

# 責任投資の魂とステークホルダー資本主義

PRI (国連責任投資原則) 理事・日本生命保険 執行役員 木村武

## 魂の伝達

責任投資に関して、エンゲージメントというと、投資家による企業との対話がすぐに思い浮かぶが、本来、機関投資家が行うエンゲージメントには、投資先企業との対話だけではなく、最終受益者との対話も含まれる。受益者との対話は、インベストメントチェーンのスタート地点であり、ここで、アセットオーナーが彼らのサステナビリティや環境・社会・ガバナンス (ESG) に関する選好 (価値観) を把握しなければ、インベストメントチェーンのリレーがそもそも始まらない。責任投資において、アセットオーナーは受益者の「魂」を踏まえて行動する必要がある、その魂を入れた自らの投資方針をアセットマネージャーにしっかり伝達してはじめて、インベストメントチェーンのリレーが実現する。

企業年金基金の加入者 (受益者) を考えれば明らかなように、彼らは、投資先企業の間接株主であるだけでなく、企業の従業員であり、また消費者や地域住民の顔も併せ持っている。本来、企業のステークホルダーの代表として、コーポレートガバナンスに関与することが理想である。それが、ステークホルダー資本主義へのパラダイム・シフトの必須要件である。

## Make My Money Matter

欧州では、受益者のアセット・オーナーシップ (資産所有権) に対する関心が高まっている。例えば、英国では、“Make My Money Matter” という市民主導のキャンペーンがある。これは、企業年金基金とその母体企業に対して、基金加入者の選好・価値観をどの程度考慮して資産運用を行っているのか、その透明性を高めるよう要求するキャンペーンである。具体的には、基金の運用資産 (つまり、

基金加入者のmy money) にどういった投資先企業が含まれているのか、ESG要素や実社会に対するポジティブ・インパクトがどの程度考慮されているのか、ネットゼロの達成計画をどう考えているのか、明らかにするよう求めている。

## 企業年金基金のベストプラクティス

受益者から責任投資に彼らの魂を反映するようニーズが高まる中で、欧州では主要な企業年金基金が受益者へのエンゲージメントを強化している。基金加入者のサステナビリティに対する選好を把握するために、毎年アンケート調査などを実施している。例えば、オランダのユニリーバの年金基金は、加入者に対して、どういった企業に投資して欲しいのか、投資すべきではないのか、アンケートを行っている。それによると、①医薬や農業、新エネルギー企業に対して支持が多い一方、②たばこや軍需関連への投資には反対、③原子力関連については意見が分かれる、といった結果を得ている。ユニリーバの年金基金は、こうした加入者の選好を踏まえて、投資戦略を設定している。

年金基金などのアセットオーナーが、受益者のサステナビリティに対する選好 (価値観) を調査し、責任投資のプロセスに反映することは、基金の母体企業にとってもメリットがある。受益者は、自分のお金がどういった企業に投資されているのかを知ることにより満足度を高めるとともに、母体企業のサステナビリティ経営の方針が基金の運営 (my moneyの運用) においても共有されることで、母体企業と従業員の信頼関係の構築につながる。特に、サステナビリティやESGに敏感な若い世代のニーズに対応することは、母体企業のブランド向上や従業員の定着率の改善に寄与するものと期待される。



受益者や顧客のサステナビリティ選好の把握と、その投資プロセスへの反映については、今後、サステナブルファイナンスの政策・規制の面で焦点になってこよう。実際、欧州の規制当局は、この問題について前向きである。英国の投資規制は、確定給付企業年金制度の受託者に対し、投資対象の選定、保有、売却において、サステナビリティ・インパクトなど非財務事項に対する加入者の価値観をどの程度考慮しているのか明確にすることを既に求めている。

## 議決権行使のイノベーション

では、受益者・顧客の選好を年金基金などのアセットオーナーが把握できたとして、それを踏まえたスチュワードシップ活動をアセットマネージャーができるのかというと、実は必ずしも簡単ではない。例えば、年金基金の投資資金は、他の基金の資金と一緒に、アセットマネージャーのファンドにプールされ合同運用されるため、議決権行使に際して各年金基金の意見が相反する場合、アセットマネージャーに対して各議案の賛否を一任せざるを得ない。

アセットマネージャーからしても、ファンドを構成する多くの投資先企業の株主総会の各議案について、全ての年金基金の要望を反映することなど、複雑で手間暇がかかり不可能であるというのが本音だろう。仮に対応しようとすれば、事務が煩雑になり、ファンドの規模の経済性によるコスト低下が実現できないことになろう。

この問題に一石を投じたのが、フィンテックを活用したsplit voting（議決権の不統一行使）サービスである。合同運用ファンド（や集団投資スキーム）に投資する複数の年金基金において、議決権行使のスタンスが賛否別れた場合、その割合に応じて、アセットマネージャーが票を入れるという仕組みだ。例えば、欧州では、Asset Management Exchange (AMX) が、年金基金などのアセットオーナーとアセットマネージャーをつなぐデジタル・プラットフォームを構築し、split votingサービスを提供するようになっている。ブラックロックも、類似サービスの提供を2022年中に開始する。

さらに、確定拠出型企業年金（DC）の個々の加入者に対しても、議決権行使の新たなサービスが始まっている。英米では、加入者個々

人の声（選好・価値観）を、アセットマネージャーのスチュワードシップ活動に取り入れるためのデジタル・プラットフォームをフィンテック企業が構築する事例がみられる。DC基金加入者は、プラットフォームを通して、ファンドの投資先企業のリストを入手し、自分にとってマテリアルなESG課題が何か（サステナビリティに対する選好・価値観）について、アセットマネージャーに伝達する。アセットマネージャーは、基金加入者の声を集計のうえ、株主総会で議決権を行使し、その結果をDC加入者に報告する。既に、保険会社などの年金提供機関がこうしたサービスを導入している。同サービスは、スマートフォン一つで操作が完結するので、ミレニアル世代やZ世代の加入者には、とても受け入れられやすいとみられる。

## 仏作って、魂入れず

上記の海外動向を踏まえると、日本の課題がみえてくる。日本のアセットオーナーにおいて、受益者や顧客のサステナビリティに関する選好・価値観を調査把握し、責任投資に取り組んでいる事例はまだない。これでは、アセットマネージャーがESG投資の受け皿をいくら用意しても、「仏作って、魂入れず」の状態と言わざるを得ない。

受益者は、間接株主としての顔に加え、消費者や地域住民、企業の従業員としての顔も併せ持っているため、投資家は彼らとの対話を通して、サステナビリティに対する新たなテーマやトレンドの変化を速やかに把握することにより、投資先企業とも有益な対話を実施することができる。インベストメントチェーンにおける「魂」の円滑なリレーは、ステークホルダー資本主義へのパラダイム・シフトのための必須要件であり、これは、国民の声を聴く「新しい資本主義」、あるいは、国民主役のESG投資と言い換えることもできよう。

その実現には、日本でも、受益者の選好・価値観の調査把握に加え、split votingのサービス提供など、アセットマネジメント業界におけるデジタル・イノベーションも必要となつてこよう。また、年金基金の母体企業においては、基金の責任投資の後押しについて、サステナビリティ経営の一環として取り組んでいく社会的責任があることをより強く認識していく必要があるだろう。