responsible Investor (2008) は、責任投資を次の 6 つに分類している。

- 「ネガティブ・スクリーニング」特定の産業や企業を投資先から排除する
- 「ポジティブ・スクリーニング」環境・社会的要因での評価によって企業や産業のウェイトづけを行う
- 「エンゲージメント」投資対象先企業に対し議決権の行使やエンゲージメントによってコミットする
- 「フォーカスト・アセット・アプローチ」環境技術やエネルギー関連、気候変動などのテーマに投資する
- 「統合アプローチ」ESG ファクターを財務情報などと統合して分析し評価する
- 「その他」それ以外

このうちもっとも基金による採用が多かったのは③の「エンゲージメント」で 45%程度、続いて①の「ネガティブ・スクリーニング」で 40%程度、続いて④の「統合アプローチ」の 29%程度となっている。なお、将来的に採用の可能性がある分野としては①「フォーカスト・アセット・アプローチ」で 53%程度、続いて②「ネガティブ・スクリーニング」33%程度となっている。19カ国 73 基金（資産総額 1 兆 5,830 億ドル）の回答を集計したもの。

²⁴ Responsible Investor(2008)の中で AXA Investment Manager の Responsible Investment のディレクターである Raj Thamotheram 氏の発言より。

者”Shareowner”に加え、運用機関や研究者、NPO など、協働の範囲に多様な主体が含まれていくことが重要になる。日興フィナンシャル・インテリジェンスではかねてから企業の人材活用（女性従業員の活用）や、環境会計に関するデータと企業価値との関連について、定量的な分析を行ってきたが、同様の研究がより広範なデータをもとに、多様なテーマについて行われていくことが望ましいと考える。

これらの課題については、今後日本においても検討していく必要があるものとする。

参考文献

Hess D.(2007) “Public Pensions and the Promise of Shareholder Activism for the Next Frontier of Corporate Governance”

Miwa Y. (2008) “How Do Stock Market Investors React to the “Social Reasonability” Shareholder Proposal?”

Responsible Investor(2008) ”Responsible Investment Landscape 2008”

ドラッカー P.F. (1976) 上田惇生訳 (1996 「見えざる革命～年金が経済を支配する～」ダイヤモンド社、(Peter F. Drucker (1976) ”The Unseen Revolution”)

谷本寛治編著 (2007) 「SRI と新しい企業・金融」東洋経済新報社

功刀達朗・野村彰男編著(2008) 「社会的責任の時代」東信堂

水口剛、國部克彦、柴田武男、後藤敏彦(1998) 「ソーシャル・インベストメントとは何か」日本経済評論社