

異なる性質のアクティビズム：

社会的投資家による議決権行使行動 ESG と役員報酬

はじめに

持続可能な投資とは投資の選択と管理において環境、社会、ガバナンス（ESG）の要因を考慮する投資アプローチと定義されていますが、過去数年間で運用資産は著しい成長を遂げました。米国では現在、運用資産総額の11%が持続可能な投資戦略に基づいて投資されていると推定されています。¹これらの資産の大部分は、環境、公衆衛生、人権、またはファンドの社会的目的と相反すると見なされる企業を明確に除外するようなポートフォリオを構築する「除外ファンド」に投資されています。とは言え、持続可能な投資ファンドの中には、ポートフォリオ内の企業に株主提案を提出することによって、よりアクティビスト的な役割を果たすものもあります。さらに、一部の寄付財団や個人アクティビスト投資家は、特定の問題へ衆目を獲得する目的で株主提案を使用します。

環境または社会問題に関連する株主提案は、2014年の全株主提案の33%を占め、そのような提案の31%は環境問題に、69%は社会問題に焦点を当てています。（政治献金やロビー活動は、議決権助言会社や一部の投資家グループによって「社会的」問題の一種として分類されることが多いことに注意してください。）² ESG投資家は機関投資家の中で比較的少数派であるかもしれませんが株主提案の提出に積極的なのは明らかです。

このニュースレターでは、最も一般的な提案、最大の支持を受けている提案、およびそのような提案に対する議決権助言会社の影響を検討することによって、環境および社会（E+S）に関する株主提案のトレンドをまとめています。また、そのような環境および社会的な株主活動が役員報酬制度に与える潜在的な影響についても調査します。

¹ “2012 Global Sustainable Investment Review.” Global Sustainable Investment Alliance.

<http://gsiareview2012.gsi-alliance.org/pubData/source/Global%20Sustainable%20Investment%20Alliance.pdf>

² 2014年1月1日から2014年12月31日の間に年次総会が開催された Russell 3000 企業を対象とした ISS の Voting Analytics database を使用して提供されたデータ

重要なポイント

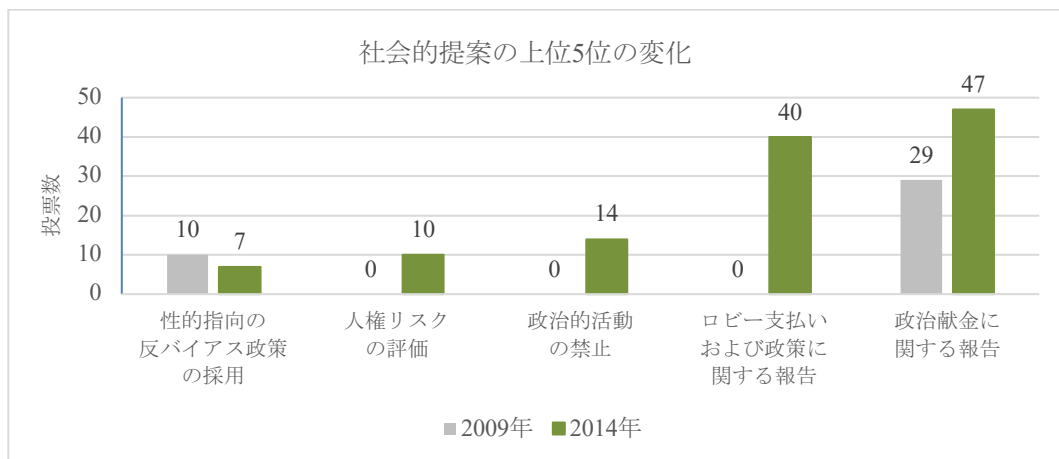
- ・ 現在持続可能な投資は、米国の運用資産運用資産の約 11%を占めています。
- ・ 持続可能な投資家やアクティビストの中には、企業の環境・社会（E+S）政策に影響を与えるための株主提案を提出するものもいて、E+S の提案では 30%以上の株主支持を得ています。
- ・ ISS はこのような提案の約 70%について「賛成」を推奨していますが、投票を行った投資家はほとんどの提案に対して低い水準の支持にとどまり、ISS とは異なる見解を持っています。
- ・ さらに、ISS は追加の E+S 報告を要求する提案に対し「賛成」し、企業に運用上の制限を課す提案に「反対」を推奨しているようです。
- ・ 経営者報酬制度に E+S 指標を含めることを求める株主提案は、ほとんどの場合 ISS および大多数の株主によって反対されています。
- ・ 一部の企業では年次インセンティブプランに E+S 指標を限定的に取り入れているにもかかわらず、経営者インセンティブ報酬制度では、株主価値創造の直接的な原動力となる財務指標に引き続き焦点を当てています。

投票での環境および社会的株主提案の数の増加

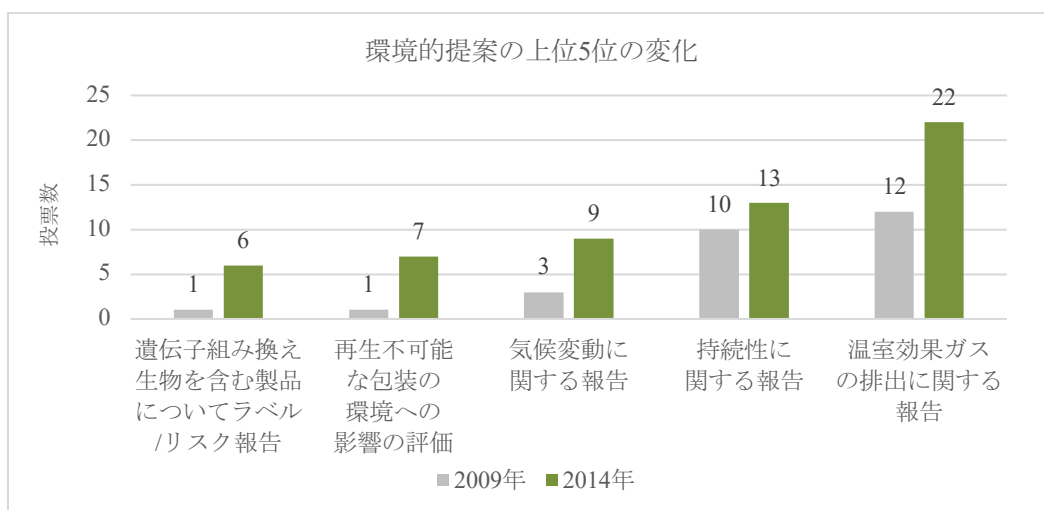
2009 年および 2014 年の株主提案の分析によると、投資家およびアクティビストは環境および社会活動のプラットフォームとして、株主総会招集通知およびアニュアルミーティングをますます活用するようになっていきます。社会的性質をもつ株主提案が依然として E+S 提案の大部分を占めていますが、環境目的の株主提案の割合は過去 5 年間で 2 倍になりました。

提案タイプ	すべての提案に対する割合	
	2009	2014
環境	5%	10%
社会	19%	23%

社会志向の株主提案の増加は、問題に関する詳細な開示強化や、環境問題解決を目的とした政治的献金への制限を目的としていると考えられます。この種の提案は、他の社会的な面を重視した提案よりもはるかに多くなされています。



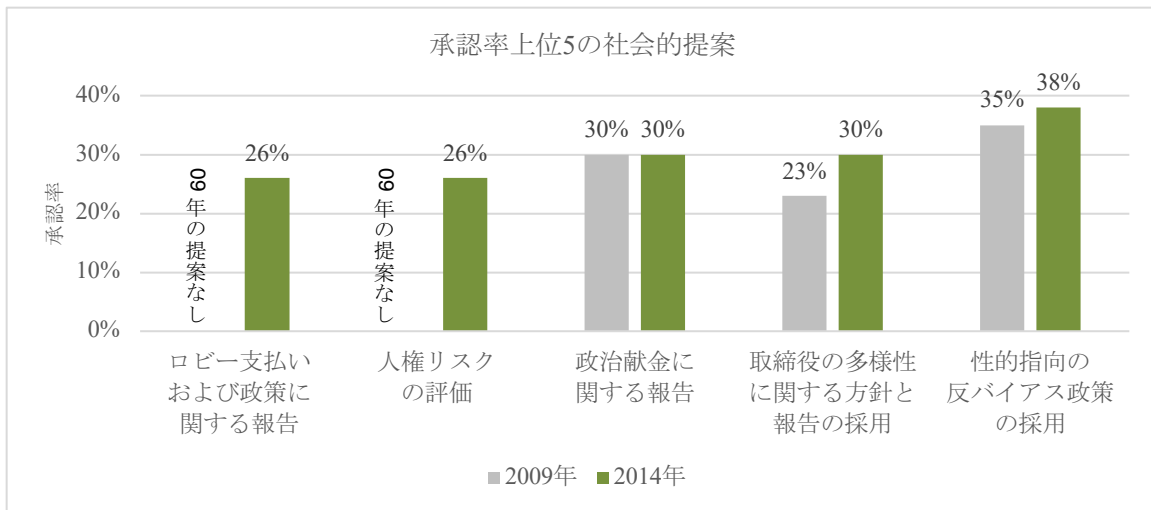
環境的提案の変化では、開示強化要求と同様の傾向が見られます。具体的には、気候変動と温室効果ガス排出量に関する追加報告の要求が、環境面での提案の主要な内容となっております。



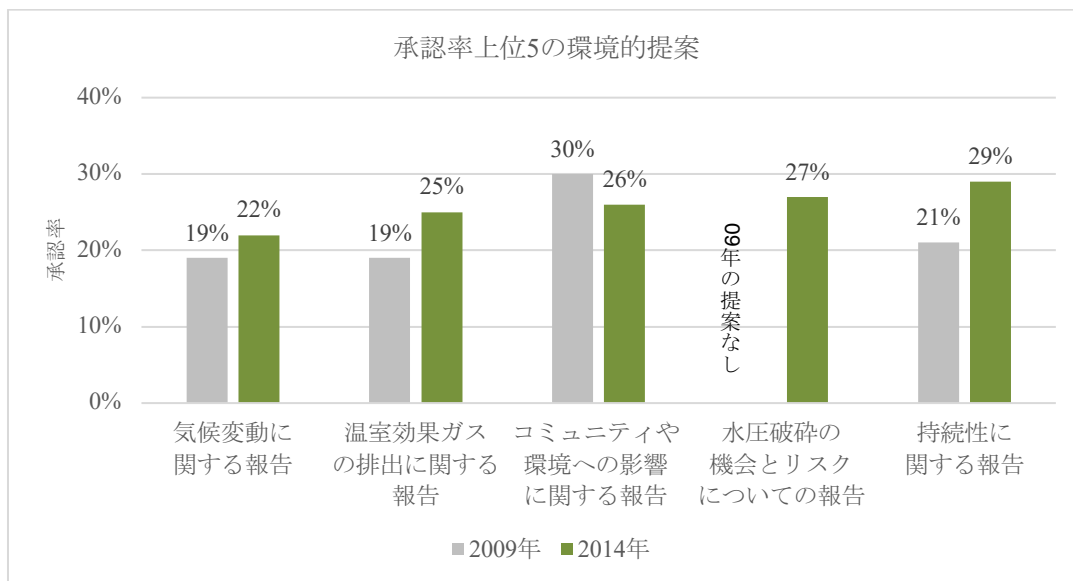
しかしデータをより詳細なレベルで検討すると、ある提案のカテゴリの発生率が一人の投資家または共通の利害関係を持つ関連投資家グループによって大きく影響されているように思われます。そこで、株主により広く支持されている提案についての背景を確かめるため、E+S提案に対する株主の支持の度合いについても検討しました。

特定の環境および社会的提案に対する重要な少数派の支援

最も強く支持されている社会的株主提案の分析では、政治献金およびロビー活動の開示を要求する提案および多様性または反バイアス政策を促進する提案は、30%以上の支持率でかなり少数株主の賛成を得ていることが明らかになっています。



環境についての株主提案でも同様のパターンが見られ、持続可能性と水圧破碎の機会とリスクについての報告を求める提案に対し少数派が強力な支持をしています。



E + S 株主提案に対する議決権助言会社の影響

ISSはE+Sの提案の70%以上に「賛成」の投票を推奨しましたが、2014年の株主提案に対する他の調査結果では、ISSは環境および社会提案に関して株主の約20%から25%に影響を与えることを示しています。ISSがE+Sの株主提案を強く支持していることを考えると、個々の機関投資家は、受託者義務を負っているので一貫して投票する必要性があり、E+Sの株主提案に「賛成」の投票をすることに高い基準を設けているようです。比較すると、ISSはSay on Pay票（経営者報酬議案に対する株主投票権）のような他の委任事項に対しては多少大きな影響（28%）を与えているようです。

ISSの 推奨	環境			社会			Say on Pay		
	% 投票 (n=69)	平均 承認率	ISSの 影響	% 投票 (n=152)	平均 承認率	ISSの 影響	% 投票 (n=2417)	平均 承認率	ISSの 影響
賛成	77%	26%	19%	70%	30%	24%	88%	95%	28%
反対	23%	7%		30%	6%		12%	67%	

*ISS が賛成の推奨をした場合は ISS の影響は平均承認率に等しく、反対の推奨をした場合は平均承認率のマイナスと等しくなっています。

我々の調査によると、ISS は、E + S 株主提案への賛成または反対推奨と、E + S 以外の項目への推奨とは異なる対応を行っていることがわかりました。ISS の投票分析データベースを使用し調査すると、追加開示を要求する提案については、2014 年では、ISS は、最も頻繁に「賛成」投票を推奨しているがわかりました。具体的には、ISS は以下のタイプの提案を最も高い比率で支持しています。：人権リスク評価報告書の発行、政治献金に関する報告、ロビー支払いおよび政策に関する報告、気候変動に関する報告、温室効果ガス排出量および削減目標に関する報告、持続可能性に関する取り組みについての報告、および性的指向の反バイアス政策の採用です。³

逆に 2014 年度に ISS が一般的に反対投票を推奨したケースは、企業活動の制限を求める提案でした。ここでの企業活動の制限には政治活動の禁止、環境/社会問題委員会の設置、動物実験に対する制限の採択、遺伝子組み換え生物を含む製品についてのラベル/リスク報告の要求⁴といったものが含まれています。ISS の追加報告を要求する提案に対する支持、および企業に明確な業務上の制限を課す提案に対する否定的な見解は、機関投資家の受託者義務と強制開示を通じた社会的および環境的变化を促進する願望とのバランスを取ろうとしていることを示しています。我々の理解ではこの E+G に対する ISS のアプローチは、例えば ISS が役員報酬に対して採用しているアプローチ、つまり報酬開示の透明化の強化のみならず、制度設計や制度運用までに影響を与えようとするアプローチとは異なっている点に注意が必要です。

E + S の提案と役員報酬

比較的まれなタイプの E + S 提案では、上級役員報酬プログラムの業績評価基準として環境の持続可能性または社会的基準を実施することを企業に求めています。2009 年から 2014 年までの 5 年間で、ラッセル 3000 社でそのような提案が 11 件ありました。しかし、そのような提案に対する株主の支持率の中央値は 5.6% で、支持率は 7.3% を決して超えませんでした。さらに、ISS は過去 5 年間で 11 の提案すべてに対して「反対」投票を勧告しました。提案に対する分析では、ISS は通常、「持続可能性の低さか

³ ISS が少なくとも 75% の投票に「賛成」投票を推奨した 5 票以上の提案を含みます。データは ISS Voting Analytics から入手しています。

⁴ ISS が少なくとも 75% の投票について「反対」投票を推奨した 5 票以上の提案を含みます。データは ISS Voting Analytics から入手しています。

ら生じる明らかな財務的損失」がない場合には、役員報酬プログラムに最適なインセンティブ指標を決定することを報酬委員会に委ねています。

このような提案に対する株主からの支持率は低いにもかかわらず、多くの企業は、主に年次インセンティブプランのスコアカードを通じて、役員報酬プログラムでの環境的、社会的測定基準を実施しています。このような測定基準は通常、従業員の多様性や環境事故防止に焦点を当てており、ほとんどの場合、ある年の年間インセンティブ報酬の5%から10%を決定しています。

結論

企業の社会的および環境責任（CSR）への関心は、投資家、ならびに上場企業の取締役会や経営陣の間で高まっています。私たちの調査は、CSRに対する投資家の関心の表れの1つがアクティビストのE+S株主提案の提出であることを確認しています。そしてこれらの提案の大部分についてISSがかなりの支持をしていること、多くの提案は少数の株主からの支持を受けていますが、現在これらの提案のほとんどは多数株主の支持を得ていないことを示しました。ごく少数の株主決議により、役員報酬プログラム内でE+Sに関連する業績評価指標を採用することが提案されています。このようなE+S指標は、公開企業の年次インセンティブプランでは前例のないことではありませんが、そのような指標をインセンティブ報酬制度に組み入れるという株主提案は、ISSではサポートされず、株主の支持も非常に低い水準となっております。一部の企業は年間インセンティブスコアカードの5%から10%をE+Sの指に割り当てていますが、今後も経営者に対するインセンティブ報酬制度では、インセンティブ報酬の支払いの大部分を測定可能な財務指標に基づいて株主価値と関連させることとなるでしょう。

社会投資ファンドの人気の高まりとその運用資産が増加するにつれて、E+Sの株主提案は引き続き普及し支援されることが予想されます。我々の調査から、最も成功するE+Sの提案は特定の活動の強制的な禁止を求めるものではなく、さらなる透明性を追求するものであり続けると考えられます。多様性、政治的ロビー活動、人権、および持続可能性の報告書の公表を通じて透明性に積極的に対応している企業は、将来E+Sの提案を受ける可能性が低くなる可能性があります。

追記

GPIFによるESG投資強化の方針を受けて、日本においてもESGはさらなる注目を集めています。

本ニュースレターは米国における2015年時点での動向をまとめたものですが、現時点でも、本傾向に大きな変化は無い点を確認した旨を追記させていただきます。

米国上場電力会社の約20%は、年次インセンティブの業績評価指標においてE関連の指標を採用していますが、2015年以降大きな変化はありません。直近では、ベライゾン、コカコーラ、ウォルト・ディズニー等の大企業が持続性に関する指標を採用しています。しかしながら、全体のインセンティブ報酬に占めるこれら指標の割合は非常に少額

に設定されており、インセンティブ報酬の中心は財務指標による評価である点に変化は無い点に注意が必要です。

原題：Activism of a Different Nature: Social Investors Advocate for Change in the Proxy
April 27, 2015.

ペイ・ガバナンス日本株式会社

100-0006

千代田区有楽町 1-1 0-1 有楽町ビル 6 階

電話 03-6206-3555

メール info@paygovernance.jp