

## 2.3.2 運用機関

### (1) Standard Life Investments(英国 エジンバラ)

#### ① 会社概要

名称	・ Standard Life Investments (SLI)
概要	・ 英国大手生命保険会社 Standard Life plc の運用部門が 1998 年に独立して設立された。現在世界 17 カ国・地域に拠点を持つグローバル運用機関。 ・ アジアでは、日本の三井住友信託銀行、インドの HDFC アセットマネジメントとも提携関係にある。 ・ 2014 年に同国の Ignis Asset Management(運用資産総額は約 507 億ポンド)を買収。
従業員総数	・ 1100 名以上
顧客層	・ 親会社(Standard Life plc)のほかに、年金基金、銀行、投資信託、財団、慈善団体、政府系ファンドなど。
運用資産	・ (子会社 Ignis Asset Management の運用資産総額を除く) ・ 運用資産総額は約 2,025 億ポンド(約 36.2 兆円)。内訳として、株式 25.1%、債券 26.5%、複合資産 29.6%、不動産 6.5%、その他 12.3%。株式のうち、日本株式の保有比率は約 2.5%。地域分布では、英国本土 75.8%、欧州 13.3%、北米 5.8%、アジア太平洋地域 5.1%。 ・ 投資先企業 1545 社、うち日本企業は 128 社。

(出所)SLI ホームページ(2015 年 12 月末現在)

#### ② ESG 投資(責任投資)

##### 【理 念】

同社における責任投資とは、顧客の運用資産に影響を与える ESG 問題に関する調査、研究および取り組みである。同社は、従業員やサプライチェーン、顧客と良好な関係を築き、自社のビジネス活動が環境や社会に対するインパクトを考慮する、持続可能なビジネス慣行を行う企業が中長期的に株主に利益をもたらすと認識しており、責任投資を通じて企業が責任をもって日々のビジネス活動を行うよう促すことができると考えている。そのため、自社の取り組みとして、①投資プロセスに ESG 視点を取り入れること、②投資先企業に環境・社会問題に関するベストプラクティスを奨励し株主価値の向上につなげること、③企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンスに関する基準の発展をサポートすること、④自社の責任投資の理念を理解してもらうよう、顧客や投資先企業等と積極的なコミュニケーションを取っている。

##### 【体 制】

同社の責任投資に関する組織は、責任投資チーム(以下、RI チーム)とガバナンス&スチュワードシップチーム(以下、G&S チーム)の 2 つある(図表 2-24)。独立した組織としてガバナンス・チームを立ち上げたのは英国では同社が初である。

RIチームは5名で構成され、①投資プロセスにおける環境・社会の投資リスクや投資機会のインテグレーション、②責任投資の商品やサービスの提供、③倫理ファンドのスクリーニングを行うことで、環境・社会問題に焦点を当てており、責任投資の中心な役割を担っている。G&Sチームには11名のスタッフが在籍しており、主にガバナンス問題を担当する。具体的には、①投資先企業のガバナンス問題の分析、②企業との対話、③議決権行使、④顧客向け議決権行使結果およびガバナンス活動の報告、⑤ガバナンスに関するベストプラクティスの方針作成などを行っている。また、異なった視点や知見を持つ両チームが定期的に会合し情報共有を行うことによって、企業のESG問題への取り組みをよりよく理解するよう努めている。

図表 2-24 責任投資の組織図



(出所)SLI 提供資料による。

### 【アプローチ(投資手法)】

#### (ESG インテグレーション)

同社では、RIチームとG&Sチームが収集したESG情報を、内部プラットフォームを介してすべてのファンドマネージャーに提供するとともに、投資チームと双方向で議論を重ねる。必要に応じて投資チームと共同でエンゲージメントを行うこともある。こうした緊密な連携により、投資プロセスに財務情報だけでなく、ESG情報の付加価値が反映される。現在、同社のESG要素を統合した運用資産残高が2015年9月末現在で1,496億ドル(約18兆円)と、同社の運用資産総額の約半数を占める。

投資先企業の環境・社会問題への対応を評価する際は、適切な企業行動規範を求める国連グローバルコンパクト(以下、UNGC)を参考としている。具体的に、①環境責任、②従業員との関係、③人権と国際規範、④ビジネス倫理の4つの視点から評価を行う(図表 2-25)。また、調査については、業種ベースのアプローチを採用する。具体的には、業種ごとに企業パフォーマンスに影響を与えるESG要素を特定し、法規制等による影響を考慮できるよう業界の最新動向や取り巻く環境

を検討した上で、各業種内で投資先企業の相対的な位置関係を評価する。このアプローチを通じて、投資先企業への理解を深めるだけでなく、エンゲージメントの優先順位を決めることもできると考えている。

図表 2-25 環境・社会問題についての評価視点

視点	評価ポイント
環境責任	環境関連の法律や規制の遵守、環境負荷の認識や管理および削減
従業員との関係	労働関連の法律や規制の遵守、良好な労働基準を推進させるための積極的な措置、健康&安全に関するポリシーやプログラムの採用および実行、雇用機会均等に関するポリシーやプログラムの採用、有能な人材の留保、高い生産性や品質の促進、企業目標を達成させるための従業員への奨励
人権と国際規範	人権における国際基準の違反やそれによる収益の獲得をしないような積極的な措置、サプライチェーン先を含めた人権に関するポリシーやガイドラインの採用
ビジネス倫理	ベストプラクティスを目指すポリシーの取り入れおよび実施

(出所)SLI ホームページ(2015年12月末現在)

#### (ネガティブ・スクリーニング)

同社は、1997年の対地雷禁止条約、2008年のクラスター爆弾禁止条約を支持しており、全社的に対地雷やクラスター爆弾の製造に関わる企業およびその子会社に投資しない方針を掲げている。一方、同社では多くの倫理ファンドを運用している。そのうち、特定のテーマに関連する企業群を投資対象から排除するネガティブ基準を持つファンドが多くある。図表 2-26 は個別ファンドにおけるネガティブ基準である。2015年9月末現在、同社のネガティブ・スクリーニング運用資産残高は 26.8 億ドル(約 3,230 億円)にのぼる。

図表 2-26 個別ファンドにおけるネガティブ基準

項目	概要
UNGC	UNGC 原則に違反した企業
環境	環境責任を認識しない企業、近隣住民に深刻な環境影響を与える企業、温室効果ガスを大量に排出し気候変動問題に対処しない企業、オゾンなど懸念のある化学物質を製造する企業、農産物の遺伝子組み換え作物に関与する企業、環境を配慮しない農産物製造に関わる企業など
武器	問題武器やそのシステムの製造・販売に関わる企業
人権	人権問題のある地域で操業する企業、人権侵害で非難される企業など

項目	概要
原子力	ウラン採掘や原子力発電所の所有および運営から 5%以上の収入を得ている企業
アルコール	アルコール製造から 10%以上の収入を得ている企業
動物実験	化粧品や家庭用クリーニング製品など非医薬品製造の企業のうち動物実験を行う企業、また製薬企業の中で厳格な動物保護基準を採用しない企業
畜産	持続可能性に問題のある畜産業を行う企業
毛皮	毛皮製品の製造および販売に関わる企業
ポルノ	ポルノ雑誌や新聞、または暴力的なビデオゲームなど大人向けの娯楽産業から 3%以上の収入を得ている企業
母乳代用品	母乳代用品の販売促進に関する国際基準を遵守しない企業
タバコ	タバコを製造する企業
ギャンブル	ギャンブルから 10%以上の収入を得ている企業
悪質なビジネス慣行	社会や従業員に不利益を被らせるような企業(劣悪な労働環境、貧困層向けの高金利貸しなど)

(出所)SLI ホームページ(2015年12月末現在)

### (ポジティブ・スクリーニング)

同社では、①環境、②人権、③雇用、④贈収賄&汚職防止への取り組みに優れた企業に積極的に投資する、ポジティブ基準を持つ倫理ファンドもある。2015年9月末現在、同社のポジティブ・スクリーニング運用資産残高は 19.7 億ドル(約 2,375 億円)にのぼる。

いずれの倫理投資においても、厳格なスクリーニング基準を適用させた上で投資リターンを追及している。また、独立した外部専門家を招いた倫理投資アドバイザーグループが半年ごとにポリシーや実施手順について検証を行い、その意見を投資プロセスに反映させる。さらに、倫理投資を求める投資家の最新の懸念や関心事を早い段階で認識するため、同社は毎年、投資家のセンチメントに対する調査を行い、倫理投資アドバイザーグループが状況を監視する。

### 【ESG 情報の入手方法】

ESG 投資を行うための情報収集にあたって、企業の開示情報(ウェブサイト、CSR 報告書、サステナビリティ報告書、アニュアル・レポート、財務報告書等)以外にも、情報ベンダーとして Bloomberg、VigeoEiris など、ESG 評価機関として MSCI、Sustainalytics、または NGO、NPO など様々な情報ソースを活用する。同社は、企業固有の情報をよく知るため、幅広いデータリソースを利用することが重要であると認識しており、ESG の最新の調査研究をサポートできるような情報ソース

の定期的な見直しも行う。同社の責任投資は2015年に、PRIの年次評価で最高ランクA+を獲得し、またSRI/ESG投資に最も優れた英国資産運用会社としてExtel 2015 Awardを受賞している<sup>26</sup>。

### 【議決権行使】

同社では、企業が良好なガバナンスを持つことで、持続可能な経営が可能となると考えており、ベストプラクティスを目指して投資先企業に対して積極的に議決権行使を行う。議決権行使ガイドラインの策定においては、英国本土以外、欧州、北米、日本、アジア、新興国それぞれの地域の状況に応じたガイドラインを策定している(図表 2-27)。日本の場合は、独立取締役の選任、退職給付金の支払いなどについての考え方が示されている。

図表 2-27 議決権ガイドライン(英国の場合)

項目	評価ポイント
取締役	取締役会の構成とバランス、任期、賠償金など
報酬	業績連動な報酬体系、適切な目標設定、ポリシーなど
会計および監査	財務経験者の配置、監査委員会の独立性など
その他	政治献金、業界団体指針の適応など

(出所) SLI ホームページ(2015年12月末現在)

同社では、G&S チームが議決権行使を担当するが、RI チームとの情報共有により、環境・社会問題に関連する議案も対処する。議決権電子行使プラットフォームを介して、ほぼすべての投資先企業に対して議決権行使を行う。保有比率の高い企業についてはすべての議案をG&S チームで検討するが、保有比率が低い場合は、事前に自社の議決権行使ガイドラインを議決権行使助言会社(ISS、IVIS 等)に提供し適用させた上で、そのアドバイスを参考にする。また、保有比率が極端に少ない企業以外で、助言会社が反対票を投じる議案について再検討を行う。英国の企業に限るが、株主総会で反対票を投じる前に、なるべく投資先企業とディスカッションを行い、その反対理由を伝える。

同社の議決権行使結果(2014年)によると、この1年間に同社は2万件を超える議案に議決権行使をした。全体の反対比率は4%程度であるが、取締役構成、報酬、株主構造、新株優先引受権などに多くの反対票を投じた。日本の投資先企業についての反対票は、主に取締役会の独立性問題であった<sup>27</sup>。

<sup>26</sup> 英国の情報通信社 Extel による SRI およびコーポレート・ガバナンス分野での年次評価。25 か国、350 の資産運用会社が今回の評価対象となる。

<sup>27</sup> Standard Life Investments “Governance & Stewardship Annual Review 2014”

## 【エンゲージメント】

同社は、英国のスチュワードシップ・コードを遵守し、投資先企業に対して積極的かつ定期的にエンゲージメントを行う。その目的は、企業の変化を捉えながら、企業に ESG の課題への対応に関してベストプラクティスを奨励し、顧客の長期的な投資リターンを守ることである。エンゲージメントのアプローチとして、企業の構造に着目するタイプ (Structured Targets) と、企業の業績に着目するタイプ (Performance Based Targets) の 2 種類がある。前者は財務的リスクや株式保有比率による影響などの観点、後者は企業理念、市場動向の対応、持続可能性など ESG 要素を含めた観点から行われるものである。また前者では主に経営陣、後者では主に取締役会の適任者と対話を行う。投資先企業の状況に応じてエンゲージメント目標を設定するが、エンゲージメント評価に時間を要するため、マイルストーンを設定して段階的に評価するとしている。

G&S チームによるガバナンステーマのエンゲージメントがメインとなるが、環境・社会テーマについて対話を行う事例も多い。図表 2-28 は RI チームによるエンゲージメントのテーマである。最新のエンゲージメント報告書 (2015Q3) を見ると、同社の RI チームが 2015 年第 3 四半期に投資先企業 20 社に対してエンゲージメントを行ったが、人権の支援と保護 (16%)、環境責任 (16%)、環境の予防原則 (13%) といったテーマが多く採り上げられている<sup>28</sup>。

図表 2-28 RI チームによるエンゲージメントテーマ

視点	評価ポイント
人権	サポートと保護、行為違反
労働	労使間の交渉権利、強制労働、児童労働廃止、差別的なビジネス慣行
環境	予防原則、環境責任、エコテクノロジーの普及
汚職	汚職問題への対処

(出所) SLI ホームページ (2015 年 12 月末現在)

また、同社では、個別企業との非公開の対話にとどまらず、多くのイニシアティブに参加し、他の機関投資家と連携して市場との対話も積極的に行っている。これは、日本を含む世界各国の金融監督当局・取引所・投資先企業等にレターや書簡を送付し、コーポレート・ガバナンス、環境・社会問題に関する要望を提出するものである。日本企業の例を挙げると、2014 年に世界的な運用機関 20 社と連名で、日本の大手企業 34 社に取締役の独立性を要望したレターを送付した。また、トヨタが 2015 年に発行した種類株について、機関投資家 15 社と共同声明を公表し、種類株の発行は一株一議決権原則を歪め、投資家間での潜在的利益相反を生み出すと指摘した。

現在、同社は以下の団体の一員もしくはスポンサーとなっている (図表 2-29)。

<sup>28</sup> Standard Life Investments “Responsible Investment Quarterly Report Q3 2015”

図表 2-29 共同イニシアティブ

イニシアティブ	概要
Asian Corporate Governance Association (ACGN)	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。
Association of British Insurers (ABI)	英国の保険協会。
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。同社は 2008 年から参加。現在 CDP 新プロジェクトである水資源の開示プロジェクトのメンバーである。
Confederation of British Industries	英国を代表する産業団体(英国産業連盟)。
Conference Board	独立したグローバル研究団体。同社は欧州理事会のメンバーであり、コーポレート・ガバナンスの発展や優れたガバナンスの実践を促進することを目指す。
Corporate Governance Forum	英国の主要機関投資家によって構成される非公式ネットワーク。同社は創設メンバーである。
European Corporate Governance Institute	欧州コーポレート・ガバナンス協会。
European Sustainable Investment Forum (Eurosif)	ESG 投資を推進する欧州の団体。同社は創設メンバーである。
Global Auditor Investor Dialogue	グローバルにおける大手監査会社および機関投資家によって構成される非公式フォーラム。
Global Investor Governance Network (GIGN)	グローバルのガバナンス問題や発展を目指す非公式のネットワーク。同社は創設メンバーである。
Global Reporting Initiative (GRI)	サステナビリティ報告書に関する国際基準を作成し、普及させることを目的とする国際 NGO。
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。
Investment Association	英国サステナブル投資フォーラム。
UK Sustainable Investment and Finance Association	英国社会的責任フォーラム。
UN Principles for Responsible Investment (PRI)	国連責任投資原則。

(出所) SLI ホームページ(2015 年 12 月末現在)

### 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】

同社では、取締役会決議により定めたダイバーシティ原則を持ち、ジェンダーだけではなく、スキルバランス、ノウハウや経験など広い意味でのダイバーシティを組織のあらゆる階層で促進させることとしている。この取り組みによって自社のビジネス戦略、顧客そして株主に付加価値をもたらしていると認識している。ジェンダー問題に対する取り組みでは、男女平等を促進するための活動が多く行われている。例えば各階層の女性社員のキャリア開発を支援するために、女性人材開発ネットワークを立ち上げている。

ユニークな取り組みとしては、女性取締役を目指す向上心のある上級管理職層の女性社員に社外での訓練カリキュラムを提供している。同社の仕事をしながら、他提携企業の取締役や経営者、慈善団体や学校の理事などを務めることで、取締役のスキル・経験を身に付けてもらうものである。これは、同社が参加している女性ネットワーク 30%クラブの主旨とも一致すると述べている。一連の取り組みにより、同社は 2015 年に、英国の新聞 Times による「女性が働きやすい会社 50 社」に選ばれている。

#### 【女性の活躍情報の投資プロセスにおける活用】

同社では、投資プロセスに影響を与えると思われる女性テーマおよび KPI(定量的な指標)を多くみているが、すべての企業に同じ KPI が必要なわけではなく、全体像を描くために複数の指標で企業の取り組みを見るべきと考えている(図表 2-30)。

例えば、ジェンダーを含めたダイバーシティ問題は、企業にとって多様な視点を持つことと、画一的な意思決定(group think)の危険を避けることに役に立つと考えている。取り組みに消極的な企業に対しては、エンゲージメントを通じて企業に提言する。ただし、取締役会のダイバーシティについての議論は、ジェンダーだけでなく、地域性や年齢、経歴などの要素も含まれる。他方、ビジネス上の顧客層が女性中心の企業であれば、ジェンダー・ダイバーシティの促進とともに、取締役会や管理職層に女性の視点を取り入れることが企業経営に有効であるため、取締役会や経営陣との対話に女性テーマを採り入れることがある。

図表 2-30 女性テーマおよび KPI

項目	KPI
女性管理職の登用促進	・ 女性管理職比率
女性上級管理職の登用促進	・ 女性上級管理職比率 ・ 女性上級管理職対女性管理職比率
男女格差解消の取り組み	・ 男女賃金格差
ワーク・ライフ・バランスの取り組み	・ 柔軟性ある労働時間管理の有無

項目	KPI
女性の労働参加	・ 女性労働参加比率
取締役会のダイバーシティの取り組みと女性取締役の登用促進	・ 取締役会の女性取締役数 ・ 取締役会のダイバーシティ比率

同社では、女性関連の評価項目や KPI(定量的な指標)を入手するため、企業の開示情報以外に、ESG 評価機関のデータなどを活用している。ただし、それでも容易に入手できないものや数値化しにくいものがあると認識している。そのため、同社にとって重要な投資先企業(例えば株式保有比率の高い企業)、もしくはガバナンス・リスクのある投資先企業に絞って、エンゲージメントを通じて確認することがある。ただし、女性テーマはすべての企業に共通するわけではないので、投資プロセスでのインテグレーションはケースバイケースで判断している。

#### 【女性活躍のためのエンゲージメント事例】

同社は、投資先企業の英国資源大手会社 **Vedanta Resources** に対して、取締役会のダイバーシティ問題および報酬問題を探り上げてエンゲージメントを行った。ダイバーシティ問題として、**Vedanta Resources** には、非業務執行取締役の中に資源業界の経営ノウハウを持つ取締役がいないことと、取締役会に女性取締役がいないことを問題として挙げた。長い時間をかけて企業との対話を行ったが、改善が見られなかったため、2012年に同社のウェブサイトで **Vedanta Resources** 宛てのパブリックステートメントを公表した。通常、プライベートでエンゲージメントを行うが、保有比率の高い極めて重要な投資先企業であるため、問題に対処してもらおう、オープンでエンゲージメントを行ったケースである。その後も **Vedanta Resources** に対するエンゲージメントが継続され、2014年に **Vedanta Resources** は取締役会に女性非業務執行取締役 1 名を任命した。

一方、共同イニシアティブの活動として、同社は 30%クラブの投資家グループに参加している。30%クラブでは、2016年から新たな目標を設定しており、対象企業を FTSE100 から FTSE350 に拡大したほか、FTSE100 の企業における女性執行役員比率も 30%にすることを目指した活動を続けている。

#### 【取締役会のダイバーシティについての基本方針】

同社は 2013 年に、取締役会のダイバーシティ問題について、自社の基本方針を正式に公表した<sup>29</sup>。その背景には、2010 年に英国でコーポレートガバナンス・コードが導入され、上場企業において、取締役の候補者を選定する際、ジェンダーを含めたダイバーシティ方針を取り入れるよう求められたことがある<sup>30</sup>。同社では、取締役会におけるダイバーシティは、取締役会に異なった洞察

<sup>29</sup> Standard Life Investments “Standard life investments diversity on the board position paper”

<sup>30</sup> UK Corporate Governance Code B.2 – Supporting Principle.

---

力や行動力をもたらし、効率的な取締役会の運営ができると考え、取締役の候補者選びを検討する際、業務執行取締役、非業務執行取締役ともにダイバーシティを考慮した人選が行われることを支持している。現在、英国の上場企業に対して、①企業のダイバーシティにおける取り組みへのエンゲージメント、②取締役会のダイバーシティについての評価やコメントをアニュアル・レポートに開示するよう奨励すること、③独立非業務執行取締役として、長期的な視点に基づくアクティブ運用の機関投資家を指名するための規定づくりを要請すること、④ダイバーシティの視点から相応しくない場合、投資先企業の指名委員会メンバーの再選に反対票を投じることの 4 つの側面からダイバーシティ問題に取り組んでいる。

## (2) AXA Investment Managers(フランス パリ)

### ① 会社概要

名称	・ AXA Investment Managers (AXA IM)
概要	・ フランスの保険・金融グループ (AXAグループ) の資産運用会社として1994年に設立。現在、欧州、米国、アジアおよび中東 21 カ国で資産運用ビジネスを展開し、株式、債券、不動産、証券化商品など幅広い運用を手掛けている。日本においても、1987年に現地法人を設立している <sup>31</sup> 。
従業員数	・ 2,351名
顧客層	・ AXA 保険会社のほか、年金基金や他保険会社などの機関投資家、プライベートバンキングや独立系フィナンシャルアドバイザーIFA などの販売業者。
運用資産	・ 運用資産総額約 6,694 億ユーロ(約 88.1 兆円)。内訳として、債券 67.7%、株式 11.8%、不動産 9.3%、その他資産 11.2%。うち、日本株式の運用資産額は約 9.7 億ユーロ(約 1,277 億円)、日本債券は約 7.5 億ユーロ(約 981 億円)。

(出所)AXA IM ホームページ(2015年12月末)

注:運用資産の総額および内訳は2015年6月末現在の数値。

### ② ESG 投資(責任投資)

#### 【理念】

同社は、顧客のための中長期投資を行う上では、責任投資を実現することにより優れた投資リターンを獲得できると考えており、そのためには ESG の要素を考慮することが極めて重要であると考えている。換言すると、企業が ESG の問題について適切に配慮することは、企業業績に対して長期的かつ持続的に好ましい影響を及ぼし、これが投資家の利益の源泉になると認識している。従って、様々な資産クラスに ESG の要素を統合(インテグレーション)した上で、顧客のニーズや投資目的に適した運用商品を提供する。

#### 【体制】

責任投資&インパクト・チーム(以下、RI チーム)において、ESG や財務分析、インパクト投資の各分野の専門家計 15 名が在籍している<sup>32</sup>。内訳は、責任投資の担当者 10 名、インパクト投資の専門家 2 名、ストラクチャー、オペレーション・リスク(リスク管理)の担当者 2 名、ソリューション戦略(企画)の担当者 1 名から構成される。各スタッフは、ESG に関する情報を調査・分析し、その調査結果を同社独自で構築した ESG リサーチ・プラットフォーム(以下、RI Search©)に反映させる。このほか、企業による ESG の取り組みを評価したレーティング(ESG スコア)や、議決権行使やエンゲージメントを通じて得られた ESG 関連情報も全て RI Search©に反映する。RI Search©のデータをもとに、①責任投資に特化した投資戦略(RI and Impact funds)、②伝統的な運用戦略に ESG の要素を組み

<sup>31</sup> 当初は米国ローゼンバーグ・アセット・マネジメント株式会社の子会社として日本で業務開始。2011年からアクサ・インベストメント・マネージャーズに名称変更。

<sup>32</sup> 2015年9月30日現在。

入れた投資戦略 (ESG embedded Into AXA IM's mainstream funds)、③顧客の要望に応じて ESG の要素を組み入れる投資戦略 (Tailored RI solutions) を提供する体制を整えている (図表 2-31)。

図表 2-31 ESG リサーチ・プラットフォームと投資戦略



(出所) AXA IM ホームページ(2015 年 12 月末)

### 【アプローチ(投資手法)】

#### (ESG インテグレーション)

同社は、全ての資産クラスに対して ESG の要素を考慮している。具体的に、RI チームによる ESG 調査分析情報を投資部門に提供し、投資判断や商品開発に反映させる。前述したように、同社のデータベースである RI Search<sup>33</sup>には、企業の ESG レーティングだけではなく、ポートフォリオにおけるカーボンフットプリント(投資先企業の温室効果ガス排出量)、議決権行使の詳細な情報などが含まれる。2014 年末現在、4,500 社以上の企業および 150 の国や地域に関する ESG の評価情報が集約されている<sup>33</sup>。これらの情報は、MSCI World 指数<sup>34</sup>(約 1600 銘柄)および MSCI Emerging Markets<sup>35</sup>指数(約 800 銘柄)に採用される企業を全て含み、Merrill Lynch Euro Corporate<sup>36</sup>指数の構成銘柄(約 2,500 銘柄)の 90%をカバーする<sup>37</sup>。

ESG 調査において、RI チームが環境・社会・ガバナンスに関する非財務情報が、投資リスクや投資機会に与える影響を分析した上で、ESG の評価基準を特定する(図表 2-32)。また、長期投資に大きな影響を与える ESG テーマについても分析しており、分析結果から得られた知見を同社のホームページで公表する。最近では、エネルギー産業(主に石油・ガスセクター)において、将来の環境災害リスクに対応するスキルが不足している問題を指摘した例がある<sup>38</sup>。

<sup>33</sup> 日本企業(子会社を含む)は 1,000 社程度カバーされている。

<sup>34</sup> 日本を含む先進国 23 か国により構成されるグローバル株式指数。

<sup>35</sup> 新興国市場をカバーするグローバル株式指数。2015 年末の組み入れ対象国が 23 か国。

<sup>36</sup> ユーロ建てで発行された投資適格社債を網羅するグローバル債券指数。

<sup>37</sup> MSCI World 指数において日本企業の組み入れ銘柄数は約 300 社である。

<sup>38</sup> AXA IM“Mind the gap: Experienced Engineers wanted(2012)”

図表 2-32 ESG に関する評価の視点と評価基準

	評価の視点	評価基準
環境	<ul style="list-style-type: none"> <li>・環境リスクと企業業績の関係</li> <li>・環境リスクおよび事業機会(オポチュニティ)への企業の対処方法</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・汚染跡地などの負の遺産問題、</li> <li>・規制遵守、有害廃棄物、毒性物質の排出量、排出リスク、汚染水</li> <li>・環境負荷の数量や認定、健康&amp;安全、環境 KPI の評価</li> <li>・環境事業開発</li> </ul>
社会	<ul style="list-style-type: none"> <li>・人材マネジメントの問題点への企業の対処方法</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・労働環境の品質</li> <li>・キャリア開発研修</li> <li>・雇用</li> <li>・健康や安全</li> <li>・サプライヤーとの関係</li> <li>・労働関係</li> </ul>
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ガバナンスの問題に起因する企業組織に関するリスクの有無</li> <li>・倫理的なリスクにさらされる企業およびセクターの特定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役のリーダーシップ</li> <li>・経営陣の業績と報酬</li> <li>・監査の整合性、内部統制リスク</li> <li>・株主権利の保護</li> <li>・贈収賄</li> <li>・汚職</li> <li>・人権</li> </ul>

(出所) AXA IM ホームページ(2015 年 12 月末)

### (ネガティブ・スクリーニング)

同社は、ESG の要素をインテグレーションするほか、不投資ポリシーを策定しており、以下の分野については不投資とする方針を掲げている(図表 2-33)。

図表 2-33 不投資方針

除外分野	導入時期	対象
武器 (Controversial weapons)	2008 年	対人地雷やクラスター爆弾、化学兵器や生物武器の製造にかかわる企業
パーム油 (Palm oil)	2014 年	社会的責任が希薄で、持続可能なパーム油の生産を行わない企業
農林水産物商品 (Soft commodities)	2014 年	食物を対象としたデリバティブや ETF、農業や漁業資源の物価インフレを起こすような投機的な取引

(出所) AXA IM ホームページ(2015 年 12 月末)

### (サステナビリティ・テーマ投資)

同社は責任投資に特化したファンドも運用している。これは、ESG 基準のみから銘柄選定を行う

ものである。投資プロセスにおいて、3つの手法を採用する。第1に、企業の政策および行動、製品またはサービスに関するESGの基準に基づき、一部の企業やセクターを投資ユニバースから除外する投資手法である。第2に、特定の業界やセクターにおいてESGの要素の優れた企業に投資する手法である。第3に、特定のESG基準に優れた企業に投資する手法である。さらに、投資家がファンドの品質を識別できるよう、2011年から第三者機関による評価や外部監査を採用して投資プロセスの透明性を強化している。現在、同社のRIファンドはヨーロッパSRI調査会社NovethicからSRIラベル認証を受けている。

### (インパクト投資)

同社では、インパクト投資も行っている。これは、投資リスクやリターンに関する投資判断に加えて、環境・社会の要素による投資機会を追求するものである。実際の社会問題の解決に向けて、それに対処する取り組みを評価し、その影響度合いや正の社会的影響を勘案した上で投資を行う。具体的には、金融、ヘルスケア、教育の分野において、様々なインパクト投資が行われている(図表 2-34)。

図表 2-34 インパクト投資

セクター	インパクトテーマ	インパクト基準
金融	コミュニティ融資	手頃な価格とアクセス
	マイクロファイナンス、マイクロ金融	起業、富の創造
	住宅金融教育	女性の受け入り比率
ヘルスケア	医療サービス	手頃な価格へのアクセス
	医薬品や医療用品の提供	乳児や妊産婦の低死亡率
	医療保険	平均寿命の増加
教育		感染症やSTDの予防
	教育ローン	第一世代の大学進学
	職業スキル	女性向けの機会 学校教育の期間

(出所) AXA IM ホームページ(2015年12月末)

ヒアリング調査によると、現在、同社はプリズン・ボンド(prison bond)というインパクト投資を手掛けている。服役が終えた囚人が社会に戻ったあと、再び犯行におよび刑務所に入ってしまうことは社会にとって高いコスト負担になる。再犯防止を支援するプログラム等を通じて、刑務所出所者の再犯率を低く抑えることにより、社会に与える経済効果をプリズン・ボンドのクーポンとして反映させる仕組みである。

## 【ESG 情報の入手方法】

これまで見てきたアプローチ(投資手法)を実践するための ESG 情報の入手にあたっては、企業の開示情報や情報ベンダー(MSCI、Vigeo など)のデータ活用、またはエンゲージメントを通じて情報収集を自ら行うが、日本企業に対しては、英語の情報開示と IR 部門の役割を期待すると述べている。とりわけ、IR 部門のスタッフが ESG 問題をよく理解し、自社の取り組み状況などを海外の投資家とオープンで議論できることが望ましい。

## 【議決権行使】

同社では、議決権行使が企業と株主の間の対話で重要な部分と考えており、受託者責任を果たすため、「コーポレート・ガバナンスと議決権行使に関する方針」を定めている(図表 2-35)これは、同社が適切と思うコーポレート・ガバナンスの枠組みを示すもので、世界各国の投資先企業に対して議決権を行使する根拠となる。ただし、国によってガバナンスに関する法規制が異なることから、グローバル方針に加えて、国別のガイドラインも策定し、各市場のベストプラクティスや投資先企業固有の事業環境を踏まえて検討する。

図表 2-35 議決権ポリシーの概要

テーマ	考え方
責任投資	ESG 問題のマネジメントは企業の存亡に関わる重要な指標であり、株主を含めた全てのステークホルダーの利益を考慮することが望ましい。
報告	株主に向けて取締役会による事業報告や分析、業績の見通し発表を定期的に行うことが望ましい。
取締役会構成 報酬	取締役会はいよコーポレート・ガバナンスの礎である。 報酬ポリシーは企業における高基準のパフォーマンスを奨励し、長期投資家の収益をもたらす。
株主権利	取締役会が少数株主を含めた株主の所有権の行使を保護・促進することが望ましい。

(出所) AXA IM ホームページ(2015 年 12 月末)

同社は、議決権行使助言会社 3 社を活用している。そのうちの 1 社である ISS はグローバルに事業展開しているため、保有銘柄の全てがカバーできる。これとは別にローカル市場の助言会社も利用している。例えば、英国については、Investment Association (IVIS) を利用し、フランスについては Proxy & Service を利用する。ローカル市場に特化した助言会社を利用することにより、ローカル市場特有の視点を考慮する。日本については、このような助言会社がないため、ISS を利用する。同社が開示した 2014 年における議決権行使結果を見ると、4,208 社の株主総会において投票

を行った。これは、投資先企業が開催した全株主総会の 89%に相当する。そのうち、日本企業が 624 社を占める。日本企業に投じた反対票の 8 割近くは、取締役構成に関する会社議案であり、主に取締役の独立性および取締役会の人数について疑問を呈したものである。

### 【エンゲージメント】

同社のエンゲージメントでは、①投資先企業に及ぼす ESG 課題の把握、②企業の経営方針や運営実態の ESG 視点からの評価、③ESG 問題についてベストプラクティスの導入促進、④特定の ESG 問題について改善が必要な場合の目的を持った対話、⑤株主としての権利の活用、⑥エンゲージメントの目的に即した議決権行使といった一連の活動が行われる。

また、実行にあたっては、投資先企業のリスクやリターンの改善につながる課題であるかどうか考慮した上で、優先順位をつけてエンゲージメント活動を行う。エンゲージメントを実行する前に、懸案事項、エンゲージメント目的、モニタリング可能な指標、目標を決定するための書類作成、実施戦略やタイミングについて計画を立てる。さらに、定期的にレビューや進捗状況の確認も行っている。

通常、企業戦略、業績、買収防衛策、役員報酬、ESG といったテーマについて、企業の経営陣と個別に対話を実施するが、テーマによって他の投資家と共同でエンゲージメント、または規制当局にエンゲージメントを行う場合もある。図表 2-36 は、2014 年に行ったエンゲージメント事例の一部であり、図表 2-37 は共同イニシアティブを示したものである。

図表 2-36 エンゲージメント事例

テーマ	経緯
取締役会の多様性	投資先企業の取締役会に対して、人選にあたっては、事業戦略に即した人材(事業展開地域での経験、スキルなど専門性を持つ人材)を取り入れることを要請した。
紛争鉱物	他の投資家と共同で、紛争鉱物を使用するリスクのある投資先企業に対して、鉱物の調達プロセスにおいてサプライチェーンの監督実施に適切な体制を整備する必要性を指摘した。
ESG リスクの監視	ESG リスクの高いセクターに属する企業のうち、取締役会の役割、リスクを評価する明確な責任を担う委員会が設置されていない企業にエンゲージメントを行った。
報酬	銀行セクターの報酬にめぐって、欧州の各銀行に対するエンゲージメントを行ったほか、欧州銀行監督機構の指令について問題点を指摘し、その導入に反対意見を表明した。

(出所)AMA IM 「2014 RI annual report」

図表 2-37 共同イニシアティブ

イニシアティブ	概要
Association Française de Gestion Financière (AFG)	フランスのアセットマネジメント協会。同社はクラスター爆弾など非人道的兵器に製造する企業の不投資活動を推進するワーキンググループのメンバーである。
Association of British Insurers (ABI)	英国の保険協会。同社は経営陣の報酬についてのベストプラクティスを検討するコミュニティのメンバーである。
European Fund and Asset Management Association (EFAMA)	欧州投資信託協会。同社はコーポレート・ガバナンス・ワーキンググループのメンバーである。
European Sustainable Investment Forum (Eurosif)	ESG 投資を推進する欧州の団体。同社は投資手法ワーキンググループのメンバーである。
Forest Footprint Disclosure Project (FFD)	企業に対して森林資源の利用情報の開示を推進する取り組み。CDP のプロジェクトの1つ。
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) AXA IM ホームページ(2015 年 12 月末)

### ③ ESG 評価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】

同社では、女性活躍に向けた社内の取り組みとして、メンター制度を導入している。この取り組みは、リーダーシップが期待される女性を選び、将来の経営幹部として育成するものである。制度に参加する女性は、同社のシニアマネージャーと定期的にミーティングを行い、リーダーとしてのスキルや課題などについて意見交換する機会を与えられる。さらに、取り組みの進捗は、同社の取締役会に報告され、同社の女性リーダー育成のための戦略やポリシーに反映される。また、最近導入した制度として、全てのポジションの募集について、必ず女性候補者を取り入れて検討することになっている。

このほか、正式な制度ではないものの、ミクサーズ・ミクシングという取り組みが行われている。この取り組みは、女性同士で時間をとって話す機会を作り、横のつながりを築いてもらうことを狙いとす。こうしたソフトなポリシーを通じて、女性の活躍をサポートする。

## 【女性の活躍情報の投資プロセスにおける活用】

同社は、投資プロセスにおいて、男女のダイバーシティ、ワーク・ライフ・バランス、報酬といった点を重視する(図表 2-38)。

男女のダイバーシティについて、取締役のダイバーシティを重視するだけでなく、エグゼクティブ(CEO、CFO などの経営陣)や一般従業員における女性比率も重要と考えている。その理由として、エグゼクティブや一般従業員における女性比率の増加が、女性取締役の増加につながることを挙げている。実際、同社が 2013 年に欧州の主要企業 50 社を対象に実施した調査によると、女性取締役比率の平均が 18%であるのに対して、女性エグゼクティブは平均 11%と女性取締役比率よりも低いことが明らかとなっている<sup>39</sup>。また、50 社のうち、女性エグゼクティブが 1 名もいない企業は 13 社にのぼる。女性エグゼクティブの不足は、将来女性取締役の登用に影響を与えると認識しており、エグゼクティブ層のダイバーシティが必要であると述べている。

一方、女性取締役最適人数は 3 名と考えている。女性 1 名では単に取締役会に女性がいることを示すことに過ぎない。また、2 名の場合は女性同士でけん制しあい、立場が安定しない可能性がある。取締役会で意見を言いやすい環境を整えるには、3 名の女性取締役が最適であると認識している。

ワーク・ライフ・バランスについては、ポリシーの有無を考慮する。例えば、女性の産前産後休業や育児休業のポリシーが挙げられる。育児休業については、女性だけでなく、男性社員に対するポリシーの有無についても確認する。その理由は、男性社員による育休がないことは、男女が平等に扱われていないと考えているためである。ただし、制度利用者数などの定量的なデータは入手が困難であるため、ポリシーの有無を確認するなど定性評価にとどめている。

報酬についても、男女の賃金格差の有無などを確認する。米国の報酬調査会社ペイスケール(Payscale)によるジェンダーペイギャップ情報を参考にすが、主に企業の人事担当者等に質問することにより定性的な評価を行う。回答を拒む企業に対しては、同社の考え方を説明した上で情報を開示するよう説得を試みる。

図表 2-38 女性に関する評価視点

評価視点	評価尺度
ダイバーシティ	取締役会だけでなく、エグゼクティブ層(CEO、CFO などの経営陣)にも注目する。
ワーク・ライフ・バランス	女性の産休育休、男性の育休など制度の有無および実施状況、社内でのモビリティ <sup>40</sup> 等を確認する。
報酬	同じ職業における男女の賃金格差の有無などをチェックする。

<sup>39</sup> AXA IM "ESG Insight: Board Diversity in EURO STOXX 50 Companies"

<sup>40</sup> 女性が育児休業などで一時仕事から離れると、多くの場合はキャリアが下がってしまう(負のモビリティ)ことがある。賃金が下がり、昇進機会を失うなどネガティブな方向に動いてしまうことに対して、女性従業員の仕事を変えることによって、新しいスキルや能力が開発され、育児休業などから復帰してもキャリアパスに乗ることができるよう、ポジティブなモビリティという考え方がある。社内で様々な仕事を体験し、ネットワークを広げることにより、個人のキャリア形成に役に立つ。

女性活躍に関するデータ分析する上で、同社は、RI Search<sup>®</sup>がカバーしている企業群のうち、投資先企業として重要と思われる 200 社を重点的調査する。その際、外部情報ベンダーとして、Vegio と MSCI 等のデータを利用するが、エンゲージメントを通じて情報を収集することもある。このような調査により、分析対象となる 200 社全ての情報がデータベース化される。

### 【30%クラブでの活動】

同社は、30%クラブのメンバーである。コミュニティの参加は、義務化を求めるのではなく、企業と対話するための良いツールと考えて推進するとしている。同社の調べによると、MSCI World 指数に採用されている企業において、国別の女性取締役比率や女性経営者の比率をみると、女性取締役比率の場合、フランスが 35%、日本が 4%である。一方、女性エグゼクティブ(CEO、CFO などの経営陣)の比較では、米国が 13%、フランスが 9%、日本は 1%である。30%クラブの活動を通じて、取締役会におけるジェンダー・バランスについての議論を企業レベルで行うことにより、現状の改善につながることを期待している。

### 【人的資本に注目したファンドの運用】

同社は、2007 年から社会クライテリア(人的資本)で銘柄選定を行うファンド(「AXA WF Framlington human capital」)を運用し始めた。女性に特化しているわけではないが、欧州の中小型株式が投資対象で、労働条件、キャリアマネジメント、雇用創出の 3 つの ESG 基準に焦点を当てて人的資本スコアを算出する(図表 2-39)。その上で、業種ごとに人的資本スコアの高い企業をポートフォリオに組み込む、いわゆるベストインクラスのアプローチを採用する。当ファンドは 2013 年にヨーロッパ SRI 認証機関(Novethic)から SRI 認証ラベルを取得している。

図表 2-39 ファンドの評価視点

評価視点	評価尺度	評価比率
労働条件	報酬、健康&安全、労働時間やワーク・ライフ・バランス	50%
キャリアマネジメント	キャリア開発やマネジメント、研修予算、継承者育成プランニング	30%
雇用創出	過去 3 年間ににおける従業員総数の平均	20%

(出所)AXA IM ホームページ(2015 年 12 月)

### (3) Robeco Institutional Asset Management(オランダ ロッテルダム)

#### ① 会社概要

名称	・ Robeco Institutional Asset Management (RIAM)
概要	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 1929年にロッテルダム投資グループとして創立された、オランダを代表する資産運用会社である。現在、欧州、米国、中東、アジアなど15カ国に拠点を持ち、グローバルで事業展開を行う。日本では、2005年に東京オフィスが開設され、クライアント・サービス業務が行われている。</li><li>・ 多様な運用戦略を手掛ける子会社を複数有しており、そのうちスイスのチューリッヒを拠点とする子会社 RobecoSAM<sup>41</sup>はサステナビリティ投資に特化した専門運用会社。</li><li>・ 主要株主は、日本のオリックス(90.01%)<sup>42</sup>とオランダの金融機関ラボバンク・グループ(9.99%)である。</li></ul>
従業員数	・ 1,474名
顧客層	・ 年金基金や、銀行・保険会社などの機関投資家が47%、リテール(個人投資家)が53%。
運用資産	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 運用資産総額約2,680億ユーロ(約35.3兆円)。内訳は、株式65%、債券17%、複合資産(バランス型)10%、オルタナティブ投資7%、その他資産1%。</li><li>・ 地域別では、北米51%、欧州45%、アジア2%、中東2%。</li><li>・ 株式部分のうち、全体の保有銘柄数は3,000~4,000社あり、日本企業は200~300社程度。</li></ul>

(出所)RIAM ホームページ(2015年12月末)

注:顧客層や運用資産は2015年9月30日時点の数値。保有銘柄数はヒアリング調査による。

#### ② ESG投資(責任投資)

##### 【理念】

同社は、責任投資は、市場、国および企業の長期的な変化を捉えて、将来のパフォーマンスに影響を及ぼすものと見ている。投資プロセスにおいて、企業の財務状況や市場動向と同様に、責任投資は付加価値を創出する要素の一つであり、ESGインテグレーションおよびエンゲージメント/株主行動によって投資パフォーマンスのリスク・リターン特性を改善すると考えている。

##### 【体制】

同社は、子会社 RobecoSAM とともに、ESG投資に関する運用を手掛けており、ESGインテグレーション、エンゲージメント/株主行動、ネガティブ・スクリーニングといったアプローチの他、企業のサステナビリティ評価(Corporate Sustainability Assessment、以下、CSA)<sup>43</sup>を行い、運用商品やインデックスを提供している。図表 2-40 は同社の責任投資に関わる体制である。リサーチ・チーム

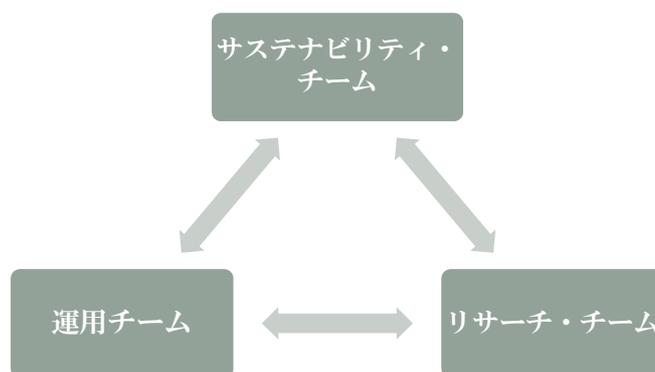
<sup>41</sup> 2013年にSAMからRobecoSAMに社名変更。SAMは元々独立したサステナビリティ調査・評価を行う資産運用コンサルティング会社であり、2007年にロベコ・グループの傘下に入った。

<sup>42</sup> 2013年7月にオリックスがラボバンク・グループからロベコ・グループ株式の90.01%を取得し、現在、ロベコはオリックス・グループの資産運用分野で中心的役割を果たす。

<sup>43</sup> RobecoSAMのサステナビリティ評価データベース。同社は1999年から、毎年、世界各国の上場企業(2,500社以上)に質問状を送付し、その回答に基づいたサステナビリティ評価を行う。

は企業などの ESG 情報を収集・評価し、サステナビリティ・チームはエンゲージメントや議決権行使などを担当する。さらに、運用チームでも ESG 要素の統合を図る専門スタッフが配置されている<sup>44</sup>。そのため、グループ全体で ESG 投資に関わる専門スタッフは約 30 名に上る。

図表 2-40 責任投資に関わる体制(イメージ図)



#### 【アプローチ(投資手法)】

##### (ESG インテグレーション)

同社は、投資プロセスへの ESG 要素のインテグレーションが投資先企業に関する投資リスクや投資機会を把握するために不可欠であり、長期的な視点で企業の真の価値への影響を理解することで、より良い投資判断が可能になると考えている。投資プロセスにおいて、企業のビジネス面や財務面におけるファンダメンタルズ分析を行った上で、RobecoSAM による独自のアンケート調査で構築されている CSA 評価により、グローバルなサステナビリティ動向によって変化する投資リスクや投資機会を捉え、企業価値評価に ESG 要素を反映させる。ただし、銘柄選定の最終判断は運用チームが行うため、ESG 評価が低い銘柄であっても投資価値があり、ESG リスクが十分に取れりと判断した場合、投資することがある。

図表 2-41 は CSA 評価のアンケートにおける ESG 評価項目である<sup>45</sup>。RobecoSAM では、長期的な企業価値形成に影響を及ぼす経済、環境、社会の 3 つの側面から企業のサステナビリティを評価している。なお、CSA 評価データをもとに、同社はサステナビリティ株式投資の指数であるダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックス(DJSI)を毎年公表している<sup>46</sup>。その際、業種固有の問題を考慮し、業種ごとにマテリアリティやその割合などを調整している。

<sup>44</sup> 運用チームの一例であるが、ファンダメンタル投資を行うグローバル株式チームにおいて、サステナビリティ・プライシング・スペシャリストがいる。投資の利益源泉となるサステナビリティ要素を特定し、それをベースにチーム内で企業評価が行われる。

<sup>45</sup> <http://www.robecosam.com/images/sample-questionnaire-1.pdf>

<sup>46</sup> 1999年に米国ダウ・ジョーンズ社と共同開発でDJSIを公表した。現在、CSA評価の上位10%の企業がDJSIに含まれる。世界全体では約300社、日本企業では20社程度が構成銘柄として選定される。

図表 2-41 ESG 評価項目

側面	カテゴリー	評価項目
経済	コーポレート・ガバナンス	取締役会構成、非業務執行役員、役員指名プロセス、ジェンダー・ダイバーシティ、社会責任とコミュニティ、取締役会の効率化、経営陣の報酬や透明性・開示、株主利益のマネジメント、不祥事対応など
	リスクおよび危機管理	リスク管理・分析、ストレステスト、新興国リスク、リスクカルチャー、対外的対応など
	倫理規定／コンプライアンス／収賄汚職	倫理規定のポイントやシステム、収賄汚職の対応方針、ビジネス関係、違反の報告など
	顧客リレーションシップマネジメント	市場や顧客の理解、オンラインサービス、顧客満足度の測定、顧客個人情報の保護など
	企業ブランド・マネジメント	企業ブランドに関する支出、ブランド戦略、評価指標、ステークホルダーによる認知度分析など
	サプライチェーン・マネジメント	サプライチェーンに関する分析、リスク量の測定、リスク管理、サプライチェーン戦略における ESG インテグレーション、公平性や透明性など
	税金対策	対策、報告、リスクなど
環境	プライバシー保護	保護方針、管理システム、データ保護責任、顧客情報対応、システム脆弱性など
	環境報告	指標、範囲、外部評価、定性データ
	環境方針／管理システム オペレーションの環境効率化	環境方針、監査など 直接・間接的な温室効果ガス排出、エネルギーや水の消費、廃棄物など
社会	社会的報告	指標、範囲、外部評価、定性データ
	労働慣行指標と人権	ダイバーシティ、公平な報酬、労使組合、臨時解雇、人権に関する宣言、ビジネスと人権等
	人的資本開発	指標、人材育成への支出、従業員開発プログラム、人的資本の収益測定および投資、
	人材の採用および定着	個人業績評価、長期的なインセンティブ、従業員の離職率、従業員満足度など
	企業としての市民活動と慈善事業	活動戦略、慈善事業の種類、支出、効果の測定など
	職場の健康と安全	従業員の病気や怪我、健康管理、健康なライフスタイルへのインセンティブなど
	ステークホルダーへのエンゲージメント	エンゲージメント方針、評価など

(出所)RobecoSAM ホームページ(2015 年 12 月末)

### (ネガティブ・スクリーニング)

同社は、不投資方針を掲げている(図表 2-42)。また、不投資方針の適用範囲は、株式に限らず、デリバティブや社債なども対象範囲となる。現在、企業行動、武器そして特定国の 3 分野で実施し

しており、現在、11 企業、16 か国が投資対象から排除されている<sup>47</sup>。

図表 2-42 不投資方針

分野	評価項目
企業行動	国連グローバルコンパクト原則(以下、UNGC)に違反した企業
武器	対人地雷、クラスター爆弾、化学兵器、生物兵器、核兵器の製造にかかわる企業
特定国	国連安全保障理事会、EU または米国の制裁を受けている国の国債等

(出所)RIAM ホームページ(2015 年 12 月末)

### (サステナビリティ・テーマ投資)

同社では、主に RobecoSAM が中心となるが、サステナビリティ・テーマファンド、インパクト投資、そしてサステナビリティ投資指数の開発など多様な ESG 投資戦略を持ち、顧客に ESG ソリューションを提供している。例えば、サステナビリティ・テーマファンドにおいて、水資源では、水消費量や水汚染の増加に対処できる企業、気候変動では化石燃料の効率的な使用を可能にする企業へ投資する。また、同社は CSV 評価を生かしたスマート ESG スコアリング手法も開発した。これは、時価総額、業種および地域といった財務的要素の影響を除いた上で、各業種にとって最も影響のある ESG ファクターを特定したものである。現在、サステナビリティ投資指標の開発、運用プロセスに取り入れている。

### (インパクト投資)

インパクト投資において、児童やジェンダーといったテーマを持つ。児童に関するテーマの例を挙げると、子供の権利や福利に関連する分野で積極的にサポートするグローバル企業への投資を通じて社会により影響を与えようとする。

こうした投資は単に多くの情報に基づく投資意思決定を可能とするだけではなく、リスクの軽減や長期的な投資機会の提供とともに、受託者責任の実現や、社会へのインパクトなど投資家サイドにおける非財務目標の達成にも貢献できると考えている。こうした取り組みの結果、同社の ESG 投資は、PRI の年次評価において 2015 年に最高ランク A+を獲得している。

### 【ESG 情報の入手方法】

同社では、RobecoSAM からの ESG 情報を活用している。外部の情報ベンダーとして Sustainalytics、Glass Lewis や ISS などの利用もある。ただし、外部ベンダーによる情報はあくまで

<sup>47</sup> RIAM, "Exclusion Policy Robeco"

---

参考程度に過ぎず、企業の実際の取り組み状況をよく理解するには、企業自身が開示しているアニュアル・レポートやサステナビリティレポートなどを確認しないとイケないと述べている。

### 【議決権行使】

議決権行使は同社が採用する ESG 投資のアプローチの一つであり、株主の一員として、自社の議決権行使によるインパクトを分析・理解するだけでなく、顧客の利益を実現するための手法を確保できると考えている。そのため、明確な方針を確立し、決まった手順を踏まえて行う。現在、同社は議決権行使方針として ICGN のコーポレート・ガバナンス基準を採用しており、最新の基準を反映させている。同社以外、RobecoSAM、Robeco Luxembourg のファンドに適用させるほか、顧客の要望に応じた議決権行使にも対応している。

具体的に、通常の議案について、議決権行使助言会社の議決権行使プラットフォームで電子的に議決権行使を行うが、重要と思われる報酬問題、取締役会の独立性、M&A などといった議案はサステナビリティ・チームのミーティングで取り上げる。特に株主総会で重要な議案をカバーできるよう、議決権行使助言会社のアドバイスを参考しながら、議案をスクリーニングし優先順位を付ける。取り上げた企業やその議案について、企業アナリストやポートフォリオ・マネージャー、エンゲージメント・スペシャリストと一緒に議論を重ねた上、企業に対する最終的なコーポレート・ガバナンス評価レポートをまとめる。これは同社が議決権行使の意思決定を行う際の基礎となる情報であり、それに基づいて議決権行使が行われる。同社の最新の議決権行使結果(2015 年第 4 四半期)を見ると、全体では反対率が 1 割程度となっている。そのうち、取締役会、報酬といったテーマについて反対率は 2 割を超えている。

### 【エンゲージメント】

同社は、エンゲージメントは議決権行使と同様、ESG 投資のアプローチの一つとして、企業との建設的な対話を通じて、良好なガバナンスと持続可能なビジネス・プラクティスを奨励することで、長期的な株主価値の実現に貢献すると考えている。同社のスチュワードシップ方針によると、株式や事業債のポートフォリオに対して、価値創造タイプ (value engagement) と ESG 強化タイプ (enhanced engagement) の 2 種類のエンゲージメントが行われる。前者は、株主価値の増大につながるよう、企業の持続可能な行動規範やコーポレート・ガバナンスを向上させる対話、後者は企業統治、社会的責任、環境問題および透明性といった企業行動に関する情報開示が国際基準に満たさない場合に行う対話である。前述の不投資方針のうち、UNGC に違反した企業に対するエンゲージメントは後者に該当する。また、一定の期間(3 年程度)を設けてエンゲージメントしても改善がみられない場合の最終手段として、投資ユニバース(投資対象とする銘柄群)から投資先企業を除外する、いわゆる不投資もしくは売却を行うことになる。

同社では、保有する全銘柄から保有比率の多さや ESG 問題の深刻度合いをスクリーニングした上で、エンゲージメントの対象銘柄を選ぶ。そのため、年間のエンゲージメント銘柄数は 200 社程

度となる。企業の開示情報や自社の CSA 評価を活用するほか、外部情報ベンダーも複数利用している。2014 年のエンゲージメント報告<sup>48</sup>によると、2014 年の年間エンゲージメント件数が 169 件である。①コーポレート・ガバナンス、②健康生活、③コミュニティ、④人権、⑤人的資本、⑥UNGC 違反、⑦環境負荷、⑧環境マネジメントの 8 つのテーマのうち、環境マネジメント(51 件)、コーポレート・ガバナンス(33 件)が比較的多い。また、2014 年から新たな視点として食品と農業におけるサプライチェーンの社会問題、取締役の機能、有毒化学物質、データプライバシー保護を加えた。図表 2-43 は同社がエンゲージメントしている事例である。

図表 2-43 エンゲージメント事例

視点	概要
環境	セメント産業に対して低炭素と資源効率への転換を求めている。エネルギーとカーボンの効率化、リサイクルの拡大、適正な採掘慣行の実施および CO2 排出量の削減の 4 つ目標の達成を目指す。
社会	バングラデシュのラナ・プラザ災害を受けて繊維産業に働く従業員の健康および安全性を求めている。企業のブランドを危うくし、売上や収益、株主価値にマイナス影響を与える重要な課題と認識しており、繊維会社との対話を通じて、企業のリスク管理能力を評価する試みを始めた。
ガバナンス	資源採掘産業に対して、企業の総合的なリスクを効率よく監督できるか対話を行っている。ESG リスクの定義や管理をするためのポリシーやフレームワークを整えることが重要と考えており、内部通報の仕組み、取締役会に環境・社会問題の専門知識を十分に持つこと、さらに事故に対処できる責任と行動を評価ポイントとする。

(出所)Robeco SAM 「Governance & Active Ownership (engagement service)」

個別企業に対するエンゲージメント以外、同社は多数のイニシアティブに署名し、ワーキンググループにも積極的に参加している(図表 2-44)。例えば、RobecoSAM のガバナンス・チームは PRI 議決権行使問題の運営委員会の創設メンバーであり、議決権行使の透明性、効率性に関する問題点を指摘し、議決権行使の過程で投資家、企業、助言会社、弁護士等様々な当事者に議決権行使規則に関する最新情報を定期的、迅速かつ正確に提供できるよう奨励している。

図表 2-44 共同イニシアティブ

名称	概要
Global Reporting Initiative (GRI)	サステナビリティ報告書に関する国際基準を作成し、普及させることを目的とする国際 NGO。
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

<sup>48</sup> RIAM, “Corporate Responsibility Report 2014”

名称	概要
	「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。
OECD Guidelines for Multinational Enterprises	OECD(経済協力開発機構) 多国籍企業行動指針。
Rio Declaration on Environment and Development	ブラジルのリオ・デ・ジャネイロで開催された国連環境開発会議で採択された「環境と開発に関するリオ宣言」。
UN Convention against Corruption	国連総会で採択された腐敗の防止に関する国連条約。140 か国が署名。
UN Global Compact	持続可能な成長を実現するための世界的な枠組み作りに参加する自発的な取り組みで、世界約 160 カ国で 1 万 3,000 を超える団体(そのうち企業が約 8,300)が署名し、「人権」・「労働」・「環境」・「腐敗防止」の 4 分野・10 原則を軸に活動を展開。
UN Principles for Responsible Investment (PRI)	国連責任投資原則。
Universal Declaration of Human Rights	国連総会で採択された人権に関する宣言。

(出所)RIAM ホームページ(2015 年 12 月末)

### 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】

同社は、ダイバーシティを促進するために、2011 年に Pink Capital Women's Network という組織を立ち上げた。この組織では、女性同士で知識や経験を共有するプラットフォームを構築している。このプラットフォームを通じて、女性参加者が自分自身のキャリア形成にとって適したロールモデルを見つけることができるという。現在、110 名のスタッフが参加している。さらに、同組織は、外部の女性ネットワーク ViIP<sup>49</sup>、WIFS(保険・金融サービス部門に女性人材を呼び寄せ、女性人材の育成を目的とした組織)の活動にも参加しており、2014 年に ViIP と WIFS のネットワーク会議を主催するなど積極的な役割を果たしている。

このほか、同社の女性リーダーによるパフォーマンス・トレーニング・プログラム、戦略的交渉術に関するワークショップ、メンタリング・プログラムなど様々な取り組みが行われている。一方、RobecoSAM では、Green Capital と呼ばれる組織があり、女性スタッフ向けに研修プログラム、自宅勤務、パート勤務などを提供している。2013 年には、同社が積極的に女性登用を推進する組織として ViIP より Gouden Pump Award を受賞した。同社の女性従業員比率(2014 年時点)を見ると、一般従業員が 40%、中間管理職層が 19%、シニア管理職層が 17%となっている。

<sup>49</sup> ViIP は年金業界(年金基金、年金プロバイダー、年金アドバイザーなど)に勤務する女性向けのネットワークである。参加メンバーは現在約 220 名。

---

一方、オランダでは、2013 年からクォータ制度が導入されており、取締役会において業務執行役員、非業務執行役員の女性比率がそれぞれ 30%以上になるよう求めている。現在、同社の業務執行役員 5 名のうち、女性 2 名が登用されているが、非業務執行役員が全員男性であるため、女性候補者の人選が自社の課題と認識している。

### 【女性の活躍情報の投資プロセスにおける活用】

同社では、ジェンダー・ダイバーシティは投資プロセスやエンゲージメントで重要なテーマと位置付けている。同社の調査レポートでは、取締役会のジェンダー・ダイバーシティと株価パフォーマンスの実証研究においてプラスの関係性を指摘し<sup>50</sup>、男性経営陣は女性よりリスク志向であるため、女性経営陣の倒産リスクが低いことなど、トップマネジメント層において女性の要素は企業経営や企業価値にポジティブな影響があることを報告している<sup>51</sup>。

ワーク・ライフ・バランスについては、RobecoSAM の CSV 評価でカバーされるほか、低賃金企業や労働条件に問題のある企業に対してエンゲージメントを行うこともある。

女性に関する情報収集にあたって、企業による開示が不足している場合、エンゲージメントのプロセスで情報開示を求めるとしているが、情報開示に難を示す企業に対して、RobecoSAM を通じてアンケート調査を行うこともある。

### 【女性活躍のためのエンゲージメント】

同社は、女性関連の議決権行使基準を持っておらず、エンゲージメントを通じて企業の女性活躍への取り組みを促すと考えている。同社では、2014 年からヨーロッパの一部の金融機関（保険会社や銀行）を対象に、取締役会の機能についてエンゲージメントを始めた。主に取締役会の構成、取締役指名のプロセスおよびパフォーマンス評価といった視点で行われるが、1 年間のエンゲージメントを通じて得られた結果は、取締役会のダイバーシティ問題（ここでは性別だけでなく、年齢、経歴、国籍など多方面におけるダイバーシティ問題を指す）が依然深刻であることを示している。女性取締役の登用に限って言うと、ほとんどの企業では非業務執行役員の女性比率がガイドライン（クォータ制による 30% 目標）の最低水準に留まっており、業務執行役員の女性比率がそれよりさらに低い水準である。同社では、取締役会に対するエンゲージメントにおいて、透明性、取締役指名方針、任期や報酬とともに、ダイバーシティも頻繁に取り上げるテーマの一つであり、ダイバーシティは取締役会の機能を高め、企業価値を生み出す重要な要素であることを伝え、取締役会のダイバーシティを高めるよう企業に促すとしている。

---

<sup>50</sup> RIAM, “More women on the board, higher stock returns?”

<sup>51</sup> RIAM, “The added value of women”

---

## 【ジェンダーに注目するファンドの運用】

同社は、2015年にジェンダーの多様性と平等の促進に優れたグローバル企業の株式に投資するファンド(RobecoSAM Global Gender Equality Impact Equities)を立ち上げた。この戦略を通じて、企業の変化を促進させ、最終的に社会により影響を与えることを目的とする。持続可能なビジネス・プラクティスとして、環境やガバナンス問題と同様に、ジェンダーの多様性と平等を促進させるような人材開発や人材留保に関する方針が重要であると考えている。これは単に取締役会の女性登用の問題だけでなく、組織の各レベルにおけるジェンダーの多様性と平等への取り組みを意味する。

当該ファンドは、時価総額が10億ドル(約1,205億円)以上のグローバル企業の株式を投資対象とし、武器製造、タバコ、アルコール、ギャンブル、風俗、児童労働に関わる企業を除外している。RobecoSAMのCSA評価に基づいて算出した企業のジェンダースコア(50%)と、企業のファンダメンタルズ分析(50%)を合わせた運用戦略であるが、ジェンダースコアについては、各業種や地域において上位50%以上の企業が組み入れ対象銘柄となる(ポートフォリオの組み入れ銘柄数は40~60銘柄程度<sup>52</sup>)。なお、ジェンダースコアの評価の視点を検討するにあたっては、男女平等問題の専門家で構成される諮問委員会からサポートも受けている。以下はジェンダースコアの評価プロセスに取り入れた主な視点である。

- ・上級管理職、中間管理職、一般従業員の多様性
- ・取締役の指名プロセスの多様性
- ・女性人材の留保
- ・男女従業員の報酬の平等
- ・従業員の健康、安全、満足度へのアプローチ

同社が行ったグローバル企業を対象とした男女平等問題の実証研究において、ジェンダースコアと株価収益率にはポジティブな関係があり、ジェンダースコアの高い企業が、スコアの低い企業さらに市場平均(MSCI World Index)を上回る結果が得られており、ジェンダー要素はリターンの観点からみても有効なファクター(投資指標)であるといえる<sup>53</sup>。

---

<sup>52</sup> 2015年10月1日時点での組み入れ銘柄は61社、うち日本企業は3社ある。

<sup>53</sup> RIAM, “Does corporate gender equality lead to outperformance?”

#### (4) Pax World Management LLC(米国 ポストン)

##### ① 会社概要

名称	・ Pax World Management LLC
組織概要	・ Pax world は、1971 年に 2 人の男性によって設立された。合同メソジスト教会のために、平和、住居、雇用の問題に取り組んでいた彼らは、投資家の価値観に従った投資の実践および社会的責任に対して高い規範をもつ企業を支持する投資家を後押しするような、米国で初の責任投資ファンド運用を開始した。 ・ 本社はニューハンプシャー州のポーツマスに位置する。現在は、投資信託の運用が主な業務となっている。
組織体制	・ 従業員総数は 54 名であり、シニアマネージャー 8 名、ポートフォリオ・マネージャーおよびシニアアナリスト 8 名、マネージャー 5 名、専門スタッフ 31 名が在籍する (2014 年 12 月末現在)。
運用資産	・ 運用資産総額 (AUM) は約 37 億ドル (約 4,460 億円)。 ・ 運用資産の内訳は、株式が約 68% (保有銘柄数は 829 銘柄)、債券が約 29% で、約 3% がその他資産に分類される。株式のうち、日本株式の保有比率は、運用資産総額の約 3% (同 100 銘柄) である。

(出所)PAX ホームページ(2015 年 11 月 12 日現在)

注: 運用資産の詳細および投資戦略の記述の一部は、ヒアリングによるもの(数値は 2015 年 9 月末現在)

##### ② ESG 投資(責任投資)

###### 【理 念】

同社の ESG 投資は、ESG インテグレーションによるアプローチを採用する。財務分析や投資判断において、ESG 要因をインテグレーション(統合)することにより、よりよい銘柄選択が可能になると考えており、長期的にはマーケットを上回るようなリターン獲得につながるとしている。その上で、ESG 投資を通じて、平和の促進、環境保全、平等の推進、持続可能な発展に努めることを掲げている。

###### 【体 制】

2014 年 12 月末現在の従業員総数は 54 名であり、シニアマネージャー 8 名、ポートフォリオ・マネージャーおよびシニアアナリスト 8 名、マネージャー 5 名、専門スタッフ 31 名から構成される。ESG 投資の機能を担うのは、Sustainability Research Department である。当該部門には、ESG リサーチを担当する 4 名が在籍する。彼らは、①新たな ESG の課題に関する調査・分析、②投資対象企業の ESG に関する評価(またはレポート)の作成、③投資対象企業との ESG に関する対話、④投資対象企業に対する議決権行使やコーポレート・ガバナンス方針の作成、⑤運用機関の責任投資に関するモニタリング、⑥顧客向けの責任投資の取り組みに関するレポートの作成などを行う。当該部門のリサーチによって得られた ESG の課題に関する知見は、自社のポートフォリオ・マネージャーやセクターアナリストにフィードバックされる。また、他の機関投資家と共同エンゲージメントを行う際に供される場合もある。

## 【アプローチ(投資手法)】

### (ESG インテグレーション)

同社の ESG 投資は、①経済環境およびマーケット環境に関する分析、②株式に関する財務分析、③ESG 分析、④ポートフォリオ構築という一連の投資プロセスにおいて、ESG 要因が考慮される。①においては、マクロ経済の投資テーマを特定する。この投資テーマは、セクター配分や銘柄選択の指針となり、最終的にはポートフォリオ構築へとつながる。②においては、各セクターにおいて成長性があり魅力的な価格の銘柄へ投資する。③においては、環境、社会、ガバナンスについて、それぞれの評価ポイントを考慮する(図表 2-45)。なお、社会の評価ポイントのみ、3つの異なる側面(職場環境、製品のインテグリティ(誠実であること)、コミュニティ)から構成される。④においては、財務分析と ESG 分析の基準に見合う投資対象候補銘柄群の中から、銘柄選択が行われる。

図表 2-45 ESG の評価ポイント

ESG	評価ポイント	
環境	<ul style="list-style-type: none"> <li>・有害物質(大気、液体)の排出</li> <li>・リサイクル、廃棄物削減</li> <li>・クリーンエネルギー、エネルギー効率</li> <li>・気候変動</li> <li>・環境報告および開示</li> </ul>	各セクターにおいて、環境ポリシーがあり、環境対策およびその評価を行っており、相対的な環境パフォーマンスが高く、環境サステナビリティの改善に努めることが望ましい。
社会	①職場環境 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ダイバーシティ</li> <li>・従業員との関係</li> <li>・健康と安全</li> <li>・人権</li> </ul>	職場におけるダイバーシティの促進、人事施策に関する透明性、ダイバーシティの評価に関するレポートを行うことが望ましい。また、従業員を大事にしており、良好な労使関係があり、健康と職場安全に関するポリシーと所定の手続きがあることが望ましい。
	②製品のインテグリティ(誠実であること) <ul style="list-style-type: none"> <li>・製品の健康への影響、安全性</li> <li>・消費者問題</li> <li>・新たな技術</li> <li>・マーケティング、広告</li> </ul>	製品の不正利用や中毒に伴う公衆衛生の問題に対処するような所定のプログラムや手続きがあることが望ましい。また、データのセキュリティや消費者のプライバシーを保護するための手続きやプラクティスを実践していることが望ましい。
	③コミュニティ <ul style="list-style-type: none"> <li>・コミュニティとの関係</li> <li>・責任のある貸付業務</li> <li>・慈善活動</li> </ul>	ステークホルダーとの強固な関係を維持し、企業活動に関係するコミュニティにおける生活の質に対するコミットメントを行動で示す企業が望ましい。他方、このようなコミュニティを軽視したり、利害対立が生じる企業は望ましくない。
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経営者報酬</li> <li>・株主の権利</li> <li>・汚職、収賄、不正</li> </ul>	長期的な企業価値創造のために最適なガバナンスを有することが望ましい。知的財産保護、汚職回避、独占禁止法令順守の対策、政治献金についても同様である。

(出所)PAX ホームページ(2015年11月12日現在)

---

### (ネガティブ・スクリーニング)

同社の株式投資のほとんどは分散投資であることから、原則として、銘柄選定は財務分析に基づいて行われる。その一方、同社には、武器、タバコ製造に関するセクターには投資しないというガイドラインがある。従って、これらのセクターに該当する銘柄もしくは ESG 要因に問題があると分析される銘柄は投資対象から除かれる。財務分析の観点から魅力的な銘柄であっても、不投資リストに該当する場合には購入することはできない。また、保有銘柄が不投資リストに入った場合には、ポートフォリオ・マネージャーの裁量により、所定の期間内に売却するか、売却する代わりにエンゲージメントを実施する。エンゲージメントによって、問題が解消される場合には、継続して保有する。

なお、化石燃料不投資 (Fossil Fuel Divestment) を適用しているのはごく僅かである<sup>54</sup>。これは、同社が気候変動への対処として化石燃料不投資運動が効率的な解決策とは考えておらず、温暖化ガス排出を減らすようなエンゲージメントを通じて、気候変動の軽減に貢献する方が理に適っていると考えることによる。同様の理由により、石油やガスなどのユーティリティや自動車セクターへの不投資なども行っていない。

### (サステナビリティ・テーマ投資)

同社のサステナビリティ・テーマ投資には、環境と女性のリーダーシップに注目した 2 つのファンドがある。前者は、環境関連ビジネスおよび環境技術に優れた企業に投資することにより、長期的なパフォーマンス獲得を狙うものである。資産クラスはグローバル株式であり、少なくとも 40% はエマーGING株式を含む外国株式 (非米国株式) に投資される。後者の女性のリーダーシップに注目したファンドについては後述する。

### 【ESG 情報の入手方法】

ESG 情報は、①企業のウェブサイト、②企業の CSR 報告書、サステナビリティ報告書、③企業のアニュアル・レポート、財務報告書、④情報プロバイダー、⑤セクターアナリストの調査、⑥ESG 評価機関 (具体的には、Sustainalytics 社および MSCI 社のデータ)、⑦NGO 団体や NPO 団体などから収集される。女性の活躍推進に関する指標の収集方法も同様である。同社は、ESG 情報に関する日本企業の開示状況について、大企業を中心に極めてよい開示を行っていると評価しており、とりわけ、環境に関するトピックや職場における取り組みの開示はよい反面、ガバナンスや人権に関する開示はそれほど進んでいないと述べている。

---

<sup>54</sup> ただし、同社は、化石燃料不投資が適用されるファンドを除く、全てのファンドについて炭素やタールサンドへの不投資 (Coal Free) を適用している。この理由として、炭素の排出量の多さをリスク要因とみなしていることが挙げられる。  
[http://paxworld.com/system/storage/19/56/b/5236/carbon\\_benchmarking.pdf](http://paxworld.com/system/storage/19/56/b/5236/carbon_benchmarking.pdf)

## 【議決権行使】

同社は、株主行動は、投資先企業の財務要因や ESG 要因のパフォーマンスを継続的に改善することに役立つと考えている。株主行動の 1 つのアプローチとして、議決権行使が挙げられる。議決権行使の尺度は、原則として、世界共通である。議決権行使およびエンゲージメントにおけるゴールは、投資先企業の健全で持続可能なガバナンスを助長することにより、長期的かつ持続可能な成長を促進することであると述べている。

同社の議決権ポリシーは、ガイドラインとしてまとめられている。図表 2-46 に示すように、ガバナンスに関する項目が大勢を占めるが、環境や社会に関する項目もみられる。ESG について懸念がある場合には、企業のマネジメントに対するエンゲージメントを実施することもある。

図表 2-46 ESG に関する議決権行使ガイドライン

ESG	議決権行使の考え方	評価ポイント
環境	スチュワードシップの観点から、企業活動に伴う環境負荷に注意を払うことはよいことである。企業に対して事業活動に伴う環境負荷を開示し管理するような取り組みを要請するような株主提案に賛成する。	<ul style="list-style-type: none"> <li>・気候変動</li> <li>・水資源</li> <li>・コミットメントおよび透明性</li> </ul>
社会	企業活動を通じた社会的な影響に注意を払い、その影響に関するポリシーやパフォーマンスを開示し管理するような取り組みを行うことは、管理の行き届いた企業である。このような取り組みを企業に要請するような株主提案に賛成する。	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ダイバーシティ</li> <li>・ジェンダー・エンパワーメント</li> <li>・人権</li> <li>・先住民の生活</li> <li>・労使関係</li> <li>・製品の安全性およびインテグリティ</li> <li>・職場の健康と安全性</li> <li>・コミュニティ</li> </ul>
ガバナンス	投資先企業が長期的に持続可能な価値を生み出すためには、7 つの原則（①忠誠、②説明責任、③透明性、④公平性、⑤受容力、⑥永続性、⑦持続可能性）に従って、企業経営を行う必要がある。例えば、企業経営を監視する取締役会の役割は、株主への忠誠に基づいて行われるものであり、株主への説明責任を果たすべきものである。その際、透明性がなくては説明責任を果たすことはできない。また、経営者が種類株等を発行することにより支配権を高める場合にも説明責任を果たすことはできないため、説明責任は株主権の公平性に依存するほか、株主の声に傾聴するような受容力も必要である。企業価値の決定要因は、長期的性質のものであり（永続性）、企業の持続可能性は、長期的な企業価値創造の土台となるものである。これらの原則は、議決権行使ガイドラインに反映されており、企業に新たな問題が生じた場合にはガイドラインに従って議決権行使が行われる。	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役の選任</li> <li>・報酬</li> <li>・株主の権利</li> <li>・資本政策</li> <li>・取締役構成</li> <li>・企業経営</li> <li>・買収防衛策</li> <li>・M&amp;A</li> <li>・政治献金、ロビー活動</li> </ul>

(出所) Pax, “Proxy Voting Guideline Pax World Funds,”

## 【エンゲージメント】

同社は、エンゲージメントを通じて企業が直面する ESG の問題を改善することにより、企業価値の創造につながると考えている。ESG の問題が議決権行使では解決しない場合には、企業との対話により解決が図られる。具体的には、企業に対する書簡の送付、電話会議、オンサイトのミーティングにより対話が行われる。それでも解決しない場合には、他の機関投資家との共同イニシアティブや株主提案の申請を行うケースもある。このほか、その時々で注目する幾つかのテーマを選定し、共同イニシアティブを通して企業に働きかけるケースもある。

エンゲージメントのテーマとしては、①ESGの情報開示、②役員報酬、③気候変動、④取締役のダイバーシティおよび女性のエンパワーメント、⑤人身売買、⑥労働安全、⑦紛争地域における操業などがある。また、規制当局や世論に対して働きかけるような共同イニシアティブを展開するケースもある。このような取り組みは、図表 2-47 に示すように多岐にわたる<sup>55</sup>。

図表 2-47 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。
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。
Global Initiative for Sustainability Ratings	持続可能な社会の発展に向けて、グローバルな ESG の評価基準を策定するために発足した Ceres と Tellus Institute の共同プロジェクト。企業の ESG 評価を行うのではなく、ESG 評価機関のレーティング、ランキング、指数を認証する。
Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR)	企業にコーポレート・ガバナンスを求める宗教系投資家のネットワーク団体。
Investor Network on Climate Risk (INCR)	気候変動リスクに対応するための投資家のネットワーク団体。
New Hampshire Businesses for Social Responsibility	ニューハンプシャー州において、企業による社会的責任の取り組みを推進する営利団体。
Thirty Percent Coalition	Thirty Percent Coalition (30%連合) は、2011 年に設立された上場企業の女性取締役比率を 30%以上にすることを目標に啓蒙活動を行うイニシアティブである。企業トップ、機関投資家、政府関係者、女性関連 NPO やアクティビストなど 80 の団体や個人など様々な立場の会員で構成
The Sustainable Investment Research Analysts Network	US SIF のワーキンググループの 1 つであり、300 名を超える ESG 投資業界のアナリストのネットワーク。アナリストは、企業の ESG ポリシーやパフォーマンスを調査分析しており、その結果は投資や企業へのエンゲージメントに用いられる。

<sup>55</sup> PAX, “2014 Pax World Corporate Social Responsibility Report”

名称	概要
UN Global Compact	持続可能な成長を実現するための世界的な枠組み作りに参加する自発的な取り組みで、世界約 160 カ国で 1 万 3,000 を超える団体（そのうち企業が約 8,300）が署名し、「人権」・「労働」・「環境」・「腐敗防止」の 4 分野・10 原則を軸に活動を展開。
UN Environmental Programme Finance Initiatives (UNEPFI)	国連環境計画（UNEP）および約 325 の金融機関が連携し、経済的発展と ESG への配慮を統合した金融システムへの転換を進めるイニシアティブ。
UN Principles for Responsible Investment (PRI)	国連責任投資原則
UN Principles for Investors in Inclusive Finance	PRI によるイニシアティブの 1 つであり、貧しく立場の弱い人々が金融サービスにアクセスすることを促進する取り組み。
US SIF Foundation	米国 ESG 投資の業界団体。隔年ごとに ESG 投資の状況を調査し、トレンドレポートを発行している。
Women Thrive Worldwide	男女平等な社会の実現を目指して、世界中の女性の権利を政策立案者に対して表明することを目的とした非営利団体。
Women's Empowerment Principles	企業が男女平等および女性のエンパワーメントを経営の核として自主的に取り組むことにより、女性の経済的なエンパワーメントを推進する国際的な原則。

(出所)PAX, “2014 Pax World Corporate Social Responsibility Report”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

### 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】

同社は、トップダウンによる機会平等を掲げており、年齢、性別、人種、国籍、履歴などに依らない方針に従って、全ての雇用および人事施策を行っている(ダイバーシティ・アンド・インクルージョン)。自社においてジェンダー・ダイバーシティを促進するのは、投資先企業に対してジェンダー・ダイバーシティを促進するのと同じ理由であり、女性が加わることによって、議論が豊かになること、意思決定プロセスがよりよいものになること、組織が強化されることが期待されることによる。

同社が運用する 6 ファンドのうち 2 つについては、女性のポートフォリオ・マネージャーがマネジメントしている。また、執行役員 10 人のうち 5 人は女性であるほか、2014 年における従業員総数のうち女性の占める割合は 44%となっている。

#### 【女性の活躍情報の投資プロセスにおける活用】

同社は、女性に投資する企業への投資は、洗練された投資戦略であると考えている。人口の半分を占める女性に対する暴力や抑圧はもちろん、教育や就業機会の不平等、賃金格差などの不当な扱いはモラルの面だけではなく、経済的にも合理的ではない。女性がもたらす効果を見逃したビジネスは、ハンディキャップを抱えることになり、結果的にグローバルエコノミーの台頭に後れを取るようになる。これとは反対に、女性への投資やエンパワーメントはアドバンテージとなる。

以上のような考え方にに基づき、同社は、女性に関するテーマは投資パフォーマンスに影響を与えると認識している。この根拠として、ジェンダー・ダイバーシティとより良い意思決定および財務パフォーマンスは相関することが多くの実証研究<sup>56</sup>により明らかにされていることを指摘する。すなわち、多様性のあるグループは、同質的なグループに比べてパフォーマンスが優れており、より賢明な意思決定が可能となるという立場から、女性管理職および女性役員の登用促進を重視する。また、よりよい人的資源管理を実践する企業は、同業他社よりもよい業績を上げ、株価の上昇率も高いことを示す実証研究を踏まえて、ワーク・ライフ・バランスの取り組みなどについても重視する。このほか、公平な報酬制度なくして職場の人材を有効に活用することは難しいという観点から、企業による賃金格差解消の取り組みも考慮する。これらの女性に関連するダイバーシティの評価視点について、以下のような具体的な評価尺度を挙げている(図表 2-48)。

図表 2-48 ダイバーシティの観点からみた女性に関する評価視点と評価尺度

評価視点	評価尺度
女性の登用促進	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役になんとも3名の女性がいるか、女性取締役比率が30%以上である企業に投資することが望ましい。(この点について、同社は、女性の人数よりも女性比率に関心があると述べている)</li> <li>・執行委員会における女性比率が、シンボル (token) として登用するような水準を上回る企業に投資することが望ましい。とりわけ CFO が女性の企業への投資機会を探している。</li> </ul>
男女格差解消の取り組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>・男女の賃金格差のない企業への投資を模索している。ただし、企業は賃金格差の有無を開示しないため、エンゲージメントにより男女の賃金格差を報告するよう要請している。</li> </ul>
ワーク・ライフ・バランスの取り組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>・従業員のワーク・ライフ・バランスを改善するような取り組みを行う企業への投資機会を探している。</li> </ul>

ただし、同社の投資プロセスにおいて、女性に関連する指標が投資判断に用いられるのは、後段で述べる女性のリーダーシップに注目したファンドを除けば、主として議決権行使やエンゲージメントにおいてである。換言すると、図表 2-48 に示す評価尺度はあくまで評価の考え方を示すものであって、投資選別に厳密に適用されるわけではない。他方、性差に関する問題として、以下の基準に抵触する企業は、同社が運用する全てのファンドの投資対象から除外される。

- ・ 女性を貶める財・サービスを扱うなどの、女性の搾取や不法取引に関わっている
- ・ 広告、販売促進、マーケティングにおいて、ネガティブな固定観念を利用する
- ・ ハラスメントを助長もしくは容認することにより、女性にとって安全な職場環境を提供しない(女性への差別・虐待の歴史および様式がある場合や性別に関する問題がある場合も同様)

<sup>56</sup> インタビュー調査によると、同社は、約 350 本の学術論文がこのような仮説をサポートしていることを確認している。

### 【女性活躍のための議決権行使】

前述の女性に関連する同社の評価視点は、議決権行使ガイドラインにも反映されている(図表 2-49)。より具体的には、取締役の選任や構成に関して、女性の人数が一定の水準に満たない場合には、議決権を保留もしくは反対票を投じるほか、ダイバーシティを促進するような提案には賛成票を投じることを表明している。ダイバーシティについては、従業員の衝突、著しい離職、訴訟、レピュテーションの低下などによる組織の混乱に対する脆弱性を克服する観点から、ダイバーシティへのコミットメントの明文化やダイバーシティの取り組みに関する情報開示を要請している。ジェンダー・エンパワーメントについては、アフーマティブ・アクションを実践する企業はより良い経営を行う企業であるとの立場から、取締役候補者の選定や情報開示について言及されている。人権については、リーガルリスクやレピュテーションリスクへの配慮として、ネガティブなイメージや固定概念を用いることを抑制するようなポリシーの策定を求めている。

図表 2-49 女性に関連する議決権行使の評価視点と対応方法

評価視点	対応方法
取締役選任	<ul style="list-style-type: none"><li>・上場企業の取締役会における女性比率の平均が 5%未満の国において、取締役の被任命者に女性がいない場合は、議決権行使を保留するか反対票を投じる。</li><li>・上場企業の取締役会における女性比率の平均が 5%を超える国において、取締役の被任命者の女性が 2 名未満の場合は、議決権行使を保留するか反対票を投じる。</li></ul>
取締役構成	<ul style="list-style-type: none"><li>・取締役候補選定において、取締役会による女性やマイノリティの候補者への考慮を求める提案に賛成する。</li></ul>
ダイバーシティ	<ul style="list-style-type: none"><li>・企業における全従業員のダイバーシティに関するデータの開示や、性的指向や性同一性を含むように雇用機会平等に関するステートメントを拡張することを求める提案に賛成する。</li></ul>
ジェンダー・エンパワーメント	<ul style="list-style-type: none"><li>・取締役候補の選定において、選定委員会の憲章に企業が女性やマイノリティの候補者を検討することの明文化を求める提案や、男女平等およびジェンダー・エンパワーメントを促進するためのポリシーや計画の更なる開示を求める提案に賛成する。</li></ul>
人権	<ul style="list-style-type: none"><li>・企業による宣伝行為(例: 広告、商標、マスコット)において、先住民、女性、特定のグループなどのイメージを使用することによりネガティブなイメージや固定概念を与えないように管理するポリシーの策定を企業に求める提案に賛成する。</li></ul>

(出所)PAX, “Proxy Voting Guideline Pax World Funds”

### 【女性活躍のためのエンゲージメント】

同社は、議決権行使において反対票を投じた場合には、反対理由を説明する書簡を送付して、懸念を申し立てる。例えば、取締役選任についていえば、全て男性候補である点に反対し、企業がジェンダー・ダイバーシティを促進するための一歩を踏み出し、取締役に女性役員を加えるような働きかけを行う。

---

エンゲージメントは、その時々で注目する 3~4 つのテーマについて実施する。女性に関するテーマとしては、ダイバーシティ、男女の賃金格差にフォーカスしている。女性取締役がゼロの企業には全てエンゲージメントを実施するほか、賃金格差が大きい企業に対してもエンゲージメントを行う。ただし、リソースの限界があるため、保有銘柄全てに対してエンゲージメントが実施されるわけではない。

### 【女性活躍のためのエンゲージメント事例】

同社が取り組む主なエンゲージメント事例は次の通りである。

第一に、MSCI World Index 採用銘柄における全てのアパレル製造業者および小売業者に対して、女性のエンパワメント原則 (WEPS) を採択し実行するように書簡を送付した。とりわけ、ダッカ近郊ビル(ラナ・プラザの工場)崩落事故を受けて、労働安全への配慮を促した。また、同社は、以下で述べる Pax Global Women's Leadership Index 構成銘柄に対して、定期的に、女性のエンパワメント原則を採択し実行するように書簡を送付している。

第二に、日本における活動として、Sustainable Financial Markets イニシアティブ の日本のワーキンググループを通じた活動が挙げられる。このイニシアティブには、同社の Julie Gorte 氏がメンバーとして参加しており(総勢 315 名が参加するイニシアティブ)、最近では、コーポレートガバナンス・コード原案に対して、日本企業の取締役会におけるダイバーシティガイドラインの採用を要請する意見書を提出するなどの実績がある。

### 【女性のリーダーシップに注目したファンドの運用】

その他の注目すべきトピックとして、Ellevest Asset Management 社と共同で、女性のリーダーシップが進展する企業に投資するファンド(「Pax Ellevest Global Women's Index Fund」)の運用を行っていることが挙げられる。このファンドの特徴は、女性のリーダーシップに注目する点にある。

1993 年 10 月に、個人投資家を対象としたファンドとして運用が開始され、2006 年 4 月に機関投資家も投資することが可能となった。このファンドは、Pax Global Women's Leadership Index を参照指数とするベンチマーク運用が基本となる。この指数は、MSCI World Index 構成銘柄を対象に、MSCI ESG リサーチによるレーティングが一定の基準を満たす企業を選出した上で、Pax Gender Analytics が女性のリーダーシップやダイバーシティの観点からみて評価の高い企業により構成される。評価の基準は、下記の 5 項目により評価される。各項目には異なる評価ウェイトが与えられており、①取締役会に占める女性比率、②執行役員における女性比率のウェイトが高い。女性のリーダーシップの基準および ESG の基準にしたがって、グローバルで 400 社が選出される。

女性のリーダーシップ基準:

- ① 取締役会に占める女性比率
- ② エグゼクティブマネジメントにおける女性比率

- 
- ③女性 CEO の有無
  - ④女性 CFO の有無
  - ⑤女性のエンパワメント原則<sup>57</sup>への署名の有無

上述したように、ファンドはベンチマーク構成銘柄に則した運用が行われるが、ファンドのコンセプトを体現するために、女性のリーダーシップ基準が高い銘柄に重点を置いて投資を行うため、必ずしもベンチマーク構成比に則して銘柄が保有されるわけではない。2015年9月末現在の資産残高は7,894万ドル(約95.2億円)、保有銘柄数は411銘柄<sup>58</sup>であるが、日本株式は保有していない。保有銘柄の企業における取締役会の32%(グローバル平均は12%)および経営層の25%(同11%)が女性であり、グローバル平均を上回っている<sup>59</sup>。日本株式が組み入れられていない理由は、主として、これらの指標が低いことによる。

---

<sup>57</sup> <http://weprinciples.org/>

<sup>58</sup> 原則として400社が選出されるが、評価スコアが同一の値となるケースがあるため、400社を超えて選出される場合がある。

<sup>59</sup> Pax Ellevest Global Women's Index Fund Commentary Q3 2015

## (5) 東京海上アセットマネジメント株式会社(日本 東京)

### ① 会社概要

名称	・ 東京海上アセットマネジメント株式会社(TMAM)
概要	・ 東京海上日動グループの中核運用資産会社として 1985 年に設立。現在、ニューヨーク、ロンドン、シンガポールに海外現地法人を設立し、内外投資家から資産運用を受託している。 ・ 2008年、英国 GO インベストメント・パートナーズの共同出資により、スチュワードシップサービスと対話型ファンドのエンゲージメント助言を提供するガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社(以下、GO ジャパン)を設立(同社が 40% 出資)。
従業員数	・ 230 名
運用資産	・ 運用資産総額は 5 兆 2,533 億円。 ・ 運用資産総額の内訳は、株式 21%、債券 60%、不動産 5%、その他 14%である。株式部分のうち、日本株式の保有比率が約 19%、投資銘柄数が 1,100 社。
顧客層	・ 投資顧問(主に機関投資家)が約 7 割、投資信託(主に個人投資家)が約 3 割。

(出所)TMAM ホームページ(2015 年 12 月末現在)

注:運用資産の規模および内訳はヒアリング調査による。

### ② ESG 投資(責任投資)

#### 【理念】

同社は、資産運用を通じて、豊かで快適な社会生活と経済の発展に貢献することを経営理念の一つとしている。快適な社会生活と経済の発展に貢献するため、投資先企業の財務的要素のみならず、環境・社会・ガバナンス(ESG)等の非財務的な要素も適切に考慮した、責任ある投資を受託者責任に則して実行するとともに、投資先企業に対して社会的責任の働きかけを行うことで企業の中長期的成長を促し、顧客にとっての中長期的な投資リターンを向上することを目指す。

#### 【体制】

同社では、2007 年に発足した責任投資グループにスタッフ 2 名を配置している。ESG 問題に関する調査・分析を行うとともに、投資先企業の ESG に関する評価(またはレポート)の作成、投資先企業との対話、議決権行使とコーポレート・ガバナンス方針の作成等に携わる。また、責任投資グループとは別に、運用本部長、各運用プロダクトの部長で構成される責任投資委員会がある。この委員会では、ESG の考え方、非財務情報の使い方、議決権行使ガイドラインなど全社的な ESG 投資方針を決めている。ここで決められたガイドラインや投資方針はすべてのファンド・マネージャーや企業アナリストに共有され、それぞれの担当にて ESG 要因を考慮した投資や評価等を行っている。

## 【アプローチ(投資手法)】

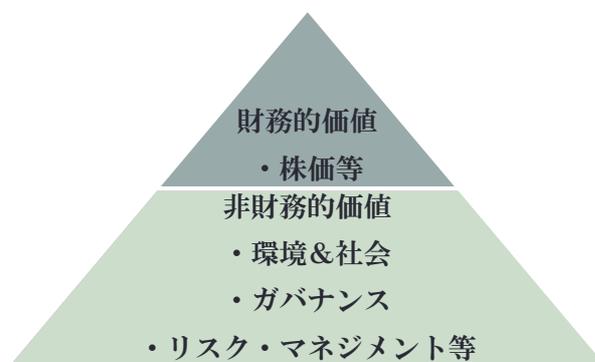
### (ESG インテグレーション)

同社には、ESG の要素を定量・定性両面から評価する SRI ファンドと、定性評価のみを行っているメインストリーム(通常の国内株式アクティブファンド)がある。現在、メインストリームを含めて、同社の ESG 要素を統合した運用資産残高が 5,951 億円にのぼる。

SRI ファンドについては、財務的価値に加え、独自の「環境(E)・社会(S)、ガバナンス(G)、リスク・マネジメント(R)」の 4 つの視点から非財務的価値の評価を行い、企業価値を判断する(図表 2-50)。定量的な評価に当たっては、グループ会社である東京海上日動リスクコンサルタント(以下、TRC)が CSR 観点で重要と思われる項目(100 個程度)を CSR 総覧<sup>60</sup>から選定して、企業の取り組み状況に応じてスコア化する。この CSR 評価をもとに、企業の財務要素や株価情報を考慮してポートフォリオを構築する。

また、同社は E/S/G/R それぞれのファクターリターンをモニタリングし、各ファクターと投資リターンに関する検証も定期的に行う。現時点では、E/S/G/R のうち、G、R ファクターが株価とプラス関係にある一方、S はマイナスとなっている。S ファクターのマイナス寄与について、同社は、SRI ファンドは過去をみるのではなく、将来を見据えるものであり、現時点で株価にマイナス影響はあるものの、将来プラスに転じるであろうと考えている。

図表 2-50 ESG の要素を考慮した企業価値(概念図)



(出所)TMAM ホームページ(2015 年 12 月末現在)

同社では、投資判断に影響を及ぼす可能性があると思われる ESG テーマを複数挙げており、ガバナンス問題のみならず、環境や社会に関する課題も含めて影響を認識している(図表 2-51)。

<sup>60</sup> 東洋経済新報社が発行する CSR データベース。1,300 社以上の上場企業を中心とした CSR 取り組みを評価したものである。

図表 2-51 投資に影響する可能性のある ESG テーマ

視点	テーマ
環境	水資源、エネルギー利用、産業廃棄物、製品ライフサイクル、生物多様性、気候変動、天然資源
社会	人権問題、紛争地域、人的資本マネジメント、サプライチェーン、健康と安全、ビジネス倫理、製造責任
ガバナンス	情報開示、取締役の独立性、リスク・マネジメントおよび内部統制

なお、メインストリームでは、定性評価に加えて定量評価をどのように用いるが可能か検討している段階にある。昨年、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が PRI に署名したことにより、今後は日本のメインストリーム投資でも、ESG 要因を積極的に考慮することが増えてくると予想される。

#### (サステナビリティ・テーマ投資)

同社では、食料、水をテーマとする外国株式に投資するファンド、国内のメガソーラー(大規模太陽光)事業に投資するエネルギーファンド、世界の貧困問題に取り組むマイクロファイナンス機関<sup>61</sup>の債券に投資するファンドなど、株式投資以外の、インフラ資産や債券への投資を通じた ESG テーマ投資も行っている。

なお、2012 年から投資先企業との対話型ファンドも運用しており、事業戦略、財務および ESG 問題における企業の変化に注目している(図表 2-52)。

図表 2-52 対話型ファンド

名称	概要
TMAM-GO ジャパン・エンゲージメント・ファンド (JEF)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・強い中核事業を持つ国内の中小型企業を投資対象とする。</li> <li>・投資先企業の経営陣との間で友好的な対話を通じて、企業への理解を深めながら、長期的に持続可能な企業価値の拡大を実現し投資収益を追求する。GO ジャパンがエンゲージメント助言、同社がポートフォリオ運用を行う。</li> <li>・保有銘柄数 15 社~20 社。</li> <li>・欧州の大手年金基金から受託運用を受けている。</li> </ul>

(出所)TMAM ホームページ(2015 年 12 月末現在)

<sup>61</sup> 新興国や貧困地域において、零細事業の運営に小口の融資などのサービスを提供することにより、人々の経済的自立を支援する組織である。世界で約 10,000 機関が存在すると言われている。

## 【ESG 情報の入手方法】

同社では、ESG 情報の調査・分析に当たっては、企業の開示情報(ウェブサイト、CSR 報告書、サステナビリティ報告書、アニュアル・レポート)のほか、東洋経済新報社の CSR 総覧を活用する。CSR 総覧により開示情報を得られない企業については、主に TRC が独自に ESG アンケートへの回答情報や、TRC との共同ヒアリング調査を通じて情報収集を行う場合もある。これらの情報をもとに、現在約 650 銘柄がスコア化されている。

国内企業の情報開示が進むことにより、運用プロセスに ESG 要素を組み込みやすくなる一方、企業における CSR への取り組み効果が投資リターンに反映されるまでに一定の時間を要するため、短期的な市場の環境変化にとらわれず、中長期的な評価軸を持つことが必要と考えている。

## 【議決権行使】

同社は、議決権行使が企業のガバナンス体制強化を促進し、中長期的価値向上と持続成長につながると認識している。アクティブ運用で保有するすべての銘柄を精査する一方、議決権に係るコストは最終的に顧客が相応に負担することとなるため、コストによる運用成果への影響を考慮し、パッシブ運用の対象銘柄では、業績不振、反社会的行為、コーポレート・ガバナンス等に問題が生じた企業を精査対象とする。精査対象とならなかった銘柄については、原則として会社側提案を支持するとしている。なお、議決権行使助言会社(ISS)からレポートを取得しているが、当該レポートは、議決権行使に関するコンセンサスを把握する等、同社における議決権行使に際しての参考資料の位置付けとして利用しており、最終判断は同社で行っている。

図表 2-53 は同社の議決権行使のガイドラインである。同社は、企業のコーポレート・ガバナンス向上が投資リターンを引き上げる重要な手段と位置付けているため、ガバナンスの視点を中心に意思表示を行う。2015 年の議決権行使結果をみると、会社提出議案が 3,684 件あり、反対比率は約 1 割となる。議案別では、退職慰労金贈呈、取締役選任に対する反対比率は約 3 割となっている<sup>62</sup>。

図表 2-53 議決権行使ガイドライン

テーマ	視点
剰余金の処分	財務体質や配当性向、成長性とのバランス
取締役の選任	候補者の不祥事件、執行役員の兼務状況、社外取締役の独立性
監査役 of 選任	候補者の不祥事件、社外監査役の独立性
会計監査人の選任	変更の背景
自社株式取得	株主利益の公平性、買戻し後の流動性

<sup>62</sup> [http://www.tokiomarineam.co.jp/company/pdf/201508\\_voting.pdf](http://www.tokiomarineam.co.jp/company/pdf/201508_voting.pdf)

テーマ	視点
退職慰労金贈呈	対象者の不祥事件、社外取締役と監査役への贈呈
役員報酬額改定	対象者の不祥事件、一般的な水準との乖離
合併、買収、営業の譲渡・譲受	重要情報の開示、株主利益への影響
新株予約権	付与対象者の適格性、付与条件の内容
定款の変更	取締役会権限強化の内容、授権資本増加の背景、事業内容変更の背景
減資	リストラクチャリングの観点から個別に判断
株主提案	株主利益の公平性
買収防衛策	株主総会の承認、重要情報の開示、有事の発動判断の独立性

(出所)TMAM ホームページ(2015年12月末現在)

### 【エンゲージメント】

同社では、中長期的な視点から投資先企業の企業価値および資本効率を高め、持続的成長を促すことを目的とした対話を積極的に行っている。企業戦略、業績、資本構造などガバナンス問題や社会・環境問題のリスクもエンゲージメントテーマとして含まれている。図表 2-54 は同社のエンゲージメント事例である。また、エンゲージメント運用(対話ファンド)においては、前述の共同出資会社(GO ジャパン)と共同で、投資先企業との対話の場を持っている。

図表 2-54 エンゲージメント事例

テーマ	対話内容
事業環境変化に対する戦略的対応等	脱デフレ環境下での戦略転換の必要性、不採算事業のコスト合理化と収益改善に関する対話
持続的成長に向けた戦略展開等	成長促進に資する研究開発戦略のあり方、アライアンスに関する対話
財務戦略における資本政策の見直し等	資本効率性を意識したキャッシュフロー用途、成長投資と株主還元のバランスに関する対話
ガバナンス・リスク管理体制等	不祥事に対する再発防止策、事業リスクや後継者問題への対応、社外取締役の活用に関する対話

(出所)TMAM ホームページ(2016年1月末現在)

現在、同社は、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明に加え、以下のイニシアティブにも署名している(図表 2-55)。

図表 2-55 共同イニシアティブ

イニシアティブ	概要
UN Principles for Responsible Investment (PRI) 21 世紀金融行動原則	国連責任投資原則。 国内の金融機関を対象とした、持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則。環境省が策定の取りまとめを支援。2015 年 5 月末現在、署名機関が 195 機関にのぼる。

(出所)TMAM ホームページ(2015 年 12 月末現在)

### ③ ESG 評価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】

同社グループ全体の取り組みとして、女性が活躍しやすい環境づくりを目指し、「きりり☆キャリアアップ応援支援」と呼ばれる制度を運営している。女性社員のキャリアアップ、マインド・スキルアップ、育児と仕事の両立など多方面から女性活躍のサポート体制を整えている。

#### 【女性の活躍情報の投資プロセスにおける活用】

同社の ESG 定量評価の社会 (S) ファクターに、雇用に関する評価項目として「人材マネジメント」、「雇用責任」、「働きやすい職場」、「人材パフォーマンス」の 4 つの中項目がある<sup>63</sup>。女性に関連する情報はこれらの項目に含まれる。SRI ファンドの投資プロセスにおいて、企業が持続的成長を実現するうえで重要であると思われる女性に関するテーマと指標が選定されている(図表 2-56)。

「雇用責任」については、個人の能力を引き出し、自立した社会人として生き生きと働ける仕組みを構築することが中長期的視点で企業の価値向上につながる可能性があると考えており、女性の育児休業復職率や女性管理職比率といった指標を活用することができるかと指摘している。実際、同社の SRI ファンドにおける CSR 評価の一項目として、女性管理職比率を利用しており、エンゲージメントの際も取締役会のジェンダー・ダイバーシティを取り上げて企業とディスカッションを行うこともある。

「人材マネジメント」や「働きやすい職場」では、社員の健康、安全、生活を守り、安心して働ける職場環境を整備していくことが企業の持続的成長につながり、ダイバーシティの取り組みも多様性を確保することで中長期的に企業価値を向上させると認識している。その際、配偶者出産休暇制度やダイバーシティ推進基本理念など制度面の充実さがテーマとして挙げられている。

<sup>63</sup> ヒアリング調査によると、社会 (S) ファクターは「雇用」「社会貢献」「顧客取引」の 3 つの大項目で構成されている。

図表 2-56 女性に関するテーマと指標の例(抜粋)

中項目	指標(例)
人材マネジメント	ダイバーシティ専任組織の有無、ダイバーシティ推進基本理念の有無など
雇用責任	女性管理職比率、育児休業復職制度の有無など
働きやすい職場	配偶者出産休暇制度の有無、フレックスタイム勤務制の有無など

ほかに、女性目線を活かした商品やサービスといったテーマがある。例えば、企業の商品開発において女性プロジェクトを立ち上げ、その意見を活かした結果、売上の拡大につながったような事例である。業種にもよるが、特に消費財については、女性の意見を活かして企業価値の向上につなげていくストーリーは投資家にとって分かりやすいと考えられる。

同社は、企業評価に当たり、情報ベンダーから取得可能な女性関連のデータを活用するほか、直接企業にヒアリングすることにより定性的に判断しているが、現時点では、国内企業による女性活躍への取り組みがまだ十分に進んでおらず、取り組みに関する情報開示も不足していると認識している。企業の取り組みや情報開示の不足によって、企業のCSR評価に影響があると指摘したうえで、今後企業側の発信力強化、特に自社の女性活躍に関する取り組みであれば、それがどのように企業価値に結びつくのかといった具体的ストーリーを投資家サイドと共有することが重要ではないかと考えている。例えば女性取締役による実効性が企業価値につながるという情報を企業側がもっと発信できれば、女性活躍情報に関するESG要素を企業評価に取り入れる動きが増えていく可能性が高いと指摘している。

## (6) ニッセイアセットマネジメント株式会社(日本 東京)

### ① 会社概要

名称	・ニッセイアセットマネジメント株式会社(NAM)
概要	・日本生命グループの中核企業の一つとして、年金基金、事業法人など機関投資家向けの投資顧問分野と個人投資家向けの投資信託分野で幅広い運用商品・サービスを提供している。 ・主要株主は、日本生命保険相互会社(90%)と米国資産運用会社パトナム・ユーエス・ホールディングスI・エルエルシー(10%) ・日本生命グループの海外拠点ネットワークや、海外資産運用会社との業務提携を通じて、グローバルな体制を構築している。
従業員数	・421名(うち運用担当者が約130名)
運用資産	・運用資産総額は8.7兆円。内訳として、株式33%、債券45%、オルタナティブ6%、その他17%である。株式のうち、日本株式の保有比率は約16%。
顧客層	・機関投資家8割(顧客数は約300機関)、リテール(個人投資家)2割

(出所)NAM ホームページ(2015年12月末現在)

注:運用資産は2015年3月末時点の数値。

### ② ESG投資(責任投資)

#### 【理念】

同社は、持続可能な社会の実現、企業価値の向上、および資本市場の健全な発展に対する社会的責任があると認識しており、その実現に向けて取り組むことが、長期的な投資収益の改善につながり、自社が目指す「お客様から長期にわたって信頼頂く」ことが実現できるものと考えている。また、予想期間を5年程度とする長期投資の方針を掲げており、ESGの要素を考慮した企業評価を行うことは、長期投資における投資リスクの改善や収益率の向上が期待できると考えている。

#### 【体制】

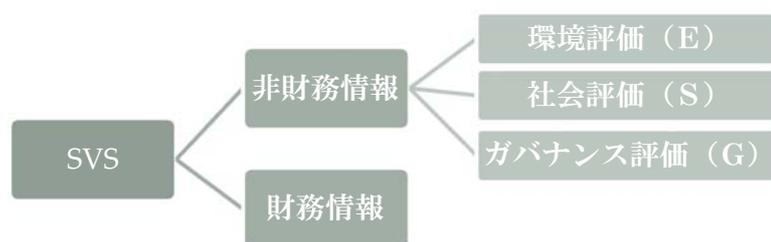
同社では、長期的な投資を実践する観点から、企業アナリストがESGの要素を考慮した企業分析を行っている。この理由として、企業評価に自然な形でESGの要素がインテグレーションされているため、企業アナリスト以外のスタッフがESG評価をすると、かえって投資プロセスが分断されてしまうことを挙げている。企業アナリストは、担当企業に対する対話や議決権行使を行っており、ESGの要素もこのプロセスで考慮される。また企業アナリストが運用部に所属しているため、部内ミーティング等を通じて運用担当者と常に情報共有し、緊密な連携を行っている。ESGの要素については、投資先企業の持続的成長力(サステナビリティ)を把握するために、少なくとも年1回は調査対象企業を再評価するモニタリング体制を敷いている。企業アナリストは20名程度在籍しており、約500銘柄をカバーする。

## 【アプローチ(投資手法)】

### (ESG インテグレーション)

同社は、ESG 投資に取り組む上で、①ESG 課題の認識、②運用プロセスにおける ESG 考慮、③ESGを考慮した商品の開発、④企業との対話、の方針を掲げている。運用プロセスにおいては、長期的な視点から企業評価を行うために、非財務情報および財務情報に関する企業アナリストの分析を反映させた独自の企業価値評価システム Shareholders' Value System(SVS)を構築している(図表 2-57)。

図表 2-57 ESG の要素を考慮した企業価値評価(SVS)



(出所)NAM ホームページ(2015 年 12 月末現在)

非財務情報(環境、社会、ガバナンス)は、以下の視点から評価が行われる(図表 2-58)。ただし、こちらの情報は、企業価値評価の要素の一つであるため、ESG 評価のみによって銘柄選択が行われることはない。なお、対人地雷、クラスター爆弾の製造にかかわる企業については不投資の立場をとっている。

図表 2-58 ESG 評価視点

視点	評価ポイント
E:環境の視点	環境問題への取り組みが企業価値向上につながっているか
S:社会の視点	長期的な企業価値創造に向けた株主以外のステークホルダー(従業員・顧客・取引先等)との関係構築ができているか
G:ガバナンスの視点	企業価値を持続的に向上させるガバナンスの仕組み、体制を構築しているか

(出所)NAM ホームページ(2015 年 12 月末現在)

同社が運用する全ての国内株式ファンドの中に、ESG 要素が入っている。また、企業との対話を重視した「スチュワードシップ・ファンド」もある(図表 2-59)。

図表 2-59 ESG 関連投資

ファンド名	投資戦略の概要
対話重視の「スチュワードシップ・ファンド」	<ul style="list-style-type: none"> <li>・企業経営陣との対話を通じた中長期的な投資先企業の価値増大により、超過収益の獲得を目指す。</li> <li>・経営陣との対話にあたっては、相互理解が必要不可欠であるため、徹底した協調路線を採用する。また、投資先企業との対話による成果を最大限に引き出すため、投資期間を 3～5 年程度としている。</li> <li>・保有銘柄数は 10～20 社程度。</li> <li>・海外籍投信として内外の機関投資家に提供。</li> </ul>

(出所)NAM ホームページ(2015 年 12 月末現在)

### 【ESG 情報の入手方法】

投資にあたり ESG に関する調査を行う際には、企業の開示情報(ウェブサイト、CSR 報告書、サステナビリティ報告書、アニュアル・レポート、財務報告書等)をもとに情報収集を行う。この点について、国内企業の ESG 情報開示は、近年、開示レベルが高まったものの、海外企業の開示水準には達していないと述べている。とりわけ、非財務情報に関する定量データの開示が十分でないことを指摘する。また、ESG に関する取り組みが複数のレポートにわたって開示される傾向がある点についても、1つにまとめるなどの改善の余地があると考えている。

同社では企業アナリストが ESG 評価を行うことから、ESG 評価機関や NGO 団体・NPO 団体など 2 次ソースの利用は現在行っていない。この理由について、これらの ESG 評価情報は、あくまで過去のデータに基づいた評価であり、投資に活かすことが難しいことや、既成の ESG スコアを企業価値評価に統合することが困難であることを挙げている。

### 【議決権行使】

同社は、議決権行使を企業との対話の手段の1つと位置付けている。そのため、企業価値向上を念頭に、自社が定めた議決権行使の基本方針や議決権行使判断基準に沿って、保有銘柄すべてについて自らの判断により賛成・反対票を投じる。議決権行使の基本的な考え方は、コーポレート・ガバナンス機能をモニターすることに主眼を置いている(図表 2-60)。

図表 2-60 議決権行使の考え方

テーマ	考え方
剰余金の処分	長期持続的な株主価値向上の観点から、内部留保、将来の事業計画等とのバランス

テーマ	考え方
取締役の選任	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役会の形や社外取締役の有無以上に実質的に企業統治が有効に機能しているか</li> <li>・取締役会の決議事項が株主利益を十分に尊重したものであるか</li> <li>・社外取締役候補者の場合には経営者からの独立性等</li> </ul>
監査役の選任	<ul style="list-style-type: none"> <li>・監査役は企業価値を毀損する事態を防止し、健全で持続的な企業経営の確保のために適切な監査機能を発揮しているか</li> <li>・監査役の責務を適切に果たすことができる立場や人材であるか</li> <li>・社外監査役候補者の場合には経営者からの独立性等</li> </ul>
役員報酬等	<ul style="list-style-type: none"> <li>・業績とのバランスや不祥事の有無等</li> <li>・役員報酬(基本報酬、賞与、退職慰労金、ストックオプション等)全体でみて長期的な株主価値向上のインセンティブとして妥当なものであるか</li> <li>・ストックオプションについては付与対象者や条件が適切であるか</li> </ul>
組織再編・キャピタルマネジメント等	<ul style="list-style-type: none"> <li>・これまでの業績推移等から健全な経営が遂行されていると判断できる場合には、原則として取締役会の経営判断を尊重する</li> <li>・株主の権利や利益に直接影響を及ぼす恐れがある議案については、株主価値の増大または毀損防止の観点から適切であるか</li> </ul>
買収防衛策	買収防衛策の導入が本来の目的を超えて利用されかねないか、或いは経営の緊張感を緩め株主価値の向上を妨げる恐れがないか
株主提案	株主価値の増大または毀損防止の観点から適切であるか

(出所)NAM ホームページ(2015年12月末現在)

### 【エンゲージメント】

同社は、2014年に日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明しており、企業との対話が最も重要な取り組みであると考えている。企業との対話においては、企業の経営戦略や企業価値創出のためのガバナンス体制等に重点が置かれるが、社会・環境問題に関するリスクも対象となる(図表 2-61)。

図表 2-61 企業との対話のポイント

視点	評価項目
事業戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経営理念・経営ビジョン・具体的な事業戦略が、企業の中長期にわたる持続的な成長や企業価値向上につながっているか</li> <li>・企業価値を向上させる事業ポートフォリオ運営になっているか</li> </ul>
財務戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資本政策(負債/株主資本比率)が上記の事業戦略の遂行にあたって適正なものとなっているか</li> <li>・長期的な観点から見て、株主還元が適正に行われているか</li> </ul>
IR戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>・投資家が適正に会社を評価するための十分な情報開示が行われているか</li> <li>・IRについて企業の事業戦略や経営者のビジョンが投資家に十分伝わるものになっているか</li> </ul>

視点	評価項目
ガバナンス／リスク管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役や監査役によるガバナンスが適正に機能する状況にあるか</li> <li>・社会、環境問題、反社会的行為を含む不祥事等のリスクに対する防止体制が十分か</li> </ul>

(出所)NAM ホームページ(2015年12月末現在)

このほか、同社は以下の団体の一員もしくはスポンサーとなるなど、共同イニシアティブを通じた活動を行っている(図表 2-62)。なお、現在、同社の株式運用部長(井口譲二氏)が ICGN の理事を務める。

図表 2-62 共同イニシアティブ

イニシアティブ	概要
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)NAM ホームページ(2015年12月末現在)

### 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】

同社の取り組みとして、平成 25 年 2 月～平成 28 年 1 月の 3 年間に「働きやすい職場環境(ワークライフ(スタディ)バランス)の実現」および「制度の活用支援」を目的とする、就業と育児の両立の支援策(保育所等利用制度の補助、ベビーシッター利用クーポンの割引券交付)や、妊娠中や産休・育休復帰後の女性社員のための相談窓口設置といった取り組みが行われている<sup>64</sup>。このほか、男性社員の育休取得奨励も行っている。

#### 【女性の活躍情報の投資プロセスにおける活用】

同社は、女性活躍に関する情報は今後、日本でも重要になると考えている(図表 2-63)。この理由として、意思決定機関である取締役会にダイバーシティが必要であることを挙げており、女性取締役が増えることにより、管理職以下の女性比率も自然に高まる可能性を指摘する。

<sup>64</sup> 「一般事業主行動計画」(<http://www.nam.co.jp/company/policy/actionplan.html>)

また、ワーク・ライフ・バランスの取り組みについても重要であると考えているが、投資する立場から見ると、従業員満足度よりもむしろ、人的資源を効率的に活用する観点から、従業員のリテンション(離職率)なども注視する。

図表 2-63 女性に関する評価の考え方

テーマ	評価の視点
ダイバーシティ	・女性取締役の登用促進
ワーク・ライフ・バランス	・従業員のリテンション(離職率) ・従業員のモラル、組織に対する貢献度

### 【女性関連情報に注目したファンド】

同社は、個人投資家向けに、女性の活躍推進に取り組む企業に着目した国内株式ファンドの運用を行っている(図表 2-64)。このファンドでは、「女性の活躍促進」と「経営効率・利益成長力」の2つの視点から銘柄選定が行われる。具体的には、経営効率や利益成長力に加え、女性の活躍推進に向けた取り組みによる成果を中長期的に取り組むことを目指す運用戦略である。そのため、業績成長の見込めない企業には投資しない一方、業績の成長が見込めたとしても、女性の活躍推進に注力しない企業についても投資しない。投資判断においては、以下に示す3点が注視される。

- ・女性取締役や女性管理職といった女性のリーダーシップ
- ・企業におけるワーク・ライフ・バランスの取り組み
- ・「女性の活躍促進」により消費拡大が見込まれる商品やサービス

女性の活躍推進に関する投資判断においては、企業とのミーティングを通じて取り組みの状況を確認するほか、企業のホームページや CSR 報告書等も参考にする。その一方、女性に関する KPI(定量的な指標)は、現段階では直接投資判断に活用していない。この理由として、国内企業における女性活躍促進の取り組みが始まったばかりであり、その成果が企業業績や株価に反映されるのは時期尚早であることを挙げている。また、ホームページや CSR 報告書等に開示される情報は様々であり、提示される指標は企業によって異なる上に、取り組みによる効果が明記されていないことを指摘する。同社では、企業アナリストによる ESG 評価において、社会の要素の一つとして女性活躍推進の取り組みが考慮されているため、その評価も参考に銘柄選定が行われる。

図表 2-64 ファンド概要

ファンド名	投資戦略の概要
日本株式セレクトマザーファンド	<ul style="list-style-type: none"><li>・国内株式を投資対象とし、「女性の活躍促進」「経営効率・利益成長力」に着目した銘柄選定を行う。</li><li>・保有銘柄数は 38 社。</li><li>・顧客は個人投資家。</li></ul>

(出所)NAM ホームページ(2015 年 12 月末現在)