

公的機関投資家における ESG 投資戦略 —政府系ファンド (SWFs) の考察から—

中 村 み ゆ き

はじめに

従来、人権や環境などの問題に配慮した投資は社会的責任投資 (Social Responsible Investment: SRI) と称されてきた。これは、20 世紀前後にイギリスやアメリカのキリスト教の教義による倫理投資に起源を持つとされる。その後、アメリカでは反戦や人権、公民権運動などの社会運動の一環として、慈善団体や大学基金をはじめとした機関投資家が企業に対して積極的な株主行動をとるようになった。このように SRI は投資リターンのみではなく、投資家の宗教的、もしくは倫理的価値観を反映させた投資である。

これら SRI の手法としては、①ソーシャル・スクリーニング (Social Screening)、②株主行動 (Shareholder Activism)、③コミュニティ投資 (Community Investment) に分類できる。上記の倫理投資では、主にスクリーニングが多様されていると言われる。これには倫理的・宗教的価値観に資する企業に投資するポジティブ・スクリーニング (Positive Screening)、もしくはそれに適合しない企業を投資対象から排除するというネガティブ・スクリーニング (Negative Screening) という手法がある。一般的には後者スクリーニングが倫理投資の主要な手法である。また似た概念として社会的課題を持つ企業の保有株式を売却するダイベストメント (Divestment) 手法が採られる場合もある¹。このように企業を投資ポートフォリオから排除する、もしくは売却する手法は、欧米諸国では現在でも比較的多く採られている。

2000 年代に入ると、SRI という投資手法は CSR や持続可能性を目指す社会的潮流の一つの取り組みとなってきた。しかしながら倫理や宗教的価値観の視点から投資を考える SRI に関しては、研究蓄積の深化に伴い概念の整理が試みられるようになってきている。近年の見解として SRI は特定の価値観を反映させる企業のみが投資対象となるとする。それは特定産業や企業が完全に

¹ ダイベストメントに関しては、アメリカの「スーダン・ダイベストメント (人権問題)」、カルパースの「タバコ産業ダイベストメント」やノルウェー政府系ファンドの「化石燃料ダイベストメント」が知られている。化石燃料ダイベストメントに関しては、近年、気候変動の視点からアメリカ年金基金やヨーロッパ各大手保険会社などに拡大し続けている。他方でダイベストメントは株式売却により企業との対話の機会を失うことになるため、変革をより促すための対話を行うエンゲージメント (Engagement) を重視すべきとの見解も存在する。

排除されることになりがちであり、一般の投資家を巻き込んだメインストリームの投資にはなりえないとの指摘である²。このような視点から、近年パフォーマンスを追求する投資家にあっても持続可能経営を可能にするサステナブル投資 (Sustainable Investment)、責任投資 (Responsible Investment: RI)、インパクト投資 (Impact Investing) や ESG 投資といった言葉に置き換えられることも多くなっている³。以上のように、現代は一部の機関投資家が行ってきた SRI としてだけでなく、全ての投資家が持続可能な社会を目指し、社会的責任を果たす投資活動を行うことが要請されているのである。

本稿では上記した社会的責任の発展の中で機関投資家、なかでも検証が少ない政府系ファンド (Sovereign Wealth Funds 以下 SWFs) における ESG 投資の認識と現状に関する検討を試みる。考察においては機関投資家の責任投資への変化を跡付け、また投資原則策定と機関投資家との関わりを整理し、最終的に公的機関投資家としての政府系ファンドの ESG 投資の動向を見ていくものである。

1. 倫理投資から長期志向投資へ

アメリカやイギリスの SRI は教会によるギャンブル、タバコやアルコールなどのスクリーニング投資から社会運動に結びついた機関投資家による投資の経過を経ている。アメリカでは、1970年代頃になると年金基金などの機関投資家が不祥事など問題が浮上した企業に対して株主行動をとり、経営陣に圧力をかけるようになった。これはコーポレート・ガバナンス問題として議論され、受託者責任 (年金基金が受益者のために忠実に職務を果たす義務)⁴ 問題が浮上することになった。この受託者責任に関しては、年金基金を始めとする多くの機関投資家が長らく責任投資を行う足枷となってきた。しかしながら、年金基金の受益者のために株主行動を取ることが容認される環境も次第に整ってきた。1988年労働省通達エイボン・レターで議決権行使は年金資産運用上の受託者責任の一環であるとされ、1990年後半にカルバート・レターに対する労働省の助言で収益性以外の事項を考慮することが認められた。また2005年フレッシュフィールドズ・ブルックハウスデリンガー法律事務所が ESG の取り組みは受託者責任違反ではなく、むしろ対応しないことが受託者責任違反になる可能性があるとの見解を出した⁵。これらは機関投資家が責

2 SIFJ (日本サステナブル投資フォーラム) 理事荒井勝氏によれば、社会的スクリーニングでは望ましくない、もしくは優れた企業の一部が投資対象となり、多くの企業が調査・対象になりえなかった。これに対して ESG という企業課題が理解されるようになると全ての企業が対象となる。ESG 課題は一部の企業に限定されず、通常の資産運用において全ての投資対象で ESG を考慮する手法として考える必要がある、との見解を示している。「SRI と ESG の違いとは?」(2013年4月)、[<http://www.jsif.jp.net/coloum1304-2>][2017.10.20]。

3 例えば、日興リサーチセンター ESG 投資調査室長中嶋幹氏によれば、ESG 投資を投資家の動機によって以下の三つに分けている。①倫理投資、②社会的責任投資とインパクト投資、③ ESG 投資 (責任投資)「我が国の ESG 投資の現状」『月刊資本市場』(No.373) 2016年9月。

4 背景には、年金基金に関して受託者 (fiduciary) 責任を厳格に規制した ERISA 法 (1974年従業員退職所得保障法) の制定がある

5 森戸英幸「SRI と年金基金の受託者責任」投資セミナー 2006、2006年11月29日。

任投資を拡大する転換となるものであった。

また機関投資家は時代を反映した社会的課題において株主運動を展開することも多く見受けられる。1960～80年代はベトナム反戦やアパルトヘイト人権問題、また1990年代以降は環境、武器、雇用や地域コミュニティなど多様化した社会的課題に対応した株主提案や議決権行使が行われている。これらを担ったのはカルバートなどの投資ファンドやカルパースなどの年金基金といった機関投資家であった。2000年代以降はポジティブ・スクリーニング手法も拡大し、責任投資の主体としても年金基金の他にも保険会社、財団、教会、大学、病院、NPOなどと多様な投資家が関わるようになった。またそれらの投資を推進するSRI評価機関や専門運用会社なども発展したことから責任投資市場が拡大した。

同じく倫理・宗教投資から始まったイギリスでは、1980年代には環境型や倫理型の投資信託が多く登場している。2000年には責任投資の普及において重要な改正年金法制定がなされた。それにより機関投資家（年金運用受託者）は投資原則において環境・倫理・社会面への配慮と議決権行使の基本方針の情報開示の義務づけがなされることになった。その後、イギリス保険協会（ABI）が企業にCSRに関するリスクの情報開示を求めるガイドラインを公表している。このように機関投資家の責任投資を中心に進展が見られるようになった。

国際社会においては、1990年代以降にグローバリゼーションが進化する中で機関投資家に影響を与える社会的変化があった。環境問題の浮上と持続可能な社会の実現を模索する動きの中で、1999年国連グローバルコンパクト10原則が策定された。また2000年にはEUの社会的包摂からCSR（企業の社会的責任）が発信された。これはステークホルダーを考慮する経営へと転換する契機となった。

また金融界も持続可能な社会の実現に動き出したが、それに先立ち1972年国連人間環境会議（ストックホルム会議）で国連環境計画（UNEP）が立ち上がった。特に環境問題は世界が取り組むべき重要課題としての認識につながり、責任投資行動の重要な課題となった⁶。その後1989年セリーズ原則が提唱され、1992年には開発に関する国際連合会議（地球サミット）において「環境と持続可能な発展に関する銀行声明」（1997年「金融機関声明」に改訂）が公表された。またUNEPと金融機関による「国連環境計画金融イニシアティブ」（UNEP FI）⁷が発足し、金融業務において持続可能な責任を啓蒙・普及するようになった。この後に環境に関連する金融取引や環境投資が多く見られるようになった。

2006年には、UNEP・FIが投資家に対して投資選定のプロセスにESGファクターである環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Corporate Governance）を組み込むための投資原

6 1987年環境と開発に関する世界委員会（ブルントラント会議）による報告書『地球の未来を守るため』（Our Common Future）で「持続可能な開発」（Sustainable Development）の概念が初めて提示された。

7 UNEPと各国から200以上の銀行、保険、証券会社の金融機関が加盟した持続可能な金融事業の取り組みのためのパートナーシップ。政策当局と連携して、調査や情報交換を行う。

則 (Principle of Responsible Investment: PRI)⁸ を提言した。当原則の発足以降、急速に ESG 運用は普及し、多くの世界的年金基金や資産運用会社など機関投資家が署名をするに至っている。日本では、年金積立金管理運用独立行政法人 (Government Pension Investment Fund: 以下 GPIF) が、2015 年 9 月に署名した。世界最大の年金資産規模を有する GPIF が ESG 運用に舵を切ったことは、今後日本における機関投資家の ESG 投資に関する動向に影響を与えていると言われる。この GPIF は、「投資先企業における ESG (環境・社会・ガバナンス) を適切に考慮することは、被保険者のために中長期的な投資リターンを拡大を図るための基礎となる企業価値の向上や持続的成長に資するものであり、投資に ESG の要素を考慮することの意義は大きい」と言及している⁹。

この GPIF の考え方は、利益が重視される受託責任を持つ機関投資家においても、ESG ファクターを投資決定プロセスに反映させることが企業の持続的成長を促し、最終的にはリターンと結びつくという意味で示唆的である。つまり、近年は短期的業績や財務評価といった視点のみでの投資決定ではなく、社会性の配慮など長期的視点からの定性的指標への転換が重要視されるようになってきている。次章で見るように、ESG ファクターの考慮が運用パフォーマンスに影響を与えると提唱した PRI によって、倫理的価値判断による投資家のみならず、高いパフォーマンスを目指すメインストリームの投資家にも責任投資の重要性への理解が進むことになったのである。このような潮流は他の機関投資家の投資戦略にも影響を与えうることと思われる。

2. 機関投資家における責任投資

(1) PRI と ESG 運用

前述したように、2006 年機関投資家に対して国連により責任投資原則 (PRI) が公表された (図表 1 参照)¹⁰。これは機関投資家が受託者のために長期的視点に立ち、受託者責任の範囲内で投資判断において ESG ファクターを投資ポートフォリオに反映させることを推奨した投資原則である。2017 年には 1700 機関以上が署名し、その投資総額は 70 兆ドルを超えた。この額は世界の機関投資家の運用額の半分に上ると言われている¹¹。このように ESG 運用の端緒は PRI に遡り、近年、金融業界を中心に ESG ファクターを投資選定の基準とする手法が急速に定着しつつある。

8 2005 年国連コフィ・アナン事務総長により提唱され、ESG 投資を最初に提示した金融イニシアチブ。国連機関の国連環境計画 (UNEP) と国連グローバルコンパクト (UNGC) が推進機関となり、2006 年ニューヨーク証券取引所で発足した。正式には国連責任投資原則 (United Nations Principles for Responsible Investment: UNPRI)。2018 年 1 月 5 日現在で 1,892 機関が署名している。署名しているのは年金基金などの資産所有者 (Asset Owner) 364 機関、その運用を手掛ける運用機関 (Investment Managers) 1,289 機関、サービス提供機関 (Service Providers) 239 機関となっている。PRI HP [https://www.unpri.org]

9 GPIF, 「スチュワードシップ活動原則」(平成 29 年 6 月 1 日制定)

10 PRI HP [https://www.unpri.org], (PRI 「責任投資原則」(日本語版) 2016 年)

11 日経新聞「責任投資、世界の主流に フィオナ・レイノルズ氏 PRI 代表」2017 年 9 月 8 日。

その投資原則は6つの原則で構成されている。国連の PRI 報告書¹²には、冒頭に責任投資のミッションとして、持続可能なグローバル金融システムは、長期的な価値を創出する上で不可欠である。このようなシステムは、長期にわたる責任ある投資に報いて、環境と社会全体に利益をもたらすとしている。また原則の前段には、私たち機関投資家は、受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追求する義務がある。この受託者としての役割を果たす上で、環境上の問題、社会の問題、企業統治の問題（ESG）が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であると考えられる。さらに、これらの原則を適用することにより、投資家たちが、より広範な社会の目的を達成できるであろうことも認識している。したがって、受託者責任に一致することを条件に、私たちは以下の事項へコミットすると言及している。

以上の PRI の意義は、ESG 事項を組み入れた責任投資を行うにあたって、下線（筆者による）に示したように、まず一点目には受益者（資産運用委託者であるアセット・オーナー）のために長期的視点に立った利益追求の義務を表明したとともに、二点目に ESG 事項が投資ポートフォリオのパフォーマンスにおいて影響を及ぼす可能性を示したこと、三点目に受託者責任に反しないことを明確にした点であろう。

特に二点目と三点目に関して見ると、受託者責任においては ESG 投資と収益性の関係が指摘されている。この点に関しては、本来、責任投資が事業プロセスにおけるリスク管理の観点から生じたと言われており、リスク低減効果があると言われる。そのため機関投資家が ESG を投資判断に組み込むことは、企業価値を毀損するリスクの排除のためであるとの指摘がある¹³。企業が環境・人権に関わる社会的課題やコンプライアンス違反などの問題が生じた場合などのリスク要因を判断していくこと、つまり、ESG に対する対応ができる企業か、またフリーキャッシュフローを毀損する可能性などを企業価値との関係において考慮しているか否かは、投資家にとって重要な視点となり得る。このように ESG は投資判断においてリスクファクターとして考えることができ、この点において重要な意味を持つといえよう。

GFIF はこの点に関して、「ESG の要素を投資に考慮することで期待されるリスク低減効果について投資期間が長期であるほど、リスク調整後のリターンを改善する効果が期待され、投資に ESG の要素を考慮することの意義は大きい」としている¹⁴。また、スチュワードシップに関する企業へのアンケート報告書のなかで、ユニバーサル・オーナー（広範なポートフォリオを持つ大規模投資家）にとって、環境や社会問題などネガティブな外部性を最小化することを通じポー

12 PRI, 「責任投資原則」(日本語版), p.4, 2016.

13 土屋大輔「事業リスクとしての ESG の把握と企業価値向上」『KPMG Insight』KPMG Newsletter, KPMG, No.27, 2017 November. 同誌では、CFA Institute 調査から、投資家の 63% がリスク管理として ESG を見ているとしている。

14 GPIF, 「インベストメントチェーンにおける Win-Win 環境の構築を目指して～スチュワードシップ責任と ESG の観点から～」, 2016 年 12 月。

図表1 責任投資原則 (PRI)

【前文】

私たち機関投資家は、受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追及する義務があります。この受託者としての役割を果たす上で、(ある程度の会社間、業種間、地域間、資産クラス間、そして時代毎の違いはあるものの) 環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題 (ESG) が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であることと考えます。さらに、これらの原則を適用することにより、投資家たちが、より広範な社会の目的を達成できるであろうことも認識しています。したがって、受託者責任に一致することを条件に、私たちは以下にコミットメントします。

- 1 私たちは投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます。
- 2 私たちは活動的な所有者になり、所有方針と所有慣習に ESG 問題を組み入れます。
- 3 私たちは、投資対象の企業に対して ESG の課題について適切な開示を求めます。
- 4 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
- 5 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
- 6 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

(出所) PRI, 「責任投資原則」(日本語版), 2016. <http://www.unpri.org/principles/japanese.html>

トフォリオの長期的リターンの最大化を目指すことは合理的であるとしている¹⁵。さらに受託者責任とリターンに関しては、「年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする」という GPIF の投資原則に沿い、受託者責任を果たすことができる投資手法」と言及している¹⁶。

以上のように GPIF の見解は、長期投資であるほどリスク低減によるリターン改善を実現できることと、また ESG 要因が投資パフォーマンスに影響する以上、当該要素について考慮することも受託者責任に含まれると考えられることを示している。また PRI 前文の第一点にある長期的利益の追求に関しては、次のステewardシップ・コードの観点からも見ていくこととする。

(2) ステewardシップ・コード (Stewardship Code)

2010年、イギリスは世界に先駆けて機関投資家のあるべき姿を規定した指針としてステewardシップ・コードを導入した。イギリスでは、コーポレート・ガバナンス議論が浮上した当初か

15 GPIF, 「『機関投資家のステewardシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果』の公表について」, 2016年4月7日。[[summary_report_of_stewardship_activities.pdf](#)]

16 GPIF, [<http://www.gpif.go.jp/operation/esg.html>][2017.12.18]

この受託者責任に関しては、PRI、UNEP FI と Generation Foundation が ESG 課題と受託者責任の現状についてまとめた報告書 *FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY* (『21世紀の受託者責任』) を公表した。また2017年4月には日本版 *Japan roadmap* を発表し、日本における機関投資家の投資意思決定プロセスにおいて ESG 課題を考慮する受託者責任について報告している。[<https://www.unpri.org/page/pri-publishes-japan-roadmap-new-report-makes-recommendations-on-esg-considerations-for-the-japanese-market>]

ら機関投資家の企業への役割が重要視されており、最終的にガバナンス・コードから分離する形で財務報告評議会 (Financial Reporting Council: FRC) により同コードを策定した。日本では、このイギリスのコードを参考にして、2014 年金融庁が投資行動を規定する「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>を策定している¹⁷。現在、日本でスチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家は 200 を超えている。また世界では 18 カ国・地域で 2018 年まで導入される見込みとなっており、導入地域の株式時価総額は世界の 8 割近くになると言われている¹⁸。

世界のスチュワードシップ・コードは、投資企業の持続的成長と不正防止を後押しするというほぼ同じ内容を含んでいるといわれるが、ここでは、日本におけるスチュワードシップ・コードを中心に見ていきたい。日本では、経済を再生する円高・デフレ脱却施策として民間投資を活性化させる成長戦略が企図された。その一環として、競争力強化と企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則についての検討が進められたのである。これがスチュワードシップの報告書としてまとめられた。同報告書の中で「スチュワードシップ責任」とは、年金基金や保険会社などの機関投資家が、投資企業に対して「目的を持った対話」(エンゲージメント)を通じて企業価値の向上や持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることを意味するとしている¹⁹。また、これを果たすために、(1) 受託者責任の果たし方の方針公表、(2) 利益相反の管理に関する方針公表、(3) 投資先企業の経営モニタリング、(4) 受託者活動強化のタイミングと方法のガイドラインの設定、(5) 他の投資家との協働、(6) 議決権行使の方針と行使結果の公表、(7) 受託者行動と議決権行使活動の定期的報告、といった 7 つの原則が制定された (図表 2 参照)。

以上のように、当コードが策定された背景には、日本経済再興のための企業の持続的成長とともに、その結果としての受益者の中長期的な投資リターンの拡大が期待されていることがある。それにおいて機関投資家が企業に果たすスチュワードシップ責任の施策は、投資企業の状況を把握し、その上で議決権行使やエンゲージメントを含めた活動を行うことである。またこれらを中心的に担う機関投資家に関しては、資金の出し手である資金保有者としての機関投資家 (アセット・オーナー=委託者) とそれらから委託を受けて運用を行う運用者 (アセット・マネージャー)

17 金融庁、「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～、スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会、2014年2月26日。コード導入を表明した企業は、2018年2月末時点で219社。また同コードは、機関投資家がおかれた状況に応じて責任を適切に果たす「プリンシパルベース・アプローチ」(原則主義)を採り、また法的拘束力を有せずに「コンプライ・オア・エクスプレイン」(実施するか、実施しない場合は理由を説明せよ)ルールに基づくものである。尚、2016年5月29日に改訂版スチュワードシップコードが公表された。

18 日経新聞「機関投資家規範の導入国続々 時価総額世界の7割超」2017年12月4日。

19 金融庁、「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～<改訂版>2016年5月29日、p.3。一方、企業においては、業務執行のモニタリングを通して適切なガバナンス体制を構築するコーポレートガバナンス・コードが規定された。

図表2 「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード>

- 原則1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 原則2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 原則3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
- 原則4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
- 原則5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
- 原則6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
- 原則7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

(出所) 金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～、<改訂版> 2016年5月29日、より抜粋。

としての機関投資家(受託者)の両方が対象となる²⁰。

このようにスチュワードシップ・コードには機関投資家が長期的視野を持ちエンゲージメントを通して企業に関わるという目的がある。一方、長期投資を促すPRIもESGを推進することから投資家として長期視点で企業と関わるものとなっている。スチュワードシップ・コードは外部からの機関投資家の行動規範であり、PRIは機関投資家が自ら投資家としての責任ある投資行動を行う原則を守ろうとするものであり、両輪となって投資家責任を果たす仕組みといえよう。

特にスチュワードシップ・コードでは機関投資家が株主の立場から企業へ直接働きかけるエンゲージメントを推進している。欧米諸国では先述したダイベストメントも多用されるが、カルパスに代表されるような年金基金を含む機関投資家が既に多様なESG視点での意見交換によるエンゲージメントも多く実施している。近年の企業を取り巻く環境に鑑みても、今後投資家として長期的視点で企業の持続的発展のために、機関投資家は定性(非財務)的評価を慎重に行って行動していくことがより一層課せられることになると思われる。

20 同上書, p.5。

3. ESG 投資と SWFs の投資原則

(1) ESG の定義と ESG 投資の現状

世界における ESG 投資の統計分析は、ヨーロッパの Eurosif、イギリスの UKSIF、アメリカの USSIF など各国の責任投資調査機関の共同組織である GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) が実施している²¹。同機関は 2012 年以降隔年で調査報告書を出しており、手法の整理や各国・地域の統計分析を行っている。同調査によれば²²、2016 年 ESG 投資総額は 22 兆 8,900 億ドルとなっており、2014 年の前回調査 18 兆 276 億ドルから 25% 増加となったとしている。また国・地域別で見るとアメリカ、EU が世界の ESG 投資を牽引している。

また同機関は ESG 投資手法を 7 つに分類している²³。これらの手法は以下の通りである。ESG 手法の活用は国・地域によってかなりの差があり、従来、上記の責任投資調査機関がそれぞれに定義を出していたが、近年これらの手法は整理されつつある。

- (1) ネガティブ/排除スクリーニング (Negative/exclusionary screening) : 特定の ESG 基準に基づいて問題がある特定業種の企業を投資対象から除外する手法。
- (2) ポジティブ/ベスト・イン・クラス スクリーニング (Positive/best-in-class-screening) : ESG 項目において評価される企業を選別して投資に組み入れる、もしくは投資比率を高める手法。また特定産業・セクターの中から特に高く評価できる企業に投資をする手法。
- (3) エンゲージメント、株主行動/議決権行使 (Corporate engagement and shareholder action) : 株主の立場から投資先企業に対して、対話や議決権行使を通じて、ESG への取り組みを促すように企業行動に影響を与える手法。
- (4) 規範に基づくスクリーニング (Norms-based screening) : グローバル・コンパクトなど国際的に合意されている規範の基準を満たさない企業を投資対象から除外する手法。
- (5) ESG インテグレーション (Integration of ESG factors) : 財務的指標の分析だけでなく、ESG 分析も投資の意思決定プロセスに組み込む手法。
- (6) 持続可能テーマ投資 (Sustainability themed investing) : 気候変動、食糧、エネルギー、水資源などの持続可能なテーマに関わる銘柄に投資する手法。
- (7) インパクト・コミュニティ投資 (Impact/community investing) : 社会・環境問題を解決するための投資、また地域開発プロジェクトやコミュニティ開発のためのマイクロファイナンスなどの小口融資をする手法。

21 同組織は世界 7 地域の責任投資調査機関が推進して立ち上げられ、人権、環境保全、ガバナンスなど非財務的要素を重視する投資が企業の長期的価値を高めるとの意識のもとで情報を提供し、世界の責任投資の普及に努めている。

22 GSIA, *Global Sustainable Investment Review*, 2016.

23 *Ibid.*, p.6. 同報告書では sustainable investing の用語を用いている。これは ESG ファクターをポートフォリオ組成に考慮する投資アプローチであり、responsible investing や SRI との区別をしない包括的定義であると言及している。

(2) SWFsの投資の特徴と投資原則

SWFsとは、政府が所有・運営するファンドである。それは年金、原油など資源収益や外貨準備など公的資産を比較的リスク性資産配分を多くして運用する公的運用主体のことである。その資金は主に国民のために運用され、それぞれの国（政府）の考え、哲学やファンドの設立・運営方法に沿って投資戦略は異なっている²⁴。またSWFsの範疇から外貨準備を運用する中央銀行と年金基金は除外するとする論者もいる。SWFsと年金基金は国民資金の間接・直接運用主体との意味から類似しているが、特に年金基金は国民に対して将来支払いが生じることから将来債務として見なされ、リスク性資産への運用に制限があることから、その分類としては線引きをする場合もある。ESGの視点で考えるならば、特に公的年金資金を資金源とする公的年金基金の投資は、長期的利益を志向する責任投資と整合的であるとも言える。またSWFsに関しても、国民のために運用される資金の性質から、現代ポートフォリオ理論に基づきリスク調整後のリターンを生み出すことが考慮されている。その意味からも長期リターンを生み出す投資でもあるとも言え、中には機関投資家と同様の株主行動やエンゲージメントを積極的に行い、ESGファクターを取り入れるSWFsも見られる。また金融市場で責任ある投資行動を取ることで、国民の理解を得るケースもある。

[投資原則としてのGAPP(サンチャゴ原則)]

SWFsの投資原則には2008年9月に制定された「行動規範・慣行に関する原則合意」(Generally Accepted Principles and Practices: GAPP, サンチャゴ原則)がある。従来、SWFsは国際金融市場での投資を増大させる一方で投資に関する情報開示には消極的であった。それら株主は国家や政府であり、国家戦略上から投資に関しては情報開示をしない傾向にある。2007年金融危機においては、多くのSWFsが欧米諸国の大手金融機関に対して大型の資本注入を行い救済した。これは政府機関が国外の民間企業に投資を行うことに対して受け入れ国側では大きな懸念となってきた。特に特定産業の買収などは外資規制に抵触することや、産業によっては安全保障上の問題ともなっている。

しかしながら、外貨準備や資源収入など国家資産の余剰国では、国際金融市場での投資は今後も増加が予測される。このようなSWFsの投資状況において、IMFが主導してSWFs自身が国際ルールに則った投資規範と投資原則を策定するに至った。これはSWFsが投資慣行を適切に実施し、またガバナンスとアカウンタビリティを果たすための自主的な原則である。それはESGやステewardシップ責任に直接関わるものではないが、ここでは投資に関わる原則(原則18~21)から抜粋して見ていくこととする²⁵。

これらの投資に関わる原則は、基本的に株主の経済利益を守るために投資政策を適切に行い、

24 中村みゆき『政府系ファンドの投資戦略—シンガポールの事例研究—』税務経理協会、2013年。

25 IWG, *Generally accepted principles and practices (GAPP) Santiago Principle*, 2008, Oct.

情報開示を行うことが規定されている。当原則第4の目的に適正な事業管理, リスク管理, 情報開示を行うための透明性と健全なガバナンス体制を持つこととある²⁶。

GAPPの中で, ESG視点から見て特に注目できる第21原則は, 株主行動を取るべきとすることを示唆した原則である²⁷。それによると, 「SWFsは株主権が株式価値の構成要素であるとして株主権を行使すべきである (SWFs view shareholder ownership rights as a fundamental element of their equity investments' value.)。また株主行動を取るときは投資政策と一致し, 経済価値を保護することに配慮し, 議決権行使を実施する上での重要な要素も含め, 議決権行使に対する一般的手法を開示すべきである」と規定されている。当原則は, 唯一SWFsが株主権の行使を明言した原則となっている。

第13原則では, 「専門的で倫理的な基準は明確に規定され, SWFの関係者はその基準を周知徹底すべきである」とあり, 投資の意思決定プロセスにおける専門的で倫理的な基準の規定とその周知を求めるものとなっている。また第19原則では, 「SWFの投資の意思決定は, 投資政策や経済, 財務状況を考慮した上で, リスク調整後リターンの最大化を目指すべきである」とした上で, 第19.1原則で, 投資の意思決定が経済, 財務状況以外に基づく場合は, その投資政策を明示し, 開示すべきであるとしている。また第19.2原則ではSWFの資産運用は一般的に認知されている原則によるべきである, としている。以上の投資に関わる諸原則は, 他の機関投資家と同様, リスク調整後リターンの最大化を目指すことを要求しながらも, 経済, 財務条件のみでの投資判断に規定しているのではなく, それ以外の要素で投資することも情報開示することにより認めていると推測できる。

4. SWFsにおけるESG投資調査

米国コンサルティング会社SSGA (State Street Global Advisor) による機関投資家のESG運用に関する調査²⁸において, 政府系投資家の投資の特徴が考察されている。本研究のようなSWFsのESG運用の調査は少なく貴重である。同調査を検討することから, SWFsがESGを志向する投資戦略を見る一つの手かかりとしたい。また調査は, 2016年11月~12月に29ヵ国291機関投資家を対象に行われている。そのうち93機関は公的機関投資家 (Official Institutions: OIs) であり, その93機関の内訳は65が年金基金 (Public Pension Funds: PPFs), 28は政府系ファンド (SWFs) となっている。ここで分析対象としている年金などの資産を保有する機関投資家はアセット・オーナーとも表記されている。それらは, 年金基金, SWFs, 財団・基金, 保険や再保険会社, その他の長期性資産を管理・保有する機関である。アセットオーナーはスチュワード

26 *Ibid.*, p.11.

27 ここで記載している原則の翻訳は中村 (2013), 前掲書による。

28 Elliot Hentov, Alexander Petrov, "How do Sovereign Investors approach ESG Investing?", State Street Global Advisors, 2017. [<https://www.swfinstitute.org/research/ssga/How-Do-Sovereign-Investors-Approach-ESG-Investing.pdf>] [2017.10.25]

シップ・コードでも言及されており、「スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自ら、あるいは委託先である運用機関の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。」としている²⁹。また PRI においても、公表当初より多くのアセットオーナーが署名を果たしている。このようにアセットオーナーはインベストメント・チェーンのなかで ESG 投資を担う主要なプレイヤーとなっている³⁰。

近年、主要なアセットオーナーが ESG アプローチを急速に採用してきているが、同調査では、公的機関投資家は政策の影響を受けるものの、民間機関投資家 (Non-Official Institutions: Non-OIs) との ESG 運用のパターンは似通っているとしている。両機関とも 75% 程度が ESG を実施しており、また保有資産の平均 25% 程度を ESG で運用しているとするが、ESG の浸透度は低く、過半数は 10% 以下の資産で実施されているとしている。以下に ESG 投資に関する調査結果を示していく。

各機関が ESG 運用で期待すること: それに関しては、同調査でダウンサイド・プロテクション、短期 α ³¹、中期 α 、長期 α 、ロウワー・ボラティリティの 5 つを機関投資家に質問している。その結果として全ての投資家の期待は相対的に類似しており、長期パフォーマンスの上昇とダウンサイド・リスクの低減であった。リスク低減に関しては、PPFs は特に重きを置いており、これはテールリスク³²が生じた場合に規則の不履行や国民批判を避けるためである。また SWFs は、他の投資家より中期的、もしくは長期的 α に対する期待が僅かに大きくなっている。この ESG 運用に対する期待の結果は、先述したように機関投資家は ESG をリスク低減の結果をもたらすものとの認識を持つことが本調査でも分かる。またリターンに関しては、これまでの研究からも示されたように、年金基金は長期的運用を志向するが、SWFs も中・長期的投資戦略を取ることが可能である。

ESG 運用の理由: 本調査において ESG は異なる多様な手法とアプローチを有する包括的な概念であると言及している。各機関投資家はそれぞれの受益者や経営者の異なる意見を有し、また ESG に対する見解も異なるとしている。この点に関するアンケート調査では、ESG 戦略をとっ

29 金融庁、「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード> 2016 年, p.5.

30 一般に機関投資家は「アセットオーナー」(年金など資産の保有者)と「アセットマネージャー」(資産の運用者)に分類できる。前者は資産の委託者、後者は受託者の関係となる。スチュワードシップ・コード(2012年版)では機関投資は両者を含むこと。またアセットマネージャーに資金を委託する場合もアセットオーナーが受託者にスチュワードシップ責任を持つと明記された。

また、上場会社役員ガバナンスフォーラムによれば、「運用組織の貸借対照表上の自社運用資産総額が、外部顧客のために運用している資産額を超えていれば、インベストメントマネージャーではなく、アセットオーナーとして分類される」としている。上場会社役員ガバナンスフォーラム HP: [https://govforum.jp/member/news/news-news/news-management/management-management/14294/] [2017.12.18]

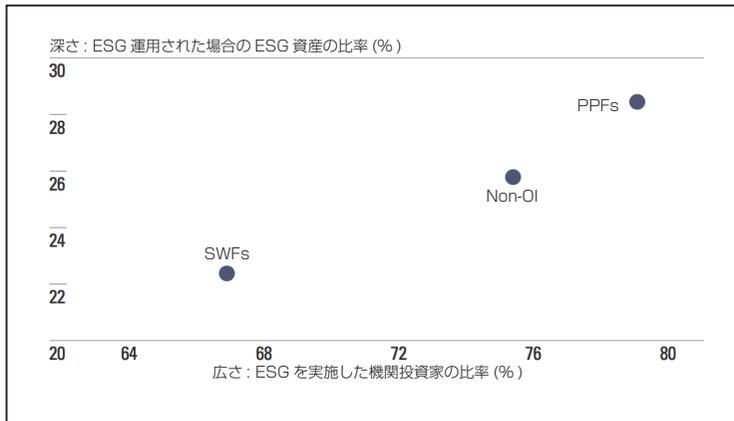
31 アルファ (α) 戦略とはベンチマークを上回るパフォーマンスを目指すアクティブ運用である。反対にベータ (β) 戦略とは市場全体の動きと連動したリターンを目指すパッシブ運用のことである。

32 確率は低いが、発生すると大きい損失を被るリスクのこと。

た理由を6つの選択肢(より良い投資慣行, 長期志向の投資哲学の育成, 他の投資用法の例, 規制当局の要求, 受益者の要求, 上級経営者の信念)から複数の回答を選択させるものである。その回答から得た結果として, PPFs, SWFs, 民間機関投資家ともに長期的な投資哲学が共通して第一の理由として上がった。また第二の理由はそれぞれ機関投資家により異なっており, PPFs は受益者からの要求, SWFs は上級経営者の信念, 民間機関投資家はより良い投資慣行であった。この二番目の回答は, それぞれ機関投資家としての性質を表しているといえよう。当然, 年金基金は受益者への責任義務が最重要視され, SWFs の場合はファンドの保有者の投資哲学が投資戦略に反映されるようになっている。

ESG ファクターを採用する動機: 各機関投資家の ESG 運用における動機の違いを検討している。それは図表のように, ESG 関与の深さ (ESG を使った資産の比率) と広さ (ESG を実施した機関投資家の比率) を見ることから分析している。ここから読み取れることは, 他の機関投資家よりも年金基金が両方向においてより高い比率である。また SWFs は最も低い関わりを示しており, それは民間機関投資家より低い結果となっている (図表3参照)。この点は, 報告書での別の調査において SWFs は ESG 運用によるアウトパフォーマンスを達成しうる確信はあるものの ESG の採用は遅れている, とされた検討結果と一致する。

図表3 ESG 運用における深さと広さ



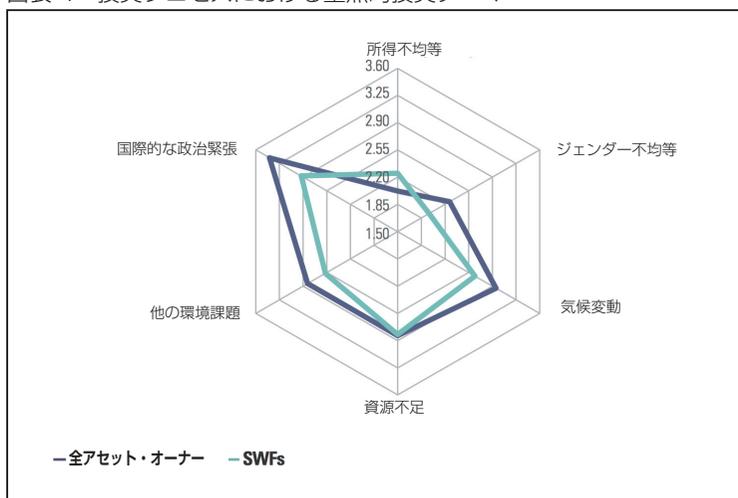
(出所) Elliot Hentov, Alexander Petrov, "How do Sovereign Investors approach ESG Investing?", State Street Global Advisors, 2017, p.4.

さらに ESG 採用に関して, すべてのアセットオーナーは組織内部の投資マネージャーと外部専門家のファンドマネージャーとのバランスをとるとし, 特に ESG の特別な専門知識を必要とするアセット・アロケーションに関しては外部委託をする方向にあることを指摘している。ESG を選好する機関投資家は, ESG の実施において外部のファンドマネージャーを雇用する傾向にあること, つまり ESG 運用の選好性が高くなるほど, 外部マネージャーによる委託が多くなると指摘している。また PPFs は他の機関投資家よりも明らかに多く外部専門家に ESG を委託す

るとしている。また反対に SWFs は外部委託が少なく、従って ESG 採用は少ないと言及している。

ESG 投資テーマに関する調査: 同調査では、それぞれの機関投資家の投資プロセスにおいて特色的な投資テーマの検討を実施している (図表 4 参照)。機関投資家に質問を行った投資テーマとしては、ESG と関連する所得不平等 (income inequality)、ジェンダー不平等 (gender inequality)、気候変動 (climate change)、資源不足 (resource scarcity)、他の環境課題 (other environment)、国際的な政治緊張 (global political tension) の 6 つとなっている。図表 4 と 5 において、PPFs と民間機関投資家は同じグループに分類されている。表に示される調査結果として、SWFs は投資において特定の投資テーマは含めない傾向にあるが、それは国家の富の維持に焦点を当てているためであり、現在に至るまで重要な焦点であると指摘している。また SWFs は積極的に投資テーマを求めることはしないとしており、若干高い所得不平等以外はどのテーマも他の投資家よりも低く、特に「国際的な政治緊張」は他の投資家より低くなっていると指摘されている。この結果は SWFs が他の投資家と異なることを示している。しかしながら、ノルウェーの政府基金のように特定のテーマで積極的エンゲージメントやダイベストメントを行っている SWFs も存在する。

図表 4 投資プロセスにおける重点的投資テーマ

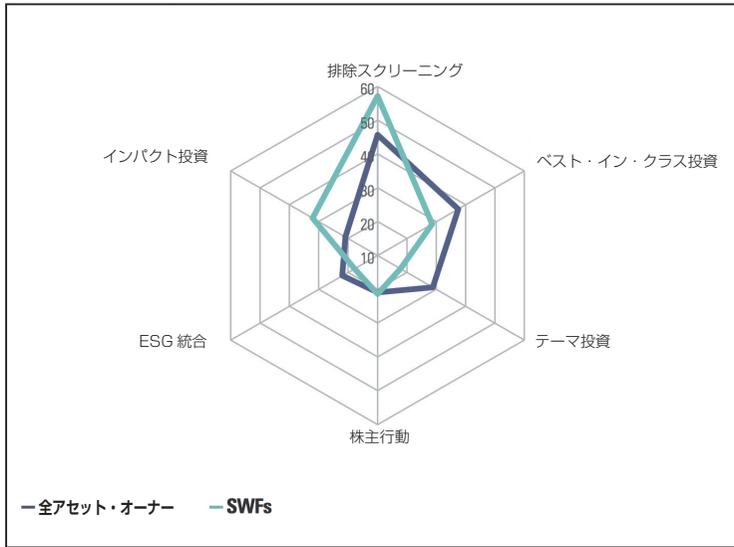


(出所) Elliot Hentov, Alexander Petrov, "How do Sovereign Investors approach ESG Investing?", State Street Global Advisors, 2017, p.5.

(注) 数値に関して、数値が高いほど重要性が高いことを意味する。

ESG 投資の手法に関する調査: それぞれの機関投資家の実施している ESG 投資の手法に関する調査を実施している (図表 5 参照)。この調査では、投資手法として、排除スクリーニング (exclusionary screening)、ベスト・イン・クラス投資 (best in class investing)、テーマ投資 (thematic investing)、株主行動 (active ownership)、ESG 統合 (full ESG integration)、インパクト投資 (impact investing) の 6 つのカテゴリーに分類している (各手法に関しては、3 章参照の

図表 5 ESG 実施の手法



(出所) 図表 4 と同じ。

(注) 6 つの ESG 手法に関しては重複して実施され得る。

こと)。第 5 図のように、SWFs は ESG 投資手法において他の機関投資家とは異なる選好性を持っていることが分かる。本調査において、他の機関投資家はベスト・イン・クラスとテーマ投資が多いのに対して、SWFs は排除スクリーニングとインパクト投資が多い結果となっている。特に排除スクリーニングの採用は顕著である。同調査では SWFs が採った 2 つの ESG 投資手法はかなり異なる手法であるが、ともに外部の専門マネージャーを必要とする専門性の高い手法である。特にインパクト投資は高度な専門知識を必要とする手法であるとしている。近年、SWFs は投資において外部委託をすることも増えているが、ESG 運用も外部委託が必要となる分野であろう。ここでは、相対的にみて SWF は ESG を含めて特殊な投資戦略を取ることは制約的であると言及されている。

投資ホライズン: 投資期間に関する調査では、公的機関投資家と民間機関投資家との間で顕著な違いが見られた。特に公的機関投資家である PPFs と SWFs は同じように長期志向性が見られた。同調査によると、10 年の投資スパンの考慮に関しては、民間機関投資家は公的機関投資家の 1/3 ほどであった。特に ESG は長期投資戦略と関連付けられるが、例えば、著者が検討しているシンガポールの 2 つの SWFs は 10 年間を投資期間の基準としていると公表しており、これとも整合的である。前述したように、SWFs は ESG が生み出す長期 α 戦略に対しては肯定的見解を持っていた。

終わりに

従来、キリスト教会の教義による倫理投資として発展してきた SRI は、機関投資家の人権や環境など社会的課題に関する株主行動を通して発展を遂げてきた。しかしながら、それは近年 CSR や持続可能性の普及とともに大きな転換を迎えた。2006 年の PRI 策定により、ESG 3 ファクターを企業の投資決定プロセスにおいて考慮することが長期的利益につながるとの認識の変化が生じた。PRI は、当時の国連事務総長コフィ・アナン氏により世界 12 カ国 20 の世界大手機関投資家が招聘されたことに始まる。それは、年金基金をはじめとする機関投資家が金融市場で運用する資金の影響力を念頭に置いた上で、その資金の流れを変えることで社会問題解決を図る重要性を問いかけたものであった。つまり、金融機関の社会的責任を求めるものである。

また PRI の功績は、資産運用を委託した者（受益者＝アセット・オーナー）の利益を長期的視点に立って最大限に考慮すべきとする受託者責任義務を示しつつも、ESG がポートフォリオのパフォーマンスに影響を与える可能性について言及している点である。むしろ長期的パフォーマンスを最大化するためにも ESG を考慮する必要があることは受託者責任に含まれるとの見解を示したことである。以上のことから、当時の署名をした 62 機関から増加し続け、現在は 1900 機関（2018 年 1 月 14 日時点）となっている。このように、PRI は機関投資家への ESG ファクターの普及は障壁となっていた受託者責任問題を超えて拡大している³³。

以上のような状況を確認した上で、本稿は機関投資家の 1 つである SWFs についての ESG 運用についての検討を試みた。SWFs に関しては、他の機関投資家と比較すると、その投資戦略に特徴がある。それは公的資産を伝統的資産からオルタナティブ資産での運用を行い、現代ポートフォリオ理論に基づきリスク低減を図りつつ、リターン向上を目指すというものである。また株主が政府であることから、運用方針や投資戦略においては非公開であることが多く、他国企業の投資や買収にあたっては懸念と批判を生じるケースが多い。本稿で検討した SWFs の ESG 運用に関しては、ファンド経営者の意識はあるものの、未だに積極的であるとは言い難い。現時点では、ESG への認識は緒に就いたばかりの状況と言えよう。また国による政治や経済体制など環境の違いもあり、今後個別に見ていく必要がある。

一方、SWFs と特徴が重なる公的年金基金に関しては、パフォーマンスを犠牲にすべきでないとする受託者責任が問題となってきた。しかし、ESG ファクターが長期的企業価値につながる事が認識され、その投資との適合性が指摘されるようになってきている。それは本稿の検討でも同様の結果が見られた。またイギリスやドイツなどが改正年金法により、ESG 運用の情報開示をすでに実施していることにも現れている。

33 日本において年金資産運用者の間では、ESG を考慮する運用は受託者責任に反するとの見解が主流であった。近年、ESG 要因と投資パフォーマンスとの因果関係を証明する研究成果がではじめておりリスク低減において有効であるとの認識が広がっている。2016 年、GPIF が PRI の署名を表明して以降、他の機関投資家にも拡大している。また東洋経済による ESG ランキングが公表されるなど企業側の取り組みに影響を与えている。

さらに、ノルウェー政府の政府年金基金 (NBIN) の事例は、SWFs が ESG 運用に転換するための重要な先行例となるだろう。同機関は徹底的な情報開示と責任投資で長期志向の投資を行う代表的 SWFs である。1997 年 9 月時点で資産総額は 1 兆ドルに到達し、世界の金融市場で上場株式の 1.3% を運用する最大規模の資産を有するようになった。その投資にあたっては、ESG 視点からのリスク分析を行い、問題のある産業、企業には排除スクリーニングやダイベストを行い、また積極的な株主行動やエンゲージメントも展開している。さらに責任投資報告書を公表して外部に対し情報開示している点は SWFs の中でも少ない事例であるが、この検討は別稿に譲りたい。また本稿で触れた GPIF の事例も、今後、他の機関投資や他国にもインパクトを与えることになろう。

以上、SWFs の ESG 運用について若干の考察をしてきたが、ノルウェーの事例から窺えるように、ESG は長期的価値創出の視点から見ると財務的パフォーマンス改善に繋がる可能性があり、今後の SWFs へのインプリケーションになると思われる。

【参考文献】

- 金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード> ~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~、スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会、2014 年 2 月 26 日。
- 金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード> <改訂版> 2016 年 5 月 29 日。
- 土屋大輔「事業リスクとしての ESG の把握と企業価値向上」『KPMG Insight』KPMG Newsletter, KPMG, No.27, 2017 年, 11 月。
- 中嶋幹「我が国の ESG 投資の現状」『月刊資本市場』(No.373) 2016 年 9 月。
- 中村みゆき『政府系ファンドの投資戦略—シンガポールの事例研究—』税務経理協会, 2013 年。
- 日経新聞「責任投資、世界の主流に フィオナ・レイノルズ氏 PRI 代表」2017 年 9 月 8 日。
- 日経新聞「機関投資家規範の導入国続々 時価総額世界の 7 割超」2017 年 12 月 4 日。
- 森戸英幸「SRI と年金基金の受託者責任」投資セミナー 2006, 2006 年 11 月 29 日。
- Elliot Hentov, Alexander Petrov, “How do Sovereign Investors approach ESG Investing?”, State Street Global Advisors, 2017. [<https://www.swfinstitute.org/research/ssga/How-Do-Sovereign-Investors-Approach-ESG-Investing.pdf>] [2017.10.25]
- GPIF, 「インバーストメントチェーンにおける Win-Win 環境の構築を目指して~スチュワードシップ責任と ESG の観点から~」, 2016 年 12 月。
- GPIF, 「『機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果』の公表について」, 2016 年 4 月 7 日。[[summary_report_of_stewardship_activities.pdf](#)]
- GSIA, *Global Sustainable Investment Review*, 2016.
- IWG, *generally accepted principles and practices (GAPP) “Santiago Principle”*, 2008. Oct.
- PRI, *Principle of Responsible Investment*, (「責任投資原則」日本語版) 2016.
- PRI, UNEP FI, *Generation Foundation, FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY* (『21 世紀の受託者責

任])

PRI, UNEP FI, *Generation Foundation*, *FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY Japan Roadmap* (『21世紀の受託者責任』 日本版)

JSIF (日本サステナブル投資フォーラム) HP [<http://www.jsif.jp.net/coloum1304-2>]

GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) [<http://www.gpif.go.jp/>]

UNEP [<http://ourplanet.jp>]

UNEP FI [<http://www.unepfi.org>]

UNEP FI 日本語 [<http://www.unepfi.org/regions/asia-pacific/japan/>]

PRI HP [<https://www.unpri.org>]

上場会社役員ガバナンスフォーラム HP: [<https://govforum.jp/member/news/news-news/news-management/management-management/14294/>]