



企業経営への影響力を高めるESGアクティビスト —自己利益のための社会的利益の追求—

2021/7

三井物産戦略研究所
産業情報部産業調査第一室
大西勝

Summary

- 「モノ言う株主」であるアクティビスト・ファンドが、環境をはじめとした社会問題を争点に、公共の利益を害する事業を行う企業に変革を求めるケースが増え、企業経営に影響を与えている。
- 個人の環境意識の高まりと、それに伴うESGファンドへの資金流入の増大により、機関投資家の賛同を得やすくなっていることが、このような「ESGアクティビスト」¹が台頭する背景にある。
- 企業は、環境・社会といった公共の利益に資する取り組みの重要性は踏まえながらも、ESGアクティビストの主眼は、必ずしもそこにあるわけではなく、あくまで自身の利益の追求にあるという認識を持った上で、事業運営に取り組むことが求められる。

2020年12月、石油メジャーの米ExxonMobilは、環境対策の強化を求める新興アクティビスト・ファンドのEngine No. 1から、同ファンドが推薦する4名の同社取締役（12名で構成）への就任などの提案を受けた。しかし、同社はそれを受け入れず、2021年5月の年次株主総会での投票となった。同ファンドは、Exxon社株のわずか0.02%しか保有していないが、同社株の6.6%を保有する資産運用最大手の米BlackRockなどから賛同を得ることで、提案した4名のうち、3名の就任を実現させた。このように、環境など公共性の高い問題に対して経営陣に提言を行うアクティビスト・ファンドが、機関投資家などを巻き込み企業活動に影響を及ぼしている。

台頭するESGアクティビスト

アクティビスト・ファンドは、投資先企業の経営陣との積極的な対話や、株主総会での委任状争奪戦を通じて、株主提案の実現を図る機関投資家である。対話や提案の内容は、主に業績や資本効率の改善、株主還元などに関するもので、それらの実現のために取締役の議席を求めることも多いが、その主眼は自身のファンドの収益向上である。しかし、昨今、環境や社会に関わる分野を対象に、企業に提言を行うファンドが増えている。これらは、「ESGアクティビスト」などと呼ばれる。特に、気候変動問題をはじめとし

¹ アクティビスト・ファンドは、以前から企業の統治（Governance）を、経営陣に対応を迫る争点の一つとしていたため、主に環境や社会に関連するものを対象とするアクティビスト・ファンドに対して「ESG」を付すことは、厳密には適切ではない。しかし、環境NPOなどとの違いを明確にし、また「環境、社会、企業統治」を一くくりにした「ESG」が一般用語化しているため、本稿では、主にE、Sの分野に注力するアクティビスト・ファンドを「ESGアクティビスト」と呼称する。

た環境分野でその活動が顕著に見られる。従来、その役割は、環境NPOなどが担っていたが、それらは、対象企業の本社前での抗議や、少数株主としての提言にとどまり、必ずしも主要株主の賛同は得られず、企業経営に与える影響は限られていた。

しかし、環境問題が社会に及ぼす影響への認識が広まるなか、環境NPOの提案に機関投資家が賛同する機会が増えたことに加え、環境問題に取り組むよう企業に圧力をかけることが、自身の収益機会につながる と考えるアクティビスト・ファンドも関与を強め、大きな潮流となっている。かつてはアクティビストから距離を置いていた機関投資家が賛同するようになった背景には、個人の環境意識の高まりにより、ESGファンドに多額の資金が流入し、それを運用する機関投資家の中には、責任投資原則（PRI）²に署名するところも増え、同原則の実行に向け、議決権行使の内容も含めて自身の行動に関する情報開示が求められるようになったことがある。

これらの圧力は、環境負荷の高い事業を行う企業だけでなく、それに融資を行う金融機関にも波及しており、関連事業への新規の融資をやめるなどの事例も起きている。このように、機関投資家や銀行が、環境問題をより重視するようになったことが、ESGアクティビストの追い風になっている。

ESGアクティビストの取り組みと企業・金融機関の対応

Exxonの案件で一躍脚光を浴びたEngine No. 1のほかにも、ESG分野で大きな影響力を持つアクティビストが存在する（図表1）。特に注目されるのは、「Say on Climate」キャンペーンを展開している英The Children's Investment Fund (TCI) だ。同ファンドは、モノ言う株主として日本でも著名だが、このキャンペーンでは、企業に対して、①温室効果ガス（GHG）排出量に関する情報の毎年の開示、②排出量の抑制計画の提示、③年次総会での同計画をめぐる株主提案の決議、を要求し、欧州企業を中心に、これを自主的に受け入れる企業も増えている。また日本では、ストラテジックキャピタルが、アクティビスト・ファンドでは数少ないPRI署名機関となり、投資先企業に対して、GHG排出量の削減目標の中期経営計画への明記や、石炭火力発電関連の事業からの撤退を提案している。

² ESG課題にかかる投資原則。機関投資家の投資分析と意志決定のプロセスにESGの課題を組み込むことなど、6つの原則で構成。2005年にコフィ・アナン国連事務総長（当時）が、世界の大手機関投資家に対し参画を要請し、策定されたもの。法的拘束力を伴うものではないが、その概念は広く支持されており、2020年時点での署名機関数は3,038、資産運用残高は103兆ドルに上る。

図表1 アクティビスト・ファンドのESG分野での主な実績

ファンド名	国	創設年	概要・実績
Bluebell Capital Partners	英	2019	ESGへの取り組みに関して高い評価を受けていた Danone や Hugo Boss に対して、業績低迷を理由にCEOの交代を要求し、他の機関投資家の賛同を得て、両社ともCEOを解任。
The Children's Investment Fund (TCI)	英	2003	2020年に同ファンドが利益の一部を寄付し、同ファンドと一体運営しているChildren's Investment Fund Foundation (CIFF) と「 Say on Climate 」キャンペーンを展開。
Cevian Capital	スウェーデン	2002	投資先である ABB 、 Ericsson 、 Thyssenkrupp などに対して、2022年の年次株主総会までに、役員報酬プランにESG目標を組み込む提案を作成するよう要求。
Canyon Capital Advisors	米	1990	米化学メーカー Berry に対して、プラスチックが破壊に及ぼす影響に関する誤解を解くために、ESGの課題により積極的に取り組むことを要求。
Engine No.1	米	2020	ExxonMobil に対して、環境問題への取り組みが不十分として、同ファンドが推薦する4名を同社取締役役に就任させることを要求。投資家の投票により、3名を就任させることに成功。
Inclusive Capital Partners	米	2021	米ValueAct Capitalの創業者のJeffrey Ubben氏が創設したESGに特化したファンド。同氏は、Engine No.1の攻勢を受けたExxon側の要請により、同社の取締役役に就任。
JANA Partners	米	2001	ESGに特化したファンドではないが、 Apple 社に対して、iPhoneの利用が子供に与える影響を考慮した設計にするよう要求。
Triam Partners	米	2005	GE 、 DuPont 、 Danone などに対し、排出物や廃棄物の削減に加え、職場の多様性を促進し、サプライヤーの行動規範を採用するよう要請。
ストラテジックキャピタル	日	2012	PRI署名機関となり、投資先企業に対して、中期経営計画の中に、GHG排出量の削減目標を明記し、石炭火力発電関連の事業から撤退することを公表するよう提案。

注：ESGに特化したファンドだけでなく、一部をESGに充てているファンドを含む

出所：Activist Insight、Institutional Investor、Lazard、大和総研などから三井物産戦略研究所作成

ただし、石油メジャーに対しては、Engine No.1を除き、Follow This、Market Forcesといった環境NPOが主導するケースが多い（図表2）。彼らは、BP、Royal Dutch Shell、Exxonなどに対し、GHG排出削減に関するパリ協定の目標に沿った経営戦略の年次報告書での開示といった条項を定款で規定することを求め、企業側もそれに合意し、対応を進めている。日本企業では、GHG排出削減目標達成への具体的なアクションプランを示さず、石炭火力発電所建設への関与も続ける住友商事に対して、Market Forcesが、パリ協定の目標に沿った経営を行う事業戦略の策定を求める株主義案を提出した。株主総会では、賛成率が20%程度にとどまり不成立に終わったが、住友商事側の譲歩を引き出すなど、一定の成果を上げた。

図表2 気候変動に関わる主な株主提案（対オイルメジャーおよび商社）

年	対象企業	提案者	提案内容	結果
2018	Royal Dutch Shell	Church of England / Follow This	パリ協定の目標に沿った目標の設定と公表、その成果の経営者報酬とのリンク	賛同者が株主の5%にとどまり、提案不成立。
2019	Royal Dutch Shell	Church of England / Follow This	パリ協定の目標に沿った目標の設定と公表	企業の姿勢変化を受け、提案取り下げ。
2020	Royal Dutch Shell	Follow This	パリ協定の目標に沿った目標の設定と公表	賛同者が株主の14%にとどまり、提案不成立。
	Chevron	Follow This	気候変動による自然災害の影響を受けやすい地域で事業を行うことのリスクを評価した報告書の公表	賛同者が株主の46%にとどまり、提案不成立。
	ExxonMobil	Follow This	気候変動による自然災害の影響を受けやすい地域で事業を行うことのリスクを評価した報告書の公表	賛同者が株主の24.5%にとどまり、提案不成立。
2021	BP	Follow This	パリ協定の目標達成に向け、従来のGHG排出削減目標からさらに高い削減目標の設定	CalPERSなど主要機関投資家の賛同を得られず、提案不成立（ただし、BlackRockなど一部は賛同）。
	住友商事	Market Forces	パリ協定目標と事業活動を整合させた事業戦略を示した計画の策定および開示	Market Forcesは住友商事の修正案も賛同せず、株主総会にて投票となり、提案不成立。
	Chevron	Follow This	中長期的な将来において、GHG排出量の大幅な削減	賛同者が株主の61%に達し、提案成立。
	ExxonMobil	Engine No.1	低炭素社会に向けた事業に取り組むため、取締役4名の入れ替えなど	BlackRockなどの賛同を得て、推薦4名中、3名が取締役就任。
	Royal Dutch Shell	Follow This	GHG排出量削減に向け、より厳しい対策の設定	おおむね両者間で合意に達したため、提案取り下げ。

出所：As You Sow、Bloombergなどから三井物産戦略研究所作成

金融機関向けの株主提案も、主に環境NPO中心に行われており、それらの多くも機関投資家を巻き込み、顕著な成果を上げている（図表3）。例えば、米JPMorganが、融資先のGHG排出量の測定、開示に関する報告書の策定に取り組むことと、石炭関連事業への新規融資をやめることを発表し、日本でも、三菱UFJフィナンシャル・グループやみずほフィナンシャルグループが、同様の対応を取った。また、BlackRockなど資産運用会社が、投資先企業の株主総会で、環境負荷事業への取り組みを変更するよう環境NPOが求めた提案に賛同せず、企業寄りの議決権行使をしたことで非難を浴び、方針を転換するといった動きも見られる。

図表3 気候変動に関わる主な株主提案（対金融機関）

年	対象企業	提案者	提案内容	結果
2020	みずほフィナンシャルグループ	気候ネットワーク	パリ協定の目標に沿った投融資のための指標・目標を含む経営戦略を記載した計画を年次報告書にて開示	提案を受け、みずほ側が、石炭火力発電所の新規建設への投融資の停止や与信残高の削減目標の設定などを約束。しかし、気候ネットワークは提案を取り下げず、決議に至ったが、賛同者は34.5%にとどまり提案不成立。
	JPMorgan	As You Sow	パリ協定の目標と整合的な融資戦略の策定と公表	株主の賛同率49.6%で提案不成立。
2021	JPMorgan, Wells Fargo, Citi Bank, Goldman Sachs, Bank of America	Follow This	ネットゼロ排出に向けて、融資先のGHG排出を削減する意図があるかどうか、またどのように削減するのかについての報告書の発行	それぞれ金融機関と提案者間で合意に達したため、提案撤回。
	三菱UFJフィナンシャル・グループ	気候ネットワーク	パリ協定の目標に沿った投融資を行うための指標と、短・中・長期の目標を含む経営戦略を記載し、年次報告書にて開示する、という条項の定款への規定	三菱UFJ側が、石炭火力発電セクターおよび森林、パーム油セクターに関するファイナンス方針の改定を公表したものの、気候ネットワークの賛同は得られず、気候ネットワークは株主提案を提出。
	HSBC	Amundiほか15の機関投資家/ShareAction	脱炭素に向けた取り組みの強化	HSBC側が、2040年までに石炭火力発電や電力用石炭開発への融資の段階的な廃止といった行動計画を提案したことを受け、提案取り下げ。
2022	Standard Chartered	Market Forces	インドネシアのAdaro Energyに対する4億ドルの協調融資への参画計画からの撤退	2021年中に対応しなければ、2022年に提案を予告。

出所：As You Sow, Bloombergなどから三井物産戦略研究所作成

ESGアクティビストは、金融機関に対しては、これまでのところ主導的な役割は担っていない。ただし、TCIのHohn氏が、石炭関連融資を行う銀行に圧力をかけ、石炭関連事業を行う企業への融資をやめさせることを目的に、銀行の当該事業融資のリスクウェイトを上げるよう、BoE（英中央銀行）やECB（欧州中央銀行）などに要望するといった動きはある³。

企業が考慮すべき点

資本コストの高騰

2020年12月、気候変動リスクへの金融監督上の対応を検討するために設立された中央銀行・金融監督当局のネットワーク「Network for Greening the Financial System (NGFS)」に、主要国では唯一、参加していなかった米国が参加を表明した。また、ECBは、ユーロ圏の銀行を対象に2022年実施予定のストレステストで、気候変動が経営に与える影響を調査することを公表するなど、中央銀行も同問題を注視する姿勢

³ リスクウェイトが上がることで、銀行が保有するリスクに対して求められる最低所要自己資本比率が下がり、国際統一基準行などに求められる自己資本の規制水準を下回る可能性が出てくる。銀行側がそれを回避するためには、関連事業融資を減らしたり、やめたりすることが必要となり、結果として関連事業を行う企業への圧力となる。

は強まっており、銀行の関連事業融資の規制が厳格化されることも考えられる。環境負荷の大きな事業を行う企業は、環境意識の高まりを受けた需要減退（＝業績悪化）に伴う株主資本コストの上昇や、銀行融資の中止や債券格付の引き下げによる負債コストの上昇などにより、事業性の確立が一層困難になる可能性もある。

機関投資家グループによる世界的な取り組みとその限界

機関投資家グループが主導し、対象企業に対して気候変動問題に取り組むよう促す動きもある。世界各地の機関投資家による気候変動イニシアティブが結集したグローバルイニシアティブ「Climate Action 100+」（CA100+）がその代表例だ（図表4）。これは、機関投資家が、GHGを大量に排出する企業に対して、パリ協定の目標達成のための対策に取り組むよう促すものである。また、仏資産運用大手Amundiなど15の機関投資家グループが、大手金融機関のHSBCに対して、化石燃料事業向け融資の削減を求め、HSBCがそれに応じるといった動きも見られる。

図表4 投資家が主導する気候変動関連イニシアチブ

イニシアチブ	概要	運営主体	賛同者・対象企業・成果
Climate Action 100+ (2017年創設)	パリ協定の目標達成に向け、世界の主要なGHG排出企業に対して必要な行動をとらせることを目的に、対象企業に以下の3点を要求。 ① 気候変動のリスクと機会のガバナンス向上 ② パリ協定の目標に一致するGHG排出量削減 ③ TCFDの提言に沿った情報開示の強化	<ul style="list-style-type: none"> ・ The Asia Investor Group on Climate Change ・ Ceres ・ Investor Group on Climate Change ・ Institutional Investors Group on Climate Change ・ Principles for Responsible Investment (PRI) 	575の投資家が参加、その運用資産総額は52兆ドル。 対象は、CDPで報告されたスコープ1、2、3の排出量が多い100社（世界全体の産業排出量の80%以上を占める）。 さらに、クリーンエネルギーへの移行に資する企業、気候変動に伴う財務リスクが高い企業、地域・国家レベルで重要であるとみなされる企業67社も含めた計167社(2021年6月時点)。
Say on Climate (2020年創設)	気候変動に関する企業の報告書の透明性向上のため、企業に以下の3点を要求。 ① 温室効果ガス排出量に関する情報の毎年の開示 ② 排出量の抑制計画の提示 ③ 年次総会での同計画をめぐる株主提案の決議（拘束力を有しない勧告的決議）	The Children's Investment Fund (TCI) / Children's Investment Fund Foundation (CIFF)	世界最大の議決権行使助言会社であるISSおよびGlass Lewis、資産運用大手のBlackRockやVanguardが、スペインの空港運営会社Aenaの脱炭素移行計画に関するTCI主導の株主提案に賛成票を投じた。 それを受け、Unilever、Nestlé、Glencoreなどが、気候変動対策に関する株主提案を自主的に採用。

出所：Climate Action 100+およびSay on Climateのウェブサイトから三井物産戦略研究所作成

ただし、CA100+に関しては、環境NPOなどから対応の不十分さへの不満も出ており、環境NPOと機関投資家の足並みは必ずしもそろっていない。これは、企業の環境対応を困難にさせる要因となろう。

環境以外の分野を対象とする働きかけ

ESGアクティビストは、対象を環境分野だけでなく、人権など社会に関する分野にも広げている。例えば、米Triana Partnersは、GEやDuPontなどに対し、排出物や廃棄物の削減に加え、職場の多様性を促進し、サプライヤー行動規範を採用するよう働きかけるなどしている。今後も、このような傾向は強まろう。

ESGアクティビストの主眼にある企業価値向上

Exxonとの取締役の議席争いに実質、勝利したEngine No. 1のPenner氏は、同ファンドは純粋に環境問題への対応を追求しているNPOではなく、今回の行動目的は、Exxonの業績および株価への影響を踏まえたもの

と明言した。同氏は、再生可能エネルギーに注力しつつも業績低迷が顕著な英石油メジャーBPに対して否定的な見解を示している。これは、ESGアクティビストの狙いが、投資先企業の価値向上を通じた自身の利益拡大にあり、地球環境保全を至上の目的とする環境NPOとは異なることを端的に表したものだといえる。また、英Bluebell Capitalが、ESGへの取り組みでは評価の高かったDanoneやHugo Bossに対して、業績低迷を理由にCEOの解任を求め、他の機関投資家の賛同を得て、それを実現させていることも、企業価値重視という点において、Engine No.1の主張と共通している。Bluebellは、PRI署名機関として、投資先企業にESGへの取り組みの強化を促す立場にあり、DanoneなどのESGへの注力を否定したわけではない。同ファンドが示したのは、ESGへの取り組みが、業績低迷の免罪符にはならないということだ。

ESGアクティビストの存在が、今後、金融市場でさらに高まることが予想されるなか、企業には、環境や社会に関する問題が、自社の業績に直結するという考えのもと、多様化するであろう彼らの主張の正当性・合理性を見極め、対応する力が求められる。上記のPenner氏の発言が示すように、彼らが重視するのは、企業価値向上を通じた自身の利益であるということは、ESGへの注目が高まるなかにあっても、認識すべき点であろう。

当レポートに掲載されているあらゆる内容は無断転載・複製を禁じます。当レポートは信頼できるとされる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。当レポートは執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び三井物産グループの統一的な見解を示すものではありません。また、当レポートのご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び三井物産グループは一切責任を負いません。レポートに掲載された内容は予告なしに変更することがあります。