

2013年10月15日 全5頁

# 投資先企業の不祥事に対応した機関投資家の行動

## 不祥事企業への対応とその説明が求められる機関投資家

環境調査部  
主任研究員 鈴木 裕

### [要約]

- 投資先企業に不祥事が発生すると、機関投資家は、委託者から対応方針の説明を求められることがある。
- 投資を打ち切るという対応もあり得ようが、不祥事企業への投資を継続しつつ、事態の改善を促すための対話を行う対応も考えられる。
- 対応方針を委託者に説明することは当然であるが、部外者からの照会にどのように回答すべきは、守秘義務等の関連も考慮するべきである。

### はじめに

機関投資家は、投資先企業が何らかの不祥事（注：もともとは縁起の悪いことという意味であるが、現在は不都合な事件や事故のことをいう）を惹き起こした場合に、不祥事について投資先企業と対話をしたり、投資を打ち切るなどの対応を求められることがある。本稿では、そのような対応がなぜ求められるのかを説明するとともに、機関投資家がとるべき具体的な行動について検討する。この際の投資家行動については、欧米における [社会的責任投資](#) の手法が参考になると思われる。

### 不祥事への対応はなぜ必要か？

機関投資家は、自分自身の資産を運用しているわけではなく、他の最終受益者の資産を運用することを任務としている。

年金制度では、加入者から年金保険料を徴収して積立金（年金基金）を作り、株式や債券に投資を行い、加入者に対する将来の給付支出に備える。投資信託では、多くの小規模な投資家から資金を募り、信託財産を形成して、株式や債券に投資を行って、資産価値の増大を図る。

年金制度の場合には、年金基金が資産運用を行うこともある（注：これをインハウス運用という）が、多くの場合は投資顧問などの資産運用を専門に行う外部の業者に運用を委託している。投資信託では、投資信託会社が信託財産の運用指図を行う。年金制度や投資信託では、加入者や小規模投資家といった最終受益者が自ら投資判断を行うのではなく、投資顧問や投資信託会社といった、外部の資産運用会社に投資の指図が委託される仕組みになっている。資産運用を受託した資産運用会社は、運用資産を適正に増大させるよう、専門的な知識・経験を動員して資産の運用にあたる。年金基金や投資顧問・投資信託、さらには保険会社などを総称して機関投資家というが、資産保有と資産運用は別々の主体に帰属する場合があるので、機関投資家という用語には若干の混乱をとまなうことがある。そこで、本稿では年金制度の加入者（および年金基金）や投資信託の購入者などを資産保有者（Asset Owner）と呼び、資産運用を受託した運用会社を資産運用会社（Asset Manager）と呼ぶこととする。

図表 1 資産運用会社の役割

資産保有者	⇔	資産運用会社	⇔	投資先企業
Asset Owner		Asset Manager		Corporate
資産の適正な成長を期待して資産運用会社に資産運用を委託する。		資産運用の知識・経験を活用して資産保有者のために資産運用を行う。		企業業績を向上させ、配当・利子・キャピタルゲイン等を投資家にもたらず。
投資収益への関心以外に独自の宗教的・政治的・社会的な価値観に基づく資産運用を期待する場合がある。		資産運用者の価値観を取り込んだ資産運用を行う。		適正な事業を行う。資産保有者の特殊な価値観とは、整合しないこともある。

出所：大和総研作成

資産保有者から資産運用を受託する資産運用会社は、注意深く資産運用を行い、資産運用に関する知識や経験を活用して、不注意な損失を生じさせないように努めなければならない。このような責任を受託者責任といたり、信認義務といたりする。資産運用会社は資産保有者から運用上のさまざまな制約を課されるのが通常だ（注：このような運用委託の契約や遵守事項をマニフェストという）。投資対象を国内株式に限ったり、海外債券に限るなどの制約を受けるのは、よくあることだ。その他にも、特定の業種や企業の発行する株式や債券は投資対象から除外するべきといった指示を受けることもある。欧米の社会的責任投資では、こうした投資禁止方針を設けるものが多い。

投資禁止のことを [ダイベストメント](#) といい、具体的にどのような企業を投資禁止とするか決定するには、資産保有者の宗教的・政治的・社会的な信条や価値観が反映される。ある種の宗教団体の基金では、教義に反する嗜好品や食品の製造販売に携わる企業をダイベストメントの対象とすることがある。また、米国の年金基金等の中には、銃の乱射事件の頻発を受けて、[銃器産業をダイベストメントの対象とする動き](#) も見られる。

ダイベストメントの対象を事前に判断できるのであれば、もともと資産運用会社のポートフォリオには含まれないので、資産運用会社に何か行動することが求められるということもない。しかし、資産運用会社が株式や債券を購入した後に、投資先企業に不祥事が生じて、投資対象としての適格性が疑われることもある。この場合に、適格性が疑われる株式や債券をどうすべきかが問題となる。保有を継続しては、資産保有者の信条・価値観に整合しないポートフォリオになってしまうかもしれないからだ。

企業の不祥事には、製品に関する表示の誤りや、製品の利用による健康被害の発生、工場等の周辺への汚染、労働規制の潜脱や違反、反社会的勢力との取引など、さまざまなバリエーションがある。これらの不祥事を受けて資産保有者が資産運用会社に対して、不祥事企業の株式等がポートフォリオに含まれているか、含まれるとしたらどのような対応をとるかを照会することがあるために、資産運用会社には何らかの対応を求められるようになる。社会から非難を受ける企業に投資を続けては、投資パフォーマンスに懸念が生じるだけでなく、年金基金等の資産保有者に非難の矛先が向かう恐れがあるがゆえに、資産運用会社の適正な対応が期待されるのである。

資産運用会社の行動に関心を持つのは、資産保有者だけではない。資産保有者に対して運用コンサルティングサービスを提供する業者が、こうした照会を資産運用会社に発するケースもある。また、社会的責任投資に関する情報プロバイダが、資産運用会社の対応を調査することもあるし、投資先企業が惹き起こした不祥事の種類によっては、人権団体や環境保護団体からの質問状が資産運用会社に届くこともあろう。

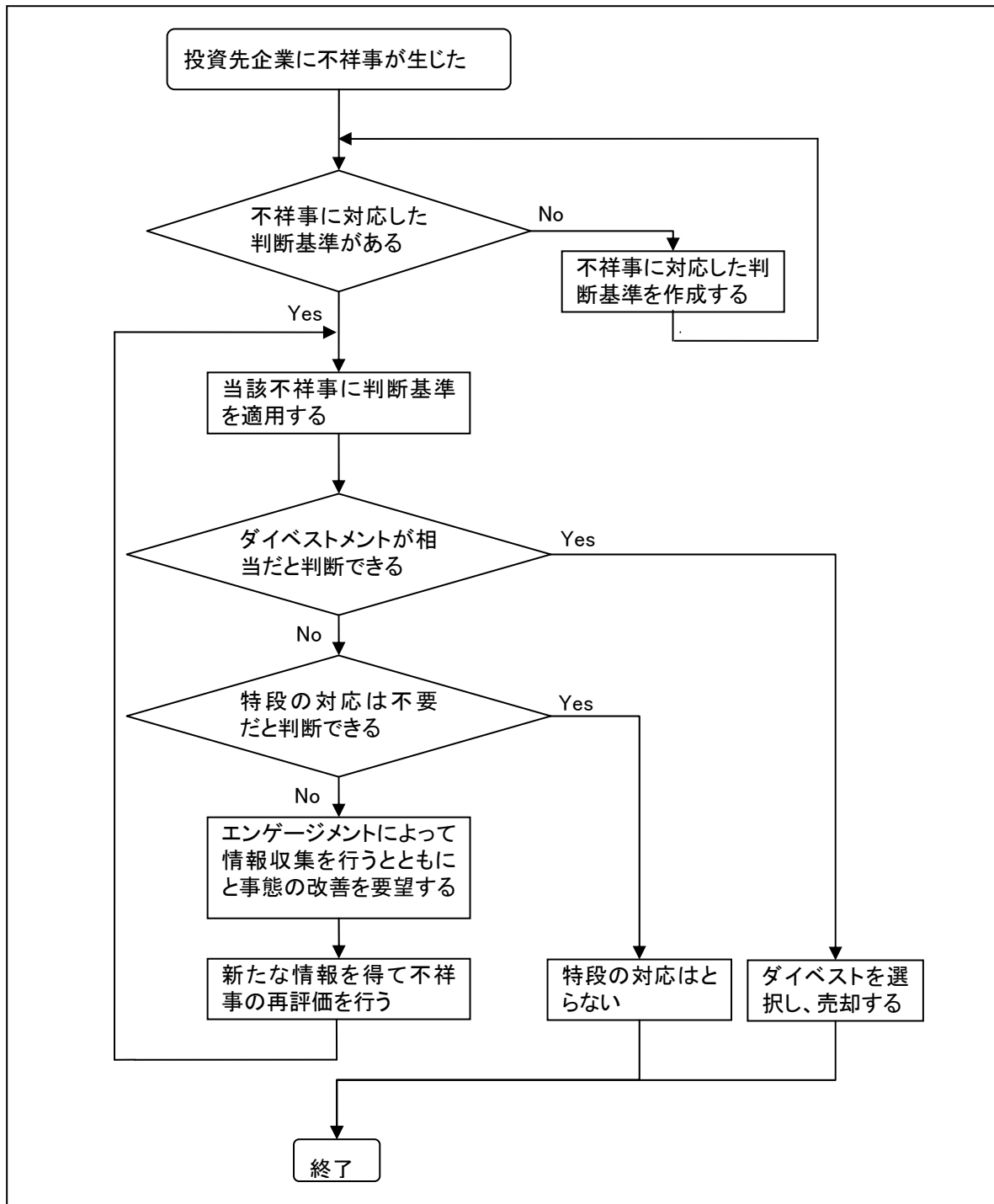
## エンゲージメントとダイベストメント

不祥事企業の発行した株式や債券がポートフォリオに含まれる場合に、資産運用会社がとるべき行動を考えるには、欧米の社会的責任投資の考え方が参考になるように思える。多様な信条や価値観を反映したポートフォリオを作ってきた長い歴史があるからだ。欧米の社会的責任投資の主流は、2種類の行動からなり、一つはダイベストメントで、もう一つは投資先企業との対話だ。この対話をエンゲージメントという。

事柄の性質によっては、即座にダイベストメントをとるべきこともあるかもしれないが、不祥事を受けて株価等が大きく下落した局面で売却することになるため、損失が大きくなる恐れがある。また、事実関係が不明確な段階で不用意に売却してしまうと、事後的な評価に耐えうる判断であるかも疑わしくなり、かえって受託者責任に反することになるかもしれない。

そこでまず、エンゲージメントによって不祥事を起こした投資先企業に、事実関係と善後策の説明を求めるといった行動が望ましいだろう。事実関係の調査と並行して、どのような場合にどのような判断をするかを検討し、できれば文書化するべきである。資産保有者に対して、対応策を説明することになるのであれば、判断の基準やプロセスを明確化しておくことが望ましいからだ。

図表2 投資先企業の不祥事に対応した資産運用会社の判断プロセス



出所：大和総研作成

資産運用会社の対応策としては、投資先企業の株式や債券の売却を行うダイベストメントを最終的な手段とすることになる。そこまでの判断の過程の中で、エンゲージメントを行い、事態の改善を求める、被害者がいるのであれば被害の適正な回復を求める、責任者の処分を求めるなどが考えられよう。続いて、エンゲージメントに対する企業の反応を判断材料に加えて改めて評価を行って、資産運用会社としての行動を新たに選択することになる。不祥事を起こした投資先企業で株主総会が開かれることがあれば、不祥事に関連した議案（たとえば役員選任議案）に対しての適正な議決権行使を行うことが求められる。これもエンゲージメントの一

種だ。ダイベストメントを選択し、不祥事を起こした企業の株式等を売却してしまえば、もはやエンゲージメントを行う理由はなくなり、資産運用会社としての行動を終了する。

対応策の判断基準は、資産所有者の信条、価値観や資産運用会社の運用態様によって多様だ。資産所有者が厳格で例外を認めないダイベストメントを求めているのであれば、資産運用会社もそれに従うことになる。他方、たとえば株式インデックス運用のように、投資先企業の個別の事情をあまり勘案しない運用手法であれば、特段の対応をとらないという判断に傾くことになるはずだ。

事態が不明確な段階では、エンゲージメントを通じて情報を収集して、さらにエンゲージメントを繰り返すこととなろう。不祥事企業の対応が進んでいるのであれば、保有を継続し、さらに事態の改善に向けてエンゲージメントを続けるということになる。図表 2 で言えば、エンゲージメントのループの中で、事態の真相が究明されるのを待つということだ。

エンゲージメントにもさまざまな態様がある。資産運用会社が不祥事企業の株式や債券を大量に保有している場合には、ポートフォリオの価値に対する影響も大きくなるのであるから、積極的なエンゲージメントを行わなければ、資産所有者の理解を得ることは難しくなる。反面、保有量が小さければ、コストを費やしてエンゲージメントに臨むとコスト倒れに終わり、かえってポートフォリオの価値を減じてしまうかもそれない。他の資産運用会社がエンゲージメントを行うのであれば、それにフリーライドする方が資産運用会社の行動としては合理的であるかもしれない。

資産所有者から資産運用会社に投資先企業の不祥事について対応方針が照会された場合には、資産運用会社は回答を返すことが強く期待されるだろうし、回答しなければ顧客を失うリスクも生じる。不誠実な対応をする資産運用会社であるという印象を与えることは得策ではない。

他方、照会元が資産所有者ではない場合には、回答の是非を十分に考慮する必要がある。企業の社会的責任に関する調査業者は、非常に多く、影響力や信頼性も多様であり、回答の必要性が低い場合もあり得よう。また、不祥事企業への投資の有無や事後の対応方針は、資産所有者から委託された資産の管理・運用に属する情報だ。委託者である資産所有者以外の者に明らかにすれば、守秘義務等の問題が生じる恐れもあるので慎重な対応が必要になるだろう。

#### 参考レポート

「Engagement と Divestment～欧米における社会的責任投資の手法と課題～」(『大和総研調査季報』2011年春季号(Vol.2)掲載)

<http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/11050201investment.html>

「CSR 格付けやランキングの作られ方と使われ方の問題点」(2012年10月16日付け ESG ニュース)

<http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-news/12101601esg-news.html>