

サステナビリティと株主の「発言」

久保田安彦

- 一 はじめに
- 二 不要なコスト負担
- 三 民主主義との抵触
- 四 ポートフォリオ第一主義
- 五 結びに代えて

一 はじめに

近時、サステナビリティ投資の当否をめぐる議論が盛んに行われている。ここでサステナビリティ投資とは、企業との対話を含む投資の戦略・実践に当たり、サステナビリティ（ESG要素を含む持続可能性）に関する要素を考慮するものをいい、サステナブル投資やESG投資とも呼ばれる。

サステナビリティ投資の支持者は、サステナビリティ投資は、リスク調整後リターン（リスク一単位当たりの

リターン)を改善するため投資者にとって利益になるだけでなく、企業がサステナビリティ要素を考慮した行動をとるよう企業活動に影響を及ぼすことができるため、その意味でも望ましいと主張してきた。しかし、そうした主張の可否は決して自明ではない。⁽²⁾ リスク調整後リターンの改善の有無は、純粹に実証分析に委ねられるべきものであるが、必ずしも決着が付いていない上に、企業活動に影響を及ぼすことの可否についても、それが望ましくないとする見解が有力に主張されているからである。

そこで本稿では、主に米国の議論を参照しながら、サステナビリティ投資が企業活動に影響を及ぼすことの可否について分析することにした。ただし、サステナビリティ投資の対象は多様であるところ、本稿では議論の複雑化を避けるため、もっぱら流通市場で上場会社の株式が投資対象となる場合を取り上げる。また、かかるサステナビリティ投資が企業活動に及ぼし得る影響としては、株価の変動を通じた影響と、株主としての「発言」(株主総会における議決権行使や企業経営者とのエンゲージメント)を通じた影響とがあり得るところ、後者の影響のほうが大きいと考えられるため、本稿でも後者を対象とする。⁽³⁾ さらに、一口にサステナビリティ投資といっても、サステナビリティ要素を考慮する方法・程度は実に多様であり、それらを適切に区分ないし類型化して論じることが困難であるため、ファンド等の機関投資家のうち、サステナビリティ事項について株主として発言することにより企業活動に影響を及ぼそうとするものを広く検討対象に含めることにしたい。

以上のことを踏まえると、本稿の直接的な目的は、ファンド等の機関投資家がサステナビリティ事項につき、株主としての発言を通じて企業活動に影響を及ぼすことは望ましいか、という問題の解明にあるといえる。そして、そのための方法として、米国でみられる三つの代表的な批判を取り上げ、それらに十分な根拠があるか否かを検討するという方法を採用ことにしたい。その三つの批判とは、第一に、サステナビリティ投資は、受益者に不要なコストを負担させているため、望ましくないという批判であり、第二に、サステナビリティ投資の株主と

しての発言は、選挙を通さずに特定のアジェンダを社会に押しついたり、特定の価値観に基づいて企業を格付けしたりするのに等しいため、望ましくないという批判であり、そして、第三に、サステナビリティ投資の株主としての発言は、ポートフォリオ第一主義に基づく発言である可能性が小さくないため、望ましくないという批判である。

なお、これらの批判のうち、第一の批判は、サステナビリティ投資それ自体に向けられたものであるため、本稿で取り上げることに疑問を持つ向きもあるかもしれない。しかし、第一の批判は、サステナビリティ事項につき、ファンド等の機関投資家が株主として発言することへの批判も含んでいる上に、これを取り上げることは、サステナビリティ投資（またはESG投資・サステナブル投資）をうたうファンド等が株主としてどのような発言をしているかを明らかにすることに繋がるため、本稿で取り上げることにした次第である。

また、前記三つの批判（とりわけ第一の批判）の当否は、サステナビリティ投資はリスク調整後リターンを改善させるかという問題とも少なからず関連する。なぜなら、もしサステナビリティ投資がリスク調整後リターンを改善させるとすると、そうした効用が認められる分、批判は弱まると考えられるからである。しかし、先に触れたとおり、サステナビリティ投資がリスク調整後リターンを改善させるかは純粹に実証分析に委ねられるべきものであるため、本稿では、その問題は取り上げず、リスク調整後リターンを改善させるか否かにかかわらず、サステナビリティ事項につき、ファンド等の機関投資家が株主としての発言を通じて企業活動に影響を及ぼすことが望ましいといえるかという問題設定をすることにした。

二 不要なコスト負担

1 問題の所在

まずは、サステナビリティ投資は受益者に不要なコストを負担させるため望ましくないという批判から取り上げよう。この批判は、見せかけのサステナビリティ投資が横行しているのではないか、それにもかかわらず、サステナビリティ投資の受益者は、ほかのファンドよりも無駄に高い手数料・信託報酬や総経費率を負担させられているのではないかと懸念⁽⁵⁾に基づくものである。これに対し、サステナビリティ投資が見せかけのものでなく、実際にサステナビリティ要素を考慮したポートフォリオの構築や議決権行使をしているのであれば、ほかのファンドと比べて仮に手数料等が高いとしても、それは必ずしも不要なコストとはいえないことになる。

2 Curtis教授らの分析

そこで、この問題を明らかにするため、ここではまずCurtis教授らの分析⁽⁶⁾を参照することにしよう。その分析は、二〇一八年から二〇一九年にかけての二三一のESG投資(Curtis教授らはESG投資という用語を用いるため、ここでもESG投資という用語を用いる。このことについて以下同じ)をうたうファンドと、それ以外のファンドとの比較に基づくものである。用いるデータは、ISSの議決権行使分析のデータベースおよびCRSPのデータベース(Center for Research in Security Prices (CRSP) Survivorship Bias Free Mutual Fund Database)である。

Curtis教授らの分析によれば、ESGファンドのポートフォリオは、それ以外のファンドと比べて、ESG評価の高い企業に大きく傾斜しているとされる⁽⁷⁾。また、株主としての発言についても、サステナビリティ要素が

考慮されているということを示唆する分析結果として、以下の三点が挙げられている。⁽⁸⁾

第一に、CUTIS教授らによると、経営陣は、株主提案に対してはほぼ反対推奨しているのに対し、ESG投資は同じ会社に投資する他のファンドと比べて、株主提案を支持することによって、経営陣と反対の立場に立つ可能性が非常に高い。第二に、とりわけ環境にフォーカスしたESGファンドをみると、それが経営陣と反対の立場に立つ可能性は、一般的な株主提案についてはその他のファンドと変わらない一方、環境問題に関する株主提案については、それに賛成して経営陣と反対の立場に立つ可能性が大幅に高い。第三に、株主が経営陣に反対する立場に立つ方法としては、他に候補者がいない取締役の選任について反対の議決権行使をするという方法があるところ、ESG投資は、他のファンドと比べて、他に候補者がいない取締役選任について反対の議決権行使をする可能性が約二倍高い。

そして、CUTIS教授らは、このようにESGファンドが経営陣に反対する立場に立つ理由として、①多くのESGファンドは経営陣にESG要素を考慮させるようなエンゲージメント活動を行っているところ、それでも経営陣がそれに対して対応しないという場合に、経営陣に反対の議決権行使をすることが考えられること、②ESGファンドは特定の社会的目標の推進を掲げており、投資家はそうした社会的目標に沿った議決権行使を期待するため、ESGファンドはそれに応えようとしている可能性があること、③401(k)プランに関連する事業を営む運用会社のファンドは、経営陣に反対する立場に立つと顧客を失う可能性があるが、ESGファンドは401(k)に関連する事業を営まない会社によって運営される場合もあるため、そのような場合は経営陣に反対する立場に比較的立ちやすいことが考えられると指摘している。⁽⁹⁾

また、総経費率をみても、一般にインデックスファンドとアクティブ運用型ファンドでは総経費率は異なるが、いずれのタイプについても、ESGファンドはそれ以外のファンドと比べて、総計比率は高くないとされる。⁽¹⁰⁾な

お、Curtis 教授らは、リスク調整後リターンについても分析しており、それぞれ、ESG ファンドはそれ以外のファンドと比べて、インデックス型とアクティブ型のいずれも、それぞれリスク調整後リターンが少なくとも低くはないという結果を示している。⁽¹¹⁾

3 Fisch 教授らの分析

Fisch 教授らの分析⁽¹²⁾でも、前記の Curtis 教授らの分析と同様の結果が示されている。Fisch 教授らの分析対象は、二〇一五年から二〇二二年の ESG ファンドと、ESG ファンドでない姉妹ファンドである。ここでいう姉妹ファンドとは、同じ運用会社が提供する ESG ファンド以外のファンドであつて、ポートフォリオが同年の ESG ファンドのポートフォリオに最も類似しているものを指す。Fisch 教授らの分析の特徴は、このように ESG ファンドとそれ以外のファンドを単純に比べるのではなく、ESG ファンドとそうでない姉妹ファンドを比べることによって、見せかけの ESG 投資が行われていないかどうかをより確かな形で明らかにしようとする点にある。なお、用いているデータは、やはり CRSP のデータである。

分析結果をみると、少数の例外はあるものの、圧倒的多数の ESG ファンドは、そのポートフォリオが姉妹ファンドのポートフォリオとは実質的に異なっているとされる。また、ESG ファンドの手数料は、姉妹ファンドの手数料と同一水準であり、さらに、姉妹ファンドとの類似性が高い ESG ファンドだけ取り上げてみても、やはりその手数料が姉妹ファンドと比べて高いとはいえないという結論が示されている。

4 わが国への示唆

前記の米国の実証分析をみると、一部の例外はあるものの、総じてサステナビリティ投資は見せかけのもので

はなく、実際にサステナビリティ要素を考慮したポートフォリオや議決権行使をしているという結果が示されている。しかも、手数料や総経費率も、その他のファンドと比べて高いわけではない。したがって、これらの分析結果によれば、サステナビリティ投資は受益者に不要なコストを負担させているという批判は当たらないことになる。

それでは、わが国では、米国と状況は異なるとみるべきであろうか。この点については、わが国でも同様の大規模な実証分析を行わない限り、確定的なことはいい難いのだが、少なくとも現時点では、わが国と米国とで状況が異なるとみるべき明確な理由は見当たらないように思われる。この点に関連して、わが国において金融庁が二〇二一年から二〇二二年にかけて、ESG投信二五本を対象に実施した調査でも、調査の規模は比較的小さいものの、少なくとも手数料については、ESGファンドとそれ以外で大差がないという結果が示されているところである。⁽¹³⁾

こうした見方に対しては、米国では、ファンドや投資顧問会社に対するESG情報の開示規制や名称規制等の規制を強化する動きがみられるため、そうした動きが実務に対する牽制的な効果を発揮しており、その点で、わが国と状況が異なるという批判があり得るかもしれない。たしかに米国では、米国証券取引委員会(SEC)によって二〇二二年五月に規制強化のためのSEC規則改正案が公表された後、二〇二三年一月に最終決定されるといった動きがみられる。⁽¹⁴⁾しかし、そもそも先に触れた米国の二つの実証分析は、それ以前の時期を対象とするものであるため、必ずしも前記の批判は当たらないように思われる。

三 民主主義との抵触

1 問題の所在

次いで、二つ目の代表的な批判として、サステナビリティ投資は、選挙を通さずに特定のアジェンダを社会に押しつけたり、特定の価値観に基づいて企業を格付けしたりするのに等しいため、望ましくないという批判⁽¹⁵⁾について取り上げる。こうした批判は、イデオロギーの対立やそれに基づく政治的な対立と結びついている上に、特定の産業（化石燃料産業など）が標的とされることへの関係者の反発も加わっているなど、根深い問題を含んでいる。

ただし、そもそも上場会社が特定のアジェンダを推進すること自体はよくみられる現象である上に、そのことは特に問題視されていない。そのため、基本的な考え方として、仮にサステナビリティ投資が受益者の選好に合致した形で株主としての発言を行い、それに基づいて上場会社が自ら特定のアジェンダを推進するというのであれば、特に問題にする必要はないように思われる。これに対し、仮にサステナビリティ投資が受益者の選好に合致した形で株主としての発言を行っておらず、ファンドマネジャーや政治家といった特定の者の選好に基づく発言を行い、それによって上場会社の行動が影響を受けているとすれば、前記の批判がよく妥当することになる。

そうすると、ここで問われるべきは、サステナビリティ投資が受益者の選好に合致した形で株主としての発言を行っているか否かである。以下では、この点を明らかにするため、Hirst 教授の分析および Schwartz 教授の分析を参照することにしよう。

2 Hist教授の分析

米国の株式市場における代表的な機関投資家は、ミューチュアル・ファンド（常時換金可能なオープン・エンド型投資信託）である。Hist教授は、かかるミューチュアル・ファンド一般（ESG投資をうたうファンドに限られない）を対象に、Form N-PXで公表されているデータに基づき、二〇一三年七月一日から二〇一四年六月三日までの間に行われた、三二六社の年次株主総会における七四六の社会的決議（企業の社会的責任に関係する決議）について、どのような議決権行使をしているかを分析した。

その分析結果は、以下のとおりである。すなわち、同時期の社会的決議で最多であったのは、会社の政治献金に関する情報開示を求める決議であるところ、それについて、上位三〇の総資産規模を有するファンド・ファミリーの議決権行使は、平均的には賛成二七・六％・反対五五・四％であったが、一〇〇％賛成するファンド・ファミリーもあれば、一〇〇％反対するファンド・ファミリーもみられた。また、そうした状況は、会社の温室効果ガス排出に関する情報開示を求める決議（同時期の環境関係の社会的決議として最多）についても同様であった。⁽¹⁷⁾

Hist教授は、前記の大規模のファンドでは受益者（個人や公的年金基金〔の受益者〕など）のタイプがかなり重複しており、その利益・選好も大きく異ならないはずなのに、各ファンドの議決権行使が大きく異なっていることは、受益者の利益・選好と合致した議決権行使がされていないことを示唆するという。また、最終的な受益者は米国の家庭であるため、前記の大規模なファンドの受益者の選好は米国の一般家庭の選好に近づく可能性が高い。ところが、前記の議決権行使の状況は世論調査によって明らかにされた一般家庭の選好とも大きく異なるため、そのことも、受益者の利益・選好と合致した議決権行使がされていないことを示唆するとする。⁽¹⁸⁾

その上で、Hist教授は、そのことの当否の評価を留保しつつ、仮に問題であるとすれば、改善策として以下の二つが考えられるとする。⁽¹⁹⁾ その第一は、受益者が自己の利益・選好に合致した議決権行使をするファンドを選

扱できるようにすることである。ただし同時に、この改善策には、投資家が各ファンドによる議決事項ごとの議決権行使状況を把握するのが難しいといった難点があることも指摘している。この点に関連して、米国では、SECによって二〇二二年一月に機関投資家向けの議決権行使結果開示規則の改正が最終決定されたため、⁽²⁰⁾それによって、各ファンドがどのような議決権行使をしているのかのデータの入手・分析はしやすくなったが、少なくとも個人投資家にとっては、各ファンドが議決事項ごとにどういう議決権行使をしているのか把握するのは難しい状況が続いていると考えられる。

そこで、Hirst教授は、第二に、より現実的な改善策として、各ファンドが社会的議決の事項ごとに世論調査等で用いられているようなサンプリング技法によって受益者の選好を調査した上で、比例的な議決権行使をすること、例えば、ある議決事項につき受益者の七〇%が賛成、三〇%が反対の場合は、その割合で議決権行使をすることを義務づけることが考えられるとする。そして、こうした改善策が実現すれば、社会的議決が可決されやすくなり、実際の企業行動に影響が及ぶ可能性も高まるであろうと指摘している。

3 Schwartz 教授の分析

次いで、前記とは別の観点からの分析として、Schwartz 教授の分析を取り上げよう。⁽²¹⁾ Schwartz 教授によれば、大手資産運用会社は、非常に大きな割合の議決権を保有しており、有力な政治家の意見に反するような議決権行使をすると、政治的に大きな反撃を受けるリスクがあるため、それを避けるような議決権行使をする可能性が小さくないという。

すなわち、大手資産運用会社のうち、いわゆるビッグスリーは、インデックスファンドに特化している。伝統的に、インデックスファンドには株主としての「発言」をする経済的インセンティブがないという見方が強いと

(22) ころ、そのような見方に立つ場合は、インデックスファンドはどのような議決権行使をするかについても特にこだわりのないため、政治的なリスクを負わないような議決権行使をするであろうと考えられる。Schwartz教授は、そのことを裏づける事実として、トランプ政権からバイデン政権への移行と同時期に、大手資産運用会社の議決権行使の態様が急変したことを挙げている。(23)

このように、仮に大手資産運用会社が政治に左右されるような議決権行使をしているとすれば、それこそ望ましくないことになる。そこで、Schwartz教授は、大手資産運用会社のインセンティブ構造を変えることは難しいという認識を前提に、一つの対応策として、受益者の意見を反映した議決権行使を促すため、アセットマネージャーが受益者の指示に従った議決権行使をするという、いわゆるパススルー議決権行使の義務づけが考えられるとする。ただし、パススルー議決権行使については、受益者の意見が直接的に反映される一方で、受益者が必ずしも関心を有しておらず、議決権行使の指示を出さない受益者も少なくないと考えられるため、そうした合理的無関心の可能性を考慮すると、むしろHogan教授が第二の改善策として挙げたもの、すなわち、各ファンドが社会的決議の事項ごとに世論調査等で用いられているようなサンプリング技法によって受益者の選好を調査した上で、比例的な議決権行使をするといった改善策が望ましいことを主張している。(24)

4 わが国への示唆

前記のように、米国では、サステナビリティ投資が受益者の選好に合致した形で株主としての発言を行っている可能性があると指摘されている。そのことは、サステナビリティ投資は、ファンドマネジャーや政治家といった特定の者の選好に基づく「発言」を行っている可能性があることを意味する。仮にそうだとすると、選挙を通さずに特定のアジェンダを社会に押しつけたり、特定の価値観に基づいて企業を格付けしたりするのに等

しいため、望ましくないという批判がよく妥当し得ることになる。そして、こうした問題の改善策として Hist 教授や Schwartz 教授が提案しているのが、各ファンドが社会的決議の事項ごとに世論調査等で用いられているようなサンプリング技法によって受益者の選好を調査した上で、比例的な議決権行使をするという改善策である。この点に関連して、近時の米国の資産運用会社では、ミューチュアル・ファンドなどの受益者（個人投資家を含む）に自己が望む議決権行使方針を登録させ、当該方針に従った議決権行使を行うなど、受益者の利益・選好をファンドによる議決権行使に反映させるための仕組みを拡充しようとする動きがみられる。⁽²⁵⁾ こうした動きは、前記の改善策に類似する機能を果たし得るものとして注目される。

それでは、わが国と米国とで問題状況は異なるのであろうか。この点について、一般論としていえば、わが国では米国と比して、サステナビリティ事項に対する受益者の選考の違いの大きさ、および、特定の資産運用会社への議決権割合の集中度にどれほどの差があるかが重要になると考えられる。このうち前者は判然としないが、後者については、わが国では特定の資産運用会社への議決権割合の集中度が小さいため、その意味では、米国で指摘されているような問題は、わが国では比較的小さいことになるであろう。とはいえ、わが国が程度の差こそあれ、米国と同様の問題を抱えている可能性が小さくない。また、この問題の重要性に鑑みると、Hist 教授や Schwartz 教授が提案するような前記の改善策の導入は、わが国でも検討に値するのではないかと考えられる。

四 ポートフォリオ第一主義

1 「発言」のインセンティブ

最後に、三つ目の代表的な批判として、サステナビリティ投資の株主としての発言は、ポートフォリオ第一主

義に基づくものである可能性が小さくないため、望ましくないという批判について取り上げる。ただし、それに先立ち、ここではまず、そもそもサステナビリティ事項につき、ファンド等の機関投資家が株主としての発言を通じて企業活動を変えようとするインセンティブがどこにあるのかという問題を取り上げることにはしたい。

この点については、大別して、以下の二つの見方がある。その第一は、経営陣にサステナビリティ要素をより考慮した活動をとらせることで企業価値の向上が期待できるという考え方を前提に、そうした企業価値の向上による投資リターンの増加を狙って、ファンド等は発言しているという見方がある。⁽²⁶⁾これは、本稿の冒頭で紹介した、サステナビリティ投資はリスク調整後リターンを改善させるという考え方も整合的な見方である。わが国でも、スチュワードシップコード（二〇二五年第三次改訂）が機関投資家に対し、コーポレートガバナンス・コード（二〇二二年再改訂）が企業に対し、それぞれサステナビリティ要素の考慮に向けた対応を求めているところ、これも、かかる考慮が企業価値の向上やそれによる投資リターンの増加に資するという考え方に基づいている。

これに対し、第二に、ファンド等は、必ずしも企業価値の向上とは関係なく、サステナビリティ要素を考慮した企業活動をとらせることを狙って発言しているという見方もみられる。この点に関連して、米国の目論見書を見ても、ファンド等の発言の方針として、企業価値には触れることなくサステナビリティ課題への対応の改善にフォーカスするといった記載も少なくないということが指摘されている。⁽²⁷⁾

それでは、仮にこうした第二の見方が正しいとした場合、ファンド等の発言のインセンティブはどのようなものか。この点について、米国では様々な主張がみられるが、最近特に注目を集めているのがポートフォリオ第一主義といわれるものである。以下では、このポートフォリオ第一主義の基本的な考え方を概観した上で、前記のサステナビリティ投資への批判との関連で、ポートフォリオ第一主義の当否を検討することにしよ

う。

2 ポートフォリオ第一主義とその基本的な考え方

ポートフォリオ第一主義の基本的な考え方は、以下のとおりである。⁽²⁸⁾ リスク調整後リターンを最大化しようとする投資家は、なるべくリスクを排除するため分散されたポートフォリオを構築する。そうした分散されたポートフォリオ、とりわけインデックス・ファンドを運用する業者は、分散投資によっても消去できないリスク、すなわち、ポートフォリオ全体のリターンに影響を与えるリスク（システマティック・リスク）のみを負担する。その場合、当該業者にとっては、システマティック・リスクを低減することがポートフォリオ全体のリターンの向上につながる。

システマティック・リスクの典型例は気候変動リスクである。もし気候変動リスクが実現して混乱が生じると、経済全体ひいてはポートフォリオ全体に悪影響が及ぶ。また、その他のシステマティック・リスクとしては、金融安定性リスクのほか、従業員処遇が不安定であることなどによる社会の不安定化のリスク（社会的安定性リスク）が挙げられる。⁽²⁹⁾

インデックスファンドの運用業者をはじめ、分散されたポートフォリオを有する投資家にとっては、ポートフォリオに含まれる各会社の株主としての発言を通じて、各会社にサステナビリティ要素を考慮させる行動をとらせること（システマティック・スチュワードシップ）が、ポートフォリオ全体のリターンの最大化につながる。そのため、例えば、化石燃料生産会社への投資を避ける戦略（ダイベストメント戦略）も、それが株主としての発言よりも同社の化石燃料の生産の抑制などを通じて気候変動リスクを減らすことにつながる可能性が高い場合は合理的であるが、そうでない場合は、むしろ化石燃料生産会社に投資して、株主としての発言を行い、同社の行

動を変えようとするほうが合理的になり得る。⁽³⁰⁾ こうしたポर्टフォリオ全体のリターンの最大化（ポर्टフォリオ第一主義）は、インデックスファンド等がサステナビリティ事項について、株主として発言するインセンティブになり得る。

3 ポートフォリオ第一主義に対する評価

もともとポर्टフォリオ第一主義は競争法の分野で提示された考え方であるが、その後、会社法や証券法の分野でも多くの論文が公表されるに至っている。管見の限りでは、ポर्टフォリオ第一主義という考え方が成り立たないという主張はあまりみられず、十分にあり得るといふ立場に立った上で、ポर्टフォリオ第一主義に基づく行動が望ましいものなのかを問題にする議論、または、ポर्टフォリオ第一主義に基づいて実際上どのような行動がとられる可能性があるのかといった議論が中心になっているように見受けられる。

そこで以下では、いくつかの代表的な分析を参照しながら、ポर्टフォリオ第一主義に対する評価について検討することにした。本稿の問題関心に引きつけていうと、ここで問われるべきは、仮にサステナビリティ投資による株主としての発言がポर्टフォリオ第一主義に基づくものであるという見方に立ったとした場合に、かかる発言は望ましいのか、それとも、望ましくないのかである。

この点について、Kahan教授らの分析によれば、ポर्टフォリオ第一主義には、会社法上の伝統的な株主利益最大化原則との抵触という問題がある上に、従業員退職所得保障法（ERISA）や信託法に基づく受託者責任との抵触という問題もあるとされる。すなわち、会社法上の伝統的な株主利益最大化原則では、あくまで個々の会社における株主利益の最大化が想定されているのに対し、ポर्टフォリオ第一主義では、個々の会社ではなく、ポर्टフォリオ全体の価値の最大化が優先され、場合によっては個々の会社の株主利益が損なわれる危険が

あるため、伝統的な株主利益最大化原則に反するとされる⁽³¹⁾。また、受託者責任との抵触については、例えば、ある資産運用会社が S & P 500 インデックスファンドに加えて、エクソンモービルやシェブロンが重要な組入銘柄であるエネルギー ETF を保有・運用しているとした場合において、仮に当該資産運用会社が、自己が保有・管理する全てのポートフォリオの価値を最大化しようとして、エクソンモービルやシェブロンにおいて炭素排出量の削減の実現のために株主として発言する行動をとると、S & P 500 インデックスファンドの投資家にとっては利益になる一方、エネルギー ETF の投資家にとっては大きな不利益が生じる。そのため、このエネルギー ETF の投資家との関係で、受託者責任との抵触が問題になり、ERISA や信託法に基づく責任を追及する訴訟にさらされるリスクを負うことが指摘されている⁽³²⁾。

これに対し、Gordon 教授の分析では、ポートフォリオ第一主義は、その対象が限られるものの、企業活動にともなう負の外部性の問題を緩和するものである上に、問題は比較的小さいとして、好意的な評価が下されている⁽³³⁾。筆者自身もそうした主張に共感を覚える一方で、實際上、負の外部性の問題をさほど緩和しないというシニカルな分析にも説得力を感じている。以下では、そのような分析として、Kahan 教授らの分析と Rose 教授の分析を取り上げることしよう。

Kahan 教授らは、第一に、ポートフォリオ第一主義の対象は上場会社に限られるため、政府による直接規制のほうが効果的である旨を主張する⁽³⁴⁾。また、Kahan 教授らによれば、化石燃料産業のように、ポートフォリオ第一主義の対象となる産業を営む会社は、ポートフォリオ第一主義に基づく行動が活発化すると、その対象となるのを免れるために非上場会社に移行することにより、ポートフォリオ第一主義の対象となる会社は減少するため、その意味でも、負の外部性の問題を緩和するという効果は長期的には限定的なものになるといって示している。

Kahan 教授らは、第二に、實際上、ポートフォリオ第一主義に対しては、前記のような受託者責任を追及する訴訟の提起も含めて、不利益を受ける利害関係者の強い反対が生じると考えられるため、目立つ形での株主としての発言（システマティック・スケジュールシップ）は容易ではない旨の主張もしている。⁽³⁵⁾ また、Kahan 教授らは、第三に、ポートフォリオ第一主義には副作用をとまなうことも主張する。⁽³⁶⁾ すなわち、ポートフォリオ第一主義は、資産運用会社にとつても社会にとつても有益な目的の達成を可能にする一方で、例えば市場での競争を制限するような行為を行わせるといった資産運用会社には有益だが社会的には有害な目的の達成も可能にするものであるところ、両者の線引きが難しいという副作用があると主張するのである。

他方、Rose 教授の分析によれば、實際上、ポートフォリオ第一主義に基づく、株主としての積極的な発言といふのは、せいぜいサステナビリティ情報の開示を要求するものとどまる可能性が小さくないとする。⁽³⁷⁾ すなわち、仮にポートフォリオ第一主義に基づく発言として、経営者に裁量を与え、効果的なモニタリングができないような行動を経営者に求めると、対象会社のエージェンシーコストが増加するため、トータルで見ると、かえってポートフォリオ全体の価値も下がってしまう危険がある。ところが、経営者に裁量を与えず、効果的なモニタリングができるような行動を経営者に求めると、Kahan 教授らが言うような目立つ形での発言になってしまい、責任追及訴訟の対象になったり、その他、不利益を受ける利害関係者からの強い反対にさらされたりする。Rose 教授は、こうしたことを踏まえると、現実的には、ポートフォリオ第一主義に基づく発言の内容は、より充実したサステナビリティ情報の開示を要求することくらいにとどまるであろうと主張している。⁽³⁸⁾ その上で、Rose 教授は、サステナビリティ情報の開示を要求することの目的は、他の市場関係者、とりわけアクティビストや政府の関係者に、企業活動に伴う負の外部性を内部化させるための措置（政府による直接規制を含む）を取るように促すことにあるという分析を示している。⁽³⁹⁾

4 わが国への示唆

先に触れたとおり、筆者は、Kahan 教授らの分析を踏まえた、Rose 教授の分析に説得力を感じている。そして、ポートフォリオ第一主義に基づく株主としての発言が、Rose 教授が指摘するようなものにとどまるとすると、対象会社の企業価値の低下をもたらすような発言も行われないと考えられるため、伝統的な株主利益最大化原則や受託者責任との抵触も深刻なものにはならないことになる。そのことは、米国においても、ポートフォリオ第一主義には、Kahan 教授らが指摘するような問題・副作用を生じさせるおそれが小さいことを意味する。

翻つて、わが国のことを考えると、日本国内の銘柄への投資に特化したインデックスファンドが内部化できる外部性、すなわち、わが国固有のシステムティック・リスクで内部化できるものがどれだけ存在するかは、多分に疑わしいところがある。⁴⁰仮にそうだとすると、わが国では、米国と比べても、さらにポートフォリオ第一主義の問題・副作用は小さいことになるであろう。

五 結びに代えて

これまでみてきたように、サステナビリティ事項につき、ファンド等の機関投資家が株主として発言し、企業活動に影響を及ぼそうとすることに対しては、代表的な批判として、三つの批判がある。このうち、不要なコスト負担やポートフォリオ第一主義に関する批判は、米国とわが国のいずれにおいても十分な批判にはならないと考えられる。他方、民主主義との抵触に関する批判については、それが妥当する可能性があるため、改善策を講じることが検討に値するものの、米国と比して、わが国では問題が比較的小さいと考えられる。仮にそうだとすると、わが国においては、ファンド等による株主としての発言が望ましくない、とも比較的良好な難いことになる。

このことは、ファンド等による株主としての発言については、むしろ上場会社にサステナビリティ要素を考慮した企業活動をするよう促し、企業活動にともなう負の外部性の問題の緩和に資するものとして、積極的な評価が与えられる可能性が大きいことを意味する。

こうした評価に対しては、以下のような追加的な批判があり得る。すなわち、会社法上、株主に発言権が与えられている主たる根拠は、株主が残余権者であり、株主利益最大化ひいては企業価値最大化のために発言をするインセンティブがあることに求められる。ところが、サステナビリティ事項は、企業価値最大化とは必ずしも結びつくものではないため、株主に発言させることに正当性はないようにもみえる。したがって、実際の企業活動に当たってどれほどサステナビリティ事項を考慮すべきかを決定するに当たり、株主の発言を尊重する必要は薄いのではないかとこの批判である。⁽⁴⁾ 以下では、こうしたあり得る追加的な批判に応答することで、結びに代えることにしたい。

まず議論の出発点として、会社法上、株主は発言権を有しており、定款変更提案の形をとればサステナビリティ事項についても株主提案をすることができる。このことを踏まえると、前記のあり得る批判は、サステナビリティ事項について株主の発言を制限すべきではないかという問題提起として受け止めるべきことになるであろう。しかし、本稿で検討したように、株主がサステナビリティ事項について発言することについては、企業活動にともなう負の外部性の問題の緩和に資する一方、少なくともわが国においては、何か別の大きな問題が生じることは考えにくい。株主の発言を制限すべきであるとは言いえないように思われる。ただし同時に、前記の批判を踏まえると、株主に最終的な決定権限を与えるべきであるとはいえない。これらのことを総合的に考慮すると、株主の発言を許す一方で、実際の企業活動に当たってどれほどサステナビリティ事項を考慮すべきかについて、最終的な決定権限は経営者に与えることがより望ましいと考えられる。とはいえ、實際上、サステナ

ビリティ事項とそれ以外の線引きは困難であることに鑑みると、サステナビリティ事項の考慮についてだけ、最終的な決定権限を経営者に与えるという法制の運用も難しいであろう。

これらのことを勘案すると、現実採用可能な法制としては、株主に勧告的提案を認めるといふ法制が考えられる。これは、以下の理由によるものである。すなわち、現在の法制の下では、株主の勧告的提案は許されないと解されているため、サステナビリティ事項に係る株主提案は、定款変更の提案という形を取ることが通例である。しかし、定款変更の提案については、必ずしも経営者に最終的な決定権限を与えるものではなく、会社の経営の自由度を過度に狭めてしまうという懸念から、他の多くの株主の賛同を得ることができない例が少なくない。そのため、仮に株主の勧告的提案が認められた場合は、通常、株主は、他の多くの株主の賛同を得ようとして、定款変更の提案ではなく、勧告的提案という形での発言を選択すると予想される。そして、勧告的提案であれば、経営者を法的に拘束するものではなく、最終的な決定権限は経営者に委ねられることになるため、その意味で、立法論として株主に勧告的提案を認めるべきであるとするのが、前記の批判に対する現実的な応答として妥当であるように思われる。

* 本稿は、筆者が二〇二四年一〇月六日に開催された金融法学会のシンポジウムにおいて行った報告（久保田安彦「サステナビリティ投資と企業活動」金融法研究四一号（二〇二五）四一頁）に基づくものである。

** 本稿は、JSPS科研費「P23K01199」の助成を受けた研究成果の一部である。

(一) サステナビリティ投資が、投資先の上場会社について、サステナビリティ要素を考慮した行動をとるよう企業活

- 動を変えることができることそれ自体は（それが望ましいと評価できるかは別問題であるが）、わが国の上場会社に
関する近時の実証分析によっても示されている。そのような実証分析として、GPIF「エンゲージメントの効果検
証」プロジェクト報告書」〈<https://www.gpi.go.jp/ESG-stw/project-report/engagement.html>〉など参照。同報告書
は、二〇一七年度から二〇二二年二月末にかけてのGPIFの国内株式運用委託先ニーファンドによる二六七九二
回、延べ四八〇七七テーマのエンゲージメントが上場会社の活動にどのような影響を及ぼしたのかの因果分析の結果
を纏めたものである。
- (2) 後藤元「ESGと信託」信託二八六号（二〇二一）八頁〜九頁参照。
- (3) 前者の影響に関する邦語文献として、黒沼悦郎「地球 sustainability と資本市場——ESG投資の可能性と限界」
中村民雄編『持続可能な世界への法——Law and Sustainabilityの推進』（成文堂、二〇二〇）一三三頁〜一三四頁、
久保田安彦「ESG投資と企業行動」ジュリスト一五六六号（二〇二二）七七頁〜七八頁など参照。
- (4) See, e.g., Aaron Brown, Opinion, *Many ESG Funds Are Just Expensive S&P 500 Indexers*, Bloomberg (May 7,
2021, 7:00 AM), <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-05-07/many-esg-funds-are-just-expensive-s-p-500-indexers>.
- (5) 例えば、SECはこうした懸念を含んだ表明を繰り返し行った。See, e.g., Asset Mgmt. Advisory Comm., SEC,
Update on Progress in ESG Subcommittee (2020), <https://www.sec.gov/files/update-from-esg-subcommittee-09162020.pdf>.
- (6) Quinn Curtis, Jill Fisch and Adriana Z. Robertson, *Does ESG Mutual Funds Deliver on their Promises?*, 120
MICH. L. REV. 393 (2021).
- (7) *Id.* at 423-431.
- (8) *Id.* at 432-436.
- (9) *Id.* at 432.
- (10) *Id.* at 436-438.
- (11) *Id.* at 438-442.

- (12) Jill E. Fisch and Adriana Z. Robertson, *What's in a Name? Esg Mutual Funds and the Sec's Names Rule*, 96 S. CAL. L. REV. 1417 (2024).
- (13) 金融庁「資産運用業高度化プロセスレポート2022」(二〇二二年五月)一八頁～二〇頁参照。
- (14) Press Release, SEC, SEC Adopts Rule Enhancements to Prevent Misleading or Deceptive Investment Fund Names (Sept. 20, 2023), <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-188>.
- (15) See, e.g., The Heartland Institute, ANTI-ESG Report Card 2024 Presidential Candidates, <https://heartland.org/wp-content/uploads/2023/10/Anti-ESG-Scorecard-2023.pdf>. この批判は、米国 ERISA 上の受託者（資産運用業者等）の義務をめぐる米国労働省の解釈に影響を及ぼしたり、一部の州における反 ESG 投資法の制定を導いたりしている。それらにつき、岡田功太・中村美江奈「米国年金プランの ESG 投資を巡る政策」野村サステナビリティクォーターリー四巻一号（二〇二三年）六四頁など参照。
- (16) 政治的対立の構造につき、飯屋広郷「ESG 投資によせて」法律時報九〇巻五号（二〇一八）一〇〇頁～一〇二頁参照。
- (17) Scott Hirst, *Social Responsibility Resolutions*, 43 J. CORP. L. 217, 224-228 (2018). Hirst 教授の分析につき、黒沼・前掲注(8)二三三頁～二三七頁を参照。
- (18) Hirst, *supra* note 17, at 228-232.
- (19) *Id.* at 235-242.
- (20) Press Release, SEC, SEC Adopts Rules to Enhance Proxy Voting Disclosure by Registered Investment Funds and Require Disclosure of “Say-on-Pay” Votes for Institutional Investment Managers (Nov. 2, 2022), <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2022-198>.
- (21) Jeff Schwartz, *Stewardship Theater*, 100 WASH. U. L. REV. 393 (2022).
- (22) *Id.* at 402, 410-419.
- (23) *Id.* at 440-443.
- (24) *Id.* at 450-452.

- (25) 山下晴之「パススルー投票を巡る運用会社の取組み」月刊資本市場四五七号（二〇二二）七四頁参照。ただし、パススルー議決権行使に対しては、コーポレートガバナンスにおけるニューチュアルファンデ等の機関投資家の役割を弱める危険があるなどの批判もみられる。Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 COLUM. L. REV. 2029, 2118-2119; Jill E. Fisch & Jeff Schwartz, *Corporate Democracy and the Intermediary Voting Dilemma*, 102 TEX. L. REV. 1, 43-47 (2023).
- (26) See, Lucian A. Bebchuk and Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 CORNELL L. REV. 91, 108 (2020); Dorothy S. Lund & Elizabeth Polman, *The Corporate Governance Machine*, 121 COLUM. L. REV. 2563 (2021).
- (27) Curtis et al., *supra* note 6, at 422.
- (28) Jeffrey N. Gordon, *Systematic Stewardship*, 47 J. CORP. L. 627, 628-631 (2022); John C. Coffee, Jr., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 602, 615-622, 636-638 (2022). ポートフォリオ第一主義に関する邦語文献として、飯田秀総「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割と会社法・金融商品取引法の課題（2）——インデックス・ファンドを中心に」民商法雑誌一五八巻四号（二〇二二）九六四頁〜九六六頁、田中亘「株主主権の意義と合理性」東京株式懇話会編『東京株式懇話会90周年記念講演録集』（商事法務、二〇二二）二四〇頁以下、湯原心一「分散投資と外部性」JSDAキャピタルマーケットフォーラム（第四期）論文集（二〇二二）一五六頁以下参照。
- (29) Gordon, *supra* note 28, at 648-658.
- (30) *Id.* at 629-631, 645-648.
- (31) Marcel Kahan and Edward Rock, *Systemic Stewardship with Tradeoffs*, 48 J. CORP. L. 497, 508-516 (2023).
- (32) *Id.* at 520-523.
- (33) Gordon, *supra* note 28, at 666-673.
- (34) Kahan, *supra* note 31, at 535.
- (35) *Id.* at 535-536.

- (36) *Id.* at 536.
- (37) Amanda M. Rose, *A Hard Look at Portfolio-Focused Stewardship*, 2024 COLUM. BUS. L. REV. 313, 333-340 (2024).
- (38) *Id.* at 381-383.
- (39) *Id.* at 368-371, 383-386.
- (40) 湯原・前掲注(28)一六三頁。
- (41) こうした批判があり得ることについては、得津晶教授(一橋大学)からご教示を頂戴した。