

2.3 ケーススタディ

2.3.1 年金基金

(1) オランダ公務員総合年金基金(オランダ ヘールレン)

① 会社概要

名称	・オランダ公務員総合年金基金 (Stichting Pensioenfonds ABP)
組織	・政府、公的および教育セクターにおける雇用者のための年金基金であり、280万人の加入員および受給者、約4,000の雇用主から構成される。 ・オランダのヘールレンに本部がある。年金給付や資産運用については、92%の株式を保有する子会社のAPGにアウトソースする。
理事会	・2014年7月1日現在、理事会は13名から構成されており、うち7名は加入員および受給者の代表として、5名は雇用主の代表として選任される。 ・残りの1名は、上記12名から指名される独立議長である。理事会は、6つの業務(内部監査、報酬や理事会の機能に関する説明責任、事務局、会計監査、様々な助言を行うための各種委員会、年金給付および資産運用)を担当する組織から構成される。このうち、年金給付および資産運用などの業務をAPGが行う。
運用資産	・2015年6月末現在で3,560億ユーロ(約46.9兆円)
資産配分	・債券30.3%、インフレ連動債券8.7%、株式33.6%、オルタナティブ資産27.7%(2015年6月末現在) ・このうち、株式に占める日本株式の割合(注)は6.1%(474銘柄)。

(出所)ABP, “Responsible Investment Report ABP 2014”; ABP, “ABP Annual Report 2014”; ABP “Listed investments of ABP Shares & Convertible bonds”

注: 転換社債を含む

② ESG 投資(責任投資)

【理 念】

同基金は、投資のプロセスや意思決定において ESG の問題を考慮することにより、投資リスクとリターンの観点からみて、効率的な資産運用を実現できると考えており、受益者が十分な年金給付を得るために資するものと位置付けている。

さらに、同基金は、2015年に、現行の投資ポリシーを根本的に変更するものであることを強調した、より挑戦的な責任投資ポリシーを発表した¹。具体的には、2020年度までの目標として、株式投資における低炭素戦略の具体的な数値目標の設定、環境関連技術への投資枠拡大、人権、労働安全、教育などの分野について、エンゲージメント・ポリシーを世界中に拡大することなどが挙げられている。ABPの子会社で同基金の資産運用を担うAPGのESG担当者によると、現在、新しい投資ポリシーを効率的に実行するために、ESG インテグレーションやエンゲージメントを一層深化させることを模索しているところである。

¹ 2015年10月14日の同基金プレスリリース

【体制】

ESG 投資に関する政策は、意思決定機関である理事会で決定される。そこで決定された政策は、事務局を通じて、ABP の子会社で同基金の資産運用を担う APG によって実践される。APG による投資は、委託運用されるケースもあるが、ほとんどは自らが運用する²。

APG には 10 名の ESG 担当者が在籍する。10 名の ESG 担当者は、ESG 関連全てのプロセス (ESG の分析、ESG 投資へのインテグレーション、議決権行使、エンゲージメント) に関わっている。10 名のうち、1 名はアジアパシフィックにおける全ての資産 (債券、株式、オルタナティブ資産) を担当する。残りの 9 名は、資産クラスごとに担当が分かれている。ただし、ESG の分析やエンゲージメントの業務は、資産クラスに関わらず共通しているため、全員で対応している。

【アプローチ(投資手法)】

同基金は、全ての資産クラスについて ESG ファクターが与える影響を分析する。資産配分は、株式、債券、不動産、インフラ投資、プライベートエクイティ、ヘッジファンド、コモディティなど多岐にわたっており、いずれにおいても ESG 要因を考慮した投資を行っている。具体的には、ESG 担当者とポートフォリオ・マネージャーが、ESG の要素が企業の財務パフォーマンスに与える影響の有無および経路について検証する。その際、ESG 評価機関³、証券会社、政策の専門家、NPO から得た情報が用いられる。これらの検証結果をもとに、新規投資案件の採否、既存投資資産の売却、投資金額の変更といった、投資の意思決定を行う。

(ESG インテグレーション)

同基金の株式運用は、自ら運用するインハウス運用が 8 割を占める一方、2 割が委託運用となっている。従って、それぞれの運用における ESG インテグレーションの方法は異なるものとなっている (図表 2-10)。オランダ国内と海外の区別は行っていない。

インハウス運用では、代表的な株式指数に連動する運用 (パッシブ運用) の割合が大きい。定量的な手法に基づく運用 (クオンツ運用) も用いられる。後者については、2014 年に企業の持続可能性およびガバナンスに関する評価モデルを開発しており、クオンツ運用の投資プロセスに用いられている。この評価モデルは、ESG 評価機関が提供するスコアと、贈収賄などのテキスト情報を特定するテキストマイニングを活用した評価情報によりスコアリングされる。委託運用では、外部のマネージャーに委託する際に、候補先となる運用機関の責任投資ポリシーが同基金の方針に合致するかどうか調査している。

² 運用資産の約 80% はインハウス運用 (<https://www.apg.nl/en/article/apg-asset-management/470>)

³ 例えば、国ごとの持続可能性とコーポレート・ガバナンスのリスクを評価するために、ESG 評価機関であるサステイナリティクス社と共同でモデル (Country Risk Monitor) を開発している。

図表 2-10 ESG インテグレーションの実施状況

<p>インハウス運用</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ポートフォリオ・マネージャー全員が、ESG ダッシュボード(企業の ESG レーティング情報および ABP の議決権行使状況に関するデータベース)と呼ばれるデータベースにアクセスしている。 ・このほか、同業他社比較を行うモデル、ESG に関するリスクと収益機会に関する洞察を与えるモデル、ESG の要素を投資プロセスに組み込むための定量評価モデルなどを活用する。
<p>委託運用</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・外部のマネージャーに運用を委託する際には、委託候補の運用機関責任投資ポリシーが同基金の方針に合致するかどうか調査が行われる。 ・この調査は毎年実施されるものであり、2014 年には 28 社の運用機関に対してレビューが実施された。

(出所) APG, "Responsible Investing APG: Annual Report 2014"

(ネガティブ・スクリーニング)

不投資方針として、オランダ国内法もしくは国際法で禁止されている製品の製造に直接的に関わる企業には投資していない。また、国内において一般的に好ましくないとされる製品やサービスの供給への関与が著しい企業には投資しない。具体的には、対人地雷、クラスター爆弾、化学および生物兵器の製造に直接的に関わる企業が挙げられる。ここで、直接的に関わるとは、完成品のみならず主要なパーツに関する製造するケースも含まれる。また、当該子会社の株式を 20% 以上保有する親会社も含まれる。2014 年においては、国連グローバルコンパクトに抵触する企業が 3 社、クラスター爆弾製造に抵触する企業が 13 社、核兵器製造に抵触する企業が 1 社、それぞれ除外対象となっている⁴。

(サステナビリティ・テーマ投資)

同基金は、持続可能性を高めるような投資に注力している。具体的なテーマとして、気候変動、水資源、洪水、公害、動植物の生息地の減少などが挙げられる。また、平均所得の低い国々におけるヘルスケア向上に寄与する医薬品企業 (Access to Medicine Index の高い企業) への投資を行っている。持続可能性の高い事業や、どのような投資手法が持続可能性を高めるのかを検討することにより、今後は毎年拡大していく意向である。

【ESG 情報の入手方法】

「アプローチ(投資手法)」で述べた ESG 投資を行うための情報を入手するにあたり、世界中の株式をカバーするために、Sustainalytics 社の情報を利用している。また、証券会社の ESG 調査レポートや Bloomberg などデータプロバイダーの ESG 情報を活用している。

⁴ APG, "Responsible Investing APG: Annual Report 2014"

【議決権行使】

議決権行使は、同基金の資産運用業務を担当する APG が行う。株主総会における議案の大半は、所定の内容であり、特別な注意を要するものではないため、特定の議題を注視するフォーカス・アプローチがとられる。そのため、ポートフォリオ・マネージャーは、議決権調査会社と協働して、主としてガバナンスを中心とする同基金の議決権行使ポリシーに従って議決権を行使する(図表 2-11)。

同基金の株式ポートフォリオにおいては、様々な株式ファンドが運用されていることから、個別株式が複数のファンド間で保有されるケースが多くなる。その場合、ファンド間で総会議案に対するスタンスが異ならないように、インハウス運用の場合には議決権行使は一元化している。また、必要な場合には、貸株に供されている株式についても議決権行使の対象としている。

同基金の投資銘柄数は約 4,000 社に上るため、全ての株主総会に参加することは現実的ではない。しかしながら、電子投票を行うことにより、権利行使することは可能である。電子投票が適切に促進されていない市場においては、ポートフォリオ・マネージャーが企業や為政者に改善することを働きかけている。また、オランダ国内においては、ポートフォリオ・マネージャーは、直接もしくは Eumedion⁵との連携により代理人を通じて株主総会に出席する。

2014 年においては、1,900 社以上の報酬に関する議案に投票し、同基金のガイドラインを満たさない半数以上の議案に反対した。さらに、欧州株式ポートフォリオにおける主要な企業 100 社に対して、賞与は短期的な利益ではなく長期的な企業価値とリンクすべきであるとする、新たなガイドラインを提示した。このほか、銀行業界における過度な賞与の支払いや、企業収益との関係が明らかでないような報酬設計に反対した。取締役や監査役の選任および再任については、大部分に賛成票を投じているが、賛成比率は国によって大きく異なる。業務執行取締役が議長職を兼任するケースや経営の執行と監督の役割が分けられていないケースについては、株主総会前に企業と対話を行うか、株主総会において反対票を投じている。

図表 2-11 議決権行使の原則

議案の内容	議決権行使の考え方
取締役会	<ul style="list-style-type: none">・ 長期的な株主利益に資するとともに、他のステークホルダーの利害に配慮した企業経営を行うために、取締役会における業務執行取締役と非業務執行取締役のバランスが重要になる。そこでは、非業務執行取締役の過半数は独立取締役でなければならない。・ 取締役の免責については必ずしも株主の承認が必要であるとは思わないが、欧州では様々な法の見解が示されているため、疑義のあるものについては投票を棄権する。・ 取締役の報酬ポリシーは、経営と株主の利害を一致させるものでなければ

⁵ オランダの機関投資家団体(NPO)であり、上場企業の ESG に関するパフォーマンスや戦略を強化することをミッションとする。同基金は、創立メンバーの 1 機関である。現在、約 70 機関が参加しており、参加機関合計の資産総額(AUM)は 1 兆ユーロ(約 132 兆円)を超える。

議案の内容	議決権行使の考え方
	ならない。従って、報酬設計の一部に業績連動報酬が含まれるべきであるとともに、測定可能なものとして開示されなければならない。
外部監査	<ul style="list-style-type: none"> 投資家が企業の財務状況を知る上で、アニュアル・レポートや会計は極めて重要な情報である。企業は、現在および将来の企業戦略、リスク・マネジメント、ESG の問題への対処について明確な情報を開示しなければならない。 政治献金を行うべきではない。また、慈善の寄付については、ステークホルダーとの関係構築に役立つが、明確なポリシーを策定した上で、寄付の実績を開示すべきである。 外部監査は、企業の開示情報を保証する上で重要な役割を果たすため、監査役の任命は、取締役報酬の承認とともに、重要な議案である。
資本政策	<ul style="list-style-type: none"> 新規株式発行については、企業買収や負債の削減に使われるものであれば認めるものの、既存株主の持株を希薄化するものであってはならない。
企業の定款	<ul style="list-style-type: none"> 既存株主の権利を制限することを目的とする定款変更に反対する。
買収防衛策	<ul style="list-style-type: none"> 原則として、買収防衛策には反対するが、買収提案を評価するための時間を確保するメカニズムを有する施策については、企業および株主にとってメリットがあるため承認する。
株主提案	<ul style="list-style-type: none"> 自らも積極的に株主提案を行う一方、全ての株主提案を精査し、企業と株主に資するものであれば賛成票を投じる。 とりわけ、環境や社会に関するマテリアリティに対処する提案や、ESG 問題への対処に関する開示の透明性やアカウンタビリティを高めるような株主決議に賛成する。

(出所) ABP, "Corporate Governance Framework"

【エンゲージメント】

同基金は、投資先企業において持続可能性やコーポレート・ガバナンスに改善の余地があるとみられる場合にはエンゲージメントを行う。ESG 投資ポリシーに照らして、株式を保有することが相応しくないと判断される場合には不投資となる。そのため、投資先企業の保有を真剣に検討し、3年かけてエンゲージメントを試みる。

エンゲージメントの主なテーマとして、気候変動、職場環境、報酬、コーポレート・ガバナンス、人権の5つが挙げられる(図表 2-12)。2014年のエンゲージメントの実績は218社に上っており、環境の問題に起因する企業が68社、社会の問題に起因する企業が98社、ガバナンスの問題に起因する企業が151社となっている⁶。日本企業については、2014年に独立取締役を少なくとも1名以上確保する努力義務が課されたことを受けて、大企業数社に対して独立取締役の登用を要請している。

⁶ APG, "APG Responsible Investing: Annual Report 2014" (重複する企業があるため、合計は218社に一致しない)

図表 2-12 エンゲージメントの状況

気候変動	<ul style="list-style-type: none"> ・国連気候変動サミットにおいて、機関投資家 300 社とともに CO2 削減に向けてコミットメントした。2014 年時の持続可能エネルギーへの投資規模に対して、今後 3 年以内に倍増することを表明。 ・欧州の各団体と協働して、CO2 削減のロビー活動および排出権取引制度の変革を要請するロビー活動を行った。 ・より厳格な政府による気候変動対策への対応について、テキサス州の石油ガス企業 8 社と対話した。
職場環境	<ul style="list-style-type: none"> ・業務に関連して従業員が白血病を発症し、死者を出した企業に対して、同社のほか、被害者の代表、市民団体、行政、投資家と定期的にコンタクトし、同社の新たな健康に関するポリシーの策定に貢献した。 ・2022 年にカタールで開催されるサッカー・ワールドカップの開発事業者のうち、3 社の労働慣行に問題があったためコンタクトした。 ・事故が頻発していた建設現場の安全性を高めるために、不動産会社と対話を実施したほか、安全性への配慮が著しく欠如する企業に対して、他の投資家、顧客企業、市民団体、OECD とともに定期的にコンタクトした。 ・新興国で操業するアパレル企業およびインドネシアのパーム油企業に対して、労働環境および安全性に関する対話を行った。 ・食品セクターにおける様々な企業と、業績を改善するための人事施策の在り方について対話を行った。また、投資家がより良い企業比較を行うために、アニュアル・レポートにおいて従業員満足度や離職率に関するデータを開示することを要請した。
報酬	<ul style="list-style-type: none"> ・同基金が新たに提示する報酬ガイドラインに関して、数多くの企業と議論した。より具体的には、2014 年 9 月に欧州株式ポートフォリオの主要企業 100 社に対して、ボーナスが短期的な企業収益ではなく、長期的な価値創造にリンクするべきであることを説明した。
コーポレート・ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ・日本において、2014 年に独立取締役を少なくとも 1 名以上確保する努力義務が課されたことを受けて、日本の大企業数社に対して独立取締役の登用を要請した。 ・イタリア企業に対して独立取締役をより多く登用させるために、イタリア投資家協会と協働した。 ・新しい取締役や議長の登用に関する情報開示や、多国籍企業の取締役会メンバーにおける人種のダイバーシティの改善を要請した。 ・ブラジル北部および米国の製油所の建設における汚職を防ぐために、解決方法を検討するワーキンググループを発足し、ブラジルの石油関連企業の参加を呼びかけた。
人権	<ul style="list-style-type: none"> ・企業活動を通じた人権侵害を禁じる国連グローバルコンパクトを踏まえて、企業には確固たる人権ポリシーのほか、従業員や他のステークホルダーのために、苦情処理のメカニズムを担う本社機能が必要である。そのようなメカニズムの効果およびそのメカニズムを様々な国へ適用した場合の効果について、企業との対話を継続した。

(出所)ABP, "Responsible Investment Report ABP 2014"および APG, "Responsible Investing APG: Annual Report 2014"

同基金のエンゲージメントは企業に対するものが殆どであるが、国内外の為政者や規制当局との対話を行う場合もある。これは、魅力的な投資機会を創出するために、企業に対する政策を効率的にすることを企図するものである。このほか、年金基金、運用機関、金融サービス提供者と協働することにより、持続可能性やコーポレート・ガバナンスの促進に取り組んでいる(図表 2-13)。

図表 2-13 共同イニシアティブ

名称	概要
Asian Corporate Governance Association	アジアにおいて効率的なコーポレート・ガバナンスを実践するために、投資家、企業、規制当局が協働する NPO 団体。
CDP	旧カーボンディスクロージャープロジェクト。温室効果ガス排出情報の開示を企業に求めるイニシアティブ。企業が回答した温室効果ガス排出情報を提供している。
Eumedion	オランダに設立された NPO 団体で、機関投資家約 70 社が参加する。上場企業の ESG の取り組みおよび戦略の促進を目的とする。共同エンゲージメントのプラットフォームを提供している。
International Corporate Governance Network (ICGN)	コーポレート・ガバナンスのベストプラクティスを求める国際的な機関投資家のネットワーク団体。2013 年に「ICGN Statement and Guidance on Gender Diversity on Boards」を策定し、投資先企業の取締役会のジェンダー・ダイバーシティを求めている。
UN Principles for Responsible Investment (PRI)	国連責任投資原則

(出所) ABP「Corporate Governance Framework」およびインタビュー調査、概要については各イニシアティブのホームページ

日本の問題点について、コーポレート・ガバナンスが不十分であることを以前より認識しており、企業だけでなく、規制当局に対してエンゲージメントを行ってきた。とりわけ、世界中の機関投資家とともに要請してきたコーポレートガバナンス・コードや日本版スチュワードシップ・コードが採択されたことは、エンゲージメントの大きな成果であると考えている。ガバナンス自体は改善してきたものの、ガバナンスの情報開示は依然として劣っていることを現在の問題点として指摘する。

また、日本企業の ESG に関する情報収集は、CSR 報告書を参考にしているが、英語版の開示が少ないことを課題として挙げている。また、英語版を開示する企業についても、環境および社会の開示内容は宣伝の要素が強いことを指摘した上で、例えば、環境や社会に関連するリスクへの対処方法を具体的に説明するなど、企業への理解が深まるような内容を開示すべきであると指摘している。

一方、ガバナンスについては、CSR 報告書だけでなく、アニュアル・レポートなど利用可能な資料は全て活用しているが、開示の程度は不十分であることを指摘する。その上で、上場会社に作成が義務付けられているコーポレート・ガバナンスに関する報告書に期待感を示す一方、いわゆる形式重視の表面的な情報開示に止まることを懸念しており、投資家は、そのような表面的な開示ではなく、意味のある開示情報を望んでいることを意識すべきと指摘する。

③ ESG 投資における女性の活躍情報の活用状況等

【自社の女性活躍に関する取り組み】

2014 年の春、同基金の理事会は、性別と年齢のダイバーシティを促進することを目的とするダイバーシティポリシーを制定した。具体的には、理事会における男女別構成について、いずれかの性別が最低 3 人となることを目標とする。同様に、監査役会においても最低 2 名とする。また、理事会および監査役会において最低 1 名は 40 歳以下の人材を配置する。このほか、報酬や理事会の機能に関する説明責任を担当する部門の選出においても、性別と年齢のダイバーシティを考慮することが要請される⁷。

【取締役会におけるダイバーシティと女性取締役登用】

同基金は、取締役会のダイバーシティに早くから注目してきた。この問題に注力するのは、取締役の独立性が重要だと考えるためである。具体的には、取締役会においては、3 割もしくは 1/3 以上の独立取締役が必要であると考えている。その点、日本企業における独立性の欠如は深刻であると認識しており、独立性のある取締役構成を要請している。とりわけ、日本企業の取締役は、似たような経歴や社歴であるケースが多いため、より多様な取締役構成となるように推奨している。女性取締役の登用については、独立性の観点から、取締役会に多様性をもたらす方法の 1 つとして言及している。

また、取締役の指名の際には、欧州の場合には 20% 以上もしくは 3 名以上の女性候補者をリストすることを要件としている。この点について、顧客層や従業員が女性中心であれば、企業は事業戦略や人材戦略に適切に反映すべきであると考えており、具体的な数値基準は産業やセクターに着目して検討する。日本企業の場合、取締役の独立性が課題であるため、少なくとも 1、2 名の女性取締役を登用すべきであると考えている。現時点では、導入期であることを考慮して、一定の割合を満たすような登用水準までは求めていない。

【女性活躍の取り組みと企業評価】

女性活躍の取り組みについては、企業自身が自社の状況を考えてもらうきっかけとして、対話を行っている。例えば、女性をターゲットとするビジネスモデルを展開する企業では、事業戦略に照らして、自社の役員、管理職、従業員における女性比率が適切であるか、自ら検討することを促す。従って、女性活躍に関する指標について、株式運用ガイドラインとして何らかの数値基準を設けることは行っていない。また、エンゲージメントにおいても、女性活躍の取り組みについて遵守すべき数値目標の要請は行っていない。

投資プロセスにおいては、企業が掲げる女性活躍のポリシーや女性のエンパワメントに注目している。ただし、ポリシーや施策の有無ではなく、施策に取り組んだ結果として、女性取締役の人

⁷ ABP, "ABP Annual Report 2014"

数や女性管理職比率がどのように変化し、企業の生産性や運営効率に寄与したかといった点に着目している。あくまで、女性活躍に取り組んだ結果として、企業のビジネスや財務にどのような貢献がみられるかが重要であると考えている。

【女性活躍のデータ開示】

女性活躍に関する企業の開示情報のうち、取締役の情報は容易に入手できると認識している。具体的には、企業のウェブサイトにおいて、取締役や経営陣の顔写真をみることができると述べている。日本企業については、20名程度の経営陣に、20名程度の実務取締役であるとの印象を持っており、全員が中高年の男性であれば、取締役会のダイバーシティの観点からエンゲージメントを行う。

その一方、女性従業員や女性管理職比率の情報については入手が容易でないことから、日本政府による開示奨励の取り組みには賛同している。この点について、法律や規制までは必要ないと考えており、ガイドラインを示すことが効率的なやり方であると述べている。また、このような情報は有用であるため利用したいとしている。

(2) スウェーデン国民年金第4AP基金(スウェーデン スtockホルム)

① 会社概要

名称	・スウェーデン国民年金第4AP基金 (The Fourth Swedish National Pension Fund; AP4)
組織	・スウェーデンの国民年金制度における5つのバッファ基金の1つで、1974年春に設立。 ・この基金は、積立不足や積立余剰の発生に対してAP基金が対処するために設立されたものであり、「バッファ基金」と呼ばれる。
理事会	・理事会の構成員は9名で、政府が全ての構成員を任命する。 ・構成員のうち、2名は従業員組合代表として選出後に任命され、別の2名は雇用主団体代表として選出後に任命される。
運用資産	・2015年6月末現在で3,100億スウェーデンクローネ(約4.5兆円)
資産配分	・外国株式39.6%、スウェーデン国内株式18.4%、債券33.7%、不動産5.6%、オルタナティブ2.7%(2015年6月末現在) ・このうち、外国株式に占める日本株式の割合は9.7%(308銘柄)

(出所) "Sustainability and Corporate Governance Report 2014/2015"およびホームページ(2015年12月3日現在)

② 責任投資(ESG投資)

【理念】

同基金の投資理念は、①長期投資、②持続可能性、③実利主義(ビジネスライク・アプローチ)、④人材の4つの拠り所に根差している。①長期投資の成否は、投資先である企業の長期的な成功に関わるため、②持続可能性を考慮することが不可欠となる。即ち、企業の持続可能性を判断するために、投資運用においてESG要因をインテグレーションする。また、同基金は、投資パフォーマンスを高める観点からもESG要因を考慮する。この考え方は、少ないコストで最良の成果を得るといって③実利主義に符合するものであり、投資運用についていえば、少ない投資リスクの下で、最大の投資リターン獲得を図るものである。

【体制】

同基金には、資産運用部門に25名、業務支援部門に31名の計56名のスタッフが在籍する。このうち、ESGに関する業務は、専任2名と兼任1名が担当する。ただし、スウェーデン国内企業と外国企業とでは、業務分担がやや異なる。

スウェーデン国内企業におけるESGの問題は、企業調査の一環としてポートフォリオ・マネージャーが調査する。ESG担当者は、ポートフォリオ・マネージャーと協働することにより、投資先企業の株主として指名委員会に出席するほか、株主総会に参加する。

外国企業については、ESG担当者が調査するのはガバナンスのみである。従って、議決権行使やエンゲージメントはポートフォリオ・マネージャー自らが行う。そして、外国企業の環境および社会に関する問題については、AP基金(AP1,2,3,4)が協力してエンゲージメントを行う体制をとる。この

取り組みはエシカル・カウンシルと呼ばれており、専任の事務局長と、兼任として各 AP 基金から 2 名ずつ選出される計 9 名から構成される。

【アプローチ(投資手法)】

スウェーデンでは、同基金を含む各 AP 基金に対する法規制が設けられている。資産運用についても幾つかの規定があり、ESG の問題については、投資パフォーマンスを損なわずに、環境および社会の要素を考慮しなければならないことが要請されている⁸。また、ガバナンスについても、議決権を行使するなど株主としての役割を果たすことが強調されている。

(ESG インテグレーション)

スウェーデン国内株式については、同基金が運用(インハウス運用)しているため、ESG に関するリスクおよび投資機会を銘柄選択に反映させている。具体的には、ポートフォリオ・マネージャーが投資判断をする際に ESG の要素を考慮する。そのため、企業とのミーティングにおいては、常に ESG の問題に関するヒアリングを実施する。また、ポートフォリオ・マネージャーと ESG 担当者は週次で打ち合わせを行っており、ESG の問題を考慮することは通常の業務プロセスとなっている。このほか、同基金が保有する上場株式全てについて、カーボンフットプリントの測定を毎年実施する。さらに、外国株式については、ポートフォリオにおける低炭素戦略⁹の割合を増やすことを掲げており、2020 年に 100%とする目標を設定している。

(ポジティブ・スクリーニング/ベストインクラス)

ベストインクラス方式を採用するのは、外国株式運用においてである。スウェーデン国外の外国株式は、米国、欧州、日本、新興国に区分されており、各地域において、業種に偏りが生じないように配慮する。具体的には、各地域の業種において、対象とする ESG の項目に関して下位 20～25%の銘柄を除外する。例えば、炭素排出についていえば、各業種における下位 20%に相当する企業を投資対象から除外する。

これに加えて、ESG 評価の専門家(エシカル・コンサルタント)を活用することにより、年 2 回、ESG の観点からみて問題のある銘柄(外国企業)を除外する。また、この ESG 評価情報は、週次で更新されており、保有銘柄のモニタリングを毎月行っている。

(ネガティブ・スクリーニング)

スウェーデンが批准または署名する国際協定に違反する企業には投資できない。従って、クラス

⁸ Swedish National Pension Funds Act(2000:192)

⁹ 保有銘柄の CO2 排出量や化石燃料の評価を定期的に行い、カーボン負荷の高い企業、プロジェクト、技術に関連する株式の組み入れを外す一方、環境効率的な企業、プロジェクト技術に関連する株式を組み入れるほか、投資先企業との意見交換によって実行される。

ター爆弾や対人地雷などの製造関連企業のほか、国際的な規範に違反する企業については不投資となる。この他、エシカル・カウンシルから排除推奨が出る場合にも不投資となる。これらの不投資に関する決定は、パッシブ運用や外部委託運用にも適用される。

2015年6月末現在、14社が不投資となっている。ただし、不投資ありきではなく、始めにエンゲージメントを実施し、4年経過しても状況が改善しない場合に不投資としている。なお、スウェーデン国内企業および欧州企業については、原則として、ポートフォリオ・マネージャーに投資判断が一任されているため、不投資リストは設けていない。

(サステナビリティ・テーマ投資)

同基金では、海外株式におけるサステナビリティ・テーマ投資を行っており、このうち、日本のコーポレート・ガバナンスに注目した取り組みとして、TMAM-GO ジャパン・エンゲージメント・ファンド¹⁰への投資が挙げられる。このファンドは、日本の中小型株式に集中投資するエンゲージメント・ファンドであり、2012年から投資を開始した。当時の日本の株式市場は、コーポレート・ガバナンスが優れているとはいえない状況であり、企業不祥事や株式リターンの低迷が続いていた。そのような中でも、日本企業の経営陣に対して、取締役の独立性や買収防衛策の廃止など、ガバナンスの重要性を示すために、3億スウェーデンクローナ(約43億円)を拠出した。投資金額自体は大きくないものの、ガバナンスを重視する自らの姿勢を、投資を通じて示すことに意義があると考えている。

【ESG情報の入手方法】

ESG投資インテグレーションを実施する上で、外部のリソースを利用する。例えば、銘柄選択のスクリーニングや問題のある企業を除外する際には、ESG評価機関による評価情報や詳細な評価レポートを参考にする。また、突発的なニュースなどをモニタリングするために、ESG評価機関の週次レポートを活用する。

【議決権行使】

法規制による規定に加えて、長期的なパフォーマンスを高める手段として、議決権行使に注力している。議決権行使の評価の視点は、ガバナンスに関する項目が中心となっている(図表 2-14)。ただし、スウェーデン国内株式と外国株式では、評価の視点がやや異なる。これは、スウェーデン国内では、大株主の立場や指名委員会の活動を通じた影響力を行使できるのに対して、スウェーデン国外では、任意の外国企業における同基金の株式保有比率が低い水準となることや各市場の法規制の違いなどにより、影響力が著しく限定されるからである。従って、外国株式の評価視点

¹⁰ ファンドの詳細については、後述する「ファンドを通じた日本企業への女性活躍のためのエンゲージメント」および東京海上アセットマネジメントの「アプローチ(投資手法)」における図表 2-52を参照。

については、国連グローバルコンパクトや OECD 原則に謳われているような、国際的に受け入れられている項目が中心となる。

図表 2-14 議決権行使の考え方

評価の視点	
スウェーデン 国内株式	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株主への公平な対処（配当、新規株式発行、企業の清算において、株主が不利益を被らないような意思決定を行っているか） ・ 自社株の購入（自社株の購入もしくは購入した自社株の売却の妥当性） ・ 取締役会の構成員（取締役の多様性の確保、有能な取締役を登用するための十分な報酬） ・ 監査（監査役選任および評価プロセスが指名委員会によって行われ、取締役会の職務として監査業務を適切に運営できているか） ・ 経営者報酬（経営陣の報酬パッケージが適切であるか）
外国株式	<ul style="list-style-type: none"> ・ 議決権が保護されているか（多数議決権をもつような株式発行に反対） ・ 取締役会の独立性が確保されているか ・ 買収防衛策の導入に反対（買収防衛策の廃止には賛成） ・ 企業の合併および再編の議案（可能な限り議案の内容を精査する） ・ 資本政策（新規株式発行が適切かどうか） ・ 報酬関連（経営陣の報酬設計が株主の利害と一致しているか） ・ 環境および社会に関する問題（①人権、②政治献金、③人種差別および機会平等、④気候変動において、スウェーデンが批准または署名する国際協定に違反する可能性がないか）

(出所) AP4, "Sustainability and Corporate Governance Report 2014/2015"

議決権を行使する際には、議決権行使アドバイザーの助言を参考にするものの、最終的な判断は自らが行う。議案に反対する場合には、その理由を説明するために書簡を送付する。これに対する企業の回答は必ずしも多くないが、双方の見解を話し合うことにより、建設的な議論に発展することもあるという。なお、保有銘柄数は全世界で約 16,000 社に及ぶため、全てに議決権行使を行うことはできない。そこで、スウェーデン国内株式については、保有比率が高い企業もしくは本質的に重要な議題について議決権行使を行う一方、外国株式については、保有比率が高い企業もしくは株主総会の議案になるような問題について企業と対話を行っている場合に議決権行使を行う方針としている。2015 年において、同基金が保有するスウェーデン国内株式 139 社のうち、79 社の議決権を行使する一方、外国株式については 785 社の議決権を行使した(図表 2-15)。

図表 2-15 2015 年の議決権行使の状況

成果	
スウェーデン 国内株式	<ul style="list-style-type: none"> ・ 79 社の議決権行使（うち、72 社の株主総会に出席） ・ 株主総会に先立って、約 20 社と対話を実施
外国株式	<ul style="list-style-type: none"> ・ 開発国 16 カ国の中から、議決権を行使する候補企業を選定 ・ 785 社の議決権を行使

(出所) AP4, "Sustainability and Corporate Governance Report 2014/2015"

【エンゲージメント】

同基金は、スウェーデン国内株式における ESG の問題および外国株式におけるガバナンスの問題についてエンゲージメントを行う。その一方、外国株式における環境と社会の問題については、AP 基金共同のエシカル・カウンシルがエンゲージメントを行い、一部の委託運用をしている外国株式分については自らエンゲージメントを行う。

同基金が行うエンゲージメントについてみると、環境およびガバナンスの分野に注力する様子がみてとれる。環境に注力するのは、気候変動や地球温暖化の問題が、同基金が投資する企業の財務パフォーマンスに深刻な影響を与えると考えるためである。それ故、同基金の取り組みは、地球温暖化ガス排出削減が中心的となっている(図表 2-16)。

図表 2-16 環境に関する取り組み

包括的な目標	期間別の目標	状況
世界中の投資家がカーボンフットプリントを測定し、低炭素戦略に投資することを促進する	2014 年に PDC イニシアティブをスタート(注 1)	継続
PDC イニシアティブを通じた CO2 炭素排出削減	2015 年 12 月のパリ気候変動会議に先駆けて、以下に示す PDC イニシアティブの目標に貢献する ・世界中の投資家の運用資産総額のうち 5,000 億ドルについてカーボンフットプリントを測定する ・同様に、低炭素戦略に対する運用資産総額を 1,000 億ドルとする	継続
低炭素戦略やグリーンボンドの普及に向けた投資教育および他の機関投資家との知識や経験の共有	2014 年：要請に応じて 2015 年：同上	継続 (注 2)

(出所) AP4, ” Sustainability and Corporate Governance Report 2014/2015”

注 1: The Portfolio Decarbonization Coalition を参照(図表 2-18)。

注 2: カンファレンスにおいて約 20 回のプレゼンテーションを行うなどの活動を実施。

一方、ガバナンスについては、企業にとって最適な取締役を登用することが重要であると考えている。そのためには、株主総会に取締役候補者を提示することが指名委員会の役割であると考えており、投資先企業の指名委員会への参加を積極的に行っている(図表 2-17)。この中では、取締役会におけるジェンダー・ダイバーシティの促進が目標の 1 つとなっており、日本企業に対しても、社外取締役の増加や女性取締役の登用について書簡を送付している。

図表 2-17 ガバナンスに関する取り組み

包括的な目標	期間別の目標	状況
指名委員会の参加要請への対応	2014～2015 年において、21社の指名委員会に参加する	全ての参加要請に対応
指名委員会に参加した企業において、よりよい取締役構成になるように努力する	指名委員会の一員となっている企業において、取締役評価の一環として、取締役会の全員または一部にインタビューを毎年実施する	全ての企業においてインタビューを実施
指名委員会の活動において、ジェンダー・ダイバーシティを促進する（注1） コーポレートガバナンス・コード（以下、コード）に企業が準拠することを支援する	指名委員会において以下の点を確認する ・選任の際、少なくとも1名の女性候補者がいること ・女性取締役比率についてコードの目標値を達成する	・指名委員会に関わった全ての企業において、少なくとも女性1名が候補者となっていることを確認 ・また、ストックホルム証券取引所に上場する全企業において、2015年に新たに選出された取締役11名のうち6名（54%）が女性であった
取締役会におけるジェンダー・ダイバーシティを促進し、企業がコードに準拠することを支援する	2014～2015年の目標： ・保有比率の高い企業および女性取締役比率を高めるための努力が必要だと考えられる企業の指名委員会を特定した上でコンタクトする ・適任者を紹介する	継続
日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展を促進する	2014～2015年の目標： ・日本版ステewardシップ・コードの支持を継続 ・コーポレートガバナンス・コードの発展を支持	2015年においては、日本版ステewardシップ・コードに署名したほか、コーポレート・ガバナンスを巡る問題について、日本のワーキンググループの会合に数多く出席

(出所) AP4, "Sustainability and Corporate Governance Report 2014/2015"

同基金は、原則として、エンゲージメントにより、企業行動を変化させることを目標とする。なぜなら、投資を引き揚げるだけでは、企業の問題は解決しないからである。それが企業のためでもあり、年金受給者のためでもあると考えている。ただし、ネガティブ・スクリーニングのアプローチで述べたように、エンゲージメントが上手くいかない場合には、投資対象から除外することもある。エンゲージメントの方法は、電子メールによる方法が原則であるが、電話会議による場合もある。スウェーデン国内株式については、エンゲージメントは投資判断の一部として、ポートフォリオ・マネージャーが担当するが、ESG 担当者が同行して、サポートすることもある。エンゲージメントのテーマの選定は、効果的な影響をもたらす可能性の高いものを選定する。既にエンゲージメントが行われているテーマに追随しても、追加的な成果を生むわけではないので選定しない。エンゲージメント先企業に対しては、大きな変革を要求しても上手くいかないため、少しずつ改善していくことが望ましいと考え

ている。同基金では、このような取り組みは、共同イニシアティブとして展開しているケースも多い(図表 2-18)。

図表 2-18 共同イニシアティブ

名称	概要
CDP	旧カーボンディスクロージャープロジェクト。温室効果ガス排出情報の開示を企業に求めるイニシアティブ。企業が回答した温室効果ガス排出情報を提供している。
Ethical Council	スウェーデン国民年金の 4 つの基金 (AP1~AP4) から構成される団体で、環境や社会の問題に関する国際規範に違反するような外国企業に対して変革を促す。
Extractive Industries Transparency Initiative (EITI)	採掘産業透明性イニシアティブ。資源開発において情報開示により産出国政府への資金の流れの透明性を高め、腐敗や紛争を予防する多国間協力の枠組み。
Fossil Free Sweden	スウェーデン政府が始めたイニシアティブで、スウェーデン国内の企業、地方自治体、団体組織が、気候変動の問題に対してどのように貢献しているかを示す。
Hållbart Värdeskapande / Sustainable Value creation	スウェーデンの大手機関投資家とストックホルム証券取引所の共同イニシアティブで、企業が持続可能性について体系的に取り組むことを促進する。
Institutional Investors Group on Climate Change	気候変動に伴う長期的な投資機会やリスクに対処するような公共政策、資産運用、企業行動を促進するためのプラットフォームを投資家に提供する。
International Corporate Governance Network (ICGN)	コーポレート・ガバナンスのベストプラクティスを求める国際的な機関投資家のネットワーク団体。2013 年に「ICGN Statement and Guidance on Gender Diversity on Boards」を策定し、投資先企業の取締役会のジェンダー・ダイバーシティを求めている。
Investor Platform for Climate Actions	気候変動を抑制するために発足したオンライン・プラットフォーム。投資家や為政者に対して、既に行われているイニシアティブの情報提供や、新たな取り組みの促進を目的とする。
Montreal Pledge	PRI および UNEP FI がサポートする取り組みで、ポートフォリオのカーボンフットプリントを測定・開示・削減することにより、PDC の目標にコミットする。
The Portfolio Decarbonization Coalition	カーボン負荷の高い企業への不投資や環境効率の優れた企業への投資を通じて、温暖化ガス削減を図る取り組み。
UN Principles for Responsible Investment (PRI)	国連責任投資原則。

(出所) AP4 のホームページおよび概要については各イニシアティブのホームページ

外国企業における環境および社会の問題については、エシカル・カウンスルが対処している。この取り組みでは、潜在的な問題と既に生じている(国際協定の違反が疑われる)問題に対して、異なるアプローチにより対話を実施する(図表 2-19)。

図表 2-19 エシカル・カウンシルの対話アプローチ

ステップ	潜在的な問題を予防するための対話	既に生じている問題に関する対話
①AP 基金の保有銘柄の調査	メディア、投資家、諸団体、国連関連機関などから情報収集を行い、約 4,000 社の状況を調査する。	
②徹底的調査	企業、産業、問題が生じている分野、投資家のイニシアティブを精査する。	他の機関投資家やサービスプロバイダーとともに、毎年 100~300 社について、国際協定違反に関与する可能性を調査する。
③対話先企業の選定および目標設定	リソースが限られるため、費用対効果の観点から対話先企業および潜在的な問題を選定する。どの問題に注力するかは公表しない。	国際協定違反が明白な数多くの企業と直接対話する。他の機関投資家やサービスプロバイダーと一緒に対話する場合もある。
④対話の進め方	企業を詳細に分析した上で、問題の産業における最低限の要請事項とベストプラクティスを考慮する。	他の投資家との協働、株主提案、議決権行使、などを通じてプレッシャーを与える。
⑤-1 目標を達成した場合	対話を終了する。	対話は終了するが、その後 5 年間はモニタリングを行う。
⑤-2 目標に達しない場合	対話を継続する。	4 年間対話を継続しても望ましい結果が得られない場合には不投資を推奨する。カウンシルは年 1 回、企業の状況を確認する。

(出所) Ethical Council , "The Ethical Council's annual report 2014"

2014 年のエシカル・カウンシルの活動についてみると、世界中の 308 社と対話を行った。このうち、潜在的な問題については、パーム油やココア業界における問題に関する対話が中心であった。一方、既に生じている問題に関する対話のうち、2 社について不投資推奨を行った。1 社は、鉱山廃棄物を河川に直接排水を行っており、生物多様性の観点から国際協定への違反が懸念される企業である。もう 1 社は、西サハラ地域において地元住民の利益にならない商取引を行う企業である。また、2015 年初めには、イスラエルの入植地(ヨルダン川西岸地区)に監視装置を販売した企業について不投資を推奨した。

③ ESG 投資における女性の活躍情報の活用状況等

【自社の女性活躍に関する取り組み】

2014 年のアニュアル・レポートによると、従業員に対する施策として、男女平等やダイバーシティを掲げており、日々の業務における対話や会議を促進するほか、従業員満足度調査を実施する。

また、人材採用の検討を行う際に、男性と女性の候補者を含むものとする規定(ポリシー)を有する。この点について、部署単位では、女性やマイノリティを増やそうという考えはあるが、取締役会レベルでは、性差に限らず、取締役として相応しい人材を登用することが重要であると考えている。

スウェーデンでは、クォータ制の導入はないものの、コーポレートガバナンス・コードにおける目標(2020年までに取締役会における男性もしくは女性の比率が40%を占める)が設定されている。

2014年末における女性の登用状況についてみると、全従業員54名に対して女性は19名であり、経営委員会(management committee)5名のうち女性は2名である。

【女性活躍のためのエンゲージメント】

スウェーデン国内上場企業に対する取り組みとして、投資先企業の指名委員会を通じたジェンダー・ダイバーシティの促進が挙げられる。

取締役構成は、個々の企業の状況に基づいて登用することが原則である。そして、取締役の選任においては、取締役が職責を果たすための時間があるかどうかや、取締役のスキル、経験、年齢、ジェンダー、国籍、当該企業からの独立性などの要素を全て考慮することが求められる。その中でも、女性の取締役候補に関する優先順位は高い。同基金は、少なくとも1名の女性を取締役候補に加えることに対する働きかけを数年来行っており、この取り組みは奏功していると考えている。

そのようななか、スウェーデンでは、2014年10月にコーポレートガバナンス・コードにおいて、2020年までに上場企業の女性取締役比率を40%にすることが推奨された。また、大企業については2017年に35%に達することが中間目標となった。

そこで、同基金では、2014～2015年における新たな目標として、投資先企業の指名委員会において、上述のコーポレートガバナンス・コードにおける推奨目標を達成することを目指して取り組んできた。その結果、2015年、同基金が出席した指名委員会の中で、新たに選任された女性取締役の比率は34%(23人中8人)となった。また、同期間中、指名委員会に出席した企業における女性取締役比率は、前年から2%ポイント増加し、30%となっている。

同基金は、コーポレートガバナンス・コードで掲げている推奨目標に賛同しているが、より重要な点は、執行役員や中間管理職(ミドルマネジメント)などの全ての層において、ダイバーシティが進展しているかどうかであると考えており、今後の課題と認識している。

【ファンドを通じた日本企業への女性活躍のためのエンゲージメント】

同基金は、TMAM-GO ジャパン・エンゲージメント・ファンドへの投資を通じて、日本企業に対するエンゲージメントを実施している。とりわけ、取締役構成におけるジェンダー・ダイバーシティは、エンゲージメントにおける要請事項の1つであり、女性取締役が殆どいないという問題は重要なテーマとなっている。また、女性取締役の問題は、取締役の女性候補者が少ないことが一因であるため、女性取締役以下の階層における女性の数を増やすことの重要性も取り上げている。

なお、日本企業の情報収集は、同ファンド運用者である東京海上アセットマネジメントが作成した資料を通じて行っている。日本企業の開示レベルは、改善しているものの、なお検討の余地があると考えており、その1つとして英語による開示が限られる点を挙げている。

(3) カリフォルニア州教職員退職年金基金(米国 ウェスト・サクラメント)

① 会社概要

名称	・カリフォルニア州教職員退職年金基金 (California State Teachers` Retirement System)
組織	・カリフォルニア州の教職員のための年金基金であり、約 60.3 万人の加入員および 27.6 万人の受給者から構成される。 ・本部はカリフォルニア州のウェスト・サクラメントに位置しており、989 名の従業員を擁する。
理事会	・理事会のメンバーは 12 名であり、現職教職員の中から選任される 3 名、州知事が任命し上院が承認する 5 名、行政機関現職者 4 名から構成される。 ・理事会は、6 つの意思決定機関（上訴委員会、監査・リスク管理委員会、給付・サービス委員会、ガバナンス委員会、報酬委員会、投資委員会）を有する。
運用資産	・2015 年 9 月末現在、1,813 億ドル（約 21.9 兆円）
資産配分	・グローバル株式（米国内株式を含む）54.7%、債券 16.7%、不動産 13.9%、プライベートエクイティ 10.3%、絶対収益型資産 1.8%、インフレーション感応型資産 0.9%、キャッシュ 1.7%（2015 年 9 月末現在） ・グローバル株式は、基金全体で約 7,300 銘柄保有しており、うち日本株式は約 1,100 銘柄（金額ベースでは約 16%に相当） ・自家運用と委託運用の割合は、それぞれ、約 60%、40%

(出所) CalSTRS ホームページ(2016 年 1 月 28 日現在)

② ESG 投資(責任投資)

【理 念】

同基金は、投資ポリシーと経営計画¹¹の中で、投資保有期間や受給者の平均余命が長期に及ぶことを踏まえて、資産運用の成果とグローバル経済の繁栄は密接に関連すると考えており、それ故に ESG 要因を考慮することが受託者責任¹²を果たすことにつながると位置付けている。具体的には、ESG 要因に関連する投資リスクを軽減するために、同基金が定める 21 のリスクファクターの一部として考慮される(詳細は後述のアプローチ(投資手法)を参照)。なお、受託者責任を果たす上で、社会に関連するリスク要因は投資パフォーマンスに対して直接的な影響を及ぼさないとの見地から、社会要因のみを考慮した投資判断を許容しない。

一方、コーポレート・ガバナンスについては、企業の優れたガバナンスや事業の説明責任が投資パフォーマンスに影響を与えると考えており、上記のリスク要因として考慮する以外にも、コーポレート・ガバナンスに関する行動計画を策定している¹³。具体的には、株主活動に関する取り組みや、取り組みを実践するための事業計画が定められている。

¹¹ CalSTRS, "Investment Policy and Management Plan"

¹² 同基金は公的年金であるため、企業年金の法律である ERISA 法の支配は受けない。しかしながら、カリフォルニア州の憲法および教育法の下で、受託者責任を負うことが要請されている。

¹³ CalSTRS, "Corporate Governance Program and Portfolio Policy"

【体制】

同基金は、理事会の下に、6つの意思決定機関(上訴委員会、監査・リスク管理委員会、給付・サービス委員会、ガバナンス委員会、報酬委員会、投資委員会)を有する。このうち、ESG投資を含む、資産運用に関するあらゆるプロセスについて意思決定権限を有するのが投資委員会である。具体的には、州憲法および教育法に合致するような投資方針の策定や、資産配分の決定およびモニタリングなどに関する責任を負う。投資委員会は、全ての理事会メンバー12名により構成される。

同基金の特徴は、資産運用部門において投資リスクを考慮することにより ESG投資が実践される一方で、コーポレート・ガバナンスを担当する部門(コーポレートガバナンス・ユニット)においても、資産運用を行う点にある。具体的には、議決権行使、ポートフォリオ保有銘柄に対するエンゲージメント、共同イニシアティブといった取り組みのほかに、資産運用を含めた4つの業務を行うために、コーポレート・ガバナンスの専任部門(コーポレートガバナンス・ユニット)が組織される。このユニットには、ポートフォリオ・マネージャー2名を含む、計9名のスタッフが在籍する。

【アプローチ(投資手法)】

(ESGインテグレーション)

同基金は、運用資産の種類や国内および海外の別を問わず、全ての資産における投資リスクを軽減するために、21のリスクファクター(CalSTRS 21 Risk Factors)を定めている(図表 2-20)。ESGに関するリスク要因は、21のリスクファクターの一部として考慮される。従って、全ての運用資産にESGの要素が考慮される。これらのリスクについては、自身の投資スタッフおよび委託先の運用機関における投資判断の一助として、財務分析や投資プロセスに考慮されなければならないとされる。

図表 2-20 CalSTRS 21 Risk Factors

1. 金融の透明性
 - ・金融や財政に関するデータが無料で開示されており、それらが関係法令に順守しているか。
2. データの公表
 - ・IMFもしくは同等の組織に加盟しており、データの状況(入手しやすさ、廉潔性、質)が満足できるものであるか。
3. 会計基準
 - ・国際会計基準もしくは米国会計基準に準拠しているか。
4. 決済システム(中央銀行)
 - ・各国における中央銀行の活動が、安全且つ効率的な決済システムの確立に向けて、網羅されたものであるか。
5. 証券取引規制
 - ・証券監督者国際機構(IOSCO)に準拠しない国において事業を行っているか。
6. 監査
 - ・規制当局が監査基準を策定する際に、国際監査基準(ISA)が活用されているか。

7. 財務の透明性

・財務情報の開示水準が一定の基準に満たない国において事業を行っているか。

8. コーポレート・ガバナンス

・良好なコーポレート・ガバナンスを実践することについて、政府がサポートしているか。

9. 銀行監督

・銀行監督の基本原則（バーゼル・コア・プリンシプル）に準拠しない国において事業を行っているか。

10. 決済システム（原則）

・（BIS が 2001 年 1 月に公表した）10 の原則に準拠しているか、ルールや手続きが明確であり決済システムの参加者が財務リスクを理解するような環境が整っているか。

11. 破産におけるフレームワーク

・破産手続きに支障があるような特定の国における事業活動があるか。

12. マネーロンダリング

・国際基準に従ったマネーロンダリング対策が実行されている国において事業を行っているか。

13. 保険監督

・保険監督者国際機構（IAIS）による原則に従う規制の枠組みがあるか。

14. 人権の尊重

・司法制度が弱い国における事業があるか。
・非人道的な行為に関わる国における企業活動に伴うリスクがあるか。

15. 市民の自由の尊重

・言論や宗教の自由などの市民の自由を認めない国や地域において事業を行っているか。

16. 政治的権利の尊重

・市政府に対する改革を支持する市民の権利を認めない国において事業を行っているか。

17. 差別

・女性、児童、障がい者、マイノリティ、先住民などに対する偏見を有していないか。

18. 労働者の権利

・結社や団体交渉の権利、強制労働の禁止、児童労働の状況など、労働者の権利に関するグローバルな基準を定めているか。

19. 環境問題

・事業活動において、環境問題に対してどの程度影響を及ぼしているか。

20. テロリズム

・紛争地域において、事業を行っているか。

21. 人間の健康

・著しく健康に有害な製品を製造する産業や企業に関連する事業活動を行っているか。

（出所） CalSTRS, “Investment Policy and Management Plan”

（サステナビリティ・テーマ投資）

「体制」で述べたように、コーポレートガバナンス・ユニットは資産運用を業務の 1 つとしている。具体的には、2 つの視点で資産運用を行っている。

第一に、環境要因に注目した資産運用として、グリーン・イニシアティブがある。このうち、グローバル株式は、外部の運用機関 2 社が採用されており、運用資産残高は約 8.2 億ドル（約 988 億円）

になる¹⁴。これらの運用機関は、主として環境要因に注目した運用を行っており、ポジティブ・スクリーニングや特定の環境分野における技術に注目した銘柄選択を行っている。

第二に、ガバナンス要因に注目した資産運用として、アクティビスト・ファンド¹⁵への投資がある。アクティビスト・ファンドは、通常、10～15 銘柄を投資対象として集中投資を行うアプローチをとる。彼らの投資戦略は、リソースの割当(資本配賦)、ガバナンス構造の改革、報酬設計などのインセンティブ設計といったガバナンス要因について企業と積極的な対話を行うことにより、企業業績の改善を通じて投資パフォーマンス獲得を図るものである。グローバル株式のカテゴリーにおいて、外部の運用機関 10 社が採用されており、運用資産残高は約 45.1 億ドル(約 5,436 億円)になる。

(ネガティブ・スクリーニング)

同基金は、理事会が必要と判断する場合には、ネガティブ・スクリーニングやダイベストメント(不投資)を実施することがある。これらの中には、カリフォルニア州法の要請によるものもある。具体的には、スーダンおよびイランに関連した不投資が挙げられる。当該国において事業展開する企業や、当該国と密接に関係するエネルギー産業もしくは軍需産業の企業は不投資となっている。最近では、2015年9月に石炭関連企業への不投資を要請する法案が州議会を通過したことから、当該企業への対応を迫られている¹⁶。また、州議会では否決されているものの、理事会の方針として銃製造企業に対する不投資を行っている¹⁷。

(インパクト投資)

同基金による特徴的な投資プログラムの取り組みの 1 つとして、カリフォルニア州地域への投資が挙げられる。同基金は、地元の企業や産業に投資することにより、地域経済への波及効果を重視する。そこで、運用資産総額の 2%を目標に、受託者責任に反しない範囲において、地域投資を優先することを定めている¹⁸。

【ESG 情報の入手方法】

アプローチ(投資手法)で述べた ESG 投資を行うための情報の入手先として、Trucost、MSCI ESG、Bloomberg などを使っている。日本企業の ESG 情報開示について、英語による情報開示を課題として指摘する。同基金が保有する株式のうち、大型株式については英語による情報開示が

¹⁴ 2015年11月の調査時の状況。後述のアクティビスト・ファンドについても同様。

¹⁵ 投資先の株式保有比率を高めた上で、経営者との対話や株主提案などを通じて、企業価値を高めることを投資戦略とするファンドを指す。

¹⁶ ただし、州議会が不投資法案を通したとしても、理事会には州憲法で定められた受託者責任を負うことから、理事会が受託者責任に違反すると判断すれば、不投資法案に従わない場合がある点に注意。なお、2016年2月3日のニュースリリースによると、米国企業については4社を投資対象から除外する一方、非米国企業についてはエンゲージメントを開始することが発表されている。

¹⁷ CalSTRS, “Overview of the California State Teachers’ Retirement System and Related Issues,”

¹⁸ CalSTRS, “Policy on California Investments,”

行われているが、中小型株式についてはほとんど行われていない。そのため、議決権行使に向けて、全ての開示資料を読むことができず、第三者による翻訳や総会議案の推奨に頼らざるを得ない。後者については、株主総会の日が集中する点も、開示資料の理解を阻む一因に挙げている。

【議決権行使】

同基金は、議決権は株主の重要な権利であり、受益者の利益を最優先するように行使すべきであると考えている。従って、保有銘柄全てについて自ら議決権を行使する。委託運用についても同様である。ただし、前述のアクティビスト・ファンドについては、議決権行使が投資手法そのものであるため彼らに一任しており、議決権行使の方針を報告してもらうことに止めている。ESG 情報の入手方法で挙げた Trucost、MSCI ESG、Bloomberg 等の情報のほかに、議決権行使アドバイザーとしてグラスルイス¹⁹を利用しているが、上述したように議決権行使は自らが行う。また、議決権行使のための情報収集の際には、グラスルイス以外にも Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) を利用する。議決権行使結果については、透明性を重視する方針により、行使結果だけでなく、投票する前にどのように行使するかをウェブサイト公表する。なお、議決権行使ポリシーは、全世界で統一的な基準を採用する(図表 2-21)。

図表2-21 議決権行使ポリシー

- ① 保有銘柄に関連する全ての議案に対して議決権を行使するか、棄権する場合には、企業に対して書面により通知する義務を負う。後者の場合には、棄権に至った説明を行う。
- ② 企業活動に伴い環境や社会に対して望ましくない影響を及ぼすこと（社会的損害）を抑制するような決議には賛成票を投じる（逆も然り）。
- ③ 社会的損害を与えるような企業に対して、その損害を同程度及ぼす競合企業が存在し、その競合企業に比べて著しく不利な株主決議が課される場合には、当該企業が産業全体の自主規制導入に向けた取り組みの有無を明らかにする。取り組みが行われていると判断される場合には、投票を棄権する。そうでない場合には、棄権するだけでなく、そのような取り組みを行うことを提案する。
- ④ 取締役選任に関して、積極的に議決権を行使する。
- ⑤ 取締役会に関する基準に対する順守状況を定期的にモニタリングする。

(出所) CalSTRS, “California State Teachers’ Retirement System Corporate Governance Principles,”

また、同基金は、コーポレート・ガバナンス原則(図表 2-22)を定めており、議決権行使や以下で述べるエンゲージメントは、この原則に従って行われる。

図表 2-22 コーポレート・ガバナンス原則

評価項目	評価のポイントと考え方
取締役会	取締役会は株主の利害を守る受託者責任を負う。従って、効率的な企業活動を行うた ・取締役構成 ・取締役会の構造

¹⁹ 米国の議決権行使助言業者で、株主総会議案の賛否に関する助言を行う。後述の ISS も同様の助言業者。

評価項目	評価のポイントと考え方	
	めに、取締役会のダイバーシティが必要であり、各取締役の十分な貢献が求められる。また、取締役会は外部評価機関による定期的な自己評価を行う手段をもたなければならない。	・取締役の役割と責任
監査役および監査に関連する問題	外部監査役は独立でなければならない。企業の財務諸表を監査する際の利害に対立があってはならない。同様に、監査委員会も、財務報告プロセス、内部統制、独立監査役を監督する重要な役割がある。	・監査以外の業務 ・監査役の法的責任 ・監査役の承認
経営者報酬の原則	経営者報酬はコーポレート・ガバナンスの中心的な問題であり、20年以上議論されてきた。経営者報酬の問題は、受託者責任の観点から極めて重要な課題であり、取締役会および機関投資家の双方が注意と勤勉さをもって対処する必要がある。	・報酬ポリシー ・報酬パッケージ ・インセンティブの評価基準 ・報酬設計 ・説明責任
役員報酬	<ul style="list-style-type: none"> ・独立役員の報酬形態は、現金支給もしくは譲渡制限付株式の付与以外であってはならない。退職手当やオプションの付与は、誤ったインセンティブを与える。 ・内部取締役は、金銭的・非金銭的を問わず、取締役会の職責に対する報酬以外の便益を受け取ってはならない。 ・独立役員は、株主と長期的な利害が一致するように最低限の株式を保有すべきである。 	・役員報酬 ・内部役員 ・役員の株式保有
従業員による株式購入	従業員による株式購入プランの導入には賛成するものの、購入価格は市場価格の85%を下回ってはならない。また、購入原資を借入金で賄ってはならないほか、プランに関係する自己株式の発行や保有は他の目的に利用されてはならない。	—
ガバナンス構造	<ul style="list-style-type: none"> ・合理的な買収防衛策については支持するが、スーパー・マジョリティー条項には反対する。 ・書面決議、臨時総会の招集、プロキシ・アクセス、といった株主の権利保護を支持する。 ・投資先企業のM&Aおよびゴールデンパラシュートについては案件毎に評価し、株式発行については、発行済み株式総数に対して15%以下の発行であれば原則として支持するが、それを超える場合には合理的な説明が必要である。 	・買収防衛策 ・株主の権利 ・資本構成
サステナビリティ	企業にとって、長期的に持続可能な企業となり、事業活動に影響を与える全てのリスクに対処していることを確かなものにするために、ESGの問題を考慮することは重要である。	注：CalSTRS 21 Risk Factors (図表 2-20) を参照

(出所) CalSTRS, “California State Teachers’ Retirement System Corporate Governance Principles,”

【エンゲージメント】

同基金のエンゲージメントは、コーポレート・ガバナンス原則(図表 2-22) および 21 のリスクファクター(図表 2-20)に抵触する恐れがある場合に、投資プロセスの一環として実施される。具体的には、投資スタッフ、最高投資責任者(Chief Investment Officer; CIO)、投資委員会は以下の対応を行う。

- (i) CIO は、投資リスクおよび年金システム双方の観点から、事態の重要性を評価する。どのように対応するかは、当該企業の持株数およびポリシー違反の程度によって決定される。
- (ii) CIO 指示の下、投資スタッフは、企業の経営に対してエンゲージメントを行い、企業の意思決定や ESG 問題の影響に関する情報の収集および把握に努める。
- (iii) CIO および投資スタッフは、投資委員会に対して、調査結果に対する見解および今後のアクションプランに関する報告書を提出する。投資委員会は、事態の重要性に応じて、更なる資源を整備することができる。

実際のエンゲージメントは、企業に対して個別にコンタクトすることからスタートする。エンゲージメントの実施方法は、企業訪問によるミーティング、電話会議、書簡の送付などあらゆる方法により行われる。同基金は、長期的な投資を行っていることから、投資先企業との良好な関係を築くことを目指している。従って、エンゲージメントは、問題を解決するばかりでなく、双方の関係構築に役立つと考えている。エンゲージメントが不調に終わる場合には、株主提案を申請することもあれば、役員選任に反対票を投じることもある。同基金は、共同エンゲージメントも有効であると考えており、積極的に共同イニシアティブに参加している(図表 2-23)。

図表 2-23 共同イニシアティブ

名称	概要
Asian Corporate Governance Association	アジアにおいて効率的なコーポレート・ガバナンスを実践するために、投資家、企業、規制当局が協働する NPO 団体。
CDP	旧カーボンディスクロージャープロジェクト。温室効果ガス排出情報の開示を企業に求めるイニシアティブ。企業が回答した温室効果ガス排出情報を提供している。
Ceres	企業の環境責任(Ceres 原則)を求めた投資家と環境団体のネットワーク団体。INCR の事務局も務める。
Council of Institutional Investors (CII)	コーポレート・ガバナンス強化と株主権利とその保護を推進する投資家団体。
International Corporate Governance Network (ICGN)	コーポレート・ガバナンスのベストプラクティスを求める国際的な投資家のネットワーク団体。

名称	概要
Investor Network on Climate Risk (INCR)	コーポレート・ガバナンスのベストプラクティスを求める国際的な機関投資家のネットワーク団体。2013年に「ICGN Statement and Guidance on Gender Diversity on Boards」を策定し、投資先企業の取締役会のジェンダー・ダイバーシティを求めている。
Shareholder-Director Exchange	企業や取締役のアドバイザーから構成される団体で、株主と対話するために効率的な手段を提供する。株主と取締役のエンゲージメントに関するフレームワークをまとめたガイドラインを策定する。
UN Principles for Responsible Investment (PRI)	国連責任投資原則

(出所) CalSTRS, “CalSTRS Corporate Governance Annual Report Fall 2014,” および概要は各ホームページ

③ ESG 投資における女性の活躍情報の活用状況等

【自社の女性活躍に関する取り組み】

同基金は、ダイバーシティをコア・バリューとして位置付けており、2003年から投資委員会のイニシアティブとしてダイバーシティの取り組みが推進されている²⁰。2011年には、5カ年計画を発表して、内部の投資スタッフのダイバーシティだけではなく、投資先企業や委託先運用機関に対するイニシアティブなど、包括的な取り組みが行われる。このうち、投資スタッフに関するものについては、①採用施策の策定、②トレーニングプロセスの策定、③リテンションのための人材開発プログラムの策定、④地方大学向けのインターンシップに取り組んでおり、ダイバーシティの促進を図っている。2014年12月末現在の投資スタッフの状況を見ると、男女の比率は50%となっておりダイバーシティが実現できているほか、民族のダイバーシティについても43%に達することが示されている。

【女性の活躍情報の投資プロセスにおける活用】

同基金は、取締役構成のダイバーシティが重要であると考えている(図表 2-22)。これは、取締役が経営者をモニタリングするだけではなく、異なった見地から意見を述べるのが重要であると考えているためである。このような見地から、ジェンダー・ダイバーシティが大変重要であると認識しているものの、後述するように、投資プロセスの中で考慮するというよりも、むしろ議決権行使やエンゲージメントを通じて投資先企業への働きかけるアプローチを行っている。

【女性活躍のための議決権行使】

取締役構成におけるダイバーシティについて、同基金は、コーポレート・ガバナンス原則に示す4つの取り組みを重視している。具体的には、①取締役会および指名委員会が取締役のダイバーシティを考慮すべきであること、②取締役の選任プロセスや選任ポリシーは、企業の長期的な事業

²⁰ CalSTRS, “Diversity in the Management of Investments: 2015 Annual Progress Report,”

戦略に則して、スキル、経歴、経験、年齢、性別、性的指向、文化、民族のダイバーシティが考慮されるべきであること、③取締役におけるダイバーシティへの取り組みを開示すること、④取締役におけるダイバーシティの目標は、性別や人種のダイバーシティに加えて、文化的なダイバーシティを取り入れることの4つである。

上述の取り組みは、2009年に遡ることができる。同基金のニュースリリース²¹によると、2009年の株主総会シーズにおいて、8社に対して取締役のダイバーシティ推進を要請する株主提案を行った。このうち6社は、取締役選任プロセスにおいて、積極的にダイバーシティを考慮することに同意した。その一方、2社については継続的な対話が行われたものの、合意には至らずに株主決議に諮られており、それぞれ、10%、18.25%の賛成票を獲得している。また、2011年の株主総会シーズンにおいては、同様の提案を行った8社について、全ての企業との対話が奏功した結果、株主提案を取り下げたことが明らかにされている²²。

【女性活躍のためのエンゲージメント】

企業との対話が不調に終わる場合には株主決議に至ることもあるものの、近年は、様々なイニシアティブを通じたエンゲージメントを行うことにより、取締役構成のダイバーシティ促進を図っている。これに伴って、投資先企業のみならず、全ての企業を対象とするようなエンゲージメントを志向するようになってきている。詳細は以下の「女性活躍のためのエンゲージメント事例」で述べるように、企業との個別の対話や、他の機関投資家との協働、共同イニシアティブの取り組みなどのほか、規制当局への働きかけを行っている。

【女性活躍のためのエンゲージメント事例】

個別企業の有名な事例として、フェイスブック社に対するエンゲージメントが挙げられる。同基金は、同社が2012年5月に新規株式公開(IPO)を行う前から同社への投資を行っており、IPOに先立つ同年2月に、取締役会のガバナンスおよびダイバーシティに関する書簡を送付した。そこでは、フェイスブック・ユーザーの約60%が女性顧客である点を踏まえて、①当時8名全て男性取締役から構成される取締役会のダイバーシティを促進させること、②企業規模に対して取締役会のサイズが小さいことの2点に言及し改善を求めた。とりわけ、①については、同社の女性最高業務執行責任者(COO)であったシェリル・サンドバーグ氏を取締役に登用することに言及した。IPO後の同社の支配株主は同社自身であり、同基金の影響力はなかったにもかかわらず、同社CEOであるマーク・ザッカーバーグ氏は、サンドバーグ氏を取締役に登用することを発表した²³。また、2016年1月末現在、同社の取締役会には、女性の独立取締役1名が新たに登用されており、計10名のうち2名が女性となっている。

²¹ 2009年6月8日および2009年8月20日発表のニュースリリース。

²² 2011年7月12日発表のニュースリリース。

²³ 2012年6月25日のフェイスブック社のニュースリリース。

同基金は、個別のエンゲージメントのみならず、他の機関投資家との協働や共同イニシアティブへの展開に、積極的に取り組んでいる。代表的な事例として、米国最大の公的年金であるカリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)との協働が挙げられる。

同基金は、Diverse Director DataSource(3D)として知られる取締役データベースを、CalPERSと協働で2011年に立ち上げた。3Dは、多様なスキルや経験をもつ取締役候補者の情報をデータベース化したものであり、企業が取締役会のダイバーシティに取り組む際の一助となる。3Dのホームページによると、2015年11月末現在で、データベースに登録されている取締役候補者の68%が女性となっている。これに関連して、2014年に同基金はCalPERSと協力して、カリフォルニア州企業のうち、女性の取締役が存在しない131社に対して書簡を送付することにより、広範なエンゲージメントを展開した。その後4カ月の間に35社から回答があり、15社が少なくとも1名の女性取締役登用を約束した。なかには、女性取締役2名を登用した企業もあることが明らかにされている²⁴。

また、同基金が取り組む共同イニシアティブの1つに、Thirty Percent Coalitionがある。同基金は、イニシアティブ設立メンバーの1機関である。このイニシアティブが取締役会のダイバーシティを要請するのは、企業がグローバル競争で生き残るためには、幅広い視点、スキル、経験を活用することが不可欠であると考えられるためである。2014年10月にイニシアティブが行った取り組みとして、米国の代表的な株式指数であるRussell 1000構成銘柄のうち、取締役会に女性のいない100社に対して、ジェンダー・ダイバーシティを求める書簡を送付したことが挙げられる。このイニシアティブの幹部は、書簡の送付は、個別の対話から株主決議に至るまでの一連のエンゲージメントプロセスにおいて、唯一の重要な手順であると述べている²⁵。

このほか、2015年には、大手公的年金8機関と共同で、取締役候補者の性別、人種・民族のダイバーシティおよび、スキル、経験に関する情報開示の規制を設けることを米国証券取引委員会(SEC)に要請するなど、取締役のダイバーシティを促進するための様々な取り組みを展開している。

²⁴ 2014年8月28日発表のニュースリリース

²⁵ 2014年10月22日発表のニュースリリース